



ZENGKING

2017-18 年度棉花投资报告



摘要

2016 年度新棉采摘基本结束，通过估算上年度新棉供应量以及今年可能的社会库存量，从供需基本面角度，预估平衡表以及储备棉情况，以求衡量本年度国内棉花市场可能的供需缺口。

建议：本年度假设收储政策不实施以及不存在系统性商品的金融属性过强，则在社会库存 120 万吨库存水平左右，郑棉将在 14700 元/吨之下。

作者

周云飞 研究员

E-mail: zhouyunfei@zengking.com

Tel: 15821779250

一、上一年度概要

2016 年度国内棉花市场波动平稳，

2015 年度棉花市场价格波动巨大，上半年价格持续下跌，下半年价格大幅拉升回调，主要由于国内供需平衡表中上年度产量和进口量大幅减少，供需缺口从上年度过剩的 75 万吨转而缺少近-200 万吨，期间储备棉的政策变化因素影响深远，造成纺织企业从原本低库存随买随用的经营模式改变为补库存，进而造成价格行情波动巨大。对于 2016 年度的预测，主要是基于对平衡表、棉花及棉纱进出口和对储备棉轮出轮入量的估算进行分析。

二、新年度棉评估

1. 棉花投资逻辑

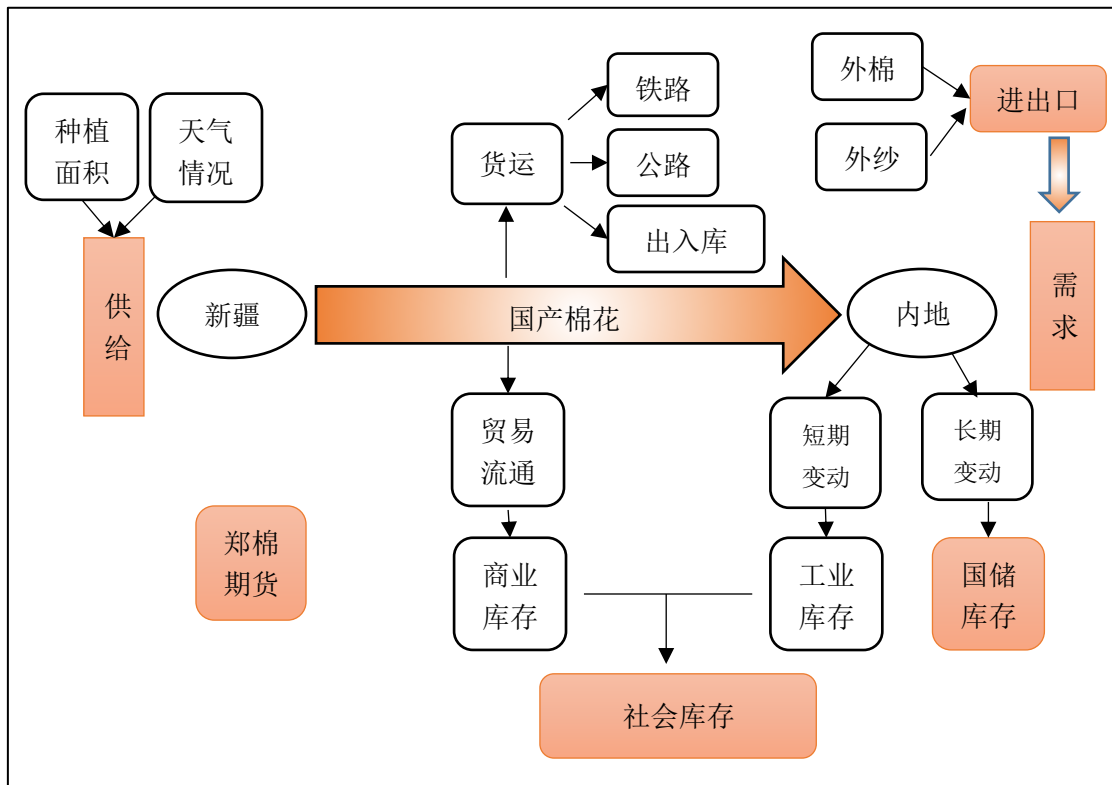


图 1

上图主要是介绍从棉花种植到最终消费的路径上可能引起市场均衡波动的变量，主要变量包括供给产量、库存、需求消费、进出口、运输、期货市场以及替代品等。对于 2016 年度的预测，是基于假设平衡表为常量，以此对社会库存量、棉纺类进出口和储备棉出入量之间关系进行估算，进而分析棉花价格可能情况。

