

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（季报）

郑棉四季度筑底震荡

李晓威 彭瑶

产业投资部

彭瑶

分析师

期货从业资格号：

F3038276

pengyaonk@126.com

李晓威

高级分析师

期货从业资格号：

F0275227

投资咨询从业证书号：

Z0010484

370554005@qq.com

一德研究院 产业投资部

电话：(022) 28130235

网址：www.ydqh.com.cn

地址：天津市和平区徐州道12号万通中心802-804

邮编：300051

■ 内容摘要

2018年第三季度，在植棉初期新疆灾害频发下的减产预期、之后政府政策调控，中美贸易战持续升级的背景下，郑棉期货价格大起大落，18年国储棉成交量超250万吨，18/19年度棉花期初库存高位，加之近期新疆丰产预期显现，棉价跌至18年以来新低。对于18年第四季度，随着新棉集中上市，巨量旧仓单压力压制郑棉走势，前期新棉销售压力较大，但在国储库存结构和数量问题突出，国内远期缺口仍存，中美贸易摩擦前景不确定性较大的预期下，棉价四季度或呈现筑底震荡走势。

■ 核心观点

- 18年国储棉累计成交250.6万吨，国储库存转化为市场流通库存，18/19年度期初市场流通库存高位，新疆增产预期显现，国内短期供应充足。
- 国储新疆棉的数量不足以支撑下个年度的拍储，且在剩余的国储库存中，大部分都是历史流拍的资源，真正能满足纺企需求的量有待怀疑，国储库存结构和数量问题突出。
- 排除中国和印度库存数据修正因素，USDA10月月报显示全球18/19年度消费量2781.6万吨，同比提高97.6万吨，而此前在USDA5月对全球18/19年度棉花首次供需预估中消费同比提高102.2万吨，USDA月报对于18/19年度全球消费数据的增幅信心有所减弱。
- 18/19年度全球产量环比增势，好于预期。印度18/19年度MSP棉花价格提高1130至5150(M)和5450(L)，提高国际棉价重心，关注美元兑卢比汇率对MSP的影响。

目 录

1. 四季度展望：	1
2. 国内棉花市场分析：	1
2.1 18 年国储拍储结束 国储库存结构和数量问题突出	1
2.2 工商业库存高位 仓单压力持续	2
2.3 新花上市 丰产预期显现	3
2.3.1 18/19 植棉面积继续增长 单产持平或略减	3
2.3.2 未来几年新疆耕地面积大概率呈下降趋势 棉花产量提高靠单产	4
2.4 宏观不确定性大 消费增长面临考验	4
3. 国际棉花市场分析：	4
3.1 18/19 年度全球继续去库存 USDA 对全球消费数据的增幅信心有所减弱	4
3.2 美国棉花市场分析	5
3.2.1 美棉出口存超前销售可能	5
3.2.2 18/19 年度美棉产量好于预期	6
3.2.3 78 美分/磅以下点价意愿增强	7
3.3 印度棉花市场分析	8
3.3.1 USDA10 月月报大幅修正印度库存历史预期	8
3.3.2 18/19 年度印度植棉面积明显好于预期	9
4. 主要风险：	10
免责声明	11

1. 四季度展望:

2018 年第三季度, 在植棉初期新疆灾害频发下的减产预期、之后政府政策调控, 中美贸易战持续升级的背景下, 郑棉期货价格大起大落。2018 年国储棉成交量超 250 万吨, 18/19 年度棉花期初库存高位, 加之近期新疆丰产预期显现, 棉价跌至 2018 年以来新低。对于 2018 年第四季度, 随着新棉集中上市, 巨量旧仓单压力压制郑棉走势, 前期新棉销售压力较大, 但在国储库存结构和数量问题突出, 国内远期缺口仍存, 中美贸易摩擦前景不确定性较大的预期下, 棉价四季度或呈现筑底震荡走势。

策略建议: 筑底震荡

风险因素: 宏观风险、天气状况

2. 国内棉花市场分析:

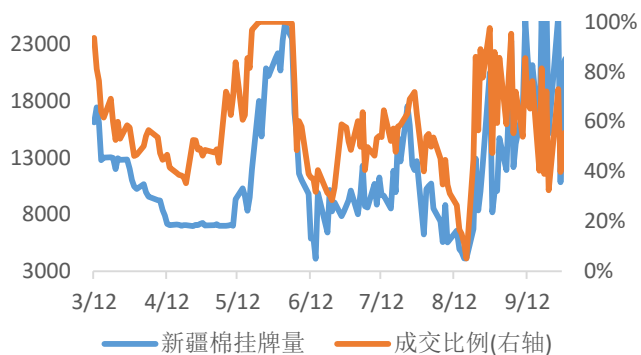
2.1 18 年国储拍储结束 国储库存结构和数量问题突出

18 年国储棉轮出自 3 月 12 日开始至 9 月 30 日结束, 共历时 7 个月, 轮出期间, 国家发改委、财政部等有关部门先后发布了调整储备棉交易主体及储备棉轮出延期等公告。经统计, 18 年国储计划出库销售储备棉累计 431 万吨, 其中新疆棉 168 万吨、地产棉 263 万吨; 累计成交 250.6 万吨, 成交率 58%, 其中新疆棉成交 155.9 万吨, 成交率 93%, 地产棉成交 94.7 万吨, 成交率 36%。

