

全球消费见顶回落，棉价下行预期不变 ——2022年二季度棉花投资策略展望

分析师：李馨（F03090027 Z0016779）

2022. 3. 30

全球消费见顶回落，棉价下行预期不变

——2022年二季度棉花投资策略展望

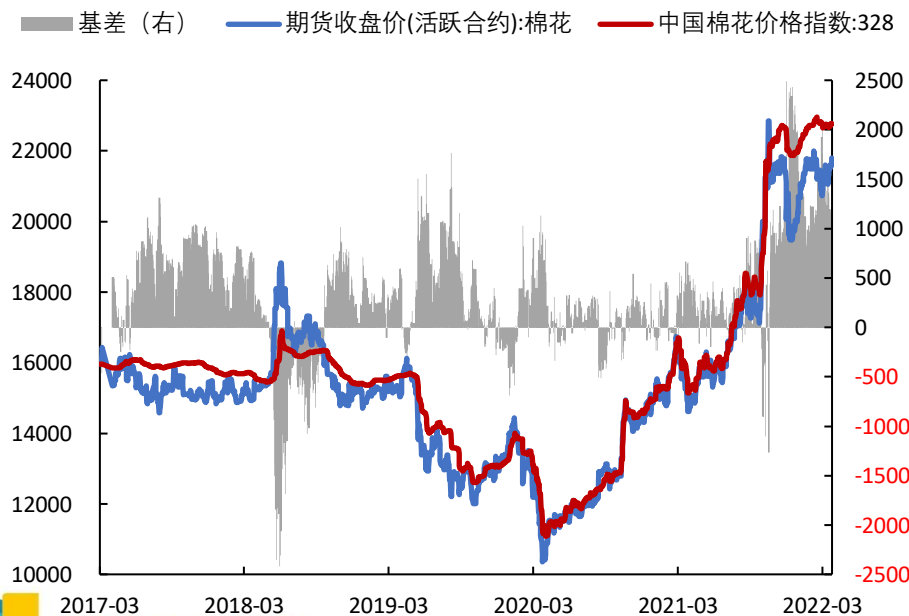
- 主要驱动因素：2022/23年度全球增产预期不变、全球棉花需求有望见顶、国内下游消费持续不佳。
- 供求角度：短期来看，USDA持续下调2021/22年度全球棉花期末库存，库销比进一步走低，本年度全球棉市供需偏紧格局不变；美棉出口表现强劲，且当前美国纺服需求未见明显拐点，短期将继续支撑外盘高位运行。而国内目前上下游博弈持续，尽管轧花厂挺价意愿强烈，但下游需求疲弱，金三银四旺季不旺，成品库存维持高位，棉价缺乏向上驱动，预计跟随外盘上涨有限。长期来看，2022/23年度全球棉花扩种预期维持不变，而国际棉价飙升对消费形成抑制，随着全球经济增速放缓，全球消费预计见顶回落，下年度全球供需结构或逐渐转向宽松，难以支撑国际棉价长期维持高位。国内方面，下年度国内棉花种植面积和产量预计小幅增加，而消费面临走弱预期，当前纺纱利润持续亏损，内需近期国内疫情拖累下预计难有起色，东南亚疫情改善后订单或再度回流，我国外贸也存在较大不确定性，中长期棉价下行压力不断加大。
- 核心波动区间：18000-22000元/吨

一季度棉价核心驱动逻辑及行情回顾

- 一季度棉价整体维持高位运行，结构上呈现外强内弱格局，内外价差已出现倒挂。
- 国际棉市供需偏紧，推动ICE期棉连创新高。主要影响因素有：1、印度减产预期强烈，推动印度棉价创历史新高；2、海外需求强劲，美棉出口销售数据表现亮眼，推动美棉走强；3、美棉西部棉区遭遇严重干旱，弃耕率预计大幅上升，美棉增产或不及预期，利空减弱。
- 国内需求持续不佳，跟随外盘高位震荡。主要影响因素有：1、受国际棉价持续走强的带动；2、上游轧花厂挺价意愿强烈，成本支撑较强；3、旺季订单并未启动，下游需求不及预期，棉价缺乏向上驱动；4、近期国内疫情加重进一步拖累国内棉纺织市场消费。

国内棉花期现货价格（元/吨）

NYBOT 2号棉花主力收盘价（美分/磅）



本年度全球期末库存继续调减，短期支撑棉价高位

- 3月USDA供需报告将2021/22年度全球棉花产量下调了6.5万吨，其中印度继续下调了11万吨；将2021/22年度全球棉花消费上调了2.4万吨；最终将2021/22年度全球棉花期末库存下调了37.9万吨，其中印度下调了39万吨，巴基斯坦下调了4万吨。
- 此次报告再次下调本年度全球棉花期末库存，不过库存走低主要是由于印度棉花期初库存和产量下调，剔除印度的影响，全球棉花期末库存将小幅增加。整体来看，本年度全球库存消费比进一步走低，供需形势同比向好，短期仍将支撑国际棉价维持高位。

全球棉花供需平衡表（2022年3月）

单位：万吨

年度	期初库存	产量	进口	消费	出口	期末库存	库存消费比
2018/19	1765.7	2581.3	923.8	2622.7	906.8	1740.7	66.37%
2019/20	1746.8	2634.7	883.1	2258.2	894.4	2112.8	93.56%
2020/21	2112.8	2433.9	1068.1	2656.4	1056.6	1901.2	71.57%
2021/22（2月）	1930.3	2615.9	1011.1	2709.1	1011.3	1835.6	67.76%
2021/22（3月）	1901.2	2609.4	1007.6	2711.5	1007.4	1797.7	66.30%
环比	-29.2	-6.5	-3.5	2.4	-3.9	-37.9	-1.46%
同比	-211.6	175.5	-60.5	55.1	-49.2	-103.4	-5.27%

