

2023 年报

华安期货

投资咨询业务资格

证监许可[2011]1776

农产品研究组

姚禹 分析师

从业/投资咨询证号:

F3078315/Z0018225

电话: 0551-62839161

Email: tzzx@haqh.com

网址: www.haqh.com

华安期货温馨提示:

学期货, 明规则

识风险, 保权益

三分寒意, 七分暖流

——2023 棉花市场展望

2022 年 12 月 20 日

要点提示:

1. 国内政策东风吹;
2. 需求预期战鼓擂;
3. 累库压力终不复;
4. 消费复苏尽开颜。

市场展望与投资策略:

对于2023年度美棉运行逻辑, 我们认为, 由于拉尼娜现象可能会影响到3月份, 其造成的干旱后果可能会在一定程度上减少棉农的种植意愿, 而这也将在上半年度消费低迷的不利影响, 因此上半年度美棉或将维持震荡微涨的局面。由于厄尔尼诺现象在2023年度下半年将占据优势, 故我们判断2023年度美棉大概率呈现出种植面积同比减少但总产同比增加的局面。对于下半年, 在通胀见顶回落预期消费改善的前提下, 美棉价格继续上行概率较大。

就2023年国内棉花的运行逻辑来说, 我们认为, 在上半年度, 受制于库存消化压力以及需求改善在短期内难以有效兑现, 但在种植期间内的天气因素炒作的支撑下, 棉价或以“走小步”为主。对于终端消费的边际反弹预期是吹响下半年棉价上行的冲锋号。2023年度的“金九银十”或不再像2022年这般似镜中水月, 政策宽松、消费复苏、需求改善将是下半年度炒作的热门话题, 棉价蕴含充沛的向上动能。

目录

一、2022 年行情走势回顾	1
二、基本面分析	2
2.1 全球 23/24 年度棉花种植面积预计缩减	2
2.2 主产国棉花供需基本面	4
2.2.1 旱情缓解，通胀隐约见顶，23/24 美棉需求有望恢复	4
2.2.2 FTA 协定生效，印度纺织出口前景良好	7
2.2.3 巴西、澳大利亚产量出口或持续双增	8
2.3 国内棉花基本情况	9
2.3.1 国内 23/24 年度棉花种植面积预计小幅缩减	9
2.3.2 新一轮收储工作或适时开展	11
2.3.3 库存减负，被动去库存阶段临近	12
2.3.4 棉花 23/24 年度进口或增加，美棉仍占主导	13
2.3.5 政策利好，下游将重启活力	14
2.3.6 海外出口市场有望复苏	15
2.3.7 国内消费蕴含庞大反弹动能	16
2.3.8 运动服饰子板块领衔纺织板块上市公司表现	17
三、2023 年市场展望与投资策略	18
免责声明	19

图表目录

图表 1: 内外盘棉花期价（左轴：元/吨；右轴：美分/磅）	1
图表 2: 全球棉花供需平衡图（万吨）	2
图表 3: 全球棉花收获面积（亿亩）	2
图表 4: 棉花与竞争作物比价	2
图表 5: 全球棉花补贴总额概览	3
图表 6: 全球棉花播种面积（亿亩）	3
图表 7: 全球 GDP 增速预测与棉花消费增速对比	3
图表 8: 全球棉花供需平衡表（万吨）	4
图表 9: 美棉播种——收获面积（万亩）	5
图表 10: 得州干旱指数（DSCI）	5
图表 11: Official NOAA CPC ENSO Probabilities	6
图表 12: 季度降水展望	6
图表 13: 美棉当前市场年度合约总额（万包）	6
图表 14: 21/22 年度美棉主要出口国	6
图表 15: 美国批发商库存（百万美元）	7
图表 16: 美国服装及附着件进口金额（亿美元）	7
图表 17: 印度棉花供需平衡图（万吨）	7
图表 18: 中印 C32S 棉纱价差运行情况（元/吨）	7
图表 19: 印度棉纱出口情况（万吨）	8
图表 20: 印度纺织及副产品出口金额（千亿卢比）	8
图表 21: 巴西棉花供需平衡图（单位：万吨）	9

图表 22: 澳大利亚棉花供需平衡图 (单位: 万吨)	9
图表 23: 中国棉花播种面积 (万亩)	10
图表 24: 中国棉花产量 (万吨)	10
图表 25: 新疆棉花种植成本 (元/亩)	10
图表 26: 21/22-22/23 年度新疆 3128B 籽棉收购价 (元/斤)	10
图表 27: 2022 年度收储情况	11
图表 28: 储备棉库存结构 (万吨)	11
图表 29: 棉花商业库存 (万吨)	12
图表 30: 我国棉花消费估算 (万吨)	12
图表 31: 库存周期示意图	12
图表 32: 我国棉花进口关税配额 (万吨)	13
图表 33: 我国棉花进口情况 (万吨)	13
图表 34: 盘面纺纱利润 (元/吨)	14
图表 35: 主流地区纺企纱线库存天数	14
图表 36: 开机率: 喷水、喷气织机	14
图表 37: 棉纺织行业采购经理人指数 (PMI)	14
图表 38: 中国纺织品出口金额 (亿美元)	15
图表 39: 零售额: 服装鞋帽、针、纺织品类: 当月值	15
图表 40: 21/22 年主要服装出口国占全球总出口份额	15
图表 41: 21/22 年度全球服装市场规模 (百万美元)	15
图表 42: 国内服装类零售额总计 (亿元)	16
图表 43: 零售额: 服装鞋帽、针、纺织品类 (亿元)	16
图表 44: 固定资产投资完成额: 纺织服装服饰累计同比	16
图表 45: 纺织服装商户销量指数	16
图表 46: 纺织子行业近一年涨跌幅	17
图表 47: 国内龙头上市运动品牌收入与净利润增幅	17
图表 48: 纺服板块上市公司收入与净利率散点分布	18
图表 49: 上市公司收入增长率分布	18

一、2022 年行情走势回顾

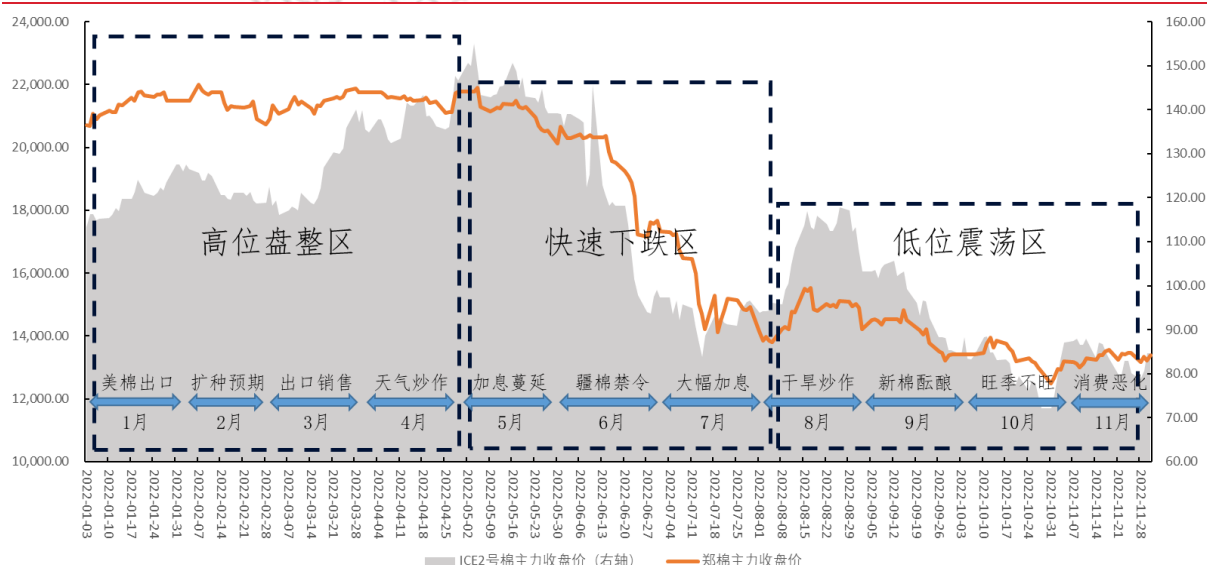
2022 年棉价经历一轮完整的牛熊周期转变，价格由“天堂”跌入“地狱”。根据棉价运行期间，我们可以将 2022 年行情分为以下三个阶段：

第一阶段（2022.01-2022.04），高位盘整区。在 2022 年 1 月-4 月，郑棉高位整理，新单跟进情况不容乐观，下游纺纱利润因原料价格高企处于亏损状态；扩种预期亦使市场不看好后市，棉价整体波动率处于低位，疲态初现。同时段内 ICE 棉价因当期出口周报签约销售数据屡创新高，以及旱情炒作的背景下，资本的狂欢使得市场忽略了加息初期的利空效应，推动棉价达到近十年来高点。在此阶段，内外棉价差急剧缩小，已略有倒挂痕迹。

第二阶段（2022.05-2022.07），快速下跌区。在美国持续高位通胀的压力下，美联储采取大幅加息的姿态，引发市场对于全球经济衰退的担忧。高棉价压制纺厂的采购热情，美棉签约量降至年度内低点，CFTC 非商业净多持仓也呈现断崖式减仓局面，基金炒作热情下降，美棉跳水式下跌。国内因美国疆棉禁令生效，内棉制品出口欧美市场严重受阻，订单锐减，原料大规模采购基本停滞，叠加外棉崩盘情绪带动，郑棉快速下跌，内外棉进口价差倒挂严重。

