

棉花：留一半清醒留一半醉

摘要：自 2020 年 3 月以来的复苏牛已经达到笔者预设目标，棉价 70% 的涨幅符合正常棉花牛市的平均涨幅，已充分反映出消费复苏和政策买盘等产业利多。USDA 展望论坛暂时打消了下年度减产预期，消费复苏成为驱动棉花去库的核心力量，后市产业端变数在于消费复苏力度和实际产量情况。目前市场交易通胀预期，宏观上驱动棉价上涨的窗口仍在，价格已超越产业驱动进入情绪博弈期。音乐没有停，舞还得照跳，只能留一半清醒留一半醉。预计目前棉价高位震荡偏强，后市一旦通胀交易结束或消费不及预期，也要做好棉价掉头向下的准备。

一、USDA 论坛暂时打消减产预期

图 1.USDA 棉花展望论坛

USDA论坛预计全球产消双增，去库存趋势维持，棉价看新高



USDA论坛全球棉花市场展望

全球（万吨）	2020/21	2021/22	同比
期初库存	1986	2084	-3.4%
收获面积（万公顷）	3230	3320	2.9%
产量	2484	2602	4.7%
进口	956	956	0.1%
消费	2552	2656	4.1%
出口	956	956	0.1%
期末库存	2084	2029	-2.6%
库消比	81.7%	76.4%	-6.4%

➢ 2月19日，USDA棉花展望论坛预计，2021/22年度全球棉花收获面积3320万公顷，同比增加2.9%；全球棉花总产2602万吨，同比增加4.7%；全球消费为2656万吨，同比增加4.1%；产不足需导致全球棉花期末库存下降2.6%至2029万吨；库存消费比下降6.4%至76.4%。

➢ 预计2021/22年度美国棉花播种面积为1200万英亩，同比减少0.7%；弃耕率从28%降为16.7%；导致收获面积为1000万英亩，同比增加14.9%；单产预计840磅/英亩，同比增加1.8%。美棉产量预计381万吨，同比增加17%；美国消费为54万吨，同比增加4.2%；出口预计337万吨，持平今年；美国棉花期末库存下降11.6%至83万吨；库存消费比下降12.1%至21.1%。

➢ 解读：展望报告多空均有、以多为主。此前市场基于粮棉比高位预计的减产没有出现，算是利空。消费复苏的力度超过市场预期，算是利多。棉花产不足需局面维持，导致全球和美国市场继续去库存，有望驱动棉花均价上涨约8.4%至90美分/磅。

USDA论坛美国棉花市场展望

美国（万吨）	2020/21	2021/22	同比
期初库存	159	94	-40.7%
播种面积（万英亩）	1209	1200	-0.7%
收获面积（万英亩）	870	1000	14.9%
弃耕率	28%	16.70%	-11.3%
单产（磅/英亩）	825	840	1.8%
产量	327	381	17.0%
进口	0	0	0.0%
消费	52	54	4.2%
出口	337	337	0.0%
期末库存	94	83	-11.6%
库消比	24.0%	21.1%	-12.1%

数据来源：USDA、中粮期货整理

据 USDA2 月报告，预计 2020/21 年度全球棉花库消比 81.7%，展望论坛预计 2021/22 年度全球库消比 76%，期末库存从历史高位去化，理论上会支持价格震荡上涨。但是，目前美棉价格已经走到了

2018 年 6 月高点的位置，但当时的库销比是 66%左右，比现在的产业基本面要好。历史类比表明，当下的棉价已经充分反映了消费复苏等产业利多，甚至包含了部分宏观通胀利多。绝对价格似乎走的太远，但郑棉对大宗商品估值又处于 2004 年以来同期最低，估值优势和安全边际仍然吸引资金做资产配置。所以当下棉花市场大格局是，产业利多基本耗尽，通胀交易风头正劲，留一半清醒留一半醉是理性的心态。

