



棉花年报


一山还有一山高，未来仍可期

观点：

外盘的走势很大程度上受到 USDA 公布的月度全球库消比的影响。后续外盘走势的大方向，仍是要看平衡表或库消比的调整。从历史上看，12 月之后库消比大幅调整的概率不高。具体问题具体分析地看，对比 12 月 USDA 供需平衡表，我们认为中国在 19/20 年期末库存有下调空间；在 20/21 年消费上仍有上调空间。我们对于后续全球库消比调整方向上的预估为：在中国因素的带动下，继续下调。

展望：

21 年第二季度伊始，21/22 的生产因素就要逐步入场。从价格关系上，在玉米、大豆相对高位下，我们倾向于一个偏低的美棉种植面积，期望值在 1179 万英亩。天气方面，12 月 NOAA 拉尼娜的持续概率调整上有变弱的倾向；因此在极端天气这块，我们更倾向于一个偏中性的影响。另外，在正文中未提到的印度近期正经历着农业补贴政策的调整，或许会是未来棉市一个重大的风险因素。在新年度的需求上，我们认为中国需求的率先恢复仍会引领 20/21；但随着中国需求恢复增量的边际递减；在 21/22 年，更多的需求增量将会由在疫情中受到更多打击的国家中出现。即 21/22 年的需求增量，更多地来源于国外。总体在 21/22 年，我们期待着由竞争作物价格升高带来的面积下降以及需求继续恢复。

 作者：蓝官李庆

联系方式：0571-85367298

邮箱：hide823@126.com

从业资格证：F3024723

执业证书编号：Z0012899



行业走势图



一、行情回顾



图 4-3-1 郑棉活跃合约 20 年日线图 数据来源：wind，大地期货

2020 年是不平凡的一年。对于棉花而言，我们好不容易迎来了中美贸易冲突的缓和，却又在年初遭遇了新冠疫情。在行情的表现上，表现为 1-3 月的价格大幅下降。

4-10 月，行情表现上，是阶梯上涨的态势。在影响因素上，供应层面，4-5 月是北半球棉花种植开始的时期，市场开始关注新年度的产量。在产量上，我们关注的要点有播种面积、弃种率、单产。在播种期竞争作物价格相对高、生长期美国西南干旱严重的情况下，美棉产量调整都是向着一个收缩的方向。而印度先后经历了蝗虫、洪涝；中国因选种问题导致了质量的问题；整体 20/21 全球年度的棉花供应，是逐步向下调整的。需求方面，随着中国率先控制住了新冠疫情，4、5 月内需便获得了复苏；8 月外需全面恢复；20/21 年度的需求主旋律是恢复。因此，4-10 月的阶梯式上涨，是有坚实的基本面基础的。

10 月中旬，下游订单上有需求后置叠加外单回流，产业产成品库存大幅下降，纺服下游一片欣欣向荣，期价节节升高。另一边，高轧花产能带动了高籽棉收购价；籽棉收购价与期价相互促进，齐头并进。然而，随着 10 月下旬下游订单火爆的回落，期价涨势暂缓，高位震荡。另一边，籽棉价格虽亦有回落，但 20/21 年籽棉收购价始终在一个相当高的位置；对于全年的棉价，是很强的成本支撑。10 月中旬回调后，期价在 14000-14700 震荡，期现倒挂。随着 12 月 USDA 月报利多调整，美盘上涨，国内期价也在此触发下上了一个台阶。内外价差保持高位，国储收储没有展开。10 月下旬后的国内棉花市场，受到产业因素影响较大。在下文中，我们将目光放在更长远的全年格局，为投资者梳理新一年的棉花供需情况。

二、主要关注因素分析

1、外盘：全球库消比与行情

农产品库消比对行情的定调作用无需多言。以往我们常用年度库消比与价格同列进行分析，虽然能对行情大方向进行定性的分析，但不能解释行情节奏。事实上，影响外盘行情或者节奏的很重要的因素，是每个月调整、变化的 USDA 平衡表。

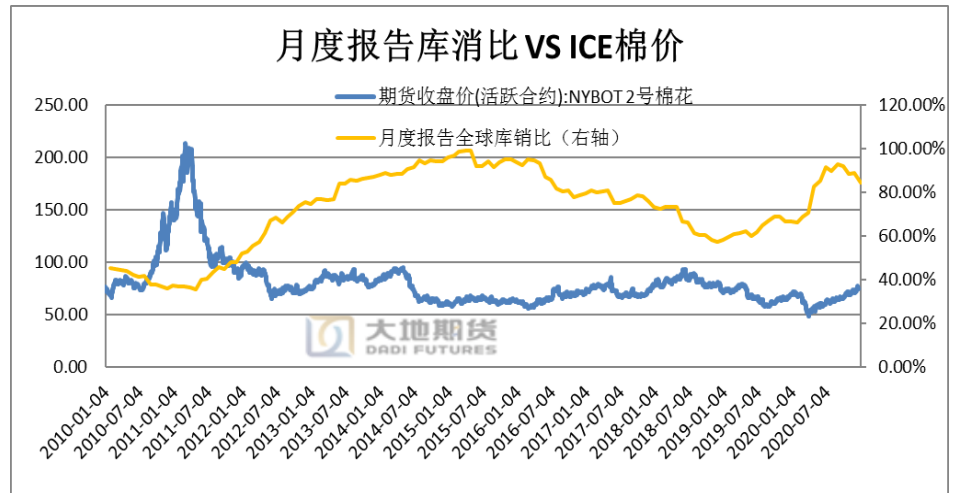


图 2：月度报告库消比 VS ICE 棉价，来源 wind，大地期货

从上图我们可以非常直观地看出，ICE 价格的变化与 USDA 月度报告全球库消比的变化呈非常显著的负相关。而从目前全球库消比的绝对位置看，是处在一个偏高的位置的。结合近期的行情来理解，12 月 USDA 供需月报下调产量，上调消费，库消比从 11 月的 88.9% 降到了 12 月的 84.3%。报告公布后，ICE 价格明显上涨。

