



Bigger mind, Bigger fortune

智慧创造财富

南华期货研究所

万晓泉

投资咨询证号：
Z0013257

0571-89727574
wanxiaquan@nawaa.com

行则将至

摘要

2019 年受宏观经济增长放缓与中美贸易摩擦影响，终端消费增长放缓，需求疲软主导棉花价格走势，棉价持续调整至近三年低位附近，但就近段时间来看，随着供给端产量基本确定，国储棉轮入按部就班，需求端中美贸易整体向好支撑市场情绪回暖，纺织企业产成品库存下降，订单显著回升，棉花库存压力将逐步缓解。因此，对于 2020 年的棉花来说，预计短期受需求疲软与供给充足影响，棉价可能维持底部震荡走势，但中长期向上的内在动力增强。

目录

第 1 章	引子	4
第 2 章	国内棉花市场现状分析	5
2.1.	新棉产量略有减少，明年种植面积预期下降	5
2.1.1.	本年度植棉面积增加，但是单产下降	5
2.1.2.	籽棉价格不断走高，成本支撑逐步加强	6
2.1.3.	补贴政策扰动种植，新棉扩种相对受限	6
2.2.	阶段性供给压力较大，库存压力将逐步缓解	7
2.2.1.	新疆棉轮入支撑市场，轮出大概率仍将延续	7
2.2.2.	内外棉价差调节进口，棉花进口压力有所缓解	9
2.2.3.	总库存下降加快，工商业库存压力将逐步缓解	10
2.3.	消费下滑趋于见底，市场情绪有所恢复	11
2.3.1.	纺织企业订单回升，库存压力明显下降	11
2.3.2.	中美贸易磋商整体向好，市场情绪有所恢复	12
第 3 章	国际棉花市场分析	14
3.1.	印度新棉产量预计提升，MSP 支撑棉花价格	14
3.2.	美新棉产量显著增加，出口销售预期有待实现	15
3.3.	巴西棉出口量大幅增加，新年度产量趋于平稳	17
3.4.	澳洲产量仍不容乐观，东南亚市场竞争力下降	17
第 4 章	棉花展望	19
	免责声明	20

图表目录

图 1：棉花主力合约价格走势	4
图 2：中国棉花供需平衡表（单位：万吨）	5
图 2.1.1：全国植棉面积走势图（单位：千公顷）	6
图 2.2.1.1：2019 年国储棉轮出成交率与成交均价走势（元/吨）	7
图 2.2.1.2：2019/20 年国储棉轮入成交率与成交均价走势（元/吨）	8
图 2.2.1.3：2011 年以来收储情况（万吨）	8
图 2.2.1.4：2011 年以来抛储情况（万吨）	8
图 2.2.2.1：全国棉花进出口量（单位：千吨）	9
图 2.2.2.2：内外棉价格走势（单位：元/吨）	9
图 2.2.3.1：棉花工商业库存季节性走势图（单位：万吨）	10
图 2.2.3.2：棉花仓单数量走势图（单位：张）	10
图 2.3.1.1：纱布库存情况（单位：天）	11
图 2.3.1.2：中国棉纺织行业景气指数（单位：点）	12
图 2.3.2.1：2018 年中国纺织品服装出口市场分布	12
图 2.3.2.2：2019 年中国棉花进口按国别分（万吨）	12
图 2.3.2.3：纺织品服装零售额（单位：亿元）	13
图 2.3.2.4：纺织品服装出口额（单位：亿美元）	13
图 3：全球供需平衡表（单位：万吨）	14
图 3.1.1：印度棉花产量走势图（百万包）	15
图 3.1.2：印度棉花现货价格走势（美分/磅）	15
图 3.2.1：美国棉花产量走势图（百万包）	16
图 3.2.2：美国大豆、玉米、棉花价格走势	16
图 3.2.3：美棉当周净销售量（单位：包）	16
图 3.3.1：巴西棉花产量走势图（百万包）	17
图 3.3.2：中国对巴西棉花进口量走势图（万吨）	17
图 3.4：全球主要国家棉花消费量（百万包）	18

第1章 引子

2019 年 5 月初，受新年度丰产预期加强与中美贸易摩擦恶化影响，棉价打破了持续近半年之久的震荡，一路下行至 3 年低位附近，尽管随后的贸易摩擦缓和使得棉价在 6 月中下旬走出了一波反弹，但由于核心要素需求放缓趋势并没有改变，因此 7 月开始棉价再次回归震荡下跌走势，直到 9 月底受中美贸易摩擦再次缓和与减产炒作的共同影响，棉价自低位回升。纵观整个 2019 年，棉价在需求疲软的主导下弱势运行，尽管就目前来看需求仍在低位运行，但是随着中美达成第一阶段协议、纺织企业订单出现季节性恢复，市场情绪逐渐改观，而供应端国储棉轮入展开与进口棉相对受限，棉花供给压力有所缓解。因此，对于 2020 年的棉花来说，预计短期受需求疲软与供给充足影响，棉价可能维持底部震荡走势，但中长期存在向上的内在动力，关注中美贸易磋商后续进展与新年度棉花种植情况、政策变化。

图 1：棉花主力合约价格走势图

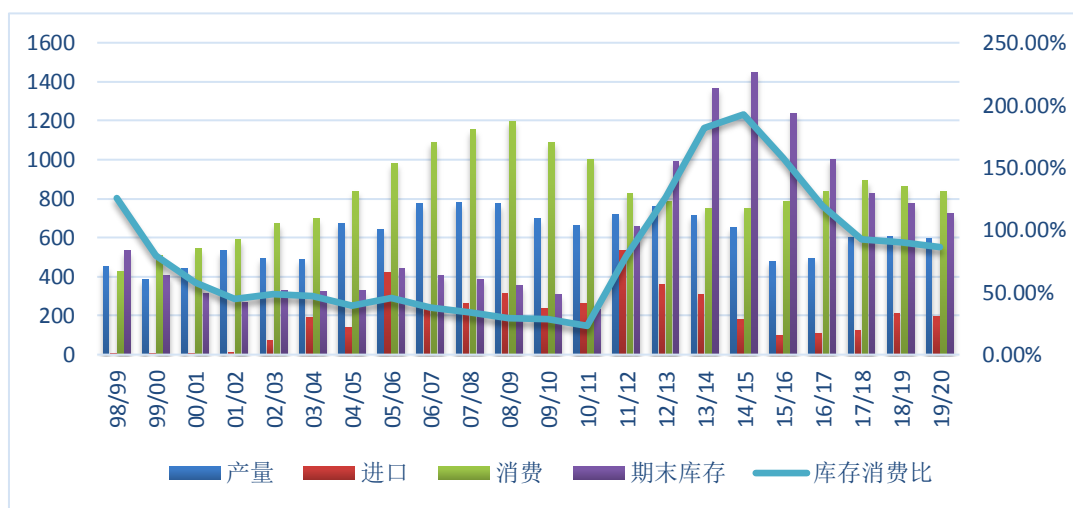


资料来源：文华财经 南华研究

第2章 国内棉花市场现状分析

本年度新疆地区棉花种植面积略有增加，但是单产由于播种出苗期与生长成熟期气温普遍偏低，导致有效积温不够，单铃重偏轻，预计将有所下降，因此，尽管本年度对棉花产量的炒作不断反复，但随着新花加工的接近尾声，就加工量来看，预计新花产量可能略有下降，此外，国储棉轮入的展开、进口棉受内外棉价差影响无疑也在一定程度上缓解了棉花供给压力，而对于新棉种植，由于价格、政策等因素预计积极性将减弱。消费端方面，受宏观环境影响，今年以来消费一直呈现疲软态势，但是目前中美贸易关系整体向好，市场情绪有所好转，而纺企产成品库存也不断去化，订单出现季节性增加，故需求继续下滑的空间压缩，恢复性回升的可能性上升。就棉花信息网 12 月产需预测，2019/20 年度国内棉花产量 557 万吨，消费量为 772 万吨，进口量为 185 万吨，期末库存将下降至 459 万吨，因此本年度棉花缺口将扩大至 84 万吨，去库存速度将再次加快。

