



## 光期研究：抛储对棉价的影响简析

### 总结：

1、预期内抛储终于落地，但仍有较多未知因素。最为关键的抛储数量未明确公布，每日挂牌数量依据市场形势等安排。

2、本轮抛储，势在必行，并且需要新增进口配额进行配合。棉花商业库存相对短缺，市场需要抛储来缓解对库存短缺担忧，但抛储量预期有限，需要叠加滑准税配额共同使用。

3、抛储并不一定会导致棉价下跌。历史抛储期内，棉花上涨次数大于下跌次数，现实与理论预期相悖。

### 展望：

1、储备棉及进口棉需求较好。抛储底价和进口棉价均低于国内棉花现货价格指数，预计抛储及增发进口配额最终实施效果较好。

2、库存短缺炒作逐渐消退。抛储叠加进口配额预计超 100 万吨，有效的补充棉花商业库存，预计库存炒作将暂告一段落。

3、郑棉价格短期承压，中长期上方仍有一定空间。近期抛储及进口配额政策接连出台，预期供应增加抑制棉价上行，但天气、减产、抢收等诸多因素均对郑棉价格形成较强支撑，中长期棉价上方仍有一定空间。

光大期货研究所

资源品研究团队

研究总监：张笑金

品种：动力煤、白糖

分析师：张凌璐

品种：尿素、纯碱

助理分析师：孙成震

品种：棉花

撰写日期：

2023 年 7 月 28 日

期市有风险

入市需谨慎

## 光期研究：抛储对棉价的影响简析

### 一、2023 年抛储政策详解

#### 1.1 公告内容

图表 1：2023 抛储相关内容

时间	2023 年 7 月下旬开始，每个国家法定工作日挂牌销售。
数量	每日挂牌销售数量根据市场形势等安排。
价格	挂牌销售底价随行就市动态确定，原则上与国内外棉花现货价格挂钩联动，由国内市场棉花现货价格指数和国际市场棉花现货价格指数各按 50% 的权重计算确定，每周调整一次
方式	通过全国棉花交易市场公开竞价挂牌销售。
公证检验	销售的中央储备棉由中国纤维质量监测中心按 10% 比例进行质量公证检验。

资料来源：中储棉信息中心、光大期货研究所

抛储政策落地。2023 年 7 月 18 日，中储棉信息中心公布《关于 2023 年中央储备棉销售的公告》，公告宣布：“根据国家相关部门要求，为更好满足棉纺企业用棉需求，近期中国储备棉管理有限公司组织销售部分中央储备棉”，正式宣告抛储政策落地。

数量依旧存疑。虽然抛储政策落地，但较以往不同的是，本公告未明确公布抛储目标数量，而是依据市场形势安排每日挂牌销售数量，留有一定操作空间。最终抛储数量可能与此前市场预测的 30 万吨有一定出入，作者认为，本轮抛储数量可能会高于 30 万吨，但不会超出太多。新年

度供需平衡来看，新棉减产，需求环比增加，国内棉花仍有较大缺口，需增加进口量或者依靠国储棉抛储，国储棉需留有一定储备。因此本轮抛储数量不会超出市场预期太多。

抛储政策留给市场较大想象空间。本轮抛储此前已被市场充分预计，而最为关注的抛储数量未明确公布，市场对此解读不一。目前来看，抛储对郑棉价格未造成较大影响，郑棉价格跌破 17000 元/吨后快速反弹，进口配额已经增发，预期逐渐兑现，需要关注后续实际抛储数量是否会较预期有较大的变化。

