

研究通讯

专题研究（供内部交流）

全球疫情持续背景下，郑棉缺乏反弹动力

广发期货发展研究中心

电话：020-88818051

E-Mail: liuqingli@gf.com.cn

摘要：

新冠肺炎疫情爆发以来，内外棉价双双承压，期间郑棉跌破 10000 元/吨，接近历史低点。当前棉花商业库存处于历史高位，去库存压力大。海外疫情爆发导致全球经济萎缩，欧美作为我国主要纺织出口国，经济下滑将导致对我国纺织进口量的减少，2020 年中国棉花消费量将大幅度下滑。本文将对 2019/20 年度中国棉花供需平衡表的预估进行调整，本年度中国棉花的库存消费比或同比提高 20%-25%。

本文还将通过对 2008 年、2016 年棉价反弹的特点进行分析，归纳出历史上两次棉价在最低点触底反弹的共性，并以此分析当前棉价是否具备反弹的动力。两次棉价触底反弹的同时，也伴随着棉花商业库存同比由正转负、纺织服装利润总额累计同比月度数据环比提升、纺织品服装累计出口同比月度数据环比提升、经济指标转好等信号。而当前背景下，这些指标没有出现明显的好转，棉价反弹需要全球疫情防控出现实质性改善、经济好转、需求恢复等多方面配合。

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1292 号

郑棉 2009 合约近期走势



相关报告

- 2020.04.09 《印度、巴西疫情发展对糖价影响》
- 2020.04.09 《3月食糖产销数据点评》
- 2020.03.24 《做多原糖策略》
- 2020.03.18 《19/20榨季国内外糖价展望》
- 2020.02.14 《泰国大幅减产推动原糖走高，然而疫情下郑糖仍然存在压力》
- 2020.01.16 《白糖上涨行情分析》
- 2020.01.03 《棉价近期上涨行情分析》
- 2019.11.19 《第14届国际油脂油料大会会议纪要》
- 2019.10.31 《白糖四季度行情分析研讨会会议纪要》
- 2019.10.23 《全球棉花供需格局简介》
- 2019.9.17 《2019中国郑州国际期货论坛白糖会议纪要》
- 2019.9.16 《金九银十时，郑糖重心上移是大概率走势》
- 2019.9.16 《期现结合业务（棉花）培训纪要》
- 2019.5.9 《2019年4月山东棉纺市场调研报告》
- 2019.4.15 《红枣品种概况及供需状况介绍》
- 2019.1.8 《“期现结合业务（白糖）培训班”会议纪要》

目录

一、中国棉花商业库存压力大，消费因疫情大幅下滑	1
二、对 2019/20 年度棉花供需平衡表进行调整	4
三、郑棉历史上两次触底反弹的特点	5
免责声明	8

一、中国棉花商业库存压力大，消费因疫情大幅下滑

全球疫情蔓延，全球经济大受冲击，棉花消费也随之大打折扣，导致内外棉价双双大幅下滑，国内郑棉2005合约一度跌破10000元/吨，并于3月24日最低跌至9935元/吨。之后受到支撑反弹，目前仍处于区间低位。

1. 下游消费：从后向前传导变差

棉花的终端消费包括服装、家纺和纺织品，这类需求与经济增长关系较大，当经济增速出现下滑时，棉花的消费也会相应萎缩。可以通过GDP增速、就业率、居民收入水平等作为先领性指标判断棉花消费可能的变化方向。

(1) 海外疫情蔓延至全球经济大受冲击，下游纺织消费不可逆下滑

美国、欧盟和日韩为我国纺织品、服装的主要出口目的地，对中国纺织品的进口很大程度影响中国棉花的消费。中国疫情放缓，但全球疫情愈演愈烈。意大利、韩国、伊朗、日本为海外第一批疫情爆发的国家，韩国、日本新增病例数已分别在2月29日、4月11日出现拐点，疫情状况较前期有所好转。欧洲地区以意大利为代表整体疫情表现最为严重，新增病例虽并入平台期，但目前仍在2000+人/日的水平。美国疫情爆发时间相对较晚，但是后续蔓延速度极快，并超过意大利成为全球新冠疫情确诊病例人数最多的国家。截至4月12日，全球不含中国累计确诊177万例，其中美国确诊56万例，意大利确诊15.63万例，西班牙16.68万，德国12.7万，法国13万，应该8.5万，伊朗7万等。