图 2：中国棉花供需平衡表（单位：万吨）



资料来源：wind USDA 南华研究

2.1. 新棉产量略有减少，明年种植面积预期下降

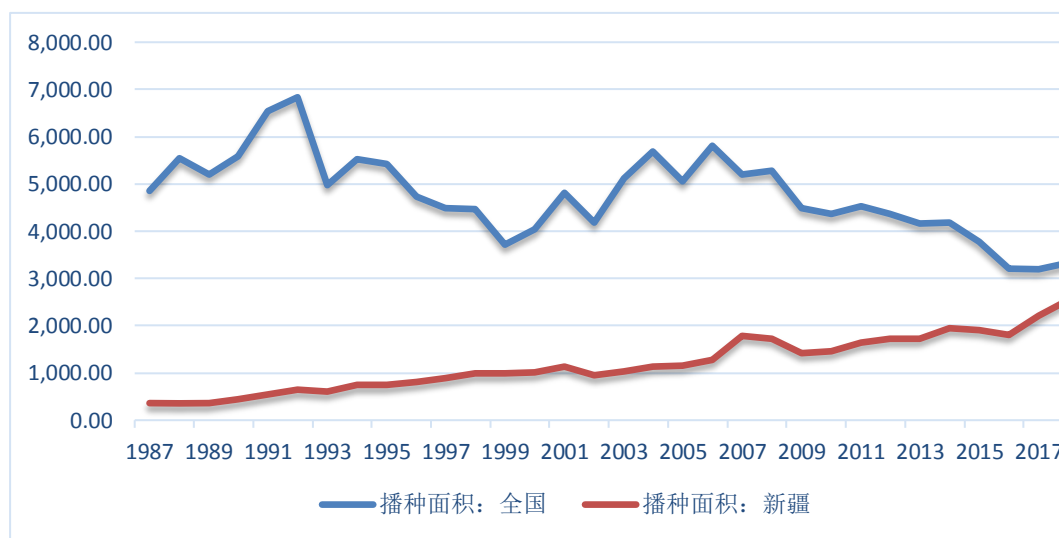
2.1.1. 本年度植棉面积增加，但是单产下降

对于今年的棉花产量，同样也是出现了产量预估上面的减产、增产、减产、不变等反复，目前棉花收获已基本结束，而加工也进入了后期，尽管由于有效积温不足，生长周期推迟，新花上市较往年推迟 7-10 天左右，但是随着后续加工进程加快，加工量很快赶超去年同期水平，市场减产预期回落，不过近一段时间日加工量快速缩减，预计棉花最终可能会略有减产。

具体来看，在植棉面积方面，由于新疆地区实施目标价格补贴政策，近几年全国棉花种植逐步向新疆地区集中，目前新疆地区棉花产量占比已经达到了近 90%，而今年同样也继续呈现新疆植棉面积略增，长江流域、黄河流域棉区等其它地区减少的状态。在单产方面，4-5 月新疆地区普遍低温，棉花生长发育推迟，尽管 8 月气温回升，但是之后进入棉花成熟期气温再次偏低，故有效积温不足导致

棉花成熟度不够，单铃重偏低，就收获期统计情况里看，南北疆均有或多或少的减产，但由于减产主要集中在小面积种植户，大型农场与兵团棉花产量都尚可，所以整体产量影响相对有限，但值得注意的是，不良气候对新花品质影响明显，北疆地区强力长度下降，南疆地区马值普遍偏高。国家统计局最新公告，2019 年全国棉花种植面积 5008.8 万亩，同比下降 0.5%，单产 117.6 公斤/亩，下降 3.1%，产量 588.9 万吨，下降 3.5%。

图 2.1.1：全国植棉面积走势图（单位：千公顷）



资料来源：wind 南华研究

2.1.2. 籽棉价格不断走高，成本支撑逐步加强

受棉价持续走低、市场情绪低迷影响，新棉上市初期，籽棉收购价格在 4.5 元/公斤以下，折合皮棉成本接近 11000 元/吨，而今年的棉花种植成本基本与去年相似，自有地大概为 1500-1700 元/亩，如果含租地 500 元/亩的话，种植成本则在 2000-2200 元/亩。所以就新花上市初期的籽棉收购价格来看，棉农基本都处于保本水平，而租地农户基本均面临亏损，需要以直补收入来形成种植效益。但由于今年棉花上市时间推迟，轧花厂收购加工进程普遍偏慢，新花减产预期抬升，与此同时，中美贸易趋于缓和，棉价自低位反弹，带动了籽棉收购价格的回升，而粕类产品前景向好也使得棉籽销售走好，进一步推动籽棉价格上涨。因此，随着采摘进程的推进，到 11 月初，籽棉收购价格已涨至机采棉 5.3-5.5 元/公斤，手摘棉 6.1-6.2 元/公斤，折合皮棉成本大约接近 13500 元/吨左右。所以综合整个收购情况来看，收购展开较早的企业收购成交均价不足 12000 元/吨，普遍均价在 12500 元/吨左右。

棉花实施目标价格补贴政策，但是由于籽棉收购价格接近棉农种植成本，所以种植成本对棉花价格的支撑作用是不断加强的，而另一方面，轧花厂的加工成本作为皮棉最直接的成本，对棉价的支撑则更为明显。

2.1.3. 补贴政策扰动种植，新棉扩种相对受限

全国棉花种植向新疆地区集中是国家产业发展战略，近几年新疆地区棉花种植面积占比不断提升，但对于明年新疆棉花种植，主要影响因素可归纳为三个，分别为作物间的收益竞争、环保政策实施、目标价格补贴政策。

首先，近两年植棉面积的大幅增加很大部分上源于作物间种植收益竞争下的轮换，由于棉花价格相对高位且有直补政策，因此棉农植棉积极性较高，但随着兵团改制的完成，农户自主性已经得到充分释放，新疆地区植棉面积已趋于稳定。与此同时，近两年棉花价格的回落，其它作物如甜瓜等的价格则呈现增长态势，作物经济效益的改变无疑将造成种植面积的轮换，预计未来其它经济作物的种植面积将逐步回升。

再者，新疆地区耕地面积受制于水资源，由于环保问题，国有开荒地、黑地等陆续被退耕还荒，预计新疆整体耕地面积下降是必然的趋势。尽管大面积土地流转的推进，使得小块地整合可能带来一定的面积增长，但由于土地整合需要高标准林渠路的配套建设，故整体增量仍相对有限，不过主要注意的是，土地流转后科学化管理种植带来的单产提升影响相对较大。

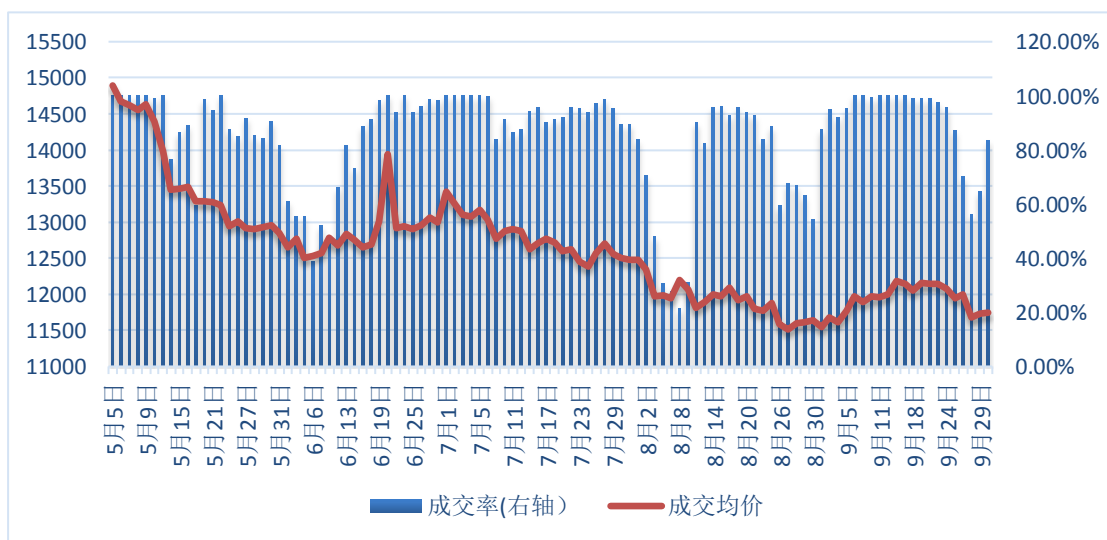
最后，2019 年是三年一定目标价格补贴的最后一年，就今年的棉花市场行情来看，籽棉收购价格已经逼近种植成本，若除去补贴款项，租地棉农普遍都面临较大亏损，所以如果明年政策若向下调整无疑将限制新一年的棉花种植。国家棉花市场监测系统 11 月中旬调查结果显示，2020 年中国棉花意向种植面积 4587.5 万亩，同比减少 206.8 万亩，下降 4.3%，其中新疆意向植棉面积 3492.7 万亩，同比下降 1.3%。

