



待到棉花烂漫时

摘要

2016 年对于棉花市场来说，是涨势如虹的一年。棉花价格的上涨贯穿全年始终。根据全年期价上涨的轨迹看，可以分成两个阶段的上涨。第一阶段的上涨大概在年初至 7 月中旬，棉花市场现货资源的紧缺是价格上涨的主要推动力量；第二阶段的上涨在 9 月初至年末这个阶段，而这一阶段的上涨更多的是金融属性所主导。2017 年的棉花市场涨势还会延续吗？

从 2016/2017 年度棉花现货市场的情况看，国内棉花市场处于紧平衡中，产量有所减少，而且需求有增长的态势，基本面向好，对于价格将有明显的支撑作用，2017 年和 2016 年相比，棉花的价格重心将会出现上移，但是抛储的压力仍在。预计明年棉花价格将继续维持上涨态势，但是幅度有限。从棉花价格指数看，13300-18000 元/吨或将成为 2017 年棉花价格运行的主要区间。

从 2016 年开始，棉花的金融属性也变得越来越强，考虑到国内外金融市场的形势，大宗商品价格波动的潜在风险将加大，市场的不确定也在加大。

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	涨势如虹.....	4
第 2 章	棉价大涨的背后.....	5
2.1.	第一轮上涨：供应偏紧.....	5
2.1.1.	国储棉抛售延期.....	5
2.1.2.	抛储成交持续火爆.....	5
2.2.	第二轮上涨：金融属性主导.....	6
2.2.1.	楼市资金大规模进入.....	6
2.2.2.	当下宽松的货币政策.....	6
2.2.3.	运力紧张.....	7
第 3 章	国内棉花供需平衡分析.....	7
3.1.	棉花市场存在供需缺口.....	7
3.2.	国储棉压力逐渐减轻.....	8
3.3.	如何解读 2017 年储备棉轮出公告？.....	9
3.4.	棉花现货市场情况展望.....	9
3.4.1.	供应端分析——供应将有所保障.....	9
3.4.2.	需求端分析——棉花需求端有望增强.....	10
3.5.	不确定因素分析.....	13
3.5.1.	高品质棉花或将稀缺.....	13
3.5.2.	金融因素的影响.....	13
第 4 章	国际棉花市场状况解读.....	13
4.1.	全球棉花产需分析.....	13
4.2.	美国市场.....	15
4.3.	印度市场.....	15
4.4.	其他市场.....	16
4.5.	国外棉花市场对中国市场的影响.....	16
第 5 章	棉花展望.....	17
	南华期货分支机构.....	18
	免责声明.....	20

图表目录

图 1：棉花指数 2016 年价格走势	4
图 2：棉花指数月 K 线走势	5
图 3.1.1：中国棉花供需平衡表（万吨）	8
图 3.2.1：2011 年以来收储情况	9
图 3.2.2：2011 年以来抛储情况	9
图 3.4.2.1：我国进口纱进口量（万吨）	10
图 3.4.2.2：纺织品服装零售额（亿元）	11
图 3.4.2.3：涤纶、粘胶短纤和棉花指数图（元）	12
图 3.4.2.4：内外棉价差图	12
图 4.1.1：全球供需平衡表	14
图 4.1.2：全球主要国家棉花产量（百万包）	15
图 4.4：全球主要国家棉花单产（公斤/公顷）	16

第1章 涨势如虹

2016 年对于棉花市场来说，是涨势如虹的一年。从下图棉花指数 2016 年价格走势图中可见，在这一年当中，棉花价格出现了大幅的上涨，全年期价涨势达 70%。根据全年期价上涨的轨迹看，可以分成两个阶段的上涨进程。第一阶段的上涨大概在年初至 7 月中旬，第二阶段的上涨在 9 月初至年末这个阶段。纵观今年期价的走势，上涨一直贯穿于始终。

第一阶段的上涨，期价自年初的 9990 点启动，一路高歌猛进，一直涨至 7 月中旬的 16000 点，涨幅达 60%。这一阶段的上涨和棉花市场的偏紧供需面有很大的关系，现货市场棉花的供不应求促成这轮行情的主导因素。而第二阶段的上涨，自 13500 点起步一直涨到年末的 17000 点，这轮期价的上涨更多的取决于宽松的资金面，资金推动成为期价上涨的推手。另外，年末运力的紧张也是一大影响因素。资金面和基本面双重利多影响共同影响着价格的走势。

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

从下图棉花指数月 K 线走势图可以看出，今年棉花价格的上涨终结了前五年棉价连续阴跌的走势，让跌跌不休的棉花市场出现转机，让沉寂多年的棉花市场多了一份生机，让苦不堪言的棉纺织业暂时松了口气。从今年棉价反弹的力度看，一举收复 2014 和 2015 年两年的跌势，让棉花市场出现了久违的反弹行情。

图 2：棉花指数月 K 线走势图



资料来源：博弈大师 南华研究

第2章 棉价大涨的背后

2.1. 第一轮上涨：供应偏紧

今年棉花价格的第一轮上涨，主要是基本面所主导的，市场棉花资源紧缺，国储棉抛储延后，加剧了市场供应偏紧的格局。即使国储棉抛储开始了，但是由于今年特殊的定价方式和公检标准，导致棉花的出库量有限，进一步加剧了现货紧张的氛围。总之，供应偏紧的基本面是支撑价格走强的主要因素。

2.1.1. 国储棉抛售延期

今年棉花价格的上涨和国储棉抛售有很大的关系，国储棉抛售一拖再拖成为价格上涨的导火索。最早市场传言储备棉 1 月出库销售，节后市场传言 3 月起出库销售，再到 3 月中旬交易市场大会上相关部门提出 3 月底公布，4 月中下旬起出库销售。但到了 3 月底储备棉轮出的公告未出现，一直到了 4 月中旬才大白天下，时间最终定在了 5 月 3 日。而此时的现货市场，随着新花的消耗，现货库存变得越来越紧张，截止到 4 月底，棉花现货仅剩 100 万吨左右，这样一个数量如果用到新年度新棉花上市前肯定是不够的，现货资源紧俏，市场恐慌情绪开始蔓延。从时间节点看，4 月份行情的启动，也印证了市场现货供应不足，现货资源的紧张。

