



FUTURE

光期研究：以史为镜，窥棉花之兴衰

研究员：孙成震

一、回顾历史，郑棉期价在历史性高位或者底部的时候，多数受到宏观和基本

光大期货研究所 面的共振影响。

二、对比历史，我们认为本年度棉花供需基本面的矛盾并不突出，海外宏观因

资源品研究团队

素的影响或被放大。

研究总监：张笑金

三、近几次美联储降息周期内，ICE 美棉价格和郑棉价格均震荡走弱。

品种：白糖、动力煤

四、本年度国内新棉增产幅度或低于预期，按照籽棉收购价格 6 元/公斤、棉

分析师：张凌璐

籽价格 2 元/公斤简单测算，皮棉成本大约在 14100 元/吨左右。

品种：纯碱、玻璃

五、坯布端的主动去库已经结束；纱线端的主动去库开始节点晚于坯布端，因

烧碱、尿素

此现在仍在持续；终端纺织品及服装正处于被动累库向主动去库切换的阶段，当

前已经基本完成切换。

分析师：孙成震

品种：棉花、棉纱

铁合金

撰写日期：

2024 年 9 月 26 日

期市有风险

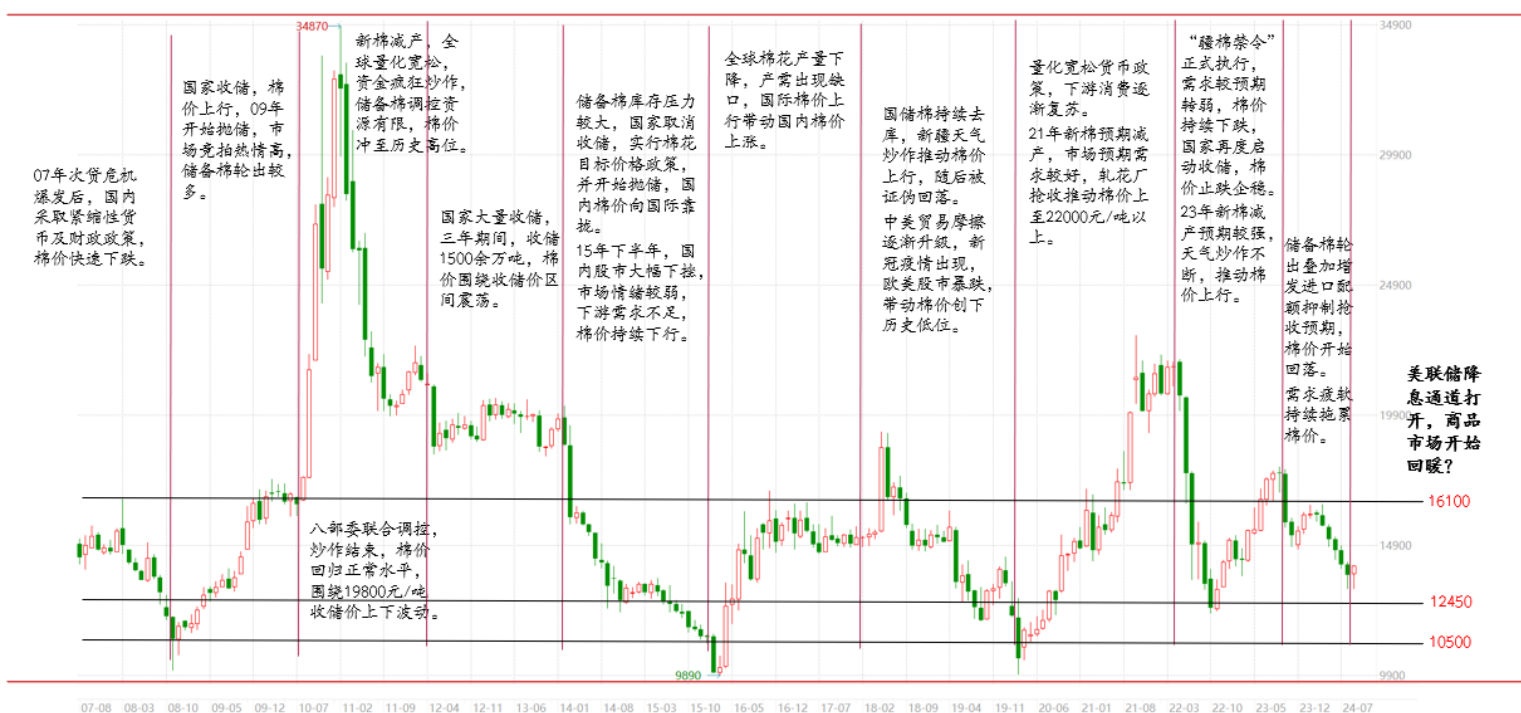
入市需谨慎

光期研究：以史为镜，窥棉花之兴衰

本年度内外棉价均创下近年来新低，下跌幅度超过市场预期，传统的一些理念在此仿佛无法奏效。基于此况，我们试图通过以史为镜，从历史规律中寻找答案。本文通过回顾历史、当前与历史特定年份棉花供需格局对比、美联储降息周期内棉价走势以及未来驱动等方面展开分析，以供参考。

