

三次探底概率较小，区间震荡为主

报告摘要：

- **行情回顾。**5 月份棉花期货冲高回落，内外棉走势略有差异。ICE 棉花在 5 月份反弹幅度大于郑棉期货，美国疫情高峰期已过，外棉上涨动力比较足，而国内棉花却受到了中美贸易关系影响、下游订单不足而缺乏延续上涨动力。
- **USDA 大幅调高棉花需求，因疫情在中国得到控制。**2020/21 年度，全球期末库存预计连续第二年上升，但增幅明显减小。由于全球棉花收获面积下降，全球产量预计减少 370 万包。随着全球经济的复苏，棉花消费量预计增加 1150 万包。全球期末库存预计增加 230 万包，但库存消费比从 93%下降至 85%。
- **国内棉花库存逐渐减少，但仍处于高位。**2020 年 4 月底全国棉花商业库存 429.75 万吨，环比减少 33.92 万吨，同比增加 50.26 万吨；2020 年 4 月底全国棉花工业库存 67.34 万吨，环比减少 4.08 万吨，同比减少 11.25 万吨。
- **基金在 ICE 棉花已经翻多。**在 5 月 12 日、5 月 19 日、5 月 26 日截止的报告期，均开始加仓多单。从价格走势来看，ICE 棉花技术性开始走强，这也可能是基金不再看空的理由之一。基金不断增仓多单，应引起投资者关注，持仓没有转变为净空头寸之前，仍可以继续看多 ICE 棉花。
- **行情展望及相关投资策略。**影响棉花最大的负面因素仍是全球新型冠状病毒疫情，其次是中美贸易关系，会始终影响棉花需求恢复。不过笔者认为，现在压制棉花下跌的最主要利空因素持续得到缓解，市场的底部已经出现，另外基金在 ICE 棉花上净头寸已经变为多头，棉花很难再跌破 50 美分，后期应该是一个震荡后反弹行情。
- 操作上，我们坚持认为 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@swyhsc.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) 国内棉花销售率提高，陈棉加速套现.....	5
(二) USDA 大幅调高棉花需求，因疫情在中国得到控制.....	5
(三) 国内棉花库存逐步减少，但仍处于较高.....	6
三、棉花期货未来关注的因素.....	8
(一) 美国疫情仍在延续，暴乱可能为疫情再次爆发埋下伏笔.....	8
(二) 美国借口香港安全法对中国贸易施压.....	8
(三) 基金在 ICE 棉花已经翻多.....	9
第四部分 结论.....	9

图表

图 1: 棉花 CF2009 日线.....	4
图 2: 郑棉 2101 与 2009 合约价差.....	4
图 3: 全球棉花产销差 单位: 百万包.....	6
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.....	7
图 7: 中国棉花进口量 (吨).....	7
图 8: 美国新冠状病日增人数 (单位: 人).....	8
图 9: 基金在 ICE 棉花净头寸 单位: 张.....	9
宏源期货研究团队.....	10

一、行情回顾

5 月份棉花期货冲高回落，内外棉走势略有差异。ICE 棉花在 5 月份反弹幅度大于郑棉期货，美国疫情高峰期已过，外棉上涨动力比较足，而国内棉花却受到了中美贸易关系影响、下游订单不足而缺乏延续上涨动力。

在 5 月初，ICE 棉花因美国疫情感染人数激增，引起市场一定恐慌，基金在 ICE 棉花上重新建立空头头寸，导致 ICE 棉花下跌。随后当 ICE 棉花跌到 53 美分后，基金减少空单，美国股市的企稳反弹，以及原油期货走强，帮助棉花延续反弹。但在月末，因美国插手中国香港安全法，市场担心美国棉花出口到中国将会受到影响而走弱。5 月份 ICE 棉花连续开盘 57.25 美分，收盘 57.25，涨幅 0.00%。

郑棉期货 5 月份小幅下跌，在月初 ICE 棉花下跌下也跟随下跌，但国内跌幅较小。随后在 ICE 棉花再次确定上涨后，郑棉在 5 月 20 日继续冲击 12000 元阻力，但很快就受到了空头抛盘。ICE 棉花也并没有继续上涨，国内随后开始震荡回落。月末中美贸易关系再次蒙上阴影，预期美国将会对中国商品加税，从而引发市场抛盘。国内棉花 9 月合约开盘 11400 元/吨，收盘 11480，下跌 1.46%。