USDA展望论坛对于下年度消费预估过于乐观

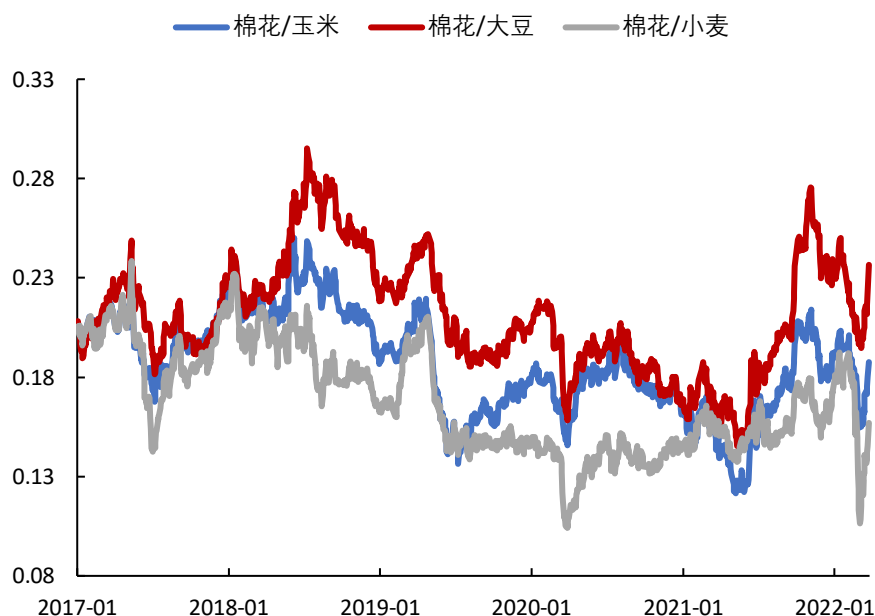
- USDA展望论坛：2022/23年度全球棉花收获面积预期3360万公顷，同比增4.2%；总产预期2700万吨，同比增3.2%；需求预期再度调增至2756万吨，同比增加1.7%；期末库存因产不足需再度下降至1779万吨，同比减少3.1%；库销比64.6%，同比下降3.2%。
- 此次论坛公布的全球棉花种植面积和产量如市场预期增加，形成一定利空。但从整个供需数据来看，USDA展望论坛对未来消费仍维持相当乐观的态度，使得下一年度全球棉花依然是一个去库存的趋势。但事实上，目前全球棉花消费量已上调至近几年最高水平，本身存在高估的可能性，叠加2022年全球经济复苏态势将放缓，因此下一年度全球纺服消费能否再创新高是值得怀疑的。

USDA展望论坛预测			
单位：万吨，百万公顷			
	2021/22	2022/23	变化
期初库存	1931	1835	-4.9%
收获面积	32.3	33.6	4.2%
产量	2617	2700	3.2%
进口	1010	1056	4.4%
总供给	4546	4535	-0.2%
出口	1010	1056	4.4%
国内消费	2708	2754	1.7%
总消费	2711	2756	1.7%
期末库存	1835	1779	-3.1%
库销比	67.8%	64.6%	-3.2%

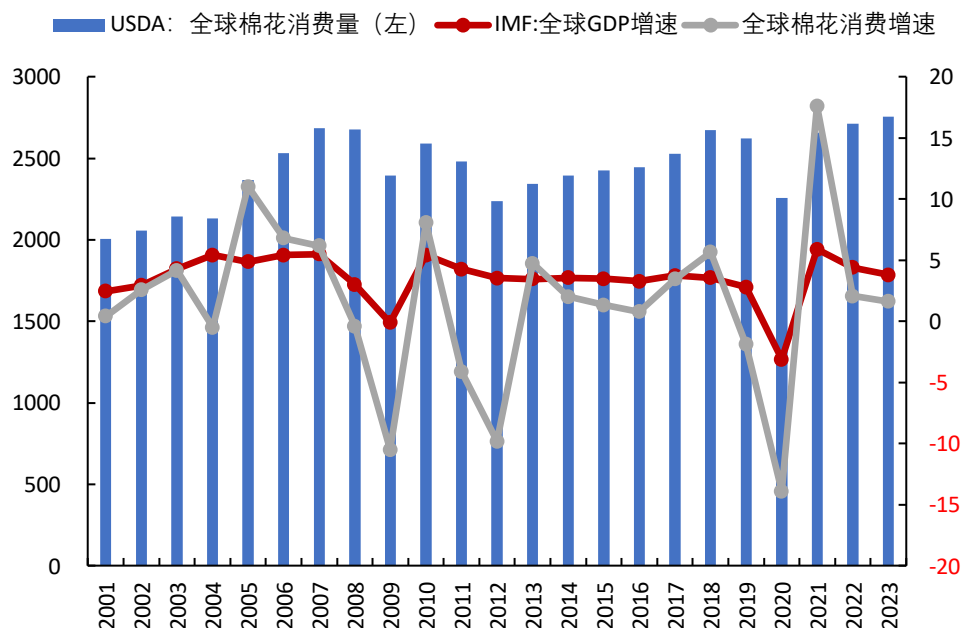
下年度全球增产预期不变，需求预计见顶回落

- 本年度随着全球棉价大幅走高，棉花较其它粮食作物的种植收益有所提高，市场对于全球棉花扩种预期也不断增强。尽管节后棉粮比价随着俄乌局势发生转变，小麦、玉米等粮食作物暴涨使得棉粮比价走弱，但近期国际棉价连创新高，棉粮比价快速回升，下年度全球棉花增产预期不变，关注北半球春播情况。
- 随着全球经济增速放缓，全球棉花消费增速也见顶回落。据IMF，2022年和2023年全球GDP增长预期分别为4.4%和3.8%，USDA预估2022/23年度全球棉花消费增速也由上年度的2.1%降至1.6%。而目前海外及国内疫情形势依然严峻，在全球GDP增速放缓预期之下，本年度及下年度的高纪录消费预期仍偏乐观，实际落地情况还有待观察。此外，棉及非棉纤维高价差带来的部分替代，也使得棉花需求下降预期不断加强。

