

道阻且长,行则将至

国投安信期货 2023 年棉花年度策略

SDIC ESSENCE FUTURES

目录

- 1. 2022 年棉花市场行情回顾 3
 - 1.1.国内棉价行情回顾 3
 - 1.2.ICE 美棉行情回顾 5
- 2. 22/23 全球棉花需求走弱，走向宽松 7
 - 2.1.全球棉花供需平衡表 7
 - 2.2.全球棉纺需求大幅走弱，明年仍不乐观 8
 - 2.3.美国 22/23 大幅减产，关注美棉需求 11
 - 2.4.印度 22/23 增产，但棉花上市偏慢 15
 - 2.5.因洪涝灾害，巴基斯坦大幅减产 16
 - 2.6.巴西 22/23 年有增产预期 18
 - 2.7.澳大利亚 22/23 年度供需情况 19
- 3. 国内棉花：防疫放松后需求表现 20
 - 3.1.国内 22/23 小幅增产，但加工偏慢 20
 - 3.2.政策：轮入政策和棉花目标价格 22
 - 3.3.商业库存和工业库存 22
 - 3.4.下游情况：开机低迷，成品库存压力大 23
 - 3.5.棉花棉纱进出口，内外价格大幅倒挂 25
 - 3.6.需求总体偏弱，内需关注疫情 26
- 4. 总结和展望 27

曹凯

高级分析师

从业资格证号：F03095462

投资咨询号：Z0017365

个人简介：

曹凯，国投安信期货研究院软商品首席研究员，金融学硕士，负责白糖、棉花的研发工作，擅长和注重产业基本面分析，善于把握品种的中长期投资机会和套利机会，风格相对稳健，具有丰富的服务产业和投资者的经验。曾获得 2019 年郑商所白糖高级分析师，2021 年郑商所棉花、棉纱高级分析师，广西糖网 2015 年中国糖市最强音白糖分析师优秀奖，大商所十大研发团队奖等荣誉。曾参加郑商所和中期协的多个课题的撰写工作。多次在期货日报、央视财经和第一财经等媒体平台发表文章和观点。

摘要

摘要一：全球棉价和国内棉价在 2022 年出现大幅下跌，宏观的冲击和棉花供需转向宽松形成共振；美元连续大幅加息和经济衰退预期，压制商品价格；进入 22/23 年度，全球供给端因美棉大幅减产和巴基斯坦遭遇严重洪涝灾害，增产不及预期，但全球棉纺需求大幅走弱，成为全球棉花供需平衡表转向宽松的主要驱动。国内棉价被持续疲弱需求压制，虽然“金九”旺季表现尚可，但仍难掩全年颓势，需求处在内忧外困之下，国内疫情对于需求的冲击更是远超预期，国内 22/23 年度产量小幅增产，供给充足叠加需求低迷，导致棉价跌至估值偏低的位置。

摘要二：展望 2023 年国际棉价，美元强势带来的冲击或逐渐减弱，但棉纺需求疲弱的情况或继续延续；美棉 22/23 年度平衡表仍然偏紧，但奈何需求不济；巴基斯坦和印度的产量或仍存在一定变数。国内棉价，中期关注焦点仍是放开后需求的表现，从当下基本面来看供给充足，需求疲弱，国内防疫政策呈现逐步放松的趋势，需求或有所复苏，价格或出现阶段性强势。供给端明年上半年重点关注天气和主产国种植情况。

1. 2022 年棉花市场行情回顾

回顾国内 2022 年棉花的走势，整体呈现大幅下行的趋势，2022 年上半年市场交易的主要逻辑：21/22 年度的新棉花成本，由于缺少套保机会，轧花厂普遍挺价销售，国际棉价的强势，以及市场对于未来行情仍有期待，价格总体维持高位震荡，但是在这个过程中上下游的价格传导已经出了问题，下游需求偏弱叠加上海疫情的冲击等，持续偏弱的需求最终由量变转为质变，轧花厂的还贷压力和资金压力日益增加，价格破位下行，一去不返。在三季度，金九银十旺季时段，9 月份需求表现尚可，下游纺织企业经营压力暂时缓解，但进入到 10 月份之后，需求情况快速走差，再加上 22/23 年度新棉成本较低，引发新一轮的下跌，期货价格跌至一万二附近获得支撑，重回震荡；国内三四季度疫情多点频发，涉及面较广，下游需求持续承压，预期偏悲观。

1.1. 国内棉价行情回顾

第一阶段（1 月初至 5 月中旬）：郑棉维持高位震荡。由于 21/22 年度棉花成本处在历史高位，北疆成本基本在 24000 元/吨上方，南疆成本在 23000 元/吨，但需求从 21 年三季度开始表现持续偏弱，虽然出现过阶段性好转的情况，但均缺乏持续性，郑棉下方二万附近支撑较强，两万二上方套保压力较大；在这段时间美棉表现强势，价格持续上行，而国内受限于基本面弱势，跟涨动力不足，这也导致内外棉价倒挂幅度大幅拉大，一改往年国内棉价更高的局面，内外基本面的巨大差异导致国内价格更加弱势。国内价格传导不畅，棉花原料价格高企，棉纱加工大幅亏损，轧花厂普遍挺价销售，轧花厂的话语权更加强势。

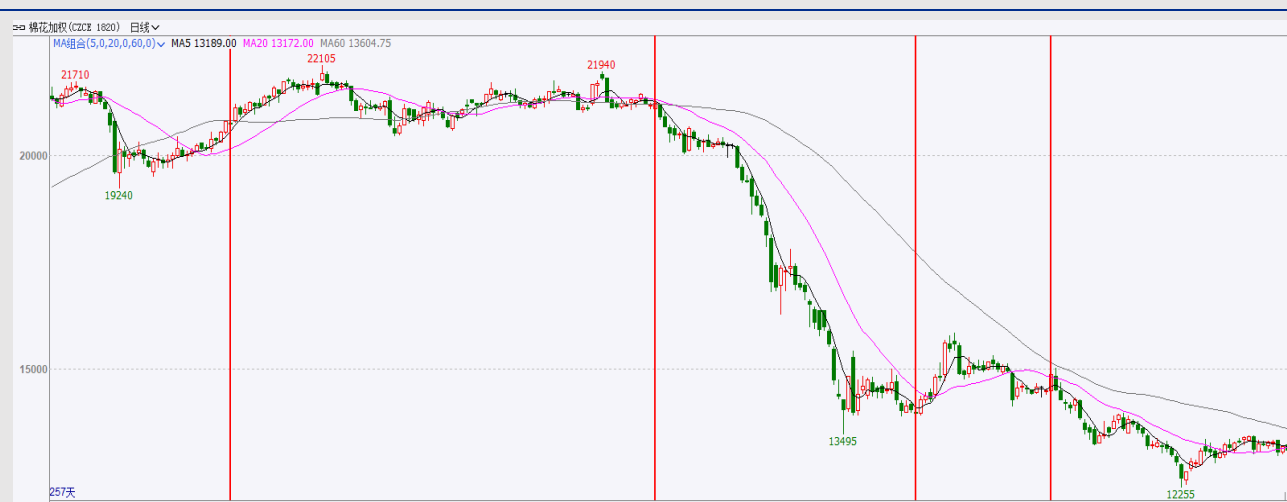
第二阶段（5 月中旬至 8 月初）：国内破位下行，价格连续大跌，熊市周期开启。国内棉花供给充足，需求持续偏弱，轧花厂资金压力和还贷压力日益增加，最终量变引发质变，再加上美棉也进入熊市，价格连续大跌，内外行情形成共振；宏观上，美联储 5 月、6 月、7 月连

续大幅加息，对商品形成巨大冲击。虽然上海的疫情在 6 月份开始逐渐缓解，但随后全国的棉花消费仍然低迷，纺企的棉纱库存持续增加。在棉价大幅下跌过程中，纺企的棉纱加工利润大幅修复。6 月 21 日，美国所谓的涉疆法案，将中国新疆地区生产的全部产品均推定为所谓“强迫劳动”产品，并禁止进口与新疆相关的任何产品，中国棉纺织品出口至美国的阻碍再次升级。

第三阶段（8 月初至 9 月中旬）：旺季需求偏弱，价格短暂反弹。年初以来，棉花需求持续偏弱，再叠加疫情冲击，市场对于旺季消费期待不高，虽然需求有所好转，但仍低于正常年份；下游纺企开机率回升，棉纱库存从历史高位回落，下游的压力得到一定缓解，棉价出现短暂反弹。期间美棉也出现大幅反弹，美国农业部 8 月份的报告中大幅调减了美棉产量，美棉弃耕率达到历史新高。但整体看，这段时间国内基本面仍然一般，需求表现仍然不佳，下游对于棉花采购以随用随买为主。

第四阶段（9 月中旬至今）：价格再次探底后有所回升。新棉收购开启，由于去年轧花厂大幅亏损，基于对于未来风险的恐惧，普遍压价收购，开秤初期的新棉成本在一万一附近；需求在 9 月份之后快速走弱，下游压力再次加大；国内疫情也是多地频发，涉及面广且影响时间长，导致国内需求遭受重创，下游对于棉花采购更加低迷，纺企开机率不断走低，棉纱库存经历了旺季去库之后，又开始累库。郑棉价格再触及一万二附近出现反弹，价格表现震荡偏强，逐步形成下有新棉成本支撑，上有套保压力的局面。随着国内防疫政策的调整，市场对于远期预期转向乐观。

图 1：2022 年郑棉指数走势回顾 单位：元/吨



资料来源：文华财经 国投安信期货整理

1.2. ICE 美棉行情回顾

第一阶段（1月初至5月底）：美棉牛市最后的疯狂，美棉指数从108美分最高涨至142美分附近。全球棉纺消费表现旺盛，越南、印度、孟加拉等国棉纺出口大幅增加，美国进口需求同样旺盛。供给端，美国农业部不断下调全球21/22年度产量，主要是印度产量调整幅度较大，而中国出口又受限于疫情和疆棉禁令，其他国家出口表现旺盛。美棉盘面on-call量处于历史高位，对盘面形成强势支撑；美棉种植期间，主产区德州天气持续干旱，同样引发市场担忧。

