

# 上涨之路坎坷，但砥砺前行

## 报告摘要：

- **行情回顾。**郑棉期货在上半年探底回升，但总体仍下跌。除了 1 月份在中美达成了第一阶段协议后价格上涨外，2 月份国内疫情爆发，到全球疫情蔓延，疫情影响了棉花需求，价格在 3 月底达到了最低点 10385 元/吨，随后开始跟随外棉反弹。但需求的减弱是实实在在压制了价格走低，海外订单确实和国内内需不足，让棉花在上半年保持总体下跌走势。国内棉花 9 月合约 1 月份开盘 14360 元/吨，收盘 11735，下跌 15.24%。
- **USDA 调低棉花需求，主要受疫情影响。**根据美国农业部发布的 6 月份全球产需预测，2020/21 年度，全球棉花产量和消费量调减，期末库存调增 520 万包，本年度和下年度的消费量环比均调减超过 200 万包。2020/21 年度全球产量调减 212.5 万包，中国和印度消费量分别调减 100 万包和 50 万包，全球期末库存为 1.05 亿包，是 2014/15 年度以来最高。
- **国内棉花库存仍处于高位。**2020 年 5 月底全国棉花商业库存 377.38 万吨，环比减少 52.37 万吨，同比增加 24.57 万吨；2020 年 5 月底全国棉花工业库存 67.95 万吨，环比减少 0.61 万吨，同比减少 7.21 万吨。从 1-5 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，而工业库存处于历史平均水平，说明企业对于后期生产活动比较谨慎，缺少海外订单和国内需求疲软，备库随用随采。至少到现在，还没有看到企业增加库存的迹象。
- **关注基金在 ICE 棉花净多头寸。**基金的持仓对 ICE 棉花期货价格能形成较大影响，在今年基金开始从开始净多转为净空，随后再转为净多单，截止 6 月 19 日，基金在棉花上的净多单为 1.4 万张，处于净多头寸中位值。但不过需要关注的是，基金在今年下半年，预计净多单很难达到 3 万手以上，意味着持仓的小幅变化，就应该引起投资者关注，比如净多单减仓至 1 万张以下。
- **行情展望及相关投资策略。**我们认为现在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，棉花产量增加是长期因素，疫情棉花需求恢复也比较缓慢。不过笔者认为，3 月份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行情。至于棉花反弹的高度，期望不会很高，也可能是下跌后提供了反弹空间。
- **操作上，我们坚持认为 CF2101 在 12000 元以下都是低价区，建议在 11500-12000 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@swwhyse.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、上半年棉花供需分析.....               | 4 |
| (一) USDA 调低棉花需求，主要受疫情影响.....   | 5 |
| (二) 国内棉花库存仍处于较高水平.....         | 5 |
| 三、棉花期货未来关注的因素.....             | 8 |
| (一) 国外疫情新增人数仍较多，但主要国家显著下降..... | 8 |
| (二) 美国 9 月份大选，中美贸易谈判进入关键期..... | 8 |
| (三) 关注基金在 ICE 棉花上净头寸.....      | 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.....       | 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: 我国服装出口金额 (万美元) .....       | 7  |
| 图 9: 纺织纱线、织物及制品出口金额 (万美元) ..... | 7  |
| 图 10: 国外新冠状病日增人数 (单位: 人) .....  | 8  |
| 图 11: 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

6 月份棉花期货小幅上涨，但是建立在 5 月份下跌的基础之上。内外棉走势基本一致。ICE 棉花在 6 月份比较坚挺，美国疫情再次爆发对棉花的影响效益递减；而国内棉花则继续受到需求疲软困扰，缺乏反弹动力。

上半年，ICE 棉花受到疫情影响，棉花需求大幅下滑，价格一路跌到 48 美分附近才企稳，在疫情逐步得到控制下逐步反弹。虽然疫情到 6 月份还在肆意影响需求，但已经被市场逐步消化，基金在 ICE 棉花上面也是空翻多，主导了棉花反弹行情。1-6 月份 ICE 棉花连续开盘 70.43 美分，收盘 59.62，跌幅 12.61%。

