

高供应弱需求，棉市下一步会如何走？

郑棉构建卖出虚值看涨期权策略

2022年9月20日

投资咨询业务资格：

证监许可[2011]1294号

期权投研组

联系人

范臻

fanzhen@htfutures.com

从业资格号：F3071577

投资咨询号：Z0017487

分析师承诺：

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

一、 国际：极端天气或损害新年度产量，主产国供应偏紧

美国农业部（USDA）9月全球棉花供需月报上调2022/23年度全球棉花产量和期末库存预测，下调了消费量，总体偏空。USDA报告将全球产量较上月调增31.4万吨至2578.9万吨，同比上升59.7万吨，主要是由于美国、澳大利亚、中国和土耳其增产抵消了巴基斯坦、乌兹别克斯坦和多哥产量的减少。巴基斯坦洪灾摧毁大量棉花种植面积，USDA报告及ICAC报告均大幅下调巴基斯坦产量预测，同时巴基斯坦还需寻求进口来弥补国内消费需求。此外，USDA报告将全球消费量下调10万吨至2582.9万吨，同比下降18.1%，主因巴基斯坦和越南消费预测下降，而对中国消费预测仍维持在816万吨，同比上升10.9%。期末库存上调43.1万吨至1845.2万吨，同比小幅下降0.9%。总体来说，今年美棉主产区干旱受损叠加巴基斯坦洪灾致减产，供给端对棉价有支撑，然而较高棉价叠加海外经济存衰退预期，下游消费预计也较低迷，供需影响多空交织。

（一） 美棉：主产区干旱致优良率低，美棉供应或仍偏紧

美棉本年度扩种，但受天气影响，产量存在较大变数。USDA于9月发布供需报告对美棉种植面积进行了上修，预测2022/23年度美棉种植面积为1379万英亩，较8月报告中的1248万英亩上调131万英亩，也符合市场认为8月报告中种植面积被低估的认知；2021/22年度估计种植面积1122万英亩。此前3月发布的种植意向报告中，预期种植面积为1223.4万英亩，其中陆地棉种植意向面积预期1205.8万英亩，同比增加8.7%；皮马棉种植意向面积17.6万英亩，同比增加39.1%。产量方面，9月供需报告上调2022/23年度美棉产量预测至1383万包（301万吨），较8月预测的1257万包环比上升10.02%。此外，期初库存上调25万包至375万包，美国国内使用量23万包保持不变，出口上调60万包至1260万包，期末库存上调90万包至270万包。据此9月报告预测的数据，美棉2022/23年度出口占总供应比重达到71.63%，而库存销售（期末库存/总消费）比为18.12%，处于历史较低水平，显示2022/23年度美棉供应偏紧。

美棉主产区高温干旱天气缓解，后续关注飓风季节降水情况。截至9月6日，得州处于中度干旱(D1)以上的地区已降至62.33%，处于最严重的异常干旱(D4)情况的地区降至0.90%，而此前7、8月旱情最严重时，得州有97%以上地区处于中度干旱及以上状态，20%以上处于异常干旱状态，上一次达到此旱情严重程度还是2011年。此外，基于拉尼娜现象及大西洋较高气温影响，美气象局下属的NOAA气候预测中心预估，本年度大西洋飓风季节（6月初至11月底）大概率再次高于平均水平，飓风引起的过量降水或对吐絮期和收获期的棉花质量带来不利影响，需关注后续降水情况对美棉产量影响。

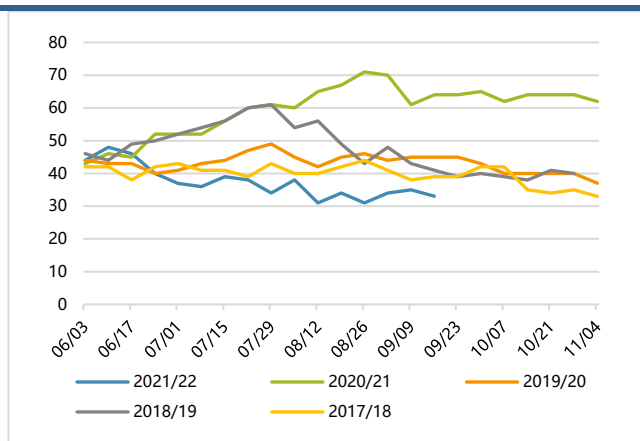
受主产区高温干旱影响，美棉优良率持续下滑。截至9月11日当周的USDA棉花生长报告显示，美棉生长优良率为33%（其中生长状况非常好占比4%，生长状况好占比29%），较前一周的35%环比下滑