### 1.2 抛储挂牌底价计算

图表 2：抛储挂牌销售底价计算

日期	中国棉花价格指数 (元/吨)	国家棉花价格指数 (元/吨)	国内市场棉花现货价格指数 (元/吨)	考特鲁克A指数 (美分/磅)	汇率 (美元对人民币)	国际市场棉花价格指数 (元/吨)	储备棉当周销售底价 (元/吨)	抛储价-国内棉价	抛储价-国际棉价	内外棉价差	数量 (吨)
2023-07-10	17444	17339	17392	91.35	7.1795	15918	16705	-687	787	1474	未开始
2023-07-11	17439	17333	17386	89.55	7.1795	15604		-681	1101	1782	
2023-07-12	17579	17491	17535	92.1	7.1795	16049		-830	656	1486	
2023-07-13	17800	17600	17700	91.9	7.1795	16014		-995	691	1686	
2023-07-14	17884	17631	17758	91.9	7.1795	16014		-1053	691	1744	
当周均值			17554	91		15920					
2023-07-17	17942	17614	17778	91.5	7.1795	15944	16737	-1041	793	1834	未开始
2023-07-18	17854	17740	17797	92.4	7.1795	16101		-1060	636	1696	
2023-07-19	17920	17740	17830	92.45	7.1795	16110		-1093	627	1720	
2023-07-20	17903	17755	17829	93.8	7.1795	16345		-1092	392	1484	
2023-07-21	18049	17903	17976	94.35	7.1795	16441		-1239	296	1535	
当周均值			17842	93		16188					
2023-07-24	18070	17903	17987	94.65	7.1795	16493	17015	-972	244	1494	未开始
2023-07-25	17990	17878	17934	95.4	7.1795	16624		-919	113	1310	
2023-07-26	17981	17909	17945	97.2	7.1795	16937		-930	-200	1008	
2023-07-27	17986	17927	17957	98	7.1795	17077		-942	-340	880	
2023-07-28	18017										

资料来源：I find、光大期货研究所

本轮抛储挂牌销售底价按照国内市场棉花现货价格指数和国际市场棉花现货价格指数各按 50% 的权重计算确定，每周调整一次。

国内市场棉花现货价格指数=[中国棉花价格指数(3128B品种)+国家棉花价格指数(3128B品种)]/2。

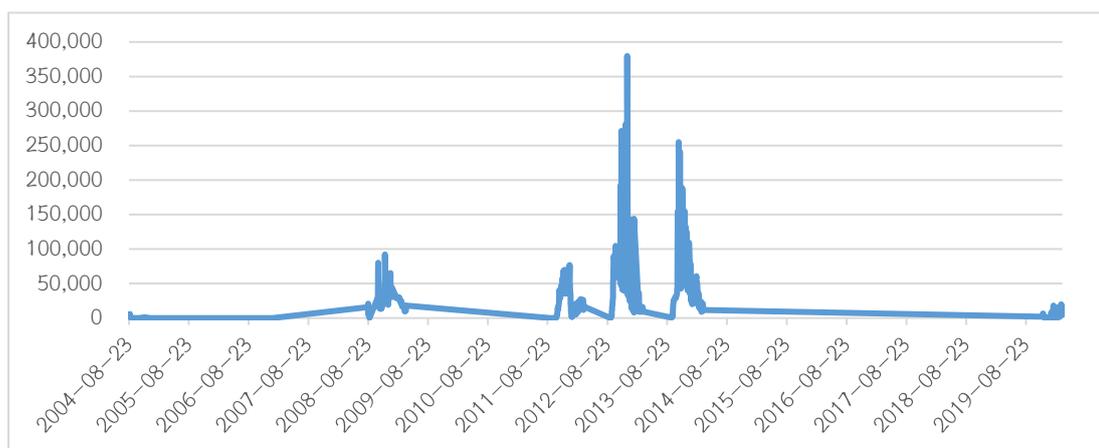
国际市场棉花现货价格指数=考特鲁克 A 指数(折美元/吨)×汇率×(1+关税 1%)×(1+增值税 9%)。汇率则参照海关征税方式,采用上一个月第三个星期三(如逢法定节假日,则顺延采用第四个星期三)中国人民银行公布的外币对人民币的基准汇率。

挂牌销售底价低于国内棉价,高于国外棉价。依据上述数据计算,截至 7 月 27 日当周,国内市场棉花价格指数均价为 17956 元/吨。考特鲁克 A 指数均值为 96 美分/磅,汇率(美元对人民币)为 7.1795,国际市场棉花价格指数折人民币计为 16783 元/吨。取国内市场棉花价格指数与国际市场棉花价格指数二者加权平均值,为 17369 元/吨。本轮抛储销售底价低于国内棉花现货价格,对用棉企业有一定吸引力,关注后续实际竞拍成交价。

