

2020-12-21

产业服务总部

棉纺产业服务中心

棉花年报

可攻可守，棉花终将绽放

报告要点

在经历了罕见的肺炎疫情后，全球棉花库存重新累积至历史高位，但全球需求的恢复弹性很大，供需在新年度得到改善。在全球加大货币投放后，商品价格的重心有望上移，农产品市场价格有重估的动力。新年度，我们对棉价整体持乐观态度，但过高的库存会压制市场的向上空间。

■ 供需端：需求恢复弹性较大，但库存高企

棉花的供需平衡表在过去年度加库存后，新年度将面临需求明显增加，库存再次下降的过程，不过整体库存依然较大。供需棉最差的年份显然已经过去。

■ 估值端：货币供应水漫金山，棉价低估

由于疫情的影响，全球主要经济体发行大量货币，对大宗商品的整体价格有向上推动。在此情况下，目前棉花价格还处于生产成本附近，没有泡沫，且价格低于历史均值。在需求持续恢复的前提下，棉价估值有望提升。

风险点：需求恢复不及预期；国家储备棉政策变化；天气异常

公司资质

长江期货股份有限公司投资咨询

业务资格：鄂证监期货字[2014]1

号

棉纺团队

研究员：

黄尚海

☎：(027) 65261573

从业编号：F0270997

投资咨询编号：Z0002826

助理研究员：

钟 舟

☎：(027)65261353

从业编号：F3059360

顾振翔

☎：(027)65261576

从业编号：F3033495

一、2020 年行情回顾

2020 年棉花行情主要受疫情影响，呈现先抑后扬走势，但在货币超发的年度了，相对其他商品走势要弱很多，主要原因是疫情切切实实的减少了今年的棉花消费，造成库存高企。整个 2020 年的走势，可以分成三个阶段进行回顾：

图 1：郑棉年度走势



资料来源：博易大师 长江期货

第一阶段：疫情爆发阶段

这一阶段是从年初到 3 月下旬，其中又可以分为两个阶段，第一个阶段是疫情主要在中国蔓延，价格在春节后快速下行，但很快止跌反弹，主要是因为中国控制疫情较好，实际上的需求影响有限；后来疫情在全球蔓延，由于国外的管控能力弱于国内，对经济造成较大影响，需求萎缩明显，市场呈现恐慌性下跌。

第二阶段：疫情控制阶段

在市场出现恐慌后，各国出台政策平息市场情绪，疫情在天气好转和严格管控下，对市场的影响逐步减少，同时市场信心也增加。产业链方面，由于中国加大的美棉的采购，以及需求的恢复，棉价也出现明显反弹，但国内一直被市场对需求下降的担心压制，没有突破 13000 元大关。

第三阶段：新棉上市阶段

进入 10 月份，新棉集中上市，由于加工产能过大，同时市场心态较好，籽棉价格持续上行；叠加阶段性的需求爆发，市场快速上行，最高点突破 15000 元大关。后期，下游逐步平复，籽棉价格小幅回落，市场心态逐步平稳，但是价格已经站稳 14000 元关口，重心明显上移。

二、棉花供需分析：需求恢复弹性较大，但库存高企

（一）全球再次累库，新年度将缓解

1、全球供需平衡表有望恢复

2019/20 年度，由于疫情的影响，全球消费量骤减近 400 万吨，导致期末库存增加了 1747 万吨，重新回到历史性高点。但随着疫情的影响逐步变小，疫苗的推出，以及各国的经济刺激政策，新年度的全球消费将明显回升。目前 USDA 预期的全球消费是 2517 万吨，后期还有继续上调的空间。在经济快速复苏的预期下，消费创出历史新高的可能性存在。

产量方面，国内产量一直保持比较稳定的态势，巴西的增长势头近年受阻，美国相对波动较大，印度产量一直维持高位。整体看来，我们认为过去几年巴西的增产可能告一段落，整体产量会维持高位。由于技术的进步，单产波动率变小，除非出现极端天气变化，未来产量有望维持在 2600 万吨左右。

整体来看，国际市场新年度开始就步入平衡偏紧的局面，但是有较大的期末库存，不至于缺棉花。不过随后的几年，可能会持续去库存，市场向上的趋势可能确立。

表 1：全球棉花供需平衡表

	20/21 Dec' 20	20/21 Nov' 20	19/20	18/19	17/18	16/17	环比	同比
收获面积（万公顷）	3250.90	3262.50	3482.80	3335.10	3375.50	2976.10	(12)	(232)
期初库存	2164.35	2168.05	1747.48	1765.70	1748.15	1965.44	(4)	417
产量	2479.67	2527.76	2658.92	2581.44	2698.59	2322.36	(48)	(179)
进口	939.70	932.52	874.89	923.70	904.57	824.52	7	65
总供应	5583.72	5628.33	5281.29	5270.84	5351.31	5112.31	(45)	302
出口	940.62	933.35	892.13	906.55	908.05	828.54	7	48
消费	2517.16	2482.87	2225.59	2615.88	2675.05	2531.13	34	292
损耗	2.94	3.88	-0.78	0.94	2.50	4.48	(1)	4
总消费	2520.10	2486.74	2224.81	2616.82	2677.56	2535.62	33	295
期末库存	2123.01	2208.24	2164.35	1747.48	1765.70	1748.15	(85)	(41)
库存消费比	61.40	64.64	69.42	49.61	49.28	52.03	(3)	(8)
单产（公斤/公顷）	763	775	764	774	800	780	(12)	(1)

资料来源：USDA 长江期货

2、国内供需相对偏紧

我们通过一些公开数据测算，加上自己的估计，得出的结论是 2020/21 年度，国内供需情况可能偏紧。

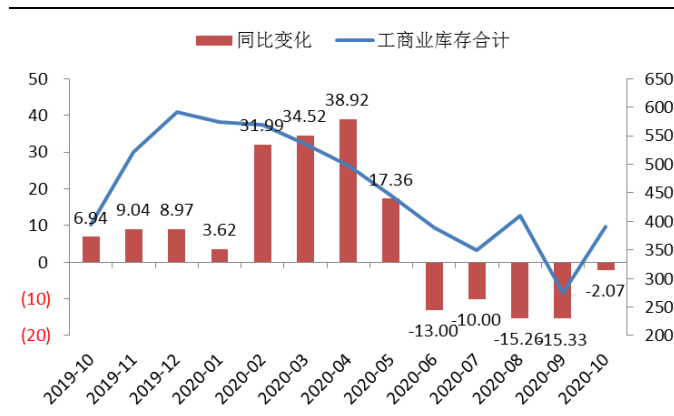
表 2：国内供需平衡表分析

	期初库存	年度产量	进口量	净抛储量	期末库存	消费量
2020-2021	275	564	200	0	239	800
2019-2020	290	575	118	13	275	721
2018-2019	259	577	203	100	290	849