郑棉期货在上半年也是探底回升，但总体仍下跌。除了在 1 月份在中美达成了第一阶段协议后价格上涨外，2 月份国内疫情爆发，到全球疫情蔓延，疫情影响了棉花需求，价格在 3 月底达到了最低点 10385 元/吨，随后开始跟随外棉反弹。但需求的减弱是实实在在的压制了价格走低，海外订单确实和国内内需不足，让棉花在上半年保持总体下跌走势。国内棉花 9 月合约 1 月份开盘 14360 元/吨，收盘 11735，下跌 15.24%。

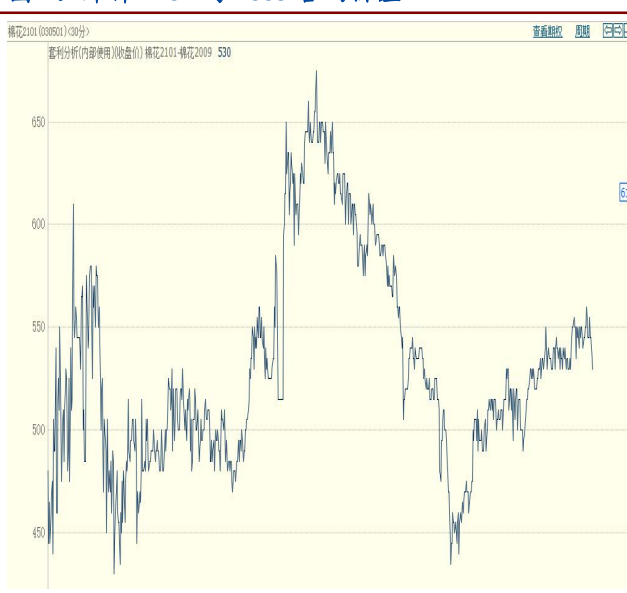
在期货各合约价差排列方面，跨月间价差呈现近月跌，远月涨格局。CF2101 与 CF2009 合约价差先下跌后企稳回升，目前保持在 550 元/吨。

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、上半年棉花供需分析

全球新冠病毒影响了棉花需求，而供应量并没有减少多少。棉花新作物生长良好，美国和中国棉花种植面积减少很有限，而印度的棉花种植面积却在增加，新棉花的产量预计将小幅增加。而在需求方面，疫情减少了人们外出活动，衣物需求大幅减少，海外订单缺失和国内需求疲软双重叠加，压制棉花价格低迷。预计下半年需求恢复缓慢，第四季度棉花需求逐步好