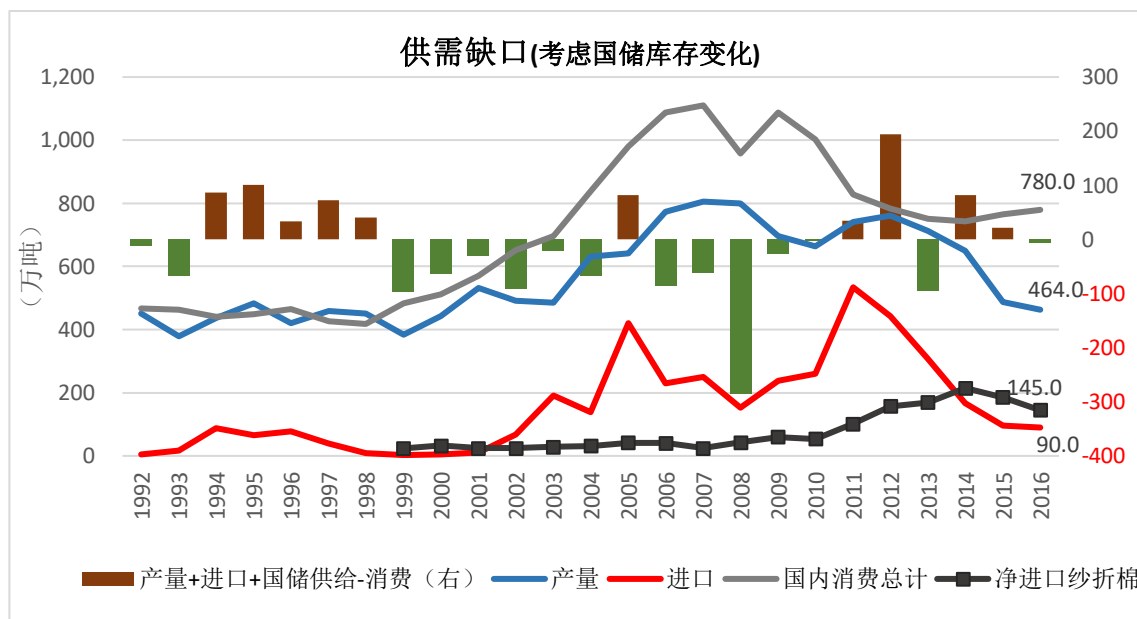
2. 变量评估

2.1.1. 国内平衡表—产量

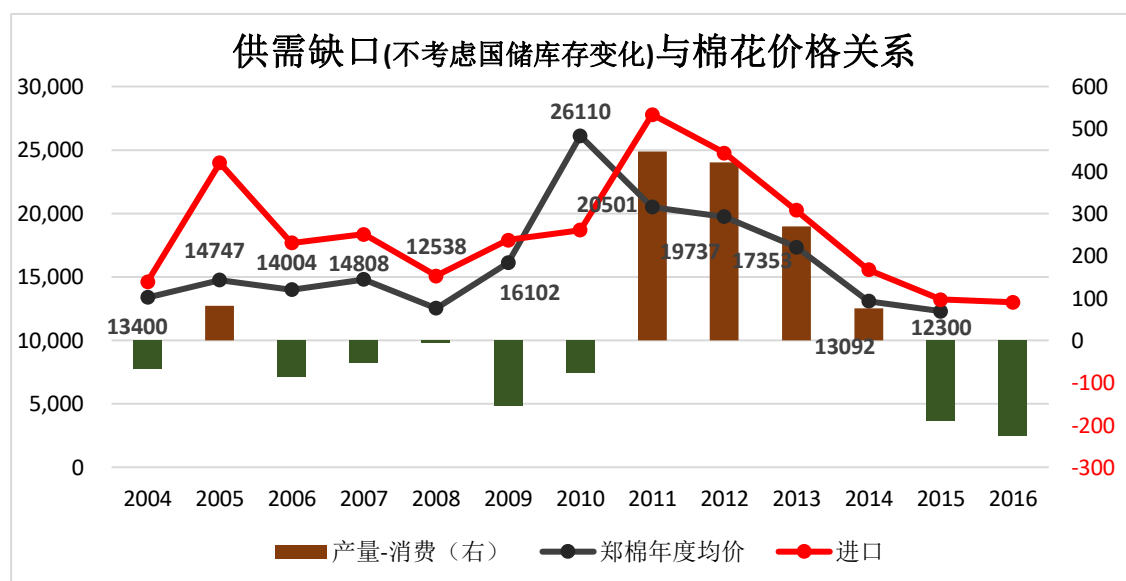
由于不同机构统计数据的获得性和差异性，2014 年度之前的历史数据采用 USDA 的数据，2014 年度至今，采用中储棉信息中心的预测数据。