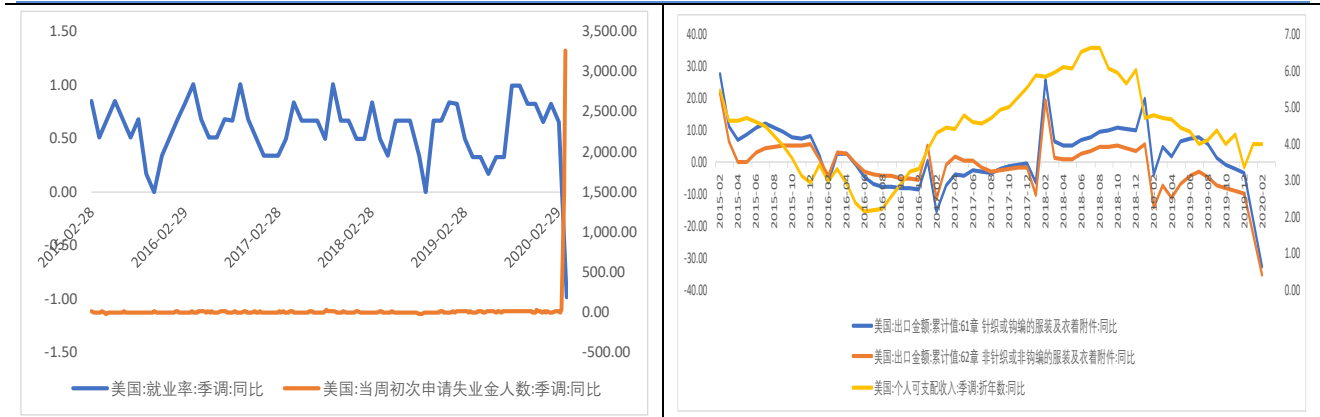
美国在4月4日后呈现出进入顶部平台期的特征；欧洲板块，意大利日新增病例峰值出现在3月21日，西班牙在3月26日-4月1日进入平台期，此后开始明显下降，德国日新增病例数没有再超过3月25日的数据，法国、英国分别在4月3日、4月10日出现阶段性高点。目前欧美主要国家抗新冠疫情进展表现出向好的迹象，但是拐点还未到来。此外，受疫情影响，欧美国内经济受到较大冲击，失业人数日益增加，经济恢复尚需时日，因此从拐点出现，到棉花消费恢复预计还有一段时间，而这期间，中国纺织品的出口将受到折损，2020年中国棉花的消费不可逆下滑。

美国

美国新冠疫情自3月下旬爆发性增长，其国内经济大受打击，企业裁员增多，美国就业率同比大幅下行，截至3月21日，美国当周初次申请失业金人数为330.7万人，较前一周环比增加1072.7%。按照当前美国疫情的表现，预计其国内失业情况会愈加恶劣，就业形势严峻。从图中可以很清晰的看出，美国自中国进口服装的金额同比与美国居民个人可支配收入同比具有较强的正相关性，并且在趋势性的上涨或下跌中，后者表现快于前者，因此在某种程度上，后者可作为前者的先领性指标。随着新冠疫情在美国持续发酵，失业率增加，美国居民个人可支配收入预计也将受到折损，美国对中国的服装消费将下滑。另外，海外多数国家实施封锁政策，部分海外服装企业停工停产，预计也会影响到中国纺织品出口。因此，后续中国纺织品、服装出口将不太乐观。

图：美国就业、失业情况

图：美国自中国服装进口金额及个人可支配收入



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

欧洲

2018年, 欧洲失业人数开始增加, 工资收入同比出现趋势性下滑。疫情发生之前, 欧洲经济整体表现不佳, 自中国服装进口量同比持续下滑, 新冠疫情的爆发将进一步打击欧洲经济, 全球的棉纺织消费进一步受到抑制, 中国的棉花消费量也将通过出口订单下滑受到影响。

