



Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

南华期货研究所

万晓泉 0571-89727574

wanxiaoquan@nawaa.com

投资咨询证号: Z0013257

## 欲扬先抑

### 摘要

一季度棉价受工商业库存仓单高位与下游需求恢复缓慢影响呈现低位横盘震荡走势。对于接下来的棉花价格走势来说, 尽管短期棉花供应仍相对充足, 但是长期来看供需依旧偏紧, 预计随着库存的逐步消化与下游情绪消费情绪的进一步好转, 棉花价格重心将逐步上移, 其中新花种植与下游消费情况是关注点, 即天气条件与中美贸易磋商进展很可能成为棉价向上的炒作点。

## 目录

|        |                           |    |
|--------|---------------------------|----|
| 第 1 章  | 引子 .....                  | 4  |
| 第 2 章  | 国内棉花市场现状分析 .....          | 5  |
| 2.1.   | 短期棉花市场供应充足 .....          | 5  |
| 2.1.1. | 工商业库存居高不下，仓单量持续攀升 .....   | 5  |
| 2.1.2. | 滑准税配额发放，进口量大幅增加 .....     | 7  |
| 2.1.3. | 国储库存降至低位，本年度政策仍不确定 .....  | 8  |
| 2.2.   | 消费大概率下滑，但下方空间有限 .....     | 9  |
| 2.2.1. | 内销外销均承压，下游订单依旧谨慎 .....    | 9  |
| 2.2.2. | 贸易磋商进展顺利，市场情绪有所恢复 .....   | 9  |
| 2.3.   | 新花播种在即，增产空间有限 .....       | 10 |
| 2.3.1. | 新疆植棉面积趋于饱和，新年度大概率下滑 ..... | 10 |
| 2.3.2. | 单产仍有提升空间，天气条件依旧是关键 .....  | 11 |
| 第 3 章  | 国际棉花市场分析 .....            | 12 |
| 3.1.   | 印度产量大幅下调，价格持续保持强势 .....   | 13 |
| 3.2.   | 美棉出口下滑明显，新花种植面积预计增加 ..... | 15 |
| 3.3.   | 巴西棉替代性上升，出口量大幅增加 .....    | 16 |
| 3.4.   | 其他市场 .....                | 16 |
| 第 4 章  | 棉价与宏观环境 .....             | 18 |
| 第 5 章  | 棉花展望 .....                | 19 |
|        | 免责声明 .....                | 22 |

## 图表目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 图 1：棉花指数价格走势                   | 4  |
| 图 2：中国棉花供需平衡表（单位：万吨）           | 5  |
| 图 2.1.1.1：棉花工商业库存季节性走势图（单位：万吨） | 6  |
| 图 2.1.1.2：棉花仓单数量走势图（单位：张）      | 7  |
| 图 2.1.2：全国棉花进出口量（单位：千吨）        | 7  |
| 图 2.1.3.1：2011 年以来收储情况（万吨）     | 8  |
| 图 2.1.3.2：2011 年以来抛储情况（万吨）     | 8  |
| 图 2.2.1：纺织品服装零售额（单位：亿元）        | 9  |
| 图 2.2.2：服装及衣着附件出口额（单位：万美元）     | 10 |
| 图 2.3.1：全国植棉面积走势图（单位：千公顷）      | 11 |
| 图 2.3.2：全球主要国家棉花单产（公斤/公顷）      | 12 |
| 图 3：全球供需平衡表（单位：万吨）             | 13 |
| 图 3.1.1：印度棉花产量走势图（百万包）         | 13 |
| 图 3.1.2：印度棉花现货价格走势（美分/磅）       | 14 |
| 图 3.2.1：美国棉花产量走势图（百万包）         | 15 |
| 图 3.2.2：美棉当周净销售量（单位：包）         | 16 |
| 图 3.4.1：全球主产棉国棉花产量（百万包）        | 17 |
| 图 3.4.2：全球主要国家棉花消费量（百万包）       | 18 |

## 第1章 引子

一季度延续了去年下半年的弱势基调，消费下滑的担忧继续施压棉花市场，再加上新花上市工商业库存居高不下、仓单量持续创新高使得棉花价格维持 14700–15800 左右的区间震荡。尽管宏观经济下行的压力仍在、中美贸易磋商存在不确定性，但随着市场情绪的逐步恢复预计消费下滑的空间有限，因此在种植面积增长相对受限，产量更多依赖于天气情况的背景下，棉花产销缺口仍将维持在较大水平。因此预计随着库存不断被消化，棉花供需偏紧的基本面将支撑棉价重心上移，而接下来的二季度，天气情况、国储政策、进口情况与中美贸易磋商将是关注重点，很可能成为棉花价格上涨的有力推动力。

图 1：棉花指数价格走势图

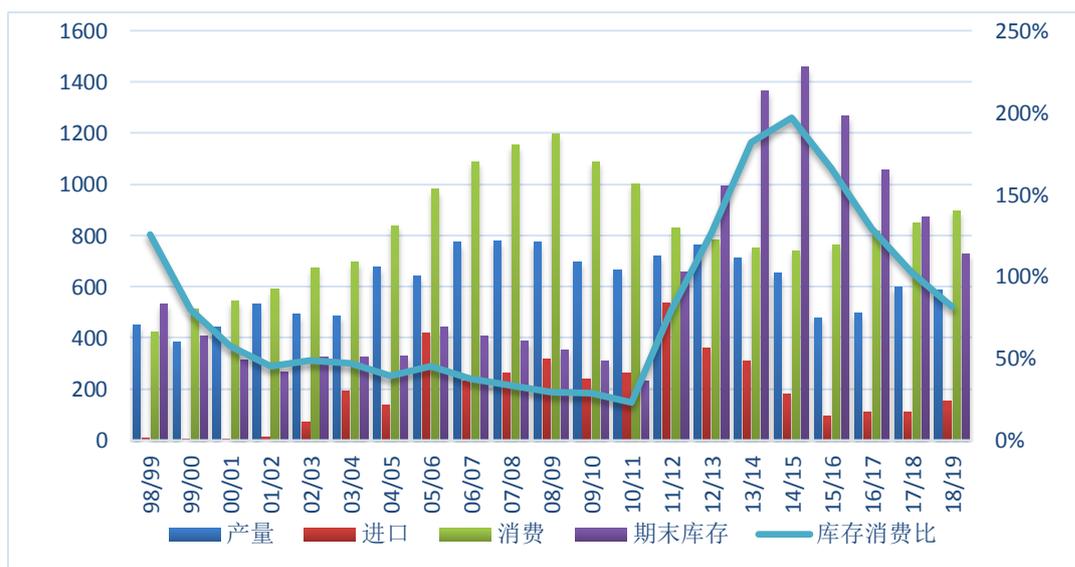


资料来源：文华财经 南华研究

## 第2章 国内棉花市场现状分析

本年度得益于新疆地区植棉面积增长,尽管天气条件不佳但是新疆棉产量相较上一年度仍有了明显的提升,因此在内地产量持续下降背景下预计总体产量可能较上一年持平,而另一方面,受宏观经济下行与中美贸易摩擦影响,棉花消费可能一改往年强势增长态势转而下滑,与此同时,由于本年度额外增发的 80 万吨滑准税配额,本年度棉花进口量也呈现出了明显的增长。就棉花信息网 3 月产需预测数据来看,2018/19 年度国内棉花产量 572 万吨,消费量为 858 万吨,进口量为 176 万吨,期末库存将下降至 479 万吨。因此本年度棉花缺口依然存在且维持在较大水平,并且在国储库存已经下降至相对低位的背景下,就目前来看,缺口很大程度将由社会库存来弥补。当然,由于中美贸易磋商影响,国储政策仍存在不确定性,但就整体而言,预计随着棉花库存的逐步消耗,阶段性供给压力将得到缓解,远期供需偏紧的基本面将支撑棉价重心逐步上移。

