

最坏时期已经过去，易涨难跌

报告摘要：

- **行情回顾。**4 月份棉花期货探底回升，内外棉走势略有差异。ICE 棉花在美国疫情高峰期，再次创出了新低，但很快开始反抽；国内棉花进行了 2 次探底，并未跌破 3 月份低点后，跟随 ICE 棉花开始反弹。
- **USDA 大幅调低棉花需求，预计 5 月份再调低幅度有限。**美国农业部发布的 4 月份全球供需预测显示，2019/20 年度美国棉花出口量大幅下调，消费量调减，期末库存增加。全球经济陷入衰退将使全球棉花消费和贸易量减少，因此美棉出口大幅调减 150 万包至 1500 万包。美国国内消费量调减 10 万包，期末库存调增 160 万包，达到 670 万包，库存消费比升至 37%，远高于上月的 26%。美国陆地棉农场均价为 59 美分/磅，环比下调 1 美分。
- **国内棉花库存已经减少，但仍处于高位。**2020 年 3 月底全国棉花商业库存 463.67 万吨，环比减少 33.59 万吨，同比增加 47.3 万吨；2020 年 3 月底全国棉花工业库存 71.42 万吨，环比减少 0.76 万吨，同比减少 12.75 万吨。
- **基金在 ICE 棉花上已经翻空。**在新冠病毒爆发的初级阶段，即中国开始出现新冠病毒时，基金并不在意，认为这只是局部病毒，在 2 月 11-18 日期间，净多单数量并未减少，但随着疫情开始在韩国和日本出现后，基金开始在 ICE 棉花上迅速减少多单，并且很快进行了翻空操作，在 3 月 17 日时，基金净空单已经为 3868 张，随后 3 月 24 日再增加至 5505 张。虽然现在基金仍保持净空单，预示下跌行情还未结束。
- **行情展望及相关投资策略。**棉花在众多因素，包括原油期货大跌、全球股市暴跌、疫情在全球扩散等影响下，跌破了去年 10 月份低点，现在是最差时期。随着疫情得到控制，ICE 棉花将会逐步企稳。国内棉花在历史低点 9900 元附近将会有非常强支撑，预计国内构筑双历史大底时刻将会到来，随后将会展开反弹行情。
- **操作上，我们认为 CF2009 在 12000 元以下都是低价区，建议在 11000 元附近逐步建立多单。**

分析师：肖锋波（F3022345）

研究所

农产品研究室

TEL: 010-82292680

Email: xiaofengbo@swwhysc.com

相关图表



相关研究

棉花年度策略报告
棉花季度报告
棉花专题报告
农产品旬度策略报告

目录

一、行情回顾.....	4
二、棉花供需分析.....	4
（一）疫情拖累棉花价格大跌，国内棉花销售以交储为主.....	5
（二）USDA 调低中国需求，4 月份还可能继续调低全球棉花需求.....	5
（三）国内棉花库存居高不下，销售困难.....	6
三、棉花期货未来关注的因素.....	7
（一）疫情将会在第二季度得到控制.....	7
（二）美联储量化宽松措施，避免陷入美国陷入经济危机.....	7
（三）基金在 ICE 棉花上已经翻空.....	8
（四）中、美两国棉花种植面积将会有不同程度减少.....	8
第四部分 结论.....	9

图表

图 1: 棉花 CF2009 日线.....	4
图 2: 郑棉 2009 与 2005 合约价差.....	4
图 3: 全球棉花产销差 单位: 百万包.....	5
图 4: 国内棉花商业库存 (万吨).....	6
图 5: 国内棉花工业库存 (万吨).....	6
图 6: 郑商所棉花仓单+预报 单位: 张.....	6
图 7: 中国棉花进口量 (吨).....	7
图 8: 基金在 ICE 棉花净头寸 单位: 张.....	8
宏源期货研究团队.....	10

一、行情回顾

4 月份棉花期货探底回升，内外棉走势略有差异。ICE 棉花在美国疫情高峰期，再次创出了新低，但很快开始反抽；国内棉花进行了 2 次探底，并未跌破 3 月份低点后，跟随 ICE 棉花开始反弹。

在 4 月初，ICE 棉花因美国股市二次探底、原油期货下跌创出了新低，但随后美国继续推出了一系列刺激计划，美国股市稳步反弹，棉花恐慌性下跌得到缓解，开始逐步企稳反弹。期间，也曾受到美国 WTI 原油期货跌至负值困扰，但依然没有再转头向下。4 月 22 日在传闻中国将会进口 100 万吨美国棉花的消息刺激下，ICE 棉花大幅上涨，站在了 56 美分。4 月份 ICE 棉花连续开盘 50.98 美分，收盘 55.08，涨幅 7.57%。