那么问题来了，在目前的基础上，库消比还能往下调吗？首先我们从历史的经验看，站在 12 月这个时间节点，后续报告库消比下调的情况。从下图能够看出历史上 12 月以后对于库消比的调整还是挺多的。但在调整方向及幅度上，向上调整的幅度较大于向下。而本次 12 月报告的调整，已经是历史少有的下调幅度。因此，从历史归纳的角度，我们认为在接下来的几个月里，再出现大幅度库消比下调的可能性不高。

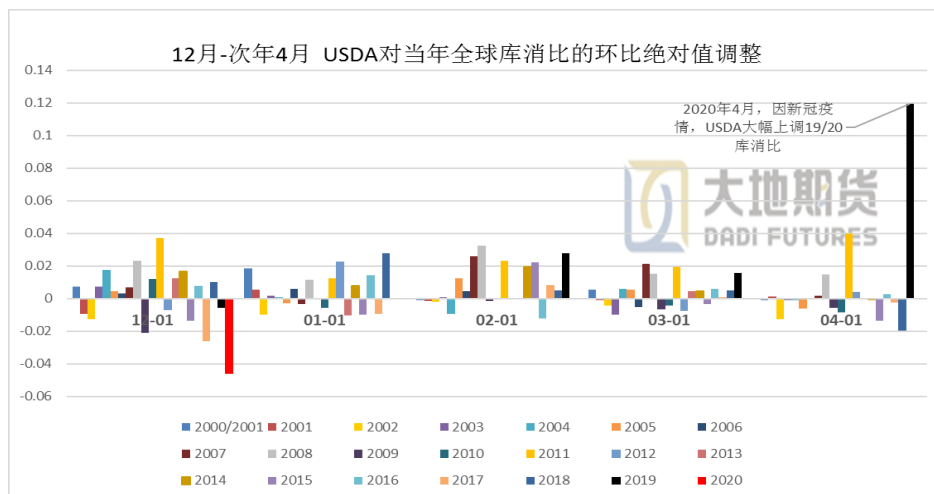


图 3：库消比环比调整，来源 wind，大地期货

2、12 月全球平衡表解析

Table 01 Cotton World Supply, Use, and Trade (Season Beginning August 1)
(1000 MT)

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	Nov 2020/21	Dec 2020/21
Production						
India	5,879	6,314	5,617	6,423	6,532	6,423
China	4,953	5,987	6,042	5,933	5,987	5,987
United States	3,738	4,555	3,999	4,336	3,721	3,473
Brazil	1,528	2,007	2,830	3,000	2,613	2,613
Pakistan	1,676	1,785	1,655	1,350	1,089	980
Uzbekistan	811	840	713	762	751	762
Turkey	697	871	816	751	610	610
Other	3,943	4,628	4,145	4,038	3,978	3,953
Total	23,226	26,989	25,818	26,592	25,281	24,800
USE Dom. Consumption						
China	8,382	8,927	8,600	7,185	8,165	8,274
India	5,302	5,258	5,225	4,355	5,008	5,225
Pakistan	2,243	2,373	2,330	2,003	2,134	2,177
Bangladesh	1,481	1,633	1,568	1,415	1,589	1,589
Turkey	1,448	1,644	1,502	1,437	1,524	1,524
Vietnam	1,176	1,437	1,524	1,372	1,481	1,481
Uzbekistan	435	544	610	653	686	686
Other	4,848	4,938	4,803	3,839	4,246	4,218
Total	25,314	26,754	26,162	22,259	24,832	25,175
Imports						
China	1,096	1,243	2,099	1,554	2,068	2,177
Bangladesh	1,481	1,655	1,524	1,524	1,589	1,502
Vietnam	1,197	1,524	1,511	1,411	1,481	1,481
Pakistan	533	740	621	865	936	1,023
Turkey	838	956	785	1,017	958	958
Indonesia	738	766	664	547	631	610
India	596	365	392	496	218	218
Other	1,767	1,798	1,642	1,335	1,445	1,429
Total	8,246	9,047	9,238	8,750	9,326	9,398
Exports						
United States	3,248	3,545	3,230	3,381	3,179	3,266
Brazil	607	909	1,310	1,946	2,177	2,177
India	991	1,128	767	697	1,089	1,089
Australia	812	852	791	296	327	305
Benin	180	233	303	261	294	294
Greece	221	234	295	319	283	283
Cote d'Ivoire	136	135	195	136	207	207
Other	2,091	2,045	2,176	1,886	1,779	1,787
Total	8,286	9,082	9,067	8,922	9,335	9,407
Ending Stocks						
China	9,998	8,272	7,766	8,034	7,898	7,898
India	1,716	2,009	2,026	3,894	4,547	4,220
Brazil	1,509	1,885	2,668	3,136	2,923	2,923
United States	599	914	1,056	1,579	1,568	1,241
Turkey	347	425	369	602	548	548
Pakistan	504	616	543	738	613	548
Bangladesh	355	404	388	526	555	468
Other	2,457	3,135	2,660	3,138	3,434	3,387
Total	17,484	17,659	17,477	21,646	22,085	21,233

图 4：12 月 USDA 平衡表，来源 usda

从平衡表上看，USDA 终于在 12 月下调了美棉单产。除了美棉单产终于下调，USDA 在 12 月的月报还下调了 20/21 年度印度产量、巴基斯坦产量；全球产量较上月共调减 48.1 万吨；上调了中国消费、印度消费、巴基

斯坦消费；全球消费较上月共调增 34.3 万吨；作为结果，全球期末库存 2123.3 万吨，较上月调减 85.2 万吨。

在 12 月的这个时间节点，北半球产量上基本定型，可以调整的幅度并不大。而需求上，在经过 12 月的调整后，全球主要消费国消费上调；其中中国消费较上一个正常年份，18/19 年仍有 32.6 万吨的差距；印度已经等于 18/19 年；巴基斯坦还有 15 万吨差距；全球消费较 18/19 年还有近 100 万吨差距。根据我们后文中的推算，中国消费已全面恢复。因此认为 USDA 在中国消费这边，有上调的空间。而除中国外其他国家的需求是否上调，最终还是要看各国疫情的控制情况。

