

供给压力 VS 轮入预期 2017/18 年度郑棉或先抑后扬

棉花

内容提要：

- ◆ 除去中国以外的国际市场，2017/18 年度棉花产量大于消费 352.9 万吨，期末库存较上一年度增加 238.7 万吨，库存消费比增加 11.3 个百分点至 63.8%，为 2000 年度以来的最高水平。
- ◆ 在国家稳定棉花种植政策及新疆棉花目标价格“三年一定”的利好提振下，预计 2018 年国内棉花种植面积仍将维持稳中增加态势，但增加幅度尚难弥补国内棉花的产需缺口。
- ◆ 发改委发布公告，今年新棉上市期间（目前至明年 2 月底）原则上不安排轮入，2018 年储备棉轮出销售将从 3 月 12 日开始，截止时间暂定为 8 月底，每日挂牌销售数量暂按 3 万吨安排。
- ◆ 2017 年 12 月-2018 年 2 月将是新棉集中销售期，2017/18 年度前半期现货市场供应压力高于市场预期。
- ◆ 2018 年全球经济加快复苏，提振大宗商品需求，棉花消费预期偏好；涤纶短纤重心上移也对棉价带来一定的提振作用；但外纱进口数量增加，2017/18 年度中国棉花消费增幅仍有限。
- ◆ 连续三年的储备棉规模性轮出，2017/18 年度末国内储备棉库存将下降至 250 万吨下方，不足棉花产量的一半，市场对于储备棉轮入及棉花进口政策调整的预期不断增强。
- ◆ 2017/18 年度新棉质量等级较高，现货市场供应充足；一旦期货盘面出现大幅反弹，新棉注册仓单数量将大幅增加。
- ◆ 预计 2017/18 年度郑棉期货将呈现先抑后扬的走势，郑棉指数运行区间为 14000-17000 元/吨；利用吨纱利润积极寻求棉花棉纱期货套利交易机会。

张伟伟

软商品分析师

从业资格证：F0269806

投资咨询证：Z0002792

TEL：0516-83831165

E-MAIL：zhangweiwei

@neweraqh.com.cn

近期报告回顾

供需格局转向宽松 9 月郑

棉震荡下行（月报）201709

储备棉轮出时间或延长 8

月郑棉料将震荡下行（月报）

201708

若无极端天气出现 7 月郑

棉弱势回调概率大（月报）

201707

上有压力下游支撑 6 月郑

棉维持震荡走势（月报）

201706

供需机构矛盾逐渐显现 5 月

郑棉重心缓慢上移（月报）

201705

第一部分 2017 年棉花期货市场回顾

储备棉轮出缓解国内棉花供需矛盾，2017 年郑棉期货三起三落，整体呈现 14600-16600 元/吨区间宽幅震荡走势。年初印度大额纸币弃用导致籽棉交售缓慢，印度棉价大涨带动美棉走强，与此同时，国内纺织利润回升提振需求，郑棉期货震荡反弹，3 月初郑棉指数最高上探至 16590 元/吨。但随着储备棉轮出启动，市场供应压力增加，郑棉高位回落，而仓单数量的大幅增加进一步打压棉价，4 月 5 日郑棉指数最低跌至 14980 元/吨，近月合约一度下探至 14645 元/吨。郑棉持续回落导致盘面价格明显低于储备棉成交价格，吸引买盘入场，加之棉棉强势反弹，国内纺织需求季节性旺季，4 月中旬至 5 月中旬，郑棉再度上涨至震荡区间上沿 16500 元/吨附近。5 月中旬至 7 月底，国内外主产国天气状态良好，增产预期再度主导市场，郑棉期价二次探底。进入 8 月，储备新疆棉投放数量减少引发市场供应短缺担忧，郑棉期货震荡回升；9 月初国家发布公告禁止贸易商参与竞拍储备棉，引发市场对于储备棉公检资源不足担忧，郑棉指数年内第三次冲高，但反弹高度明显弱于前两次，随后国家连续下发两条公告，要求凡是竞拍存放于中储棉直属库储备棉的企业必须在出库单开具后 10 个工作日内提货，且允许部分储备棉采取按批抽样方式公检，有效保障市场供应，郑棉期价应声回落；四季度，新棉大面积上市，市场供应压力增加，郑棉期货三次寻底。截止 12 月 15 日收盘，郑棉指数报收于 15060 元/吨，较 2016 年 12 月 30 日收盘微涨 0.10%。

外盘方面，美棉波幅大于郑棉，整体呈现冲高回落后再度震荡反弹走势。1-5 月，受强劲出口销售数据支撑，美棉期价重心不断上移，5 月中旬美棉指数最高上探至 81.24 美分/磅；但随后全球棉花增产预期主导市场，美棉期价大幅跳水，6 月 26 日，美棉指数最低跌至 66.24 美分/磅；7 月-11 月上半月，美棉期价整体维持 66.7-71.0 美分/磅区间震荡整理，9 月初飓风侵袭美国最大的产棉区德州，引发市场担忧，美棉一度上冲至 75.13 美分/磅，但很快重新跌回震荡区间；11 月下旬以来，受出口销售数据提振，美棉期价强势反弹，突破 71.0 美分/磅压力。截止 12 月 15 日收盘，美棉指数报收于 75.63 美分/磅，较 2016 年 12 月 30 日收盘上涨 6.93%。

图 1. 郑棉指数日 K 线图



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

图 2. 美棉指数日 K 线图



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

第二部分 基本面分析

一、2017/18 年度全球棉花市场供大于求

受美国、中国、印度及澳大利亚等主产国棉花产量大幅增加影响，2017/18 年度国际棉花市场供大于求，扭转了此前连续两年产不足需的紧张局面。美国农业部 2017 年 11 月供需报告预计，2017/18 年度全球棉花产量 2644.5 万吨，较上一年度增加 326.4 万吨，增幅 14.1%；全球消费量 2596.4 万吨，较上一年度增加 109.5 万吨，增幅 4.4%；全球产量大于消费 48.1 万吨；全球期末库存 1978.7 万吨，较上一年度增加 48.1 万吨，增幅为 2.5%。此外，除去中国以外的国际市场，2017/18 年度棉花产量大于消费 352.9 万吨，期末库存较上一年度增加 238.7 万吨，库存消费比增加 11.3 个百分点至 63.8%，为 2000 年度以来的最高水平。

