

棉价二季度或波动大于趋势，整体震荡向上



走势评级：棉花：看涨
报告日期：2023年3月31日

方慧玲 农产品首席分析师

从业资格号：F3039861

投资咨询资格号：Z0010565

Tel: 8621-63325888-2737

Email: huilin.fang@orientfutures.com

★ 棉花基本面分析及行情展望

1) **宏观面**：美联储加息正进入尾声，但预计货币政策不会很快转向。二季度在宏观经济衰退压力以及货币政策宽松预期的博弈下，外部金融环境或仍将表现得较为动荡；下半年货币宽松的预期增强可能为商品带来更为利多的外部环境。

(2) **需求面**：二季度外需料仍难有明显的起色，而内需方面，随着纺织逐渐进入淡季，此前被压抑的消费得到集中释放后或在二季度趋于理性，企业原料端库存也已得到一定程度的补充，需求面对棉价或难以提供持续向上的驱动力。但也不宜过分悲观，目前国内下游纺织企业库存结构相对健康，内需预计也不会很差，外需最差的时候或正在过去，需求面对棉市有拖累，但可能不会形成大的打压作用，后市需持续跟踪企业新增订单情况以及库存情况。下半年需求预期向好，因内需恢复斜率预计更高、外需或现边际改善。**供应面**：二季度北半球将陆续进入种植季，供应面存在减面积、炒天气的题材。

(3) **年度供需**：市场关注点将逐渐转向下年度。23/24年度全球产需格局预计将由本年度的过剩转为平衡甚至可能短缺。国内22/23年度因疆棉高产，整体供应不缺；23/24年度产量预期下滑、消费预期进一步恢复，国内流通领域或将得到去化。

行情展望：二季度，需求面的驱动预计不强，但随着北半球进入种植季，新作种植面积预期下滑、天气变数大，供应面或提供炒作题材；外部宏观金融环境动荡，增加棉市波动的风险。郑棉下方空间有限，二季度市场波动性可能大于趋势性。今年整体趋势料震荡偏上、底部逐步抬升，郑棉主力整体预估区间13500-17000元/吨；下半年趋势斜率预计将好于上半年。

★ 投资建议

1) 单边：建议关注逢低布局多单的机会，或择机卖出看跌期权。CF2401合约在15000元/吨以下或有良好的逢低多配价值。2) 套利：建议9-1合约以反套为主。

★ 风险提示

金融危机爆发的风险；疫情反弹风险；主产国产业政策风险等。

棉花期货主力合约走势图（元/吨、美分/磅）



目录

1、 一季度郑棉冲高回落，总体维持宽幅震荡格局.....	5
2、 宏观：交易衰退还是交易宽松预期？	6
3、 需求：二季度向上驱动力不足，下半年预期向好	7
3.1、 外需低迷，但最差的时候或正在过去	7
3.2、 内需预期温和复苏，但复苏的斜率料将逐步提升	9
3.3、 国内纺织企业库存结构健康，但后续新增订单不足令产业信心不足	9
4、 国内基本面.....	11
4.1、 22/23 年度疆棉产量超预期	11
4.2、 商业库存	12
4.3、 新作种植成本、面积及收购预期	12
4.4、 国内供需平衡表：疆棉高产令 22/23 国内供应充足，23/24 年度社会库存或去化	14
5、 国际棉花基本面情况	15
5.1、 美国	15
5.1.1、 23/24 年度美棉种植面积预期减少，产量因天气而存在较大变数	15
5.1.2、 22/23 年度美棉出口签约基本完成年度出口目标	16
5.1.3、 22/23 年度美棉供应宽松，23/24 年度期末库存预计有所下降	18
5.2、 印度：22/23 棉花上市进度持续落后令产量成谜，23/24 面积预期下滑	19
5.3、 全球：23/24 年度产需格局预计转为平衡甚至可能短缺	20
6、 总结与展望	22
7、 策略建议	24
8、 风险提示	24

图表目录

图表 1: 国内外棉花主力期价走势	5
图表 2: 内外棉现货价差	5
图表 3: 美国服装零售库存和零售销售额	8
图表 4: 美国服装批发商库存和批发商销售额	8
图表 5: 美国服装零售库销比和批发商库销比	8
图表 6: 美国服装及棉制品月度进口量	8
图表 7: 美国服装及棉制品月度进口量同比	8
图表 8: 美国棉制品进口来源自中国的比例	8
图表 9: 中国纺服零售额累计同比及当月同比	9
图表 10: 中国棉纺织行业景气指数	9
图表 11: 纯棉纱厂负荷	10
图表 12: 纯棉布厂负荷	10
图表 13: 纺企棉花库存	10
图表 14: 纺企棉纱库存	10
图表 15: 织厂棉纱库存	11
图表 16: 织厂棉布库存	11
图表 17: 新疆轧花厂单日加工量	11
图表 18: 中国棉花累计检验量	11
图表 19: 全国棉花商业库存	12
图表 20: 新疆棉花出疆外运量	12
图表 21: 新疆及内地主产区地租费用	13
图表 22: 新疆机采棉种植成本	13
图表 23: 2023 年棉花种植意向面积及产量预估	13
图表 24: 不同籽棉收购价、棉籽价情况下的皮棉加工成本测算	14
图表 25: 国内外机构的中国供需平衡表	15
表 26: 美豆、玉米与美棉的比价	16
图表 27: 美棉弃收率情况	16
图表 28: 美棉主产区得州干旱监测指数 (D2+D3+D4)	16
图表 29: 美国干旱季度展望	16
图表 30: 美棉当前年度累计出口签约量	17
图表 31: 美棉周度出口签约量	17
图表 32: 美棉周度出口签约至中国量	17

图表 33: 美棉周度出口装运量.....	17
图表 34: 截至 2023 年 3 月 16 日美棉出口情况年度对比.....	17
图表 35: 美棉供需平衡表.....	18
图表 36: USDA 美棉月度库销比与 ICE 棉价走势.....	19
图表 37: 美棉期末库存和库存消费比情况.....	19
图表 38: USDA 及印度棉协 (CAI) 对印度棉花供需平衡表预估.....	20
图表 39: 印度棉花 S-6 现货价格.....	20
图表 40: 印度棉纱厂开机率.....	20
图表 41: 全球各主产国及主要消费国的产需历年情况.....	21
图表 42: 全球棉花产需情况.....	22
图表 43: 全球棉花期末库存和库存消费比情况.....	22

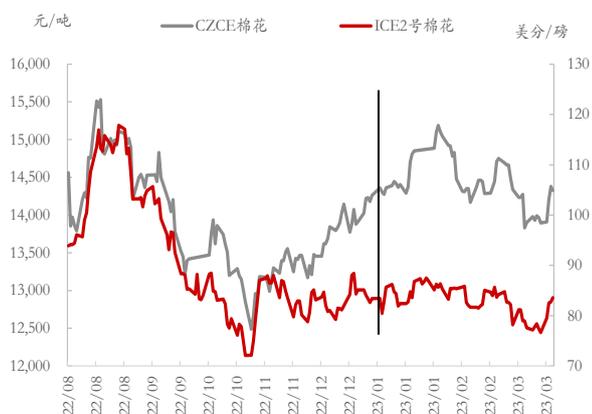
1、一季度郑棉冲高回落，总体维持宽幅震荡格局

春节前后，郑棉在下游补库需求及防疫政策放开后对需求前景的强预期影响下出现强劲上涨，主力5月合约期价最高上冲至15275元/吨；但节后下游纺织企业新增订单不及预期，令市场谨慎心理再度增强，郑棉期价开始回落。尽管年后现货纺织品市场走货情况仍相对顺畅，企业产成品库存并未出现累积，纺企的棉纱库存较低、织厂坯布库存也去化至中等水平，库存结构相对健康，但后续新增订单持续不足，基本都是内销订单支持，外单情况低迷，且多为短单、小单，这令市场对后续需求的持续性担忧。此外，3月份欧美银行风险事件的爆发也令整个金融市场动荡、避险情绪增加。在内外因共同作用下，郑棉震荡下滑，在3月下旬跌破14000一线，最低至近13700元/吨。由于现货产业并不是很差，下游库存结构健康，再加上棉花价格处于历史偏低档位以及成本的支撑，郑棉下行空间受限，总体仍维持在宽幅震荡的格局之中。

外盘方面，ICE棉价近月合约整体维持在80-90美分/磅区间震荡，本年度全球棉花供应过剩，而欧美纺织订单减少，东南亚纺织国纱厂开工率虽有回升，但仍处于同期低位水平，对原料采购较为谨慎，需求面的弱现实持续，令价格整体表现疲软。3月下旬因欧美银行风险事件带来的宏观金融市场动荡，ICE棉价一度跟随周边大宗商品下破80美分一线至最低75.7美分/磅，但随后随着外部金融市场情绪的缓和，棉价又重回80-90美分/磅区间。

