



中粮期货
COFCO FUTURES
自然之源 重塑你我

留一半清醒留一半醉

2021年3月
付斌

1

USDA论坛：减产预期暂时落空

2

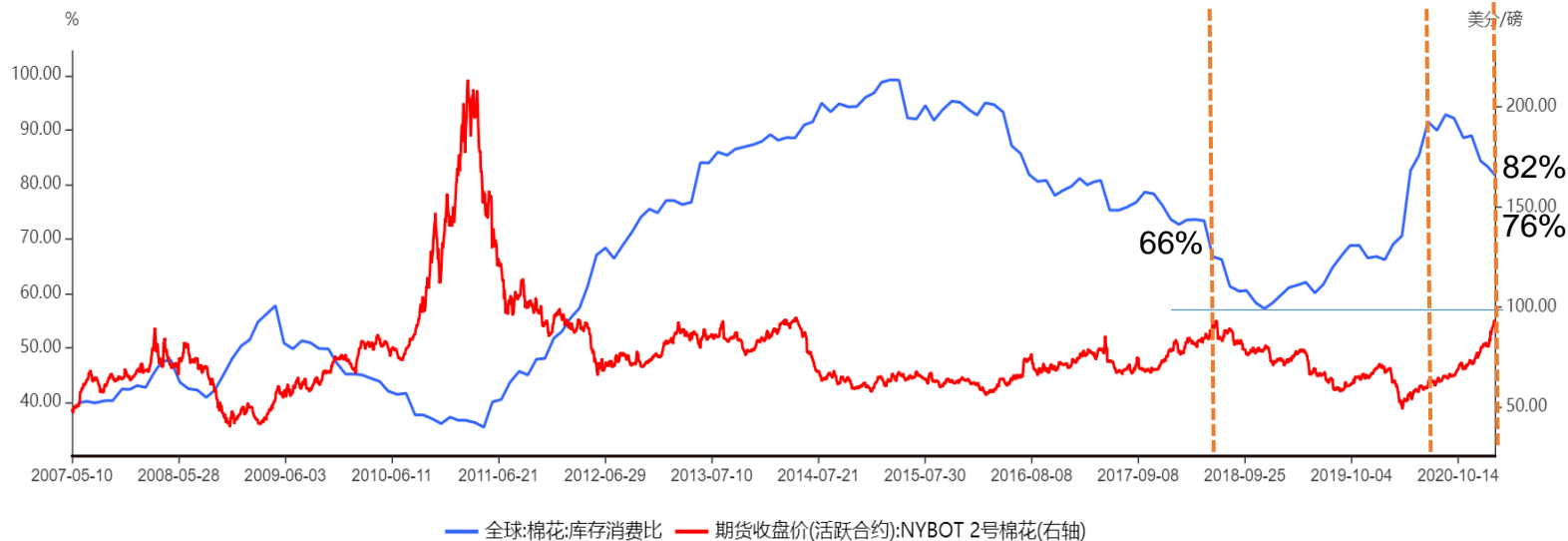
消费复苏是贯穿全年的核心驱动

3

宽松通胀和政策影响幅度和节奏

全球棉花市场格局——高库存去化利多已释放，棉价低估值优势仍在

全球棉价与库销比



USDA(2月)口径:

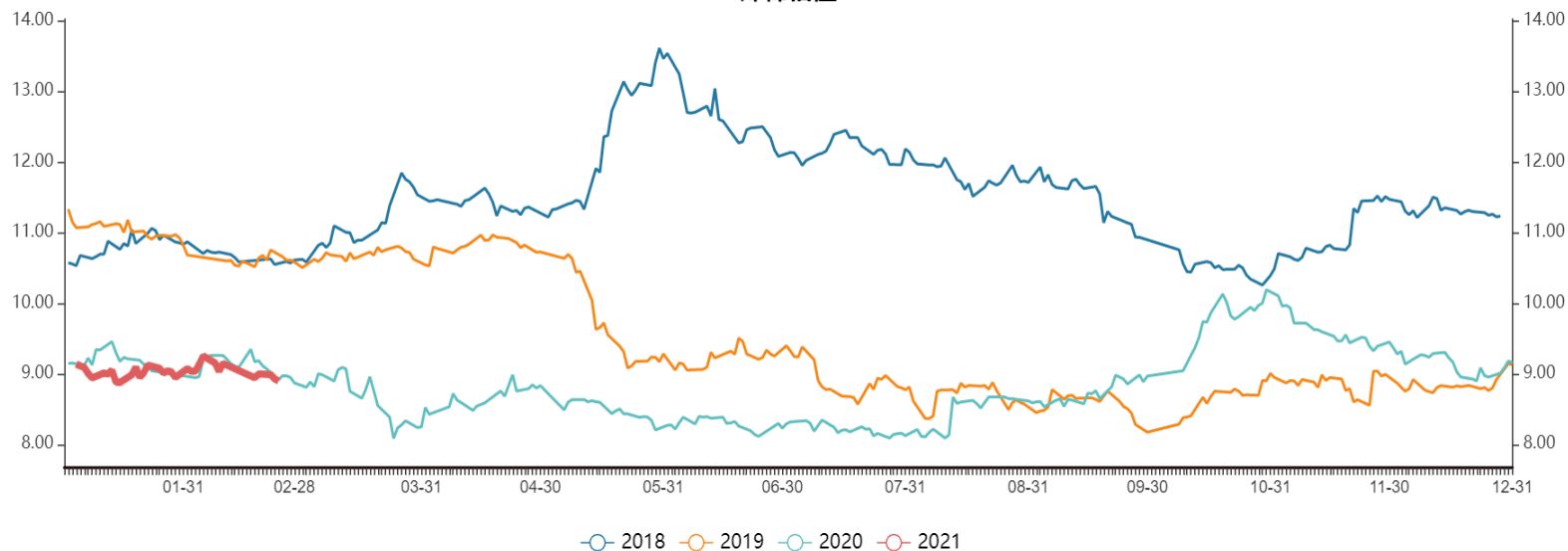
2020/21年度全球库消比81.7%,

2021/22年度全球库消比76%

历史高位库存去化，支持价格震荡上涨

目前价格已经超量反映出产业利多

郑棉估值



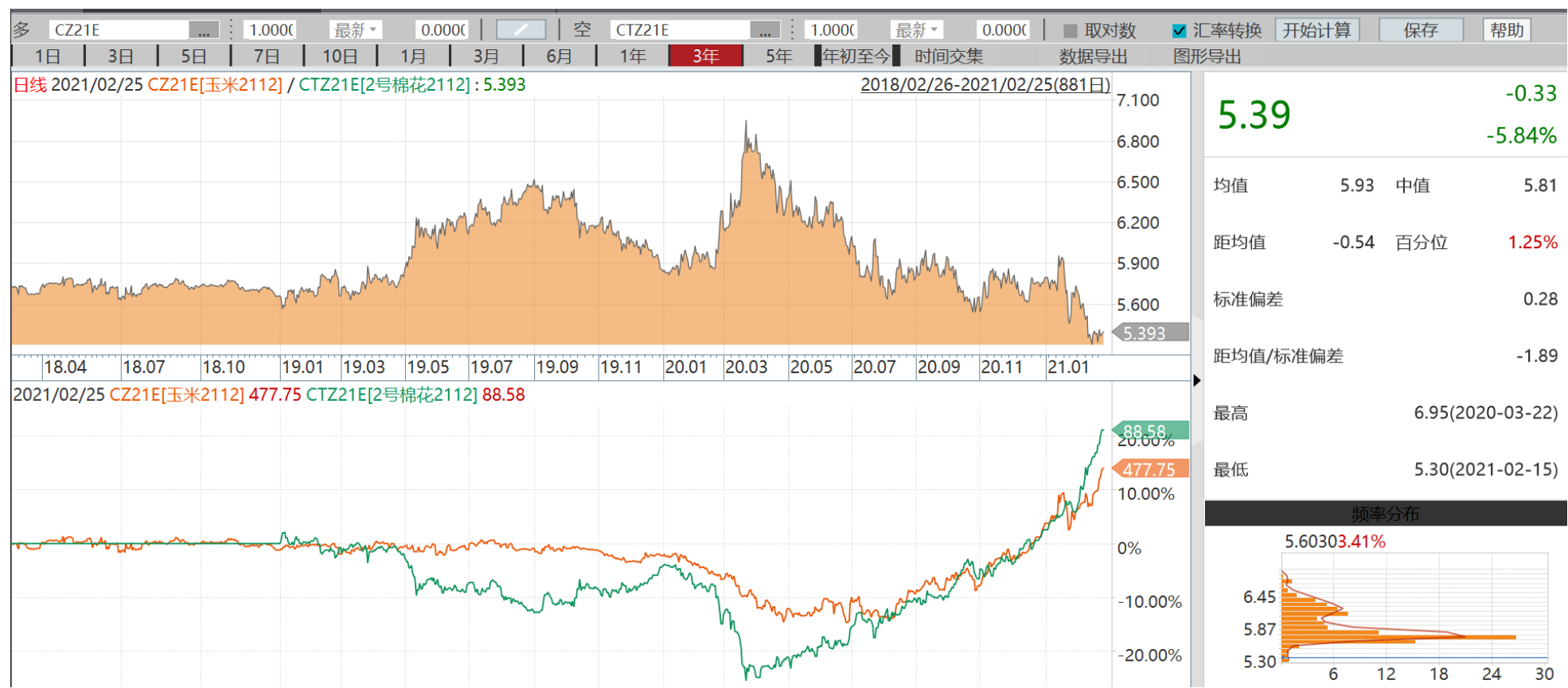
棉花对大宗商品估值:

郑棉棉对大宗商品估值是2004年以来同期最低

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

近期棉价快速上涨，重新获得比价优势



目前，国际玉米棉花比价5.40，处于近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。

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%

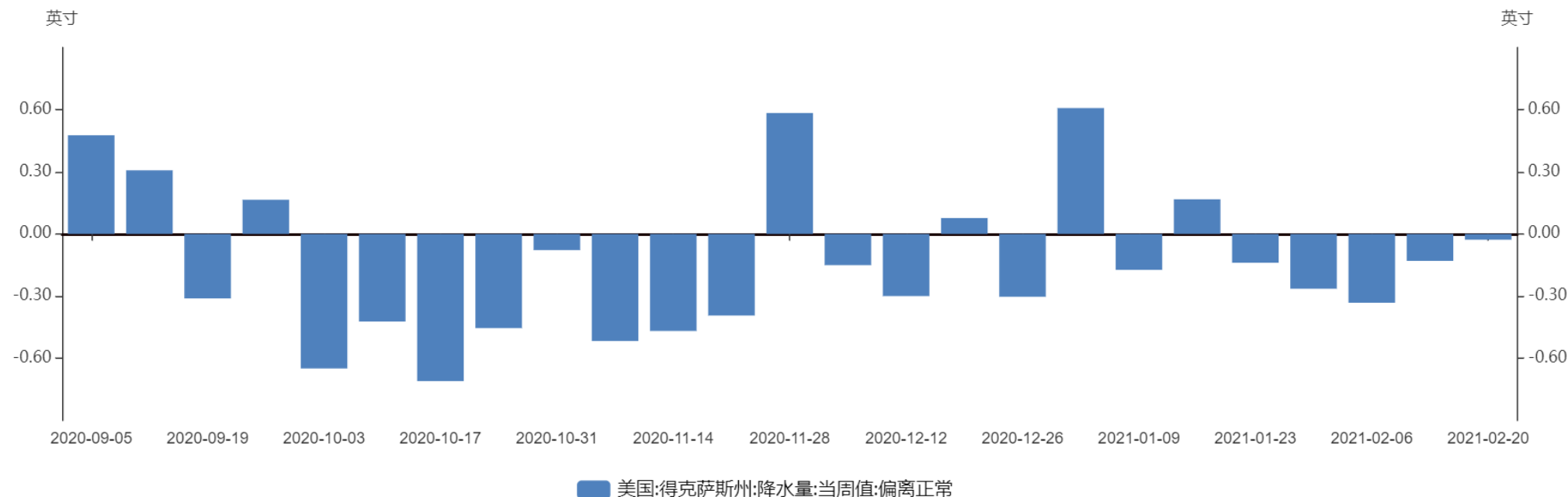
USDA论坛美国棉花市场展望

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%

- 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。**

后期变数：实播面积、天气单产

德州每周降雨偏离正常情况



实播面积：等待3月底USDA调查报告

天气单产：德州干旱持续，美棉弃耕率可能大于USDA论坛给出的16.7%

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

1

USDA论坛：减产预期暂时落空

2

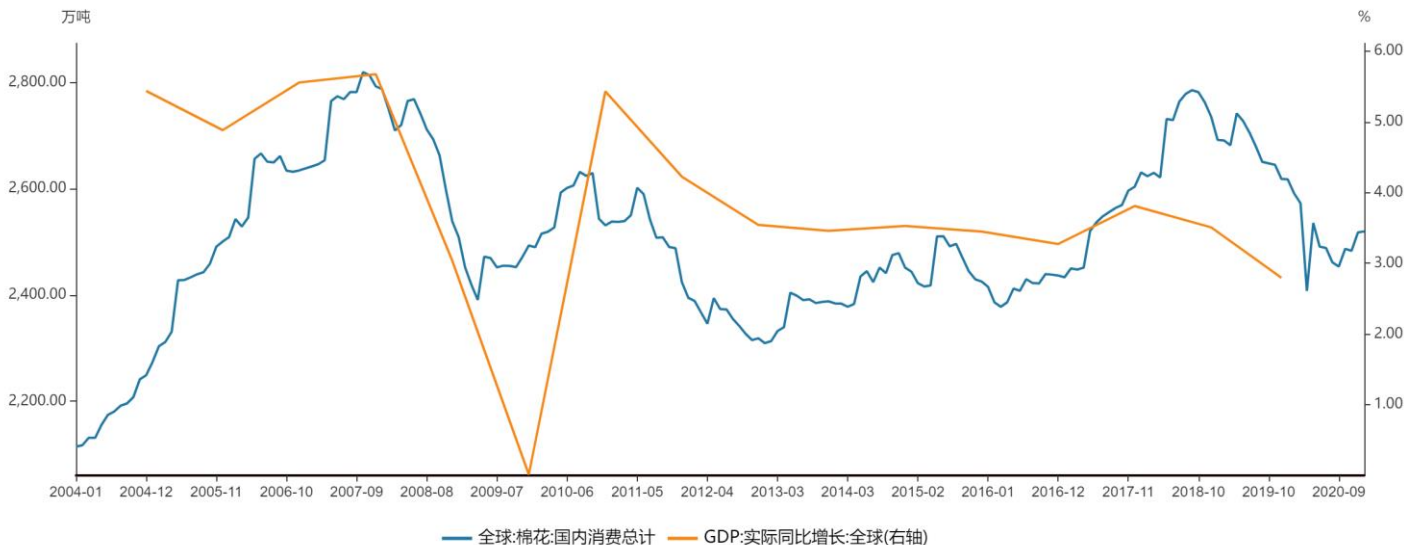
消费复苏是贯穿全年的核心驱动

3

宽松通胀和政策影响幅度和节奏

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



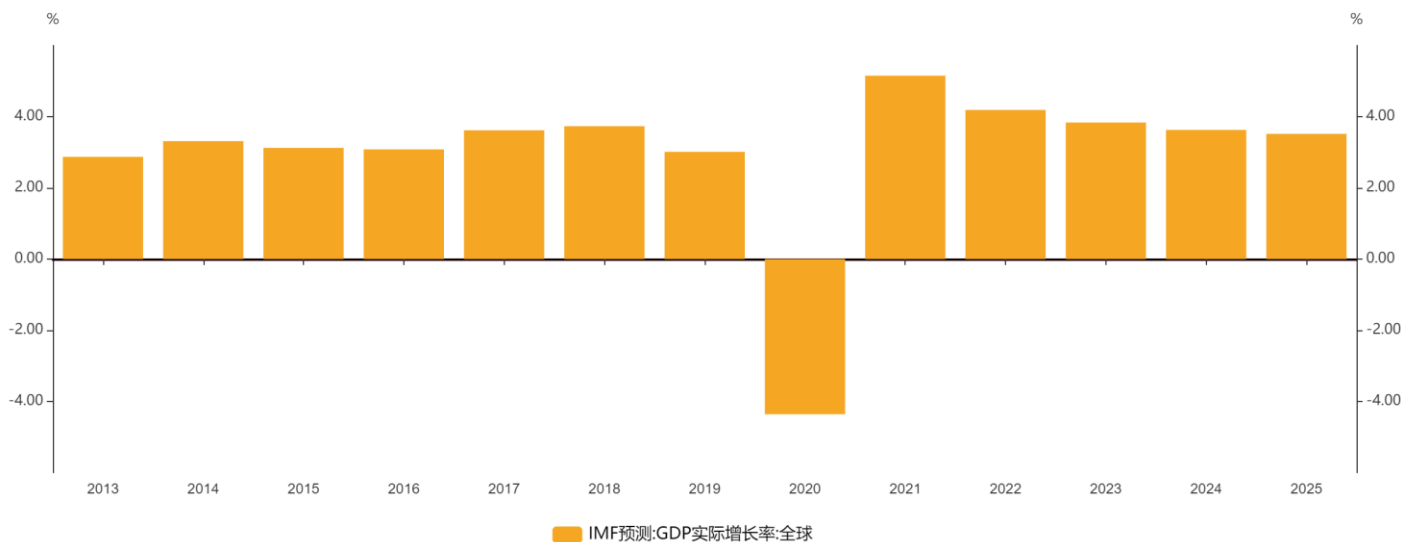
棉花消费与经济增长正相关

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12.8%？

参详异同，笔者预计复苏消费峰值可能接近2650万吨

国内外棉纺复苏形成共振，后市消费仍有调高空间



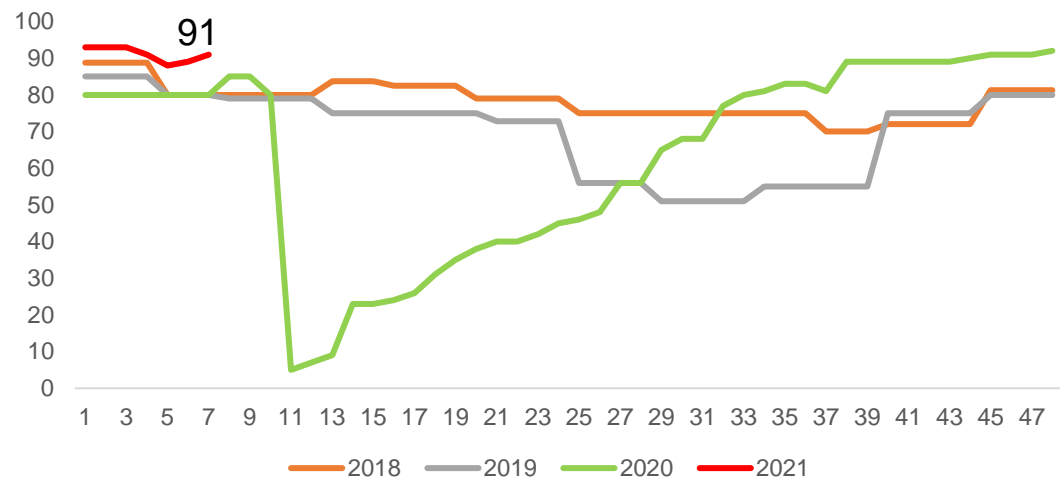
消费（万吨）	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21（1）	2020/21（2）	月度变化	年度变化
中国	838	893	860	719	838	860	22	142
印度	530	526	523	436	523	529	6	94
巴基斯坦	224	237	233	200	218	222	4	22
孟加拉	148	163	157	150	159	161	2	11
越南	118	144	152	137	146	146	0	9
土耳其	145	164	150	144	157	159	2	15
乌兹别克斯坦	44	54	61	65	69	69	0	4
除中国外	1693	1783	1756	1516	1681	1692	11	177
总计	2531	2675	2616	2234	2520	2552	32	318

消费全面复苏，中国力度最大，全球棉纺复苏共振点8-10月，后市全球消费仍有调增空间。

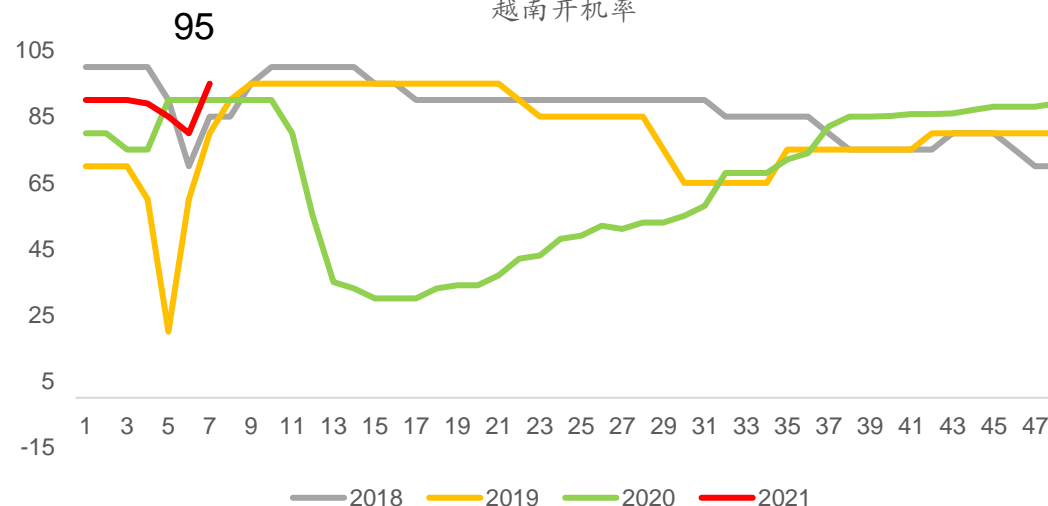
目前USDA给的本年度消费预估2552万吨，笔者预计是2650万吨附近；USDA给的下年度消费预估2656万吨。

