

棉花：丰产压力下的曙光在哪？

研究员：

孟樟煜

0571-87788888-8325

mengzy@wzgroup.cn

期货从业资格：F03105988

期货咨询资格：Z0021600

一、美棉种植面积尘埃落定

图 1：美棉种植面积 单位：万英亩

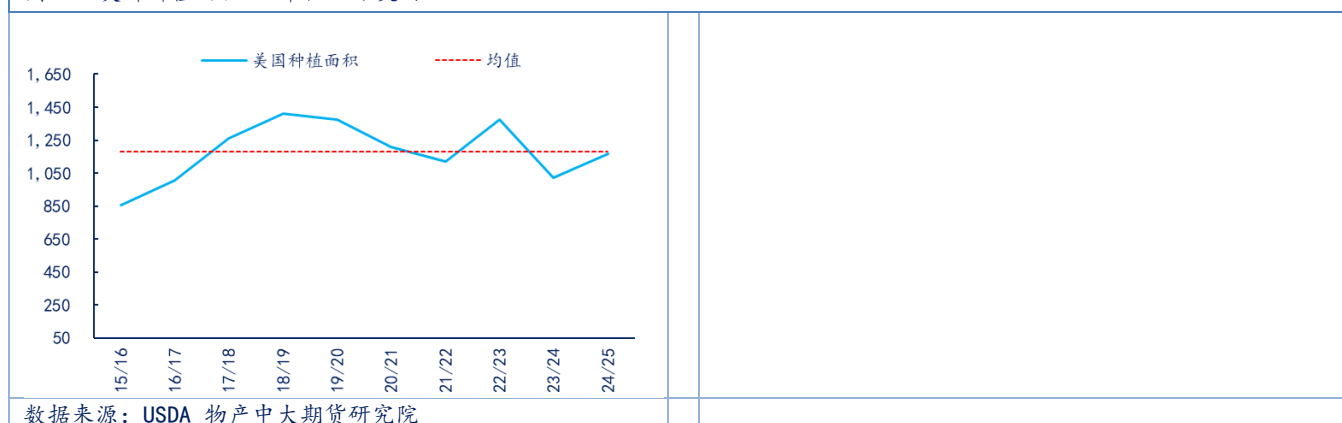


表 1：棉花种植面积 单位：万英亩

	棉花面积	变化 (23/24 实际面积基准)
23/24 实际种植面积	1023	0%
USDA2 月展望论坛	1100	7.5%
24/25 种植意向面积	1067	4.3%
24/25 实际种植面积	1167	14.1%

数据来源：市场公开资料 物产中大期货研究院

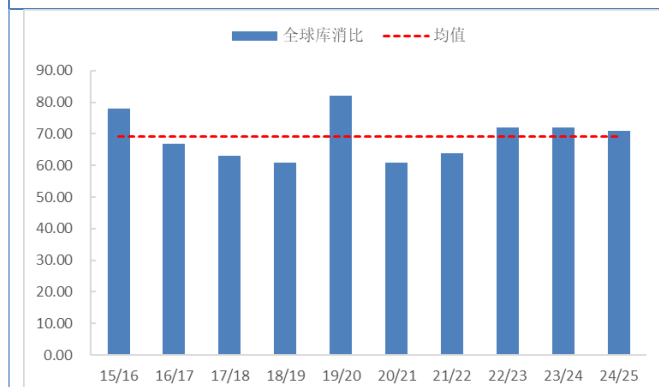
随着 USDA 实播面积报告的发布，24/25 年度美棉实际种植面积尘埃落定，1167 万英亩的实播面积同比增长 14.1%，并且明显超过了此前各机构对于今年美棉面积的预估，无疑明确了今年美棉丰产预期的基础，也给近期棉价运行带来不小的压力。

然而，我们在回顾美棉本轮走势中注意到的是本轮下跌开始的主要原因是旧季库存的博弈，投机多头在美棉可交割资源大幅增加而宣告逼仓失败，随着多头的节节败退给了对手横刀立马的机会，其中带有较大情绪博弈的影响。当然，后续由美棉生长进度的良好带来的丰产预期也给棉价下跌带来了推波助澜的效果，但是目前基本面的情况并非是那么悲观的。

简单从美棉历年种植面积来看，24/25 年度虽然同比增加明显，但整体面积仍处在近十年中等略偏下水平，并小幅低于十年均值。再考虑单产的预期，即使目前美棉产区干旱情况明显好转，后续维持较高优良率与单产的可能性仍然较大，但后续天气扰动仍然存在较大的不确定性。而假设单产维持较高水平，就产量而言，我们按 USDA 6 月供需报告给的弃耕率与单产做一个推算，由于实际种植面积较 6 月供需报告上升 14.1%，新季美棉产量或许会上调到 381 万吨附近，较 6 月产量预期相比提高 33 万吨，与 21/22 年度相近，并处在历年产量中等水平。而近五年来美棉价格大致在 70-90 美分/磅区间运行，仅有 19/20 年度长期处于此区间下方，而彼时的产量则是 433 万吨高点。因此，仅仅通过产量的同比增加，我们还是很难做出其价格继续大幅下跌的结论。

