

供应收缩，需求回暖，全球去库提振棉价 ——2021 年度棉花期货投资策略报告

【报告要点】

- 2020 年度，新冠疫情初期，使得中国纺织服装受压，下游需求端订单受到大规模取消，原料恐慌性下跌；疫情中期，需求前置，终端库存去库，原料端补库，推动棉价上涨；
- 2020/21 年度全球供应收缩，疫情复苏需求回暖，产消出现缺口，全球库存出现去库迹象；
- 2020/21 年度中国国储库存偏低，后市提高国家储备意愿较强；中美贸易摩擦关系回暖，2019/2020 年度，美棉进口量大增；有望在 2020/21 年度继续保持
- 2020/21 年度，农产品主粮价格大幅上涨，全球棉花种植面积意愿下调；中国 2020 年度籽棉收购价高开高走，均价保持在 14500 元/吨，供应收缩下，成本有较强支撑；
- 当下进口利润高企，受提高储备影响，一是进口美棉，进口利润继续保持；二是进口利润下调，国内开启收储，利多内棉

【2021 年棉花市场行情展望】

总体来看，产业信心仍在恢复中，对 2021 年度消费仍是谨慎对待。目前我们关注到，上游受成本倒挂原因，套保数量仍为少数，各环节库存压力较轻，后疫情时代的消费复苏，有望推动各环节积极补库。同时受全球主粮价格推动，粮棉比对棉花种植意愿的冲击，供应端或继续收缩，从而形成较强的成本支撑。

【风险提示】

- 2021 年度轮出政策
- 中美贸易谈判，实质性利空政策落地
- 受全球宏观经济影响，消费持续下滑
- 种植面积增加



孙威

农产品分析师

从业证书：F3049007

电话：0512-63936002

邮箱:sunw@dwqh88.com

免责声明：

本刊中所有文章陈述的观点仅为作者个人观点，文章中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性、更新情况不做任何保证，文章中作者做出的任何建议不作为我公司的建议。在任何情况下，我公司不就本刊中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

期市有风险，投资需谨

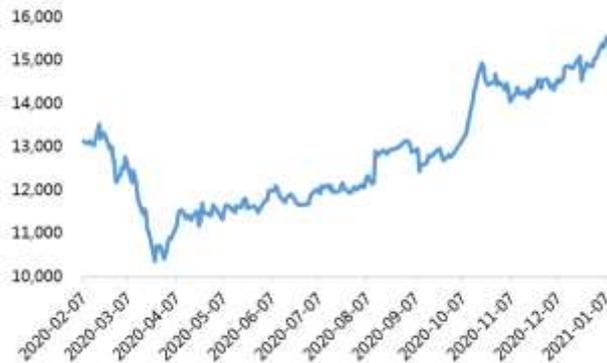
目 录

一、2020 年棉花期货市场行情回顾	1
(一) 棉花期货市场行情回顾.....	1
二、国际棉花市场分析	1
(一) 全球棉花市场分析.....	1
(二) 美国棉花市场分析.....	3
(三) 印度棉花市场分析.....	6
三、国内棉花市场分析	7
(一) 中国棉花市场分析.....	7
(二) 棉花进口强劲，有望继续维持.....	8
(三) 库存分析.....	8
(四) 纱线进口利润压缩，对国内棉花冲击弱化.....	9
(五) 内外期货价差及基差.....	10
四、2021 年度政策分析	10
(一) 棉花直补政策.....	10
(二) 棉花收抛储政策.....	10
(三) 中美贸易战.....	10
五、2021 年度棉花期货行情展望	11

