

# 郑棉 Q4 下行风险较大， 更长期的驱动或来自外盘

走势评级：棉花：看跌  
报告日期：2023 年 10 月 1 日

### ★ 棉花基本面分析及行情展望

**国际市场：Q4：**23/24 年度，不利的天气对美棉及全球棉花产量已经产生了实际影响，供需格局的收紧理应支撑外盘价格重心及底部料较上半年有所抬升，83-85 美分的支撑预计较强。但国际市场需求疲软，尤其美棉面临着巴西棉、澳棉资源供应竞争而出口形势难言乐观。随着美棉及其他北半球主产国棉花陆续收获上市，季节性供应压力或将显现。外盘四季度向上驱动力不足，料多有震荡反复，区间 83-95 美分/磅。**长期：**国际市场基本面前景向好，ICE 棉价长期方向预计向上。22/23 全球产需过剩，23/24 全球产需预期相对均衡或偏短缺，24/25 全球产需短缺或进一步加深。

**国内市场：Q4：**随着新棉收购上市临近，收购预期主导市场行情；新棉收购开启，实际籽棉收购情况将指引盘面价格表现。考虑到下游对高棉价接受度不高，轧花厂走货料难顺畅，再加上银行监管力度预计较强也将帮助抑制抢收，籽棉收购价可能呈现前高后低的走势。待新棉收购题材消退，国储投放、进口花/纱的增加、再加上新棉大量的收获上市，国内棉花供应面将转为宽松，而旺季需求成色不足，棉纱贸易库存高企，四季度在回款的压力下，棉纱降价抛售的风险较大，届时对上游棉花市场的拖累作用将加大，国内供需形势终将会把价格打回原形。因此，不看好郑棉 18000 以上的空间，待新棉抢收题材逐渐消退，价格下滑的风险较大。结合外盘下方 83-85 美分支撑较强，或意味着郑棉回落至 15500-16000 元/吨就差不多了。**长期：**23/24 年度，虽然整体期末库存及库销比预计下滑，但流通领域供应预期充足，国内自身的基本面驱动力缺失。长期驱动或来自外盘，外盘未来或将对国内提供向上的带动作用。

### ★ 投资建议

- 1) 单边：建议关注 Q4 高位布空的机会，或择机买入看跌期权。
- 2) 套利：建议关注 Q4 内外反套的机会。

### ★ 风险提示

金融动荡的风险；产业政策超预期的风险；产地天气风险等。



方慧玲 农产品首席分析师

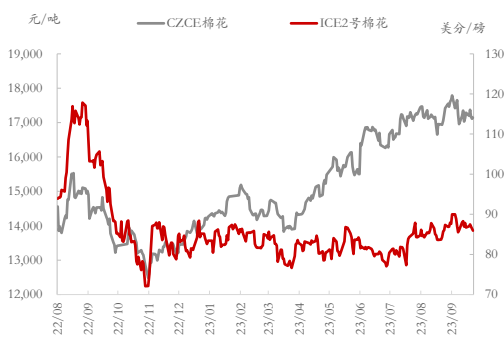
从业资格号：F3039861

投资咨询资格号：Z0010565

Tel: 8621-63325888-2737

Email: [huiling.fang@orientfutures.com](mailto:huiling.fang@orientfutures.com)

棉花期货主力合约走势图



## 目录

1、 三季度郑棉偏强震荡，涨势放缓.....	5
2、 国际棉花基本面情况.....	6
2.1、 美国.....	6
2.1.1、 产区不利天气损及 23/24 年度美棉产量和质量.....	6
2.1.2、 23/24 年度美棉出口签约进度落后.....	8
2.1.3、 23/24 年度美棉整体供需格局预期收紧.....	9
2.2、 印度.....	10
2.2.1、 新作种植面积减少、产量预估下滑.....	11
2.2.2、 下游纺织市场持续低迷.....	11
2.2.3、 年度供需情况：新作库销比预期同比下滑.....	12
2.3、 全球：23/24 供需格局预计由上年度的过剩转为偏短缺，下年度短缺或进一步加深.....	12
3、 国内供需面.....	14
3.1、 23/24 年度疆棉预期减产，北疆棉花质量料下滑.....	14
3.2、 新棉收购风险较大，籽棉收购价料前高后低.....	15
3.3、 商业库存同比降幅扩大，旧作商品棉资源供应紧张.....	16
3.4、 抛储：竞拍成交降温，政策抑制涨价意愿明显.....	17
3.5、 内外棉价差修复，进口棉花、棉纱量逐步回升.....	18
3.6、 “金九银十”旺季成色不足，棉纱贸易商库存积压严重，价格向下传导不畅.....	19
3.7、 国内供需平衡表：23/24 年度库销比下滑，但政策调控将令流通领域供应充足.....	21
4、 总结与展望.....	22
5、 策略建议.....	24
6、 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: 美棉优良率情况 .....	7
图表 3: 美棉差苗率情况 .....	7
图表 4: 美棉主产区得州干旱监测指数 (D2-D4) .....	7
图表 5: 美国得州 4-9 月份日平均气温历史对比 .....	7
图表 6: 2023 年美国大西洋飓风季展望 .....	7
图表 7: 美棉历年单产情况 .....	7
图表 8: 新年度美陆地棉周度出口签约情况 .....	8
图表 9: 新年度美陆地棉累计出口签约量 .....	8
图表 10: 新年度美陆地棉累计出口签约至中国量 .....	8
图表 11: 主要纺织国累计进口签约美棉量 (截至 9 月 14 日左右) .....	8
图表 12: 截至 2023 年 9 月 14 日美棉出口进度情况 .....	9
图表 13: USDA 9 月报告以及东证对美棉供需面的预估 .....	10
图表 14: USDA 美棉月度库销比与 ICE 棉价走势 .....	10
图表 15: 美棉期末库存和库存消费比情况 .....	10
图表 16: 印度棉纺厂开工率 .....	11
图表 17: 印度棉花及棉纱价格 .....	11
图表 18: USDA 9 月报告对印度棉花供需平衡表预估 .....	12
图表 19: 印度棉花产需和净出口情况 .....	12
图表 20: 印度棉花期末库存和库销比 .....	12
图表 21: 全球各主产国及主要消费国的产需历年情况 .....	13
图表 22: 全球棉花产需情况 .....	13
图表 23: 全球棉花期末库存和库销比 .....	13
图表 24: 越南棉纺厂开工率情况 .....	14
图表 25: 美豆、玉米、小麦与棉 11-12 月合约比价均值 .....	14
图表 26: 国内机构对 23/24 年度新疆棉产量预估 .....	15
图表 27: 不同籽棉收购价、棉籽价情况下的皮棉加工成本测算 .....	16
图表 28: 国内棉花商业库存 .....	16
图表 29: 国内棉花注册仓单量 .....	16
图表 30: 储备棉每日投放量及竞拍成交率 .....	18
图表 31: 储备棉每日投放量及竞拍成交价 .....	18
图表 32: 全国棉花月度进口量 .....	19

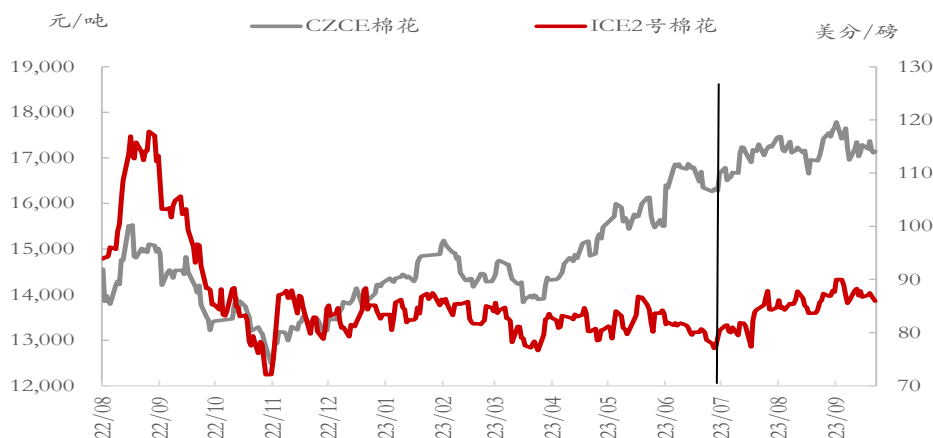
图表 33: 全国棉纱进口量 .....	19
图表 34: 内外棉现货价差 .....	19
图表 35: 港口进口纱库存 .....	19
图表 36: 纯棉纱厂负荷 .....	20
图表 37: 纯棉布厂负荷 .....	20
图表 38: 纺企棉花库存 .....	20
图表 39: 纺企棉纱库存 .....	20
图表 40: 织厂棉纱库存 .....	21
图表 41: 织厂棉布库存 .....	21
图表 42: 国内外机构的中国供需平衡表 .....	22
图表 43: 不同人民币汇率下进口成本估算 (ICE 盘面上加了平均 10 美分的升水) .....	24

### 1、三季度郑棉偏强震荡，涨势放缓

在经过二季度的“减面积、炒天气”和现货资源紧张的题材推动郑棉主力合约一路上行至 17000 元/吨一线后，三季度迎来了国家政策调控的“组合拳”：抛储&增发滑准税进口配额，在 7 月中下旬相继公布。7 月 31 日储备棉竞拍正式启动，每日挂牌量由初期的 1 万吨，到 8 月中旬增加至 1.2 万吨，到 9 月初增加至 2 万吨，价格上行面临着抛储政策的加码，政府抑制棉价上涨的意愿明显；增幅的滑准税进口配额也在 9 月中下旬下发到企业。此外，由于 6 月份气温的快速回升以及 7-8 月份的高温令积温得到修复，棉花长势情况好于此预期，疆棉单产及产量预期有所提升；8 月中下旬开始，下游旺季订单边际提升，但不及预期，旺季特征不明显，叠加棉纱贸易商高库存，下游产业信心不足，对原料采购谨慎，价格向下传导不畅。以上因素令郑棉价格的高位上行受到较强制约。尽管今年轧花厂普遍对籽棉收购心理谨慎，对价格高位收购的风险担忧较重，但毕竟新疆轧花厂产能严重过剩，且新棉收购时间窗口短，市场对新棉抢收的预期仍然存在，只是程度可能不会太激烈，而这在新棉上市前无法得到验证，小幅抢收的预期限制了棉价下方空间，三季度郑棉主力总体维持在 16500-18000 元/吨区间内运行，围绕 17000 一线为中枢波动，等待新棉上市收购情况指引。

