

## 花开两朵

Bigger mind, Bigger fortune

智慧创造财富

南华期货研究所

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1290号

边舒扬

投资咨询证号:  
Z0012647

### 摘要

2021年三季度，棉花价格波动剧烈，而直到月底棉价才重新拉涨。前期震荡的主要原因还在于“金九银十”旺季不旺，下游消费从8月开始转弱，而抛储参与受限，而进入9月后，在能耗双控背景下，下游织布印染纺织厂大面积关停，不过到了9月底，新疆棉开始进入全面收花，由于今年轧花厂较多，产能较大而棉花较少，因此抢收氛围浓郁，棉花价格一路走高，创年内高点。四季度前期，新花抢收逻辑依旧会占据主导，棉价不排除继续创新高的可能性，而进入11月以后，消费因素将决定棉花是否具有继续上涨的基础，如若需求不及预期，则价格存在较大下跌的风险。

策略上，我们建议前期多单持有，并且在10月下旬择机获利平仓，套利方面可以持有1-5正套，买近抛远，主要是做多收花价格而做空消费预期。

**风险点：**新疆棉花收购情况、印度东南亚疫情、中美中欧关系以及政策变化等。

## 目录

第 1 章	引子.....	4
第 2 章	国内棉花市场现状分析.....	4
2.1.	新棉抢收氛围浓 轧花厂骑虎难下 .....	5
2.2.	库存压力依旧很大 .....	7
2.2.1.	储备棉轮出告一段落 .....	7
2.2.2.	滑准税配额继续发放, 对美棉进口持续增长.....	7
2.2.3.	工商业库存去化加速 .....	9
2.3.	四季度的消费变得尤为关键 .....	9
2.3.1.	海外疫情不断反复, 消费依旧面临考验 .....	10
2.3.2.	国内消费关注双十一和双十二.....	11
2.3.3.	中美关系出现转机 后续进展有待观察 .....	13
第 3 章	国际棉花市场分析 .....	13
3.1.	关注美棉生长及出口情况 .....	14
3.2.	关注印度虫害 .....	16
第 4 章	棉花展望.....	18
	免责声明 .....	19

## 图表目录

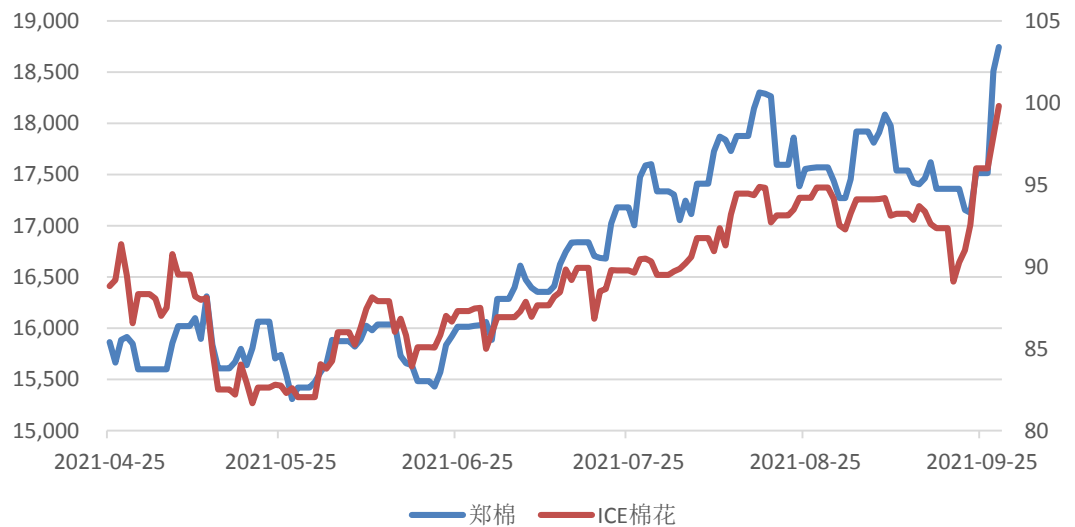
图 1: 棉花主力合约价格走势图 .....	4
图 2: 中国棉花供需平衡表 (单位: 万吨) .....	5
图 2.1.1: 全国棉花面积及产量预估 (单位: 万亩、万吨) .....	6
图 2.1.2: 仓量数量与有效预报总量走势 (单位: 张) .....	6
图 2.2.1.1: 2011 年以来收储情况 (万吨) .....	7
图 2.2.1.2: 2011 年以来抛储情况 (万吨) .....	7
图 2.2.2.1: 全国棉花进口量 (单位: 万吨) .....	8
图 2.2.2.2: 棉纱进口量 (单位: 万吨) .....	8
图 2.2.3: 棉花工商业库存季节性走势图 (单位: 万吨) .....	9
图 2.3.1: 纱线库存 (单位: 天) .....	10
图 2.3.2: 坯布库存 (单位: 天) .....	10
图 2.3.1.2: 纺织品服装出口额 (单位: 亿美元) .....	11
图 2.3.2.1: 中国棉纺织行业景气指数 .....	12
图 2.3.2.2: 纺织品服装零售额 (单位: 亿元) .....	12
图 3: 全球供需平衡表 (单位: 万吨) .....	14
图 3.1.1: 美棉优良率 (6 月份开始) .....	15
图 3.1.2: 美棉吐絮率 (8 月初开始) .....	15
图 3.1.3: 美棉出口销售累计值 (8 月初计算, 单位: 包) .....	16
图 3.2.1: 印度棉花产量走势图 (百万包) .....	17
图 3.2.2: 印度棉花现货价格走势 (单位: 卢比/坎地) .....	17
图 4.1: 郑棉 1-5 价差 .....	18

## 第1章 引子

2021 年三季度，棉花价格波动剧烈，而直到月底棉价才重新拉涨。前期震荡的主要原因还在于“金九银十”旺季不旺，下游消费从 8 月开始转弱，而抛储参与受限，而进入 9 月后能耗双控背景下，下游织布印染纺织厂大面积关停，不过到了 9 月底，新疆棉开始进入全面收花，由于今年轧花厂较多、产能较大而棉花较少，因此抢收氛围浓郁，棉花价格一路走高，创年内高点。

四季度前期，新花抢收逻辑依旧会占据主导，棉价不排除继续创新高的可能性，而进入 11 月以后，消费因素将决定棉花是否具有继续上涨的基础，如若需求不如预期，则价格存在较大下跌的风险。