资料来源：中国棉花信息网、WIND、长江期货

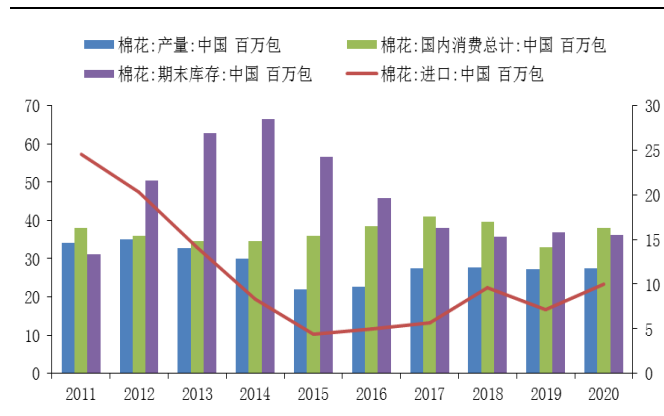
期初库存和期末库存是采用中国棉花信息网的工商业库存计算，年度产量按中国棉花信息网的数据录入。进口量采取棉花年度的方式计算海关进口数据，净抛储量统计储备棉的数据。

图 2：工商业库存数据变化



资料来源：中国棉花信息网 长江期货

图 3：USDA 中国供需平衡表



资料来源：WIND 长江期货

根据 2018–2019 年度和 2019–2020 年的数据进行推算，该两个年度的消费量分别为 849 万吨和 721 万吨，和市场的预期比较一致，说明这个计算公式有一定的合理性的。

按照这个公式，对 2020–2021 年度进行推算：期初库存为 275 万吨，产量为 564 万吨，均引用中国棉花信息网数据。进口量部分，暂且按 200 万吨计算，相比 2019–2020 年度提升明显，回到 2018–2019 年度，后期可能还有增加空间。有几个方面原因：一为国储棉供应不足，缺口较大；二为美国对新疆棉实施进口禁令，对进口棉需求增加；三为加大美棉采购为阶段性国家政策。净抛储量方面，仅仅从国内资源看，预计难以再向市场供应棉花，目前轮入没有启动的空间，后期有可能抛储，整体看，净抛储量为零是比较合理的推论。

关于新年度的消费量，我们比较看好需求的恢复，但是由于目前疫情依然在影响外需，因此给 800 万需求是一个比较悲观的假设，中性预测可以为 850 万吨，如果非常乐观的情况下，可以达到 900 万吨。

按照进口量和消费量的不同预期，我们以悲观、中性和乐观情况再进行分析，可以发现，在悲观预期下，国内供需也偏紧，如果出现中性或者乐观情况，国内资源会比较紧张。

表 3：国内供需平衡表不同情境分析

	期初库存	年度产量	进口量	净抛储量	期末库存	消费量
悲观	275	564	200	0	239	800
中性	275	564	230	0	219	850
乐观	275	564	250	0	189	900

资料来源：中国棉花信息网、WIND、长江期货

3、主产国供需预期

印度方面，CAI 最新发布的 11 月份供需平衡表中，2020/21 年度棉花出口量预期为 91.8 万吨，较上月调减 10%；期末库存预期在 159 万吨，环比调增 6.8%。其他各项数据均与上月保持一致，未进行明显调整。

从各邦产量预期来看，北部棉区调整幅度最大，同比减少 4.8%，其中哈里亚纳邦同比减少 19.6%。同时中部棉区的中央邦与卡纳塔克邦同比分别增加 16.7%与 30%。2020/21 年度印度棉花总产预期在 605.2 万吨，同比小幅减少 1.1%。

表 4：印度棉花协会供需平衡表

项目	2019/20年度		2020/21年度		环比	同比
	万包	万吨	万包	万吨		
总供给						
期初库存	320.0	54.40	1075.0	182.8	0.0%	235.9%
产里	3600.0	612.00	3560.0	605.2	0.0%	-1.1%
进口	155.0	26.35	140.0	23.8	0.0%	-9.7%
总供应里	4075.0	692.75	4775.0	811.8	0.0%	17.2%
总需求						
纺企消费	2180.0	370.60	2880.0	489.6	0.0%	32.1%
小型企业消费	180.0	30.60	240.0	40.8	0.0%	33.3%
非纺企消费	140.0	23.80	180.0	30.6	0.0%	28.6%
国内消费总里	2500.0	425.00	3300.0	561.0	0.0%	32.0%
盈余	1575.0	267.75	1475.0	250.8	0.0%	-6.3%
出口	500.0	85.00	540.0	91.8	-10.0%	8.0%
期末库存	1075.0	182.75	935.0	159.0	6.8%	-13.0%

资料来源：中国棉花信息网、长江期货

巴西棉花出口商协会 (ANEA) 发布了 2020/2021 年度最新供需预测。其中巴西棉花总产预期 260 万吨，同比减少 13%。消费量预期为 70 万吨，同比增加 17%。出口量预期在 207.6 万吨，同比小幅增加。期末库存预期 180.5 万吨，同比减少 9%。

表 5：巴西棉花出口商会供需平衡表

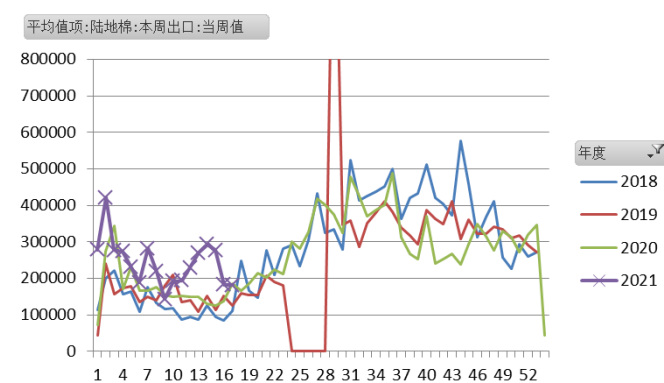
项目	2020年	2021年	同比
期初库存	16.7	19.7	18.08%
产量	298.0	260.0	-12.75%
消费	60.0	70.0	16.67%
出口（1-6月）	83.6	97.5	16.63%
出口（7-12月）	118.0	110.0	-6.78%
进口	0.0	0.1	/
期末库存	197.2	180.5	-8.47%

资料来源：中国棉花信息网、长江期货

USDA 对美国的供需预期，产量下滑，出口量增加，期末库存下滑。产量调减 23.95 万吨，主要是德州 19.59 万吨的减少。国内消费量持稳，但出口调增至 326.58 万吨，主要是全球消费和美国出口销售量增加。期末库存减少至 124 万吨，为消费量的 33%。库存消费比较 2019 年度减少 8%，为 2007 年度以来的第二高。2020 年度陆地棉价格预测在 65 美分/磅，较上月预测高 1 美分，较 2019 年度高 5.4 美分。

