



中粮期货  
COFCO FUTURES  
自然之源 重塑你我

# 棉花市场展望与配置机会探讨

2021年3月  
付斌

1

**全球：减产预期暂时落空，消费复苏驱动去库**

---

2

**国内：消费复苏主动补库，把握政策扰动机会**

---

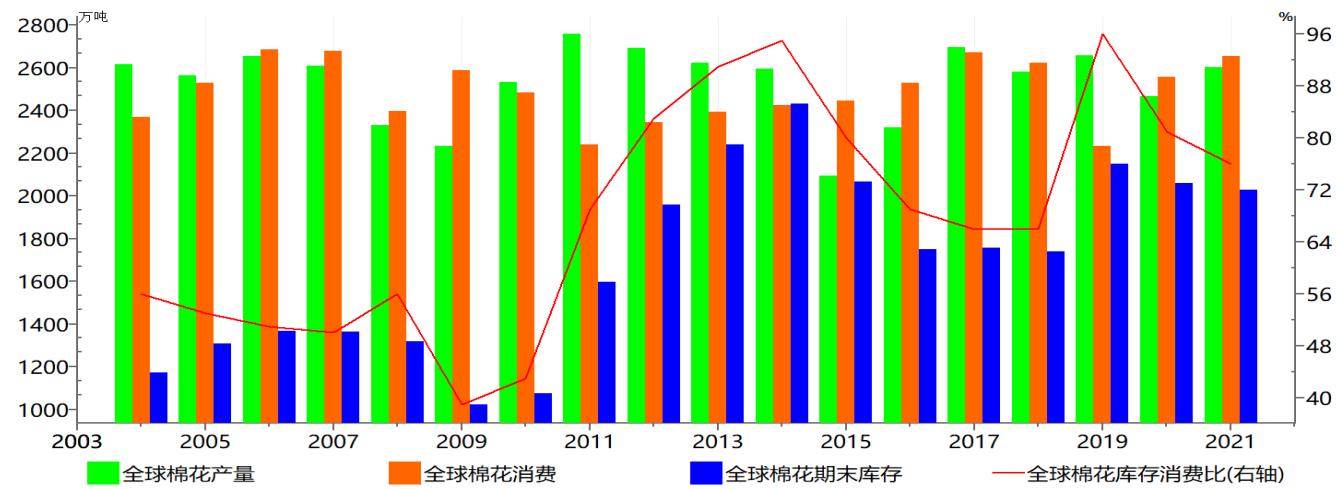
3

**策略：通胀预期背景持续，棉花配置机会探讨**

---

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%

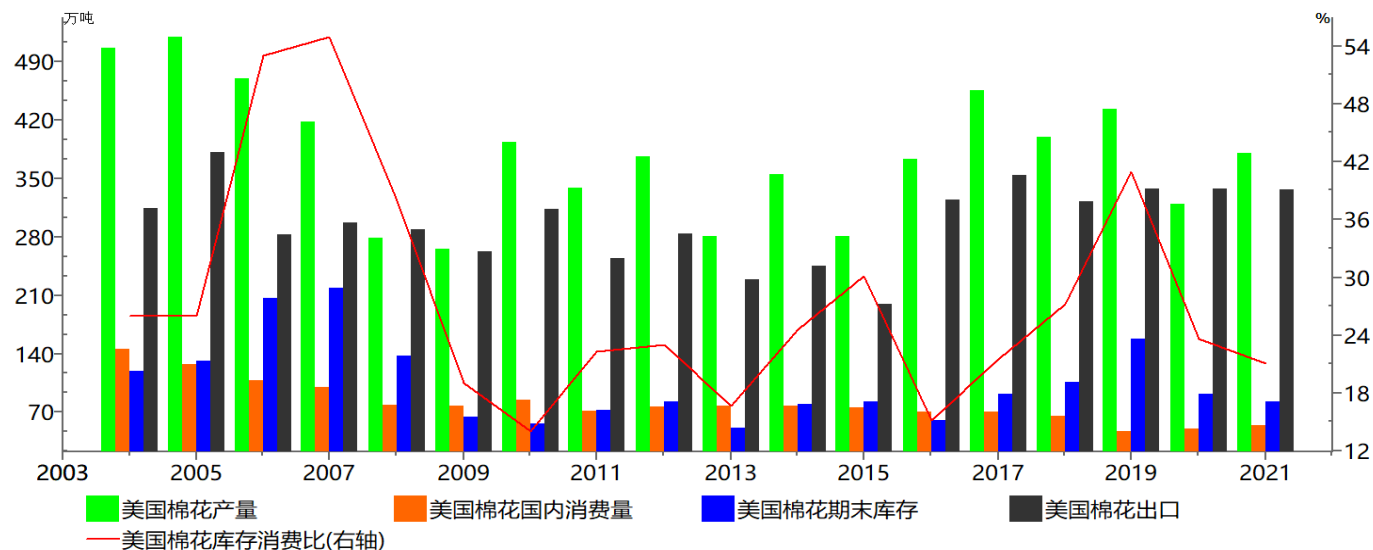


➤ USDA棉花展望论坛预计，**2021/22年度全球棉花收获面积3320万公顷，同比增加2.9%**；全球棉花总产2602万吨，同比增加4.7%；全球消费为2656万吨，同比增加4.1%；产不足需导致全球棉花期末库存下降2.6%至2029万吨；**库存消费比下降6.4%至76.4%。棉花产不足需局面维持，导致全球市场继续去库存，有望驱动棉花现货均价上涨约8.4%至90美分/磅。**

# 美国平衡表：出口强劲，去库迅速

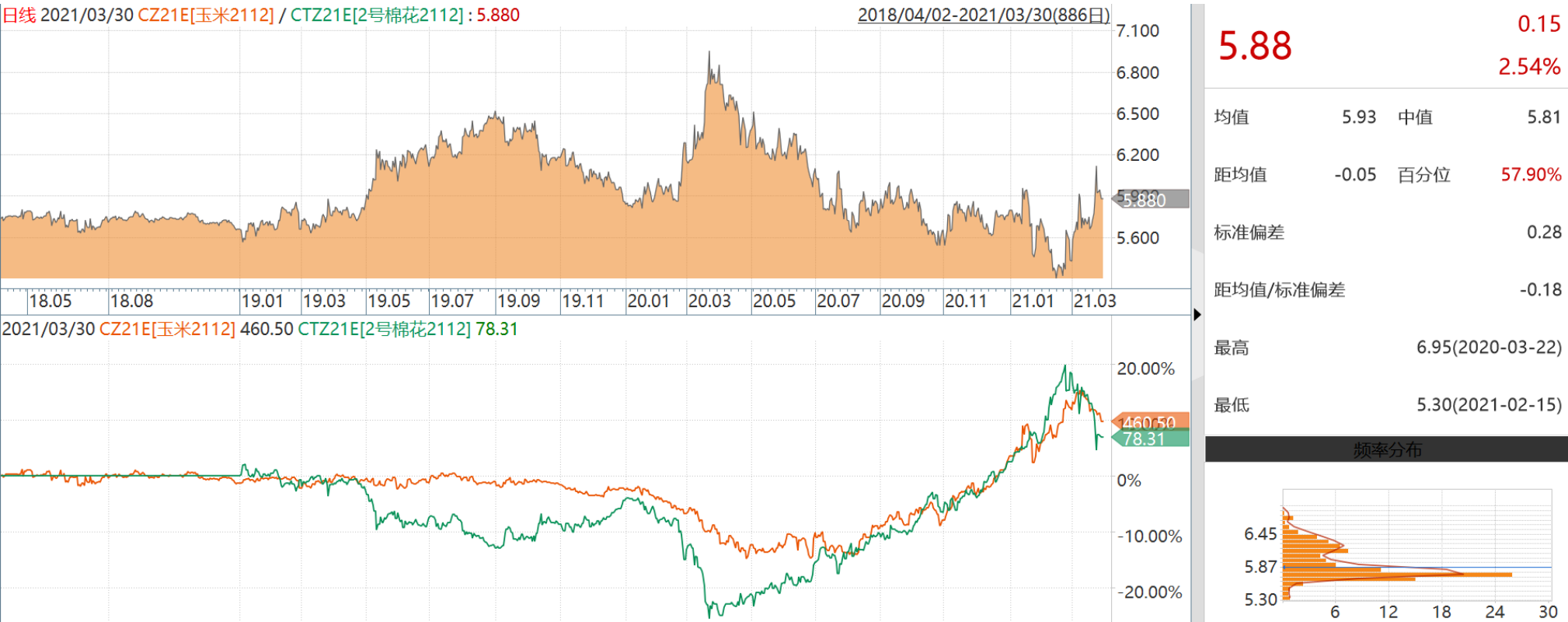
## USDA论坛美国棉花市场展望

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%



- USDA棉花展望论坛预计，**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%。需求旺盛、出口强劲，导致美国市场继续去库存，有望驱动棉价上涨。**

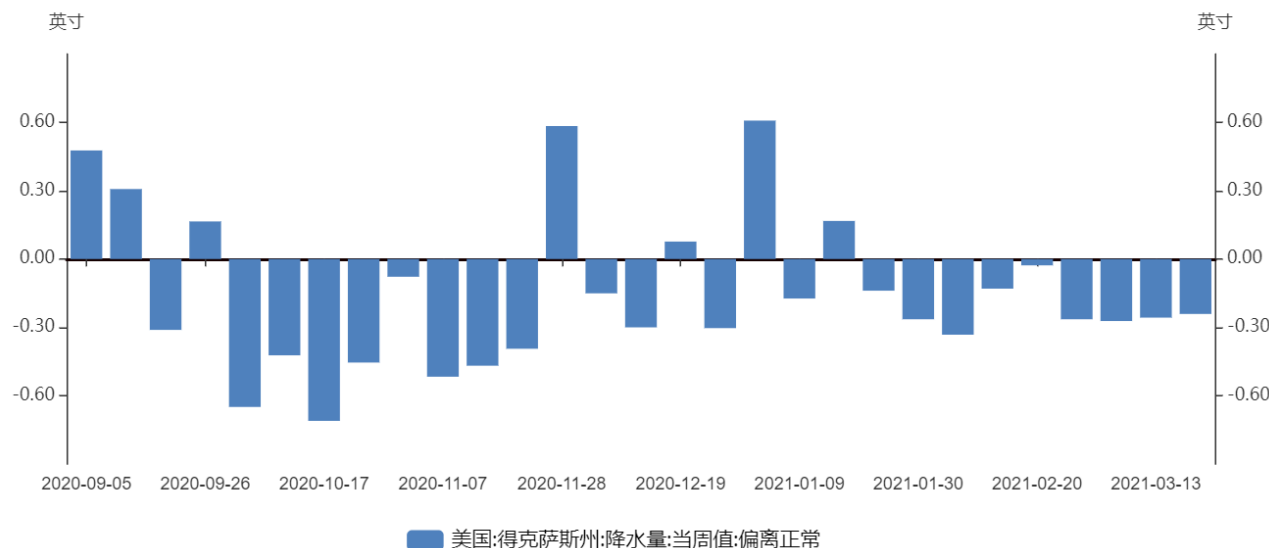
# 粮棉比价修复，减面积预期暂时落空



目前，美棉种植成本约63美分/磅，国际玉米与棉花比价为5.88，处于近3年约58%分位。此前，市场基于粮棉比低位预计下年度棉花减面积的逻辑暂时证伪。

# 产量预期偏差：实播面积、天气单产

德州降雨偏离正常水平



美国：实播面积等待3月31日USDA调查报告；德州干旱，美棉弃耕率可能大于USDA论坛给出的16.7%。

巴西：由于播种期降雨，巴西棉种植比正常情况慢，可能利空单产。IMEA预计2020/21年度马托格罗索棉花种植面积较上一年度或下降10.6%，单产或较上一年度下降7.03%，产量或较上一年度下降16.88%。