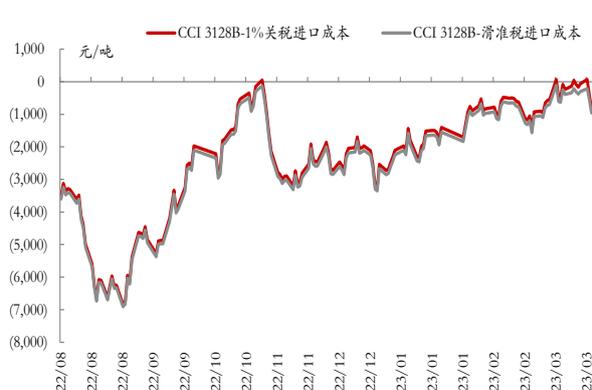
由于中国防疫放开，国内内销订单出现明显的改善，而内销订单尽量用的是价格相对较低的疆棉，外单则一直很低迷，国际纺织市场需求弱现实仍在持续，令棉市呈现出内热外冷的情况，国内棉价表现强于外盘，内外棉价差进一步得到修复。

图表1：国内外棉花主力期价走势



资料来源：wind，东证衍生品研究院

图表2：内外棉现货价差



资料来源：wind，东证衍生品研究院

2、宏观：交易衰退还是交易宽松预期？

国际宏观形势对包括棉花在内的大宗商品市场影响越来越大，未来棉花行情的研判需要对宏观形势怎么演变有大体的研判，结合东证衍生品研究院宏观团队的研究，我们的观点如下：

（一）国际宏观方面

1、美联储货币政策预期的变化

美联储已从之前的激进加息期进入到加息降速期，而硅谷银行事件的发生标志着加息正进入尾声，考虑到通胀的较强韧性，在守住不发生金融危机的底线上，加息斜率预计将进一步放缓，甚至可能很快停止加息，但预计货币政策不会很快转向，为确保通胀下行，高利率预计将持续一段时间，直至看到核心通胀有明确的下行迹象、美国经济衰退压力上升，迫使美联储政策转向宽松，或让市场预期美联储转向，政策转向预期或发生在下半年。因此，虽然加息近尾声，但后续或还需要相继经历“高利率持续”和“转向宽松”的阶段，对应到金融市场的影响，则可能是先交易“衰退”，期间类似硅谷银行事件的金融风险事件发生的概率仍较大，很多美国中小银行仍存在爆雷的风险，这也是需要市场警惕；之后可能才交易“宽松预期”，故包括棉花在内的大宗商品二季度面临的外部金融市场带来的震荡风险预计仍较大，相对更看好下半年行情。

2、美国经济衰退的压力

美联储通过高利率控通胀的同时，对内扩表以紧急支持金融系统的流动性，考虑到次贷危机后金融杠杆率不高以及政府部门的积极快速介入行为，系统性风险或者债务危机可能暂难触发，但银行预计将提升防风险的等级，进而将收缩信用、收紧银根，这将增加美国经济下行的压力，美国可能陷入“滞胀式”衰退。

综合来看，目前美国货币政策正进入“紧缩”到“宽松”间的过渡期，政策对大宗市场的压力趋于减弱，但又很难明显放松；美元指数二季度或上下两难，下半年预期总体震荡偏弱；通胀方面，考虑到美国劳工工资上涨支持、供应链因大国博弈而不畅、中国疫情放开也将提升需求等方面，通胀韧性较强。因此，二季度，宏观面对于包括棉花在内的大宗商品的影响，预计为加大商品市场的波动风险，表现或为波动性大于趋势性；下半年影响预期偏多。此外，美国乃至全球经济预期衰退的压力下，近月合约可能受拖累更大。风险点在于金融风险事件扩散导致金融危机爆发。

（二）国内宏观方面

国内方面，3月全国“两会”的召开给2023年国内宏观经济的走向定下基调，2023年GDP目标定在5%，显示出国家考虑到实际国情，实事求是，追求经济发展的相对稳健，走高质量发展路线，“量质并举”更偏重“质”。

房地产方面：“有效化解优质头部房企风险，改善负债状况，防止无序扩张，促进房地产平稳发展。”预示着房地产方面，难有更大规模的自上而下的刺激，但也不会收紧，可能是缓筑底，慢增长的状态。

财政政策方面：整体支出温和，无大规模的刺激；稳增长和防风险并举。

货币政策方面：强调“精准乏力”，而非广谱型的投放。

消费方面：把恢复和扩大消费摆在首位，多渠道增加城乡居民收入。

总体来看，国家政策料以托底为主、稳中求进，而大国博弈激烈、欧美经济下行压力等导致出口前景不乐观，考虑到连续三年的疫情防控令民众收入明显减少、储蓄意愿增强、就业压力增加，目前稳就业方面都还存在一定的客观压力，疫后国内消费的发力需要政策支持也需要时间，全年国内宏观经济料为温和复苏。

分阶段看，前期国家已出台一系列稳经济、稳房地产的政策措施，社融和信贷数据连续超预期，3月27日还有央行降准的举措，政策支持稳经济大盘的目标明显。两会之后，各项经济工作将逐步落实推进，政策效果也将逐步显现，国内宏观经济及内需恢复的斜率预计将逐步提升，下半年内需及经济恢复或更为明显，通胀预计将有所上升。

3、需求：二季度向上驱动力不足，下半年预期向好

3.1、外需低迷，但最差的时候或正在过去

外需方面，二三季度美国及全球宏观经济面临下行压力较大，这将抑制纺服整体消费；从美国渠道去库的进度看，美国纺服零售商库存去化在2023年1月基本已经回到长期趋势的中枢位置，这或意味着零售商距离主动去库结束已不远了，二季度可能就有部分零售商开始增加补库需求；在零售商大力度的打折促销下，零售商销售相对较好，叠加进口的减少，是导致零售商库存得以快速去化的主要原因。批发商库存由于此前累积量较大，目前还在相对高位水平，去库压力相对大得多；批发商销售情况明显较差，主要是通过进口的减少来主动去库。但随着零售商主动去库压力的逐渐消退，补库需求或将开始增加，意味着批发商库存去化的力量除了减少进口外，还将增加来自需求提升的贡献，后续批发商销售或将见底回升，批发商库存或在今年1-2季度加速去库，但考虑到宏观经济下行压力影响，销售增速及去库速度的提升仍将受到抑制。

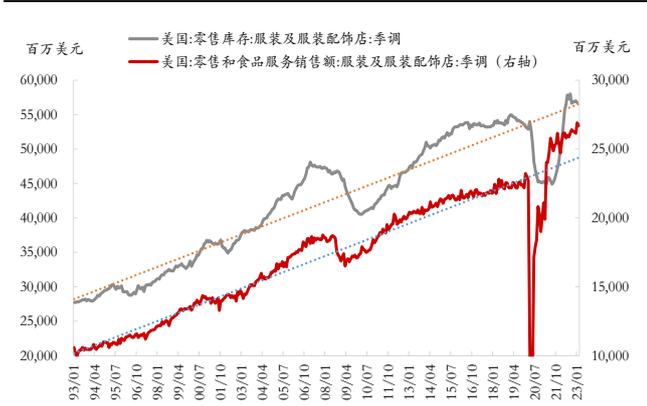
根据历史数据，美国主动去库周期要持续3-4个季度，被动去库持续约4-5个月。而本轮去库自2022年7-8月份开始，这或意味着美国纺服订单的改善可能要到2季度末-3季度出现，被动去库阶段实际上盈利已经开始改善，订单就开始下了，虽然此期间订单回升幅度不是很大，而且在欧美去中国化的政治影响下，也不一定能分配给中国多少份额，好转幅度可能有限，但预计将出现边际改善，叠加去年的低基数效应，也有利于提振市场信心。

此外，从美国服装及棉制品月度进口情况来看，在2022年11月降至2010年以来的历史低位（除2020年外），12月、23年1月环比改善，同比降幅也有所收窄，美国进口或将不会进一步恶化，最差的时候或正在过去。

而欧洲方面，能源价格（尤其是天然气）已经回落至俄乌冲突之前的水平了，能源紧张的状况已明显缓和，这也有利于需求的改善。

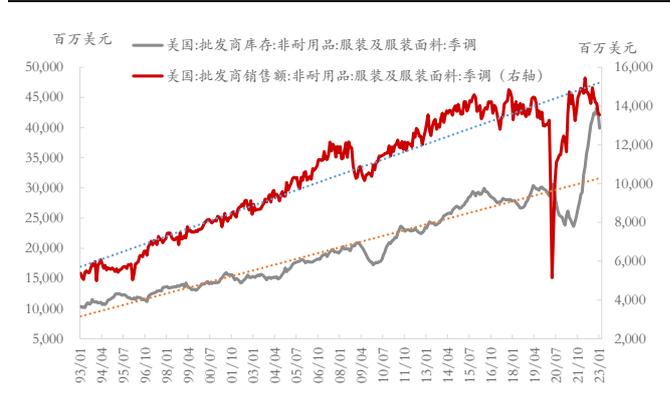
国际纺联（ITMF）23年2月发布的纺织调查显示，2021年11月以来全球纺织订单持续下降，2023年1月，全球除了北美和中美地区以外，其他地区和产业各环节的订单指数都为负值。调查显示，未来六个月的商业预期大幅上升，全球受访者普遍对2023年6月的形势持乐观态度。

