

链接：https://mp.weixin.qq.com/s/DpFLx5CQk_MXYk9yZsfRdA

解读：2023 年棉花抛储政策对市场的预期影响

2023 年 7 月 18 日晚发布公告，根据相关国家要求，为更好满足棉纺企业的用棉需求，将于 2023 年 7 月下旬开始每个国家法定工作日挂牌销售中央储备棉。在市场传言旧作资源紧张，新作产量受持续性高温影响下并不乐观的背景下，开启储备棉销售工作无疑会增加市场供应量，缓解供需矛盾。但此次抛储是否又会如 2020 年和 2021 年一般，出现越抛越涨的局面？国家的历次抛储，对市场到底又产生了何种影响？

笔者整理了近三年来的储备棉轮出公告对比表，通过对比近三年来的政策，我们能够发现今年的政策跟往年相比有很大的不同之处。本次储备棉轮出公告首次没有出现明确的时间安排、数量以及轮出棉花的生产年份等日期。虽然公告只说明从 7 月下旬开始轮出储备棉，但我们按照往年正常习惯，基本上维持到 9 月底；2021 年度第二批储备棉轮出从 10 月开始，维持到 11 月底。

在市场所关心的数量方面，此次公告未提及总量和每日竞拍量，仅提到根据市场情况进行调节。公证检验也一改之前全面公证检验的方式，此次由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，这或许和不公布棉花的生产年份日期有关，目前国库仍有一定数量的 2011-2013 年度的陈棉。这种“开盲盒”式销售，或能在一定程度上减少抢棉的非理性行为的发生，缓解政策对于价格的冲击。从 2021 年抛储的过程中，中储棉便发布公告自 8 月 24 日起本年度储备棉轮出仅限纺织用棉企业参与竞买且仅限自用不得转卖。在今天的公告中，同样明确仅限纺织用棉企业参与竞买，不得转卖，这也表明了国家对于打击市场囤货哄抬价格的决心，也更好地体现出储备棉销售目的是为了“更好满足棉纺企业用棉需求”。

表 1 近三年储备棉政策汇总

项目	2020年	2021年	2023年
时间	2020年7月1日至2020年9月30日	2021年7月5日至2021年9月30日、10月8日至11月30日	2023年7月下旬开始
数量	总量安排50万吨左右。实行均衡投放。	两次总量安排120万吨，轮出期间除暂停交易日外，原则上实行均衡投放。	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挂牌竞价销售。		
公证检验	轮出的储备棉由中国纤维质量监测中心组织对质量和重量进行全面公证检验。	轮出的中央储备棉由中国纤维质量监测中心组织对质量和重量按100%进行公证检验。	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。
其他	无	自2021年8月24日起至本年度轮出结束，储备棉轮出交易仅限纺织用棉企业参与竞买，停止非纺织用棉企业参与竞买。纺织用棉企业购买的储备棉，仅限于本企业自用（竞买企业与纺织用棉企业的统一社会信用代码或税务登记号必须相同），不得转卖。	1、仅限纺织用棉企业参与竞买 2、根据棉花市场形势和国家宏观调控需要等，将对销售安排作必要调整，届时另行通知。
销售底价计算公式	本周储备棉轮出销售底价（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%。其中： 1．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； 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%）； 3．汇率参照海关征税方式，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。质量等级差价按照中国棉花协会公布的棉花质量差价表执行。		

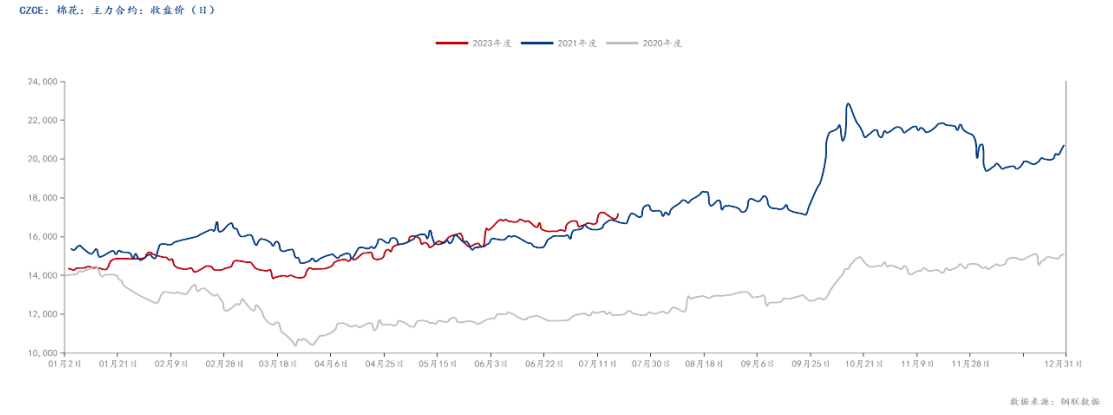
根据抛储历史统计数据，储备棉轮出的成交价对于期货盘面价格具有一定程度的影响。在抛储的前期，由于现货资源紧张，储备棉竞拍加价幅度明显增加，成交率基本维持在百分百，故抛储成交价格接近或略高于当前市场现货资源价格，此时会对期货盘面价格产生一定程度的拉动作用。在随着新棉上市增量，供应紧张局面逐步缓解之后，储备棉竞拍加价幅度将明显下降，此时储备棉轮出日成交率也将逐步下滑，期价上行趋势放缓，或反转走低。

