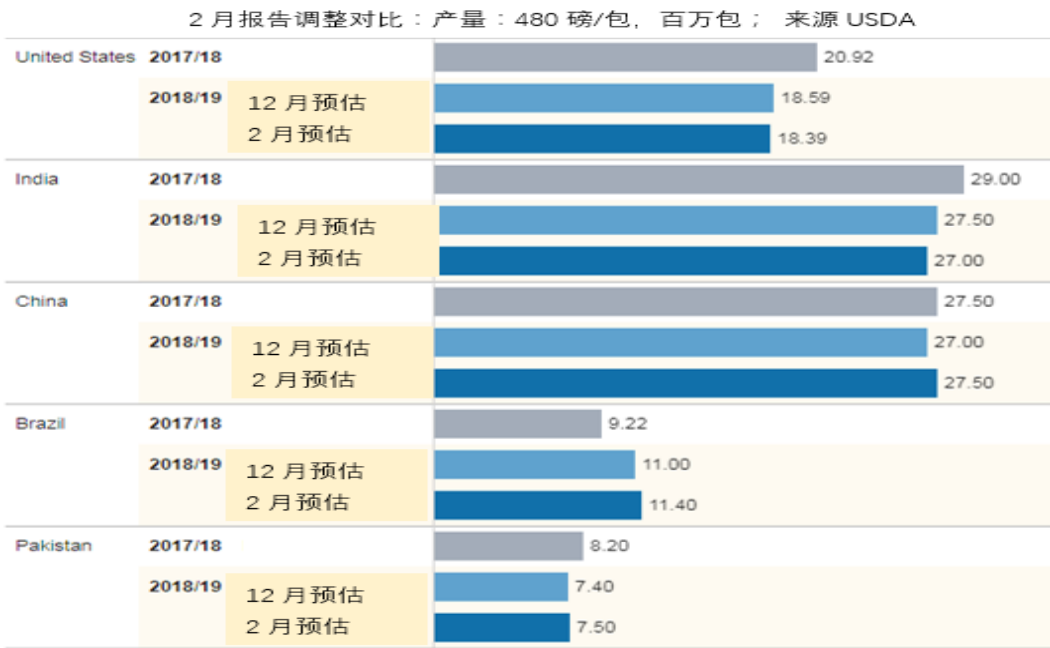


郑棉近期梳理

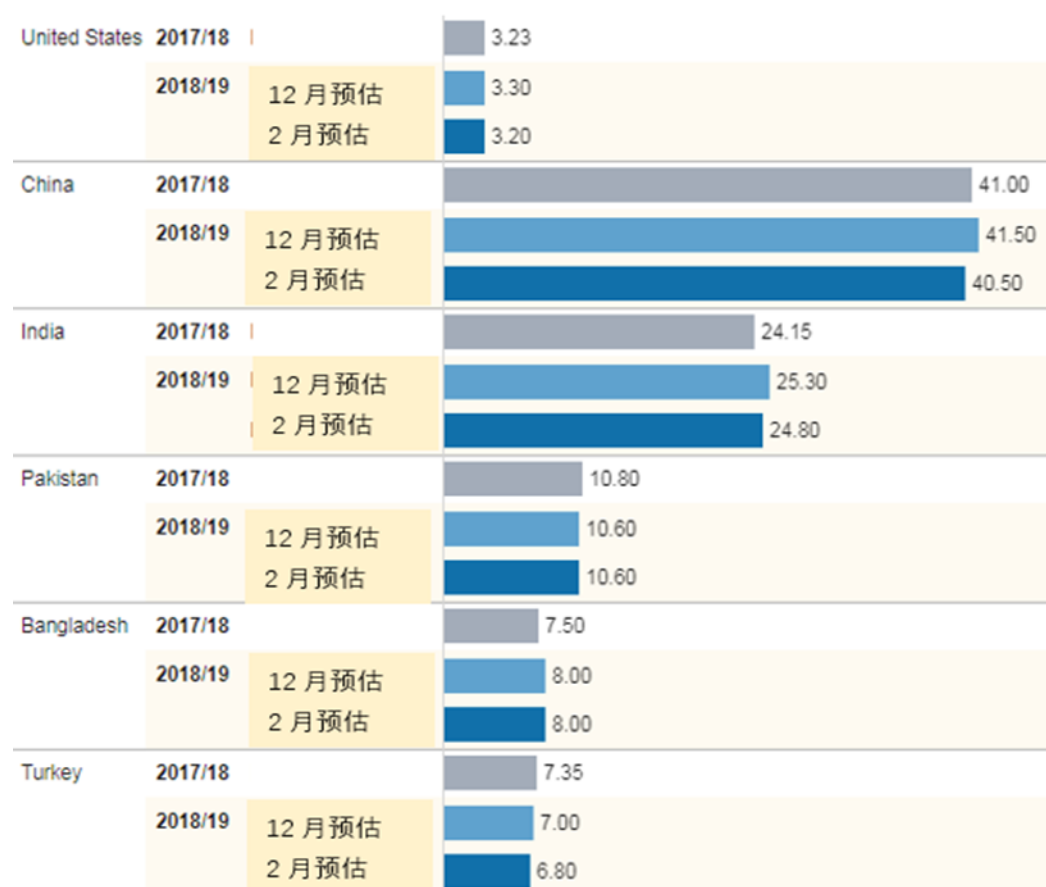
大地期货棉花研究员 蓝官李庆

春节归来,棉花表现强劲。究其触发原因，我们认为有外围局面的改善预期、纺服出口数据的转好，国储轮出公告空缺引发市场猜想以及现货市场上贸易商的购买行为等。下文我们将就棉花近期基本面变化进行一定梳理。

一、外棉：WASDE 报告偏空，监测数据滞后



2 月报告调整对比：消费：480 磅/包，百万包； 来源 USDA



由于美政府关门，1 月 WASDE 报告空缺。2 月报告则是小幅调整了美国，较大幅度调整了其他国家。2018/19 年度全球棉花产量、消费量预估下滑，贸易量和期末库存调增。全球产量总体调减 6.2 万吨，土耳其、印度、布基纳法索以及美国的调减被中国、被巴西（产量较去年大幅增长）、巴基斯坦、澳大利亚的调增部分抵消。全球消费量减少 43 万吨，其中印度消费调减 10.8 万吨，中国预期消费量减少 21.8 万吨。全球期末库存调增 50.2 万吨，但同比减少 121 万吨。