表 1. 全球棉花供需平衡表（2017 年 11 月）（单位：万吨）

项目名称	国别	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18 (10 月)	2017/18 (11 月)
产量	印度	675	642.3	563.9	587.9	653.2	653.2
	中国	713.1	653.2	479	495.3	533.4	544.3
	美国	281.1	355.3	280.6	373.8	459.7	465.4
	巴基斯坦	206.8	230.8	152.4	167.6	199.2	199.2
	巴西	174.2	152.4	128.5	152.4	169.8	169.8
	澳大利亚	89.3	50.1	62.1	88.2	108.9	104.5
	土耳其	50.1	69.7	57.7	69.7	82.7	82.7
	其它	431.3	441.2	369.3	383.2	424.5	425.2
	合计	2620.7	2595	2093.4	2318.1	2631.5	2644.5
消费	中国	751.2	740.3	762	816.5	838.2	849.1
	印度	506.2	533.4	528	511.7	533.4	533.4
	巴基斯坦	226.4	230.8	224.3	224.3	230.8	230.8
	孟加拉国	115.4	126.3	137.2	145.9	150.2	156.8
	土耳其	137.2	139.3	144.8	140.4	147	147
	越南	69.7	89.3	95.8	117.6	135	132.8
	巴西	91.4	74	67.5	69.7	74	74
	其它	498	501.6	472.6	461	460.7	472.5
	合计	2395.5	2435	2432.2	2486.9	2569.4	2596.4
进口	孟加拉国	115.4	125.2	139.3	145.9	157.9	157.9
	越南	69.7	93.1	98	119.7	143.7	141.5
	中国	307.5	180.4	95.9	109.6	111	115.4
	印度尼西亚	92.4	80	91.8	80.1	74	74

项目名称	国别	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18 (10月)	2017/18 (11月)
	土耳其	65.1	72.8	64	73.8	74	72.9
	巴基斯坦	26.1	20.7	71.8	52.3	52.3	52.3
	印度	14.7	26.7	23.3	59.6	34.8	34.8
	其它	206.8	187	186.9	178.2	184.1	179.3
	合计	897.7	785.9	771.2	819.1	831.8	828.1
	美国	229.3	244.9	199.3	324.8	315.7	315.7
	印度	201.6	91.4	125.5	99.1	100.2	100.2
	澳大利亚	105.6	52.3	61.6	81.1	89.3	89.3
	巴西	48.6	85.1	93.9	60.7	79.5	81.6
出口	乌兹别克斯坦	56.6	49	50.1	28.3	34.8	26.1
	布基纳法索	27.8	23.9	28.3	22.9	27.8	28.3
	马里	19.6	18.5	21.8	23.9	25	26.1
	其它	204.8	200.1	184.4	169.8	159.8	160.8
	合计	893.8	765.3	764.9	810.7	832	828.1
	中国	1365.3	1457	1267.1	1054.2	859.3	863.7
	印度	249.5	293.6	227.4	264.1	318.3	318.5
	巴西	167	164	136.3	165.7	188	185.8
	美国	51.2	79.5	82.7	59.9	126.3	132.8
期末库存	澳大利亚	39.3	39.6	42.6	52.1	77.3	69.8
	巴基斯坦	53.9	62.9	56.9	49.3	61.8	61.8
	土耳其	29.5	34.7	34.5	36.5	40.3	40.3
	其它	286.1	288.7	240.7	248.7	339.9	305.8
	合计	2241.8	2420.1	2088.2	1930.5	2011.3	1978.7

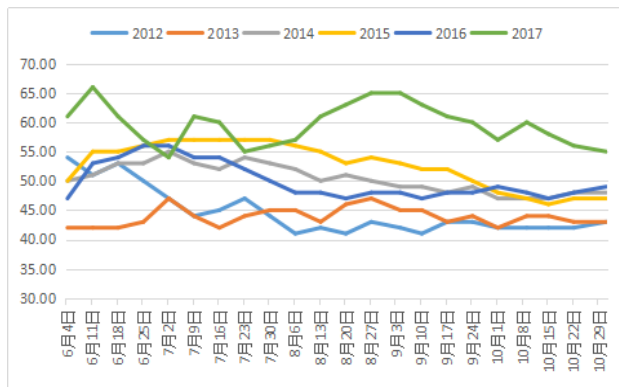
资料来源：USDA 新纪元期货研究

（一）2017/18 年度美国棉花市场供需过剩量进一步扩大

2017 年 8 月以来，美国最大产棉州德克萨斯州接连遭遇飓风和霜冻天气侵害，引发市场减产担忧，ICE 期棉一度暴涨。但随着天气状况好转，市场重新评估不利天气对美棉生产影响有限。产量方面，预计飓风导致棉花产量损失在 60 万包左右，尚不足美国棉花总产量的 3.0%，明显低于市场预期的 100 万包；质量方面，霜冻导致部分棉区马指偏低，但整体影响不大，美国农业部周度作物生长报告显示，截止 10 月 30 日当周，美国棉花生长优良率 55%，好于去年同期的 49%。美棉收割进度亦不断加快，截止 11 月 19 日，美国棉花收割率为 74%，之前一周为 64%，去年同期为 66%。

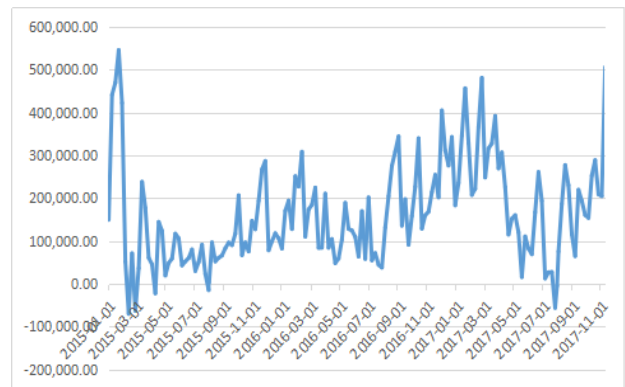
若无其他极端情况出现，2017/18 年度美国棉花市场供需过剩量将进一步扩大。美国农业部预计，2017/18 年度美国棉花产量 465.4 万吨，同比大增 24.51%；而本国消费量仅有 73.0 万吨，出口量预估 315.7 万吨，供应大于消费出口总量 76.7 万吨，而去年同期是-22.0 万吨。

图 3.近 6 年美棉生长优良率（单位：%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 4.当前市场年度美国陆地棉净销售（单位：包）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

但美棉出口销售数据依旧强劲。美国农业部数据显示，截至 11 月 9 日，美国 2017/18 年度棉花净出口销售量累计达到 214 万吨，同比增加 60 万吨，增长 39%，完成 USDA 预测的 67%，高于上年同期的 47%；2018/19 年度累计签约量为 20.8 万吨，同比增加 10.2 万吨。按照目前的出口销售进度，2017 年度美棉出口销量或超预期，这对 ICE 期棉带来较强的支撑作用。