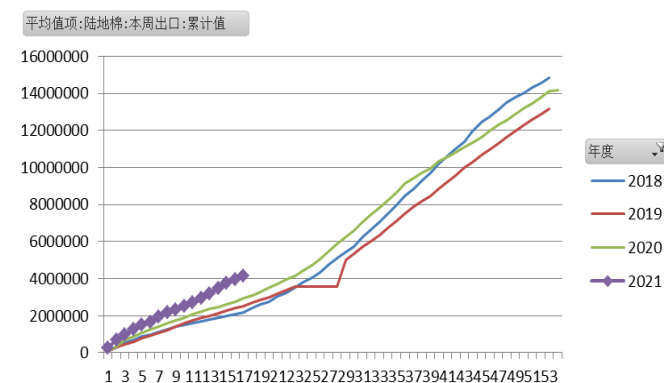
美棉出口方面，截至 12 月 3 日当周，2020/21 美陆地棉周度签约 9.14 万吨，较前一周增 45.1%，较前四周水平增 61.2%，其中中国 3.61 万吨，巴基斯坦 1.72 万吨；总签售 232.9 万吨，同比减 5.3%；周出口装运量 7.33 万吨，较前一周增 78.7%，较前四周水平增 38.3%；累计出口装运量 101.05 万吨，同比增 35.6%。

图 4：美棉出口当周数据



资料来源：WIND 长江期货

图 5：美棉出口累计数据



资料来源：WIND 长江期货

（二）需求有望明显好转

1、疫情影响明显减小

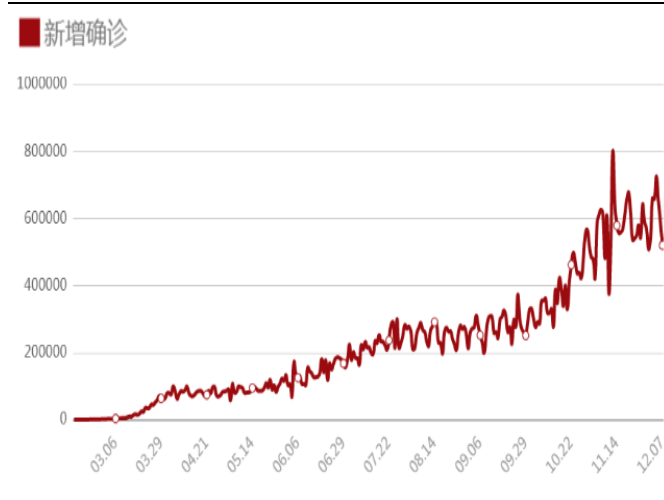
肺炎疫情已经持续了一年多，目前对市场的影响已经明显减少了。根据世卫组织最新实时统计数据，截至北京时间12月7日22时47分，全球累计新冠肺炎确诊病例66422058例，累计死亡病例1532418例。进入秋冬季后，欧洲疫情重新爆发，近期全球日均新增在50万人左右，中国也有零星爆发。

疫苗进展方面，根据杜克大学统计，为应对新冠疫情的影响，主要国家尽可能多的购买疫苗剂量，截止12月4日，已确认采购量达73亿剂，且有26.5亿剂的采购仍在谈判中。从收入划分来看，高收入国家目前拥有39亿剂，中高收入国家持有10亿剂，中低收入国家则持有17亿剂。从国别来看，印度已确定购买量最高为16亿剂，其次为欧盟的15.9亿剂和美国的10.1亿剂；若考虑潜在购买量在内，美国最多为26.1亿剂，其次为欧盟的19.7亿剂。

据中金公司预计，高收入国家将在2021年夏天实现群体免疫，有望重回“正轨”；由于获取疫苗时间靠后，中低收入国家实质全面开启大规模疫苗接种将落后高收入国家2个季度左右，中低收入国家完成接种时间或落后高收入国家3-4个季度。

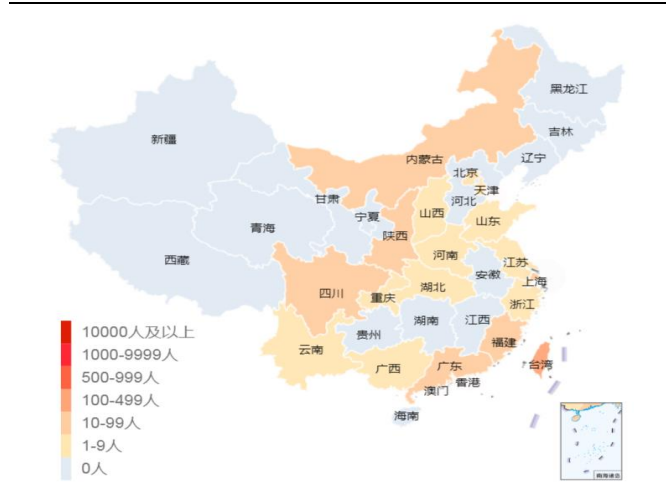
从目前疫情对市场的影响看，由于疫苗进展顺利，且中国疫情控制较好，市场对疫情的重新爆发的反应比较平静。只要后期中国不出现大面积爆发，疫情对全球经济的影响比较有限。

图6：海外新增确诊趋势



资料来源：腾讯网 长江期货

图7：国内现有确诊发布



资料来源：腾讯网 长江期货

2、内外需恢复明显

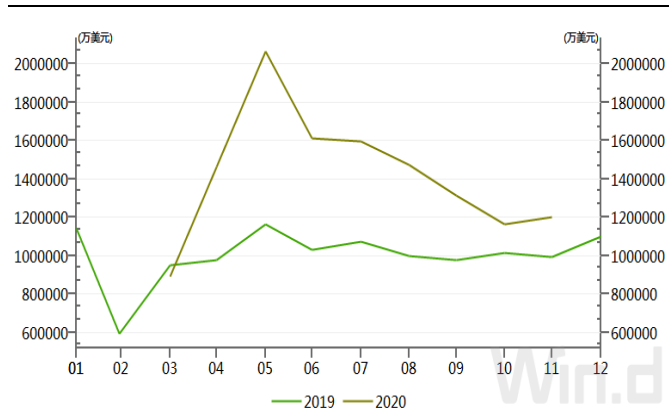
在今年上半年的惨淡后，下半年我国纺织需求的内外需都恢复比较明显。

海关总署最新数据显示，2020年11月，我国出口纺织品服装246亿美元，同比增长13.5%，环比下跌1%。其中出口纺织纱线、织物及制品120.4亿美元，同比增加13.5%，环比增加3.2%；出口服装及衣着附件125.55亿美元，同比增加13.5%，环比下跌1%。2020年1-11月，我国纺织品服装

累计出口 2652.1 亿美元，同比增长 10%，其中纺织品出口 1416.5 亿美元，同比增长 31%，服装出口 1235.6 亿美元，同比下降 7%。

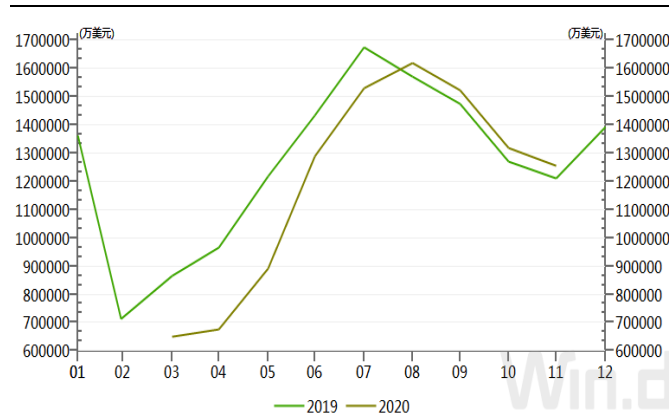
由于纺织品出口有防护设备出口的影响，我们从服装出口来看，市场从 5 月份开始明显转暖，到了 8 月份，开始超过去年的数据，同比正增长，说明外需恢复比较明显。

