

上涨驱动渐衰，切勿追高

【策略观点】

投资咨询业务资格：
京证监许可【2012】76 号

吴菁琛

电话：010-84555056

邮 箱

wujingchen@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F3051432

投资咨询资格号

Z0013764

韩广宇

电话：010-84555171

邮 箱

hanguangyu@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F03099424

前期调控政策加码产生的利空已经在盘面大部分消化，但是偏低的现货库存依旧使现货价格维持高位，从而使得基差保持高位，引导着期货盘面企稳。但问题在于旺季不旺预期愈演愈烈，棉价上涨驱动减弱，虽然目前市场顶已现，但尚未形成技术性转势。10 月底新棉上市，市场将会提前关注轧花厂是否抢收，这也将成为多空博弈的关键点。目前市场认为，籽棉开秤价格最高不会超过 8.5 元/公斤，将呈现高开低走局面，如果轧花厂不抢收，则会出现预期反转，构成双杀。四季度中后期，随着预料之中的弱势金九银十结束，弱需求矛盾将会更加突出，预计棉价震荡偏弱。

【目 录】

一、行情回顾	1
二、全球棉花供需格局分析	1
2.1 美棉出口签约量环比大增	1
2.2 美棉收割持续推进，优良率低于去年同期	2
2.3 美棉净多仓出现回升	5
2.4 美国农业部 9 月供需报告中性偏多	5
三、国内棉花供需格局分析	6
3.1 棉花商业库存处于历史低位，抛储短暂缓解供应紧张	6
3.2 滑准税配额效果初现	8
3.3 纺企利润较差，下游成品库存维持高位	8
四、后市展望	9

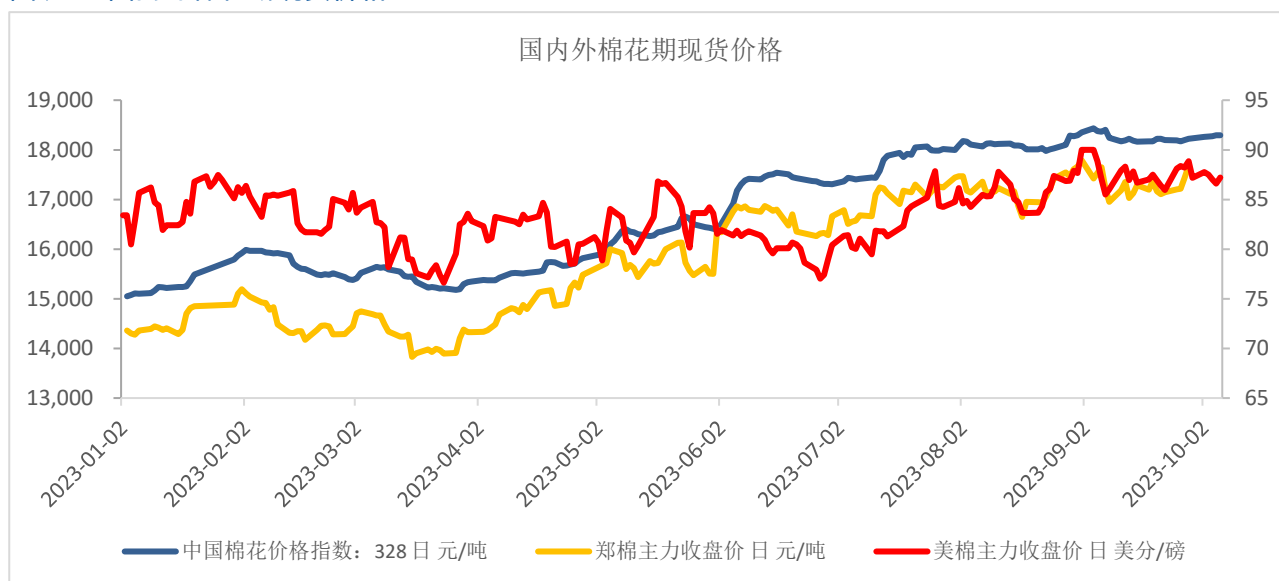
一、行情回顾

2023 年 7 月份内外棉价均呈现出了震荡上行走势，但外棉表现要明显强于内棉。其中，郑棉上涨主要逻辑在于旧作库存的紧张，尤其以新疆商业库存同比大降为主，7 月中旬国家储备棉抛储以及滑准税进口配额发放的消息公布，郑棉主力经过了短暂回调，但难掩棉价上涨趋势，万七关口强力支撑。美棉上涨的主要逻辑在于得州高温、优良率下滑等原因。

2023 年 8 月初至今，郑棉主力走出了较为明显的 M 型走势。在国家调控政策（国家储备棉抛售）的影响下，郑棉主力于 17530 高点开始震荡下跌，在 16600 元附近获得了强力支撑，出现了空头回补以及多路多头资金入场，郑棉主力出现了较大幅度反弹并创 14 个月新高，摸高到了 17900 附近。但随着单日抛储量的增加以及 75 万吨进口滑准税配额的落地，郑棉开始从高点回落，由于新棉尚未上市，市场普遍预期的开秤价格较高，盘面下方在万七关口获得支撑。