表 2 2012 年以来国家抛储情况一览表

抛储时间	抛储成交数量	抛储均价
2012.9	29.7万吨	18481.08元/吨
2012.09.03-2012.09.29	49万吨	18512.81元/吨
2013.01.14-2013.07.31	374万吨	18830.29元/吨
2013.11.28-2014.08.29	265万吨	17227.85元/吨
2015.07.10-2015.08.31	6万吨	12736.06元/吨
2016.05.03-2016.09.30	267万吨	13287.14元/吨
2017.03.06-2017.09.30	322万吨	14754.23元/吨
2018.03.12-2018.09.30	250万吨	14735.77元/吨
2019.05.05-2019.09.30	99万吨	12597.67元/吨
2020.07.01-2020.09.30	50万吨	11843.38元/吨
2021.07.01-2021.09.29	63万吨	17518.1元/吨
2021.10.08-2021.11.30	57万吨	19209.11元/吨

从 2020 年和 2021 年两次抛储时间对应的价格走势来看，在抛储的整个期间，棉价处于“越抛越涨”的行情之中。但仅以两年抛储时市场的表现就得出结论显然是不科学的，故为了更好地归纳总结国家抛储期间对于价格的影响，笔者就 2012 年以来国家的抛储政策对于价格的影响进行实证分析。

图 1 郑棉主力合约收盘价



由于国家的抛储是从供给端对市场进行直接调节，因此我们以蛛网理论（是一种引入时间因素考察价格和产量均衡状态变动过程的理论）为分析基础，对国家实行抛储期间郑棉价格波动进行分析。传统古典经济学理论认为，若市场上均衡状态被打破，经过一段时间的市场竞争后，价格会重新回归到均衡状态，但蛛网理论却否定这种观点，其假设商品是非耐用商品，市场是完全竞争市场，即生产者只是价格的接受者，生产者改变生产方案对市场毫无影响，市场价格由供给所决定，供给则根据上期价格而定。在这种假设下，蛛网理论认为，当市场均衡状态被打破后，价格不一定能够回归到自身状态。

图 2 封闭蛛网模型

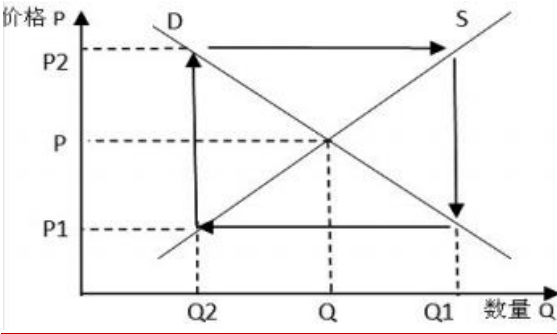
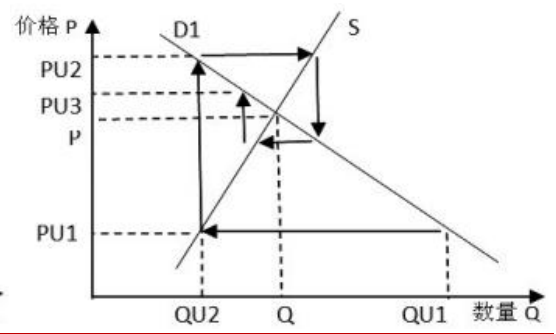


图 3 收敛性蛛网模型



根据蛛网理论，因供给弹性和需求弹性的不同，我们可以将蛛网模型划分为收敛性、发散性以及封闭性三种。在上述三种模式下，国家储备政策对价格发现功能的影响机理在本质上是相同的。考虑到收敛性蛛网能够更加贴合国家储备政策对棉价的影响路径，并且符合棉