2、美国：单产终于下调，来年玉米棉花比价仍偏高

2.1：20/21 年单产怎么了

美棉这边今年产量的特点是，第一季度玉米棉花比价高，棉花种植意愿一般，播种面积减少（3 月仍较高，我们当时也质疑过；6 月在实播报告中调低了）；而播种生长期天气干旱，吐絮收获期飓风频繁。根据 USDA 月报报告安排（见下表），结合当时的天气情况以及优良率，20/21 年本应在 8 月就迎来低面积以及低单产。然而，USDA 在 8 月给出了历史最高棉花单产，理由是西南弃种率高，导致差的样本被剔除，单产获得补偿性提高。

USDA 面积报告			
报告名称	AGENCY	公布时间	备注
2月农业展望论坛	OCE	2月	
3月种植意向	NASS	3月底	
6月实播面积	NASS	6月底	访问时间：5月30-6月16日； NASS一年最大的调查；访问时间：5月30-6月18日；农民上报面积、预计收获面积（月报预计收获面积以这个报告为基础）；作物库存，牲畜库存等；后续很多报告的基础
6月农业调查	NASS		6月基础上，7月8日-24日，重新访问；主要内容收获面积+单产；单产8-11月均会更新
Crop Production	NASS	8月1日	两个报告有不同，FSA的面积常常会略低，但会越来越接近。 原因：OCE: Update of 2019 FSA Acreage Data and FAQs on USDA Acreage; 主要是因为FSA的农民都是USDA program里的，而NASS的是全部的
CROP PRODUCTION	FSA	8月中	
prevented area	FSA		NASS没有类似的报告

图 5：USDA 面积报告时间及备注，来源：大地期货

USDA 月报：各个月份美棉产量依据			大地期货整理
5月	新作第一次报告	面积用3月30种植意向，单产、弃种率用十年平均	
6月	和5月相比变化不大	面积用3月30种植意向，单产（会根据西南天气小幅调整）、弃种率用十年平均	
7月	用实播面积	面积用6月30实播报告，单产（会根据西南天气小幅调整）、弃种率用十年平均	
8月	产量相关数据全部采用调研数据	原则上面积用6月30实播报告，单产采用调研单产、弃种率采用调研弃种率	

图 6：USDA 月报依据，来源： 大地期货

USDA 在今天的天气状况下，给历史最高的单产颇为不合理。而其终于在 12 月下调了美棉单产预估。从历史归纳看，12 月后美棉单产仍有一些调整，但幅度均不大；而本次 12 月的单产调整也是 USDA12 月份历史上比较大的下调幅度了。

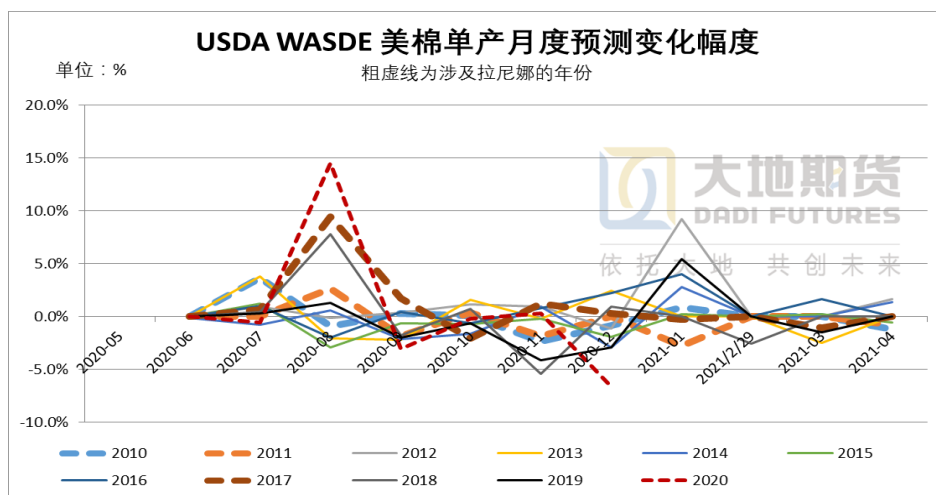


图 7：USDA 月报单产修正，来源： 大地期货

2.2：受价格/利润影响---新年度种植意愿预测

事实上来到 12 月这个时间节点，20/21 年度已有的减产或下调都已经反应在了盘面上。而 12 月之后，20/21 年度北半球的产量情况基本上变数已经不大。于是就让我们提前来关心一下 21/22 年的情况。我们将来年的产量预测拆分成价格影响与天气影响两块。价格影响的主要是和播种意愿相关的播种面积，对应 USDA 3 月 30 日的种植意向报告以及 6 月 30 日实播面积报告。天气相关的，主要弃种率和单产，对应的是 8 月的 USDA 月报中的调研单产、弃种率。

我们从 17 年起，就在上一年年末以玉米棉花比价来预测下一年的种植面积。其逻辑依据为，玉米为棉花的主要竞争作物，在种植面积上有所重合，当竞争作物价格相对高的时候，棉花的种植意向就相对低了。而棉花又是体量小的一边，于是更容易受到体量大的竞争作物影响。在比价价格的选取上，最理想的是第一季度的 12 月份合约价格，依据是 1、这个时间刚好处于农民种植前期 2、美国保险赔付也会参考这个时间段的价格。不过，在当前的时间节点，我们只能用 12 月的 12 月份合约的价格作为依据。