2%，也较去年同期的 64% 同比有大幅减少。优良率的大幅下降或导致美棉本年度弃收率较高。当前美棉吐絮率为 49%，环比上升 10%，较去年同期 35% 水平提高 14%，同时也高于 5 年 41% 的平均水平；收割进度 8%，较去年同期的 4% 更高，持平 5 年平均水平。

根据 USDA 最新出口销售报告，截至 9 月 8 日当周，2022/23 年度美国陆地棉和皮马棉总签约销售量为 182.8 万吨，已占 USDA 9 月报告预测的 274.3 万吨出口量的 66.64%，签约量较去年同期上升 24.35%；装运量为 32.2 万吨，装运率为 17.61%，装运率较去年同期下降 2.72%。其中对中国的签约量为 41.4 万吨，较去年同期上升 21.05%，装运量 7.7 万吨，装运率为 18.60%，装运率较去年同期小幅上升 1.06%。新年度美棉出口签约总体情况较好，由于国际棉价的回落，中国对美棉的进口签约量上升，此外，由于美国对新疆棉限制的法案已于 6 月底生效，预计将增加国际市场对于美棉的进口需求，2022/23 年度美棉出口前景较好。

图 1：美棉优良率

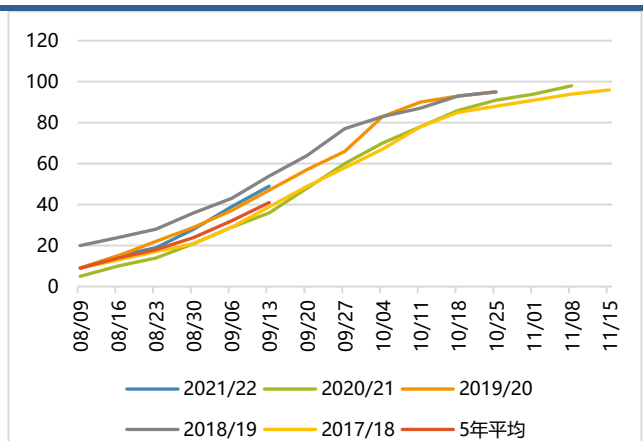
单位：%



数据来源：USDA、海通期货

图 2：美棉生长进度-吐絮率

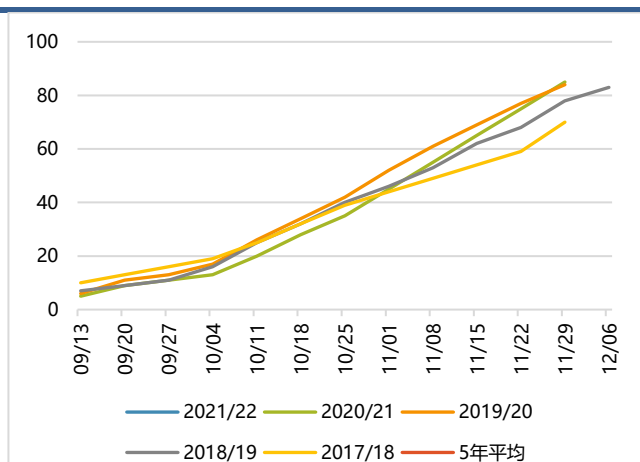
单位：%



数据来源：USDA、海通期货

图 3：美棉收割进度

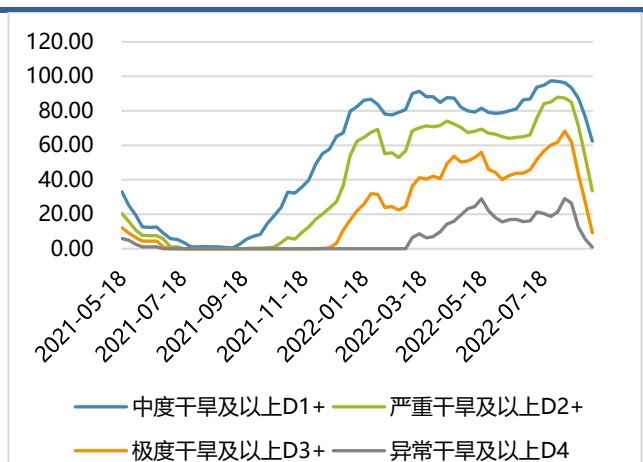
单位：%



数据来源：USDA、海通期货

图 4：主产区得州干旱情况

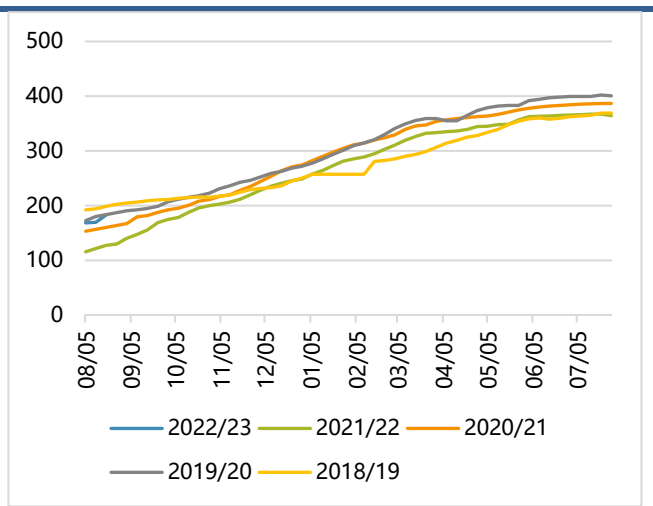
单位：%



数据来源：美国干旱检测中心、海通期货

图 5：美国棉花总出口签约量

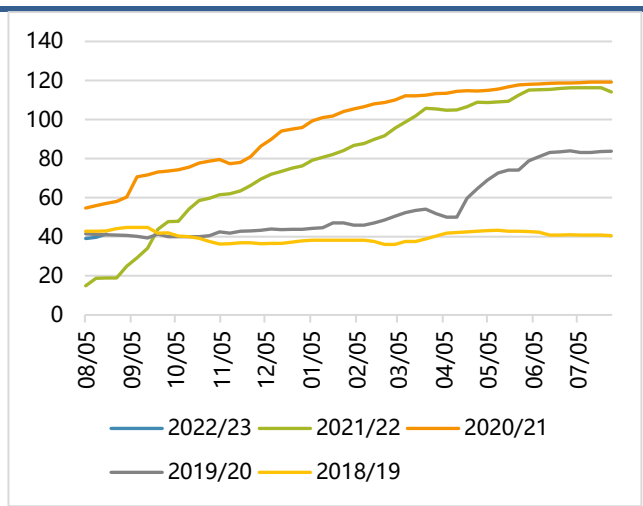
单位：万吨



数据来源：USDA、海通期货

图 6：美国棉花出口至中国签约量

单位：万吨



数据来源：USDA、海通期货

（二） 印度：新年度扩种或缓解高棉价