2.1.2. 抛储成交持续火爆

根据中国棉花网统计，2015/2016 年度储备棉轮出累计计划出库 300.38 万吨，累计出库成交 265.92 万吨，成交率为 88.53%。其中国产棉累计成交 236.29 万吨，成交率

87.45%；进口棉累计成交 29.63 万吨，成交率 98.16%。成交最高价 16490 元/吨，最低价 9730 元/吨，成交平均价格为 13324 元/吨。如此大的成交量不仅说明了市场有一定需求，也体现出今年储备棉轮出有很多改进和亮点，如轮出底价、公检标准等。意在满足用棉企业需求，提高企业参与度，保障竞拍企业权益，促进产业健康良性发展，在国家供给侧改革中做到有效去库存。正是由于今年轮出政策顺应民意，出现成交持续火爆的场面。此外，棉花现货市场资源紧缺，下游需求迫切“等米下锅”，也是导致成交居高不下的原因。现货不好买，外棉不好进，储备棉是当下最畅通的采购渠道。现货越紧张，价格越涨，抢货情绪越浓厚，不仅棉企加入到抢货大军中，贸易商加入更是让棉价一飞冲天，价格是越涨越高，每日的抛储量两三百万吨，限量式的抛储更突显现货资源的紧张，以此循环，棉价一飞冲天。

8 月初，为了缓解现货紧张的氛围，国家发改委和财政部联合发布公告，决定将储备棉的轮出时间延长一个月至 9 月底，才使火热的棉花市场出现稍许的降温，才使本轮价格的上涨暂告一段落。

2.2. 第二轮上涨：金融属性主导

第二轮棉花价格的上涨，与第一轮价格的上涨存在很大的区别，棉花的金融属性极大的影响着价格的走势。除了这一阶段运费的上涨，加大棉花的成本外，更为重要的是金融属性开始发挥作用，包括房地产外流资金的介入，负利率和人民币贬值等宏观因素的影响。金融属性是本轮棉花价格上涨的主要推动力量，对于价格的支撑较为明显。本轮行情的启动点在 9 月初，涨势一直持续到年末。

2.2.1. 楼市资金大规模进入

自 2015 年以来，在货币和信贷政策宽松的背景下，北京、上海和深圳三大城市房价暴涨、地王迭出。随后，涨势扩散至二线城市。本轮房价的上涨更多来自投机而非刚性需求。面对楼市的泡沫，今年国庆期间监管层多次连夜出台颇具力度的限购限贷政策。自 9 月 30 日开始，已有 22 个城市出台限购或限贷的房地产调控政策，加大调控力度，给楼市降温。目前北京、深圳等一线城市楼市降温效果明显，住宅成交量迅速下滑，购房者陷入观望。业内人士普遍预计，随着楼市成交量下滑，未来房价上涨乏力，并会出现一定程度的下调。目前在监管层的力压下，房地产市场资金外流现象较为严重，这些投机资金流向何处呢？

从资本市场的角度看，股市表现平平，每日的波动幅度有限，对于投机资金的吸引力极弱。期货市场，成为资金新的突破口。和股市相比，由于期货市场的容量相对较小，资金的介入让行情的推升较为迅速，从黑色系到化工品再到农产品的轮动，让棉花市场也再度升温，从棉花期货的成交量看，呈现翻数倍的增长，资金的进入加大了棉花市场的流动性，给棉花市场增添了些许活力，造就了棉花市场的牛市行情。

2.2.2. 宽松的货币政策

今年大宗商品牛市的行情中，宽松的货币政策和充足的流动性一直是左右商品市场的一个重要因素。就未来看，除美国有加息的预期外，其余国家将继续以宽松的货币政策来主导市场。国外看，负利率或将成为一种趋势。随着全球经济持续下行，通缩不断加剧，欧洲多国和日本的央行纷纷采取负利率措施。全球经济增长在下行，下行的结果

带来一个人类历史上最大面积的负利率时代，目前已有欧洲央行、瑞士、瑞典、丹麦，日本，匈牙利六个央行实行负利率，未来还有更多的央行将走向负利率。负利率是因为量化宽松扩大流动性的刺激不起作用了，只好用负利率，或者说，负利率是量化宽松政策的加码，是宽松货币政策的变相延续。国内看，国家统计局数据显示，今年 CPI 有望维持在 2% 左右的水平。从我国已经公布的 CPI 数据增幅和全年的预期情况看，均高于同期一年期定存基准利率 1.5%，我国当下仍处于负利率时代。

与此同时，人民币汇率已呈现一定幅度的贬值态势。从 2016 年 1 月算起，人民币兑美元贬值达 3%。美元年内加息概率较大，美联储多名官员表示美联储可在 12 月加息，一旦美元走强，人民币将大幅承压。而就是这种“负利率”和人民币的贬值也是促成的商品市场繁荣的一大因素。就未来来看，全球货币政策宽松的预期仍在，整个商品市场所处的宏观环境仍偏向宽松，对于商品价格的支撑作用仍在。

2.2.3. 运力紧张

除了上述金属属性主导第二阶段的上涨行情外，其运力的紧张也是支撑价格走强的另一重要因素。由于目前正是新疆煤、瓜果等农产品出疆高峰期，车皮异常紧张，铁路运力极其有限。据乌鲁木齐铁路局规定，11 月 1 日起，58-60 吨棚车运费由之前的下调 7% 恢复至原价，70 吨棚车运费下调 8%。而公路方面，9 月 21 日，被称为史上最严限超令的《超限运输车辆行驶公路管理规定》开始实行，该规定降低了超限超载标准吨位，导致皮棉公路出疆运输费用有较大幅度上涨，这将使得棉花运输成本至少上涨 20%。10 月初新疆棉向内地移库的汽运价格上调 100 元/吨左右，10 月中下旬上调 120-150 元/吨，11 月份汽运费用全线上调 100-200 元/吨，累计涨幅超 300 元/吨。