图: 欧盟自中国服装进口与工资收入指数

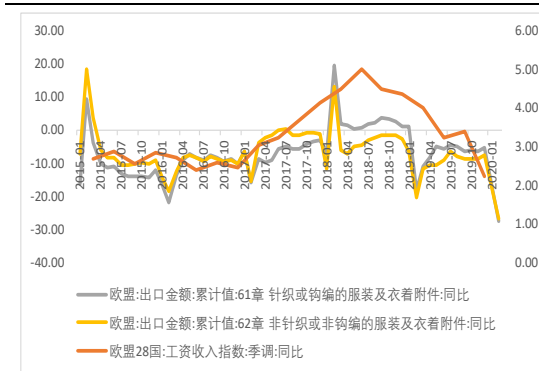
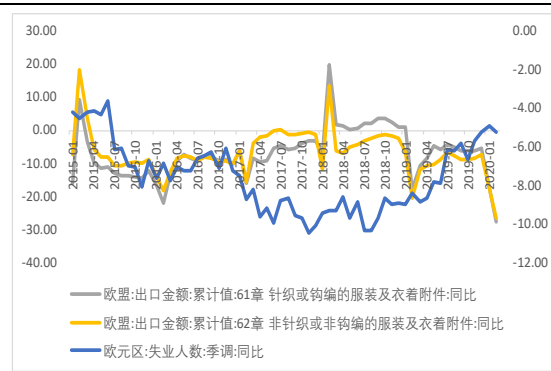


图: 欧盟自中国服装进口与失业人数



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

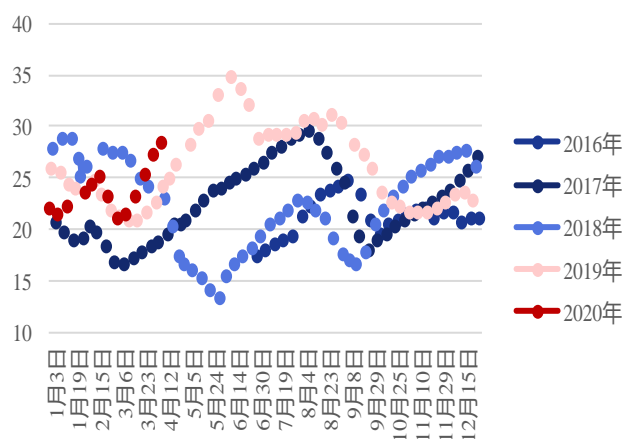
下游纺服出口方面, 据海关统计, 2020年1-2月我国纺服出口298.35亿美元, 同比下滑21.8%, 其中出口纺织纱线、织物及制品137.725亿美元, 同比下降19.9%; 出口服装及衣着附件160.623亿美元, 同比下降20.0%。2020年3月我国纺织服装出口额为154.3亿美元, 同比下降15.13%; 其中纺织纱线、织物及制品出口额为89.22亿美元, 同比下降6.32%, 服装及衣着附件出口额为65.08亿美元, 同比下降24.83%。2020年1-3月, 我国纺织品服装累计出口额同比下降17.70%, 其中纺织品累计出口额同比下降14.6%; 服装累计出口额同比下降20.6%。前文说到, 欧美疫情的爆发导致当地经济受挫, 失业率提升, 人民工资收入水平下滑, 其国内纺服消费量预计下滑, 后期中国对外纺服出口或持续萎缩, 二季度同比降幅或在15%-30%之间。由于海外疫情持续蔓延, 国外服装厂开始停工, 国内下游纺织企业反映新单缺乏, 后期预计纺服出口将持续疲弱。下游纺服内销方面, 2020年1-2月份, 服装鞋帽针织纺织品零售额为1534亿元, 同比下滑30.9%。国内新冠肺炎新增病例自2月中旬达到峰值, 3月份新增病例降至两位数, 目前国内疫情放缓, 已得到控制。受疫情爆发阶段, 国内采取封锁隔离措施的影响, 下游纺服内销在第一季度表现较差, 随