图 1：棉花主力合约价格走势图



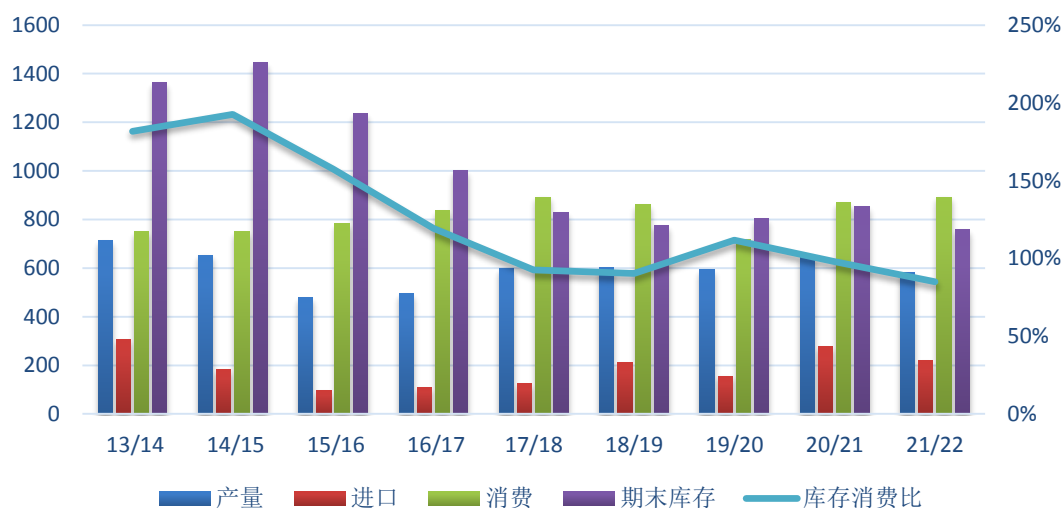
资料来源：Wind 南华研究

## 第2章 国内棉花市场现状分析

今年新疆棉花种植面积略有下降，但得益于适宜的天气条件，棉花长势良好，单产水平较高，2021 年新疆棉花种植面积 3718 万亩，较上年减少 34.9 万亩，预计总产 520.06 万吨，较上一年度增加 3.96 万吨。9 月中下旬，新疆采收工作零星开始，而 9 月 25 日进入全面采收棉花阶段，收购价超过 10 元/公斤，期货价格也随之上涨。消费端，今年二季度至三季度初，整体的消费是比较好的，主要是受到新冠疫情影响下海外订单回流的影响，但是到了金九银十出现了旺季不旺的现象，这主要来自于两方面，一方面，棉

纱库存在前期一直处于低位，前期棉纱厂积极采购棉花，但是利润一直无法传导到下游坯布和终端，随着订单数量的减少，下游逐渐不再接受高昂的价格；另一方面，9月以来江苏浙江等主要棉纺地区实行了能耗双控政策，大量的印染棉纺企业关停降产，下游消费进一步下降。

图 2：中国棉花供需平衡表（单位：万吨）



资料来源：USDA 南华研究

## 2.1. 新棉抢收氛围浓 轧花厂骑虎难下

根据中国棉花协会 8 月的预估数据显示，我国全国棉花种植面积为 4345.59 万亩，同比下降 5.47%，棉花产量为 583.4 万吨，同比下降 1.52%，其中新疆 532.79 万吨，同比增长 1.60%。

9-11 月是新疆棉花的采收期，而开秤价尤为关键，9 月底前收购的主要是早熟棉花，尤其是手摘棉为主，轧花厂主要加工厂絮棉销往各地区，絮棉和纺棉用途不一样，收购价有很大差异。随着新疆植棉技术的不断提升，即便南疆地区机采棉采收比例也迅速提升。我们看到，新疆 9 月上旬开秤企业比较少，价格区间跨度大，普遍在 9.2-10 元/公斤，而在 9 月下旬，有部分机采棉上市，价格 8.8-9.5 元/公斤之间比较多，企业间差距要比此前有所缩小，而手摘棉的价格也涨到了 10.5 元/公斤。今年新疆由于天气原因导致整体的采收时间有所推迟，较去年推迟 7-8 天，国家棉花市场监测系统数据显示，截止 9 月 24 日，全国新棉采摘进度为 2.0%，同比下降 3.3 个百分点，其中新疆采摘进度为 1.15%，因此大规模采收将在十一期间展开。

对于棉农来说，目前的新疆棉收购价还没有达到其预期，棉农的预期基本集中在 10

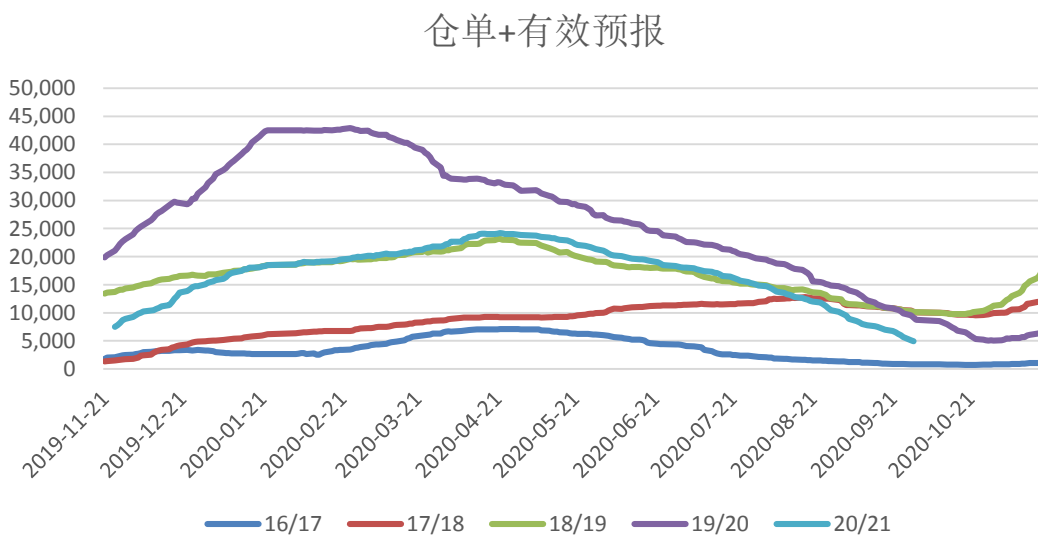
元左右，而对于当前的收购价已经差不多超过了大多数轧花厂的预期中位数，新疆棉收购加工成本对本年度皮棉价格起到重要作用。由于新疆棉花加工产能过饱和，企业每年都要争抢有限的资源，今年表现的尤为明显，轧花厂产线增加了 150 多条，企业如果不收购，注定要亏损，面对当下的窘境，轧花厂也骑虎难下，都期盼着能和去年一样赌赢后市。

图 2.1.1：全国棉花面积及产量预估（单位：万亩、万吨）

预估时点	意向面积		产量预估	
	全国	新疆	全国	新疆
12 月	4483.6	3634.26		
2 月	4569.87	3720.23		
3 月	4367.55	3687.88		
4 月	4349.73	3688.32		
5 月	4336.57	3683.33		
6 月	4345.59		572.18	518.5
7 月	4345.59		576.18	523.21
8 月	<b>4345.59</b>		<b>583.4</b>	<b>532.79</b>