总的来看，三季度郑棉上涨主要驱动在于库存端消息不断，三季度中后期的上涨衰竭主要源于新年度新疆单产下降不及预期、单日抛储量增加以及滑准税配额落地。

图表 1 国内外棉花期现货价格



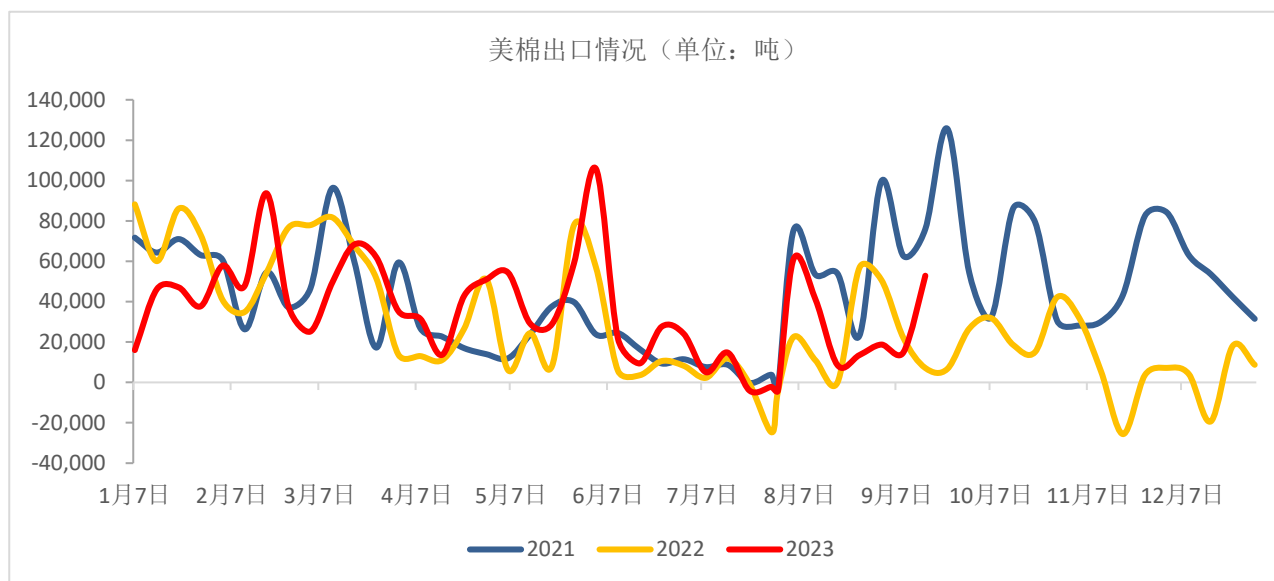
数据来源：Wind、国元期货

二、全球棉花供需格局分析

2.1 美棉出口签约量环比大增

2023 年 9 月 22 日-28 日，美国 2023/24 年度陆地棉净出口签约量为 5.44 万吨，较前周和前四周平均值显著增长，几乎创逾一个半月新高。出口签约量净增来自中国（2.86 万吨）、越南、中国澳门地区、墨西哥和泰国。

图表 2 美棉出口签约量

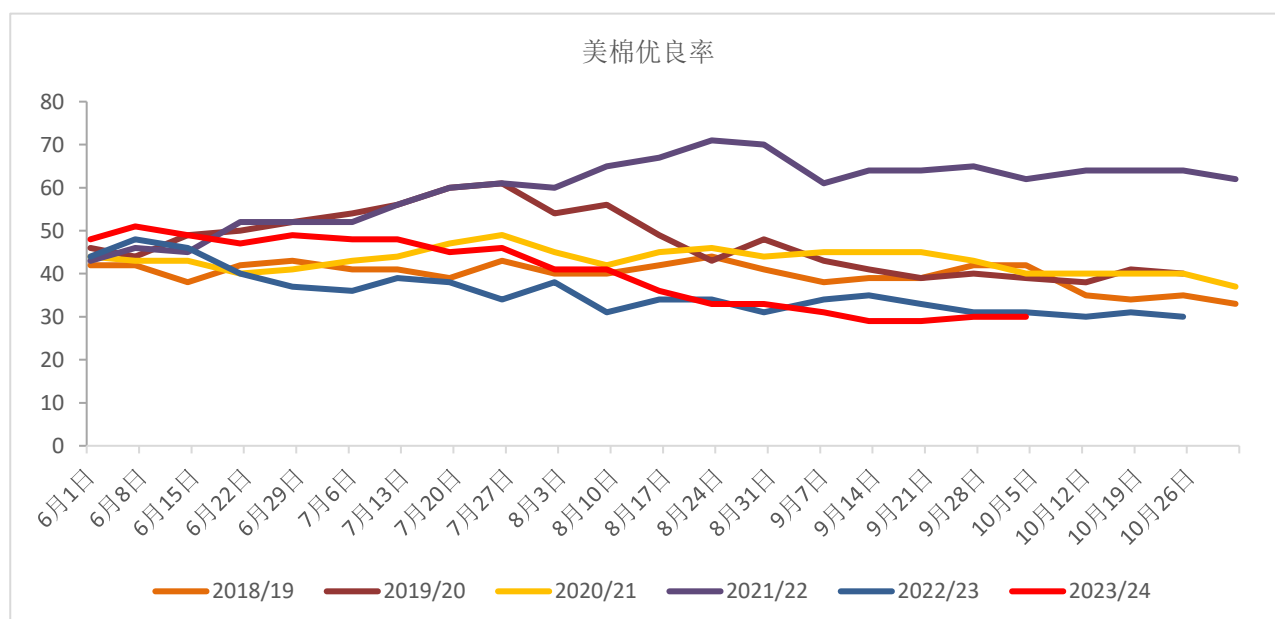


数据来源：Wind、国元期货

2.2 美棉收割持续推进，优良率低于去年同期

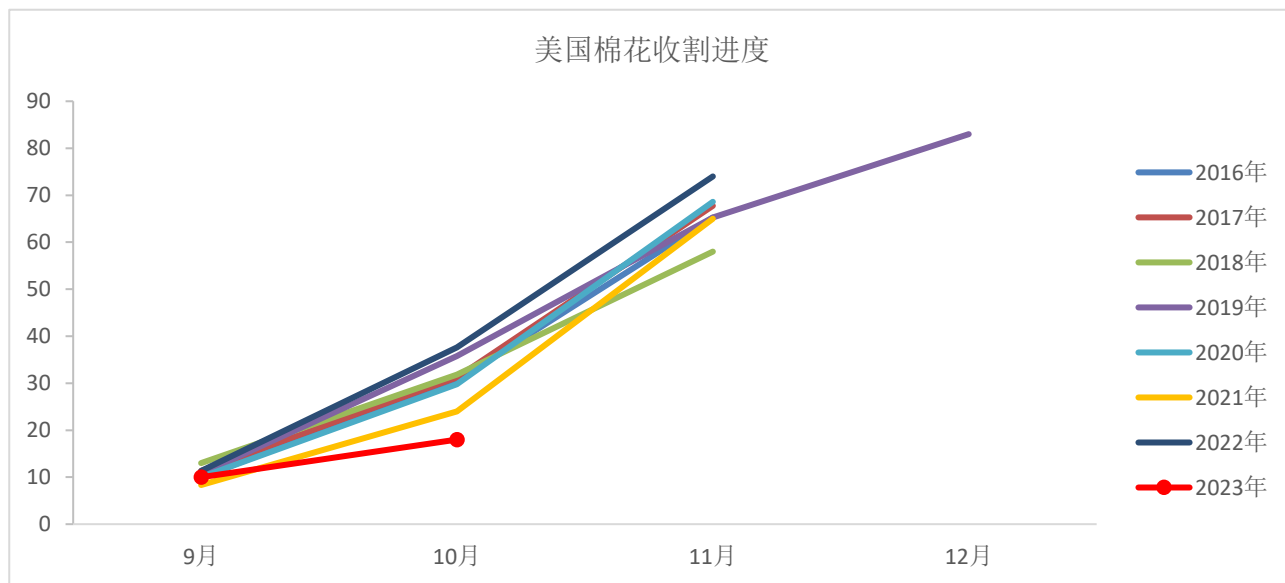
目前美棉正值收割季节，据 USDA 每周作物生长报告显示，截至 10 月 1 日当周，美国棉花收割率为 18%，环比提高 5 个百分点，超过五年均值，但低于去年同期值。未来几日预计美棉产区大部分地区晴朗而干燥，收割速度或进一步加快，但又将造成美棉优良率的下降。目前，美棉优良率维持在 30%，不及去年同期的 31%。