（二）2017/18 年度印度棉花延续供需过剩格局，收储导致印度国内供应前紧后松

印度棉花单产受棉铃虫的影响同比下滑，但种植面积大增近 20%，2017/18 年度印度棉花延续供需过剩格局。印度棉花协会（CAI）最新报告预测，2017/18 年度（2017.10-2018.9）印度棉花产量 637.5 万吨，同比增长 11%；进口量 28.9 万吨，国内消费量 544 万吨，出口量 107.1 万吨。美国农业部数据更为利空，预计 2017/18 年度印度棉花产量 653.2 万吨，消费 533.4 万吨，出口 100.2 万吨，进口 34.8 万吨，本年度印度棉花供需过剩 54.4 万吨。

但印度棉花政策存在变数，亦对国际带来不确定性。2017 年 10 月 23 日，印度政府宣布提高古加拉特邦新花最低收购价格（MSP），在原 MSP（4270 卢比/公担）的基础上每公担提高 500 卢比/公担，折合皮棉成本上升约 10 美分/磅。最低收购价格的提高势必推升本国棉农的交储积极性，一定程度改变印度国内棉花供需形势。不过印度棉花收储与抛储的时间间隔不会太长，一般印度棉花公司（CCI）会在收储结束后几个月内将收储棉花出售，对长期供需总量影响有限。

印度棉花联合会呼吁印度棉花公司（CCI）从 11 月至明年 2 月收购 170 皮棉以支撑棉价。如果收储量真能达到这个程度，将导致印度国内供给“前紧后松”，出口亦呈现“前少后多”的变化。中短期来看，利多美棉出口，进而对 ICE 期棉带来支撑；但后期抛储对远月价格构成利空。

（三）单产提高弥补面积缩减，2017/18 年度澳大利亚棉花产量增加

受旱地田棉花种植面积大减影响，2017/18 年度澳大利亚植棉面积仅有 43 万公顷，同比减少 23%。但由于灌溉田播种面积增加，导致单产大幅提高 33%，澳大利亚农业资源经济研究局（ABARE）最新报告将 2017/18 年度澳棉产量上调 12.7 万吨至 95.6 万吨，同比增长 2%；预计澳棉出口量 93.5 万吨，同比增长 23%。美国农业部预计 2017/18 年度澳大利亚棉花产量 104.5 万吨，同比增加 18.5%；出口 89.3 万吨，同比增加 10.1%。

综合而言，2017/18 年度，除中国以外的国际市场棉花供需过剩量进一步扩大，这将长期压制国际棉价；但美棉出口销售数据强劲，ICE 期棉下方支撑亦较强。

二、储备棉轮出补充供给，需求仍难大幅增加，2017/18 年度国内棉花呈现供需宽松格局

（一）产量增加叠加储备棉轮出，2017/18 年度国内棉花供应宽松

1. 2017 年全国棉花产量同比增加 14.1%，但仍难弥补国内棉花产需缺口

国家棉花市场监测系统调查显示，2017 年全国棉花实际播种面积为 4757.3 万亩，同比增加 8.5%。截至 10 月底，各主产区天气整体利于棉花成铃、吐絮，预计新棉单产 119.8 公斤/亩，同比提高 2.6%，较 8 月份调查结果下降 2.4 个百分点；总产量 569.8 万吨，同比提高 11.4%，较 8 月份调查结果下降 2.4 个百分点。

2017/18 年度新疆棉中高质量棉花占比较大。根据国家棉花资源监测信息平台数据显示，截至 2017 年 12 月 9 日，2017/18 年度已完成新疆棉公检 371.45 万吨，较去年同期增加 49.98 吨。其中“双 28”及以上等级棉花 195.21 万吨，占比 52.55%，较去年同期高 37.34 万吨；“双 29”及以上等级棉花 94.58 万吨，占比 25.46%，较去年同期高 23.39 万吨；“双 30”及以上等级棉花 14.96 万吨，占比 4.03%，较去年同期减少 2.08 万吨。

表 2. 2017 我国棉花种植面积及产量预估（2017 年 10 月）（单位：万亩、公斤/亩、万吨）

地区	面积		单产			总产量		
	实播	同比±%	预计	同比±%	环比±%	预计	同比±%	环比±%
全国	4757.3	8.50%	119.8	2.60%	-2.60%	569.8	11.40%	-2.40%
黄河流域	899.3	8.00%	78.5	-1.00%	-5.10%	70.6	7.00%	-4.90%
山东省	406.7	7.50%	76.2	1.10%	-8.40%	31.0	8.70%	-9.10%
河南省	89.7	4.50%	68.6	-11.70%	-9.50%	6.2	-7.70%	-10.00%
河北省	329.3	9.30%	84.3	-0.70%	-0.50%	27.8	8.50%	-0.60%
陕西省	20.1	7.10%	75.4	-5.40%	-5.60%	1.5	1.30%	-6.00%
山西省	19.3	5.60%	76.0	-4.1%	-5.60%	1.5	1.30%	-5.90%
天津市	34.1	13.80%	79.4	4.80%	-0.60%	2.7	19.30%	-0.60%
长江流域	607.7	5.80%	56.0	-6.8%	-19.30%	34.1	-1.40%	-17.20%
湖北省	205.8	5.40%	47.6	-7.60%	-34.90%	9.8	-2.60%	-36.70%
安徽省	202.7	5.10%	56.3	4.30%	-18.20%	11.4	9.50%	-19.30%
江苏省	40.3	12.50%	72.9	5.50%	-8.40%	2.9	18.70%	-9.60%
湖南省	98.1	6.20%	54.3	-30.40%	-16.30%	5.3	-26.10%	-17.20%
江西省	60.9	4.90%	75.4	-0.20%	+2.50%	4.6	4.70%	+2.70%
西北内陆	3198.8	9.20%	144.4	3.70%	-0.70%	462.1	13.20%	-0.70%

地区	面积			单产			总产量		
	实播	同比±%	预计	同比±%	环比±%	预计	同比±%	环比±%	
甘肃省	35.9	52.80%	105.1	-9.70%	-6.20%	3.8	37.90%	-9.60%	
新疆	3162.9	8.90%	144.9	3.80%	-0.70%	458.3	13.10%	-0.70%	
其它	51.5	4.00%	59.0	-4.70%	-4.00%	3.0	-0.90%	-4.20%	

