



## 震荡上行

### 摘要

一季度已经接近尾声，棉花也走出先扬后抑的走势，供需缺口存在使得棉价震荡上涨，而国储棉轮出与宏观经济收紧则打压棉价。但是综合现阶段而言，国内外棉花现货价格坚挺，国产棉与国产纱竞争力提升，下游纺织企业产销加快，棉花需求良好，而国储棉轮出的压力也因供需缺口的存在而被弱化。此外，尽管货币政策收紧但是财政政策仍偏向于积极，在农业供给侧改革的稳步推进下，预计棉花接下来仍将是偏强走势。

Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

#### 南华期货研究所

李宏磊 0451-58896625

lihonglei@nawaa.com

投资咨询证号：Z0011915

#### 研究助理

万晓泉 0571-87833232

wanxiaquan@nawaa.com

## 目录

第 1 章	引子 .....	4
第 2 章	国内棉花市场现状分析 .....	4
2.1.	国储棉轮出 .....	4
2.1.1.	国储棉轮出补充供给 .....	5
2.1.2.	国储棉压力有限 .....	5
2.2.	下游需求 .....	6
2.2.1.	纺企库存较低 .....	6
2.2.2.	纱线产销顺畅 .....	6
第 3 章	国际棉花市场分析 .....	7
3.1.	印度棉花市场分析 .....	7
3.2.	美国棉花市场分析 .....	7
第 4 章	2017 年新棉植棉意向 .....	8
第 5 章	棉价与宏观环境 .....	9
第 6 章	棉花展望 .....	9
	南华期货分支机构 .....	10
	免责声明 .....	12

## 图表目录

图 1：棉花指数 2016 年价格走势	4
图 2.1：2017 年国储棉轮出成交率与成交均价	5
图 2.2.1：2011 年以来收储情况	6
图 2.2.2：2011 年以来抛储情况	6
图 3.1：全球供需平衡表	7
图 3.2：美棉出口销售累计值	8

## 第1章 引子

2017年一季度已经接近尾声,郑棉市场也在一片分歧声中走出了先涨后跌的M型走势,由年初的15000点逐步走高到抛储始的16500点,再到近期的回落至15100附近。在棉花价格先涨后跌大趋势中,包括1月稍短的调整及2月较长期的调整,无疑供需在其中都起到了决定性的作用,当然所处的经济氛围也带来了相当的影响。