图表 3 美棉优良率



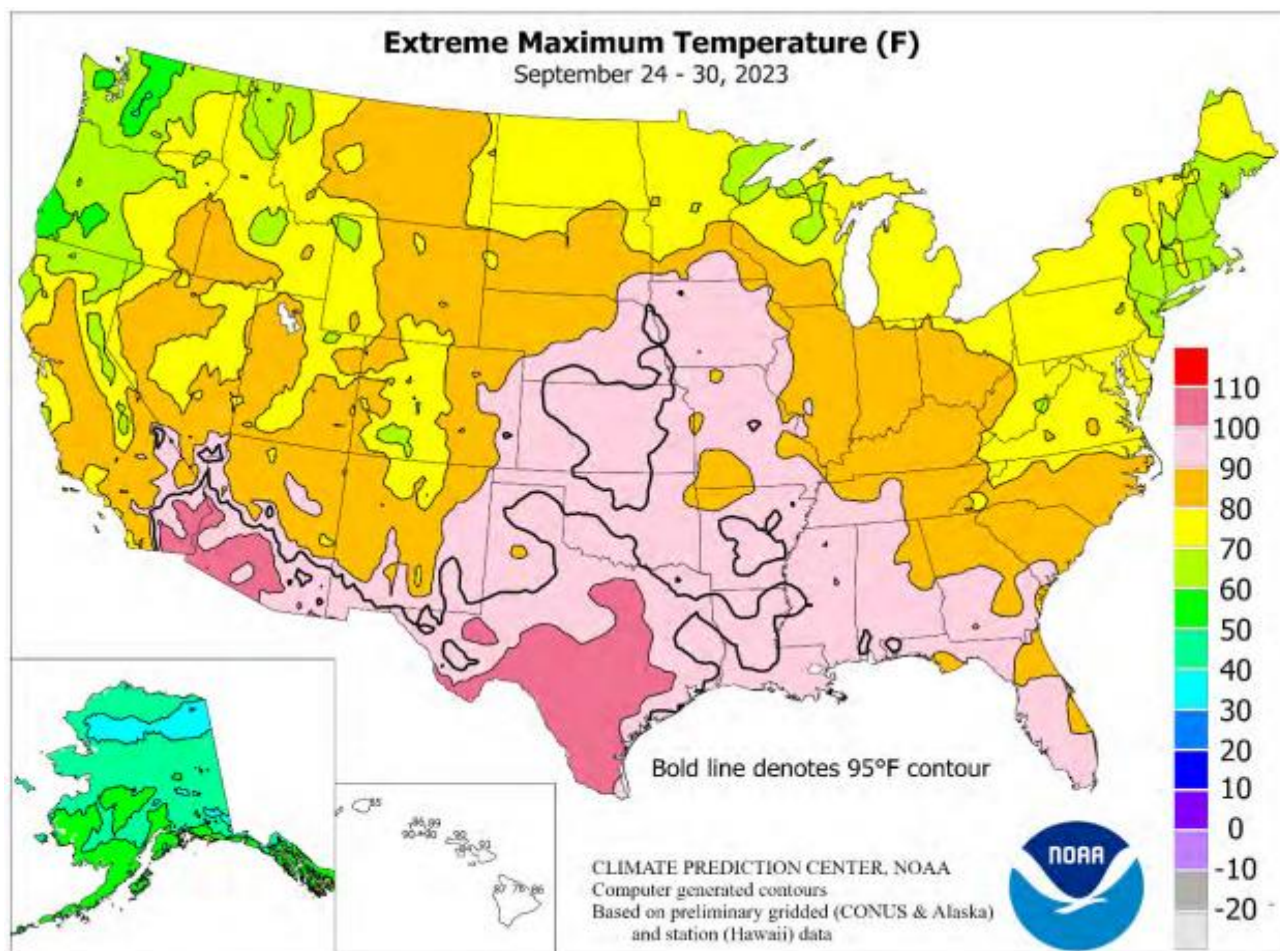
数据来源：Wind、国元期货

图表 4 美棉收割进度



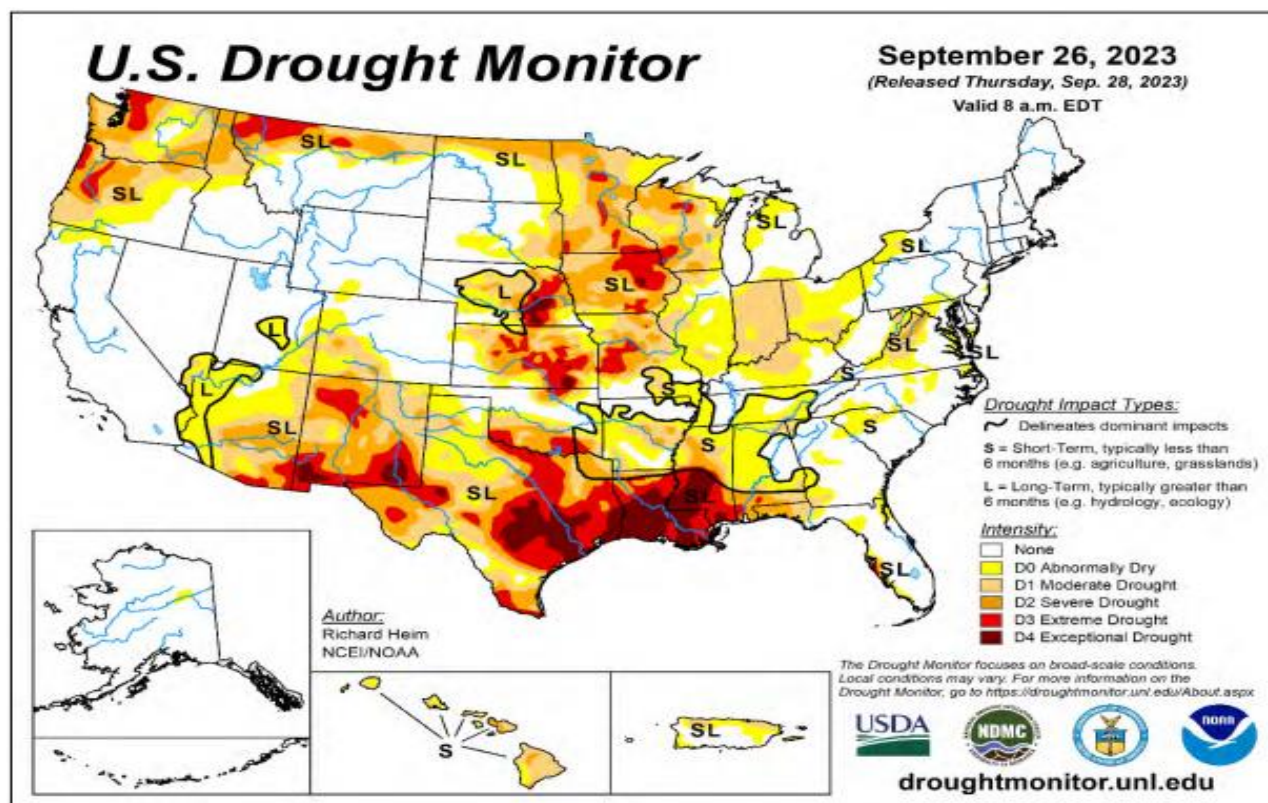
数据来源：Wind、国元期货

图表 5 美国极端最高温度



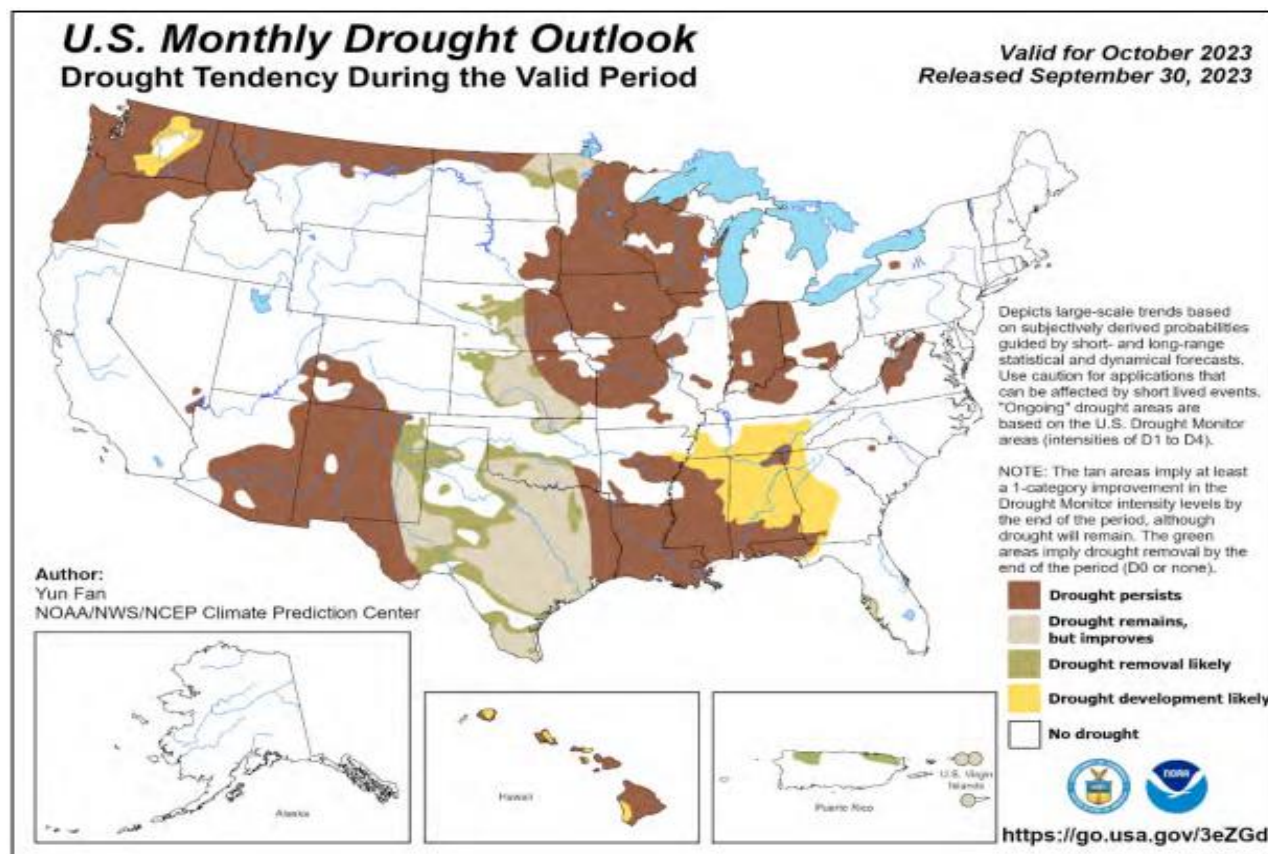
数据来源：USDA、国元期货

图表 6 美国干旱监测



数据来源：USDA、国元期货

图表 7 美国月度干旱情况展望

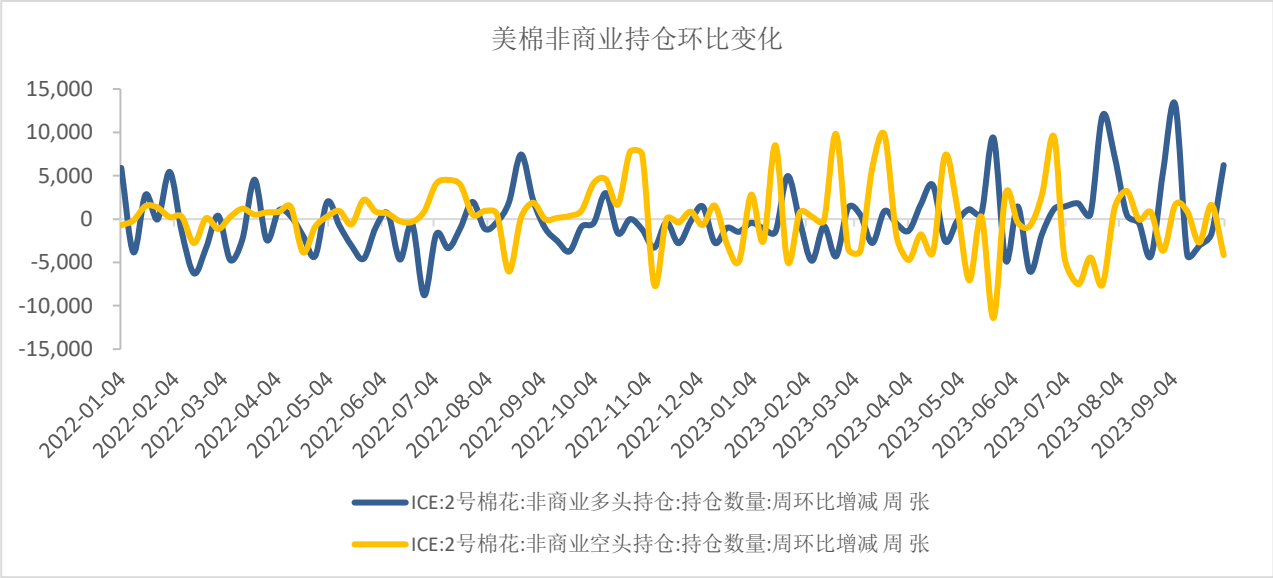


数据来源：USDA、国元期货

2.3 美棉净多仓出现回升

从近期持仓数据来看，基金市场情绪出现一定好转。截至 10 月 3 日当周，对冲基金及大型投机客持有的棉花净多头仓位环比增加 10382 手至 58162 手。其中非商业多头持仓增至 88465 手，空头持仓减至 30303 手。

图表 8 美棉非商业持仓环比变化



数据来源：Wind、国元期货

2.4 美国农业部 9 月供需报告中性偏多

9 月份美农供需报告出炉对于棉花的基调中性略偏多，将 2023/24 年度全球棉花的产量、消费量、贸易量以及期初期末库存量均进行了下调。从近两个月的预测数据对比来看，9 月份美国农业部下调新年度全球棉花期初库存 21 万吨，下调全球棉花产量 38 万吨，下调全球棉花消费量 23 万吨、下调全球棉花贸易量总额约 26 万吨、下调期末库存 36 万吨、下调库销比 0.7%。

图表 9 美国农业部（USDA）2023 年 9 月全球棉花产销存预测

USDA 全球棉花产销存预测（9 月）									
									单位：万吨
项目名称	国家和地区	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24（8 月）	2023/24（9 月）	环比变化	年度变化
产量	中国	593.3	642.3	587.9	668.4	587.9	587.9	0	-80.5
	印度	620.5	600.9	533.4	566.1	555.2	544.3	-10.9	-10.9
	美国	433.6	318.1	381.5	315.0	304.6	285.9	-18.7	-29.1