一、棉价走势历史回顾

图表 1：2007 年至今郑棉走势回顾（单位：元/吨）



资料来源：Ifind、光大期货研究所

棉花历史性的顶部或底部的出现，往往会受到宏观周期的影响。国内棉花期货上市以来，最高触及 34870 元/吨，最低也跌至 9890 元/吨，振幅相对较大，曾在 2008 年、2015 年、2019 年

快速下跌至 10000 元/吨整数关口附近，也曾在 2010 和 2021 年快速上行突破 20000 元/吨整数关口，2011 年上半年更是突破 30000 元/吨整数关口，接下来我们对上述年份进行简要复盘：

2008 年前后：美国次贷危机爆发，国内采取紧缩性的货币及财政政策，郑棉期价逼近 10000 元/吨整数关口。

2011 年前后：全球来看，处于量化宽松阶段，叠加新棉减产影响，郑棉期价涨至 30000 元/吨以上，随后在多部门联合调控之下，郑棉期价回归至收储价格附近。

2015-2016 年：国内棉花停止收储，转为抛储，实施目标价格补贴政策。年内上证指数从 5000 点高位逐渐回落，最低至 3000 点附近。郑棉期价于 2016 年一季度创下 9890 元/吨的历史低位。

2019-2020 年：中美贸易摩擦，新冠疫情出现。郑棉期价于 2020 年一季度再度跌至 10000 元/吨附近。

2022 年前后：宽松政策刺激，消费改善预期较强；且 2021 年新棉预期减产，轧花厂抢收推动郑棉期价上行突破 20000 元/吨。随后需求改善预期被证伪，叠加“疆棉禁令”影响，郑棉从年内高位 22000 元/吨跌至 12500 元/吨，跌幅近 10000 元/吨。

2024 年：供需结构宽松，郑棉月 K 6 连阴；美联储 9 月开始降息，国内宏观层面利好频出，郑棉月 K 转阳。

回顾棉花价格出现大幅波动的年份，我们发现总是伴随着宏观和基本面的共振影响。本年度郑棉同样出现较为流畅的下跌行情，因此我们希望通过多方面对比当前与上述特定年份的相似与不同，寻找影响本年度棉花价格走势的最主要原因。

二、对比古今

由于截止 2024 年 9 月，本年度郑棉价格重心是震荡走弱的，因此下文主要对比参照物为历史上郑棉价格在底部的那些年份。

2.1 一些宏观数据与周期

图表 2：当前与历史特定年份宏观经济数据及周期（单位：%）

		现在 (2024年8月)	2022年	2019年	2015年	2008年
宏观	PPI	-1.8	-1.3	-0.8	-5.9	-1.14
	CPI	0.6	2.1	2.84	1.96	1.2
	PMI	49.1	49.2	49.5	49.7	41.2
	社融	8.1	10.3	10.68	12.47	20.5
	M1	-7.3	5.8	3.4	9.3	9.1
	M2	6.3	11.8	8.2	13.3	17.8
	库存周期	2023年底进入主动补库阶段	流畅的主动去库阶段 (需求下降、库存下降)	被动补库阶段 (需求下降，库存累积)	被动去库阶段 (需求好转、库存下降，但是程度较轻)	被动补库阶段 (需求下降，库存累积)
	朱格拉周期	出清期或者复苏早期的切换	出清期	从繁荣早期到繁荣晚期切换	出清期	出清期

资料来源：Ifind、光大期货研究所

由于 2024 年 9 月郑棉月 K 已经转阳，因此我们以 2024 年 8 月经济数据为基准，作为对比参照物的历史年份的经济数据，大于基准的数据标记为红色，小于基准的数据标记为绿色。

库存周期：也叫基钦周期，是经济周期中的短周期，主要是由企业存货和投资变动产生，每 40 个月左右，企业就会经历一个“主动补库、被动补库、主动去库、被动去库”的循环。