图1: 棉花指数 2016 年价格走势图



资料来源: 博弈大师 南华研究

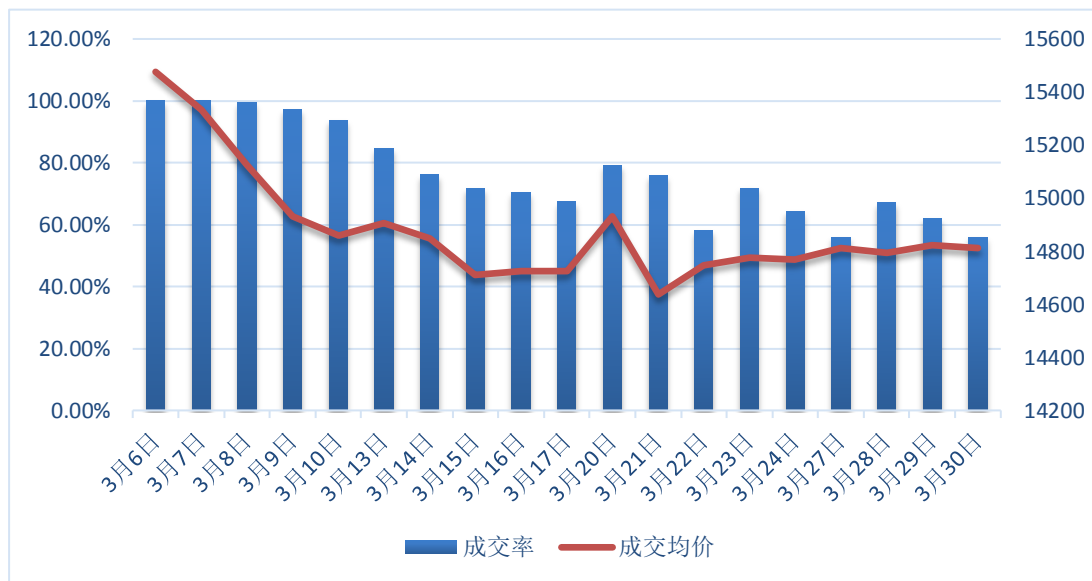
## 第2章 国内棉花市场现状分析

就中国棉花网3月棉花产需预测,2016/17年度国内棉花产量为475万吨,消费量768万吨,进口90万吨,期末库存将下降至857万吨,所以2017/18年度国内棉花缺口将在200万吨左右,而从3月处开始的国储棉轮出将及时的弥补市场的短缺。因此,分析国内棉花市场供需状况,就目前而言,主要影响因素就是国储棉轮出与下游纺企需求。

### 2.1. 国储棉轮出

根据国家发展改革委、财政部发布的《关于2016/2017年度国家储备棉轮换有关安排的公告》(2016年第26号),2017年储备棉轮出销售将从3月6日开始,截止时间暂定为8月底,每日挂牌销售数量正常为3万吨,并将更具实际情况适当加大日挂牌数量、延长轮出销售期限。目前,国储轮出已将近1个月,从下图逐渐下降的成交率与成交均价也能看出,国储棉的轮出为棉价的上涨带来了较大的压力。

图 2.1：2017 年国储棉轮出成交率与成交均价走势（3 月）



资料来源：中国棉花信息网 南华研究

### 2.1.1. 国储棉轮出补充供给

由 2016/17 年度棉花产需情况可得，年度伊始棉花的总供应量应在 700 万吨，假使每月棉花消费量在 60 万吨，那么在 3 月抛储前棉花供应量应当是充足的。而对于本年度存在的棉花供应缺口 200 多万吨，则将由国储棉轮出来弥补。目前国储库存水平在 820 余万吨，2016 年轮出数量为 266 万吨，预计今年的轮出数量仍将在 200-300 万吨范围内。那么就此看来，棉花供给量得到了有力保障，而本年度更加灵活的轮储数量与时间规定也使得棉花价格能平稳运行，避免出现市场供不应求，哄抬棉价的情况出现。

### 2.1.2. 国储棉压力有限

尽管国储棉轮出预期很大程度上压制了棉价的上涨，但是由目前的国储水平与轮出数量来看，国储棉下降程度可观，在此进程下 2017/18 年度末，国储库存将下降至不足 300 万吨，急剧下降的国出库存无疑较大的利好了棉价的运行，棉花价格的定价权将更好的由市场供需来决定。此外，尽管今年国储棉轮出准备工作更为周到详尽，但是去年存在的些许问题仍将可能发生，检验数量不足、出库效率低等将抬升棉价水平。而就目前轮出情况来看，国储棉成交数量递减，这无疑也验证了在抛储前棉花供应充足的前提下，当棉花价格一下跌，所引来的市场竞拍积极性急速下降，成交均价下滑的负循环，但是由于企业库存有限，产需缺口存在，因此，当棉价企稳就会造成量价齐升的状态。而国储棉的轮出底价的计算公式也使得国储棉轮出价格在国外棉价持续攀升、国内现货价格居高不下的情况下有了很大的支撑。

由此，可以总结尽管国储棉轮出短期会给棉价造成一定的回调压力，但是总体来看棉价上涨的支撑理论依旧成立。

图 2.2.1：2011 年以来收储情况

收储时间	收储价格	收储数量
2011. 9. 1-2012. 3. 31	19800	313+100
2012. 9. 10-2013. 3. 29	20400	662
2013. 9. 10-2014. 3. 31	20400	630
2014 年之后	取消收储改为目标价	
2015 年、2016 年	目标价位 19100、18600	
2017 年-2019 年	三年一定目标价 18600	

资料来源：WIND 南华研究

图 2.2.2：2011 年以来抛储情况

抛储时间	抛储数量
2012. 9. 3-2012. 9. 29	50
2013. 1. 14-2013. 7. 31	369
2013. 11. 28-2014. 8. 31	265
2015. 7. 10-2015. 8. 28	6
2016. 5. 3-2016. 9. 30	266
2017. 3. 6-暂定 2017. 8. 31	?