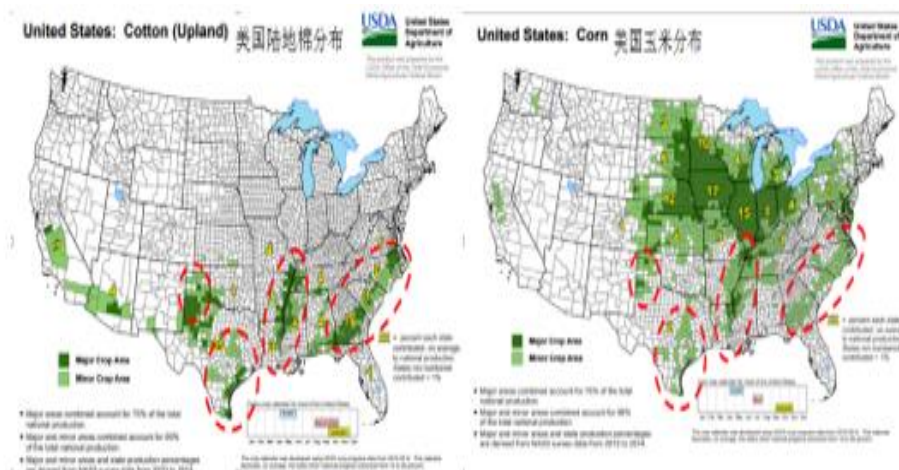


图 8：美国棉花与玉米种植分布对比 来源：USDA， 大地期货

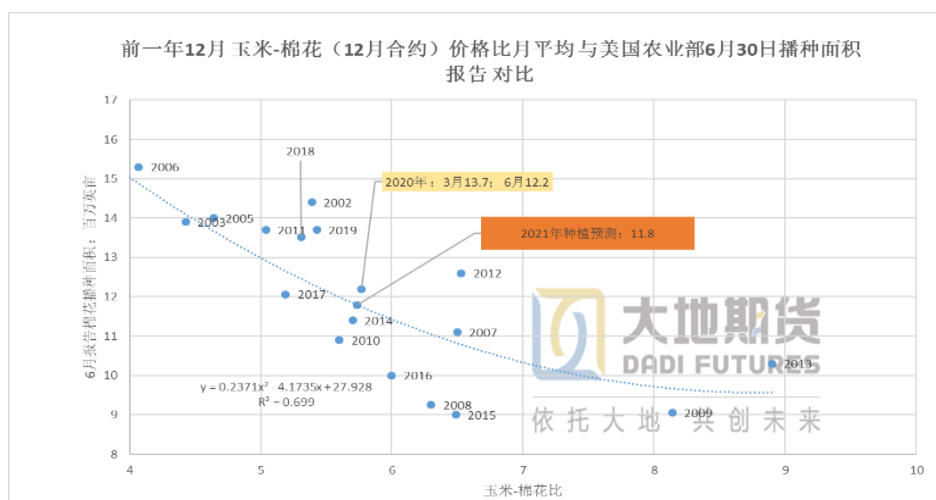


图 9：玉米棉花比价与棉花种植面积散点图 来源：USDA， 大地期货

上图为实播面积与 12 月的 12 月合约玉米-棉花期价比值散点图。从图中能够看出显著的负相关—当玉米-棉花比值越高时，棉花的种植面积越低。2020 年 12 月，玉米棉花比价平均值为 5.74，较去年的 5.77 略有减少；但仍处于偏高的位置。根据粗略的拟合公式（虽然是一元回归，但 R 方达到了 69%，在实证中非常难得），21/22 年的种植面积预估期望值为 1179 万英亩，较大幅度小于 2020 年 6 月 30 日报告中 20/21 的 1222 万英亩。因此我们仍期待一个较小的播种面积。

2.3 天气影响——弃种率与单产预测

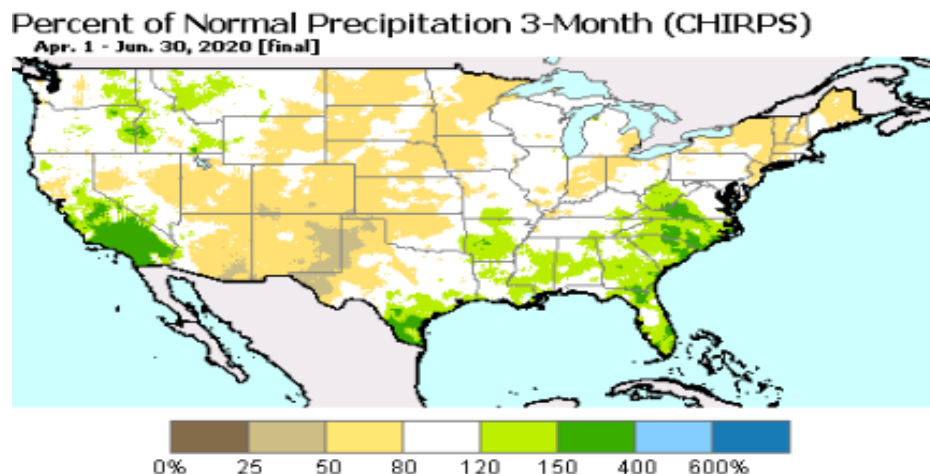


图 10：美棉的播种期降水占往年均值的百分比 来源：USDA，大地期货

美国灌溉颇为发达，干旱影响最显著的州，也是美国产量最大的州是德州。而其西北角，也是德州棉花的主要产区。播种期降水主要为 25-50% 以及 50-80%。

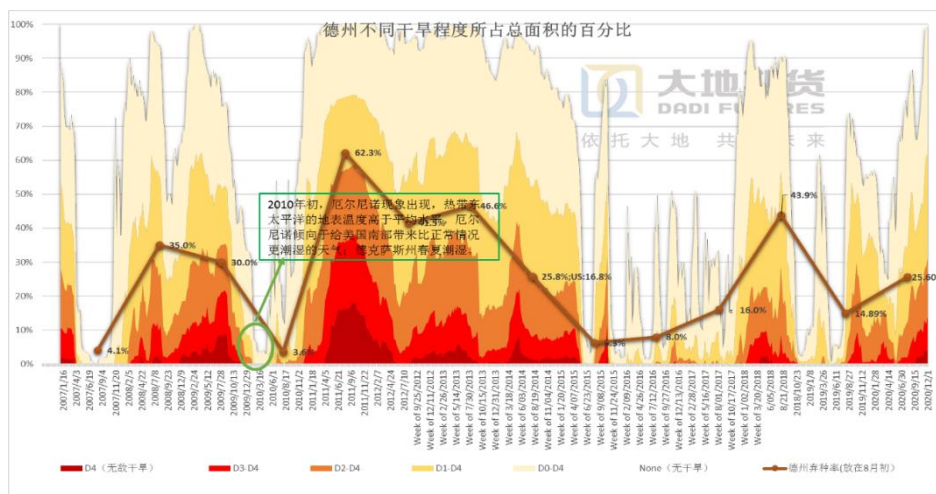


图 11：德州干旱占比与弃种率 来源：USDA，大地期货

今年播种期（4 月初-6 月底）：德州干旱不断加重，D0 以上干旱面积从 30% 逐步增加到 6 月底的 60%。从美棉播种进度上看，影响并不是很大。我们认为播种期的干旱对棉花面积的影响，更多地体现在“弃种率”上。图上折线部分为弃种率；可以看到，播种期干旱越严重，弃种率越高。