资料来源：国家棉花市场监测中心 新纪元期货研究

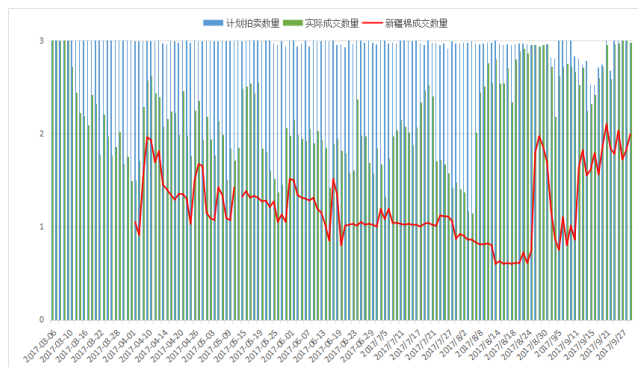
在国家稳定棉花种植政策及新疆棉花目标价格“三年一定”的利好提振下，预计 2018 年国内棉花种植面积仍将维持稳中增加态势，但增加幅度尚难弥补国内棉花的产需缺口。

2. 2017/18 年度储备棉轮出政策落地，本年度中后期供应得到有效保障

国内棉花产需存在缺口，而储备棉轮出有效补充市场供给，极大的缓解了国内棉花市场供需矛盾。

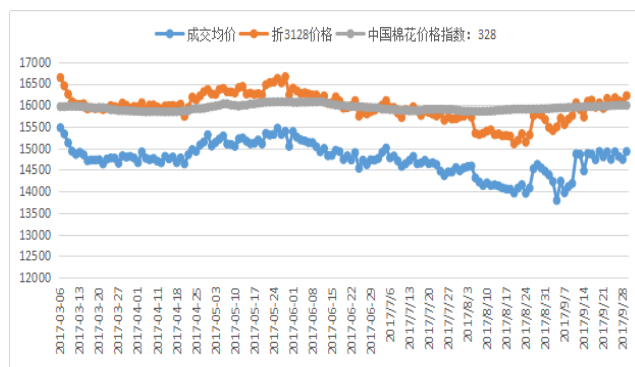
2016/2017 年度储备棉轮出自 3 月 6 日挂牌交易至 9 月 29 日结束，历时 7 个月，比 2015/2016 年度储备棉轮出提前开启 2 个月。2016/2017 年度中国储备棉管理总公司计划出库销售储备棉累计 437.8 万吨，实际成交 322 万吨，成交率 74%，其中新疆棉成交 183 万吨，地产棉成交 139 万吨。从成交价格看，成交平均价格 14754 元/吨，成交平均价格折标准级（3128）价格 15951 元/吨，储备棉轮出期间中国棉花价格指数（328）均价 15942 元/吨，储备棉轮出成交价格基本围绕现货标准级价格上下波动。

图 5. 储备棉成交情况（单位：万吨，%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 6. 储备棉成交价与中国棉花价格指数（单位：元/吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

为了稳定国内棉花市场，国家发展改革委、财政部 2017 年 11 月 6 日发布《关于 2017/2018 年度国家储备棉轮换有关安排的公告》（2017 年第 18 号），决定今年新棉上市期间（目前至明年 2 月底）原则上不安排轮入，2018 年储备棉轮出销售将从 3 月 12 日开始，截止时间暂定为 8 月底，每日挂牌销售数量暂按 3 万吨安排。如一段时期内国内外市场价格出现明显快速上涨，储备棉竞价销售成交率一周有三日以上超过 70%，将适当加大日挂牌数量、延长轮出销售期限，或采取其它措施，保证市场供应。

此公告与上年度政策基本一致，打消市场对明年 3 月之前储备棉轮入的预期，同时表明了国家坚持去库存的决心，本年度中后期国内棉花供应得到充分保障。

表 3. 历年我国棉花收储及抛储情况统计 (单位: 万吨)

年度	收储量	抛储量
陈棉库存	30	
11/12	337 (国产) + 100 (进口棉)	
12/13	662	424.0
13/14	631	265
14/15		6.34
15/16 (截止 9 月 30 日)		265.92
16/17 (截止 9 月 30 日)		322
合计	1737	1283.26
库存余量		453.54

资料来源: 国家棉花市场监测中心 新纪元期货研究

与此同时, 我们也需要关注到, 连续两年的储备棉规模性轮出, 棉花库存大幅下滑, 根据我们的统计, 截止 2017 年 9 月 29 日, 储备棉库存余量仅有 453.5 万吨。如果本年度储备棉延续前两年的轮出节奏, 2017/18 年度末储备棉库存将下降至 250 万吨下方, 不足棉花产量的一半。长期来看, 国内棉价与国际市场的联动性将明显增加, 未来国内棉花的定价权将更好的由市场供需结构决定。

3. 新棉进入集中销售期, 本年度前半期现货市场供应压力高于市场预期

2017 年主产区天气状况良好, 新棉采摘交售进度与往年基本持平。国家棉花市场监测系统调查数据显示, 截至 2017 年 12 月 8 日, 全国新棉采摘进度为 97.3%, 同比下降 1.6 个百分点, 较过去四年均值减缓 1.6 个百分点, 其中新疆采摘进度为 97.5%; 全国交售率为 89.6%, 同比下降 0.2 个百分点, 较过去四年均值加快 2.6 个百分点, 其中新疆交售进度为 98.5%。

皮棉加工进度较快, 但销售却明显低迷。按照国内棉花预计产量 569.8 万吨 (国家棉花市场监测系统 2017 年 10 月份预测) 测算, 截至 12 月 8 日, 全国累计加工皮棉 420.6 万吨, 同比增加 39.8 万吨, 较过去四年均值减少 10.8 万吨, 其中新疆加工皮棉 391.0 万吨; 累计销售皮棉 108.4 万吨, 同比减少 28.6 万吨, 较过去四年均值减少 103.4 万吨, 其中新疆销售 93.1 万吨。究其原因, 主要有以下两个方面: 一方面, 由于国家前期延长储备棉轮出时间, 纺织企业大量囤积储备棉, 工业库存充足; 另一方面, 今年新棉量质双增, 市场各品质货源充足, 下游企业并不急于采购新棉。国家棉花市场监测系统抽样调查显示, 截至 12 月 11 日, 被抽样调查企业棉花平均库存使用天数约为 41.3 天, 同比增加 10.6 天。

表 4. 新棉产销情况 (单位: 万吨)

月份	加工量			销售量		
	全国	内地	新疆	全国	内地	新疆
9 月	16.8	0	16.8	0.4	0	0.4
10 月 (10 月 27 日止)	144.6	10.2	134.4	15.2	3.8	11.4
10 月 30 日-11 月 3 日	48.9	5.3	43.6	18.4	2.4	16.0
11 月 6 日-11 月 10 日	46.1	3.3	42.8	13.9	2.0	11.9