从成交价格看, 18 年成交平均价格 14770 元/吨, 折标准级 (3128) 价格 16138 元/吨; 最高价 17700 元/吨, 最低价 12700 元/吨; 新疆棉成交均价 15083 元/吨, 平均加价 896 元/吨; 地产棉成交均价 14254 元/吨, 平均加价 345 元/吨。自上半年开始, 中美贸易摩擦不断升级, 但储备棉凭借自身性价比优势, 成交价格走势整体平稳。仅在 5 月中旬至 6 月初期间出现较大起伏, 原因是当月郑棉期货主力合约在新疆减产预期下出现涨停, 带动储备棉及现货价格上涨。

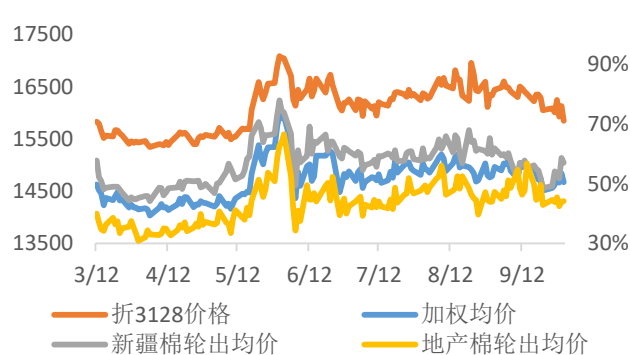
18 年国储棉累计成交 250.6 万吨, 国储库存转化为市场流通库存, 18/19 年度期初市场流通库存高位, 国内短期供应充足。但与此同时, 快速下降的国储库存不可忽视, 据估计, 18 年轮出结束后, 国储库存降约在 270 万吨, 根据历史国储成交规律, 国储新疆棉的数量不足以支撑下个年度的拍储, 另一方面, 在剩余的国储库存中, 大部分都是历史流拍的资源, 真正能满足纺企需求的量有待怀疑, 国储库存结构和数量问题突出。

图 2.1：18 年国储棉轮出挂牌成交



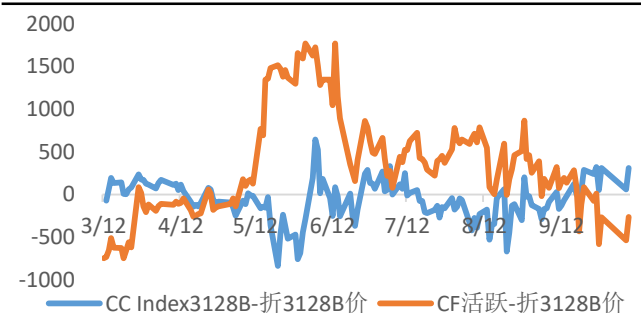
资料来源：中国棉花网，一德研究院

图 2.2：18 年国储棉轮出成交价格



资料来源：中国棉花网，一德研究院

图 2.3：18 年国储棉比价优势



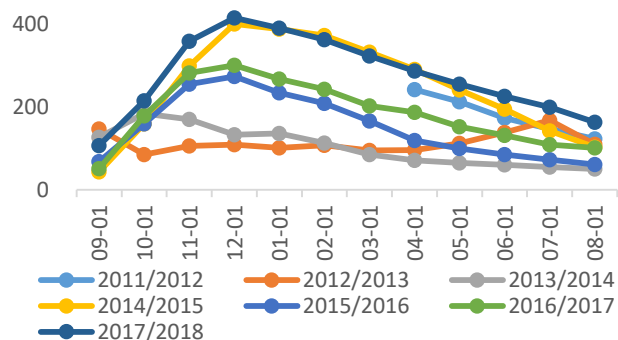
资料来源：中国棉花网，一德研究院

2.2 工商业库存高位 仓单压力持续

18 年国储棉累计成交 250.6 万吨，国储库存转化为市场流通库存，18/19 年度期初市场流通库存高位，国内短期供应充足。数据显示，2018 年 8 月底全国棉花商业库存 162.72 万吨，环比减少 36.94 万吨，同比增加 61.9 万吨；2018 年 8 月底全国棉花工业库存 88.62 万吨，环比增加 9.08 万吨，同比增加 17.6 万吨；2018 年 8 月底工商库存合计 254 万吨，同比增加 72.81 万吨。