需求强劲叠加减产，致印度棉供应紧张。印度 2021/22 年度棉花减产，据印度棉花协会（CAI）5 月公布的预估数据，2021/22 年度棉花总产量为 536 万吨，较上一年度减产 64 万吨，同比减少 10.67%。截至 5 月 31 日，棉花总体交售 490.25 万吨，交售进度 91.49%。CAI 公布的平衡表中，期初库存预估也环比下调 5.37 万吨，进口维持不变，致总供应量下调致 683.67 万吨，环比下降 2.77%，年同比下降 17.59%。同样的，USDA 最新 9 月供需报告中对印度 2021/22 年度产量的预估为 533.4 万吨，较 2020/21 年度的 600.9 万吨同比下降 11.23%，也处于历年较低水平。需求方面，2021/22 年度由于欧美国家需求恢复且对新疆棉抵制，东南亚国家纺织企业订单回流，印度棉花需求旺盛。CAI 发布的 5 月平衡表中预估的 2021/22 年度期末库存也大幅下降至 80.17 万吨，环比下调 12.06%，年同比下降 34.35%，处于历史低位，库存销售比也随之下降至 14.97%，均反映了本年度印度棉花供应紧缺局面。高棉价增加种棉性价比，2022/23 年度印度扩种。当前印度新年度的棉花种植已经基本结束，在印度国内高棉价背景下，棉花种植利润高于其他作物，出现显著扩种。据印度相关部门统计，截至 9 月 2 日印度种植面积共计 1257 万公顷，种植进度处于历年较快水平。此前 6 月 CAI 预测，新年度棉花种植面积将增加 12%，至 1330-1350 万公顷，高于上一年度的 1200 万公顷，目前来看实际种植面积或略低于 CAI 预测。目前 CAI 还未对新年度棉花产量发布预测，USDA 9 月供需报告预测 2022/23 年度印度棉花产量为 598.7 万吨，环比持平，年同比增加 12.24%，高于印度实际新棉种植面积的增幅，或有所高估。此外，由于 9、10 月印度主产区或有强降雨影响棉花生长，单产和棉花质量都存在一定变数。总体来说，如果印度棉花新年度种植受天气影响较小可如期增产，叠加当前下游纺织企业高棉价下利润已大幅下降，新订单减少，印度棉价高企局面有望缓解。