资料来源：WIND 南华研究

## 2.2. 下游需求

就中国棉花信息网数据来看，2016/17 年度国内棉花消费量小幅上涨，而就一季度来看，也不难看出下游需求给棉价带来的支撑。今年的春节假期普遍低于往年，由于下游需求良好使得纺织开工均有所提前，而春节后也普遍呈现出纱线企业产销率较高，开机率回升，布厂采购积极，纱线销售顺畅。此外，由于今年棉价位于较高水平，而企业又存在着抛储预期，以致库存普遍偏低。

### 2.2.1. 纺企库存较低

国家棉花市场监测系统抽样调查显示，截至 3 月 9 日，被抽样调查企业棉花平均库存使用天数约为 30.3 天，环比减少 3.6 天，同比减少 4.2 天，推算全国棉花工业库存约 63.4 万吨，环比减少 9.5%，同比减少 11.6%。由于市场普遍对 3 月开始的国储棉轮出存在预期，因此一般纺企备货多至 3 月底 4 月初，而算上国储棉的出库周期大致在半个月左右，因此企业库存普遍偏低，而近期储备棉成交率的下降也就意味着接下来纺企竞拍积极性将有所提高以便保证自己的充足货源。当然高支纱的纺企库存有所差异普遍在 3-4 个月，这类企业用棉量较大，对棉花要求也相对较高，因此对国储棉的匹配性较低，关联度相对也就降低了。

### 2.2.2. 纱线产销顺畅

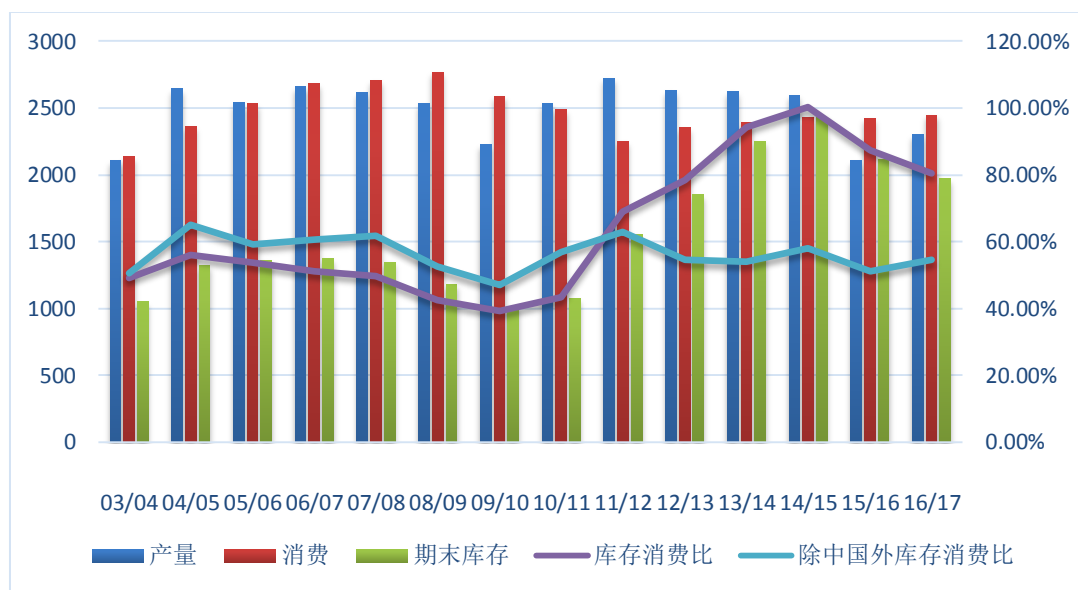
尽管棉纱库存在春节过后有小幅增加，但是就近期国家棉花监测系统数据来看，纺织企业纱布产销率均较上月有所提高，库存明显下降。截至 3 月 9 日，被抽样调查企业纱产销率为 102.1%，环比提高 1.8 个百分点，同比提高 2.6 个百分点；库存为 12.2 天销售量，环比减少 0.2 天，同比减少 5.9 天。布的产销率为 103.9%，环比提高 5.1 个百分点，同比提高 12.4 个百分点；库存为 33.6 天销售量，环比减少 6.8 天，同比减少 12.8 天。其实春节过后随着棉价的上涨，棉纱价格也有小幅攀升，但是市场接受度良好，纱布销量齐升，全国纺织企业开机率处于较高水平在 85-95 之间，而与此同时织布厂也维持在较高的开工率，市场传递顺畅，棉花需求良好。且就近 5 年来看配棉比来看，呈稳步上升状态，加之以在国外棉纱价格高企的背景下，国产纱竞争力进一步提升，棉纱