	巴西	300	235.6	261.3	298.3	288.5	300.5	12.0	2.2
	巴基斯坦	135	98	130.6	84.9	141.5	141.5	0	56.6
	澳大利亚	13.6	61	119.7	126.3	117.6	117.6	0	-8.7
	土耳其	75.1	63.1	82.7	106.7	76.2	76.2	0	-30.5
	其他	440.7	405.9	427.4	402.7	413.1	393.2	-19.9	-9.5
	合计	2611.8	2424.8	2524.6	2568.4	2484.6	2447.1	-37.5	-121.3
	中国	718.5	870.9	850.6	794.7	816.5	816.5	0	21.8
	印度	446.3	566.1	544.3	511.7	533.4	522.5	-10.9	10.8

消费	巴基斯坦	204.7	233	235.1	187.2	217.7	217.7	0	30.5
	孟加拉国	150.2	185.1	185.1	156.8	174.2	167.6	-6.6	10.8
	土耳其	143.7	167.6	189.4	158.9	174.2	174.2	0	15.3
	越南	143.7	158.9	148.1	140.4	152.4	150.2	-2.2	9.8
	巴西	58.8	67.5	69.7	69.7	71.8	71.8	0	2.1
	其他	383	400.2	418.4	370.5	405.7	402.2	-3.5	31.7
	合计	2248.9	2649.3	2595.7	2389.9	2546.0	2522.9	-23.1	133.0
进口	中国	155.4	280	176.4	138.3	217.7	217.7	0	79.4
	孟加拉国	163.3	190.5	172	143.7	174.2	167.6	-6.6	23.9
	越南	141.1	159.2	147	140.4	152.4	150.2	-2.2	9.8
	土耳其	101.7	116	121.9	88.2	95.8	95.8	0	7.6
	巴基斯坦	86.5	115.9	95.5	93.6	91.4	91.4	0	-2.2
	印尼	54.7	50.2	55.5	34.8	50.1	50.1	0	15.3
	印度	49.6	48.4	21.8	38.1	32.7	28.3	-4.4	-9.8