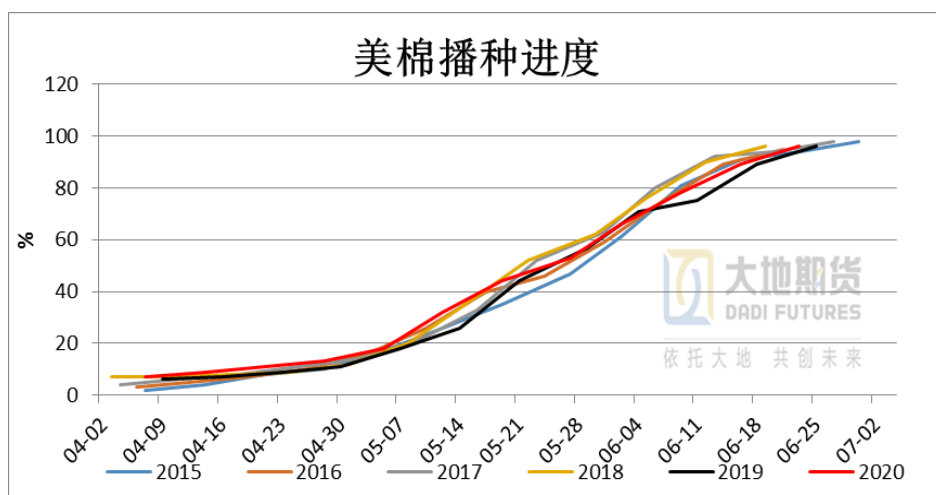


图 12: 美棉播种进度 来源: USDA, 大地期货

那么 2021 年的春季, 美国还会继续干旱吗? 在 12 月最新的一份报告中, NOAA 说“拉尼娜现象正在存在, 持续到 2020-21 年北半球冬季(1-3 月)约有 95%的几率, 持续到 2021 年春季(3-5 月)约有 50%(11 月是 65%)的几率。”相较于 11 月, 12 月报告中拉尼娜持续的概率减小。

如果拉尼娜在美国播种期继续存在, 会带来什么影响呢? 一般而言, 根据拉尼娜对美国春季的影响特征, 德州西北部将继续面临干旱。而从历史上看, 干旱对于播种进度影响并不显著, 但对于德州最大的影响还是较高的弃种率。

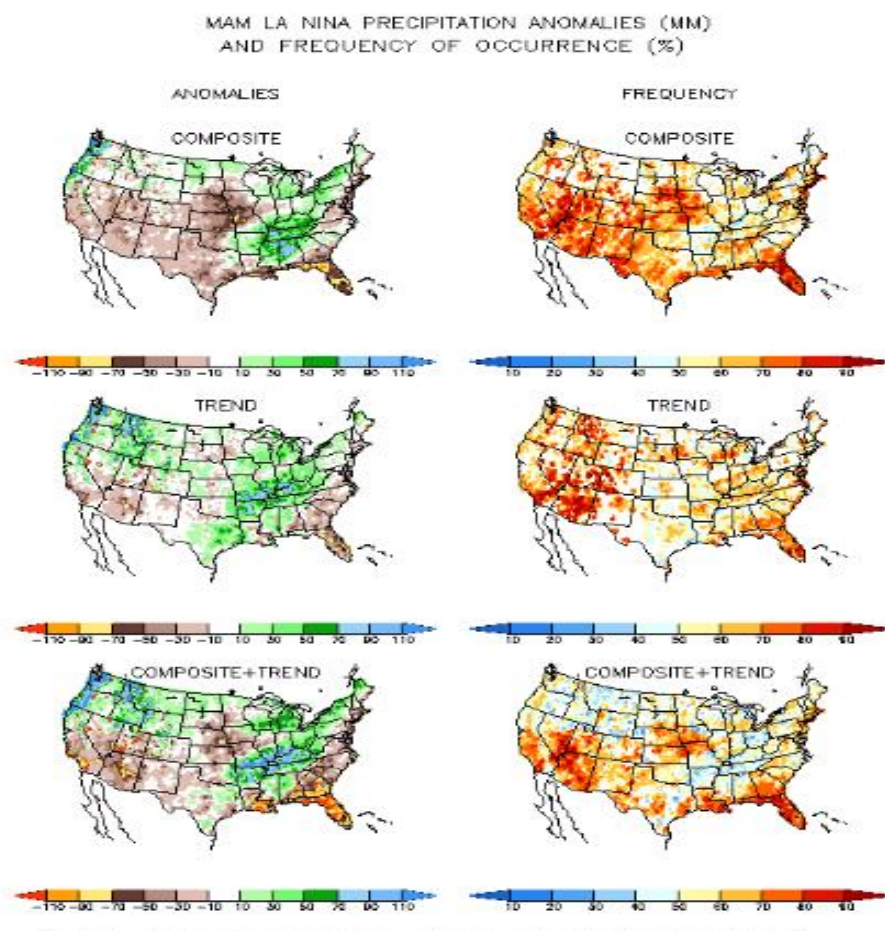


图 13: 拉尼娜对美国春季典型影响 来源: USDA, 大地期货

总的来看，从目前的时间节点上，我们倾向于 21/22 年的美棉有一个偏低的播种面积。另一方面，在极端天气因素上，虽然本年度 NINO-3.4 指数在 10 月一度可以与 10/11 年度类比，但在 12 月的持续概率调整上有变弱的倾向；因此在极端天气这块，我们更倾向于一个偏中性的影响。