转，基本面才会有实质性改善。

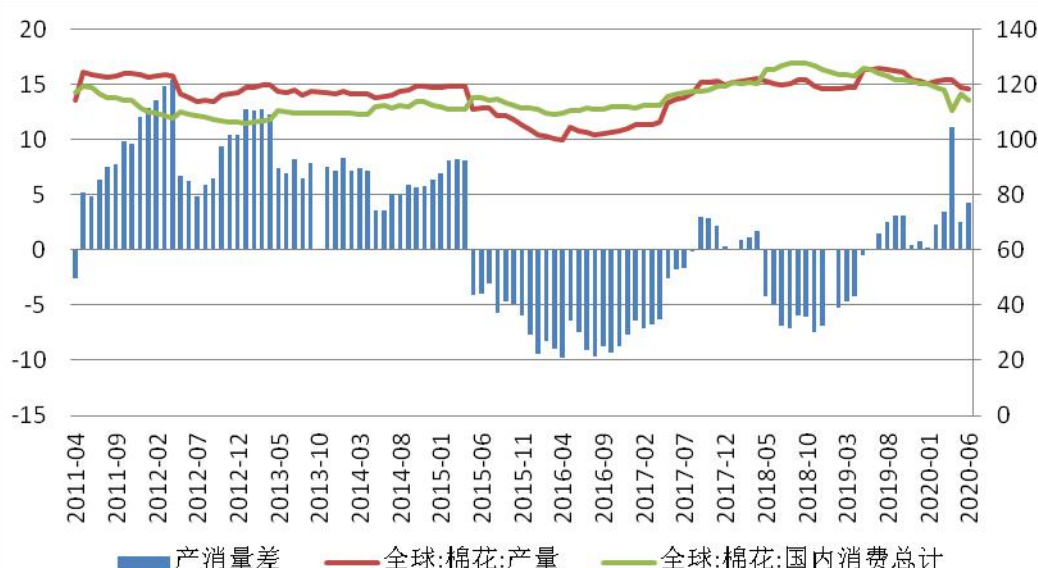
## （一）USDA 调低棉花需求，主要受疫情影响

根据美国农业部发布的 6 月份全球产需预测，2020/21 年度，全球棉花产量和消费量调减，期末库存调增 520 万包，本年度和下年度的消费量环比均调减超过 200 万包。2020/21 年度全球产量调减 212.5 万包，中国和印度消费量分别调减 100 万包和 50 万包，全球期末库存为 1.05 亿包，是 2014/15 年度以来最高。

美国 2019/20 年度棉花消费量调减 20 万包，为 250 万包，2020/21 年度消费量调减 10 万包。2019/20 年度和 2020/21 年度期末库存分别为 730 万包和 800 万包。2020/21 年度库存消费比为 43%，同比略微上升，明显高于近几年的水平，但远低于 2007/08 年度的 55%。

从全球棉花的产销差来看，今年上半年以来，一直处于正值，也就是意味着供给大于需求。在全球已收获棉花产量确定下，需求成为影响供需平衡表的主要因素。

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

## （二）国内棉花库存仍处于较高水平

### （1）商业库存创近几年新高，反映出棉花销售困难

2020 年 5 月底全国棉花商业库存 377.38 万吨，环比减少 52.37 万吨，同比增加 24.57 万吨；2020 年 5 月底全国棉花工业库存 67.95 万吨，环比减少 0.61 万吨，同比减少 7.21 万吨。从 1-5 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，而工业库存处于历史平均水平，说明企业对于后期生产活动比较谨慎，缺少海外订单和国内需求疲软，备库随用随采。至少到现在，还没有看到企业增加库存的迹象。

图 4：国内棉花商业库存（万吨）

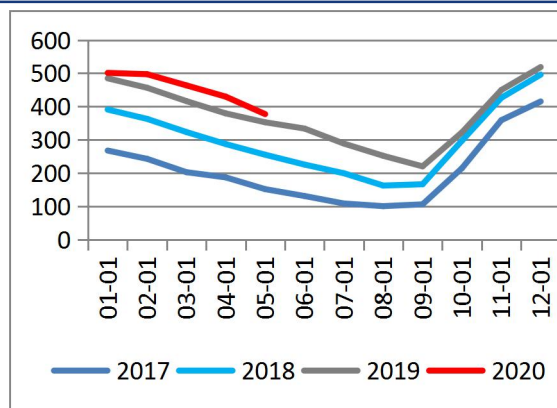
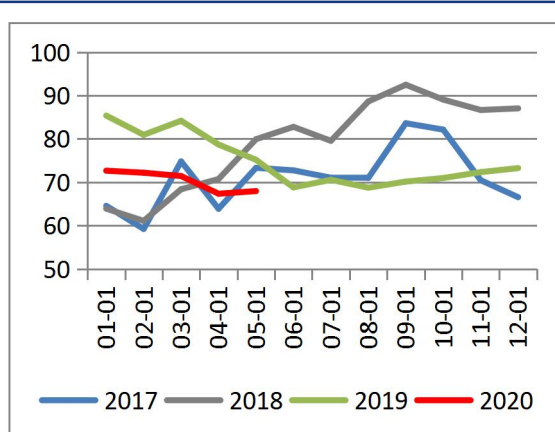