二、国内：国内棉花供应充裕，下游需求不乐观

（一）国内产量：新棉预计丰产，种植成本或支撑售价

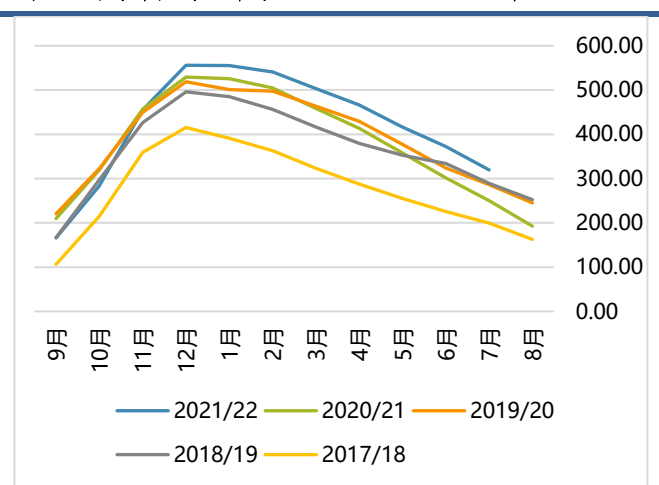
近期 2022/23 年度新棉即将上市，已陆续有地区开始采摘。去年高棉价提升棉农种植积极性，但受限于环保等因素，今年新疆棉种植面积预计略有上升，叠加天气情况总体良好，总体有丰产预期。根据农业农村部数据显示，9 月预测的 2022/23 年度种植面积为 303.4 万公顷，较 2021/22 年度的 302.8 万公顷同比上升 1.98%，单产为 1930 公斤/公顷，同比上升 1.96%，最终预测产量为 586 万吨，同比上升 2.27%。今年棉花种植成本较去年有大幅提升，但当前极少量籽棉开秤价格较去年下跌超 3 元/公斤，预计交售积极性较差。

（二）国内库存：国内库存偏高，有去化预期

国内供应充裕，2021/22 年度国内库存偏高。据棉花信息网，7 月棉花商业库存 319.40 万吨，同比增加 27.61%，较 6 月下降 52.82 万吨，处于历史同期较高水平。因 2021 年国储投放 120 万吨，叠加销售进度缓慢，国内总体供应充裕，结余库存较多。注册仓单方面，截至 9 月 15 日，郑棉注册仓单 10840 张，较上一交易日减少 221 张，有效预报 0 张，仓单及预报折棉花 43.36 万吨。