棉花与竞争作物期货比价



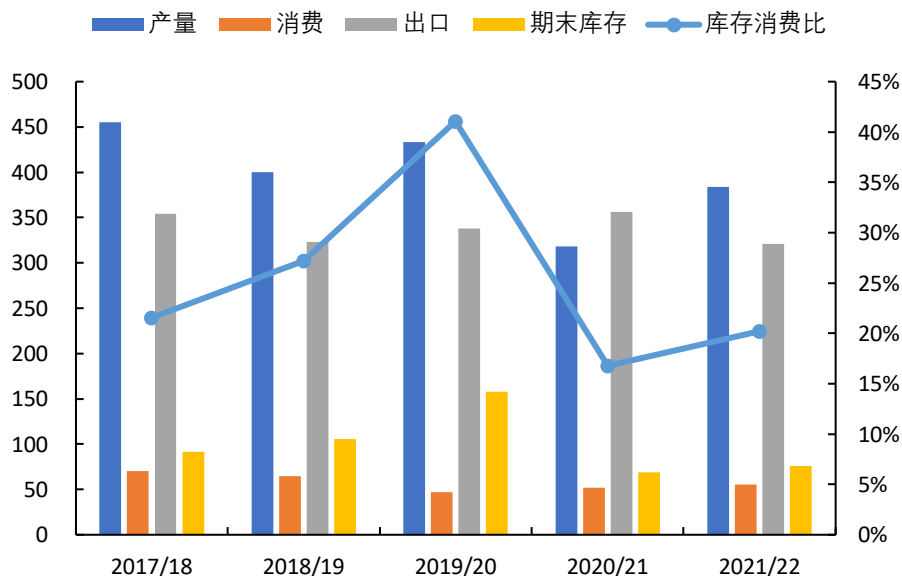
全球棉花消费增速见顶回落（万吨，%）



美棉本年度供需偏紧，下年度增产或不及预期

- 3月USDA供需报告并未对美棉供需数据进行调整，本年度美棉期末库存较上年度小幅增加，但整体仍维持低位，库存压力不大。当前美棉需求依旧强劲，本年度供需偏紧格局并没有发生改变。
- USDA展望论坛预估2022/23年度美棉种植面积514万公顷，同比扩大13%，为近三年最高水平；但由于弃耕率增加至20%，收获面积仅为413万公顷，同比增加2%；全美单产预期在64公斤/亩，为近四年最高；总产预期在396万吨，同比增加3%，低于此前市场预期，而且当前美国西部和西南棉区遭遇严重干旱，短期内土壤墒情难有明显改善，得州预期弃耕率更是高达30%，下年度美棉产量仍充满变数。

美棉供需情况（万吨）



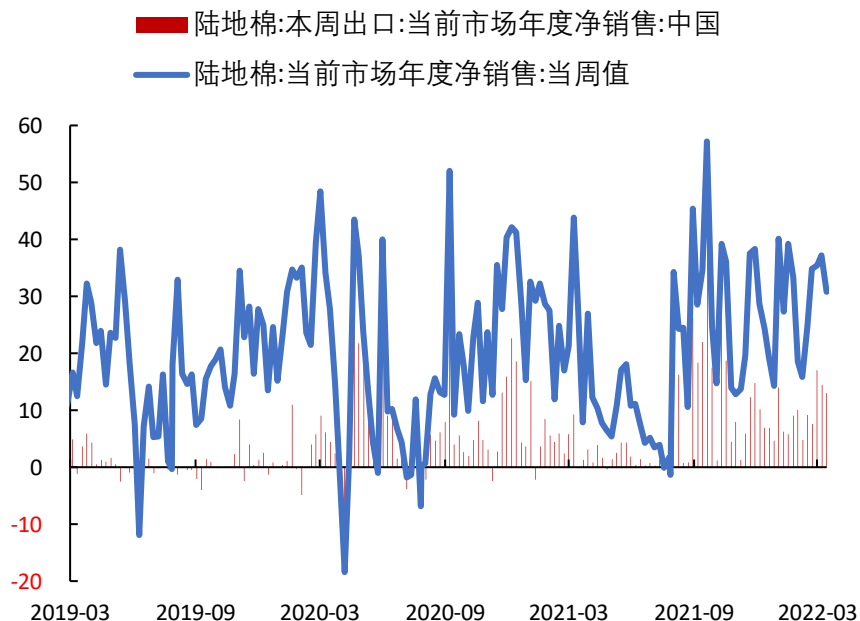
USDA展望论坛：下年度美棉种植情况预测

	2021/22年度	2022/23年度	同比变化
种植面积（万亩）	6811	7709	13%
收获面积（万亩）	6052	6191	2%
弃耕率（%）	11	20	9%
单产（公斤/亩）	63	64	2%
产量（万吨）	384	396	3%

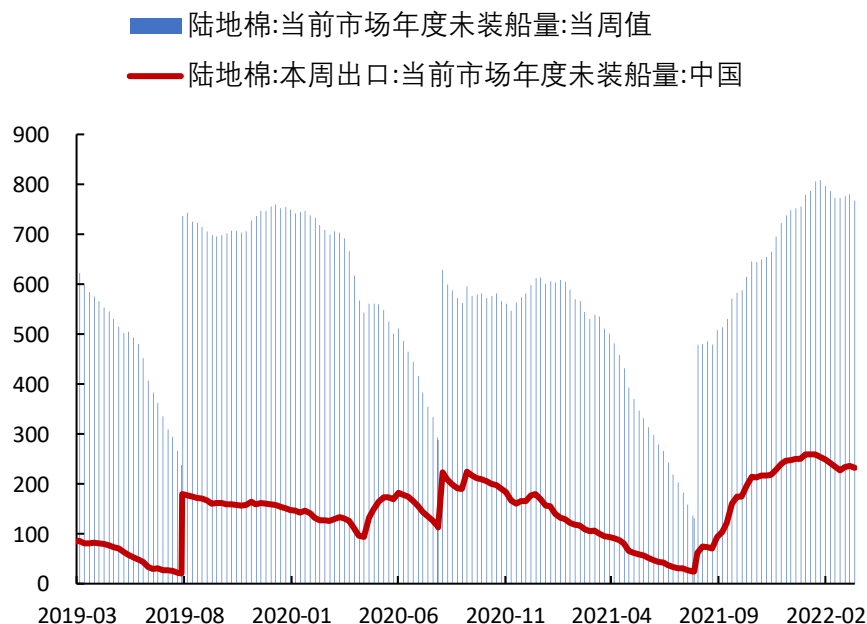
美棉出口签约保持强劲，近期装运明显转好

- USDA：截至3月17日当周，2021/22美陆地棉周度签约6.98万吨，周降17%，较前四周平均水平降7%；其中中国2.95万吨，土耳其1.63万吨；2021/22美陆地棉出口装运10.04万吨，为年度高点，周增36%，较前四周平均水平增29%，其中中国3.93万吨，越南1.69万吨。
- 最新一周美棉出口签约有所回落，但装运量创年内新高。整体来看，近几周美棉出口数据表现亮眼，本年度累计签约326.5万吨，已经超过了USDA出口预测的321.1万吨，可见高棉价并未影响美棉出口，而且近期美棉装运明显加速，更加说明本年度美棉仍维持供需偏紧的格局，短期也将继续支撑外盘。