进口量锐减。因此，棉花需求处于较好状态将支撑棉花价格。

### 第3章 国际棉花市场分析

对于国际棉花市场，美国农业部 3 月全球产需报告显示，2017/18 年度全球棉花产量为 2301.8 万吨，消费量为 2447.9 万吨，期末库存下降至 1970.0 万吨，库存消费比连续第三年下降。近期全球前三产棉国印度与美国棉价一路走高，居高不下，也间接支撑了国内棉价。

图 3.1：全球供需平衡表



资料来源：WIND 南华研究

#### 3.1. 印度棉花市场分析

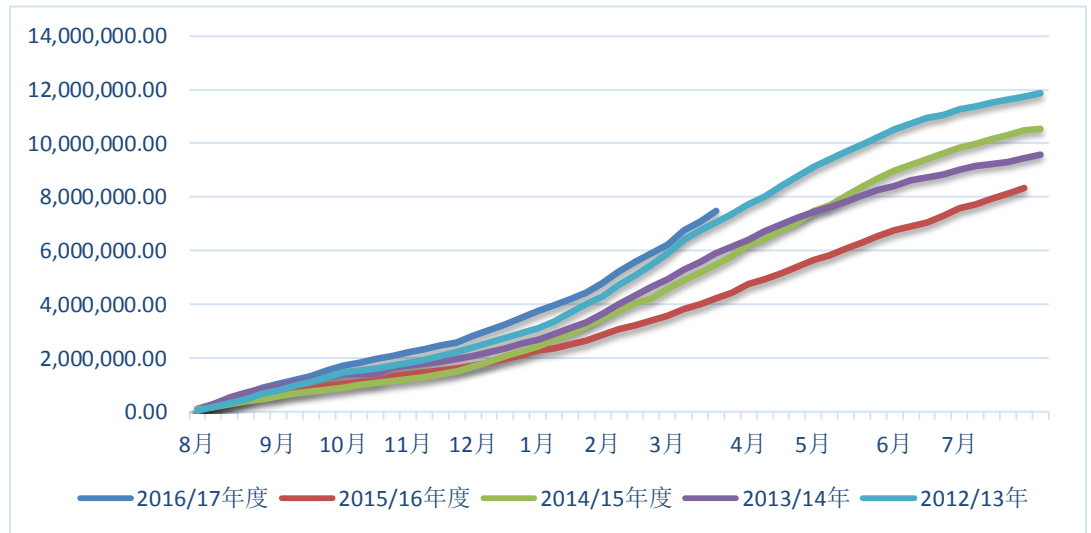
印度本年度棉花受季风降雨推迟影响，棉花产量下降，但同时消费量也有小幅下滑，2016/17 年度棉花产量 587.9 万吨，消费量 517.1 万吨，出口量为 98 万吨，期末库存为 259.0 万吨，维持在正常水平。印度本年度受货币政策影响，棉农惜售心理严重，导致新花上市量大幅落后于去年同期，缓解了往年的新花集中上市所带来的压力，棉价逐步拉升，但是近 2 个月棉花上市量增加至高位，新花上市进程加快，目前已达到总量的 70% 左右，棉花价格依旧坚挺。