国内棉花 4 月份左右为播种期，8 月份左右为采摘期，9 月份至 11 月陆续收购加工上市。由于年度种植面积和天气的不确定性，采用机构公开数据作为每月预估。所以平衡表产量假定公开数据有效，作为月度常量处理，在公布新数字之后进行调整，变化量应该是

有限的。最新的平衡表数据如图 2 所示，其中所有数据（尤其抛储）都是以年度划分。



国内平衡表进入 2015 年度后，结束了从 11 年度起的供给过剩局面，受多年棉花售价下跌影响，种植面积持续减少；受进口配额限制，进口量持续减少；而消费水平较为平稳。历史上，除了 2008 年度受次贷危机影响，全球经济低迷，进口和需求大幅减少，国家稳定棉价启动收储，造成当年名义上供需缺口扩大，实则是为提振棉花市场价格。09 年度前几年国内供需基本平衡，期间棉价年度均价在 13500 至 14800 上下波动，也就是说，即使存在预期可能的供需缺口，但在进出口正常贸易情况下，用棉企业可调节库存，则价格波动平稳，例如 04 年度前几年有供给不足情况，但棉花进口持续增加，05 年度进口大幅增加之后，棉价便回调。意味着企业库存变量情况对平衡表的反馈决定棉花价格。



2.1.2. 社会库存

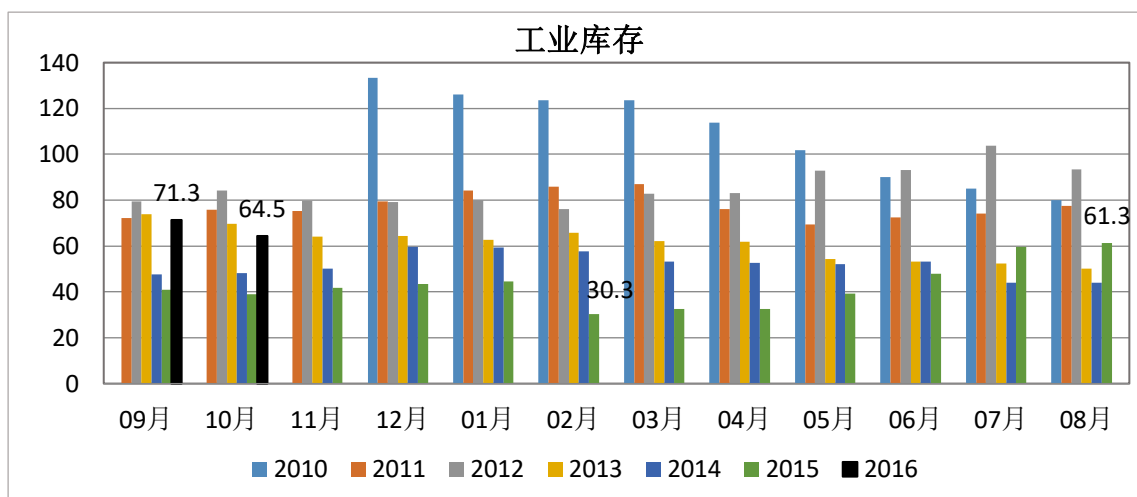


图 4

棉花主要需求是作为纺织企业的生产原料，纺企库存对应的数据为“工业库存”，如图 4 所示。2015 年度抛储前，尤其是春节之后，工业库存锐减到 30 万吨，远低于往年水平。随着抛储量执行，工业库存量增加至年度末 60 万吨水平，即一个月左右的全国消费量，7 月、8 月库存量稳定，对应当时郑棉 1701 价格 14650 元/吨。在延长公告前的价格在 15300 元/吨左右，当时存在 60 万吨供给不足的预期。