陆地棉当前年度净销售（万包）



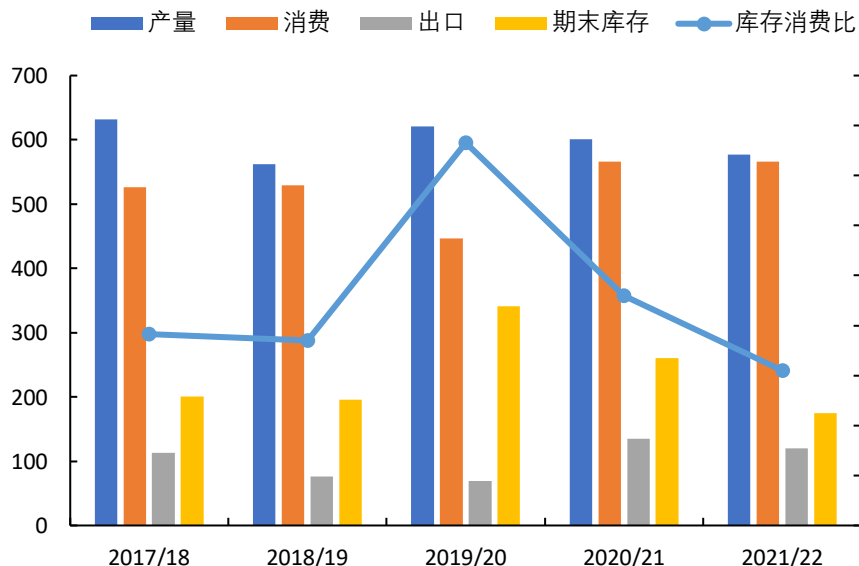
陆地棉当前年度未装船量情况（万包）



印棉减产推高棉价，下年度种植面积或大增20%

- 印度本年度减产预期不变，3月USDA供需报告继续下调印度棉花产量及期末库存，支撑印度棉价持续高位。不过USDA已将本年度印度棉产量累计下调54万吨，且当前印度棉上市进入尾声，继续下调空间不大，后期供应端对于国际棉价的支撑预计逐渐转弱。
- 由于本年度印度棉价飙升，且棉花需求较为强劲，农民植棉意愿高涨。据印度棉花协会2月预测，下年度印度10个主要棉花生产州的棉花种植面积将扩大20-25%。不过近期受粮价上涨及天气因素影响，2022年印度植棉面积增长预期略有下调，近日印度棉花协会主席表示，2022/23年度棉花播种面积可能增加15-20%。

印度棉供需情况（万吨）



印度棉 S-6 1-1/8现货价（元/吨）



国内本年度小幅减产，新棉销售进度持续缓慢

- USDA本月并未调整中国产需数据，本年度国内棉花小幅减产，期末库存同比下降，供需结构有所改善。关于下年度种植面积，国家棉花市场监测系统调查结果显示，2022年中国棉花意向种植面积4398万亩，同比增加78.9万亩，增幅1.8%，其中，新疆意向植棉面积为3639.0万亩，同比增加2.3%。
- 由于轧花厂挺价意愿强烈，但下游对高价棉接受程度不高，新棉销售进度持续缓慢。据国家棉花市场监测系统，截至2022年3月24日，全国销售率为44.3%，同比下降37.9个百分点，较过去四年均值下降21.6个百分点，其中新疆销售41.7%，同比下降40.3个百分点，较过去四年均值下降21.5个百分点。

中国棉花供需平衡表（2022年3月）

单位：万吨

年度	期初库存	产量	进口	消费	出口	期末库存	库存消费比
2018/19	827.1	604.2	209.9	860.0	4.6	776.6	90.30%
2019/20	776.6	593.3	155.5	718.5	3.5	803.4	111.82%
2020/21	803.4	642.3	280.0	870.9	0.2	854.6	98.13%
2021/22（2月）	854.6	587.9	206.8	860.0	1.7	787.7	91.59%
2021/22（3月）	854.6	587.9	206.8	860.0	1.7	787.7	91.59%
环比	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.00%
同比	51.2	-54.4	-73.2	-10.9	1.5	-66.8	-6.53%

滑准税配额提前下发，国内棉市波澜不惊

- 此次滑准税配额增发，短期利好美棉，但对国内棉市整体影响有限。一方面，此次增发的数量只有40万吨，较往年来说并不多，而且公告发布较往年大幅提前，有利于市场消化。另一方面，此次配额仅限于加贸配额，将贸易商、中间商挡在了门外，属于点对点投放。由于新疆棉禁令趋严，对于部分外向型企业来说，进口棉存在刚需，此次配额起到了对症下药的作用，后期也不排除继续增发配额的可能性。

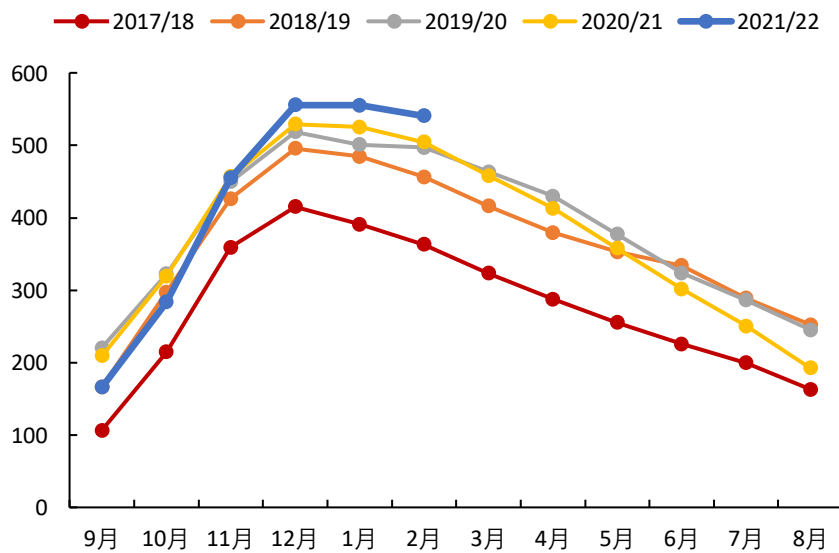
近三年滑准税配额发放情况

	2020年	2021年	2022年
公告发布时间	2020年9月1日	2021年4月30日	2022年3月11日
发放数量	40万吨	70万吨	40万吨
配额申领类型	全部为非国营贸易配额， 限定用于加工贸易方式进口	全部为非国营贸易配额。 其中，40万吨限定用于加工贸易方式进口；30万吨不限定贸易方式。企业可单独申请加工贸易配额或不限定贸易方式的配额，也可同时申请	全部为非国营贸易配额， 限定用于加工贸易方式进口
申请条件	（一）纺纱设备（自有）5万锭及以上的棉纺企业； （二）全棉水刺非织造布年产能（自有）8000吨及以上的企业	同2020	同2021