图 8：近两年纺织品当月出口情况



资料来源：WIND 长江期货

图 9：近两年服装当月出口情况

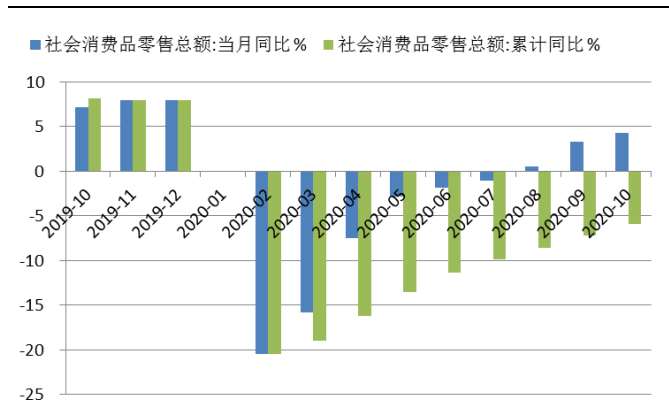


资料来源：WIND 长江期货

内需方面，1-10 月社会消费品零售总额同比增长-5.9%，较前值回升 1.3 个百分点。10 月社会消费品零售总额单月同比增长 4.3%，较前值回升 1 个百分点，超预期增长。实际社零单月增速 2.4%，较上月上升 3.5 个百分点，增速由负转正。10 月服装鞋帽、针、纺织品零售类值同比增长 12.2%，较 9 月提升 3.9 个百分点，穿类实物商品网上零售额累计增长 5.6%，较 9 月提升 2.3 个百分点。

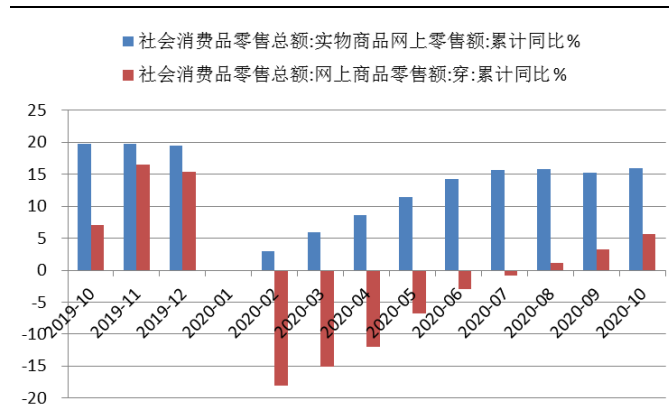
内需方面，恢复的比外需要快，增长也比较明显，今年的整体国内消费受到的影响较外需小。

图 10：社销数据 8 月转正



资料来源：WIND 长江期货

图 11：零售数据恢复情况



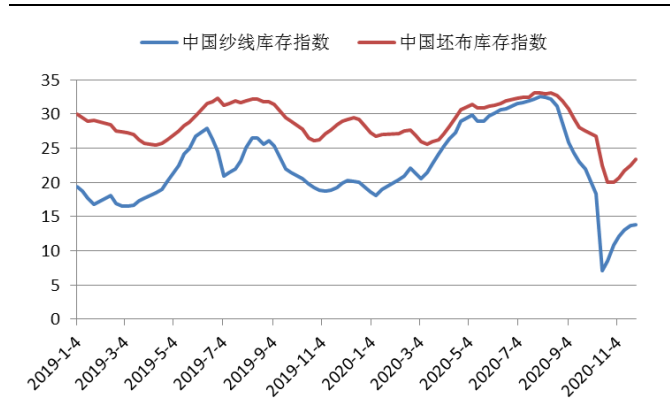
资料来源：WIND 长江期货

（三）产业链运转逐步好转

1、产业链库存处于低位

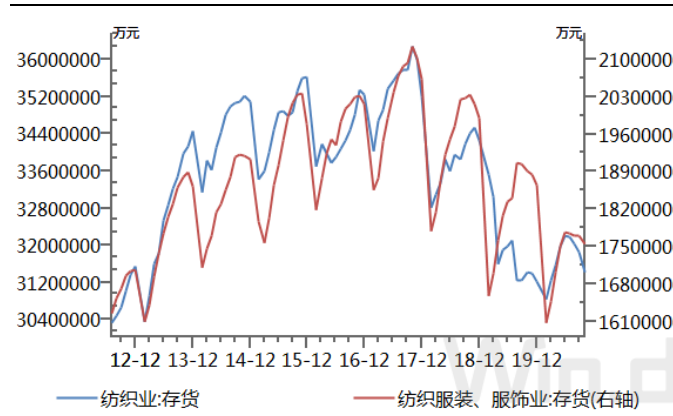
从纺织产业链的库存看，目前整体库存虽然经过前期的补库，但依然处于低位，纱线库存和坯布库存依然低于近两年的均值，同时也是历史低位。纺织业和服装制造业的存货规模自 2017 年以来，持续下降，较高点去化近 20%。

图 12：纱线和坯布库存走势



资料来源：TTEB 长江期货

图 13：纺织服装业存货规模持续下降



资料来源：WIND 长江期货

2、产业链开工率回升

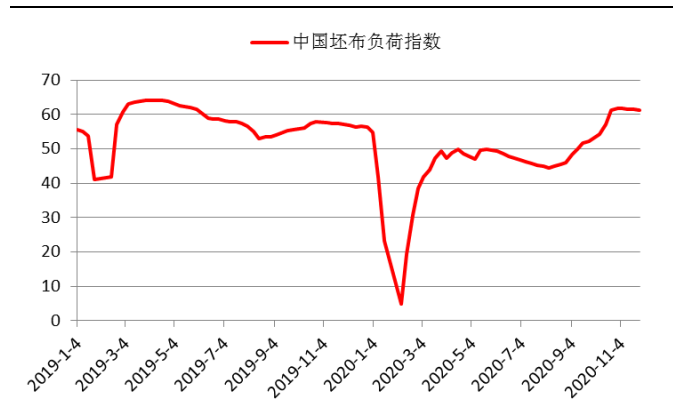
从纺织产业链的开工看，目前纱线和坯布的负荷指数也回升至近两年的高位。特别是 8 月份以来，整个产业链回升明显，也是导致 10 月份棉花价格出现大涨的主要推动因素。近期市场出现回调，但企业的开工并没有明显的回落，依然维持高位，说明需求有一定的持续性。