主动补库：需求增加，企业主动增加库存。

被动补库：需求下降，企业库存被动累积。

主动去库：需求下降，企业主动降低库存。

被动去库：需求增加，企业库存被动减少。

我们使用规模以上工业企业营收同比与产成品存货同比来分别代替需求和库存。2023 年末，工业企业产成品存货同比开始回升，营业收入同比在 2023 年 8 月开始回升，我们认为自 2023 年末开始，我国规模以上工业企业就进入主动补库阶段。但 2024 年 5 月-7 月之间，规模以上工业企业营收虽然保持同比增长状态，但同比涨幅连续三月持平。

朱格拉周期：朱格拉周期是中周期理论的代表，朱格拉提出资本主义经济存在着 9-10 年的周期性波动，社会经济运动有三个阶段，繁荣、危机与萧条，三个阶段的反复出现就形成了周期现象。朱格拉周期以设备更替和资本投资为主要驱动因素。依据前人经验，大多将朱格拉周期划分为复苏、繁荣早期、繁荣晚期和出清四个阶段。

我们以中国 5000 户工业企业景气扩散指数：固定资产投资情况作为衡量设备更替及固定资产投资指标，以工业企业利润/资产作为衡量企业投资回报的指标。

当固定资产投资情况景气指数从底部回升，但是仍处于荣枯线下方时，认为朱格拉周期位于复苏期；当景气指数位于荣枯线上方时，若企业资产利润率持续向上，则认为处于繁荣早期；当景气指数位于荣枯线上方但企业资产利润率开始下降时，为繁荣晚期；当景气指数回落至荣枯线以下，且总体持续下降时，为出清期。

我们认为自 2022 年 Q1 我国就进入了最近一轮朱格拉周期的尾声——出清期，目前正处于出清期或者由出清期向下一轮朱格拉周期开启的复苏期切换的阶段。

2.2 全球棉花供需结构

图表 3：历史特定年份全球棉花供需情况（单位：万吨）

供需库		现在 (2024年8月)		2022年		2019年		2015年		2008年	
	全球产量（万吨）	2561.4	同比增加 3.6%	2535.7	同比增加 1.7%	2634.9	同比增加 2.1%	2094.5	同比下降 19.3%	2331.9	同比下降 10.7%
	全球需求（万吨）	2530.2	同比增加 3.4%	2452.5	同比下降 3%	2258.5	同比下降 13.9%	2444.9	同比增加 0.8%	2396.5	同比下降 10.5%
	全球库存（万吨）	1689.8	同比增加 2.4%	1638.8	同比下降 1.4%	2113.1	同比增加 21.4%	2066.5	同比下降 15.1%	1317.7	同比下降 3.4%

资料来源：USDA、光大期货研究所

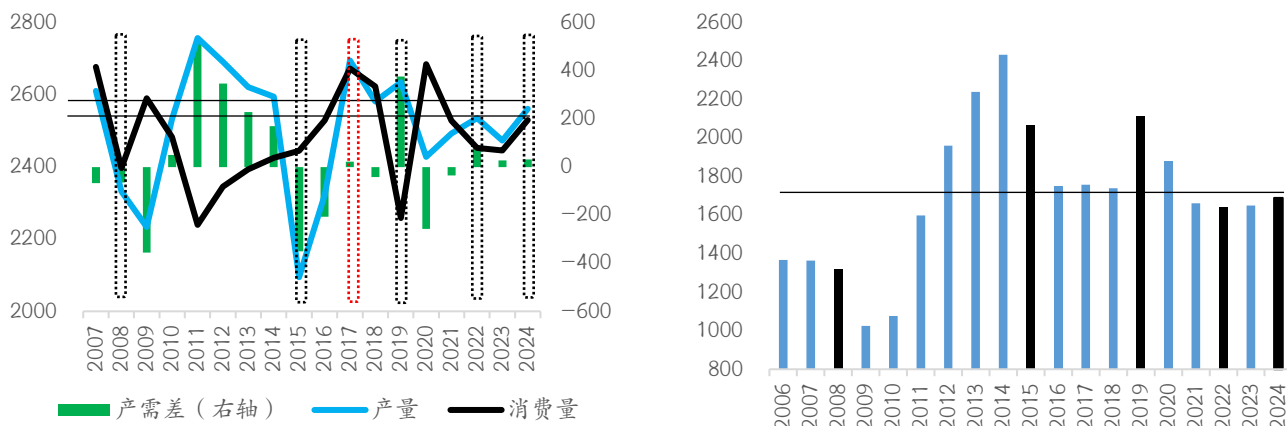
在不考虑所有外部因素的情况下，我们简单设定：1、供应增加抑制棉价；2、需求增加提振棉价；3、库存增加抑制棉价。当两个特定年份相比，某一年份产量低、需求高、库存低，我们将其定义为该年份供需结构好于另一年份。