第二阶段（6月初至7月中旬）：牛熊转折，加速下跌。宏观上，美联储5月、6月、7月连续大幅加息，棉价承压；主要棉纺出口国越南、印度等，虽然月度出口数据仍然亮眼，但纺企开机率持续走低，出口订单也开始反应有所下滑；美棉on-call量从高位回落，对于美棉支撑在减弱；虽然因为美棉主产区德州天气持续干旱，美农连续下调22/23年度美棉产量，但市场对于需求担忧更大。

第三阶段（7月中旬至8月底）：下跌过程中的大幅反弹。美棉指数从80美分附近大幅反弹至117美分，宏观上7月份美联储加息之后，加息步伐有所放缓，商品得到喘息的机会；8月份美国农业部大幅调降了美棉22/23年度的产量，弃耕率达到历史新高；巴基斯坦7月和8月降雨大幅增加，造成严重的洪涝灾害。美棉和巴基斯坦产量端问题，引发供给减少的担忧。

第四阶段（9月初至10月底）：二次探底。美棉从117美分附近连续大跌至70美分附近。美国农业部连续下调全球22/23年度的棉花需求，越南、印度、孟加拉等国的月度出口数据开始环比大幅走弱，纺企开机率继续走低，棉纱需求低迷，美国纺服进口环比也不断回落，全球棉纺消费表现疲弱；供给端美棉22/23年度产量向上修正，由于需求不好，虽然全球主产国产量有问题，但需求走弱导致平衡表不断宽松；美元持续加息，全球经济衰退预期导致对于棉纺需求同样悲观。

第五阶段（11月初至今）：反弹后再次回落，走势偏震荡。美棉在触及70美分之后有所反弹，价格最高反弹至90美分附近，价格波动剧烈，涨停跌停交互出现。美棉的低价吸引买盘回归，美棉周度签约数据回暖，但在价格涨至90美分附近，需求再次走弱，需求持续性仍然较差；全球棉花供给端仍存在一定问题，美棉平衡表仍然偏紧，周度签约需求好的时候，价格偏强；巴基斯坦产量连续下调，印度棉花上市偏慢，引发市场担忧，但全球棉纺需求仍是偏弱的状态，供给端的问题被大幅弱化。

图 2：2022 年美棉指数走势回顾 单位：美分/磅



资料来源：文华财经 国投安信期货整理

2. 22/23 全球棉花需求走弱，走向宽松

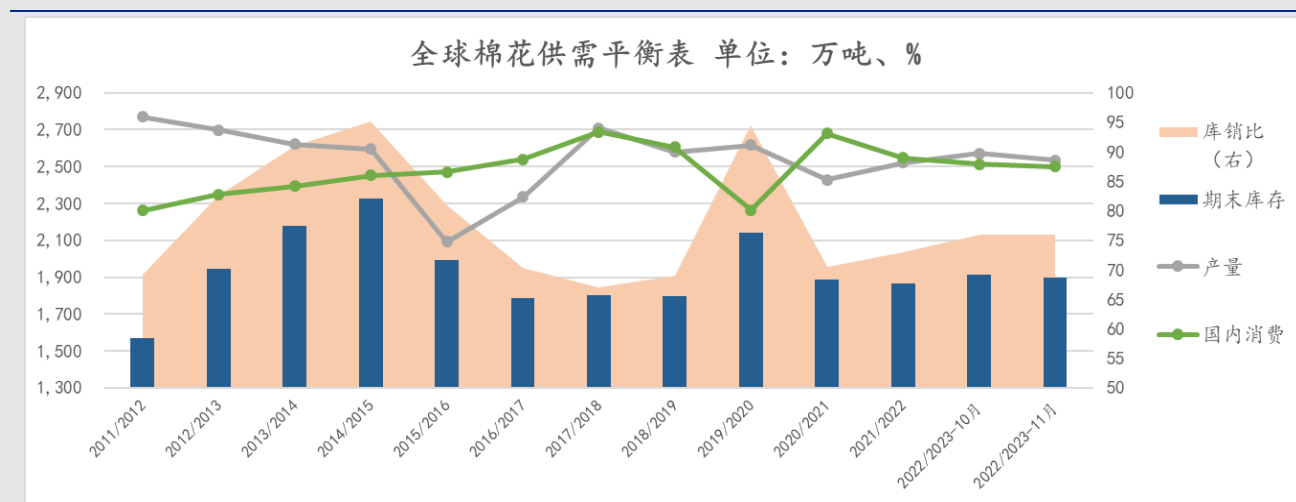
2.1. 全球棉花供需平衡表

根据美国农业部的数据来看，全球 22/23 年度棉花产量环比上一年度小幅增加 14.6 万吨，由于美棉持续干旱导致的减产，以及巴基斯坦严重洪涝灾害，导致全球棉花增产不及预期；全球 22/23 年度消费环比 21/22 年度有所下滑，在全球新冠大流行之后，全球棉纺消费遭受短期冲击后快速修复，以美国为代表的消费市场表现强劲，但随着美元进入加息周期，经济衰退的担忧，以及地缘政治的冲击等，需求开始出现回落。从供给端来看，美棉和巴基斯坦产量仍存在一定问题，但是需求偏弱导致平衡表逐渐宽松，供给端利多很难形成持续性行情，所以未来需求仍是关键，例如阶段性出口需求好转足以让美棉出现短期的强势行情。

从估值的角度来看，全球 22/23 年度的库销比处于近几年均值附近，对应估值区间在 60-90 美分之间，60-70 美分属于估值偏低的位置，80-90 美分估值偏高，继续上行有压力；从目前看国际棉价能否继续下行，未来需求表现仍是关键，目前几大主产国产量基本定型，

但个别国家仍存变数，关注需求能否让平衡表继续宽松，从目前市场预期来看，明年全球棉纺需求继续偏弱的概率大。

图 3：全球棉花供需平衡表 单位：万吨、%

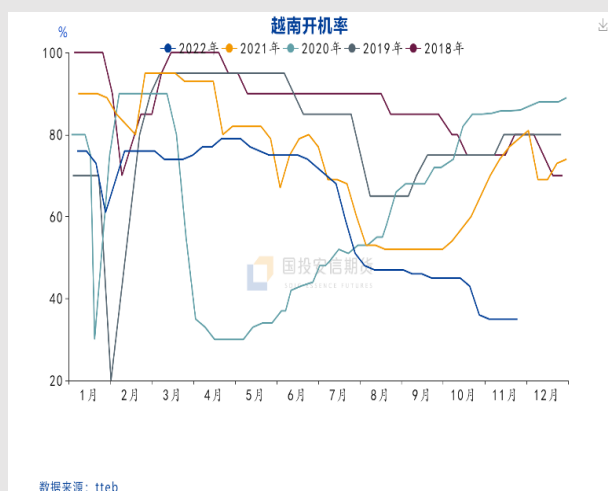


资料来源：USDA，国投安信期货整理

2.2.全球棉纺需求大幅走弱，明年仍不乐观

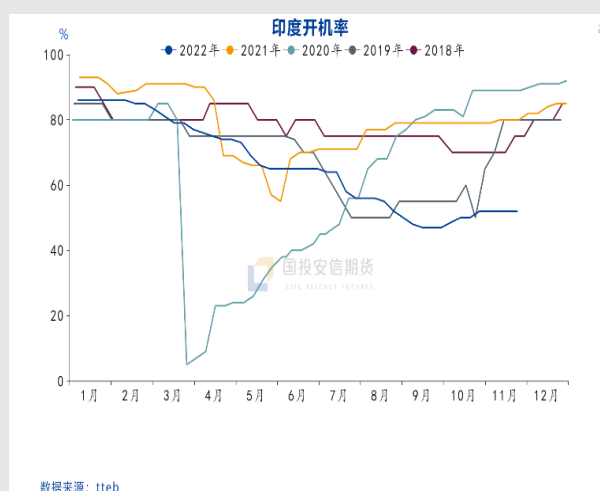
由于新疆棉禁令的影响，在 2022 年越南、印度、巴基斯坦和孟加拉的出口大幅好于中国，但这种情况在三季度出现转折，纺企开机率持续走低，出口订单出现下滑，月度出口环比大幅减少，其中越南国内反应三季度以来的出口订单比今年高峰期下降 20-40% 不等；孟加拉国内受限于能源价格上涨和美元强势，出口同样承压，孟加拉国纺织厂协会(BTMA)的数据显示，自今年 3 月天然气短缺开始以来，孟加拉国纺织厂的开工率仅为总产能的 30% 至 40%。该协会最近表示，在 1700 家 BTMA 会员工厂中，至少有五分之三的工厂因为能源供应问题维持低开机率。巴基斯坦面临洪涝灾害的冲击和全球需求走弱的影响，目前情况同样不乐观。由于终端需求走弱，纺企加工利润在今年二季度以来，普遍偏差，对于棉花原料的采购普遍谨慎。