	其他	130.7	138.4	145.4	130.9	141.2	140.9	-0.3	10
	合计	883.1	1068.6	935.7	808.1	955.4	942.2	-13.2	134.1
出口	美国	337.7	356	319	280.9	272.2	267.8	-4.4	-4.4
	巴西	194.6	239.8	168.2	141.5	244.9	256.9	12.0	115.4
	澳大利亚	29.6	34.1	84.9	143.7	128.5	126.3	-2.2	-17.4
	印度	69.7	134.8	84.9	27.2	47.9	43.5	-4.4	16.3
	贝宁	21.1	30.5	30.5	23.9	27.2	24.5	-2.7	0.6
	马里	25.6	13.1	23.9	16.3	25	25	0	8.7
	希腊	31.9	35.5	31.6	27.8	27.8	23.9	-3.9	-3.9
	其他	183.1	212.2	199.4	156.4	181.4	174.1	-7.3	17.7
	合计	893.4	1055.8	942.5	817.7	954.8	942.1	-12.7	124.4
期末库存	中国	803.4	854.6	811.2	848.9	822.2	801.3	-20.9	-47.6
	巴西	313.6	242.1	266	345.1	318.1	328.9	10.8	-16.2
	印度	341.5	259.9	185.9	252.5	261.2	261.2	0	8.7
	澳大利亚	26.1	54.9	93.7	94.5	96.5	99.5	3	5.0
	土耳其	60.2	59	61.7	78.5	67.5	46.8	-20.7	-31.7
	孟加拉国	54.8	63.2	53.2	32.6	36.5	45.4	8.9	12.8
	美国	157.9	68.6	81.6	70.8	67.5	65.3	-2.2	-5.5
	其他	460.1	335.5	333.9	322.6	317.2	310.3	-6.9	-12.3
	合计	2129.1	1918.5	1844.6	2045.5	1994.3	1958.7	-35.6	-35.6
库存消费比		94.57%	70.41%	72.63%	85.59%	78.33%	77.64%	-0.69pp	-7.95pp