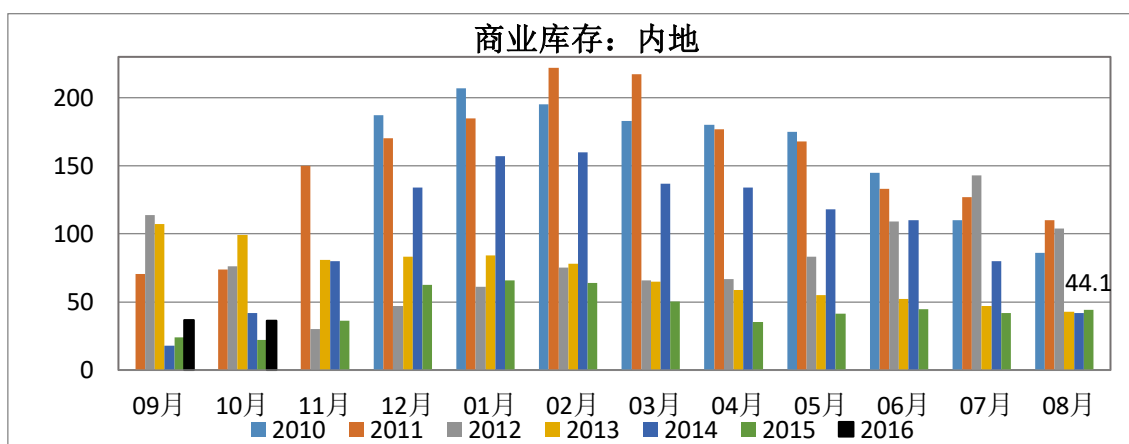


图 5

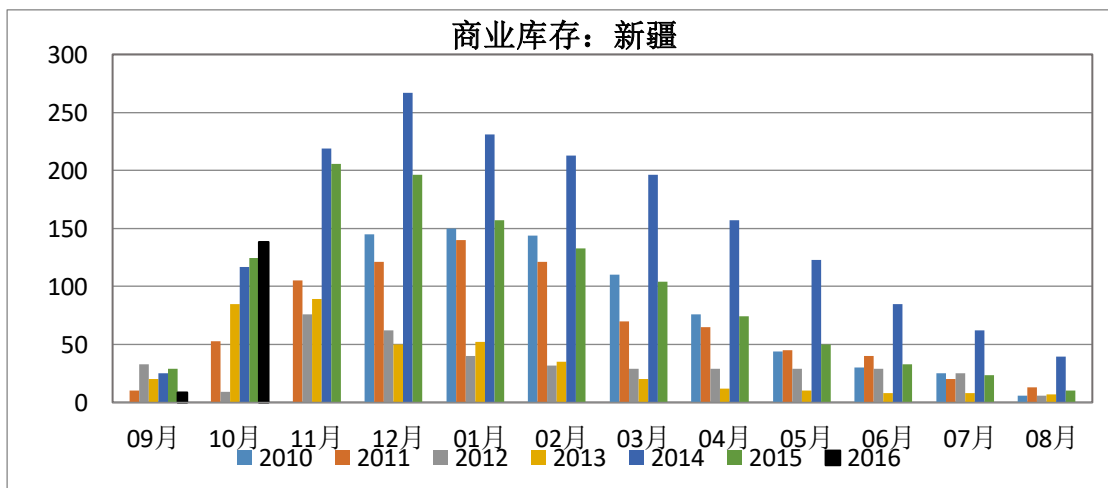


图 6

与工业库存相对应，在贸易流通、监管库中的库存为“商业库存”。不考虑 2012、2013 年度国储收储的特殊情况，2015 年度商业库存较前其一年度相当低，尤其新疆库存。进入抛储后，内地商业库存基本不变。纺企库存经过 5、6、7 月份补库存之后，后续纺织企业消费量基本以国储棉补充。4 月末内地社会库存从 67.7 万吨到 9 月末一共增加了 40.2 万吨棉，抛储量 266 万吨，结合表 1 显示社会库存变动。

	每月抛储量	内地社会库存
4 月	0	67.7
5 月	58.34	80.5
6 月	45.86	92.6
7 月	58.32	101.7
8 月	41.94	105.4
9 月	61.77	107.9
10 月		100.6