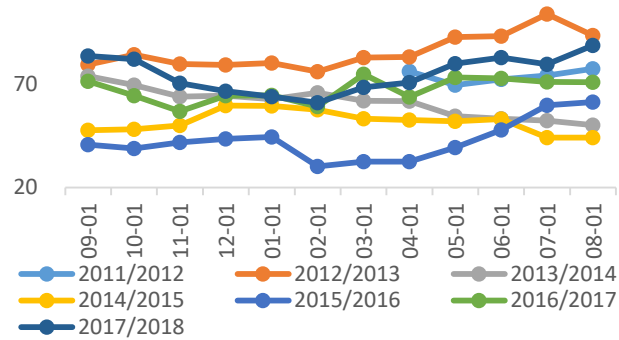
5 月中旬至 6 月初郑棉期货主力合约在新疆减产预期炒作等因素下多次出现涨停，基差持续负值，期货市场套保意愿明显加大，郑棉仓单出现反季节性增长，直至 8 月中下旬，9 月交割前，基差走强，仓单开始缓慢流出。截至 2018 年 10 月 10 日，期货市场郑棉仓单 9845 张，有效预报 79 张，仓单+有效预报折合郑棉 39.7 万吨，依然处于历史绝对高位，仓单压力持续，CF1905-CF1901 在 1 月临近交割前仍有进一步走弱空间。

图 2.4: 棉花商业库存



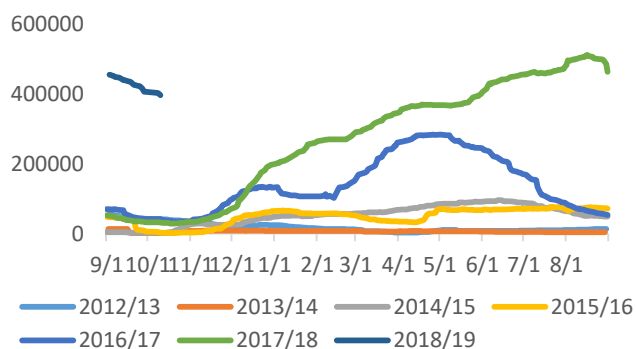
资料来源: wind, 一德研究院

图 2.5: 棉花工业库存



资料来源: wind, 一德研究院

图 2.6: 郑棉仓单+有效预报量



资料来源: wind, 一德研究院

2.3 新花上市 丰产预期显现

2.3.1 18/19 植棉面积继续增长 单产持平或略减

今年是兵团改革全面推进的一年，土地确权使得职工农户自主权得到释放，在植棉效益稳定、比较收益高的情况下，棉花种植面积大幅增加，比如六师和七师植棉面积分别同比增加了 60 万亩（33%）和 41 万亩（23%），北疆面积增幅超过 10%。单产方面，与 5 月调研显示棉花生长前期新疆部分棉区大风和低温灾害严重产生 18/19 年度减产预期不同，8 月调研数据显示，由于后续天气适宜棉花生长发育，加上棉农在受灾后及时进行了补种和科学的田间管理，整体单产呈现持平或略减状态，初步数据表明 18/19 年度新疆棉花增产 30 万吨左右至 530 万吨。

据新疆维吾尔自治区预测，2018 年棉花每亩总成本较上年实际增加 10.65 元，增幅 0.5%，成本增加主要体现在人工、尿素和农药部分，综合来看，较大规模棉花种植企业 18 年植棉成本在 2000 元/亩，18 年籽棉收购价呈现初始试探高开，后期中开低走，截至 18 年 10 月上旬，轧花厂机采棉整体加工成本 15500-16000 之间。

2.3.2 未来几年新疆耕地面积大概率呈下降趋势 棉花产量提高靠单产

从调研中了解到除了昌吉地区因近几年由于气候条件变化,尤其气温有所上升原因使得棉花种植效益和质量都有所好转,从而植棉面积有较大增幅(同比增加 60 万亩)外,其余地区植棉面积的增长更多地源于作物间种植竞争下的轮换。随着兵团改制的完成,农户自主性已经得到一定释放,棉花种植面积的大幅增长的同时其余作物面积有相应减少,造成作物价格间的此消彼长,加大各品种种植面积的波动性。另外,新疆耕地面积受水资源限制,近几年,由于环保问题,国有原来开荒地、黑地等陆续被要求在几年内一定比例被退耕还林,2020 年将是截至年份,新疆的整体耕地面积在近两年将会呈现下降趋势。所以,未来几年棉花总产量的提升更多地来自于单产上的突破,订单农业在新疆发展较为迅速,种子革命和技术发展,大面积土地流转后的高水准管理都将可能带来棉花整体单产的增加。

2.4 宏观不确定性大 消费增长面临考验

18 年以来中美关系持续恶化,9 月 18 日美国政府宣布对从中国进口的约 2000 亿美元商品自 9 月 24 日起加征 10%关税,并与 2019 年 1 月 1 日起将加征关税税率提高至 25%,这部分加税税率调整对我国纺织品出口的影响将在 10 月和 1 月出口数据中得到体现。虽然原料端对美棉加征关税将提高国内棉花进口成本,但总体影响有限,一方面,加工贸易进口并不受加征关税影响,另一方面,近期表现出来的国内棉花丰产预期缩窄了新年度的产需缺口。

值得注意的是,若中美贸易战继续升级,则在接下来的加征关税名单中极有可能覆盖到下游主要的纺织品服装,目前中国对美纺织品服装出口额占总出口额的 17%,美国对中国纺织品服装加税 10%,对中国纺织品产业影响较大,造成产业外流,直接影响未来的棉花需求。关注中美贸易战的进展。

3. 国际棉花市场分析:

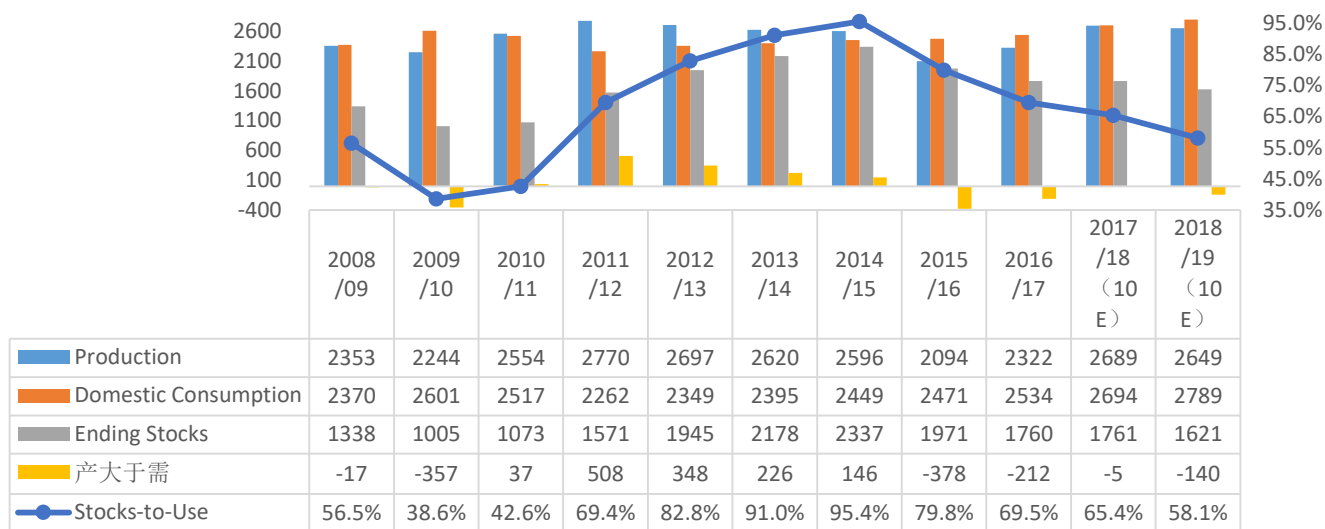
3.1 18/19 年度全球继续去库存 USDA 对全球消费数据的增幅信心有所减弱

USDA10 月全球产需预测大幅修正历史高估的印度棉花库存,全球库消比下降 2.27 个百分点至 58.27%,其中 2018/19 年度全球棉花产量较 9 月下调 6.8 万吨至 2648.8 万吨;全球消费较 9 月下调 4 万吨至 2781.6 万吨;全球棉花产小于需 132.8 万吨;全球期末库存较 9 月下调 65.7 万吨至 1620.9 万吨。

自 USDA6 月预估以来,USDA 相继大幅修正历史高估的中国和印度库存数据,18/19 年度全球棉花库存减少,

但这两次调整都是为了更好地反映中国和印度国内数据，市场对此有所预期，不确定的只是调整的时间点而已。近期全球各国间贸易问题不断，宏观不确定可能抑制棉花消费，消费端需求有待观察。从 USDA 消费端数据调整来看，排除中国和印度库存数据修正因素，USDA10 月月报显示全球 18/19 年度消费量 2781.6 万吨，同比提高 97.6 万吨，而此前在 USDA5 月对全球 18/19 年度棉花首次供需预估中消费同比提高 102.2 万吨，USDA 月报对于 18/19 年度全球消费数据的增幅信心有所减弱。