资料来源：中国棉花协会 南华研究

图 2.1.2：仓单数量与有效预报总量走势（单位：张）



资料来源：郑商所 南华研究

## 2.2. 库存压力依旧很大

### 2.2.1. 储备棉轮出告一段落

近几年，我国棉花一直处在产销存在缺口的状态中，基本都依赖于国储棉轮出与进口来弥补缺口，而从 2015/16 年开始，每年大量的轮出也使国储库存从 1000 万吨以上下降到了不足 200 万吨的低位，所以 2019/20 年度国储棉轮出配合了轮入，即先在新棉集中上市期进行轮入，之后再轮出，至此，常态化轮出转为轮储，国储棉净轮出量大幅下降，今年从 7 月开始至 9 月底的轮出时间窗口已经临近尾声，轮出数量已经超过 60 万吨。其中自 8 月 24 日开始，储备棉轮出交易仅限用棉企业参与竞买，停止非纺织用棉企业竞买，且只能自用不能转卖，这也限制了投机资金的参与。

图 2.2.1.1: 2011 年以来收储情况 (万吨)

收储时间	收储价格	收储数量
2011.9.1-2012.3.31	19800	313+100
2012.9.10-2013.3.29	20400	662
2013.9.10-2014.3.31	20400	630
2014 年之后	取消收储改为目标价	
2015 年、2016 年	目标价位 19100、18600	
2017 年-2022 年	三年一定目标价 18600	
2019.12.1-2020.3.31	37.06	

资料来源: Wind 南华研究

图 2.2.1.2: 2011 年以来抛储情况 (万吨)

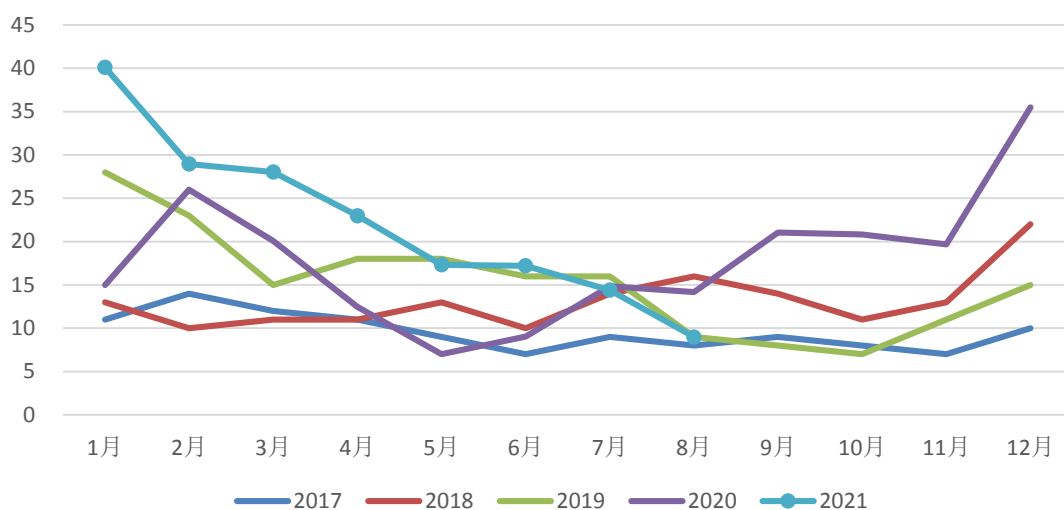
抛储时间	抛储数量
2012.9.3-2012.9.29	50
2013.1.14-2013.7.31	369
2013.11.28-2014.8.31	265
2015.7.10-2015.8.28	6
2016.5.3-2016.9.30	266
2017.3.6-2017.9.29	322
2018.3.12-2018.9.30	250
2019.5.5-2019.9.30	100
2020.7.1-2020.9.30	50
2021.7.5-2021.9.30	60

资料来源: Wind 南华研究

### 2.2.2. 滑准税配额继续发放，对美棉进口持续增长

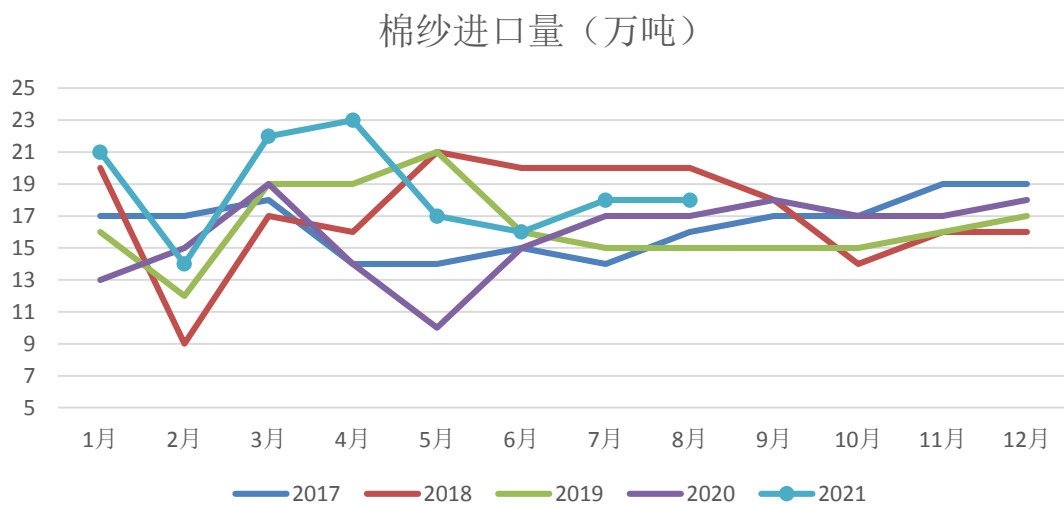
我们国内棉花实施进口配额制度，一般 1% 关税内的进口配额为 89.4 万吨，而滑准税则由有关部门根据当年棉花市场供需情况进行发放，此次滑准税配额共 70 万吨，由于数量相对有限，纺企进口可能较为分散。但进口配额仅是棉花进口的基础，实际进口情况仍需取决于内外棉价差与国内的棉花需求情况。20/21 年度我国棉花进口量为 274.66 万吨，同比增长 71.29%。1-8 月合计进口 177.68 万吨，同比增加 49.51%。后续将进入 21/22 年度，后续进口量将再度季节性上升，主要关注同比对比的情况，尤其是 2020 年。