2024 年全球棉花产需双增。上图已经明显表示，本年度全球棉花产量、需求量以及期末库存水平均同比增加，且产量增幅与需求量增幅相差不大，在此情况下，通常不会导致棉价持续、大幅下跌。

2024 年全球棉花供需结构明显好于 2019 年，但与其他特定年份相比，并无明显优劣。依据上文对棉花供需结构好于另一年度的设定，我们能够发现，2024 年与历史上棉花价格近 10000 元/吨的年份相比，2024 年的全球棉花供需结构仅完全好于 2019 年，与其余年份相比，各有优劣。

从全球范围内来看，本年度全球棉花供需矛盾并不明显。

图表 4：全球棉花产量及消费量（单位：万吨） 图表 5:全球棉花期末库存（单位：万吨）



资料来源：USDA、光大期货研究所

注：上图红框代表与本年度供需结构相似年份，黑框代表历史上郑棉价格相对较低的年份

2024 年全球棉花供需及库存情况与 2017 年相似。通过图 4 我们发现，2024 年全球棉花呈现供需同比双增、且供需差为正（即年度产量大于年度需求）的特点。回顾近 20 年来的历史，我们发现仅 2017 年全球棉花供需层面也有相似格局，且 2017 年全球棉花期末库存与 2024 年相差不大，回顾 2017 年棉价走势，全年基本围绕 15000 元/吨-16000 元/吨区间震荡。

2.3 中国棉花供需结构

图表 6：历史特定年份中国棉花供需情况（单位：万吨）

供需库		现在 (2024年8月)		2022年		2019年		2015年		2008年	
	中国产量 (万吨)	605.2	同比增加 1.6%	669.5	同比增加 14.7%	593.3	同比下降 1.8%	479	同比下降 26.7%	799.1	同比下降 0.8%
	中国需求 (万吨)	827.4	同比增加 1.3%	820.8	同比增加 11.7%	718.5	同比下降 16.5%	762	同比增加 2.9%	958	同比下降 13.7%
	中国库存 (万吨)	358.52	同比增加 15.8%	377.21	同比下降 10.38%	359.36	同比下降 28.71%	186.12	同比下降 48.62%		

资料来源：USDA、光大期货研究所

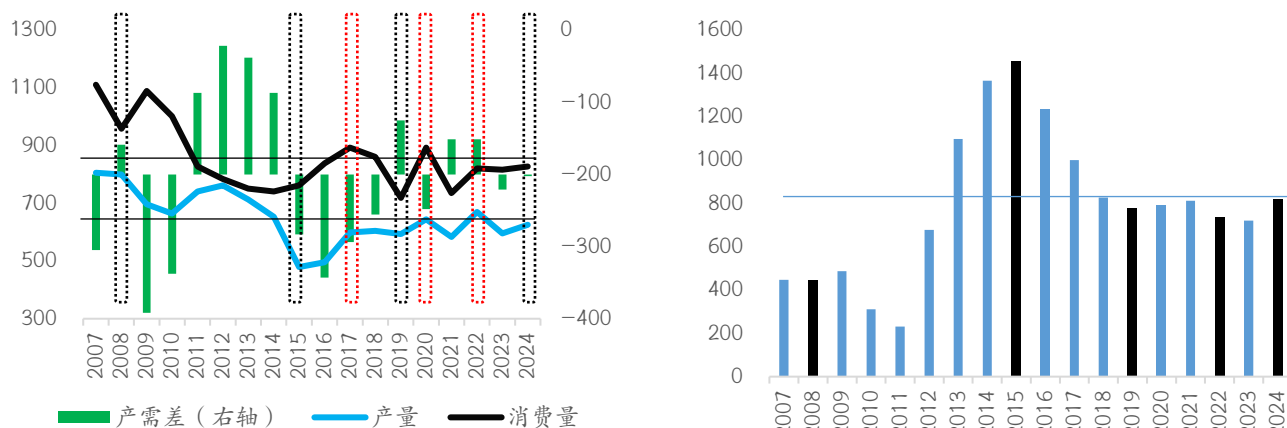
2024 年中国棉花供需双增。2024 年中国棉花产量及消费量均同比小幅增加 1%-2%，产量增幅略大于消费量增幅。库存数据为截止 7 月末棉花工商业库存合计值，本年度同比大幅增加。