图 3. 1：全球棉花供需平衡表



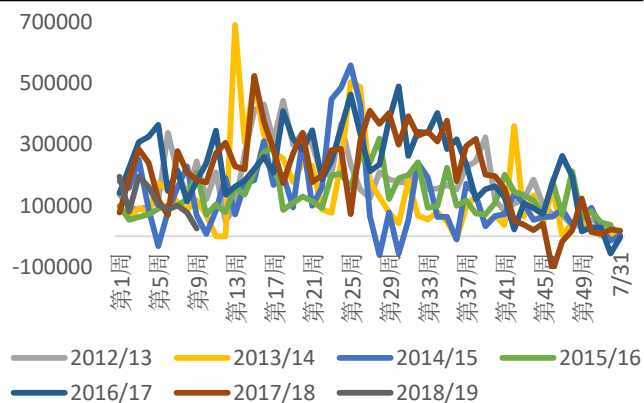
资料来源：USDA，一德研究院

3.2 美国棉花市场分析

3.2.1 美棉出口存超前销售可能

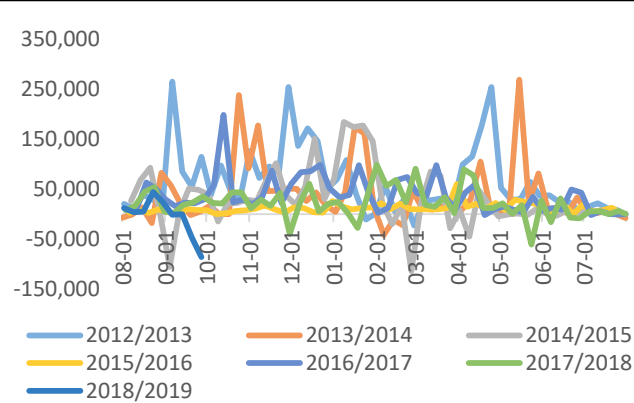
作为全球最大的棉花出口国，国际棉花需求是支撑其棉价的核心动力，17/18 年度美棉出口销售保持强劲，支撑美棉价格。对于 18/19 年度，由于全球贸易摩擦不断，宏观不确定性加大，美棉出口销售前景存疑。在 9 月中下旬，中国接连大量取消美棉订单，美棉近期周度出口数据不佳。截至 9 月 27 日当周，美国 18/19 年度棉花净签约销售量累计达到 211 万吨，销售进度 63%（USDA10 月月报预计销售为基准），美棉装运量累计达到 33 万吨。在美棉已签约的 18/19 年度 211 万吨净销售量中，有 188 万吨来自 17/18 年度未装船量的结转，且当前美棉销售进度远高于五年历史平均水平，我们认为美棉出口存超前销售可能。当前阶段中美贸易战对全球棉花的影响短期更多地反映贸易格局的变化，其它国家对美棉进口的增加在一定程度上可以充抵中国进口的下降，鉴于全球资源有限，18/19 年度预期全球产量增速将不及消费进入去库存阶段，美棉总体需求仍将保持比较强势。