图 2.2.2.1：全国棉花进口量（单位：万吨）



资料来源：海关总署 南华研究

图 2.2.2.2：棉纱进口量（单位：万吨）



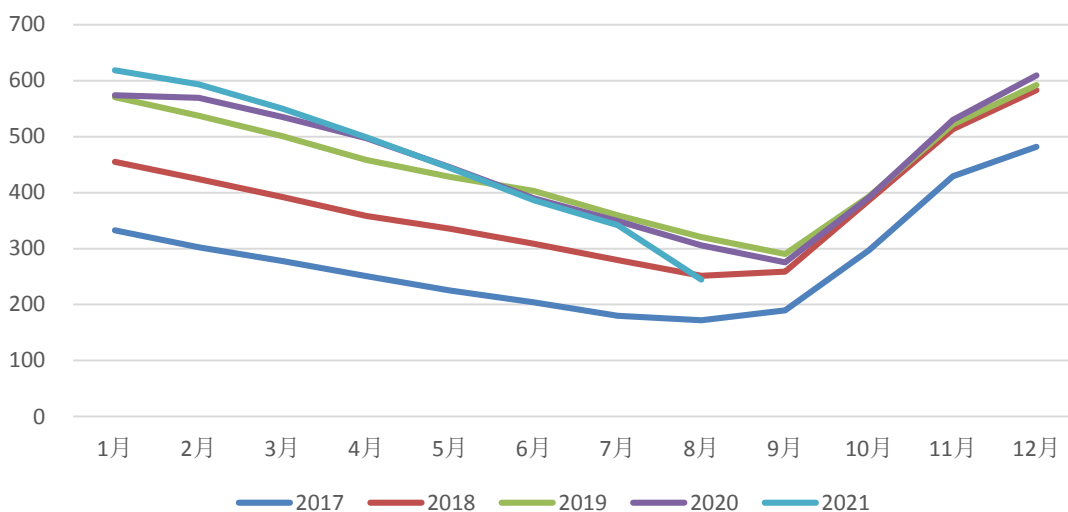
资料来源：海关总署 南华研究



### 2.2.3. 工商业库存去化加速

今年以来棉花的工商业库存一直处于历史最高水平，不过进入三季度以后下降较为明显，截止 8 月的工商业库存已经只有 244.47 万吨，同比减少近 20%。到 8 月底，商业库存已经只有 192.47 万吨，同比减少 52.53 万吨。库存的去化，使得棉价重心抬升。不过进入 9 月份以后，库存去化放缓，从我的农产品网了解的情况看，商业库存同比仅减少 25 万吨。

图 2.2.3：棉花工商业库存季节性走势图（单位：万吨）



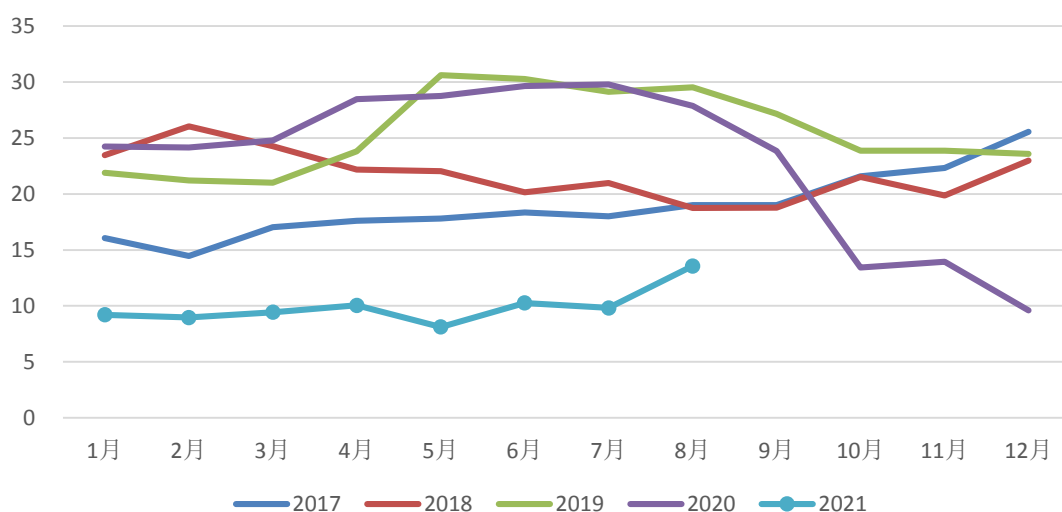
资料来源：中国棉花信息网 南华研究

### 2.3. 四季度的消费变得尤为关键

金九银十是棉花消费的旺季，但是 9 月消费表现不佳。从全国棉坯布厂的开机率可以看到，8 月中下旬开始环比下滑比较明显，9 月份江苏、浙江、广东等主要织造企业集中区域受到限电停工影响较大，开机率直线下滑，9 月 24 日全棉坯布开机率仅为 43%。库存方面，我们可以看到棉纱库存累积较为明显，8 月 23 日库存天数仅为 11.6 天，而到了 9 月 10 日增至了 14.2 天，9 月 24 日则增至 16.4 天。

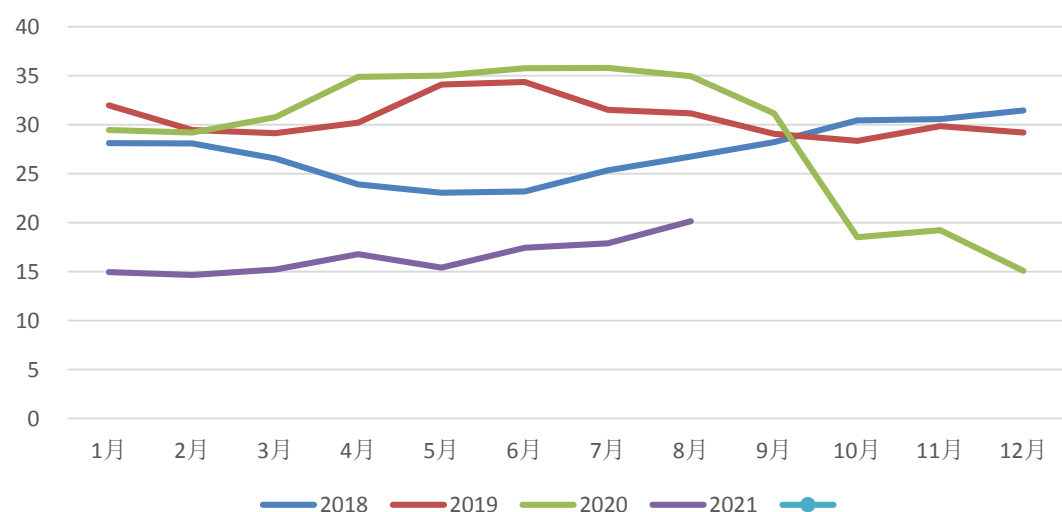
后续需要继续关注下游限电情况，10 月份限电情况可能有所放缓，而后续双十一和双十二订单也可能提振 10 月份需求。