由于铁路运力紧张和汽运“限超令”的实施，新疆棉出运遇到了较大的阻力。再加上 11 月份开始新疆出现强降雪，进一步加大了棉花运输上的困难。因此，新疆棉出疆数量大减又给价格带来提振。预计这种偏紧的运力还将持续一段时间，对于价格的支撑作用仍将存在。

整体看来，今年棉花期价的两轮上涨，在上文中做了梳理。这些因素能否继续支撑新年度的棉花价格？宏观环境方面看，资金的流入、宽松的货币政策、人民币贬值等因素将继续提振棉价，棉花的金融属性对于价格的支撑将继续有效。而棉花自身基本方面因素发生变化了吗？下文我们一探究竟！

第3章 国内棉花供需平衡分析

据天下粮仓数据统计，2015/16 年度国内棉花的消费量在 764 万吨，产量 490 万吨，进口量 98 万吨，供需缺口达 176 万吨。而本年度国储棉的抛储成交总量在 265.92 万吨，有效弥补了本年度供需上的缺口。

3.1. 棉花市场存在供需缺口

而 2016/2017 年度，据天下粮仓预计国内棉花的消费量在 756 万吨，产量 461 万吨，进口量 90 万吨，供需缺口达 205 万吨。从下图中国棉花供需平衡表中可以看到，新一年度棉花的期初库存在 1047 万吨，而国储棉的剩余量在 750 万吨左右的水平上。整体

看来，新的年度国内棉花的产量继续下滑，而消费量变化不大，由于进口棉花有进口配额的限制，导致国内棉花的供应面继续偏紧。如何缓解这种偏紧的供需格局，国储棉的抛储将会起到弥补供应不足的问题，新的年度棉花实现供需平衡是有保证的。而对于价格的影响又将会是怎样的呢？

2015/2016 年度的国储棉抛储竞拍底价根据国内外棉花价格通过公式计算得出，动态调整，这是一个巨大的进步，市场化的价格真实体现了现货市场的状况。而旧年度价格是个上涨的周期，抛储棉竞拍底价的不断提升，也是让棉市不断升温。此外，公检标准的出台，出库量的限制等都对价格构成支撑。2016/2017 新年度预计供需仍是个偏紧的格局，如果国储棉的抛储仍然延续这种方式的话，棉花市场的偏紧不会有效缓解，抛储或将起到助涨的作用。

图 3.1.1：中国棉花供需平衡表（万吨）

时间	期初库存	产量	进口	总供给	总消费	期末库存	库存消费比
2009/10 年度	552	640	271	1463	1010	452	44.75%
2010/11 年度	452	597	263	1312	1022	289	28.28%
2011/12 年度	289	660	545	1494	766	727	94.91%
2012/13 年度	727	683	413	1823	775	1047	135.10%
2013/14 年度	1047	630	293	1970	750	1219	162.53%
2014/15 年度	1219	613	100	1992	768	1223	159.24%
2015/16 年度	1223	490	98	1811	764	1047	137.04%
2016/17 年度	1047	461	90	1598	756	841	111.24%

资料来源：天下粮仓 南华研究

3.2. 国储棉压力逐渐减轻

如图 3.2.1 和 3.2.2 所示，2011-2013 年三年间中国棉花收储采取最低收购价的策略，收储价格由 19800 元/吨，上涨到 20400 元/吨。随着收储价格的不断提升，收储数量也在不断的提升。三年间收储总量高达 1705 万吨之多。而 2012 年-2016 年间抛储的数量总共达到 956 万吨。截止 2016 年底，国储库存剩余 749 万吨，库存的压力逐渐缓解。

从 2014 年开始，去库存成为国内棉市的主旋律，国内棉花市场供不应求已成常态化。而且随着产区种植面积的进一步萎缩，这种市场发展态势更趋严重。经过连续的抛储，国储棉已经被消耗了一半多，前些年收、抛储政策导致棉花市场畸形的行为得到更正，将更有利于国内棉花市场健康、稳定的发展。

图 3.2.1：2011 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	

资料来源：WIND 南华研究

图 3.2.2：2011 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

资料来源：WIND 南华研究

从上面的分析中，我们可见，刨除库存等因素，单从国内棉花年度产销的数据看，其实从 2014/2015 年度开始，国内棉花市场已经处于供需偏紧的格局之中。而此时国内收储结束，接下来进入去库存的进程中，目前国储棉库存剩余 750 万吨左右，取得了很大的成果，如果按照目前的抛储速度看，两三年后库存将消耗殆尽，届时国内棉市需求不得不依靠大量进口棉花来满足，棉花市场又将形成新的市场发展模式。国内的棉花市场价格将会是市场定价，市场化运行。整体看来，目前国内棉花市场供需格局出现很大的改观，价格方面也会出现较大的变化。

3.3. 如何解读 2017 年储备棉轮出公告？

据中国棉花网，11 月 22 日，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）指出，根据当前棉花供需形势和市场运行态势，经研究决定，今年新棉上市期间（目前至明年 2 月底）不安排储备棉轮入，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，每日挂牌销售数量暂按 3 万吨安排。

那么第 26 号公告对国内棉花市场会有哪些影响呢？

储备棉轮出提前至 3 月 6 日，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。因目前中储棉系统和纤检机构等各方面的协作配合，储备棉检验工作持续进行，再加上 3-7 月份公检压力并不大，因此今年检验、出库将很“给力”。一些媒体估测实际成交量仍将达到 250 万吨以上。轮出公告有望缓解棉花市场紧张的供应格局，平抑价格，最大限度的满足用棉企业的需求。