图 3. 2: 美棉当前年度净销售



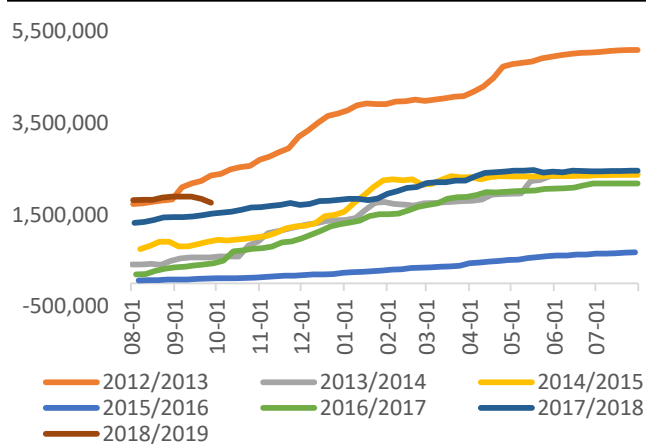
资料来源: USDA, 一德研究院

图 3. 3: 陆地棉当前市场年度净销售-中国



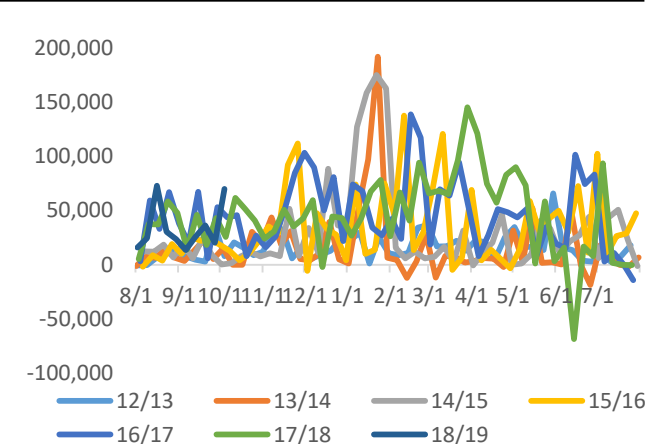
资料来源: USDA, 一德研究院

图 3. 4: 陆地棉当前年度累计销售-中国



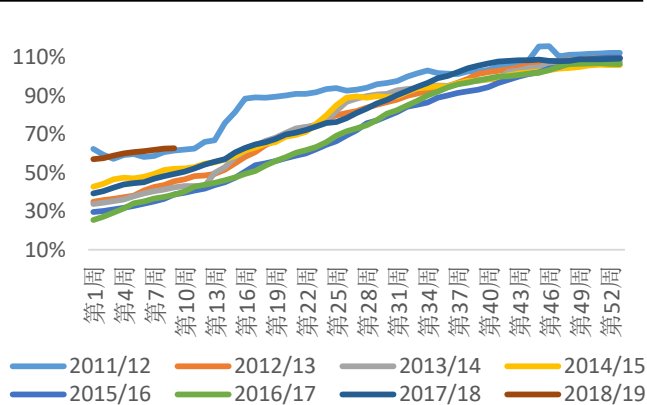
资料来源: USDA, 一德研究院

图 3. 5: 陆地棉当前市场累计销售-越南



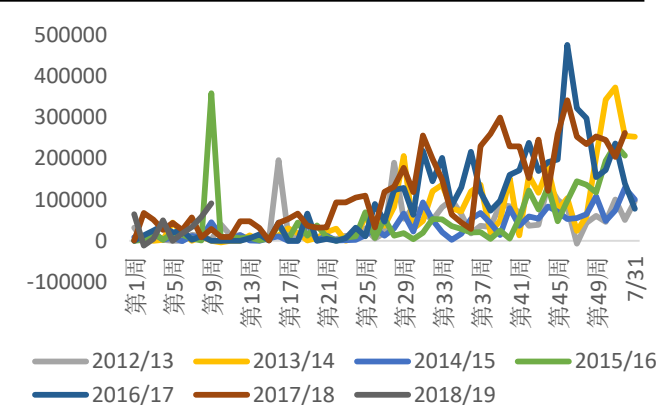
资料来源: USDA, 一德研究院

图 3. 6: 美棉销售进度



资料来源: USDA, 一德研究院

图 3. 7: 美棉下一年度净销售



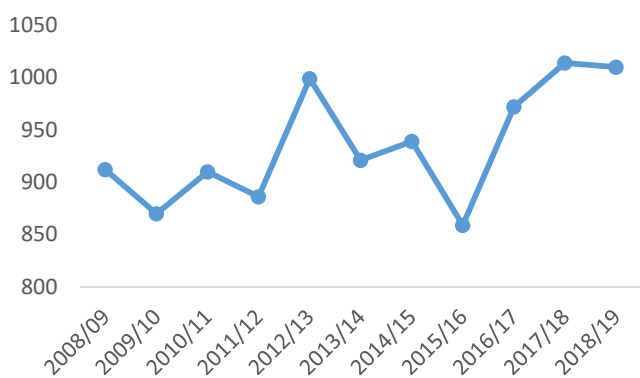
资料来源: USDA, 一德研究院

3.2.2 18/19 年度美棉产量好于预期

在 USDA5 月月报对 18/19 年度全球棉花供需的首次预估中, 基于 17/18 年度良好的天气条件, 而在 18 年 5

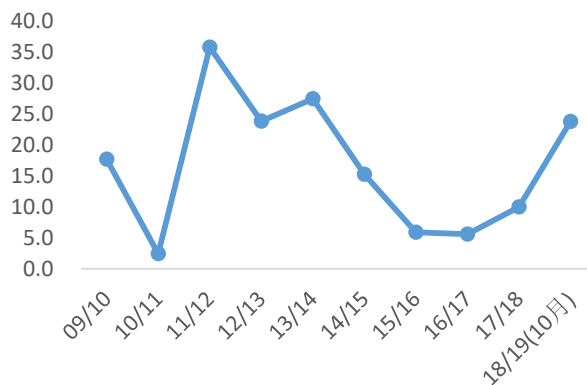
月初时得州处于严重干旱情况影响播种进度，预计新年度美棉单产将会明显下滑，弃耕率大幅提升，将美棉 18/19 年度产量调减 31 万吨至 425 万吨。就目前来看，虽然美棉生长优良率远低于历史同期，但得州干旱自进入 8 月起逐渐有所好转，其它棉区尤其是东南三角洲一带整体情况较好，加之 18/19 年度植棉面积大幅增长，在弃耕率远高于历史年度的预期下，USDA 月报连续 3 月调高美棉产量，根据 USDA10 月月报数据 18/19 年度美棉产量 430 万吨，当前新年度美棉陆续上市，10 月 9 日当周美棉吐絮率 78%（去年同期 72%），收获率 25%（去年同期 24%），优良率 42%（上周 42%，去年同期 60%），关注后期上市期间的天气情况和实际产量数据，18/19 年度美棉产量或好于预期。

