



# 中融汇信期货投资研究中心

2020 年年度策略报告

## 【软商品】



## 商品走势评级

品种	评级
郑棉	震荡
白糖	震荡

范国和

从业资格号: F3058776

投资咨询号: Z0014795

Email: fanguohe@zrhxqh.com

联系人

张世俊

从业资格号: F3066750

Email: zhangshijun@zrhxqh.com

地址: 上海市东育路 255 弄 5 号 B 座 29 层

网址: www.zrhxqh.com

电话: 021-51557588

投资咨询业务资格:

吉证监许【2013】1 号



## 白糖看供给 关注进口政策 棉花看消费 关注中美贸易

### 白糖核心观点

- ISO 预估 2019/20 榨季全球糖产量缺口从此前的 476 万吨上调至 612 万吨。印度糖协预估, 糖产量从 2820 万吨下调至 2685 万吨。泰国上榨季榨蔗量 1.31 亿吨, 今年预估最低在 1 亿吨。泰国政府已批准 2019/20 榨季初始, 甘蔗收购价为 750 泰铢/吨。
- 出口大国巴西此前由于国内乙醇价格优于糖价, 以至于不断提升制醇比。现在随着国际原糖价格走高, 开始推动原糖入榨量, 巴西圣保罗入榨量折算成制糖比为 3968 吨, 环比增加 5.06%, 巴西中南部折算制糖比 6767 吨, 环比增加 5.34%。印度和泰国的减产影响已经显现, 尤其需要关注原糖价格及印度库存糖的出口情况。
- 需要注意明年 5 月进口关税的变化, 这将对下半年的糖价形成核心的影响因素。

### 策略观点

白糖看供给, 近期库存压制糖价, 明年 5 月大概率关税调降, 关注 5-9 正套机会。下半年结合去库存的消化期, 糖价上行概率偏大。

### 风险提示

- 1) 国际原糖价格变化及汇率变动因素;
- 2) 上一榨季累库的库存对糖价的压制;
- 3) 明年 5 月进口关税的变化。

## ✚ 棉花核心观点

- 在全球经济增长乏力和中美贸易政策不确定性影响下，国际棉花咨询委员会将 2019 年度全球棉花消费增速下调至 0.27%；美国农业部 USDA12 月供需报告，19/20 年度全球棉花产量 2021 万包，较 11 月预估下调 61 万包；19/20 年度全球棉花消费量 120.27 百万包，较 11 月预估下调 1.22 百万包。棉花受中美贸易影响较重，中美十三轮谈判第一阶段结束，结果皆利于两国。美国对其中约 1200 亿商品（其中 317 亿美元为纺织服装、数量上约占全部纺织服装的 46%）税收由原来的 15% 下调至 7.5%。
- 据中国棉花协会棉花物流分会对全国 18 个省市的 186 家棉花交割和监管仓库调查数据显示：11 月底全国棉花周转库存总量约 370.15 万吨，较上月增加 123.16 万吨，高于去年同期 17.03 万吨。
- 海关总署最新数据显示，2019 年 11 月，我国纺织品服装额为 220.69 亿元，环比减少 3.50%，同比减少 4.28%。2019 年 1-11 月纺织服装出口累计 2536.54 亿美元，累计减少 0.12%。

## ✚ 策略观点

多年以来，棉花价格重心不断下移，近期受到前些年库存积压，中美贸易反复，导致消费不畅，棉价承压。棉花价格目前在于一个相对的低位，且随着中美贸易关系改善，库存去化，消化提升，远期棉价提升概率大。另关注 5-9 正套机会。

## ✚ 风险提示

- 1) 贸易磋商及经济前景不确定。

# 白糖看供给 关注进口政策

## 一、产业行情回顾

1月，受到宏观面利好因素的支撑原糖走势偏强；

2月，上半月横盘整理，下半月先上涨后下跌，走出∩型走势；

3月，淡季，阶段性压力，上涨空间有限；

4月，期间整体表现为先扬后抑；

5月，期货价格整体下跌，远月相对弱于近月，但多数时段以横盘震荡为主；

6月，关税政策生变，郑糖价格破位；

7月，期间整体呈现N型走势，月初在6月产销数据良好的带动下快速大幅上涨，随后受外盘原糖期价疲弱带动，呈现震荡回落走势，下旬在外盘触底反弹的带动大幅上涨；

8月，期间整体呈现先扬后抑走势，上半月由于国内供需偏紧现货带动期价继续上涨，随后市场多次传出抛储消息，带动期价出现持续回落；

9月，长期供需偏紧，短期利多消退；

10月，国内白糖高位震荡，受广西新糖减产预期延迟开榨消息影响白糖指数创新高；

11月，先强后弱，11月20日广西全面放开，新榨季开启，压制糖价；

12月，外强内弱，原糖受减产影响站上年内高点，郑糖受新榨季供给压力糖价受挫。

## 二、白糖供应存忧

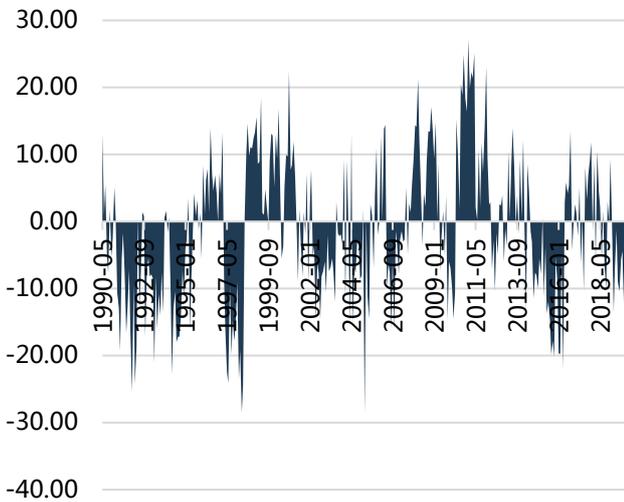
### （一）2020年或延续厄尔尼诺气候

气象对农产品的生产影响尤为关键。要预估农产品产量必须要清楚的了解气象对农产品的影响。厄尔尼诺现象，主要指太平洋的热带海洋和天气发生异常，使整个世界气候模式发生变化，造成一些地区干旱而另一些地区又降雨量过多。这现象往往持续好几个月甚至1年以上，影响范围极广。SOI指数(南方涛动指数)和SST指数(热带太平洋海表面温度)是反应厄尔尼诺现象的重要指标。两者反映了厄尔尼诺现象的活跃程度。当SOI连续低于-8时或者海温连续三个月正距平在 $0.5^{\circ}\text{C}$ 以上，标志着厄尔尼诺的开始。相反的，如果南方涛动指数出现持续性的正值或者南美沿岸海温连续三个月负距平在 $0.5^{\circ}\text{C}$ 以上，则该年有反厄尔尼诺现象也就是拉尼娜现象。