图 2：中国棉花供需平衡表（单位：万吨）



资料来源：WIND 南华研究

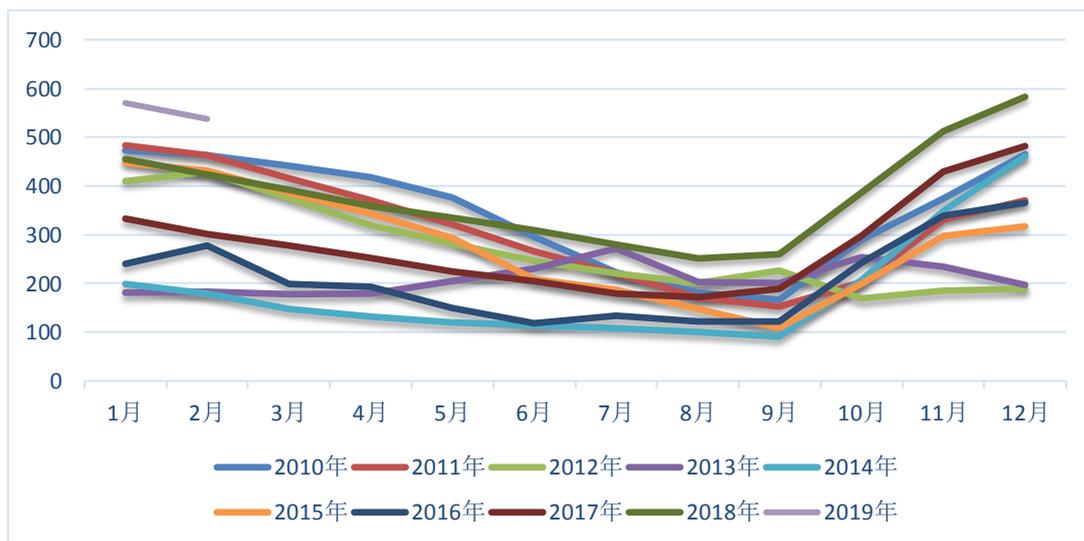
### 2.1. 短期棉花市场供应充足

#### 2.1.1. 工商业库存居高不下，仓单量持续攀升

工商业库存同比长期处于历史高位附近,棉花现货市场供应充足是近两年棉花价格的主要压制因素之一。国内棉花从 2016 年开始进入去库存周期,尽管总库存快速下降,但是工商业库存却呈现出重心上移的趋势,本年度在新花上市入库后,工商业库存在 12 月更是达到了近 600 万吨的高位,而同期五年平均水平为 440 万吨。其实近三年工商业库存都处在一个逐年抬升的态势下,尤其是到了 2018 年,在 5 月棉花拉涨之后,工商业库存更是到了 2010 年以来的最高位。

工商业库存的高企与近几年棉花产量与进口量的增加有关，也与充分抛储有着密切的关系。近几年我国棉花产销缺口持续维持在 300 万吨左右，除了配额限制下的进口，国储棉轮出成为了保障市场棉花供应的主要途径。但是就近三年的轮出数据和棉花信息网产销平衡表来看，15/16 年国内棉花缺口在 206 万吨、16/17 年度缺口为 275 万吨、17/18 年度缺口为 175 万吨，而这三年的国储棉轮出量分别为 266 万吨、322 万吨、250 万吨，国储棉轮出量大幅高于市场缺口量也就意味着有相当一部分的国储库存转化为社会库存。表现出来的就是，国储库存快速下降，总库存下降，但工商业库存抬升。

图 2.1.1.1: 棉花工商业库存季节性走势图(单位:万吨)

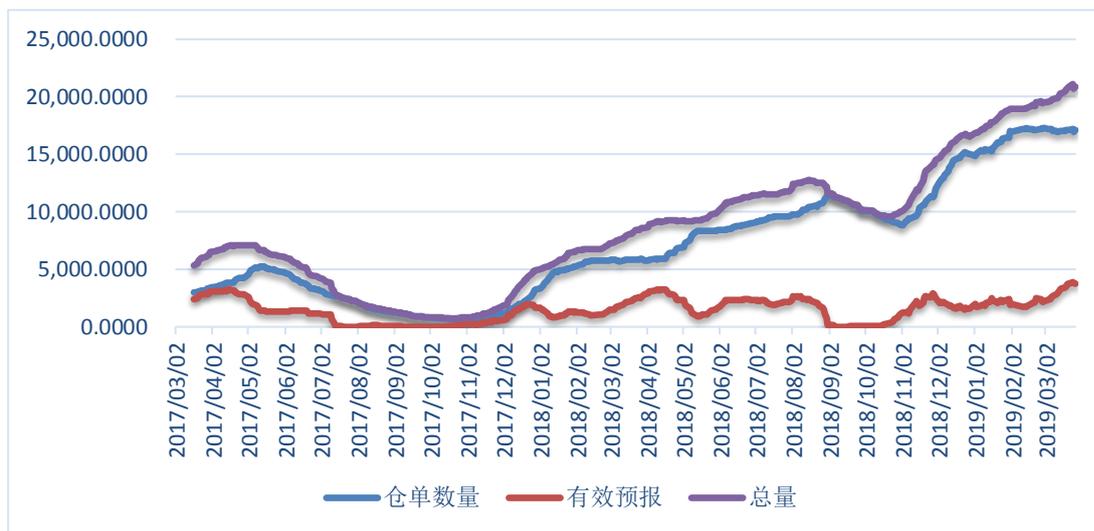


资料来源: wind 南华研究

的确就目前来看，工商业库存确实偏高，但是由于棉花是季产年销作物，在新花集中上市后就到了逐步消耗库存的阶段，以 2 月底工商业库存 537.45 万吨来看，加上本年度还剩余的新加工量与进口量预计约 85 万吨，预计 3-8 月国内的棉花供应为 622 万吨，假设每月消费 71 万吨，那么截止本年度末国内的工商业库存将下降至 196 万吨，远低于去年同期水平，与五年均值接近。而实际考虑新花上市时间，陈棉对市场的有效供应是要到 10 月中下旬左右的，那么工商业库存就将进一步下降至历史低位附近了。

与工商业库存一样，持续攀升的仓单数量是压制棉花价格的另一个重要因素。当然，仓单量持续居高不下与新疆地区新设交割库有关，但同时也与相对充足的市场供应有关。新花大量上市，但市场短期供应仍相对充足并且由于对后市消费存在疑虑，因此纺企原料端去库存意愿较强，现货采购相对谨慎，也就使得大量棉花资源被注册成仓单，但是由于从本年度开始国内棉花价格就一直处在下行趋势当中，以北疆棉花成本大致 14700 元/吨、南疆约 15700 元/吨来看，本年度国内棉花套保空间非常有限，这也就造成了在现货供应充足、新花销售缓慢、仓单量飙升的背景下，仍有大量的资源待套，使得棉价上涨频繁受阻。目前新花加工已接近尾声，预计随着现货资源的不断消耗，供需逐步偏紧将使得仓单资源缓慢流出。

图 2.1.1.2: 棉花仓单数量走势图 (单位: 张)