#### 3.2. 美国棉花市场分析

美国作为全球第三大产棉国、第一大出口国，本年度棉花产量有了较大的提升，2017/18 年度，棉花产量在 375.1 万吨，消费量 71.8 万吨，出口量为 287.4 万吨，期末库存小幅增加至 98 万吨。本年度美棉出口销售强劲，截至 3 月 9 日，美国 2016/17 年度棉花出口销售量累计达到 274.7 万吨，同比增加 106.8 万吨，完成 USDA 出口预测的

95%，高于上年同期的 83%，而 2017/18 年度新棉签约销售量也在近期大幅增长。强劲的美棉出口销售数据支撑美棉价格稳步上涨，由 65 美分/磅一路涨至了 78 美分/磅附近。而对于美棉的出口国而言，主要是中国、越南和土耳其，由于美棉相对较高的品质与较低的价格，加之印度出口量减少，而中国国内又存在着 200 多万吨产需缺口，因此中国大量进口美棉，占美棉出口总量的 16%左右，但由于中国存在进口配额制度，因此对棉花进口量形成了一定的限制。

图 3.2：美棉出口销售累计值



资料来源：WIND 南华研究

## 第4章 2017年新棉植棉意向

由于产不足需所引起的价格上涨必定会导致产量增加以达到新一轮的平衡，而棉花同样也面临着这个问题。因为持续的价格下跌从而导致植棉面积不断下降，但目前棉价开始回暖且存在着产需缺口预期难免不会使得棉农的植棉积极性提高，尤其是美国、澳洲等相对注重农作物经济价值的国家，而其棉花产量也是极具潜力的，例如美国在高峰时期曾达到 500 万吨但近些年都保持在 350 万吨左右。有统计表明，当棉花价格达到 80 美分/磅时，大多数国家的棉农会增加种植面积；当价格达到 100 美分/磅时，所有国家都会提升植棉面积。

对于现下，各国是否会增加棉花产量无疑是对棉花走势存在疑虑的重要前提，而事实也印证了市场的担忧，进入 4 月北半球各植棉国将开始新棉的播种，据外电消息，由于本年度棉农植棉收益增加，因此今年印度北部的旁遮普邦、哈亚纳邦和拉贾斯坦邦等之前种植油料和饲料作物的地区将改种棉花，预计总植棉面积将增长 30%-25%左右；而就中国国家棉花市场监测系统调查结果显示，2017 年中国棉花意向种植面积 4480.5 万亩，同比增加 96 万亩，增幅 2.2%，棉花产量将增加至 484 万吨；同时据美国《棉农杂志》的调查显示 2017 年美国植棉面积预计也将大幅增加达到 6614 万亩，较 USDA 的预测增长 8%。但重要一点，在目前的价格下，各国棉花增产是有限的，而棉花特有的农作物特有的生长特性使得新年度棉花产需缺口将依旧存在，去库存周期仍旧会继续推进。



## 第5章 棉价与宏观环境

除了本身的供需状况，宏观环境也对大宗商品价格有着重要的影响。3月14-15日的FOMC会议后，美联储宣布加息25个基点，并维持2017年加息3次的前瞻指引不变，尽管加息预期强度下降，但是加息进程仍在稳步推进。加之以国内也在3月迎来了第三次变相加息，全线上调SLM、MLF及逆回购利率。宏观面逐步收紧在市场上基本已达成了共识，而近两周大宗商品的持续回调也与资金收紧相呼应。随着美联储的加息步伐、欧元区与中国货币政策平衡，宏观相对收紧已经是毋庸置疑的。随着CPI与PPI回升，为应对通胀和稳定汇率，国内货币政策转向中性偏紧，抑制资产泡沫和防风险、去杠杆已成为了主基调，因此就宏观来看，资金环境将劣于去年同期，即资金在商品市场上的推动作用将减弱。但是本年度积极的财政政策仍是主基调，PPP将带动基建投资继续稳步增长，利好大宗商品的需求。