3.4. 棉花现货市场情况展望

3.4.1. 供应端分析——供应将有所保障

棉花的供应端主要体现在产量、进口量和库存方面。展望 2017 年，棉花的供应端应该是有保障的，虽然新年度国内棉花的产量有所下降，产量在 460 万吨左右，维持在近几年较低位置上。加之，进口配额 89.1 万吨没有发生变化，单从国内供需格局考虑，

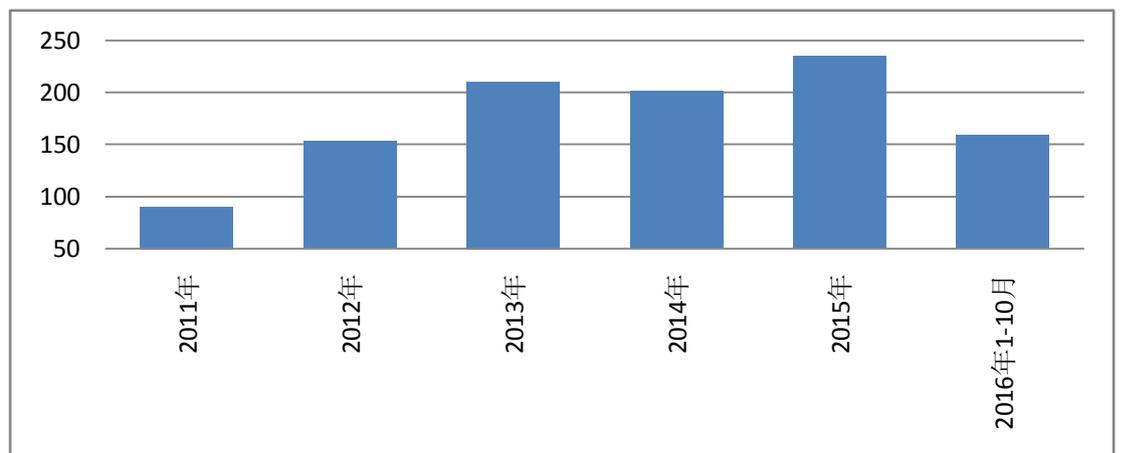
国内棉花市场供不应求。但是国库棉的压力犹在，目前国储棉库存剩余 750 万吨左右，新年度棉花轮出公告已经发布，在轮出量上和限售期限上都做了很大的改进，加之公检压力的缓解，明年棉花市场供不应求的格局有望缓解，供需平衡或将是明年棉花市场最大的基本面，国储棉抛储对于稳定价格，缓解用棉企业需求方面都将发挥及其重要的作用。

供应端的另一方面体现，主要是新疆运力紧张情况有望缓解。“超限令”实施以来，棉花出疆单车装载量被限制在原有水平 80%左右，在一定程度上造成出疆运力“紧张”情况。据中储棉花信息中心数据，根据上年度同期数据判断，预计 12 月份以后运力“紧张”情况将有所缓解。2015 年 12 月和 2016 年 1 月疆棉出运数量分别为 65 万吨和 64.52 万吨，其中铁路发运总量 93 万吨，公路发运总量 37 万吨。根据这个数据和“超限令”影响推算，未来两个月疆棉出运量应该能够达到 120 万吨，单月出疆量在 60 万吨左右，再加上进口棉和内地棉，预计从 12 月份起棉花供应紧张问题将逐步缓解，明年储备棉轮出在运力上应该相对充足，不会对价格产生太大的影响。

3.4.2. 需求端分析——棉花需求端有望增强

首先，棉纱方面，国产纱进口替代大增提振国内棉花需求。从中国棉纱行业的发展的历程来看，棉纱行业出现了显著的结构性的转变，棉纱行业的回暖并非是下游终端消费的提振，而是国产纱逐渐代替了进口纱，造成了棉纱行业需求增加。进口棉纱量的回落主要源于印度，印度纱一直占据国内进口纱市场的首席位置，但印度 15/16 年度由于国内的干旱导致减产，印度国内棉价飙升，进而导致印度纱线价格上涨，价格优势逐步褪去。印度纱市场份额的回落对国内纱线是一大利好。据中国海关总署，2016 年 1-10 月，我国累计进口棉纱 159.16 万吨，同比下降 20.40%；累计出口 29.32 万吨，同比增长 1.46%。进口纱的减少，国产纱的替代，在一定程度上，都将增加国产棉的用量。据棉花相关部门预测，2016/2017 年度进口纱数量将在 2015/2016 年度基础上再减少 20 万吨，国内棉花需求增加约 22 万吨。因此，预计 2016/2017 年度中国棉花总需求较上一年度增加约 38 万吨。国产纱对进口纱形成了一定的反替代，对于明年国产棉需求的提振作用仍将维持中。