表 1

图 7 综合了商业库存（新疆+内地）和工业库存，图中可以看到每年 12 月、1 月是当年国内社会库存最高峰。不考虑 2011、2012、2013 年度收储政策影响，目前社会库存量已经超过 2014, 2015 年度。10 月末国内社会库存 238.7 万吨。表 4 显示，11 月全国累计加工皮棉量 201.4 万吨，销售皮棉 85.4 万吨。假设 11 月消费棉花 60 万吨左右，则社会库存将增加至 380 万吨左右。假设 12 月份能加工完，则 12 月份的社会库存量将增加至 $(421/97.9\%*100\%-60=)$ 374 万吨。2016 年 1-10 月，我国累计进口棉花 69.63 万吨。还有 20 万吨的量，为了考虑明年社会库存总量，假设 12 月提前全部购入进口棉，则社会库存量将增加至 394 万吨。

假设年末库存维持在 120 万吨左右，则可用月数为近 4.5 个月。若考虑部分进口棉，则目前社会库存能持续到 5 月初，后续到本年度结束需要储备棉出库补充。

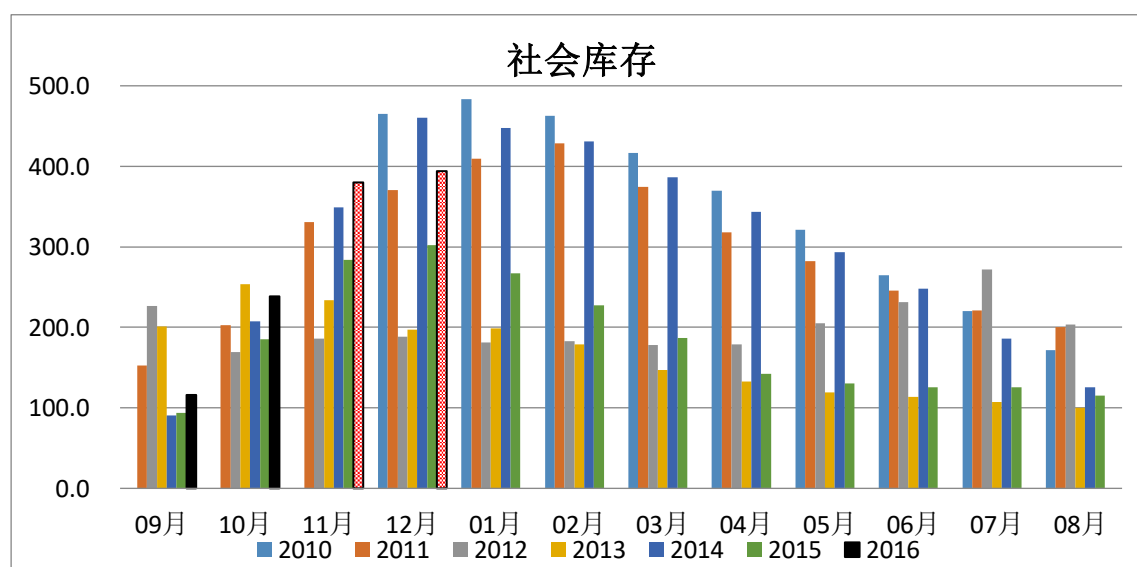


图 7

新疆籽棉每周跟踪		10月24-28日			11月28-12月2日		
	本周数据	去年同比增长	前四年均值同比增长	本周数据	去年同比增长	前四年均值同比增长	
全国新棉采摘进度	73.60%	-4.80%	5.00%	97.90%	-1.30%	-0.10%	
新疆采摘进度	72.90%			98.30%			
全国交售率	70.90%	-4.30%	-1.40%	88.30%	1.60%	2.60%	
新疆交售率	82.40%			98.20%			
全国加工率（80家大中型棉花加工）	58.70%	4.70%	2.00%	83.50%	3.50%	2.20%	
新疆加工率	61.20%			84.50%			
全国销售率	10.80%	-7.30%	-14.40%	26.80%	-0.10%	-19.50%	
新疆销售率	9.50%			24.80%			
全国累计交售籽棉折皮棉(万吨)	256.40	-86.40	-129.30	421.40	-26.80	-133.70	
新疆	227.10			368.00			
全国累计加工皮棉	150.60	-34.80	-72.20	352.00	-6.60	-102.60	
新疆	139.10			310.90			
全国累计销售皮棉	27.60	-34.20	-77.10	113.00	-21.10	-156.10	
新疆销售皮棉	21.50			91.10			