图表 3: 美国服装零售库存和零售销售额



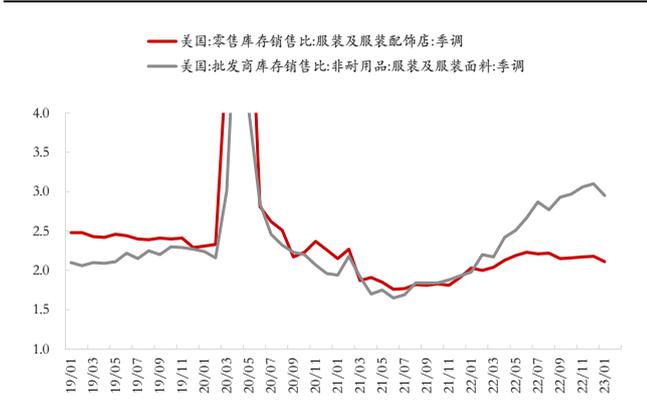
资料来源: wind, 东证衍生品研究院

图表 4: 美国服装批发商库存和批发商销售额



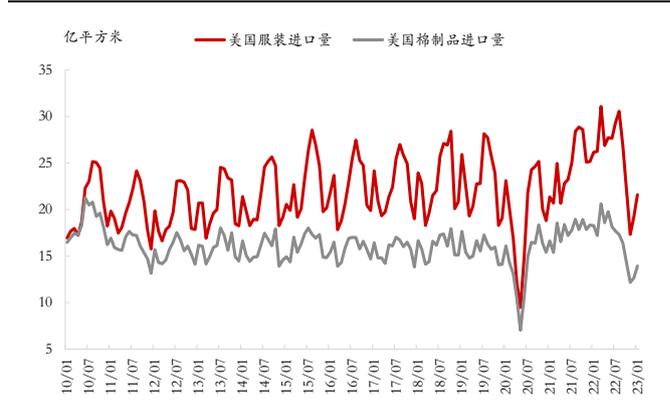
资料来源: wind, 东证衍生品研究院

图表 5: 美国服装零售库销比和批发商库销比



资料来源: wind, 东证衍生品研究院

图表 6: 美国服装及棉制品月度进口量



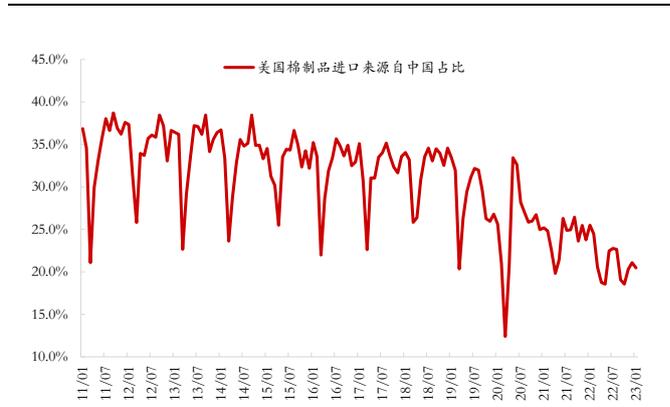
资料来源: trade.gov/OTEXA, 东证衍生品研究院

图表 7: 美国服装及棉制品月度进口量同比



资料来源: trade.gov/OTEXA, 东证衍生品研究院

图表 8: 美国棉制品进口来源自中国的比例

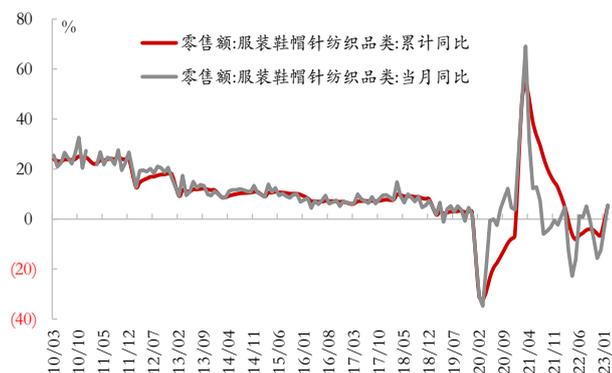


资料来源: trade.gov/OTEXA, 东证衍生品研究院

3.2、内需预期温和复苏，但复苏的斜率料将逐步提升

据统计局的数据，2023年1-2月份，服装鞋帽、针、纺织品类商品零售额为2549亿元，同比增长5.4%，高于社会消费品零售额3.5%的同比增速。随着疫情放开，被压抑已久的出行、旅游需求集中释放，春节前后，纺服消费也出现明显改善，棉纺行业景气指数快速提升。结合前文对国内宏观经济的分析，2023年，国内防疫政策放开，叠加国家稳经济政策的落地、对国内消费的重视等，2023年国内宏观经济预计将企稳回升，消费者信心将逐步得到改善，纺服内需前景向好。但内需复苏的幅度不确定，考虑到外部国际环境动荡、出口拖累，内需预计温和复苏为主。分阶段看，内需复苏的斜率预计将逐步提升，下半年内需复苏的斜率可能相对更高一些。

图表9：中国纺服零售额累计同比及当月同比



资料来源：wind，东证衍生品研究院

图表10：中国棉纺织行业景气指数



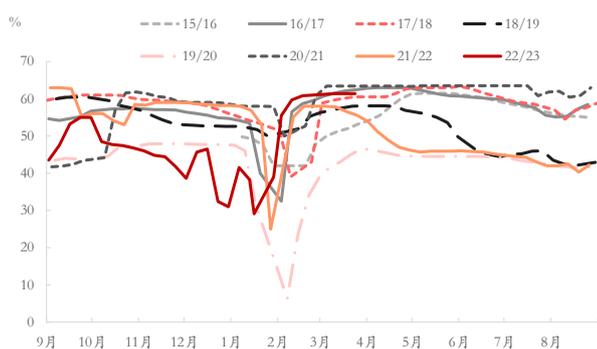
资料来源：wind，东证衍生品研究院

3.3、国内纺织企业库存结构健康，但后续新增订单不足令产业信心不足

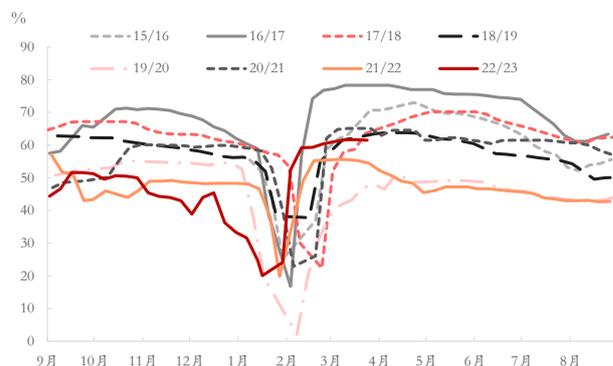
从下游纺织业情况看，春节前后纺织企业订单火爆，主要得益于三方面因素的累加效果：1、去年产业持续去库令纺织企业原料端库存、贸易商手中库存普遍较低，同时也存在上半年纺织旺季来临前的季节性补库需求；2、防疫放开后对消费前景的乐观预期，提振企业备货信心；3、防疫放开后，终端消费被压抑的需求集中释放，表现在快返单的明显增加。这导致纺织企业成品库存得以去化，其中纺企棉纱库存目前还在平均10天左右的高低水平，织厂坯布库存也逐渐降至平均25天左右的中等水平；纺织企业也重建了原料端的库存，目前纺企棉花的库存已升至平均一个多月的常规库存水平，织厂棉纱库存也处于中等水平；纺织企业开工率良好，纺企生产利润尚可，其中新疆纺企生产利润较好。

然而，火爆的行情持续时间不长，元宵节后，新增订单开始呈现不足的状况，订单以内销单为主，大多为短单、小单，大单、长单难寻，外单更是毫无起色。虽然截至目前整体产销相对平衡，企业产品端库存还未出现明显的累积，但订单提不上价，企业顺价走货为主。目前企业订单大多可维持到4月上中旬，家纺订单尚可，整体新增订单趋缓，而清明后纺织将逐渐进入淡季，产业对后市信心不足，审慎观望的氛围愈浓。且近期纺织企业原料库存已补充到常规水平，这也制约着后续补库力度。