一、2020 年棉花期货市场行情回顾

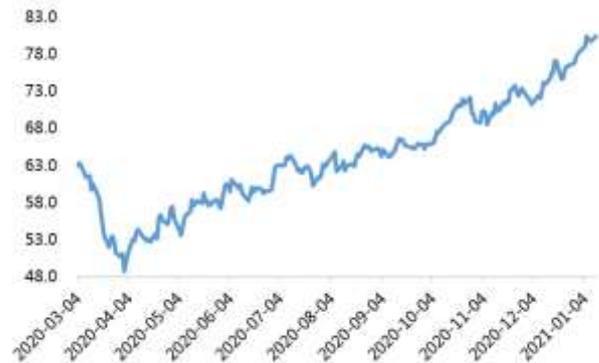
(一) 棉花期货市场行情回顾

图表 1. 郑州期货(活跃合约):棉花



数据来源: Wind, 东吴期货研究所

图表 2. 美国(活跃合约):NYBOT 2 号棉花



数据来源: Wind, 东吴期货研究所

1 月-4 月: 中国疫情爆发, 到全球爆发, 引发订单消失, 消费下调, 棉价大幅下跌。

4 月-9 月: 原油跌至负油价, OPEC 协议减产; 美国无限 QE, 股市暴涨; 市场情绪改善。

10 月-至今: 籽棉高开, 冲高回落, 现货市场均价保持高位运行; 产业节前谨慎补库, 市场情绪较好。

二、国际棉花市场分析

(一) 全球棉花市场分析

1、全球棉花供需平衡

图表 3. 2020/21 年度全球供需平衡表



数据来源: Wind, 东吴期货研究所

2014/15 年度，期末库存以及库销比达到高位，随后 2015/16 年度，产量下降，全球期末库存下降，库销比由高走低，棉花价格迎来周期性上涨。

2018/19 棉花年度，上半年受全球产量下滑刺激国际棉价上涨，下半年受全球经济增速放缓及中美贸易影响，主要棉花消费国消费受到了结构性下调。

2019/20 棉花年度全球棉花市场产量较 2017/18 年度小幅减少，较 2018/19 年度较为宽松，全球消费受疫情冲击，期末库存迅速积累，库销比回升至 92.54%，棉花价格跌至靠近 15 年底部。

2020/21 年度，供需改善，全球产量收缩，需求回升，库存也较前一年出现下调，库销比较去年好转，下跌至 84.34%。

2、全球棉花主要生产国及消费国情况

图表 4. 全球棉花主要生产国及消费国情况

		中国	美国	印度	巴基斯坦	澳洲	巴西	全球	中国以外
产量 (万吨)	2014/2015	653.2	355.3	642.3	230.8	69.7	152.4	2595.7	1942.5
	2015/2016	479	280.6	563.9	152.4	57.7	128.5	2093.7	1614.7
	2016/2017	495.3	373.8	587.9	167.7	69.7	152.4	2322.7	1827.4
	2017/2018	598.7	455.5	631.4	178.5	87.1	200.7	2698.9	2100.2
	2018/2019	604.2	399.9	561.7	167.6	80.6	278.7	2581.8	1977.6
	2019/2020	593.3	433.6	664.1	135	78.4	287.4	2659.2	2065.9
	2020/2021	598.7	347.3	642.3	98	61	261.3	2480	1881.3
	同比	0.91%	-19.90%	-3.28%	-27.41%	-22.19%	-9.08%	-6.74%	-8.94%
		中国	印度	巴基斯坦	孟加拉	土耳其	越南	全球	中国以外
消费 (万吨)	2014/2015	740.3	533.4	230.8	126.3	139.3	89.3	2443.6	1703.3
	2015/2016	783.8	538.9	224.3	137.2	145.9	98.0	2465.5	1681.7
	2016/2017	838.2	530.2	224.3	148.1	142.6	117.6	2531.4	1693.2
	2017/2018	892.7	525.8	235.1	163.3	162.2	143.7	2675.4	1782.7
	2018/2019	860	522.5	230.8	161.1	150.2	152.4	2616.2	1756.2
	2019/2020	718.5	435.5	200.3	141.5	143.7	137.2	2225.9	1507.4
	2020/2021	827.4	522.5	217.7	158.9	152.4	148.1	2517.5	1690.1
	同比	15.16%	19.98%	8.69%	12.30%	6.05%	7.94%	13.10%	12.12%
		中国	印度	巴西	美国	巴基斯坦	孟加拉	全球	中国以外
期末库存 (万吨)	2014/2015	1446.1	293.6	154.8	79.5	62.9	39.6	2326.6	880.5
	2015/2016	1234.5	153.4	124.3	82.7	56.9	33	1962.8	728.3
	2016/2017	999.8	171.6	450.9	59.9	50.4	35.5	1748.4	748.6
	2017/2018	827.8	200.9	188.5	91.4	61.6	40.4	1765.9	938.1
	2018/2019	776.6	202.6	266.8	105.6	54.3	38.8	1747.7	971.1
	2019/2020	803.4	389.4	313.6	157.9	73.8	52.6	2164.6	1361.2
	2020/2021	789.8	422	292.3	124.1	54.8	46.8	2123.3	1333.5
	同比	-1.69%	8.37%	-6.79%	-21.41%	-25.75%	-11.03%	-1.91%	-2.03%