厄尔尼诺可能导致巴西、印度的蔗糖减产，东南亚的橡胶及棕榈油减产，南美大豆增产、澳大利亚的小麦减产、中国稻谷减产。从历史表现看，将会导致全球白糖、棕榈油、橡胶、小麦价格上涨。

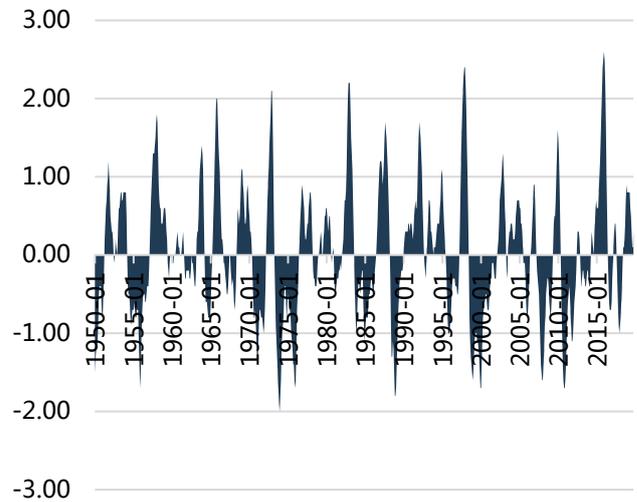
从全球糖产量来看，巴西和印度产量占全球产量的 45%以上，因此巴西和印度糖产量对全球糖的供给起着决定性作用。作为糖主产国的印度和巴西同样在厄尔尼诺的覆盖范围内，厄尔尼诺的发生使印度和巴西北部甘蔗主产区的降雨量明显减少，干旱天气使糖产量降低。

图 1 南方涛动指数 (单位: %)



数据来源: Wind 资讯

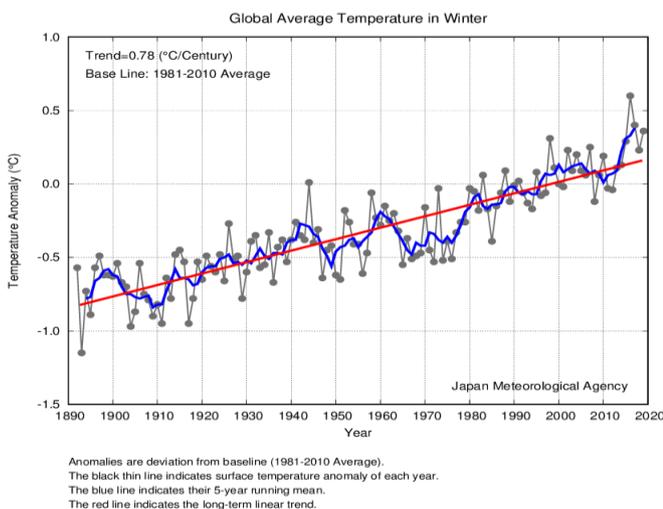
图 2 厄尔尼诺指数 (单位: 度)



数据来源: Wind 资讯

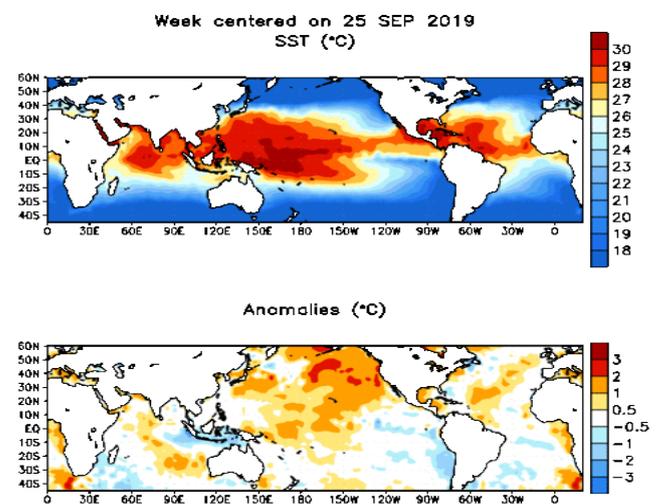
2019 年冬季 (12 月至 2 月) 的全球平均地表温度的季节性异常 (即陆地和 SST 的近地表气温的平均值) 比 1981-2010 年的平均值 (+0.75° C) 高 +0.36° C。超过 20 世纪的平均水平), 并且是自 1982 年以来第三高的温度。在更长的时间尺度上, 全球平均地表温度每世纪以约 0.78° C 的速度上升。据统计其中最温暖的五年分别是: 一, 2016 (+0.60° C) 二, 2017 (+0.40° C) 三, 2019 (+0.36° C) 四, 1998 (+0.31° C) 五, 2015 (+0.29° C)。由于全球气候变暖趋势, 厄尔尼诺现象发生频率也越发相近越发频繁。需要警惕 2020 年持续厄尔尼诺现象的发生。

图 3 全球变暖趋势 (单位: 度)



数据来源: 日本气象厅

图 4 SST 指数 (单位: 度)



数据来源: 日本气象厅

## （二）2020 年国内供给关注进口及放储政策

我国白糖每年消费量大概在 1500 万吨左右，而国内产量大概在 1000 万到 1050 万吨，这种结构性的缺口是很难通过国产糖来弥补的，因为土地等因素的限制，国产糖产量到 1100 万吨可能就是一个顶部了，所以在消费继续快速增长的过程中，这部分缺口要通过进口糖来弥补。