图 5：国内棉花工业库存（万吨）



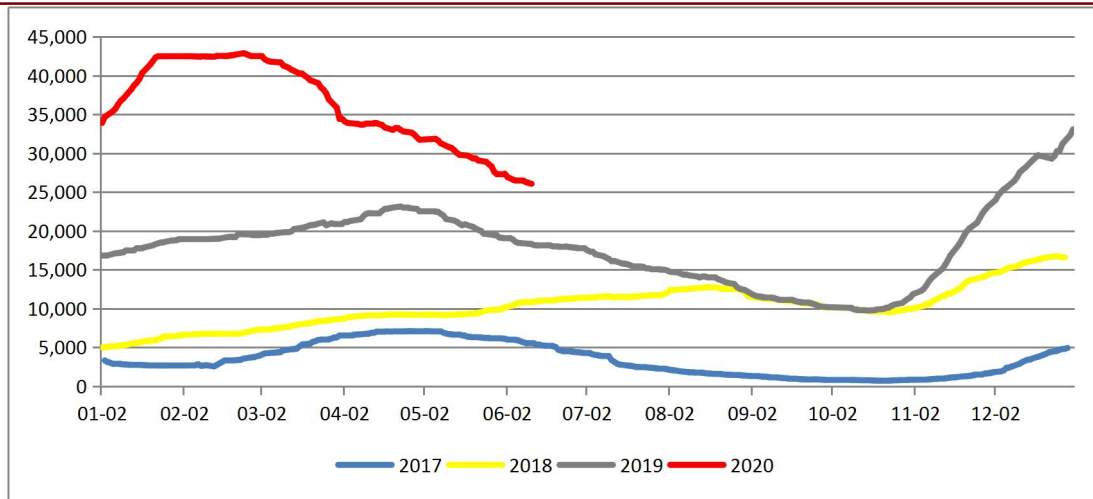
资料来源：WIND, 宏源期货研究所

资料来源：WIND, 宏源期货研究所

## （2）交易所仓单季节性减少

基差高低决定了棉花仓单的增减，自5月以后，在基差走弱的情况下仓单继续减少，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。仓单数量仍处于历史高位，相当于显性库存，能够保证棉花供给，同时也在压制棉花价格。