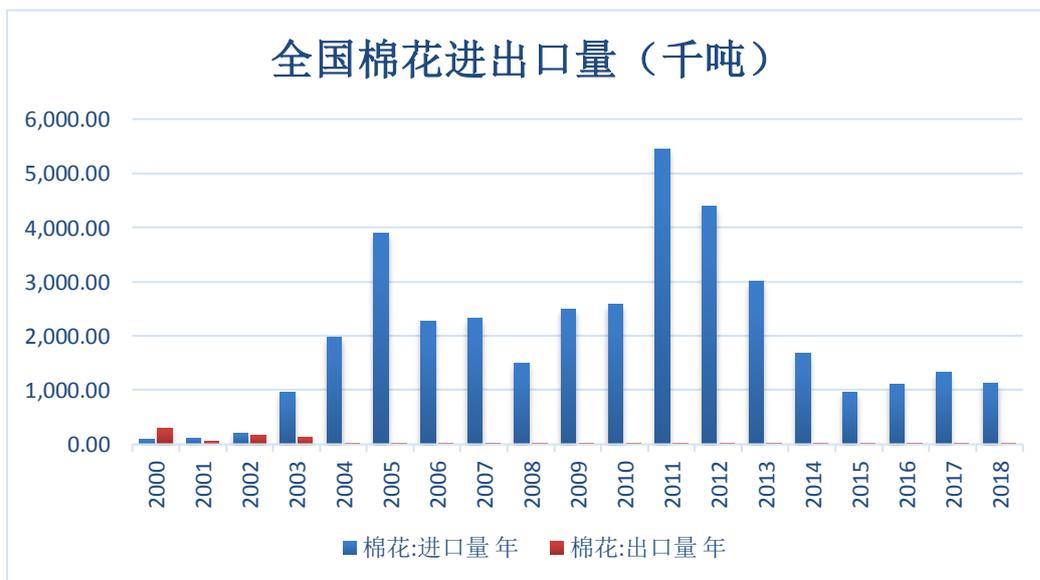


资料来源: wind 南华研究

### 2.1.2. 滑准税配额发放, 进口量大幅增加

我们国内棉花实施进口配额制度, 一般 1%关税内的进口配额为 89.4 万吨, 而滑准税则由有关部门根据当年棉花市场供需情况进行发放, 所以从 2015/16 年度国内开启棉花去库存进程后, 每年进口量就基本稳定在 100 万吨上下。

图 2.1.2: 全国棉花进出口量 (单位: 千吨)



资料来源: wind 南华研究

本年度棉花1%关税内进口配额仍是89.4万吨,但是由于去年5-6月时棉花市场出现了剧烈波动,所以为保证棉花市场充足供应发改委新增了80万吨滑准税进口配额,于10月左右下发到企业手中,并且在内外棉价差扩大的背景中被充分利用,2018/19年度以来(2018.9-2019.2)累计进口棉花111万吨,同比增加91%,而市场对本年度棉花进口量的预估也达到了176万吨。在国内棉花产销缺口常态化的背景下,随着国储库存降至低位,以增加棉花进口量来弥补市场供给是趋势,但与此同时也应考虑国际市场对我们国内的有效供给。

### 2.1.3. 国储库存降至低位,本年度政策仍不确定

国内棉花去库存从2015/16年度开始,在进口受限、产不足需的背景下,基本上都通过国储棉轮出来弥补供需缺口保障市场充足供应。国储棉所特有的性价比优势使得其每年度轮出成交量均维持在较高比例,2015/16年度国储棉轮出266万吨,2016/17年度轮出275万吨,2017/18年度轮出250万吨,三年常态化抛储使得国储库存直接从1000万吨以上下降至目前的274万吨,并且其中还可能有相当一部品质较差的棉花,也就是说实际有效的棉花库存量会更低。

往年国储政策一般会于前一年年底公布,于3月开始正常轮出,今年与前两年不同的是,一是国储棉库存已经下降至相对低位;二是进口配额增加使得目前棉花供应相对充足;三是中美之间贸易磋商仍存在不确定性。由于短期国内市场棉花供应充足,国内棉价低位运行,国储政策出台的不急于一时,而中美间贸易磋商的不断推进,美国贸易代表表示中国采购美国农产品清单上包括棉花,也使得今年国储政策可能更加的多变,适量的轮出在保障棉花市场供应的同时还可以降低纺织企业成本提升国际竞争力,而对可能发生的轮入,一方面可以缓冲大量外棉对国内市场的直接冲击,另一方面也可以提升国储棉的品质。

整合来看,国储政策仍将是稳定棉花市场的存在,国储库存降至地位的背景使政府对棉花市场的调控减弱的同时也将使国储政策趋于灵活多样化。

图 2.1.3.1: 2011 年以来收储情况 (万吨)

| 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 2.1.3.2: 2011 年以来抛储情况 (万吨)

| 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  |
| 2017.3.6-2017.9.29   | 322  |
| 2018.3.12-2018.9.30  | 250  |

资料来源: WIND 南华研究

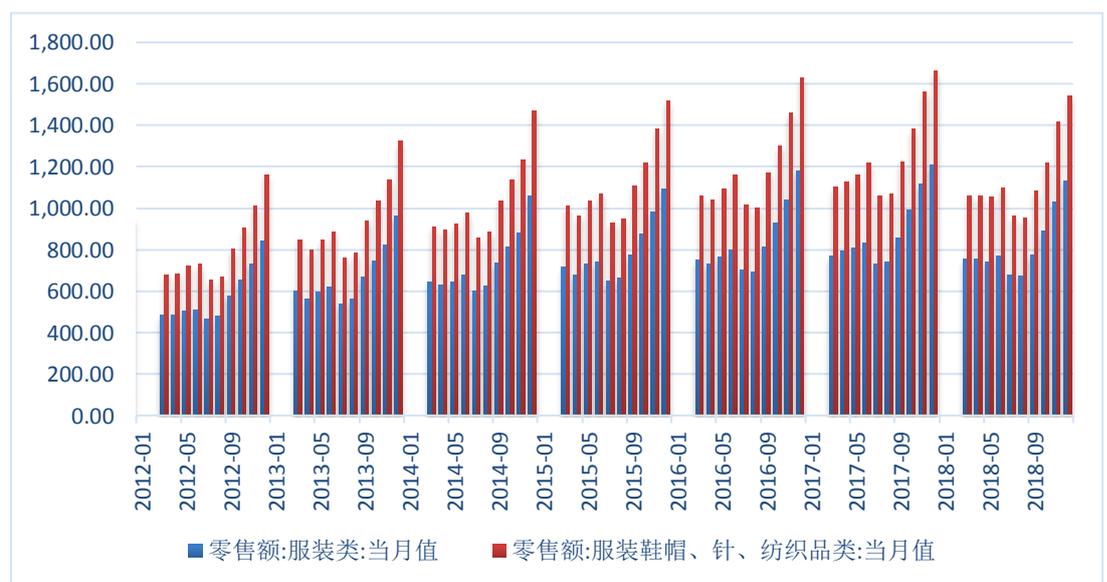
## 2.2. 消费大概率下滑，但下方空间有限

### 2.2.1. 内销外销均承压，下游订单依旧谨慎

对于消费而言，在近几年新旧产能的更替下，全国产能从 14 年始出现恢复性增长，带动棉花消费稳步增加，这其中一部分是全球经济复苏带来的消费增长，另一部分则是新疆地区在政策扶持棉纺产能快速扩大。但是 2018/19 年度棉花消费很可能一改前两年的增长态势转而向下，首先是去年新疆地区政策调整限制棉纺产能无序发展，再是宏观经济下行持续施压国内消费市场，最后是中美贸易摩擦不断，加征关税影响下游棉纺订单正常运行。

在宏观经济下行与中美贸易的影响下，2018 年国内纺织品服装零售额呈拐头向下态势，而 11、12 月的纺织品服装出口额也出现了明显的回落，2018 年全国服装鞋帽、针、纺织品类零售额同比下降 5.84%，2018 年 11 月我国纺织品服装出口额为 230.55 亿美元，同比减少 0.26%，12 月出口额为 231.17 亿美元，同比减少 3.74%。市场对消费的预期一致悲观，终端消费不佳传导到上游就是纱布企业产成品库存增加，原料端主动去库存意愿上升，棉花现货市场销售冷清。

图 2.2.1: 纺织品服装零售额 (单位: 亿元)