图 4：越南纺企开机率 单位：%



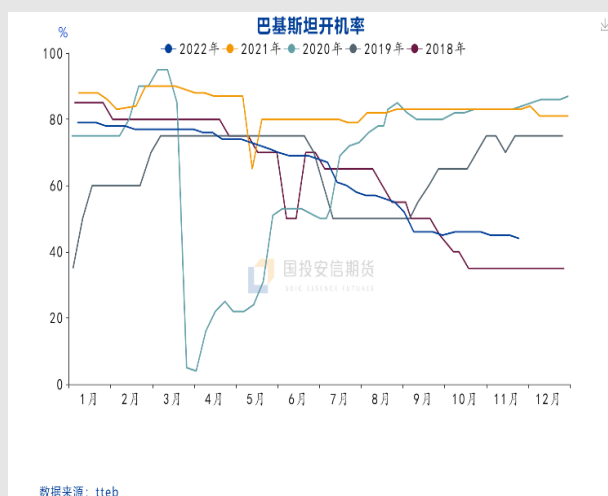
资料来源: tteb, 国投安信期货整理

图 5：印度纺企开机率 单位：%



资料来源: tteb, 国投安信期货整理

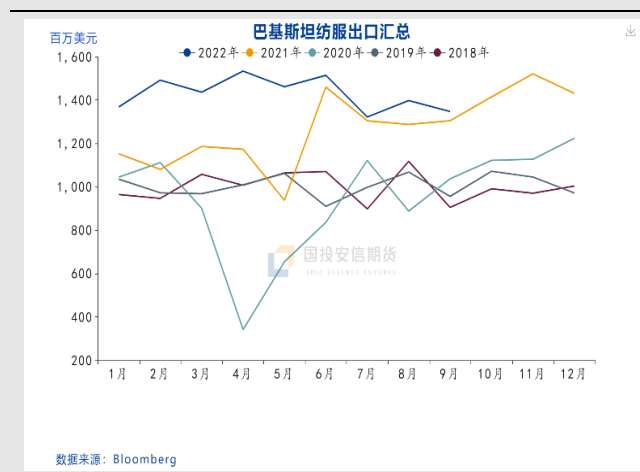
图 6：巴基斯坦纺企开机率 单位：%



资料来源: tteb, 国投安信期货整理

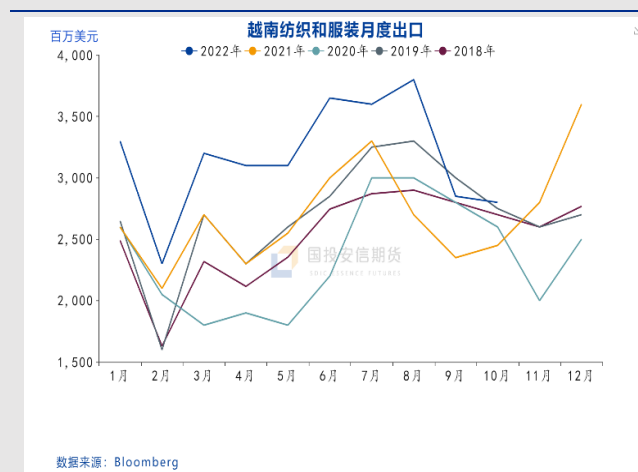
从月度出口数据来看，印度在一季度之后，出口基本回到往年正常范围内，越南出口在 8 月份之前仍然偏好，但随后环比大幅回落，出口数据走弱通常晚于订单下滑的时间。

图 7：巴基斯坦月度出口 单位：百万美元



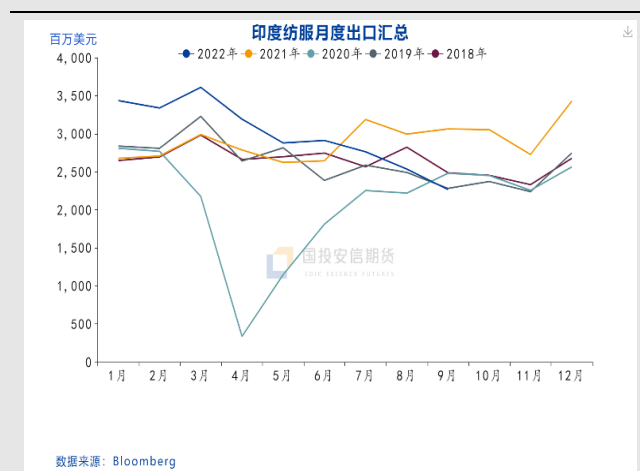
资料来源：Bloomberg，国投安信期货整理

图 8：越南纺服月度进口 单位：百万美元



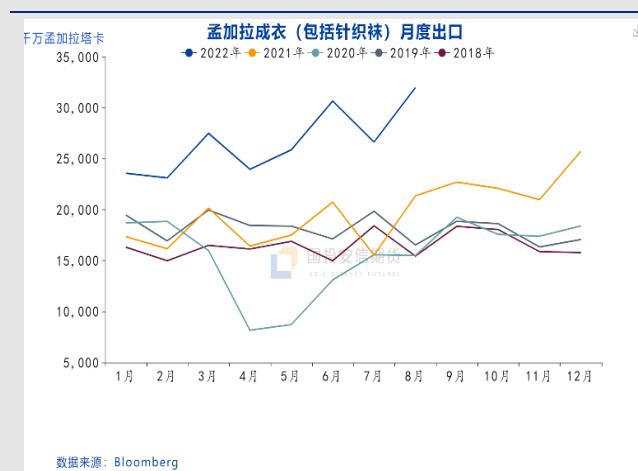
资料来源：Bloomberg，国投安信期货整理

图 9：印度纺服月度出口 单位：百万美元



资料来源：Bloomberg，国投安信期货整理

图 10：孟加拉纺服进口 单位：千万塔卡

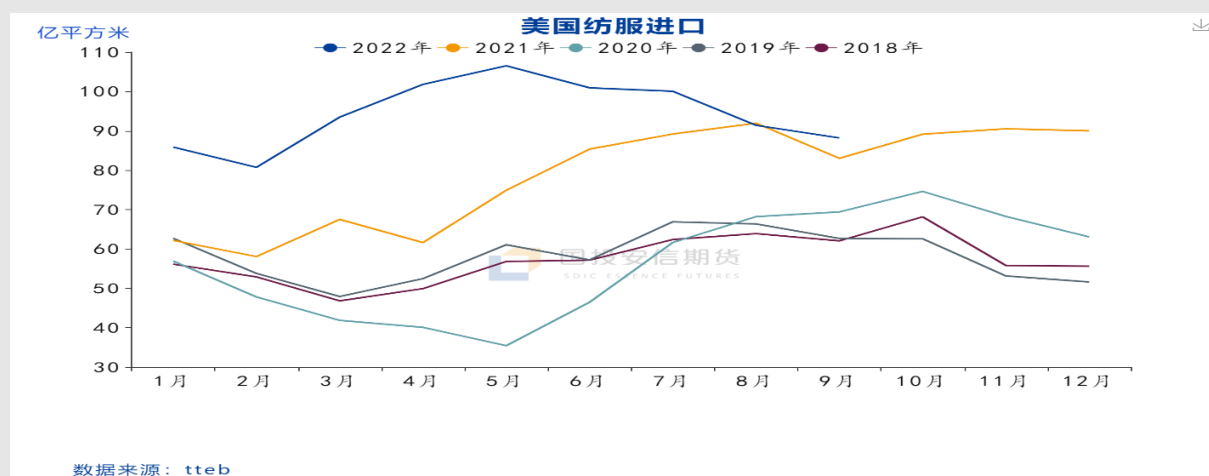


资料来源：Bloomberg，国投安信期货整理

2022 年 9 月美国纺织品服装进口量 88.2 亿平方米，同比增长 6.2%，环比下降 3.5%，为连续第四个月下降。进口额达到 122.2 美元，同比增长 12%。其中服装进口量 26.8 亿平方米，同比下降 7%，环比下降 12.2%，服装进口额 95.8 亿美元，同比增长 17.7%。

美国进口纺织品服装，其中中国的占比在近两年持续走低，中美关系和新疆棉禁令导致中国出口美国的纺服竞争力大幅下降。

图 11: 美国纺服月度进口数据 单位: 亿平方米



资料来源: tteb, 国投安信期货整理

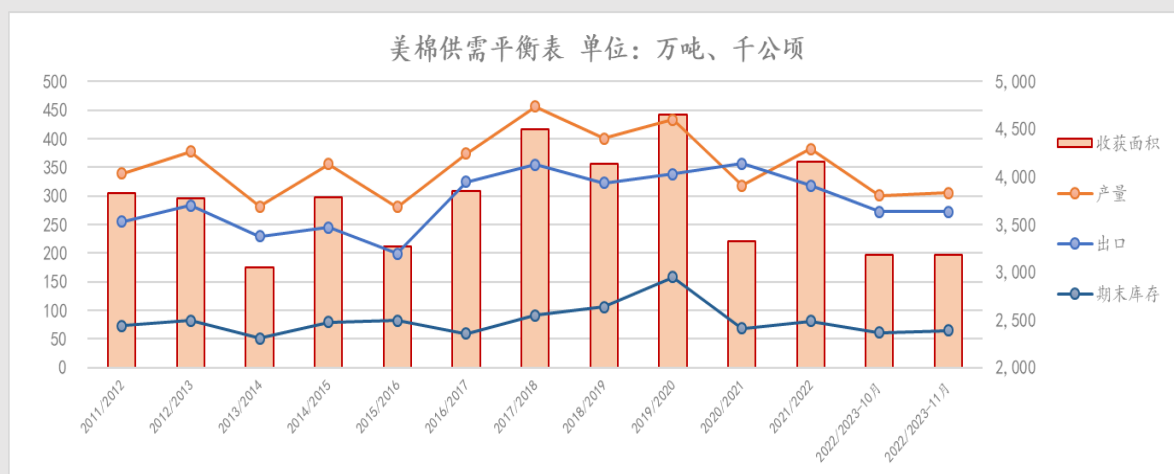
2.3.美国 22/23 大幅减产，关注美棉需求

美国农业部 11 月份供需报告，给出的美棉 22/23 年度产量为 305 万吨，产量为 16/17 年度以来最低的产量，导致库存处于近十年偏低的位置，从供需数据来看，美棉年度平衡表仍处于偏紧的状态，但疲弱的需求表现缓解这一情况。

22/23 年度美棉大幅减产，主要因美棉主产区德州持续干旱导致的，2022 年棉花种植开始，一直到棉花收获阶段，德州降雨持续偏少，干旱程度是近几年最严重的局面，干旱天气导致美棉弃耕率达到历史新高。

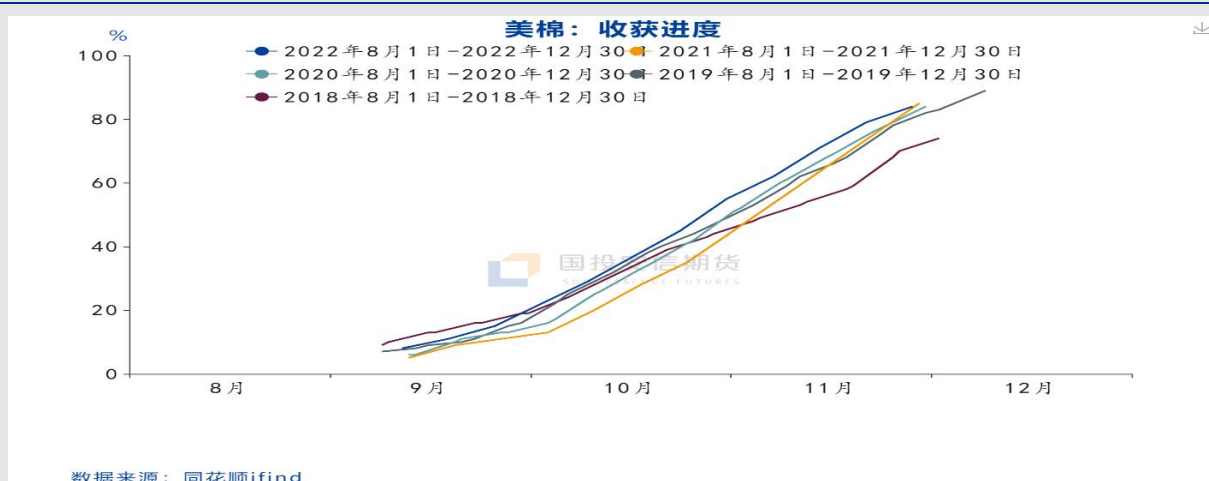
今年美棉收获期间降雨偏少，美棉收割顺利，截止 11 月 27 日，美棉 15 个棉花主要种植州棉花收割率为 84%，上周收割率为 79%，环比上周增加 5 个百分点；去年同期水平为 84%，较去年同期持稳；近五年同期平均水平在 79%，较近五年同期平均水平高 5 个百分点。