其中中国库存调高 43.6 万吨（产量+10.8 万吨至 598.7 万吨，需求-21.8 万吨，进口+10.9 万吨）。调整方向偏空。从目前的时间窗口看，北半球上市尾声，产量变数已较小。对于 WASDE 的报告关注点转到以美棉出口为主的需求类数据上。

监测数据方面，由于 1 月美国政府关门，需求相关的 USDA 出口数据，市场行为相关的 CFTC ON-CALL 数据停止更新，只有美棉检验数据如常。1 月底起，政府重新运作，cftc on call 每周 1、4 各更一份，直至跟上进度，最新报告截至 2 月 1 日，3 月合约销售未点价减 3250 张至 14936 张。合计-784 至 46777 张。美棉出口报告将在 2 月 22 日晚一次性更新完成 1 月 10 日-2 月 14 日期间报告。今年美棉出口显著的特点在开局非常好，增长速率较一般。截至成稿，最新数据（1 月 3 日）显示签约总量较好，与去年同期仅差 1.6%。因 1 月 10-2 月 14 日期间，中美磋商氛围较好，预期周五晚间出口报告或有利好。

从目前的时间节点看，美棉方面的关注要点在中美贸易以及后期出口能否发力上，而一定程度上这得看中美谈判的成果。另外，当时间逐步进入春季，新一年度播种意愿也将影响市场。