第三阶段（2022.08-2022.12），低位震荡区。在经历前期快速下跌后，市场对于双拉尼娜旱情的炒作，配合 USDA 对于大幅调高美棉弃耕率的推波助澜，美棉触低反弹；郑棉受制于国内基本面羸弱跟涨有限。9 月国内新棉上市，抢收话题未成功炒作，籽棉价格回落至往年正常价格区间；“金九银十”旺季不旺，受宏观环境形势严峻影响国内外消费环境进一步恶化，需求端难以有效好转，内外棉低位震荡。

图表 1：内外盘棉花期价（左轴：元/吨；右轴：美分/磅）



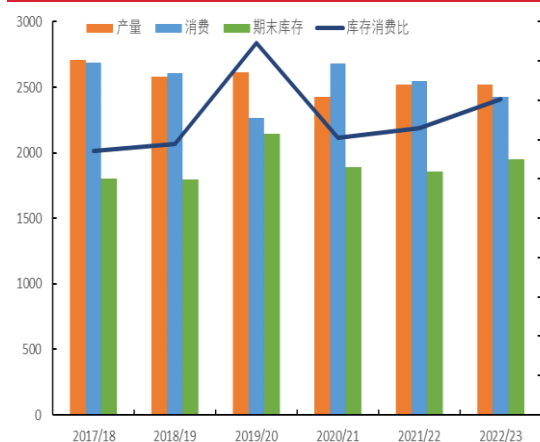
资料来源：华安期货投资咨询部；同花顺 iFind

通过对 2022 年整年的行情走势回顾，我们能够明显发现，当年度宏观逻辑对产业逻辑具有明显的指导性作用。2022 年度全球扩种增产预期基本已达成共识，市场对于供应端的炒作力度有限，重心在于需求端。棉花终端制品纺服消费具有非刚性消费特征，需求高低易受到经济运行好坏的影响。因此，我们除了需要关注 2023 年度棉花供需基本面之外，还需要关注 2023 年度宏观逻辑的运行方向。

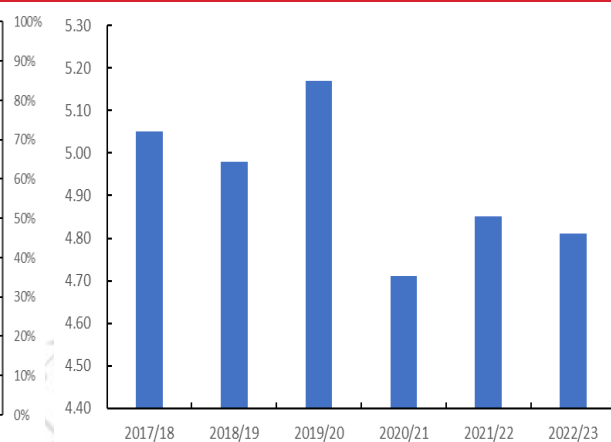
二、基本面分析

2.1 全球 23/24 年度棉花种植面积预计缩减

图表 2: 全球棉花供需平衡图 (万吨)



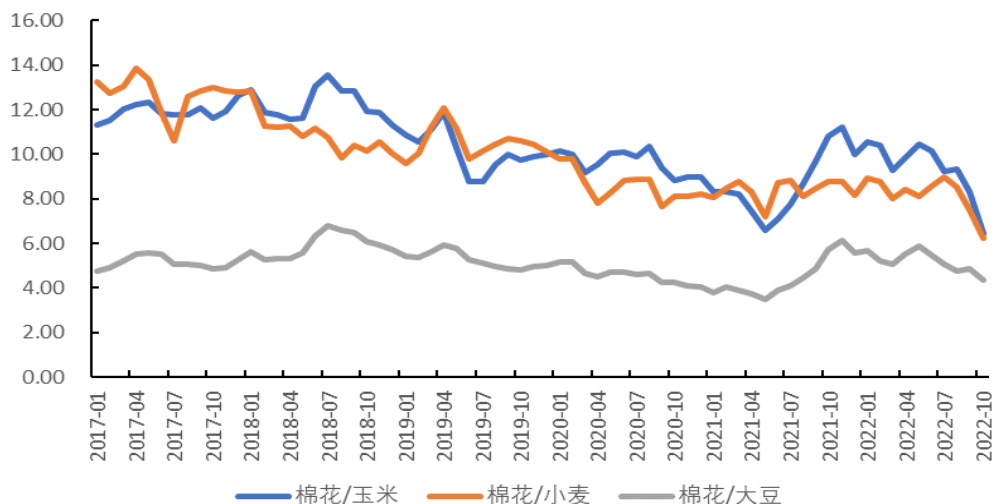
图表 3: 全球棉花收获面积 (亿亩)



资料来源: USDA; 华安期货投资咨询部;

2017-2022 年全球棉花总体产量维持稳定，基本维持在 2400-2600 万吨区间内窄幅波动。2022 年度受双拉尼娜天气影响，全球棉花产量并未如年初预计般出现暴增局面，弃耕率攀升，收获面积反而较 21/22 年度小幅下滑，导致全球预估 22/23 产量较去年持平。对于 2023 年全球棉田面积预估，我们对此并不持乐观态度。

图表 4: 棉花与竞争作物比价



资料来源: Wind; 华安期货投资咨询部

近年来棉花与玉米、小麦、大豆这些竞品的比价走势呈现波动下降的特征，在 2022 年下降尤为明显。棉花与玉米、小麦的比价在之前由“14”的高点回落到目前“6”附近，与大豆的比价也低至“4”左右。随着棉价在 2022 年度的断崖式下跌，种植棉花所带来的绝对收益也大幅缩水。除此之外，全球棉花补贴在去年的超水平也在一定程度上会影响棉花播种面积。

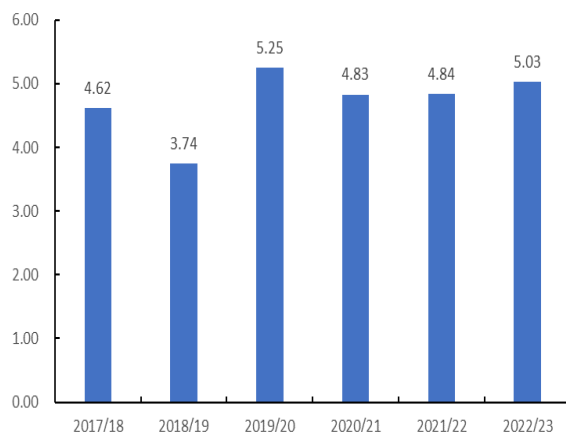
图表 5: 全球棉花补贴总额概览

年度	补贴总额	每磅补贴额度	较上年变动
	10 亿美元	美分/磅	美分/磅
2016/17	4.45	8.7	-6.6
2017/18	5.51	9.3	0.6
2018/19	5.74	10.0	0.7
2019/20	8.52	14.7	4.7
2020/21	8.29	15.4	0.7
2021/22	3.52	6.3	-9.1

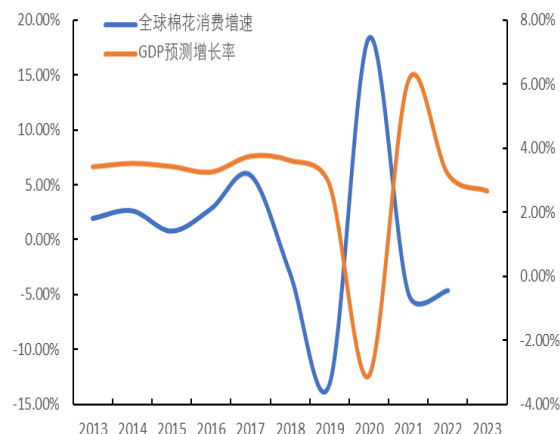
资料来源：ICAC；华安期货投资咨询部

2016/17 年度和 2017/18 年度，全球享受补贴的棉花产量占棉花总产量的比重比重为 45%，2018/19 年度到 2021/22 年度，这个比重在 66-70% 之间。该比重不断增加，体现出政府补贴对于稳定棉花种植的重要程度，二者之间的相关性不断上升。21/22 年度全球棉花补贴为近十年来的最低点。补贴政策的变化或影响新年度农民种植意愿。由于当年度种植补贴会在下一年度发放完毕，因此种植补贴对于棉花播种面积大致有滞后两期的影响作用。21/22 年度种植补贴大幅缩水，在一定程度上影响棉农的积极性；同时，全球棉花播种面积连续 3 年攀升，达到阶段性高点，22 年度棉价由高位回落，压缩棉农种植利润，故我们不排除 23/24 年度全球棉花播种面积小幅缩水的可能性。

图表 6: 全球棉花播种面积（亿亩）



图表 7: 全球 GDP 增速预测与棉花消费增速对比



资料来源：USDA；Wind；华安期货投资咨询部

受到新冠疫情以及地缘政治不稳定因素增加的影响，在 2022 年度全球棉花消费增速继续维持负值。从全球 GDP 增速预测与棉花消费增速二者之间的走势可以看出，前者对于后者大致有滞后一期的影响。IMF 预测 2023 年全球 GDP 增速为 2.66%，降幅相对于前几年明显放缓。2022 年度全球经济陷入谷底，22/23 年度全球棉花消费总量达到极低值，全球库存比处于近 6 年来的第二高位，期末库存压力明显上升；2023 年度全球主要国家财政政策逐步由收紧转向宽松，疫情造成的消极影响也在逐步回落。

因此，我们预计 2023 年度上半年在之前市场惯性的推动作用下，消费仍以观望去库存为主，好转程度有限；但 2023 年度下半年随着市场信心的恢复，边际消费复苏或呈现快速反弹状态。