图 3.8: 美棉单产



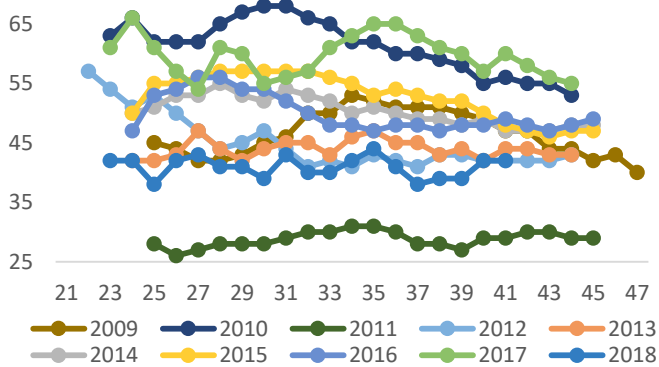
资料来源: USDA, 一德研究院

图 3.9: 美棉弃耕率



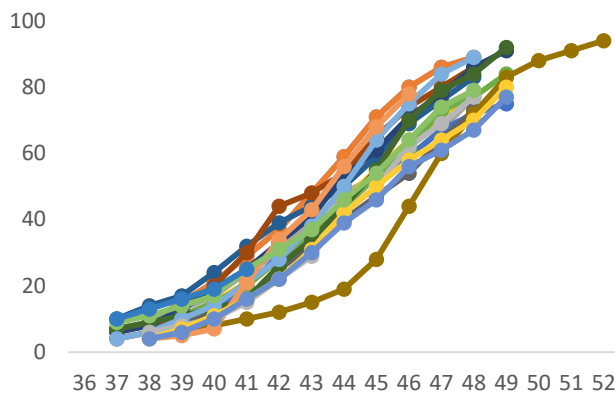
资料来源: USDA, 一德研究院

图 3.10: 美棉优良率



资料来源: USDA, 一德研究院

图 3.11: 美棉收割进度

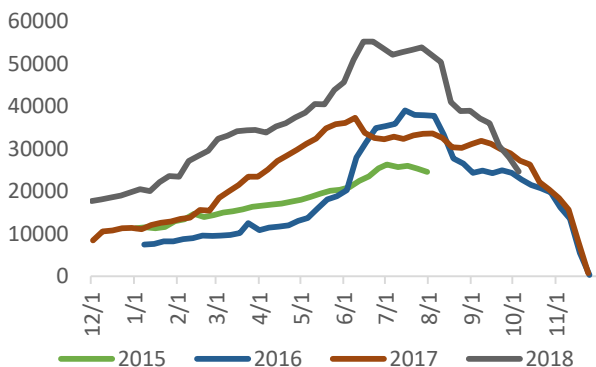


资料来源: USDA, 一德研究院

3.2.3 78 美分/磅以下点价意愿增强

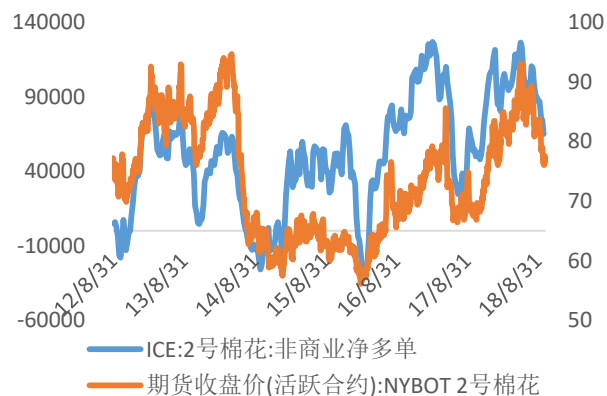
据 CFTC 数据,美国未点价 On-Call 合约量处于历史高位,截至 10 月 5 日,ICE 合约上未点价卖出合约量 136599 张,折合棉花约 300.5 万吨,其中 2018 年 12 月合约上未点价卖出合约 24614 张,去年同期 32608 张,而截至 10 月 5 日,ICE 可交割的 2 号期棉合约库存 28062 包,折合棉花 0.6 万吨。

图 3. 12: 12 月末点价卖出合约



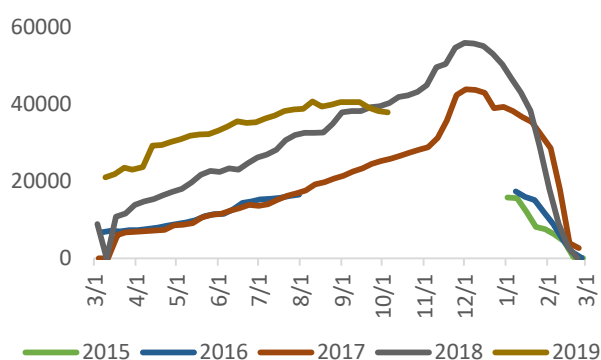
资料来源: CFTC, 一德研究院

图 3. 14: CFTC 棉花非商业净多单持仓



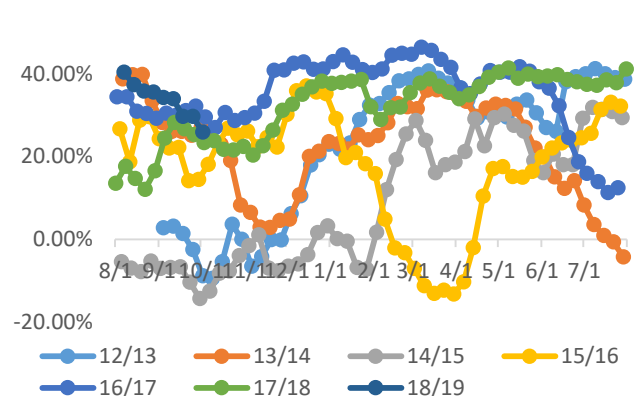
资料来源: CFTC, 一德研究院

图 3. 13: 3 月末点价卖出合约



资料来源: CFTC, 一德研究院

图 3. 15: CFTC 棉花非商业净多单占比



资料来源: USDA, 一德研究院

3.3 印度棉花市场分析

3.3.1 USDA10 月月报大幅修正印度库存历史预期

17/18 年度虽然印度植棉面积较上一年度增长 19%, 但由于棉花生长发育后期出现了一部分地区降雨量不足, 以及棉花主产区马邦等地遭受了虫害等原因, 棉花单产大幅下降, 据 CAI10 月预测, 印度产量同比仅增加 8% 至 621 万吨, 期末库存同比减少 22 万吨至 39 万吨, 库存消费比进一步下降至近六年低位, 国内可供出口量进一步减少。

USDA10 月月报大幅修正印度库存历史预期, 环比下调 17/18 年度印度期末库存 63 万吨至 189 万吨, 统一至 CAI 口径 (扣除 8-9 月两个月消费量) 为 80 万吨。