表 1 国内供需平衡表

白糖	期初库存	产量	进口量	总供应量	总消费量	出口量	期末库存
单位	千吨	千吨	千吨	千吨	千吨	千吨	千吨
2020	5427	10890	4000	20317	15800	170	4347
2019	6567	10760	4100	24427	15800	200	5427

数据来源：Wind 资讯，中融汇信期货

### 进口和走私是补充国内糖源的两个重要渠道

前几年进口和走私大肆攻占食糖市场，给糖价造成了毁灭性打击。国家为了应对该外来糖源，做出了三方面的努力：其一，发放配额外许可证，制定配外进口大致数量和上限区间；其二，提高配额外进口关税，商务部对配额外食糖进口在 50%关税基础上再加征特别关税，时间自 2017 年 5 月 22 日开始，期限三年，到 2020 年 5 月 22 日结束，第一年再加 45%，第二年 40%，第三年 35%。其三，加大打击走私力度。海关不断破获大案要案，查货原糖走私数量与金额都远超历史同期。

图 5 配额内泰国糖利润逐步上升（单位：元/吨）



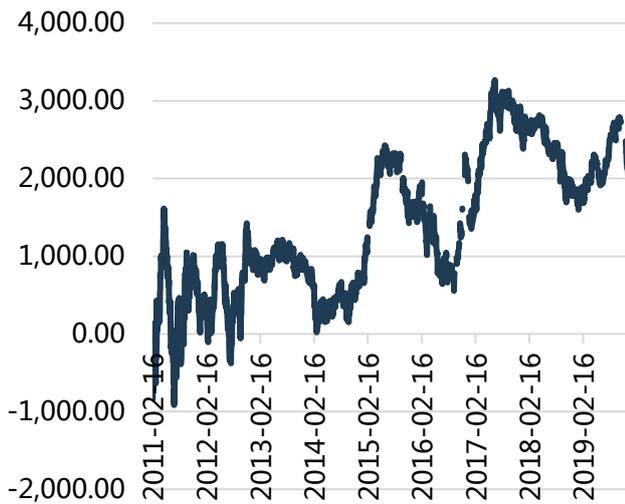
数据来源：Wind 资讯

图 6 配额内巴西糖利润逐步上升（单位：元/吨）



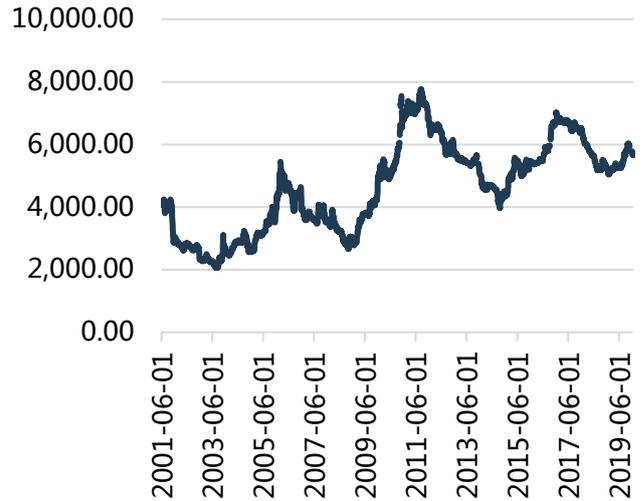
数据来源：Wind 资讯

图 7 进口利润仍较丰厚（单位：元/吨）



数据来源：Wind 资讯

图 8 国内现货价格跌进生产成本（单位：元/吨）

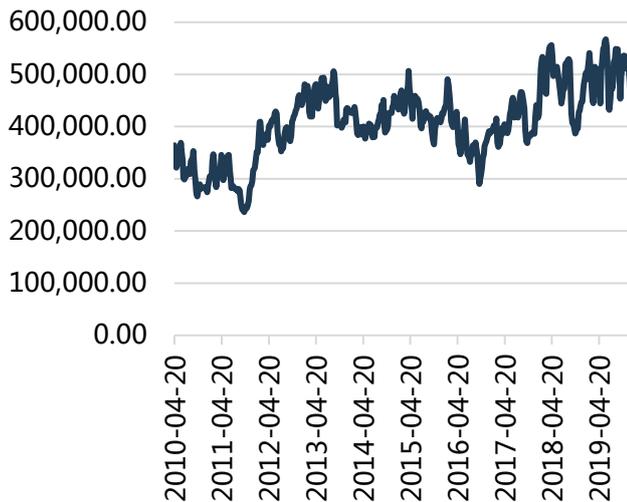


数据来源：Wind 资讯

我国每年的食糖配额内进口数量是 194.5 万吨，2018 年配额外进口数量是 150 万吨，在当年的 3 月发放；而 2019 年配额外进口数量仅为 135 万吨，且拖延至当年 5 月发放。进口和走私存在相互竞争的关系，走私下降的同时给进口糖腾出了空间，许可证的上限是 200 万吨，面对增加的进口量，许可证是否会在 2020 年出现调整，是关注的焦点。

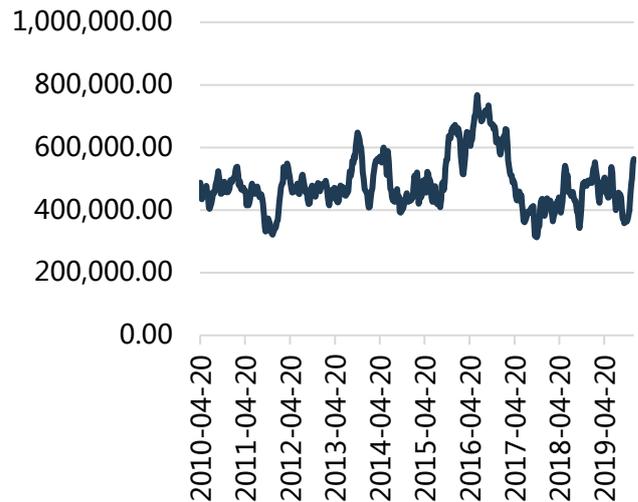
走私糖目前的利润大约在 2000 元/吨，利润率依然较高，内外盘价差仍然存在较大空间。就现阶段而言，国际原糖价格 13.5 美分/磅是个极其关键的价位。如若低于 13 美分，印度糖即使加上政府补贴，依然处于亏损价格。若高于 13.5 美分，则需要考虑印度大量的库存抛售。巴西糖由于质量高于印度糖，成本也高于印度糖，一般测算，巴西糖成本价在 13.5-14 美分/磅左右。由于此前原糖价格低迷，巴西不断增加制醇比。12 月，ICE11 号糖站上 13.67 美分/磅时，巴西糖厂利用纽约期货对冲了 548 万吨糖，向市场传达了仍有大量库存需要处理的信号。