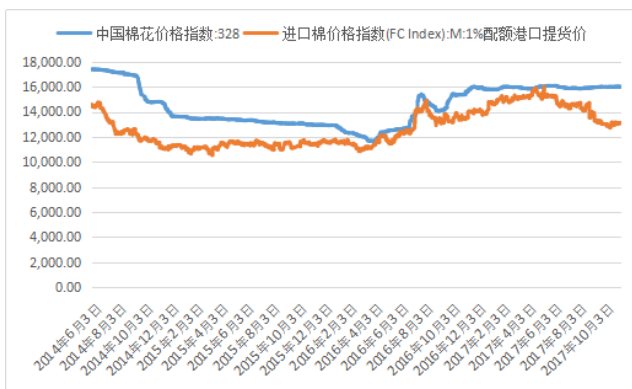
月份	加工量			销售量		
	全国	内地	新疆	全国	内地	新疆
11月13日-11月17日	43.5	1.5	42.0	13.6	1.5	12.1
11月20日-11月24日	44.4	2.7	41.7	13.0	1.8	11.2
11月27日-12月1日	36.9	3.2	33.7	13.8	1.9	11.9
12月4日-12月8日	39.4	3.4	36.0	20.0	1.8	18.2
合计	420.6	29.6	391.0	108.3	15.2	93.1

资料来源：国家棉花市场监测中心 新纪元期货研究

2018 年储备棉轮出从 3 月 12 日开始，且轮入预期落空，2017 年 12 月-2018 年 2 月将是新棉集中销售期，2017/18 年度前半期现货市场供应压力高于市场预期。

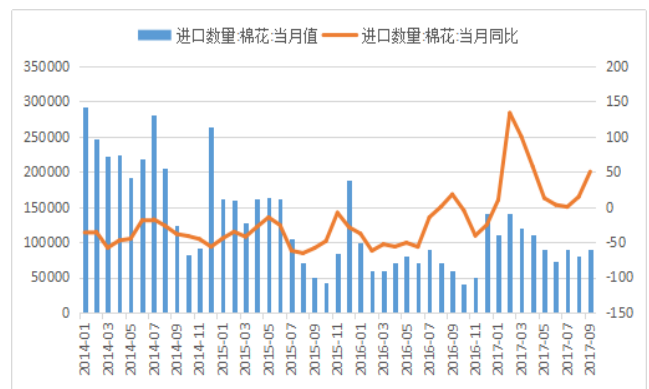
4. 进口配额限制，进口棉仍难大幅度增加

图 7. 棉花内外价差走势图 (单位：元/吨)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 8. 我国棉花进口量月度统计 (单位：吨)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

本年度外棉价格持续低于国产棉价格，外棉进口数量大幅增加。海关数据显示，2017 年 9 月棉花进口 9.27 万吨，环比增加 0.88 万吨，同比增加 10.5%；1-9 月累计进口棉花 90.28 万吨，同比增加 24.78 万吨，增幅 37.8%。10 月，发改委公布 2018 年棉花进口关税配额申领条件和分配原则，2018 年棉花进口关税配额量维持 89.4 万吨不变，其中国营贸易比例为 33%。由于进口配额限制，进口棉数量仍难大幅度增加，预计 2017/18 年度进口棉数量维稳 110 万吨左右。

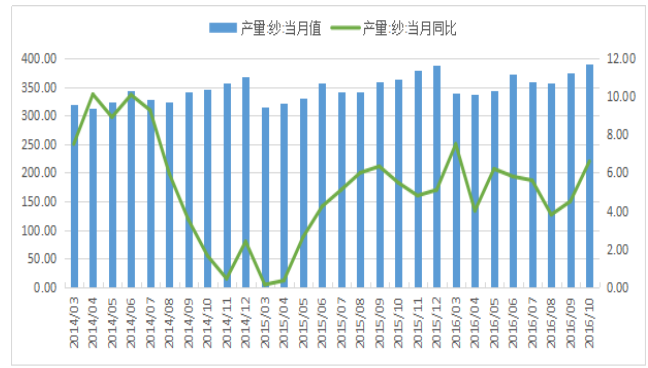
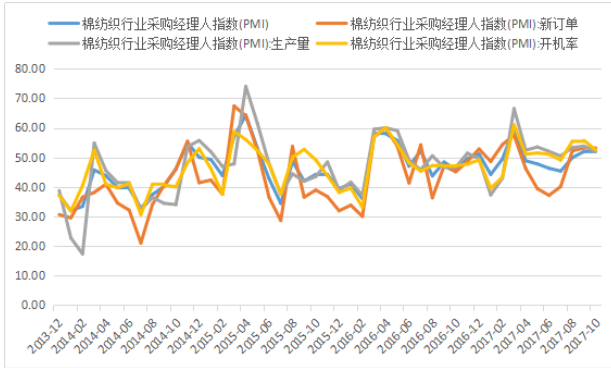
(二) 全球经济复苏提振棉纺织消费，但外纱进口挤占国产棉花需求，中国棉花消费增幅仍有限

1. 2018 年全球经济加快复苏，棉纺织消费预期偏好

2017 年国内纺织服装行业缓慢复苏。数据显示，10 月中国棉纺织行业采购经理人指数 (PMI) 为 52.0%，环比基本持平，同比增加 6.2 个百分点，连续两个月站在 50% 荣枯线之上。其中，新订单、生产量及开机率指标均明显好于去年同期。另据国家统计局数据显示，2017 年 10 月全国纱产量 379.8 万吨，同比持平；1-10 月全国纱产量累计为 3520.0 万吨，同比增长 4.3%。

图 9. 我国棉纺织行业采购经理人指数 (单位：%)

图 10. 我国纱线产量 (单位：万吨)

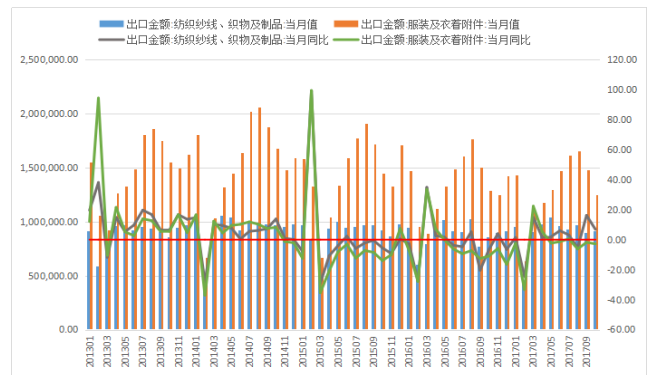
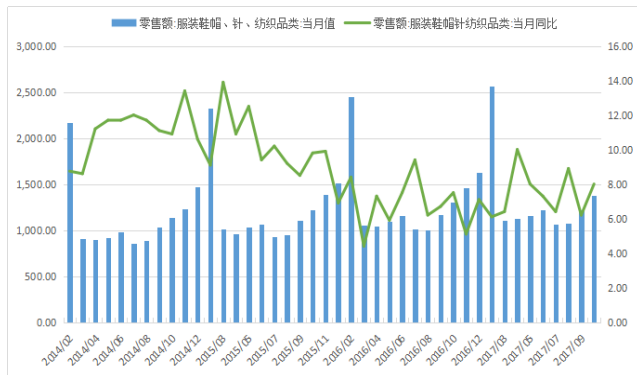