剩下的时间是农产品惯有的生长收获期天气炒作，干旱、飓风、降雨、虫灾能否有超预期的减产，是价格继续上涨的关键。

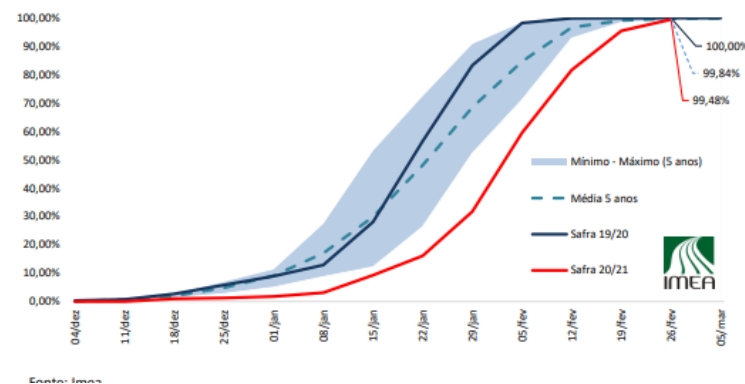
26 de fevereiro de 2021

ALGODÃO SAFRA 20/21 - ACOMPANHAMENTO DE SEMEADURA POR REGIÃO

Regiões IMEA	Centro-sul	Médio-norte	Nordeste	Noroeste	Norte	Oeste	Sudeste	Mato Grosso
18-dez-20	0,75%	0,12%	0,00%	0,00%	-	0,23%	2,84%	0,95%
25-dez-20	1,58%	0,16%	0,00%	0,00%	-	0,30%	3,46%	1,22%
1-jan-21	2,59%	0,41%	0,00%	0,00%	-	0,75%	4,28%	1,74%
8-jan-21	4,35%	1,22%	0,00%	0,00%	-	1,20%	7,46%	3,11%
15-jan-21	10,54%	4,80%	0,99%	0,00%	-	7,50%	17,08%	9,27%
22-jan-21	13,92%	7,33%	46,89%	0,00%	-	11,77%	28,05%	16,09%
29-jan-21	26,03%	23,80%	59,95%	15,52%	-	30,27%	40,93%	31,71%
5-fev-21	55,63%	51,96%	71,74%	63,24%	-	63,74%	61,19%	59,52%
12-fev-21	75,21%	79,94%	100,00%	90,65%	-	80,33%	84,55%	81,69%
19-fev-21	97,97%	98,53%	100,00%	100,00%	-	90,56%	97,66%	95,45%
26-fev-21	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	-	99,19%	100,00%	99,48%
Δ Semanal *	2,03 p.p.	1,47 p.p.	0,00 p.p.	0,00 p.p.	-	8,63 p.p.	2,34 p.p.	4,03 p.p.
21-fev-20	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	-	100,00%	100,00%	100,00%
Δ entre Safra 19/20 e Safra 20/21*	0,00 p.p.	0,00 p.p.	0,00 p.p.	0,00 p.p.	-	-0,81 p.p.	0,00 p.p.	-0,52 p.p.

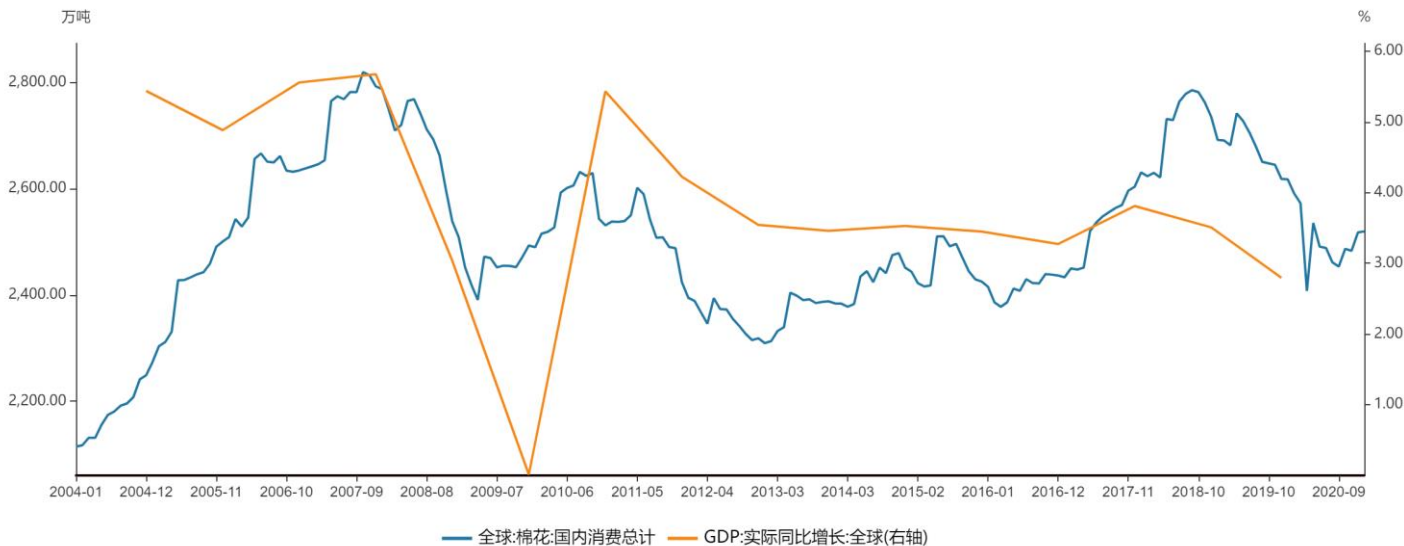
\*Variação em pontos percentuais.  
Fonte: Imea

EVOLUÇÃO DO PERCENTUAL DE ÁREA SEMEADA DE ALGODÃO EM MATO GROSSO



# 全球经济强劲复苏，棉花消费强劲复苏

## 全球经济增长与棉花消费的关系



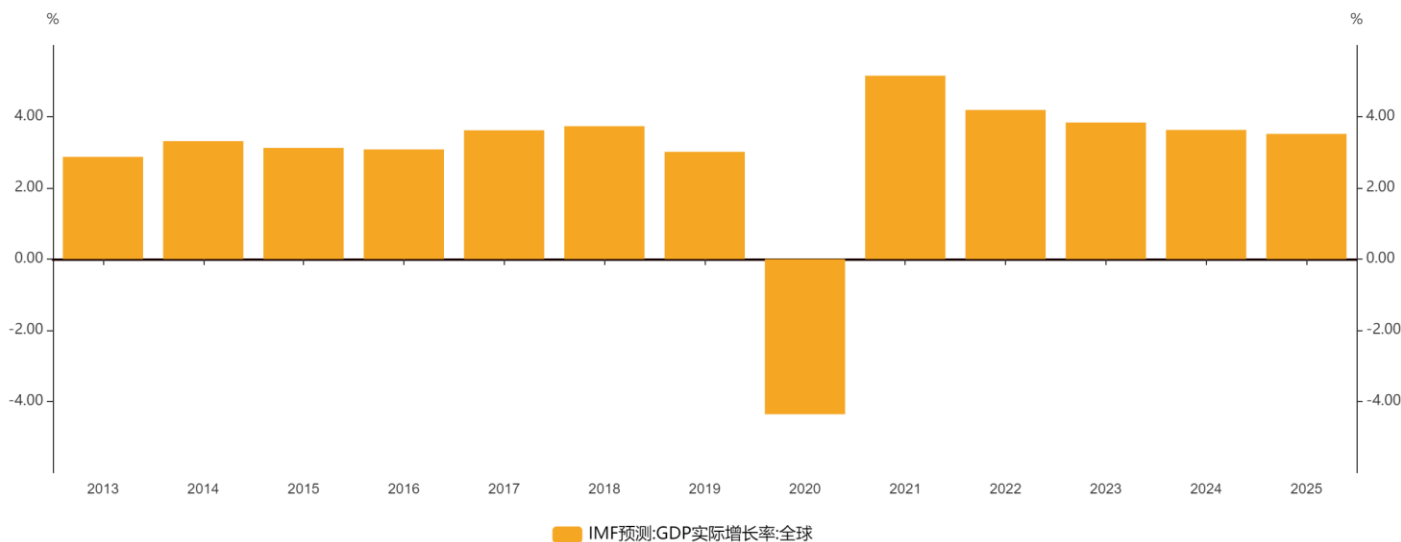
棉花消费与经济增长正相关

棉花消费的波动弹性更大

2008金融危机，全球棉花消费萎缩12.1%

2009消费复苏，全球棉花消费增长8.5%

## 疫情对全球经济增长的影响



IMF预测:

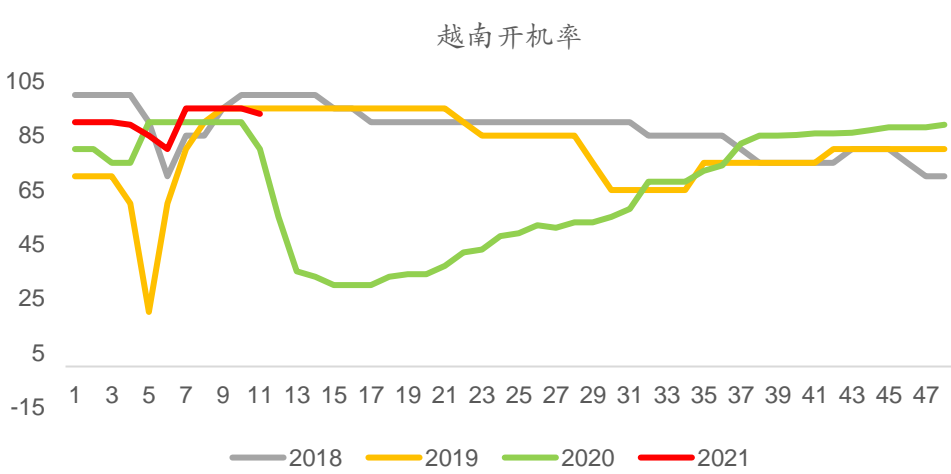
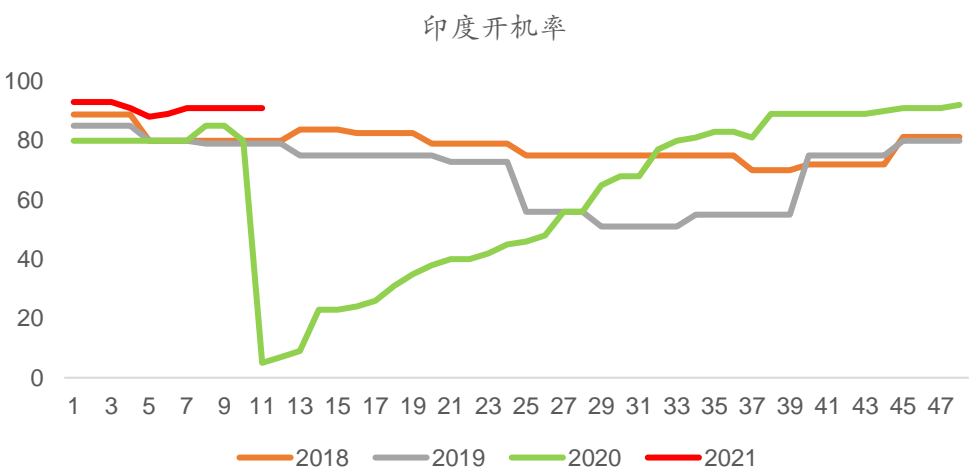
全球经济2020年萎缩4.4%，棉花消费萎缩14.6%

全球经济2021年复苏5.2%，棉花消费增长14.5%？

# 消费预期偏差：能否持续超预期

消费（万吨）	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21（2）	2020/21（3）	月度变化	年度变化
中国	838	893	860	719	860	860	0	142
印度	530	526	529	436	529	529	0	94
巴基斯坦	224	237	233	200	222	224	2	24
孟加拉	148	163	157	150	161	163	2	13
越南	118	144	152	137	146	148	2	11
土耳其	145	164	150	144	159	163	4	20
乌兹别克斯坦	44	54	61	65	69	69	0	3
除中国外	1693	1783	1763	1516	1692	1697	6	182
总计	2531	2675	2623	2234	2552	2557	6	323

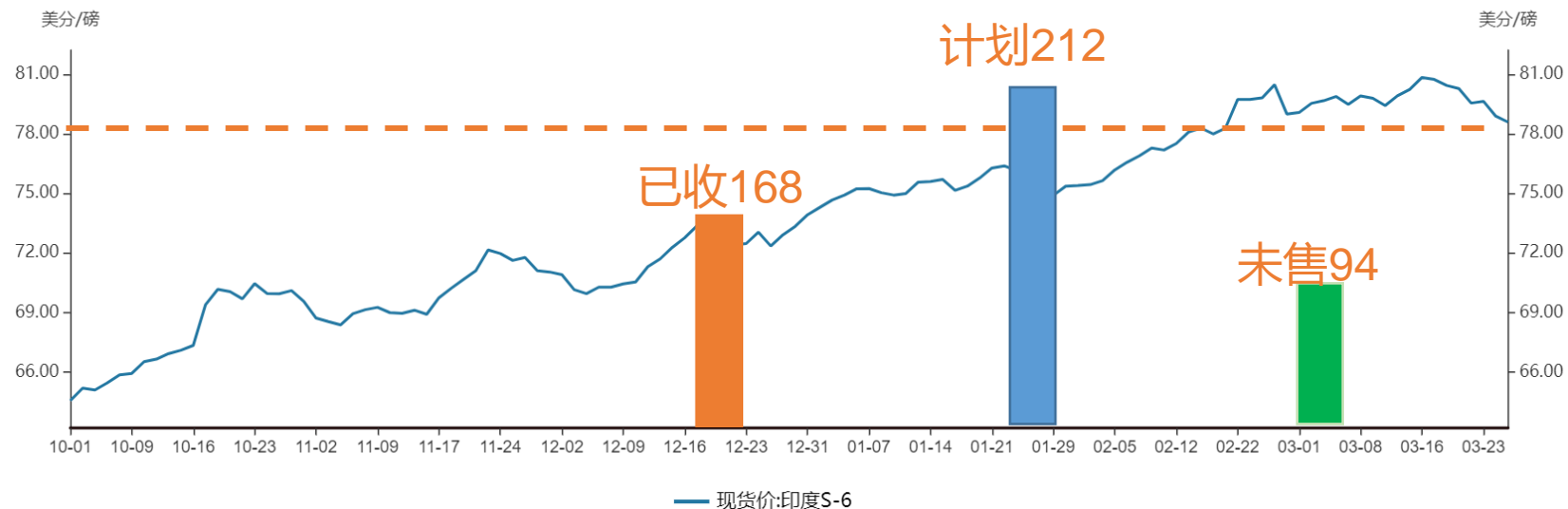
笔者预计，消费复苏可能持续超预期，棉花消费峰值接近2650万吨，可能本年度见到。



2020年8月之后，全球棉纺开工恢复到历史同期高位，并维持到现在。

# 政策预期：美棉出口和印度收储对价格利多，堤防中美不确定性

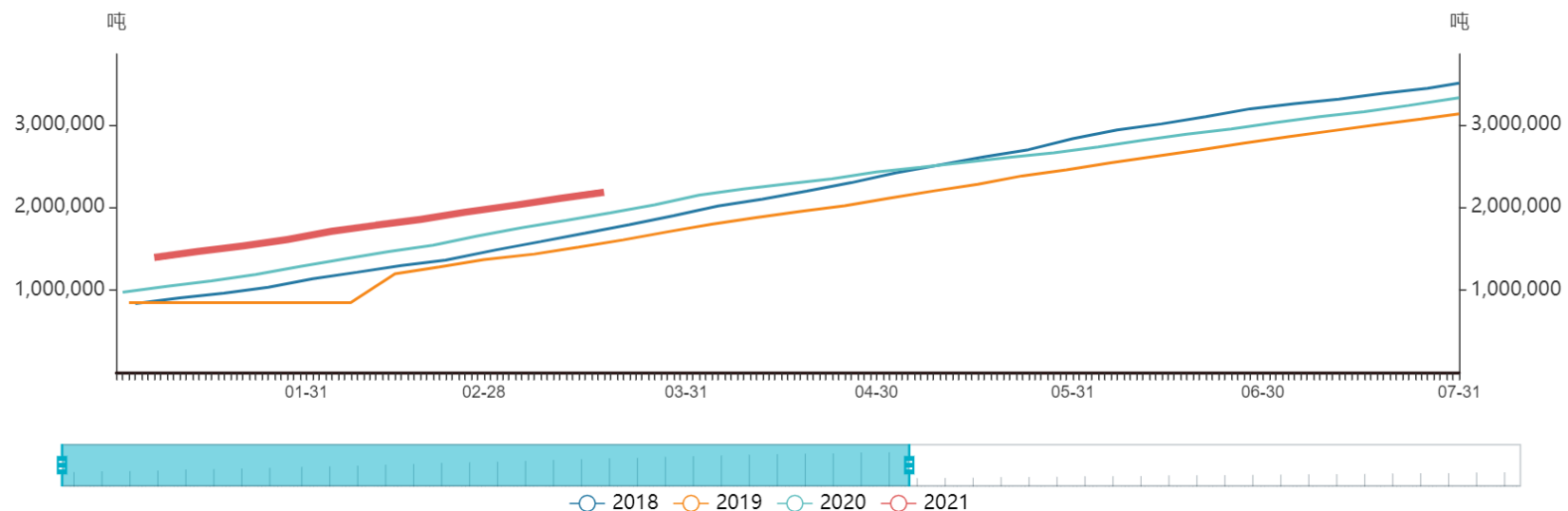
印度棉价与MSP收储价



目前，CCI和马邦在MSP项下已收购168万吨，计划收购212万吨，还有94万吨未销售。

MSP收储价约78美分/磅，近期S-6现货价大于MSP收储价，CCI收储非常缓慢。

本年度美棉累计出口装运



1

**全球：减产预期暂时落空，消费复苏驱动去库**

---

2

**国内：消费复苏主动补库，把握政策扰动机会**

---

3

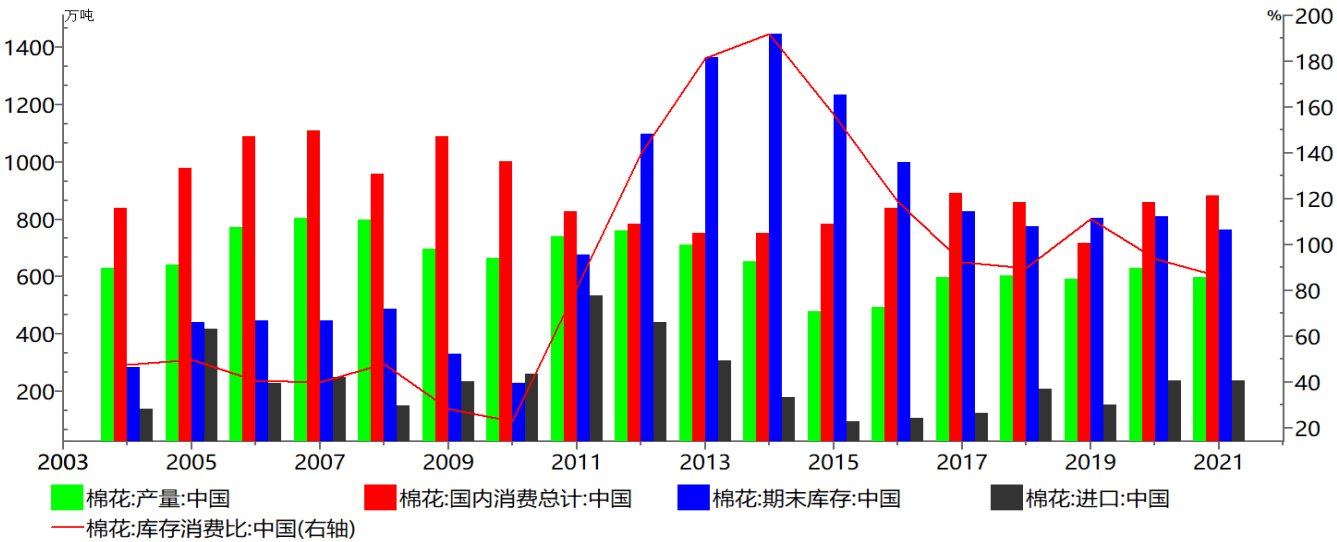
**策略：通胀预期背景持续，棉花配置机会探讨**

---

# 国内平衡表：产不足需，去库持续

USDA论坛中国棉花市场展望

中国（万吨）	2020/21	2021/22	同比
期初库存	803	812	1.1%
收获面积（万公顷）	330	320	-0.8%
产量	631	599	-5.2%
进口	239	239	0.0%
消费	860	882	2.5%
出口	2	2	0.0%
期末库存	812	764	-5.7%
库消比	93.8%	86.2%	-8.0%