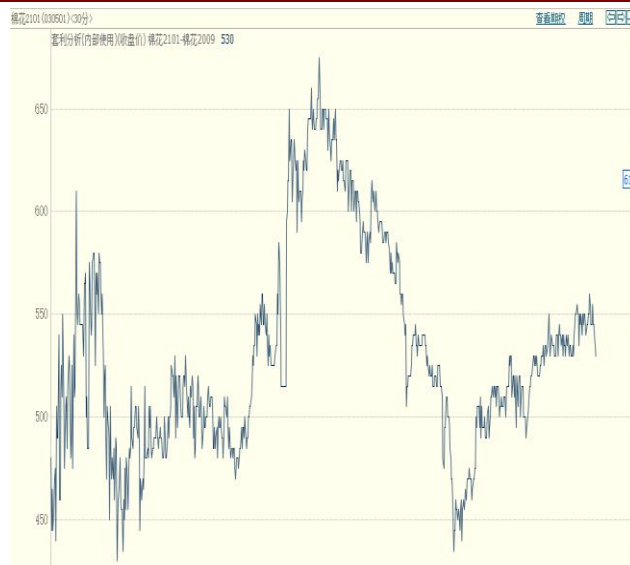
在期货各合约价差排列方面，跨月间价差呈现近月跌，远月涨格局。CF2101 与 CF2009 合约价差先下跌后企稳回升，目前保持在 550 元/吨。

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 2101 与 2009 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

全球对于新冠病毒初期控制已经进入了中后期，除非再次复发，那么疫情将会逐步得到控制，USDA 在 5 月份报告中大幅调高了全球棉花消费量，产量也小幅调低；国内棉纺企业库存较高，缺少订单，在需求下降的同时，中国棉花进口量也在减少，国内棉花商业库存同比保

持高位。

（一）国内棉花销售率提高，陈棉加速套现

据国家棉花市场监测系统测算，截至 5 月 29 日，全国累计销售皮棉 484.3 万吨，同比增加 53.6 万吨，较过去四年均值增加 26.1 万吨，其中新疆销售皮棉 422.3 万吨。全国销售率为 83.2%，同比提高 12.7 个百分点，较过去四年均值持平，其中新疆销售 84.9%。

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。监测数据只是数据的表现，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。我们了解到的情况是，轧花企业因难以看到棉花上涨的希望，开始陆续出货，放弃了囤货的思维。因此，数据并不能根本性的反映棉花的真实消费情况。

（二）USDA 大幅调高棉花需求，因疫情在中国得到控制

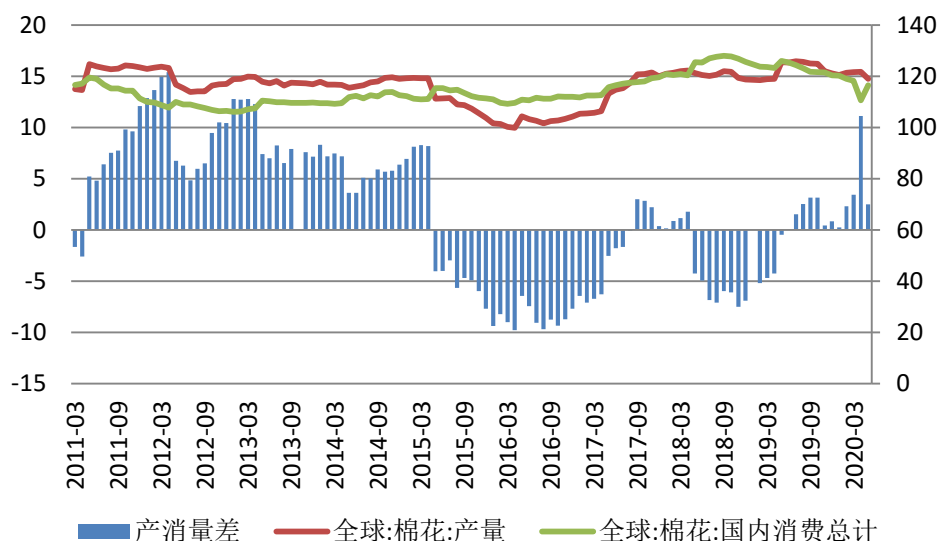
根据美国农业部发布的 5 月份全球产需预测，美国 2020/21 年度期初库存、消费量、出口量和期末库存同比增加。美棉面积预计为 1370 万英亩，同比基本持平，但收获面积预计减少 2%，原因是弃收率同比上升，而美棉单产预计略有增加，因此美棉产量预计为 1950 万包，同比减少 40 万包。美国消费量和出口量预计随着全球经济的复苏而开始恢复，国内消费量预计增加 20 万包，出口量增加 100 万包，但期末库存预计增加 60 万包，大跌 770 万包，库存消费比升至 41%，略高于 2019/20 年度，是 2007/08 年度（55%）以来的最高水平。美国陆地棉农场均价预计为 57 美分，略微低于 2019/20 年度。