图表 8: 全球棉花供需平衡表 (万吨)

年度	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23
期初库存	1785	1803	1797	2142	1888	1860
产量	2708	2580	2616	2427	2519	2519
进口	904	924	886	1060	934	920
出口	906	903	894	1061	933	920
消费	2688	2606	2264	2680	2548	2430
期末库存	1803	1797	2142	1888	1860	1950
库存消费比	67.08%	68.96%	94.61%	70.45%	73.00%	80.25%

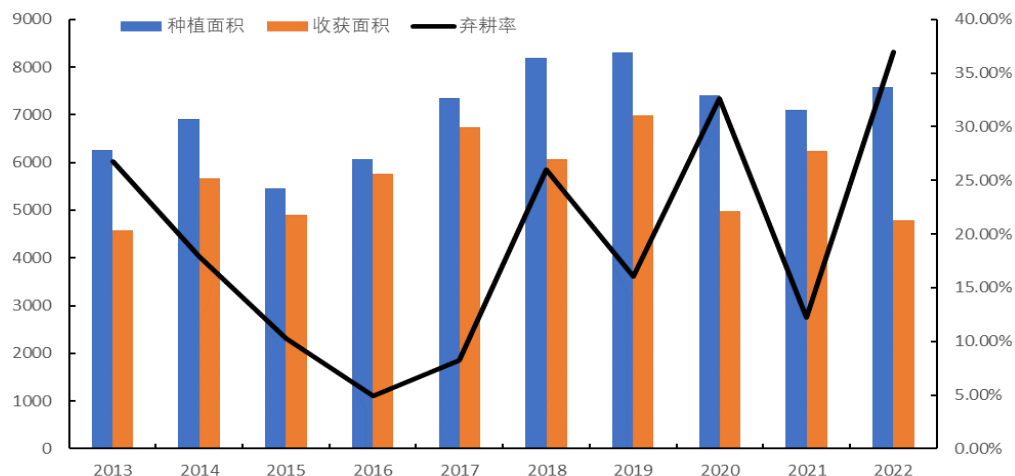
资料来源：USDA；华安期货投资咨询部

2.2 主产国棉花供需基本面

2.2.1 旱情缓解，通胀隐约见顶，23/24 美棉需求有望恢复

对于 2023 年度美棉运行逻辑，我们认为，由于拉尼娜现象可能会影响到 3 月份，其造成的干旱后果可能会在一定程度上减少棉农的种植意愿，而这也将在上半年度消费低迷的不利影响，因此上半年度美棉或将维持震荡微涨的局面。由于厄尔尼诺现象在 2023 年度下半年将占据优势，故我们判断 2023 年度美棉大概率呈现出种植面积同比减少但总产同比增加的局面。对于下半年，在通胀见顶回落预期消费改善的前提下，美棉价格继续上行概率较大。

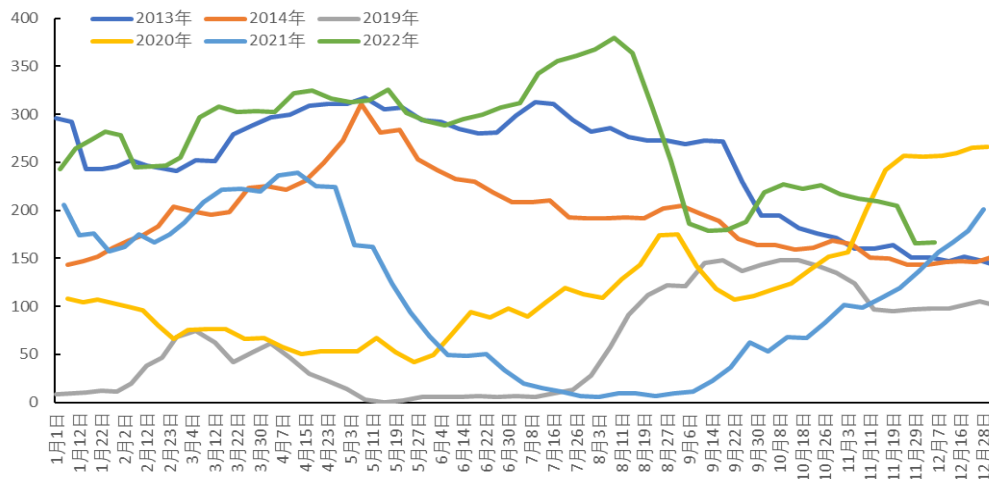
图表 9: 美棉播种—收获面积（万亩）



资料来源：USDA；华安期货投资咨询部

2022 年度美棉播种面积处于高位，收获面积却处于近十年来的最低值。得州地区的干旱是造成弃耕率飙升的主要原因。虽说我们对于 USDA 评估如此高位的弃耕率持保留态度，但其在一定程度上的确减缓了棉价的回落速度。新年度棉花种植工作将再度拉开帷幕，种植期间的天气因素会成为市场反复炒作的焦点，对于 2023 年美棉主产区得州地区的天气形势判断是我们必须要面对的难题。

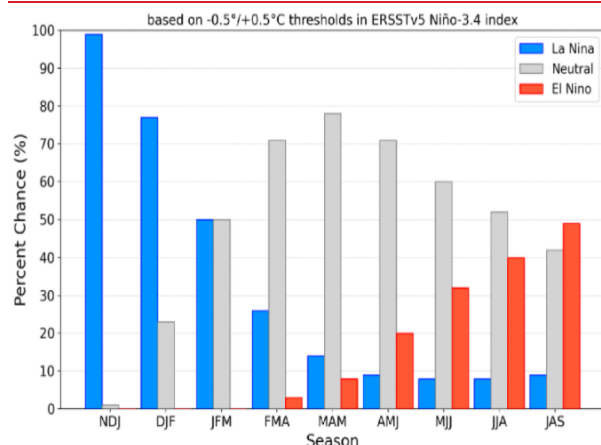
图表 10: 得州干旱指数 (DSCI)



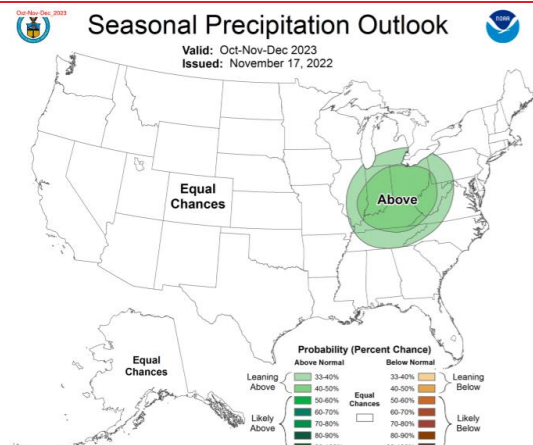
资料来源：U. S. Drought Monitor；华安期货投资咨询部

2022 年度受到双拉尼娜的影响，得州地区面临严重旱情。而根据 NOAA 的最新预测，拉尼娜现象将会持续到 22/23 年北半球的冬季（12-3 月）。而在 23 年的春季（3-5 月）之后，拉尼娜对全美地区的影响将逐步减弱，厄尔尼诺现象发生的可能性将会增加。因此，我们预计 2023 年度在棉花种植期间发生极端旱情的概率不高，在新年度内难以通过旱情来对棉价进行炒作。

图表 11: Official NOAA CPC ENSO Probabilities



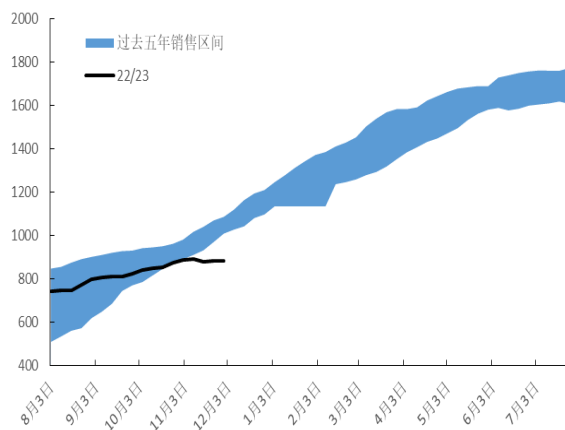
图表 12: 季度降水展望



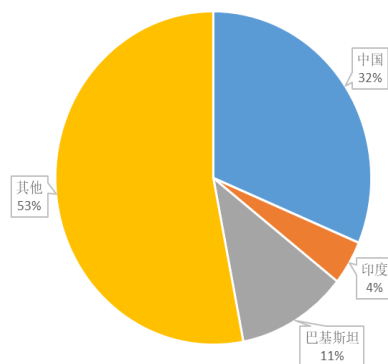
数据来源: NOAA; 华安期货投资咨询部

对于美棉价格另一个重要影响因素是美棉出口销售情况。虽说 22/23 年度开局签约总量较 20/21 以及 21/22 年度分别上涨 9.95% 和 39.76%，但后劲不足。就目前 22/23 年度美棉签约的销售量来看，大幅低于过去 5 年所销售数量的区间水平，比同期销售区间的最小值少约 120 万包。21/22 年度美棉出口的第一大国为中国，中国已连续两年成为美棉的第一大出口国，截止到 2022 年底，中国依然保持最大进口国地位。2022 年中国纺织行业开工率严重不足导致对美棉的需求量大幅下滑，除中国外的其他主要进口国也因需求问题减少对美棉的进口。对于 2023 年度，我们认为，随着美国通胀水平的见顶回落，各国采取相关措施刺激经济举措会相应增加，尤其是中国对于美棉方面的需求可能会上升，对于 2023 年度下半年美棉签约量的恢复情况我们持乐观态度。