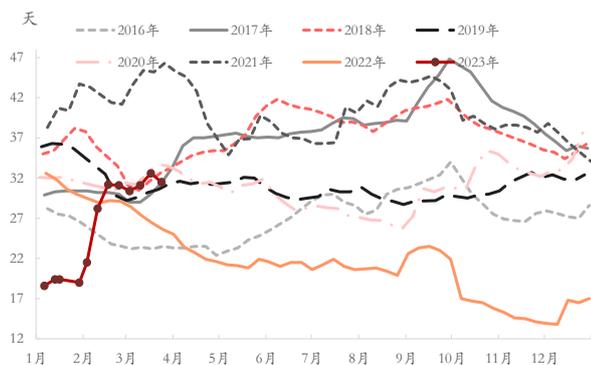
结合上文对内外需的分析，二季度外需料仍难有明显的起色，而内需方面，随着纺织逐渐进入淡季，此前被压抑的消费得到集中释放后或在二季度趋于理性，企业原料端库存也已得到一定程度的补充，需求面对棉价或难以提供持续向上的驱动力。但也不宜过分悲观，目前国内下游纺织企业库存结构相对健康，内需预计也不会很差，外需最差的时候或正在过去，需求面对棉市有拖累，但可能不会形成大的打压作用，后市需持续跟踪企业新增订单情况以及库存情况。下半年需求预期向好，因内需恢复斜率预计更高、外需或现边际改善。

图表 11: 纯棉纱厂负荷


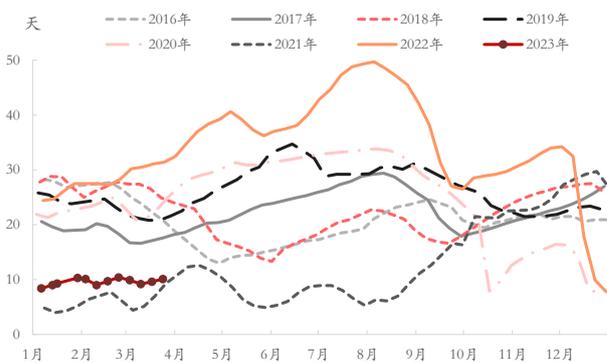
资料来源: TTEB, 东证衍生品研究院

图表 12: 纯棉布厂负荷


资料来源: TTEB, 东证衍生品研究院

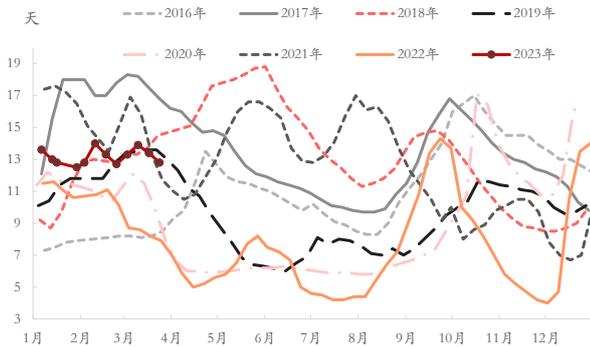
图表 13: 纺企棉花库存


资料来源: TTEB, 东证衍生品研究院

图表 14: 纺企棉纱库存


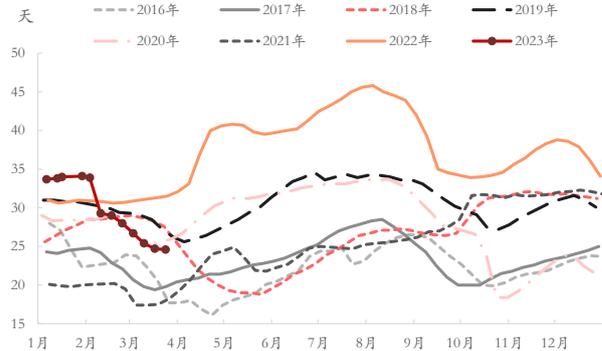
资料来源: TTEB, 东证衍生品研究院

图表 15: 织厂棉纱库存



资料来源: TTEB, 东证衍生品研究院

图表 16: 织厂棉布库存



资料来源: TTEB, 东证衍生品研究院

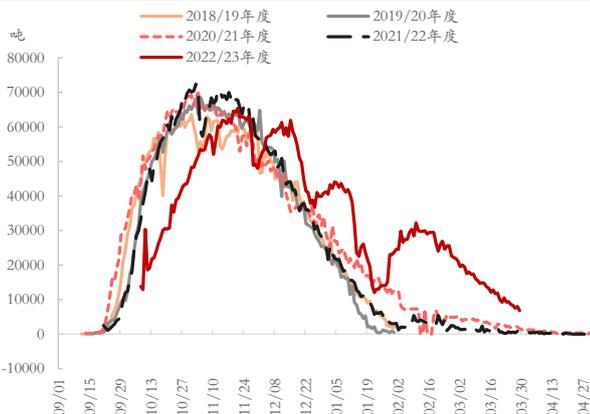
4、国内基本面

4.1、22/23 年度疆棉产量超预期

受年前疫情影响, 22/23 年度疆棉整体收购、加工、公检进度推迟, 上市进度缓慢。目前疆棉加工还未完全结束, 截止到 2023 年 3 月 28 日, 新疆地区皮棉累计加工总量 613.9 万吨, 同比增加 15,73%; 2022/23 年度新疆监管棉公证检验量 601.86 万吨, 同比增加 13.82%。目前疆棉日加工量有数千吨, 据悉, 南疆部分轧花厂将加工至 4 月份, 22/23 年度疆棉产量或将达到 620-630 万吨的历史最高水平。

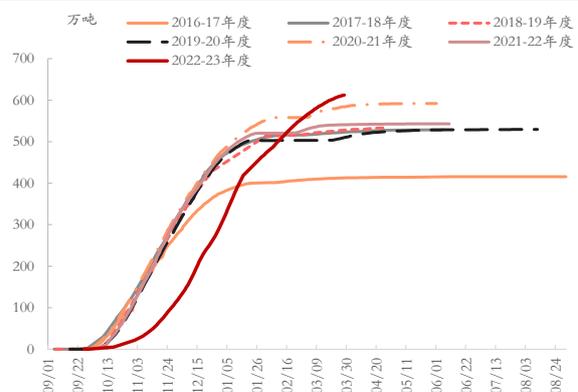
22/23 年度新疆轧花厂销售进度较快, 轧花厂手中的货基本已转移至贸易商, 贸易商手中的货较多, 销售基差竞争激烈。目前贸易商走货不顺畅, 期价跌的时候产业逢低补库、随用随买, 涨上来后就观望、成交明显减少。但据调研了解到, 由于对今年整体行情偏乐观, 贸易商也没有急着抛售的意愿, 价格下跌时, 反而考虑调仓减少套保比例; 价格上涨, 可能增加一些套保或暂维持不变。

图表 17: 新疆轧花厂单日加工量



资料来源: 我的农产品网, 东证衍生品研究院

图表 18: 中国棉花累计检验量

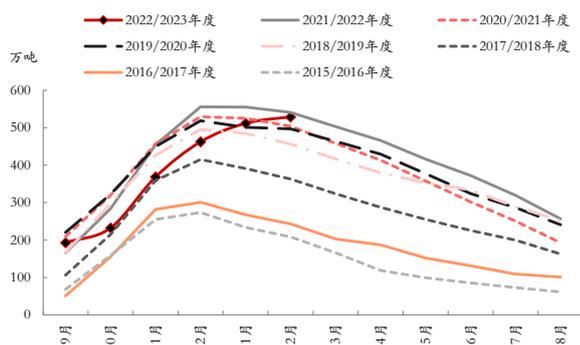


资料来源: TTEB, 东证衍生品研究院

4.2、商业库存

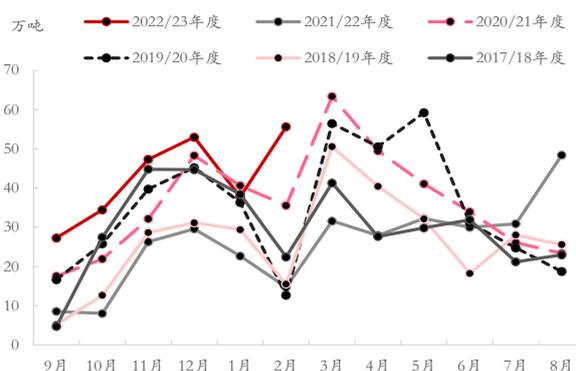
根据棉花信息网的数据，截至2月底，全国棉花商业库存528.91万吨，同比减少2.2%（11.9万吨），降幅进一步收窄，为历史同期次高点，其中新疆商业库存已反超去年同期。其中，商业库存里含有大约数十万吨的上年度高成本陈棉，考虑到陈棉库存很大部分在大型棉企手中，目前价位水平下流动性有限，可能难对流通领域形成有效供应，故供应面压力可能低于数据呈现出来的情况。不过，22/23年度疆棉高产，且春节后疆棉外运通畅，3-4月份一般为疆棉外运高峰，在下游纺织企业缓慢谨慎的采购策略下，二季度国内现货供应形势宽松。