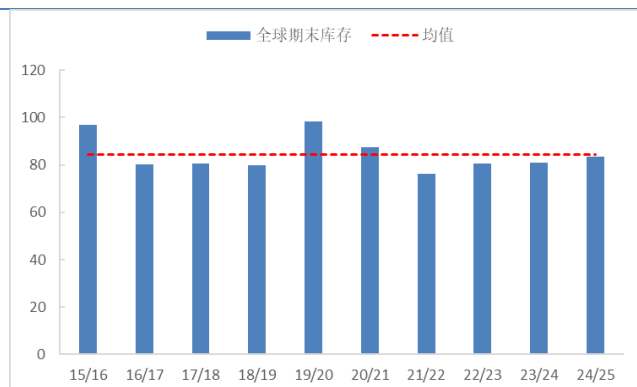
二、全球供需处在平衡区间，需求驱动的权重在上升

图 2：全球棉花库消比 单位：%



数据来源：USDA 物产中大期货研究院

图 3：全球棉花期末库存 单位：百万包



数据来源：USDA 物产中大期货研究院

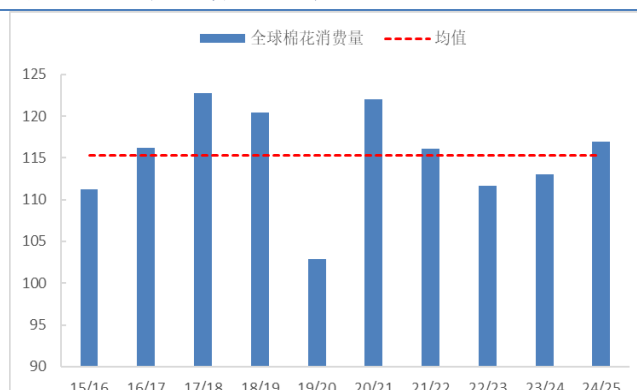
通过更大的全球供需视角，USDA 6 月供需报告给的 24/25 年度的全球期末库存虽然较前三年出现同比增长，但仍处在十年均值下方，算上本次实播面积报告上调面积带来的潜在 33 万吨产量，整体库存仍然与十年均值相差不大。库消比方面则大概是略高于十年均值的位置，较上两个年度小幅下降，并是近五年中位数，加上我们前面提到的产量的上调，而假设需求无调整的情况下，全球库消比会是 72.7% 左右，略微高于上两个年度，但仍与均值相差不大，应该算得上是历年供需较为平衡的状态。当然，即使目前产区天气良好，但丰产预期仍需要经历后续天气的考验，即使目前拉尼娜在收获前发生的概率在走低，但仍存在着一些较强的不确定性。我们假设今年并无天气扰动，产量调整可能并不大，那么后续影响全球供需格局的因素大概率将来自于需求端。

图 4：美国库存周期



数据来源：WIND 物产中大期货研究院

图 5：全球棉花消费量 单位：百万包



数据来源：USDA 物产中大期货研究院

转向需求方面，我们在此前展望中反复提到的美国库存周期是今年纺服需求端不可忽视的话题。显然现在美国库存拐点已至，大概率已经走入主动补库期，那么其带来的需求增长将可能是正向的，从而 24/25 年度的全球棉花需求预期仍是相对偏向于乐观的。我们来对比补库周期的消费量表现，20/21 年度的主动补库对应着 20/21 年度消费量高点，当然现在的宏观环境或许难复制当年

的 V 型反转。那么一个更为温和的 2016 年底到 2018 年的主动补库周期可能会与本轮补库相似，回顾 16/17 与 17/18 年度的全球棉花消费量也均处在均值上方，并创造出了 17/18 年度的消费量近十年最高值，所以 24/25 年度的需求表现理论上会出现一个 2021 年之后的高点。当然，这样的补库预期还需要今年四季度之后的旺季成色来初步验证。

三、 美棉或已处低估值区间

经过回顾美棉历年种植面积与产量，似乎 24/25 年度的美棉供需状况仍处在近十年均值附近，并非是严重过剩年份。同样的，全球棉花消费量存在着有望创造需求高点的主动补库周期的支撑，需求预期暂不过分悲观。丰产与过剩并不是简单的对等关系，下半年仍将持续关注产区天气与需求复苏进程这两大主线的发展。考虑到美棉近十年主要运行区间在 70-90 美分/磅，而 24/25 年度实际基本面暂时还未形成历史上低于此区间年份的类似条件，目前 70 美分附近的美棉价格或已经处在低估值区间。丰产预期的炒作或许已经充分，随之而来的则是长时间的预期验证期以逐一揭秘预期过程中的不确定性。因此，在没有新的利空出现之前，美棉下方空间或许仍然不会太大，后续呈现区间震荡概率较高。

免责声明

本报告的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中来源可靠性，但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，报告中的信息或意见以及所载的数据、工具及材料并不构成您所进行的期货交易买卖的绝对出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与中大期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表中大期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。另外，本报告所载信息、意见及分析论断只是反映中大期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为物产中大期货研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

物产中大期货研究院

地址：浙江省杭州市拱墅区远洋国际中心2号楼9楼

邮编：310011

电话：400-881-0999

网址：<http://www.zdqh.com>