依据上述情况，在供需双增且增幅基本持平，库存同比增加但绝对值来看位于近年来同期中位水平的情况下，供需层面应该并无较大的压力。

依据上文设定，2024 年我国棉花供需结构明显好于 2022 年。本年度与 2022 年相比，本年度棉花产量低于 2022 年、棉花消费量高于 2022 年、棉花库存低于 2022 年。回顾 2022 年，郑棉期价从 22000 元/吨阶段性高位回落至 12500 元/吨左右。

本年度国内供需基本面同样没有较大矛盾。

图表 7：中国棉花产量及消费量（单位：万吨） 图表 8：中国棉花期末库存（单位：万吨）



资料来源：USDA、Iifind、光大期货研究所

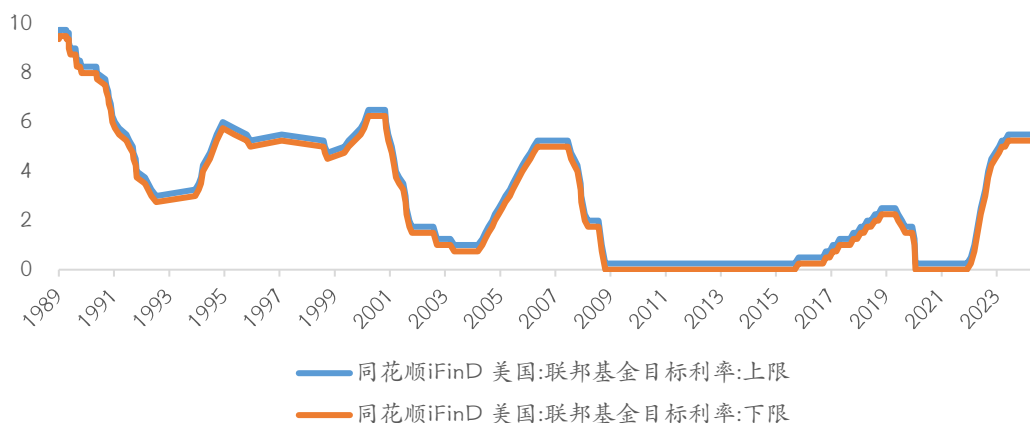
注：上图红框代表与本年度供需结构相似年份，黑框代表历史上郑棉价格相对较低的年份

2024 年中国棉花供需及库存情况与 2022 年、2020 年较为相似。通过图 7 我们发现，2024 年中国棉花产需同比双增、且产需差大约在-200 万吨左右。回顾近 20 年来的历史，我们发现 2022 年、2020 年及 2017 年全球棉花供需层面也有相似格局。我们回顾历史，2022 年郑棉期价从高位回落至 12500 元/吨左右之后开始反弹；2020 年郑棉期价先跌后涨，波动区间大约 10000 元/吨-15000 元/吨；2017 年郑棉期价一直在 15000 元/吨-16000 元/吨区间窄幅震荡。

三、美联储降息对棉花价格的影响

3.1 美国联邦基金目标利率的变动

图表 9：美国联邦基金目标利率区间（单位：%）



资料来源：Ifind、光大期货研究所

图表 10：美联储降息周期

1989.02.23–1992.09.04	降息
1995.07.06–1998.11.17	降息
2001.01.03–2003.06.25	降息
2007.09.18–2008.12.16	降息
2019.07.31–2020.03.15	降息
2024.09.19–	降息

图表 11：美联储加息周期

1994.02.04–1995.02.01	加息
1999.06.30–2000.06.18	加息
2004.06.30–2006.06.29	加息
2015.12.17–2018.12.20	加息
2022.03.16–2023.07.27	加息

资料来源：公开资料整理、光大期货研究所

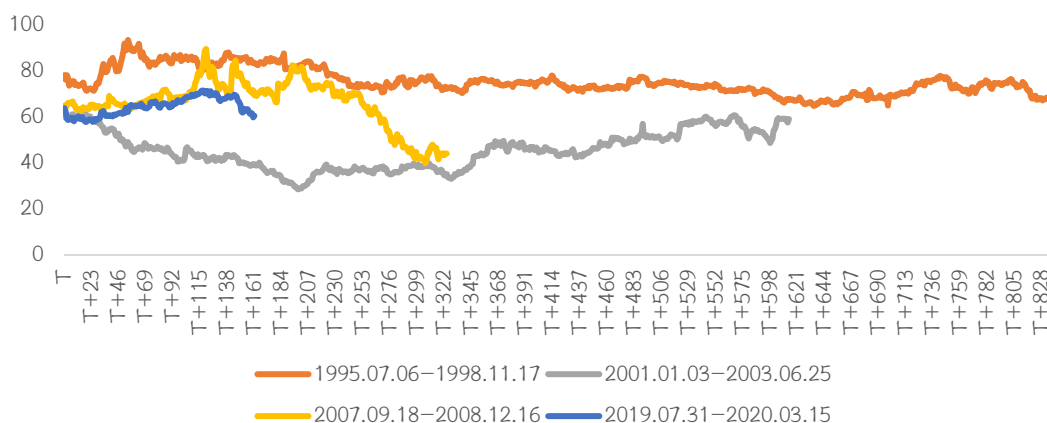
1989 年至 2023 年，美国共经历 5 轮完整的降息—加息的周期，2024 年 9 月 19 日，美国开启新一轮的降息周期。从上图能够明显看出，大约在 2000 年之后，美国联邦基金目标利率水平才相对稳定，此前基本都是动态调整的，最高在 6.25%–6.5%，而最低在 2008 年底进入 0–0.25%