图 14：纱线负荷指数



资料来源：TTEB 长江期货

图 15：坯布负荷指数



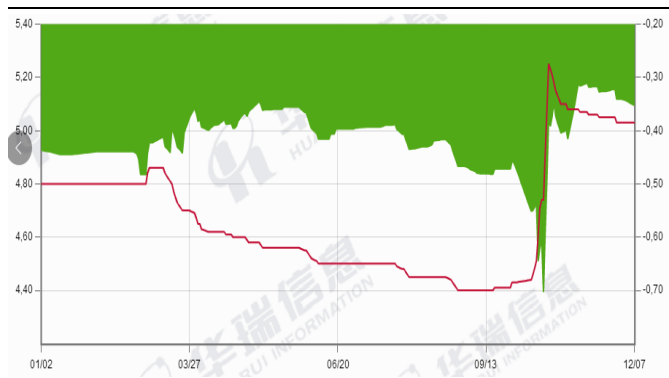
资料来源：TTEB 长江期货

3、产业链利润依然亏损

从纺织产业链的利润看，目前依然处于亏损阶段，虽然较最悲观的时候有所好转，但远远没有恢复正常。说明在需求萎缩的情况下，降价竞争的压力较大，很多企业都是在勉强支撑运营，希望

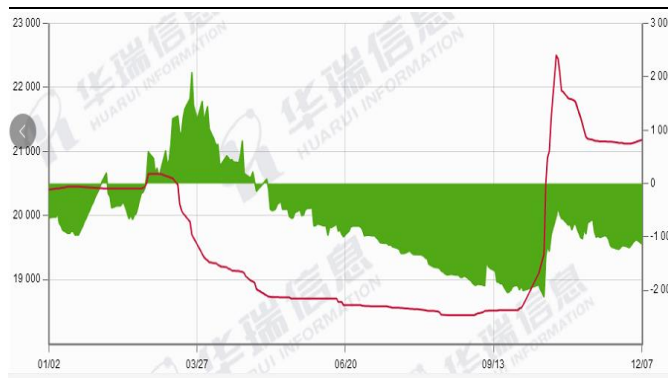
等到光明的那一天。

图 16：坯布利润走势



资料来源：TTEB 长江期货

图 17：纱线利润走势



资料来源：TTEB 长江期货

供需面总结：2020 年的疫情导致全球库存阶段性暴增，但后期消费复苏的预期很强，全球产量虽然维持高位，但未来库存去化会比较快，压力明显低于 2020 年。

三、棉花估值分析：货币供应水漫金山，棉价低估

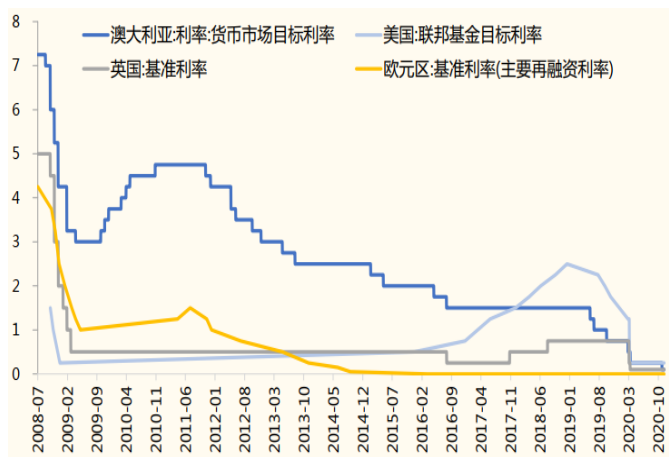
（一）本轮疫情导致全球货币扩张

本轮疫情爆发后，全球主要经济体均在财政和货币政策方面进行了明显的动作。**第一，降息。**美联储连续两次紧急降息至零利率的超低水平；英国央行降息两次至 0.1%，刷新历史新低。欧央行和日本在疫情前已经实行了负利率的政策，但欧央行也在疫情二次爆发的 10 月宣布将存款利率从 -0.4% 下调 10 个基点至 -0.5%，同时宣布重启 QE。**第二，资产购买计划。**美联储在 3 月 FOMC 会议上宣布了 7000 亿美元的资产购买目标；欧洲央行推出累计高达 1.35 万亿欧元的紧急资产购买计划；英国央行将资产购买规模扩大至 7450 亿英镑。**第三，信贷政策。**主要几个央行都采取了非常规的信贷支持政策，一方面更新和加大了贷款工具，另一方面以更加优惠的价格提供长期融资。

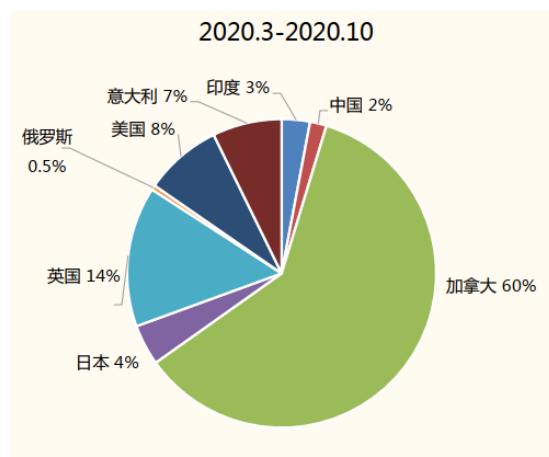
中国方面，今年为了防控疫情，央行推出了多项直达实体经济的货币政策工具，其中涉及的新增贷款规模为 2.8 万亿，涉及的贷款本金延期规模为 3.7 万亿。其中有 3000 亿是抗疫专项再贷款，1.5 万亿是普惠性再贴现再贷款，还有 1 万亿是普惠小微企业信用贷款支持计划。除了央行创造各种直达实体的货币政策工具以外，今年以来央行多次降准，给商业银行提供了 1.75 万亿资金，也可以额外用来放贷。

图 18：疫情后主要国家通过降息来提振经济

图 19：疫情后主要国家扩表增速占总体增速比重



资料来源: Wind 长江期货



资料来源: Wind 长江期货

（二）大宗商品价格快速上涨

从价格走势来看，今年疫情以后，大宗商品出现了明显的上涨。我们分别以 2019 年年底和 2020 年 3 月底统计了主要大宗商品的走势，整体统计数据如下：

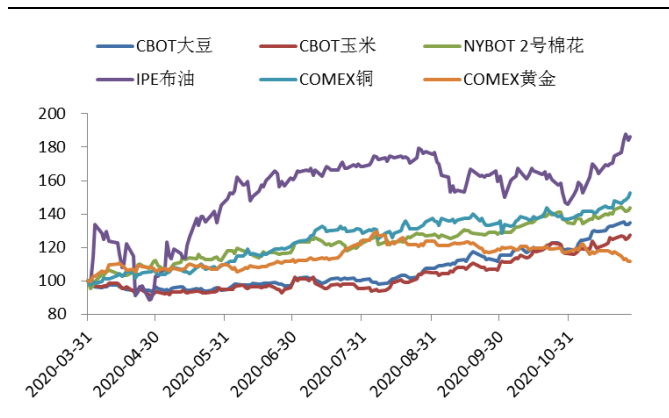
表 6：年度大宗商品走势统计

	CBOT大豆	CBOT玉米	NYBOT 2号棉花	IPE布油	COMEX铜	COMEX黄金
2019-12-31	124.82	112.40	106.38	73.15	121.64	117.40
2020-3-31	134.75	127.45	143.54	186.34	152.58	111.61