2.2. 阶段性供给压力较大，库存压力将逐步缓解

2.2.1. 新疆棉轮入支撑市场，轮出大概率仍将延续

今年已经是常态化抛储的第四年，由于国内国储库存已经下降至相对低位，因此今年的国储棉政策相较前三年发生了较大的转变，不仅仅是轮出数量的大幅减少，同时对轮入的态度也发生了改变，但由于国储棉所特有的性价比优势，成交率基本都维持在较高水平。2019 年国储棉计划轮出 116.25 万吨，实际轮出 99.62 万吨，成交率 85.70%，成交均价 13643.59 元/吨，折 3128B 为 13902.03 元/吨。

图 2.2.1.1： 2019 年国储棉轮出成交率与成交均价走势（元/吨）

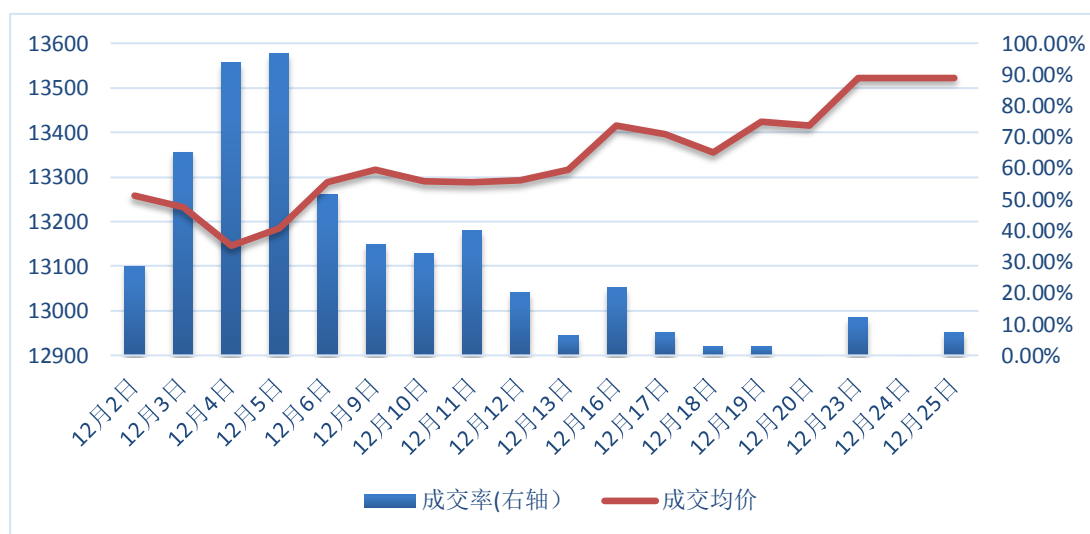


资料来源：中国棉花信息网 南华研究

随着今年国储轮出的结束，也意味着国储库存已经下降到了 174 万吨的低位，如果除去其中品质较差的棉花的话，实际有效数量将更低。所以在新花集中上市、国储库存降至低位、棉价持续疲软的

背景下，国储棉轮入在时隔 5 年之后再次展开。尽管本次国储棉轮入以内外棉价差为限制在国内现货均价的基础上按向下竞价轮入新疆棉的方式展开，对市场的支撑作用明显减弱，但是国储棉的轮入无疑或多或少都将缓解现货端的供给压力。此外，今年气候对棉花产量的影响有限，但是对其品质的影响较大，南北疆棉花品质均普遍下滑，尤其南疆地区马值偏高问题突出，而国储棉轮入对于棉花品质的要求相对较高，这两者之间的矛盾无疑也形成了对市场的支撑。

图 2.2.1.2：2019/20 年国储棉轮入成交率与成交均价走势（元/吨）



资料来源：中国棉花信息网 南华研究

此外，新棉的轮入在补充国储库存、优化国储结构之后无疑也提升了明年继续轮出的概率，但由于目前国储库存已降至低位，所以具体轮出情况可能还需要根据轮入进展来定，而国储棉轮入来源除去新疆棉外，进口棉轮入除了年初传闻的巴西棉则需要更多关注中美贸易磋商的进展情况。对于轮出来说，一方面确实增加了市场供给，给棉花价格带来了上涨压力，但是另一方面也为市场提供了低价资源以降低纺织企业的用棉成本，提升它们的国际竞争力，所以国储棉轮出，尤其是在国储库存已经下降至相对地位的背景下，对市场的压制作用相对有限。

图 2.2.1.3：2011 年以来收储情况（万吨）

收储时间	收储价格	收储数量
2011.9.1–2012.3.31	19800	313+100
2012.9.10–2013.3.29	20400	662
2013.9.10–2014.3.31	20400	630
2014 年之后	取消收储改为目标价	
2015 年、2016 年	目标价位 19100、18600	
2017 年–2019 年	三年一定目标价 18600	

资料来源：wind 南华研究

图 2.2.1.4：2011 年以来抛储情况（万吨）

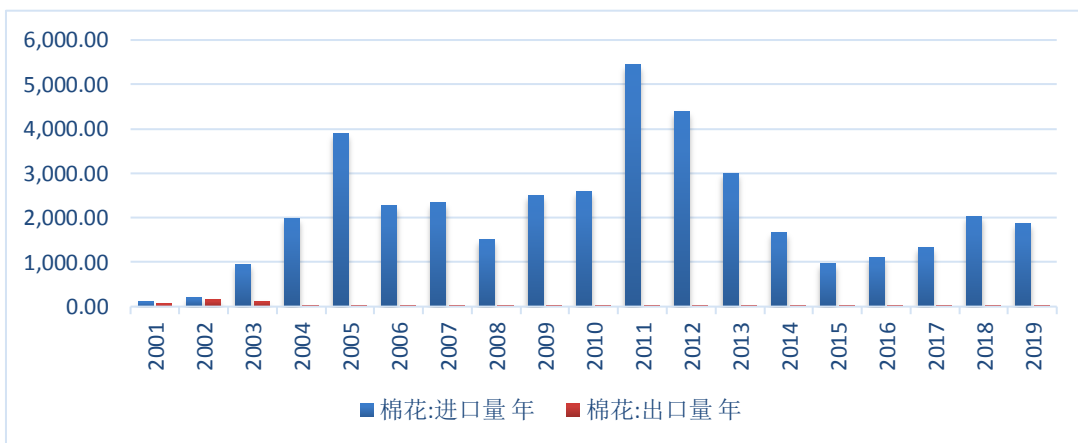
抛储时间	抛储数量
2012.9.3–2012.9.29	50
2013.1.14–2013.7.31	369
2013.11.28–2014.8.31	265
2015.7.10–2015.8.28	6
2016.5.3–2016.9.30	266
2017.3.6–2017.9.29	322
2018.3.12–2018.9.30	250
2019.5.5–2019.9.30	99

资料来源：wind 南华研究

2.2.2. 内外棉价差调节进口，棉花进口压力有所缓解

近两年连续两次滑准税配额的下发极大的拓宽了棉花进口空间，使得国内棉花进口量从 100 万吨附近上涨到了 200 万吨左右，但在需求放缓的背景下，棉花进口量的剧增也使得市场的供给压力进一步增加。