图表 13: 美棉当前市场年度合约总额（万包）



图表 14: 21/22 年度美棉主要出口国

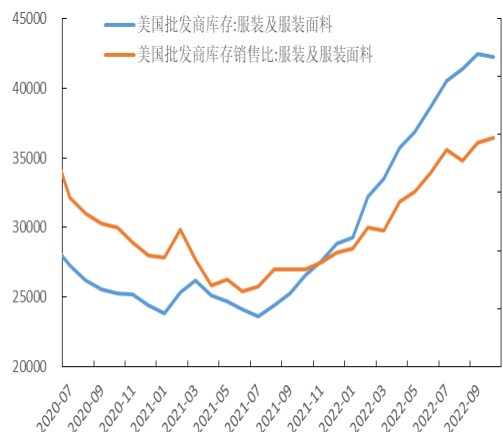


数据来源: USDA; 华安期货投资咨询部

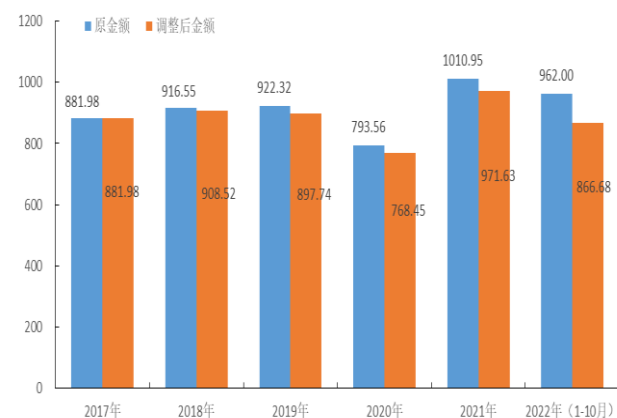
美国虽然不是棉花消费大国，却是服装消费大国。从 2021 年 7 月开始，美国进入了新一轮的累库周期，批发商库存与库消比齐步攀升。2022 年年末批发商库存开始出现拐点迹象，然而进一步冲高的库销比证明美国服装类消费低迷。我们以 2017 年为基准不变价，剔除通胀因素后，2022 年度的进口金额并不亮眼，这也是

批发商累库原因所致。因此，消化国内批发商所积压的庞大库存是 2023 年度消费端面临的难题，而这也是我们对于上半年棉花消费并不看好的原因之一；对于下半年，批发商存在刚性补库需求；同时，现阶段通胀拐点隐约出现，居高不下的通胀水平存在回落的可能性。因此，我们看好美国下半年服装消费情况。

图表 15: 美国批发商库存 (百万美元)



图表 16: 美国服装及附着件进口金额 (亿美元)



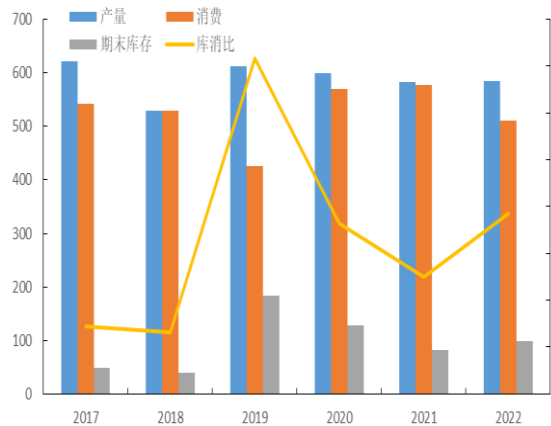
数据来源: USDA; Wind; 华安期货投资咨询部

2.2.2 FTA 协定生效，印度纺织出口前景良好

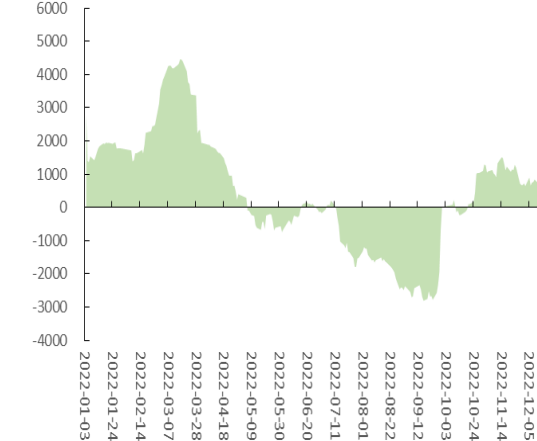
对于印度 2023 年度棉价的运行逻辑，我们认为关注点在于本国出口情况的改善。中国对于印纱的进口需求或随着价差的修复而恢复。随着 FTA 协定的即将生效，以及印度政府积极向外国寻求新的贸易协定，都有助于推动国内棉花消费需求改善，而这也将为印度国内低迷的棉价注入一剂强心针。

就印度产区而言，2022 年度的产量较上一年度小幅上涨，消费大幅下滑。这也造成了 22 年度库消比呈抬升趋势。对于新年度印度产区情况，因其种植进度及产量经常受西南季风和病虫害的影响，产量存在较大不确定性因素。投资者需要对上述两部分影响因子重点持续关注。

图表 17: 印度棉花供需平衡图 (万吨)



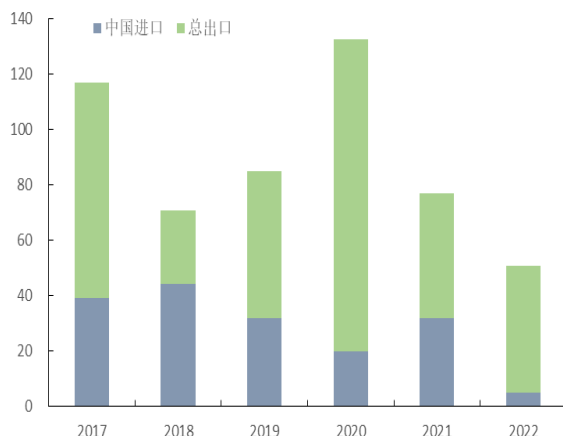
图表 18: 中印 C32S 棉纱价差运行情况 (元/吨)



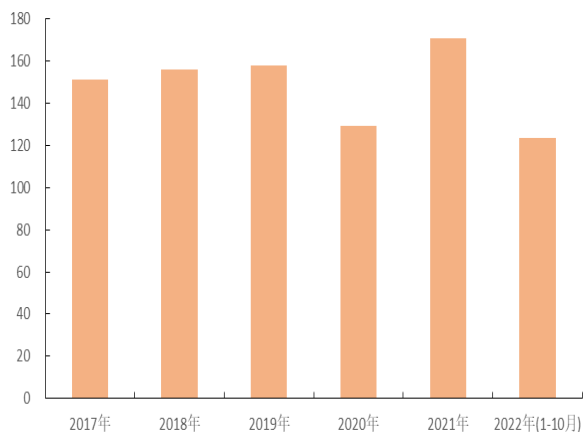
数据来源: USDA; Wind; 华安期货投资咨询部

2022 年度印度棉花消费大幅下滑的原因之一便是因为中国对于印度纱线需求的减少。印纱因其价格优势，中国作为印纱的主要出口国之一进行中低端纺织品制作。在 2022 年度由于中印纱价严重倒挂 2000 元/吨左右，中国减少对印纱的需求。但目前来看中印纱价倒挂形势有着明显的好转，印纱再次占据价格优势。从这一方面来说，我们认为在 2023 年度中国可能会增加对印纱的需求量从而带动上游印度棉花消费水平的增长。

图表 19: 印度棉纱出口情况 (万吨)



图表 20: 印度纺织及副产品出口金额 (十亿美元)



数据来源: Wind; 华安期货投资咨询部

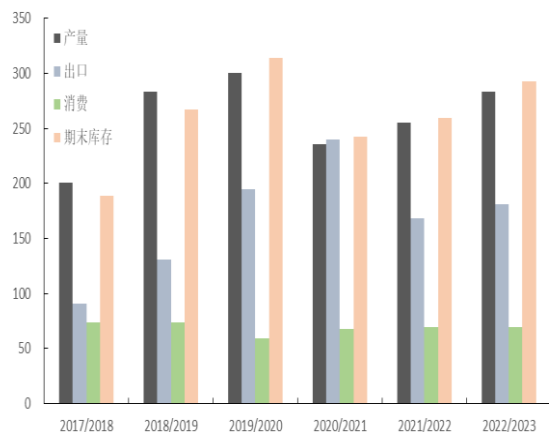
导致印度 2022 年度棉花消费水平严重下滑的另一个主要因素在于印度纺织及副产品出口的萎靡不振。在 2023 年度我们需要重点关注的是，印度与澳大利亚的自由贸易协定 (FTA) 将于 2022 年 12 月 29 日生效，印度的服装与家纺出口行业将成为最大受益群体。FTA 生效后澳大利亚对印度的零进口关税准入，消除了关税壁垒，将为印度生产高附加值产品提供动力，并增强印度在全球纺织品的出口份额及价格竞争力。

在欧美经济放缓的背景下，印度或将与阿联酋、英国、加拿大、以色列等国签署贸易协定，以上几个市场的纺织品进口总额为 600 亿美元，印度仅占 10%，若通过贸易协定可增加 5% 的市场份额，那么印度对这些国家的纺织品出口额将达到 90 亿美元，比现在的 60 亿美元增长 50%。因此，对于 2023 年度印度纺织及副产品出口情况，我们认为在一系列贸易协定签署的前提下，或将呈现快速增长局面。