资料来源: 长江期货

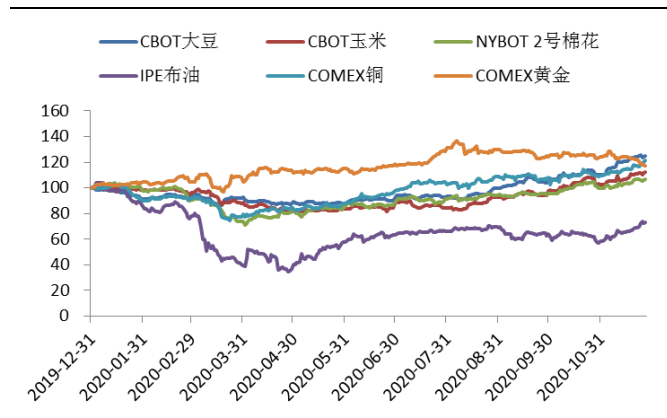
整体看来，大宗商品均有较明显的上涨，其中主要的上涨都是出现在 3 月底以后，各国货币宽松政策出台的时间点，其中黄金创出了历史新高后出现了回落，而铜为代表的工业品创出近两年高点，大豆玉米和棉花也有不错的表现，原油则因为自身的原因，还出现年度下跌的走势。

图 20：3 月 31 日以来主要大宗商品走势



资料来源: Wind 长江期货

图 21：年初以来主要大宗商品走势



资料来源: Wind 长江期货

在货币大量发行后，通货膨胀还是存在较大的压力，黄金创出新高，一方面是因为市场的避险情绪，一方面也是对货币购买力下降的反应。原油市场则因为供

应过剩，4 月份出现了超想象的下跌。农产品方面，大豆和玉米都涨至近年新高。棉花走势相对比较稳定，但 4 月时下跌幅度较大。

（三）棉花估值处于低位

我们认为棉花估值处于低位，主要是从其和其他农产品的比价以及其自身的历史价位进行比较。

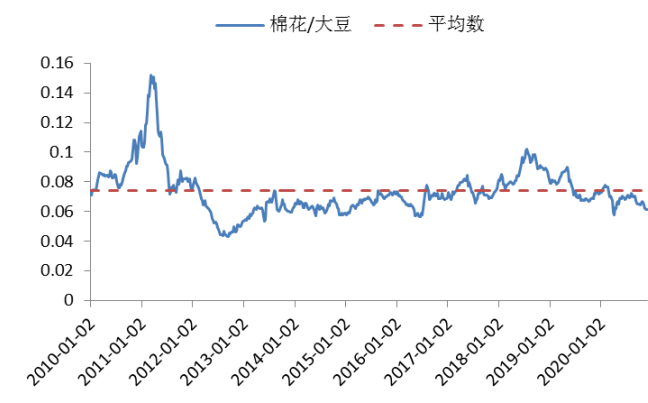
表 7：棉花、玉米、大豆比价情况

	棉花/大豆	棉花/玉米
历史比价均值	0.074	0.18
当前比价	0.061	0.17
最高	0.152	0.297
最低	0.043	0.089

资料来源：长江期货

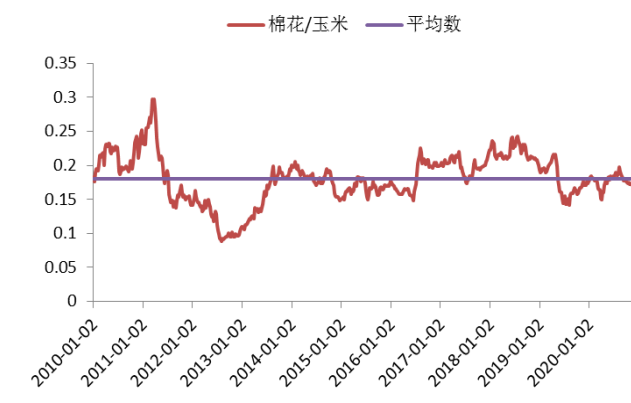
从和其他农产品的比价看，目前棉花处于较历史数据偏低的位置。我们以全球最主要的农产品，也是和棉花存在一定竞争关系的农产品大豆和玉米的价格数据和棉花进行比较，目前均低于历史均值。

图 22：10 年以来棉花和大豆价格比值（美国期货价格）



资料来源：Wind 长江期货

图 23：10 年以来棉花和玉米价格比值（美国期货价格）

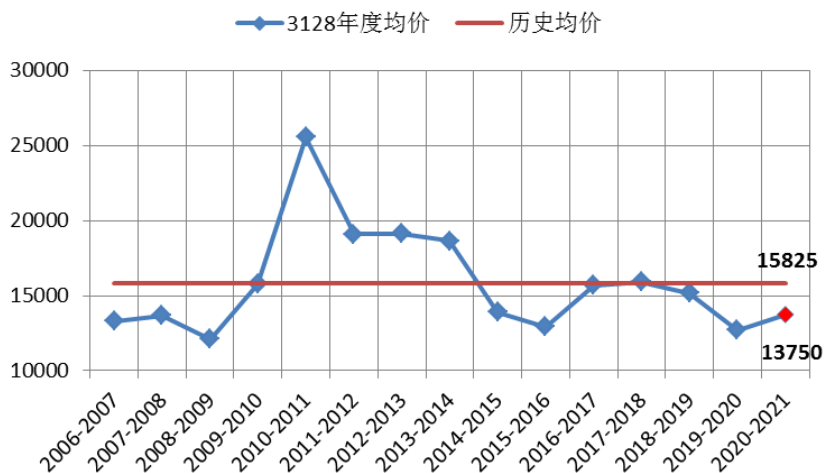


资料来源：Wind 长江期货

从棉花自身的对比看，过去多年以来 3128B 指数的历史均值在 15825 元，当前年度到目前的均值为 13750 元，当前的绝对指数价格为 14598 元。从均价看，低于历史均值 2075 元，从时点价格看，低于均值 1227 元，均有不小的幅度。

图 24：2006 年以来棉花 3128B 指数年度价格均值





资料来源: Wind 长江期货

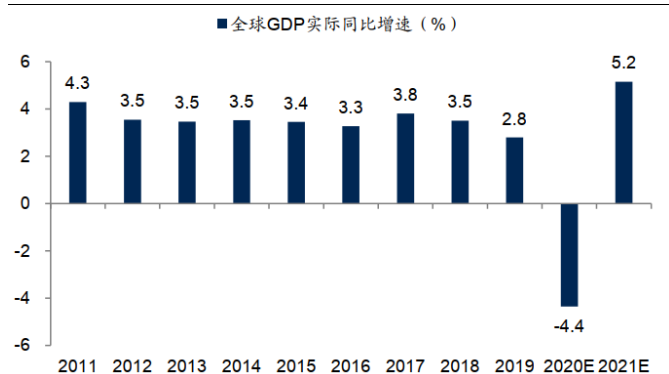
估值总结: 如上所述, 在全球货币加大投放, 大宗商品重心整体上移的大背景下, 棉花价格无论是从横向, 还是纵向都处于低估区间, 具有较大的估值优势。