外盘方面，美国 7-8 月份持续的极端高温和干热天气令主产区产区土壤干旱情况迅速恶化，严重干旱指数快速提升，美棉单产及产量预估大幅下调，23/24 年度美棉及全球棉花供应形势较此前预期收紧，推动外盘价格交易重心在三季度有所上移。但受制于国际市场低迷的需求，价格上行的持续性不足，盘面多有震荡反复，总体维持在 83-90 美分/磅区间内运行。

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

## 2、国际棉花基本面情况

### 2.1、美国

#### 2.1.1、产区不利天气损及 23/24 年度美棉产量和质量

进入7月份后，美国西南及西部产棉区开始了极端高温干燥的天气模式，并持续到9月上旬，美棉主产区得州干旱监测指数（D2：重度干旱-异常干旱面积占比）从低位水平迅速攀升至历史高位，这对棉花作物的生长带来很大不利影响，美棉优良率降至历史低位，9月份时甚至低于去年同期；差苗率升至2011年的历史高位水平，比去年还更高。连续两个多月异常高温令很多棉田出现早衰、早熟现象，棉花单产及品质指标、等级等预计都将受到不利影响。

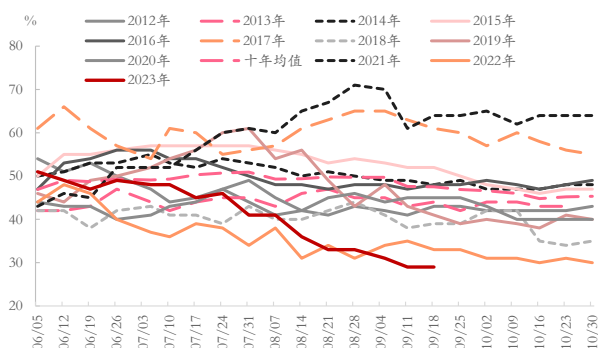
今年天气对23/24年度美棉产量的影响将主要体现在两方面：其一，弃收率。在以前的棉花分析报告里我们就曾多次提过，据我们对历史数据的分析，美棉生长期（5-8月）干旱指数、优良率周度均值（6-8月）、差苗率周度均值（6-8月）与弃收率有显著相关性。根据今年美棉得州干旱指数、优良率和差苗率，我们进行初步测算和综合性评估，认为弃收率应在25%-30%，这高于USDA9月供需报告给出的21.6%的弃收率预估值。其二，单产。今年大范围、长时间持续的异常高温将令单产受到较大影响，USDA8月报告就已将单产大幅下调至779磅/英亩，9月报告虽将单产预估小幅上修至786磅/英亩，但同比仍下降17.3%，该单产水平为过去十多年来的低位水平，仅次于2011/12年度的790磅/英亩。我们认为USDA报告目前对天气损及单产方面的评估已经给得较为充分，但后续仍有上调弃收率的可能，则23/24年度美棉产量预估或仍有一定的下调空间。

USDA8月报告已将23/24年度美棉产量预估大幅下修54.6万吨、9月报告进一步下修18.7万吨，目前预估产量在285.9万吨，同比减少9.3%，为过去7年来最低，为过去十多年以来产量波动区间的下沿位置。若按我们预估的25%-30%的弃收率、800磅/英亩的单产测算，则23/24年度美棉产量预计将降至278.4-259.9万吨。

尽管进入9月中旬后，产区气温有所下降，西南产区尤其是得州西部迎来了降雨天气，但美棉已进入吐絮期，部分地区已开始收获，此前的高温干燥天气已对产量造成了实际影响，近期的连续降雨对棉花生长、发育已没有多少帮助，反倒是若后续降雨过多，则可能进一步影响到美棉的产量和质量。据美国NOAA对2023年大西洋飓风季的展望：2023年大西洋飓风季，飓风活动出现高于正常水平的可能性增加至60%。若9-10月份大西洋飓风一个接一个的到来，则可能给产区带来大量降水，进而将令棉花产量和质量双双受损，后续需密切关注飓风活动及天气情况。

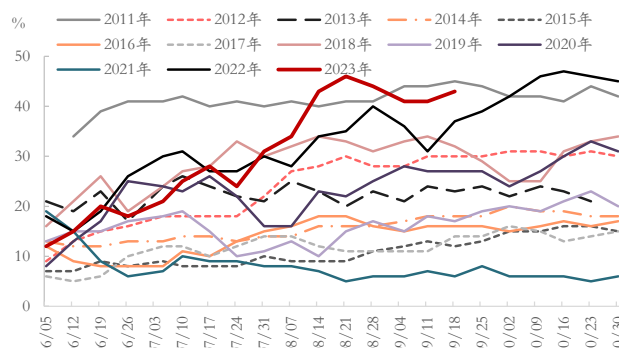


图表 2: 美棉优良率情况



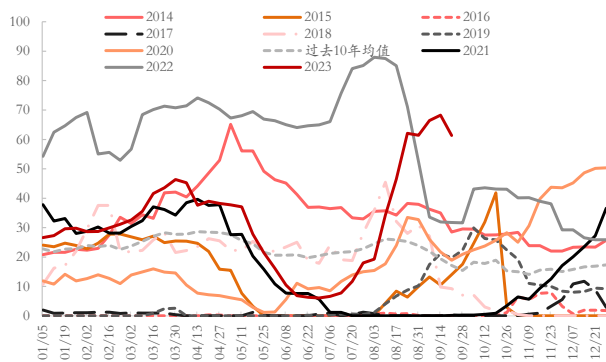
资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

图表 3: 美棉差苗率情况



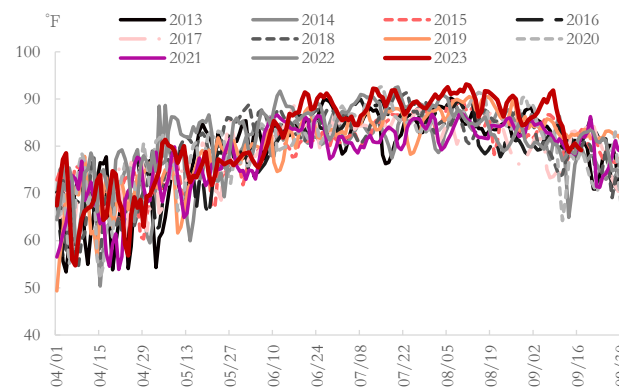
资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

图表 4: 美棉主产区得州干旱监测指数 (D2-D4)



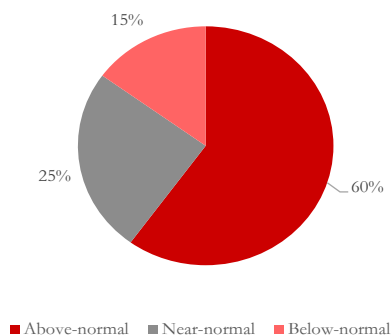
资料来源: US Drought Monitor, 东证衍生品研究院

图表 5: 美国得州 4-9 月份日平均气温历史对比



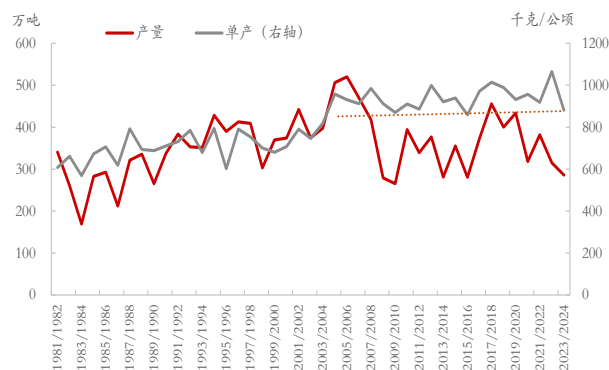
资料来源: 路透, 东证衍生品研究院

图表 6: 2023 年美国大西洋飓风季展望



资料来源: NOAA, 东证衍生品研究院

图表 7: 美棉历年单产情况



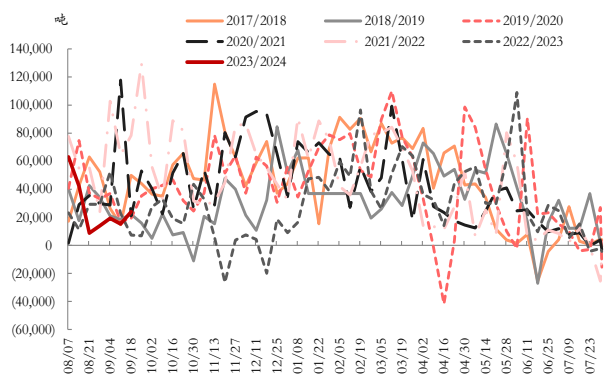
资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

### 2.1.2、23/24 年度美棉出口签约进度落后

根据 USDA 的出口销售报告，截至 9 月 14 日当周，23/24 年度美陆地棉总签售量 124.4 万吨，占年度预测总出口量的 47%，明显落后于过去 5 年同期水平，东南亚纺织国及最大纺织国中国对美棉的累积签约量均同比有不同程度的下滑。而进入 23/24 年度后的近五周美棉的周度出口签约量均持续历史同期低位水平，显示出需求低迷的态势还在持续。究其原因，一方面是因为，欧美纺服持续渠道去库，令东南亚纺织订单不足、纺织市场行情持续疲软令其对原料采购谨慎；另一方面，南半球巴西、澳洲棉花丰产，价格也较美棉具有明显的优势，美棉出口面临着较强的竞争压力，美棉即将收获，季节性供应上市压力将在四季度继续体现。