➤ USDA棉花展望论坛预计，2021/22年度中国棉花收获面积为320万公顷，同比减少0.8%；产量预计599万吨，同比减少5.2%；**消费为882万吨，同比增加2.5%**；进口预计239万吨，持平今年；**期末库存下降5.7%至764万吨；库存消费比下降8%至86.2%。中国维持去库存趋势，有利于郑棉上涨。**

# 国内产量预期：整体持稳，变化不大

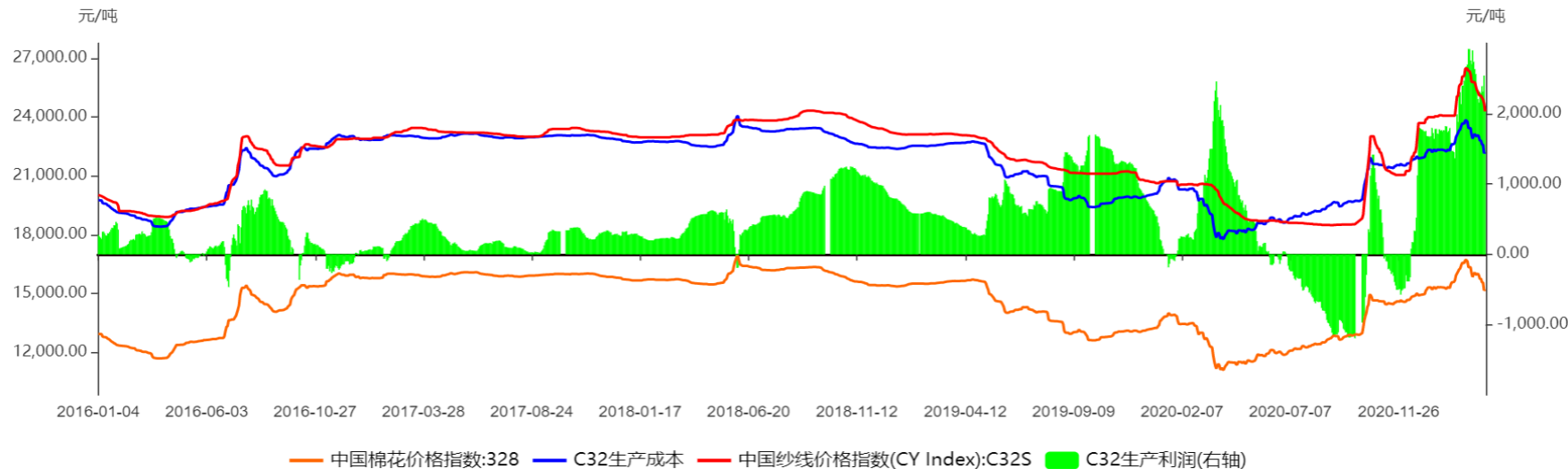
全国棉花植棉意向调查表（2021年2月）

地区	2020年面积 (万亩)	同比 (%)	2021年 意向面积 (万亩)	减少户数 (%)	持平户数 (%)	增加户数 (%)	徘徊户 数 (%)	调查 户数
全国	4596.95	-0.59%	4569.87	13.11%	63.57%	5.19%	18.12%	2792
长江流域	398.04	-8.31%	364.95	14.22%	47.02%	3.82%	34.94%	745
江西	24.27	-12.14%	21.32	18.75%	54.17%	0.00%	27.08%	50
湖南	73.70	-12.14%	64.75	4.90%	21.57%	0.00%	73.53%	103
湖北	156.61	-9.14%	142.30	17.28%	41.91%	4.78%	36.03%	278
安徽	119.43	-4.45%	114.12	14.42%	70.19%	5.77%	9.62%	107
江苏	24.02	-6.49%	22.46	17.24%	35.96%	3.45%	43.35%	207
黄河流域	496.87	-9.70%	448.66	17.84%	63.85%	3.65%	14.66%	941
天津	21.22	-8.00%	19.52	5.00%	20.00%	0.00%	75.00%	20
河南	46.47	-4.89%	44.20	5.78%	67.63%	3.47%	23.12%	182
河北	182.07	-13.50%	157.49	23.24%	63.03%	2.46%	11.27%	279
山东	234.65	-4.49%	224.11	14.29%	70.35%	5.12%	10.24%	377
陕西	8.52	—	0.00	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	30
山西	3.94	-15.46%	3.33	14.00%	44.00%	0.00%	42.00%	53
西北内陆	3688.00	0.87%	3720.23	8.32%	74.50%	7.41%	9.76%	1106
甘肃	22.50	—	22.50	—	—	—	100.00%	48
新疆	3665.50	1.49%	3720.23	8.70%	77.88%	7.75%	5.67%	1058

- 2021年2月，中国棉协调查显示，新疆地区植棉意向面积为3720.23万亩，同比增长1.49%。
- 植棉意向增加的原因：2020年籽棉收购价格较高；补贴发放及时，农历春节前各地区已经陆续发放植棉补贴；植棉收益有保证，农户植棉积极性高。
- 目前国内植棉成本，机采约14200元/吨，手摘约15100元/吨。

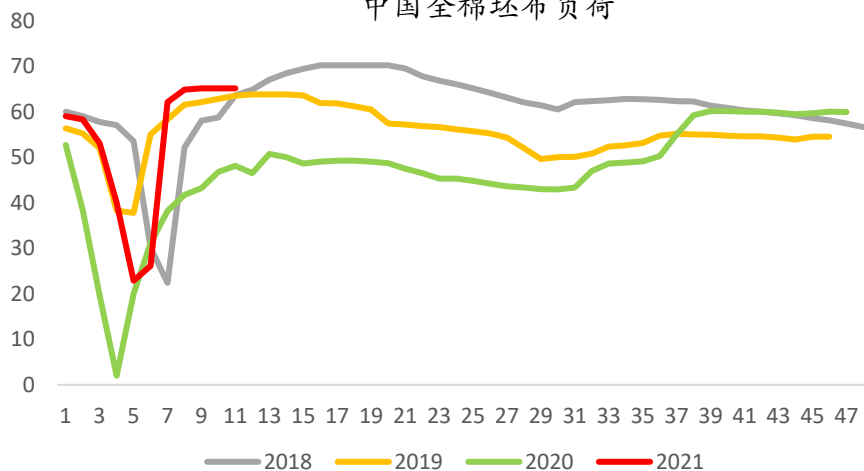
# 国内消费：下游订单充足，加工利润高位，开工负荷高位

国内即期纺纱利润

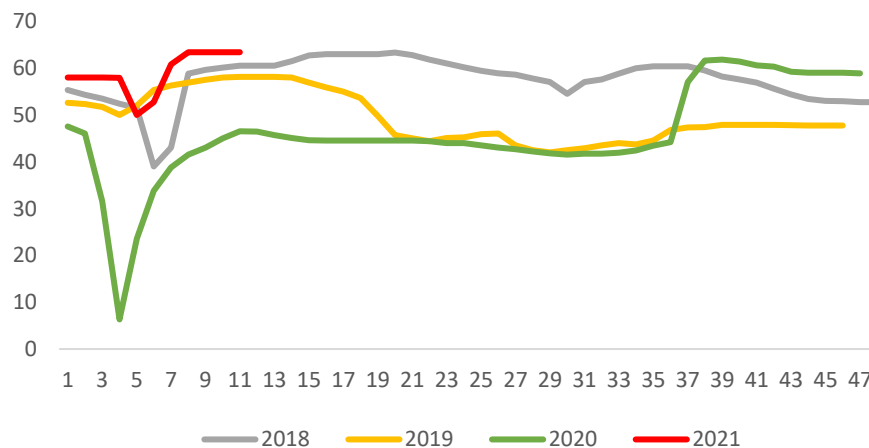


➤ 春节后消费复苏强劲，下游订单已接到5月，节后棉花棉纱现货先扬后抑，即期纺纱利润在历史高位水平，目前约2100元/吨。

中国全棉坯布负荷

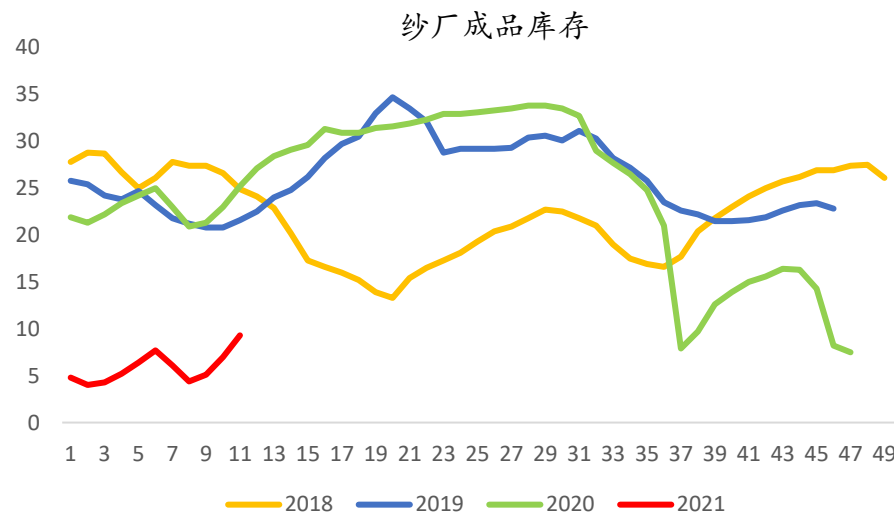
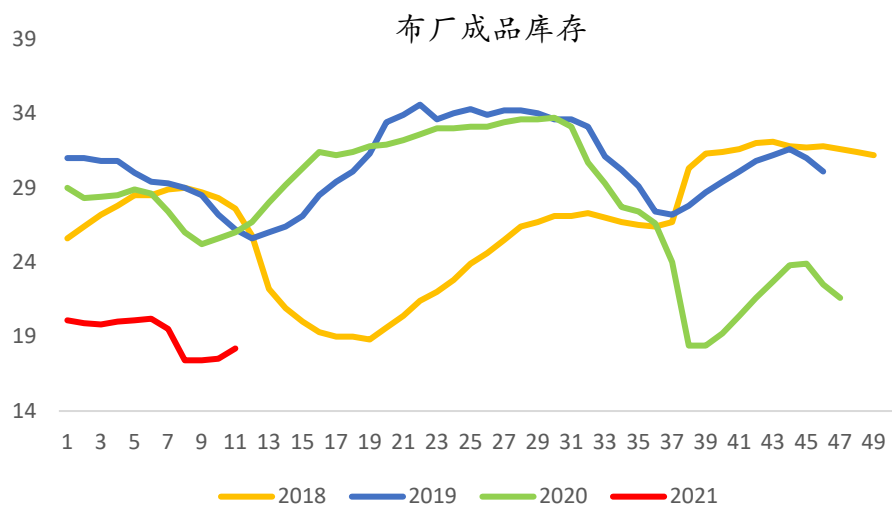