图 7：国内棉花商业库存

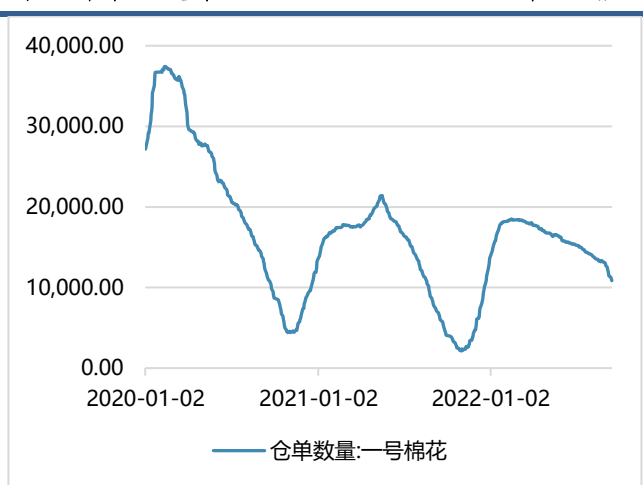
单位：万吨



数据来源：iFind、海通期货

图 8：郑棉注册仓单

单位：张



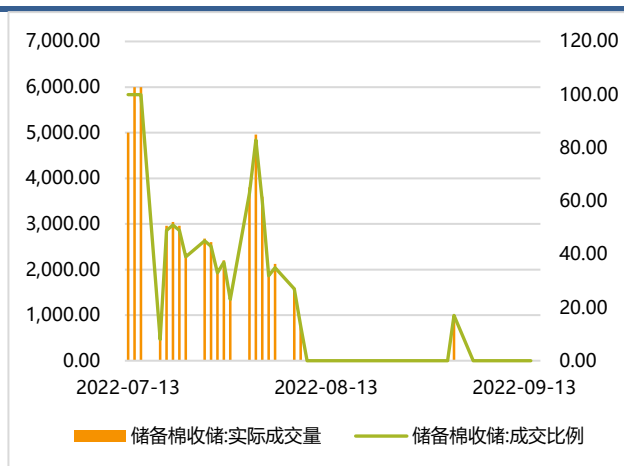
数据来源：iFind、海通期货

（三）收储：国储轮入成交清淡，轮入限价持续走低

7 月 8 日，中粮储发布公告，宣布于 2022 年 7 月 13 日启动棉花收储，预计总量为 30 至 50 万吨，将在前一个工作日国内棉花低于 18600 元/吨（含）时启动轮入，高于 18600 元/吨时停止轮入。7 月 13 日首日轮入的最高限价为 17550 元/吨，棉花呈现下跌走势，9 月 14 日轮入最高限价为 15725 元/吨。今年启动收储以来，共计成交 59480 吨，8 月 9 日及之前每日均有成交，但 8 月 9 日后仅 9 月 2 日成交 1000 吨。国储轮入成交清淡，显示当前市场价格低迷及新棉即将上市背景下企业的观望心态。

图 9：2022 年棉花收储成交情况

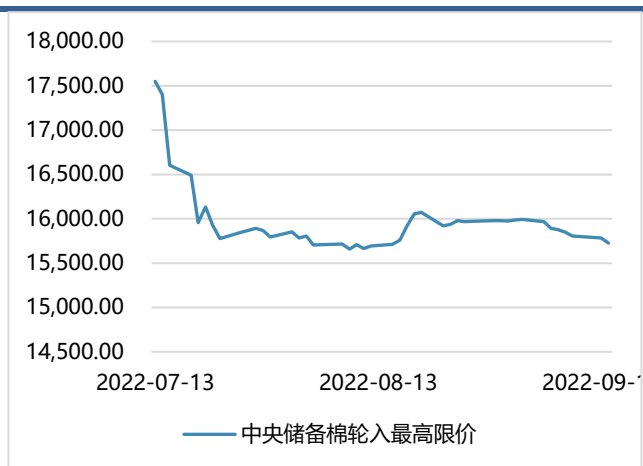
单位：吨，%



数据来源：iFind、海通期货

图 10：中央储备棉轮入最高限价

单位：元/吨



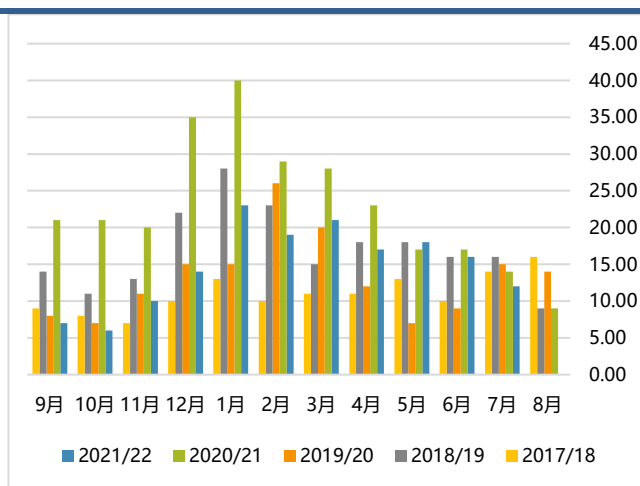
数据来源：中储棉信息中心、海通期货

（四） 进口：国内外价格倒挂，进口低位

国内外棉花及棉纱价格倒挂，致国内棉花及棉纱进口量均大幅减少。根据海关总署数据，2022 年 1-7 月累计进口棉花 126 万吨，累计同比减少 25.40%；7 月单月进口棉花 12 万吨，同比减少 17%。2021 年 9 月起的 2021/22 年度进口棉花 163 万吨，处于相对中等水平，但较 2020/21 年度的 265 万吨减少 38.49%，2020/21 年度基数较高。进口棉纱方面，2022 年 1-7 月累计进口棉纱线 79 万吨，累计同比下降 39.50%；7 月单月进口棉纱线 7 万吨，同比下降 63.30%。2022/23 年度，根据 USDA 报告，中国对美棉签约进口量已达到 39.80 万吨，同比大幅上升，近几月国际棉价已从高点回落较多，如果新年度内外价差有所修复，进口量或将回升。