图 3.4.2.1：我国进口纱进口量（万吨）



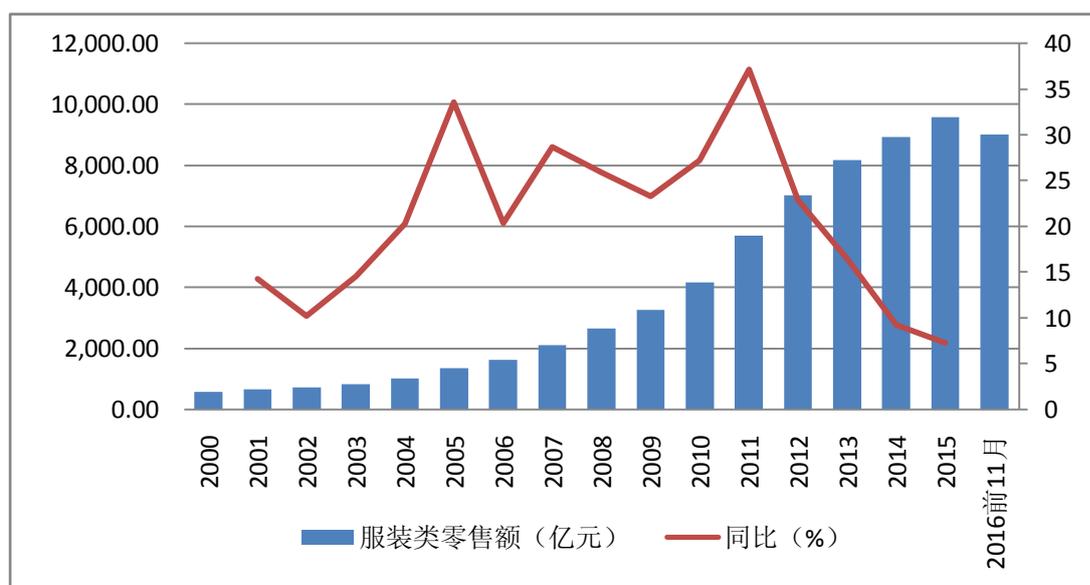
资料来源：WIND 南华研究

其次，棉布方面，价格相对稳定，订单一般，亮点较少。从今年棉花市场的走势看，价格出现持续上涨的行情，棉花价格上涨，棉纱价格也跟着快速提价上涨，但是传导到棉布环节，由于下游服装厂的不买账，棉布行业一直维持平稳的价格，不敢贸然提价。上游提价，下游销售困难，让中间的棉布行业两头受气。棉花疯涨，棉纱跟涨，仅棉布不涨，价格一直维持平稳运行。据棉布企业预测，对于明年棉布的行情并不看好，订单较为有限，棉布市场的亮点较少，对于棉花需求方面的影响有限。

第三，纺织服装方面，行业整体呈现复苏态势，国内需求出现增长。国家统计局近日发布的统计数据显示，2016年1-11月份，我国限额以上企业服装鞋帽、针纺织品零售额达12772亿元，同比增长6.9%，11月份，我国服装鞋帽、针纺织品零售额达1461亿元，同比增长5.1%。国内纺织服装行业的增长对国内棉花的消费产生了一定的提振作用。此外，今年9月，工业和信息化部编制发布了《纺织工业发展规划(2016-2020年)》。《规划》提出行业增长目标，“十三五”期间，规模以上纺织企业工业增加值年均增速保持在6%-7%；纺织品服装出口占全球市场份额保持基本稳定。“十三五”期间对纺织品行业提出了新的期待。对于纺织品服装出口也给予稳定的预期，今年纺织服装出口出现继续下滑的态势，2016年1-11月，我国纺织品服装出口2395.57亿美元，同比下降6.8%；其中纺织品出口960.01亿美元，同比下降3.7%；服装出口1435.56亿美元，同比下降8.7%。可见，出口方面的压力还是很大的，但是，人民币持续贬值的预期，或将提振棉花的出口外需。

整体看来，国内纺织服装行业有望继续维持增长的态势，下游纺织服装的内需将继续提振棉花需求。而外需方面，人民币的贬值因素，或将对外需些许有些提振。

图 3.4.2.2: 服装行业零售额(亿元)

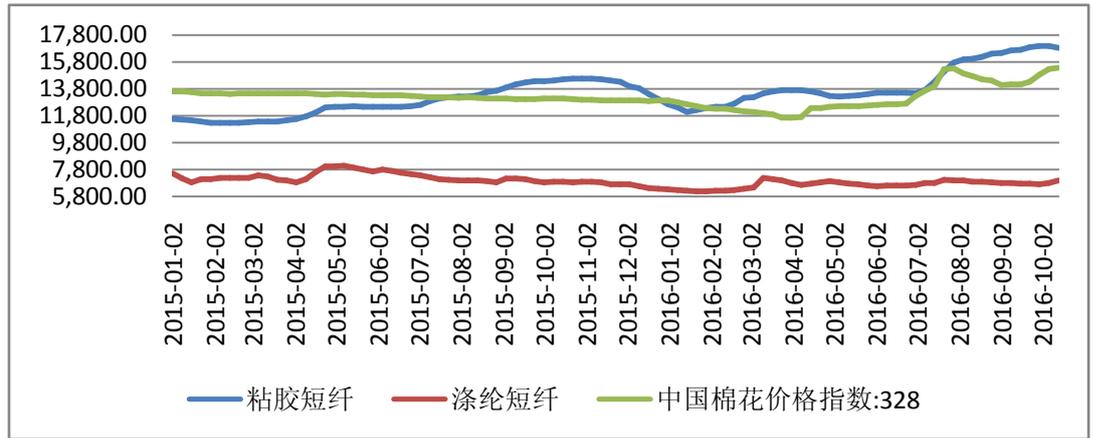


资料来源: WIND 南华研究

第四，棉花需求的两大冲击因素出现改观。一方面，棉花的替代品，涤纶短纤和粘胶短纤的替代作用减弱。2016年涤纶短纤价格持续维持在7200元/吨以下，相对于棉纤维的成本优势明显，因此整体纺织服装品的纤维需求增长主要体现在涤纶短纤的增长上。

2011-2015年，粘胶短纤的需求量从100万吨增长到300万吨，主要因为粘胶纱价格相对棉花有优势，从而对棉花产生替代应用。然而，从2015年8月开始，粘胶短纤价格高于棉花现货均价约2000元/吨，因此粘胶对棉花的替代增长趋势停止，但因为粘胶短纤下游产成品的独特功能和卖点，一时间棉花对粘胶短纤的反替代暂时还看不到，不过未来棉花的反替代肯定会出现。2016/2017年度，涤纶短纤和粘胶短纤等替代品对棉花的需求影响暂时可以忽略。