全球棉纺开工数据 (TTEB) , 消费复苏保持强劲

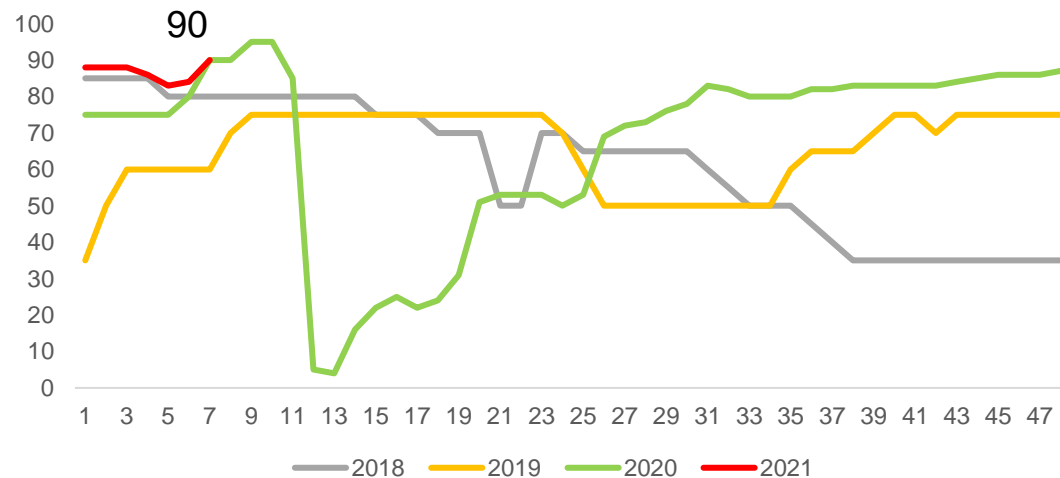
印度开机率



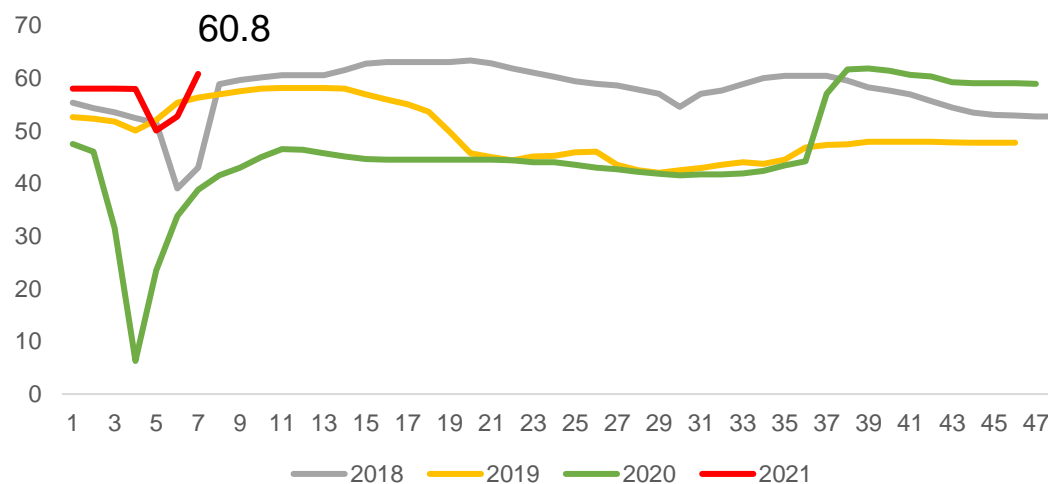
越南开机率



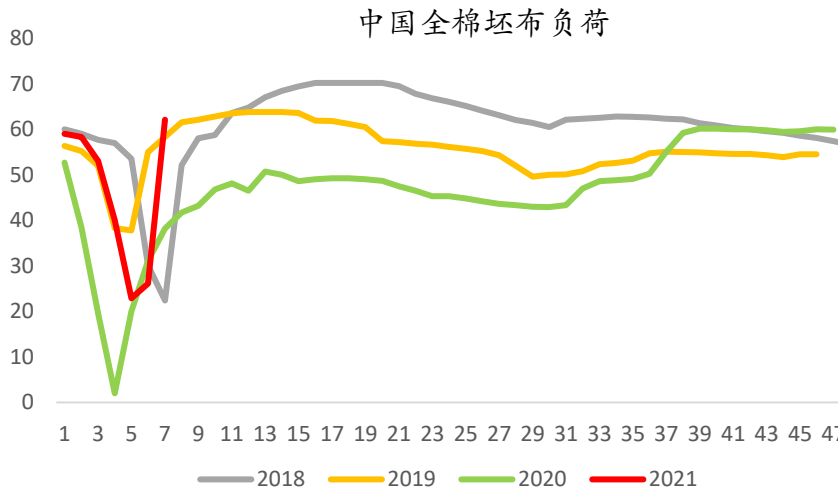
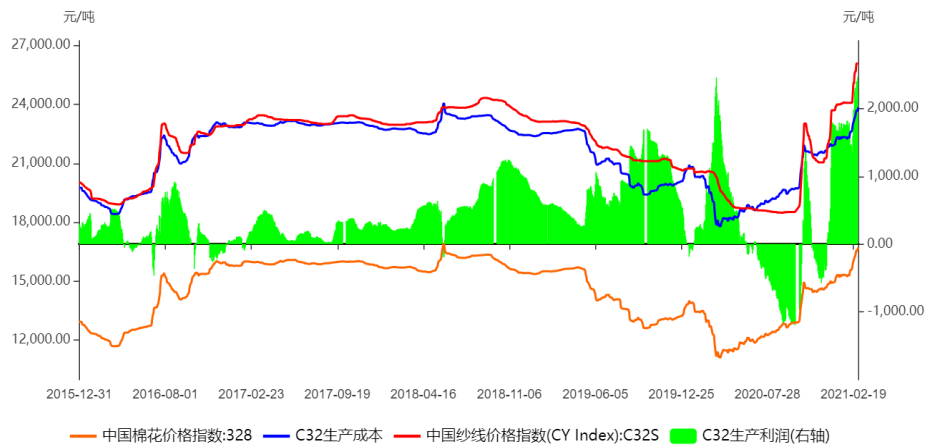
巴基斯坦开机率



