

利好难以印证，棉花上涨乏力

大家对当前棉花市场存在一种看法，即：低估值，弱驱动。低估值是指，在今年棉花价格跌跌不休的背景下，19/20 年度新花上市，籽棉收购价也跟随着走低，再叠加轧花厂副产品棉籽价格的偏强运行，轧花厂生产的皮棉成本较去年同期出现了明显下降，皮棉估值走低。弱驱动在于，当前市场没有见到棉花需求实质性好转。今年的下跌行情，更多由棉花需求的疲软所导致。所以，解铃还须系铃人，能够带动棉价反转的驱动，必然还是取决于需求端的复苏情况。

但弱驱动不代表没有驱动，尤其是在关注预期的期货市场上，资金对于低估值棉花的关注度从未减少，对于棉花市场也存在诸多预期，从资金面、情绪面上对郑棉价格形成一定助推。下面为大家梳理一下近期郑棉市场的相关预期，以及笔者对于这些预期的思考以及与市场的分歧。

一、减产预期过于强烈

10 月后，在减产传闻下，籽棉收购价出现了明显的 V 型反转，带动郑棉从 12000 低位反弹。但产量变动最实质还是看面积、单产和衣分，令人奇怪的是，从前期一些调研结果来看，并无明显的减产征兆，减产预期也未在种植期间通过期货盘面发酵。在 10 月底朱家角棉花会议上，给出了全疆约 5.3%-6.7% 减产幅度的预期。而从后期的一些走访调研来看，市场出现减产的心理，原因可能在于今年轧花厂产能过剩，加上棉农惜售情绪，导致每家轧花厂收购量较去年同期减少，出现减产的感觉。从目前的加工数据来看，累计加工量仅较全年同期减少 2% 不到，不足以支撑 5% 以上减产幅度的预期。不过，今年南疆机采比重有所提高，采摘进度偏快，也侧面提高加工进度，或将印证减产幅度。若后市随着加工量进入尾声，减产预期证伪，郑棉也可能面临回调挤出升水。

表：19/20 年度棉花生产追踪

19/20 年度棉花生产追踪		
皮棉加工量		
日期：2019 年 11 月 14 日		
地区	累计加工量	同比
新疆	2446954	-1.11%
内地	44534	-17.87%
全国	2491488	-1.47%
皮棉检验量		
地区	累计检验量	
新疆	1908644	
内地	38927	
全国	1947571	