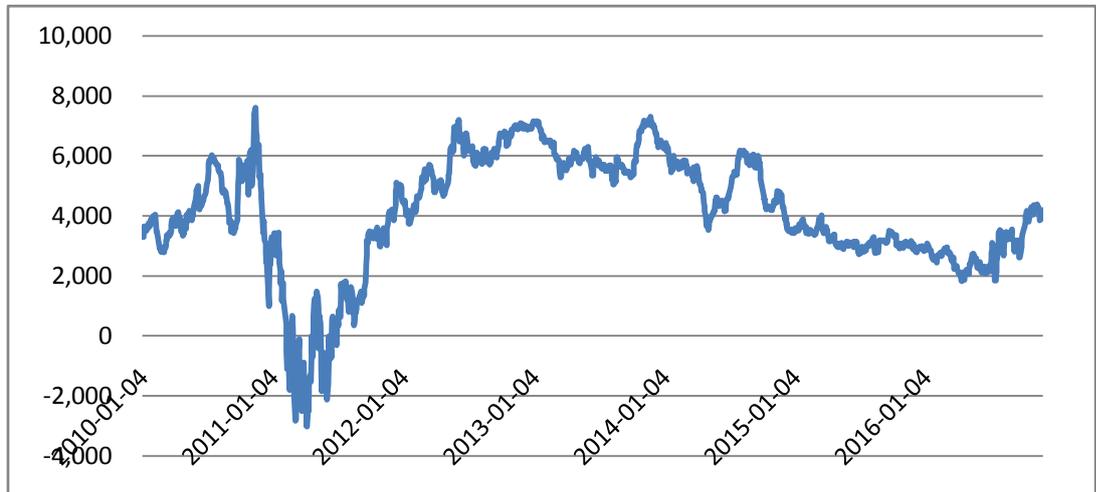
图 3.4.2.3: 涤纶、粘胶短纤和棉花指数图 (元)



资料来源: WIND 南华研究

另一方面，内外棉价差较低，进口棉的冲击减弱。今年9月份以前，内外棉价差基本维持在2000-3000元/吨水平，处于2011年以来的最小价差水平。但目前这一态势伴随国棉价格的暴涨而出现逆转，价差出现迅速的扩大至4000元/吨。虽然价差出现反弹，但是从趋势看，价差仍处于近几年来较低的水平上，内外棉较低的价格对于用棉企业使用国产棉会有较大的提振。

图 3.4.2.4: 内外棉价差图



资料来源: WIND 南华研究

综上，从 2016/2017 年度棉花现货市场的情况看，国内棉花市场供给将偏向紧张，消费预计提升，整体国内棉花市场处于紧平衡中。但是，国储棉的抛售会很大程度的缓解市场紧张的氛围，而且新年度的抛储做了很大的改变，对于现货的供应以及满足用棉企业的需求方面都进行改良，或将对稳定价格发挥极大的作用。

3.5. 不确定因素分析

3.5.1. 高品质棉花或将稀缺

2016 年度高等级高品质棉花供应压力或将很难缓解。从公检数据来看，2016 年度新疆产区皮棉断裂比强度低、纤维长度稍短的问题仍比较突出，大部分轧花厂“双 28、双 29”的比例并不高。兵团机采棉“双 29、双 30”的比例虽高，但对于内地小纺企而言，价格较高。2016 年轮出的国储棉断裂比强度大多低于 27.5CN，纺 40S 及以上高支纱有点勉强，2017 年 3 月份以后轮出的储备棉品质、品级更不乐观，量虽大但质量很难保证。

3.5.2. 金融因素的影响

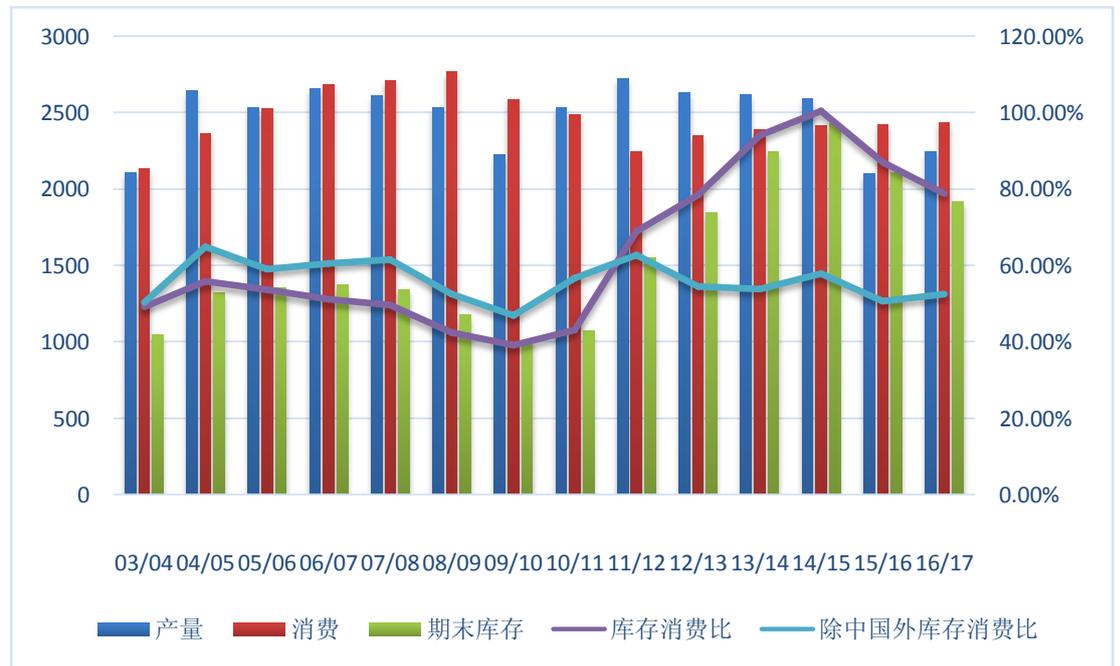
国际金融市场值得关注点，一是美联储将于 12 月 13 日、14 日举行货币政策会议，美元走强概率增强。特朗普意外当选后，联邦基金利率期货所显示市场预计美联储 12 月加息可能性一度跌破 50%，之后再度回升至 85%以上。市场预期特朗普执政下不但会增加支出，还将制造更多贸易壁垒，由此或将终结持续十年之久的低通胀态势，并加快美国加息步伐。二是 12 月 4 日意大利将进行修宪公投，预计由此引发意大利脱欧公投在所难免。逆全球化风潮将进一步加剧。目前，意大利国债收益率急剧攀升，金融形势严峻。三是中国经济政策将更强调注重抑制资产泡沫和防范经济金融风险。一旦中美两大全球经济体收紧货币政策，市场行情步入振荡阶段的概率将大幅提高，新兴经济体市场面临考验。逆全球化风潮的不断上演，势必加剧全球汇市大幅波动，包括大宗商品在内的金融市场不稳定性进一步增强。