中国纯棉纱厂负荷

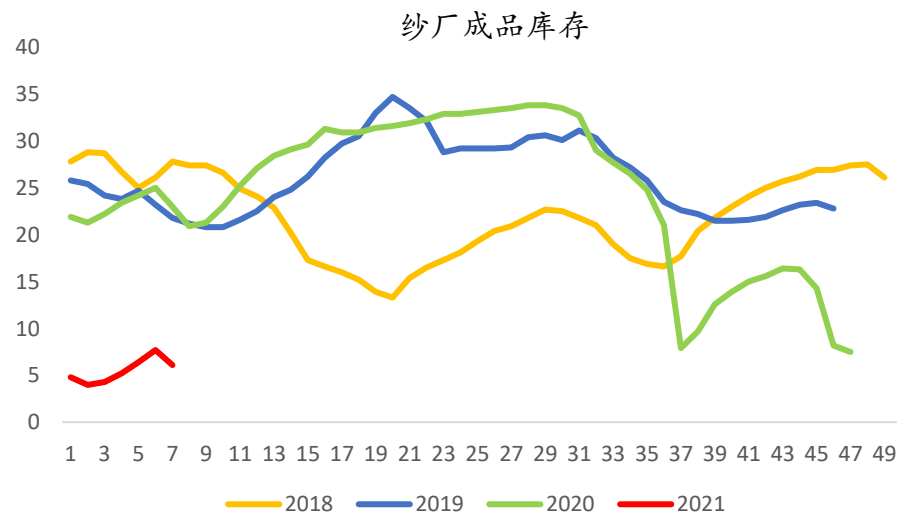
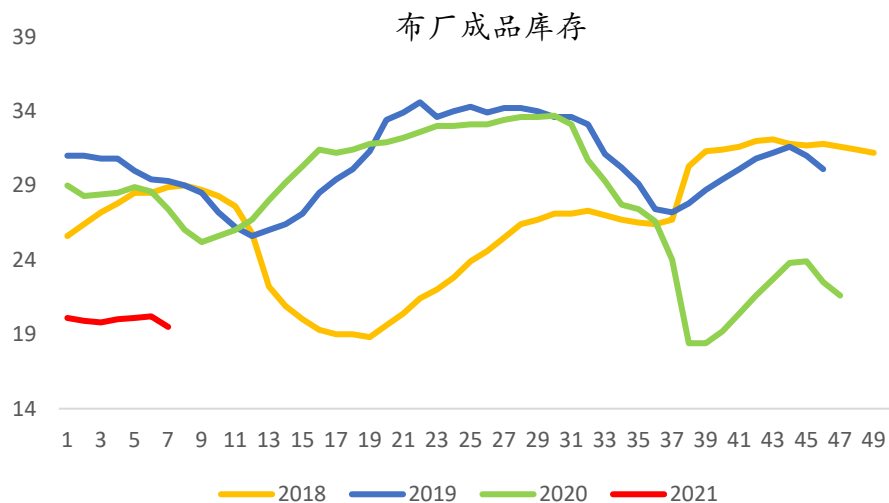


国内花纱价格大涨，开工继续回升，成品库存低位



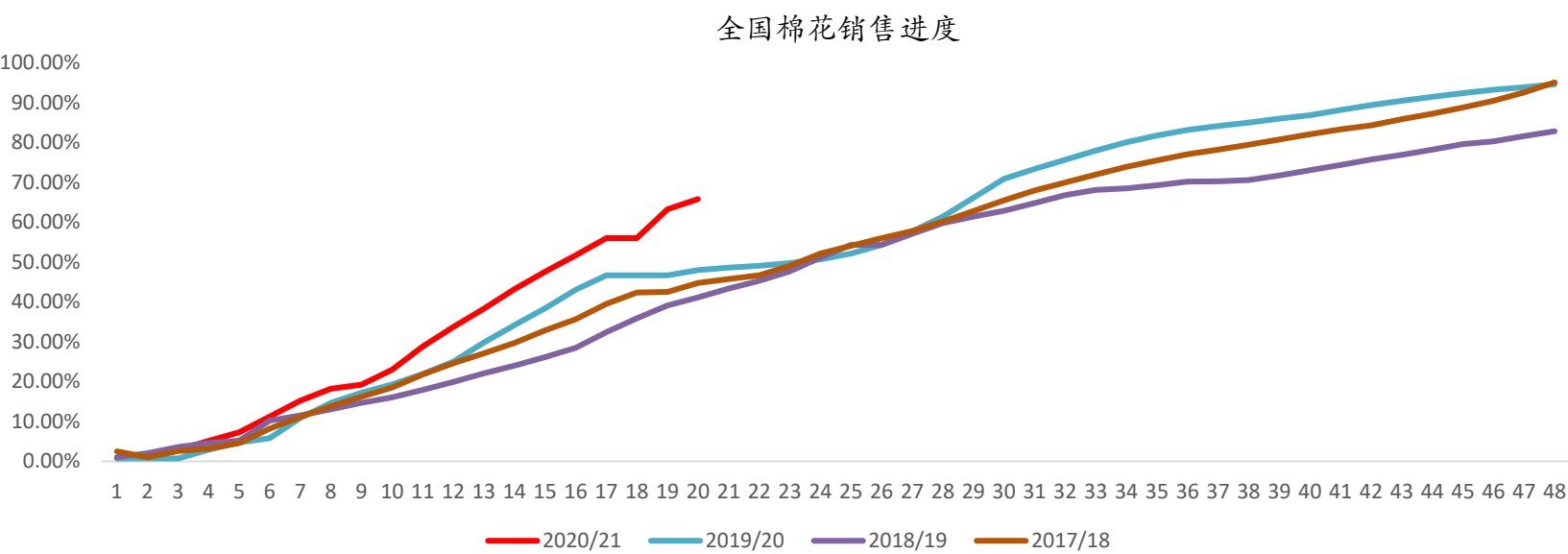
➤ 节后消费复苏强劲，本周花纱价格继续大涨，棉花现货**上涨2.8%**至16558元/吨，32S棉纱现货**上涨4%**至26080元/吨，棉纱涨幅大于棉花，即期纺纱利润**增加28%**至2397元/吨。

➤ 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%**。

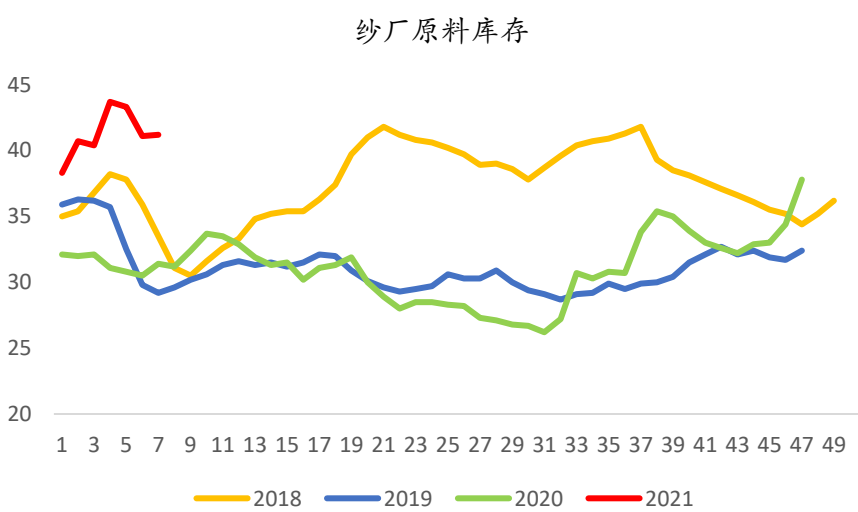
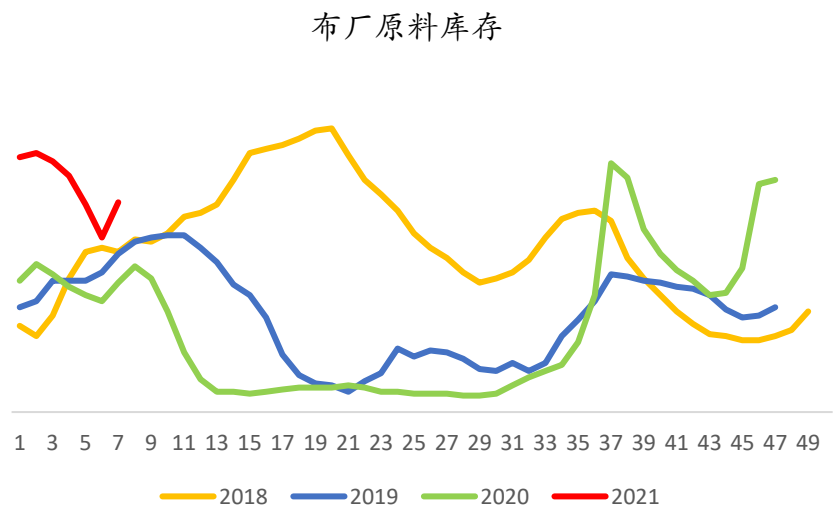


