

## 节后需求疲软 郑棉先扬后抑

### —— 2024 年一季度棉花棉纱市场回顾与二季度展望

作者：化纤纺织研究中心 陈臻

执业编号：F3084620（从业资格）Z0018730（投资咨询）

联系方式：chenzhen1@foundersc.com

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2024年3月17日

#### 摘要：

受到多重事件和因素影响，2024 年一季度棉花棉纱期货走势主要可以分为两个阶段：

第一阶段：2024 年 1 月 1 日-2 月 28 日，延续去年涨势。从去年四季度起，郑棉在 14520 元/吨出现拐点，开始反弹。一方面，北半球入冬，天气寒冷，国内外对于棉装需求明显增加，补库积极性提升。下游企业接到了春装甚至夏装订单，开机率明显回升。同时，2024/25 和 2024/25 连续两个年度棉花产量都会锐减，市场开始炒作供应端，尤其 2024 年 2 月下旬，美棉注册库存一度跌破 1000 包，出现大量逼空投机盘。美棉一度冲高至 103.8 美分/磅，创近 1 年半以来新高，从而带动郑棉达到 16450 元/吨，郑纱达到 22550 元/吨，创近 5 个月新高。

第二阶段：2024 年 2 月 29 日-3 月 15 日，冲高回落。随着逼仓投机盘止盈离场，美棉出现拐点，一度下跌至 94 美分/磅左右，从而承压内盘。节后迅速复工，但是下游需求清淡，对高价棉抵触情绪较高，郑棉开始下挫。不过，由于今年减产预期，因此郑棉回调有限，主力合约基本围绕 15900-16300 元/吨区间震荡。

后市展望，短期内金三银四落空，美棉承压下跌，带动郑棉下挫。长期来看，随着新一年度持续减产，欧美央行开启降息，需求回暖。2024 年郑棉盘面中枢将在 15000-17000 元/吨震荡。

风险点：市场对于 2024/25 美棉产量的炒作、美联储首轮降息时间表、特朗普重新赢得总统大选。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

## 目录

第一部分 行情回顾 .....	4
一、长期走势回顾 .....	4
二、2024 年一季度行情回顾 .....	5
第二部分 全球棉花供需情况 .....	6
一、全球情况 .....	6
二、美国情况 .....	10
（一）2023/24 年度进入去库存阶段 .....	10
（二）供给端：种植面积减少 单产有望好转 .....	10
（三）需求端：棉花销售进度滞后 纺织库销比下降 .....	12
第三部分 国内棉花供需格局 .....	14
一、供给端：产量下降 进口补充 .....	14
（一）产量将连续两个年度减少 .....	14
（二）棉花棉纱现货价格整体上扬，但下游抵触情绪较浓 .....	16
（三）中国扩大进口棉避免国内减产 .....	16
（四）棉花商业库存高、工业库存低 .....	17
（五）仓单数量偏低 .....	17
（六）替代品开工率和库存 .....	18
二、需求端：内外销情况将会变化 终端需求一般 .....	19
（一）2023 年内销强于外贸 2024 年或将逆转 .....	19
（二）节后复工情况迅速 亏损依然严重 .....	19
三、中国棉花供需平衡表 .....	21
第四部分 技术、基差、价差、季节性分析 .....	22
一、技术分析 .....	22
二、基差分析 .....	23

三、价差套利 .....	23
四、季节性特征 .....	24
第五部分 棉花期权市场分析 .....	25
一、期权交投分析 .....	25
二、波动率分析 .....	26
三、期权策略 .....	26
第六部分 后市展望：近空远多 .....	27
附录：与棉花棉纱相关产业股票表现 .....	28

## 第一部分 行情回顾

### 一、长期走势回顾



图 1-1：2005-2024 年棉花主连图

数据来源：同花顺期货通、方正中期研究院整理

棉花期货受到经济周期、国家政策以及天气等各方面因素的影响。自郑棉 2004 年上市以来，期市波动较大，历史谷值 9890 元/吨，峰值达到 34870 元/吨。当棉花价格偏低时，政府往往通过收储或补贴等手段支撑棉价，稳定棉花生产；当棉花价格偏高时，政府往往通过抛储和放宽进口等手段促进棉花价格回落，避免下游纺织服装工厂成本过高。从郑棉主连合约长期走势看，大致可以分成以下几个阶段：

**第一阶段：2005 年 4 月-2008 年 3 月**，供需总体平衡。郑棉中枢于 13000-16000 元/吨波动，政策和天气对于棉花短期走势影响较大。在此期间，郑棉合约规则仍然处于初级阶段，交割棉花品级亦无明确要求，导致进口棉泛滥。至 2007 年末，仓单数量增加，为 2008 年下跌埋下伏笔。

**第二阶段：2008 年 4-11 月**，次贷危机全面爆发。大宗商品整体暴跌，棉花供需失衡，郑棉从 16700 元/吨下跌至 10000 元/吨附近，三个季度跌幅达到四成。此时，国家在低位启动收储政策，同时棉花大跌导致棉农种植意愿大幅下降，种植面积减少，为 2010 年棉花牛市奠定基础。

**第三阶段：2008 年 12 月-2011 年 2 月**，大牛市开启。为了抑制经济下行，2008 年 11 月 25 日美联储启动首轮 QE，同时中国也开启 4 万亿救市政策，造成大宗商品价格水涨船高。郑棉连续上涨，2011 年 2 月创上市最高 34870 元/吨，随后 13 年郑棉再未触及该高度。

第四阶段：2011年3月-2016年3月，大熊市开启。2011年以后，高价棉负面作用凸显，一方面抑制消费，另一方面，促进企业囤积棉花。2012年40%关税实现通关也使得外棉进口数量大增，同时欧债危机持续发酵也使得需求端出现严重滑坡。供需失衡导致郑棉持续回落，2016年3月跌至9890元/吨，创上市以来最低。

第五阶段：2016年4月-2018年5月，触底反弹。得益于美联储QE政策，全球经济走出低谷，需求回升，中国目标价格补贴政策及收储政策亦对棉花价格起到托底作用，郑棉筑底。2018年初美方挑起贸易战，叠加中国棉花库存不高，市场对国内棉花供应持谨慎态度，郑棉上涨。

第六阶段：2018-2020年，冲高回落。随着中美贸易战升级，中国棉纺产品出口美国受限，产量萎缩，金九银十证伪，从而影响上游棉花需求。2022年初新冠疫情爆发，全球经济和供应链遭受毁灭性打击，郑棉下跌至9935元/吨上市最低位。

第七阶段：2020年4月-2021年10月，资产牛市再起。2020年新冠疫情爆发后，为了防止经济下行，美联储开启第五轮QE，资产价格大幅上升。各国均采取极为宽松的财政和货币政策，需求出现畸形增长，郑棉反弹至22960元/吨。

第八阶段：2021年11月-2022年10月，冲高回落。全球通胀高企，各大央行收紧货币政策，世界经济由过热转向滞涨，需求萎缩，郑棉下跌。

第九阶段：2022年11月-2024年3月，再度反弹。国内种植面积减少，单产下降，叠加厄尔尼诺导致美棉减产，全球棉花连续两年减产，美棉上涨，带动郑棉趋势性反弹。

## 二、2024年一季度行情回顾



图 1-2：2024 年一季度 CF2405 日 K 线图

数据来源：同花顺期货通、方正中期研究院整理



图 1-3：2024 年一季度 CY2405 日 K 线图

数据来源：同花顺期货通、方正中期研究院整理

受到多重事件和因素影响，2024 年一季度棉花棉纱期货走势主要可以分为两个阶段：

**第一阶段：2024 年 1 月 1 日-2 月 28 日，延续去年涨势。**从去年四季度起，郑棉在 14520 元/吨出现拐点，开始反弹。一方面，北半球入冬，天气寒冷，国内外对于棉装需求明显增加，补库积极性提升。下游企业接到了春装甚至夏装订单，开机率明显回升。同时，2024/25 和 2024/25 连续两个年度棉花产量都会锐减，市场开始炒作供应端，尤其 2024 年 2 月下旬，美棉注册库存一度跌破 1000 包，出现大量逼空投机盘。美棉一度冲高至 103.8 美分/磅，创近 1 年半以来新高，从而带动郑棉达到 16450 元/吨，郑纱达到 22550 元/吨，创近 5 个月新高。

**第二阶段：2024 年 2 月 29 日-3 月 15 日，冲高回落。**随着逼仓投机盘止盈离场，美棉出现拐点，一度下跌至 94 美分/磅左右，从而承压内盘。节后迅速复工，但是下游需求清淡，对高价棉抵触情绪较高，郑棉开始下挫。不过，由于今年减产预期，因此郑棉回调有限，主力合约基本围绕 15900-16300 元/吨区间震荡。

## 第二部分 全球棉花供需情况

### 一、全球情况

据 USDA 最新发布的 2023 年 3 月全球棉花供需预测报告，2022/23 年度全球棉花产量 2456 万吨，同比减产 3.2%；棉花消费量 2449 万吨，同比减少 3.3%；期末库存 1822 万吨，同比减少 3.8%；库销比 74.42%，同比下降 0.35 个百分点。

3月USDA对于2023/24年度全球棉花供需的调整,总体偏多,消费上调幅度超过产量。具体来看,将棉花产量上调2.8万吨至2459.3万吨,同比减产2.8%;将棉花消费量上调10.5万吨至2459.1万吨,同比上升1.6%;将期末库存下调7.7万吨至1814.6万吨,同比上升0.5%;库销比下调63个百分点至73.79%,同比下降0.63个百分点。