2020/21 年度，全球期末库存预计连续第二年上升，但增幅明显减小。由于全球棉花收获面积下降，全球产量预计减少 370 万包。随着全球经济的复苏，棉花消费量预计增加 1150 万包。全球期末库存预计增加 230 万包，但库存消费比从 93%下降至 85%。

2019/20 年度，全球消费量预计降至 1.05 亿包，环比减少 560 万包，同比减少 12.7%，全球产量环比上调 100 万包，期末库存调增 590 万包，同比增加 1690 万包。

2019/20 年度，美国棉花产量环比小幅调增，出口预测没有变化，但消费量下调 20 万包，期末库存增加 40 万包。

图 3： 全球棉花产销差 单位：百万包



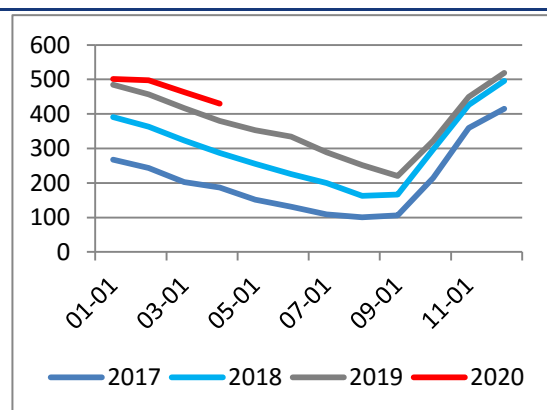
资料来源：USDA, 宏源期货研究所

（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

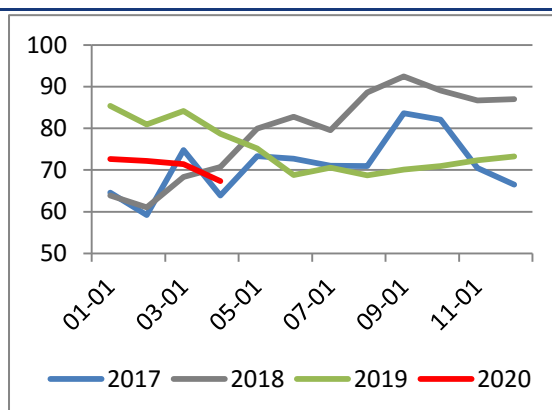
2020 年 4 月底全国棉花商业库存 429.75 万吨，环比减少 33.92 万吨，同比增加 50.26 万吨；2020 年 4 月底全国棉花工业库存 67.34 万吨，环比减少 4.08 万吨，同比减少 11.25 万吨。从 4 月份的数据来看，商业库存在减少，但仍处于近几年新高，供给仍然充足，而工业库存在减少，说明复工复产后，棉纺企业库存在降低，需求缓慢恢复之中。