➤ 虽然开工大增，但受强劲的订单和消费支撑，产成品库存比上周下降，且大幅低于历史同期水平。截至2月26日，布厂成品库存19.5天，**环比-0.7天**；纱厂成品库存6.1天，**环比-1.6天**。

国内皮棉销售进度加快，预计原料补库拉涨棉价

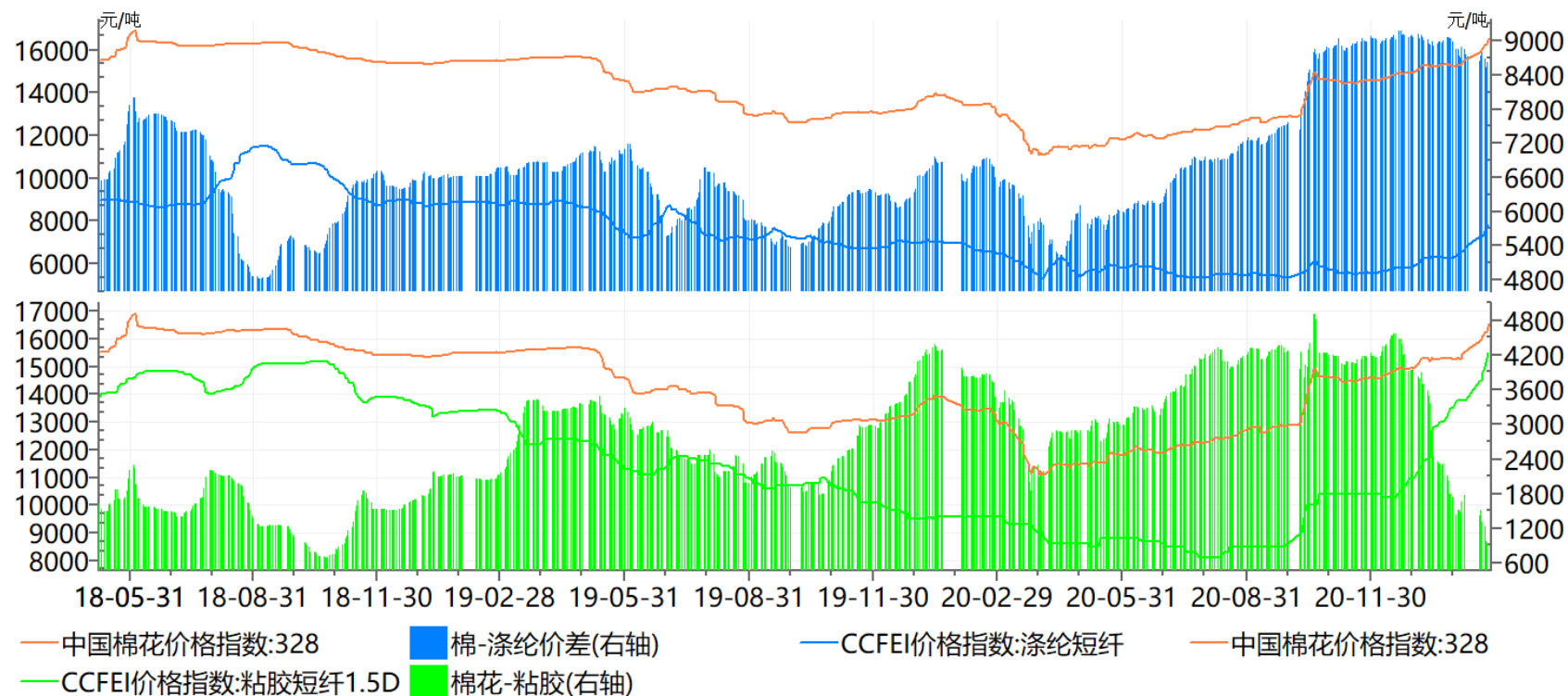


➤ 截至2月26日，皮棉销售进度70.8%，**环比上周+5%**，比去年同期**快20.1%**。今年受益于消费复苏，下游纱厂采购积极，轧花厂现货购销进度明显加快，实盘压力不断减轻，预计原料补库会进一步带动轧花厂棉花销售，利于棉价上涨。