资料来源: wind 南华研究

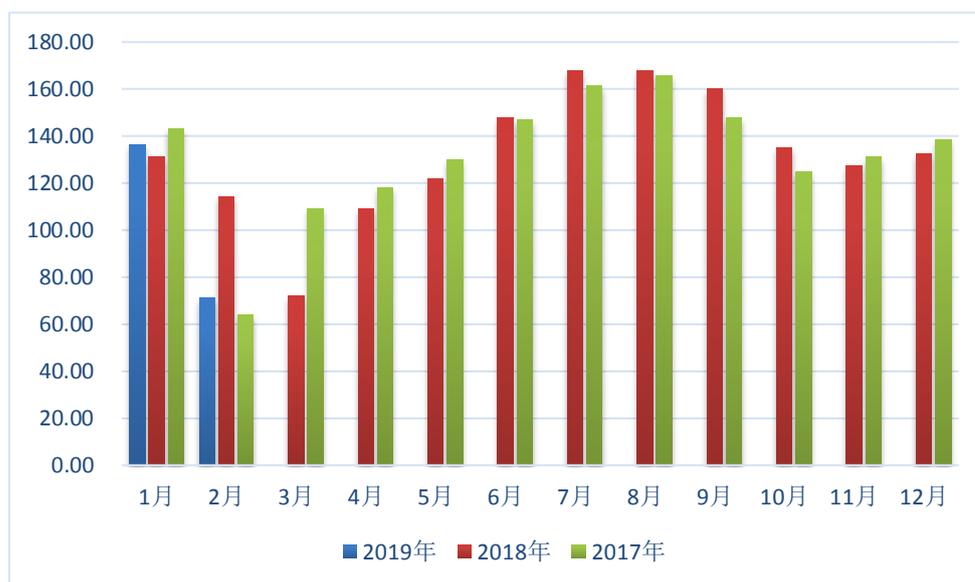
### 2.2.2. 贸易磋商进展顺利，市场情绪有所恢复

此外，从 G20 峰会中美两国领导仍会谈达成初步共识之后，在中美两国贸易团的频繁磋商下，中美贸易问题进展整体顺利，2 月 24 日特朗普宣布推迟上调中国输美商品的关税，而近期美国代表团也将来华展开第八轮经贸磋商，市场预期中美间最快可能于 4 月达成大致协议。随着中美间贸易磋商的顺利推进，市场情绪也有所恢复，外销订单尽管依旧相对谨慎但开始逐步趋于正常，1 月纺织品服装出口额同比环比均增加也显示出市场情绪好转。

由于消费习惯与风尚等因素，除了经济危机或者是有新型替代品兴起外，棉花消费基本是保持平稳增长态势的。目前经济下行压力的确存在，但是发生经济危机的概率是微乎其微的，而涤纶、黏胶

对棉花的代替也基本趋于稳定，因此本年度棉花消费可能受宏观影响下滑，但是下滑空间是相对有限的。

图 2.2.2: 服装及衣着附件出口额(单位: 万美元)



资料来源: wind 南华研究

## 2.3. 新花播种在即，增产空间有限

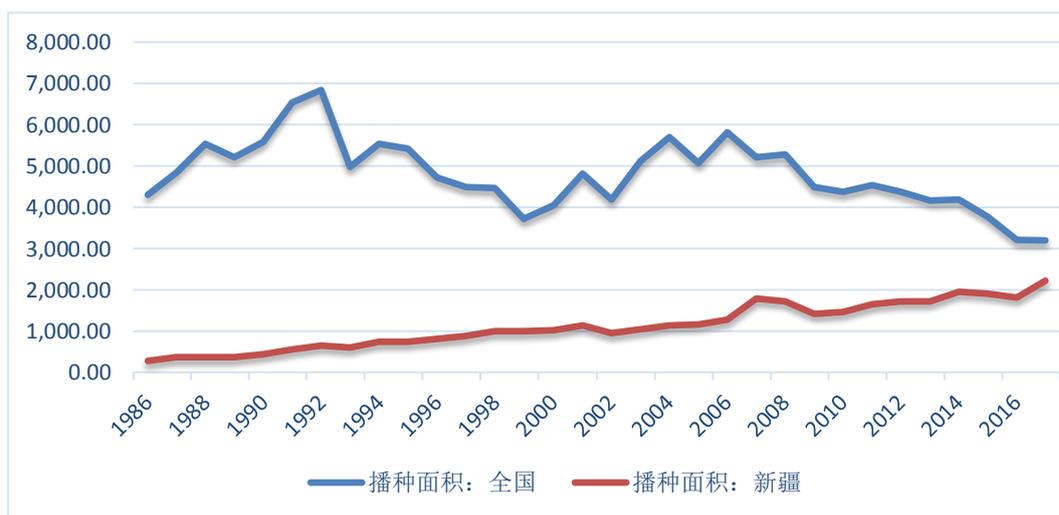
在国家政策引导下，全国棉花种植继续向新疆地区集中，目前新疆地区棉花产量占全国占比已经接近 90%。本年度尽管新疆地区棉花种植生长期间的天气条件并不是很好，但得益于植棉面积增长，棉花产量继续增长。而对于下年度新花种植，目前正值 3 月底，各种植筹备活动已逐步展开，据中国棉协最新调查数据显示 2019 年全国植棉意向面积为 4727.19 万亩，同比下降 3.58%，其中新疆棉农种植意向同比下降 2.99%。由于植棉效益、环保政策等因素预计新疆地区植棉面积扩张受限，但是随着土地流转，科学机械化种植进一步普及，棉花单产仍存在提升空间，当然，天气条件仍是棉花产量最重要的影响因素。

### 2.3.1. 新疆植棉面积趋于饱和，新年度大概率下滑

去年是兵团改制全面推进的一年，兵团职工的自主性大幅提升，在植棉效益稳定的保障下，棉花种植面积显著增加，比如七师和六师面积分别增加 30%和 50%。同样地方上面积的增加也是源于竞争优势作物间的轮换，其中昌吉地区今年面积大增主要是由于该地之前是次级棉区，随着气候变化及机采技术的普及在作物竞争优势的引导下植棉面积增幅显著。尽管近几年受政策引导，棉花种植向优势区域集中，新疆地区植棉面积呈现稳步增长态势，但是近些年日益强调的环保问题也限制了新疆棉花种植面积的进一步扩张。

正常情况下，种植效益是作物种植的首要因素，而去年植棉面积的大幅增加很大程度上也是源于作物间种植收益竞争下的轮换，但随着兵团改制的完成，农户自主性已经得到充分释放，而农户间的跟风盲目，无疑会造成作物价格间的此消彼长，从而增加各品种种植面积的波动性，就去年而言甜瓜等作物价格已有上涨，预计今年其它作物种植面积将有所增加。除此之外，政策是影响作物种植的另一重要因素，新疆地区耕地面积很大程度上受制于水资源，由于环保问题，国有开荒地、黑地等陆续被退耕还荒，预计新疆整体耕地面积下降是必然的趋势。中棉协 2 月调查结果显示，2019 年全国棉花种植继续向新疆地区集中，但是全国植棉意向面积为 4727.19 万亩，同比下降 3.58%，其中新疆棉农种植意向同比下降 2.99%，黄河流域同比下降 4.76%，长江流域同比下降 5.76%。