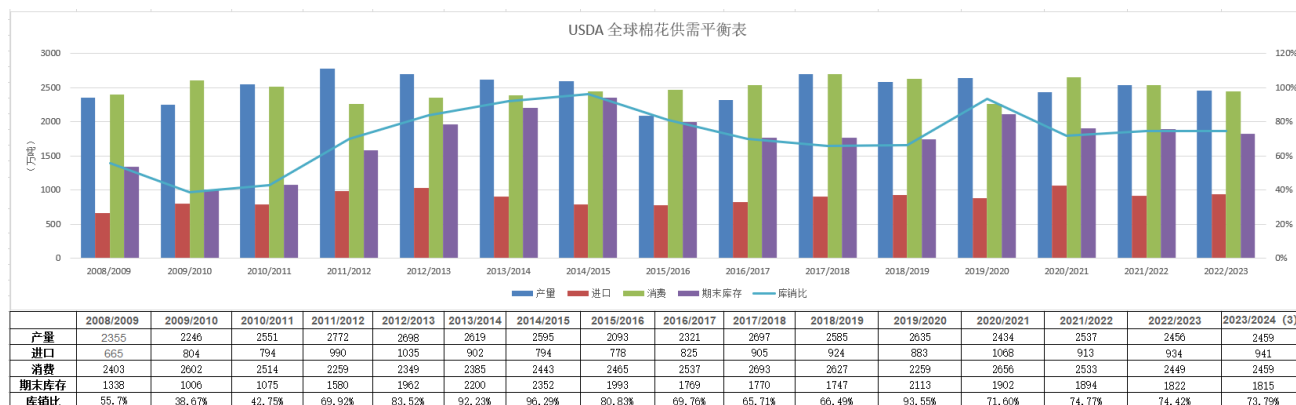


图 2-1 USDA 全球棉花供需平衡表

数据来源: USDA、方正中期期货研究院整理

受到播种面积、单产以及天气等各方面因素影响,USDA 持续调整棉花产量和消费量,尤其 2023/24 年度,很大程度影响到了 ICE2 棉花和郑棉走势。

对于 2022/23 年度,USDA 的全球产量和消费量预计基本稳定。其中,产量维持于 2500-2600 万吨,消费量中枢在 2400 万吨附近。对于 2023/24 年度的供需情况,USDA 预测值波动较大,尤其产量端。USDA 对于需求预测呈下降趋势,从最初 2550 万吨逐步下调至 2460 万吨左右。产量预测最高值和最低值分别为 2544 万吨和 2447 万吨,相差近 100 万吨。此外,2022/23 年度全球棉花产量预测值均高于消费量预测值,而 2023/24 年度则发生多次互换。

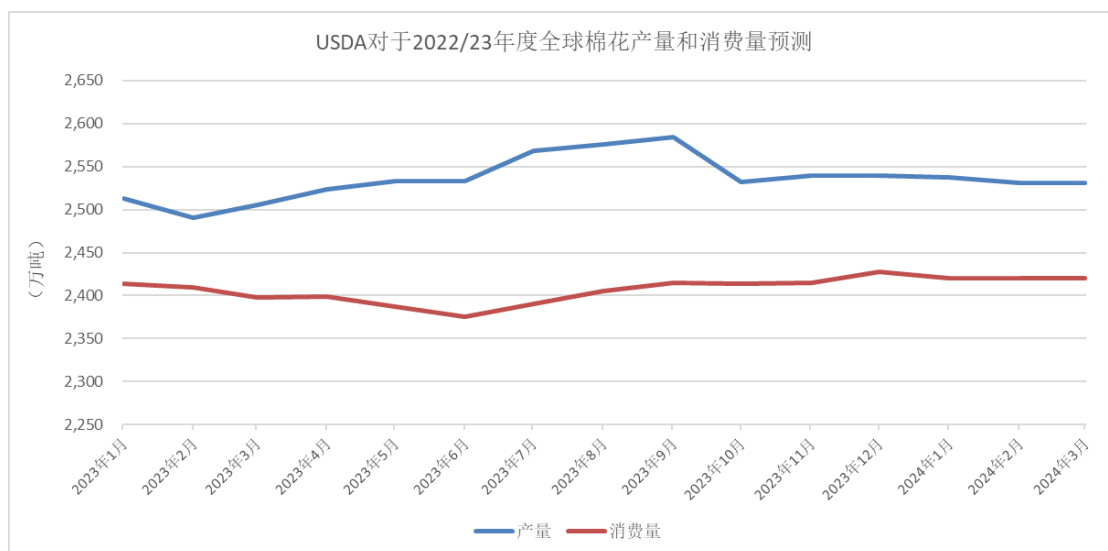




图 2-2：USDA 对于 2022/23 年度全球棉花产量和消费量预测变化

数据来源：USDA、方正中期研究院整理

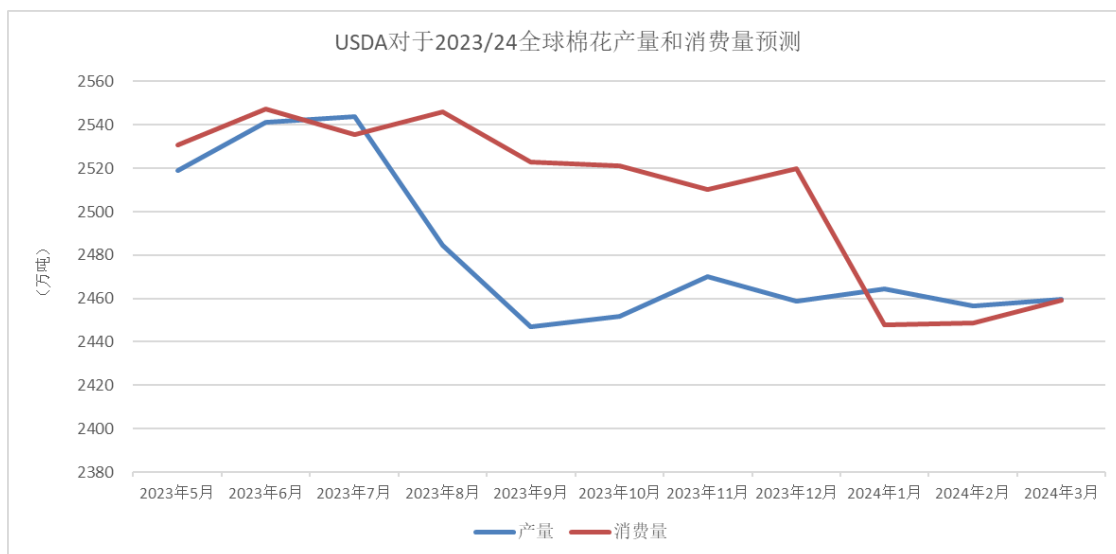


图 2-3：USDA 对于 2023/24 年度全球棉花产量和消费量预测变化

数据来源：USDA、方正中期研究院整理

表 2-1 最近 5 个年度全球及主要国家棉花供需平衡表



		2019/20年度	2020/21年度	2021/22年度	2022/23年度	2023/24年度				
						2月	3月	月度调整	同比变化	同比 (%)
产量	中国	597.7	644.5	583.5	668.4	598.7	598.7	0.00	-69.70	-10.4%
	印度	620.5	598.7	529.1	572.6	544.3	555.2	10.90	-17.40	-3.0%
	巴西	283.0	300.0	235.6	255.2	317.0	317.0	0.00	61.80	24.2%
	美国	433.6	318.1	381.5	315.0	270.7	263.4	-7.30	-51.6	-16.4%
	巴基斯坦	135.0	98.0	130.6	84.9	145.9	145.9	0.00	61.00	71.8%
	澳大利亚	13.6	61.0	127.4	126.3	104.5	104.5	0.00	-21.80	-17.3%
	土耳其	75.1	63.1	82.7	106.7	69.7	69.7	0.00	-37.00	-34.7%
	其它	434.7	398.4	422.2	402.1	405.6	404.9	-0.70	2.80	0.7%
	共计	2593.2	2481.8	2492.6	2531.2	2456.5	2459.3	2.80	-71.90	-2.8%
消费	中国	745.7	898.1	734.8	816.5	805.6	816.5	10.90	0.00	0.0%
	印度	446.3	566.1	544.3	511.7	516.0	522.5	6.50	10.80	2.1%
	巴基斯坦	206.8	237.3	233.0	189.4	213.4	213.4	0.00	24.00	12.7%
	孟加拉	154.6	189.4	191.6	167.6	169.8	169.8	0.00	2.20	1.3%
	土耳其	155.7	181.8	187.2	163.3	156.8	152.4	-4.40	-10.90	-6.7%
	越南	143.7	158.9	145.9	140.4	148.1	148.1	0.00	7.70	5.5%
	巴西	58.8	67.5	71.8	69.7	71.8	71.8	0.00	2.10	3.0%
	其它	374.0	404.3	419.4	361.8	367.2	364.6	-2.60	2.80	0.8%
	共计	2285.6	2703.5	2528.1	2420.4	2448.6	2459.1	10.50	38.70	1.6%
进口	中国	155.4	280.0	170.7	135.7	261.3	280.9	19.60	145.20	107.0%
	孟加拉	167.6	182.9	184.0	152.4	163.3	163.3	0.00	10.90	7.2%
	越南	141.1	158.7	144.4	140.9	148.1	148.1	0.00	7.20	5.1%
	土耳其	101.7	116.0	120.3	91.2	87.1	82.7	-4.40	-8.50	-9.3%
	巴基斯坦	87.1	117.6	98.0	98.0	78.4	74.0	-4.40	-24.00	-24.5%
	印尼	54.7	50.2	56.1	36.2	43.5	43.5	0.00	7.30	20.2%
	印度	49.6	18.4	21.8	37.6	21.8	21.8	0.00	-15.80	-42.0%
	其它	129.5	135.5	140.4	128.7	130.2	127.1	-3.10	-1.60	-1.2%
	共计	886.8	1059.2	935.5	820.7	933.6	941.4	7.80	120.70	14.7%
出口	美国	337.7	356.0	315.3	277.9	267.8	267.8	0.00	-10.10	-3.6%
	巴西	194.6	239.8	168.2	144.9	243.9	243.9	0.00	99.00	68.3%
	澳大利亚	29.6	34.4	77.9	134.3	123.0	125.2	2.20	-9.10	-6.8%
	印度	69.7	134.8	81.5	23.9	34.8	43.5	8.70	19.60	82.0%
	土耳其	9.8	12.7	12.3	18.7	25.0	27.2	2.20	8.50	45.5%
	马来西亚	25.6	15.2	28.3	16.3	25.0	25.0	0.00	8.70	53.4%
	贝宁	21.1	34.2	37.0	21.8	22.9	22.9	0.00	1.10	5.0%
	其它	209.1	239.7	219.8	166.8	191.0	186.4	-4.60	19.60	11.8%
	共计	897.2	1066.8	940.4	804.8	933.5	942.0	8.50	137.20	17.0%
期末库存	中国	785.9	812.0	828.8	814.3	867.7	876.4	8.70	62.10	7.6%
	印度	341.5	257.8	182.8	257.4	272.7	268.3	-4.40	10.90	4.2%
	巴西	95.5	88.5	84.5	125.3	127.0	126.8	-0.20	1.50	1.2%
	澳大利亚	26.1	54.6	108.0	103.9	89.5	87.4	-2.10	-16.50	-15.9%
	美国	157.9	68.6	88.2	92.5	61.0	54.4	-6.60	-38.10	-41.2%
	阿根廷	29.9	32.4	33.9	40.0	46.0	46.0	0.00	6.00	15.0%
	乌兹别克斯坦	49.4	38.6	30.3	45.0	43.9	43.9	0.00	-1.10	-2.4%
	其它	431.2	338.7	307.5	327.9	314.5	311.4	-3.10	-16.50	-5.0%
	共计	1917.4	1691.2	1663.9	1806.4	1822.3	1814.6	-7.70	8.20	0.5%