北半球种植季即将到来，粮棉争地博弈仍在继续。近期棉价快速上涨，使得玉米棉花比价走到近 3 年低位，种植棉花重新获得比价优势。此前，市场基于粮棉比高位，下年度减面积的预期落空，这在 USDA 展望论坛得到证实。USDA 预计：下年度全球棉花收获面积增加 2.9%至 3320 万公顷；2021/22 年度全球棉花总产 2602 万吨，同比增加 4.7%。预计 2021/22 年度美国棉花播种面积为 1200 万英亩，同比减少 0.7%；弃耕率从 28%降为 16.7%；导致收获面积为 1000 万英亩，同比增加 14.9%；美棉产量预计 381 万吨，同比增加 17%。减面积预期落空后，只能关注天气单产，目前美棉主产区德州仍然干旱，弃耕率可能不及 USDA 预期。

二、消费复苏仍是贯穿全年的核心驱动

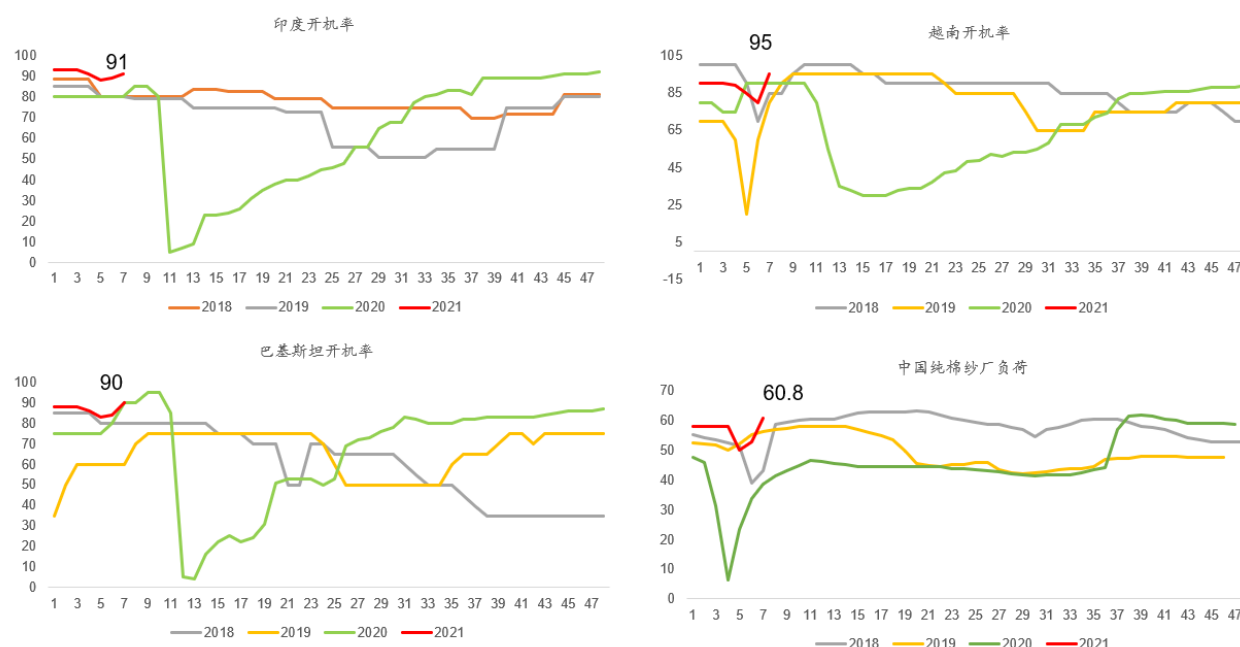
对历史数据的研究表明，棉花消费与经济增长正相关，棉花消费的波动弹性更大。IMF 预测全球经济 2020 年萎缩 4.4%，对应 USDA 预计棉花消费萎缩 14.6%。IMF 预测全球经济 2021 年复苏 5.2%，对应 USDA 预计棉花消费增长 12.8%。笔者认为，USDA 对于全球棉花消费的预期是保守的，本年度棉花消费就可能恢复到 2650 万吨，而不用等到下年度。我们通过对 TTEB 高频消费数据的跟踪，主要棉纺国的开机负荷均处于近年来最高水平，发现全球棉纺消费的复苏十分强劲。