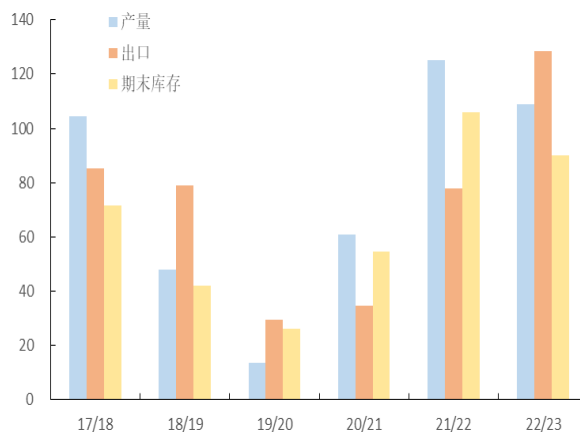
2.2.3 巴西、澳大利亚产量出口或持续双增

对于地处南半球的巴西与澳大利亚而言，21/22 年度棉花大丰收。巴西因今年 4-5 月份的干旱和霜冻导致单产调低，增产幅度下滑，但总体预计仍有 255 万吨的产量；澳大利亚地区则在 21/22 年度达到 125 万吨创记录的产量。对于这两个国家，与美国相似，其种植的棉花主要用于出口，并且隐隐与其有争雄趋势。

图表 21: 巴西棉花供需平衡图 (单位: 万吨)



图表 22: 澳大利亚棉花供需平衡图 (单位: 万吨)



数据来源: USDA; 华安期货投资咨询部

巴西棉花主产区于 12 月份开始大规模种植 22/23 年度棉花。由于 2021/22 年度巴西棉花整体高价签约售出, 叠加近几月来巴西国内棉花种植成本下跌, 棉农种植意愿明显上升。因此我们继续维持对 22/23 年度巴西棉花扩种增收的判断。

对于澳大利亚来说, 中国是其主要的棉花出口国。但由于地缘政治原因, 导致中澳关系紧张, 中国减少从澳洲采购棉花, 致使澳洲 21/22 年度出口增幅不明显, 期末库存大幅上升。对于 22/23 年度, 我们需要重点关注中澳两国关系修复情况。澳棉的船期主要集中于 5-9 月, 两国关系仍有改善的时间。就目前来看, 中国已少量恢复对澳的棉花进口。故我们看好 22/23 年度澳棉出口的增长。

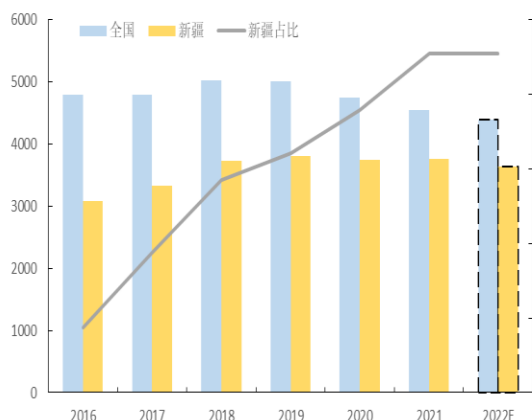
2.3 国内棉花基本情况

就 2023 年国内棉花的运行逻辑来说, 我们认为, 在上半年度, 受制于库存消化压力以及需求改善在短期内难以有效兑现, 但在种植期间内的天气因素炒作的支撑下, 棉价或以“走小步”为主。对于终端消费的边际反弹预期是吹响下半年棉价上行的冲锋号。2023 年度的“金九银十”或不再像 2022 年这般似镜中水月, 政策宽松、消费复苏、需求改善将是下半年度炒作的热门话题, 棉价蕴含充沛的向上动能。

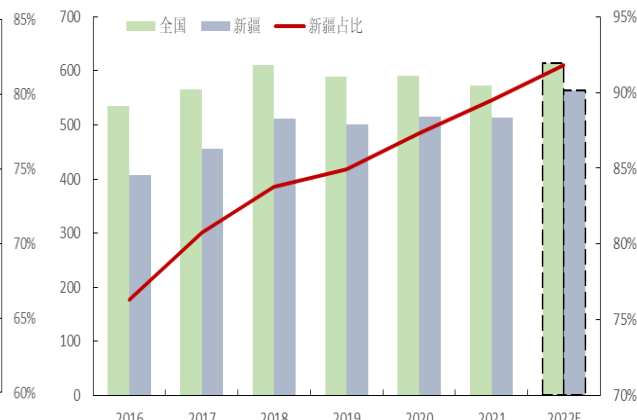
2.3.1 国内 23/24 年度棉花种植面积预计小幅缩减

由于受到政策倾向性的影响, 我国棉花的播种面积与产量呈现出集中化发展趋势。截止到 2022 年度, 新疆棉花种植面积占全国播种面积 80% 以上, 而产量高达 90% 以上。近年来我国棉田面积总体保持稳定, 2022 年度受益于种植期间内良好气象条件以及平均亩产增加的影响, 我国棉花呈现丰收局面。据国家棉花市场监测系统预测, 2022 年度全国棉花预计产量 613.8 万吨, 其中新疆产量 563.4 万吨, 同比增长 5.8%。

图表 23: 中国棉花播种面积 (万亩)



图表 24: 中国棉花产量 (万吨)



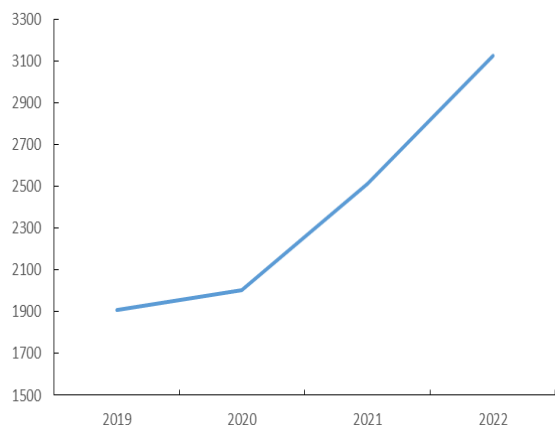
数据来源: 国家统计局; 华安期货投资咨询部

对于 2023 年新疆棉花播种面积, 我们认为并不会呈现出增长的局面, 主要原因有以下两点:

第一, 随着棉价在 2022 年度的“腰斩”, 棉花与小麦比价的竞争力趋弱。除此之外, 2022 年度是国家对于棉花种植“18600”红线的最后一年补贴政策, 对于后市的植棉补贴政策尚未有确定性文件公布。就小麦而言, 新疆对 2023 年度冬小麦生产者按 17 元/亩提前进行补贴; 其对于冬、春小麦实际补贴额度分别达到 230 元/亩、229 元/亩, 较上年分别提高了 10 元和 114 元, 提高农民种麦的积极性。

第二, 近年来棉农的植棉成本不断上升。种植成本由 2019 年的 1910 元/亩上涨到 2022 年的 3123 元/亩, 三年内涨幅高达 63.5%。2022 年度植棉成本的大幅增加, 然而与之相伴的是籽棉收购价格较去年严重缩水, 致使棉农收益减少。这将进一步打击棉农的种植积极性。

图表 25: 新疆棉花种植成本 (元/亩)



图表 26: 21/22-22/23 年度新疆 3128B 籽棉收购价 (元/斤)



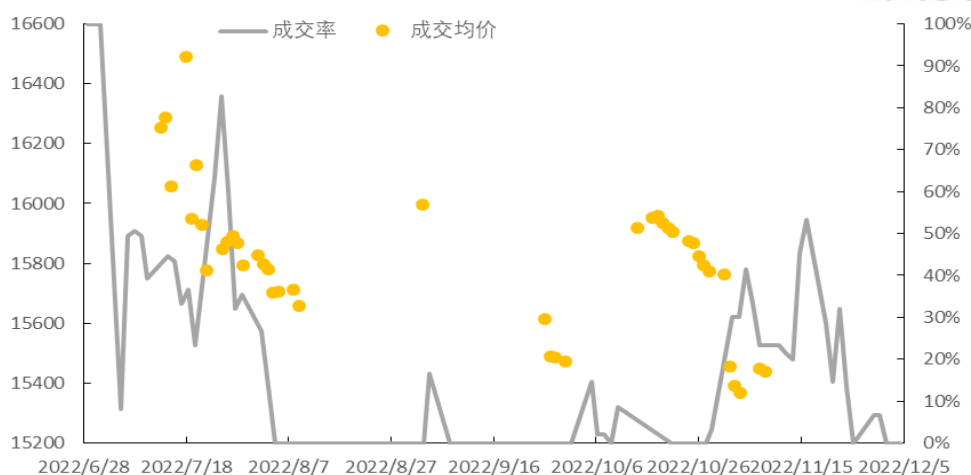
数据来源: 上海钢联; 华安期货投资咨询部

2.3.2 新一轮收储工作或适时开展

对于 2023 年度储备棉工作的开展，我们认为，在当前储备库存处于低位的背景下，有着天然的刚性补库需求。同时，由于 2022 年度市场消费表现不佳，留有大量的结转库存。因此在 2023 年度择机适时开展新一轮的收储计划概率较大。

2022 年收储工作自 7 月 13 日开展，11 月 11 日结束。计划收储 50.3 万吨，实际收储 8.67 万吨，累计成交率仅为 17.2%，成交均价也一路走低。收储的最高限价与市场交货的意愿价格存在一定程度的背离，叠加交易商挺价不愿将浮亏变为实亏，故今年收储情况表现不佳。