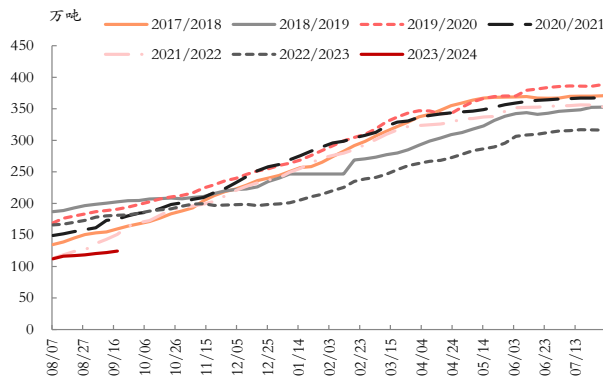
对 23/24 年度的总出口预估量，USDA 报告进行了多次下调，其中有下游需求不足的原因，但更多可能是因为供应不足（减产）的制约。USDA9 月报告预计 23/24 年度美棉出口预估占年度总供应的比例为 70.7%，为 267.8 万吨，同比减少 3.7%。若后续 USDA 报告继续下调美棉估产，则出口预估也可能随之下调。

图表 8：新年度美陆地棉周度出口签约情况



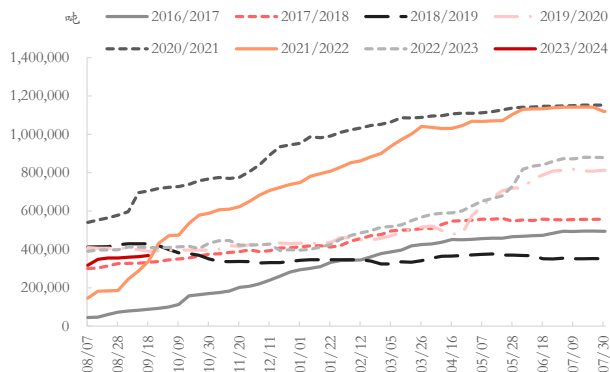
资料来源：USDA，东证衍生品研究院

图表 9：新年度美陆地棉累计出口签约量



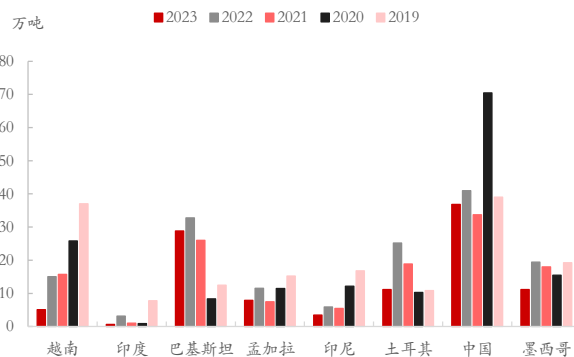
资料来源：USDA，东证衍生品研究院

图表 10：新年度美陆地棉累计出口签约至中国量



资料来源：USDA，东证衍生品研究院

图表 11：主要纺织国累计进口签约美棉量（截至 9 月 14 日左右）



资料来源：USDA，东证衍生品研究院



图表 12：截至 2023 年 9 月 14 日美棉出口进度情况

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	304.7	33.7	11%	146.3	180.1	59%
2018/2019	298.4	24.4	8%	178.2	202.6	68%
2019/2020	321.5	32.3	10%	158.4	190.7	59%
2020/2021	337.5	44.3	13%	130.9	175.1	52%
2021/2022	298.9	30.7	10%	120.2	150.9	50%
2022/2023	267.1	37.1	14%	144.0	181.2	68%
2023/2024	262.4	27.1	10%	97.3	124.4	47%
同比		-27%		-32%	-31%	

资料来源：ITEB，东证衍生品研究院

### 2.1.3、23/24 年度美棉整体供需格局预期收紧

USDA 已在 8 月、9 月连续两个月下调 23/24 年度美棉估产了，累计调降的幅度达到 73.4 万吨，供应面的收紧导致期末库存下调至 65.3 万吨，同比减少 29.4%；库销比随之降至 20.8%，低于上年度的 28.7%。我们根据美棉优良率、差苗率等综合评估弃收率可能在 25%-30%，若如此，则产量仍有一定的下调空间，进而可能带来期末库存和库销比预估的进一步下降。根据我们按 25%-30%的弃收率、800 磅/英亩的单产估算，23/24 年度美棉期末库存可能降至 54-60 万吨、库销比可能降至 18%-19%。本年度美棉 20%左右的库销比处于历史相对偏低水平，显示整体供需预期处于偏紧的格局之中，比上一年度进一步收紧。

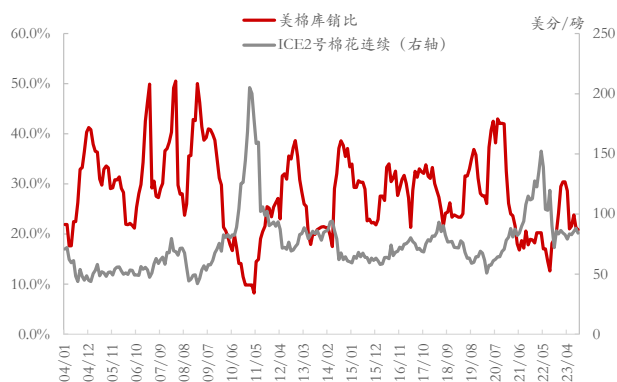
图表 13: USDA 9 月报告以及东证对美棉供需面的预估

	2021/22	2022/23	2023/24				
			9月	环比	同比	东证预估	
面积	百万英亩					弃收率 25%	弃收率 30%
种植面积	11.22	13.76	10.23	-0.9	-25.7%	10.23	10.23
收获面积	10.27	7.31	8.02	-0.6	9.7%	7.7	7.2
	磅/英亩						
单产	819	950	786	7	-17.3%	800.0	800.0
	万吨						
期初库存	68.6	88.2	92.5	12.0	4.9%	92.5	92.5
产量	381.5	315.1	285.9	-18.7	-9.3%	278.4	259.9
进口	0.2	0.0	0.2	0.0		0.0	0.0
总供应量	450.3	403.2	378.6	-6.7	-6.1%	370.9	352.4
国内消费	55.5	44.6	46.8	0.0	4.9%	48.0	48.0
出口	315.3	278.0	267.8	-4.4	-3.7%	263.4	250.2
总使用量	370.8	322.7	314.6	-4.4	-2.5%	311.4	298.2
损耗	-8.7	-12.0	-1.3	-0.2			
期末库存	88.2	92.5	65.3	-2.2	-29.4%	59.6	54.2
库销比	23.8%	28.7%	20.8%	-0.4%	-7.9%	19.1%	18.2%

注：浅灰色区域为东证研究员结合 USDA6 月实播面积报告对下年度美棉供需所作的预估

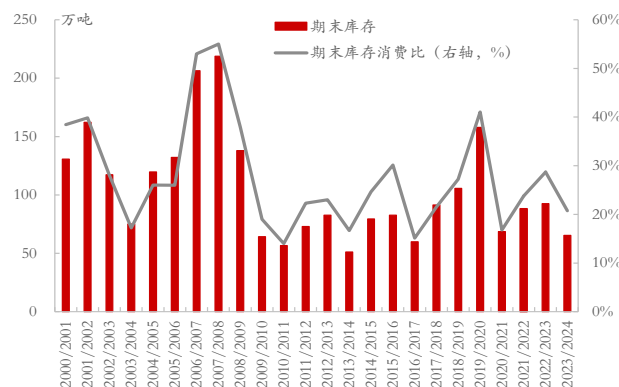
资料来源：USDA，东证衍生品研究院

图表 14: 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 15: 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

## 2.2、印度：23/24 新作库销比预期下滑

### 2.2.1、新作种植面积减少、产量预估下滑

种植面积方面，截至2023年9月22日，2023/24年度印度棉种植面积缓慢上升，目前总种植面积为1234.23万公顷，较上一年度同期低4.15万公顷，降幅为3.3%。新年度棉花种植面积的缩减主要出现在印度南部棉区安得拉邦、特伦甘纳邦和卡纳塔克邦，因季风降雨不足，6月1日-9月27日，印度南部累计季风雨量较正常值偏少9%。印度气象局IMD宣布，季风目前已经从拉贾斯坦邦的部分地区撤出，较往年有所延迟，往年正常的撤离日期是从9月17日开始的；模型显示，从10月5日起，季风雨预计完全撤离。随着季风期的结束，印度棉花种植也几近结束，目前来看，南部种植面积未能达到政府制定的目标，预计印度全国23/24年度棉花种植面积同比减少3%-4%，而USDA目前预计印棉种植面积同比降幅为3.1%。

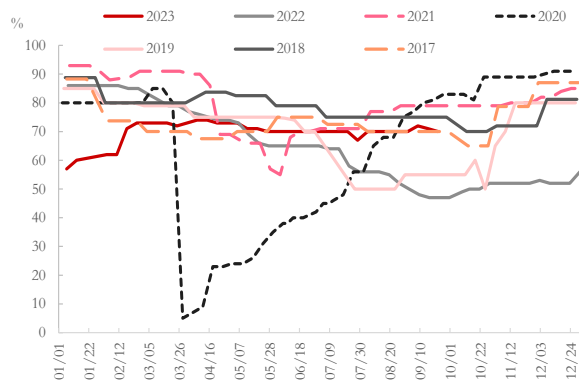
单产方面，由于今年季风北进推迟、南下缓慢，降雨不均，导致部分地区种植推迟，这增加了其后期遭遇不利天气的风险。此外，由于种植成本还在高位，同比并未有下降，而22/23年度籽棉价格却几近腰斩，农户收益下滑，令新年度种植投入（如水肥、农药等）有所减少，再加上部分产区如旁遮普邦出现严重的棉红铃虫害，预计23/24年度印度棉花单产形势不是很乐观，USDA预计单产同比下降0.7%至432千克/公顷，维持在近年来的低位水平。