的目标利率区间，直至 2015 年底才重新进入加息周期。2024 年 9 月 19 日，美联储下调联邦基金目标利率水平 0.5 个百分点至 4.75%–5%，再次进入降息周期。

为了探究美联储降息对中美棉价的影响，我们以美联储开启降息通道的当天为基准，即为 T，分别对比中美棉花期价在美联储降息周期（T+N 天）的表现。

3.2 美国降息周期美棉价格的表现

图表 12：美国降息周期内美棉期货价格（单位：美分/磅）



资料来源：Ifind、光大期货研究所

图表 13：美国降息周期美棉价格及涨跌幅（单位：美分/磅）

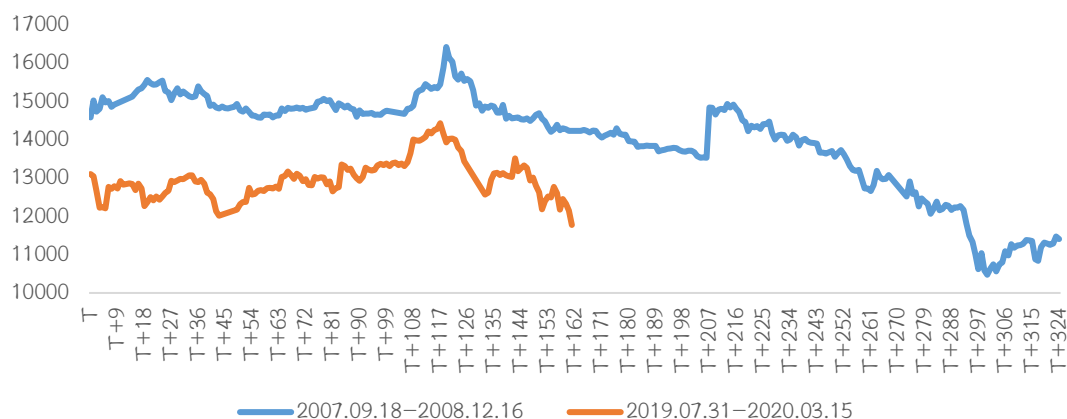
降息周期	降息周期起点美棉价格	降息周期终点美棉价格	美棉涨跌幅
1995.07.06–1998.11.17	78.06	63.2	–19.04%
2001.01.03–2003.06.25	60.96	59.13	–3%
2007.09.18–2008.12.16	64.85	44.07	–32.04%
2019.07.31–2020.03.15	63.86	60.5	–5.26%

资料来源：Ifind、光大期货研究所

美国降息周期内，美棉价格以跌为主。依据数据可得性及多方面原因，我们选取 1990 年至今数据进行研究。1990 年至今，美国共经历 5 轮降息周期，前四轮降息周期内，ICE 美棉价格均有较大波动，但按照降息周期结束节点与开始节点的美棉期货主力合约收盘价来计算，近四轮降息周期，ICE 美棉价格均环比下降。

3.3 美国降息周期郑棉价格的表现

图表 14：美国降息周期内郑棉期货价格（单位：元/吨）



资料来源：Ifind、光大期货研究所

图表 15：美国降息周期郑棉价格及涨跌幅（单位：元/吨）

降息周期	降息周期起点郑棉价格	降息周期终点郑棉价格	郑棉涨跌幅
2007.09.18–2008.12.16	14580	11410	–21.74%
2019.07.31–2020.03.15	13105	11775	–10.15%

资料来源：Ifind、光大期货研究所

美国降息周期内，郑棉期价同样震荡走弱。郑棉期货合约于 2004 年上市，郑棉上市之后，经历了两轮完整的美国降息周期。依据郑棉主力合约收盘价测算，在这两轮完整的降息周期内，郑棉主力合约收盘价分别下降–21.74%和–10.15%。