图9 ICE11号糖商业多头（单位：张）



数据来源：Wind 资讯

图10 ICE11号糖商业空头（单位：张）



数据来源：Wind 资讯

### 国家政策关注直补和放储

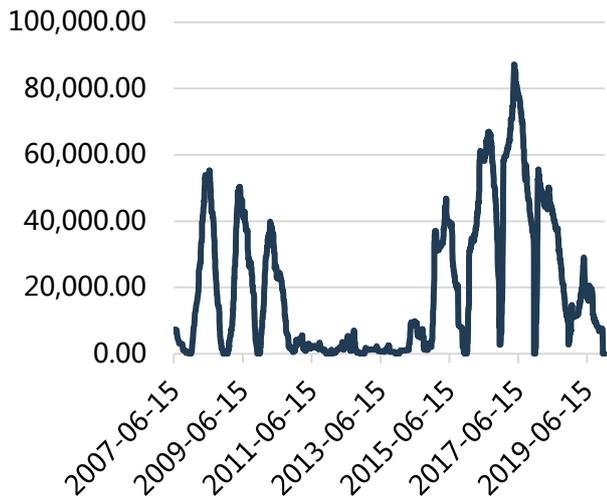
蔗料直补近期落地概率较小。广西地区 18/19 榨季的蔗料收购定价为 490 元/吨，云南地区蔗料收购价定为 420 元/吨，糖厂对此价格存在异议，认为糖价低迷的现阶段，如此高昂的收购价格会使糖厂入不敷出。因此，蔗料直补这个呼吁了多年的政策在今年又再次被推到了市场关注的前沿。

推行蔗料直补的前提条件是，国家完全放开蔗料定价，收购价由市场决定，与此同时，在市场价格严重低于目标价格时，国家出面，根据目标价格与市场价格的价差和种植面积对生产给予补贴。其实我们现在的直补是狭义的，目标价格补贴，不包括国家对农业支持保护补贴（蔗料良种补贴、农资综合补贴等）。目前国内棉花、大豆两个品种都实行目标价格直补，由国家引导生产者，每年定价一次，在播种前公布，引导合理种植，避免价贱伤农。

在实行蔗料直补之前，国内利用收放储来调节糖价，尤其是收储，在食糖大量涌入市场之际，国家通过收储来减少市场流通食糖数量，但从 2014 年至今，国家层面未出现任何收储，仅在 2019 年由广西地方政府临时储备收储食糖 50 万吨。在处置完大量国储糖库存之后，国家可能才会考虑直补政策的落地时间。

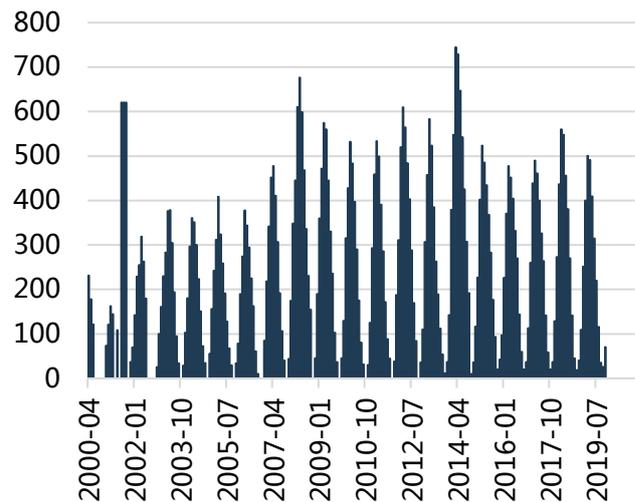
国储糖降低库存有两个渠道：第一，公开市场拍卖。第二，直接交给加工糖厂进行拍卖。2018 年底，国家流出了 40 万吨古巴糖库存，6 家沿海糖厂进行加工，5 万吨由广东加工厂完成，其余 35 万吨由山东的 5 家糖厂摊销。目前国内库存仍然较高，仍在 600 万吨附近，预计国家将在 2020 年继续出库国储糖，数量预计至少 40 万吨。

图 11 白糖仓单数量明显下降（单位：张）



数据来源：Wind 资讯

图 12 销糖率创新高工业库存处低位（单位：万吨）



数据来源：Wind 资讯

综述，目前全球食糖进入减产周期，但国内暂位于新榨季的生产高峰，11 月南方糖厂陆续开榨，12 月开榨产能已经达到顶峰，新糖产量不断提高，国内糖价上涨底气不足，外加明年五月进口关税可能调降带来的压力，郑糖中期或低位震荡，后期随着库存消耗，白糖有望迎来一波结构性上涨。

### 三、策略推荐

#### （一）趋势策略：中期震荡，远期看多。

白糖三年一周期趋势性较强，2020 年全球产量调降，但是受到上榨季累库影响糖价受到压制，如若上榨季库存糖去库消化，供需格局或真正转为供不应求，糖价会有质的上涨。

#### （二）建议关注正向跨期套利

如果扩大进口以及放开关税，那么对于价格变化的影响最大的还是进口关税的变化。根据此前信息 2020 年 5 月 22 日以后的进口配外关税将恢复至 50%，且由于配额和许可证发放也许会在 3 月以后，因此 5 月合约或出现价格下调，但下半年后随着库存去化带来利多，建议关注 5-9 正套机会。

图 13 白糖 5-9 合约价差(单位：元/吨)