## 二、历年收/抛储详解

### 2.1 历年收/抛储状况

图表 3: 我国棉花收储成交量(吨)



资料来源:中国棉花信息网、光大期货研究所

2004年至今，我国共收储1931.86万吨。由上图可知，我棉花收储主要集中在2008-2009年以及2011-2014年，2008年，我国棉花价格持续走弱，为稳定棉花市场，提升市场信心，于2018年末增加150万吨国家储备棉收储计划。2011-2014年间，我国棉花价格再度出现较大波动，为保护棉农权益，国家决定实行不限量临时收储政策，3年期间，共收储1595万吨，国储棉库存压力巨大，且导致国内外棉价出现较大背离，临时收储政策于2014年暂停。

图表4：历年抛储政策对比

抛储时间	公告挂牌量	实际挂牌量 (万吨)	实际成交量 (万吨)	成交率 (%)	抛储价格	加权成交均价
2010年8月-2010年10月	60万吨	101.2	100.3	99	竞卖底价为16500元/吨	——
2012年9月3日-2012年9月29日	每日投放数量以前一日发布的公告为准	104.3	49.4	47.31	竞卖底价为18500元/吨	平均加权价18530元/吨，折328级18640元/吨。
2013年1月-7月	——	1504.29	374.5	24.9	竞卖底价为19000元/吨(	平均价格18794元/吨，折328价格19219元/吨
2013年11月-2014年8月	——	1310.9	265.4	20.25	竞卖底价为18000元/吨	——
2015年7月-2015年8月	100	185.4	6.3	3.42	2011年度国产30万吨：竞拍底价13200元/吨 2012年度国产47万吨，竞卖底价14200元/吨； 2012年度进口棉20万吨，竞卖底价15500元/吨。	——
2016年5月-2016年9月	暂按200	300.4	265.9	88.5	销售底价(折标准级3128B)=上一周国内市场棉花现货价格指数算术平均值×权重50%+上一周国际市场棉花现货价格指数算术平均值×权重50%	——
2017年3月-2017年9月	考虑出库公检情况，同时兼顾储备棉安全管理需要安排	438	322	74		14731元/吨
2018年3月-2018年9月	总量不定上限	431.2	251.4	58.3		14770元/吨
2019年5月-2019年9月	100	116.2	99.6	85.7		12633元/吨
2020年7月-2020年9月	50	50.4	50.3	99.9		11789元/吨
2021年7月-2021年11月	首批60	154.28	120.3	78		17998元/吨
2023年7月下旬-?	每日挂牌销售数量根据市场形势等安排					

资料来源：依据公开资料整理、光大期货研究所

2010 年至今，仅 2011 年、2021 年暂停抛储。受临时收储政策影响，2011 年我国暂停抛储政策，于 2012 年 9 月重启。此间，我国开始大规模收储动作，2011 年-2014 年，我国累计收储 1500 余万吨，国储棉库存压力巨大。2013 年我国开启棉花去库之路，除 2015 年因需求低迷，且抛储价格高于当时棉价，导致抛储成交量较少以外，2013-2018 年间，每年抛储成交量均在 200 万吨以上，抛储总量 1482.6 万吨。2019-2021 年，3 年间国储棉抛储总量仍有 250 万吨左右，国储棉库存压力得以释放，2010 年至今，国储棉累计抛储 1900 余万吨。

国储棉具体库存未知，预计不到 300 万吨。国储棉数据不透明，按照数据库或者是官网收/抛储公告相关数据计算，2004 年至今，抛储量大于收储量，据此计算国储棉库存为负，原因大概率是有部分轮入信息未公开所致，因此无法据此推算国储棉具体库存。按照目前市场公认较为可靠消息称。当前国储棉库存大约在 200-300 万吨之间，库存数量相对较低。