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）



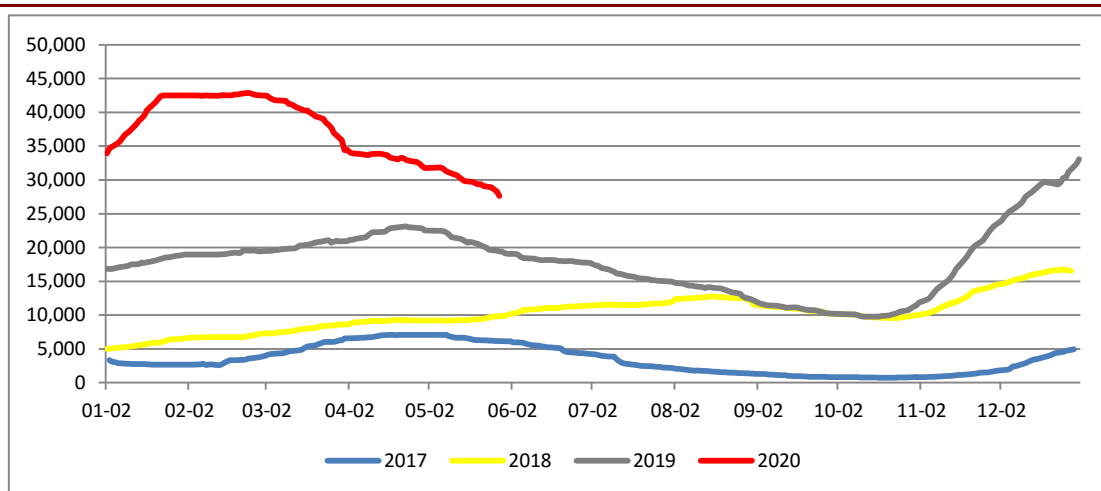
资料来源：WIND, 宏源期货研究所

（2）仓单季节性减少

基差高低决定了棉花仓单的增减，但 5 月我们发现仓单继续减少，而且是在基差走弱的情下。这种现象当然是季节性因素较多一些，因为往年都是这个时候仓单开始减少，只不过今年提前了一个月；还有一个原因就是基差如果处于低位整理，缺乏明显的波动空间，那么

仓单在仓库还需要付仓储费，持有仓单的投资成本高于套利机会，那么仓单也将逐步流出仓库。如果进入了8月份，也就是想在9月份上交割仓单，还会再承担每天额外的期货贴水。因此一般都是到9月份仓单减少全年最低点。

图 6： 郑商所棉花仓单+预报 单位：张

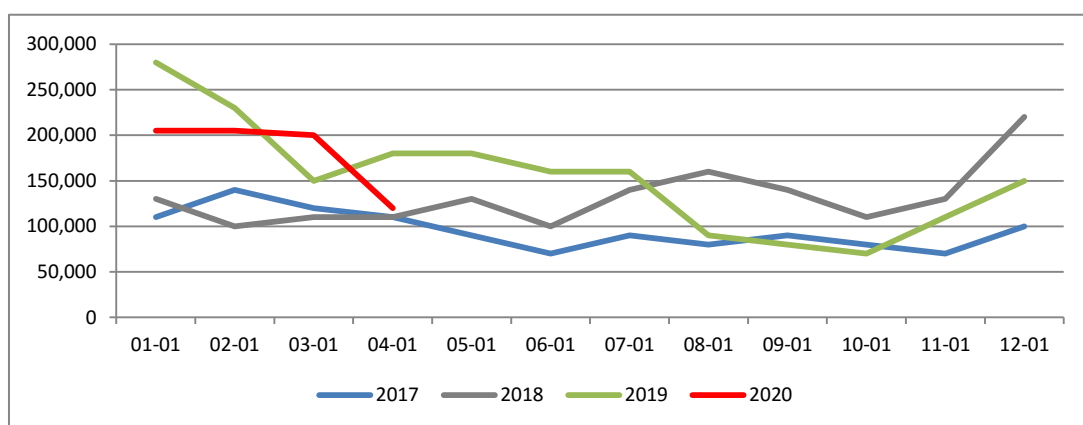


资料来源：CZCE, 宏源期货研究所

(3) 需求不强、库存大，进口棉花量保持低位

5月份我国棉花进口量进一步减少，主要原因还是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，据海关统计，2020年4月，中国棉花进口量为12万吨，同比减少6万吨或33.33%。进口棉花的减少，在一定程度上减少了国内棉花供给量，但也同时反映了需求不强，还有就是如果后期需求量逐步回升，进口量还会增加，但预计今年棉花进口量将始终维持在低位，因为国内现在并不缺棉花，进口棉只是作为配棉来补充。

图 7： 中国棉花进口量 (吨)