3、国内：20/21 成本端支撑：新年度关注国储低位

3.1 回顾：籽棉收购价高涨的原因

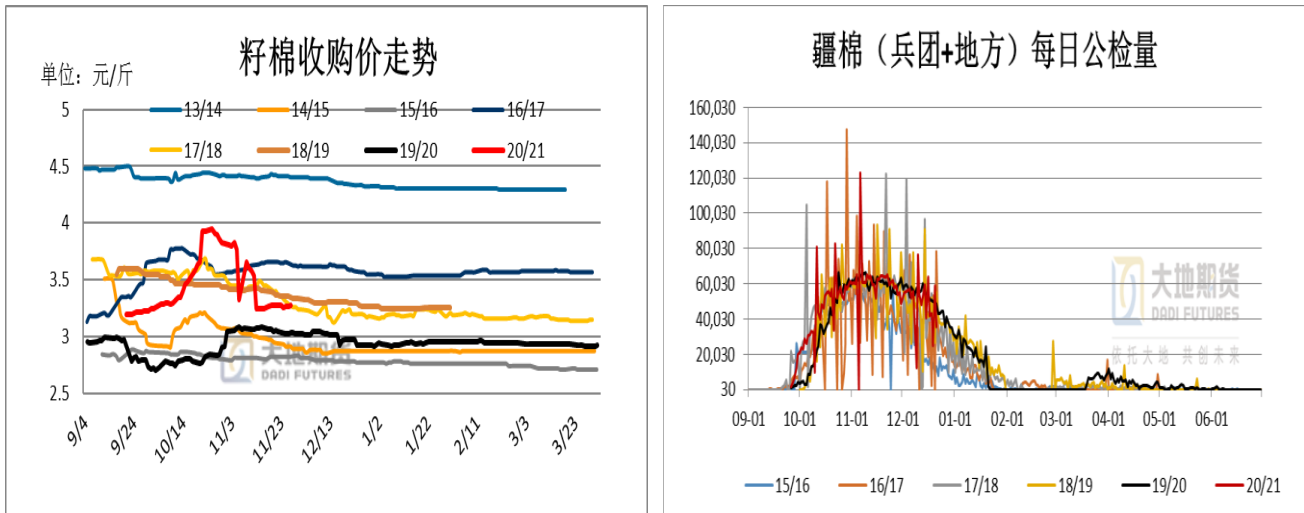


图 14、15：籽棉收购价&疆棉公检 来源：wind，棉花公检网，大地期货

一般年份，籽棉收购价会随着新花上市节奏的加快，先扬后抑。而今年，籽棉收购价一度一路上扬；直到 10 月中下旬才出现回落。究今年籽棉上涨的原因，不论从新花上市数据，还是产量监测数据，都不存在显著减产的迹象，因此籽棉价格的高涨，并不是供应带来的。事实上，今年籽棉价格高企最直接的一个原因还是新疆加工产能的增加；也就是籽棉的需求增加。另外一方面，当时下游订单的恢复助涨郑棉，给予了籽棉价格正向的反馈。

籽棉收购价格高位基本持续到了北疆棉花收购结束。这就使得新疆棉成本底部抬升。根据我们的了解，整体新疆棉成本最低在 14200 以上；平均成本在 14700-14800 以上。而收购成本的提升，对于期价底部，是一个强有力的支撑。其支撑的传导逻辑较种植成本更简短直接。

3.2：新旧年度国内供需平衡特点

20/21 年度，在供应上，我们面对的是一个略增的产量，因中美第一阶段贸易协定、内外价差大等原因导致的增加的进口；仍在发挥调节蓄水池作用的国储；在需求上，是在新冠疫情打击下，3、4 月就恢复的线上内需、紧随其后恢复的线下零售需求；以及 8 月才同比转正的服装出口外需；在库存上，是得益于国储调节而未高企的工商业库存、以及反应产业心态的产业库存和拦腰截断的仓单。下文我们将以 20/21 年度平衡表推演为途径，为投资者分析本年度更为长期的供需情况。