随着国内疫情变化的转好,以及3月份起逐步复工复产,预计二季度及后期服装内销将较第一季度有所好转,同比降幅或在10%-20%之间。

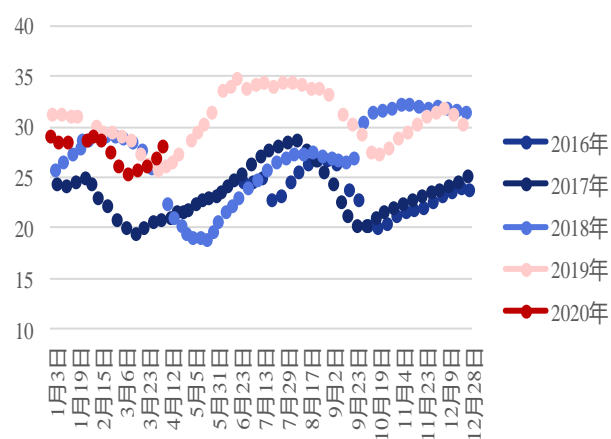
(2) 纺织企业成品库存开始累积,后续开机率将下滑

纺织企业成本库存已经出现累积,并且高于往年同期水平。纯棉纱厂成品库存从3月13日当周开始环比增长,截至4月10日,纯棉纱厂成品库存为28.4天,较去年同期增加4天。全棉坯布库存从3月20日开始环比增长,至4月10日,全棉坯布库存为28天,较去年同期增加2天。

图：纯棉纱厂的棉纱库存



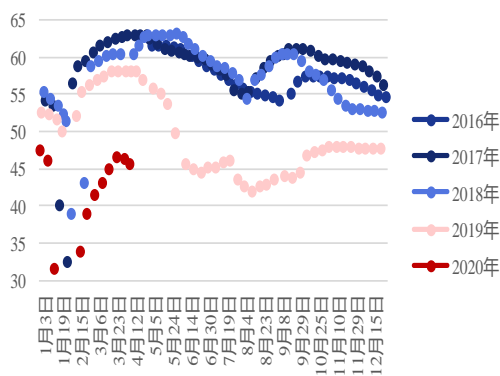
图：全棉坯布库存



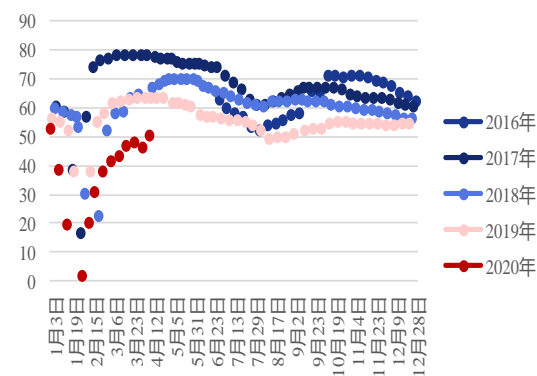
数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

纺织企业开机率低于往年同期水平。截至4月10日,纯棉纱厂开机率为45.7%,较去年同期下降12.4%,环比下降0.7%,纯棉纱厂开机率从峰值开始下滑的时间也较往年提前。全棉坯布的开机率为50.7%,同比下降13.1%。

图：纯棉纱厂的开机率



图：全棉坯布的开机率



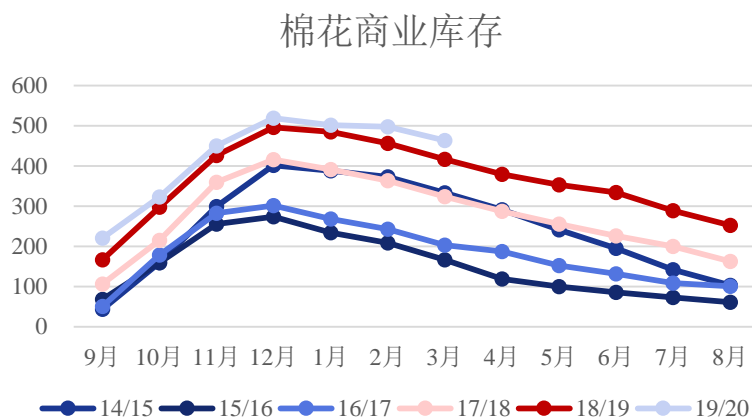
数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