资料来源：中国海关, 宏源期货研究所

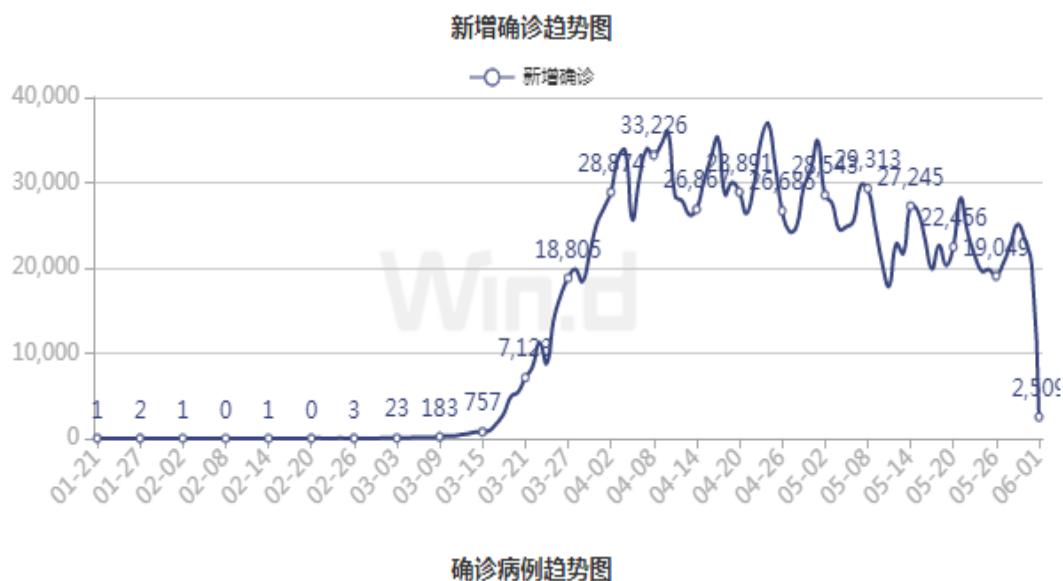
三、棉花期货未来关注的因素

影响棉花最大的负面因素仍是全球新型冠状病毒疫情，其次是中美贸易关系，在5月中旬再次被市场担忧，因为美国以香港安全法为由，干涉中国内政。现在欧洲新增病例开始减少，但美国不断发生聚会游行示威，而且现在南美地区成为疫情高发地区。还有就是印度禁令继续延迟到6月底。不过笔者认为，现在压制棉花下跌的最主要利空因素持续得到缓解，市场的底部已经出现，另外基金在ICE棉花上净头寸已经变为多头，棉花很难再跌破50美分，后期应该是一个震荡后反弹行情。

（一）美国疫情仍在延续，暴乱可能为疫情再次爆发埋下伏笔

美国现在新型冠状病毒病例日均增加在2000人左右，但俄罗斯却日增在8000人以上，南美地区还有巴西、秘鲁、智利等国新增人数在4000人以上令人担忧，印度新增人数在2000人以上，并且延长全国的禁行令至6月30日。最近，美国因非洲裔被警察执法致死，引起全国抗议游行，在疫情还没有被控制下，大规模游行有可能为疫情再次爆发埋下伏笔。我们认为疫情还将持续对经济造成较大影响，虽然比上个月有所缓解，至少欧洲和亚洲疫情稳定，但仍需要时刻关注。

