

棉花：叶落知秋，后市压力明显

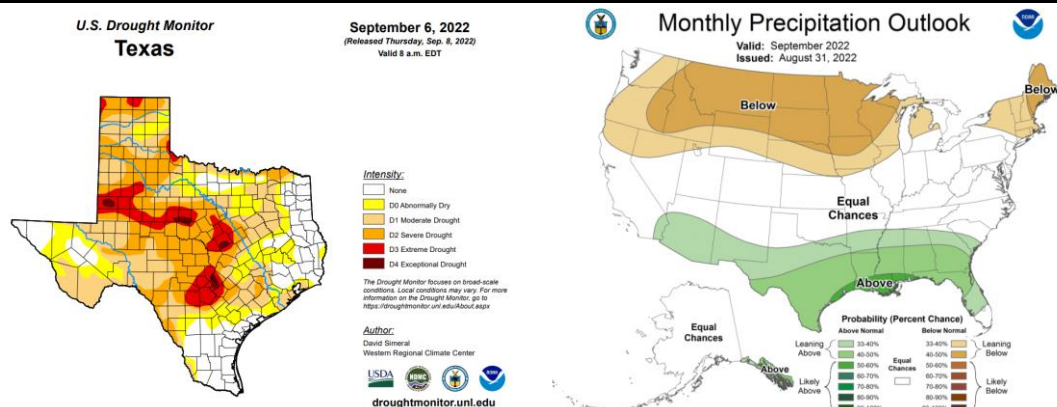
华安期货 姚禹

9月中旬 USDA 发布的供需月报与上月相比，大幅上调美棉产量 27 万吨，全球产量上调 31 万吨；消费端方面，小幅下调全球棉花消费量 10 万吨，全球最终库存本月增加 43.1 万吨。整体来看，全球供需偏紧格局略有好转。

虽然此前巴基斯坦洪灾引发市场对于全球产量的担忧，但之前 USDA 对于美棉减产过于悲观的估计给予其充足的上调空间。根据最新的美棉生长报告数据，虽然受到极端干旱天气影响导致美棉的优良率处于低位，但美棉盛铃率远高于去年同期与近五年均值水平。9 月报告中 USDA 对于美棉 42.87% 的弃耕率仍未做出变动，然而由得州地区旱情监测系统可以看出，受旱情影响的面积正逐步减少；同时美国国家气象局预测近一月以来得州中南部地区将迎来一次明显的降水过程，这也是此次美棉产量同比大幅增加的主要原因。美棉临近收割期，市场对于天气升水因素的炒作热情将进一步降低。

图 1 得州地区旱情监测

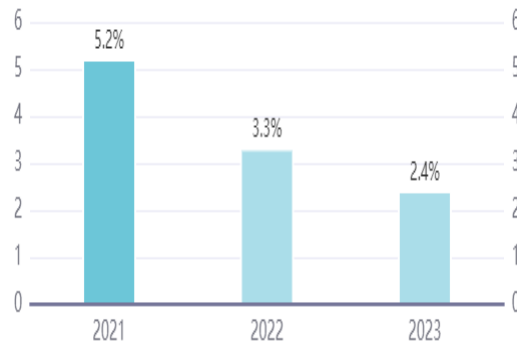
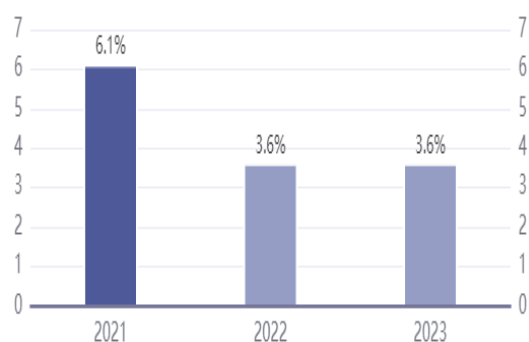
图 2 全美月度降水展望



在全球经济增速放缓的大背景下，笔者认为 USDA 在 9 月报告中对于全球棉花消费的预估仍显乐观。相较于 21/22 年度，9 月报告中预估 22/23 年度全球消费量 2583 万吨，同比仅减少 18 万吨，减幅 0.69%。据 IMF 发布的最新全球经济展望显示，预计 2022 年和 2023 年的全球经济增速预期均下调至 3.6%，相比此前 1 月份发布的数据，此次报告分别将 2022 年和 2023 年的增速预测下调了 0.8 和 0.2 个百分点。2023 年之后，全球经济增速预计将放缓，并在中期回落至 3.3% 左右。其中在发达经济体，2022 年整体经济增长预测从 3.9% 下调至 3.3%；2023 年从 2.6% 下调至 2.4%。棉制品作为非刚需消费，发达经济体一直是消费的主力军。但在以美国为代表的发达经济体通胀压力面前，纷纷采取收紧财政的政策。