资料来源：WIND 新纪元期货研究 资料来源：国家棉花市场监测系统 新纪元期货

内需方面，2017 年国内纺织品服装零售维持增长态势。国家统计局数据显示，2017 年 1-9 月，全国限额以上服装鞋帽针纺织品零售额同比增长 7.2%，增速与上年同期持平；全国网上穿着类商品零售额同比增长 19.2%，较上年同期加快 2.9 个百分点。1-9 月，规模以上纺织业工业增加值同比增长 4.3%，增速较上年同期放缓 1.9 个百分点；固定资产投资（不含农户）同比增长 6.8%，增速较上年同期放缓 2.7 个百分点。

图 11. 服装鞋帽针纺织品零售额（单位：亿元，%）

图 12. 中国纺织服装出口月度数据（单位：万美元，%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

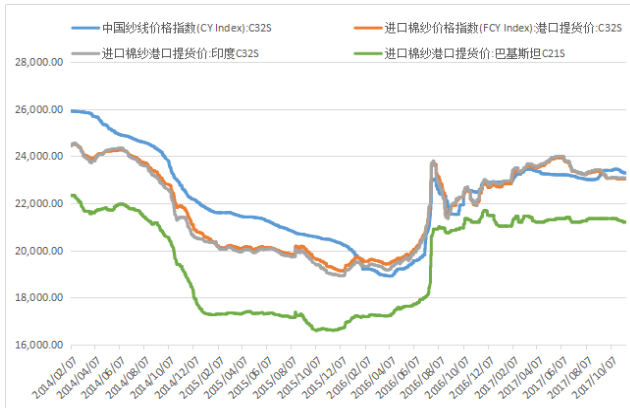
资料来源：WIND 新纪元期货研究

出口方面，2017 年我国纺织品和服饰出口重回正增长的态势。海关数据显示，2017 年 10 月我国出口纺织品服装约 216.82 亿美元，同比增加 1.04%，环比减少 8.70%。其中出口纺织纱线、织物及制品 91.85 亿美元，同比增加 6.83%，环比增加 2.40%；出口服装及衣着附件 124.98 亿美元，同比减少 2.84%，环比减少 15.44%。1-10 月我国纺织品服装累计出口 2214.71 亿美元，同比减少 0.49%。其中，纺织品（包括纺织纱线、织物及制品）累计出口额为 903.39 美元，同比增加 2.50%；服装（包括服装及衣着附件）累计出口额为 1311.32 亿美元，同比下降 2.45%。

近期国际货币基金组织、世界银行和经济合作与发展组织接连调高 2018 年全球经济增速，2018 年全球经济加快复苏，将提振对大宗商品的需求，棉花消费预期偏好，这是中长期支撑国内外棉花价格走势的主要因素之一。

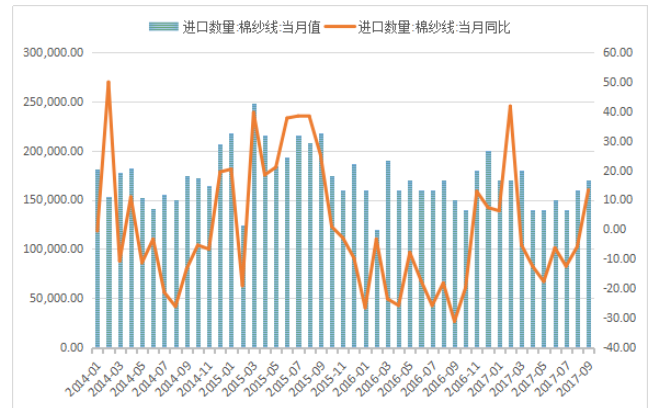
2. 2017/18 年度外纱进口将重回正增长态势，一定程度挤占国内棉花消费

图 13. 棉纱内外价差走势图（单位：元/吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 14. 我国棉纱进口量月度统计（单位：吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

纱线进口没有配额限制，当国内外棉纱价差拉大，棉纱进口数量将明显增加；反之，亦然。受低价储备棉轮出影响，2017 年国内纺纱成本下滑，内外纱价格倒挂，进口纱数量大幅减少。海关数据显示，2016/17 年度（2016 年 9 月-2017 年 8 月）累计进口棉纱 192.0 万吨，同比减少 5.3%。但 9 月中下旬，国际棉价的持续走低终于传导至下游纱线市场，外纱价格出现明显下滑，时隔 7 个月之久进口纱价格再度低于国产纱。9 月，我国棉纱进口 16.7 万吨，同比增加 8.73%，环比增加 5.4%，打破 2017 年 3 月以来外纱进口连续 6 个月负增长的局面。

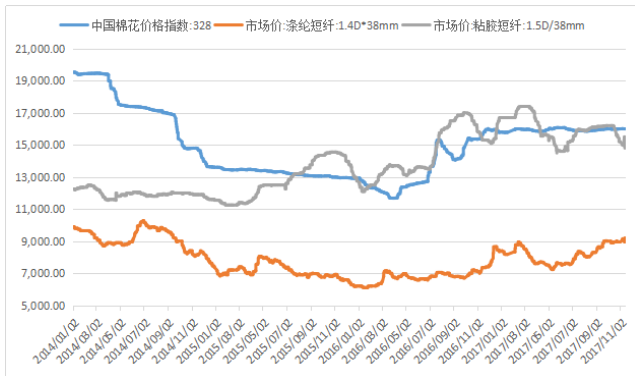
Wind 数据显示，11 月 14 日，中国棉纱 C32S 价格指数 23290 元/吨，当天进口棉纱 C32S 港口提货价 23019 元/吨，国产纱高于外纱 271 元/吨。根据我们前面的分析，2017/18 年度棉花市场呈现外松内紧格局，这将导致内外棉价差维持高位运行，预计 2017/18 年度外纱进口将重回正增长态势，这将一定程度挤占国内棉花消费。