图 2.2.2.1：全国棉花进出口量（单位：千吨）

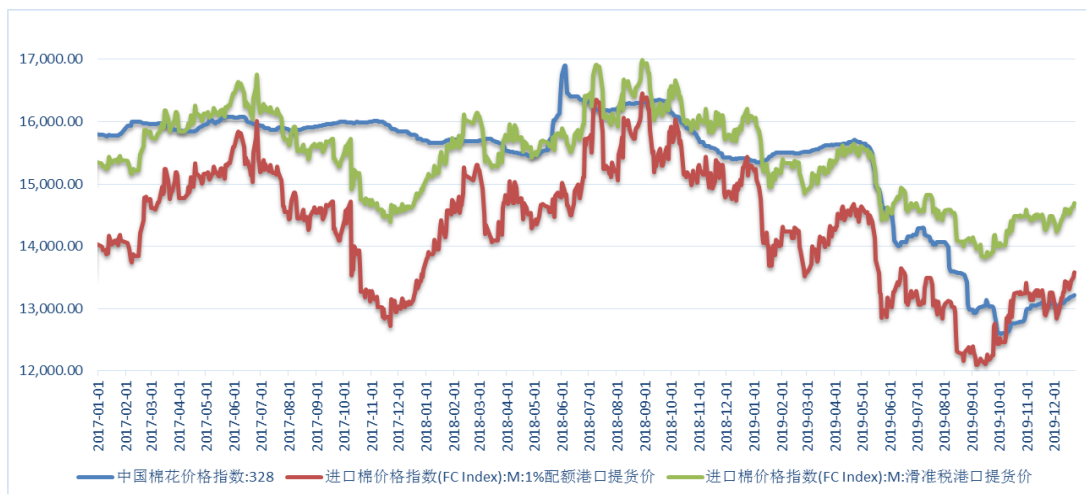


资料来源：wind 南华研究

在国内棉花产销缺口常态化的背景下，随着国储库存降至低位，以增加棉花进口量来弥补市场供给是趋势，但与此同时也应考虑内外棉价差。对外棉花进口量的持续增加无疑会支撑国际棉价从而缩小国内外棉价差，进而影响棉花接下来的进口量。就前段时间来看，由于美棉走贸易缓和出口增加逻辑，而国内新花上市、需求疲软的压力继续施压棉价，所以外棉相对于国内更为强势，内外棉价差迅速缩窄甚至出现了倒挂，导致棉花进口量同比大幅减少。

因此，在滑准税的调节下，随着内外棉价差缩小，棉花进口对市场的压力将逐步缓解。就棉花信息网预测，2019/20 年度，我国棉花进口量预计为 185 万吨，同比减少 9.7%。

图 2.2.2.2：内外棉价格走势（单位：元/吨）

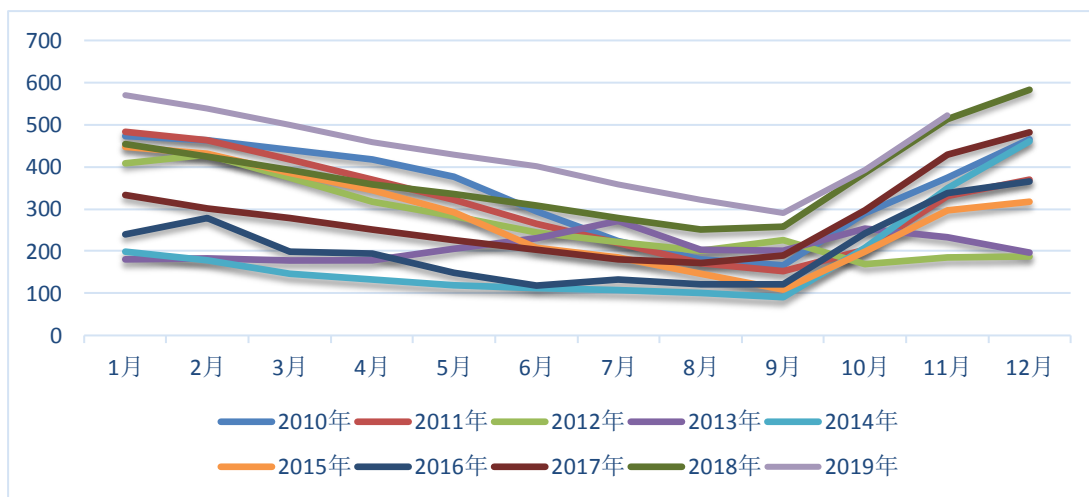


资料来源：wind 南华研究

2.2.3. 总库存下降加快，工商业库存压力将逐步缓解

工商业库存同比长期处于历史高位附近，棉花现货市场供应充足是近两年棉花价格的主要压制因素之一。国内棉花从 2016 年开始进入去库存周期，尽管总库存快速下降，但是工商业库存却呈现出重心上升的趋势，截至 11 月底工商业库存为 521.99 万吨，而去年同期为 512.95 万吨，五年均值为 420.01 万吨。

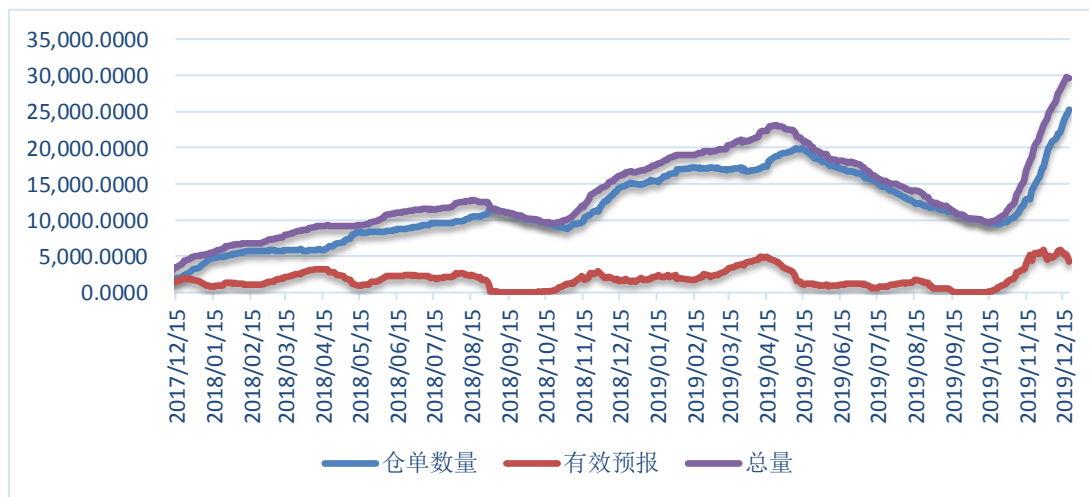
图 2.2.3.1：棉花工商业库存季节性走势图（单位：万吨）



资料来源：wind 南华研究

工商业库存的高企与近几年棉花产量与进口量的增加有关，也与充分抛储有着密切的关系。近几年我国棉花产销缺口持续维持在 300 万吨左右，除了配额限制下的进口，国储棉轮出成为了保障市场棉花供应的主要途径。但是就近几年的轮出数据和国内产销平衡表来看，国储棉轮出量均是大幅高于市场缺口量也就意味着有相当一部分的国储库存转化为社会库存。表现出来的就是，国储库存快速下降，总库存下降，但工商业库存却持续抬升。

图 2.2.3.2：棉花仓单数量走势图（单位：张）



资料来源：wind 南华研究

对于 2018/19 年度来说，尽管国储棉轮出量明显减少，但是由于滑准税进口配额的大量下发以及棉花需求的持续疲软，国内棉花工商业库存重心进一步抬升。但进入 2019/20 年度之后，由于国储库存下降至了低位，新年度国储棉净轮出量相对受限，与此同时棉花产量有所下降、进口量受制于内外棉价差缩窄、消费逐步见底，所以国内棉花供需缺口再次扩张，总库存下降将更多集中在工商业库存上面，也就是说工商业库存压力将逐步缓解，而且随着时间的推移，在供应端没有大幅增量的情况下，未来工商业库存下降趋势将加快。