图 12: 美棉供需平衡表 单位: 万吨、千公顷



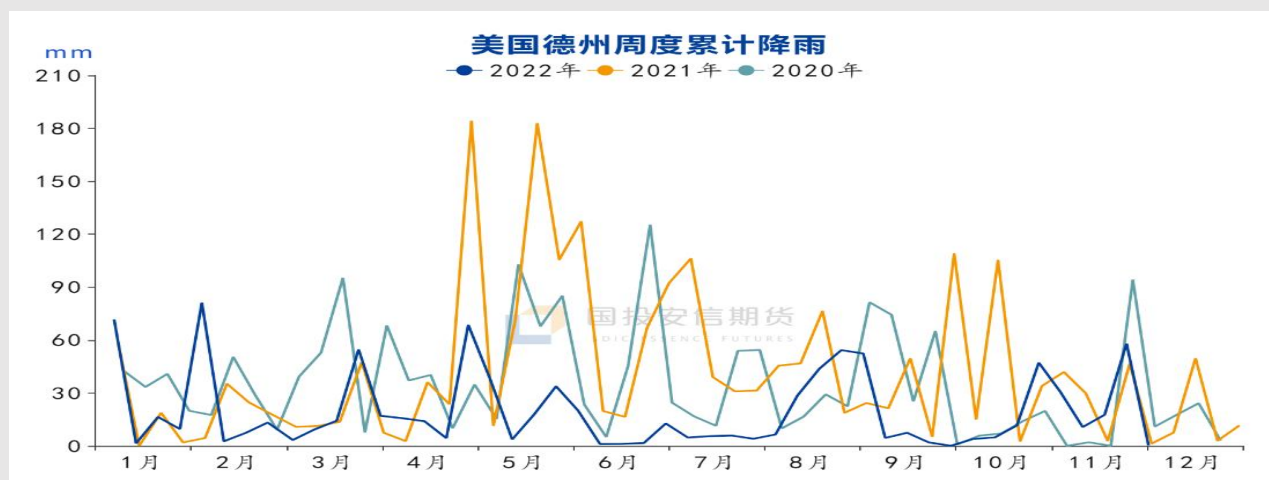
资料来源: USDA, 国投安信期货整理

图 13: 美棉收割进度 单位: %



资料来源: USDA, 国投安信期货整理

图 14：美棉主产区德州周度降雨 单位：mm



资料来源：Bloomberg，国投安信期货整理

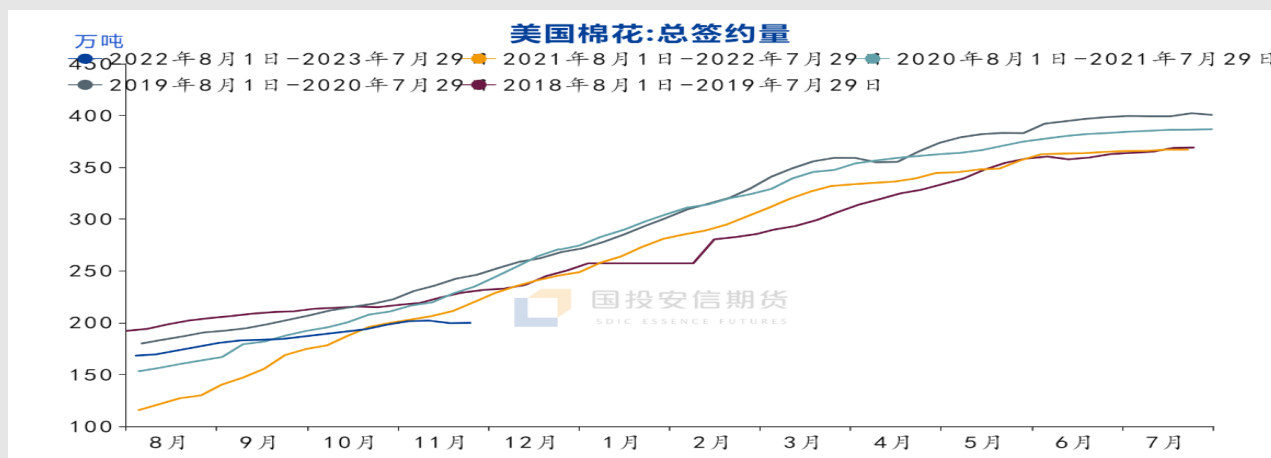
截至 11 月 24 日当周，2022/23 美陆地棉周度签约 0.37 万吨，其中印度 0.13 万吨，印尼 0.1 万吨；2023/24 周签约 0.25 万吨；2022/23 美陆地棉出口装运 3.16 万吨，周降 3%，其中中国 0.87 万吨，巴基斯坦 0.72 万吨。

2022/23 年度皮马棉本周签约 416 吨，环比上周降 64.7%；本年度总签售 2.54 万吨，同比减少 68.2%；周出口装运量为 217.8 吨，环比上周降 60.3%，较前四周平均水平降 31.1%；累计出口装运量为 0.66 万吨，同比降 73.2%。

2022/23 美棉陆地棉和皮马棉总签售量 199.87 万吨，占年度预测总出口量（272 万吨）的 73%；累计出口装运量 74.15 万吨，占年度总签约量的 39%。

2023/24 年度陆地棉周签为 0.25 万吨，环比上周增 52.21%，同比降 10.74%；总签售 25.95 万吨，同比增 24.09%。

图 15：美棉总签约量 单位：万吨

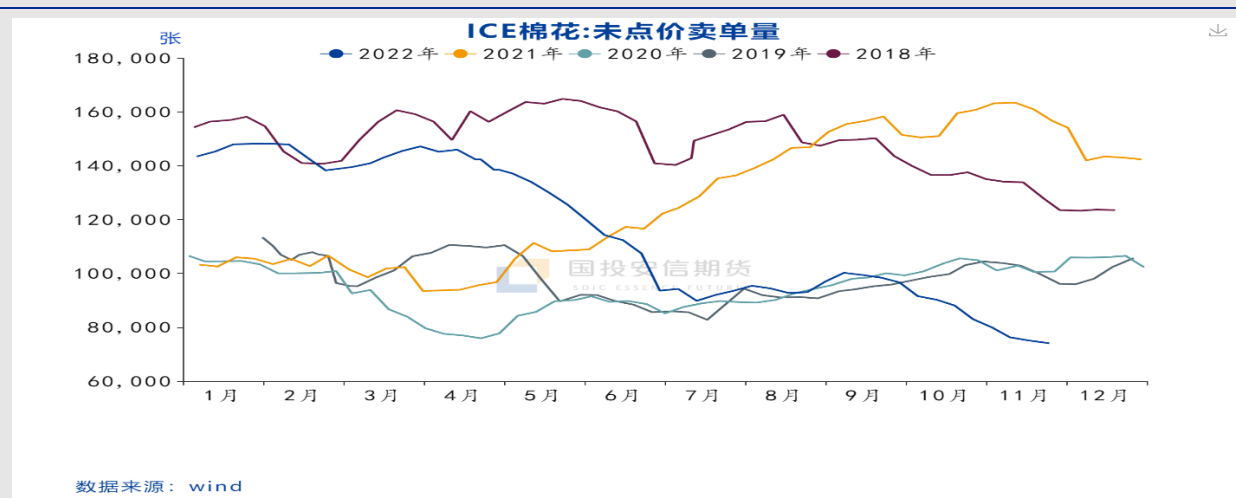


资料来源：USDA，国投安信期货整理

截至 11 月 18 日，ON-CALL 2212 合约上卖方未点价合约减持 8295 张至 3614 张，折 8 万吨，环比前一周减持 19 万吨。ON-CALL 2303 合约上卖方未点价合约增持 6532 张至 34747 张，折 79 万吨，环比前一周增持 15 万吨。2022/23 年度的合约卖方未点价合约减至 64547，折 146 万吨，环比前一周减持 1314 张，折约 3 万吨。

美棉 ON-CALL 在 21 年下半年和 22 年上半年，持续维持在高位，给棉价带来很强的支撑，随着供给紧张的缓解，以及需求走弱，数量不断回落，目前已经跌至近几年偏低的位置。这个指标也是牛市当中重要的参考之一。