### 2.2 收储及抛储时期棉价的波动

图表 5：2010 年至今收/抛储阶段郑棉期货及现货价格变动

时间	收储（万吨）	抛储（万吨）	郑棉期货主力合约价格变动	郑棉现货价格变动
2010 年 8 月 10 日-2010 年 10 月 20 日		100.3	45%	36.70%
2011 年 10 月 8 日-2012 年 3 月 31 日	313		3.84%	-1.22%
2012 年 9 月 3 日-2012 年 9 月 29 日		49.4	-7.50%	2.80%
2012 年 9 月 13 日-2013 年 3 月 29 日	650.8		4.45%	3.07%
2013 年 1 月 14 日-2013 年 7 月 31 日		374.5	2.37%	-0.40%
2013 年 9 月 18 日-2014 年 3 月 31 日	630.8		-19.30%	-0.02%

2013年11月28日-2014年8月29日		265.4	-23.56%	-13.26%
2015年7月10日-2015年8月31日		6.3	-4.67%	-1.00%
2016年5月3日-2016年9月30日		265.9	19.01%	20.81%
2017年3月6日-2017年9月29日		322	-8.09%	-1.02%
2018年3月12日-2018年9月30日		251.4	3.84%	3.20%
2019年5月5日-2019年9月30日		99.6	-21.55%	-18.44%
2019年12月2日-2020年3月31日	37.2		-16.45%	-14.70%
2020年7月1日-2020年9月30日		50.3	8.57%	7.96%
2021年7月5日-2021年11月30日		120.3	22.29%	25.70%
2022年7月13日-2022年11月11日	8.7		-11.48%	-12.11%

资料来源：依据公开资料整理、光大期货研究所

图表 6：2010 年至今收/抛储时期期货及现货涨跌次数统计

	次数	期货价格上涨/下跌次数	现货价格上涨/下跌次数
抛储	11 次	6 次/5 次	6 次/5 次
收储	5 次	2 次/3 次	1 次/4 次

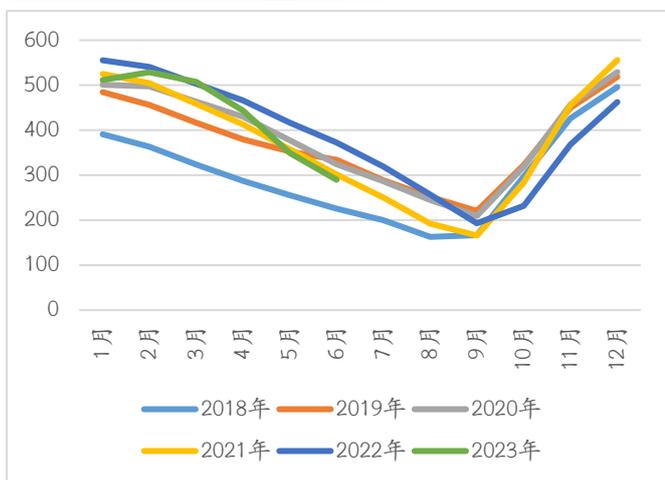
资料来源：依据上文统计，光大期货研究所

收/抛储时期，棉价涨跌情况与理论预期相悖。通常情况下认为，抛储会增加市场供应量从而导致棉花价格下跌，但据历史统计来看，2010 年至今抛储 11 次，其中郑棉期货及现货价格均上涨 6 次，下跌 5 次，上涨次数反而多于下跌次数。收储阶段，棉花期货及现货价格下跌次数也大于上涨次数，现货下跌次数更多。说明抛储与收储阶段，棉花价格的涨跌与否，并不是如理论般