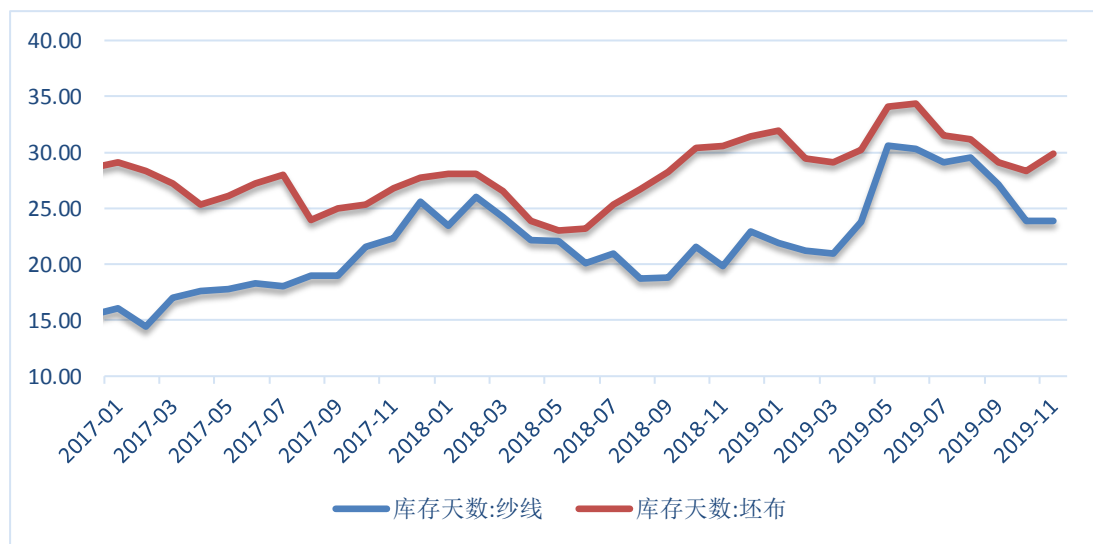
2.3. 消费下滑趋于见底，市场情绪有所恢复

2.3.1. 纺织企业订单回升，库存压力明显下降

在宏观经济增长承压与贸易摩擦的影响下，纺织品服装的内需与外销从 2018 年底起就均呈现出下滑态势，之后几乎整个 2019 年就受需求疲软主导，市场情绪悲观，下游纺织企业产成品库存高企，上游原料端棉花价格持续阴跌。

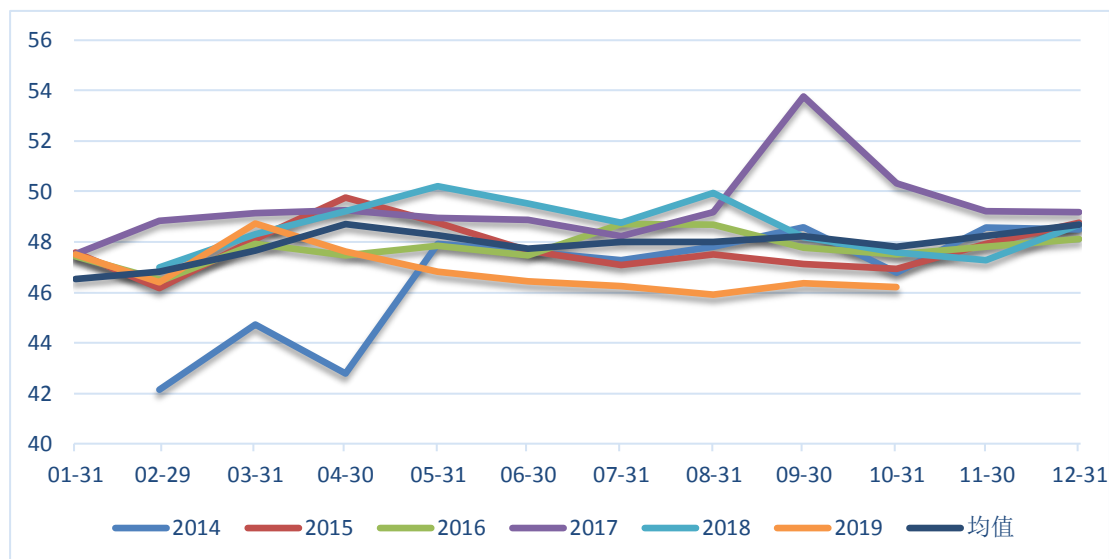
但是进入四季度，随着贸易摩擦整体向好以及季节性需求抬升，纺织企业订单出现明显回升，开机率回升，库存持续去化，尽管相较往年市场交投气氛仍旧有所差距，但是环比向好。从棉纺织行业景气指数来看，尽管今年清明之后指数持续偏弱运行，但是进入 9 月之后有企稳迹象，环比重心有所抬升。目前下游订单分化，大厂多普遍订单充足而中小厂后续订单相对匮乏，春节放假可能提前，贸易商库存低位但有后市预期改善的前提下增加备货的意向。整体来看，需求已逐渐趋于底部，向上修复的概率增大。

图 2.3.1.1：纱布库存情况（单位：天）



资料来源：wind 南华研究

图 2.3.1.2: 中国棉纺织行业景气指数 (单位: 点)

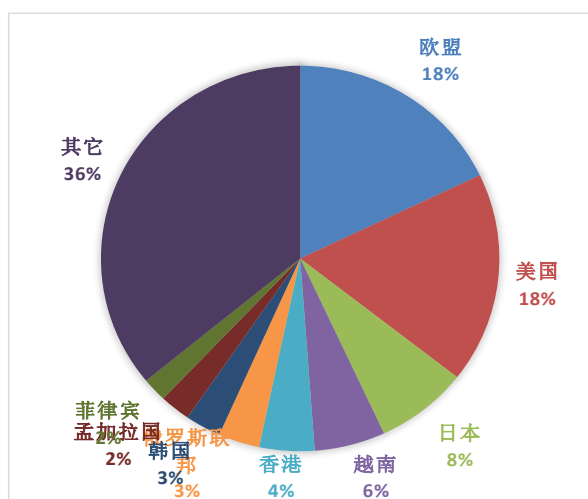


资料来源: wind 南华研究

2.3.2. 中美贸易磋商整体向好, 市场情绪有所恢复

从去年开始, 中美贸易摩擦一直是棉价的主要影响因素之一, 而双方磋商的跌宕起伏也牵动着市场的情绪。一方面中国是美国棉花的主要出口国, 出口中国棉花占其出口总量的 13%, 而另一方面美国是中国纺织品服装的主要出口国, 出口美国纺织品服装占比近 18%, 所以双方贸易摩擦的争议无疑极大地影响到了市场的情绪。

图 2.3.2.1: 2018 年中国纺织品服装出口市场分布



资料来源: wind 南华研究

图 2.3.2.2: 2019 年中国棉花进口按国别分 (万吨)

时间	巴西	印度	美国	澳大利亚
1 月	13.65	4.84	2.69	3.90
2 月	6.26	3.71	1.86	6.17
3 月	2.43	2.67	4.14	3.68
4 月	2.53	6.84	3.55	2.21
5 月	2.71	1.37	6.35	1.59
6 月	2.10	0.28	5.72	2.39
7 月	2.45	0.05	3.54	5.35
8 月	0.74	0.05	1.60	3.40
9 月	0.65	0.05	1.48	4.10
10 月	2.89	0.01	1.05	2.62
总计	36.40	19.86	31.98	35.43