图 3 经济增速预测：全球

图 4 经济增速预测：发达经济体



8 月因处于美联储加息的真空期，叠加美棉减产的炒作，美棉价格再次上涨。9 月美联

储议息会议再度归来，鲍威尔直言“到明年底基准利率仅略低于 4%”，不仅反驳了市场对 2023 年下半年开始降息的期待，同时也暗含 9 月将维持加息的势头。美国 8 月 CPI 同比达 8.3%，再超市场预期。当前发达经济体通胀粘性较强，预期年内维持高位难以回落。按照当前美联储 2.33% 的利率来看，美联储仍有 170BP 左右的加息空间，而这无疑会进一步诱发经济衰退的可能性。通过美国主要纺织服装进口国 7 月的部分数据可以明显看出，进口总量呈现出同环比双减的局面。高通胀的局面压制了普通消费者的消费需求，尤其是对于服装类的非刚需消费需求。

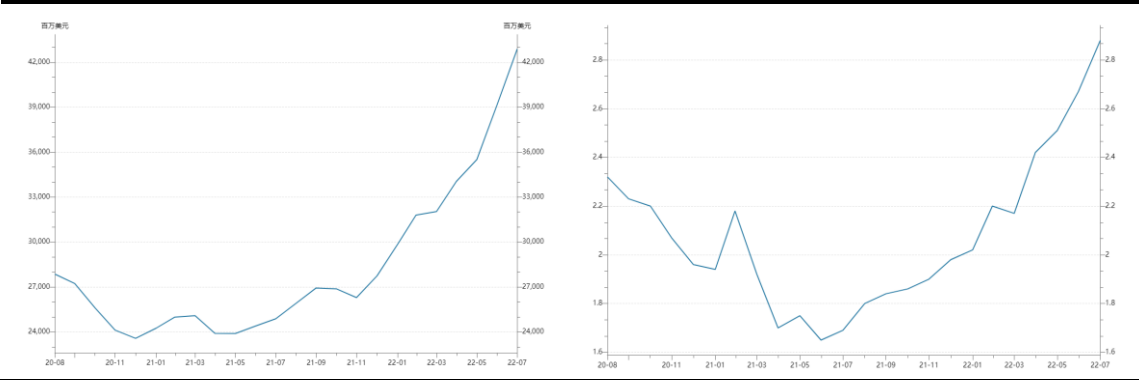
表 1 美国主要纺织服装进口国占比统计

| 进口国别 | 7 月（亿平方米） | 同比（%） | 环比（%） | 7 月占比（%） |
|------|-----------|---------|---------|----------|
| 中国 | 32.07 | -8.97% | -1.26% | 47.75% |
| 印度 | 6.88 | -6.71% | -18.15% | 10.25% |
| 越南 | 6.31 | 18.7% | 10.37% | 9.39% |
| 进口总量 | 67.17 | -24.71% | -33.44% | - |

美国批发商库存面临累库的窘境，也直接导致了纺织服装进口数量的降低。从 2021 年度开始，美国批发商库存金额就呈现出震荡攀升的局面。虽然其中有通货膨胀的“功劳”，但我们结合美国批发商库存销售比来看，其数据也是呈现上扬趋势，截至 2022 年 7 月，库销比高达 2.88。严重的胀库局面，削减了美国批发商下达新订单的欲望。东南亚等纺织国家作为出口欧美市场的主力军，从年初的排单火爆到如今的少单、无单可接，工厂放假现象增多，开机率严重下滑，进一步佐证了纺服消费疲软的现状。