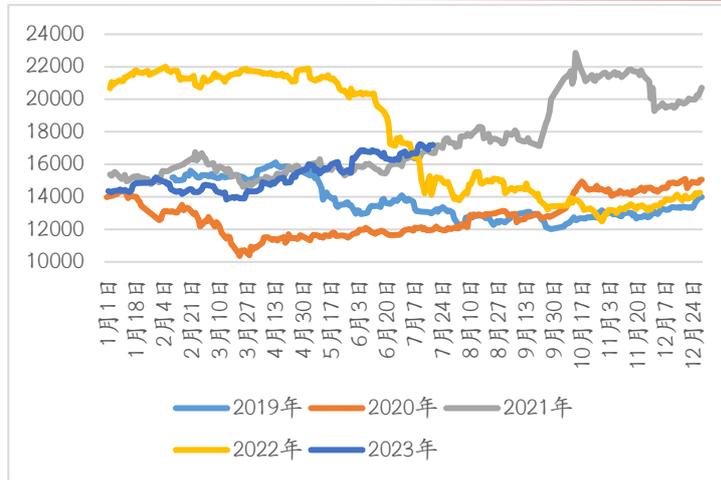
简单，造成现实与预期相悖的原因可能有以下几点：①收储或抛储对棉价的影响，在预期阶段就已经兑现，因此等到具体政策实施阶段，若政策较预期没有较大变动，则利多/利空出尽，棉价向相反方向调整；②当国家出台收/抛储政策时，表明当前市场供需出现一定矛盾，此时，收/抛储不一定能够完全解决当下供需存在的矛盾，或者，解决矛盾需要更长的时间，因此表现为，收/抛储阶段，棉价走势与理论预期相悖。

### 2.3 棉花商业库存短缺，需要抛储+放开进口配额

图表 7：我国棉花商业库存（万吨）



图表 8：郑棉主力合约价格走势图（元/吨）



资料来源：中国棉花信息网、I find、光大期货研究所

棉花商业库存相对短缺，频繁引发炒作。截至6月底，我国棉花商业库存为289.6万吨，位于历史同期较低水平，商业库存相对短缺，市场频繁借此炒作。6月1日，市场传言新疆地区棉花库存短缺，郑棉盘中触及涨停，日内涨幅近千元，随后一路震荡上行，突破17000元/吨整数关口，棉花库存相对短缺现状引发市场担忧，市场需要抛储来调节供应，同时缓解市场情绪。

图表 9：近期棉花供需平衡表（万吨）

日期	加工量	进口量	消耗量	商业库存	工业库存
2023 年 6 月	0	8.40	71.21	289.69	82.22
2023 年 5 月	0.6	10.95	90.87	349.28	85.44
2023 年 4 月	8.8	8.40	80.01	443.48	70.56
2023 年 3 月	63.4	7.25	91.33	507.24	69.61
2023 年 2 月	56.7	8.55	38.91	528.91	68.62
2023 年 1 月	108.5	14.00	68.83	511.87	59.32
2022 年 12 月	155.5	17.10	72.04	462.40	55.12

资料来源：中国棉花信息网、海关总署、wind、光大期货研究所

预计新棉上市前，仍需消耗棉花 280 万吨。按照上月棉花库存+本月加工量+本月进口量-本月棉花库存=本月棉花消耗量计算得出，6 月棉花消耗量约 71 万吨左右。本年度新棉上市稍晚，预计 10 月中上旬才能开始大量上市，我们按照 10 月底轧花厂可以大量出售新棉，以供市场使用进行推算，从 6 月底计算，中间还有 4 个月的时间。不考虑“金九银十”消费旺季可能会导致消费量增加，按照 6 月份数据，每月棉花消费量 70 万吨进行计算，即新棉上市前，仍需消耗棉花 280 万吨。

依据近期棉花进口相关情况，即使在内外棉价差转正情况下，进口棉依旧没有明显改善，每月进口棉不足 10 万吨，据此推算，若没有进口配额，新棉上市前，预计还会进口棉花 40 万吨。近日国家发改委宣布新增 75 万吨配额外优惠关税税率进口配额，若足额使用，新棉上市前会进口棉花 40+75=115 万吨。

不考虑抛储及进口配额的情况下，10月底新棉上市前，我国棉花商业库存=6月底棉花商业库存 290 万吨+期间累计进口棉 40 万吨-期间棉花预期消费量 280 万吨=50 万吨。2016 年至今，棉花商业库存再无低于 100 万吨状况，2010 年至今，仅 2014 年出现过低于 50 万吨状况。