资料来源: wind 南华研究

就具体数据来看，2018 年中国从美进口棉花 52.87 万吨，占总进口量 33.6%，2019 年 1-10 月累计从美国 31.98 万吨，占比 20%，取而代之的是巴西棉、澳棉、印度棉进口量的增加；2018 年对美纺织品服装出口 489.59 亿美元，同比增加 7.86%，而 2019 年 1-9 月对美纺织品服装出口则出现了明显的下滑为 354.02 亿美元，同比下降 4.39%，其中以纺织品服装中最先开始加征关税的纺织原料纱线、面料等降幅最大，其次为棉制针织梭织服装，而家用纺织品和化纤制针织服装则表现为增长态势。因此，就实际情况来看，中美贸易摩擦无疑是实实在在影响到了下游的消费需求。

但是近段时间以来，中美贸易磋商进展相对顺利，市场情绪逐步恢复，12 月 13 日中美就第一阶段经贸协议文本达成一致，双方暂不加征新的关税，12 月 20 日中美双方领导人通电话交换意见，中美贸易磋商整体向好。近期纺织端部分外贸订单回流的情况也在一定程度上显示下游的回暖迹象，市场情绪已由悲观逐步转好。

图 2.3.2.3：纺织品服装零售额（单位：亿元）

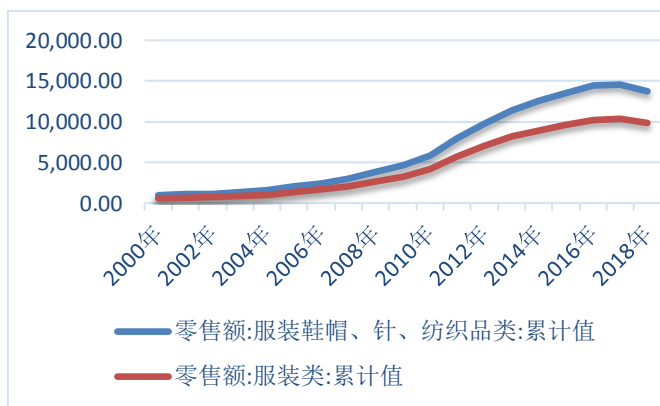
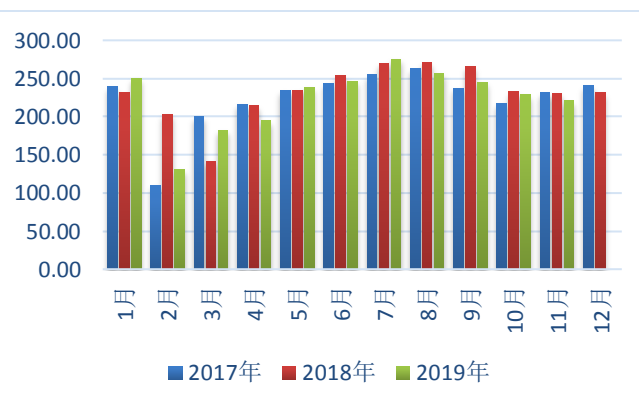


图 2.3.2.4：纺织品服装出口额（单位：亿美元）



资料来源：wind 南华研究

资料来源：wind 南华研究

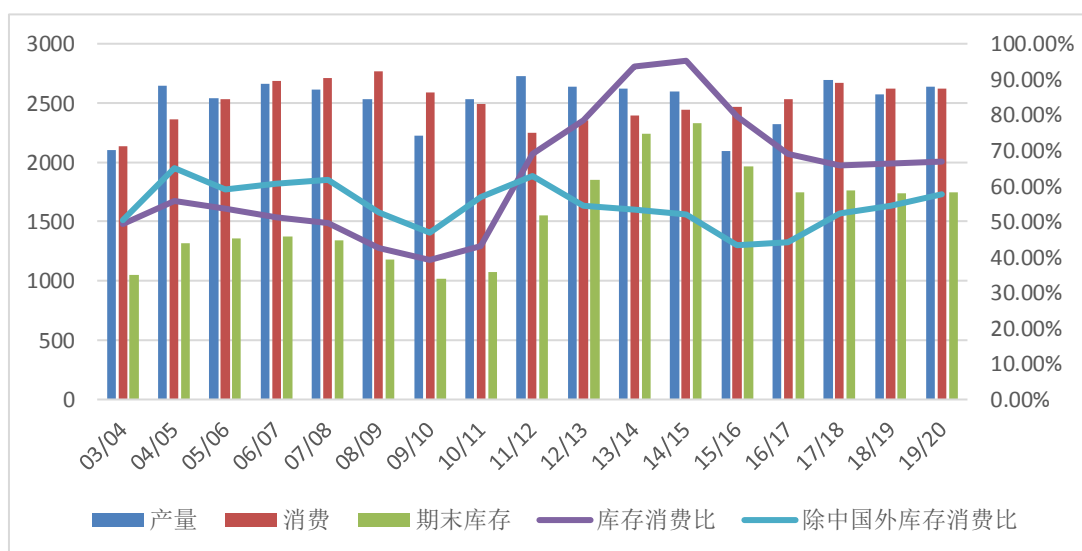
此外，对比今年纺织行业运行疲软的主要原因，下游消费模式改变，全球宏观经济增长压力加大，中美贸易摩擦等外部不确定性提升，东南亚等纺织工业的成本优势冲击等因素，目前订单销售模式已逐步建立，原料价格以及人工、土地、水电等费用上涨削弱东南亚等国纺织竞争力，中美双方达成第一阶段协议磋商情况整体向好，而房地产回暖有望带动家纺类产品需求回升，消费继续下滑压力是明显改善的。

综上所述，对于消费而言，尽管宏观经济增长带来的压力仍将继续施压纺织市场，但是中美贸易磋商向好、季节性需求回升、企业库存持续去化等共同作用带动市场预期逐步回暖，需求下滑态势有望被逐步转变。

第3章 国际棉花市场分析

受种植效益推动，2018/19 年度全球各植棉国棉花种植面积继续增加，但是由于天气普遍都不尽如人意，如印度北部季风降雨不足、美国德州与澳洲持续高温干旱等，因此全球棉花产量下降明显。但 2019/20 年度，尽管全球植棉面积基本稳定，但是由于整体气候条件较好，因此预计棉花产量将明显增长。对于未来新花种植，由于全球棉价持续弱势运行，比较种植收益，预计植棉积极性可能下降。而消费方面，预计宏观经济增长压力仍将继续施压，就美国农业部 12 月全球棉花供需供给报告来看，2019/20 年度全球棉花产量 2636.8 万吨、棉花消费量 2618.6 万吨，期末库存为 1748.8 万吨。因此，就目前来看，在产量增消费减的背景下，本年度全球棉花供需略为宽松，主要表现为除中国外全球其它产棉国期末库存增加，短期棉价仍将承压，长期关注价格持续偏弱运行下产量与需求的调整情况。

图 3：全球供需平衡表（单位：万吨）



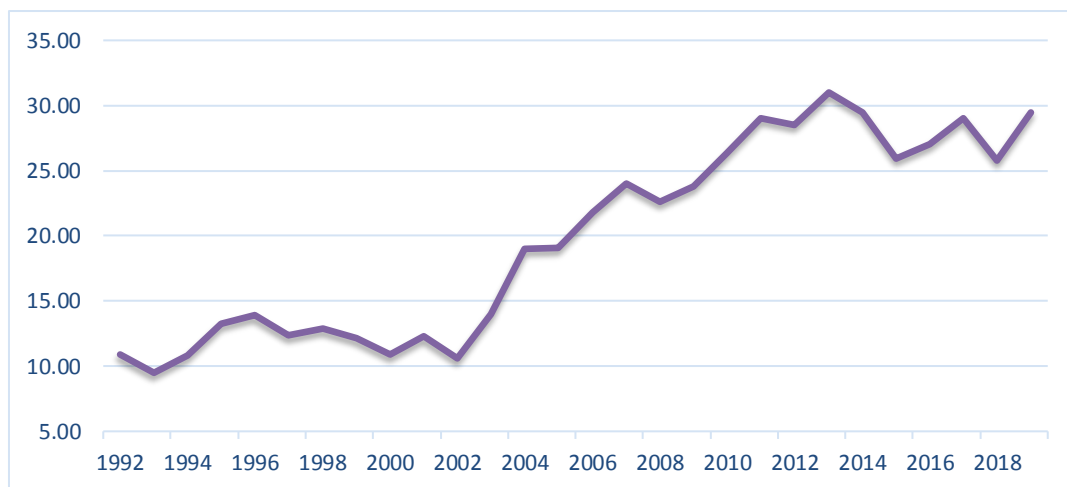
资料来源：wind 南华研究

3.1. 印度新棉产量预计提升，MSP 支撑棉花价格

受季风降雨不足与高温等不利天气影响印度上年度棉花产量不是很理想，但是本年度印度季风降雨推进正常，尽管部分地区雨水偏多，过量降雨导致作物受损，但是整体棉花产量仍将大幅高于去年。印度棉协(CAI)11 月供需报告显示，2019/20 年度印度棉花产量预计为 603 万吨，较上年度增加 73 万吨，不过仍要小于 2017/18 年度的 631 万吨。