USDA9月报告已将23/24年度印度棉花产量预估下调10.9万吨至544.3万吨，同比减少3.9%。综合印度面积及单产预估形势，目前USDA对23/24年度印度棉花产量的预估在合理范围之内，但考虑到全球正处于厄尔尼诺气候模式之下，以及农户对作物投入的减少等，不排除后续印棉产量预估有进一步下修的可能性（调降的可能性>调增的可能性），但空间预计不大。

### 2.2.2、下游纺织市场持续低迷

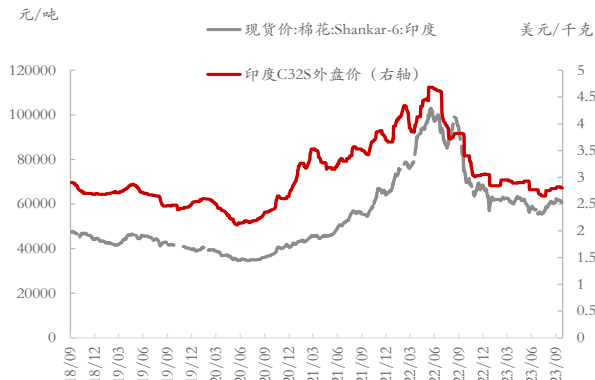
印度棉纱厂的开机率自2月后维持在70%左右的中等水平，印度北部和中部纺纱厂受地区政府补贴支持，开工情况相对好于南部，而南部泰米尔纳德邦纺纱厂开工率仅接近50%。从印度国内棉花棉纱价格表现来看，印度棉纱C32S价格一直处于低位弱势徘徊，棉花现货价格也一直没有明显起色，显示出印度下游纺织持续低迷的市场状况，棉纱厂即期生产利润持续处于亏损状态。USDA预计23/24印度棉花消费同比仅增2.1%至522.5万吨，处于近10年来中等略偏低的水平。

图表 16：印度棉纺厂开工率



资料来源：TTEB，东证衍生品研究院

图表 17：印度棉花及棉纱价格



资料来源：TTEB，东证衍生品研究院

### 2.2.3、年度供需情况：新作库销比预期同比下滑

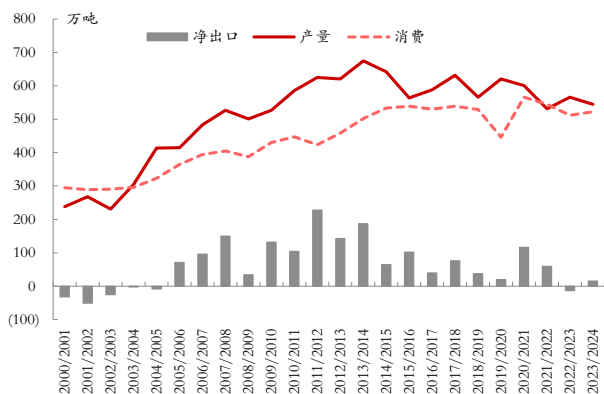
USDA9月报告将23/24年度产量预估下调10.9万吨，但同时将消费预估也下修了10.9万吨，致使期末库存维持在了261.2万吨水平，较上年度的254.7万吨略增6.5万吨，但库销比同比有所下降，至46.1%的水平，显示供需格局较上年度整体略紧，本年度净出口量预计比上年度有所回升，但仍处于低位水平。

图表 18: USDA9月报告对印度棉花供需平衡表预估

万吨	20/21	21/22	22/23	23/24
期初库存	341.5	259.9	187.2	254.7
产量	600.9	531.3	566.1	544.3
进口	18.4	21.8	38.1	28.3
消费	566.1	544.3	511.7	522.5
出口	134.8	81.5	25.0	43.5
期末库存	259.9	187.2	254.7	261.2

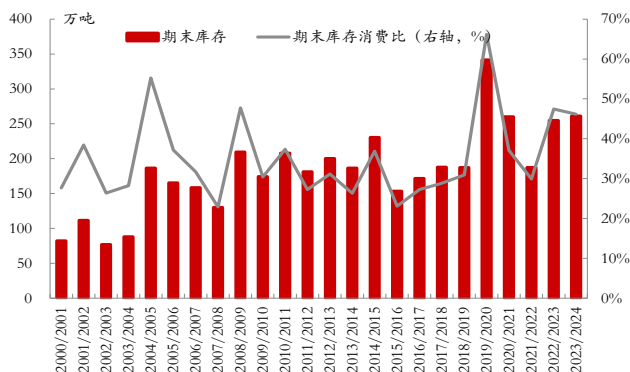
资料来源：USDA，东证衍生品研究院

图表 19: 印度棉花产需和净出口情况



资料来源：USDA，东证衍生品研究院

图表 20: 印度棉花期末库存和库销比



资料来源：USDA，东证衍生品研究院

### 2.3、全球：23/24 产需格局预计由上年度的过剩转为偏短缺，下年度短缺或进一步加深

目前北半球主产国棉花生长已处于后期，即将陆续进入收获期，影响本年度单产及产量的因素已经不多了，23/24年度全球棉花产量继续下调的空间或已不大。而需求方面，欧美纺服仍在主动去库的进程中，据悉，虽然8-9月份欧美圣诞节订单的下达令东南亚纺织需求出现季节性的边际改善，但仍明显不及往年同期水平，整体形势仍不乐观，东南亚纺织市场订单总体仍显不足，开工率未见明显提升，国际市场弱需求还在持续，对全球需求预估的调整上目前还很难见到需要上修的信号。

21/22、22/23年度消费分别同比下降7%、4.5%，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。此外，全球经济形势与全球棉花消费密切相关，全球GDP同比增速与全球棉花消费同比增速呈现明显正相关关系。而据IMF、世界银行及OECD

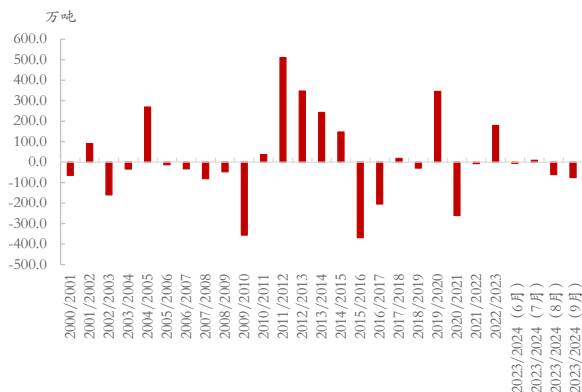
预测，2022 年全球 GDP 增速降至 3.1%-3.5%，而 2023 年预计进一步下滑至 2.1%-3%，2024 年预计企稳小幅回升至 2.4%-3%，2025 年预计进一步升至 3%-3.16%。受全球经济预期企稳向好的影响，23/24 年度、24/25 年度全球棉花消费预计将逐步提升。近 20 年来，全球棉花消费基本在区间范围内波动，均值约 2500 万吨，消费在经过连续两年的较大幅度下滑后，第三年或向均值回归，保守预计 23/24 年度全球消费预计将回升至 2500 万吨左右，而 23/24 年度产量预估变数不大，预计在 2500 万吨以下，全球产需格局将由上年度的过剩转为偏短缺的格局。

图表 21：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
	2018/2019	609.6	399.9	566.1	165.5	47.9	283.0	2577.3	-4.9%
	2019/2020	597.7	433.6	620.5	135.0	13.6	300.0	2614.1	1.4%
	2020/2021	644.5	318.1	600.9	98.0	61.0	235.6	2423.3	-7.3%
	2021/2022	583.5	381.5	531.3	130.6	127.4	255.2	2517.5	3.9%
	2022/2023	668.4	315.0	566.1	84.9	126.3	313.5	2584.4	2.7%
	2023/2024	587.9	285.9	544.3	141.5	117.6	300.5	2447.1	-5.3%
	23/24 年度同比	-12.1%	-9.2%	-3.8%	66.7%	-6.9%	-4.2%	-5.3%	
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
	2018/2019	860.0	529.1	233.0	156.8	150.2	152.4	2602.5	-2.9%
	2019/2020	745.7	446.3	206.8	152.4	155.7	143.7	2283.2	-12.3%
	2020/2021	898.1	566.1	237.3	185.1	181.8	158.9	2701.1	18.3%
	2021/2022	734.8	544.3	233.0	185.1	187.2	145.9	2511.6	-7.0%
	2022/2023	816.5	511.7	189.4	154.6	163.3	140.4	2399.1	-4.5%
	2023/2024	816.5	522.5	217.7	167.7	174.2	150.2	2517.2	4.9%
	23/24 年度同比	0.0%	2.1%	14.9%	8.5%	6.7%	7.0%	4.9%	

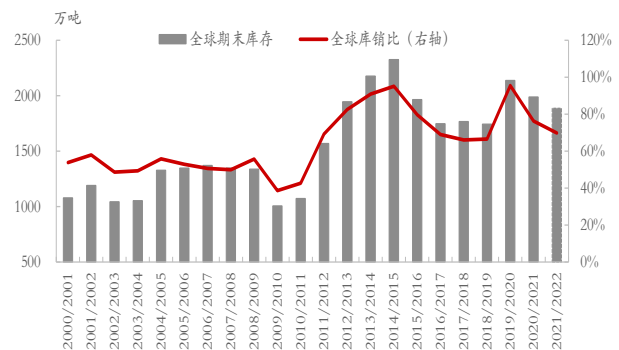
资料来源：USDA，东证衍生品研究院

图表 22：全球棉花产需情况



资料来源：USDA，东证衍生品研究院

图表 23：全球棉花期末库存和库销比



资料来源：USDA，东证衍生品研究院

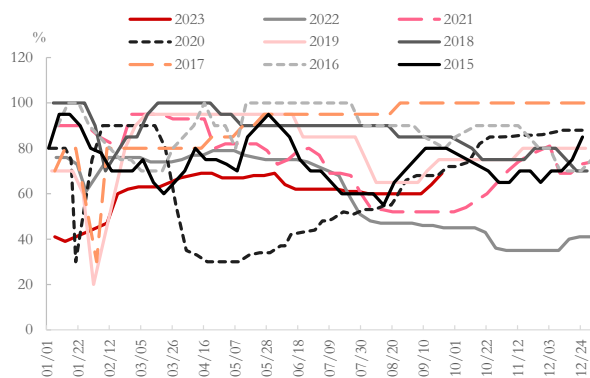
## 24/25 年度:

明年一季度市场关注点就将开始逐渐转向 24/25 年度, 鉴于今年整体国际粮油价格的高企, 全球棉花种植相对粮油作物没有明显的竞争优势 (从 CBOT 大豆、玉米、小麦分别与 ICE 棉花的比价关系看, 2023 年粮油作物与棉花的比价均值处于偏低的水平), 中国新疆的保粮政策也还将继续抑制其棉花的种植面积, 2024 年美国及全球棉花种植面积很难看到明显的增长, 这就意味着 24/25 年度全球棉花产量没有明显提升的基础, 若天气正常, 单产可能有所修复, 但产量提升的幅度预计不大, 可能在 2500 万吨左右。

但消费方面预计较 23/24 年度有进一步的提升, 原因: 1、欧美纺服渠道去库自 2022 年 7-8 月份开始, 到目前已经持续了 13-14 个月。虽然目前显示美纺服库存额仍偏高, 但继续恶化的空间不大, 即便经济下行压力下去库周期拉长, 到 24/25 年度大概率也将进入到主动补库周期中了, 且 2024 年美联储货币政策预期转向也将加大这种概率, 至少市场会提前给出这种需求预期; 2、随着欧美进入主动去库周期, 东南亚纺织市场也持续低迷了一年多的时间, 纺企开工率持续处于往年同期中等偏低水平, 这将导致东南亚纺织产业链各环节去库或较为彻底, 一旦未来订单需求改善、产业信心恢复, 各环节或均存在补库需求, 隐性需求的增加将放大整体需求形势。

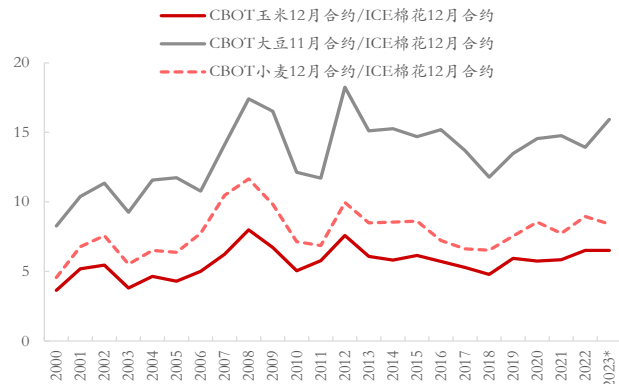
因此, 24/25 年度全球产量预计没有明显提升的基础, 而需求预期进一步增长, 供需短缺的形势或较本年度进一步加深。

图表 24: 越南棉纺厂开工率情况



资料来源: TTEB, 东证衍生品研究院

图表 25: 美豆、玉米、小麦与棉 11-12 月合约比价均值



资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

备注: 2023 年粮油作物与棉花 11-12 月合约比价为截至 9.22 均值

## 3、国内供需面

### 3.1、23/24 年度疆棉预期减产, 北疆棉花质量料下滑

由于政策强调保粮, 部分棉花种植地转种玉米及小麦等, 今年新疆棉花种植面积下滑。结合我们 8 月底在新疆的调研以及产业机构的面积调查报告, 预计全疆棉花种植面积降幅 8% 左右。

而单产方面: 其一, 新疆棉花单产逐年提升, 因①土地从生地种成熟地, 土壤条件逐渐得到治理和改善; ②种子不断翻新; ③田间科学管理。其二, 今年种植结构的调整令一些次宜棉区、低产棉区退出, 棉地综合单产潜力同比提升。其三, 虽然新疆 4-5 月份的



低温大风多雨天气一度影响棉花的种植和生长，但由于6月后气温的快速上升令积温得到弥补，7-8月份虽有高温，但水肥等田间管理的及时跟进令作物生长受影响有限，整体长势情况良好，每亩结铃量不低，只是单铃重可能相对低于正常水平。9月份北疆地区的降温降雨天气令部分地区顶桃成熟及吐絮受到一定影响，雨水也导致北疆棉花打脱叶剂的效果不明显，棉花的产量和质量都将受到一定程度的影响；9月份的降温对南疆影响不大。总体而言，23/24年度疆棉整体单产形势好于此前5-6月份的预期水平，结合8月底的调研和9月天气状况，我们预计单产同比下降5%-6%左右，则产量预计在540-550万吨左右（产业机构多预期在530-560万吨），较上年度的626万吨有所下降，其中北疆棉花产量和质量预计都将有所下滑，而南疆棉花的产量和质量相对要好一些。新疆棉花整体大规模采购时间预计将有所推迟，北疆预计10月5日左右开始采收，南疆预计10月15日左右大面积采收。

图表 26：国内机构对 23/24 年度新疆棉产量预估

预估机构	疆棉种植面积	同比	疆棉产量预期	同比
国家棉花监测系统（8月）	3616.3 万亩	-8%	564.7 万吨	-9.3%
棉花信息网（9月）	3666 万亩	-7.5%	557.2 万吨	-11%
中棉协（8月）	3725 万亩	-4.5%	593 万吨	-4.1%
卓创资讯（8月）	3374.8 万亩	-7.03%	546 万吨	-11%

资料来源：国家棉花监测系统，中国棉花网，中棉协，卓创资讯

### 3.2、新棉收购风险较大，籽棉收购价料前高后低

21/22 年抢收后遭遇重创，轧花厂大部分还没有回血，目前仍心有余悸；银行还有很多这两年展期的不良贷款，对轧花厂的信贷管控将较为严格，据悉北疆一些棉企的授信额度较往年降幅较大；新疆发改委等相关部门对棉价及可能出现的抢收也是密切关注，抑制抢收的意愿明显，再加上目前国内期现货棉价已处于高位，且价格向下传导不畅，轧花厂普遍认为今年籽棉收购风险大，收购心理谨慎。但考虑到今年疆棉预期减产、新疆轧花厂产能却同比增加，棉花加工产能严重过剩的局面进一步加剧。且今年疫情放开，棉花交售可以自由流通，而籽棉集中收购的时间窗口较短，我们预计新棉收购期仍将会有小幅抢收的局面出现，目前市场对新棉籽棉收购价的预期较高，在 7.5-9 元/公斤范围内。棉农对籽棉的心理售价在 8 元/公斤左右及以上，而轧花厂期望收购价在 7.5 元/公斤左右，一些轧花厂也担心 7.5 元/公斤能否收得上资源，收购前期预计会有一段双方博弈的时间。

我们预计今年籽棉收购价预计将呈现前高后低的走势：（1）籽棉收购从北疆先开始，南疆看北疆。而北疆今年棉花产量、质量预计均有所下滑，前期北疆收购预计相对更激烈、价格更坚挺，但在银行的严格监管下，籽棉收购价的上涨空间预计会受到限制，估计 18600 元/吨的直补价格可能会作为重要的上限参考；（2）由于价格高、风险大，轧花厂预计会快购快销、警惕库存累积的风险，一旦累库到一定程度可能会放缓采购或停收，进而下调报价。

目前我们预计今年籽棉平均收购价在 7.5-8 元/公斤左右，按 3 元/公斤的棉籽价格，初

步估算皮棉收购加工成本在 16800-18200 元/吨左右。估计国家直补目标价 18600 元/吨左右或为政府相关部门及银行重要的管控籽棉收购价的上限参考，调研时部分轧花厂也表示成本超过 18600 元/吨不收，该位置附近面临的套保压力预计也较大。考虑到期货和皮棉成本可能会有 500-1000 元/吨的倒挂幅度，因此对于郑棉 18000 以上的空间并不看好。

图表 27：不同籽棉收购价、棉籽价情况下的皮棉加工成本测算

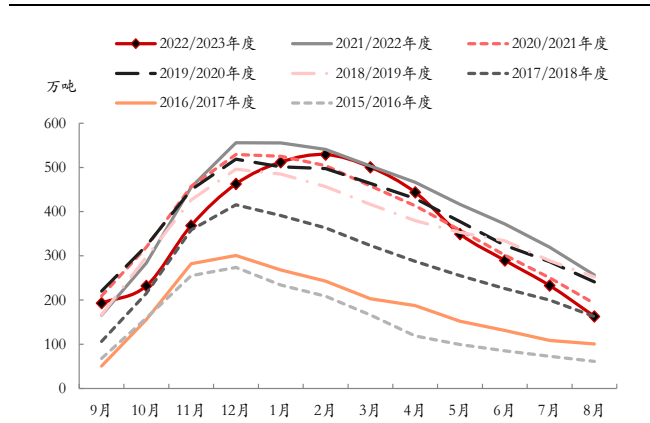
棉籽价格 (元/公斤)	籽棉收购价 (元/公斤)							
	7	7.5	7.8	8	8.2	8.5	8.7	9
3.2	15295	16611	17400	17926	18453	19242	19768	20558
3.1	15424	16739	17529	18055	18582	19371	19897	20687
3	15553	<b>16868</b>	<b>17658</b>	<b>18184</b>	<b>18711</b>	<b>19500</b>	20026	20816
2.9	15682	16997	17787	18313	18839	19629	20155	20945
2.8	15811	17126	17916	18442	18968	19758	20284	21074