郑棉期货 4 月份探底回升，在月初 ICE 棉花大跌下也跟随下跌，但很快当天跌幅收窄，随后在外盘逐步企稳下，开始缓慢反弹。美国 WTI 原油期货 5 月合约跌至负值，影响了市场情绪，国内棉花期货连续两日大跌。随后在 4 月 22 日，市场传闻将增发棉花配额，ICE 棉花上涨后国内跟随其后，价格出现大幅上涨改变了下跌趋势。国内棉花 9 月合约开盘 10965 元/吨，收盘 11375，上涨 3.98%。

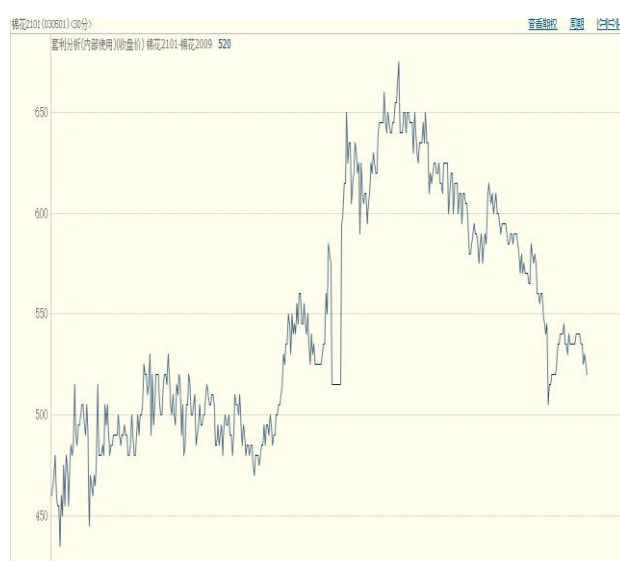
在期货各合约价差排列方面，跨月间价差呈现近月跌，远月涨格局。CF2009 合约与 CF2005 合约价差缩小到 350 元左右，而 CF2101 与 CF2009 合约价差却扩大至 640 元/吨。

图 1：棉花 CF2009 日线



资料来源：博弈大师，宏源期货研究所

图 2：郑棉 2009 与 2005 合约价差



资料来源：博弈大师，宏源期货研究所

二、棉花供需分析

由于对新冠病毒的担忧，预期棉花的消费降低，USDA 在 4 月份报告中大幅调低了全球棉花消费量，产量只微调低；国内棉纺企业库存较高，缺少订单，中国的服装出口和国内零售额大幅降低，3 月份才略有企稳；在需求下降的同时，供给却并没有减少，中国棉花进口量开

始增加，国内棉花商业库存保持高位，棉花的基本面到了最差时刻。

（一）国内棉花销售率提高，都去哪了？

据国家棉花市场监测系统测算，截至 4 月 24 日，全国累计交售籽棉折皮棉 580.6 万吨，同比减少 26.7 万吨；累计加工皮棉 576.5 万吨，同比减少 27.7 万吨；全国累计销售皮棉 426.1 万吨，同比增加 26.3 万吨，销售率 73.9%。

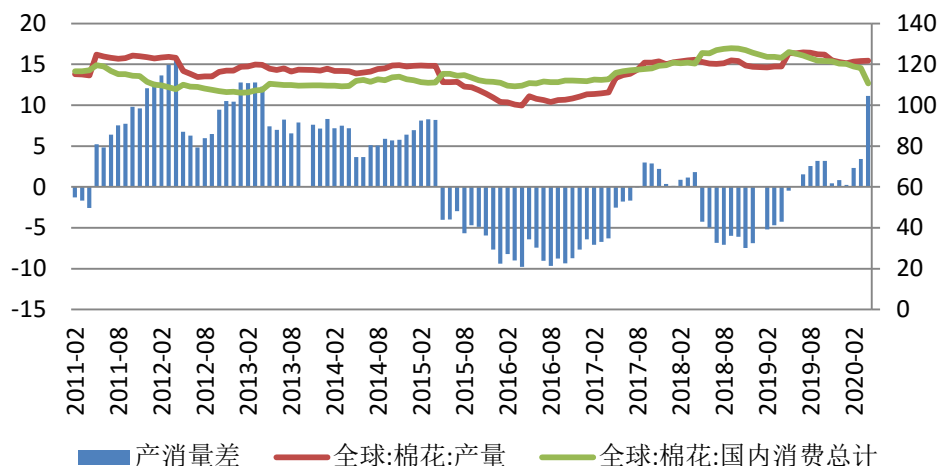
从数据上来看，似乎情况较好。但现实的情况是，棉花价格低迷，棉纺企业因为缺少订单下游销售出现了困难。海外需求的减弱，逐步传导到国内来。监测数据与实际的情况不符，棉花多卖给了谁呢？我们认为，棉花的销售监测数据，是指棉花价格出售后数据，至于棉花到底卖给了谁无关紧要。所以，答案是新疆棉花因注册制度问题，那么可以运输到内地来销售，或者注册仓单。其中只有很少部分是卖给了下游消费企业，大部分棉花都卖给了贸易商或者注册仓单。因此，数据并不能根本性的反映棉花的真实消费情况。