## 第6章 棉花展望

一季度棉价在货币政策与国储棉轮出的双重作用下持续回落，但目前棉价已位于15000附近，支撑明显。当下纺企库存普遍较低而下游纱线产销率上升、库存下降，对棉花存在刚性需求，利好棉价。而对于国储棉来说，一方面与新棉存在品质上的不可替代性，另一方面国内外居高不下棉花现货价格对国储棉轮出价形成了支撑，且供需缺口的存在使得国储棉对棉价的压力有限。此外随着货币政策信息被消化，在供给侧改革的稳步推进下，库存消费比持续大幅下降仍将推动棉花价格企稳上涨。因此，预计接下来棉价将是震荡上涨行情，支撑位在14600附近，建议逢低做多，多单持有。

## 南华期货分支机构

### 萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号、431 号天汇园一幢 2 单元 301 室、302 室  
电话：0571-83869601

### 台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室  
电话：0576-88200279

### 温州营业部

温州市府路新益大厦 1 幢 1401 室  
电话：0577- 89971820

### 宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902  
电话：0574-87280438

### 宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼  
电话：0574-87274729

### 慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼 709 室  
电话：0574-63925104

### 嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼  
电话：0573-82153186

### 绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室  
电话：0575-85095807

### 成都营业部

四川省成都市锦江区东大街紫东楼段 35 号明宇金融广场 13 层 1304A 号  
电话：028-86532609

### 兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号  
电话：0931-8805351

### 大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座 大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号  
电话：0411-39048000

### 北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室  
电话：010-63155309

### 哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 201、801、804、811 室  
电话：0451-58896600

### 郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室  
电话：0371-65613227

### 青岛营业部

青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室  
电话：0532-80798985

### 沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室  
电话：024-22566699

### 天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧 大安大厦 A 座 1003  
电话：022-88371079

### 上海分公司

中国（上海）自由贸易试验区松林路 300 号 1701 室  
电话：02150431979

### 上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 26 楼  
电话：021-50431979

### 上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼  
电话：021-52586179

### 深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室  
电话：0755-82577529

### 深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室  
电话：0755-82577909

### 广州营业部

广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 717 房、718 房  
电话：020-38809869

### 芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002  
电话：0553-3880212

### 重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3  
电话：023-62611588

**北京营业部**

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 永康营业部  
室  
电话：010-63161286

**太原营业部**

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 2501 室  
电话：0351-2118001

**余姚营业部**

余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601、1602 室  
电话：0574-62509011

**普宁营业部**

广东省普宁市中信华府南向门市东起 3 至 8 间首层至二层  
电话：0663-2663855

**海宁营业部**

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 301、302、312、313 室  
电话：0573-80703002

**舟山营业部**

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼  
三层 3232、3233、3234、3235 室  
电话：0580-8125381

**横华国际金融股份有限公司**

中国香港上环德辅道中 232 号嘉华银行中心九楼、十六楼  
电话：00852-28052658

**永康营业部**

永康市丽州中路 63 号 11 楼  
电话：0579-89292777

**南通营业部**

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦六层 603、604 室  
电话：0513-89011168

**厦门营业部**

厦门市思明区鹭江道 96 号之二 2104-2107 室  
电话：0592-2120366

**南昌营业部**

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室（第 14 层）  
电话：0791-83828829

**义乌营业部**

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼  
电话：0574-85201116

**苏州营业部**

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室  
电话：0512-87660825（魏瑶电话）

**浙江南华资本管理有限公司**

杭州市西湖大道 193 号定安名都 B 座 313 室  
电话：0571-87830355

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。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，如与南华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了南华期货公司的立场，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，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华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。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)