二、国内：节后下游逐步恢复中，中间环节热情高

国内方面，我们按供应、需求、库存的顺序来简单理一下。

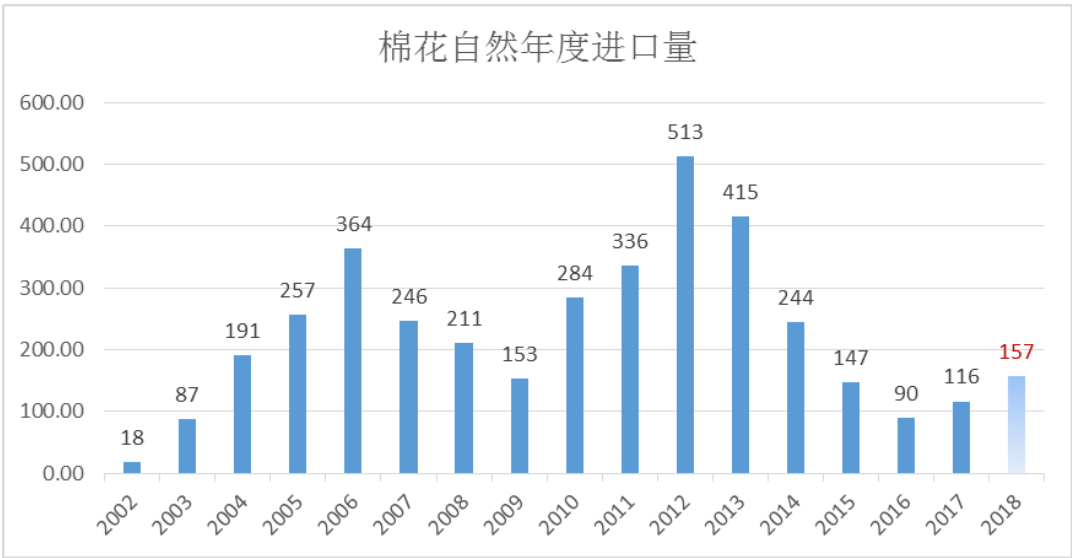
● 供应

我们关于 18/19 年产量监测的数据有：公检、加工数据。加工数据相对公检数据会提前一些，从截至 2 月 20 日的加工数据看，新疆累计加工皮棉 506 万吨，较去年同比略增 0.85%。本年棉花产量上基本是没有问题的，甚至还可能略增。

国储棉花轮出是当年供应的重要因素。15/16 起，国储轮出一共为市场提供了 839 万吨棉花，平均每年 280 万吨左右，其中一部分也成为近几年来商业库存累积的来源。目前国储仍剩 275 万吨棉花，据我们估算其中新疆棉在 140 万吨左右。当前国储理论剩余库存的数值接近市场猜测的安全库存边际，不足以如之前一样从容应对新一年的抛储。与此同时，17/18 年的国储轮出在 3 月开始，相关公告在 17 年 11 月便已公布。目前已是 2 月下旬，还没有针对 18/19 国储轮出的相关公告，这给了市场较大的想象空间。

大地期货 DADI FUTURES 依托大地 共创未来	国储轮出&剩余结构							
	轮出构成				剩余库存构成*粗略估算			
	轮出合计	进口棉	新疆棉	内地棉	剩余合计	新疆棉剩	内地棉剩	新疆占比
15/16	266	29.6	236.2		848	480	360	57.1%
16/17	323		183.9	138.6	526	296.1	221.4	57.2%
17/18	251		155.86	94.72	275	140.24	126.68	52.5%
因新疆棉与内地棉剩余结构为粗略大致数值，故二者相加并不等于库存合计								

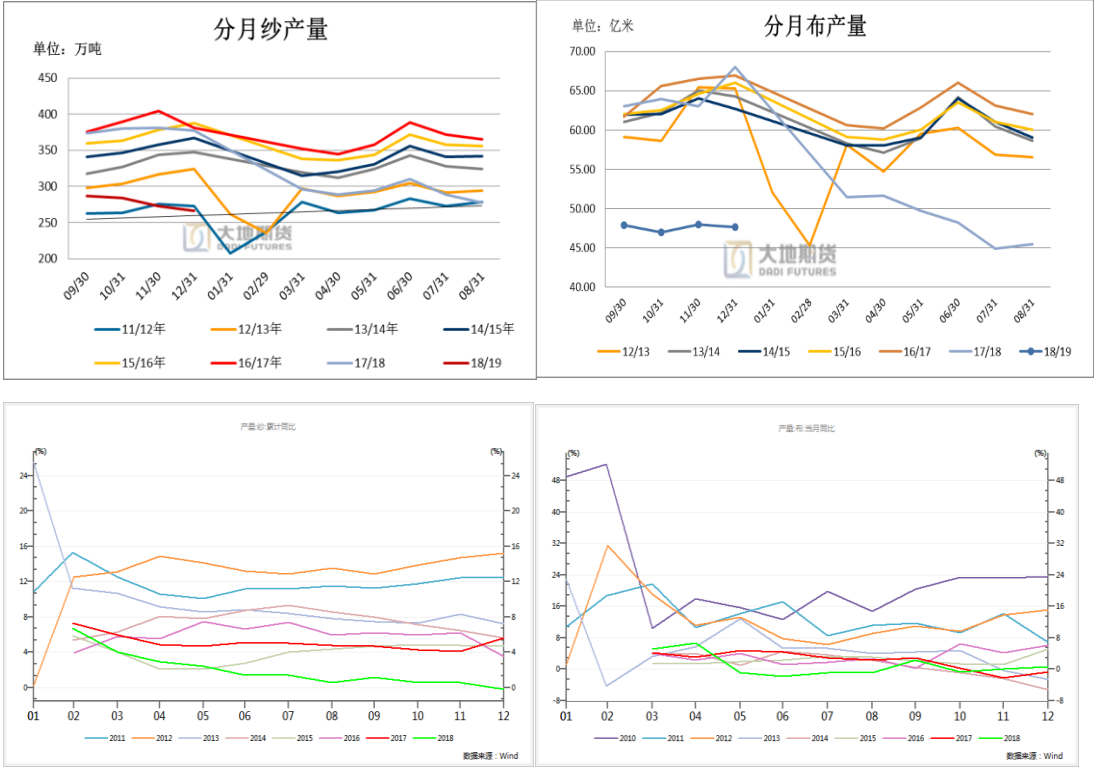
进口方面，18 年棉花进口政策有了较大调整，增加了 89.4 万吨的滑准税配额。18 年自然年全年进口量在 157 万吨，较去年的 116 万吨增 35%。在国储蓄水池作用的减弱的背景下，增加进口不失为保持国内供需平衡的一个有效手段。进口、国储以如何互动（如：国储轮入进口棉资源）并补充我国供应缺口是后期我们在供应上关注的要点。