花市场价格围绕均衡波动的常态，故本文以收敛性蛛网为例对二者间关系展开分析。

假定棉花市场因种植面积扩大导致棉花产量大增。在封闭性蛛网模型中，此时棉花供给数量由 Q 升至 Q_1 ，因消费者需求曲线不变，当期棉花市价将从 P 下降至 P_1 。由蛛网理论假设可知，下一期时生产者将按 P_1 的生产价格提供对应数量为 Q_2 的棉花。此时市场达到均衡。由于供给减少，价格上升为 P_2 。因供给曲线与需求曲线的弹性相同，下一阶段生产者将根据该价格生产出 Q_1 数量的产品，使得市场陷入循环波动。由此我们可以看出，在封闭蛛网市场条件下，仅依靠现货市场的力量难以使得棉花价格回归均衡。

棉花价格变化不仅受制于现货市场交易，而且受期货交易的影响。当短期供给冲击发生时，市场供给量由之前的均衡供给 Q 上升至 Q_{U1} ，投资者根据现有掌握的信息对商品未来价格的预期会反映在期货价格中，期货交易者会发现，仅依靠现货市场得到的价格 P_1 过低；在期现套利机会的推动下，交易者将在期货市场上给出一个高于 P_1 的报价，如 P_{U1} ，从而市场发现了一个更接近均衡的市场价格。 P_{U1} 对应的下期供应量是 Q_{U2} ，此时期货交易者将再次发现位于 P_{U2} 水平的价格，该价格相较于没有考虑期货市场影响之时的价格 P_2 同样更加接近均衡价格，依此循环往复，直至市场达到均衡价格 P 。由此可见，市场依靠期货交易不断发现更合理的价格而向均衡收敛。在均衡回归过程中，期货交易者每一期发现的新价格和供给量构成了新的需求曲线 D_1 ，该曲线较之曲线 D 更富有弹性，使期货与现货市场的蛛网结构由封闭转向收敛。国家储备政策的实施推动需求曲线 D 向弹性更大的 D_1 转变。

笔者通过建立 2012 年以来国家抛储数量与抛储期间郑棉主力合约价格关心的 VAR 模型后，进行脉冲响应分析，我们可以发现一个很有意思的现象。前两期，抛储数量给予棉市期价一个正向冲击，这似乎与供给增多，价格下移的经济学常识相违背，实则不然。因供给减少，市场预期无法满足高需求的局面，故棉价上涨，此时国家开启抛储工作，会向市场释放当年度新棉供给不足信号，短期内引发市场进一步抢购热潮，从而推动棉价进一步上涨。随着抛储工作的进行，市场上可供应货源增加，当超过需求预期时，棉价逐步止涨转跌，故从第三期开始，抛储给予棉价负向冲击，价格开始由强转弱。

图 4 AR 单位根

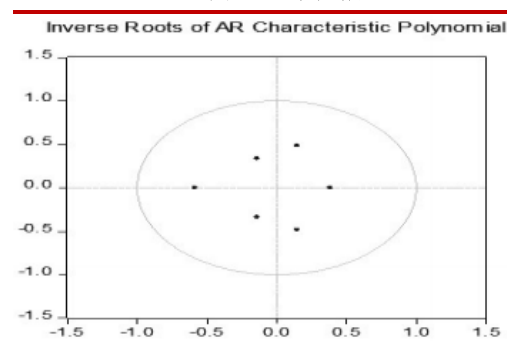
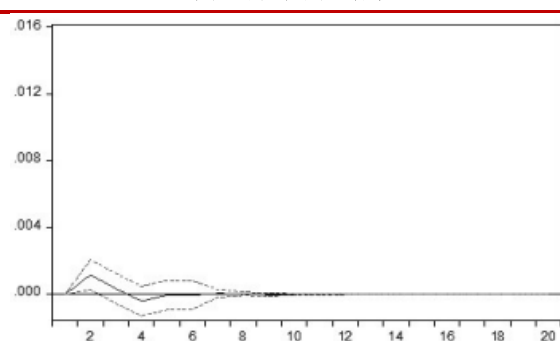


图 5 脉冲响应结果



虽然历史不代表未来，但我们可以从历史进程中总结出一般性规律。在今年棉花新作预期减产、旧作资源紧张的大背景下，国家创新性地颁布出“开盲盒”式储备棉轮出政策，这或许会引导市场更加理性看待未来的棉价走势，这也是与 2021 年相异之处。故笔者认为，今年棉价虽然上升趋势不变，但在国家政策更加精准有力的调控之下，想要达到 2021 年棉价的高度依然有较大阻力，目前仍维持价格上方空间或在 18600-19000 之间的观点。

姚 禹 分析师

从业/投资咨询证号：

F3078315/Z0018225

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信

息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。