第4章 国际棉花市场状况解读

4.1. 全球棉花产需分析

就美国农业部（USDA）11 月产需预测报告来看，2016/17 年度全球棉花产量 2248.6 万吨，消费量 2438.4 万吨，期末库存 1922.6 万吨，其中除中国外全球棉花产量 1791.4 万吨，消费量 1665.5 万吨，期末库存 875.4 万吨。由图 1 全球棉花供需平衡表可得，全球库存消费比在 14/15 年度创出新高后已连续两年下滑，但是其中中国库存消费为 130%左右，除中国外全球库存消费比则基本稳定且在 16/17 年度有小幅上升。由于中国有棉花进口配额制度，即 1%关税内配额为 89.4 万吨，超出部分实行滑准税且基本无配额，加之仍以居于高位的国储库存下的抛储政策，因此国内市场与国际棉市之间的直接联动关系弱化，新年度除中国外全球棉花供应略偏松。

图 4.1.1: 全球供需平衡表



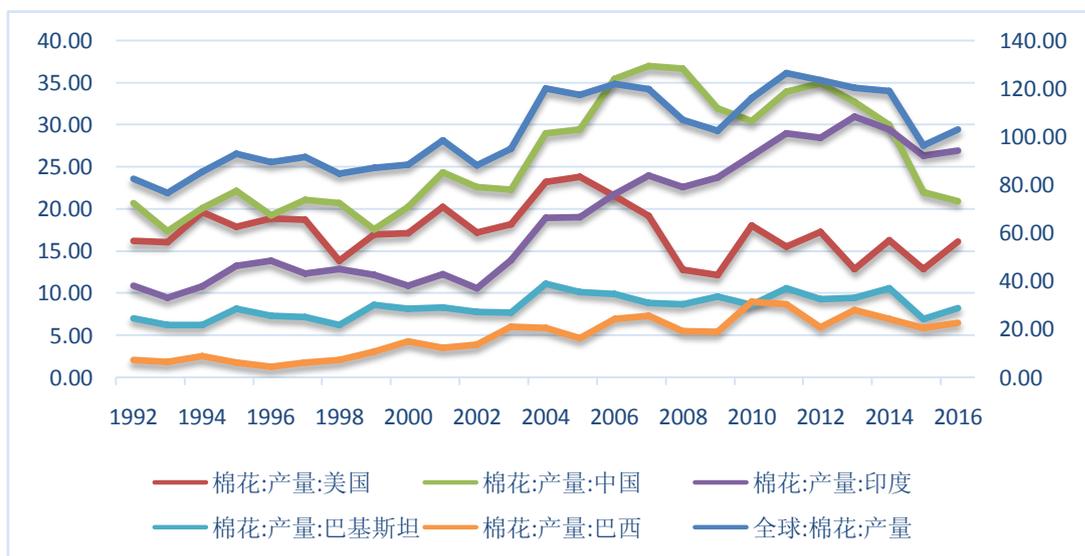
资料来源: WIND 南华研究

对于全球消费来说,中国消费量基本维持稳定的态势,连续五个年度基本都维持在750-760万吨的水平上。而因为中国纱线进口需求减少及国内棉价上涨,预计印度和巴基斯坦消费量将稳定在522万吨和222万吨;土耳其消费量则会因为低价进口纱冲击减少3%至147万吨左右。世界棉花消费在2006/07年达到最高峰2699万吨,但之后化纤供应增加、人造纤维兴起使得棉花消费大幅回落,目前基本稳定在2400万吨附近,目前世界棉花需求增长缓慢,16/17年度仅为1%,因此预计棉花消费增加空间有限,随着替代品及流行趋势甚至可能出现萎缩。

对于全球产量来说,2016/17年度各国棉花单产普遍提高,印度由于季风降水推迟导致植棉面积大幅减少,预计棉花产量稳定在587.9万吨,中国由于调减政策,预计产量减少4%至450-460万吨左右,美国产量增长25%至351.9万吨,巴基斯坦产量增长18%至179.6万吨,巴西产量增长10%至141.5万吨。世界棉花在11/12年度达到顶峰9400万英亩,至目前面积已下降22%为7400万英亩,除了中国由于政策原因植棉面积调减,美国、澳洲、印度等其它国家在棉价上升的前提下均有大幅提升产量的潜力。

综合来看,尽管近两年全球棉花产销差为负值,但由于中国棉实行花进口配额制度,因此2016/17年除中国外全球棉花供需宽松。

图 4.1.2: 全球主要国家棉花产量 (百万包)



资料来源: WIND 南华研究

4.2. 美国市场

美国近些年棉花产量在 270-350 万吨间波动,但是在 05/06 年度附近美棉产量在 500 万吨以上,而其国内棉花消费量则在近 10 年极其稳定的维持在 75 万吨上下,因此美国是棉花出口第一大国,主要出口至越南、土耳其、墨西哥、中国、印尼等国家。美国是一个关注经济作物价值的国家,在全球库存下降背景下,若价格大幅上涨,有可能致使棉花种植面积大幅增加从而使得产量有较大的提升,据主流观点预计美棉价格达到 80 美分/磅以上,美棉植棉面积才会有较大改变,当然需要同时观察其它作物价格情况。