四、要点分析

(一) 宏观经济形势向好

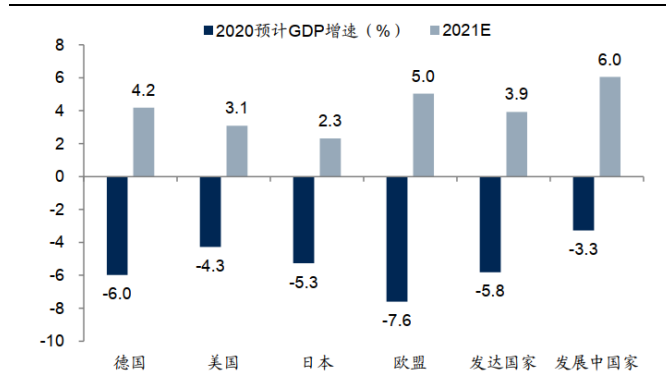
新冠疫情使得一季度全球经济大幅受挫, 不过二季度以来欧美经济已经出现了边际改善, 海外需求总体出现扩张。随着新冠疫苗研制取得实质性的进展以及国外防控政策的放松, 明年全球经济大概率将共振复苏。根据 IMF 最新的预测, 2020 年国外主要经济体经济都将出现负增长, 全球经济增速预计将下降 4.4%, 但 2021 年各国经济都将出现不同程度的改善, 全球经济增速将上升至 5.2%。全球经济的共振复苏预计会对中国外需产生较大的提振作用, 出口预计保持较快增长。

图 25: IMF 预计 2021 年全球经济增长将回升至 5.2%



资料来源: IMF 长江期货

图 26: 国外主要国家及经济体经济都将出现明显复苏

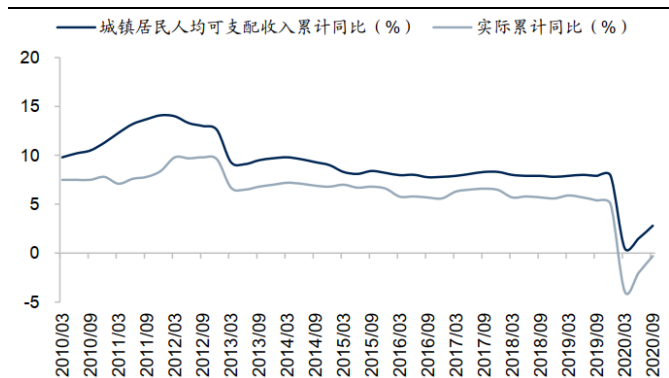


资料来源: IMF 长江期货

从内需方面来看, 明年消费将持续发力助力经济增长。一方面, “十四五”规划建议中明确指出, 要加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。另一方面, 城镇居民可

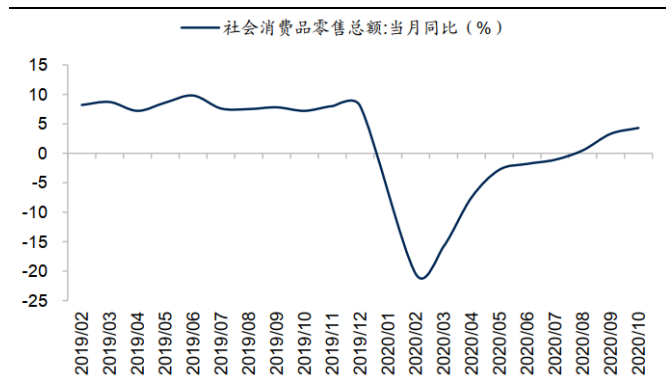
支配收入的持续回升也将推动居民消费支出的提升。近期国内的消费也已经出现了加速复苏态势，8月份我国社消零售当月同比增速首次转正，9月和10月增速进一步上升至3.3%和4.3%。

图 27：居民可支配收入同比增速已经开始回升



资料来源：WIND 长江期货

图 28：社会消费品零售总额同比增速近期开始加速回升



资料来源：WIND 长江期货

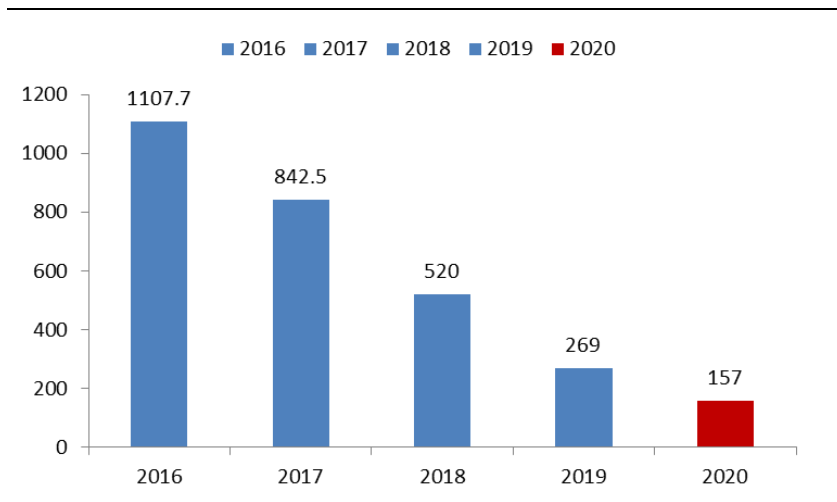
宏观经济的进一步复苏，会带来内外需的继续好转，我们对新的一年全球需求爆发比较乐观。

（二）储备棉市场还有一定扩张的空间

跟踪最近几年的收抛储数据，在不考虑今年大量进口棉中转国储的情况下，目前国储存量在 157 万吨左右。我国目前的年度棉花缺口在 300 万吨，国储棉存量相对偏少，后期还有较大的补库空间。

目前储备棉在国内轮入，一般会加入内外棉价差的条件，可以科学的抑制收储对市场的影响，保障国内纺织企业的竞争力。12 月准备启动的新年度轮入，由于内外价差的影响，暂停进行。如果在国内收储受阻的情况下，继续轮入外棉的可能性很大，同时也可以加大对美棉的进口，有利于双方贸易决议的执行。

图 29：国储棉存量快速减少

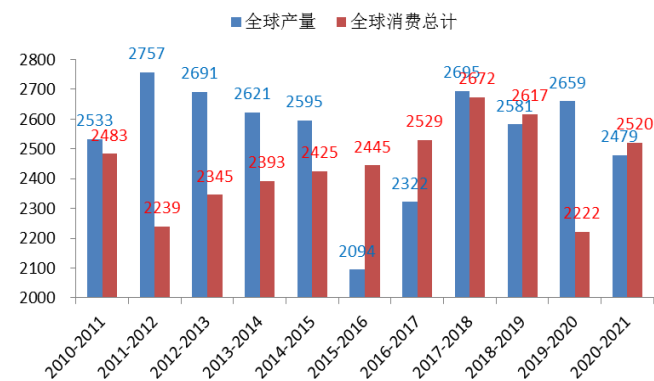


资料来源：Wind 长江期货

（三）全球棉花库存高位的去化分析

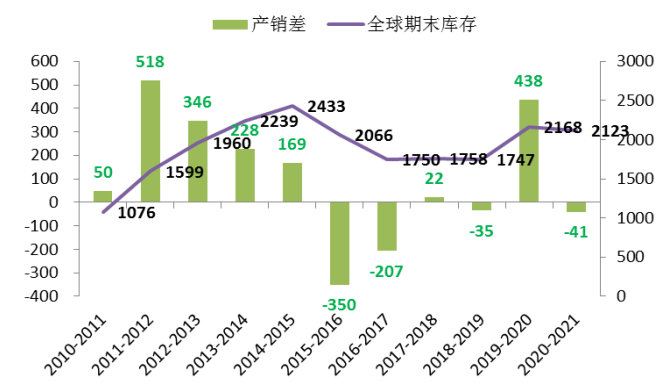
从全球的供需平衡表看，目前期末库存处于历史高位，去化的压力很大。但从这几年的期末库存的走势和价格对比看，又没有那么悲观。