图表 27: 2022 年度收储情况



资料来源：上海钢联；华安期货投资咨询部

2021 年度为稳定棉价，保证棉花总供给，累计抛储 120 万吨，致使期末储备棉库存处于低位。2022 年度过低的收储量对于储备棉库存的补充犹如杯水车薪；在 2022 年度结转大量期末库存若由市场独自消化也是一个巨大的考验；同时棉价长时间在低区盘整体现市场信心不足，需要相关政策提振信心。在这三方面因素的考虑之下，我们判断政府可能会在 2023 年度择机开展收储工作。

图表 28: 储备棉库存结构（万吨）

年度	期初库存	累计抛储	累计收储	期末库存
2016	1114	266	0	848
2017	848	322	0	526
2018	526	251	0	275
2019	275	100	0	175
2020	175	50	37	162
2021	162	120.2	0	41.8
2022	41.8	0	8.67	50.47

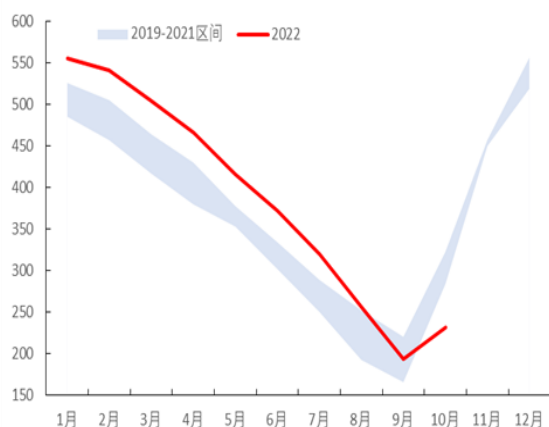
数据来源：上海钢联；华安期货投资咨询部

国家开展收储工作，目的并不是为了抬价，也并不一定会导致涨价的结果。其作用更多地是对市场资源的调控与“托”价，具体托价力度如何仍然需要与当年度具体收储公告判断。

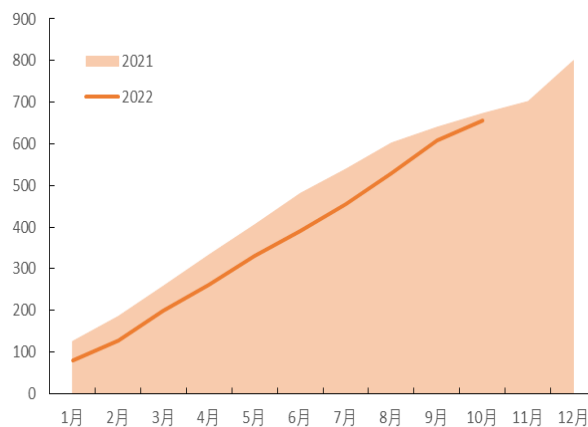
2.3.3 库存减负，被动去库存阶段临近

2022 年度我国棉花商业库存一直呈现出累库的局面，商业库存一直超过近三年来的库存区间。十月由于新疆地区疫情防控原因导致新棉采摘加工进度受阻，因此在数据中显示 2022 年度十月商业库存处于低值，但这是由于供给端的临时错配所致，并未改变库存积压的本质。随着各地疫情防控政策的优化，新疆轧花厂加工的恢复，棉花商业库存又会达到甚至超过近三年的库存区间范围。库存减负仍然是 2023 年度上半年亟需解决的难题。

图表 29: 棉花商业库存（万吨）



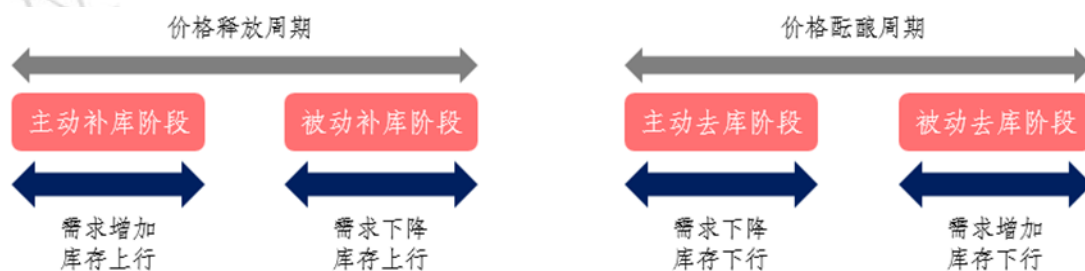
图表 30: 我国棉花消费估算（万吨）



数据来源：Wind；华安期货投资咨询部

我们从库存周期视角结合当下棉花消费情况来对价格运行周期进行一个大致的判断。对于从 2021 年度末期开始，国内消费需求下滑，但库存处于上行趋势，此时处于被动补库阶段，价格上行；2022 年我国棉花消费进一步减少，被动补库阶段深化。2023 年度库存减负是纺企的主要任务；对于消费端，我们认为在国家相关政策的推动下边际消费将会反弹。主动去库存阶段时间压缩，而被动去库阶段或在下半年出现，这也是新一轮价格释放周期的起点。

图表 31: 库存周期示意图



资料来源：华安期货投资咨询部

2.3.4 棉花 23/24 年度进口或增加，美棉仍占主导

棉花进口数量的变动也是能够直观体现我国棉花消费情况的重要指标之一。对于 2023 年棉花进口情况，我们认为，在伴随内需复苏的同时，我国棉花整体进口数量也将有所恢复，但考虑到今年所结转的库存，棉花在新年度进口或呈现小幅增长态势。

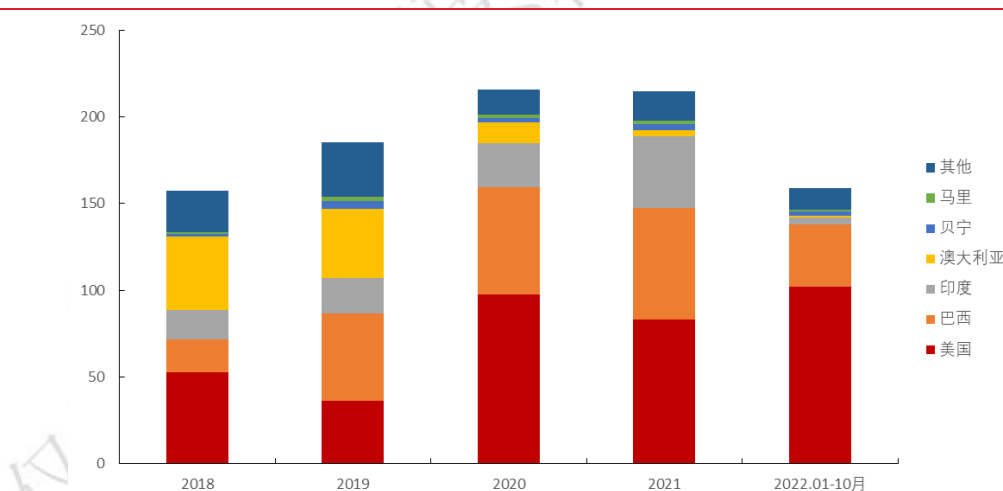
图表 32: 我国棉花进口关税配额（万吨）

年份	关税政策	
	固定配额	滑准税配额
2022 年	89.4	40
2021 年	89.4	70
2020 年	89.4	40
2019 年	89.4	80
2018 年	89.4	80

资料来源：海关总署；华安期货投资咨询部

我国棉花进口实行固定配额与滑准税配额并行的“双关税”制度。近五年我国在棉花固定配额的基础上均增发了滑准税配额，但 2022 年仅增发 40 万吨滑准税配额，较 2021 年大幅减少，与 2020 年数量相当。而这基本上也与当年度棉价运行走势相关。对于 2023 年度，我们判断滑准税配额数量较 2022 年度或小幅增加。

图表 33: 我国棉花进口情况（万吨）



资料来源：Wind；华安期货投资咨询部

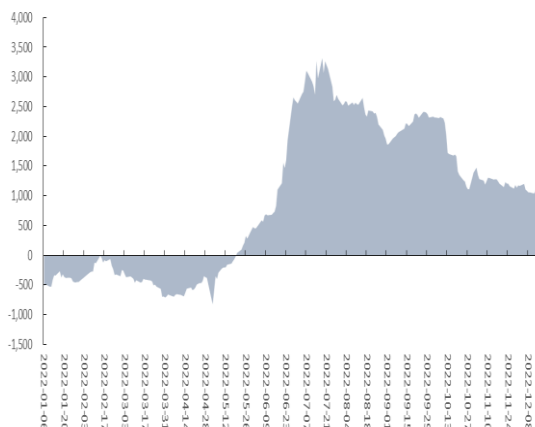
2022 年度国内棉花供应充足，消费量不及同期。因此 2022 年度棉花进口总量同比回落。从棉花进口来源国组成结构我们能够看到，2022 年度进口美棉的数量及占比即使在中美棉花价差严重倒挂的背景下也出现明显上升的局面，这主要是由于美国的“疆棉禁令”政策所导致。在 2023 年度该政策预计将继续维持，美棉在我国进口棉花结构中仍将占据重要地位。

2.3.5 政策利好，下游将重启活力

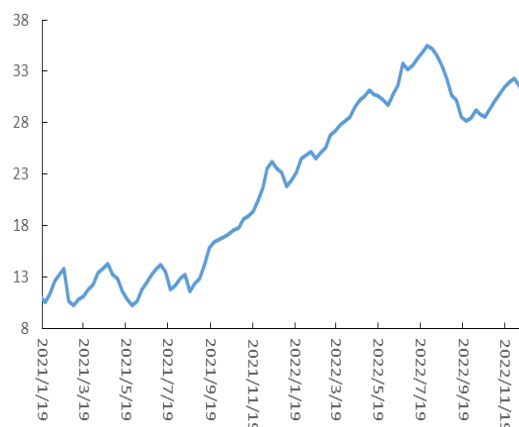
2022 年度下游表现平平的痛点在于两点：高企的棉价与屈指可数的订单量。

目前来看，高棉价问题目前已然不复存在；随着国家对于防疫政策的进一步优化以及各项刺激经济措施的出台落地，我们对于终端所反馈的订单数量的恢复持乐观态度。故我们认为，2023 年度棉纺下游产业链的持续发力是新年度棉价迈上新台阶的有效助推剂。