数据来源：Wind，东吴期货研究所

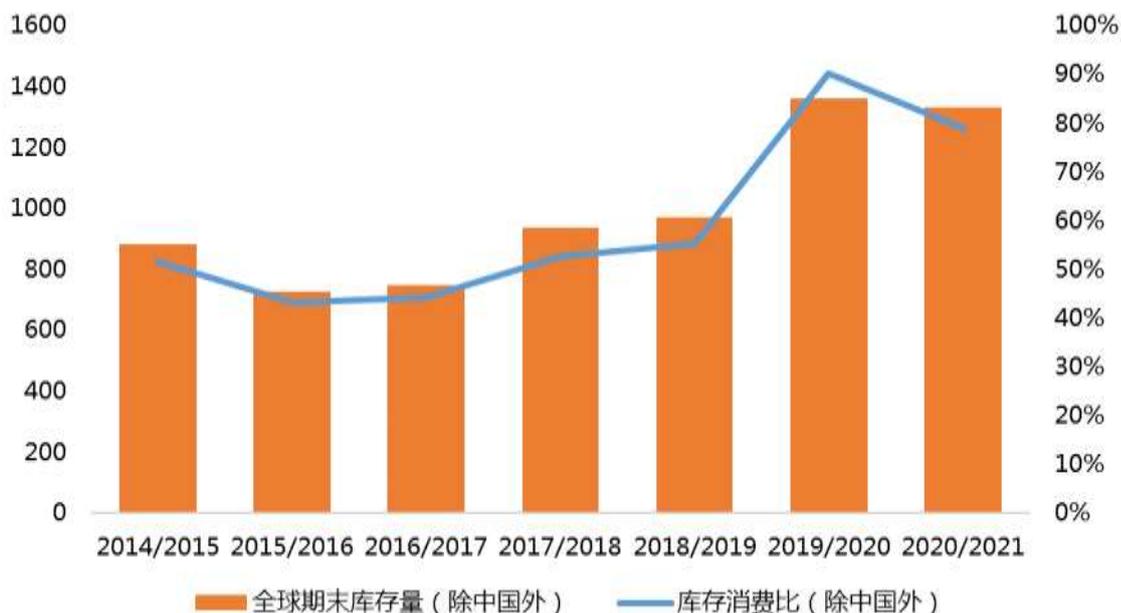
中国 2020/21 年度产量较前一年持平；疫情期间消费探底回升，后疫情时代，经济复苏，需求回暖，较前一年上升 108.9 万吨。

2020/21 年度，全球几大主产国产量均有所下降，全球产量较前一年下降 179.2 万吨。全球产量除中国以外 2020/21 年度较前一年下降 184.6 万吨。

2020/21 年度，全球主要消费国均上调，主要原因是 2019/20 年疫情期间，消费下调较大，后疫情时代，消费同比回升；相比 2018/19 年，全球消费下调 141.5 万吨。

3、中国外期末库存及库存消费比下降

图表 5. 2020/21 年度除中国外期末库存及库存消费比



数据来源：Wind，东吴期货研究所

2015/16 年度，全球棉花市场进入去库存周期，对应棉价探底回升，但主要是中国国储去库存，全球范围内除中国外棉花库存近两年持续累积；但在 2020/21 年度，我们发现期末达到 1333.5 万吨，较 2019/20 年度出现去库，小幅下降 27.7 万吨。

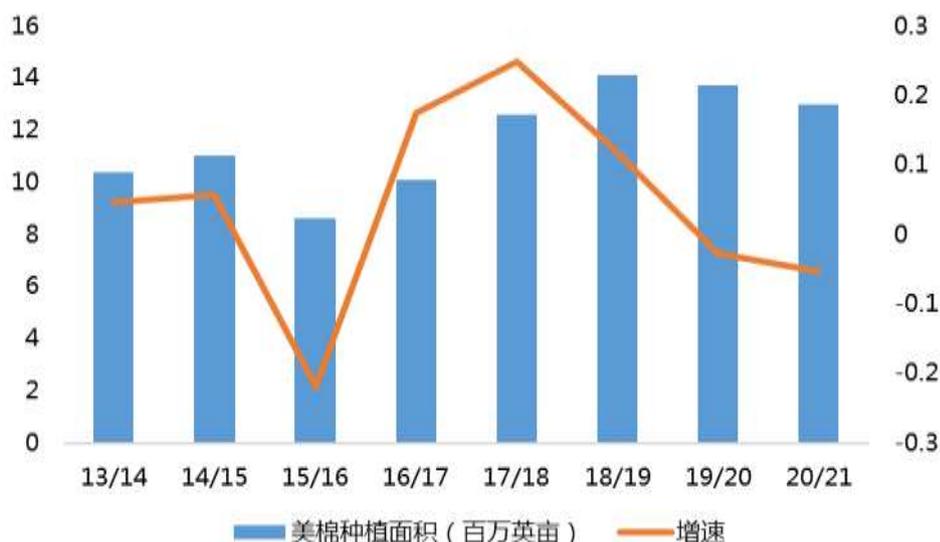
2020/21 年度，全球棉花除中国外供需宽松 191.2 万吨，然后并未出现继续累库。其主要原因是目前中国库存偏低，政策已时刻变化，从抛储去库转变为轮入或轮换。