（二）USDA 大幅调低棉花需求，预计 5 月份再调低幅度有限

美国农业部发布的 4 月份全球供需预测显示，2019/20 年度美国棉花出口量大幅下调，消费量调减，期末库存增加。全球经济陷入衰退将使全球棉花消费和贸易量减少，因此美棉出口大幅调减 150 万包至 1500 万包。美国国内消费量调减 10 万包，期末库存调增 160 万包，达到 670 万包，库存消费比升至 37%，远高于上月的 26%。美国陆地棉农场均价为 59 美分/磅，环比下调 1 美分。

2019/20 年度，全球棉花消费量环比调减，进口量随着减少，期末库存上升。全球消费量为 1.106 亿包，环比调减 760 万包，降幅达 6.4%，同比减少 8.1%，下降幅度历史罕见，主要消费国的棉花消费量环比均调减。全球棉花进口量环比调减 300 万包。由于本月初库存和产量小幅增加，全球期末库存环比增加 790 万包，同比增加 1100 万包。

图 3：全球棉花产销差 单位：百万包



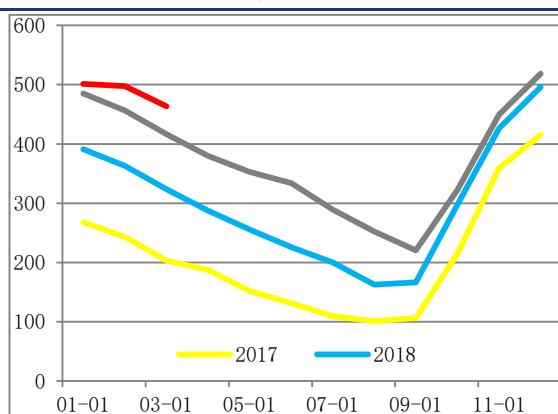
资料来源：USDA, 宏源期货研究所

(三) 国内棉花库存逐步减少, 但仍处于较高

(1) 商业库存创近几年新高, 反映出棉花销售困难

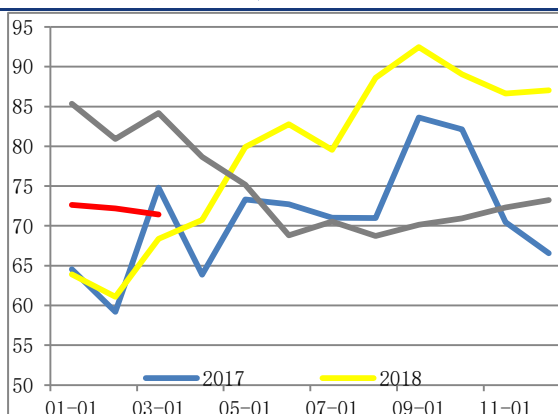
2020 年 3 月底全国棉花商业库存 463.67 万吨, 环比减少 33.59 万吨, 同比增加 47.3 万吨; 2020 年 3 月底全国棉花工业库存 71.42 万吨, 环比减少 0.76 万吨, 同比减少 12.75 万吨。从 3 月份的数据来看, 商业库存在减少, 但仍处于近几年新高, 供给仍然充足, 而工业库存在减少, 说明复工复产后, 棉纺企业库存在降低, 需求缓慢恢复之中。

图 4: 国内棉花商业库存 (万吨)



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 5: 国内棉花工业库存 (万吨)