图表 19：全国棉花商业库存



资料来源：wind，东证衍生品研究院

图表 20：新疆棉花出疆外运量



资料来源：wind，东证衍生品研究院

4.3、新作种植成本、面积及收购预期

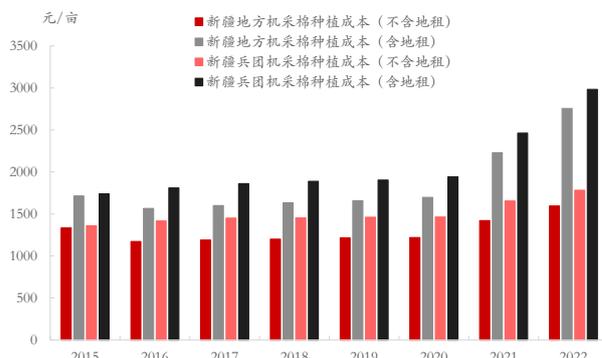
● 种植成本：

根据国家棉花监测系统的调查，2022年新疆棉花种植成本涨幅较大，其中地租成本上涨400元/亩左右至平均1200元/亩，再加上农资费用也有一定程度的上涨，22/23年度疆棉机采棉租地种植成本大幅提升至2755-3000元/亩，自有土地种植成本在1600-1800元/亩。

目前时至3月底，23/24年度新疆新棉种植将逐渐展开，据机构调查，今年新疆南疆部分地区租地费用下降200-300元/亩，农资成本变化不大；北疆地租及种植成本基本同比持平，则23/24年度新疆北疆机采棉租地种植成本基本仍在2700-3000元/亩，自有土地种植成本同比基本持稳在1600-1800元/亩。对于租地种植者，按单产450公斤/亩籽棉折算，籽棉生产成本在6-6.7元/公斤；对于自有土地种植者，按单产400公斤/亩籽棉折算，籽棉生产成本在4-4.5元/公斤。

图表 21: 新疆及内地主产区地租费用


资料来源: 国家棉花监测系统, 东证衍生品研究院

图表 22: 新疆机采棉种植成本


资料来源: 国家棉花监测系统, 东证衍生品研究院

● 种植面积预期:

23/24 年度疆棉种植面积预计减少, 原因: 1、去年种植成本大幅提升, 令农户种植收益大幅减少, 而今年新疆租地成本及种植成本仍较高, 棉农种植棉花的积极性减弱, 且到目前为止, 2023 年的目标价格政策还未公布, 这也令棉农不安; 2、粮棉比价较高, 且国家政策面强调保粮, 部分地区计划增加粮食种植面积, 政策引导退出低质低效棉区种植玉米、大豆等粮食作物。但考虑到种植习惯、销路和收益能得到保障等方面, 种植意愿可能也不会大幅下降, 面积减少的幅度或还是有限, 我们初步预计 23/24 年度新疆棉花种植面积减少 5%-10%, 疆棉产量预估将降至 550-580 万吨。对于新疆新棉种植面积的减幅, 市场分歧较大, 产业内也有机构预计减幅在 10% 以上, 而中储棉、中棉协及 BCO 的最新调查预计疆棉面积减幅不到 5%, 后续需关注新作种植情况。

此外, 今年内地植棉意向面积也有较大降幅, 由于内地没有直补政策, 2022 年种植成本大幅提升, 而棉花交货价大幅下跌, 致使农户植棉收益大降, 中棉协、国家棉花监测系统最新调查显示内地意向面积同比下降约两三成。

图表 23: 2023 年棉花种植意向面积及产量预估

调查机构	新疆面积 (万亩)	同比	新疆产量 (万吨)	同比	全国面积 (万亩)	同比	全国产量 (万吨)	同比
国家棉花监测系统 (2023.3)	3842.5	-2.30%	576.7	-7.40%	4389.1	-4.90%	617	-8.20%
中棉协 (2023.2)	3768.42	-0.50%			4211.96	-3.70%		
BCO (2023.3)	3610	-2.30%	566.8	-5.90%	4181	-2.80%	614.9	-6.10%

资料来源: 国家棉花监测系统, 中棉协, BCO, 东证衍生品研究院

● 新棉收购预期:

2022 年, 新疆棉花机采率已达到 85% 以上, 2023 年预计将增至 9 成, 意味着采收期集中; 新疆轧花厂数量 1000 余家, 轧花产能 1200 万吨左右, 远高于新疆棉花资源量; 22/23 年度棉花期价给出了较好套保利润空间, 轧花厂收益尚可。在 23/24 年度新作种植面积

及产量预计减少的情况下，今年新作籽棉收购期出现抢收的概率较大，籽棉收购价大概率同比提升。去年棉市崩塌的情况下，籽棉平均收购价 5.9-6 元/公斤，今年预计新疆籽棉收购价能到 6.5-7 元/公斤之上的水平，则折皮棉加工成本应在 15000 元/吨之上了，因此对于盘面 2401 合约在 15000 元/吨以下或有良好的逢低多配价值。

图表 24：不同籽棉收购价、棉籽价情况下的皮棉加工成本测算

棉籽价格 (元/公斤)	籽棉收购价 (元/公斤)						
	6	6.2	6.5	7	7.2	7.5	8
3.5	12213	12747	13547	14880	15413	16213	17547
3.2	12649	13183	13983	15316	15849	16649	17983
3	12940	13473	14273	15607	16140	16940	18273
2.8	13231	13764	14564	15897	16431	17231	18564
2.6	13521	14055	14855	16188	16721	17521	18855
2.4	13812	14345	15145	16479	17012	17812	19145

资料来源：东证衍生品研究院

4.4、国内供需平衡表：疆棉高产令 22/23 国内供应充足，23/24 年度社会库存或去化

22/23 年度：随着疆棉价格近尾声，产量形势明朗，在 670-680 万吨左右，相对而言，USDA3 月报告对中国产量存在低估，后续有上修的可能；

消费方面，国内疫情放开，国内消费将恢复，叠加内外棉低价差抑制进口棉、进口纱量，进而增加疆棉替代需求，22/23 年度国内棉花消费同比将有所增加，但外需持续低迷的情况下，本年度棉花需求恢复的力度有限，预计仍在 800 万吨以下，据调研，产业对消费整体评估较为谨慎，多预计消费量在 760-770 万吨左右水平。

进口方面，由于疫情放开后国内消费先于国外回暖，海外仍面临着经济下行压力较大，内外棉价差在今年有所恢复，但考虑到疆棉禁令影响，内外棉价差预计难以修复至往年正常水平，整体仍处低位，进入到流通领域的进口棉量预计难有明显的增长，国储通过中字头企业进口入库量难以确定，总进口量还存在一定的变数，机构多预计在 160 万吨左右。

22/23 年度，疆棉高产，国内棉花供需平衡表难现缺口，期末库存预计继续累积，期末商业库存同比或仍有小幅增加，处于历史高位水平，未来需关注国储是否有轮入或者轮出政策出台。

23/24 年度：全国棉花种植面积及产量预期下滑，产业机构初步预估降至 615 万吨左右，若天气不利，未来仍有下调的空间；消费方面，国内开始注重内循环，随着支持消费的相关政策措施不断落地推进，下年度内需预计将有进一步的增长，而外需随着美联储政策的转向，宏观经济或有改善，叠加美国纺服渠道去库将结束，外需预计将有所恢复，我们认为消费预计会回升至 800 万吨以上水平，棉花信息网对消费或低估；产需缺口将拉大至 200-230 万吨以上，国内流通领域库存（社会库存）或将得到去化，期末商业库存料同比有所下降，内外棉价差预计将进一步修复。不过，考虑到大户手中还有不少的

21/22 年度高成本陈棉库存，这将限制价格上涨的空间，持棉大户的动作及产业政策面动态需关注。

图表 25: 国内外机构的中国供需平衡表

机构	中国棉花信息网 (3月)						USDA (3月)				
	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23
期初库存 (万吨)	592	543	524	562	581	645	827.3	781.9	791.3	822.9	839.6
产量 (万吨)	577	575	633	583	674	615	609.6	597.7	644.5	583.5	642.3
进口 (万吨)	203	160	274	174	155	180	209.6	155.4	280.0	170.7	163.3
消费 (万吨)	824	750	869	735	763	768	860.0	740.3	892.7	734.8	783.8
出口 (万吨)	5	4	0	3	2	2	4.6	3.4	0.2	2.6	2.7
期末库存 (万吨)	543	524	562	581	645	670	781.9	791.3	822.9	839.6	858.7
库存消费比 (%)	65.90%	69.87%	64.67%	79.05%	84.53%	87.24%	90.4%	106.4%	92.2%	106.3%	105.1%