图 2.3.1：纱线库存（单位：天）



资料来源：中国棉花信息网 南华研究

图 2.3.2：坯布库存（单位：天）



资料来源：中国棉花信息网 南华研究

### 2.3.1. 海外疫情不断反复，消费依旧面临考验

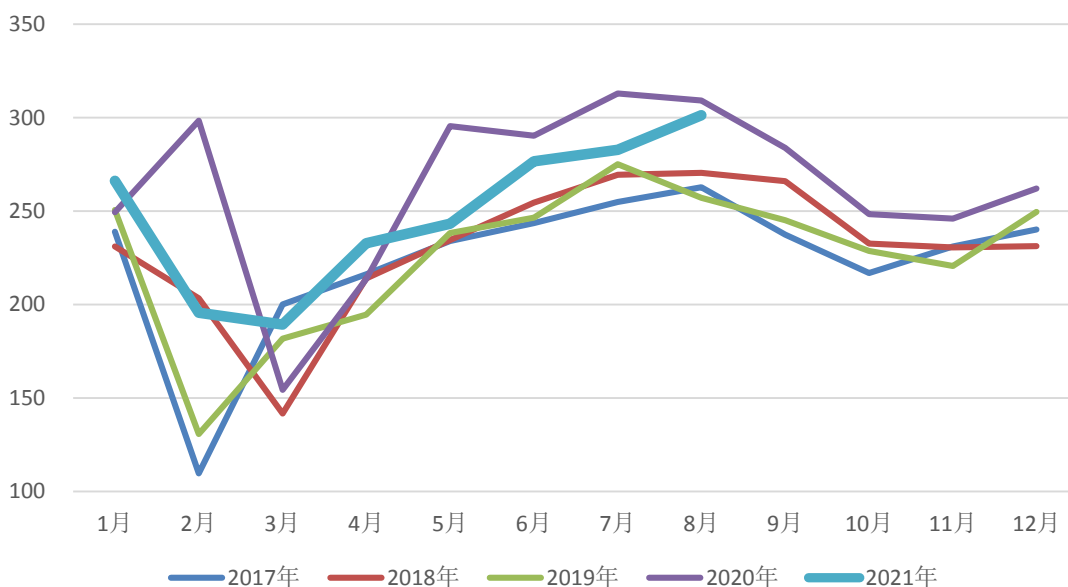
2020年初新冠肺炎疫情爆发，终端消费严重受挫，为了防控疫情影响，全球各地都采取了相应的防控措施，纺织品服装线下销售基本停滞，线上销售也因物流等因素受阻，整个纺织品服装产业链的产成品出库放缓，库存压力不断攀升，尽管之后国内疫情迅速

控制，国外复工复产也不断推进，需求有所回升。但是进入秋冬季，海外疫情再次恶化，国内也有零星出现，部分国家地区再次采取封锁隔离措施，影响需求恢复。

就最新的疫情情况来看，目前疫情严重的地区主要集中在印度、巴西以及东南亚地区，海外疫情形势依旧严峻，欧洲的消费恢复也比较缓慢，阻碍纺织品服装需求恢复进程但美国的消费恢复情况还是得到较大改善，上半年针织、家纺需求火爆。不过进入 6 月以来，纺织下游订单情况较此前转差，特别是中小纺企新接订单减少，中间商和下游制造环节的出货速度放慢。其中广东疫情影响终端出口，随着遭遇江苏、广东、江浙限电影响，而印度和东南亚疫情趋缓，纺织业重启也有较大影响。

2021 年 1-8 月，我国纺织品服装累计出口额为 1984.68 亿美元，同比上涨 5.9%。其中纺织纱线、织物及制品累计出口额为 927.73 亿美元，同比减少 11.47%；服装及衣着附件累计出口额为 1056.95 亿美元，同比增加 27.95%。尽管整体数据看还可以，但实际上，仅三季度看，整体的出口数据是有明显下滑的。