对于消费，尽管全球宏观环境相对不景气，但是印度国内政府大力发展棉纺产业，出台了一系列有助于国内纺织企业用棉的措施，很大程度上支撑了国内的棉花消费，CAI 预计 2019/20 年度印度棉花消费量将增加 33 万吨至 563 万吨。因此，受产量大幅增加、进口减少、消费增加影响，本年度末印度棉花期末库存会有小幅增长至 51 万吨，但是整体仍保持在相对较低水平，这也是印度棉价在国际棉价持续偏弱运行的背景下保持强劲态势的因素之一。

图 3.1.1: 印度棉花产量走势图 (百万包)



资料来源: wind 南华研究

此外,在全球棉花价格弱势运行的背景下印度棉价坚挺的另一个因素也就是 MSP 价格。2018/19 年度印度 MSP 大幅上调 26%,覆盖 50%的生产成本,并且政府承诺在 2022 年前让棉农的收入翻番,2019/20 年度印度 MSP 价格再次提升 1.9%。因此,对于未来的印度棉,预计政策与价格仍将推动棉花种植扩张与消费增长,但是由于实际产量继续依赖于天气,供需偏紧的状态可能继续延续,整体来看印度国内棉价大概率仍将偏强运行。

图 3.1.2: 印度棉花现货价格走势 (美分/磅)



资料来源: wind 南华研究

3.2. 美新棉产量显著增加, 出口销售预期有待实现

2018/19 年度美国尽管植棉面积大幅增加,但是由于飓风、高温干旱等不利天气影响,棉花最终产量不尽如人意。对于 2019/20 年度,美植棉面积下滑,但年初受厄尔尼诺影响,原本较易高温干旱

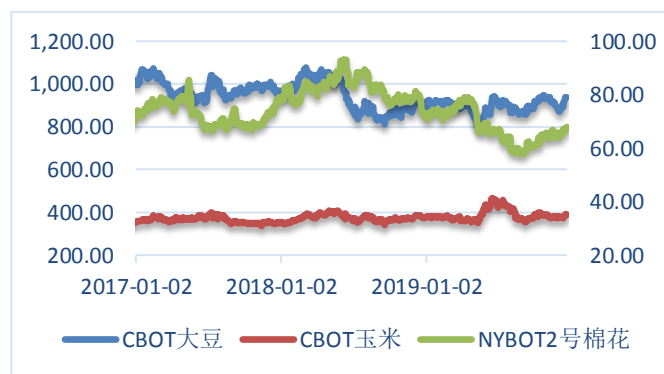
的主棉区得州雨水充沛，棉花播种生长顺利，所以收获面积同比大幅增长 22.6%，整体来看今年美棉产量显著提升，USDA 预计 2019/20 年度美国棉花产量将提升 40 万吨至 439.9 万吨。而对于明年美棉产量，目前美棉价格重心依旧偏低，而就大豆、玉米、棉花三者价格比价来看，棉花种植的替代优势较小，所以继续大面积扩种的可能性不大。

图 3.2.1: 美国棉花产量走势图 (百万包)



资料来源: wind 南华研究

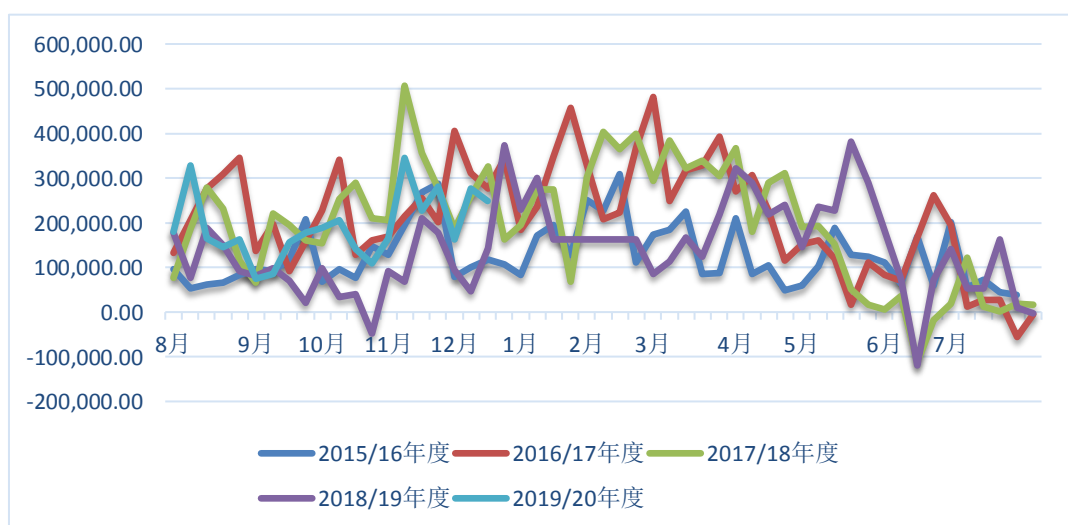
图 3.2.2: 美国大豆、玉米、棉花价格走势



资料来源: wind 南华研究

美国是全球最大的棉花出口国，从去年开始的贸易摩擦与全球宏观环境不景气也极大地影响到了美棉的出口销售，2018/19 年度美棉出口销售 321.4 万吨，同比下降 33 万吨，而对于 2019/20 年度来说，一方面，巴基斯坦、土耳其采购增加，另一方面四季度中美贸易磋商整体向好，中国的采购与装运也陆续开始，所以本年度美棉出口显著回升。据统计，2019/20 年度截至 12 月 12 日，美国累计净签约 258.7 万吨，去年同期为 226.3 万吨，装运 79.4 万吨，去年同期为 67.9 万吨。因此，在出口销售相对强劲的背景下再加上中美贸易缓和可能加大采购美棉的逻辑，美棉价格自 9 月开始回升，但由于中美贸易磋商仍具有曲折，所以丰产的美棉本年度能否实现出口预期是棉价能否持续坚挺的主要影响因素。

图 3.2.3: 美棉当周净销售量 (单位: 包)