海外疫情持续发酵,目前已有企业宣布停工,国内下游纺织企业反映欧美纺织品服装订单减少,出现推迟和取消订单的情况。纺织企业成品库存已经出现增加的迹象,从下游传导至上游,纺织企业将降低产能,进而影响到棉花原料的采购,使得国内棉花消费减少。因出口订单的传导时间较内销订单传导时间长,后续出口可接的新增订单或会越来越来少,消费低迷中短期持续抑制棉价。

2. 库存为历史新高

截至2020年3月底，中国棉花商业库存为464万吨，同比增加48万吨。中国棉花商业库存创历史同期值的新高，压力较大。全球疫情蔓延下，棉花消费量下滑，棉花商业库存去化压力更加沉重。

图：中国棉花商业库存：万吨



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

二、对2019/20年度棉花供需平衡表进行调整

基于国内棉花消费量将受疫情影响下滑的考虑，中国棉花网、中国棉花协会、美国农业部均对2019/20年度中国棉花供需平衡表进行调整，3月份，中国棉花网预估中国棉花消费量为713万吨，较1月份预估下调46万吨，库存消费比为87%，中国棉花协会的预估值为782万吨，较1月份预估下调20万吨，库存消费比为102%。USDA从2-4月份累计对中国棉花消费下调77万吨。

也可以根据中国棉花周度销售数据对中国棉花消费量可能减少的量进行预估。据国家棉花监测系统数据，2019年12月30日至2020年3月27日，全国累计销售棉花139.7万吨，而去年同期累计销售棉花205.1万吨，则2020年1-3月份，全国棉花销售量同比减少65万吨，减幅31.7%。2020年1-2月份，累计销售棉花93.1万吨，去年同期为131.4万吨，同比下滑38.3万吨，减幅29%。

海外疫情持续蔓延，如果疫情持续到6月底，第二季度按照每个月平均减少棉花消费量30万吨来估计，上半年棉花消费量减少155万吨。如果按照1-6月份消费量整体下滑30%的比例来测算，上半年棉花消费量减少114万吨。

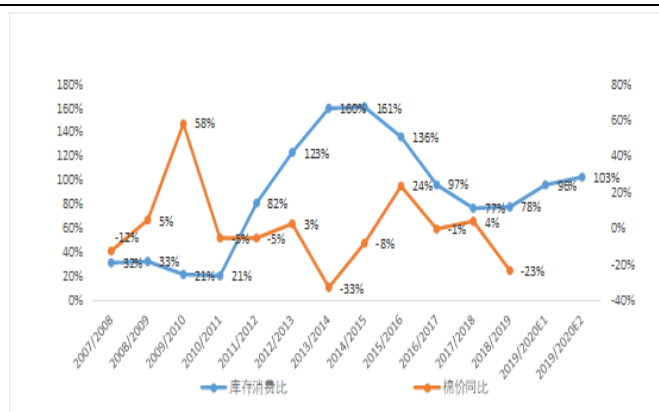
表：中国棉花供需平衡表预估

年度	期初库存	产量	进口量	消费量	出口量	期末库存	库存消费比
2006/2007	467.87	749.79	228	1106.29	1.86	337.51	29%
2007/2008	337.51	789	244	1017.41	1.5	351.59	32%
2008/2009	351.59	799.12	144.65	969.44	1.74	324.18	33%
2009/2010	324.18	675.7	250.47	1025.64	0.53	224.18	21%
2010/2011	224.18	623.05	257.63	908.09	2.66	194.11	21%
2011/2012	194.11	802.8	544.03	920.49	1.23	619.22	82%
2012/2013	659.72	761.5	439.61	962.81	0.93	897.09	123%
2013/2014	987.09	699.7	300.37	797.25	0.93	1188.98	160%

2014/2015	1188.98	662.1	167.13	806.41	2.51	1209.29	161%
2015/2016	1209.29	521.6	96.14	759.26	2.38	1035.52	136%
2016/2017	1035	512	111	822	1	797	97%
2017/2018	797	613	132	857	4	660	77%
2018/2019	660	611	203	799	5	628	78%
2019/2020E1	628	584	157	645	3	621	96%
2019/2020E2	628	584	157	604	3	621	103%