图 16: 美棉 ON-CALL 数量 单位: 张



资料来源: wind, 国投安信期货整理

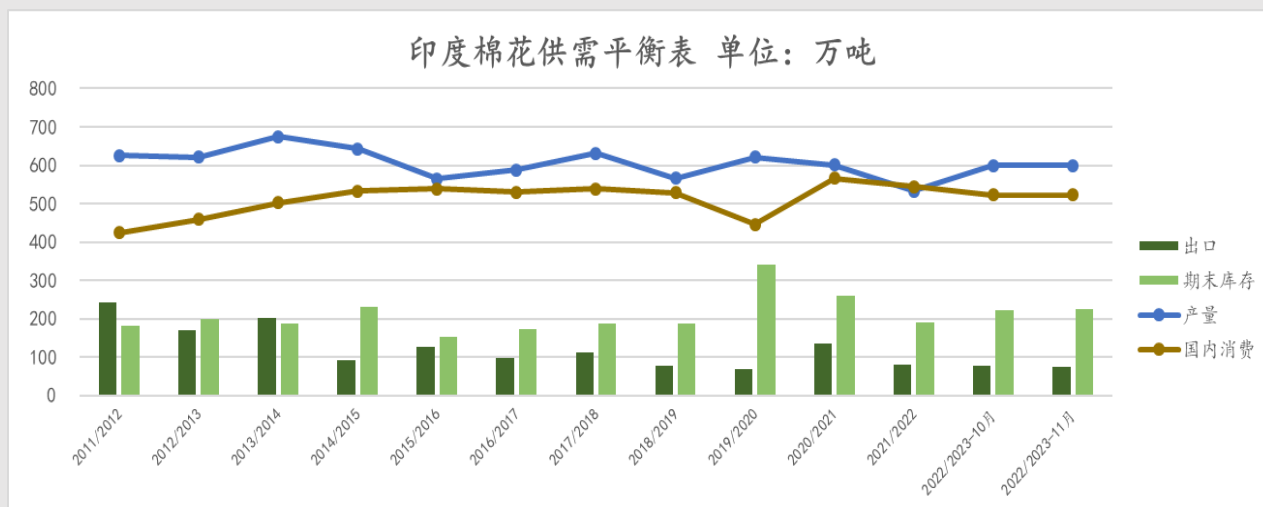
2.4.印度 22/23 增产，但棉花上市偏慢

美国农业部 11 月份给出印度 22/23 产量预估为 598 万吨，印度棉花协会(CAI)最新 10 月报告显示，印度 22/23 年度的产量为 585 万吨，一直以来，美国农业部和 CAI 的供需预估存在一定的差异。

目前印度棉花上市偏慢，但市场对于产量的担忧并不是很大，由于今年棉花收获前部分产区遭遇强降雨，再加上棉农惜售，导致上市进度一直偏慢。21/22 年度印度产量同样波动大，分歧大，美国农业部将印度产量从 600 多万吨一路下调至 533 万吨，主要是受到疫情和天气的影响，印度产量向来变数偏大。

今年印度棉花上市进度一直偏慢，一方面收获前降雨偏多，今年印度季风褪去时间偏晚，棉农惜售希望卖高价。据 AGM 公布的数据统计显示，截至 2022 年 11 月 27 日，印度 2022/23 年度的棉花累计上市量约 76.35 万吨，较三年均值累计减少约 57.18 万吨。因此印度产量仍存在一定变数，后续或有下调的可能。

图 17：印度棉花供需平衡表 单位：万吨



资料来源：USDA，国投安信期货整理

表 1：CAI 印度棉花供需平衡表 单位：万吨

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23
期初库存	61.2	56.1	54.4	213	122	54
产量	620.5	530.4	612	600	522	585
进口量	25.5	54.4	26.4	17	24	20
国内需求	550.8	529.6	425	570	541	510
出口	119	71.4	85	133	73	51
期末库存	37.4	40	182.8	128	54	98
库销比	6.8%	7.6%	43.0%	22.5%	10.0%	19.2%

资料来源：CAI，国投安信期货整理

2.5.因洪涝灾害，巴基斯坦大幅减产

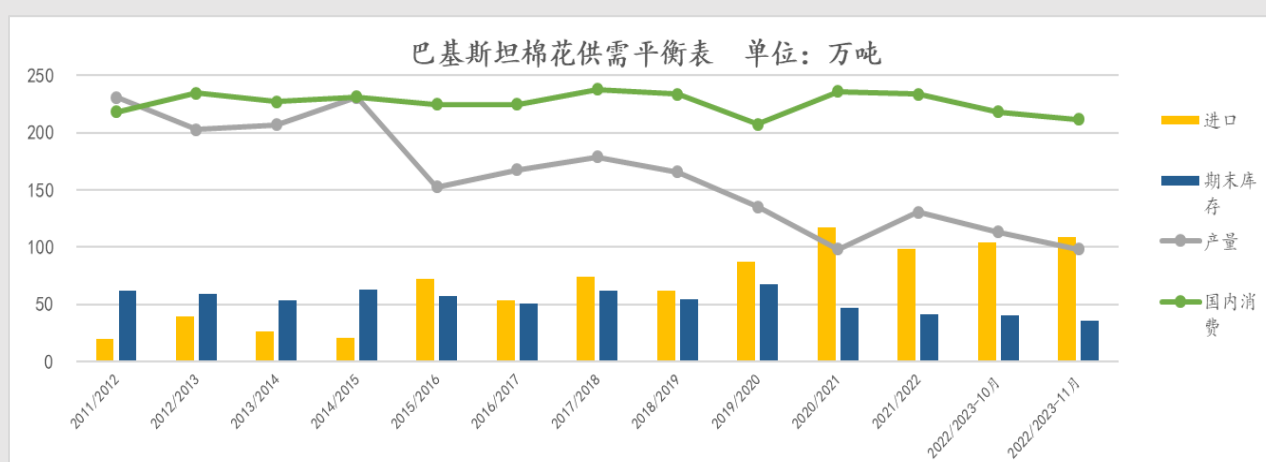
由于今年巴基斯坦国内遭遇持续性强降雨，棉花主产区信德省和俾路支省遭受了严重洪涝灾害，本来 22/23 年度小幅增产的年份变为大幅减产，给其国内纺织产业形成了巨大冲击。

巴基斯坦夏季季风总体降雨量显著高于正常水平（175%），俾路支省和信德省在 2022 年 7

月和 8 月获得了创纪录的降雨量，正异常值分别为 450% 和 426%。

根据巴基斯坦轧花厂协会(PCGA)的统计，截至 2022 年 11 月 1 日，巴基斯坦 2022/23 年度新棉上市量累计达到 57.5 万吨，同比降 40.7%；其中纺织厂采购 47.1 万吨，同比降 44.8%；未售出新棉 7.5 万吨，同比增 132.1%。美国农业部最新预估为 98 万吨，后续或仍有一定的下调空间。

图 18：巴基斯坦棉花供需平衡表 单位：万吨



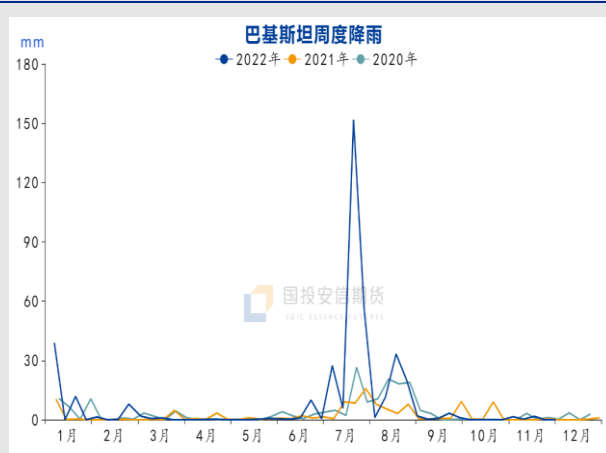
资料来源：USDA，国投安信期货整理

图 19：巴基斯坦月度降雨量 单位：mm



资料来源：Bloomberg，国投安信期货整理

图 20：巴基斯坦周度降雨量 单位：mm



资料来源：Bloomberg，国投安信期货整理

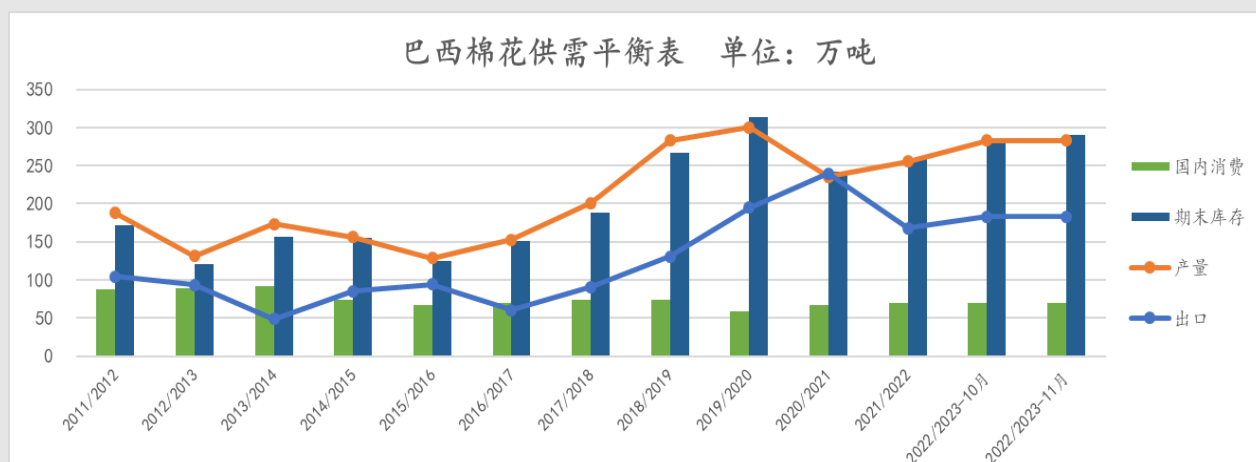
2.6.巴西 22/23 年有增产预期

美国农业部 11 月份报告中，对于巴西 22/23 年度的产量预估为 283 万吨；CONAB 发布 2022/23 年度农业展望，预期 2022/23 年度巴西棉花种植面积同比增加 2%，产量同比增加 6.8%至 292 万吨，出口量同比增 4%至 198 万吨。

由于巴西处于南半球，种植和收获的时间，和北半球有很大差异性；巴西种植期在 11-2 月，收获期在 5-8 月份。22/23 年度的棉花正处于种植阶段，继续关注后续情况。

21/22 年作物的轧花工作即将完成，人们的注意力正在转向下一季棉花作物。圣保罗州和戈亚斯州（两个州的预种植面积都达到了 8%）和南马托格罗索州（不到 1%）的棉花种植刚刚开始。