表 2

估算消费量：

	每月抛储量	内地社会库存	新疆商业库存	当月消费抛储量（90%）
4 月	0.0	67.7	74.5	0.0
5 月	58.3	80.5	50.0	52.5
6 月	45.9	92.6	33.1	41.3
7 月	58.3	101.7	23.5	52.5
8 月	41.9	105.4	10.1	37.7
9 月	61.8	107.9	8.5	55.6
10 月	0.0	100.6	138.1	6.2
4 月-9 月变化	266.2	40.2	-66.1	245.8
5 个月消费量		226.0	292.1	271.6
其他棉花消费	10%			
			当月拍全部用	当月拍部分用
月均消费量			58.4	54.3
折算年消费量			771.1	717.1

表 3

进入上年度抛储期，新棉消费量小，大都以储备棉和进口棉消费为主，通过统计抛储和社会库存间的增减关系，能较好反应上年度国内棉花消费情况。在表 2 中

- 假设当月拍到的储备棉当月使用：
月均消费量 58.4 万吨，折算年用大概 700 万吨纺织用棉，另外假设其他行业用棉量占产量的 10% 左右，则上年度产量在 771 万吨左右。
- 假设当月拍到的储备棉有 10% 转结到下月使用：
月均消费量 54.3 万吨，折算年用大概 700 万吨纺织用棉 652 万吨，则上年度产量在 717 万吨左右。

上年度产量区间为[717, 771]万吨，平均值为 744 万吨。业内对棉花年度消费量在 740 至 775 万吨区间，从盘面上涨力度可能消费量达到[760, 770]，取平均值预估 765 万吨。由于今年棉花价格和化纤的替代品价格价差扩大，棉涤价差同比提高 17%。市场棉花、纱产量占纤维加工量比例分别从 2008 年的 30%、50% 降到去年度 13%、35%。明年人民币汇率贬值假设对冲棉涤替代品价差，明年消费量预期在 780 万吨左右。