➤ 截至2月26日，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，将进一步拉涨棉价。

化纤涨势快于棉花，粘胶即将接近棉价



- 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，对棉价有托底作用。

1

USDA论坛：减产预期暂时落空

2

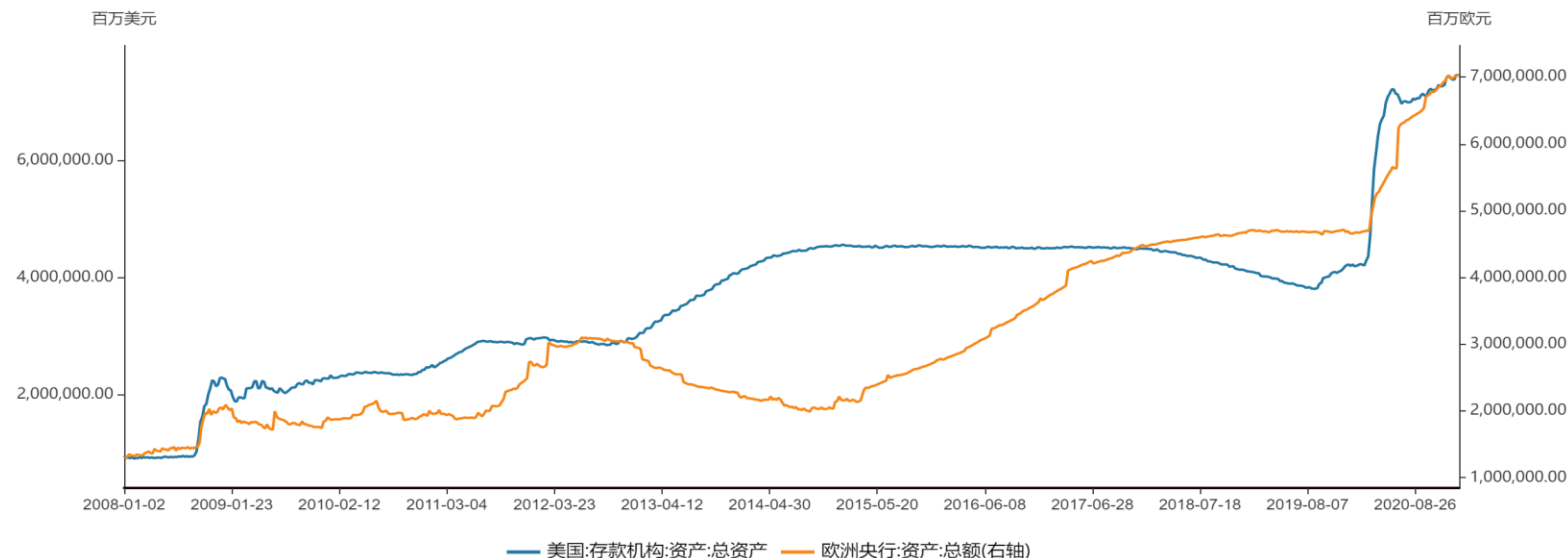
消费复苏是贯穿全年的核心驱动

3

宽松通胀和政策影响幅度和节奏

财政取代货币，大水没有退潮，复苏+宽松，市场交易通胀

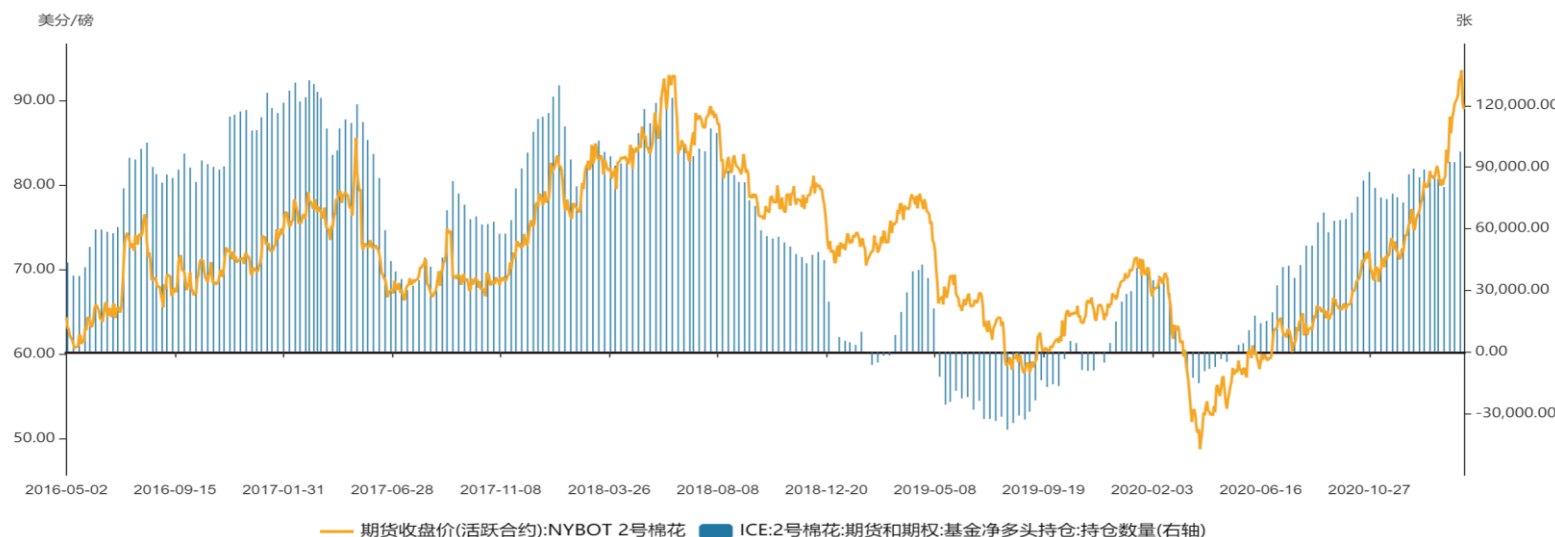
欧美央行总资产



美联储 (2月):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。

财政发力:拜登1.9万亿美元纾困刺激

市场亢奋:复苏+宽松,狂热交易通胀



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%

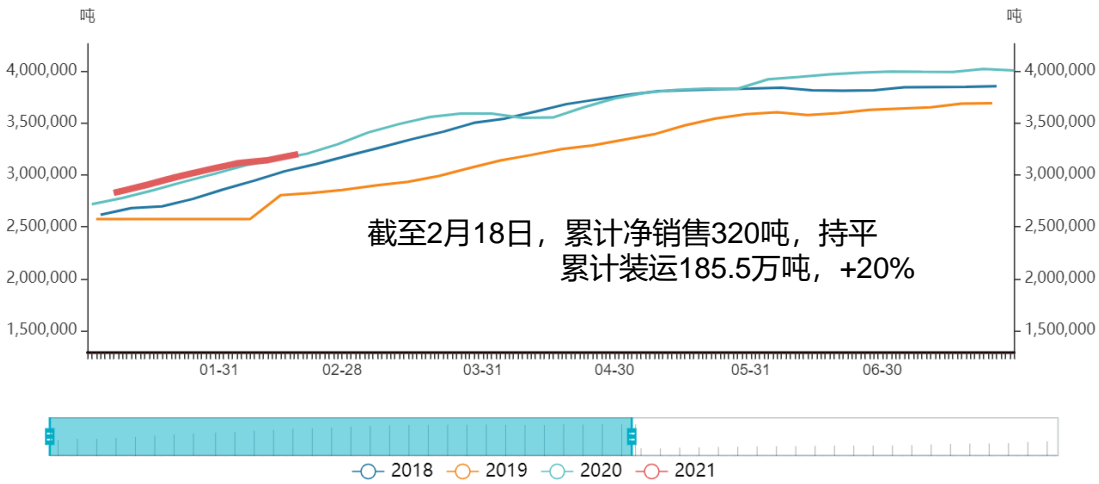
整体维持多头配置, 后市基金增配棉花仍有空间

棉价超越产业基本面, 进入情绪博弈阶段