中国纯棉纱厂负荷

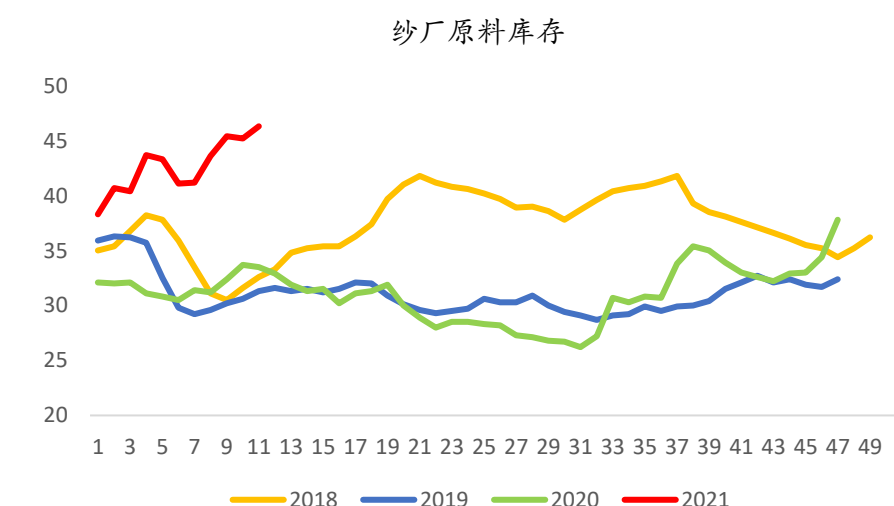
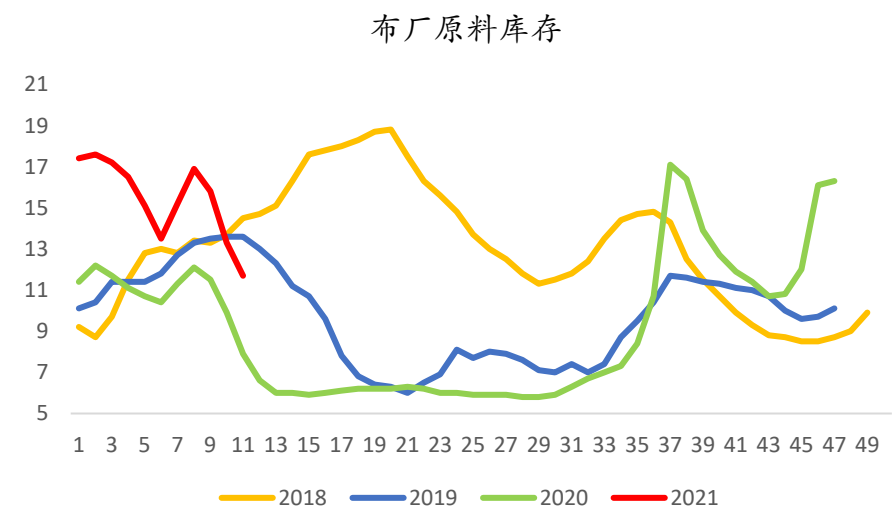


➤ 良好的加工利润刺激下游提升开工负荷，3月26日当周，布厂负荷65.1%，同比+17%；纱厂负荷63.4%，同比+16.9%；均处于历史同期高位。

# 国内消费：成品库存低位，原料主动补库，消费可能超预期



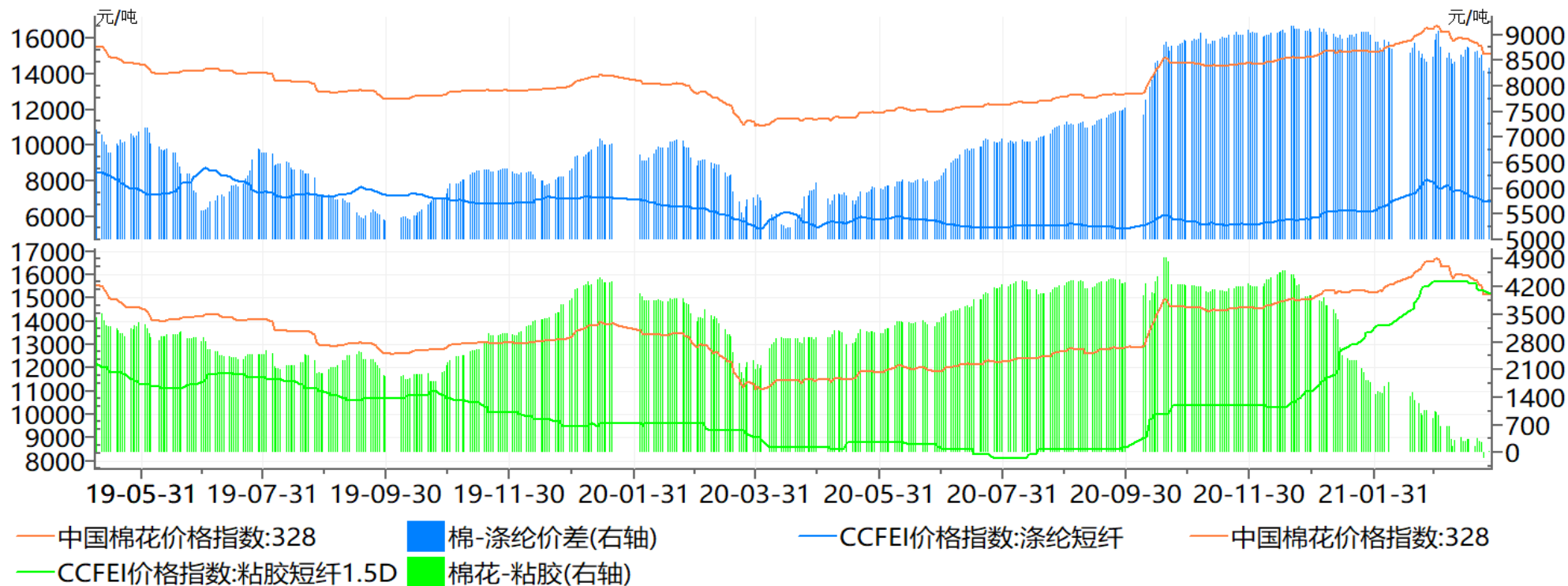
- 产成品库存大幅低于历史同期水平，订单和消费维持强劲。3月26日当周，布厂成品库存18.2天，**同比-7.8天**；纱厂成品库存9.3天，**同比-15.9天**。



- 3月26日当周，布厂原料库存11.7天，**同比+3.8天**；纱厂原料库存46.3天，**同比12.8天**。处于历史高位的加工利润，刺激棉纺企业进行原料补库，预计后续原料补库会持续。
- 目前跟踪的高频数据显示，消费可能会超过市场预期。