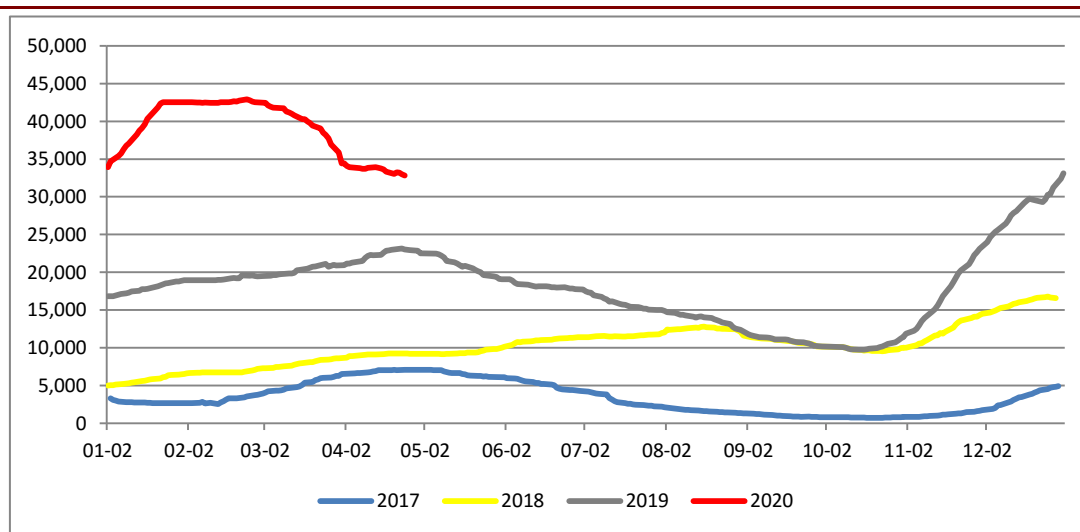


资料来源: WIND, 宏源期货研究所

(2) 交易所棉花仓单数量继续减少, 季节性减少提前开始

基差高低决定了棉花仓单的增减, 2019/2020 年度棉花仓单再创历史新高, 是因为 2019 年 10 月份开始棉花销售出现困难, 随后基差始终处于较高水平。但后来随着疫情发展出乎意料, 期货市场因对后期需求减弱的预期, 跌幅远大于现货, 注册仓单利润很快消失, 仓单数量开始减少, 仓单预报数量也在减少。从季节性图表来看, 提前了一个月仓单开始减少,

图 6: 郑商所棉花仓单+预报 单位: 张

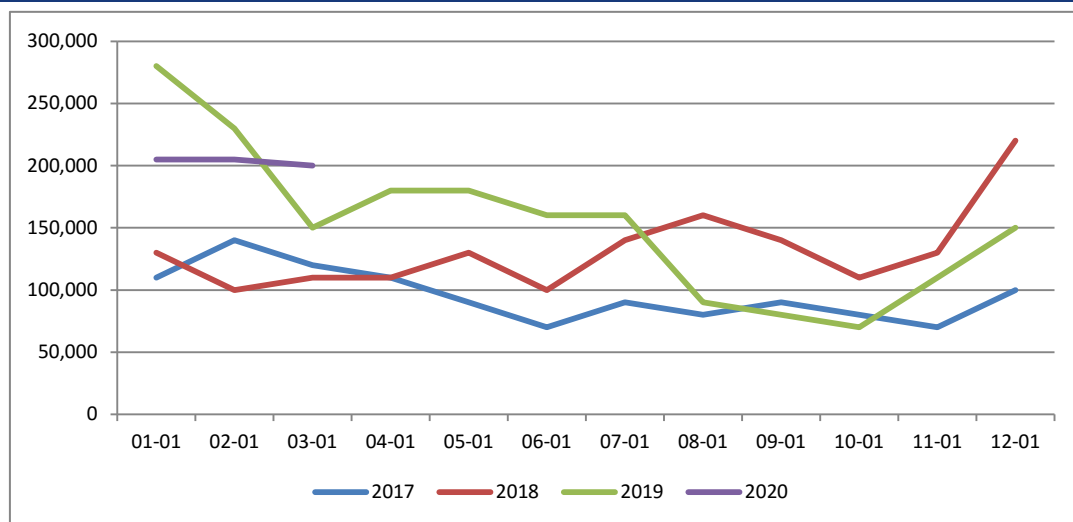


资料来源: CZCE, 宏源期货研究所

(3) 进口差价保持低位, 进口棉花量保持低位

在 2 月份后，国内外棉花差价大部分时间保持在低位，我国棉花需求疲软，在疫情时期不仅受到了国内棉花需求减弱影响，欧美也因为疫情缘故取消了很多国内订单，棉花需求已经跌到冰点。据海关统计，截止 2020 年 1-2 月，中国棉花进口量累计为 41 万吨，同比减少 10 万吨或-19.60%。2019/20 年度以来累计进口棉花 82.5 万吨，同比减少 26%。