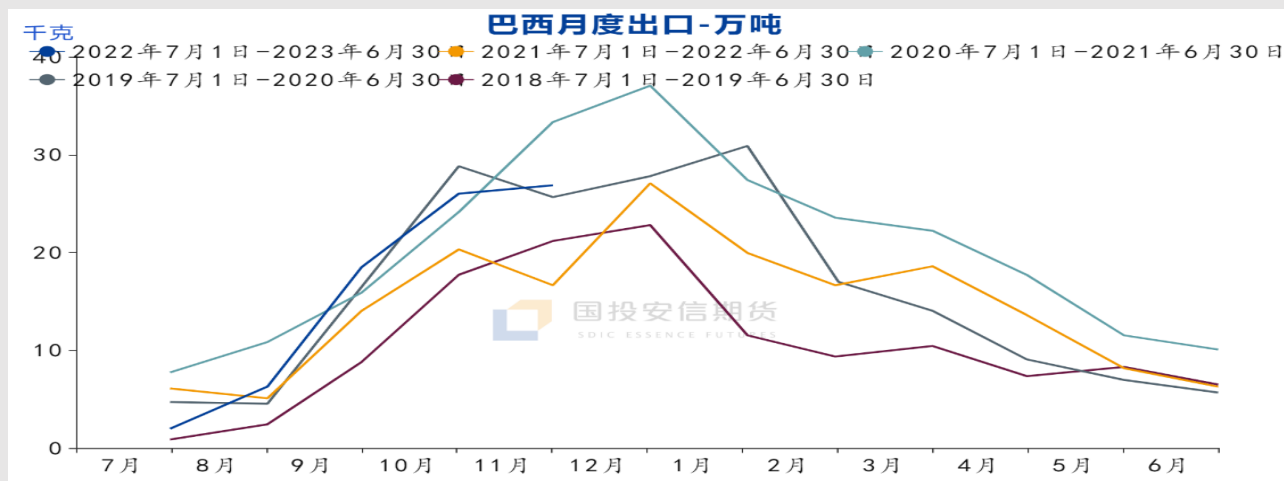
图 21：巴西棉花供需平衡表 单位：万吨



资料来源：USDA，国投安信期货整理

巴西 11 月份出口 26.86 万吨，环比增加 0.85 万吨；巴西 22/23 年度累计出口 79.56 万吨，同比增加 27.93%，本年度出口表现偏好。

图 22：巴西棉花月度出口数据 单位：万吨

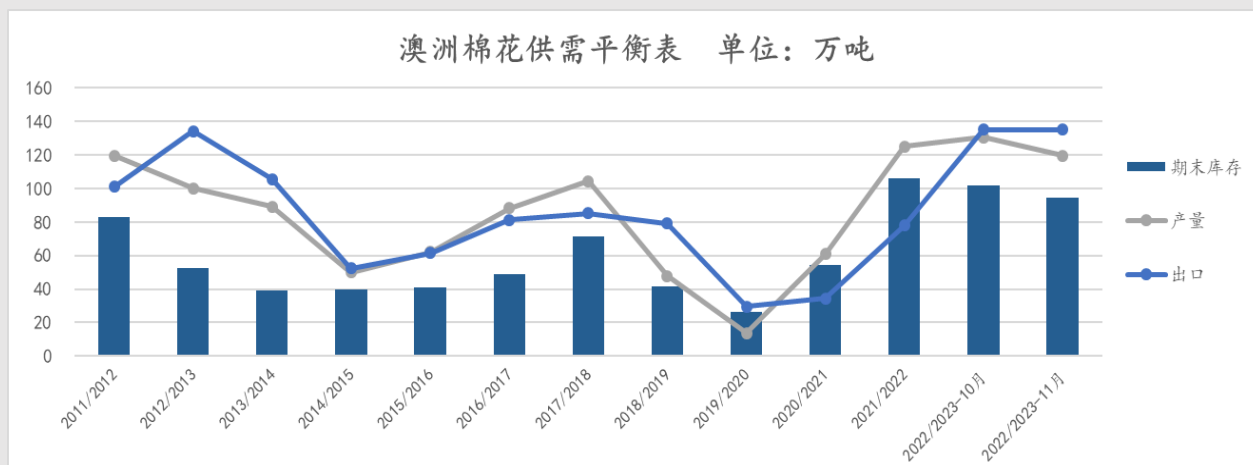


资料来源：wind，国投安信期货整理

2.7.澳大利亚 22/23 年度供需情况

美国农业部 11 月份供需报告中对于澳洲 22/23 年度产量预估为 120 万吨，较上年度减少 5 万吨，最近两年澳洲的棉花产量再次恢复至高位，19/20 年产量最低降至 13.6 万吨。

图 23：澳大利亚棉花供需平衡表 单位：万吨



资料来源：USDA，国投安信期货整理

3. 国内棉花：防疫放松后需求表现

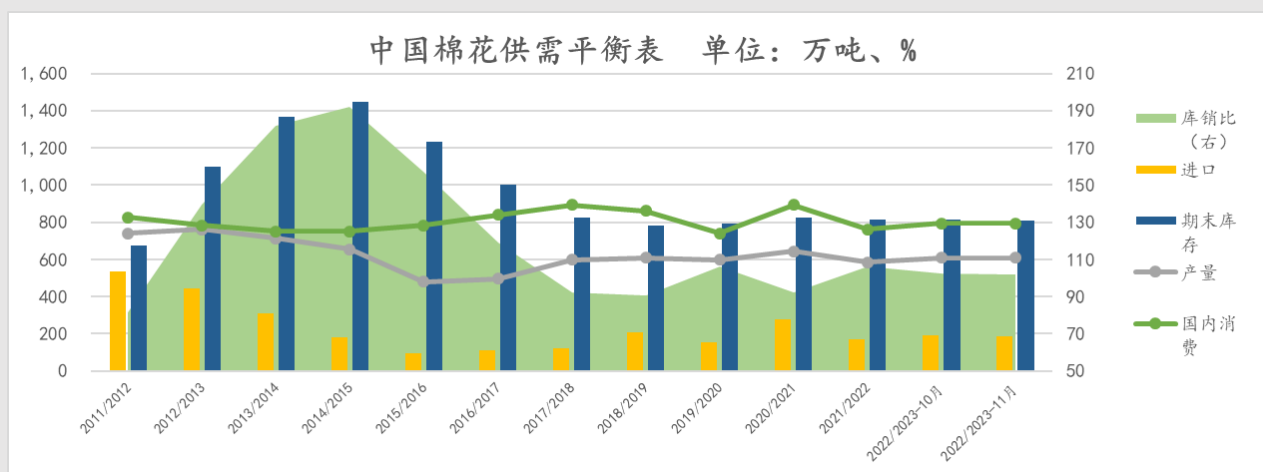
3.1. 国内 22/23 小幅增产，但加工偏慢

美国农业部 11 月的供需报告中，对于中国 22/23 年度的产量预估为 609 万吨，消费预估为 794 万吨；国内棉花信息网预估，产量为 592 万吨，消费为 760 万吨，且期末库存环比增加。美国农业部对于中国的消费预估一直处于偏高的情况，但随着国内疫情政策的调整和逐步放松，国内消费或有所修复，从目前的基本面来看，国内供给端的变数已经不大，需求因为防疫政策调整或出现阶段性的复苏，但长期看，由于全球棉纺消费趋势向下，再加上中国出口仍然受限于新疆棉禁令，长期消费或仍偏弱势。

目前新疆棉花采摘基本结束，籽棉收购方面，北疆大部地区已基本结束收购，南疆也较多地区在七成以上；今年籽棉收购价格从收购初期的 5 元/公斤，目前已经涨至 6 元左右，由于初期收购量较少，预计平均的籽棉收购价格仍在 6 元附近，预计今年新疆新棉成本在 12500–13000 元/吨左右。

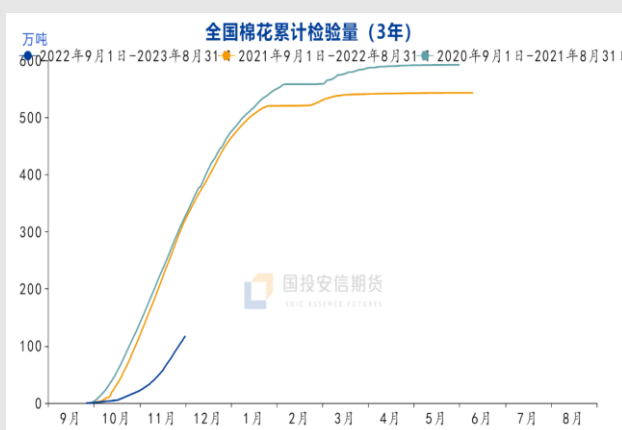
截止到 2022 年 12 月 1 日，新疆地区皮棉累计加工总量 263.54 万吨，同比减幅 25.96%。其中，自治区皮棉加工量 144.99 万吨，同比减幅 30.64%；兵团皮棉加工量 118.55 万吨，同比减幅 19.3%。

图 24：中国棉花供需平衡表 单位：万吨



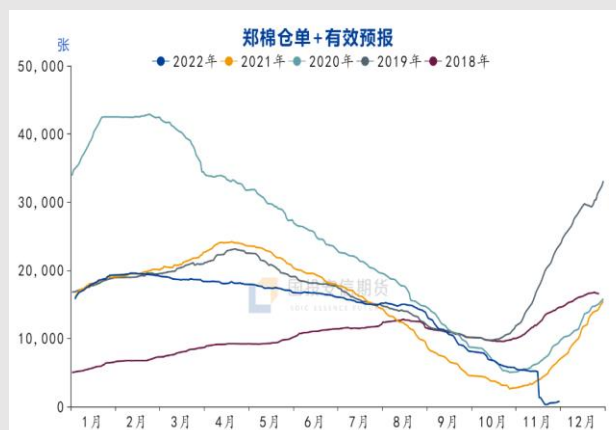
资料来源：USDA，国投安信期货整理

图 25：棉花累计公检量 单位：万吨



资料来源：tdeb，国投安信期货整理

图 26：棉花仓单数量 单位：张



资料来源：wind，国投安信期货整理

截止 2022 年 11 月 30 日 24 时，2022/23 棉花年度新疆棉花公检量 111.46 万吨，同比减少 64.16%；北疆公检 67.76 万吨，同比减少 62.51%；南疆公检 43.70 万吨，同比减少 66.45%。截至 12 月 1 日，郑棉仓单数量为 516 张，有效预报为 281 张。由于今年公检大幅偏慢，仓单也处于多年低位，引发市场关于盘面是否会逼仓的猜想，但从目前偏弱的基本面来

看，概率不高，且资金已经大规模向远月移仓。

今年新疆籽棉收购价格较去年大幅降低，2021 年新疆的籽棉收购价格在 11 元/公斤左右，今年收购价格几乎腰斩，2022 年开秤初期，籽棉收购价格在 5 元/公斤左右，近期籽棉收购价格回升至 6 元/公斤左右，预计今年新疆的平均新棉成本或在 12500–13000 元/吨。根据历年的规律，新棉成本是四季度，甚至明年上半年重要的价格参考，轧花厂希望销售价格高于成本，保障自身经营利益；由于 21/22 年度轧花厂普遍大幅亏损，再加上今年棉价一路下跌，棉花需求较差，因此 22/23 年度轧花厂提前变现，规避风险的意愿较强。