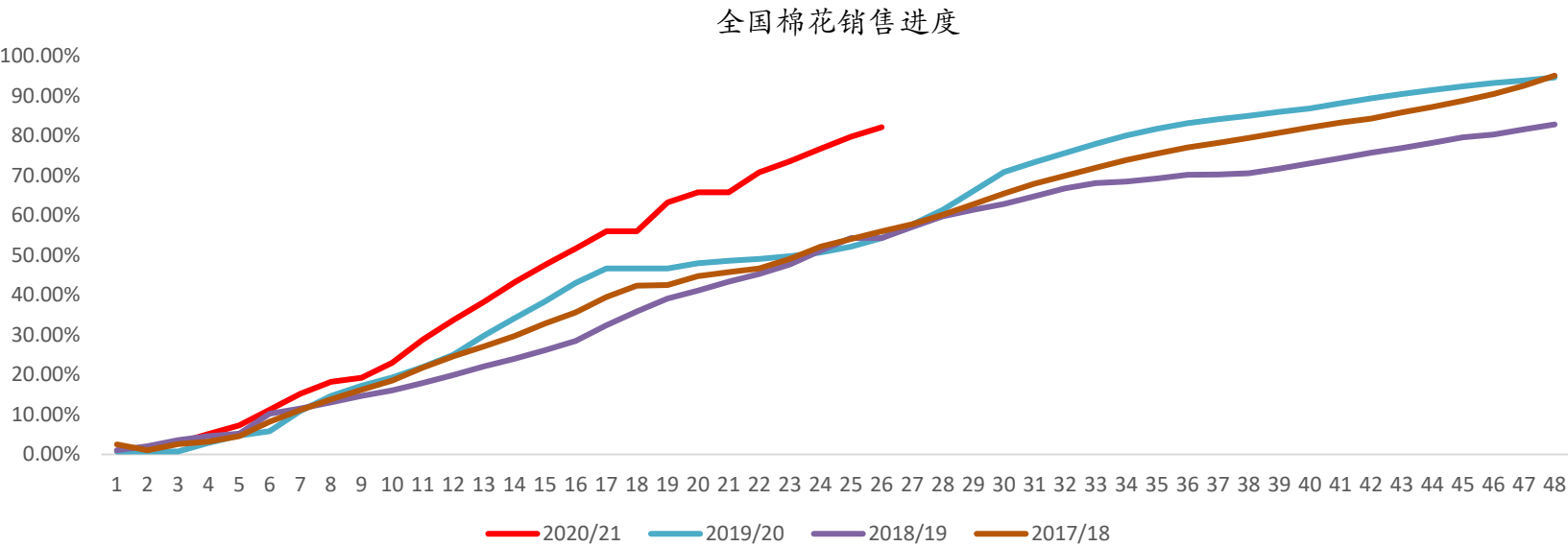
# 国内消费：替代品快速涨价，粘胶托底棉花

## 棉花与替代品价差

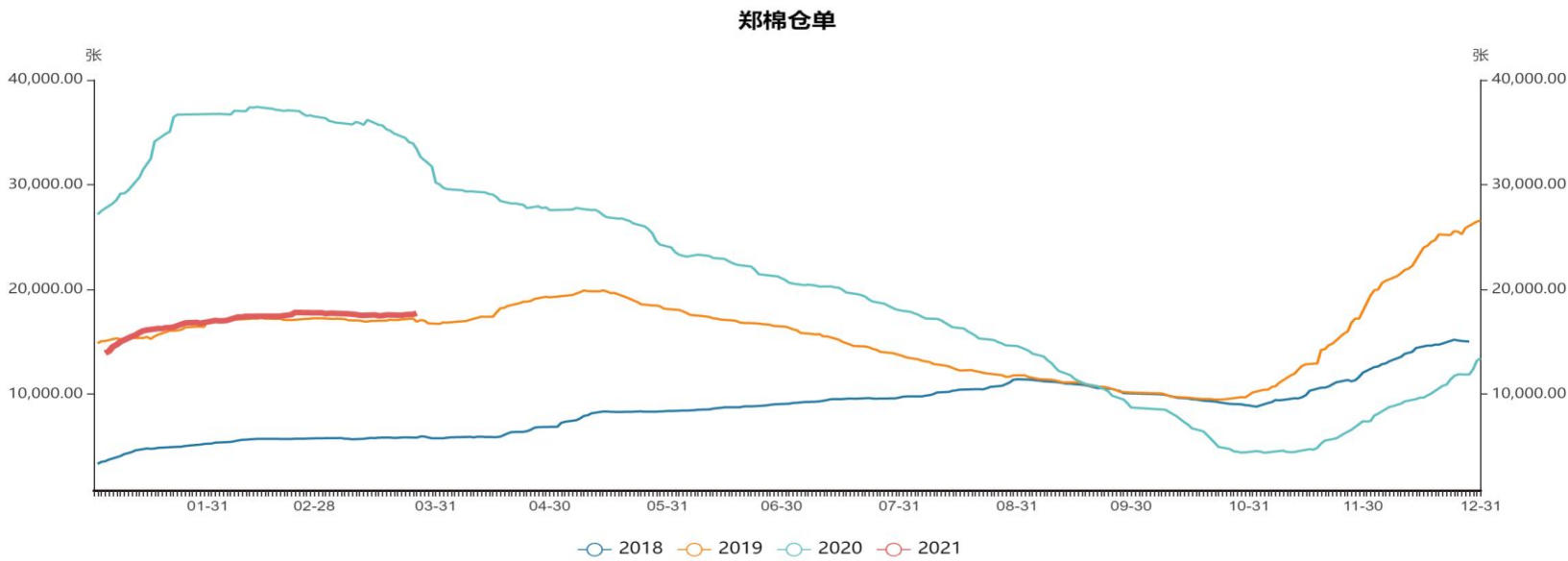


- 消费全面复苏，推涨所有纺织原料，化纤价格涨幅大于棉花。3月29日，粘胶价格15200元/吨，棉-粘价差1元/吨，处于历史低位，对棉价有托底作用。理论上，粘胶价格要低于棉花，如果粘胶价格继续上涨，将导致一部分化纤消费转为纯棉，进而拉动棉价上涨。

# 国内贸易：皮棉销售进度加快，实盘压力季节性回落



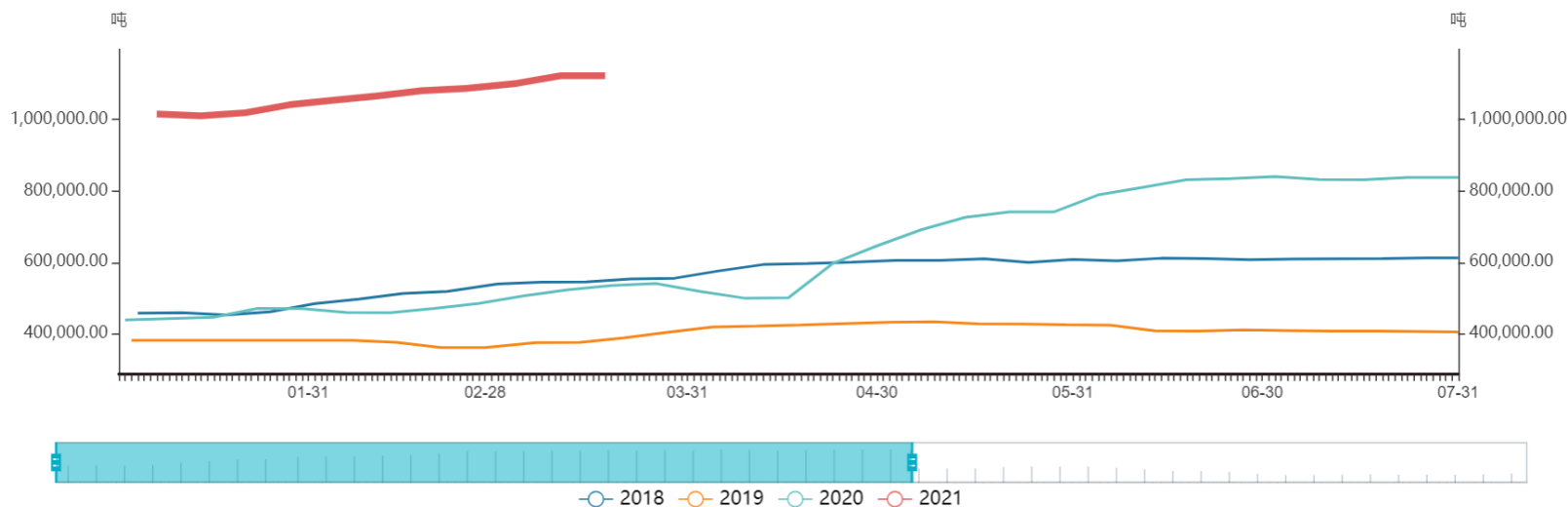
➤ 3月26日当周，皮棉销售进度82.2%，环比上周+2.4%，比去年同期提高20.8%。今年受益于消费复苏，下游纱厂采购积极，轧花厂现货购销进度明显加快，实盘压力不断减轻。



➤ 截至3月26日，郑棉仓单数量17731张，折棉花约71万吨，实盘约率20.1%。现货销售接近尾声，郑棉仓单开始季节性下降，实盘压力减轻，如遇利多驱动，容易发生拉涨行情。