图 11：棉花月度进口量

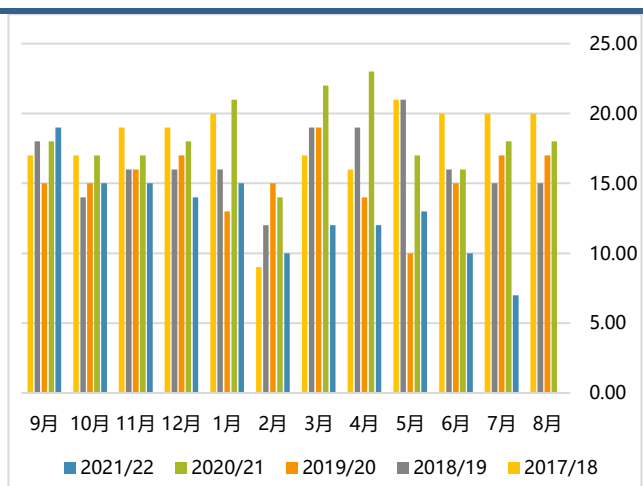
单位：万吨



数据来源：海关总署、海通期货

图 12：棉纱月度进口量

单位：万吨



数据来源：海关总署、海通期货

（五） 下游消费：旺季订单略有起色，内外需预计维持低迷

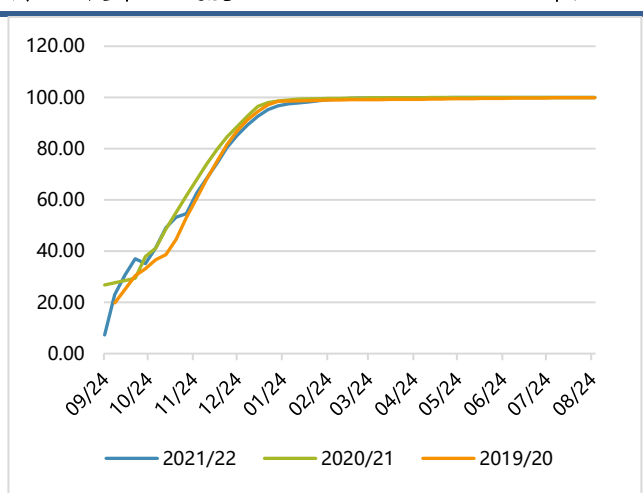
2021/22 年度销售进度缓慢，库存销售压力大。2021/22 年度由于下游需求疲软，皮面销售进度缓慢，

据国家棉花检测系统数据，至8月26日皮棉销售率也仅为68.80%，较往年同期近100%的销售进度下降明显，显示陈棉销售压力极大。截至8月26日全国皮面加工量为580.1万吨，销售量为347.90万吨，剩余232.2万吨皮棉未销售。9月中下旬新棉即将上市，且种植成本较高，预计轧花厂在库存压力下收棉积极性较弱。

近期下游订单好转，但较往年仍偏弱。由于需求疲软，本年度以来企业棉纱线及棉胚布库存持续积累，处于历史高位，据中国棉花信息网数据，7月纱线库存天数为39.96天，胚布库存天数为44.21天。但据更高频数据，8月后随着金九银十纺织市场旺季到来，库存开始下降，但内外需低迷，订单情况预计较往年偏弱。由于2020/21年度棉花价格大幅上涨，国内纺织企业去年起普遍出现亏损，虽然近期棉价大幅下跌，但订单不足叠加偏高的库存，或致企业采购意愿仍较低。