图表 34: 盘面纺纱利润 (元/吨)



图表 35: 主流地区纺企纱线库存天数



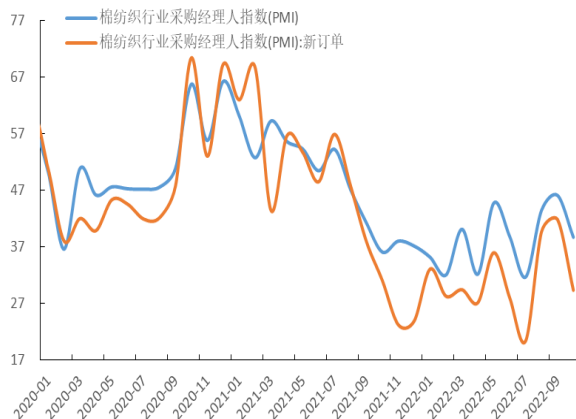
数据来源: Wind; 上海钢联; 华安期货投资咨询部

在 2022 年度上半年，纱企面临高昂的原料成本与凋零的订单需求之间双重挤压，盘面纺纱利润为负。虽然下半年盘面纺纱利润有所恢复，但高昂的累库成本让大多数纺企仍处于亏损状态。“金九银十”传统消费旺季又恰逢国内疫情多点散发，开机率严重下滑，棉纺新订单 PMI 指数跌至 2020 年度疫情爆发初期水平，致使本应处于去库阶段的纱线大幅累库，同比库存涨幅接近 100%。

图表 36: 开机率: 喷水、喷气织机



图表 37: 棉纺织行业采购经理人指数 (PMI)



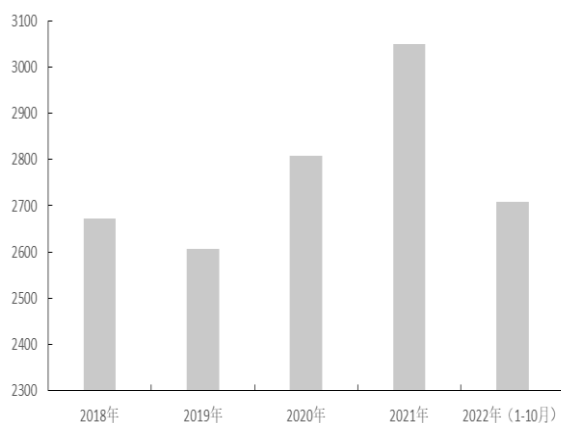
数据来源: Wind; 上海钢联; 华安期货投资咨询部

在 2023 年度，我们认为，在国家精准调整防疫政策的背景下，消费端复苏有望，棉纺行业新订单 PMI 或将触低反弹，从而带动开工率上升，库存减负，棉纺产业链下游部分将重新焕发活力。

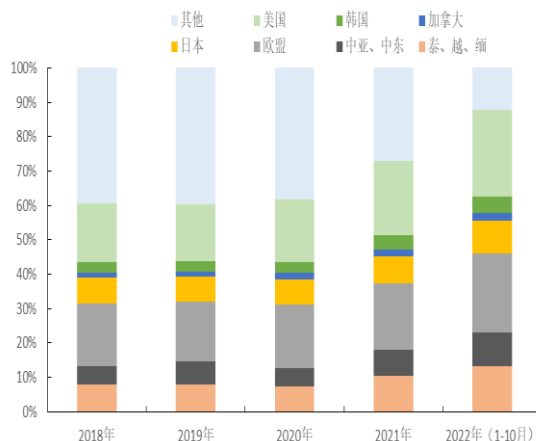
2.3.6 海外出口市场有望复苏

随着美国通胀拐点的显现，美联储加息幅度逐步放缓，主要服装消费国的购买力或有所恢复，全球服装市场规模预计较 22 年度略有增长。由于中国仍占据全球服装总出口份额绝对主导地位，美国疆棉禁令政策难以对我国造成伤筋动骨的影响。2023 年度，我们判断我国纺织品出口规模将呈现复苏局面。

图表 38: 中国纺织品出口金额（亿美元）



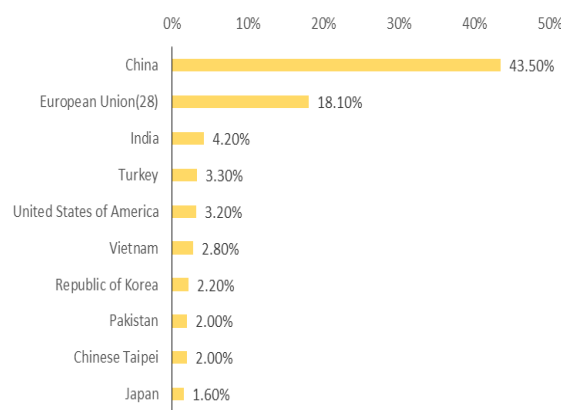
图表 39: 零售额: 服装鞋帽、针、纺织品类: 当月值



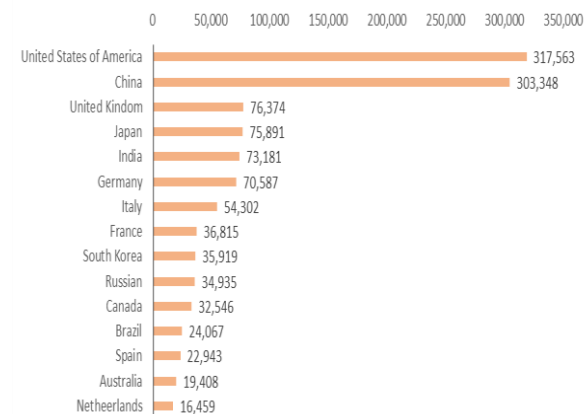
数据来源: 上海钢联; 华安期货投资咨询部

受全球经济衰退影响，欧美市场对于服装类非刚性消费需求降低。2022 年度我国纺织品出口金额严重下滑。从近五年来我国纺织品主要出口国组成结构来看，欧盟与美国仍然是占据我国纺织品出口市场半壁江山。同时，我国对于中亚、中东以及东南亚纺织品出口比例出现明显上升，表明我国出口抵御风险能力得到增强。

图表 40: 21/22 年主要服装出口国占全球总出口份额



图表 41: 21/22 年度全球服装市场规模（百万美元）



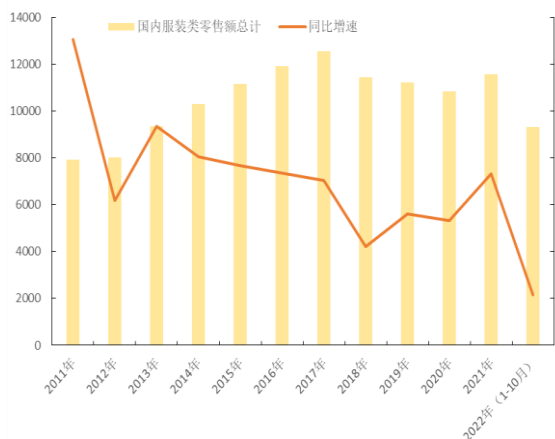
数据来源: SHOPLINE; 华安期货投资咨询部

我国占据全球主要服装出口国近 45% 的份额，远超第二名水准，该地位在短期内难以有效撼动。目前全球服装市场规模仍以美国为主，中国市场紧随其后。在如此庞大的市场规模下，美国疆棉禁令政策严格落实难度巨大。但我国出口企业面临的问题在于服装附加值低，利润率仅有 3%-8%，多以贴牌代工生产为主。因此如何提高自主创新能力，增强利润回报率是我国服装出口企业需要面对的难题。

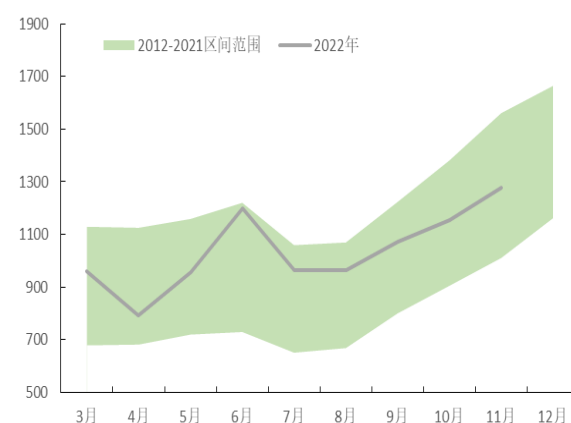
2.3.7 国内消费蕴含庞大反弹动能

对于 2023 年度国内消费市场，我们认为，在经历 2022 年度的沉寂之后，国家防疫政策的优化为国内边际消费的反弹率先吹响了冲锋号角。这也是棉价在 2023 年度容易炒作的热门话题。