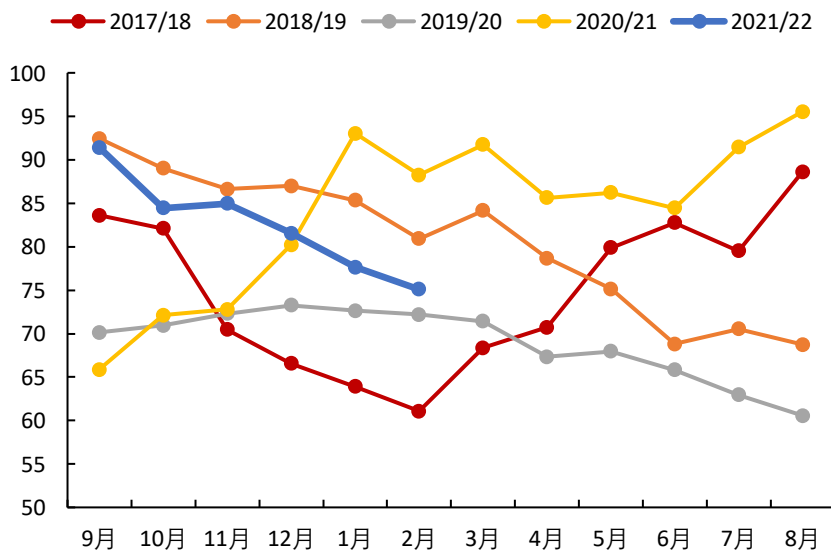
棉花商业库存位于同期高位，工业库存延续下降

- 截止2022年02月，国内棉花商业库存为540.84万吨，环比仅小幅下调14.61万吨，同比大幅增加36.12万吨，且同比增幅在持续扩大。目前商业库存处于近五年最高水平，去库速度较为缓慢。
- 截止2022年02月，国内棉花工业库存为75.11万吨，环比减少2.52万吨，同比下降13.13万吨，连续三个月下降，且有延续下降趋势。这主要由于下游需求不佳，纺织企业备货意愿持续较弱。

棉花商业库存（万吨）



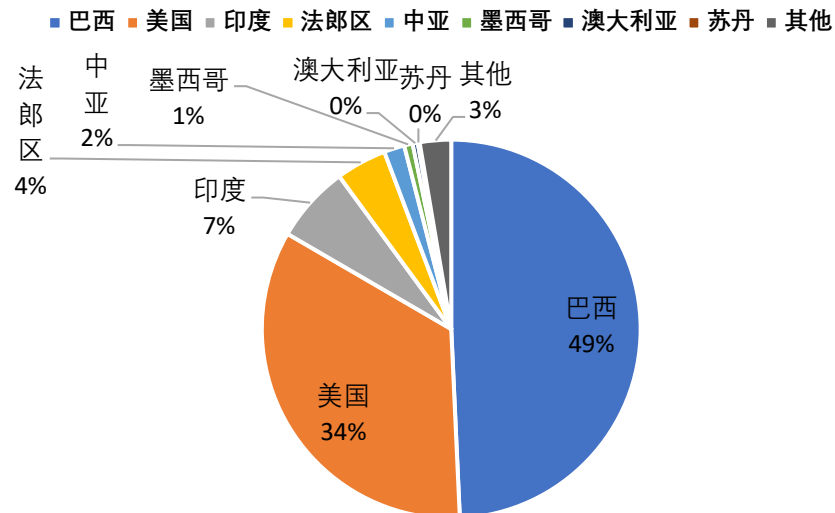
棉花工业库存（万吨）



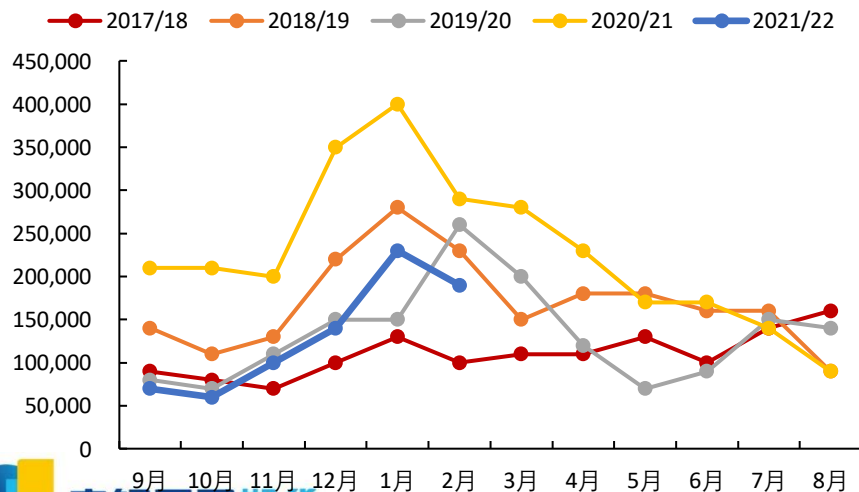
1-2月棉花进口量同比大幅下降，巴西棉到港最多

- 1-2月我国累计进口棉花量同比大降，21/22年度棉花进口进度仍较为缓慢。据海关总署，2022年1-2月累计进口41.28万吨，同比降40%；21/22年度累计进口78万吨，同比降53%。
- 从进口结构来看，1-2月巴西棉由于新花集中到港，进口量持续领跑；美棉因大量装运时点较去年晚，位居其次。不过后期预计巴西棉的到港量将逐渐走低，美棉到港量或逐渐增加。

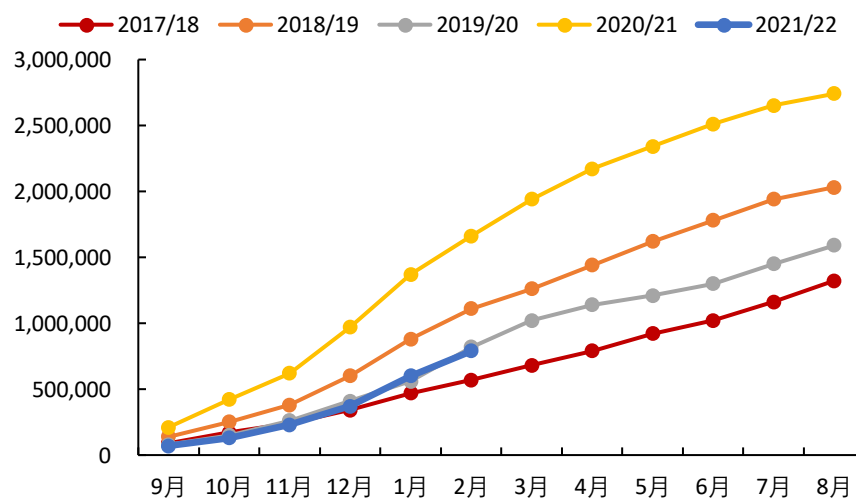
1-2月棉花进口占比 (%)



棉花月度进口量 (吨)