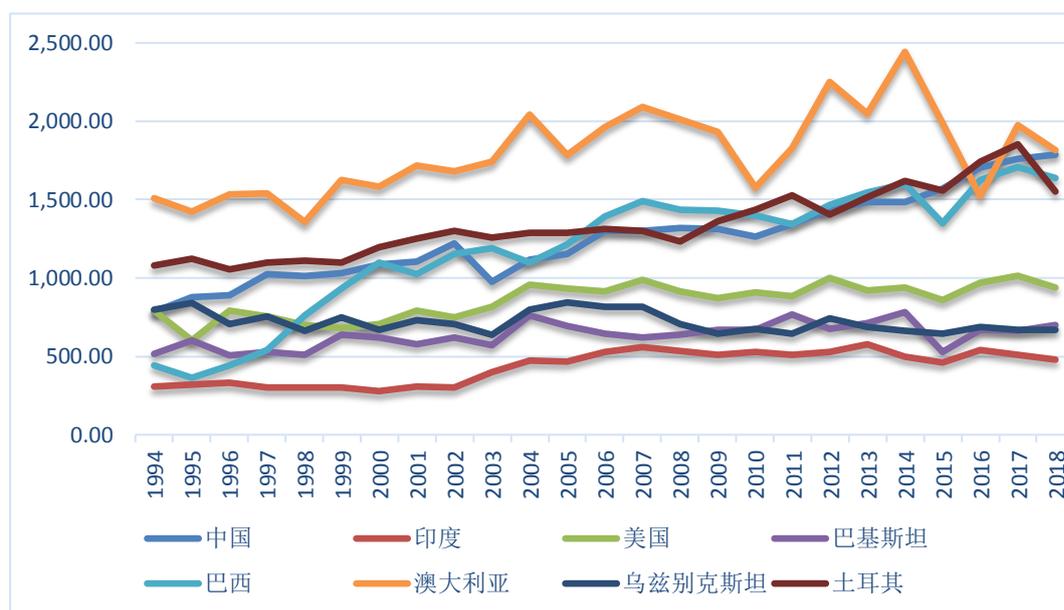
图 2.3.1: 全国植棉面积走势图 (单位: 千公顷)



资料来源: wind 南华研究

### 2.3.2. 单产仍有提升空间，天气条件依旧是关键

对于棉花产量，除了种植面积，另一个决定性因素就是单产，而决定单产的首要因素就是天气条件。今年冬天全球出现了弱厄尔尼诺，反映在天气上就是南方地区连绵阴雨，北方地区干旱少雨，新疆地区多降水，而近期国外地区频繁出现的美国炸弹气旋、澳洲干旱等极端天气也让新棉种植期间的天气条件扑所迷离。除此之外，新疆是棉花种植高效优势区域，目前北疆地区大规模机械化科学化种植已经基本普及，但是南疆地区仍是以手摘棉为主，仍有大量的小块低效率土地，预计随着土地流转的推进，在机械化科学化种植管理的推广下，棉花单产在长期来看仍有一定的提升空间，但就短期而言，天气情况仍是首要决定因素，而接下来天气炒作也很有可能将成为棉价的引导，关注 4-5 月风灾低温灾害、6 月冰雹灾害、7-8 月持续高温、9 月低温早霜等不利天气是否出现。

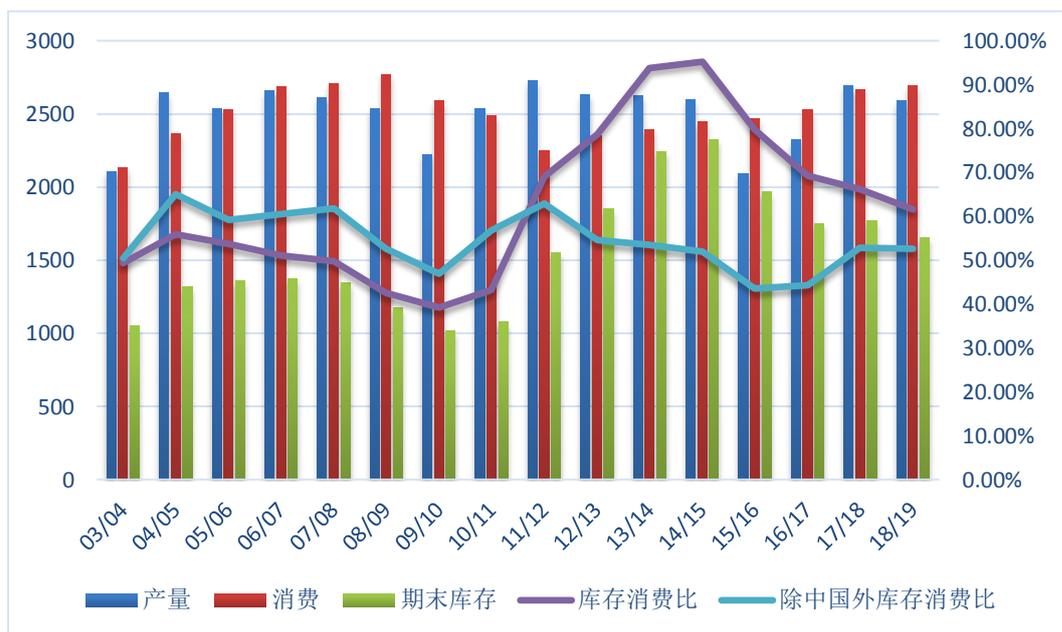
**图 2.3.2: 全球主要国家棉花单产 (公斤/公顷)**


资料来源: wind 南华研究

### 第3章 国际棉花市场分析

在全球棉价大幅回升的背景下,近两年全球各植棉国棉花种植面积均有较大幅度的增加,尤其是美国、巴西等相对注重农作物经济效益的国家。目前 2018/19 年度全球棉花产量基本已能确定,由于本年度全球各产棉区天气条件基本都不如人意,如印度北部季风降雨不足、美国德州与澳洲持续高温干旱、巴基斯坦虫灾与缺水以及新疆地区的低温与风灾等,因此除了巴西、土耳其等少数国家的棉花产量有所增长外,其它产棉国本年度棉花产量均有明显的下滑,全球棉花产量大幅下降。在消费方面的话,全球流动性收紧及全球范围内的贸易摩擦使得宏观不确定性上升,市场对未来消费预期相对悲观,整体消费稳步增长的趋势将被逐步改变。就美国农业部 3 月全球棉花产需供给报告来看,2018/19 年度全球棉花产量 2588.6 万吨、棉花消费量 2691.0 万吨,期末库存为 1656.6 万吨,因此本年度全球棉花去库存化仍将继续并且速度有所加快。目前北半球各产棉国棉花种植陆续展开,新棉种植面积与各棉区天气情况再次成为近段时间的关注热点,尽管美国农业部预计 2019/20 年度全球棉花产量将增加 6.9%,但就目前各主产区天气条件来看,实际产量仍存疑。