图 13：皮棉加工进度

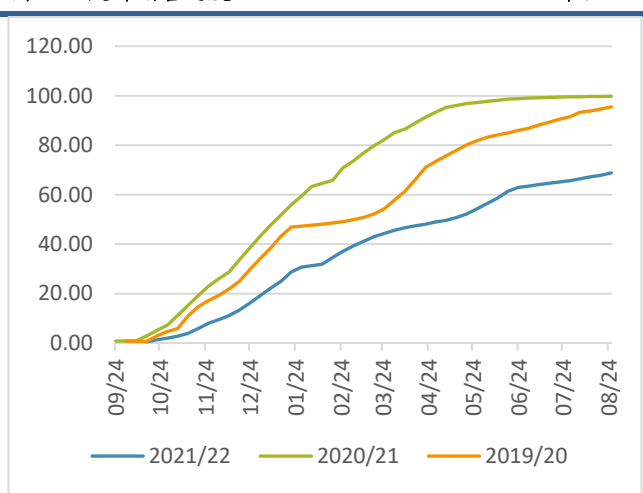
单位：%



数据来源：iFind、海通期货

图 14：皮棉销售进度

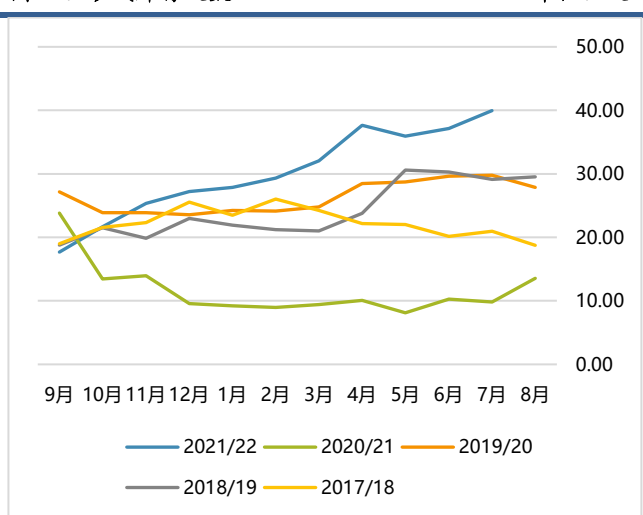
单位：%



数据来源：iFind、海通期货

图 15：纱线库存天数

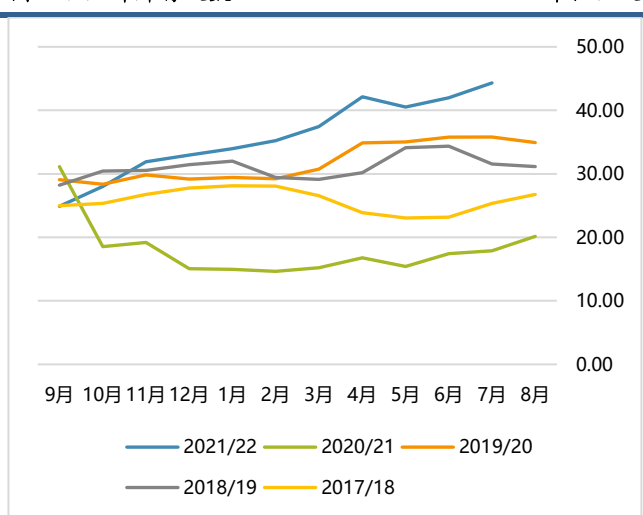
单位：天



数据来源：中国棉花信息网、海通期货

图 16：胚布库存天数

单位：天



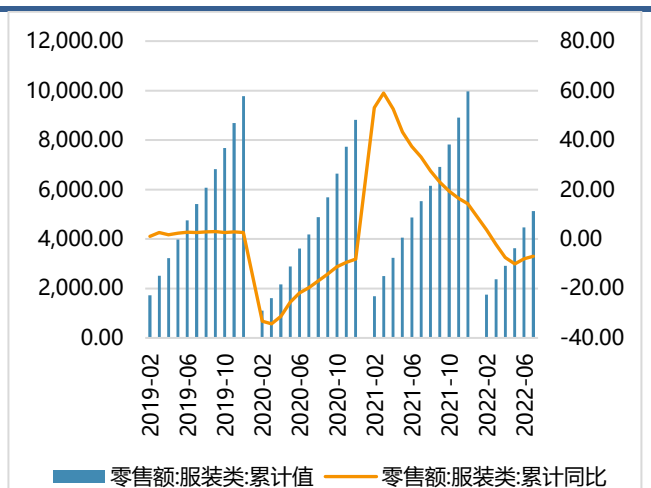
数据来源：中国棉花信息网、海通期货

终端需求方面，国内疫情冲击叠加海外衰退预期，内外需均低迷。内需方面，去年下半年服装零售额已有回落迹象，上半年国内疫情冲击，3-5月服装类零售额同比大幅下降，6月后增速转正。根据国

国家统计局数据，今年1-7月累计服装类零售额5130.7亿元，累计同比下降6.9%，7月当月零售额为677.2亿元，同比上升1.3%，较6月环比又有小幅下滑。出口方面，全球经济有衰退预期，欧美消费低迷，叠加欧美对新疆棉产品的抵制，外需预计难有大幅增长。据海关总署数据，今年1-7月累计出口金额879.64亿美元，累计同比上升19%，增速较2021年已有明显回落。