棉花累计进口量 (吨)

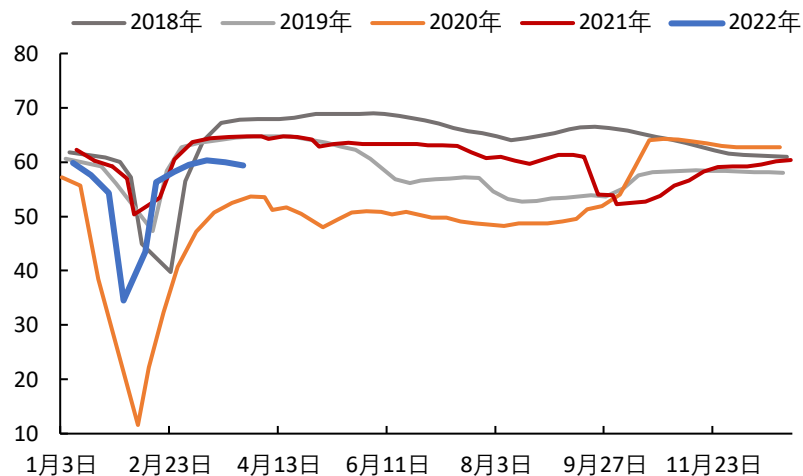


资料来源：海关总署，申万期货研究所

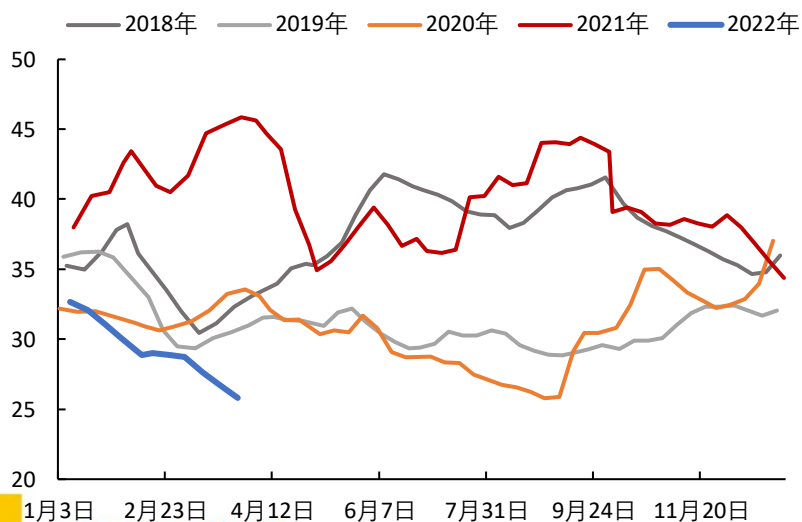
金三银四旺季落空，纺纱利润持续亏损

- 3月以来国内多地疫情爆发，使本就疲弱的需求雪上加霜，金三银四旺季预期直接落空。由于疫情管控，棉纺织产业开工和运输受阻，目前纱厂开机率继续下滑至56%附近。棉花价格上涨对纱线市场提振有限，纺纱利润亏损严重，纱厂补库意愿不强，截至3月25日，纱厂原料库存已经降至25.6天，为近几年历史最低值，而棉纱库存持续累积至31.4天，位于历史高位。

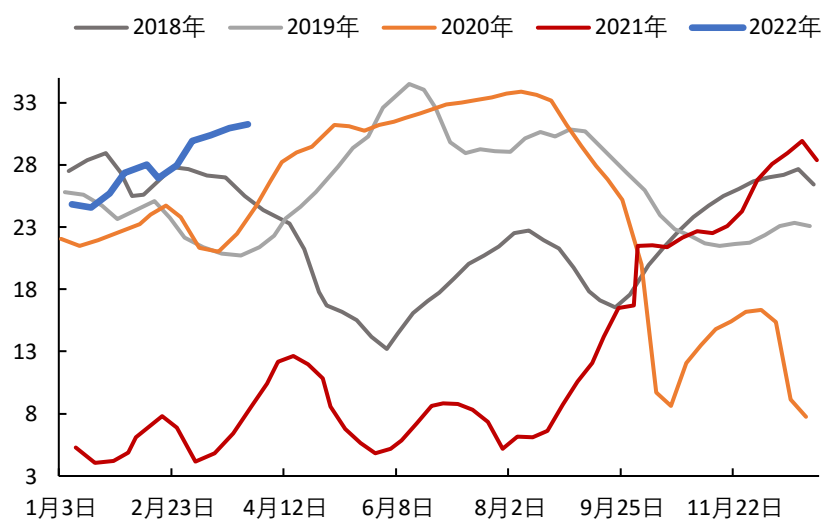
纱线负荷指数 (%)



纱厂棉花库存 (天)



纱厂棉纱库存 (天)