数据来源：中国棉花信息网、方正中期研究院整理

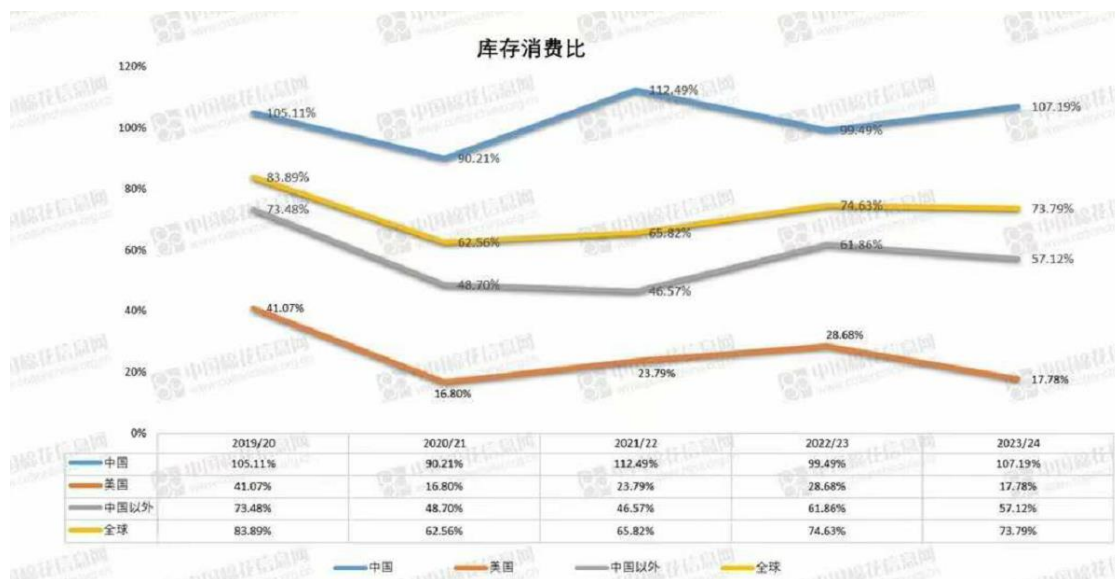


图 2-4: 全球及主要国家棉花库存消费比

数据来源: 中国棉花信息网、方正中期研究院整理

## 二、美国情况

### (一) 2023/24 年度进入去库存阶段

据 2024 年 3 月 USDA 最新发布的 2023/24 年度全球棉花供需预测报告, 将美国棉花产量下调 7.2 万吨至 263.4 万吨, 同比减产 16.4%; 国内用量和出口量维持不变, 分别为 38.1 万吨和 267.8 万吨, 同比下降 14.6% 和 3.7%; 将期末库存下调 6.5 万吨至 54.4 万吨, 同比下降 41.2%。因此, 库销比下调了 2 个百分点至 17.8%, 相比上一年度减少 11 个百分点。

表 2-2 2024 年 3 月 USDA 美国棉花供需平衡表

单位: 万吨	2021/22	2022/23	2023/24 (2024年2月预测)	2023/24 (2024年3月预测)	2023/24 (预测值变化)	2023/24 VS 2022/23
期初	68.6	88.2	92.5	92.5	0.0	4.9%
产量	381.5	315.0	270.6	263.4	-7.2	-16.4%
进口量	0.2	0.1	0.2	0.2	0.0	
国内用量	55.5	44.6	38.1	38.1	0.0	-14.6%
出口量	315.3	278.0	267.8	267.8	0.0	-3.7%
折损	-13.1	-12.0	-3.5	-4.4	-0.9	
期末库存	88.2	92.5	61.0	54.4	-6.5	-41.2%
库销比	23.8%	28.7%	19.9%	17.8%	-0.02	-0.11

库销比=期末库存/(国内用量+出口量)

数据来源: USDA、方正中期研究院整理

### (二) 供给端: 种植面积减少 单产有望好转

美国国家棉花总会发布 2024/25 年度美棉植棉意向调查结果, 下年度全美意向植棉面积约 5978 万亩, 同比减少 3.7%。其中, 陆地棉意向种植面积 5855 万亩, 同比减少 4.3%; 皮马棉 123 万亩, 同比增长 37.7%。

表 2-3 2023/24 和 2024/25 年度美国棉花意向种植面积

	棉区	2023/24年度	2024/25年度意向	同比
陆地棉	东南棉区	1,366	1,300	-4.8%
	阿拉巴马	231	211	-8.8%
	佛罗里达	54	50	-6.2%
	乔治亚	674	670	-0.6%
	北卡	231	202	-12.6%
	南卡	127	123	-3.3%
	维吉尼亚	49	44	-9.6%
	中南棉区	989	966	-2.4%
	阿肯色	310	287	-7.3%
	路易斯安那	73	69	-5.0%
	密西西比	243	246	1.3%
	密苏里	203	204	0.3%
	田纳西	161	160	-0.8%
	西南棉区	3,692	3,501	-5.2%
	堪萨斯	68	67	-0.8%
	俄克拉荷马	255	237	-6.9%
	德克萨斯	3,369	3,196	-5.1%
	西部棉区	73	89	21.5%
	亚利桑那	46	48	3.7%
	加利福尼亚	8	13	62.9%
	新墨西哥	19	29	46.9%
	陆地棉合计	6,120	5,855	-4.3%
皮马棉	亚利桑那	10	11	14.3%
	加利福尼亚	52	84	62.2%
	新墨西哥	10	5	42.1%
	德克萨斯	18	21	22.0%
	皮马棉合计	89	123	37.7%
	陆地棉+皮马棉	6,210	5,978	-3.7%

单位：万亩

数据来源：中国棉花信息网

虽然2024/25年度种植面积将出现减少,但今年夏季之后将不再会有厄尔尼诺现象,单产有望好转。今年以来,美国干旱情况并不严重。截止3月12日,美国全境无干旱面积占比54.33%,高于近14年均值51.33%;主产区得克萨斯州无干旱面积占比50.94%,高于近14年均值43.95%。

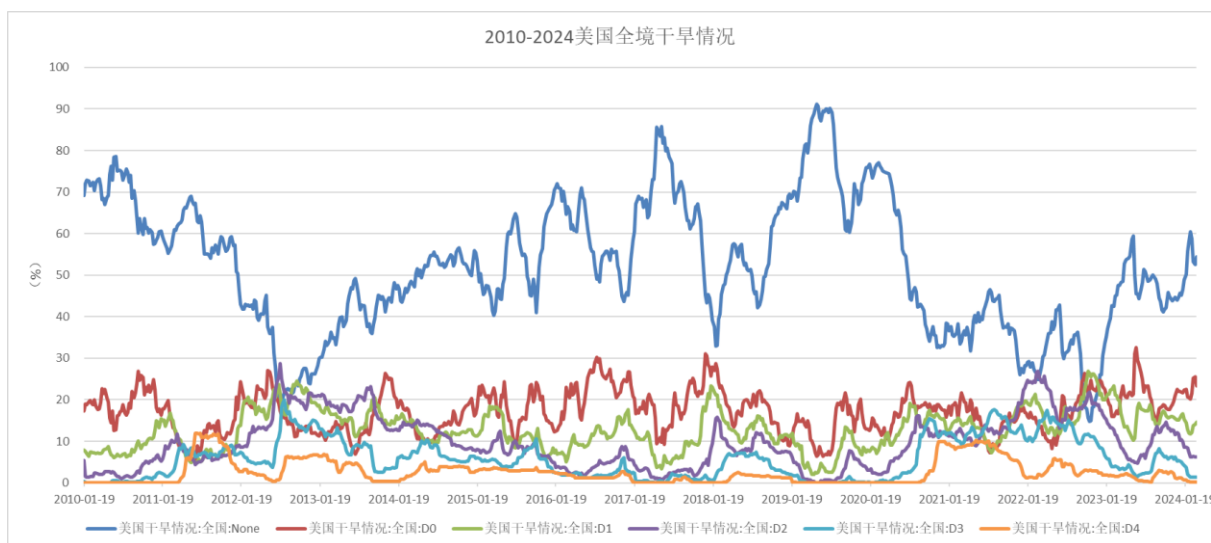


图 2-5：2010-2024 年美国全境干旱情况

数据来源：iFinD、方正中期期货研究院整理

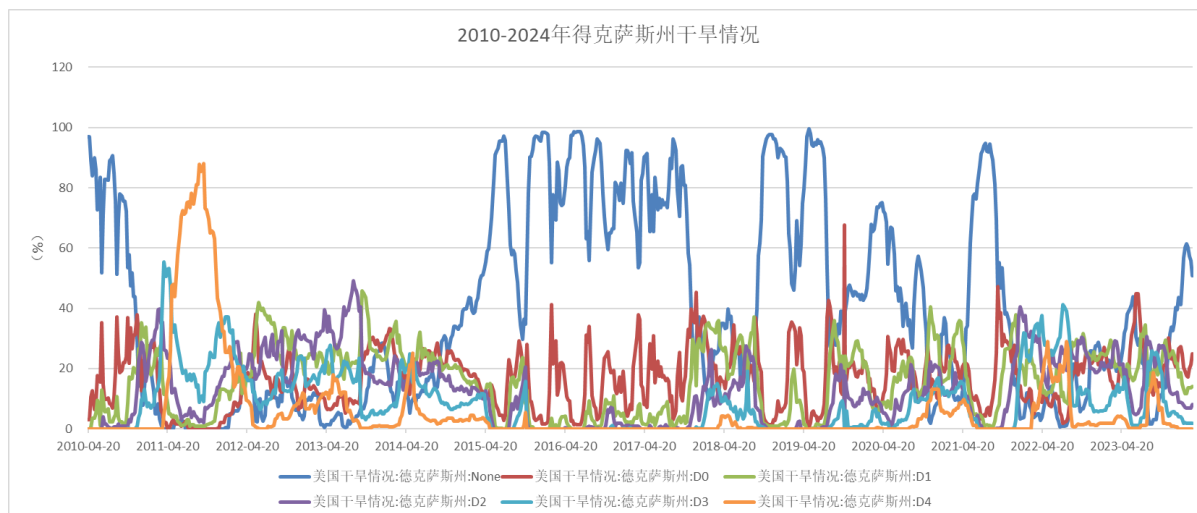


图 2-6：2010-2024 年得克萨斯州干旱情况

数据来源：iFinD、方正中期期货研究院整理

### （三）需求端：棉花销售进度滞后 纺织库销比下降

2023/24 年度新棉销售较为迟缓。截至 2024 年 3 月 15 日，2023/24 年度美棉总签约量 246.5 万吨，为近 8 年最低水平。同时，装运率 56.63%，为近 8 年中等略偏高水平，不排除后期撤单。