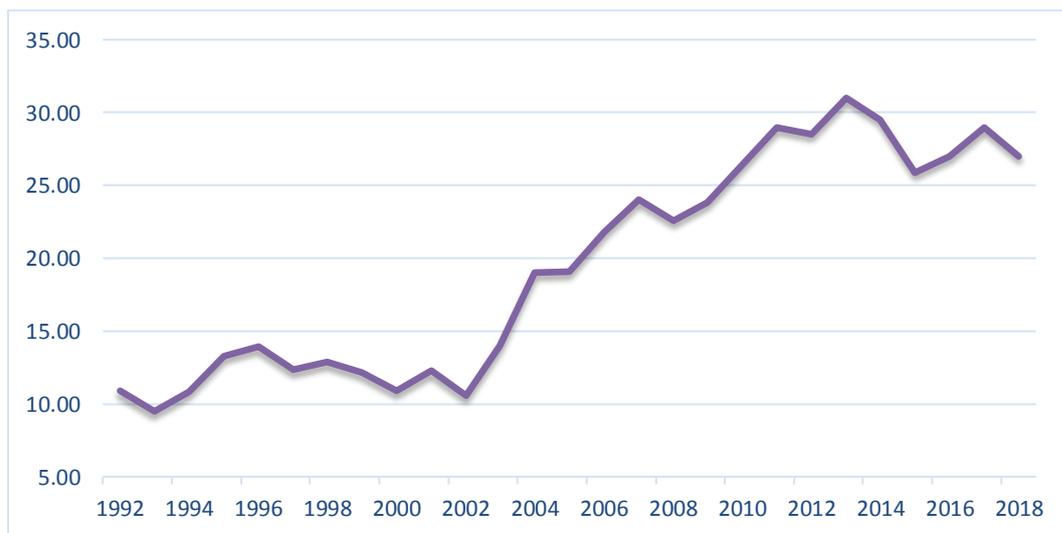
图 3：全球供需平衡表（单位：万吨）



资料来源：WIND 南华研究

### 3.1. 印度产量大幅下调，价格持续保持强势

图 3.1.1：印度棉花产量走势图（百万包）

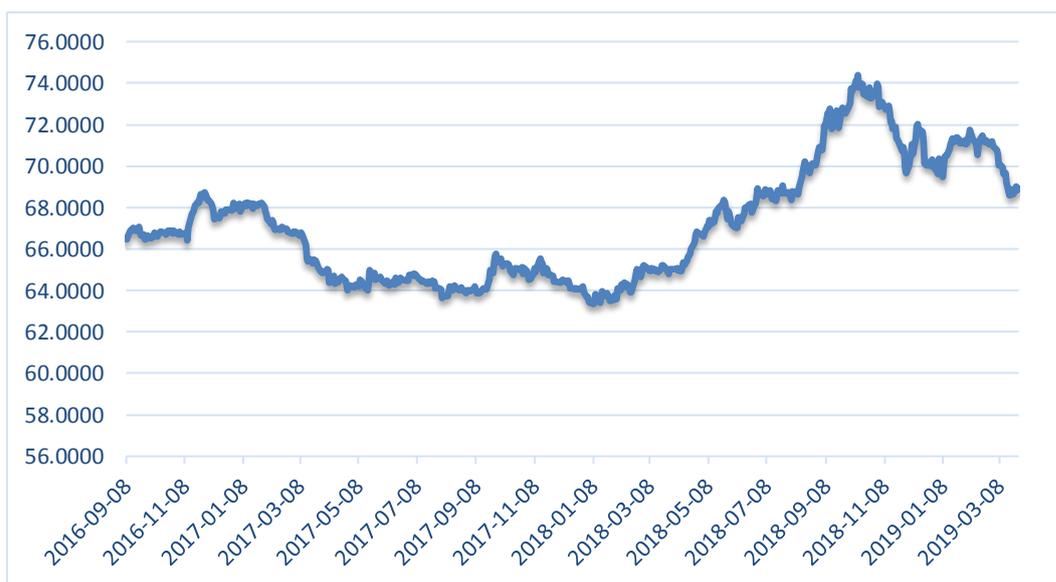


资料来源：WIND 南华研究

尽管植棉面积大幅增长，但近两年印度棉花产量均不是很理想，在 2017/18 年度经历季风降雨不足和大面积虫害之后，2018/19 年度前期就遭遇降水不足，棉花种植推进大幅落后于往年，之后随着季风降雨的推进，实际植棉面积基本与去年持平，但是在进入收获期后，9-10 月份印度棉花主产区出现降雨严重匮乏现象，而棉农为防止棉铃虫提前拔除未收获的棉杆，使得棉花采摘次数下降，进一步导致本年度棉花产量下降。就印度棉花协会（CAI）2 月报告显示，2018/19 年度印度棉花产量为 561 万吨，而上一年度印度棉花产量为 621 万吨。而对于 2019/20 年度来说，尽管受高棉价支撑预计新花种植面积将继续增长，但实际产量仍要看当年的季风降雨情况以及后续的病虫害。

而在消费方面，尽管本年度受宏观环境影响，印度国内棉花消费也有所下滑，但是由于政府大力发展棉纺产业，出台了一系列有助于国内纺织企业用棉的措施，很大程度上支撑了国内的棉花消费。因此预计 2018/19 年度印度棉花消费量为 537 万吨，期末库存将进一步下降至 24 万吨，而印度国内的棉花供需逐步偏紧的情况也支撑着印度国内棉价持续强势。

图 3.1.2：印度棉花现货价格走势（美分/磅）



资料来源：WIND 南华研究

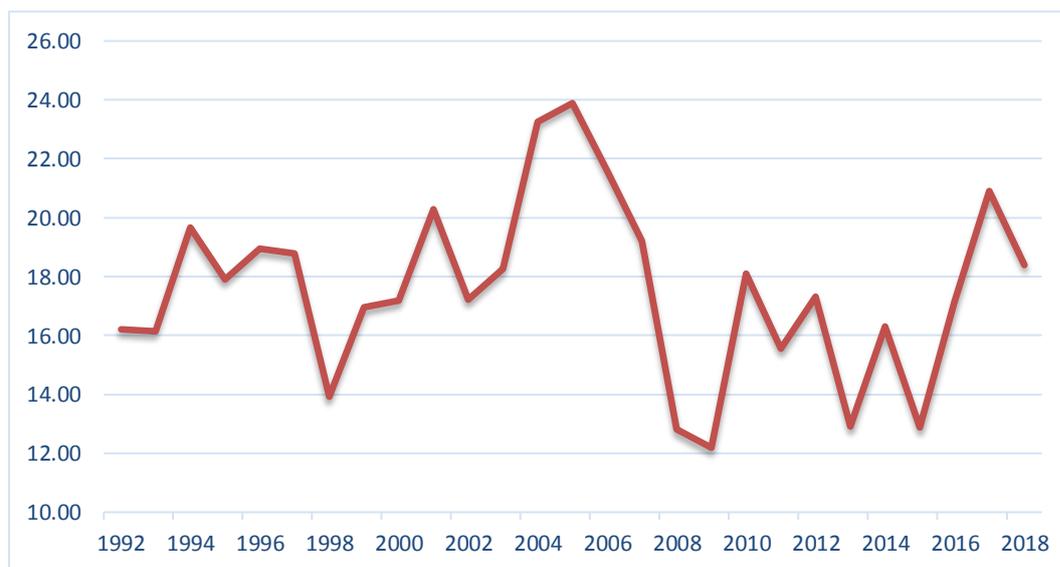
此外，在全球棉花价格弱势运行的背景下印度棉价居高不下的另一个因素也就是 MSP 价格。2018/19 年度印度 MSP 大幅上调 26%，覆盖 50%的生产成本，并且政府承诺在 2022 年前让棉农的收入翻番，预计 2019/20 年度 MSP 价格可能继续提高。因此，整体来看印度国内棉花供需将逐步偏紧，棉价仍将偏强运行。

### 3.2. 美棉出口下滑明显，新花种植面积预计增加

2017/18 年度对于美棉来说是一个丰收年，在植棉面积大幅增长的前提下，由于棉花种植生长期间天气情况总体良好，美棉单产大幅提升、弃耕率下降，棉花产量较上年增长 25%至历史高位附近。但对于 2018/19 年度来说，受近两年植棉效益稳步增长的影响，今年棉农植棉积极性继续增加，总植棉面积较上年增加 11.6%至 8373.0 万亩。但天气条件却远不及上一年度，德州地区持续的高温干旱以及东南棉区的飓风灾害都对棉花的最终产量造成了较大的影响，美国农业部 3 月数据显示 2018/19 年度美国棉花产量为 400.4 万吨，而去年为 455.5 万吨。对于即将开始的 2019/20 年度新花播种，尽管美国农业部在农业展望论坛上预估美棉植棉面积与单产均将提升，而弃耕率将大幅下降，美棉产量增幅可能达到近 20%。

但就近期美国得州地区遭遇炸弹气旋、中西部与南部地区洪水泛滥来看，至少棉花播种前期天气情况并不好，很多地区的新花播种要看洪水何时能够消退，所以今年的美国意向植棉面积难以预料，而弃耕率与单产也需要依赖于后续天气，未来美棉产量是否能有预期的那么多还有待验证。