资料来源：东证衍生品研究院

### 3.3、商业库存同比降幅扩大，旧作商品棉资源供应紧张

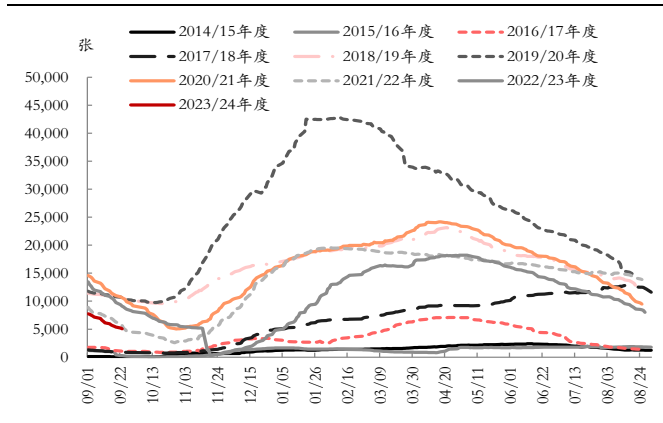
8 月底全国棉花商业库存 163 万吨，环比减少 69.69 万吨，同比减 93.5 万吨，同比减幅扩大至 36.4%，为过去五年来同期最低。其中新疆库存 78.92 万吨，环比大幅下滑 60.57 万吨，同比减少 102.49 万吨。其中注册仓单也降至过去 5 年来同期最低，截至 2023 年 9 月 25 日，注册仓单+有效预报折棉 19.5 万吨。陈棉商品棉资源库存偏低，22/23 新疆机采 3128/28B 点价销售基仍基本在 CF01+850~1050 疆内库，现货基差依然坚挺，一口价 18300-18500 元/吨；内地库该等级资源一口价包在 18400-18600 元/吨。内地纺企生产持续亏损，无法接受这么高的价格，基本以使用储备棉和进口棉为主；新疆没有储备棉投放，新疆纺企生产处于盈亏平衡附近，生产尚可维持，对 18000 元/吨以上的棉花随用随采。新疆新棉上市有所推迟，这短期将支持现货价格维持坚挺。

图表 28：国内棉花商业库存



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 29：国内棉花注册仓单量



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

### 3.4、抛储：竞拍成交降温，政策抑制涨价意愿明显

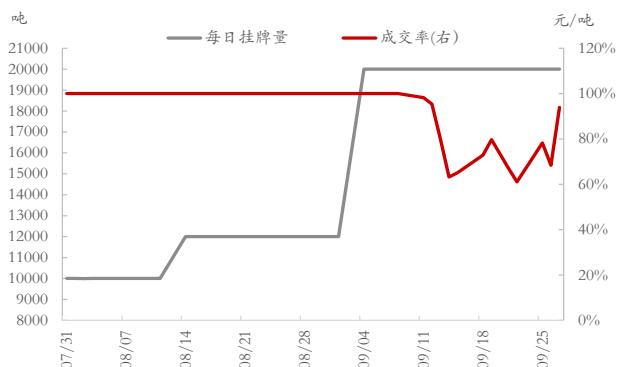
今年的棉花抛储于7月31日开始启动，至9月28日累计成交总量58.55万吨，成交率90.34%。为了抑制棉价的上涨，每日投放量从刚开始的1万吨，到8月中下旬增加到1.2万吨，到9月4日起增加到2万吨，政策不断加码。成交方面，从9月11日起连续出现流拍，最低日成交率为61%，成交均价也从18000元/吨左右降至最低17300-17400元/吨左右。由于国储棉投放都在内地，而内地库机采棉现货价格一直挺在18000元/吨以上，且投放的储备棉资源为新疆棉及进口棉，资源品质良好，纺高支纱不亏，纺企使用首选竞拍国储棉，陈棉商品棉资源明显走不动货。

**为了抑制棉价的高位上涨，政策面有多努力？**7月份随着郑棉主力期价站上17000元/吨，政策组合拳接连落地：7月18日抛储政策公告正式发布，7月21日宣布增发75万吨滑准税进口配额。8月下旬郑棉再度上冲，主力期价逼近18000元/吨，抛储政策每日投放量加码到2万吨；同时，郑商所宣布将郑棉2401合约的交易保证金提高到9%；9月7日，中棉协也发布消息称，自有关部门获悉，75万吨的进口滑准税配额已下达给棉纺企业，且新棉收购期间将根据形势继续销售中央储备棉，以进一步稳定国内棉花市场。这给纺企吃了一颗“定心丸”，意味着国储供应管够。这些措施令郑棉期价于9月上旬再度回落到了17000元/吨左右。郑棉在17000一线企稳后再度蠢蠢欲动，9月18日中棉协发布行业警示，提醒棉市风险、呼吁企业经营理性；9月19日郑商所再度宣布提高交易保证金，2311、2401合约的交易保证金提高到12%。然而国庆长假前一周，郑棉再度增仓上行逼近前高。9月27日，中国储备棉管理有限公司、全国棉花交易市场联合发布公告，定于国庆节节假日期间10月4日至6日继续安排储备棉销售，10月7日至8日及后续工作日正常挂牌销售。中棉协也再度发布行业警示提醒企业理性经营。国庆节假期期间还继续安排储备棉轮出，这是往年没有的。从这些措施来看，国家政策面加力稳价、抑制盘面上涨的意愿十分明显。

**9月11日后出现流拍的原因：**1、国储投放每天2万吨的量较大；2、相关部门表态，新棉收购期间将根据形势继续销售中央储备棉，对纺企的国储棉供应得到保障；3、“金九银十”旺季新增订单明显不及预期，旺季需求成色不足令企业对原料采购谨慎。

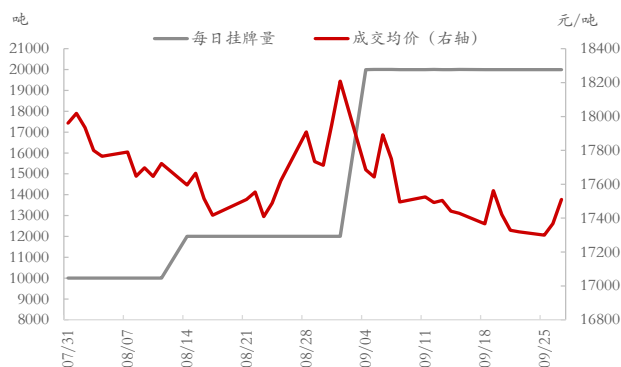
**政策影响分析：**抛储政策不断加码，这对抑制棉价上涨、令新棉抢收的预期降温有很大作用，但新棉抢收预期的根源来自于过剩的轧花产能与新棉资源严重不匹配的矛盾，而抛储无法从根本上解决这个矛盾，因此抢收的预期虽有降温，却一直存在。随着新棉收购上市临近，收购预期主导市场行情；新棉收购开启，实际籽棉收购情况将指引盘面价格表现。然而，只要价格维持在高位，我们认为国储竞拍就会一直持续，可能持续到10月甚至11月份。若持续到10月底或11月底，则10月、11月国储投放量分别为44万吨、42万吨。待新棉收购题材消退，国储投放叠加新棉的供应上市，国内市场供应形势终将会把价格打回原形。

图表 30：储备棉每日投放量及竞拍成交率



资料来源：东证衍生品研究院

图表 31：储备棉每日投放量及竞拍成交价



资料来源：东证衍生品研究院

### 3.5、内外棉价差修复，进口棉花、棉纱量逐步回升

**棉花：**2023 年 8 月我国棉花进口量 18 万吨，环比增 7 万吨，增幅 63.6%；同比增 7 万吨，增幅 62.3%。2023 年 1-8 月我国累计进口棉花 86 万吨，同比减少 37.1%。2022/23 年度 (2022.9-2023.8) 累计进口棉花 143 万吨，同比减少 17.8%。

**棉纱：**2023 年 8 月我国棉纱进口量 19 万吨，同比增加 12 万吨，增幅为 155.8%；环比增加 3 万吨，增幅为 18.75%。2023 年 1-8 月累计进口棉纱 102 万吨，同比增加 18.3%。2022/23 年度 (2022.9-2023.8) 累计进口棉纱 134 万吨，同比减少 10.07%。

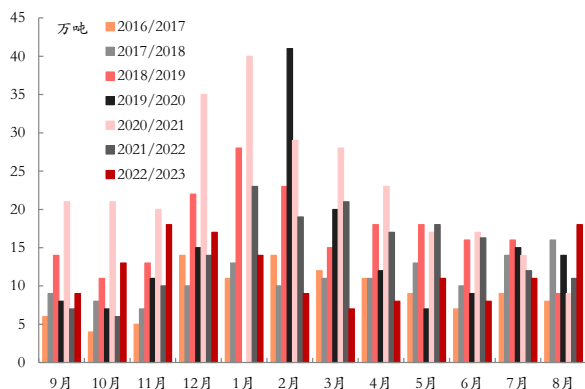
22/23 年度，5 月份之前，由于内外棉价的倒挂，令进口棉纱量、棉花量偏低，进而令国内对国产纱及新疆棉的需求增加。随着内外棉价在 5 月后转为顺挂，进口棉及进口纱利润空间逐步打开，花、纱进口量也逐步提升，而由于滑准税进口配额在 9 月份下达至企业，促使部分手握 1% 关税配额的棉企、纺企在 8 月份加大了对外棉采购力度，促使 8 月进口棉花量环比同比大幅增加逾 6 成。

据悉，由于内外棉价倒挂，上半年国内 1% 关税配额使用比例很小。随着内外棉价差的修复，1% 关税配额将得到企业积极的使用。此外，75 万吨进口滑准税配额也已下发，且不限定贸易方式，使得企业使用的范围更广，这些配额量全部用完的概率也较大。因此未来几个月国内棉花进口量预计较大。

此外，内外棉价差的改善也令二季度以来，印度等进口棉纱竞争力提升，中国各主港清关印度棉纱价格与国产纱价格“倒挂”幅度不断缩小甚至低支纱出现接轨、顺挂现象，棉纱进口量环比连续四个月增加，港口棉纱库存量逐步回升至中等水平，未来几个月进口纱量预计还将继续增加。