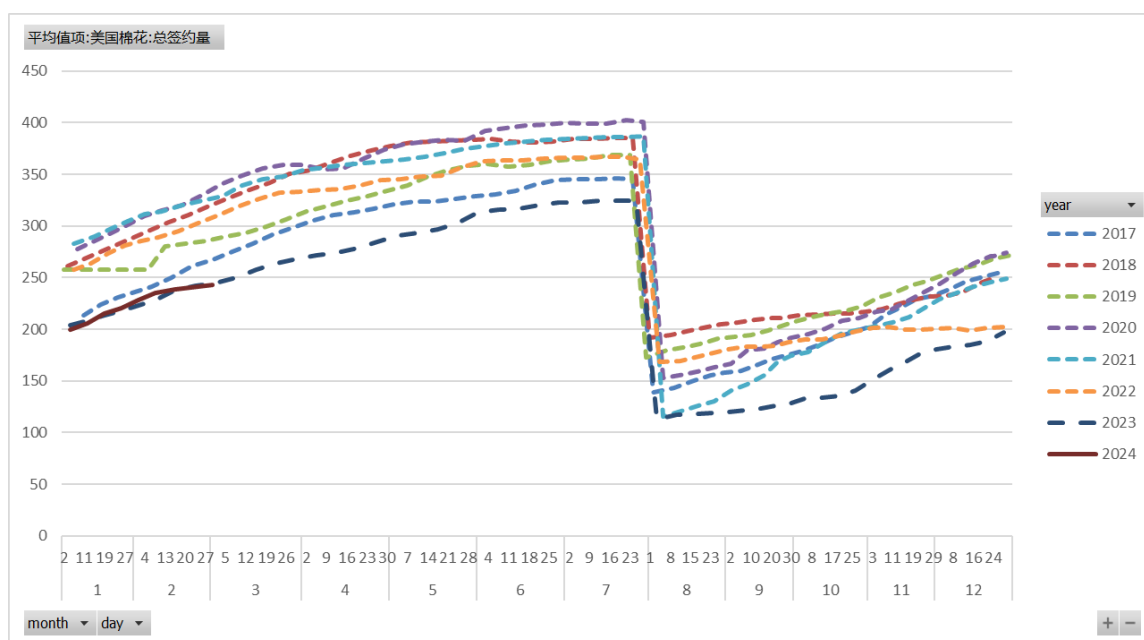


图 2-7：2017-2024 年美国棉花总签约量

数据来源：iFinD、方正中期期货研究院整理

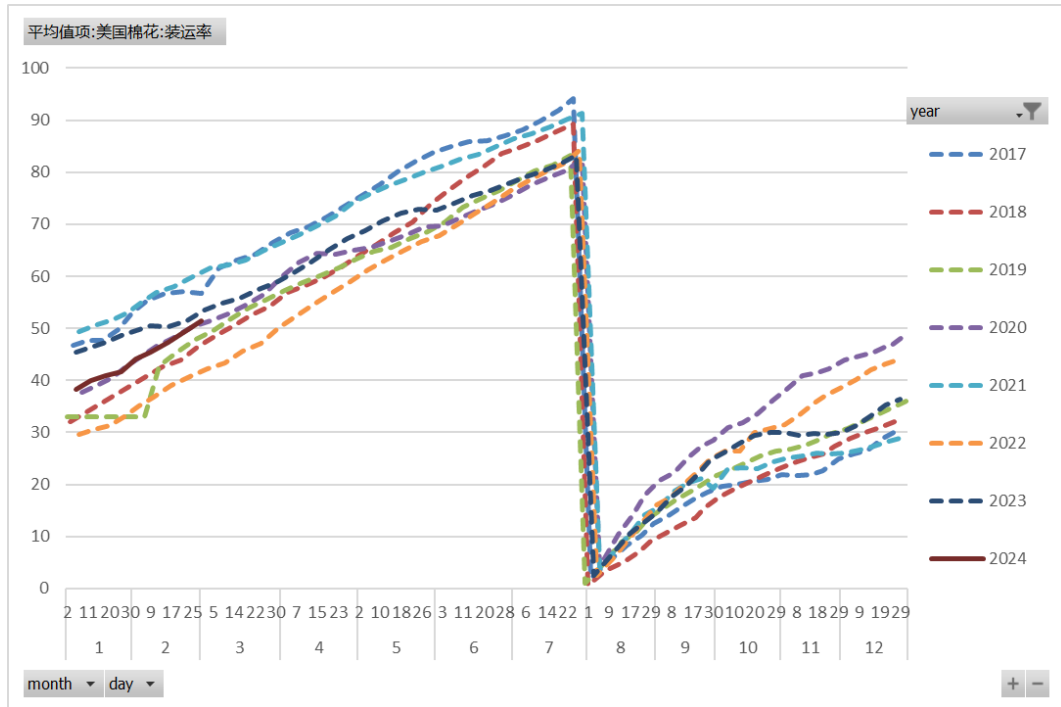


图 2-8: 2017-2024 年美国棉花装运率

数据来源: iFinD、方正中期期货研究院整理

今年 1 月美国批发商服装及面料季调库存录得 315.21 亿美元，消费量录得 122.49 亿美元，库销比 2.57，相比 2022 年 12 月阶段性 3.29 峰值大幅下降，不过与 30 年相比处于相对较高水平。因此，2024 年美国会有补库需求，但增幅相对有限。

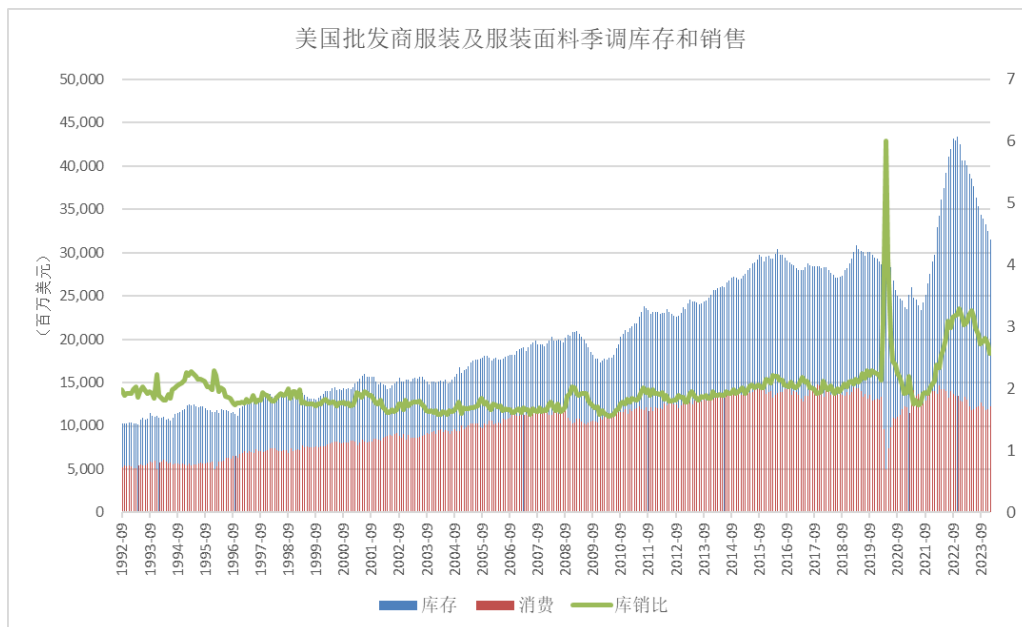


图 2-9: 美国批发商服装及面料库销比

数据来源: iFinD、方正中期研究院整理



### 第三部分 国内棉花供需格局

受厄尔尼诺现象和播种面积影响，2023/24 和 2024/25 年度全球和中国的棉花产量将连续两年减产，中国会通过进口棉补充产量缺口。春节假期过后，开工率回升，但是终端需求疲软，成交有限。

#### 一、供给端：产量下降 进口补充

##### （一）产量将连续两个年度减少

2023/24 年度期初库存为 569 万吨。截至 3 月 7 日，本年度全国皮棉累计加工总量 579.7 万吨，处于近 4 年以来同期最低值。目前日加工增量已较小，全国总产预期预计 601 万吨，同比减产 11.4%。

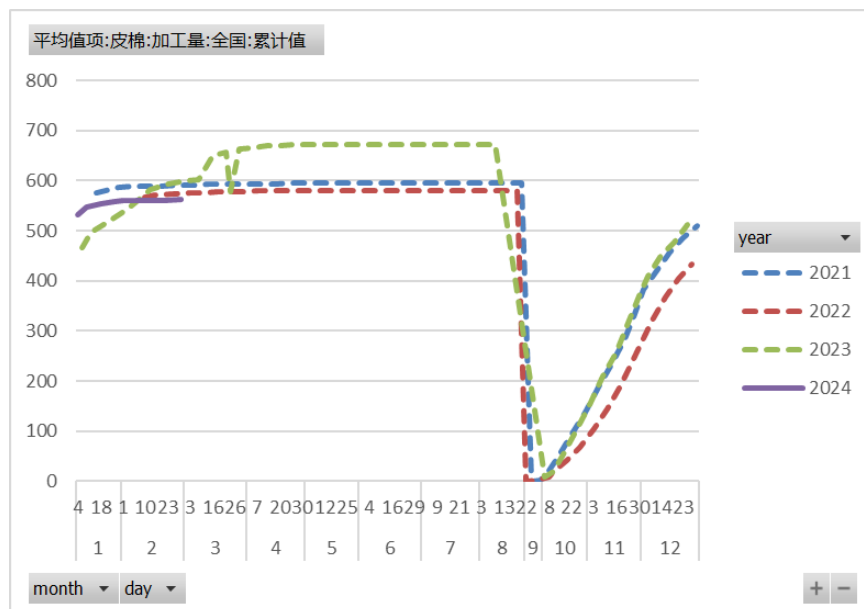


图 3-1：本年度全国皮棉累计加工总量

数据来源：iFinD、方正中期研究院整理

表 3-1 2023 年度中国棉花种植面积及 2023/24 年度产量

单位：万亩、万吨

主产省	2023年面积	较上年变化	2023年产量	较上年变化
新疆	3666	-7.5%	559.4	-10.6%
甘肃	30.7	-11.0%	3.5	-2.8%
山东	133.6	-20.9%	12.6	-13.7%
河北	115.3	-35.6%	11.1	-36.6%
河南	22.4	-38.0%	1.6	-46.7%
湖北	56.8	-10.0%	4.8	9.1%
安徽	21.2	-48.4%	1.7	-41.4%
湖南	30.1	-6.5%	2.7	12.5%
江苏	8.5	-29.8%	0.6	-33.3%
内地主产区	418.6	-26.2%	38.6	-21.7%
内地其他产区	33.2	-16.8%	2.7	-18.2%
内地合计	451.8	-25.6%	41.3	-21.5%
全国合计	4117.8	-9.9%	600.7	-11.5%