图表 42: 国内服装类零售额总计（亿元）



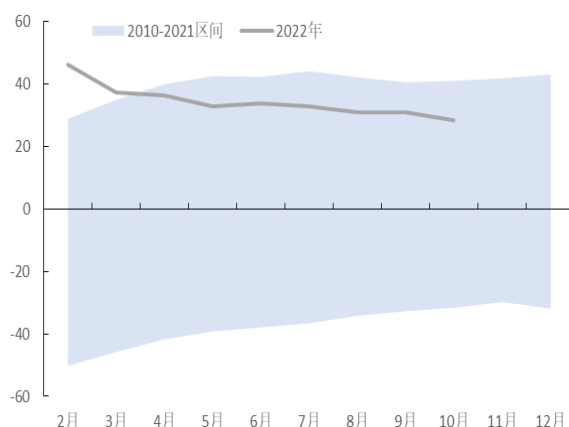
图表 43: 零售额: 服装鞋帽、针、纺织品类（亿元）



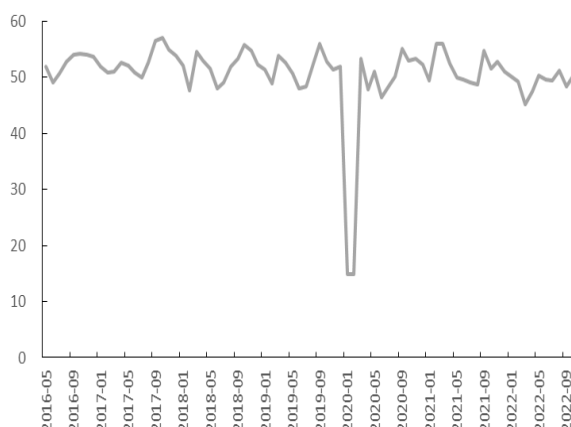
数据来源: Wind; 华安期货投资咨询部

2022 年度我国国内服装零售总额出现负增长。主因疫情封控给居民收入带来的不确定性，城乡居民储蓄存款余额明显上升，对于纺服类非刚需品消费欲望降低。但我们认为该现象在 2023 年度将会得到改善。通过对于纺织服装固定资产投资完成额累计同比数据观察，我们能够发现在 2022 年度所完成投资额同比增速基本处于近十年来的高点，证明市场对于后市消费需求好转的看好，兵马未动，粮草先行。

图表 44: 固定资产投资完成额: 纺织服装服饰累计同比



图表 45: 纺织服装商户销量指数



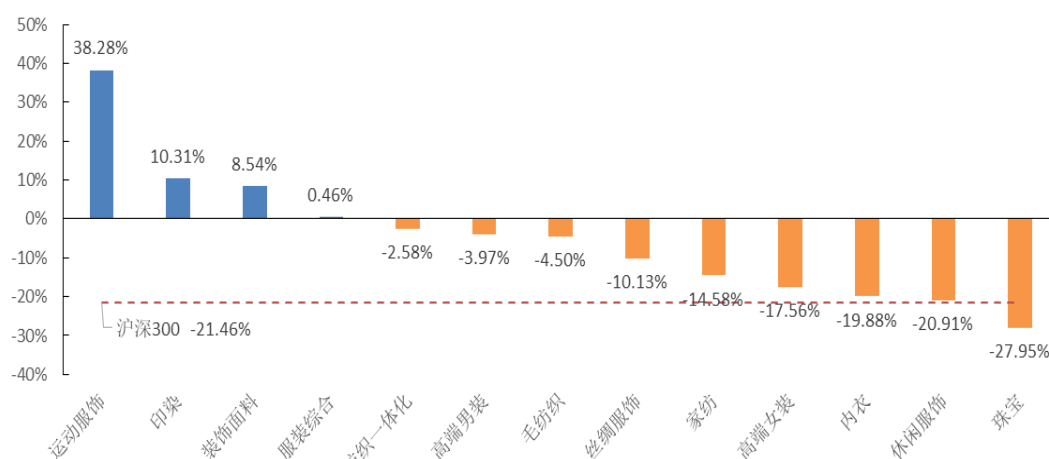
数据来源: Wind; 华安期货投资咨询部

除此之外，纺织服装商户销量指数数据的变化表明整体需求端并未如市场想象般过于凄凉，仍在合理区间范围内波动。疫情作为 2023 年度最大不确定性因素，在国家防疫措施不断优化的背景下，虽然短期内或对居民消费欲望造成一定冲击，但这种冲击作为消费复苏前的阵痛，不具备持久性；同时中央经济工作会议强调要把着力扩大国内需求，恢复和扩大消费摆在优先位置。边际消费蕴含庞大反弹动能。

2.3.8 运动服饰子板块领衔纺织板块上市公司表现

近一年来纺织服装板块整体跌幅为-16.24%，子板块中运动服饰板块表现亮眼，领跑优质赛道。从消费者认可程度来看，随着本土龙头运动品牌在研发的大规模投入以及版型款式的潮流设计，加之国人对于国货的支持，本土龙头品牌影响力与产品竞争力大幅增强，近年来在国内市场占有率稳步上升，正逐步缩小与耐克、阿迪达斯等老牌国际运动品牌之间的距离。

图表 46: 纺织子行业近一年涨跌幅



资料来源：Wind；华安期货投资咨询部

2022 年度，消费降级成为终端购买力规模提速的最大阻碍，消费者减少对于非刚性需求的消费开支。但在此背景下，国内本土龙头上市运动品牌收入与净利润依然保持一定的规模。若 2023 年度国内消费复苏前景明朗，中国运动鞋服行业增速有望恢复高增速模式，对于国内运动头部品牌无疑是重大利好，这又会反哺上游棉花尤其是国内新疆棉的消费。

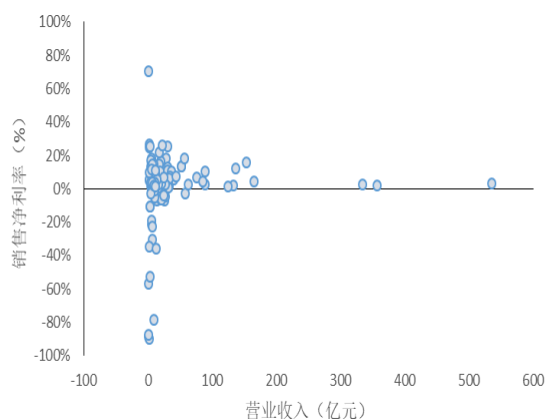
图表 47: 国内龙头上市运动品牌收入与净利润增幅

		2016	2017	2018	2019	2020	2021	1H22
中国运动鞋服行业规模增速		14%	16%	21%	19%	-2%	19%	-
安踏	收入	20%	25%	44%	41%	5%	39%	14%
	净利润	17%	29%	33%	30%	-3%	50%	-7%
李宁	收入	13%	11%	18%	32%	4%	56%	22%
	净利润	4395%	-20%	39%	110%	13%	136%	12%
特步	收入	2%	-5%	25%	28%	0%	23%	37%
	净利润	-15%	-23%	61%	11%	-29%	77%	38%
361	收入	13%	3%	1%	9%	-9%	16%	18%
	净利润	-22%	13%	-34%	42%	-4%	45%	37%

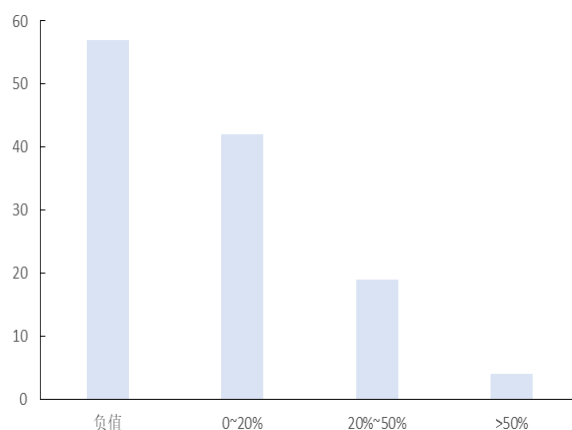
资料来源：Wind；华安期货投资咨询部

纵观纺服板块 2022 年三季报，在总计 122 家样本企业中利润出现负增长企业数量为 57 家，占比 47%；销售净利率为负值企业占比仅为 24.79。这表明多数纺服类上市公司虽然利润规模略有缩小，赚钱效应依旧持续。2022 年度纺服类终端消费的真实情况或略好于之前市场所给予的极差预期，而这也进一步佐证了对于上一小结所提到的纺服类固定资产投资完成额累计同比大幅增加的现象。

图表 48: 纺服板块上市公司收入与净利率散点分布



图表 49: 上市公司收入增长率分布



数据来源: Wind; 华安期货投资咨询部

三、2023 年市场展望与投资策略

对于 2023 年度美棉运行逻辑，我们认为，由于拉尼娜现象可能会影响到 3 月份，其造成的干旱后果可能会在一定程度上减少棉农的种植意愿，而这也将在上半年度消费低迷的不利影响，因此上半年度美棉或将维持震荡微涨的局面。由于厄尔尼诺现象在 2023 年度下半年将占据优势，故我们判断 2023 年度美棉大概率呈现出种植面积同比减少但总产同比增加的局面。对于下半年，在通胀见顶回落预期消费改善的前提下，美棉价格继续上行概率较大。

就 2023 年国内棉花的运行逻辑来说，我们认为，在上半年度，受制于库存消化压力以及需求改善在短期内难以有效兑现，但在种植期间内的天气因素炒作的支撑下，棉价或以“走小步”为主。对于终端消费的边际反弹预期是吹响下半年棉价上行的冲锋号。2023 年度的“金九银十”或不再像 2022 年这般似镜中水月，政策宽松、消费复苏、需求改善将是下半年度炒作的热门话题，棉价蕴含充沛的向上动能。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

联系我们

华安期货有限责任公司

安徽省合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心超高层写字楼 40、41 层

电话：400-882-0628、62839752