(二) 美国棉花市场分析

1、美棉 2020/21 年度种植面积继续下降

2020 年 6 月，美国农业部 (USDA) 公布，美国 2020 年所有棉花种植面积预计达到 1297.8 万英亩，2019 年实际种植面积 1372.3 万英亩。

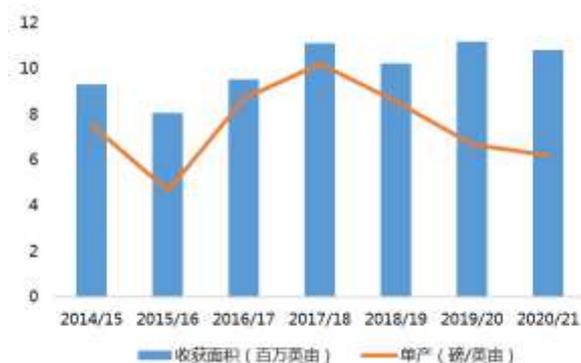
图表 6. 美棉种植面积 (百万英亩)



数据来源: Wind, 东吴期货研究所

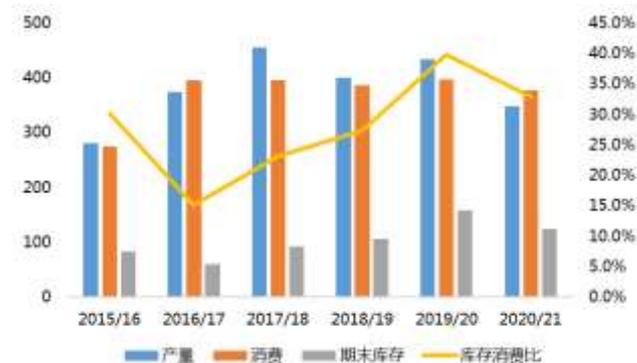
2、美国库存消费比下降

图表 7. 美国收获面积及单产



数据来源: Wind, 东吴期货研究所

图表 8. 美国库存消费比



数据来源: Wind, 东吴期货研究所

2017/18 年度, 美国棉花收获面积和单产回升, 总产量大幅增加 23.86%至 455.5 万吨的十年新高, 两年增产 174.9 万吨。之前因中国配额未放开导致美棉出口难有增量, 期末库存和库存消费比大幅回升。2018/19 年度中美贸易摩擦, 美国出口受限库销比超越 2015 年。

2019/20 年度库存消费比受疫情影响, 大幅上升, 创出新高。

2020/21 年度, 受天气及种植面积影响, 产量下调; 然中国抗疫成功, 需求回升, 促进美棉出口加快, 库销比大幅走低, 推升美棉。

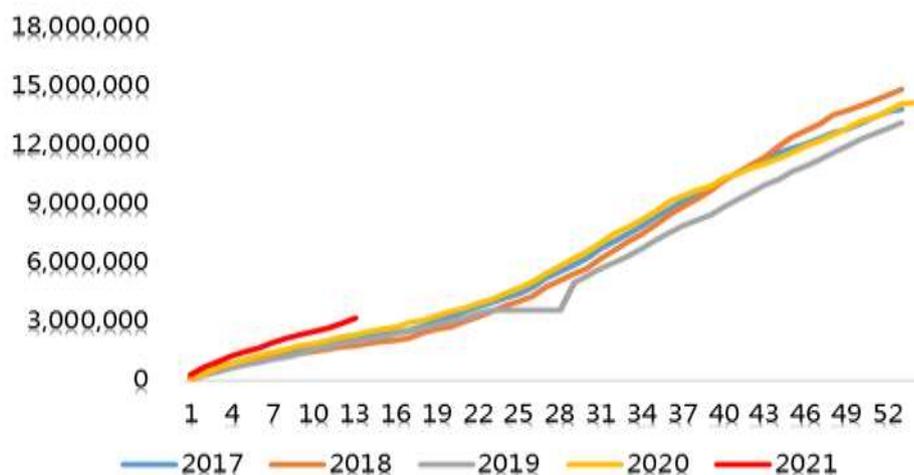
3、2020/21 年度美棉供需平衡表

	单位	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21
		估值	估值	估值	估值	估值	
种植面积	百万英亩	8.58	10.07	12.72	14.1	13.76	13.74
收获面积	百万英亩	8.07	9.51	11.1	10.21	11.18	10.8
单产	磅/英亩	766	867	905	864	817	805
期初库存	万吨	79.5	82.7	59.9	91.4	105.6	157.9
产量	万吨	280.6	373.8	455.5	399.9	433.6	347.3
进口	万吨	0.7	0.2	0	0	0.01	0.01
总供应量	万吨	360.8	456.7	515.4	491.3	539.21	505.21
国内消费	万吨	75.1	70.7	40.75	62.9	66.1	51.3
出口	万吨	199.2	324.9	354.45	323	330.9	326.6
使用	万吨	274.3	395.6	395.2	385.9	397	377.9
损耗	万吨	3.7	1.3	0.65	0.44	0.44	0.44
期末库存	万吨	82.7	59.9	91.4	105.6	157.9	124.1
农场均价		61.2	68.6	70	62	60	70