# 政策预期：中国采购美棉充实国储，把握中美政策扰动机会

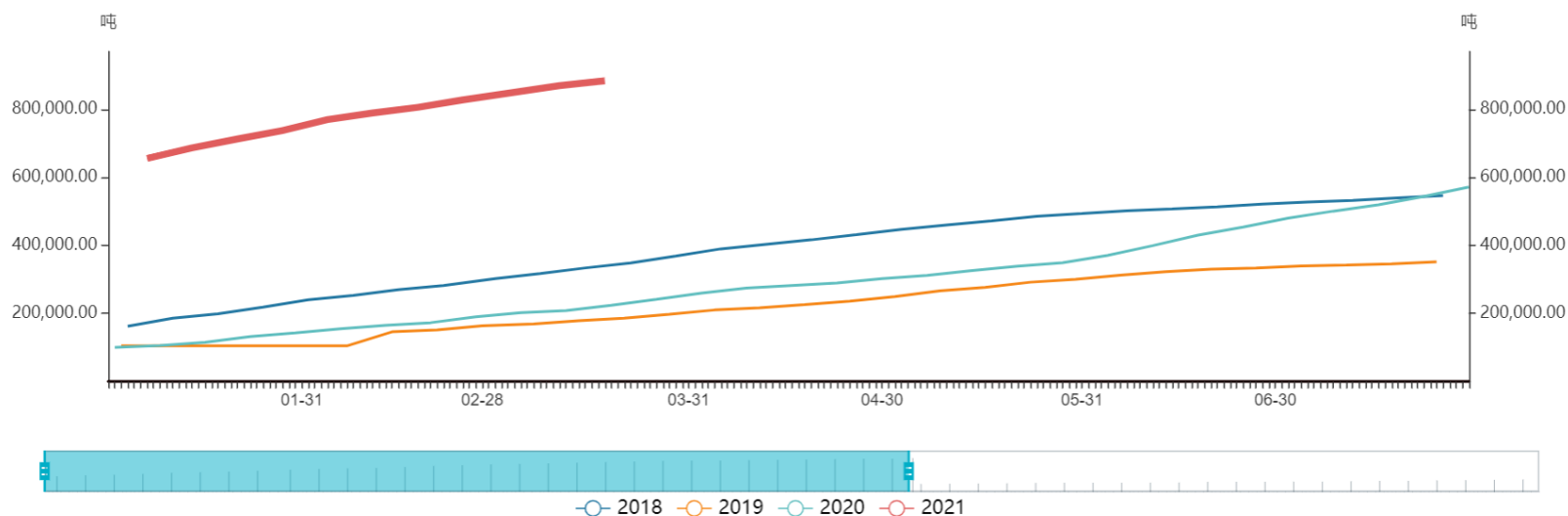
## 中国购买美棉情况



➤ 截至3月18日当周，中国累计购买2020/21年度美棉112.2万吨，**同比增加110%**。

➤ 截至3月18日当周，中国累计装运2020/21年度美棉88.43万吨，**同比增加295%**。

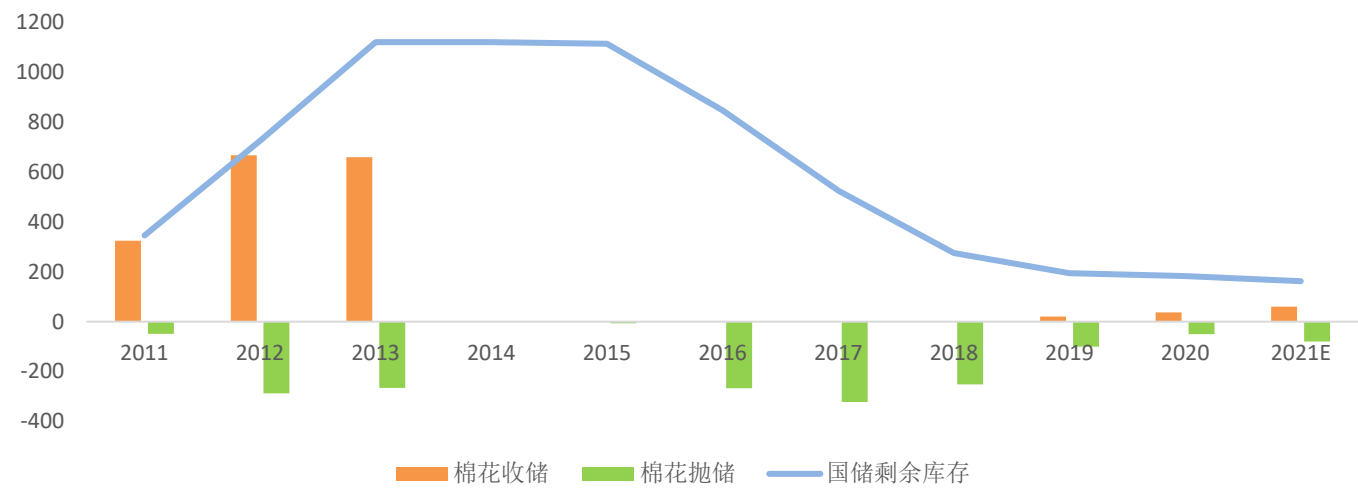
## 中国装运美棉情况



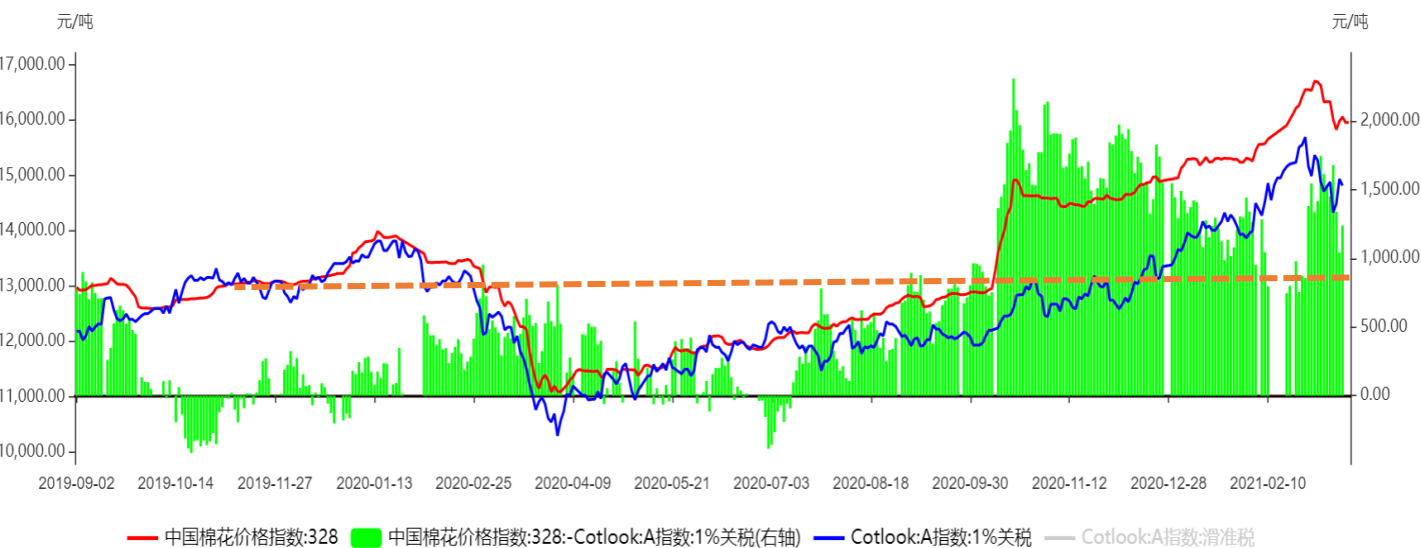
➤ 预计中国对于美棉的强劲采购会持续，一方面弥补国内供需缺口，另一方面巩固第一阶段协议，部分采购进入国储。市场担忧疆棉禁令反噬美棉出口，这反而带来低价买入机会。