4.3. 印度市场

在中国棉花产量不断下降的背景下,印度已经成为了第一大棉花生产国,第二大棉花消费国,在全球棉花市场中有着举足轻重的作用。印度是一个比较特殊的国家,也是全球棉花市场的一个不定性因素,相较于其他国家,印度的棉花单产仍维持在低位,印度棉单产仅为中国三分之一,由于其特殊的气候,印度棉花产量与 6-9 月的季风降雨紧密的联系在一起,只有当季风降雨充分才会使得当年丰产。因此,若是印度在棉花单产上有提升将改变世界棉花供需格局,当然就目前的情况,印度棉单产提高有一定的难度。此外,由于印度在金融体系和融资力度上的欠缺,中间企业融资能力较差,往往就会造成在棉花上市的季节,大量棉花集中上市,棉价不断受到打压,但渐渐到了后期就会发现棉花出口过度,棉价步步攀升。16/17 年度,前期由于大面额纸币废止导致棉花上市量大幅萎缩,尽管目前棉花市场正逐步恢复,但是因此无疑会造成后期棉花供应充足及供应时间延长。

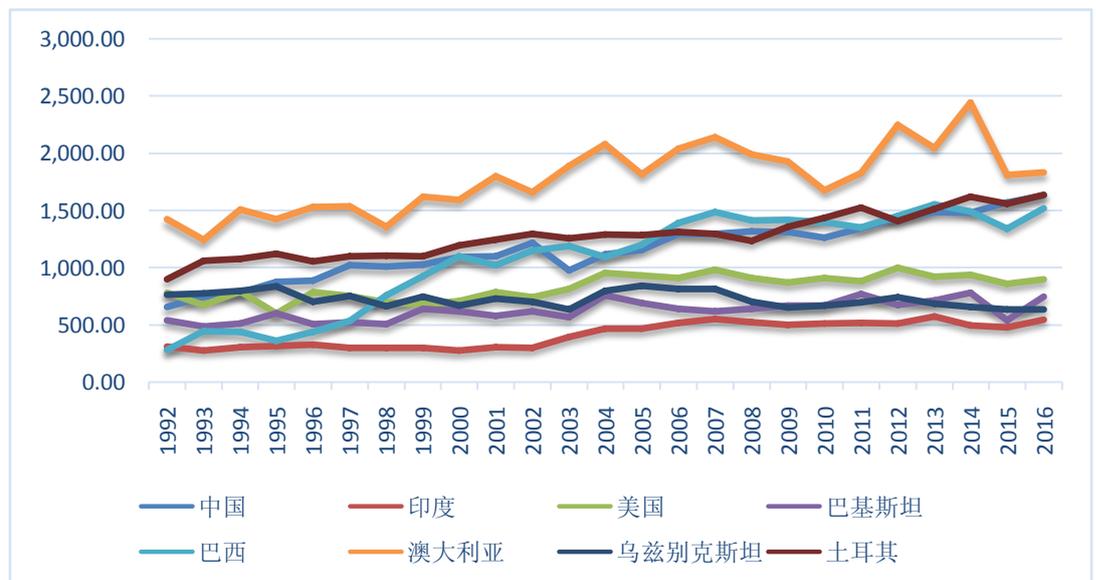
4.4. 其他市场

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，但与印度不同的是巴基斯坦棉花产量波动较大，但消费量在近些年基本保持在 230 万吨，是一个棉花净进口国，2016/17 年度预计棉花净进口在 50 万吨附近。

土耳其是主要棉花消费国，其每年棉花进口大约在 80 万吨左右；巴西棉花的出口和消费量大致相等，但是棉花质量略差；而东南亚越南、孟加拉、印尼等国则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，三国棉花消费量在 320 万吨左右。

由于目前中国棉花市场存在进口配额限制，但是棉纱进口却不受限制，加之以东南亚地区的廉价的劳动力，内外棉价差，以越南纱为例，内外纱倒挂 2000 元/吨，由于成本优势，目前低端纱生产逐步转移到了东南亚国家，而高端纱线生产仍留在国内，以进口棉纱替代棉花进口。

图 4.4：全球主要国家棉花单产（公斤/公顷）



资料来源：WIND 南华研究

4.5. 国外棉花市场对中国市场的影响

对于明年全球棉花市场的关注点，除了中国自身之外，依旧应该是美国与印度。美国主要是在棉价提升的时候增加植棉面积从而使得出口扩大，而印度也同样是产量问题，若没有技术突破难以提升单产，则更多是和邻国巴基斯坦一同依赖于棉花自然条件的馈赠即季风降雨是否充足且适宜。而对于东南亚国家则需要关注其纱线市场产销情况，这直接影响到棉花的消费，一旦形成大量的棉纱进口替代则会造成除中国外全球棉花市场供需偏紧。

整体来看，2016/17 年除中国外全球棉花供需宽松，且由于各国棉花单产均有较大的提升，美国、澳洲、西非五国等地棉花出口均会有较大的增长，而至于印度短期由于

货币政策冲击，新棉上市量大幅缩减，但是随着市场逐渐恢复，后期棉花供应量将大量增加以缓解资金压力，这均将对全球库存下降背景下棉价重心提升形成一定的压力。但总体上，全球棉花处于去库存周期中，尽管近两年消费可能难以大幅增长，但是棉价仍将是一个重心上移的过程。

第5章 棉花展望

从棉花市场的基本面看，2017年国内棉花市场的基本面和2016年相比出现好转，棉花的产量有所减少，而且需求有增长的态势，对于价格将有明显的支撑作用，2017年和2016年相比，棉花的价格重心将出现上移，但是国内棉花的抛储始终成为压制价格的砝码，预计明年棉花价格将继续维持上涨的态势，但是幅度有限。从棉花价格指数看，13300-18000元/吨或将成为2017年棉花价格运行的主要区间。

从2016年开始，棉花的金融属性也变得越来越强，考虑到国内外金融市场的形势，大宗商品价格波动的潜在风险将加大，市场的不确定也在加大。

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 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