图 2.3.1.2：纺织品服装出口额（单位：亿美元）

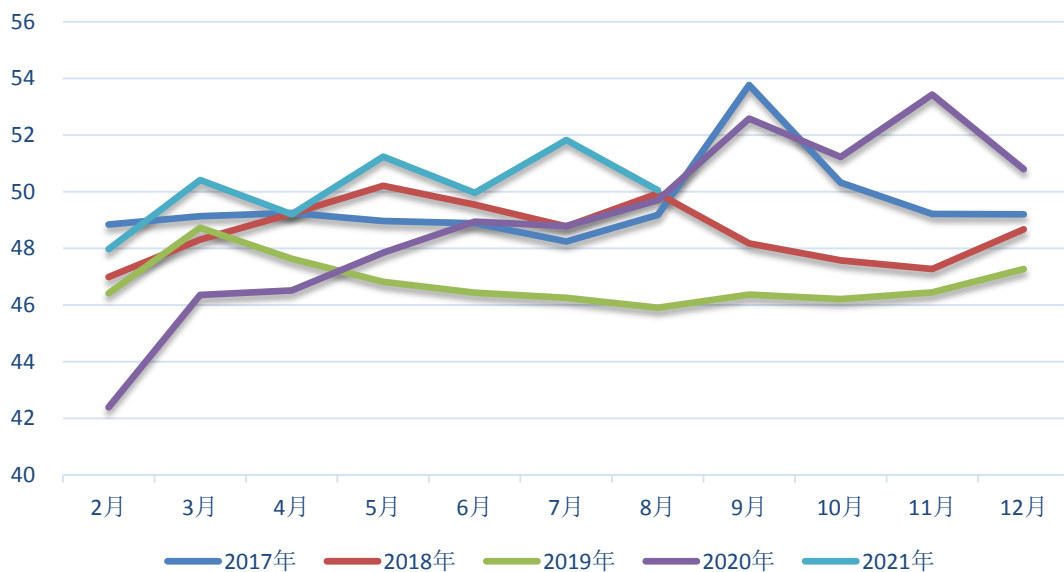


资料来源：海关总署 南华研究

### 2.3.2. 国内消费关注双十一和双十二

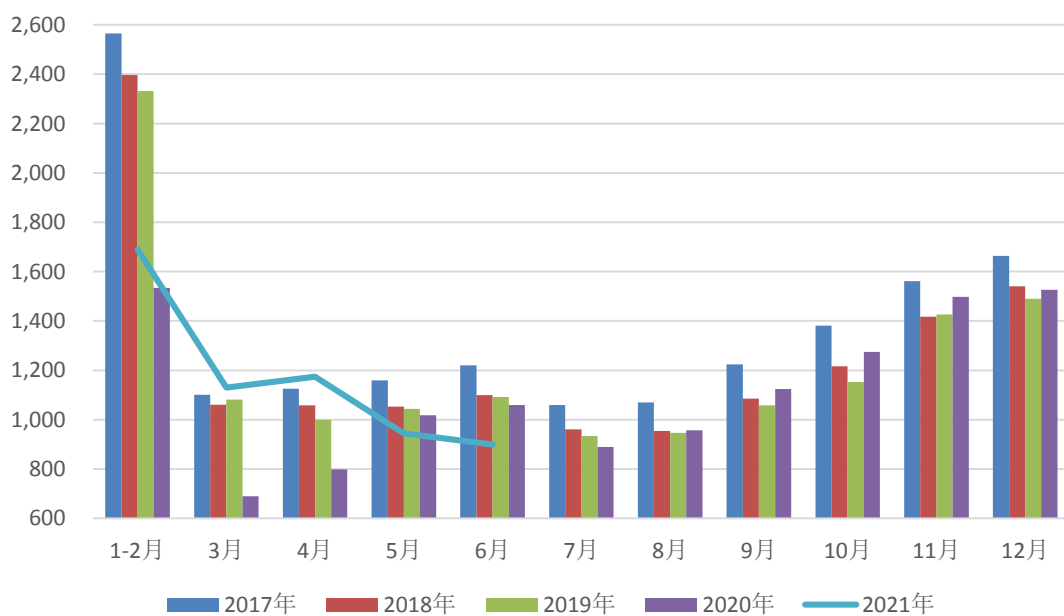
相较于海外疫情不断反复，我们国内疫情控制较好，经济持续恢复，消费保持强劲态势，纺织品服装零售额在去年 5 月就已基本恢复至去年水平，而到了 8 月之后更是相比前两年同期出现了明显增长，今年 1-8 月我国限额以上纺织品服装零售额为 8565 亿元，同比增长 24.8%。从中国棉纺织景气指数上看，8 月数值为 50.05，较 7 月下降 1.77，但仍位于枯荣线上，后续看要 9、10 月表现，9 月看难以超过去年同期水平，10 月份则重点在双十一双十二的备货提振。

图 2.3.2.1：中国棉纺织行业景气指数



资料来源：中国棉纺织行业协会 南华研究

图 2.3.2.2：纺织品服装零售额（单位：亿元）



资料来源：海关总署 南华研究

### 2.3.3. 中美关系出现转机 后续进展有待观察

中美之间的摩擦包括贸易摩擦以及对新疆棉的禁令。对于中美贸易摩擦，就双方达成的共识来看，其中与棉纺产业相关的内容，首先中方是加大对美农产品的采购包括对美棉的采购，而美国方面则是下调或者取消已加征关税，包括取消对出口到美国近九成的纺织品服装加征关税。尽管去年以来，两国之间的大小摩擦依旧不断，但是双方还是在继续履行第一阶段贸易协议，中国对美棉进口量明显增长。

拜登政府执政，也并未改变中美竞争关系，9月孟晚舟回国或许是中美关系的一个转折点，而对新疆棉制裁的后续发展依旧是今年需要关注的重点，而市场对此也是警惕态度，包括对新疆棉使用以及出口订单转移，就这方面来看，需求仍旧存在不确定性。

后续需要特别关注越南的纺织行业的情况，由于越南在低支纱及服装织物等占据成本优势，因此和我国具有较大的竞争关系，不过近几个月以来越南疫情重燃，疫情最先在大城市和工业园区暴发，影响到了供应链和出口，使得越南要实现今年 6.5% 的经济增长目标面临重重挑战。越南今年 3-6 月的数据还是很不错的，但是到 8 月数据下滑就比较明显。2021 年 8 月份越南的纺织服装出口金额为 26.55 亿美元，同比增加 10.50%，环比下降 14.89%；出口纱线 15.63 万吨，同比增加 2.06%，环比下降 11.01%。

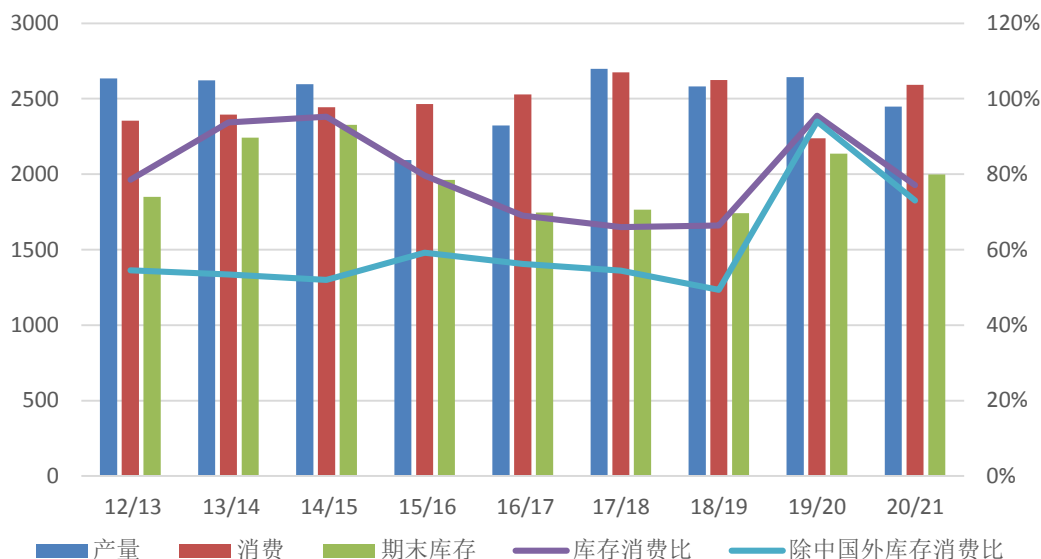
## 第3章 国际棉花市场分析

据美国农业部（USDA）最新发布的 9 月份全球棉花供需预测报告，2021/22 年度全球棉花总产 2603.7 万吨，相比上月增加 16.2 万吨，相比 2020/21 年度增加 156.6 万吨，增幅 6.4%。全球消费量 2702.7 万吨，相比上月调增 0.66%，较 2019/20 年度增加 97.8 万吨，增幅 3.75%；进出口贸易量 1018.1 万吨，较上月调增 11.1 万吨，较 2019/20 年度下降 37.4 万吨。全球期末库存 1887.3 万吨，较上月调减 11.8 万吨，相比上年度减少 100.6 万吨，减幅 5.01%；全球库存消费比 69.83%，同比下降近 6.48 个百分点。

在本年度本月进行的调整中，全球棉花产量上调的美国和澳大利亚，较上月分别调增了 7.2% 和 6.8%，印度则下调了 1.7%；消费方面上调了巴基斯坦和孟加拉消费分别为 3.8% 和 2.3%；进口方面上调了孟加拉和巴基斯坦，分别上调 2.5%、5.4%；出口方面美国上调了 3.3%。期末库存中下调了印度 3.8% 至 301.2 万吨，上调了美国库存 23.4% 至 80.6 万吨。