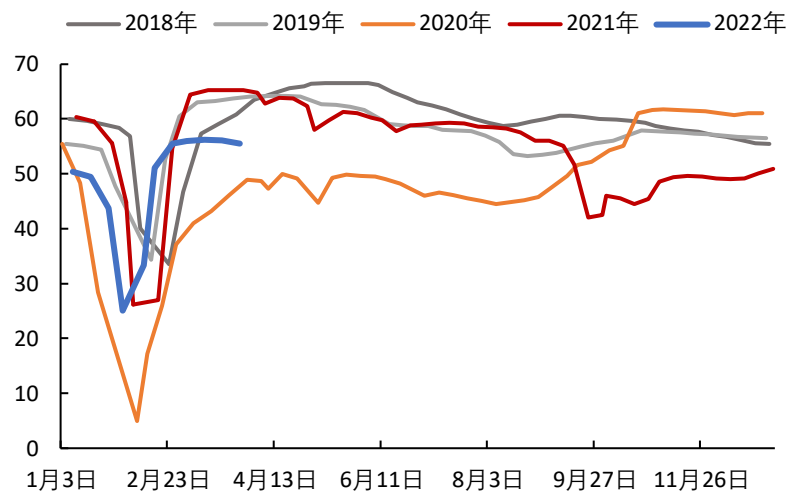


资料来源: TTEB, 申万期货研究所

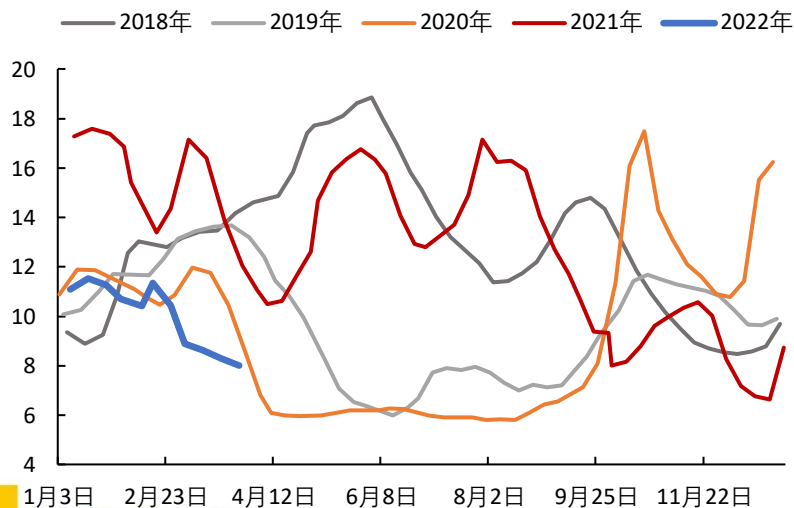
织厂新增订单匮乏，成品累库现象严重

- 织厂因疫情影响继续减停产，也有部分织厂因销售困难主动降负，目前开机负荷已回落至55%附近。棉布交投清淡，下游新增订单匮乏，织厂按需采购棉纱，随采随用，截至3月25日，织厂棉纱库存回落至7.9天，而成品库存持续累积，全棉坯布库存已上升至31.5天。
- 不管是纱厂还是织厂，开机均有所下滑，且成品库存压力不断加大，下游需求持续不佳。

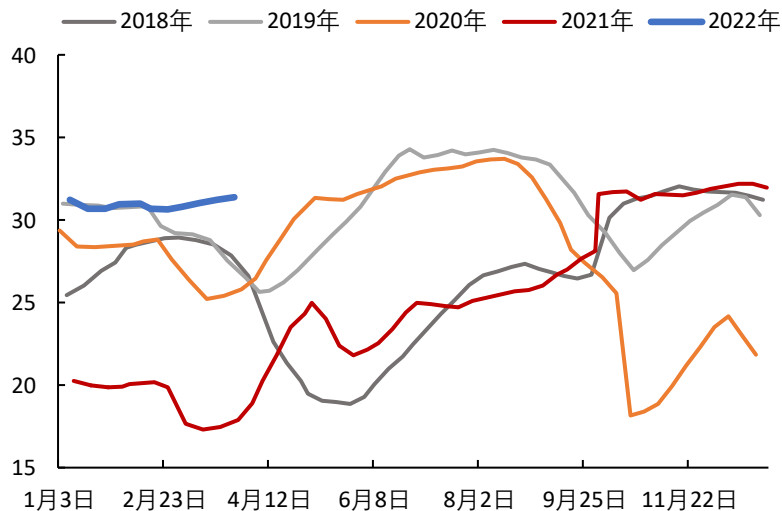
坯布负荷指数(%)



织厂棉纱库存(天)



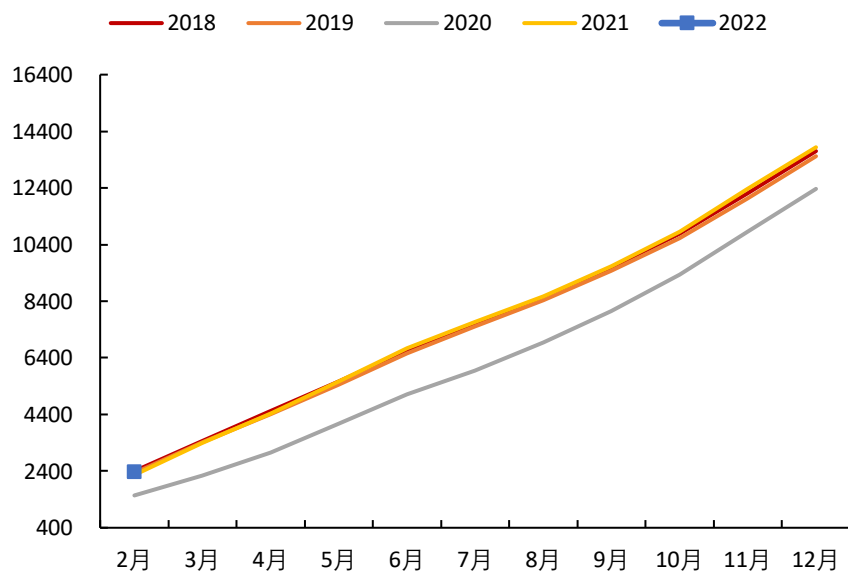
全棉坯布库存(天)



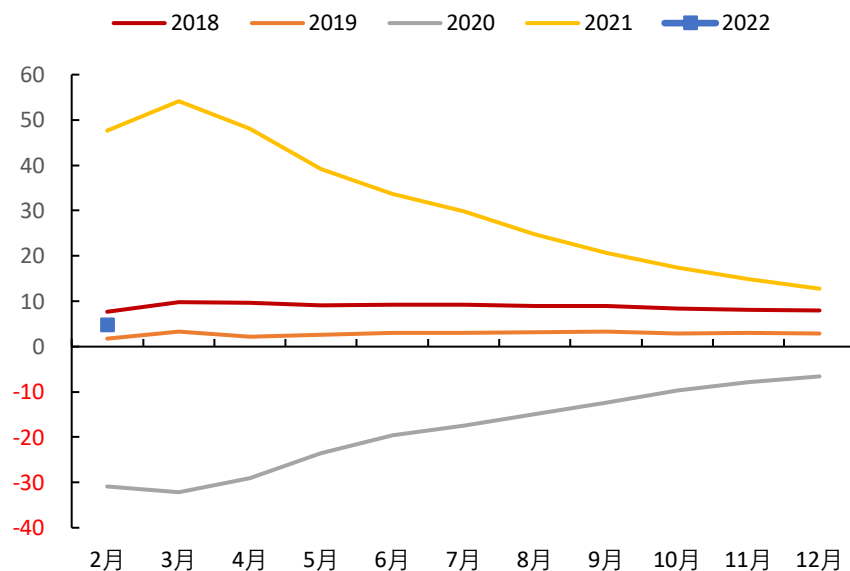
国内纺织服装零售额同比由负转正，内需有所好转

- 1-2月，国内服装鞋帽、针、纺织品类零售额为2382亿元，同比增加4.8%，持续5个月同比下降后首次转正，国内消费市场有所好转。不过当前国内疫情加重，上海、吉林、河北、山东、广东等地区的新增确诊和无症状感染者持续增加，棉纺织产业链上下游都遭到不同程度打击，预计对内需有所拖累。