国内节后花纱价格持续大涨，棉纱涨幅大于棉花，即期纺纱利润增加至 2397 元/吨。良好的加工利润刺激下游提升开工负荷，截至 2 月 26 日，布厂负荷 62.1%，环比大增 36%；纱厂负荷 60.8%，环比大增 8.1%。虽然开工大增，但受强劲的订单和消费支撑，产成品库存比上周下降，且大幅低于历史同期水平。布厂成品库存 19.5 天，环比-0.7 天；纱厂成品库存 6.1 天，环比-1.6 天。布厂原料库存 15.2

天，环比+1.7 天；纱厂原料库存 41.2 天，环比+0.1 天。节后消费复苏强劲，纺纱利润暴涨，巨大的利润空间刺激企业进行原料补库，预计后续原料补库会持续，将进一步促进棉花销售、拉涨棉价。目前，皮棉销售进度 70.8%，环比上周+5%，比去年同期快 20.1%。同时，消费复苏推涨所有纺织原料，化纤价格涨幅大于棉花。3 月 1 日，粘胶价格 15700 元/吨，棉-粘价差 843 元/吨，处于历史低位，对棉价也有托底作用。

图 2. 全球主要棉纺国开机负荷

全球棉纺开工数据（TTEB），消费复苏保持强劲



数据来源：TTEB、中粮期货整理

三、宽松通胀和政策影响幅度和节奏

监控的数据显示，当前财政取代货币，大水没有退潮，“复苏+宽松”推涨通胀的时间窗口尚未关闭。美联储重申恢复劳动力市场任重道远，美国或需三年才能实现通胀目标，打算维持超低利率并继续进行大量资产购买，直到经济复苏。拜登政府 1.9 万亿美元纾困刺激获得众议院通过，等待参议院投票，财政替代货币继续发力。据 CFTC，截至 2021/2/23，管理基金在美棉期货和期权市场的净多单合计 97552 张，市场占比 32.3%，整体维持多头配置，后市基金增配棉花仍有空间，棉价超越产业基

本面，进入情绪博弈阶段。

图 3. 通胀预期跟踪

财政取代货币，大水没有退潮，复苏+宽松，市场交易通胀



数据来源：Wind、中粮期货整理

政策方面，中国内外棉价差仍在 800 元/吨以上，收储无法展开，3 月底收储窗口关闭。中国对美棉的购买维持，截至 2 月 18 日，累计购买 108 吨，+129%；累计装运 80.6 万吨，+366%。目前，CCI 在 MSP 项下已收购 155 万吨，计划收购 212 万吨，属于支撑力量。不过，MSP 收储价约 76 美分/磅，S-6 现货价 79.5 美分/磅大于 MSP 收储价，导致近期 CCI 收储几乎暂停。

综上所述，自 2020 年 3 月以来的复苏牛已经达到笔者预设目标，棉价 70% 的涨幅符合正常棉花牛市的平均涨幅，已充分反映出消费复苏和政策买盘等产业利多。USDA 展望论坛暂时打消了下年度减产预期，消费复苏成为驱动棉花去库的核心力量，后市产业端变数在于消费复苏力度和实际产量情况。目前市场交易通胀预期，宏观上驱动棉价上涨的窗口仍在，价格已超越产业驱动进入情绪博弈期。音乐没有停，舞还得照跳，只能留一半清醒留一半醉。预计目前棉价高位震荡偏强，后市一旦通胀交易结束或消费不及预期，也要做好棉价掉头向下的准备。预期偏差，消费复苏、面积天气、通胀预期。