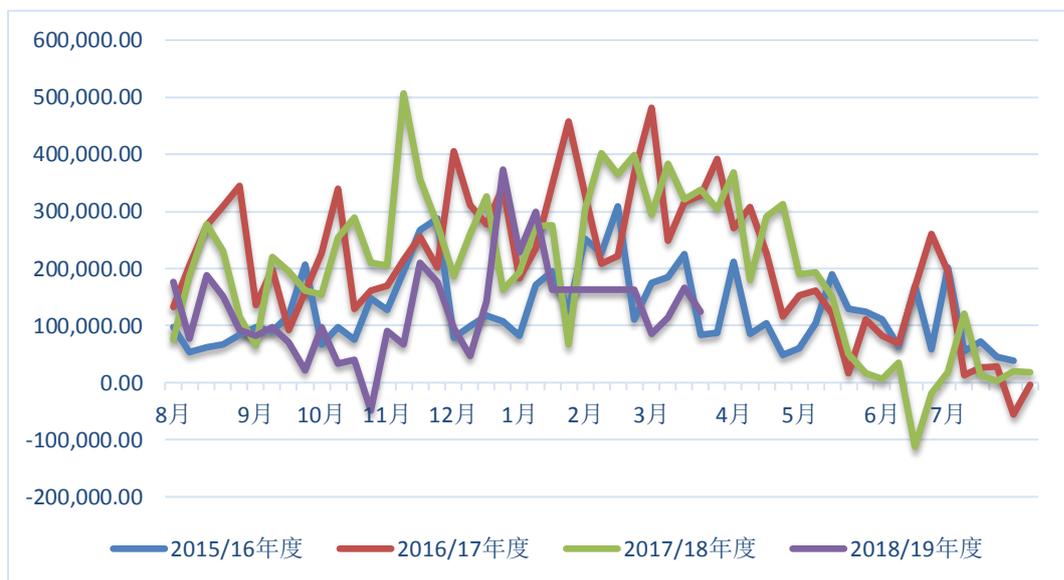
图 3.2.1: 美国棉花产量走势图 (百万包)



资料来源: WIND 南华研究

此外，作为全球最大的棉花出口国，美棉的出口销售一直是支撑美棉价格的核心动力。2016/17 年度、2017/18 年度美棉出口销售持续保持强势，支撑棉花价格稳步上涨，但是本年度由于贸易摩擦与新兴市场经济不景气、货币贬值，美棉出口销售出现了明显的下滑。其中中美间由于贸易摩擦，中国对美进口棉花加征 25%的关税，也使得中企业大量取消美棉进口合同，其中部分订单后移至下年度，但近期中美贸易磋商进展顺利，2 月 28 日美国贸易代表表示棉花已列入中国采购美国农产品清单，预计未来美棉出口销售将逐步趋于正常。

图 3.2.2: 美棉当周净销售量 (单位: 包)



资料来源: WIND 南华研究

### 3.3. 巴西棉替代性上升, 出口量大幅增加

巴西是全球第三大产棉国, 也是全球主要的棉花出口国。得益于增长的植棉效益, 近几年巴西植棉面积扩张明显, 产量也快速提升, 2018/19 年度巴西棉花产量预计为 257.54 万吨, 而往仅为 180-200 万吨, 其国内自用 75 万吨, 近三分之二均为出口。由于往年巴西棉品质相对较差, 我们国内巴西棉的市场空间不大, 但是在近几年的管理种植改善后, 再加上去年巴西天气好, 因此棉花质量很高, 对美棉的替代性也大幅提升, 在本年度中美贸易摩擦的背景下, 中国对巴西棉的进口量已经出现明显增长, 预计可能达到巴西棉花总出口量的一半。

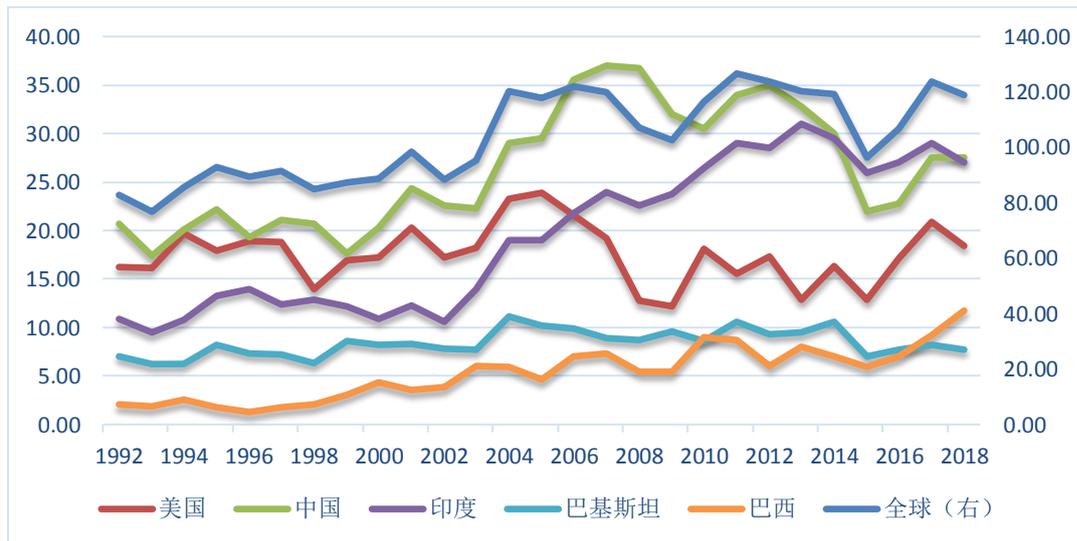
此外, 巴西棉的种植成本大概在 62-65 美分, 只要价格在 70 美分以上都能种棉花, 土地扩种面积不是问题, 据最新情况了解巴西有可能新增 4300 万公顷土地进行农业生产。而随着巴西持续增加在生产和运输方面的投资, 预计 2019/20 年度巴西植棉面积将继续增加, 美国农业部预估棉花产量预计增加 13.06 万吨。而尽管近期中美经贸磋商进展顺利, 但随着近来中国在巴西港口不断开疆扩土, 建设农产品加工和生产基地, 收购当地的物流集散地, 预计未来中国对巴西棉的采购仍将保持在高位。

### 3.4. 其他市场

巴基斯坦也是主要的棉花生产国与消费国, 其气候与印度较为类似, 即棉花产量与季风降雨联系紧密, 而在消费方面, 巴基斯坦受自身能源问题限制, 所以棉花消费量一直稳定在 230 万吨左右。对于 18/19 年度, 由于高温干旱, 棉花单产和种植面积均受影响, 棉花产量同比减少 6% 至 167.6 万吨。而 2019/20 年度预计植棉面积将增加, 但实际产量很大程度上仍取决于季风降雨情况。

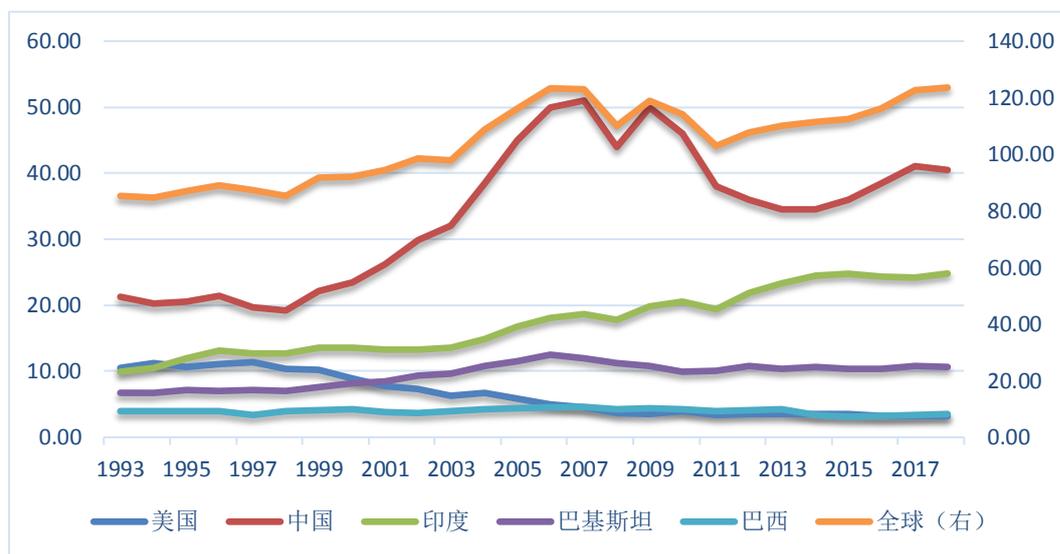
澳洲由于干旱问题 2018/19 年度棉花产量下降近一半至 52 万吨附近，而就目前来看澳洲缺水困境仍没有解决，截至 3 月中旬，水渠蓄水量普遍降至历史低位，许多水渠连 10%都没有，少部分的蓄水量仅 20-30%，全国最大的两个水渠蓄水量也只有 50-70%，预计 2019/20 年度澳棉产量仍将维持在低位。