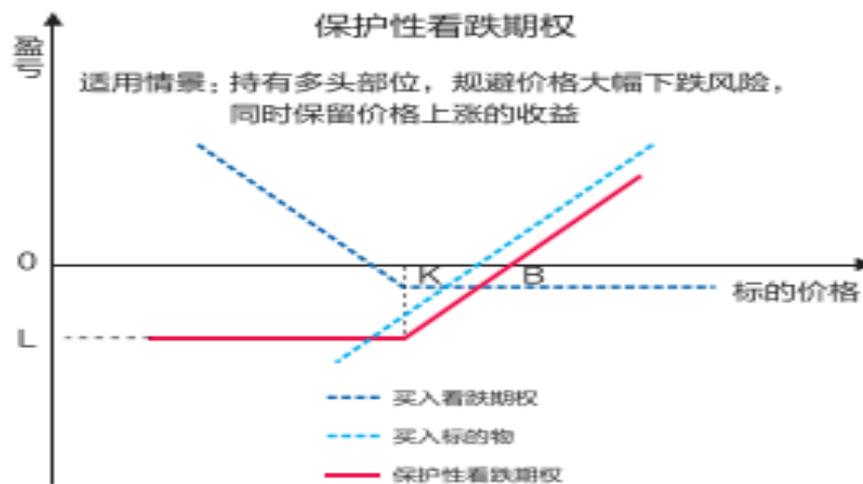


数据来源：Wind 资讯

### (三) 期权策略分析

预期 5 月合约大概率受关税影响价格回落，9 月合约会随着库存消化带动价格上行，建议关注买入保护性看跌期权机会。

图 14 保护性看跌期权策略图示



数据来源：中融汇信期货

# 棉花看消费 关注中美贸易

## 一、行情产业回顾

2018年12月首个周末，G20峰会中美两国最高领导人就中美贸易达成重要共识，2019年1月1日以后，美方不再将目前加征的10%关税提升至25%，双方不再对其他产品相互加征新的关税，中国同意从美国进口大量（数额待定）农产品、能源、工业以及其他产品，农产品的进口立即执行。

1月，郑棉走势震荡偏强，一是中美贸易磋商，市场积极情绪升温；二是棉纺织企业进行春节假前的补库，现货购销增加；三是多项政策开始或将要开始实施，刺激宏观经济；

2月，棉花走出先下跌而后持续反弹的态势。春节假期之前，棉纺织企业陆续放假，现货购销平淡，郑棉持续下行；

3月对于2018年9月起加征关税的自华进口商品，不提高加征关税税率，继续保持10%，直至另行通知，预计将带动市场的积极情绪。国内方面，纺织企业将进入生产旺季，棉布库存压力有所缓解，棉花、棉纱走货加快；

4月，上半月，郑棉价格走势偏强，延续涨势至4月15日，之后，受增发80万吨棉花进口滑准税配额以及国储棉轮出相关安排公布的影响，期货价格走势呈现先涨后跌；

5月初中美贸易战突然升级，美国对自中国进口的2000亿美元商品加征关税于5月10日正式开始，市场对短期内达成协议失去信心，恐慌情绪下ICE和郑棉均大幅下跌；

6月中美贸易战缓和预期及两国元首在G20峰会上会面并同意停止互征关税、重启经贸谈判后，现货上涨、储备棉成交增加、市场氛围好转；

7月，美棉采购预期增强，棉价底部反弹；

8月，贸易战影响，关税加征将临，棉价再创新低；

9月，贸易战恶化，需求预期悲观，棉价底部震荡；

10月，中美贸易战朝好的方向发展，同时利好内外棉市；

11月，贸易磋商受阻，棉价小幅回调；

12月，贸易战第一阶段协议基本确立，消费疲弱，棉价震荡。

## 二、中美贸易利好棉花下游消费

中美贸易战自北京时间 2018 年 3 月 22 日美国总统特朗普在白宫正式签署对华贸易备忘录。特朗普当场宣布，将有可能对从中国进口的 600 亿美元商品加征关税，并限制中国企业对美投资并购伊始，至 2019 年 12 月 15 日历经 13 轮反反复复谈判后，达成了第一阶段成果。美方同时表示美国将对约 2500 亿美元的中国进口商品保持 25% 的关税，并对约 1200 亿美元的中国进口商品保持 7.5% 的关税。主要关键时点如下：

**表 2 中美贸易涉及相关细则（美对中）**

涉及金额	主要涉及的产品	征税时间	征税税率	根据中美共识进行的关税安排 12月15日起执行
340亿美元	不涉及纺织服装	2018年7月6日	25%	维持25%
160亿美元	不涉及纺织服装	2018年8月23日	25%	维持25%
2000亿美元	其中约86亿美元为纺织服装、数量上约占全部纺织服装的24%，其中折棉消费约10万吨	2018年9月24日	10%	维持25%
		2019年5月10日	由10%上调至25%	
3000亿美元	对其中约1200亿商品 (其中317亿美元为纺织服装、数量上约占全部纺织服装的46%)	2019年9月1日	15%	下调至7.5%
	对其中约1800亿商品 (其中约60亿为纺织服装，数量上约占全部纺织服装的29%)	2019年12月15日	15%	暂不征收，为0%

数据来源：中国商务部

**表 3 中美贸易涉及相关细则（中对美）**

涉及金额	主要涉及的产品	征税时间	征税税率	根据中美共识进行的关税安排 12月15日起执行
340亿美元	未梳的棉花（52010000）	2018年7月6日	25%	维持
160亿美元	废棉（5202）	2018年8月23日	25%	维持
600亿美元	已梳的棉花（52030000） 棉缝切线、纯棉低支纱、部分纺织品服装	2018年9月24日	10%	维持
		2019年5月10日	由10%上调至25%	
750亿美元	对原来已经征税25%的部分纺织服装、羊毛丝麻	2019年9月1日	由25%上调至35%	维持
	1) 对原来已经征税25%的未梳的棉花、废棉上调征税水平 2) 部分纯棉纱、部分纺织品服装上调征税水平	2019年12月15日	1) 由25%提高至30% 2) 由25%提高至35%	暂不提高，维持25%关税水平