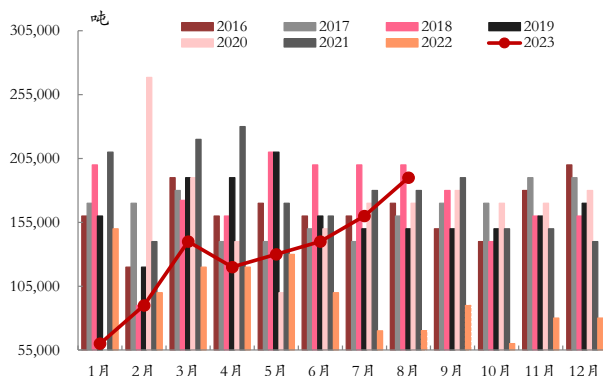


图表 32: 全国棉花月度进口量



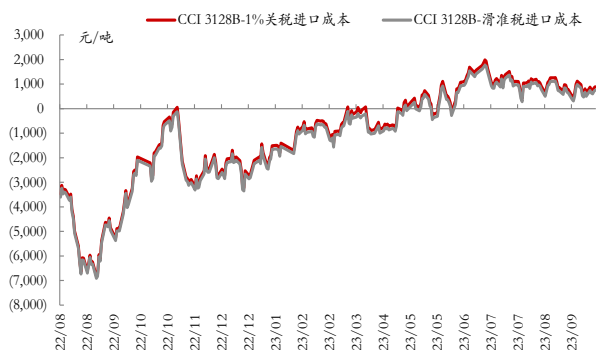
资料来源: wind, 东证衍生品研究院

图表 33: 全国棉纱进口量



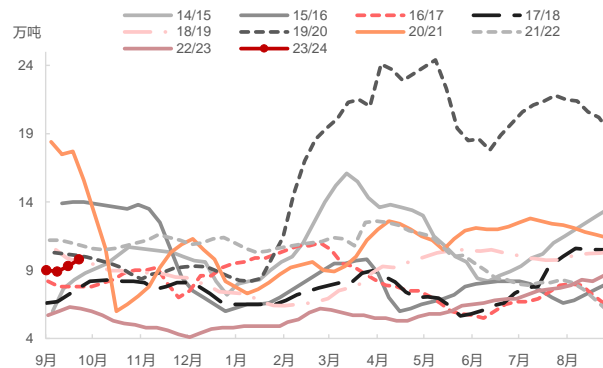
资料来源: wind, 东证衍生品研究院

图表 34: 内外棉现货价差



资料来源: wind, 东证衍生品研究院

图表 35: 港口进口纱库存



资料来源: TTEB, 东证衍生品研究院

### 3.6、“金九银十”旺季成色不足，棉纱贸易商库存积压严重，价格向下传导不畅

8月中旬起，下游纺织企业订单就开始边际改善，但新增订单不及预期，且单子小、利润差，主要还是内销订单的增加，其中家纺订单好转相对明显，而外单依然较为疲软。9月中下旬家纺订单接近尾声，纺织企业新增订单普遍不足。

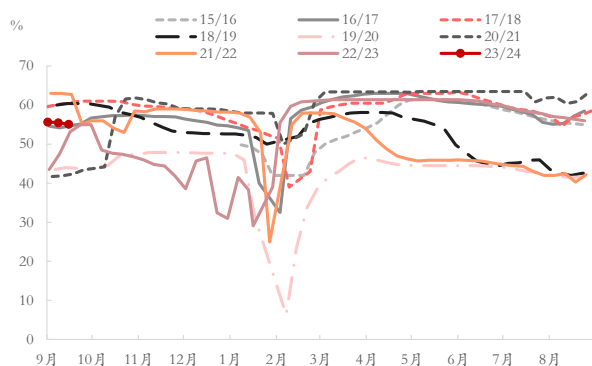
由于原料棉花价格大幅上涨，而棉纱价格跟进不足，内地纺企 C32S 即期生产持续处于亏损状态，开机率持续小幅下调，但未出现大规模减停产现象，企业为保住员工、维持老客户而苦苦支撑；新疆纺企虽维持着满负荷开机，但即期生产目前也处于盈亏平衡附近了。

目前纺织企业产成品库存处于中等水平，但纺企棉纱库存存在传统旺季里一直未能去库，反而持续小幅累积，而织厂坯布库存上周也开始出现小幅提升；企业对后市信心偏弱，进一步放缓了对原料的采购，纺织企业原料库存处于中等偏低水平。虽然纺织企业库存压力不大，但棉纱贸易商库存积压严重，据一些产业机构、涉棉企业调查，截止目前佛山、绍兴、南通三个轻纺市场棉纱库存总量超过 120 万吨，佛山、南通、常州等地公共仓储库一直维持“爆仓”状态。主要是贸易商看涨棉花而囤积棉纱赌后市所致，这增加

了棉花的需求却造成了棉纱环节的淤堵，导致棉纱提不上价。纺织企业对目前高企的棉价难以接受，价格向下传导不畅。

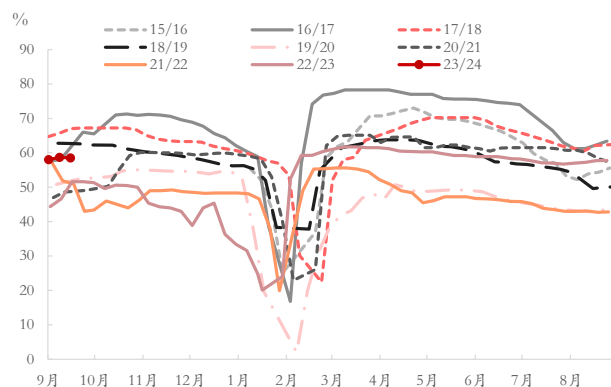
时至9月底，“金九银十”旺季需求成色不足几成定局，进口纱到港还在增加，而国家对上游棉花市场的政策调控力度不断加码以抑制棉价上涨，近期棉纱贸易商降价走货意愿有所增强，四季度在回款的压力下，棉纱降价抛售的风险较大，届时对上游棉花市场的拖累作用将加大。

图表 36：纯棉纱厂负荷



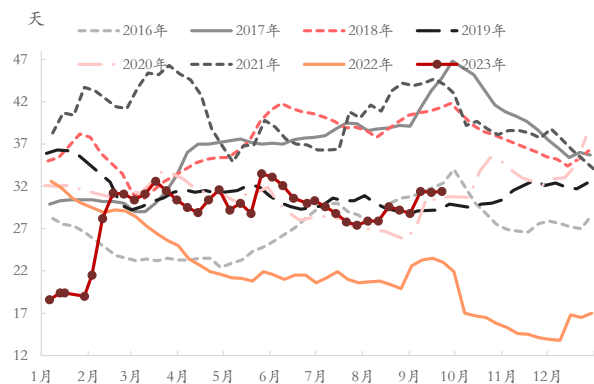
资料来源：TTEB，东证衍生品研究院

图表 37：纯棉布厂负荷



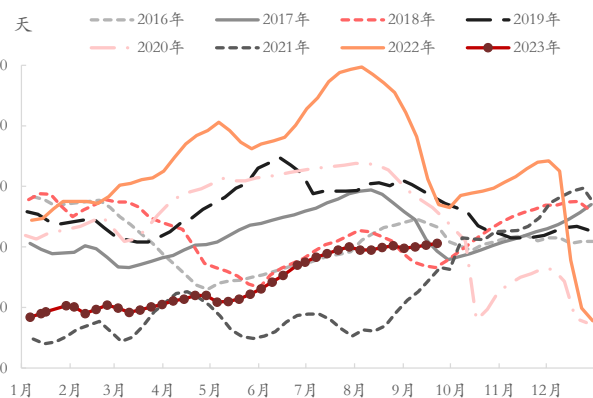
资料来源：TTEB，东证衍生品研究院

图表 38：纺企棉花库存



资料来源：TTEB，东证衍生品研究院

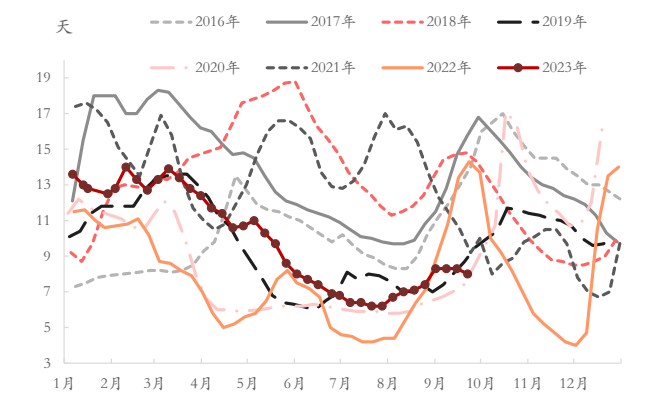
图表 39：纺企棉纱库存



资料来源：TTEB，东证衍生品研究院

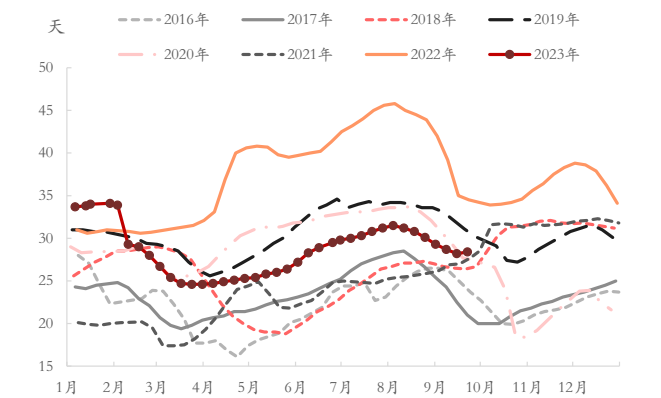


图表 40: 织厂棉纱库存



资料来源: TTEB, 东证衍生品研究院

图表 41: 织厂棉布库存



资料来源: TTEB, 东证衍生品研究院

### 3.7、国内供需平衡表: 23/24 年度库销比下滑, 但政策调控将令流通领域供应充足

#### 22/23 年度: 虽然高产, 但流通领域去库明显

疫情放开后内需有所恢复、产业链各环节补库增加 (尤其棉纱贸易库存大增)、前期内外棉价持续倒挂令进口花/纱减少进而也增加了疆棉需求等, 这些因素导致了 22/23 年度棉花消费需求的提升, 产业机构不断上调该年度国内消费预估, 目前棉花信息网估计达到 813 万吨; 而 22/23 年度疆棉高产, 全国棉花产量达到 679 万吨的历史高位水平, 产需缺口缩窄至 134 万吨。