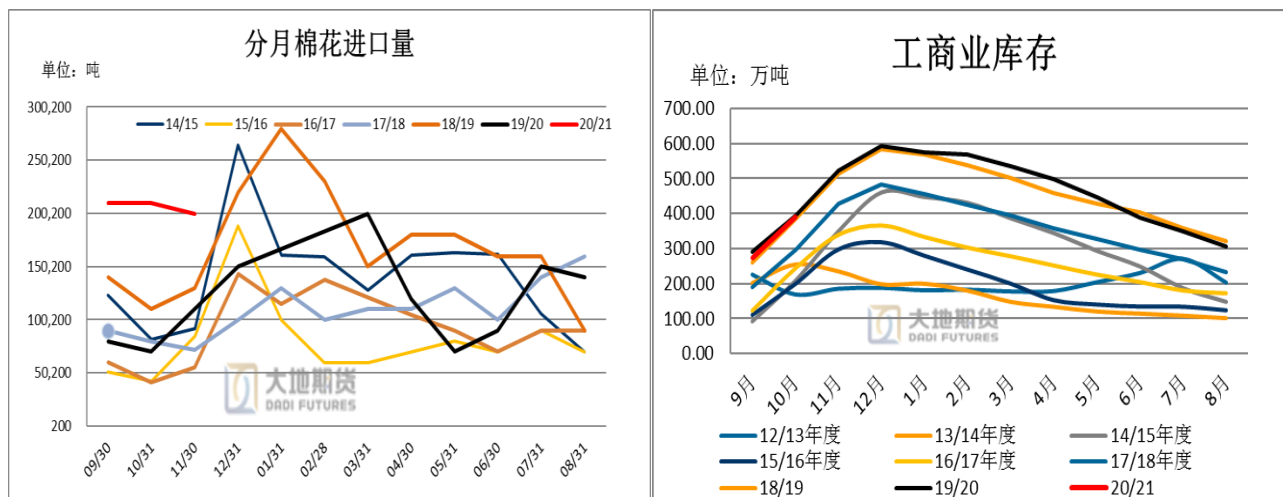


图 16、17：棉花进口量、工商业库存 来源：wind，大地期货

自制平衡表 消费估算（年度：8月至次年7月）以终端预估消费 推期末库存									
	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	20/21注解
期初工商业库存（8月初）	272	107	186	132	180	251	359.36	349.36	
产量	692	629	453	469	572	590	593	599	
棉花进口	280.58	164.5	88.57	96.5	112.5	210.7	148.2	218	2
棉花出口	0.63	1.5	2.75	1.28	3.84	4.65	4.91	4.15	
抛储	231.55	37.7	165.6	313.45	289	133	58.6	34.1	1
收储	630.78	0	0	0	0	0	37	80	1
期末工商业库存	107.43	186.12	132.48	179.84	251.34	359.36	349.36	287.31	
消费估算	737.08	751.01	758.06	830.31	877.5	820.69	767.89	829.00	3
消费增长	-	1.89%	0.94%	9.53%	5.68%	-6.92%	-6.88%	7.37%	
USDA消费估算（12月报告）	751.1685	751.1685	783.828	838.2605	892.693	860.0335	718.509	827	
USDA消费估算-自制消费	14.0885	0.1585	25.768	7.9505	15.193	39.3435	-49.381	-2	
国储理论库存（时间节点不同）	1178	1115	848	521	266.92	175.5	165.5	人为240	1
国储理论库存截止时间	8月底	8月底	9月底	9月底	9月底	9月底	9月底	9月底	

图 18：自制平衡表 来源：大地期货

在年度上，为方便与 USDA 报告比较，我们将年度也调整成了 8 月-次年 7 月。在上图 19/20 年的数据，是根据已有公布数据的计算。预估需求的方法是以总供应-起初期末库存变化。

在上图呈现的平衡表体系里，19/20 年消费为 767.89 万吨，较去年同期减少 6.88%。对比 USDA 的消费数据，我们发现以我们方法计算的消费往往都比 USDA 的消费略低一些。而 19/20 年，却是 USDA 的消费比我们的低 50 万吨。考虑到体系上的偏差应颇为一致，我们认为 USDA 的 19/20 年消费存在上调的可能，那么这就会带来 20/21 年度期初、期末库存的变化，引起库消比的变化。

20/21 平衡表预测的解释：大的逻辑：以终端需求反推消费；再根据起初+总供应-总消费，推出期末库存。以推出的期末库存与上一年做比较。

- 1、关于 20/21 年或者更后期的 21/22 年，我们认为国储蓄水池在这两个年度，可能更多地行使“吸水”的功能。我们将 20/21 年度的国储余量人为地定在普遍接受的安全库存区间，即 30%的消费，约 240 万吨。这就需要国储不论是从国内还是国外净轮入约 80 万吨的量。这块会在预估上造成 80 万吨的表需增加，但也需要注意到这并非实际需求，而是被国储固化了的库存。另外，表中 34.1 万吨的抛储对应的是 19/20 年度 8、9 月的抛储里量。
- 2、进口：我国在积极履行第一阶段贸易协定；而美棉销往中国的装运量是农产品中最早达到 17 年自然年 1.5 倍的。同时内外价差偏高，进口利润佳。表现在我国的进口上，20/21 年 8 月-11 月，我国棉花累计进口为上年同期的 2.17 倍；若根据累计同比增加的幅度来预估，则进口预估将有 321 万吨，并不实际。因此我们保守地以 USDA 供需月报中的 218 万吨作为进口预估。
- 3、终端推消费：以 18/19 年为基准年份

线上女装（万件）					线上男装（万件）				
	18/19	20/21	变化	%		18/19	20/21	变化	%
8月	7467.471	10178.738	2711.2665	36.31%	8月	5585.333	7154.9839	1569.6509	28.10%
9月	10203.133	13168.828	2965.6944	29.07%	9月	7123.312	8551.0896	1427.7776	20.04%
10月	12244.604	13666.245	1421.6415	11.61%	10月	9630.2115	10063.492	433.2808	4.50%
11月	18,808.44	21,416.93	2608.493	13.87%	11月	14,858.17	15,717.88	859.7106	5.79%
12月	13,130.77				12月	11,051.37			
2月	9,866.72				2月	7,950.43			
3月	4989.392				3月	3208.607			
4月	11791.102				4月	8073.3081			
5月	12157.405				5月	9603.0943			
6月	12873.922				6月	9424.1999			
7月	13168.667				7月	8819.2037			
累计同比	48,723.65	58,430.74	9,707.095	19.92%	累计同比	37,197.02	41,487.44	4,290.420	11.53%
全年累计	119,234.15								

图 19、20：20/21 线上男女装与 18/19 年对比 来源：wind，大地期货

分月服装零售					服装及衣着附件出口（不含纺织品）				
	18/19	20/21	变化	%		18/19	20/21	变化	%
8月	671.3	691	19.7	2.93%	8月	1676810.6	1620663.3	-56147.3	-3.35%
9月	772.6	801.1	28.5	3.69%	9月	1600838.7	1522524	-78314.7	-4.89%
10月	889.8	941.3	51.5	5.79%	10月	1351303.1	1318304.6	-32998.5	-2.44%
11月	1,027.70	1,085.60	57.9	5.63%	11月	1,273,617.20	1,255,000.00	-18617.2	-1.46%
12月	1,133.00				12月	1,323,479.60			
2月	774.00				2月	1,365,075.80			
3月	717.5				3月	711631.8			
4月	747.8				4月	865771.8			
5月	767.9				5月	967112.1			
6月	660.5				6月	1218716.7			
7月	674.8				7月	1433727.5			
累计同比	3,361.40	3,519.00	157.600	4.69%	累计同比	5,902,569.60	5,716,491.90	-186,077.700	-3.15%
全年累计	8,165.60								

图 21、22：20/21 服装零售、服装出口与 18/19 年对比 来源：wind，大地期货

我们以 17 年数据出口/(出口+内销)算出出口占比在 42.3%。20/21 年 8 月-11 月,服装类出口累计较 18/19 -3.15%。20/21 年 8 月-11 月,线下服装零售累计较 18/19 年+4.6%。另外，作为补充，8-11 月线上男女装相加累计较 18/19 年+16%。

从谨慎保守的原则出发，我们内需部分不计算线上销售的数据；仅以线下零售数据作计算。18/19 年棉花消费量为 820 万吨附近；以 20/21 年终端数据变化幅度估算则有：20/21 年度较 18/19 年度消费增幅为 $40\% \times 0.96 + 60\% \times 1.046 = 1.1\%$ ；20/21 年消费估算为：820 * 101.1% = 829 万吨。我们的计算中，20/21 年的消费是略高于上一个正常年度的，作为对比 12 月 USDA 的报告里中国 20/21 年消费仍较 18/19 低 32 万吨。