数据来源：USDA、国元期货

三、国内棉花供需格局分析

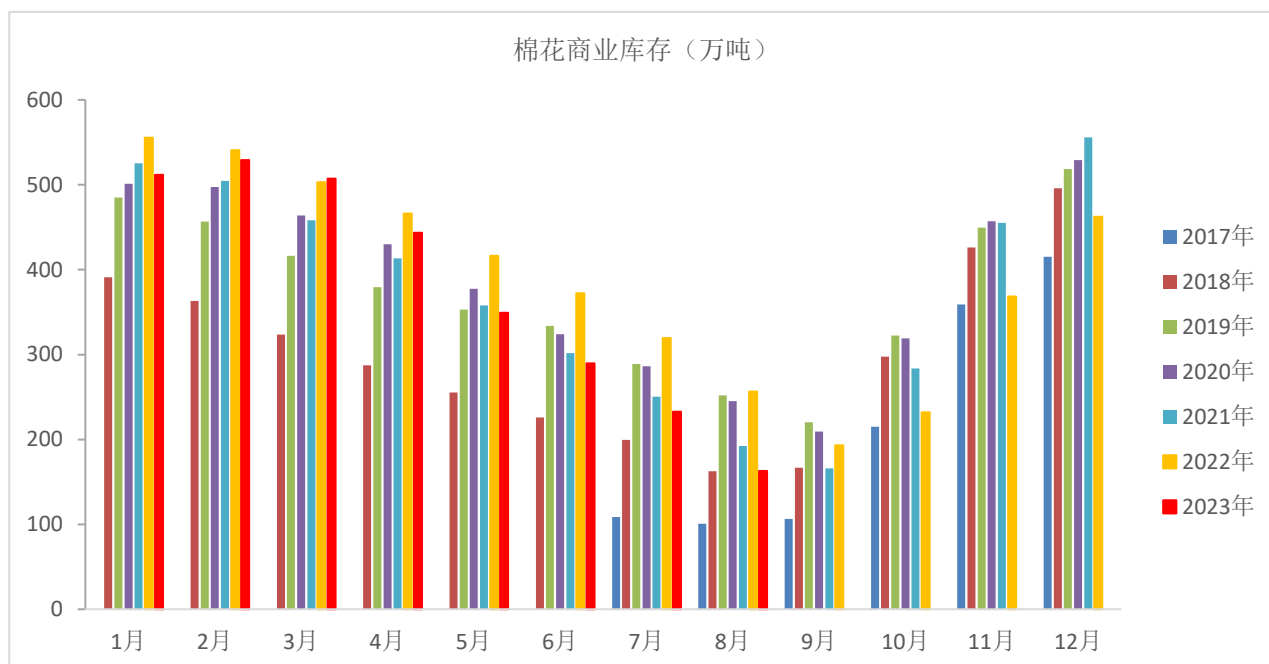
3.1 棉花商业库存处于历史低位，抛储短暂缓解供应紧张

我国棉花商业库存最新月度数据出炉，如市场预料，大幅低于历年同期。截至8月底，我国棉花商业库存163.06万吨，环比减少了69.69万吨，同比减少了93.5万吨。其中，新

疆棉花商业库存 78.92 万吨，环比减少了 60.57 万吨，同比减少了 102.49 万吨。

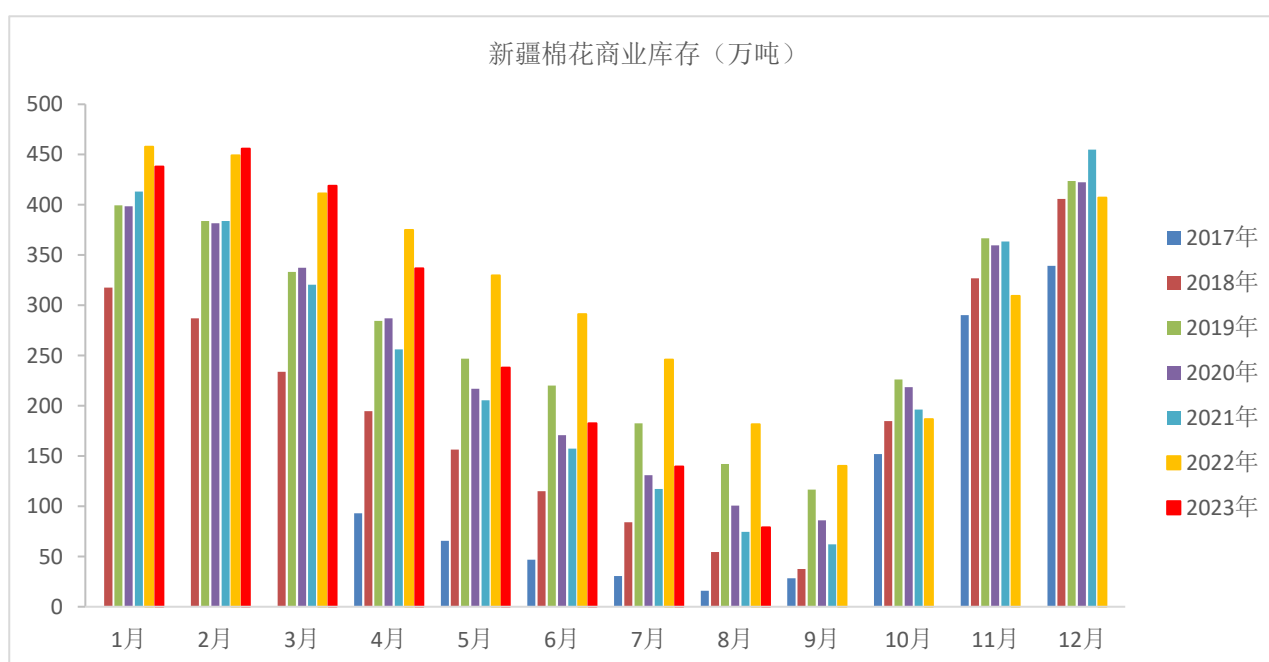
自 2023 年 6 月开始，市场上多次传出了关于新疆棉花商业库存超预期减少的小作文，在本就炒作新年度棉花减产的基础上再次引发了市场对新旧年度过渡阶段棉花供应的担忧，多次推动了价格上涨。但是，库存在经过多次炒作之后，边际利多效应已经减弱，同时随着 7 月 31 日国家储备棉的销售，库存紧张问题也一定程度上得到了缓解，并且每天的抛储量由之前的 1 万吨已经变为了 1.2 万吨，9 月 4 日开始，国家抛储政策再度加码，储备棉单日投放量大幅增加至 2 万吨，金九银十表现一般，后续棉价能否延续上涨趋势还需关注籽棉开秤价格以及轧花厂抢收预期。