注：1、内地其他产区包括天津、山西、陕西、江西、浙江及其他分散产区；

数据来源：中国棉花信息网、方正中期研究院整理

新疆地区：由于 2023 年新疆棉花目标价格补贴并未明确 2024 年土地承包费用，部分农户因土地承包费用较高，选择尝试收益更高的番茄和辣椒等农作物。同时，为了保证新疆粮食安全，今年新疆地区将继续小幅调增玉米、小麦等农作物种植面积。

内地地区：植棉投入产出不成正比，亩产水平相对偏低，籽棉收购价格不理想，对于植棉收益持悲观态度，大部分农户仍计划减少植棉面积。

综合来看，2024 年国内棉花减产面积约 4000 万亩，同比下降 2.9%；2024/25 年度产量预计 586.1 万吨，同比减产 2.4%。

表 3-2 2024 年度中国棉花种植面积及 2024/25 年度产量



单位：万亩、万吨

主产省	2024年面积	较上年变化	2024年产量	较上年变化
新疆	3610	-1.5%	552.3	-1.3%
甘肃	30.7	0.0%	3.3	-5.7%
山东	125.6	-6.0%	11.1	-11.9%
河北	86.5	-25.0%	8.0	-27.9%
河南	18.9	-15.6%	1.5	-6.3%
湖北	44.8	-21.1%	3.4	-29.2%
安徽	17.6	-17.0%	1.3	-23.5%
湖南	30.1	0.0%	2.4	-11.1%
江苏	6.8	-20.0%	0.5	-16.7%
内地主产区	361.0	-13.8%	31.5	-18.4%
内地其他产区	28.5	-14.2%	2.3	-14.8%
内地合计	389.5	-13.8%	33.8	-18.2%
全国合计	3999.5	-2.9%	586.1	-2.4%

注：1、内地其他产区包括天津、山西、陕西、江西、浙江及其他分散产区；

数据来源：中国棉花信息网、方正中期研究院整理

## （二）棉花棉纱现货价格整体上扬，但下游抵触情绪较浓

今年一季度棉花和棉纱整体上扬且处于近 5 年来较高水平，不过，下游对于高价棉的抵触情绪较浓，成交清淡。

现货价:棉花(3128B级)(日)(元/吨)



现货价:棉纱(日)(元/吨)



图 3-2：全国 3128B 级棉花和棉纱现货价

数据来源：同花顺、方正中期期货研究院整理

## （三）中国扩大进口棉避免国内减产

2023 年中国棉花进口总量 196 万吨，同比增长 1%。2023 上半年受进口配额限制，进口棉总量偏低，处于近 5 年最低水平。为保障纺织企业用棉需要，国家发改委在 7 月

发放 2023 年棉花关税配额外优惠关税税率进口配额，7 月中国进口棉花贸易量大幅增长，8-11 月进口量创近 5 年新高。



图 3-3: 2019-2023 年中国进口棉花当月量  
数据来源: iFinD、方正中期期货研究院整理

#### (四) 棉花商业库存高、工业库存低

棉花商业库存是囤积在轧花厂和经销商/中间商手中的棉花，商业库存高说明棉花卖不出去。2024 年 1 月全国棉花商业库存 556.7 万吨，处于近 7 年最高。

棉花工业库存是纺织企业实际购买的棉花数量。工业库存低，说明纺织行业不景气，纺织企业采购意愿低。2024 年 2 月全国棉花工业库存 79.7 万吨，处于近 7 年中低水平。

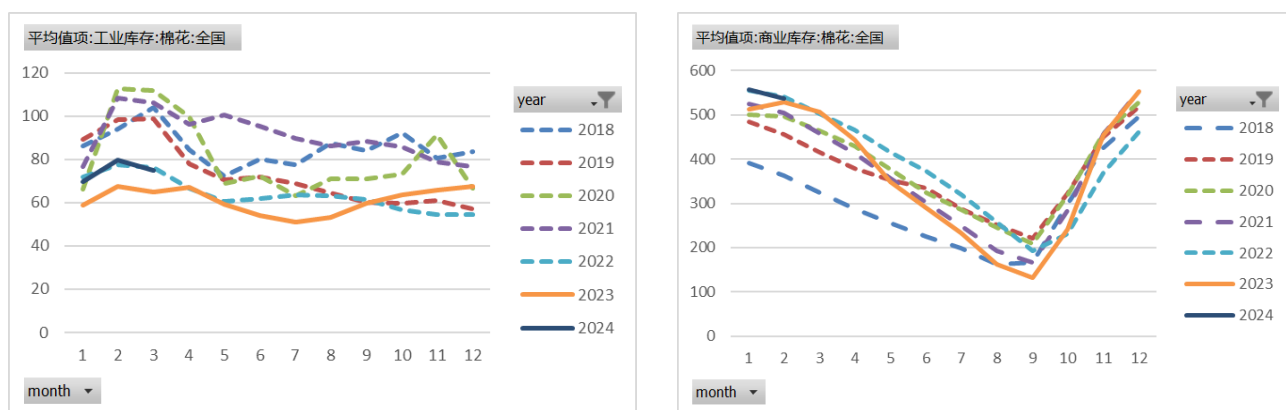


图 3-4: 2018-2024 年棉花商业和工业库存  
数据来源: iFinD、方正中期期货研究院整理

#### (五) 仓单数量偏低

最近两个年度，全球和国内棉花均将减产，并且郑棉期价并不高，实体企业套保意愿并不强。截至 3 月 15 日，郑棉仓单注册量 14548 张，处于近 7 年较低水平。

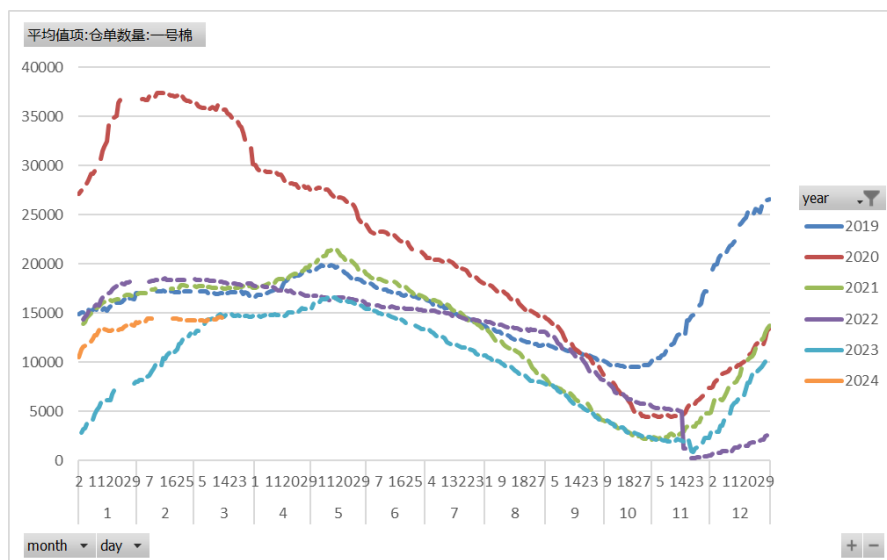


图 3-5: 2019-2023 年棉花注册仓单数量  
数据来源: 同花顺、方正中期期货研究院整理

## （六）替代品开工率和库存

在纺织服装原材料中，棉花与涤纶/粘胶短纤呈相互替代关系，目前棉花占比约 28-33%左右。近几年，棉花占比呈下降趋势。

2024 年一季度粘胶短纤需求非常旺盛，开机率为近 4 年新高，库存却是近 4 年最低。截至 3 月 15 日，粘胶短纤开机率达到 82.3%，库存天数 9.2 天。涤纶短纤需求相对偏弱，开机率为近 4 年最低，库存却是近 4 年新高。截至 3 月 15 日，涤纶短纤开机率 72%，库存天数 12 天。

开工率:粘胶短纤(周)(%)



库存天数:粘胶短纤:当周值(周)(天)



图 3-6: 2021-2024 年粘胶短纤开工率和库存天数  
数据来源: iFinD、方正中期期货研究院整理

开工率:涤纶短纤(周)(%)



库存:涤纶短纤(周)(天)



图 3-7：2021-2024 年涤纶短纤开工率和库存天数

数据来源：iFinD、方正中期期货研究院整理

## 二、需求端：内外销情况将会变化 终端需求一般

### （一）2023 年内销强于外贸 2024 年或将逆转

2023 年服装纺织类产品在内外销的表现大相径庭，国内消费表现明显强于对外出口。内销方面，随着 2022 年末疫情封控超预期放宽，压抑近 3 年的服装需求出现明显反弹。2023 年国内服装鞋帽、针、纺织品零售额累计值 1.41 万亿元，同比增长 4.9%。外销方面，2023 年欧美尚处于去库存阶段。2023 年中国纺织服装对外出口额录得 2711.8 亿元，同比减少 10.6%。不仅中国外贸在 2023 年大幅回落，日韩等发达经济体以及东盟印度等新兴经济体在 2023 年的外贸出口量同样明显回落。

2024 年外贸增速将快于内贸。一方面，美国去库明显，具有一定的补库需求；另一方面，2023 年国内已出现一轮补偿性消费，并且中国失业率较高，后期中国经济存在较强的不确定性，内销增速将会放缓。