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

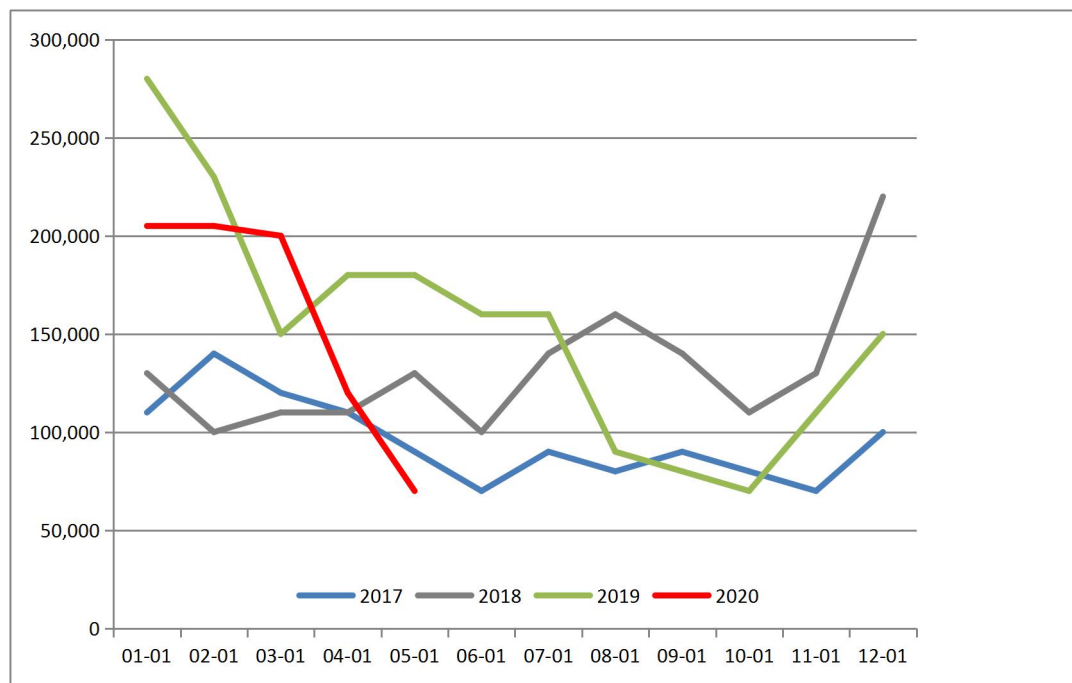
## （3）需求不强、内外棉花倒挂，让进口棉花量保持低位

自3月份以来，我国棉花进口量不断减少，主要原因我国棉花需求疲软，并且国内外棉花差价大部分时间保持在低位，进口棉花的利润消失。在疫情期间，棉花需求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，2020年5月，中国棉花进口量为7万吨，同比减少11万吨或61.11%。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，预计下半年棉花进口量将缓慢回升，因海外需求订单和国内需求好转。

图 7：中国棉花进口量（吨）

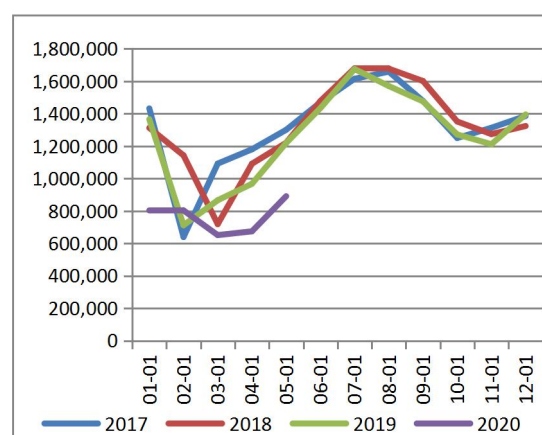


资料来源：中国海关，宏源期货研究所

#### （4）服装出口下降，国内需求恢复缓慢

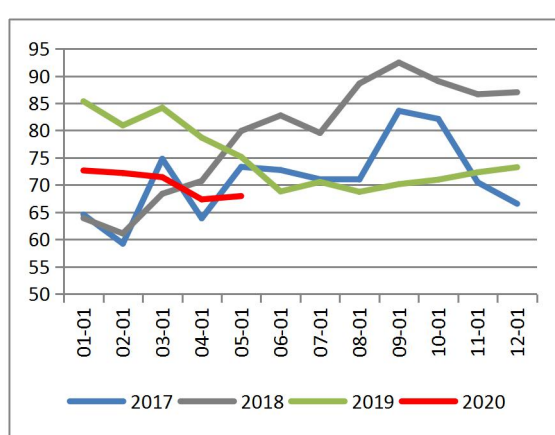
据海关统计，2020 年 5 月我国出口纺织纱线、织物及制品 206.48 亿美元，同比增加 77.33%。2020 年 5 月我国出口服装及衣着附件 89.06 亿美元，同比下降 26.9。虽然纺织纱线、织物及制品出口大幅增加，主要是国外疫情所需，增速比往年大幅增加，但这种现象不会持续很久。

图 8：我国服装出口金额（万美元）



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 9：纺织纱线、织物及制品出口金额（万美元）



资料来源：WIND，宏源期货研究所

### 三、棉花期货未来关注的因素

下半年影响棉花最主要的利空因素仍是全球新型冠状病毒疫情发展情况，但大概率是能被控制，中国是很好的例子；其次是美国大选前美国还将会在中美贸易关系方面出蛾子，为棉花增加不确定因素；供给方面因印度棉花种植面积增加，全球棉花产量增产的概率很大，棉花在下半年即使上涨也空间有限。对多方比较有利的就是棉花低价格优势，下方的空间较小，即使在下半年价格下挫，也不会创新低，而且将会为反弹提供空间。