数据来源：中国商务部

### （一）中美达成的重要共识主要分两个方面：

- 1) 关于第一阶段协议文本，包含九个章节，具体涉及到七个部分；
- 2) 关于美方取消部分对中国输美产品拟加征和已加征的关税安排。

### （二）对加征关税的政策调整：

#### 1) 美国对中国

已加征的 2500 亿商品维持 25% 关税水平，对 3000 亿商品中的约 1200 亿商品，加征关税水平由 9 月 1 日的 15% 下调至 7.5%；对 3000 亿商品中的约 1800 亿商品，原计划 12 月 15

日起加征 15%关税，暂不征收。

## 2) 中国对美国

9月1日及之前已加征关税维持现有水平。对原计划12月15日实施的对部分商品提高关税水平的政策暂不实施。

### (三) 影响

- 1) 美国降低已加征关税及取消拟加征关税利好纺织服装出口；
- 2) 中国可能加大美棉采购，关注节奏和方式（收储还是商业进口）；
- 3) 提升下游棉企开工率；
- 4) 整体影响利多，但部分利多影响已兑现。

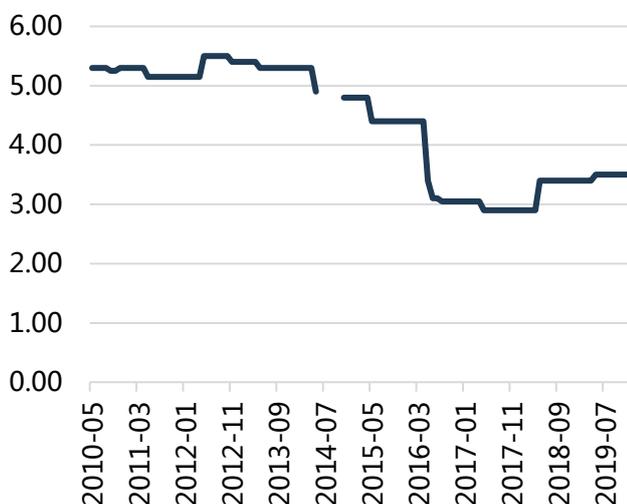
## 三、棉花供给下调但需等待消费恢复

### (一) 播种面积、单产双双下降

根据国家统计局对全国31个省（区、市）的统计调查，2019年全国棉花种植面积3339.2千公顷（5008.8万亩），比2018年减少15.2千公顷（22.8万亩），下降0.5%；全国棉花单位面积产量1763.7公斤/公顷（117.6公斤/亩），比2018年减少55.6公斤/公顷（3.7公斤/亩），下降3.1%；单产117.6公斤/亩，下降3.1%，全国棉花总产量588.9万吨，比2018年减少21.3万吨，下降3.5%。从产地结构来看，新疆产量500.2万吨、占比为85%，近年来逐步提升，黄河流域产量则逐年下降。

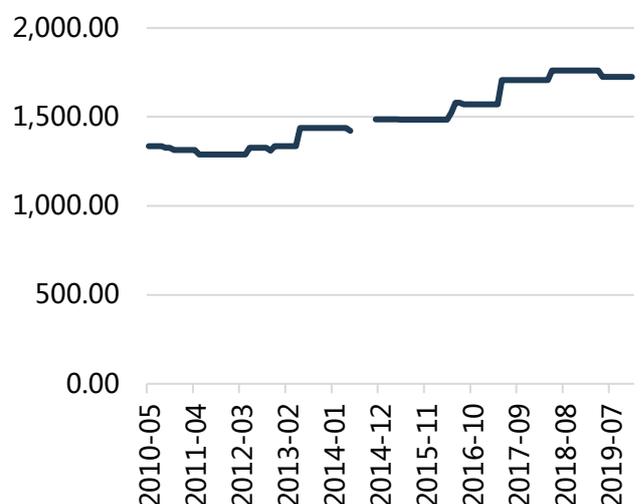
国家棉花市场监测系统于11月中旬就全国范围棉花种植意向展开调查。样本涉及15个省（自治区）、50个植棉县（市、团场）、1895个定点植棉信息联系户。调查结果显示，2020年中国棉花意向种植面积4587.5万亩，同比减少206.8万亩，下降4.3%。

图 15 种植意愿有所降低播种面积下降(单位: %)



数据来源: WIND 资讯

图 16 受天气因素影响单产下降(单产: 公斤/亩)



数据来源: WIND 资讯

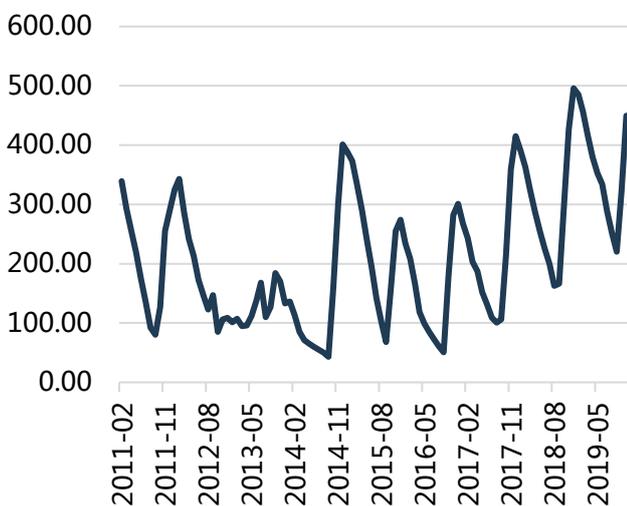
## （二）棉花社会总库存创新高

据中国棉花协会棉花物流分会对全国 18 个省市的 186 家棉花交割和监管仓库调查数据显示：11 月底全国棉花周转库存总量约 370.15 万吨，较上月增加 123.16 万吨，高于去年同期 17.03 万吨，11 月新疆棉上市进入高峰，新疆棉加工进度加快；纺织企业销售略有好转，对棉花采购力度有所加大。月末新疆库存量大幅增加，内地库存量继续下降，整体周转库存达到年度内高点。