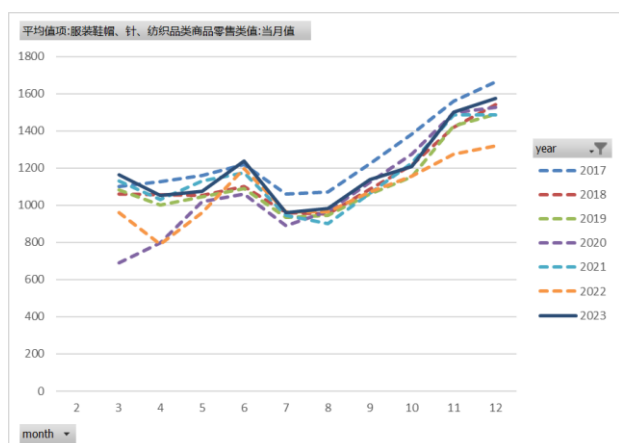


图 3-8：中国服装类零售额

数据来源：iFinD、方正中期期货研究院整理

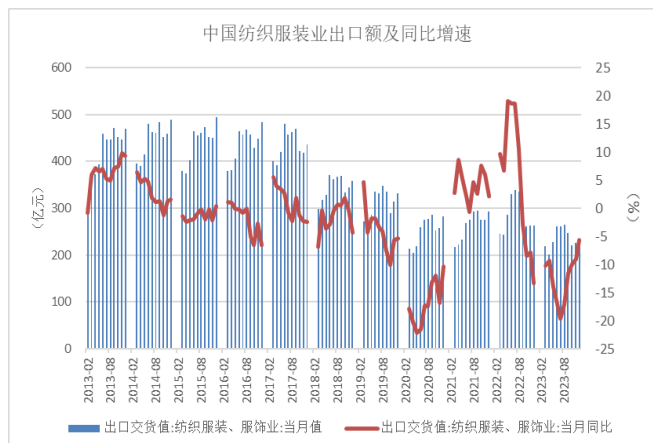


图 3-9：中国纺织服装业出口额及同比增速

数据来源：iFinD、方正中期期货研究院整理

### （二）节后复工情况迅速 亏损依然严重

春节长假之后复工迅速，棉纱坯布厂负荷回升至 60%，处于近 5 年相对较高水平。不过，下游需求疲软，成交清淡。

2023 年棉价相对偏高，同时 CPI 持续下降，棉纺行业利润同比负增长，三成左右企业处于亏损中。随着 2023 年四季度棉价下跌，棉纺行业利润改善，临近年底亏损企业占比收窄至两成。

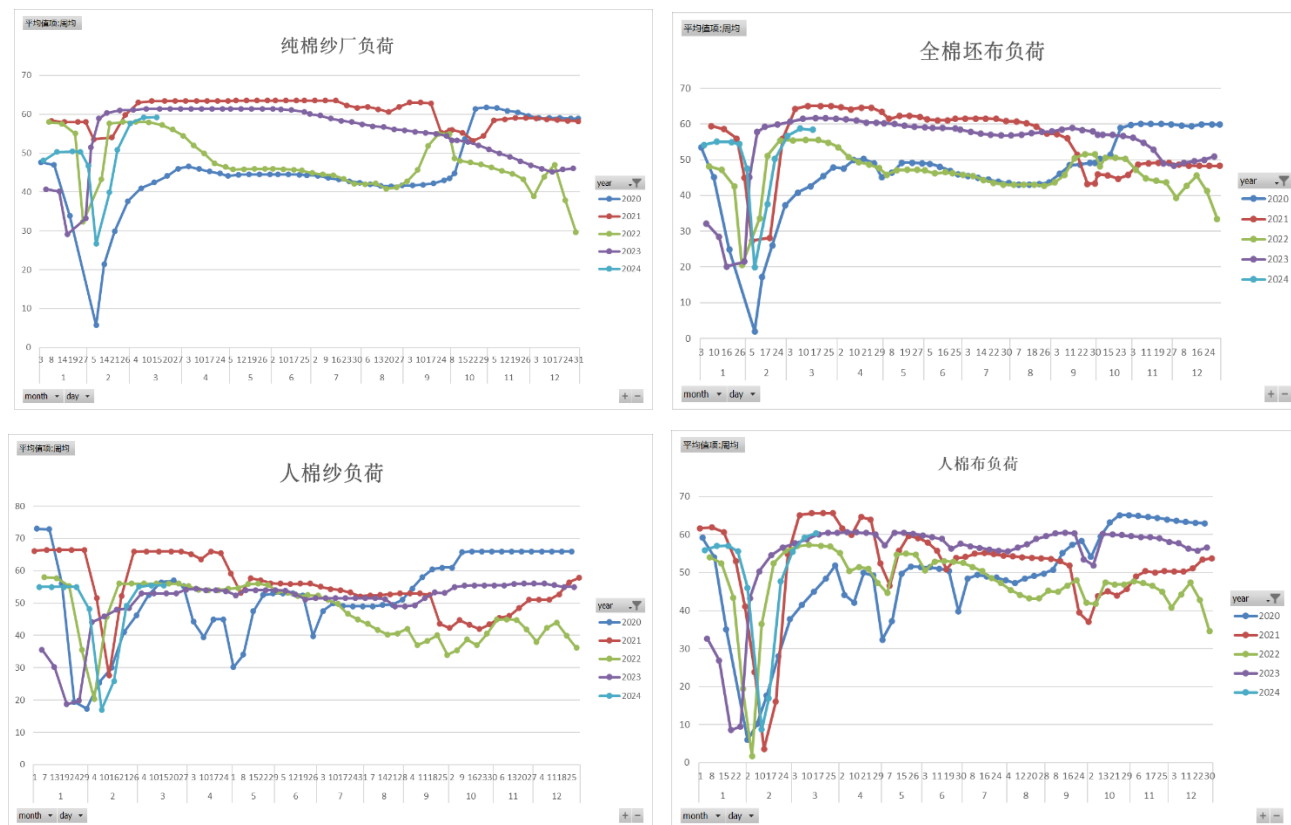


图 3-10：棉纱坯布厂负荷

数据来源：TTEB、方正中期期货研究院整理

表 3-3 2023 年纺织业和服装业规模以上工业增加值当月同比

指标名称	利润累计值（亿元）	利润累计值同比（%）	亏损企业数量比例（%）
2023-12	839.5	5.9	20.80
2023-11	654.7	-1.8	23.63
2023-10	546.6	-6.1	25.12
2023-09	460.2	-10.2	26.76
2023-08	386.2	-15.0	26.80
2023-07	320.7	-20.3	28.20
2023-06	261.6	-23.8	30.38
2023-05	205.4	-27.8	30.97
2023-04	156.5	-30.2	31.95
2023-03	123.9	-34.0	33.30
2023-02	70.8	-37.1	30.96

数据来源：同花顺、方正中期期货研究院整理

### 三、中国棉花供需平衡表

对于 2023/24 年度中国棉花供需平衡表的预测，总体如下：受恶劣天气、补贴政策等诸多因素影响，国内产量较 2022/23 年度明显回落；进口量将会扩大，弥补国内产能萎缩；消费量有望小幅增加。

2024/25 年度国内棉花意向播种面积将同比下降 2.9%，预计产量约 586 万吨，同比减少 2.5%；进口约 190 万吨，同比减少 40 万吨；总需求约 805 万吨，同比减少 10 万吨。

表 3-4 2021/22-2023/24 年度中国棉花供需平衡表

单位：万吨	年份	期初库存	产量	进口	消费	出口	期末库存	库销比
中国农业农村部	2021/22	760	573	173	790	3	713	90.3%
	2022/23E	713	598	143	740	2	712	96.2%
	2023/24E	712	578	185	769	3	703	91.4%
中国棉花信息网	2021/22	545	583	174	738	3	564	76.4%
	2022/23E	564	679	143	817	2	569	69.6%
	2023/24E	569	601	230	815	2	585	71.8%
TTEB	2021/22	569	575	173	751	3	563	75.0%
	2022/23E	563	664	142	812	2	556	68.5%
	2023/24E	556	569	220	780	2	563	72.2%
USDA	2021/22	812	584	171	735	3	829	112.8%
	2022/23E	829	668	136	816	2	814	99.7%
	2023/24E	814	599	281	816	1	876	107.3%
中国棉花协会	2022/23E	832	662	143	760	2	875	115.1%
	2023/24E	875	589	170	790	3	837	105.9%
方正中期	2021/22	671	579	173	753	3	667	88.5%
	2022/23E	700	654	141	789	2	705	89.4%
	2023/24E	705	587	217	794	2	713	89.7%

数据来源：农村农业部、USDA、TTEB、中国棉花协会、中国棉花信息网、中国海关、方正中期期货研究院整理

表 3-5 2024 年 2 月 VS3 月 USDA 对于中国棉花供需平衡表对比

2024年3月USDA供需平衡表（2023/24年度全球棉花产需情况）							
单位：万吨	期初库存	产量	进口	国内用量	出口量	折损	期末库存
中国	2024年2月	814.3	598.7	261.3	805.6	1.1	867.6
	2024年3月	814.3	598.7	280.9	816.5	1.1	876.3
	变化	0.0	0.0	19.6	10.9	0.0	8.7

数据来源：USDA、方正中期期货研究院整理

表 3-6 2024/25 年度中国棉花供需平衡表



项目	2022/23	2023/24	2024/25
总供应	1386 (0)	1400 (+18)	1361 (+12)
其中：期初库存	564 (0)	569 (0)	585 (+12)
产量	679 (0)	601 (0)	586 (0)
进口	143 (0)	230 (+18)	190 (0)
总需求	817 (0)	815 (+6)	805 (0)
其中：纺棉消费	770 (0)	773 (+6)	763 (0)
其他消费	45 (0)	40 (0)	40 (0)
出口	2 (0)	2 (0)	2 (0)
期末库存	569 (0)	585 (+12)	556 (+12)

数据来源：中国棉花信息网、方正中期期货研究院整理

## 第四部分 技术、基差、价差、季节性分析

### 一、技术分析

无论是日 K 线图还是月 K 线图，棉花主连合约走势呈收敛三角形，高点不断下降，低位不断抬升。目前主力合约的支撑位 15900 元/吨，压力位 16200 元/吨。