综上，不论是 ICE 美棉还是郑棉，在近几次美联储降息周期内，价格均环比下降。

四、未来的驱动因素

4.1 供应：新棉预期产量和开秤价格

图表 16：中国棉花各产区棉花生长情况

	2024 年植 棉面积 (万亩)	同比 (%)	总产量 (万吨)	同比 (%)	苗情 较好 (%)	同比 (%)	病害 较轻 (%)	同比 (%)	虫害较 轻 (%)	同比 (%)
全国	4075.5	-2.40%	605.2	3	64.1	36.4	76.8	9.2	68.1	2
新疆	——	——	572	3.8	67.8	63.8	78.2	11.9	69.5	2.9
黄河 流域	——	——	17.9	-4.6	44.6	-2.9	73.1	-1.1	65.7	11.7
长江 流域	——	——	10.7	-18.9	22.6	-40.7	55.2	-33.8	42.4	-30.5

资料来源：中国棉花协会、光大期货研究所

本年度新棉增产幅度或不及预期。本年度我国新棉种植之后，前期天气保持良好，但近两月新疆地区雨水较多，对棉花生长有一些影响。依据中国棉花协会最新调研数据，预计 2024 年我国棉花总产量在种植面积同比小幅下降的情况下仍同比增加 3%至 605.2 万吨，该产量预计值较此前市场主流预期值有一定差距，本年度新棉最终产量或不及市场预期。

图表 17：籽棉折皮棉价格（单位：元/公斤、元/吨）

籽棉价格 棉籽价格	4	4.5	5	5.5	6	6.5	7	7.5	8
2	8644	10014	11384	12753	14123	15493	16863	18233	19603
2.2	8312	9682	11052	12422	13792	15162	16532	17901	19271
2.4	7981	9351	10721	12090	13460	14830	16200	17570	18940
2.6	7649	9019	10389	11759	13129	14499	15868	17238	18608

2.8	7318	8688	10058	11427	12797	14167	15537	16907	18277
3	6986	8356	9726	11096	12466	13836	15205	16575	17945
3.2	6655	8025	9395	10764	12134	13504	14874	16244	17614
3.4	6323	7693	9063	10433	11803	13173	14542	15912	17282
3.6	5992	7362	8732	10101	11471	12841	14211	15581	16951
3.8	5660	7030	8400	9770	11140	12510	13879	15249	16619
4	5329	6699	8068	9438	10808	12178	13548	14918	16288

资料来源：光大期货研究所

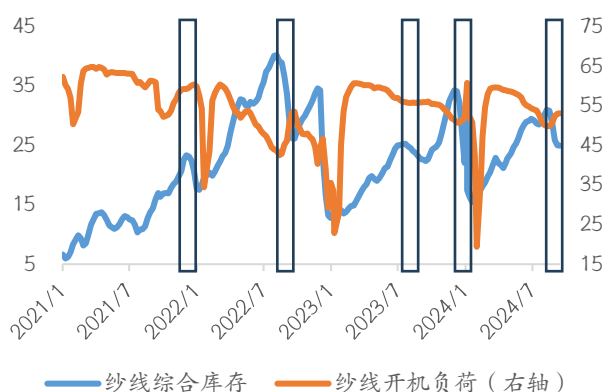
注：上表按照衣分 38%，加工损耗 1.5%，衣亏率 1.5%，加工费用 1000 元/吨进行粗略计算

皮棉成本 = (籽棉价格 - 棉籽价格 * (1 - 衣分率 - 损耗值)) / (衣分率 - 衣亏) + 加工费及其他

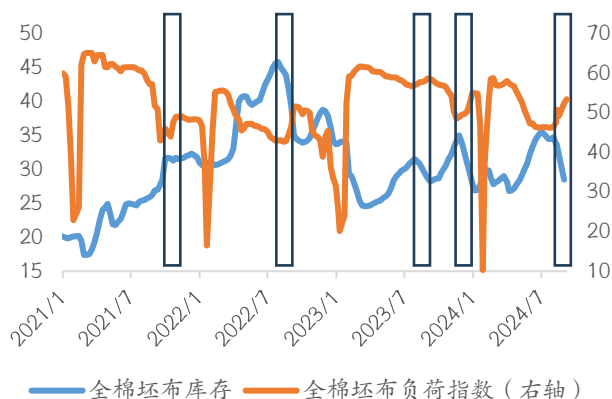
本年度开秤价格预期偏低，但棉籽价格同样偏低，影响皮棉成本。随着近期郑棉期价重心上移，手摘棉价格也有明显上调，我们综合市场上能够收集到的信息显示，截止到 9 月 24 日，新疆地区手摘棉约 6.3-6.9 元/公斤。机采棉大量上市大约在 10 月上旬，预计机采棉开秤价格也会跟随上调，作者预计机采棉开秤价格或在 6 元/公斤左右。依据籽棉价格 6 元/公斤，棉籽价格 2 元/公斤进行粗略测算，最终皮棉成本约 14100 元/吨，依据当前盘面价格及过去两年亏损情况来看，在盘面略有利润的情况下，预计本年度套保力量较强。