3. 国际原油走强推升涤纶短纤价格重心，对棉价带来一定支撑作用

化纤对棉花的消费替代对中国乃至全球棉花供需产生重大影响。化纤包括短纤（涤纶短纤与粘胶短纤）与化纤长丝；其中，化纤短纤通过棉纺企业应用，直接与棉花产生竞争，形成直接替代；化纤长丝主要通过抢占终端消费（服装、家纺）份额，对棉花间接产生替代。2017 年，国内棉价基本保持平稳，涤纶短纤价格稳中上行，11 月中旬棉花与涤纶短纤的价差一度收窄至 6800 元/吨，涤纶短纤的替代优势减弱。

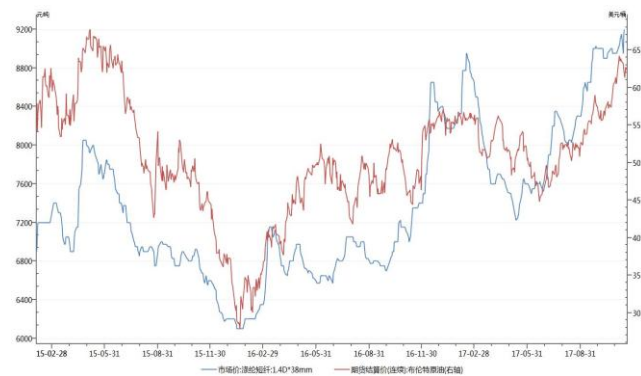
涤纶短纤的最上游原料是原油，从大趋势来看，涤纶短纤与国际原油走势呈现较强的正相关性。石油输出国组织(OPEC)和其他成员国的公开声明(如俄罗斯)指出，在 2017 年 11 月 30 日该组织会面时，有可能延续减产超过 2018 年第一季度的截止期限。预期主要产油国减产期限延迟，且全球宏观经济加快复苏提振需求，我们预计 2018 年原油价格仍将震荡上行，这将推升涤纶短纤价格运行重心，进而对棉价带来一定的支撑作用。

图 15. 棉花与短纤价格对比 (单位: 元/吨)



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 16. 涤纶短纤与国际原油 (单位: 元/吨, 美元/桶)



资料来源: WIND 新纪元期货研究

(三) 储备棉补充市场供给, 2017/18 年度国内棉花供大于求

国家棉花市场监测系统 11 月供需报告, 预计 2017/18 年度棉花产量在 569.8 万吨, 进口量 110.6 万吨, 2017 年 9 月储备棉成交 59.5 万吨, 消费量 812.0 万吨, 2017/18 年度国内棉花供需缺口仅有 82 万吨; 2018 年 3 月新年度储备棉轮出将正式启动, 按照前两个年度的轮出节奏, 3-8 月储备棉至少能提供 200 万吨以上的供应, 2017/18 年度国内棉花市场供大于求。

表 5. 中国棉花产销存预测表 (2017 年 11 月) (单位: 万吨)

	2015/16			2016/17			2017/18		
	本月预测	较上月	同比	本月预测	较上月	同比	本月预测	较上月	同比
期初库存	1209.3	0	1.7%	1035.5	0	-14.4%	818.1	0	-21.0%
产量	521.6	0	-21.2%	511.7	0	-1.9%	569.8	-14.2	11.4%
进口量	96.1	0	-42.5%	111.0	0	15.4%	110.6	9.3	-0.3%
消费量	759.9	0	-2.2%	801.1	0	5.5%	812.0	25.3	1.4%
出口量	2.4	0	-5.2%	1.4	0	-42.5%	1.4	0	4.9%
期末库存	1035.5	0	-14.4%	818.1	0	-21.0%	648.4	-30.1	-20.7%

资料来源: 国家棉花市场监测系统 新纪元期货研究

下面我们再来分析下, 2018 年储备棉轮出之前, 2017 年 11 月-2018 年 3 月中旬国内棉花市场供应情况。截止 10 月底, 棉花商业库存 59.89 万吨, 工业库存 82.12 万吨, 新棉尚未销售数量在 540 万吨左右; 不算进口, 新棉与库存所能带来的供给量 682 万吨, 基本可以满足国内 9-10 个月的棉花消费, 新棉销售压力大增。

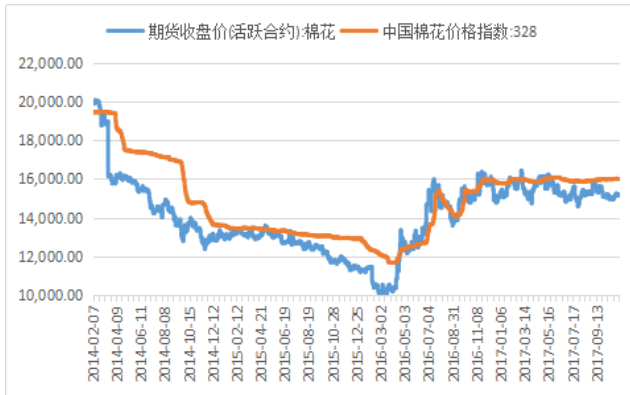
储备棉补充市场供给, 2017/18 年度中国棉花市场供需过剩; 但连续三年储备棉规模性轮出, 国家棉花库存大幅下滑, 市场对于储备棉轮入及棉花进口调整的预期增强。

三、2017/18 年度郑棉期货仓单压力不减

2017 年 9 月 19 日开始, 2017/18 年度郑棉期货实行新的交割规则。新规则将基准交割库从内地改为新疆, 取消新疆棉升水 200 元/吨规定, 改为内地棉贴水 200 元/吨; 内地交割仓库升水 900~1000-运费补贴。

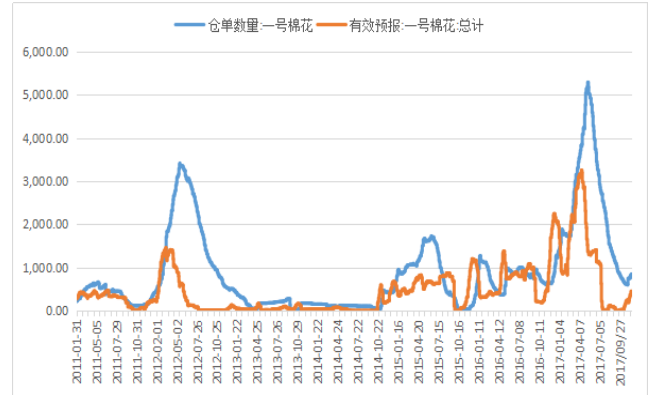
这样一来，给市场带来新的变化：1、新疆成为交割基准库后，期货价格代表产区价格，以中国棉花价格指数为代表的现货价格代表销区价格，期现价差将会扩大。2、内地仓库升水 400-500 元/吨，卖方在内地仓库注册仓单更有优势。3、对于内地买方而言，去新疆交割库提货更有价格优势。

图 17. 棉花期现价格对比（单位：元/吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 18. 仓单及有效预报（单位：张）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