TOP20 多空持仓比不断抬升，3 月已超过 1，大机构对棉花后期走势谨慎乐观。



图 4-1：棉花主连日 K 线图

数据来源：同花顺期货通、方正中期期货研究院整理





图 4-2：棉花主连月 K 线图  
数据来源：同花顺期货通、方正中期期货研究院整理

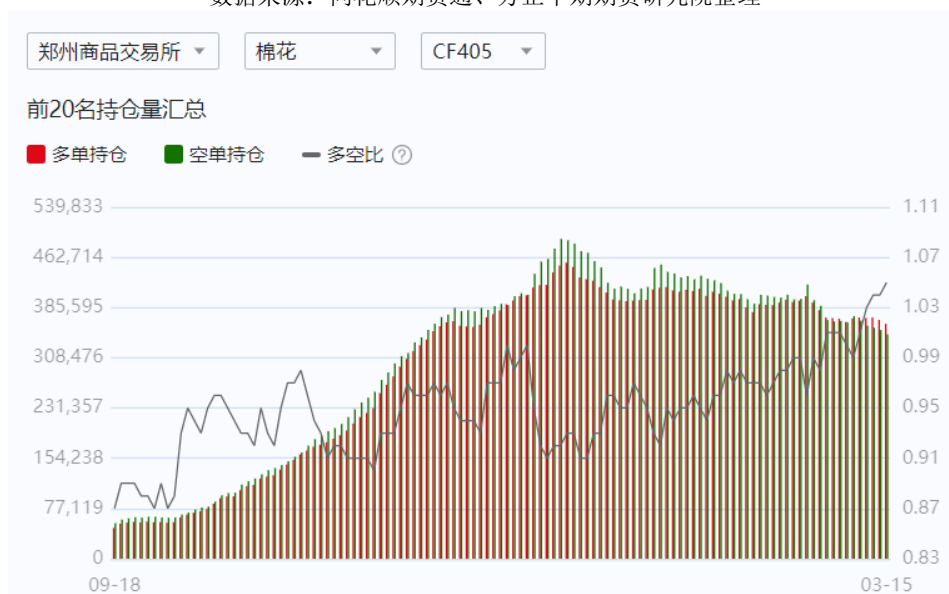


图 4-3：主力合约 CF2405 日前 20 大持仓多空比  
数据来源：同花顺期货通、方正中期期货研究院整理

## 二、基差分析

一季度棉花基差相对稳定，稳步上扬，中枢在 600-1000 元/吨波动。现货价格整体呈现上扬态势，期市价格相对稳定，从而推涨基差。

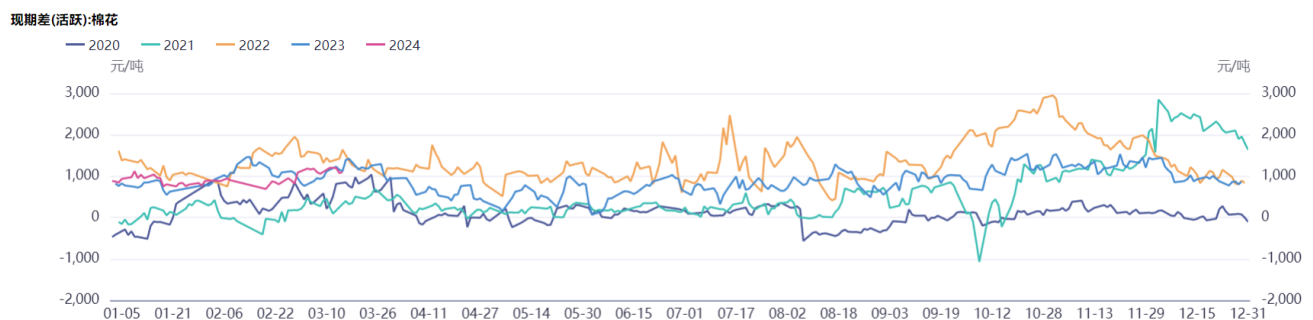


图 4-4：棉花主力合约基差  
数据来源：同花顺、方正中期期货研究院整理

## 三、价差套利

棉纱-棉花套利：今年全球和中国棉花将继续减产，同时中国进口量比去年预计减少 40 万吨，棉花期货有强支撑。终端需求相对疲软，产能过剩严重，棉纱将长期处于承压。长期存在“做多棉花，做空棉纱”的机会。



图 4-5：CF-CY 价差图

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

棉花 05/09 套利：今年夏季之后，厄尔尼诺现象将会结束，市场可能会炒作减产不及预期的题材，美棉和郑棉都有可能下挫。后期来看，正套的盈利可能性更高。

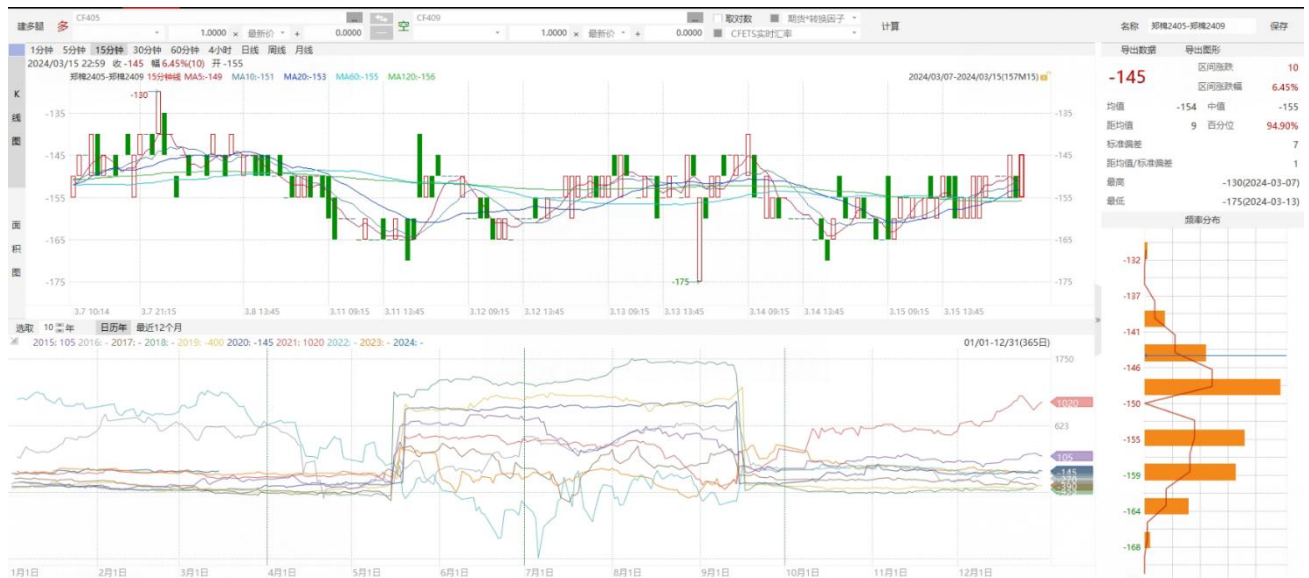


图 4-6：CF401-CF405 价差图

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

## 四、季节性特征

从季节性角度来看，棉花指数在每年的 4 月、11 月上涨概率非常高，2 月、3 月、5 月下跌概率非常高。今年 2 月逆势出现了小阳春；3 月如期下跌；4 月是季节性旺季，可以偏多思路对待。