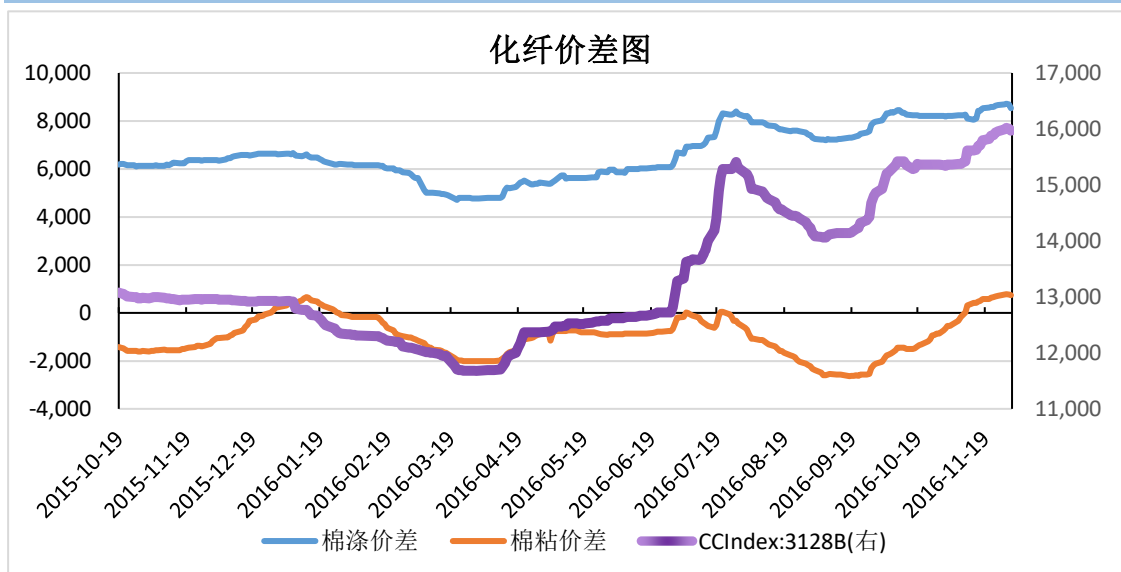


图 8

2.1.3. 进口纱和进口棉

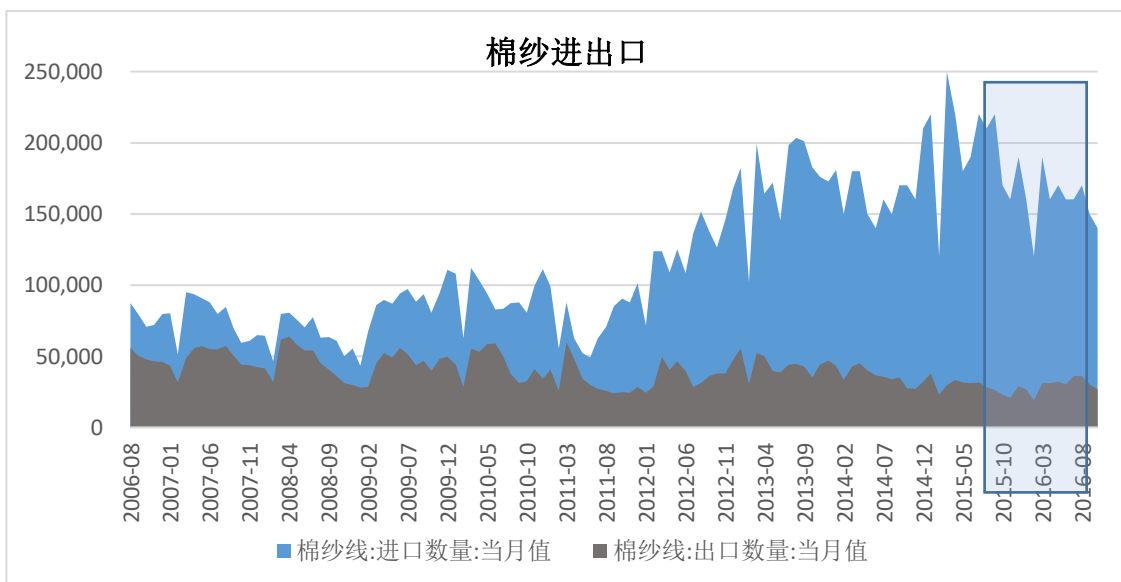


图 9

上年度棉纱进口量同比变化-12.5%，出口同比变化-7.38%。但 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%。从图 8 中可以看到，从 11 年度到 15 年度前是一个棉纱进口增加，出口减少的趋势，其背景是国储平均每年有 330 万吨的收储；15 年度抛储之后，棉纱出口缓步增加，进口大幅减少。棉纱对棉花的进口替代下降对我国内棉花消费需求是提振的。

假设 2016 年度在国内抛储情况下，市场情况像今年 7,8 月份一方面存在供需缺口，另一方面存在国储供给情况，则 2016 年度进口纱量 190 万吨；国内出口稳定，年度净进口量折算棉花量在 164 万吨。如果棉纱进口量同比减少（-20%，-10%，-5%，5%），对应折算进口棉花量（121，142，153，174）万吨。平均情况下，2016 年度对应折算进口棉花量为 145 万吨。