数据来源: Wind, 东吴期货研究所

4、2021 年度美棉出口情况

图表 9. 美国陆地棉出口



数据来源: Wind, 东吴期货研究所

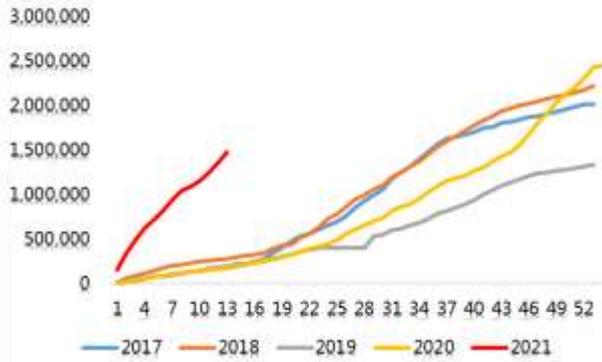
2018/19 年度, 受中美贸易影响, 出口数据表现不佳。

2020/21 年度, 出口出现明显的改善, 尤其是出口到中国的数量, 数量增加较为直观。

从周期规律不难看出, 将迎来出口数据上升迹象。

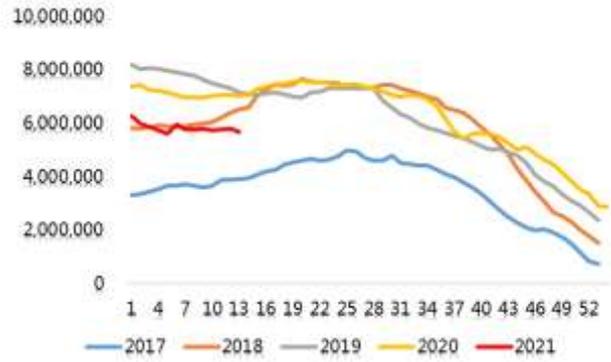
和往年综合比较, 后市仍有望高位运行, 美棉将在新季度继续保持强劲。

图表 10. 陆地棉出口：中国



数据来源：Wind，东吴期货研究所

图表 11. 陆地棉当前市场年度未装船量



数据来源：Wind，东吴期货研究所

2020/21 年度，受中美贸易缓和以及宏观影响，出口中国的数量十分乐观。基于后疫情时代经济复苏逻辑，叠加中国供需缺口问题，需从全球寻找优质的棉花，美棉对中国出口讲保持高位运行。

2020/21 年度未装船量较去年偏低，后市装船量将逐步增加，市场将走向活跃，相对看好美棉的出口，对美棉有一定的支撑。

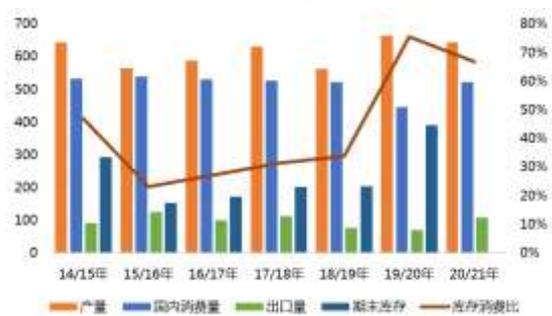
(三) 印度棉花市场分析

图表 12. 印度供需平衡表

	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21
期初库存	489.2	293.6	153.4	171.6	200.9	202.6	389.4
产量	642.3	563.9	587.9	631.4	561.7	664.1	642.3
进口量	26.7	23.3	59.6	36.5	39.2	49.6	21.8
总供给	1158.2	880.8	800.9	839.5	801.8	916.3	1053.5
国内消费量	533.4	538.9	530.2	525.8	522.5	446.3	522.5
出口量	91.4	125.5	99.1	112.8	76.7	69.7	108.9
总消费量	624.8	664.4	629.3	638.6	599.2	516	631.4
期末库存	293.6	153.4	171.6	200.9	202.6	389.4	422
库存消费比	47%	23%	27%	31%	34%	75%	67%

数据来源：Wind，东吴期货研究所

图表 13. 印度库存消费比



数据来源：Wind，东吴期货研究所

印度是全球最大棉花生产国，2020/21 年度棉花产量为 642.3 万吨，较 2019/20 年度减少 21.8 万吨。印度棉花消费 522.5 万吨，产需过剩近 119.8 万吨，较去年 217.8 万吨，有所提升。出口我们按照疫情后消费回暖，出口提升。库存较前一年增加 76.2 万吨，库消比较 2019/20 年度下调至 67%。