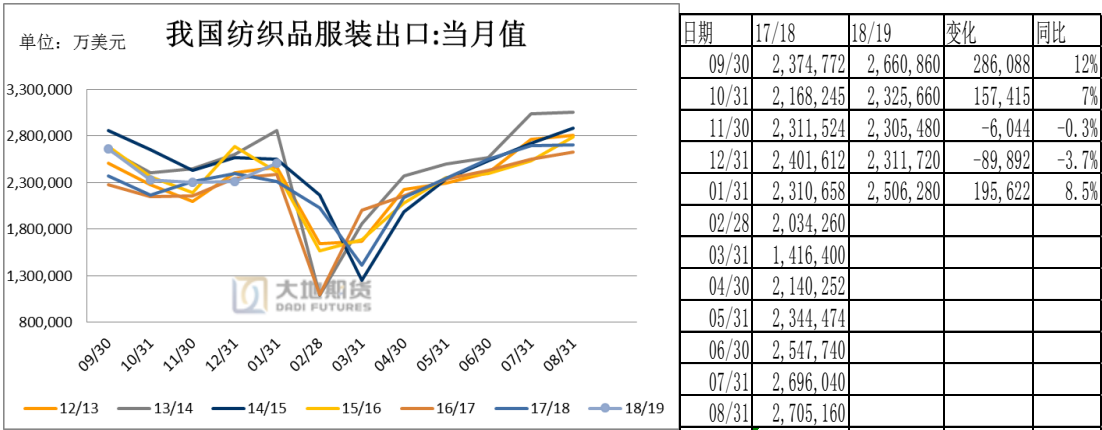
● 需求

18 下半年起，贸易战触发的、根源在于宏观经济整体转弱的棉纺“需求”萎缩成为压制郑棉上涨的主要动因。棉纺需求的转弱，体现在下游企业的抱怨里，也能体现在下游数据上。

统计局纱线、坯布产量方面，我们看到了颇为惊悚的月度产量下降。数据极端的部分原因在于统计局在 18 年上半年的将样本大幅度调整（将产能缩减的样本剔除）。结合统计局发布同比数据，即使是被保留下来的“优质”样本，也表现出了疲态：18 年纱线产量同比数据为近 10 年最差。18 年布产量同比数据为历年低值。



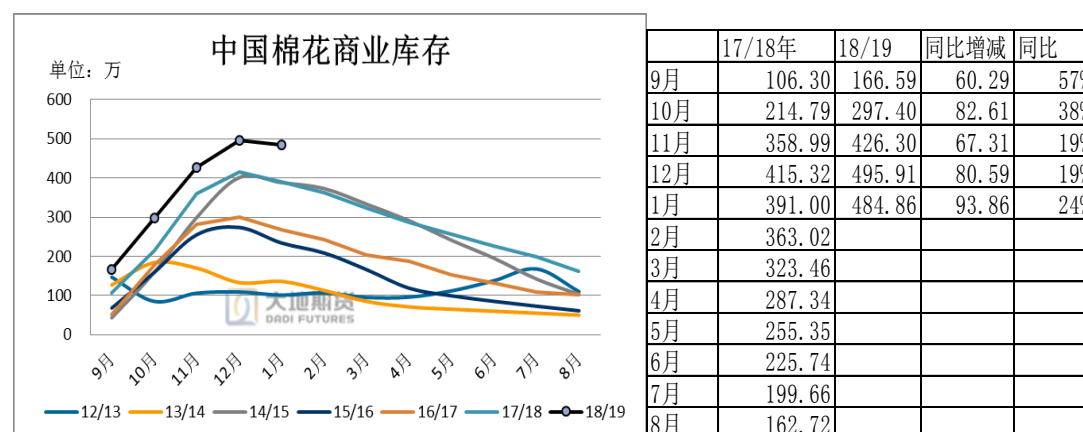
外贸方面，原本外贸数据就因美方加征关税期限的原因，有一定前置效应，相较其他下游数据，出口数据表现较好。随着中美磋商展开，气氛回暖，1 月出口数据大幅转暖。据中国海关总署最新统计数据显示，2019 年 1 月，我国纺织品服装出口额为 250.63 亿美元，环比增加 8.42%，同比增加 8.47%。