图表 10 我国棉花商业库存（万吨）



数据来源：Wind、国元期货

图表 11 新疆棉花商业库存（万吨）

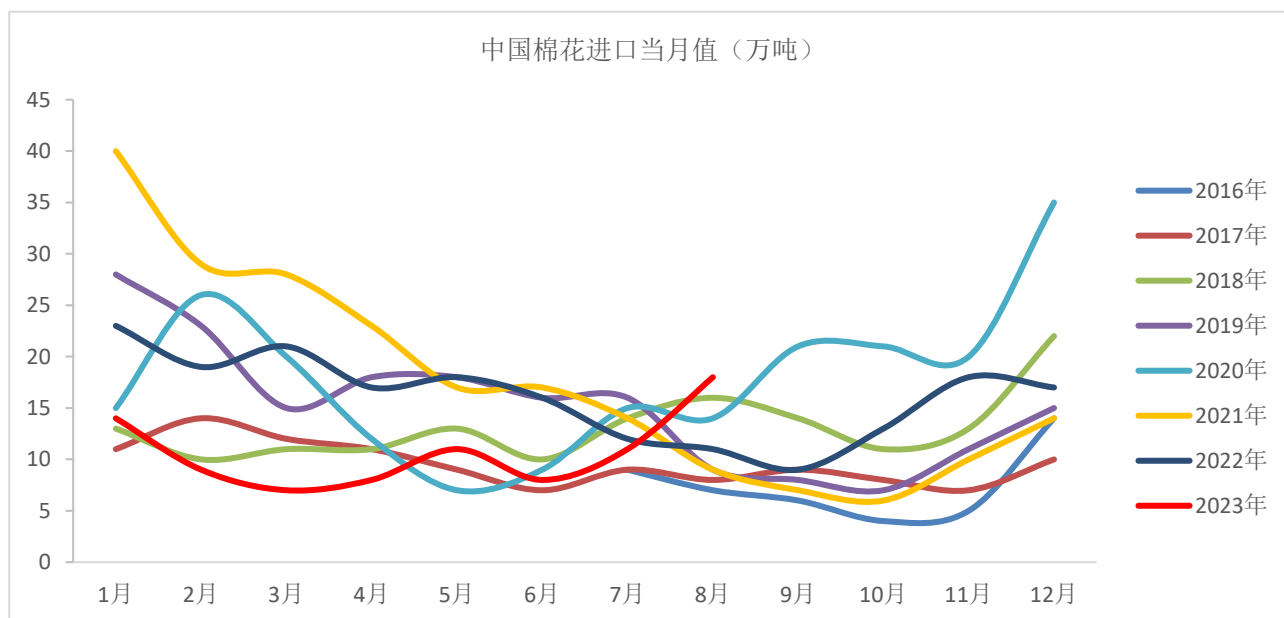


数据来源：Wind、国元期货

3.2 滑准税配额效果初现

前期 75 万吨的滑准税配额已经下达给棉纺企业，目前来看，效果已经显现。据海关统计数据，2023 年 8 月我国棉花进口量 18 万吨，较上月的 11 万吨进口量环比增加了 7 万吨，同比增加也增加 7 万吨。当月美国为最大进口来源地，当月从美国进口棉花约有 8.17 万吨，环比增加 57.5%，同比减少 10.7%。

图表 12 我国棉花进口量



数据来源：Wind、国元期货

3.3 纺企利润较差，下游成品库存维持高位

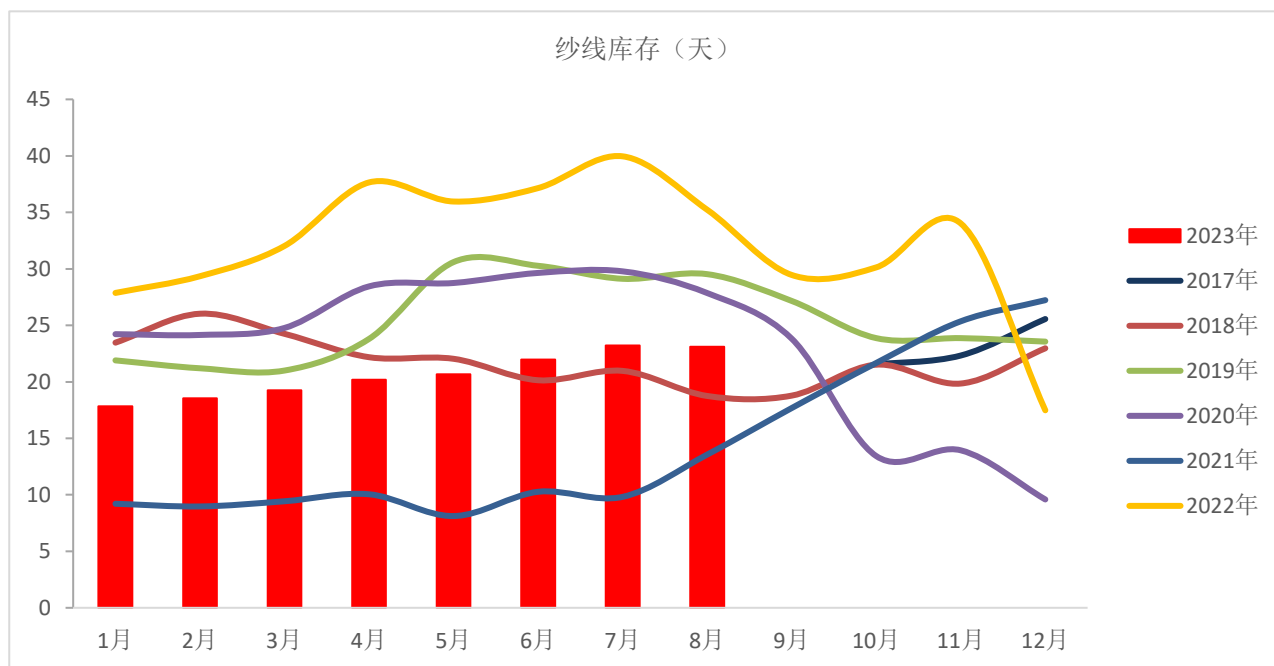
目前纺织企业利润处于深度亏损状态，亏损幅度已经接近 2022 年 4 月水平，截至 9 月 28 日，普梳纱 32 支利润为-1652 元/吨。由于下游终端需求不济，导致纺企织厂库存仍维持高位，据统计，2023 年 8 月底纺织企业纱线库存 23.11 天，较上月减少 0.11 天，较去年同期减少 12.12 天；织厂坯布库存 36.12 天，较上月减少 2.91 天，较去年同期减少 5 天。