来源：i 棉网，中信建投期货

二、对收储的利多预期

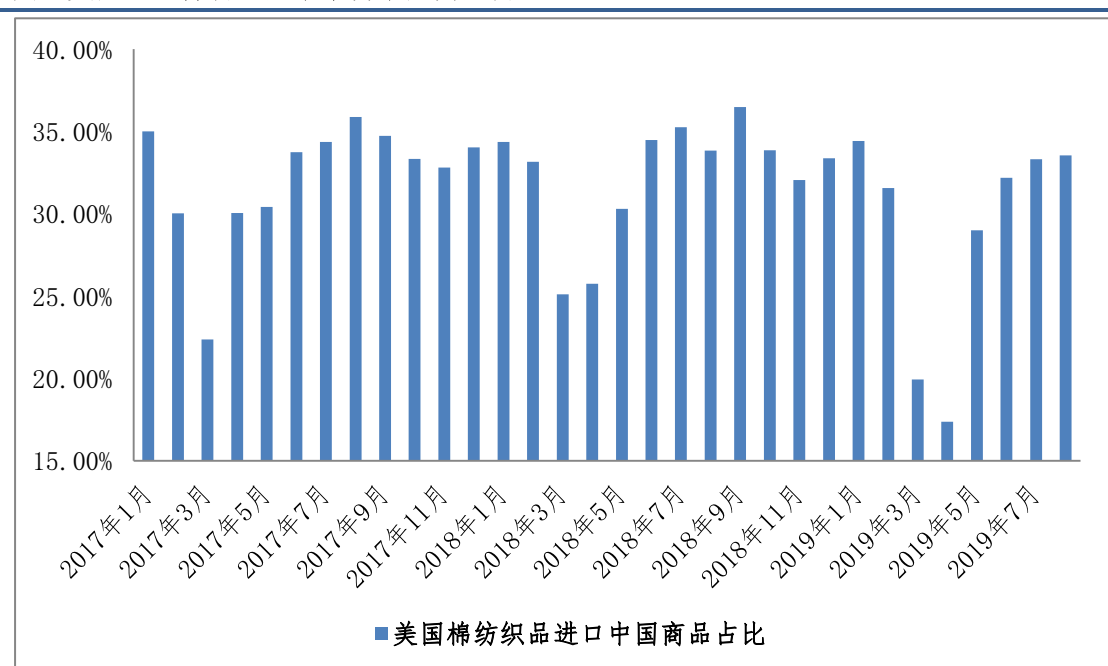
市场普遍对收储以利多心态面对。昨天夜盘前，收储新疆棉花的相关政策正式落地，但从盘面反应来看，郑棉价格走出冲高回落的走势，大有利多出尽的意思。笔者认为，轮入棉花，对于弥补供应端缺口的意义远大于提振棉花价格的意义：1、产销缺口存在，需要国储棉弥补：当前尽管国内棉市需求疲软，但通过库存数据、抛储量、进口量的推算，每月大致平均消费约 60 万吨上下，较农业农村部预计的 580 万吨产量存在约 140 万吨缺口。2、国储库存位于警戒线下方，需要棉花轮入：经过最近几年持续抛储，国家棉花储备量已经从 1095 万吨降低至 150 万吨左右，质、量均难以满足国内纱厂需求。3、从价格角度来看，周三收储预期增强下，带动期货市场情绪，郑棉出现约 200 点的反弹。一般而言，收储内棉，当然可以在短期内提高国内棉花价格。但价格只是温度计上的读数，客观反映当下市场供求格局。收储内棉的手段无异于是用手焐热温度计的玻璃泡，仅仅带来读数的提升，而无法改变市场的真实温度。

综上所述，相比起收储内棉，我们更需要收储外棉来弥补供应端的不足。用当下国内棉花产量弥补未来抛储，无异于扒了东墙补西墙，实际供应并没有被消化，而是延后了。另外，收储政策必然人为带来棉价托底现象，这向上游释放出一个稳定安全的信号，可以推测，未来棉花种植生产以及加工的意愿难降，增强下一年度增产预期，更不利于棉花价格形成反转。

三、对贸易关系缓和影响的乐观预期

期货市场中，预期相当重要，但市场的预期也有错误的时候。当下最重要一点在于，市场对棉花需求认识错误：关税加征使得中国输美棉纺织品订单锐减，从而带来棉花需求降低。持续走弱的盘面也的确印证了棉花需求降低。然而，关税加征和棉花需求降低，从过去相关数据来看，没有直接关系。截止今年 8 月份，中国输美棉纺织品出口量实际减幅并不明显：在美国所有进口棉纺织品统计中，来自中国的商品始终占据 30-35% 的地位。

图：美国进口棉纺织品中来自中国商品占比



来源：USTR，中信建投期货

这进一步说明：第一，前期关税加征程度并没有导致中国输美棉纺织品订单萎缩，反推，即

便后续贸易关系缓和，报复性关税全部取消后也不会明显带来美国的新增订单；第二，造成国内棉花需求不济另有其他原因。我们注意到，我国服装出口呈现萎靡状态，其中，欧洲、日本、中国香港以及加拿大等出口地出现不同程度的萎缩。也就是说，在全球宏观经济下行压力下，棉纺服装需求呈现趋势性弱化，这一利空点，未来可能仍会持续。

笔者还是维持文章开头的观点，解铃还须系铃人，想要获得立足于基本面的向上反转驱动，终究还是需要关注棉花需求端的情况。尽管目前棉花内外价差形成倒挂之势，夯实未来部分棉纺订单回流国内的基础，提振需求。但当下宏观环境依然不理想，仅靠供应端的炒作难以对棉价形成实质性驱动，上涨依然乏力。