据中国棉花协会，截至 11 月底，新疆 43 家仓库商品棉周转库存为 324.52 万吨，环比增加 129.87 万吨，高于去年同期 27.72 万吨，新疆商品棉周转库存仍处于历史同期高位水平，并处于季节性上升周期中，目前新棉处于加工序列中，且加工速度加快，后市新棉周转库存仍延续增加趋势。

全国棉花工业库存 72.32 万吨，环比增加 2%，同比减少 19.8%。虽然纺织企业补库意愿有所好转，但工业库存的显著下滑体现了整体单量的下降和对后市的前景抱有怀疑。商业库存总量 449.67 万吨，较上月增加 127.24 万吨，增幅 39.46%；同比增长 23.37 万吨，增幅 5.48%。商业库存增幅显著，同时体现出下游消费的疲软；因纱厂对于棉花原料采购维持谨慎态度，且后市商业库存仍处于季节性增长周期，因此很长一段时间后库存的消化依然是首要问题。

图 17 消费疲弱商业库存增幅明显（单位：万吨）



数据来源：Wind 资讯

图 18 工业库存下降（单位：万吨）



数据来源：Wind 资讯

## （三）今年收储政策量价不如往年

近 12 年来，共有四次国家层面的轮入分别为 2008 年 10 月至 2009 年 4 月，轮入总量 279 万吨，2011 年 9 月至 2012 年 3 月，轮入总量 455 万吨；2012 年 9 月至 2013 年 3 月，轮入总量 667 万吨；2013 年 9 月至 2014 年，轮入总量为 660 万吨。

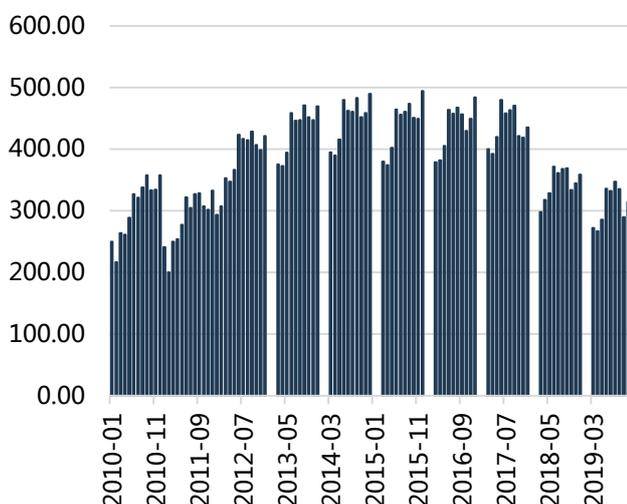
11月14日，国家粮食和物资储备局联合财政部发布公告称，为加强中央储备棉管理，进一步优化储备结构，提高储备质量，决定轮入部分新疆棉。轮入时间为2019年12月2日至2020年3月31日的国家法定工作日，轮入总量为50万吨。每日竞买7000吨，轮入价格随行就市，动态确定。同时此次轮入还对质量做了明确规定，符合交割品级及以上品级。储备棉轮入情况来看，其成交率呈现倒梯形趋势，一方面，今年新疆棉质量较低，马克隆值偏高，杂质较多，竞价轮出不及套保销售。另一方面，轮入均价扣除相关费用后，与盘面交割价无明显优势，甚至出现倒挂的现象。

2013/14年度末，国储棉库存高达1095万吨。2015年国家取消了棉花收储，并开始大力抛储去库存，截至2019年9月30日，国储库存只剩下不到150万吨，如果未来收储50万吨，到2019/20年末，国储库存不到200万吨，依然远低于业内公认300万吨的国储库存安全线。

#### （四）纺织品服装出口同环比双双下降

海关总署最新数据显示，2019年11月，我国纺织品服装额为220.69亿元，环比减少3.50%，同比减少4.28%。2019年1-11月纺织服装出口累计2536.54亿美元，累计减少0.12%。其中，2019年11月我国出口纺织纱线、织物及制品99.53亿美元，环比减少1.99%，同比减少3.5%；2019年1-11月我国出口纺织纱线、织物及制品1092.63亿美元，同比增加0.1%；2019年11月我国出口服装及衣着附件121.15亿美元，环比减少4.70%，同比减少4.91%；2019年1-11月我国出口服装及衣着附加1443.91亿美元，累计下降4.70%；11月单月纺织品服装出口创近四个月以来新低，服装及纺织品出口双双下滑，需求仍显疲软态势。国内纺织行业处于过剩状态下，纺织服装外销出口受阻，内销竞争加大，加剧了纺织需求的低迷。