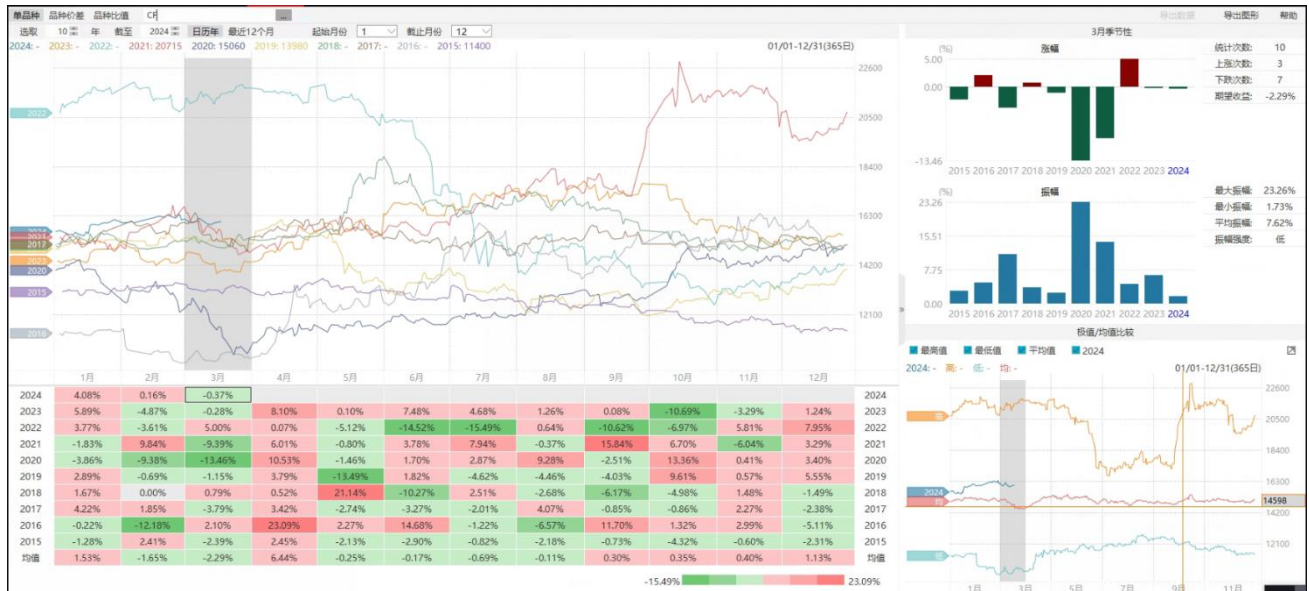


图 4-7：近十年棉花期货季节性图表  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

## 第五部分 棉花期权市场分析

### 一、期权交投分析

自棉花期权上市以来，成交量呈逐年上升趋势，并且一季度的成交量同样逐月增加。不过，今年 2 月棉花期权出现回落，低于去年同期水平，这与春节假期有一定关系。

今年 1-2 月棉花期权交易量累计 481.1 万手，同比增长 20.7%；交易额累计 27.5 亿元，同比下降 11.4%。

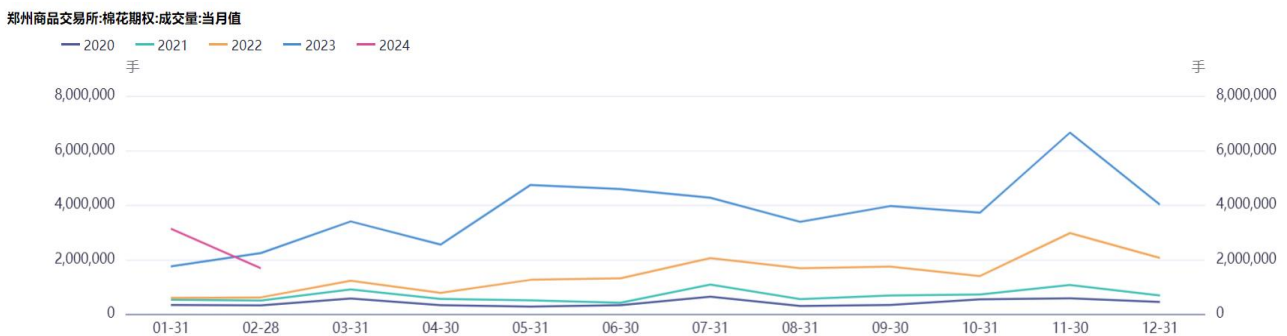


图 5-1：郑商所棉花期权成交量  
数据来源：iFinD、方正中期期货研究院整理

## 二、波动率分析

由于今年一季度棉花期货基本处于区间震荡行情，棉花期权 5 天历史波动率约 10% 左右，处于近四年来较低水平。



图 5-2: 棉花期货 5 天历史波动率  
数据来源: 方正投研

## 三、期权策略

短期内期市处于窄幅震荡行情，主力合约 CF2405 波动范围在 15900-16200 元/吨。可以采用卖出跨式期权策略，即卖出 CF240515800 看跌期权，卖出 CF240516400 看涨期权。

表 5-1 2024 年 3 月 15 日 CF2405 期权交易盘面

成交额	成交量	实价	买价	涨幅%	涨幅	涨跌	最新	行权价1	最新	涨跌	涨幅%	买价	卖价	成交量	成交额
2.44万	3	--	1574.0	+2.98%	0.00	47.0	1626.0	14400	7.0	0.0	0.00	5.0	7.0	231	693.0
--	--	--	1375.0	--	--	--	--	14600	7.0	-1.0	0.00	6.0	100.0	541	1.897
--	--	--	1165.0	--	--	--	--	14800	10.0	-3.0	0.00	10.0	13.0	1333	8.7
84.86万	151	--	967.0	0.00%	0.00	0.0	1042.0	15000	24.0	2.0	50.00	17.0	24.0	6201	58.917
2.98万	7	--	716.0	+4.90%	0.00	40.0	857.0	15200	23.0	-4.0	0.00	24.0	27.0	2414	31.387
30.97万	93	1000.0	525.0	+7.97%	0.00	51.0	691.0	15400	39.0	-8.0	8.33	35.0	39.0	2617	53.657
39.68万	155	559.0	160.0	+18.03%	0.00	84.0	550.0	15600	72.0	-9.0	12.50	68.0	74.0	4212	151.637
85.98万	475	1199.0	350.0	+6.06%	-13.58	20.0	350.0	15800	133.0	-4.0	23.15	110.0	134.0	4059	249.637
233.8万	1973	275.0	240.0	+17.13%	-7.33	37.0	253.0	16000	204.0	-23.0	12.09	175.0	220.0	2596	268.697
CF2405 棉花2405 16050 55 +0.34%															
348万	4640	157.0	156.0	+18.05%	-8.72	24.0	157.0	16200	286.0	-50.0	0.00	120.0	350.0	353	56.487
185.58万	3907	107.0	94.0	+14.46%	-12.84	12.0	95.0	16400	437.0	-49.0	0.00	174.0	--	127	29.657
185.07万	6169	65.0	61.0	+24.53%	-1.49	13.0	66.0	16600	620.0	-37.0	0.00	236.0	--	21	6.67
46.66万	2276	44.0	40.0	+22.22%	-4.35	8.0	44.0	16800	817.0	-27.0	0.00	303.0	--	40	16.247
168.53万	1.05万	33.0	32.0	+18.52%	-8.57	5.0	32.0	17000	--	--	--	362.0	--	--	--
15.99万	1541	21.0	17.0	+27.78%	0.00	5.0	23.0	17200	--	--	--	155.0	--	--	--
8.73万	1164	21.0	18.0	+28.57%	12.50	4.0	18.0	17400	--	--	--	163.0	--	--	--
2.77万	461	102.0	10.0	+30.00%	0.00	3.0	13.0	17600	--	--	--	--	1649.0	--	--
2.66万	532	85.0	9.0	+11.11%	0.00	1.0	10.0	17800	--	--	--	--	1848.0	--	--
3.48万	774	10.0	9.0	+25.00%	0.00	2.0	10.0	18000	--	--	--	--	2047.0	--	--
720	18	--	2.0	+33.33%	0.00	2.0	8.0	18200	--	--	--	--	2246.0	--	--

数据来源: 同花顺期货通、方正中期期货研究院整理

根据 3 月 15 日 CF2405 期权交易盘面来看，CF240515800 看跌期权和 CF240516400 看涨期权的卖出价格分别为 134 元/吨和 107 元/吨。



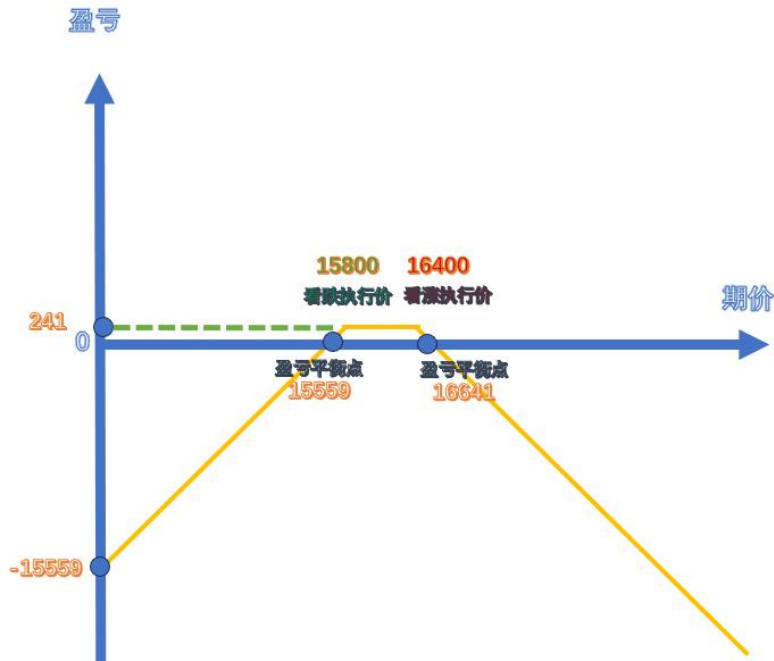


图 5-3：期权盈亏情况  
数据来源：方正中期期货研究院整理

## 第六部分 后市展望：近空远多

从供给端来看，预计 2023/24 年度国内棉花产量约 600 万吨左右，相比上一年度减产 11%左右。2024/25 可能进一步锐减至 586 万吨，同比减产 2.5%。政府加大了棉花的进口力度，一定程度弥补减产缺口。

从需求端来看，今年外需将强于内需。先看内需，2023 年内需增速总体较快，主要是疫情放开后的补偿性消费，但 2024 年补偿性消费需求将大幅锐减，服装是耐用品，透支了未来消费。2024 年中国经济目标 5%，与 2023 年持平。2024 年就业市场不容乐观，消费难以明显提振。再看外需，欧美商品持续去库之后，逐步开始有补库需求，但商品库销比远未到非补不可地步，欧元区陷入技术性衰退期，因此 2024 年纺织产品对外出口有望温和复苏。

从外盘来看，2023/24 全球棉花同样减产，美联储有望在 2024 年中开启降息，全年可能降息 2-3 次，美元走弱利多美棉，从而对郑棉形成一定支撑。

总体来看，短期内金三银四落空，美棉承压下跌，带动郑棉下挫。长期来看，随着新一年度持续减产，欧美央行开启降息，需求回暖。2024 年郑棉盘面中枢将在 15000-17000 元/吨震荡。

风险点：市场对于 2024/25 美棉产量的炒作、美联储首轮降息时间表、特朗普重新赢得总统大选。

附录：与棉花棉纱相关产业股票表现

附表 1：与棉花棉纱相关产业股票表现

证券代码	证券名称	相关产品	2023年12月29日收盘价	2024年3月15日收盘价	季节环比
000158	常山北明	棉花	8.62	8.77	1.7%
000726	鲁泰A	棉花种植	6.48	6.26	-3.4%
000998	隆平高科	农化、棉花、油菜及其他	14.1	13.49	-4.3%
600251	冠农股份	棉花初加工	8.69	8.01	-7.8%
600313	农发种业	棉花种子	7.45	7.37	-1.1%
600359	新农开发	皮棉	7.41	6.49	-12.4%
600490	鹏欣资源	棉花	2.99	2.86	-4.3%
600540	新赛股份	皮棉	4.88	4.14	-15.2%
600710	苏美达	服装	7.09	8.0000	12.8%

数据来源：iFind、方正中期期货研究院整理

联系我们:

分支机构	地址	联系电话
<b>总部业务平台</b>		
资产管理部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881312
期货研究部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-85881117
交易咨询部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578587
金融产品部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881295
机构业务部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881292
<b>分支机构信息</b>		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881061
北京宣武分公司	北京市朝阳区阜通东大街6号院3号楼8层908室	010-62681567
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦716室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东新区长柳路58号604室	021-50588179
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市武昌区楚河汉街总部国际F座2309号	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区观沙岭街道滨江路53号楷林商务中心C座1606、2304、2305、2306房	0731-84118337
湖南第三分公司	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
山东分公司	山东省青岛市崂山区香港东路195号上实中心T6号楼10层1002室	0532-82020088
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号经津塔写字楼2909室	022-23041257
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心T6塔楼13层1305房间	0310-3053688
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市高新区太白南路118号4幢1单元1F101室	029-81870836
上海自贸试验区分公司	上海市浦东新区南泉北路429号2801室	021-58991278
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号1106室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861093
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路132号银亿外滩大厦1706室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市萧山区宁围街道宝盛世纪中心1幢1801室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市天元区珠江南路599号神农太阳城商业外圈703号(优托邦第3号写字楼第7层C-704号)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2859888
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7318188
<b>风险管理子公司</b>		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区商城路506号新梅联合广场B座6层	021-20778818

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，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，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。