仅抛储对棉花商业库存短缺缓解有限，需要进口配合。按照上文测算，即使抛储 30 万吨，新棉上市前，商业库存也仅有 80 万吨，库存仍然较为短缺，需要放开进口配额来共同缓解市场对于库存担忧。

按照预期抛储 30 万吨，新增进口配额 75 万吨足额使用，新棉上市前，我国棉花商业库存=50+30+75=155 万吨，虽仍低于历年同期水平，但降幅有限，棉花商业库存短缺担忧告一段落。

### 三、总结与展望

#### 3.1 总结

预期内抛储终于落地，但仍有较多未知因素。由于国内棉花商业库存较为短缺现状，市场对本轮抛储早有预期，此前预期抛储量 30 万吨左右，市场对此已经充分定价，然而本次公告中，未明确提及本次抛储数量，给市场留下较多想象空间，也给政策调控留下一定缓冲余地。

本轮抛储，势在必行，且需新增进口配额进行配合。市场频繁炒作棉花商业库存短缺现状，此时公布抛储政策，十分及时，给予市场一定信心，但抛储量预计有限，需要放开进口配额，二者叠加使用，缓解市场对于棉花商业库存的担忧。

抛储并不一定会导致棉价下跌。历史数据来看，抛储期内，郑棉期货及现货价格上涨次数大约下跌次数。棉花价格受供需现状，市场预期等多方面因素影响，不能简单认为抛储会导致棉价下跌。依据此前市场预期，及上文计算来看，预期 30 万吨的抛储量对于棉花商业库存的补充相对有限，棉价小幅回调变再度上行。

### 3.2 展望

储备棉及进口棉需求较好。当前内外棉价差为正，国内棉花现货价格高于进口棉价格指数，进口棉有一定的价格优势，新增 75 万吨进口配额之后，预计进口棉现状会逐渐好转。抛储底价高于进口棉价格指数但低于国内棉花现货价格指数，预计储备棉的竞拍会较为火热，关注后续抛储及进口配额相关细则。

库存短缺炒作逐渐消退。此前市场频繁炒作我国棉花商业库存短缺预期，依据测算，若无抛储及进口配额，新棉大量上市前，棉花商业库存确实十分短缺。目前抛储及进口配额政策接连出台，按照抛储 30 万吨，滑准税进口 75 万吨计算，新棉上市前，商业库存超过 150 万吨，虽较往年偏低，但降幅将对有限，有关库存短缺炒作预计将告一段落。

郑棉价格短期承压，中长期上方仍有一定空间。抛储及进口配额政策落地，库存炒作因素消散，棉花供应预期增加，对棉价形成一定扰动，短期郑棉价格承压运行。中长期来看，本年度新疆地区棉花生长期天气较为恶劣，早期遭受冰雹等灾害，现在又遭受高温炙烤，市场担忧加剧，新棉减产及抢收预期较强，诸多因素支撑郑棉上行，预计中长期郑棉上方仍有一定空间。

## 资源品研究团队成员介绍

• **张笑金**，光大期货研究所资源品研究总监，长期专注于白糖产业研究。多次在期货日报、证券时报最佳期货分析师评选中荣获“最佳农产品分析师”称号。多次荣获郑州商品交易所白糖高级分析师称号。

期货从业资格号：F0306200

期货交易咨询资格号：Z0000082

• **张凌璐**，光大期货研究所资源品分析师，负责纯碱、尿素等期货品种研究工作，英国布里斯托大学会计金融学硕士学位，ACCA 持证人，曾荣获郑州商品交易所纯碱优秀分析师称号，多次荣获郑州商品交易所纯碱高级分析师称号。

期货从业资格号：F3067502

期货交易咨询资格号：Z0014869

• **孙成震**，光大期货研究所资源品助理分析师，云南大学金融硕士，主要从事棉花、棉纱等品种基本面研究、数据分析等工作。

期货从业资格号：F03099994

## 联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 6 楼

公司电话：021-80212222                      传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979                      邮编：200127

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。