印度棉纺织产业潜力巨大，其也学中国的收抛储政策，但力度不如中国，作为棉花净出口国，2011 年之后出口量在主动控制。

三、国内棉花市场分析

(一) 中国棉花市场分析

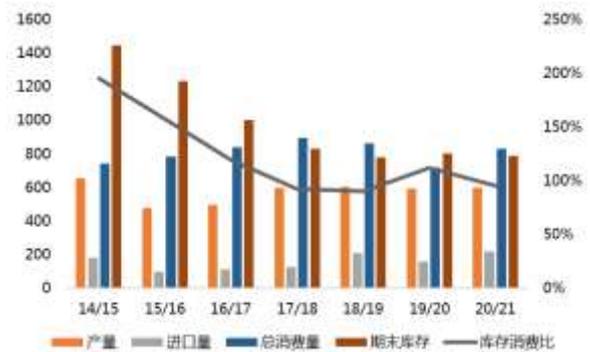
1、2020/21 年度中国棉花供需平衡表

图表 14. 中国供需平衡表

	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21
期初库存	1352.8	1446.1	1234.5	1054.2	827.8	776.6	803.4
产量	653.2	479	495.3	598.7	604.2	593.3	598.7
进口量	180.4	95.9	109.6	124.3	209.9	155.4	217.7
总供给	2186.4	2021	1839.4	1777.2	1641.9	1525.3	1619.8
国内消费量	740.3	783.8	838.2	892.7	860	718.5	827.4
出口量	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
总消费量	741.4	784.9	839.3	893.8	861.1	719.6	828.5
期末库存	1446.1	1234.5	999.8	827.8	776.6	803.4	789.8
库存消费比	195.0%	157.3%	119.1%	92.6%	90.2%	111.6%	95.3%
国储库存	1031	776	520	270	170	207	167

数据来源: Wind, 东吴期货研究所

图表 15. 中国库存消费比



数据来源: Wind, 东吴期货研究所

中国 2020/21 年度棉花产量为 598.7 万吨, 与 2019/20 年度相比几乎持平。2019/20 年度, 中国棉花消费受疫情影响, 调整至 718.5 万吨, 20/21 年度疫情好转, 恐慌情绪消除, 需求回升。供需缺口由 125.2 上升至 228.7 万吨。库存调整至 789.8 万吨, 库消比较前一年下降至 95.3%。

国储库存以及政策的调整, 我们认为当以现价为基础进行评估, 一切以稳定市场价格为主; 由于国储库存偏低, 对国际市场格局与影响间接发生改变。

2、2020/21 年度中国棉花种植面积继续调减

图表 18. 2020 年度中国棉花种植面积调查

地区	面积		单产 预计	总产量	
	实际播种	同比		预计	同比
全国	4587.5	-4.30%	122.4	561.7	-3.90%
黄河流域	634.8	-8.20%	78	49.5	-2.30%
山东	273	-9.60%	77.2	21.1	-4.70%
河南	59.4	-5.20%	68.5	4.1	15.00%
河北	248.1	-6.50%	80.9	20.1	0.30%
陕西	16.1	-12.20%	80.1	1.3	-11.80%
山西	13.6	-18.20%	77.9	1.1	-18.60%
天津	24.5	-8.10%	78.9	1.9	-14.30%
长江流域	397.7	-19.50%	62.7	24.7	-18.80%
湖北	144.2	-20.70%	55.8	8	-20.60%
安徽	106.6	-25.00%	59	6.3	-24%
江苏	22.1	-31.90%	73.4	1.6	-33.30%
湖南	72.7	-11.80%	67.7	4.9	-7.40%
江西	49.1	-5.20%	78.7	3.9	-10.90%
西北内陆	3520.5	-1.30%	137.8	485.1	-3.10%
甘肃	27.8	-24.30%	103.7	2.9	-10.60%
新疆	3492.7	-1.10%	138.1	482.2	-3.10%

数据来源: Wind, 东吴期货研究所

调查显示，黄河流域棉花实播面积为 634.8 万亩，减幅 8.2%。长江中下游棉区实播面积为 397.7 万亩，减幅 19.5%。西北内陆棉区实播面积为 3520.5 万亩，减幅 1.3%。其中新疆实播面积为 3492.7 万亩，同比减少 1.1%。