目前下游纺织企业库存充足，现货销售进度缓慢，新棉注册仓单数量不断增加。截止 2017 年 11 月 21 日，郑棉仓单数量为 850 张，有效预报 454 张，合计 1304 张（折皮棉约 5.216 万吨）。2018 年储备棉轮出将于 3 月中旬启动，现货市场供应充足；一旦期货盘面出现大幅反弹，新棉将大量涌入期货盘面注册仓单，预计 2017/18 年度郑棉仓单压力不减。

四、利用吨纱利润积极寻求棉纱棉花套利机会

由于棉花、棉纱间恒定的加工成本，棉花与棉纱期货盘面走势的联动性将非常强，投资者可以利用吨纱利润寻求棉花棉纱期货之间的套利交易机会。

国内纺纱的成本主要包括原料、损耗及加工费用，具体计算公式为：纺纱成本=原料*损耗系数+加工费，其中损耗系数一般在 1.08-1.1 之间；加工费在 3000-8000 元/吨不等，目前普遍采用的加工费用在 5500 元/吨。

2017 年 8 月 18 日棉纱期货上市以来，郑棉指数整体在 14860-16010 元/吨之间波动，但目前棉花期货仓单普遍升水 700-800 元/吨，折算成棉花期货仓单实际价格约 15560-16810 元/吨。按损耗系数 1.1，加工费 5500 元/吨测算，对应的棉纱成本价格为 22616-23991 元/吨；棉纱 CY1801 的波动区间为 22770-23600 元/吨，棉纱理论成本与棉纱期货收盘价基本一致，但也存在套利交易。如 9 月初，郑棉期货飙升至 16000 元/吨，而棉纱期货亦反弹至 23500 元/吨，两者价差收窄至 7500 元/吨，处于纺纱利润亏损状态，存在明显的多棉纱空棉花机会。

目前棉纱期货交易尚不大，市场仍处于摸索阶段，预计随着交易交割制度不断完善，后期市场成交将逐渐活跃，参与主体亦不断丰富，届时可积极寻求棉纱棉花套利机会。

第三部分 后市展望

国际方面，除去中国以外的国际市场，2017/18 年度棉花产量大于消费 352.9 万吨，期末库存较上一年度增加 238.7 万吨，库存消费比创 2000 年度以来的最高水平，宽松供需格局成为压制国际棉价的重要阻力。但在印度提高新花最低收购价格（MSP）或导致收储量增加、中国棉花进口预期旺盛的双重利好提振下，2017/18 年度美棉出口销量或超预期，这对 ICE 期棉带来较强的支撑作用。预计 2017/18 年度美棉指数整体运行于 66-80 美分/磅区间。

国内方面，2018 年全球经济加快复苏，提振大宗商品需求，棉花消费预期偏好；国际油价偏强运行，推升涤纶短纤价格重心，也对棉价带来一定的提振作用；但 2017/18 年度棉花市场外松内紧格局，将导致外纱进口数量大增，2017/18 年度中国棉花消费增幅仍有限，这也就决定了新年度国内棉花行情仍主要围绕供给端波动。发改委第 18 号文件明确表示，新棉上市期间（2018 年 3 月之前）原则上不安排轮入，2018 年储备棉轮出销售将从 3 月 12 日开始，截止时间暂定为 8 月底，每日挂牌销售数量暂按 3 万吨安排；同时表示将根据市场需求适当加大日挂牌数量、延长轮出销售期限，2017/18 年度中后期国内棉花供应得到充分保障。这样一来，本年度前半期现货市场供应压力明显增大。截止 2017 年 10 月底，棉花商业库存 59.89 万吨，工业库存 82.12 万吨，新棉尚未销售数量在 540 万吨左右，新棉与库存所能带来的供给量 682 万吨，基本可以满足国内 9-10 个月的棉花消费。此外，2017/18 年度新疆棉花质量等级较高，现货市场供应充足；一旦期货盘面出现大幅反弹，将有大量新棉涌入期货盘面注册仓单，2017/18 年度郑棉仓单压力亦不容小觑。

但与此同时，我们也需要关注到，连续三年的储备棉规模性轮出，2017/18 年度末国内储备棉库存将下降至 250 万吨下方，不足棉花产量的一半，市场对于储备棉轮入及棉花进口政策调整的预期不断增强。发改委表示，2018 年 3 月之前，原则上不安排轮入，并不排除本年度中后期储备棉轮入的可能；若轮入政策发生变化，将对国内棉花市场带来较强的支撑作用。

综合分析，我们预计 2017/18 年度郑棉期货将呈现先抑后扬的走势，郑棉指数运行区间为 14000-17000 元/吨；利用吨纱利润积极寻求棉花棉纱期货套利交易机会。

免责声明

本研究报告由新纪元期货股份有限公司撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们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。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货股份有限公司并获得许可，并需注明出处为新纪元期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

联系我们

公司总部

全国客服热线：400-111-1855
电话：0516-83831105
研究所电话：0516-83831185
传真：0516-83831100
邮编：221005
地址：江苏省徐州市淮海东路153号新纪元期货大厦

管理总部

电话：021-60968860
传真：021-60968861
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8E&F

成都分公司

电话：028-68850966
邮编：610000
传真：028-68850968
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803、2804号

深圳分公司

电话：0755-33376099
邮编：518009
地址：深圳市福田区商报东路英龙商务大厦1206、1221、1222

北京东四十条营业部

电话：010-84261653
传真：010-84261675
邮编：100027
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦4层407室

南京营业部

电话：025-84787999
传真：025-84787997
邮编：210018
地址：南京市玄武区珠江路63-1号

徐州营业部

电话：0516-83831119
传真：0516-83831110
邮编：221005
地址：徐州市淮海东路153号

常州营业部

电话：0519-88059977
传真：0519-88051000
邮编：213121
地址：常州市武进区延政中路16号世贸中心B栋2008-2009

南通营业部

电话：0513-55880598
传真：0513-55880517
邮编：226000
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

苏州营业部

电话：0512-69560998
传真：0512-69560997
邮编：215002
地址：苏州干将西路399号601室

上海东方路营业部

电话：021-61017395
传真：021-61017336
邮编：200120
地址：上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A楼2112室

杭州营业部

电话：0571-85817186
传真：0571-85817280
邮编：310004
地址：杭州市绍兴路168号

广州营业部

电话：020-87750826
传真：020-87750882
邮编：510080
地址：广州市越秀区东风东路703大院29号8层803

成都高新营业部

电话：028-68850968-826
传真：028-68850968
邮编：610000
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2804号

重庆营业部

电话：023-67917658
传真：023-67901088
邮编：400020
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1号