图 7：中国棉花进口量（吨）



资料来源：WIND，宏源期货研究所

三、棉花期货未来关注的因素

全球新型冠状病毒疫情基本得到了控制，欧洲新增病例开始减少，美国高峰期已经出现，压制棉花下跌的最主要利空因素缓解；但随着病毒被控制，棉花的需求也很难迅速恢复，将会延迟工业生产 1-2 个月才会改善，我国棉花需求萎缩的例子在预示欧美棉花需求走势；密切关注基金在 ICE 棉花上净头寸变化，或许是未来做多的一个重要参考因素。

（一）疫情将会在第二季度得到控制

根据疫情爆发的特点来看，一般潜伏期在 14 天，那么意味着美国在新感染人数下降后 2 周左右，新增人数将会大幅下降，疫情逐步得到控制，随后一个月疫情基本消失。中国的防控经验已经证明了这点，亚洲地区的韩国、日本等国的疫情经历也是类似。从现在欧洲地区新增人数逐步下降下，预计美国将会在 4 月中旬后，新增病例逐步减少，5 月份将会得到控制。美国特朗普也表示，预计美国将会在 5 月份开始复工复产。

在美国疫情得到控制之前，欧洲疫情肯定会提前得到改善，中国预计将会全国疫情解禁。棉花的需求在 3 月份是最糟糕时期，随后将会得到改善，价格恢复也会顺理成章。

（二）美联储量化宽松措施，避免陷入美国陷入经济危机

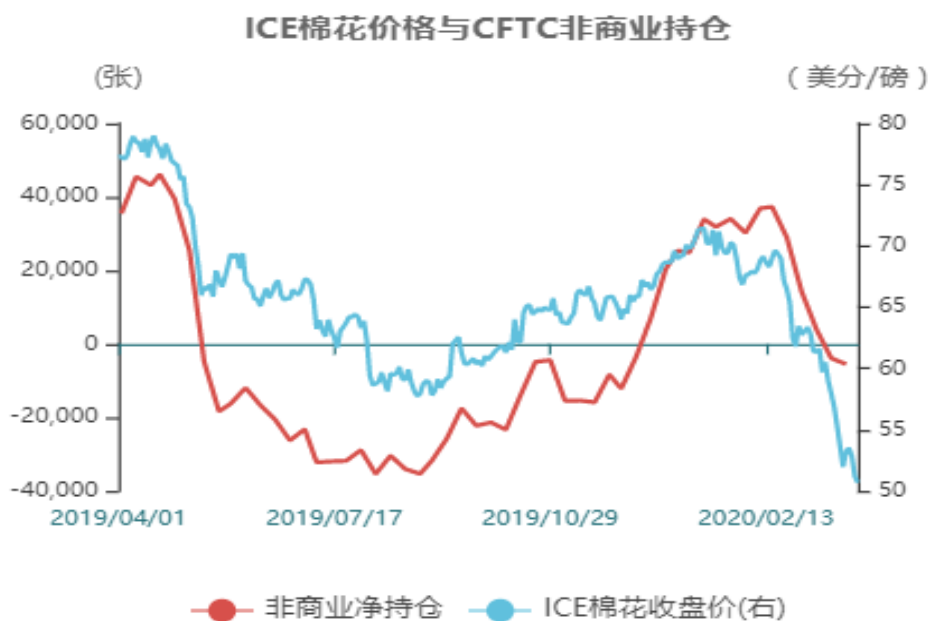
3 月份以来，美国新型冠状病毒感染人数激增后，造成了美国股市大幅下跌，指数出现 3 次

熔断。美联储紧急降息，开始实施无数额限制的 QE，这还不够，在 3 月 27 日美国参议院、众议院通过了 2.2 万亿美元的经济援助计划，内容涉及美国家庭、中小企业等，属于直升机撒钱。美元开始迅速走弱，美国股市开始企稳。短期来看，美联储的 QE 和经济援助计划，能够帮助美国金融系统和部分企业渡过难关，避免短期内会出现经济危机的可能。