因此，从全球来看，21/22 年度预期上，全球产量在上升的情况下，消费进一步恢复，期末库存进一步回落，有较强的经济复苏预期在里面。

图 3：全球供需平衡表（单位：万吨）

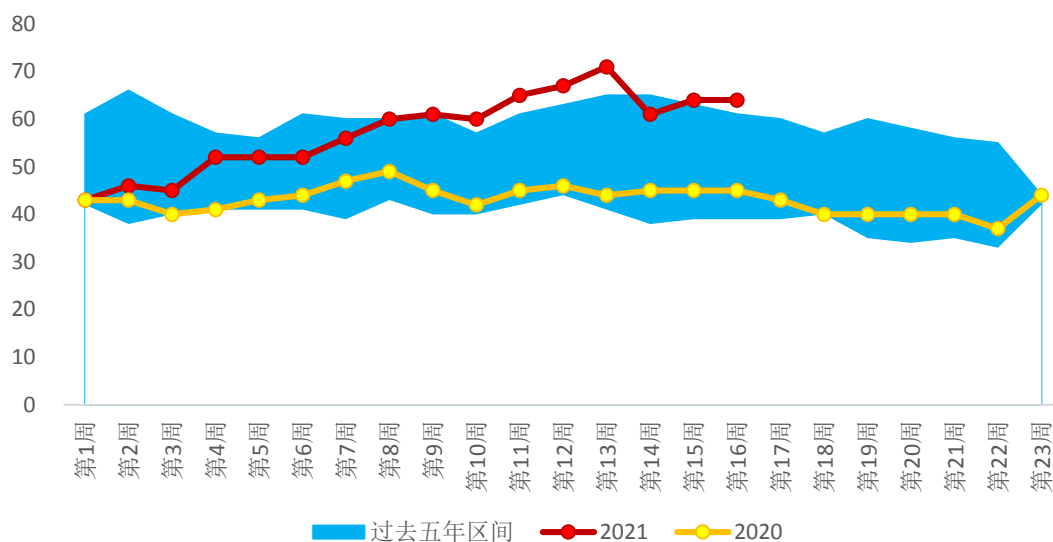


资料来源：美国农业部 南华研究

### 3.1. 关注美棉生长及出口情况

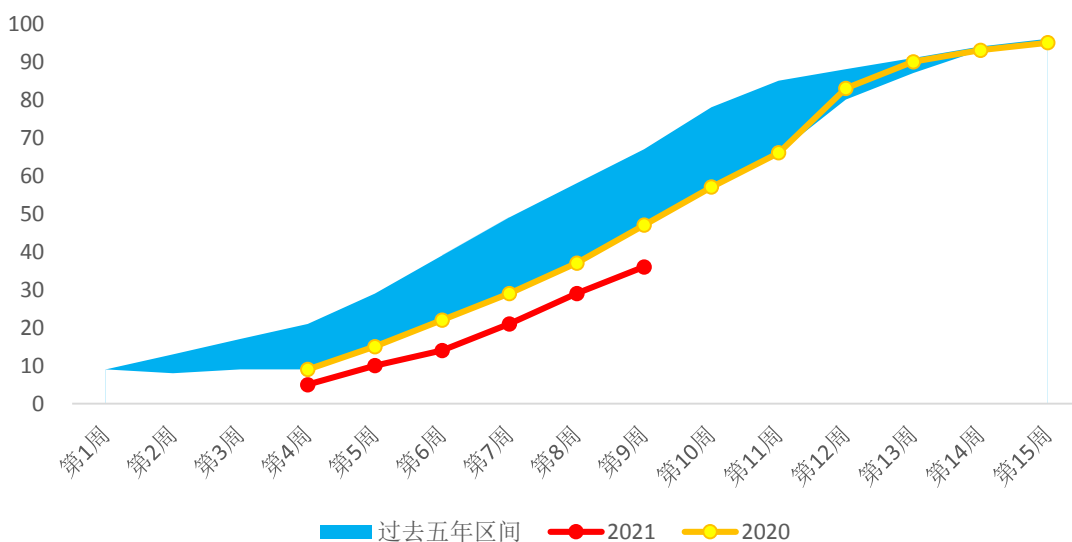
USDA9 月数据本年度美棉总产预期为 403 万吨，环比调增 7.2%，同比增加 26.7%。其中德州调增最多，环比调增 21.08%，同比增长 88.18%。本月单产预期调高是总产增加的最主要因素，德州单产较上月大幅上调 26.8%至 58.7 公斤/亩。USDA 数据显示，截至 9 月 26 日，美棉吐絮总体进度为 60%，前一周为 48%，去年同期为 65%。美棉收获进度为 11%，上一周为 9%，去年同期为 13%。优良率方面，当周为 65%，上周为 64%，去年同期则仅为 43%。因此从数据上我们看到，美棉的种植进度偏晚导致吐絮进度和收获进度偏慢，但优良率有很大提升，因此预期今年美棉的质量会比较好。

图 3.1.1：美棉优良率（6 月份开始）



资料来源：美国农业部 南华研究

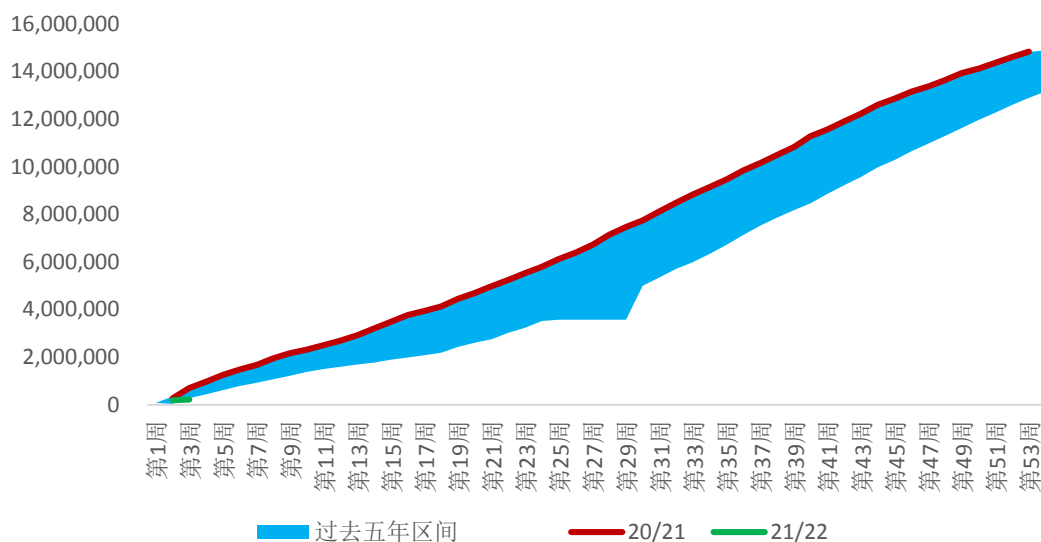
图 3.1.2：美棉吐絮率（8 月初开始）



资料来源：美国农业部 南华研究

美国是全球最大的棉花出口国，21/22 年度继续保持出口强劲态势，其中中国进口量相比去年有明显下降，截止 9 月 16 日，中国签约量为 34.2 万吨，占比 22%，去年同期则有 71.7 万吨，占比 39.46%。越南在今年所占的比重有明显提升，总签约量达到了 25.8 万吨，占比达到了 14.1%。未来需要关注中越棉纺的对比。