# 政策预期：内外价差熔断收储，抛储压力相应减轻

历年国内收储抛储情况



➤ 目前国储剩余库存约183万吨，去库存任务完成后，国储定位转为维护用棉安全，年度吞吐量平衡为主。



➤ 由于内外价差大于800元/吨的熔断标准，原定于2020/12/01-2021/03/31的收储无法展开，对应后市抛储的压力也减轻。

1

**全球：减产预期暂时落空，消费复苏驱动去库**

---

2

**国内：消费复苏主动补库，把握政策扰动机会**

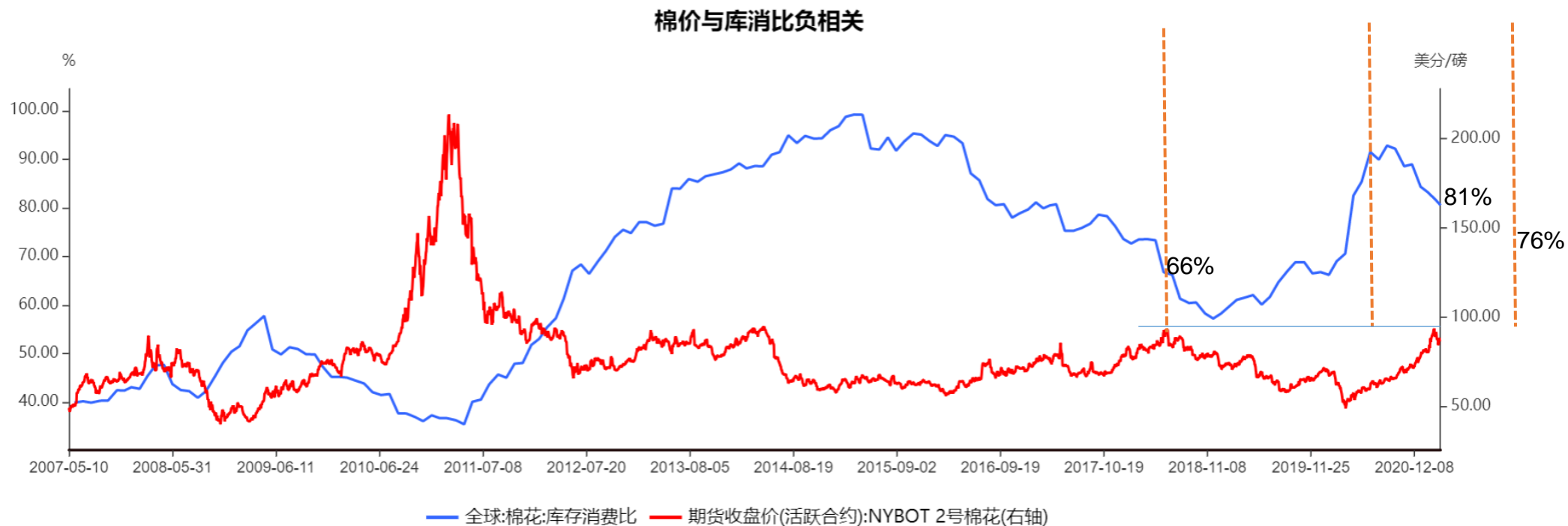
---

3

**策略：通胀预期背景持续，棉花配置机会探讨**

---

# 去库存周期下棉价易涨难跌，新的空间需要新的驱动

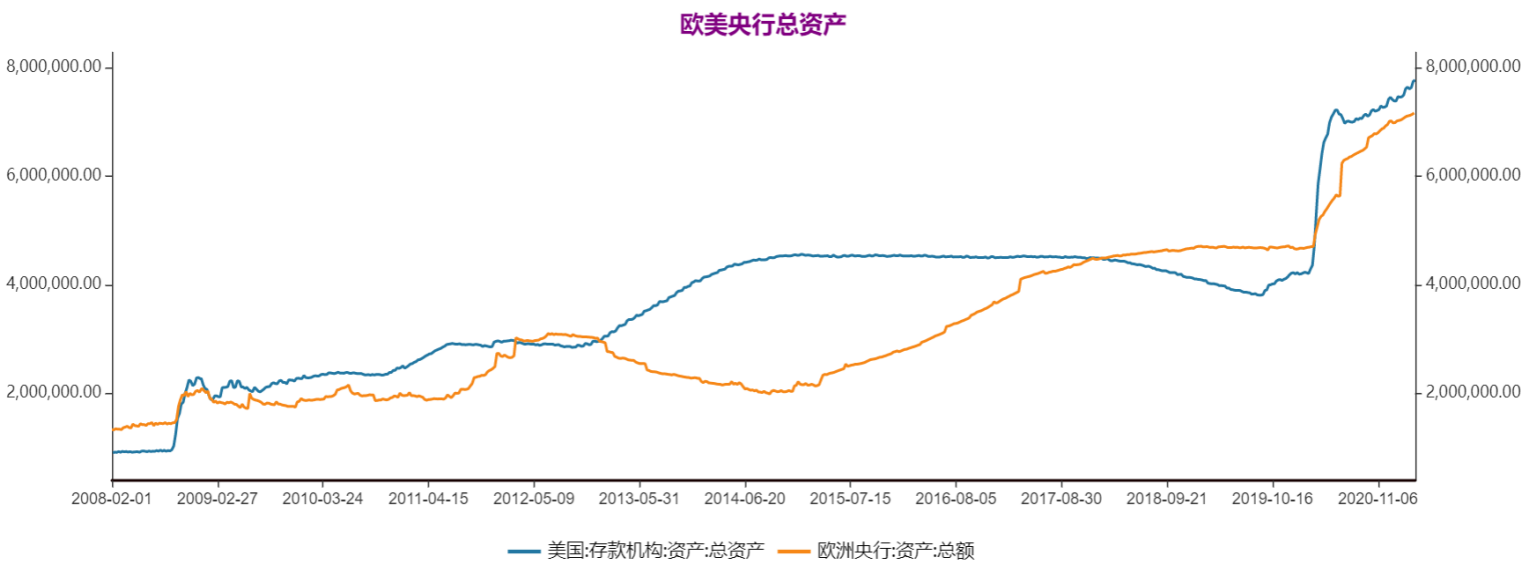


USDA(3月)口径: 2020/21年度全球库消比81.7%, 2021/22年度全球库消比76%, 价格高点对应95美分/磅

2018年6月, 95美分/磅的价格对应66%库消比

去库周期棉价易涨难跌, 但此轮价格高点已反映当前产业利多, 新的空间需要新的驱动: 超预期消费复苏、减产、通胀买盘

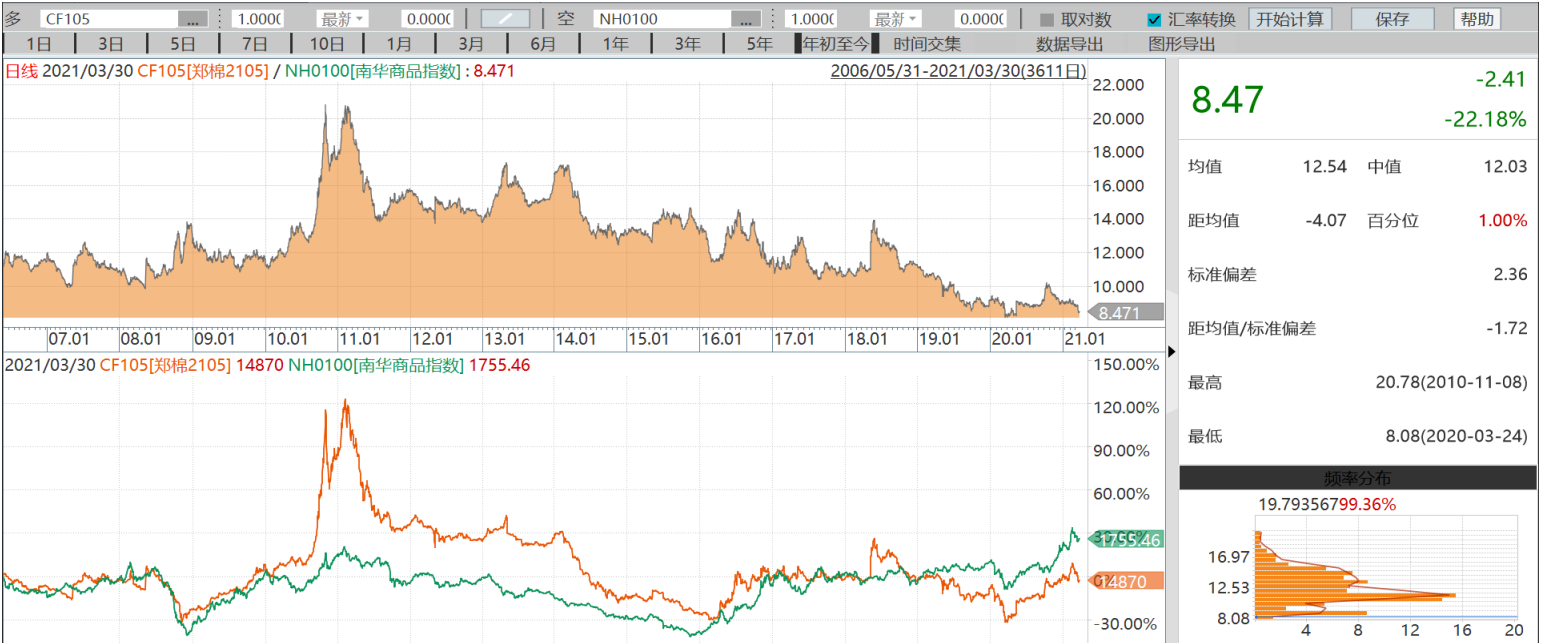
# 财政取代货币，市场交易通胀，棉花估值极低



**美联储:**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。

**财政发力:** 1.9万亿美元纾困刺激；3万亿基建

**市场:** 复苏+宽松，交易通胀



棉花对大宗商品估值:

**郑棉棉对大宗商品估值是2004年上市以来1%低分位**

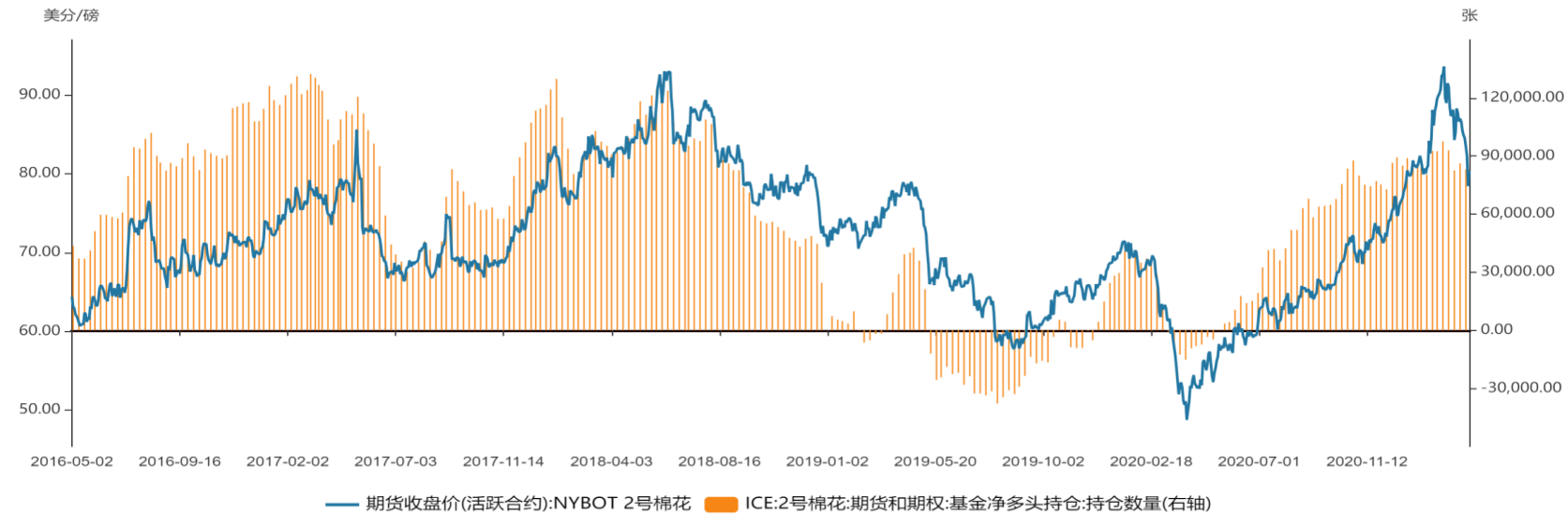
估值优势和安全边际吸引资金做资产配置

**如果市场继续交易通胀，棉价仍有上涨空间，这个驱动是产业外的**

# 国内外资金均在积极配置棉花



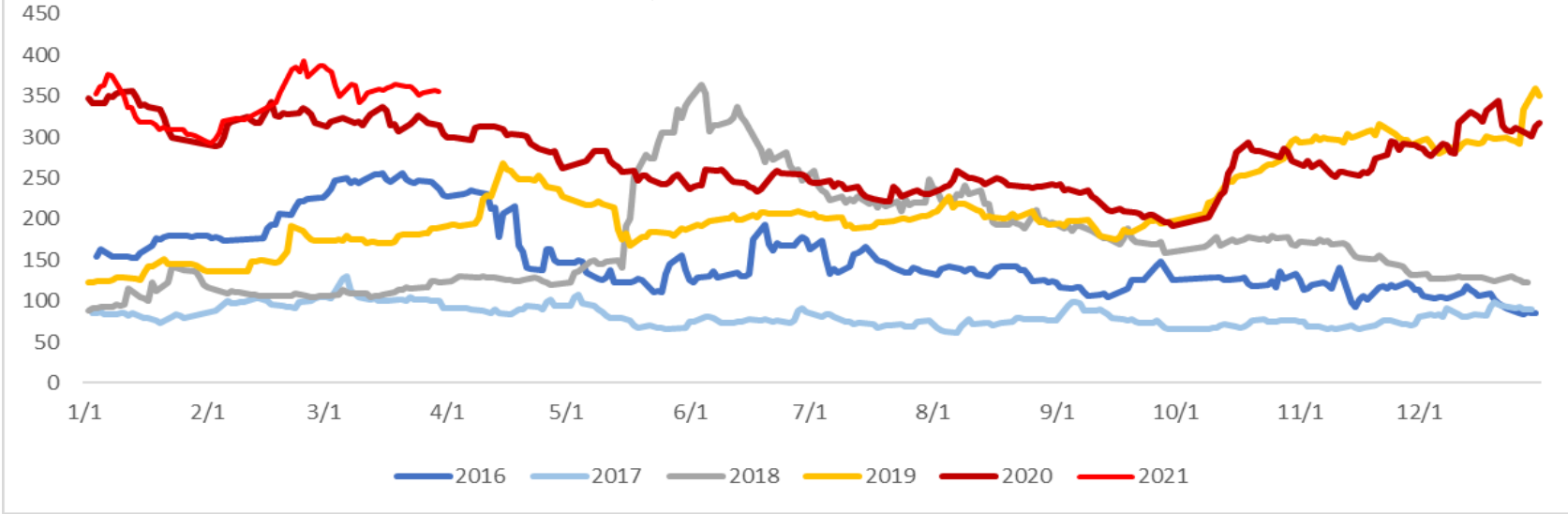
美棉管理基金期货和期权净头寸



## CFTC:

截至3月23日，管理基金在美棉期货和期权市场的净多单合计83113张，市场占比29.1%，**整体维持多头配置，后市仍有配置空间**

郑棉持仓折现货



## 郑棉沉淀资金：

截至3月30日，郑棉持仓折棉花现货355万吨，处于历史同期最高位，**国内资金对棉花配置兴趣极大，容易激发上涨行情**

# 棉花生命周期表

郑棉生命周期表	次数	涨幅均值	极大值	极小值	时长均值	极大值	极小值
牛市	7	68.22%	231.78%	20.22%	12	28	5
熊市	7	-34.79%	-45.15%	-26.76%	11	16	3
震荡	4	正负20%以内			11.5	15	5
2020/3-2021/2	牛市：放水+复苏+减产+政策						
2021/2--2021/8	震荡上涨				低点14000，高点18000		
基本面	复苏+通胀+天气+政策						

时间	时长	最低	最高	幅度	2004/06-2004/10	5	12013	16591	-27.59%
2004/10-2006/02	16	12013	15751	31%	2008/03-2008/11	8	10155	16608	-38.85%
2007/05-2008/03	10	13022	16608	28%	2011/02-2012/06	16	18267	33306	-45.15%
2008/11-2011/02	28	10155	33692	231.78%	2013/07-2014/11	16	12390	20190	-38.63%
2016/03-2016/11	9	9990	16975	69.92%	2015/05-2016/03	11	9990	13640	-26.76%
2017/12-2018/06	7	14800	19040	28.65%	2018/06-2019/09	16	12045	19040	-36.74%
2019/09-2020/01	5	12045	14480	20.22%	2020/01-2020/03	3	10160	14480	-29.83%
2020/03-2021/02	12	10160	17100	68.31%					

## 结论：

- 1.全球市场：**价格高点已兑现当前产业利多，下年度减产预期暂时落空，全球消费复苏持续驱动去库，美棉出口维持强劲势头，关注疆棉禁令反噬情况，**去库周期下棉价易涨难跌，新的空间需要超预期复苏或减产驱动。**
- 2.国内市场：**国内产量变数不大，下游订单充足、加工利润高企、成品低库存位、原料主动补库，棉花销售尾声，实压力下降，**去库周期维持，棉价易涨难跌，新的空间需要消费超预期复苏，把握轮储和疆棉禁令扰动机会。**
- 3.配置建议：**宽松通胀预期维持，棉花估值处于低位，吸引资金买入配置；周期研判，疫情底以来的牛市结束，棉花暂无走熊可能，但也不具备发动另一波牛市的基础，可能转入区间内上涨，看（14000，18000）元/吨。**建议逢低配置多头，机会来自调整后的买入。**

## 核心因素：

消费复苏、天气单产、通胀预期

## 预期偏差：

实际复苏力度、是否出现减产、疆棉禁令影响

THANK YOU!