新疆实播面积减少主要原因：棉花价格一路受挫下跌，来年直补形式不明朗，对未来收益担忧。

内地主产省份实播面积下滑主要原因：一是今年内地籽棉收购价格较上年度下降，棉农收益减少，植棉积极性受挫。

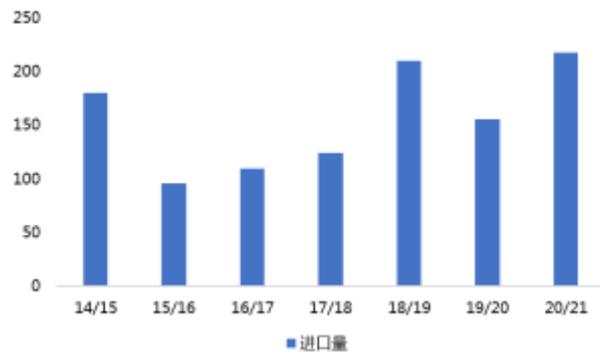
(二) 棉花进口强劲，有望继续维持

图表 19. 滑准税与 3128B 价差



数据来源：Wind，东吴期货研究所

图表 20. 中国棉花进口量



数据来源：Wind，东吴期货研究所

2018 年中美贸易摩擦开始，内外棉价差整体呈现收窄趋势，且伴随国内连续两年抛储后，国储库存消化较快，市场对 2019 年进口配额放松的预期升温，然而贸易战使得棉花进口放缓。

USDA 统计，20/21 年度中国进口量 217.7 万吨，较去年增加 62.3 万吨。

(三) 库存分析

图表 21. 国储库存期末库存预估

	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21
期初库存	1352.8	1446.1	1234.5	1054.2	827.8	776.6	803.4
产量	653.2	479	495.3	598.7	604.2	593.3	598.7
进口量	180.4	95.9	109.6	124.3	209.9	155.4	217.7
总供给	2186.4	2021	1839.4	1777.2	1641.9	1525.3	1619.8
国内消费量	740.3	783.8	838.2	892.7	860	718.5	827.4
出口量	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
总消费量	741.4	784.9	839.3	893.8	861.1	719.6	828.5
期末库存	1446.1	1234.5	999.8	827.8	776.6	803.4	789.8
库存消费比	195.0%	157.3%	119.1%	92.6%	90.2%	111.6%	95.3%
国储库存	1031	776	520	270	170	207	167

数据来源：Wind，东吴期货研究所

2019/20 年度，国储库里还有约 207 万吨的棉花库存，截止目前预计本次抛储 50 万吨成交率 80%，成交量为 40 万吨。

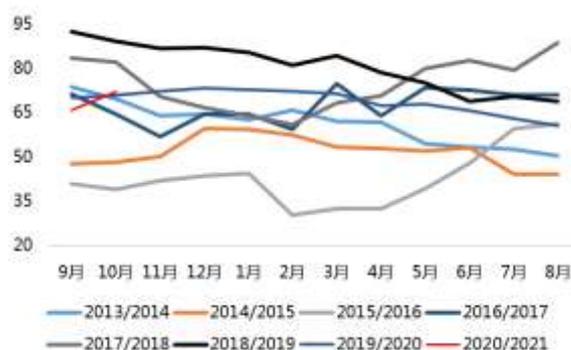
2020/21 年度，国家配额仍锁定在 129 万吨 (89.1 万吨+40 万吨新增配额) 的%关税，产量预估在 598.7 万吨左右，面对近 827.4 万吨的表观消费量，国家在本年度缺口调整至 228.7 万吨，在天气稳定和当下消费环境下，配上进口 129 万吨，整体供需较为偏紧，进口政策仍需加大。