数据来源：国家棉花监测系统 广发期货发展研究中心

图：年度库存消费比与郑棉价格同比



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：年度库存消费比与郑棉价格走势



三、郑棉历史上两次触底反弹的特点

郑棉价格历史上曾有两次低点，一次是在2008年11月11日，主力合约最低至10080元/吨，一次在2016年3月1日，主力合约最低至9890元/吨。

1. 商业库存回落

2008年11月份的触底反弹。由于Wind关于中国商业库存的月度数据仅从2010年开始，没有2008年的数据，因此此处用年度数据进行说明。根据国家棉花市场监测系统对中国棉花产销存的预测，2007/08年度，中国棉花产量连续第二年增加，同比上一年增产40万吨，消费同比上一年减少90万吨，期末库存同比上年度增加14万吨。但是2008/09年度，期末库存同比下降27万吨。说明在2008/09年度期间，中国棉花的月度库存已逐渐从同比增加转为同比下降，库存压力的减少助推棉价低位反弹。

2016年3月份的触底反弹。郑棉主力合约在2016年3月1日达到9890元/吨的历史低点。从基本面来看，根据国家棉花市场监测系统的数据，中国棉花年度期末库存从11/12年度开始持续三年累积，并在14/15年度达到历史峰值。随着库存持续增加的压力，棉花价格相应地从2011年年初开始持续多年下滑。2015年9月，中国棉花商业库存仍高出上一年同期水平25万吨，但是10月份该指标已于去年同期持平，11月份商业库存同比减少44万吨。棉花商业库存从同比增加到减少，为棉价低位反弹提供基础。

但是当前的中国棉花商业库存仍处于历史高位，同比增加48万吨。下游终端需求的萎缩，加大了棉花库存去化的难度。棉价上涨缺乏基本面的配合。

2. 纺织服装利润总额累计同比提升

观察2008年和2016年两个棉花价格历史低点，在棉花价格开启筑底反弹趋势的重要节点，纺织服装、服饰业利润总额累计同比也出现上涨。2008年11月，纺织服装、服饰业利润总额累计同比为13.02%，环比8月份提高3%。2016年2月，纺织服装、服饰业利润总额累计同比为11%，环比12月份提高7%。

2019年5月份开始，纺织服装、服饰业利润总额累计同比转为负值，2020年2月份受到国内疫情爆发的影响，纺织服装、服饰业利润总额受损严重，累计同比降至-42%，环比下降33%。纺服利润总额的改善对于棉花价格具有较强影响，这一指标的转折与棉价触底反弹的时机几乎同步或者更早，是判断棉价能否逆风翻盘的重要指标，后续需重点跟踪。