图 3.1.3: 美棉出口销售累计值 (8 月初计算, 单位: 包)



资料来源: 美国农业部 南华研究

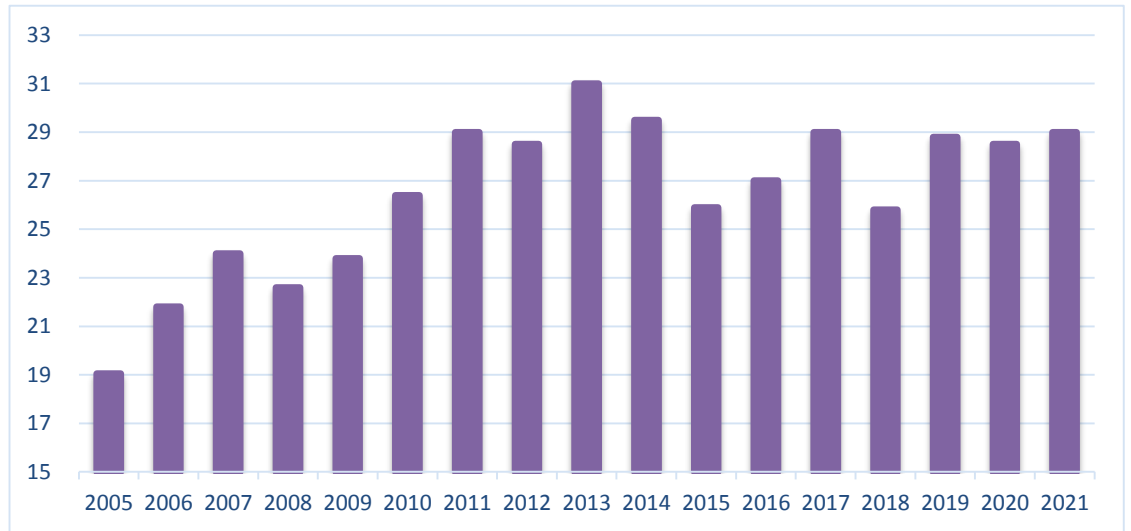
### 3.2. 关注印度虫害

根据印度农业部数据显示, 截止 9 月 9 日, 印度本年度植棉面积为 1.8 亿亩, 同比下降 5.8%, 其中主产区中部棉区种植面积同比下降 7.32%, 前三大产区马邦、古吉拉特邦、奥利萨邦分别下降 6.79%、1.23%、14.67%。虽然种植面积下降, 但预计印度产量可能为 616 万吨, 同比增加 2.4%。

近期市场关注印度虫灾。由于 8 月末爆发的虫害控制不及时, 导致其不利影响加剧, 且虫害压力高于预期。新年度旁遮普共计植棉 30.4 万公顷, 其境内的主产棉区帕丁达和曼萨两地共计植棉 17 万公顷, 占比在 56%, 目前上述两大棉区受影响范围已超过 1/4, 此外临近的法齐尔卡和穆克特萨尔等地棉区同受到影响, 但程度较轻。总体来看帕丁达和曼萨地区棉株受损比例超过 15%, 不过考虑到该地区在印度所占的比重不大, 因此对整个印棉产量影响有限。



图 3.2.1：印度棉花产量走势图（百万包）



资料来源：美国农业部 南华研究

图 3.2.2：印度棉花现货价格走势（单位：卢比/坎地）

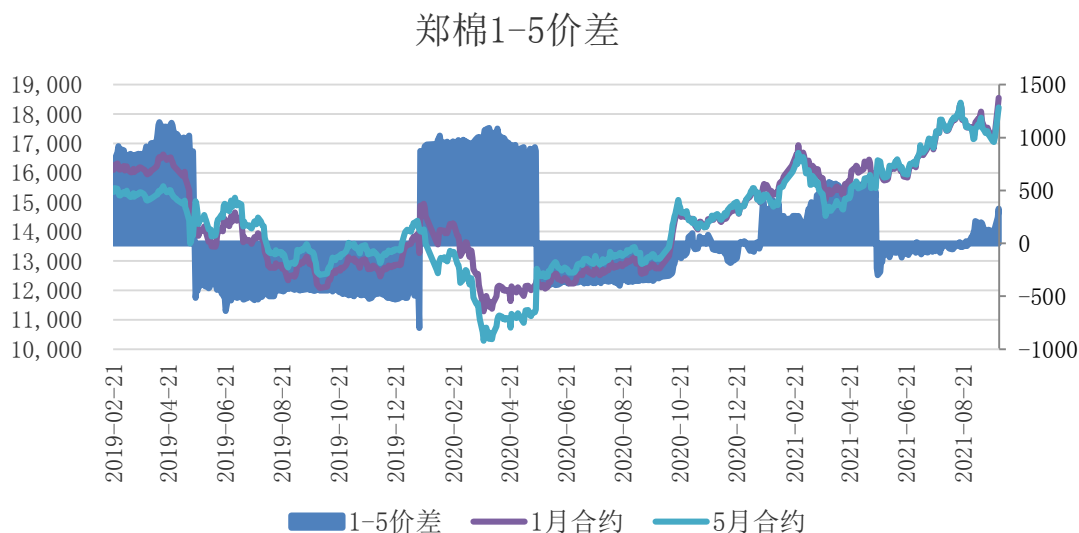


资料来源：Wind 南华研究

## 第4章 棉花展望

2021 年三季度，棉花价格波动剧烈，而直到月底棉价才重新拉涨。前期震荡的主要原因还在于“金九银十”旺季不旺及能耗双控影响下游消费，不过到了 9 月底，新疆棉开始进入全面收花，抢收氛围浓郁，棉花价格一路走高，创年内高点。

图 4.1：郑棉 1-5 价差



资料来源：Wind 南华研究

四季度前期新花抢收逻辑依旧会占据主导，棉价不排除继续不断创新高的可能性，而进入 11 月以后，消费因素将决定棉花是否具有继续上涨的基础，如若需求不及预期，则价格存在较大下跌的风险。策略上，我们建议前期多单持有，并且在 10 月下旬择机获利平仓，套利方面可以持有 1-5 正套，买近抛远，主要是做多收花价格而做空消费预期。期权方面，暂时不推荐，等待后续形势变化后择机调整策略。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点