#### （一）国外疫情新增人数仍较多，但主要国家显著下降

虽然现在全球累计新型冠状病毒病人达到了 1000 万以上，但世界主要经济体中，除了美国、印度、巴西以及俄罗斯日增人数较多外，其他国家均很少，疫情在全球大部分地区已经得到了控制。从美国爆发二次疫情后，国外其他国家都会吸取经验，防止疫情再次爆发，因此我们认为在下半年，在第四季度，全球疫情情况将会得到很大改善，经济复苏将会加快。

图 10：国外新冠状病日增人数（单位：人）



资料来源：WIND，宏源期货研究所

#### （二）美国 9 月份大选，中美贸易谈判进入关键期

因为疫情影响因素，中美在 1 月份达成第一阶段贸易协议后，现在正在履行种，按照原本计划应该在 6 月份第二阶段协议将会达成，在 9 月份美国总统大选前完成第三阶段协议。现在预计将会集中达成最后的协议，取消中间的过度协议，因为在美国大选之前，特朗普很想达成最终协议。但依照现在的情形，美国对香港的政策和对中国高科技的一系列封锁策略，中国的让步将会打折扣。笔者预期，在 8 月份将会进行贸易关系最终谈判，但估计结果会令市场失望，这也就意味着棉花的需求在今年下半年还将会受到美国加税的困扰。



### (三) 关注基金在 ICE 棉花上净头寸

基金的持仓对 ICE 棉花期货价格能形成较大影响，在今年基金开始从开始净多转为净空，随后再转为净多单，截止 6 月 19 日，基金在棉花上的净多单为 1.4 万张，处于净多头寸中位值。从价格走势来看，基金在棉花高位时减少多单，打压棉花价格；同样在 ICE 棉花低位时，开始平空单转多头，ICE 棉花价格开始回升。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。但不过需要关注的是，基金在今年下半年，预计净多单很难达到 3 万手以上，意味着持仓的小幅变化，就应该引起投资者关注，比如净多单减仓至 1 万张以下。

图 11：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

我们认为现在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，棉花产量增加是长期因素，疫情棉花需求恢复也比较缓慢。不过笔者认为，3 月份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行情。至于棉花反弹的高度，期望不会很高，也可能是下跌后提供了反弹空间。

操作上，我们坚持认为 CF2101 在 12000 元以下都是低价区，建议在 11500-12000 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<br>010-82292833<br>zengdeqian@swhysc.com    | 王瀚<br>010-82292669<br>wanglian@swhysc.com       |
| 曹自力<br>010-82292665<br>caozili@swhysc.com       | 孙佳兴<br>010-82292663<br>sunjiaxing@swhysc.com    |
| 黄小洲<br>010-82292826<br>huangxiaozhou@swhysc.com | 朱善颖<br>010-82295516<br>zhushanying@swhysc.com   |
| 能源化工研究  | 农产品研究   |
| 詹建平<br>010-82292685<br>zhanjianping@swhysc.com  | 肖锋波<br>010-82292680<br>xiaofengbo@swhysc.com    |
| 朱子悦<br>010-82292661<br>zhuziyue@swhysc.com      | 熊梓敬<br>0871-68072126<br>xiongzijing@swhysc.com  |
| 杨首樟<br>010-82292599<br>yangshouzhong@swhysc.com | 黄小洲<br>010-82292826<br>huangxiaozhou@swhysc.com |
| 田震昊<br>010-82292099<br>tianzhenhao@swhysc.com   |   |
| 策略研究  |   |
| 吴守祥<br>010-82292860<br>wushouxiang@swhysc.com   |   |

**免责条款：**

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。