图8：美国新冠状病日增人数（单位：人）



资料来源：WIND，宏源期货研究所

（二）美国借口香港安全法对中国贸易施压

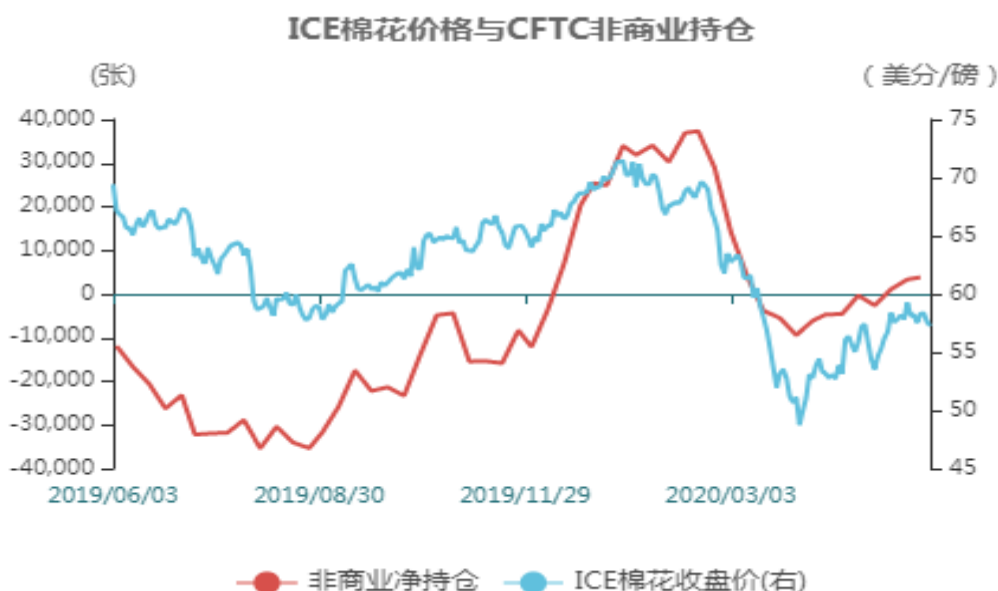
在全国两会期间，香港授予全国人大立法香港安全法，消息一出美国立即起反应，美国特朗普通过推特，称将会对中国采取“有力”措施，在月底美国对中国部分豁免商品再次征收25%关税，让中美贸易关系再次蒙上阴影。根据消息人士称，中国已经暂停购买美国大豆和棉花。前期我们就提及，中美关系很难好，因为美国两党已经达成了共识，将不断遏制中国发展高科

技，同时美国推出了 WHO，继续与国际组织脱钩。中美贸易关系在 2018 年以来持续影响棉花需求，虽然在 2020 年 1 月份中美签订了第一阶段贸易协议，但现在却继续变脸。我们认为，虽然在后期，中美还会举行贸易会谈，但道路也是曲折的，棉花需求难以恢复到 2018 年之前。

（三）基金在 ICE 棉花已经翻多

基金的持仓对 ICE 棉花期货价格能形成较大影响，在 3 月 17 日时，基金净空单为 3868 张，随后 3 月 31 日增加至 9441 张。但基金在 4 月份空单开始减少，4 月 21 日空单减少至 4608 张。基金在 5 月 5 日加仓了空单。但随后在 5 月 12 日、5 月 19 日、5 月 26 日截止的报告期，均开始加仓多单。从价格走势来看，ICE 棉花技术性开始走强，这也可能是基金不再看空的理由之一。基金不断增仓多单，应引起投资者关注，持仓没有转变为净空头寸之前，仍可以继续看多 ICE 棉花。

图 9：基金在 ICE 棉花净头寸 单位：张



资料来源：CFTC, 宏源期货研究所

第四部分 结论

影响棉花最大的负面因素仍是全球新型冠状病毒疫情，其次是中美贸易关系，会始终影响棉花需求恢复。不过笔者认为，现在压制棉花下跌的最主要利空因素持续得到缓解，市场的底部已经出现，另外基金在 ICE 棉花上净头寸已经变为多头，棉花很难再跌破 50 美分，后期应该是一个震荡后反弹行情。

操作上，我们坚持认为 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，现任宏源期货研究锁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@swhysc.com	王激 010-82292669 wanglian@swhysc.com
曹自力 010-82292665 caozili@swhysc.com	孙佳兴 010-82292663 sunjiaxing@swhysc.com
黄小洲 010-82292826 huangxiaozhou@swhysc.com	朱善颖 010-82295516 zhushanying@swhysc.com
能源化工研究	农产品研究
詹建平 010-82292685 zhanjianping@swhysc.com	肖锋波 010-82292680 xiaofengbo@swhysc.com
朱子悦 010-82292661 zhuziyue@swhysc.com	熊梓敬 0871-68072126 xiongzijing@swhysc.com
杨首樟 010-82292599 yangshouzhong@swhysc.com	黄小洲 010-82292826 huangxiaozhou@swhysc.com
田震昊 010-82292099 tianzhenhao@swhysc.com	
策略研究	
吴守祥 010-82292860 wushouxiang@swhysc.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。