图表 13 C32 棉纱纺纱利润（元/吨）



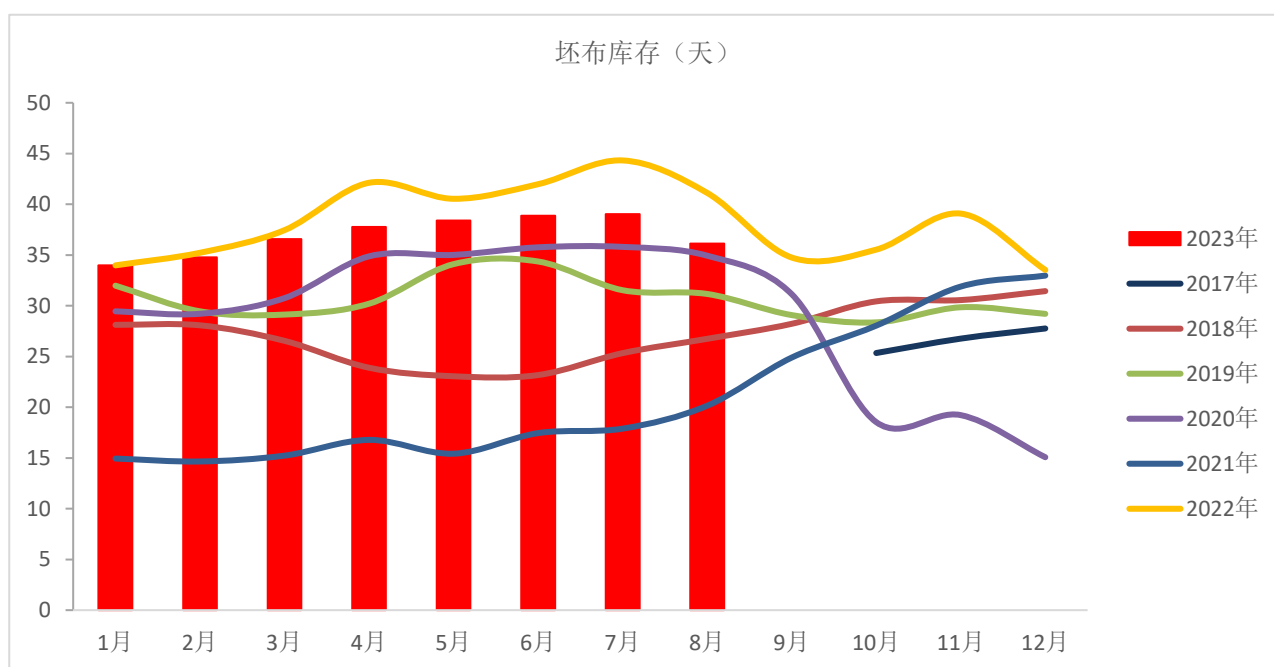
数据来源：Wind、国元期货

图表 14 纱线库存



数据来源: Wind、国元期货

图表 15 坯布库存



数据来源: Wind、国元期货

四、后市展望

前期调控政策加码产生的利空已经在盘面大部分消化,但是偏低的现货库存依旧使现货价格维持高位,从而使得基差保持高位,引导着期货盘面企稳。但问题在于旺季不旺预期愈演愈烈,棉价上涨驱动减弱,虽然目前市场顶已现,但尚未形成技术性转势。10月底新棉上市,市场将会提前关注轧花厂是否抢收,这也将成为多空博弈的关键点。目前市场认为,籽

棉开秤价格最高不会超过 8.5 元/公斤，将呈现高开低走局面，如果轧花厂不抢收，则会出现预期反转，构成双杀。四季度中后期，随着预料之中的弱势金九银十结束，弱需求矛盾将会更加突出，预计棉价震荡偏弱。

免责声明

本报告的著作权和/或其他相关知识产权归属于国元期货有限公司。未经国元期货许可，任何单位或个人都不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、链接、修改、翻译本报告的全部或部分内容。如引用、转载、刊发、链接需要注明出处为国元期货。违反前述要求侵犯国元期货著作权等知识产权的，国元期货将保留追究其相关法律责任的权利。

本报告基于国元期货及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但国元期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性均不作任何明确或隐含的保证。国元期货可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，本报告及该报告仅反映研究人员的不同设想、见解及分析方法，为免生疑，本报告所载的观点并不代表国元期货立场。

本报告所载全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资、法律、会计或税务的操作建议，国元期货不对因使用本报告而做出的操作建议做出任何担保，不对因使用本报告而造成的损失承担任何责任。交易者根据本报告作出的任何投资决策与国元期货及研究人员无关，且国元期货不因接收人收到此报告而视其为客户，请交易者务必独立进行投资决策。

联系我们

全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 19 层 1901，
9 层 906、908B
电话：010-84555000

合肥分公司

地址：安徽省合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座 6 楼
601-607
电话：0551-62895515

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即
磐基商务楼 2501 室）
电话：0592-5312922

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A
座期货大厦 2407、2406B。
电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西
塔 6 层 06 室
电话：029-88604088

上海分公司

地址：中国(上海)自由贸易试验区浦电路 577 号 16 层(实
际楼层 13 层)04 室
电话：021-50872756

广州分公司

地址：广东省广州市天河区珠江东路 28 号 4701 房自编 04A
单元
电话：020-89816681

合肥营业部

地址：安徽省合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层
电话：0551-68115888

郑州营业部

地址：河南省郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室
电话：0371-53386809

青岛营业部

地址：山东省青岛市崂山区秦岭路 15 号 1103 户
电话：0532-66728681

深圳营业部

地址：广东省深圳市福田区莲花街道福中社区深南大道
2008 号中国凤凰大厦 1 号楼 10B
电话：0755-82891269

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4
幢 2201-3 室
电话：0571-87686300

通辽营业部

地址：内蒙古自治区通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦
12 层西侧
电话：0475-6380818

上海中山北路营业部

地址：上海市普陀区中山北路 1958 号 3 层西半部 318 室
电话：021-52650802、021-52650801

北京分公司

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 22 层 2208B
室
电话：010-84555050