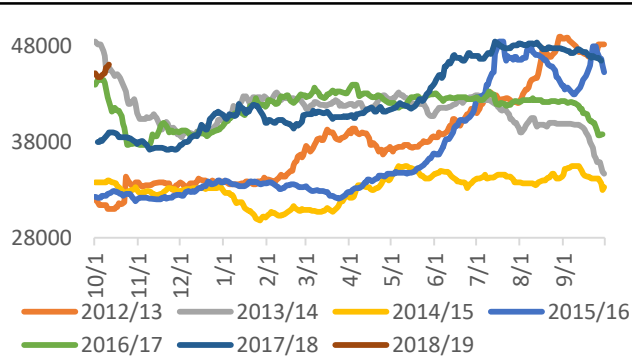
3.3.2 18/19 年度印度植棉面积明显好于预期

18/19 年度，同比大幅提高的棉花价格与最低收购价刺激棉农植棉的积极性，虽然前期印度中部季风推迟，降水少于去年同期，但随着季风的后续推进，种植进程加快，18/19 年度植棉面积明显好于预期。据印度农业部数据，截至 9 月 20 日，印度植棉面积 1206.4 万公顷，9 月 28 日作物报告预计 18/19 年度印度植棉面积有望达到 1223.8 万公顷，高于前期预估 1194.9 万公顷。

单产方面，据 CAI 消息，印度棉花协会将 18/19 年度棉花产量预估从 17/18 年的 3650 万包减少至 3480 万包，约 591.6 万吨。其中今年最大考虑的问题是古吉拉特邦，在 9 个棉花种植区的古吉拉特邦，雨水赤字超过 50%，3 个地区已经宣布干旱，古吉拉特邦的降雨量约为 75%，可能会大幅减产。我们从古吉拉特邦的降水数据来看，2018 年 4 月 1 日至 10 月 8 日，古吉拉特邦累计降水量 12810.43mm，去年同期 13246.56mm，降水量同比少 436.13mm，由于该区 77%左右的棉花面积完全依靠降水提供水源，属于典型的雨养农业区，降水带来的单产减少有待观察。

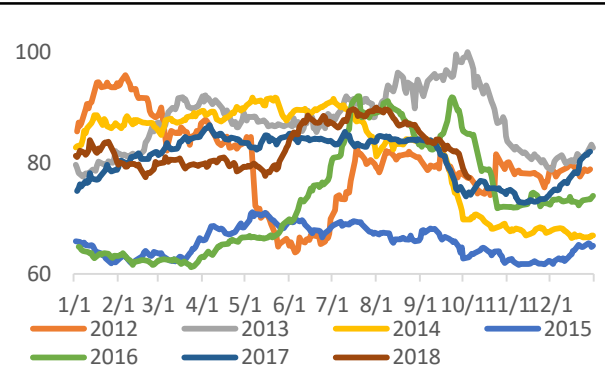
当前印度日上市量约 9000 多吨，后期上市量将逐渐增加，近期印度 Shankar 6 卢比/candy 价格保持高位运行，8 月以来卢比汇率连续贬值，印度 Shankar 6 美分/磅走弱，在一定程度上削弱了 MSP 收购价 18/19 年度大幅提高的支撑。

图 3.16: 印度 Shankar 6 价格 (印度卢比/candy)



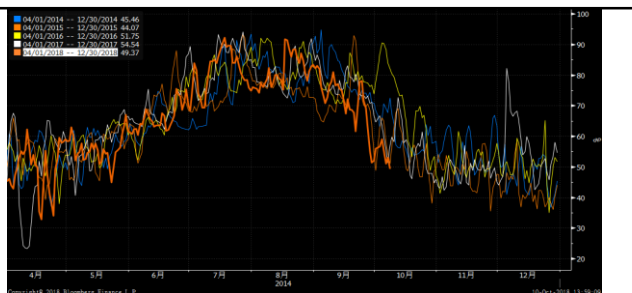
资料来源: wind, 一德研究院

图 3.17: 印度 Shankar 6 价格 (美分/磅)



资料来源: wind, 一德研究院

图 3.18: 古吉拉特邦降水量



资料来源: 彭博, 一德研究院

4. 主要风险:

- i) 对美进口棉花加征 25%关税对郑棉价格提振有限，若中美贸易战的升级，纺织品服装出口风险加剧，测算纺织品服装出口至美国加税影响我国消费量在 60-80 万吨左右。
- ii) 天气状况：若中国、印度、美国等棉花主产区出现恶劣天气，将阶段性推高棉花价格。

免责声明

- ▶ 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- ▶ 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel: 010-8831 2088

上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel: 021-6257 3180

天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel: 022-2813 9206

天津滨海新区营业部 300457

天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel: 022-5982 0932

天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301
Tel: 022-5822 0902

郑州营业部 450008

郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel: 0371-6561 2079

大连营业部 116023

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2303、2310号房间
Tel: 0411-8480 6701

淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel: 0533-358 6709

宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel: 0574-8795 1915

唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel: 0315-578 5511

烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel: 0535-216 3353/216 9678