3.2.政策：轮入政策和棉花目标价格

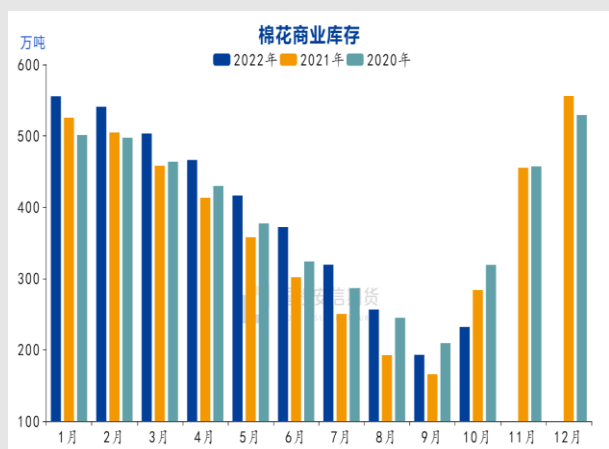
2022 年度第一批储备棉轮入已结束，2022 年 7 月 13 日至 11 月 11 日储备棉累计挂牌 50.3 万吨，累计成交 8.672 万吨，成交率 17.24%，成交加权均价 15896 元/吨。中储棉公告中，后续将根据棉花市场调控需要和新棉收购形势等，择机启动第二批中央储备棉轮入。

2022 年是上一次公布目标价格最后一年，市场也在关注该政策是否会延续，由于新疆棉禁令导致中国出口消费受限，国家是否会从种植端做出调整，减少国内的供给压力，需要我们拭目以待。

3.3.商业库存和工业库存

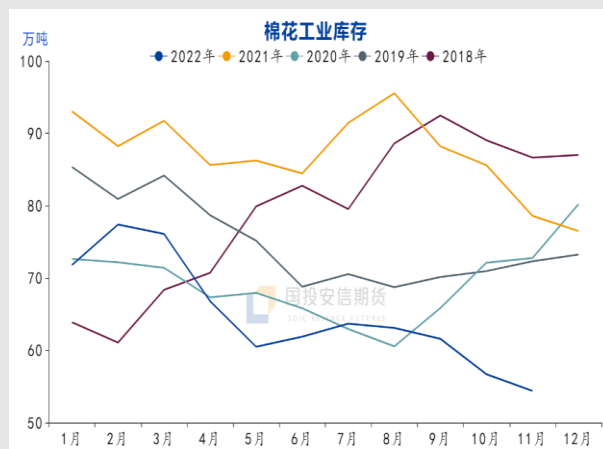
截至 10 月底，国内棉花商业库存为 232.03 万吨，同比偏少 51.61 万吨；截至 11 月底，国内棉花工业库存为 54.4 万吨，同比偏少 31.2 万吨。今年由于疫情和籽棉收购较低，棉农惜售等，导致棉花加工进入偏慢；下游需求在内需受到疫情冲击，外需受困于疆棉禁令的情况，对于棉花采购随用随买，保持较低的原料库存，来减轻企业经营的压力。

图 27：棉花商业库存 单位：万吨



资料来源：ifind，国投安信期货整理

图 28：棉花工业库存 单位：万吨

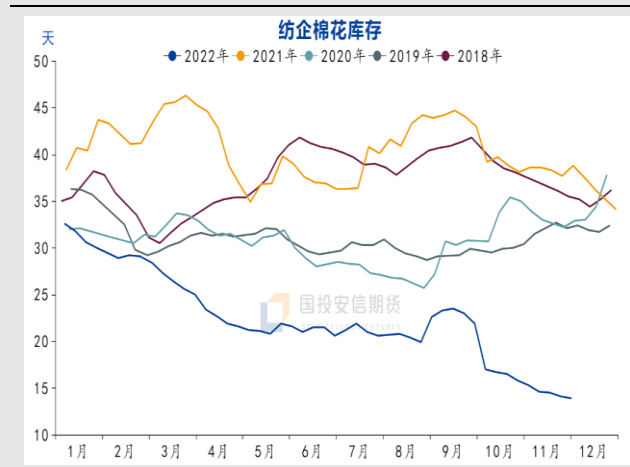


资料来源：ifind，国投安信期货整理

3.4.下游情况：开机低迷，成品库存压力大

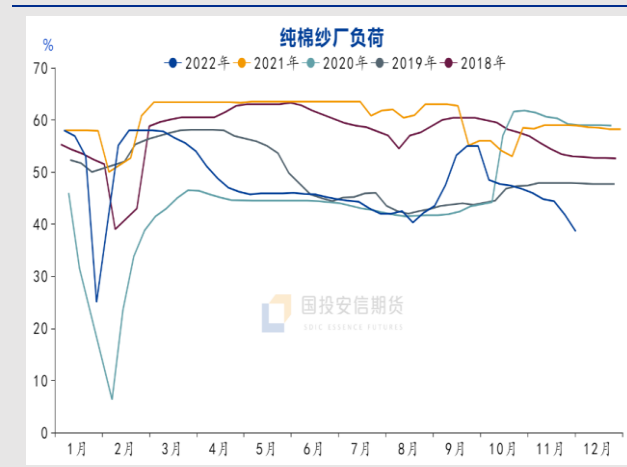
今年下游棉纱端和坯布端的开机率均表现低迷，仅在 9 月份前后出现短期的好转，随着国内疫情再次恶化，开机继续走弱；2022 年上半年棉花大跌，使得下游棉纱加工利润大幅修复，但需求持续低迷，内需受到疫情的持续冲击，外需主要受到新疆棉禁令和全球消费下滑的影响，导致企业经营压力较大，即便在开机偏低情况，棉纱和坯布库存的压力仍然较大。下游对于棉花采购基本随用随买，目前国内防疫政策措施已经逐步放松，预计短期冲击过后，需求将有所复苏，下游对于棉花原料采购将好转，原料库存水平或有所恢复。

图 29: 纺企棉花原料库存 单位: 天



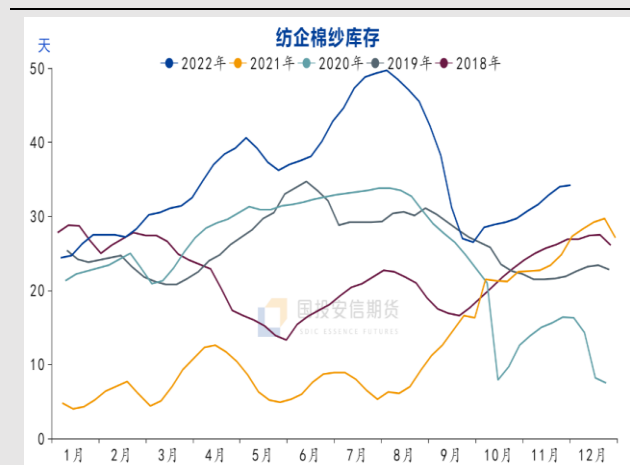
资料来源: tteb, 国投安信期货整理

图 30: 纺企开机率 单位: %



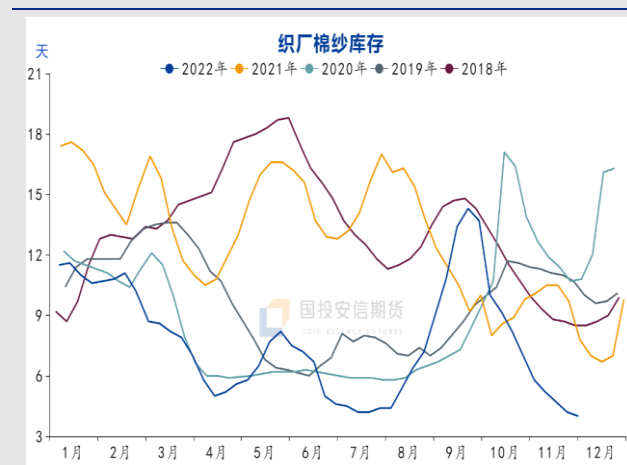
资料来源: tteb, 国投安信期货整理

图 31: 纺企棉纱库存 单位: 天



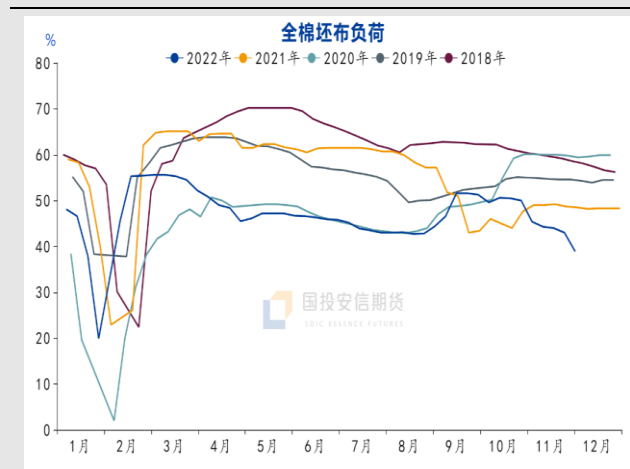
资料来源: tteb, 国投安信期货整理

图 32: 织厂棉纱原料库存 单位: 天



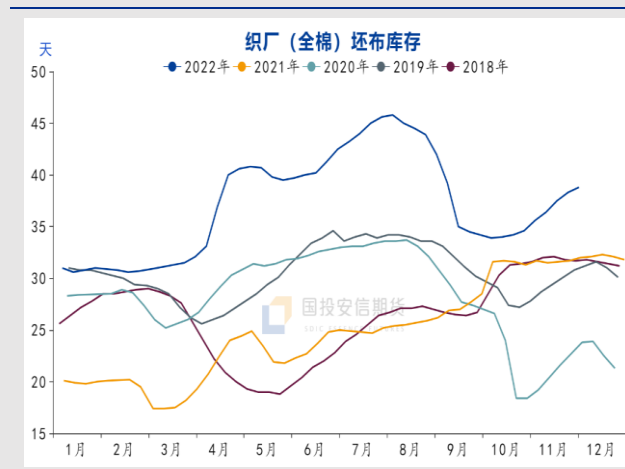
资料来源: tteb, 国投安信期货整理

图 33: 织厂开机率 单位: %



资料来源: tteb, 国投安信期货整理

图 34: 织厂坯布库存 单位: 天



资料来源: tteb, 国投安信期货整理

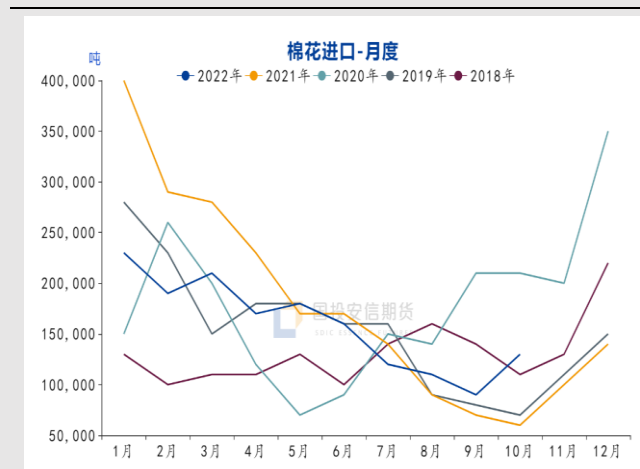
3.5.棉花棉纱进出口，内外价格大幅倒挂

2022 年 10 月中国进口棉花 12.95 万吨，环比增 46%，同比增 107%；2022 年 1-10 月累计进口 158 万吨，同比降 17%；22/23 累计进口 21.8 万吨，同比增 60%。