图：纺织服装、服饰业利润总额累计同比与棉花价格



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

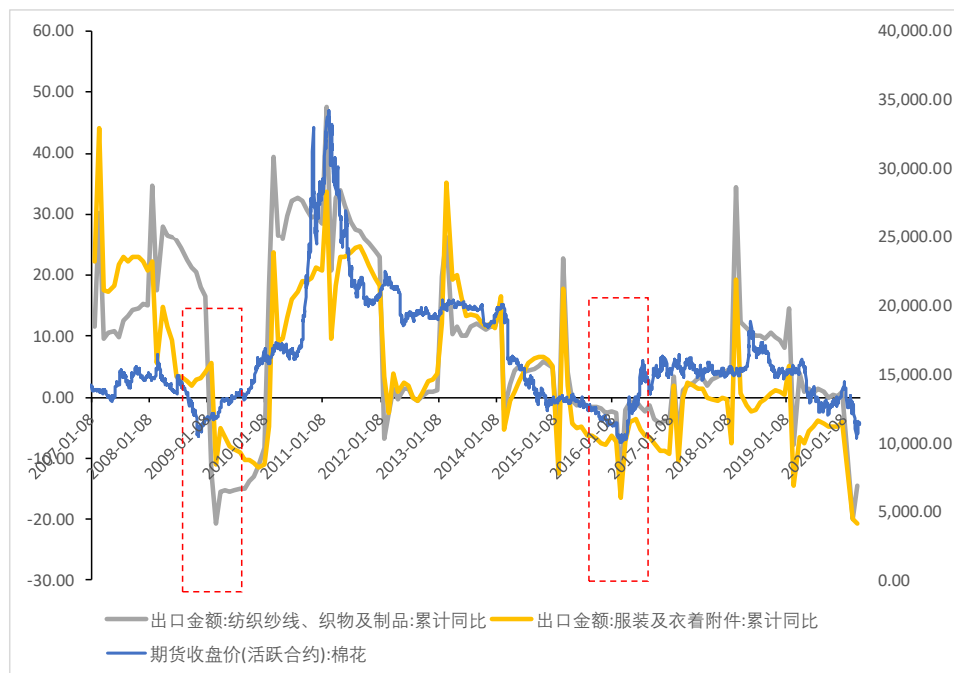
3. 纺织品服装累计出口同比提升

2009年3月，服装及衣着附件累计出口金额同比下滑5%，环比提高6%，纺织纱线、织物及制品累计出口金额同比下滑15.6%，环比提高5%。

2016年3月，服装及衣着附件累计出口金额同比下滑7.3%，环比提高9.3%，纺织纱线、织物及制品累计出口金额同比下滑2.2%，环比提高12%。

2020年3月，服装及衣着附件累计出口金额同比下滑20.6%，环比下降0.6%，纺织纱线、织物及制品累计出口金额同比下滑14.6%，环比提高5.3%。虽然纺织品累计出口金额同比降幅较2月份收窄，但是服装累计出口金额同比降幅依旧维持历史高位，暂时不能得出纺织品服装出口出现好转的结论。

图：纺织品服装累计出口同比与棉花价格



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

4. 经济指标出现回升

在2008年和2016年棉花价格触底反弹的同时,国内制造业PMI也出现相应的回升,两者之间具有一定的相关性。2020年3月底,国内制造业PMI较2月份环比大幅提升,但不能以此作为棉花价格将大幅上涨的信号,这是因为2月份全国进行严格的疫情管控,企业停工停产,3月份随着疫情的好转,企业陆续复工复产,因此3月份PMI值较2月份出现大幅增长,3月份的数据具有一定干扰性,需剔除考虑。另外,在棉价两次触底反弹的行情中,OECD综合领先指标也相应回升,并且五大亚洲国家经济复苏早于欧美主要发达国家。目前,由于疫情在海外肆虐,欧美经济体大受冲击,亚洲地区疫情开始时间较早,但中国疫情已得到缓解,日韩新增病例较峰值有较大下滑,亚洲地区经济指标下滑幅度好于欧美。总体来看,全球疫情持续的背景下,全球经济指标未出现好转的迹象,棉价反弹缺乏支撑力。

图: PMI 与郑棉价格走势

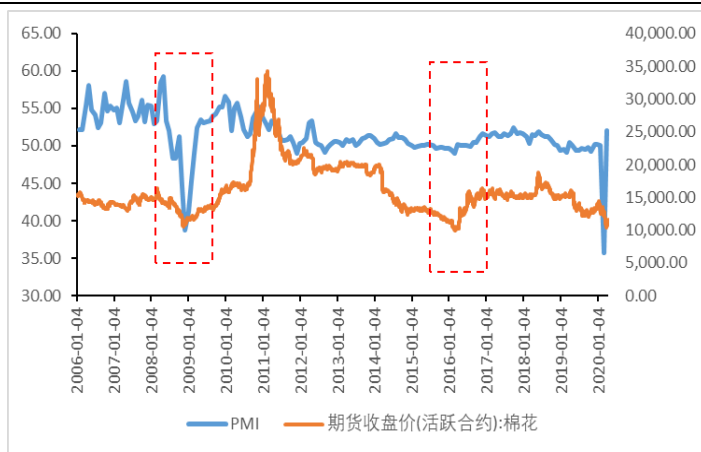


图: OECD 综合领先指标与郑棉价格走势



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

免责声明

本报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

相关信息

广发期货发展研究中心

<http://www.gfqh.cn>

电话：020-38456888

地址：广州市天河区天河北路 183-187 号大都会广场 41 楼

邮政编码：510620