（三）基金在 ICE 棉花上已经翻空

在新冠病毒爆发的初级阶段，即中国开始出现新冠病毒时，基金并不在意，认为这只是局部病毒，在 2 月 11-18 日期间，净多单数量并未减少，但随着疫情开始在韩国和日本出现后，基金开始在 ICE 棉花上迅速减少多单，并且很快进行了翻空操作，在 3 月 17 日时，基金净空单已经为 3868 张，随后 3 月 24 日再增加至 5505 张。虽然现在基金仍保持净空单，预示下跌行情还未结束。但从增产幅度来看，随着价格不断下跌，基金并未大幅加仓空单，这也可能预示后期的下跌空间不大。如果一旦基金再次翻多，那么棉花价格可能会企稳开始反弹。

图 8：基金在 ICE 棉花净头寸 单位：张



资料来源：中国海关,宏源期货研究所

（四）中、美两国棉花种植面积将会有不同程度减少

（1）中国新疆地区棉花补贴政策出台，预计面积减少非常有限

3 月 26 日，国家发改委、财政部联合发布《关于完善新疆棉花目标价格政策》的公告。公告指出，为贯彻落实 2020 年中央一号文件精神，经国务院批准，2020 年起在新疆完善棉花目

标价格政策，目标价格水平为每吨 18600 元，每三年评估一次，根据评估结果视情况调整目标价格水平。

在现在棉花价格大幅下跌下，新疆棉花补贴政策维持了 3 年前水平，棉农备受鼓舞，新疆种植面积预计难以减少，虽然除新疆地区外，其他地区也有一些省份出台了对棉花种植有补贴，但力度明显不及新疆地区。根据国家棉花市场监测系统在去年 11 月中旬就全国范围棉花种植意向展开调查。样本涉及 15 个省（自治区）、50 个植棉县（市、团场）、1895 个定点植棉信息联系户。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%。

（2）美国棉花种植面积减少概率较大

USDA 将会在 3 月 31 日公布棉花种植面积预估报告，在此之前 2 月底的农业展望报告中，机构预测美国棉花种植面积将减少 7.7%。现在 ICE 棉花期货价格不足 50 美分/磅，而根据 USDA 公布的美国农场主棉花种植成本来看，种植成本在 87 美分/磅，已经严重低于成本线之下。但由于美国也有棉花种植补贴，低于 40-45 美分将会享受政府补贴，因此棉农的种植积极性并没有减少。

但总体来看，中国、美国的棉花种植面积减少只是一个因素，因为还有单产高低才能确定未来棉花产量多少。还有如果面积减少幅度较小，减产数量较少，也很难提振棉花价格。

第四部分 结论

棉花在众多因素，包括原油期货大跌、全球股市暴跌、疫情在全球扩散等影响下，跌破了去年 10 月份低点，现在是最差时期。随着疫情得到控制，ICE 棉花将会逐步企稳。国内棉花在历史低点 9900 元附近将会有非常强支撑，预计国内构筑双历史大底时刻将会到来，随后将会展开反弹行情。

操作上，我们认为 CF2009 在 12000 元以下都是低价区，建议在 11000 元附近逐步建立多单。

分析师简介：

肖锋波，中国人民大学 MBA，十六年从业经验，现任宏源期货研究所农产品研究室高级分析师。

宏源期货研究团队

金融期货（期权）研究	金属研究
曾德谦 010-82292833 zengdeqian@swyhsc.com	王澈 010-82292669 wanglian@swyhsc.com
曹自力 010-82292665 caozili@swyhsc.com	孙佳兴 010-82292663 sunjiaxing@swyhsc.com
黄小洲 010-82292826 huangxiaozhou@swyhsc.com	朱善颖 010-82295516 zhushanying@swyhsc.com
能源化工研究	农产品研究
詹建平 010-82292685 zhanjianping@swyhsc.com	肖锋波 010-82292680 xiaofengbo@swyhsc.com
朱子悦 010-82292661 zhuziyue@swyhsc.com	熊梓敬 0871-68072126 xiongzijing@swyhsc.com
杨首樟 010-82292599 yangshouzhong@swyhsc.com	黄小洲 010-82292826 huangxiaozhou@swyhsc.com
田震昊 010-82292099 tianzhenhao@swyhsc.com	
策略研究	
吴守祥 010-82292860 wushouxiang@swyhsc.com	

免责声明:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行期货投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。