服装鞋帽、针、纺织品类累计零售额（亿元）



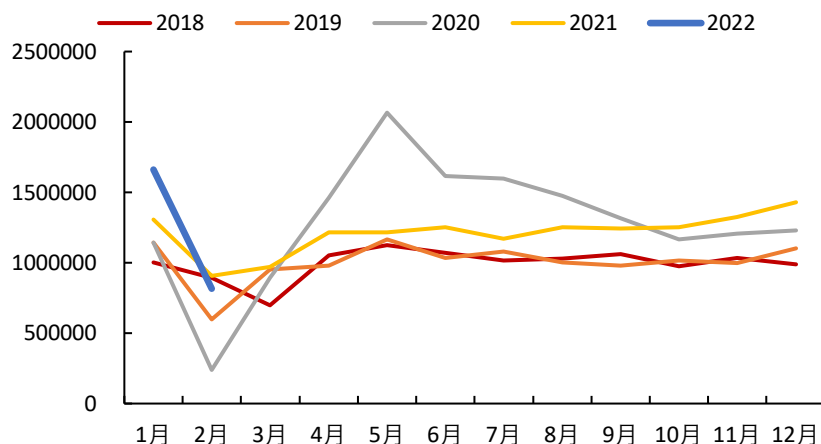
服装鞋帽、针、纺织品类零售额累计同比（%）



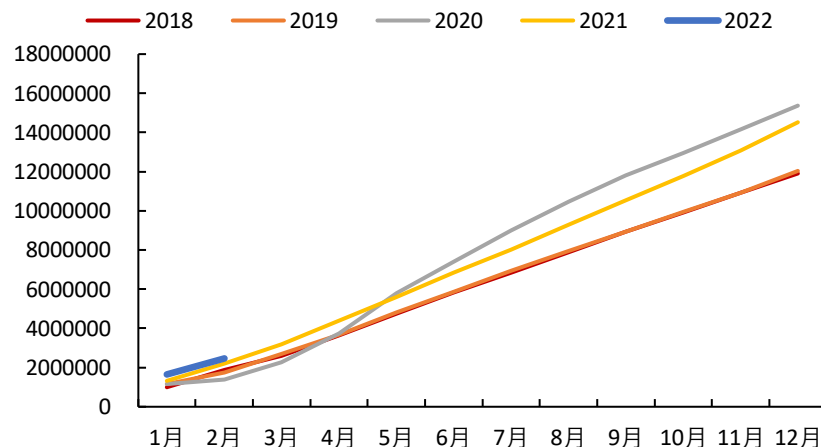
终端出口保持增长态势，未来面临不确定性较大

■ 据海关总署，2022年1-2月，我国纺织服装累计出口502亿美元，同比增长8.9%；其中纺织品出口247.4亿美元，同比增长11.9%；服装出口254.6亿美元，同比增长6.1%。由于海外需求旺盛，前两月纺服出口继续保持良好增长态势，但当前国际局势动荡，且东南亚疫情好转后我国竞争优势下降，外贸未来面临的不确定因素较多。

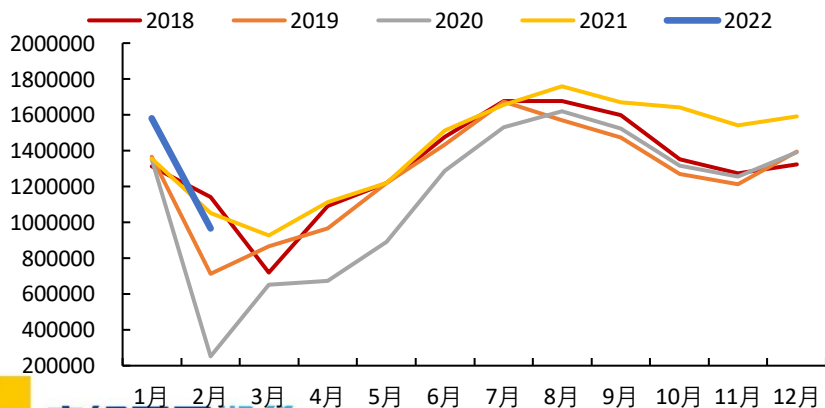
纺织纱线、织物及制品当月出口额（万美元）



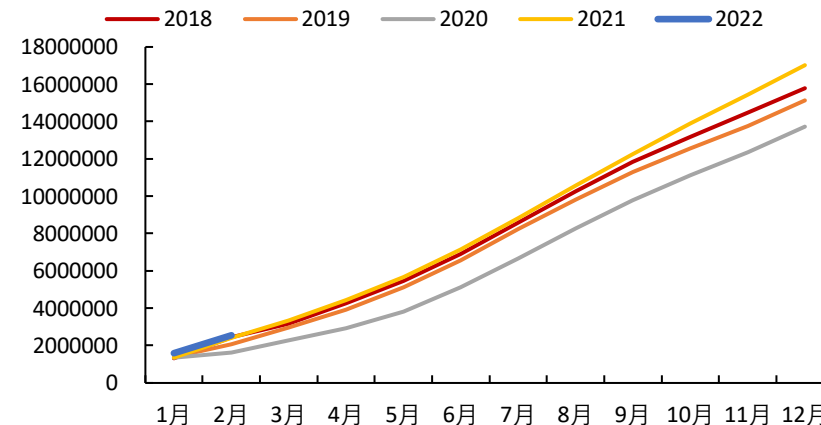
纺织纱线、织物及制品累计出口额（万美元）



服装及衣着附件当月出口额（万美元）



服装及衣着附件累计出口额（万美元）



二季度棉花行情的主要逻辑

- 综合来看，短期国际棉市仍维持供需偏紧格局，支撑外盘偏强运行，而国内由于需求不佳，预计跟随外盘上涨空间有限。中长期看，2022年全球经济增速预计放缓，大宗商品价格整体承压。目前全球棉价攀升至历史高位，2022/23年度各主产国棉花扩种预期不断加强，而全球消费在高棉价抑制下预计见顶回落，下年度全球棉花供应或转向宽松；国内金三银四旺季订单不旺，且需求存在进一步走弱预期，基本面不支持棉价高位运行，中长期棉价重心预计逐渐下移。

风险点提示：

- 新冠疫情发展
- 国际贸易关系
- 国家调控政策
- 其它宏观因素

二季度棉花期货操作建议

单边操作

- ❖ CF209合约在21000-21500区间逢高布局空单。

期权操作

- ❖ 卖出虚值程度较深的看涨期权。注意意外事件导致的极端尾部风险，及时止损。

套保操作

- ❖ 结合行情发展和基本面阶段性变化，根据企业的需求选择阶段性的买入或卖出套期保值。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确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，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。