最后，我们推出的期末库存在 287 万吨，较 19/20 年减少 62 万吨。从平衡表的推演中，我们发现国储的动作，对于明年的行情实际上起着极为重要的作用。在巨量进口的假设下，国储若不进行净轮入，则 20/21 年在期末库存的累积上会显示为一个偏宽松的年度。但是，就算国储在 20/21 年不净轮入，160 多万吨的低位本身，就能在预期上给出足够的利好；更不用说我们平衡表中消费预估只考虑了线下而没有将恢复更迅猛的线上计算在内了。所以，我们还是很看好 21 年的行情。

三、小结

外盘的走势很大程度上受到 USDA 公布的月度全球库消比的影响。后续外盘走势的大方向，仍是要看平衡表或库消比的调整。从历史上看，12 月之后库消比大幅调整的概率不高。具体问题具体分析地看，目前时间节点北半球产量基本定型，平衡表各国在 12 月也多有消费的上调；其他国家的消费能否继续上调，仍需要疫情后续控制的情况。单看中国，对比 12 月 USDA 供需平衡表，我们认为中国在 19/20 年期末库存有下调空间；在 20/21 年消费上仍有上调空间。因此，我们对于后续全球库消比调整方向上的预估为：在中国因素的带动下，继续下调。

具体看中国的情况。我们认为中国的需求恢复，尤其是内需的恢复是非常强劲有力、毋庸置疑的。在需求估算上，我们未将更为强劲的线上需求考虑在内，而是更为保守地仅使用线下内需与出口外需的同比增幅预估了 20/21 年度需求；仍然是较正常年度 18/19 年增长了 1.1%。在需求恢复的假设下，进口量或是国储的动作就对 20/21 年期末库存积累与否影响较大。在我们的自制平衡表中，我们沿用了 USDA 的中国进口预测，假设了 80 万吨的净轮入；于是得到了较上年同期-62 万吨的期末库存。在我们的平衡表中，随着外需恢复、内需进一步走好，需求仍有上调空间，叠加国储低位，我们对 20/21 年的行情颇为乐观。

另外，在平衡表的推演中我们发现国储的具体动作，对于明年的行情起着极为重要的作用。若国储的缺口更多吸收进口的棉花，那么对国内棉花的影响机制则为：通过增加外棉需求，使外棉价格上移，从而间接影响内棉价格。这将会更多地利多外棉价格，利空内外价差。

21 年第二季度伊始，21/22 的生产因素就要逐步入场。从价格关系上，在玉米、大豆相对高位下，我们倾向于一个偏低的美棉种植面积，期望值在 1179 万英亩。天气方面，12 月 NOAA 拉尼娜的持续概率调整上有变弱的倾向；因此在极端天气这块，我们更倾向于一个偏中性的影响。另外，在正文中未提到的印度近期正经历着农业补贴政策的调整，或许会是未来棉市一个重大的风险因素。在新年度的需求上，我们认为中国需求的率先恢复仍会引领 20/21；但随着中国需求恢复增量的边际递减；在 21/22 年，更多的需求增量将会由在疫情中受到更多打击的国家中出现。即 21/22 年的需求增量，更多地来源于国外。总体在 21/22 年，我们期待着由竞争作物价格升高带来的面积下降以及需求继续恢复。

免责声明

本报告由大地期货有限公司撰写，报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或暗示。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保或保证。本公司对于报告所提供信息所导致的任何直接的或间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅归大地期货有限公司所有，未获得事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制和发布。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“大地期货”，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利。

大地期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

大地期货分公司

浙江

地址：杭州市江干区四季青街道香樟街 39 号 24、25 层
邮编：310006
电话：4008840077 传真：

北京

地址：北京市海淀区西直门北大街 32 号院 1 号楼 14 层 1703 室
邮编：100082
电话：010-68731988 传真：010-88019615

江苏

地址：南京市建邺区庐山路 158 号嘉业国际城 3 幢 1602 室
邮编：210019
电话：025-83691589 传真：025-83697589

山东

地址：济南历城区华信路 3 号鑫苑鑫中心 7 号楼历城金融大厦 909 室
邮编：250100
电话：0531-88087025 传真：0531-88087025

河南

地址：河南自贸试验区郑州片区(郑东)榆林北路 36 号绿地中心南塔 3214 室
邮编：450003
电话：0371-63338801 传真：0371-63330278

大地期货营业部

杭州业务部地址	杭州市江干区四季青街道香樟街 39 号 24 层	电话：0571-85105765	邮编：310000
衢州营业部地址	衢州市县西街 71、73 号	电话：0570-3052913	邮编：324000
宁波营业部地址	宁波市鄞州区天童南路 639 号 901-2 室	电话：0574-87193731	邮编：315000
台州营业部地址	台州市路桥区腾达路台州塑料化工市场 1501-1504 号	电话：0576-82567007	邮编：318000
温州营业部地址	温州市鹿城区瓯江路鹿港大厦 1 幢 1403 室	电话：0577-88102781	邮编：325000
诸暨营业部地址	诸暨市浣东街道东祥路 19 号富润屋大楼 13 层西南面 1303 室	电话：0575-81785988	邮编：311800
厦门营业部地址	厦门市思明区湖滨南路 90 号 1608 室	电话：0592-2058665	邮编：361001
济南营业部地址	济南市历下区文化西路 13 号海辰办公写字楼 B 座 1-1004	电话：0531-55638701	邮编：250063
上海营业部地址	上海市浦东新区松林路 357 号 20 层 C.D.B1 室	电话：021-60756198	邮编：200122
金华营业部地址	金华市婺江西路 28 号时代商务中心 1 幢 1505 室	电话：0579-82983182	邮编：321000
丽水营业部地址	浙江省丽水市莲都区城北街 368 号绿谷信息产业园南区 5 幢 601 室	电话：0578-2780000	邮编：323000
临沂营业部地址	临沂市兰山区柳青街道北京路 21 号招商大厦 1 号楼 2104 室	电话：0539-7050078	邮编：276000