资料来源: 中国棉花信息网, USDA, 东证衍生品研究院

5、国际棉花基本面情况

5.1、美国

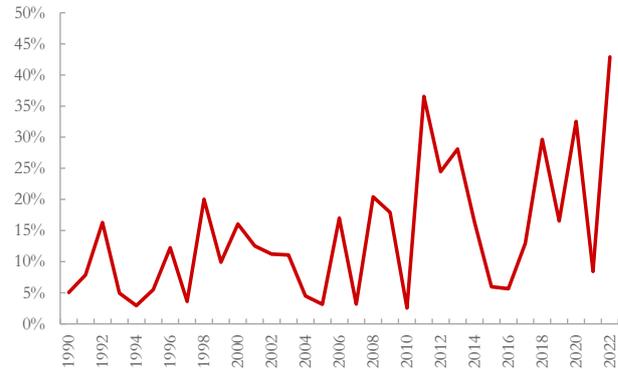
5.1.1、23/24 年度美棉种植面积预期减少，产量因天气而存在较大变数

美棉新作即将进入种植季，去年国际棉价大跌以及严重的干旱天气令棉农收益大幅下滑，高粮棉比价下，23/24 年度美棉种植面积预计将减少。NCC 在 2 月份预计 2023 年美棉意向面积同比下滑 17% 至 1140 万英亩；2 月底的 USDA 展望论坛上预计美棉种植面积同比减少 20.8%，至 1090 万英亩，关注 3 月 31 日 USDA 将公布 2023 年美棉意向面积报告情况。从产区土壤条件看，虽然旱情较去年是有明显的缓解，但目前美棉最大主产区得州的干旱监测指数仍处于偏高水平，高于过去 10 年同期均值，显示当地还是偏旱一些。从美国 NOAA/CPC 公布的美国干旱季度展望来看，西南棉区尤其是得州西部的旱情可能在二季度持续。若果真如此发展，则可能影响到新作种植，种植面积可能低于预期，市场存在天气炒作的风险。

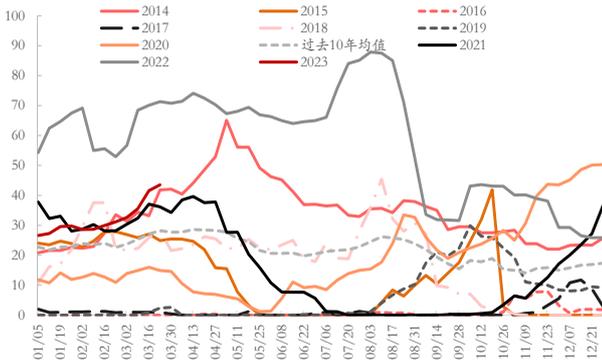
此外，未来天气变化对弃收率影响也较大，22/23 年度美棉扩种却减产的局面就是拜严重旱情导致的高弃收率所致，22/23 年度的弃收率达到创纪录的 45.9%，此前 USDA 展望论坛预计 23/24 年度美棉弃收率将回落至 18.3%。美国 NOAA 的气候模型显示，目前正处于拉尼娜气候尾声，之后将进入 ENSO 中性状态，且该状态将在北半球春季及夏初持续，这或意味着天气形势将较去年有所好转，但未来天气还存在较大变数，仍需要密切跟踪关注。例如，2021 年，3-4 月份处于拉尼娜气候条件，美国得州干旱状况与今年类似，4 月份干旱持续的状况一度给市场带来利多炒作，但 5 月份随着拉尼娜减弱，并于 6-7 月份进入 ENSO 中性状态，得州在 5 月份迎来了有利降水，令旱情得到明显缓解，并维持良好的土壤湿度状况直至收获期。当年 21/22 年度美棉弃收率降至 8.5% 的历史低位水平，导致出现了种植面积下滑却增产的局面。今年是否会重演 2021 年的情况呢？但目前干旱和降雨的季度展望貌似还不支持，后续需密切跟踪天气变化。

表 26: 美豆、玉米与美棉的比价

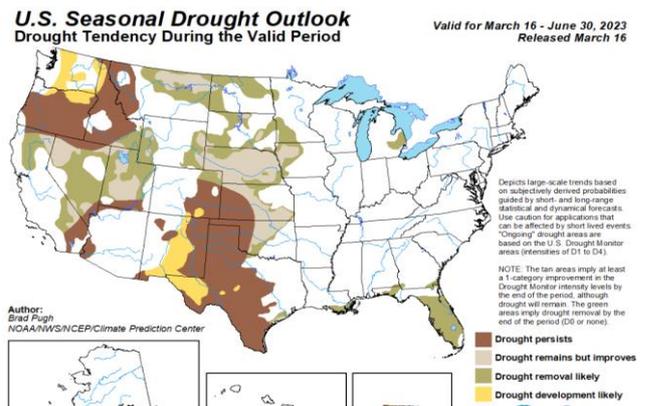

资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

图表 27: 美棉弃收率情况


资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

图表 28: 美棉主产区得州干旱监测指数(D2+D3+D4)


资料来源: US Drought Monitor, 东证衍生品研究院

图表 29: 美国干旱季度展望


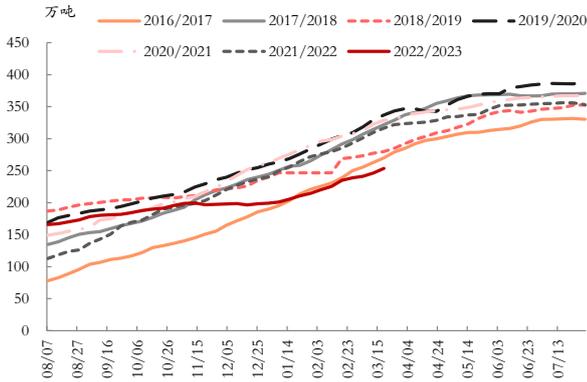
资料来源: NOAA CPC, 东证衍生品研究院

5.1.2、22/23 年度美棉出口签约基本完成年度出口目标

年后随着 ICE 棉价的震荡下滑, 以及中国疫情放开后的需求改善带动, 亚洲买家的采购活跃度较去年 11-12 月份有所回升, 但进入本年度以来, 周均不到 3 万吨的周度出口签约量明显处于历史偏低水平, USDA 月度供需报告也不断下修美棉出口预估。截至 3 月 16 日, 2022/23 美棉陆地棉和皮马棉总签售量 257.27 万吨, 占年度预测总出口量 (261.3 万吨) 的 98%; 累计出口装运量 143.55 万吨, 占年度总签约量的 56%。目前本年度美棉出口签约基本完成年度出口目标, 即将进入“超卖”节奏, 后续 USDA 报告可能重新上修 22/23 年度美棉出口预估量。

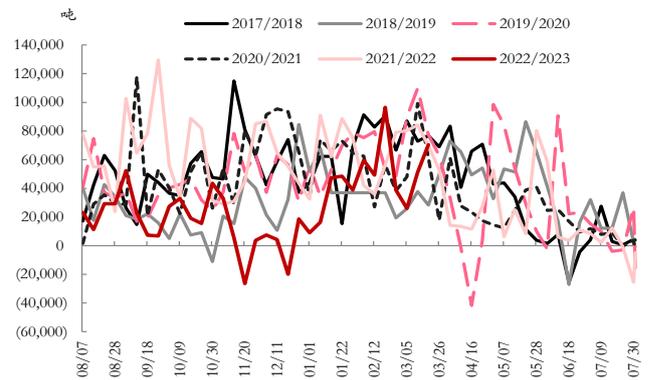
对于 23/24 年度, 考虑到中国及全球消费需求预期回升, 而疆棉禁令将支持国际市场对非疆棉资源的需求, 美棉出口需求预计将获得良好的支持; 而下年度种植面积预期大降, 即便天气正产, 产量恢复的程度预计也将有限, 整体料维持低位。我们认为, 23/24 年度美棉出口占总供应的比重料将回升至 69% 左右的水平。

图表 30: 美棉当前年度累计出口签约量



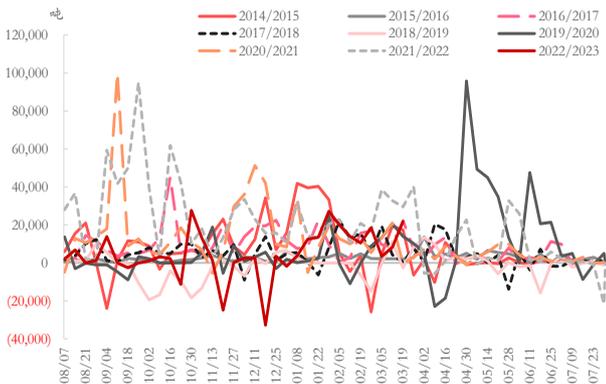
资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

图表 31: 美棉周度出口签约量



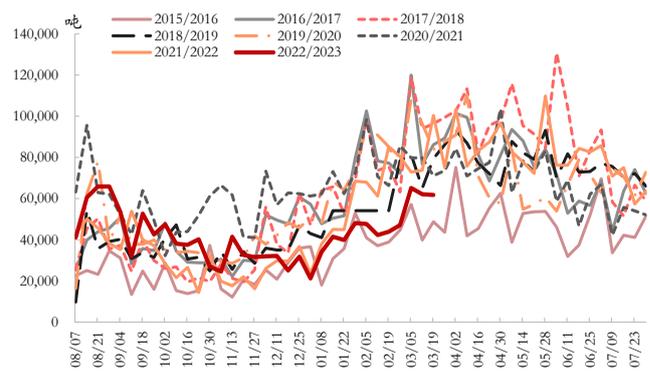
资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