图 17：服装业零售额

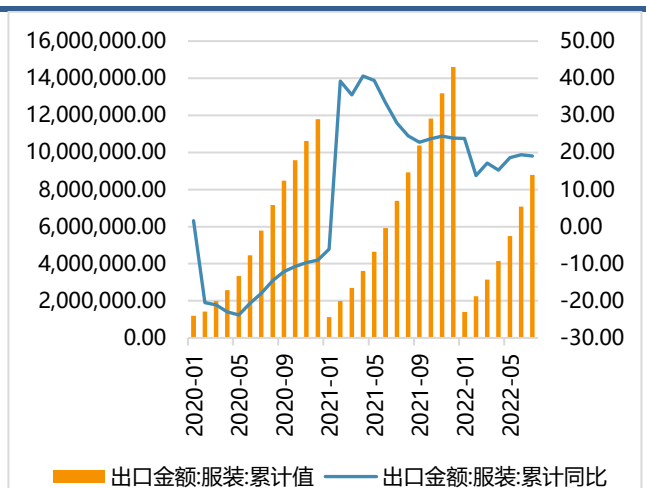
单位：亿元，%



数据来源：iFind、海通期货

图 18：服装出口金额

单位：万美元，%



数据来源：iFind、海通期货

三、棉花供需情况回顾与展望

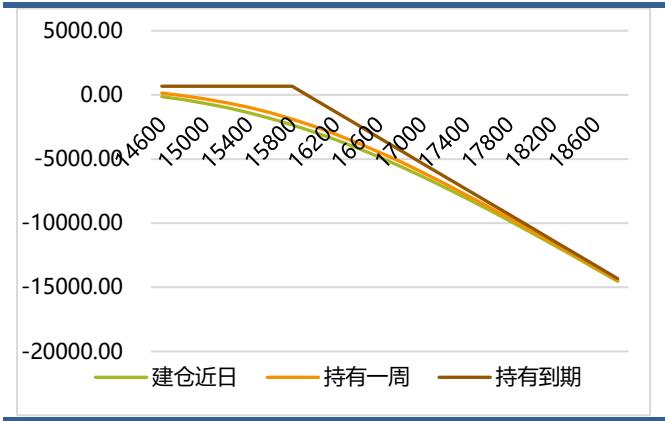
国际棉2022/23年新年度供需情况总体多空交织，供应预计仍偏紧，但需求也有下行预期。供应方面，虽然上一年度高棉价刺激了主产国棉花种植面积的增长，但是种植期内极端天气或仍使产量难有大幅上升，国际棉供应偏紧，或对国际棉价有支撑作用。当前棉价应已计入美棉干旱及巴基斯坦洪灾影响，关注后续美国飓风季节及印度降水等天气变化对产量的影响。需求方面，上一年度高棉价已影响纺织企业利润，并对通胀也有助推作用，9月美国CPI再次超预期上行，美联储9月大幅加息预期增强，更为欧美经济前景蒙上阴影，消费有下行预期。

国内新棉待上市，丰产预期强烈，下游消费处于旺季订单情况有所好转，但难有明显起色。新棉种植成本高，对新棉价格有支撑，但收棉企业在亏损和高库存压力下，预计高价收棉意愿不强。今年棉花收储虽已启动，但收购价较低成交清淡，难以改变当前供应过剩局面。而下游纺织企业同样面临高库存及订单不足困境，疫情冲击叠加外需不足，下游需求预计持续低迷。当前国内外棉价价差极大，主要是由于欧美对新疆棉产品的抵制，因而进口低位，但随着美国疆棉禁令生效有回升预期，对国内供应进一步造成压力；此外也由于疆棉禁令，国内外价差短时难以恢复，郑棉对国际棉花价格跟跌不跟涨。总体来说，国内棉花下半年供应过剩预计难以逆转，取决于下游消费的恢复情况，郑棉预计持续弱势，旺季有小幅反弹可能，但不具备大涨动力。

四、 棉花期权策略分析

如果认为国内棉花下半年在供给宽裕、需求低迷背景下，基本面后期维持弱势，而新棉暂未上市，开秤价格还存在一定变数，不排除在高种植成本支撑以及下游订单好转预期下，开秤价格较高，促使郑棉价格回升，可以考虑在近月合约上选择合适的行权价逢高卖出虚值看涨期权。例如，可以在棉花期权近月合约 CF211 合约上构建卖出虚值看涨策略，以 CF211 为标的的期权合约到期日为 10 月 12 日，如果到期前标的价格出现较大跌幅，则可以提前平仓获取收益，如果标的价格维持弱势或小幅反弹但到期时未超过行权价，持有到期也可以获取权利金收益。但如果标的价格超预期大幅上涨，运行区间超过行权价，可能会出现较大亏损，且亏损无上限，需根据市场情况变化及时止损。如果以 9 月 16 日价格测算，当日 CF211 合约日盘收盘价为 14655 元/吨，如果选择卖出一手 CF211C15800 合约，9 月 16 日成交均价为 135 元/吨，建仓时每套策略收取权利金 675 元。在到期标的 CF211 价格下跌或小幅上涨不超过 15935 元/吨时，都可以获得收益，不考虑买卖价差、手续费以及保证金利息等因素，理论每套策略最大收益为 675 元；如果入场后标的即出现较大跌幅，可以提前平仓获取收益；如果入场后棉花价格超预期大涨，则本策略会产生亏损，且损失无上限，需及时根据市场情况调整策略。

图 19：棉花期权策略收益曲线 单位：元



数据来源：海通期货

法律声明：

本报告仅供海通期货股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因本报告中的任何内容所引致任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可能发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资须谨慎。本报告所载的信息、材料及结论仅供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

郑重声明：

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容，否则均构成对本公司合法权利的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通期货并获得许可，并须注明出处为海通期货，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。