图表 22. 商业库存



数据来源: Wind, 东吴期货研究所

图表 23. 工业库存



数据来源: Wind, 东吴期货研究所

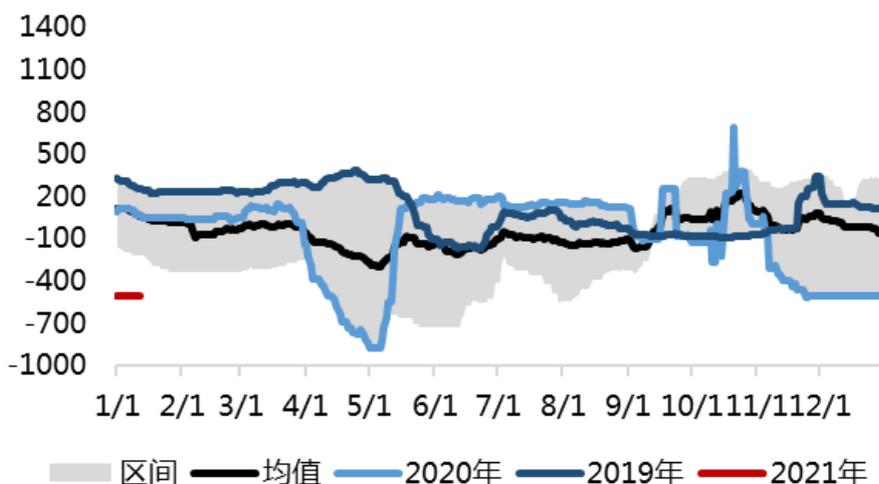
截止 2020 年 10 月份，我国棉花商业库存为 319.2 万吨。

截至 2020 年 10 月份，工业库存 72.12 万吨。

2020/21 年度，商业库存未出新高，供应压力较前一年度收紧，若新年度消费好转，去库速度有望加快。

(四) 纱线进口利润压缩，对国内棉花冲击弱化

图表 24. 纱线进口利润



数据来源: Wind, 东吴期货研究所

2018 年第一季度非洲纱进入国内市场加快，国内对进口纱存在相对固定需求。由于进口纱利润较好，加之中美贸易影响，大家对棉花和纱线取舍，更青睐与纱线。

从进口纱线利润来看，2019 年利润好于均值，所以 2019 年整体对棉花价格冲击较大。

反之我们发现，2020 年 5 月，纱线进口利润走低，弱化了棉花的冲击，因而棉花在 6-8 月进口量大增。

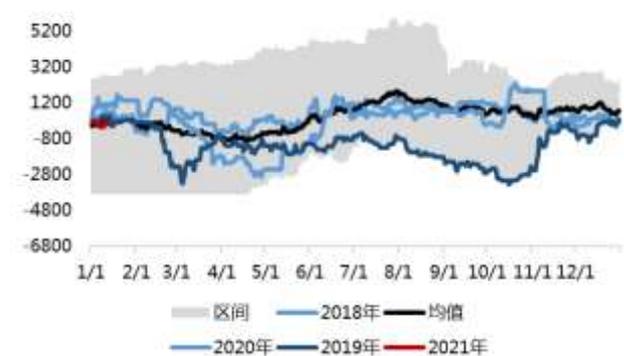
(五) 内外期货价差及基差

图表 25. 内外期货价差



数据来源：Wind，东吴期货研究所

图表 26. 基差



数据来源：Wind，东吴期货研究所

棉花期货内外价差从低走高，受基本面影响，对美棉进口加大，郑棉补涨迅速

当下价差高企，受提高储备影响，一是进口美棉，进口利润继续保持；二是进口利润下调，国内开启收储，利多内棉

四、2021 年度政策分析

(一) 棉花直补政策

国家规定 2017-19 年，新疆直补政策为 18600 元/吨。目前看，18600 元/吨直补政策尚未取消，棉农种植积极性仍然较强。2020 年起将实行“期货+保险”方案。

(二) 棉花收抛储政策

2020 年 12 月至 2021 年 3 月，为维持棉价稳定，出台收储 50 万吨新疆棉政策。前提是内外价差低于 800 元/吨。2021 年国家是否开启新一轮储备棉轮出也存在变量。

(三) 中美贸易战

2019 年度中美贸易给纺织服装行业带来了巨大压力；2020 年 1 月 15 日，中美贸易即将签订第一阶段协议，并进入第二轮谈判。疫情期间至今，中美矛盾暂时弱化，中国进口美棉数量如约履行。新一年度拜登政府交接，对华政策仍需重新审视

五、2021 年度棉花期货行情展望

2020 年国内外新棉的消化受疫情影响，对全球优质棉花资源紧张的情绪起了一个暂停作用。随后不难发现，棉花的供需仍需客观分析，价格重新回升到先前的平台。

近年来巨量国储库存对盘面的压制作用将明显减轻。且市场针对自身储备以及棉花价格，国家近期出台的收储，抛储均朝着稳定棉价的方向发展。

2020/21 年度全球棉花供应收缩，需求回升，或将进入去库周期，但中国自身的储备以及国家政策的出台，除中国外即将去库，以及棉花在成本线附近筑底成功，又给新年度棉花期货带来了想象空间。

更长周期来看，在中国棉花种植面积下降和产量没有增长空间，并且从粮棉比来看，种植意愿还有下调余地，中国近 250 万吨/年的棉花缺口必将向国际棉花市场寻找资源。当前棉价水平不支持国际棉花市场进一步增产；疫情好转，全球经济共振复苏背景下的需求增加是刚性的，国际棉花市场中长期偏乐观。

目前内外进口利润高企，其主要原因美棉减产，出口强劲；纱线进口利润关闭，又弱化了棉花的冲击。从全球去库角度看，美棉或将持续保持强劲，中国亦或需从他国进口满足其自身所需。

免责声明：

本刊中所有文章陈述的观点仅为作者个人观点，文章中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性、更新情况不做任何保证，文章中作者做出的任何建议不作为我公司的建议。在任何情况下，我公司不就本刊中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

期市有风险，投资需谨慎！