图表 32: 美棉周度出口签约至中国量



资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

图表 33: 美棉周度出口装运量



资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

图表 34: 截至 2023 年 3 月 16 日美棉出口情况年度对比

单位: 万吨	年度陆地棉装运总量	截至目前已装运量	已装运占年度出口比例	未装运量	截至目前总签约量	已签约量占年度出口比例
5 年均值	318.5	168.2	53%	150.0	318.2	100%
2018/2019	298.4	143.9	48%	136.1	280.0	94%
2019/2020	321.5	186.6	58%	156.9	343.5	107%
2020/2021	337.5	207.5	61%	121.4	328.8	97%
2021/2022	298.9	142.7	48%	174.0	316.7	106%
2022/2023	256.5	141.1	55%	112.4	253.5	99%
同比		-1%		-35%	-20%	

资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

5.1.3、22/23 年度美棉供应宽松，23/24 年度期末库存预计有所下降

22/23 年度：由于全球需求疲软，USDA 自 2022 年三季度不断下调 22/23 年度美棉出口需求预估，致使期末库存和库销比预估不断上调，在最新的 USDA3 月供需报告中，USDA 预计 22/23 年度期末库存为 93.6 万吨，库销比 30.5%，库销比高于过去 5 年及 10 年均值水平，显示出供应宽松的局面。不过，从目前的出口签约进度情况看，后续报告有可能会将出口预估进行上调，若如此，则将导致期末库存和库销比有所下修。时至年度后期，供需面预估调整的空间预计有限，随着新棉种植的展开，市场关注点将转向下年度。

23/24 年度：USDA 要到 5 月份才正式公布下年度的供需平衡表，我们分不同的弃收率情形做了初步展望，种植面积按目前市场平均预估下降 20% 至 1100 万英亩，弃收率分别按 15%、20%、30% 测算，出口预估按供应比重的 69% 估算，单产按 10 年均值，初步估算出 23/24 年度美棉期末库存和库销比均较上年度有所下降，库销比范围

21.4%-23.4%，USDA 展望论坛预估 23/24 年度美棉库销比 24.8%，这低于过去 5 年均值、接近 10 年均值水平，显示出并不宽松的供应形势。由于 USDA 月度供需报告对美棉库销比预估值与 ICE 棉价呈现明显负相关关系，ICE 棉价在历史中枢位置 70-80 美分/磅处的支撑较强。

图表 35：美棉供需平衡表

	20/21	21/22	22/23 Proj.				东证初步预估 (23/24 年度)			USDA 展 望论坛
			2 月	3 月	环比	同比%	弃收率： 20%	弃收率： 30%	弃收率： 15%	
面积	百万英亩						弃收率： 20%	弃收率： 30%	弃收率： 15%	弃收率： 18.3%
种植面积	12.09	11.22	13.76	13.76	0	22.60%	11	11	11	10.9
收获面积	8.22	10.27	7.44	7.44	0	-27.60%	8.8	7.7	9.4	8.9
	磅/英亩									
单产	853	819	947	947	0	15.60%	845	845	845	852
	万吨									
期初库存	157.9	68.6	81.6	81.6	0	19.00%	93.6	93.6	93.6	93.6
产量	318.1	381.5	319.6	319.6	0	-16.20%	337.3	295.1	358.4	344
进口	0	0.2	0.2	0.2	0		0	0	0	0
总供应量	476	450.3	401.5	401.5	0	-10.80%	430.9	388.8	452	437.6
国内消费	52.3	55.5	45.7	45.7	0	-17.60%	52	52	55	50.1
出口	356	318.3	261.3	261.3	0	-17.90%	297.3	268.2	311.9	300.5
总使用量	408.2	373.8	307	307	0	-17.90%	349.3	320.2	366.9	350.6
损耗	-0.9	-5.2	0.9	0.9	0					
期末库存	68.6	81.6	93.6	93.6	0	14.70%	81.6	68.5	85.1	87
库销比	16.80%	21.80%	30.50%	30.50%	0	8.70%	23.4%	21.4%	23.2%	24.80%

注：浅灰色区域为东证及 USDA 棉花展望论坛对下年度美棉供需所作的预估

资料来源：USDA，东证衍生品研究院

图表 36: USDA 美棉月度库销比与 ICE 棉价走势



资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

图表 37: 美棉期末库存和库存消费比情况



资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

5.2、印度: 22/23 棉花上市进度持续落后令产量成谜, 23/24 面积预期下滑

22/23 年度: 印度新花上市持续缓慢, 截至 3 月 14 日, 22/23 年度印度棉花累计籽棉上市量折皮棉同比减少约 28%; 3 月中下旬, 周度上市量下了一个台阶, 至每周数万吨水平, 大幅低于前期的 11-13 万吨的周度上市水平。此前 CAI、USDA 已多次下调对 22/23 年度印度棉花估产, 但仍与目前的累计上市量有较大差距, 后续上市量能否回升? 机构对印度估产是否会继续下调? 印度棉上市偏慢, 其中有棉农惜售的影响, 6 月后印度进入西南季风期, 中部及南部的播种将展开, 雨水的增多也不利于籽棉的储存, 棉农需要在此之前加大库存销售, 关注 4-5 月份棉花上市量能否明显回升, 否则, 估产可能再度下调。

本年度偏低的印度棉花上市量, 支撑该国棉花现货价格维持在偏高位水平, 同时也制约着轧花厂和纺织企业的开机率, 叠加欧美订单的减少影响, 虽然一季度印度棉纱厂开机率有所回升, 但和近年来同期相比仍处于低位水平。从本年度迄今持续偏低的开机率状况看, 22/23 年度印度棉花消费量或为近年来仅高于 19/20 年度的次低位水平, 不排除需求预估仍有进一步下调的可能。

23/24 年度: 由于去年种植成本大幅增加, 而棉价腰斩, 印度棉农棉农收益下滑, 而目前粮棉比价较高, 2023 年印度棉花种植面积预计将减少, 部分农户或将转种大豆及谷物等其他作物。

图表 38: USDA 及印度棉协 (CAI) 对印度棉花供需平衡表预估

USDA: 印度供需平衡表 (3月)					CAI: 印度供需平衡表 (2月28日)				
万吨	19/20	20/21	21/22	22/23	万吨	19/20	20/21	21/22	22/23
期初库存	187.3	341.5	259.9	187.2	期初库存	54	213	122	54.2
产量	620.5	600.9	531.3	533.4	产量	612	600	522	532.1
进口	49.6	18.4	21.8	37.0	进口	26	17	23.8	20.4
消费	446.3	566.1	544.3	489.9	国内需求	425	575	540.6	510
出口	69.7	134.8	81.5	47.9	出口	85	133	73.1	51
期末库存	341.5	259.9	187.2	219.8	期末库存	183	122	54.2	46

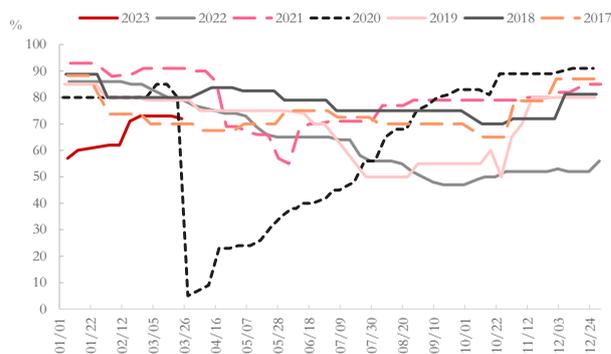
资料来源: USDA, CAI, 东证衍生品研究院

图表 39: 印度棉花 S-6 现货价格



资料来源: wind, 东证衍生品研究院

图表 40: 印度棉纱厂开机率



资料来源: wind, 东证衍生品研究院

5.3、全球: 23/24 年度产需格局预计转为平衡甚至可能短缺

22/23 年度:

USDA 对全球需求预估的调整远滞后于市场预期, 至 USDA3 月报告时, 对本年度全球消费的预估已下调至 2397.4 万吨, 为 14/15 年度以来仅高于 19/20 年度的次低位水平, 目前需求面的弱现实还在持续, 但预计继续下调的空间已不大; 供应面, USDA 对中国棉花产量预计有 30 万吨左右的上调空间, 全球棉花的产需过剩预估可能进一步小幅扩大, 供应宽松的局面对国际棉市有一定的拖累作用, 但预计难形成大的打压力量。

随着北半球进入种植季, 市场关注点将转向下年度的生产及供需预估情况, 22/23 年度基本面影响将减弱。

23/24 年度:

供应面: 高粮棉比价下, 全球种植面积预期下滑, 意味着 23/24 年度棉花产量没有明显提升的基础, 虽然若天气正常, 部分主产国单产或弃收率料有改善, 但整体产量料在過去 10 年均值 2500 万吨以下水平。

消费面：21/22、22/23 年度消费分别同比下降 5.7%、5.3%，消费连续两年下滑，从历史情况看，出现第三年下滑的概率很小，第三年消费保守预计有 4% 以上的增幅，甚至会有 10% 以上的增幅，则 23/24 年度消费将回升至 2500 万吨左右或以上水平。此外，从需求形势分析，如前文所述，国内随着支持消费的相关政策措施不断落地推进以及疫后经济的进一步恢复，下年度中国需求预计将继续增长，而外需随着美联储政策的转向，宏观经济或有改善，叠加美国纺服渠道去库将结束，外需预计也将有所恢复，23/24 年度全球消费大概率会恢复至 10 年均值之上水平，即 2500 万吨之上。

结合供需预估分析情况，则 23/24 年度全球产需格局预计将由本年度的过剩转为趋于均衡甚至可能短缺的局面，基本面前景有望转强或推动国际棉价走好。

图表 41：全球各主产国及主要消费国的产需历年情况

产量 (万吨)		中国	美国	印度	巴基斯坦	澳洲	巴西	全球	全球同比
	2017/2018	598.8	455.6	631.4	178.5	104.5	200.7	2708.1	15.9%
	2018/2019	609.6	399.9	566.1	165.5	47.9	283.0	2579.9	-4.7%
	2019/2020	597.7	433.6	620.5	135.0	13.6	300.0	2616.3	1.4%
	2020/2021	644.5	318.1	600.9	98.0	61.0	235.6	2427.5	-7.2%
	2021/2022	583.5	381.5	531.3	130.6	125.2	255.2	2523.5	4.0%
	2022/2023	642.3	319.6	533.4	84.9	119.8	289.6	2505.8	-0.7%
	22/23 年度同比	10.1%	-16.2%	0.4%	-35.0%	-4.3%	13.5%	-0.7%	
消费 (万吨)		中国	印度	巴基斯坦	孟加拉	土耳其	越南	全球	全球同比
	2017/2018	892.7	538.9	237.3	163.5	164.4	143.7	2690.6	6.0%
	2018/2019	860.0	529.1	233.0	157.0	150.2	152.4	2610.1	-3.0%
	2019/2020	740.3	446.3	206.8	150.5	143.7	143.7	2269.2	-13.1%
	2020/2021	892.7	566.1	235.1	185.3	167.7	158.9	2684.5	18.3%
	2021/2022	734.8	544.3	233.0	185.3	189.4	145.9	2531.5	-5.7%
	2022/2023	783.8	489.9	187.2	176.6	167.9	137.2	2397.4	-5.3%
	22/23 年度同比	6.7%	-10.0%	-19.6%	-4.7%	-11.4%	-6.0%	-5.3%	

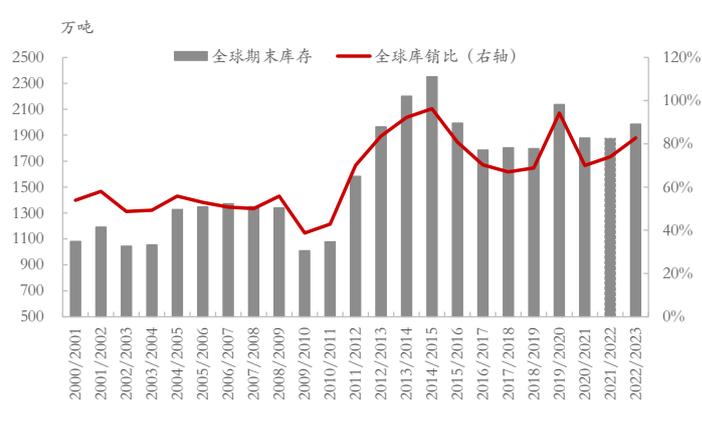
资料来源：USDA，东证衍生品研究院

图表 42: 全球棉花产需情况



资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

图表 43: 全球棉花期末库存和库存消费比情况



资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

6、总结与展望

(1) 宏观影响:

美联储加息正进入尾声,但预计货币政策不会很快转向,为确保通胀下行,高利率预计将持续一段时间。二季度在“宏观经济衰退压力”以及“货币政策宽松预期”的博弈下,外部金融环境或仍将表现得较为动荡,期间类似硅谷银行的金融风险事件发生的概率仍较大,需要市场警惕。包括棉花在内的大宗商品二季度面临的外部金融市场带来的震荡风险预计仍较大,相对更看好下半年行情。

(2) 需求方面:

- 外需:美国纺服零售商距离主动去库结束已不远了;美国服装及棉制品月度进口降至2010年以来的历史低位(除2020年外),继续下滑的空间或不大,且已出现企稳迹象;欧洲能源紧张的状况已明显缓和。外需最差的时候或正在过去,下半年或边际改善,但幅度预计不大。
- 内需:2023年预计温和复苏。

分阶段看,二季度外需料仍难有明显的起色,而内需方面,随着纺织逐渐进入淡季,此前被压抑的消费得到集中释放后或在二季度趋于理性,企业原料端库存也已得到一定程度的补充,需求面对棉价或难以提供持续向上的驱动力。但也不宜过分悲观,目前国内下游纺织企业库存结构相对健康,内需预计也不会很差,外需最差的时候或正在过去,需求面对棉市有拖累,但可能不会形成大的打压作用,后市需持续跟踪企业新增订单情况以及库存情况。下半年需求预期向好,因内需恢复斜率预计更高、外需或现边际改善。

(3) 国内供需基本面:

- 22/23年度,疆棉高产,国内棉花整体供应不缺。二季度在下游纺织企业谨慎缓慢的采购策略下,现货供应形势宽松。

➤ 新作：23/24 年度疆棉种植面积及产量预计减少，今年新作籽棉收购期出现抢收的概率较大，籽棉收购价大概率同比提升，郑棉 2401 合约在 15000 元/吨以下或有良好的逢低多配价值。

➤ 23/24 年度产量预期下滑、消费预期进一步恢复，国内流通领域或将得到去化。

(4) 美国供需基本面：

➤ 美棉即将进入种植季，23/24 年度美棉种植面积预计将大幅减少，但今年天气预期较去年明显改善，弃收率预期下降导致产量可能反增。不过，天气变数较大，目前主产区得州西部仍偏旱，且可能在二季度持续，市场存在天气炒作的风险。

➤ 22/23 年度：从目前的出口签约进度情况看，后续报告有可能会将出口预估进行上调。

➤ 23/24 年度：初步估算出 23/24 年度美棉期末库存和库销比均较上年度有所下降，显示出并不宽松的供应形势。

(5) 全球供需基本面：

➤ 22/23 年度：USDA 对中国棉花估产仍有上调空间，需求弱现实仍在持续，全球棉花的产需过剩预估可能进一步小幅扩大，供应宽松的局面国际棉市有一定的拖累作用，但影响已有限。

➤ 随着北半球进入种植季，市场关注点将转向下年度的生产及供需预估情况，22/23 年度基本面影响将减弱。

➤ 23/24 年度：供应面上，高粮棉比价下，全球种植面积预期下滑；需求面上，随着中国支持消费的相关政策措施不断落地推进以及疫后经济的进一步恢复，下年度中国需求预计将继续增长，而外需随着美联储政策的转向，宏观经济或有改善，叠加美国纺服渠道去库将结束，外需预计也将有所恢复。23/24 年度全球产需格局预计将由本年度的过剩转为趋于均衡甚至可能短缺的局面，基本面前景有望转强或推动国际棉价走好。

(5) 行情展望：

➤ 二季度，国内进入纺织淡季，而外需难做大的指望，来自需求面的驱动不强；但随着北半球进入种植季，新作种植面积预期下滑、天气变数大，供应面或提供炒作题材；外部宏观金融环境动荡，增加棉市波动的风险。郑棉下方空间有限，二季度市场波动性可能大于趋势性。

➤ 今年整体趋势料震荡偏上、底部逐步抬升。原因：1、国内棉花价位处于历史中低档位，产业逢低加大采购囤货的意愿较强；2、23/24 年度全球及中国供需基本面向好。郑棉主力整体预估区间 13500-17000 元/吨。

➤ 下半年趋势斜率预计将好于上半年，因下半年外需或边际改善、内需将进一步恢复；疆棉新作收获期可能出现抢收；宏观方面，下半年美联储政策转向的预期可能逐渐增强，利空美元、利多商品价格。

7、策略建议

- 1) 单边操作上：建议关注逢低布局多单的机会，或择机卖出看跌期权。郑棉 2401 合约在 15000 元/吨以下或有良好的逢低多配价值。
- 2) 套利方面：建议 9-1 合约价差套利以反套为主。

8、风险提示

- (1) 金融危机爆发的风险；(2) 疫情反弹风险；(3) 产业政策风险

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证期货衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 2 号楼 21 楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com