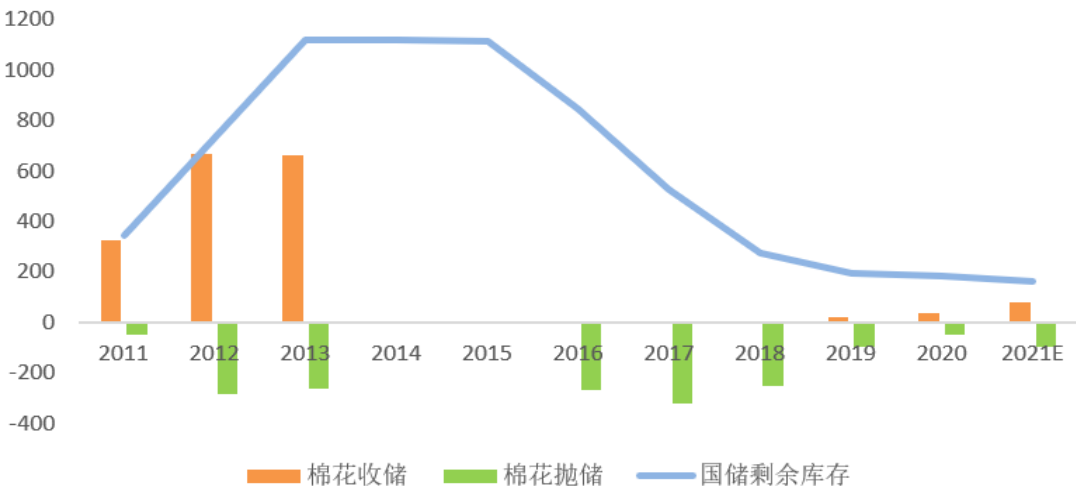
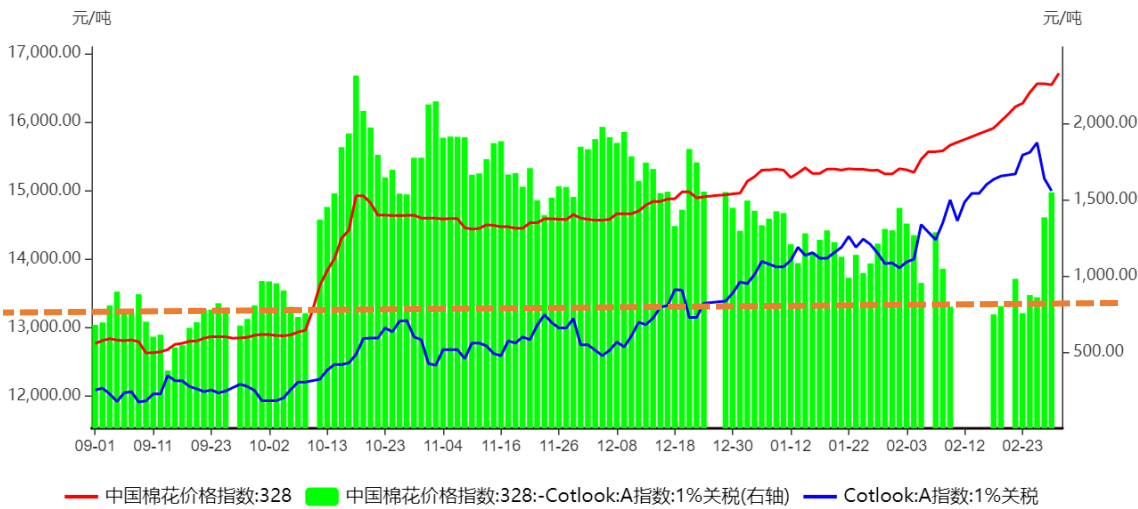
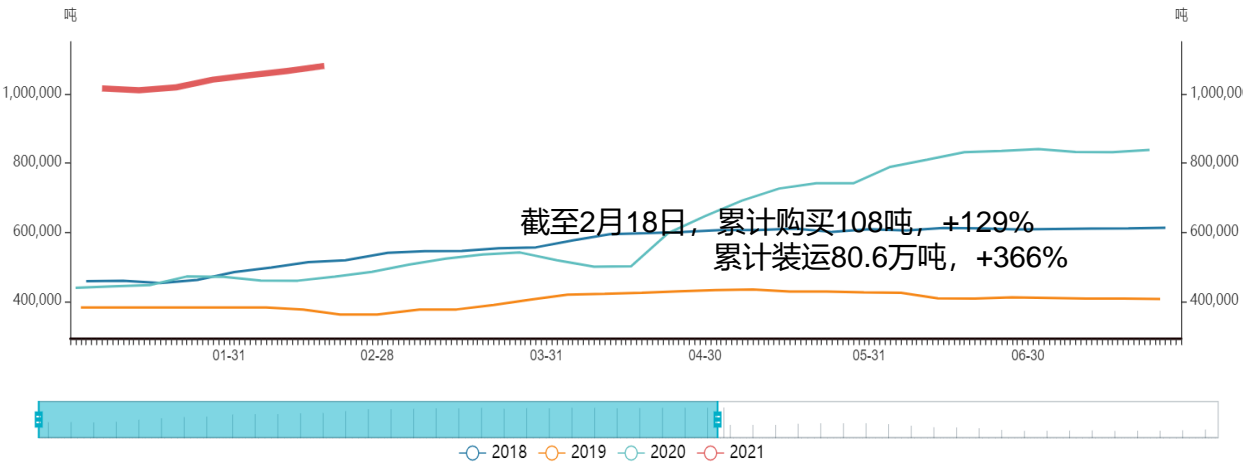
中国积极采购美棉，内外价差熔断收储



本年度美棉净签约销售

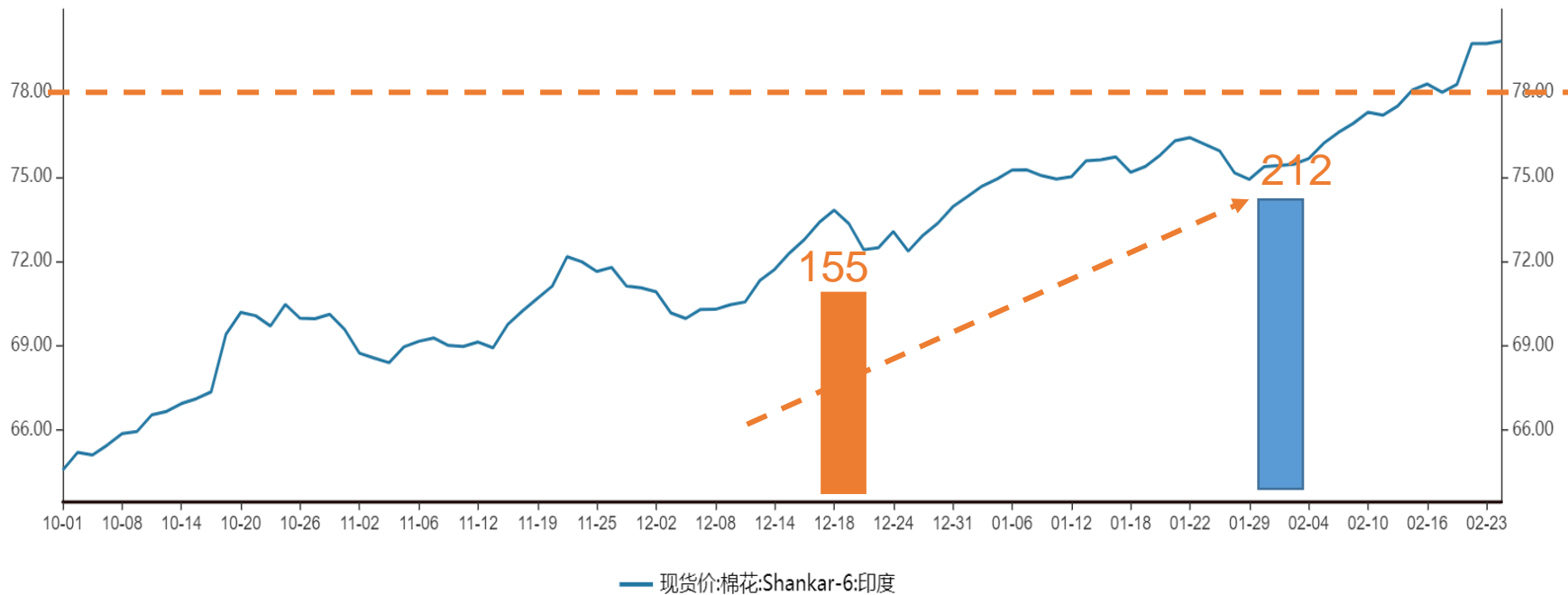


本年度中国采购美棉情况



印度执行收储提振棉价，

印度MSP收储与棉价



目前，CCI在MSP项下已收购155万吨，计划收购212万吨，支撑力量

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，近期CCI收储非常缓慢

结论：

- 1.美棉90美分/磅，郑棉17000元/吨，自2020年3月以来的复苏牛已经达到预设目标，消费复苏和政策买盘等产业利多已经充分反映，后市变数在于消费复苏超预期和产量低于预期。
- 2.目前市场交易宽松通胀，宏观上驱动棉价上涨的力量仍在，价格超越产业基本面进入情绪博弈期，窗口上有继续上涨可能，但不好预测具体点位，只能关注货币和情绪变化。
- 3.一旦通胀交易结束，或消费复苏不及预期，棉价可能掉头向下，要做两手准备。

核心因素：

消费复苏、宽松通胀、天气单产

预期偏差：

疫苗接种、面积天气、货币政策

THANK YOU!