图 30：全球棉花供需走势



资料来源：WIND 长江期货

图 31：全球棉花期末库存和缺口



资料来源：WIND 长江期货

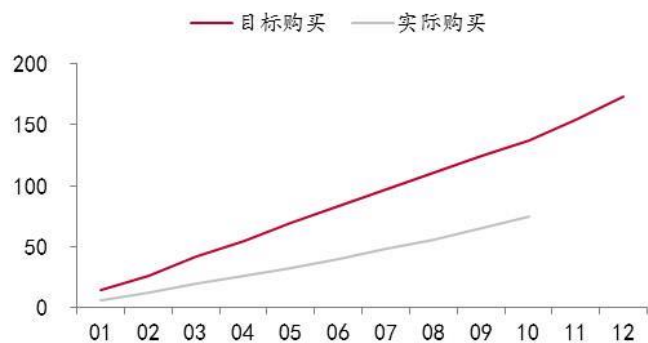
从产量看，新年度存量预期为 2479 万吨，最近几年的平均值为 2616 万吨；从需求看，新年度预期为 2520 万吨，近年平均 2512 万吨，但剔除疫情影响的年份，平均需要为 2608 万吨，供需基本平衡。但考虑到目前全球经济的快速恢复，我们对新年度消费比较乐观，有望达到历史新高，即平均接近 2700 万吨。这样，平均每年的缺口有望达到 90 万吨，新年度缺口有望达到 180 万吨。目前的期末库存预期为 2123 万吨，在以上的预期下，要回到前期 1750 万吨的低位，大概在 2024 年。如果天气情况有加成，会将库存去化提前到 2023 年度。如果中国国储加大储备，时间可以提前至 2022 年度。

（四）中美纺织品贸易关系有望相对缓和

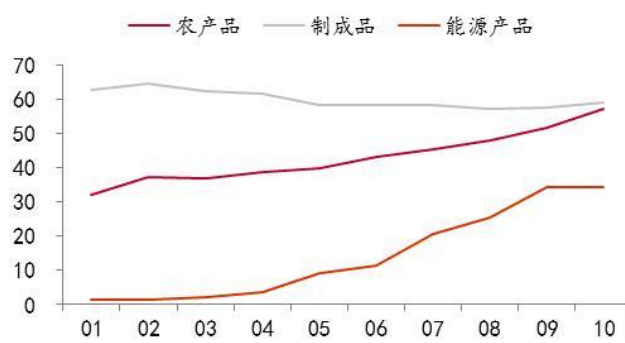
首先，我们认为双方的关系已经在缓和。中美之间的此轮博弈，从 2017 年的 301 调查开始发酵，经历了摩擦、升级、第一阶段协议谈判及第一阶段协议执行的四个阶段，摩擦的领域从贸易谈判，逐步扩大到了科技、台湾问题、香港问题、外交、军事、金融等一系列领域。可以说，中美关系已经紧张了三年之久。但下半年以来，虽然中美双方有很多摩擦，但是双方都在有效的执行前期的协议。行胜于言，我们认为行动表现了双方致力于缓解贸易摩擦的诚意。当然，从中期来看，美国在压制中国崛起的战略方向上是有共识的，只是策略上有所不同。

图 32：中美第一阶段协议跟踪

图 33：中美第一阶段协议各类型商品购买进度（%）



资料来源: WIND 长江期货



资料来源: WIND 长江期货

其次, 拜登上台更加有助于双方加深贸易沟通。拜登从宣布参选开始, 就表现出对特朗普关税政策的不满。2020 年 8 月 6 日, 拜登在接受美国全国公共广播电台采访时表示, 他若当选将取消特朗普政府对中国商品加征的关税。拜登取消对华关税的深层原因在于维护民主党州利益。从 2018 年至 2019 年美国各州对华出口变化来看, 沿海各州对华出口下滑程度远大于中部地区。而沿海地区是支持民主党的主要票仓。

但是, 美国针对新疆棉的使用禁令, 可能对市场会有较深远的影响。一些大型企业为了规避后期的不确定性, 已经要求供应商使用进口棉。中国对美出口涉及棉花消费近 100 万吨, 同时还担心其他国家跟进。

五、行情展望

2019/20 年度, 市场主要受疫情影响, 导致消费大减, 期末库存攀升。展望 2020/21 年度, 疫情有望得到控制, 全球经济恢复性增长, 需求会有较大的恢复, 在产量变化不大的情况下, 全球重新去库存。从棉花的估值看, 不管是横向和其他大宗商品比较, 还是和自身的历史走势比较, 都有较大的优势。不过, 由于库存充裕, 市场不会出现供需紧张的局面。

我们认为在 20/21 年度, 价格重心会逐步震荡抬升, 合理价格中枢在 14000-16000 元区间, 相当于回到历史平均价格区间。如果天气因素变化, 或者种植面积有变化, 价格有上 17000 的可能性。当然, 中国疫情的变化很重要, 不能够出现较大范围的爆发。

总得看来, 从需求端, 全球需求有望向好, 是为攻; 从供应端, 价值低估, 是为守; 攻守兼备, 棉花当仁不让。

建议上游加工企业和贸易商寻找有利点位结合自身成本, 积极进行套期保值, 锁定利润; 纺织企业目前库存较低, 建议选择回调时机进行买入套期保值, 加大采购力度; 投机客户以逢低做多思路操作。

风险提示：

- 1、疫情继续对经济造成明显负面影响；
- 2、宏观经济恢复不及预期；
- 3、天气出现异常变化；

风险提示

本报告仅供参考之用，不构成卖出或买入期货、期权合约或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享投资收益或者分担投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应当充分了解报告内容的局限性，结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及员工对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

免责声明

长江期货股份有限公司拥有期货投资咨询资格。长江期货系列报告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做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告所载明日期的判断，本公司可随时修改，毋需提前通知，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司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，不代表对期货价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述期货的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的交易机会不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、引用或再次分发他人，或投入商业使用。如征得本公司同意引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长江期货股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。

武汉总部

地址：湖北省武汉市武昌区中北路长城汇 T2 27 层

邮编：430000

电话：（027）65261325

网址：<http://www.cjfc.com.cn>