国内棉花进口受配额限制，暂以配额值 89.6 万吨作为 2016 年度棉花进口量。

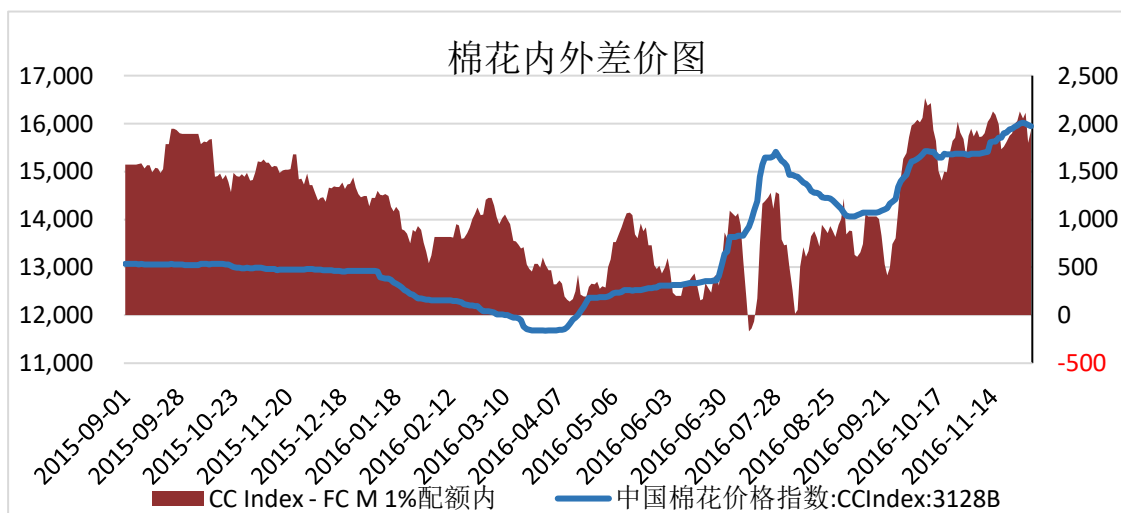


图 10

2.1.4. 储备棉

随着国内棉花产量减少，供给不足，缺口扩大至 226 万吨，如图 3 所示。国内的供需不足的部分将通过国储棉抛储补充。11 月 22 日，发改委联合财政部发布了公告，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，为期 124 天。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。而且，为了新年度的储备棉出库政策顺利实行，公检部门还在加班加点，争取在抛售前预备 100 万吨的已经公检了的储备棉，防止出现公检进度瓶颈。

上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，累计出库 107 天，成交率为 88.53%，日均成交 2.48 万吨（对应日均 3 万吨，成交率 82.84%）。

阶段时间	实际成交储备棉	日均成交量	成交率
5/3 至 8/31	202.3	2.35	86.6%
8/31 至 9/30	63.6	3.03	96.4%
5/3 至 9/30	265.9	2.48	88.5%

表 4

在抛储统计上，本文是严格按照棉花年度划分的（当年 9 月初至次年 8 月末），因为抛储量会反应到社会库存中，供需情况如图 2 所示。2015 年度国内产需缺口-190 万吨，抛储 202.3 万吨。由于存在新棉上市前青黄不接的预期，在延长公告前的价格在 15300 元/吨左右，当时存在 60 万吨供给不足的预期；2016 年度国内产需缺口-226 万吨，假定延期抛储的 63.6 万吨算做本年度提前抛储量，则今年目前缺口-162.4 万吨。

2015 年度行情的重要变量的是企业补库存行为，接着考虑今年企业可能的补库存情况：在上述社会库存中，估算出目前社会库存量在安全库存情况下，可能消耗至 5 月初。则后续到年度末共 4 个月份，紧平衡下需要 $4 \times 60 = 240$ 万吨的抛储量。通过图 11 计算表，假设今年轮出量日均挂牌 3 万吨，预估成交率[65%，70%]，对应抛储量在[242,260]，竞拍热情比上年度弱。如果社会库存在 120 万吨基础上有补库存行为，则将增加拍储量。

后续左右轮出量的情况主要因素为是否安排储备棉轮入政策，发生则按补库存处理。

		日均成交率								
日均挂牌吨数	0	100%	90.00%	85.00%	80.00%	75.00%	70.00%	65.00%	60.00%	55.00%
	2.2	273	246	232	218	205	191	177	164	150
	2.4	298	268	253	238	223	208	193	179	164
	2.6	322	290	274	258	242	226	210	193	177
	2.8	347	312	295	278	260	243	226	208	191
	3.0	372	335	316	298	279	260	242	223	205
	3.2	397	357	337	317	298	278	258	238	218
	3.4	422	379	358	337	316	295	274	253	232
	3.6	446	402	379	357	335	312	290	268	246
	3.8	471	424	401	377	353	330	306	283	259

图 11

2.1.5. 运输贸易

运输问题一是在产出方面，每年新疆新棉上市期初期在 11 月，这个时间点与瓜果出疆期叠加，会造成短时间运输紧张，本年度 11 月在受到交通严禁超载新规和运力紧张情况下，发生过市场炒作情绪，后续出疆期叠加问题消除，可以忽略此变量。二是在监管库、储备库出库环节，今年储备库出库吸取上年度包包公检制度带来出库慢的负面影响，今年抛储前提前公检备货。三是贸易流通环节，即商业库存和工业库存间的转化是否通畅，是否会发生囤货现象。考虑到目前社会库存量足够到抛储进行 2 个月时间，囤货带来的资金压力将是非常大的，目前持仓成本（资金利息+仓储费）一个月需要 110 元，资金压力将不支持大量囤货。

三、总结

本年度国内产需缺口扩大，经历上年度抛储后，社会库存水平较上年度提升 100 万吨左右。抛储政策明确，新棉销售期将与抛储期叠加 1 个半月左右。在未公布收储情况下，新棉和储备棉之间竞争销售将迫使新棉销售加快，这将使年后棉花价格承压。如果抛储后期社会库存仍然高于 120 万吨水平，则郑棉价格将会低于 14700 元/吨。

不确定性包括收储政策，期货市场资金量等。