10 月我国进口棉纱线量总计约 6 万吨，环比 9 月棉纱进口量减少约 3 万吨，比去年同期减少 60%。2022 年 1-10 月累计进口量为 101 万吨，同比减少 44.8%。

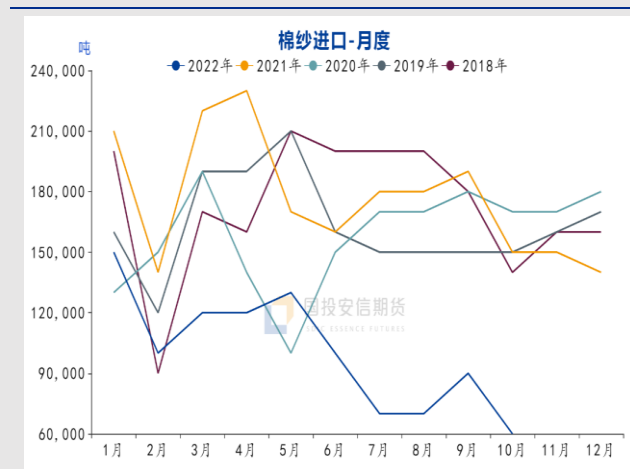
由于新疆棉禁令的影响，再加上需求较差，导致棉花内外价差出现大幅倒挂的情况，棉纱价格同样出现倒挂，市场上一直有一种声音，希望通过棉纱的出口来减轻国内供给压力，但从棉纱月度出口数据来看，与往年相比，并未出现大幅增长的情况。

图 35: 棉花月度进口数据 单位: 吨



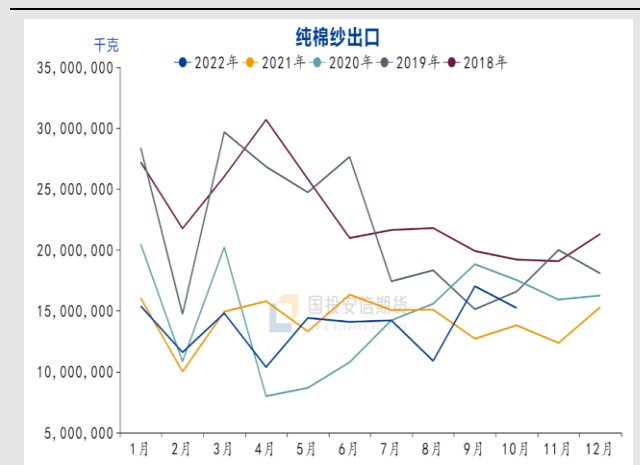
资料来源: wind, 国投安信期货整理

图 36: 棉纱月度进口 单位: 吨



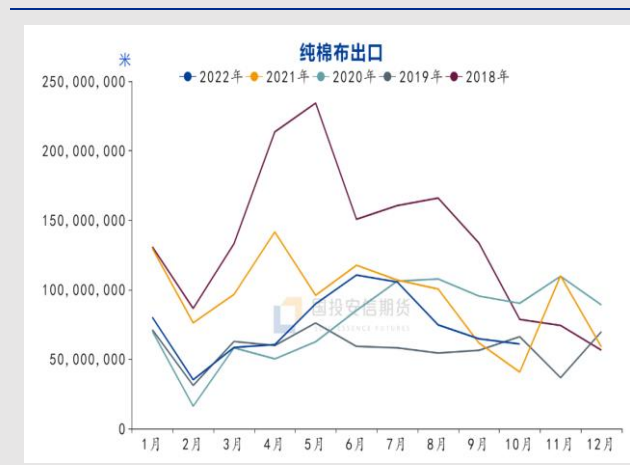
资料来源: wind, 国投安信期货整理

图 37: 纯棉纱出口 单位: 千克



资料来源: tteb, 国投安信期货整理

图 38: 纯棉坯布出口 单位: 米



资料来源: tteb, 国投安信期货整理

3.6.需求总体偏弱, 内需关注疫情

由于疫情的原因, 国内服装消费表现低迷, 上半年上海疫情, 下半年疫情在全国更是多地频发, 涉及面更广; 外需方面, 但从出口数据看, 表现尚可, 但 7 月份开始, 同比增幅大幅减少, 如果仅考虑出口中棉花消费品占比, 或已经出现大幅的减少。

近期国内防疫政策已经在逐渐调整, 居民将逐渐回归正常生活, 需求或不断改善, 但国内

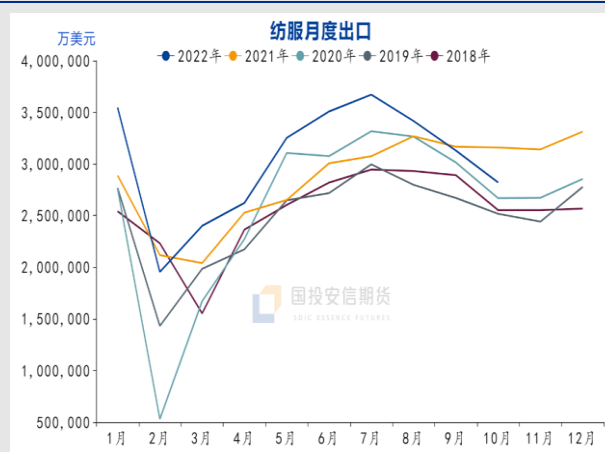
需求能否回归到疫情前水平仍值得商榷，根据欧美经验来说，疫情确实对部分消费造成了永久性的影响；过往因为疫情导致的失去的需求，大部分无法回补，随着国内防疫政策逐步放开之后，居民消费能力同样是一大影响因素。

图 39：服装零售额 单位：亿元



资料来源：ifind，国投安信期货整理

图 40：纺服月度出口 单位：万美元



资料来源：ifind，国投安信期货整理

4. 总结和展望

国际棉花

- 22/23 年度全球棉花供需逐渐宽松，从目前平衡表来看，估值区间或在 60-90 美分；供给端巴基斯坦和印度仍有扰动，产量或存在下调空间；全球棉纺需求处于下行周期中，后续或仍有下调的可能。长期价格能否继续下行，需要关注明年北半球棉花主产国的种植情况和天气情况。
- 美棉价格同时反应全球和美棉的供需情况，22/23 年度美棉平衡表仍处于偏紧状态，能否带来价格强势，需要关注美棉需求的表现，如果需求持续疲弱，即便平衡表偏紧，仍难以出现持续强势性行情。近期可以观察到，如果美棉周度签约数据偏好，价格大概率偏强。

- 全球棉纺需求仍然不乐观，终端需求的减少，导致纺企开机大幅降低，且美国作为主要进口国，其国内纺服的批发商库存，已经来到多年高位；结合市场对于未来的经济预期，消费前景同样偏弱；地缘政治和冲突对于棉纺消费同样产生负面影响，俄乌战争导致部分国家能源价格上涨，需求同样因战争遭受冲击。
- 2023 年上半年重点关注北半球主产国的种植情况和天气情况，持续跟踪全球棉纺消费的表现。

国内棉花

- 国内棉花供给总量充足，此前供给节奏受到疫情影响，随着防疫政策调整，后续这种情况将逐渐消除。2022 年是此前目标价格政策的最后一年，关注明年目标价格制度是否会做调整；由于出口受到疆棉禁令的影响，在种植端是否会做政策引导，来减轻国内过剩的压力。
- 需求端“内忧外困”，但随着国内防疫政策的调整，预计需求逐渐复苏；由于疫情影响，内需能否彻底回到疫情前，仍值得商榷；在经历长期防疫之后，居民消费能力同样受到影响。因此中期需求或逐渐修复，长期消费仍受限于消费能力和疫情的冲击。外需方面，疆棉禁令仍是长期压制，在叠加全球棉纺消费处于下行周期中，因此长期出口或延续偏弱的表现。
- 下游原料库存在历史低位，成品棉纱和坯布库存在高位，短期企业经营压力仍然较大，或需要终端有起色之后，对于棉花补库需求才会逐渐启动。
- 新棉成本仍是 2022 年四季度，乃至 2023 年上半年重要的参考；轧花厂提前变现的意愿仍然较强，需求恢复也需要一个过程，因短期棉花仍面临一定的压力，但中期预计随着需求逐渐恢复，价格或震荡上行；长期国内棉价仍要看疫情彻底放开后需求表

现，以及新年度供给情况，从目前看，仍不具备长期上行的基础。

- 风险点：疫情和消费、收储政策、新年度种植、新疆棉禁令等。

【免责声明】

本研究报告由国投安信期货有限公司撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。国投安信期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为国投安信期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为国投安信期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国投安信期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

国投安信期货研究院

北京市

地 址：北京市西城区广安门外南滨河路1号高新大厦12层

上海市

地 址：上海市虹口区杨树浦路168号17楼

公共邮箱：gtaxinstitute@essence.com.cn

国投安信期货官方微信



国投安信期货 APP