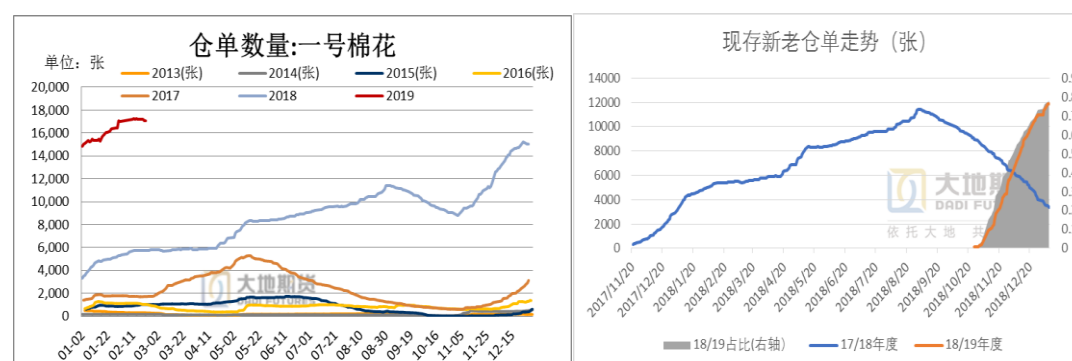
● 库存

从巨量国储库存到现在的商业库存垒库，我国棉花的高库存已持续多年。由于 3 年抛储，轮出量大于当年供需缺口，商业库存一年更比一年高。截至 19 年 1 月，商业库存在 484.9 万

吨，较去年同期增 93.86 万吨；较抛储前的 16 年 1 月增 250 万吨。



仓单方面，18 年的仓单不像以往在 5 月开始流出，而是由于 18 年 5 月期货行情高涨，期货大幅升水现货，大量涌入。陈棉仓单在 8 月中下旬由于时间贴水开始逐步流出。目前仍剩 2 千余张。目前整体棉花仓单在 17084 张的历史高位，约折 68 万吨左右棉花。



介绍完数据后，让我们来梳理一下手头资料。先来列一下确定的或比较确定的事有：

- 1、国内产量持平或略增
- 2、国储库存不高，可纺性高的新疆棉仅 140 万吨
- 3、当前数据显示需求不佳
- 4、库存真挺高

不确定的事，或者说变量有：

- 1、国储轮入轮出是否会有变化，储备是否轮入外棉
- 2、进口政策是否会有变化，是否增加配额、对美加征关税是否变化
- 3、需求会回暖还是恶化

确定的事里，国储库存不高是供应缺口论的主要依据；需求不佳、库存挺高是空头的主要依据。变量方面，三件不确定的事都或多或少与仍在进行中的中美贸易磋商有关系。其中，国储与进口的变量其实讲的是一回事，即增加国内供应的方式。在国内产量可增量已较为有限的情况下，国内缺口最终的解决办法总结起来也就是增加进口，即增发配额。在政策层面，我们认为不论是近期的中央一号文件，还是中美贸易磋商的方向上，都支持增加进口。相应的，内外价差的缩小将是趋势。需求的不确定上，我们认为贸易战仅是需求转弱的一项触发因素，而内生宏观经济转弱才是根源。因此，即使在贸易战磋商取得突破的假设下，我们仍对需求转暖不乐观。

回到短期行情上，节后归来，实际棉纺开工仍在逐步恢复中，可以为行情带来的动因较少。究行情走强触发原因，我们认为有贸易战的改善预期、纺服出口数据的转好，国储轮出公告

空缺引发市场猜想等。同时，18 下半年起压制郑棉的主要原因“需求”萎缩，在中美贸易磋商有效展开、宏观消息偏暖的环境下，被一定弱化。在现货市场行为方面，贸易商看好后市，有一定囤货行为。价格方面，现货跟涨较为顺畅，下游纱线亦有一定报价跟涨。在操作上，短期行情节奏偏强，在关注市场套保压力的同时，建议波段操作。短期风险因素方面，若中美贸易磋商若明确增加进口或将对内棉带来的冲击。