图 5 美国批发商库存：非耐用品：服装面料

图 6 美国批发商库存销售比：非耐用品：服装面料



国内方面，今年新棉丰产基本已成定局，国家棉花市场监测系统预计全国新棉总产 606.1 万吨，加上去年结转的约 200 万吨的天量期末库存，今年我国棉花供应无忧。目前部分地区新棉陆续开秤，价格基本处于 6-8 元/公斤，大幅低于去年价格。虽然今年种植成本较去年有所上升，但国家对于棉农 18600 元/吨的补贴政策仍在实施，依然能够保障棉农的利益。但笔者认为，出于对去年所获得收益的巨大心理落差，不排除棉农短期内的挺价行为。由于轧花厂去年亏损惨重，关停近 20% 的产能；加之银行放贷更加严格谨慎，其资金流转压力更为吃紧，今年轧花厂无心也无力参与到抢收之中，因此今年基本上不会出现抢收抬价的行情。缺乏轧花厂参与的积极性，棉农即使前期挺价，但无人敢接，在后期新花大量上市的压力之下，只能降价销售。因此，笔者认为，今年新棉开秤价格将呈现出“低—高一低”的格局，并且价格高点将重回往年的“八元时代”。

对于轧花厂手中的陈棉而言，因轧花厂手中陈棉处于巨额浮亏，故其不愿把陈棉通过收储形式售出将浮亏变为实亏，仍期待价格传统旺季以及新棉收购的双重推动下有所回升。11 月份合约将是解决陈棉问题的最后合约。目前 11 月份合约持仓量约 17 万手，远高于正常年度，表明有大量陈棉将会以交割的形式解决。但对于这些陈棉而言，交易所规定，自 8 月 1 日起陈棉每个日历日贴水 4 元/吨，至 11 月份的第 15 个交易日止，即等到 11 月交割，

陈棉每吨将会贴水 304 元。对于期棉交割贴水的硬性规定会压制陈棉价格；同时，在低价新棉可供选择的情况下，市场中的理性参与者，不会去选择高价老棉。届时，市场对于陈棉的抛售又会形成新一轮对棉价的制约。

图 7 2021 年 9 月、11 月合约持仓量

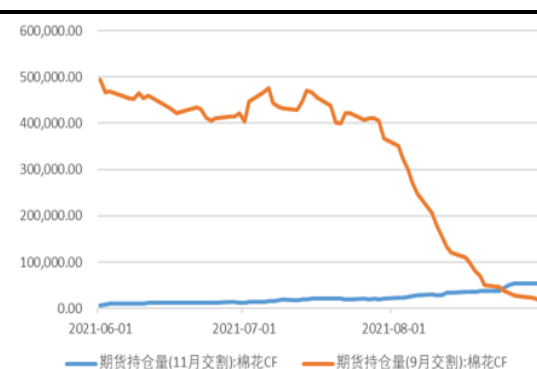
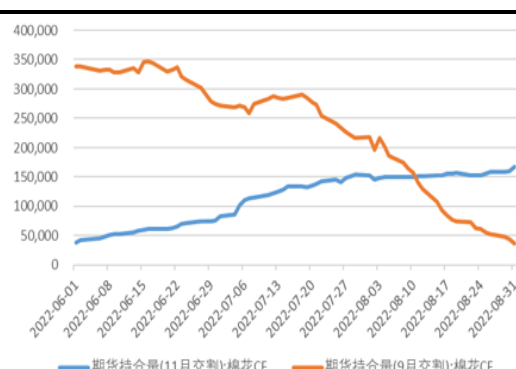


图 8 2022 年 9 月、11 月合约持仓量



对于国内消费端，在“金九银十”传统消费旺季的刺激作用下，纺企备货行为有所上升。盘踞高位多日的纱线库存天数也有所回落，开机率从低位反弹。市场对于旺季开启仍有些许期待，但整体开机率仍处于近年来同期最低水平。目前疫情又呈现多点散发局面，国庆将至，各省市防疫政策再度收紧，或对出游产生一定影响。一旦“旺季不旺”再度来袭，将对市场价格产生反向推动。市场期待有多深，价格“伤害”有多狠。今年度受到美国疆棉禁令的影响，叠加大量欧美订单流回东南亚，我国纯棉制品出口受到严峻挑战。虽然我国出口金额表现亮眼，但不乏受到全球通胀以及化纤制品贡献的影响。不能否认的是，以东南亚为代表的纺织出口国和印度等老牌纺织大国正不断冲击我国在全球棉纺织大国的地位，而美国的相关政策似乎有不断加快这一趋势的势头。外需疲软，仅依靠内需拉动棉纺织消费前途漫漫。

综上所述，在新棉开秤价格临近时，不排除市场出现短期炒作小幅推高价格的可能性。但从长期而言，郑棉缺乏向上运行的持续推动力。