但今年滑准税进口配额到 7 月底才公布, 9 月份才下达企业, 带来的进口增量进入 23/24 年度; 抛储也是 7 月 31 日才启动, 8 月份每日挂牌量 1-1.2 万吨, 抛储政策对 22/23 年度带来的新增供应量不大, 截至 8 月 31 日抛储成交 25.6 万吨, 若考虑出库时间, 则对 22/23 年度带来的实际有效新增供应更少; 虽然海关数据显示 22/23 年度进口量 143 万吨, 但里面有部分是进入国储的, 商业进口主要通过 1% 关税配额的使用, 而有消息称截至到 7-8 月份时, 1% 关税配额的使用比例很低, 可能只有 3 成左右。这样算下来, 进口+抛储带来的新增供应无法弥补产需缺口, 导致流通领域去库明显, 这在全国商业库存和社会库存数据表现上也得到了印证。棉花信息网公布的数据显示, 2023 年 8 月底, 全国商业库存同比减少 93.5 万吨, 全国社会库存 (商业+工业库存) 同比减少 71.98 万吨。

#### 23/24 年度: 与上年度相反, 虽然预期减产, 但流通领域预期供应充足

由于今年疆棉种植面积减少及单产受天气影响预期小幅下滑, 全国产量料接近 600 万吨。而需求方面, 考虑到新疆近年来产能扩张带来的需求增量, 国家 2023 年一系列稳增长政策效果的滞后显现或在一定程度上利好内需; 欧美经过持续一年多的去库后, 外需或有边际改善, 但棉纱贸易环节库存过大或削减棉花需求, 综合评估, 23/24 年度国内棉花消费预计能达到 810 万吨左右。棉花信息网初步预计 23/24 年度国内棉花消费为 815 万吨、产量 598 万吨, 则 23/24 年度国内产需缺口将拉大到 217 万吨。

产需缺口的弥补推算: 1、抛储日投放量自 9 月 4 日起提升至 2 万吨, 9 月份累计竞拍成交 31.7 万吨, 若抛储持续至 10 月底, 按保守 70% 的平均成交率, 则当月带来新增供应 31 万吨; 若继续抛储至 11 月底, 按保守 65% 的平均成交率, 则当月带来的新增供应为

27.3 万吨。即抛储对 23/24 年度带来的新增供应量预计在 62.7-90 万吨。2、2023 年 75 万吨的滑准税进口在 9 月份下发，预计给 23/24 年度带来 75 万吨的进口新增供应；还有每年发放的 1%关税配额 89.4 万吨。抛储+进口合计带来的新增供应 228-255 万吨，且明年的抛储和滑准税进口政策还不确定，可见供需缺口基本能够得到满足，流通领域供应充足，甚至可能累库。

因此，不像 22/23 年度棉价的驱动主要来自国内，虽然整体期末库存基本持稳，但流通领域大幅去库；而 23/24 年度，虽然整体期末库存及库销比预计下滑，但流通领域供应预期充足，国内自身的基本面驱动力将缺失。

图表 42：国内外机构的中国供需平衡表

机构	中国棉花信息网（9 月）						USDA（9 月）					
年度	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24
期初库存（万吨）	592	543	524	562	581	583	827.3	781.9	785.9	812.0	828.8	814.3
产量（万吨）	577	575	633	583	679	598	609.6	597.7	644.5	583.5	668.4	587.9
进口（万吨）	203	160	274	174	138	180	209.6	155.4	280.0	170.7	135.7	217.7
消费（万吨）	824	750	869	735	813	815	860.0	745.7	898.1	734.8	816.5	816.5
出口（万吨）	5	4	0	3	2	2	4.6	3.4	0.2	2.6	2.0	2.2
期末库存（万吨）	543	524	562	581	583	544	781.9	785.9	812.0	828.8	814.3	801.3
库存消费比（%）	65.90%	69.87%	64.67%	79.05%	71.71%	66.75%	90.4%	104.9%	90.4%	112.4%	99.5%	97.7%

资料来源：中国棉花信息网，USDA，东证衍生品研究院

## 4、总结与展望

### （1）国际市场：

四季度：ICE 棉价交易重心及价格底部预计较上半年有所上移，但受制于需求，向上的驱动不强，料多有震荡反复，区间 83-95 美分/磅。

原因：23/24 年度，不利的天气对美棉及全球棉花产量已经产生了实际影响，供需格局的收紧理应支撑外盘价格重心较上半年有所上移，底部料较上半年有所抬升，外盘下方空间预计有限，83-85 美分的支撑预计较强。但随着北半球主产国即将陆续收获，影响单产及产量的因素已经很少了，23/24 年度全球棉花产量预估继续下调的空间预计不大。而需求预估目前难见上修信号，尤其美棉面临着南半球（巴西棉、澳棉）大量资源供应竞争而出口形势难言乐观。随着美棉及其他北半球主产国棉花陆续收获上市，季节性供应压力或将显现。外盘四季度向上驱动力不足，走势料震荡为主。

长期：国际市场基本面前景向好，ICE 棉价长期方向预计向上。

原因：1、从资源消耗来看，随着南半球低价资源的逐步消耗，市场需求终将转向高价美棉，而美棉 23/24 年度产量降至过去十多年来的低位，且质量预计也有所下滑，供应偏紧的背景下，一旦需求提升，容易引发资金炒作，进而推升国际棉价。

2、根据前文分析，近三个年度，22/23 年度全球供需过剩 100-200 万吨，23/24 年度全球供需预期相对均衡或偏短缺，24/25 年度考虑到棉花相对粮油作物种植竞争优势不明

显，而需求预期进一步提升，全球产需初步预期短缺进一步加深。因此全球棉花基本面前景长期向好，国际棉价重心预计将不断上移。

## (2) 国内市场：

➤ **产量：**今年疆棉种植面积减少、单产因天气预期小降，产量预计自上年度的 626 万吨减少至 540-550 万吨左右，回到往年正常水平，其中北疆棉花产量和质量预计都将有所下降，南疆相对好一些，新棉收购上市有所推迟。

➤ **籽棉收购：**预计今年新棉收购期仍将会有小幅抢收的局面出现，籽棉收购价预计将呈现前高后低的走势。估计国家直补目标价 18600 元/吨左右或为政府相关部门及银行重要的管控籽棉收购价的上限参考，调研时部分轧花厂也表示成本超过 18600 元/吨不收，该位置附近面临的套保压力预计也较大。考虑到期货和皮棉成本可能会有 500-1000 元/吨的倒挂幅度，因此对于郑棉 18000 以上的空间并不看好。

➤ **库存：**陈棉商品棉资源库存偏低，现货基差及一口价依然坚挺。内地纺企生产持续亏损，无法接受这么高的价格，基本以使用储备棉和进口棉为主；新疆没有储备棉投放，对现货随用随采。

➤ **政策：**国家政策面加力稳价、抑制盘面上涨的意愿十分明显。只要价格维持在高位，国储竞拍就会一直持续，可能持续到 10 月甚至 11 月份。

➤ **进口：**随着内外棉价差的修复，进口棉及进口纱处于回升的趋势中。

➤ **下游：**“金九银十”旺季成色不足，棉纱贸易商库存积压严重，价格向下传导不畅。四季度在回款的压力下，棉纱降价抛售的风险较大，届时对上游棉花市场的拖累作用将加大。

➤ **供需：**22/23 年度，国内虽然高产，但由于消费的提升、进口花/纱减少，流通领域去库明显。而 23/24 年度：与上年度相反，虽然预期减产，但抛储政策及滑准税进口配额的增发，令流通领域预期供应充足。

## 行情展望：

### ➤ 四季度：

抛储政策不断加码，这对抑制棉价上涨、令新棉抢收的预期降温有很大作用，但新棉抢收预期的根源来自于过剩的轧花产能与新棉资源严重不匹配的矛盾，而抛储无法从根本上解决这个矛盾，因此抢收的预期虽有降温，却一直存在。随着新棉收购上市临近，收购预期主导市场行情；新棉收购开启，实际籽棉收购情况将指引盘面价格表现。考虑到下游对高棉价接受度不高，轧花厂走货料难顺畅，再加上银行监管力度预计较强也将帮助抑制抢收，籽棉收购价可能呈现前高后低的走势。待新棉收购题材消退，国储投放、进口花/纱的增加、再加上新棉大量的收获上市，国内棉花供应面将转为宽松，而旺季需求成色不足，棉纱贸易库存高企，四季度在回款的压力下，棉纱降价抛售的风险较大，届时对上游棉花市场的拖累作用将加大，国内市场供需形势终将会把价格打回原形。

因此，不看好郑棉 18000 以上的空间，待新棉抢收题材逐渐消退，价格下滑的风险较大。结合外盘基本面情况，ICE 棉价下方 83-85 美分/磅支撑较强，这或意味着郑棉 1 月合约回落至 15500-16000 元/吨就差不多了；而从外盘上方 90-95 美分/磅的预估阻力位来看，郑棉 18000 以上的空间也不大。

### ➤ 长期：

不像 22/23 年度棉价的驱动主要来自国内，虽然整体期末库存基本持稳，但流通领域大幅去库；而 23/24 年度，虽然整体期末库存及库销比预计下滑，但流通领域供应预期充足，国内自身的基本面驱动力将缺失。而外盘基本面及市场前景向好，四季度郑棉回落，未来可能受外盘带动而向上。

因此，长期驱动或在外盘：外盘未来或将对国内提供向上的带动作用。

图表 43：不同人民币汇率下进口成本估算（ICE 盘面上加了平均 10 美分的升水）

ICE 棉价	人民币汇率：7.2		人民币汇率：7	
	滑准税进口	1%关税进口	滑准税进口	1%关税进口
80	16077	15927	15672	15490
83	16596	16451	16149	16000
85	16942	16801	16485	16340
90	17807	17675	17326	17189
95	18672	18548	18167	18039
100	19537	19422	19008	18888

资料来源：wind，东证衍生品研究院

## 5、策略建议

- 1) 单边操作上：建议关注四季度高位沽空的机会，或择机买入看跌期权。
- 2) 套利方面：建议关注四季度内外反套的机会。

## 6、风险提示

- (1) 金融动荡的风险；(2) 产业政策超预期调控的风险；(3) 产地天气风险

**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](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)