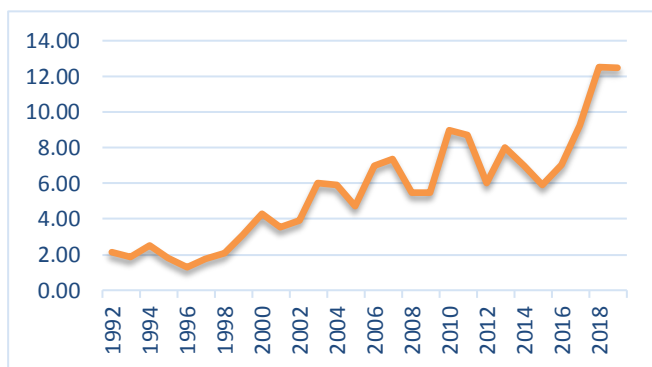


资料来源: wind 南华研究

3.3. 巴西棉出口量大幅增加，新年度产量趋于平稳

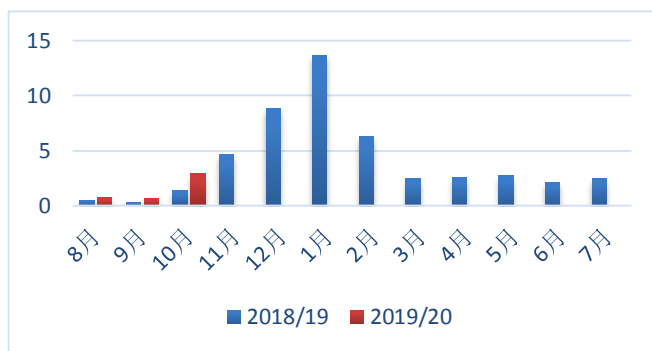
得益于植棉效益的增长，近几年巴西植棉面积扩张明显，但生产成本增加和国际棉价下跌导致棉农收益减少，预计今年巴西植棉面积增幅将放缓。目前，巴西主要植棉地区马托格罗索州和巴伊亚州的棉花种植已经陆续展开，根据巴西 CONAB 的最新预测，2018/19 年度巴西棉花产量或将同比大增 35.9%至 272.6 万吨，并预计 2019/20 年度巴西棉花产量或将微增 0.2%至 273.1 万吨，其中出口量或将同比增加 42.9%至 200 万吨。尽管巴西棉种植成本较低且仍有继续大面积扩种的土地，但由于近两年棉价回落，对比收益，预计未来巴西棉的产量将趋于稳定。

图 3.3.1: 巴西棉花产量走势图（百万包）



资料来源：wind 南华研究

图 3.3.2: 中国对巴西棉花进口量走势图（万吨）



资料来源：wind 南华研究

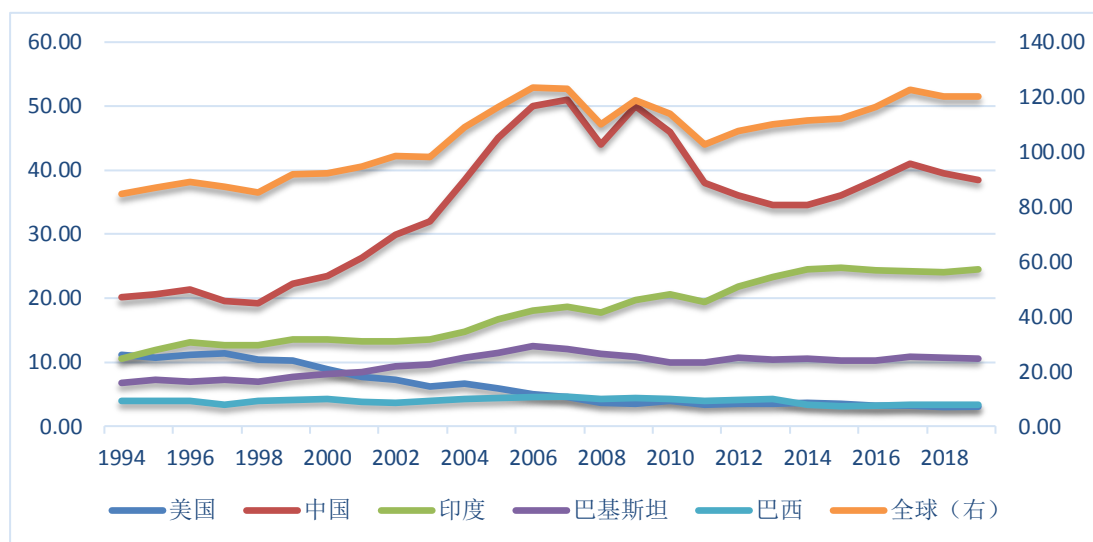
巴西目前是全球第二大棉花出口国，由于往年巴西棉品质相对较差，我国国内巴西棉的市场空间不大，但是在近几年的管理种植改善后，棉花质量改善，对美棉的替代性也大幅提升。近两年在中美贸易摩擦的背景下，中国对巴西棉的进口量出现了明显增长，截至 2019 年 10 月，今年对其进口量累计为 47.2 万吨，占总进口量的 23%，已经超越澳大利亚与美国成为了中国最大的棉花进口来源国，而未来对巴西棉进口量能否继续增长很大程度上仍旧取决于中美贸易磋商的进展情况，目前来看，受中美贸易缓和影响，预计对未来巴西棉的进口会有一定的限制作用。

3.4. 澳洲产量仍不容乐观，东南亚市场竞争力下降

澳洲由于干旱问题 2018/19 年度棉花产量下降近一半至 50 万吨附近，而就目前来看澳洲缺水困境仍未解决，根据澳大利亚气象局的报告，最新三个月降雨量展望（12 月至 2 月）显示，昆士兰州大部分地区和新南威尔士州北部的夏季降雨量可能远低于平均水平。据澳大利亚农业资源经济局（ABARES）预测，因为棉花种植区水坝水位低，2019/20 年度棉花种植面积将下降 76%，但由于灌溉单产可能会有所增加，所以产量可能减少 63%至 17.7 万吨。

而巴基斯坦由于植棉面积下降，再加上棉花生长期天气不佳，种子质量不佳，病虫害侵染等导致的单产下降，使得其本年度棉花产量将创近六年新低，据巴基斯坦轧花厂协会（PCGA）的负责人表示，本年度巴基斯坦棉花产量可能远低于市场前期预估，下降至 144.5 万吨的新低，从而纺织厂棉花进口量可能会达到 100 万吨左右，同比增长 30%左右。

图 3.4：全球主要国家棉花消费量（百万包）



资料来源：wind 南华研究

对于东南亚等纺织产业新兴国家，随着全球棉纺产业结构分布调整，东南亚越南、孟加拉、印尼等国在近些年与中国形成棉花消费替代关系，棉花消费量逐步提升。中国棉纺生产结构正逐步升级转向高端产品，中低端逐渐向东南亚等低成本国家转移，再加上世界经济增长所带来的消费红利，使得越南、孟加拉、印尼、土耳其等国成为了近几年全球棉花消费增长的主要拉动力。

但随着宏观经济热度回落，最近东南亚地区的纺织服装投资热度也开始下降，主要原因：一是这些国家经济结构相对扁平，基本集中在家电、轻纺等轻工业，经过近几年的发展，目前本土劳动力竞争已较为激烈，据了解越南目前的人工成本增长每年已达到 13.5%。二是这些国家基础设施依然相对落后，水电供应、交通运输等很难满足企业高效需求，市场运行的不确定性因素较多。三是全球其他国家如土耳其、埃塞俄比亚、中南美洲等一些国家目前都在发展初级工业化，在国家战略的支持下，对全球订单形成了分流。四是原料价格倒挂，中国新疆等地区在产业政策扶持下更具有竞争优势。

因此，就全球消费来看，在宏观经济增长放缓的压力下，预计整体纺织品服装消费将放缓，但由于产业升级全球化资源重新配置，东南亚以及其它新兴市场国家在纺织行业仍将是未来棉花消费增长的主要来源。

第4章 棉花展望

2019 年，受宏观经济增长放缓与中美贸易摩擦影响，终端消费收缩，棉花需求下滑，加之以新年度丰产炒作，棉价持续走弱，直到四季度，新花产量基本确定、中美贸易磋商向好，棉花价格才逐步企稳。对于接下来的 2020 年，首先，本年度棉花产量波动不大，明年新花种植受价格与政策影响，预计植棉面积可能会有所下降；其次，国储棉轮入缓解新花上市压力，内外棉价差缩小限制棉花进口，预计在国内产消缺口仍然较大的背景下，棉花工商业库存压力将逐步缓解；最后，整体宏观经济增长压力仍在，但是近期中美贸易磋商向好、国内房地产行业复苏遏制消费继续下滑趋势，消费端恢复性增长的概率上升；最后，本年度全球棉花供需略有宽松，除中国外全球主要产棉国平衡表进一步走差，但是价格持续低位运行将逐步调整供应与需求并重新带来上升动力。

因此，对于 2020 年的棉花来说，预计短期受需求疲软与供给充足影响，棉价可能维持底部震荡走势，但中长期由于产消缺口仍在，随着工商业库存压力逐步缓解，棉价向上动力将逐步增强。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点