4.2 需求：棉纺中、下游库存周期

图表 18：纱线开机与库存（单位：%、天）



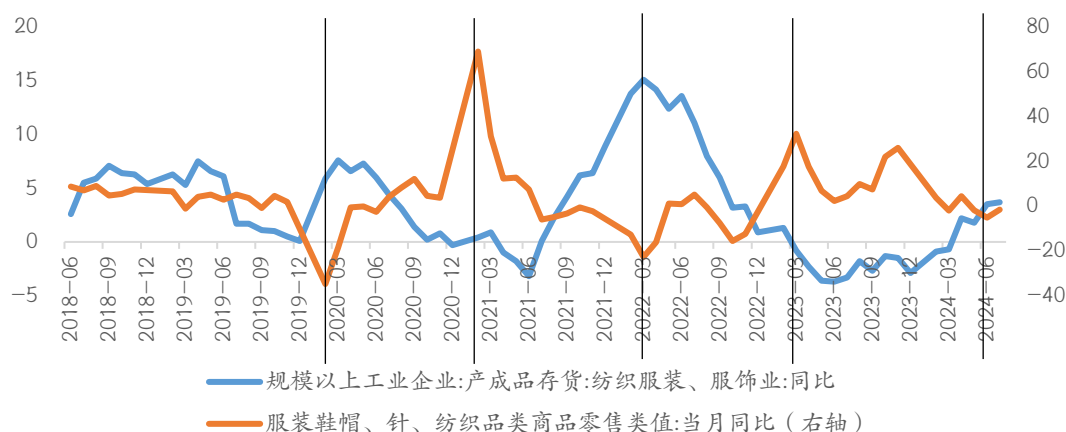
图表 19：坯布开机与库存（单位：%、天）



资料来源：TTEB、光大期货研究所

纱线与坯布的开机增加、库存下降的主动去库阶段持续时间较短。从上图可以看出，纱线与坯布的开机负荷一般在春节之后恢复到一个相对高位水平，随后年内整体呈下降趋势，一般在“金九银十”前后，会有为期接近一个月左右的开机增加，且库存水平下降的主动去库阶段，在该阶段，市场会对棉纺下游需求好转的感觉较为强烈，通常情况下，会对郑棉价格有较强提振。但是需要注意的是，依据近年来数据，需求好转且库存下降的持续时间通常有限，大多数情况下持续时间不足一个月。本年度是坯布端率先进入该阶段，目前已经基本结束，纱线端目前仍处于该阶段。

图表 20：纺织服装零售额与库存同比（单位：%）



资料来源：国家统计局、光大期货研究所

纺织品及服装正处于被动补库向主动去库切换的阶段。我国工业品一轮完整的库存周期大约是4年左右，纺织品及服装的一轮完整的库存周期大约是24-28个月。代表需求的服装鞋帽、针、纺织品类商品零售额当月同比先后在2020年2月、2022年3月跌至波谷，于2021年2月、2023年3月达到波峰。截止报告完成时，纺织品及服装的库存数据更新至7月，依据当前

数据所做图形来看，当前正处于被动补库向主动去库切换的阶段，但由于数据的滞后性，尚不能判定当前是否已经完成该过程的切换，对于后市纺服需求，我们持谨慎乐观的态度。

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。多次参与郑州商品交易所大型课题、中国期货业协会系列丛书撰写工作。连续多年在期货日报、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，2023 年荣获郑州商品交易所白糖资深高级分析师。

期货从业资格号：F0306200

期货交易咨询资格号：Z0000082

• **张凌璐**，英国布里斯托大学会计金融学硕士学位。光大期货研究所资源品分析师，负责纯碱、尿素期货研究工作，数次参与中国期货业协会、郑州商品交易所大型项目及课题，连续多年在期货日报、证券时报等权威媒体、郑州商品交易所评选中获奖。2023 年荣获郑州商品交易所纯碱资深高级分析师、尿素高级分析师等荣誉称号。

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分析师，云南大学金融硕士，主要从事棉花、棉纱、铁合金等品种基本面研究、数据分析等工作。

期货从业资格号：F03099994

期货交易咨询资格号：Z0021057

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。