图 19 出口交货值当月值（单位：亿元）



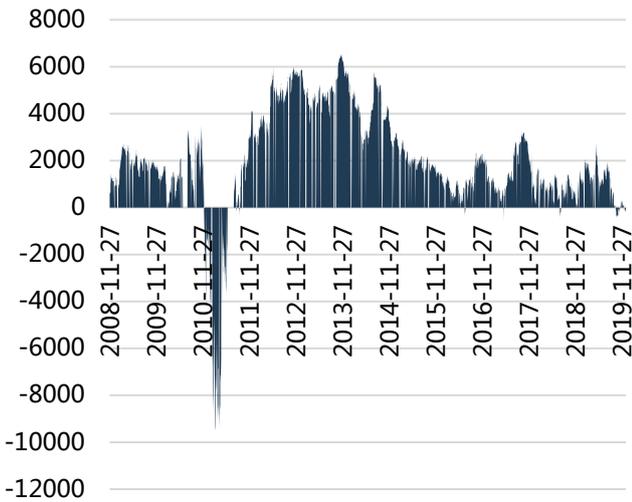
数据来源：Wind 资讯

图 20 出口交货值当月同比（单位：%）



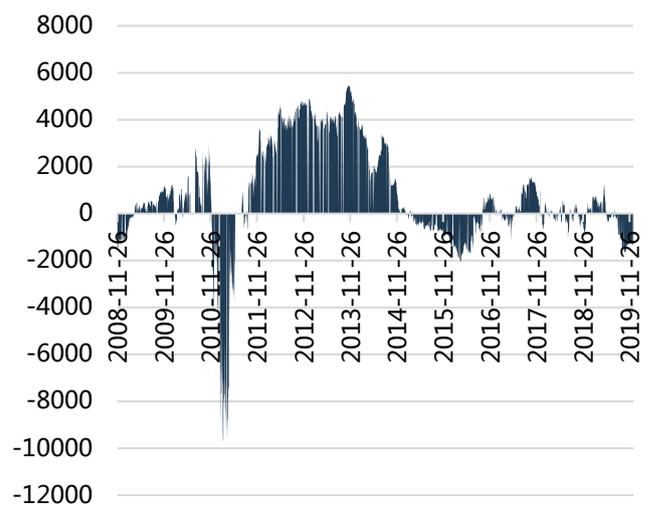
数据来源：Wind 资讯

图 21 进口利润（1%关税）（单位：元/吨）



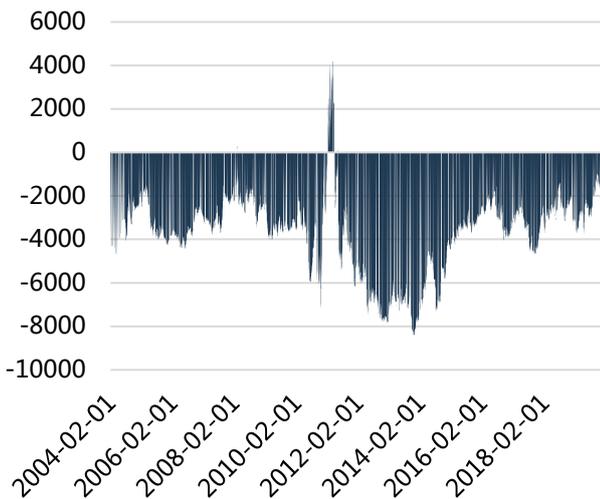
数据来源：Wind 资讯

图 22 进口利润（滑准税）（单位：元/吨）



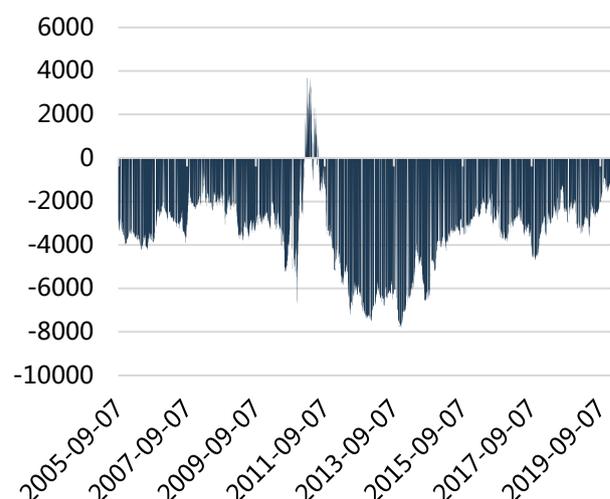
数据来源：Wind 资讯

图 23 CotlookA 对 328B 价差（单位：元/吨）



数据来源：Wind 资讯

图 24 FC Index M 对 328B 价差（单位：元/吨）



数据来源：Wind 资讯

### （五）替代品价格仍处偏弱态势

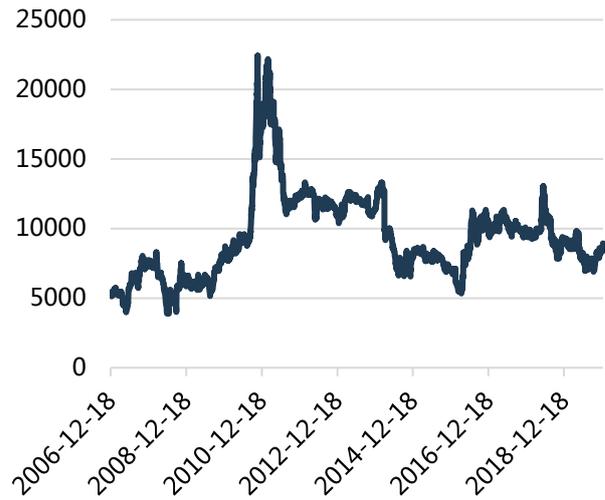
截至目前，棉花与粘胶短纤价差扩大至 3302 元/吨，两者价差历时一月就扩大了 1203 元。棉花与 PTA 价差扩大至 8605 元/吨。两者价差历时一月就扩大了 703 元。新疆地区抢收情绪增强，籽棉收购价格上涨，成本面对现货形成利好支撑。伴随劳动密集型产业的向外转移，以及国际贸易壁垒的提升，我国传统纺织行业增长缓慢，而纺纱领域作为棉花、涤纶短纤重要的消费市场更是大受影响。尽管聚合成本的降低致使涤纶短纤价格优势凸显，但消费量增长预计难以超过供应端的增长，涤纶短纤行业面临的竞争压力或逐步加大。

图 25 棉-短纤 价差（单位：元/吨）



数据来源：Wind 资讯

图 26 棉花-PTA 价差（单位：元/吨）



数据来源：Wind 资讯

#### 四、策略推荐

##### （一）趋势策略：中期震荡，长期看多

棉花近年以来价格重心不断下移，今年虽然有减产但是不抵多年累库影响，下游消费疲弱则是又一个影响价格的重要因素。展望后市，棉市目前仍面临高库存的压力，长期来看则有望随着中美贸易改善消化库存，从而支撑价格重心上移。

##### （二）期权策略分析

棉花远期看多，近期依然面临库存压力、消费不济的局面。随着中美贸易的改善，消费提升有利库存消化，远期有望提升棉价，建议关注保护性看跌期权买入机会。

## 免责声明

本报告所载的内容仅作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，而中融汇信期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中融汇信期货力求准确可靠，但对信息的准确性及完整性不做任何保证。客户应谨慎考虑本报告中的任何意见和建议，不能依赖此报告以取代自己的独立判断，而中融汇信期货不对因使用此报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中融汇信期货有限公司的立场。中融汇信期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。未经中融汇信期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

## 商品走势评级体系

走势评级	中期（3-6 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%， +5%
看跌	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上

备注：本体系涨跌幅度仅为参考，不作为投资依据，具体请仔细阅读免责声明。