图 3. 4.1: 全球主产棉国棉花产量 (百万包)



资料来源: WIND 南华研究

在消费方面，随着全球棉纺产业结构分布调整，东南亚越南、孟加拉、印尼等国在近些年与中国形成棉花消费替代关系，棉花消费量逐步提升。中国棉纺生产结构正逐步转向高支精梳产品，中低端纱逐渐向东南亚等低成本国家转移，再加上世界经济增长所带来的消费红利，使得越南、孟加拉、印尼、土耳其等国成为了近几年全球棉花消费增长的主要拉动力。但去年受宏观环境影响，新兴市场国家货币普遍大幅贬值，用棉成本急剧提升，棉纺企业国际竞争力大幅下降，在内需与外贸均承压的背景下，纺企运营压力较大。因此，预计新兴市场国家 2018/19 年度棉花消费增长可能放缓。当然从另一方面来看，中美间的贸易摩擦使得上游成本增加、下游终端出口受阻，尽管短期中国所具有的完整产业链将抵抗很大一部分风险，但是随着时间的推移，资源会在全球范围内被重新配置，尤其是在国内国储去库存接近尾声、抛储红利消失的背景下，更多的订单将流向越南、印尼等东南亚国家，利好东南亚国家棉纺行业。因此总的来看，东南亚等国仍将是未来全球棉花消费增长的主要来源。

**图 3.4.2: 全球主要国家棉花消费量 (百万包)**


资料来源: WIND 南华研究

## 第4章 棉价与宏观环境

2018年下半年以来,全球宏观层面的变化不断,经济下行压力加大,年末的时候美联储态度由“鹰”转“鸽”,随之全球央行纷纷转“鸽”,进入2019年,全球各经济体纷纷下调经济增长预期并适当调整货币政策,1月日本和欧洲央行下调19年通胀预期,2月初印度下调回购利率并将货币立场从紧缩调为中性,3月初欧洲央行打出“组合拳”动用多种政策工具加大货币宽松力度以抵御经济下行风险,3月下旬美联储表示今年不再加息同时决定将从5月开始减慢缩表步伐并于9月末结束缩表。尽管2019年全球经济下滑压力增加,但各国央行态度的转变对经济形成支撑,同时很大程度上缓解了由美元不断走强给新兴市场经济造成的冲击。对于我们国内来说,18年央行货币政策已先于美联储转向实际宽松,包括公开市场不再跟随美联储加息、数量和价格工具并用维持流动性充裕,推进去杠杆逐渐转向稳杠杆、宽货币传导到宽信贷,而在财政政策方面,19年将实施更为积极的财政政策,一是更大规模减税降费,二是基建托底经济。因此,在货币政策与财政政策的共同作用下,随着改革升级的继续推进,预计2019年经济增长将得到很大的支撑。

对于中美贸易摩擦,从去年G20峰会上中美两国领导人会晤达成共识并约定90天缓冲期,2月15日双方谈判取得了重要阶段性进展,2月24日特朗普宣布将推迟上调输美商品关税,到现在中美间已经进行了七轮磋商,并且第八轮与第九轮也将在3月底4月初举行,尽管两国间贸易磋商最终结果仍存在不确定性,但总体来看谈判推进顺利而市场情绪是在逐步恢复的,中美贸易摩擦对市场的影响在逐渐淡化。

## 第5章 棉花展望

2018/19 年度前期在中美贸易摩擦不断，市场对消费预期悲观的背景下，叠加新花上市工商业库存居高不下，棉花价格持续走弱。而对接下来的棉花价格走势，首先，尽管短期阶段性供给压力仍然存在，但随着棉花的不断消耗，库存压力将逐步释放；其次，中美贸易磋商进展大致顺利且其对棉纺市场的影响在逐渐消退，加上政府宏观政策对经济的支撑，预计下游消费将进一步恢复；再者，国内棉花产销存在缺口是常态，进口增加是趋势，但仍需关注全球棉花供需情况以及国内的国储政策；最后，新年度新花种植已经陆续展开，接下来各棉区的天气情况将成为棉花价格的主导因素之一。因此，短期高工商业库存、仓单与套保压力仍将继续施压棉价，但长期供需偏紧预期将支撑棉花重心逐步上移，并且即将展开的新棉播种、天气、政策等因素很有可能为棉价提供突破动力。

## 南华期货分支机构

### 总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层  
客服热线：400 8888 910

### 南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808 室  
电话：025-86209875

### 上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元  
电话：021-50431979

### 上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 663 号 1 楼、7 楼  
电话：021-52586179

### 上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元  
电话：021-50431979

### 普宁营业部

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

### 厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元  
电话：0592-2120291

### 南通营业部

南通市崇川区崇文路 1 号启瑞广场 20 层 2308、2309 室  
电话：0513-89011168

### 广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房，2009 房  
电话：020-38809869

### 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：022-28378072

### 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

### 汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式  
电话：0754-89980339

### 太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 8 层 805 室  
电话：0351-2118001

### 浙江分公司

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

### 余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室  
电话：0574-62509011

### 永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼  
电话：0579-89292777

### 萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室  
电话：0571-83869601

### 绍兴营业部

浙江省绍兴市越城区越发大厦 905-906 室  
电话：0575-85095807

### 温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801 室  
电话：0577-89971808

### 成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号  
电话：028-86532609

### 嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心 3 幢 1801 室  
电话：0573-89997820

### 慈溪营业部

浙江省慈溪市浒山街道开发大道 1277 号 香格大厦 7 楼  
电话：0574-63925104

### 宁波营业部

浙江省宁波市江北区大闸南路 500 号 24 幢 1706 室  
电话：0574-87274729

**济南营业部**

济南市历下区泺源大街 102 号祥恒广场 15 层 1505  
电话: 0531-80998121

**桐乡营业部**

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层  
电话: 0573-83378538

**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

**合肥营业部**

安徽省合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心 3302

**舟山营业部**

浙江省舟山市定海区临城街道翁山路 416 号中浪国际大厦 C 座 5 层 503 室  
电话: 0580-8125381

**义乌营业部**

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼  
电话: 0579-85201116

**南昌营业部**

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

**北京分公司**

北京市西城区宣武门外大街 26、28、30 号 2 幢 5 层 A502 室  
电话: 010-63155309

**北京营业部**

北京市西城区宣武门外大街 26、28、30 号 2 幢 5 层 A501 室  
电话: 010-63161286

**台州营业部**

台州经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室  
电话: 0576-88539900  
电话: 0532-80798985

**沈阳营业部**

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室  
电话: 024-22566699

**大连营业部**

辽宁省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

**青岛营业部**

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室  
电话: 0532-80798978

**郑州营业部**

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

**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

**哈尔滨营业部**

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室  
电话: 0451-58896600

**深圳分公司**

深圳市福田区莲花街道金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室  
电话: 0755-82777909

**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: 0755-82777909

## 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，但我们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：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

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