

## 国信期货 2023 年投资策略报告

棉花

千锤百炼 棉市穿越熊途

2022 年 11 月 27 日

## 主要结论

国际市场小结：2022/23 年度全球棉花供应小幅增加，虽然美国、巴基斯坦等主产国受到较为严重的灾害从而减产，但是印度以及南美国家实现增产，供应充裕。2022/23 年度消费较为悲观，虽然欧美将逐步走出加息周期，但持续加息带来的副作用将逐步展现，从而影响到实际需求的增长。欧美服装库存攀升至历史高位，印度、巴基斯坦以及越南开机率低迷。在 2023 年一季度前，国际棉市难以走出消费低迷的情况。2 月份市场关注点将逐渐转向 23/24 年度北半球棉花种植，由于棉价的回落以及粮食价格的高企，新棉种植进度预期缓慢，再加上二季度进入季节性天气炒作期，国际棉价有望在二季度获得回升的动力。下半年，随着预期丰产的南半球棉花上市供应，国际棉花现货供应压力将增加。如果全球经济衰退延续，棉价或有较大的下行压力。

国内市场小结：2022/23 年度供应相对平稳，新棉成本较上一年度有较大幅度降低，主要区间落在 12500-13500 元/吨，轧花厂的生存状况得到明显改善。但是棉农相对收益减弱，对于 2023/24 年度的种植将产生消极作用。纺织企业整体依旧处于成品高库存以及订单缺乏的困局之中，但是较此前上下夹击的状况有所改观，或从被动累库存转为主动去库存，这对于上游棉花的销售不利。政策层面来看，储备棉轮入总量较低，对于补充库存的效果较差，2023 年有继续进行轮入的动力。消费来看，内销面临居民负债高以及疫情封控的影响，难有显著发力。外销面临欧美消费减弱以及疆棉禁令升级的双重打击。总体来看，棉市上行空间受到消费抑制将会较为明显。而下方由于供应可能在新年度有收紧以及新棉成本的支撑，也相对有限。对于 2022/23 年度的棉价运行区间，或较此前年度有所收窄，主要落在 12000-18000 元/吨之间。分阶段来看，一季度或受到消费疲弱以及库存压力走低，而二季度或能受到供应方面的支撑，下半年更多关注消费能否转好，整体防疫政策的变化，棉价有望走高。

分析师：侯雅婷

从业资格号：F3037058

投资咨询号：Z0013232

电话：021-55007766-6616

邮箱：15227@guosen.com.cn

## 独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 一、行情回顾

图：美棉主力合约走势



数据来源：博易云 国信期货

图：郑棉主力合约走势



数据来源：博易云 国信期货

ICE 期棉全年走势主要分为两个阶段：

**第一阶段：持续上涨（年初至5月4日）。1月国际棉市强劲走升，突破120美分大关。宏观方面就业数据不及预期，美元走低，提振棉价。月中美国农业部意外下调美棉产量，全球库存继续小幅下调。需求方面，美棉出口维持强劲。原油价格节节走升，使得替代品相应走高，从而也提振棉价。另外，印度和巴基斯坦国内棉花价格飙升，印度棉价已经超过美棉价格，为国际棉价带来提振。美联储加息预期升温，美国农业部2月报告下调美棉出口量。另外，NCC公布美棉植棉意向，增幅超过7%。2月国际棉价回落调整。3月中旬开始，美棉持续干旱引发市场担忧，棉价再度走升。国际棉价4月上旬进入调整。4月13日印度取消进口关税，市场对于美棉出口增加预期较高，国际棉价再度走高，叠加美棉主产区持续干旱的影响。美棉07合约在5月4日创高点155.95美分/磅。**

**第二阶段：震荡下跌（5月5日至年底）5月后国际棉价开始大幅下挫。美棉主产区得州预期降雨以及全球经济疲弱预期压制需求。美联储加息75个基点，市场对于全球经济衰退的预期大幅上升，棉花需求预期极度悲观，棉价快速下跌，7月15日，ICE棉花期货主力合约触及82.54美分/磅的阶段低点。随后在美棉持续干旱以及宏观方面市场预期转暖的影响下，美棉开启振荡反弹节奏。8月国际棉市大幅反弹后高位震荡。在美国持续干旱天气的影响下，8月美国农业部报告大幅下调美棉产量，棉价加速反弹，8月16日，ICE棉花期货主力合约触及119.59美分/磅的高点。随后再度回落，受到宏观方面的利空影响以及需求疲弱的打压。9月棉价开启趋势性下行。至10月31日，美棉创年度最低70.21美分/磅。11月后，对于持续的下跌出现小幅修复性反弹。**

郑棉期货全年走势分为两个阶段：

**第一阶段：持续上涨（年初至5月5日）持续上涨。在国际棉价不断上涨的带动下，内强外弱格局延续，郑棉被动跟涨，涨幅不及国际市场。基本面上，临近春节，轧花厂惜售心理较强，报价维持高位。1月中上旬贸易企业采购较之前有所增加。出口数据也带来提振。春节假期外盘上行，节后郑棉快速上冲，2月7日主力合约最高至22210元/吨。但是棉价上行后面临较大的套保压力。春节过后，下游企业还未开**

工，至元宵节逐步复产，整体现货成交较为清淡。国际市场也进入调整。郑棉下挫，跌破 21000 元/吨一线。3 月中旬郑棉在外盘快速走高的带动下被动跟涨，基于基本面上需求疲弱，公共卫生事件影响企业开工，郑棉涨幅大幅弱于外盘，5 月 5 日，2209 合约最高至 22035 元/吨。

第二阶段：下跌后震荡（5 月 6 日开启下跌）。国内基本面上需求疲弱，轧花厂还贷带来的资金压力较大，国际市场进入调整。郑棉空头主动增仓，棉价跌破 21000 元/吨一线。6 月中旬，随着外盘下挫，国内基本面持续疲弱积累，棉价跌破 20000 元/吨一线，开始加速下跌，6 月 24 日，郑棉 09 合约创阶段性新低 16885 元/吨。7 月上半月在基本面压制以及商品整体走弱的影响下，郑棉从 17700 元/吨一线快速下跌，7 月 15 日主力合约最低至 13560 元/吨。之后棉价快速反弹，最终围绕 15000 元/吨一线波动，价格走势趋稳。8 月上半月在外盘不断走升的带动下反弹，同时，基本面上，纺织以及织造企业成品库存小幅下降，纺织即期利润好转，棉价在 8 月 16 日达到 15790 元/吨的高点。但基本面整体依旧疲弱，外盘也有调整，郑棉再度震荡回落。9 月郑棉处于 14000-15000 元/吨之间波动。随着籽棉收购逐步展开，机采棉开秤价格低于预期，郑棉跌破 14000 元/吨一线。10 月 31 日，郑棉主力合约创年度低点 12270 元/吨。11 月棉价反弹，国内疫情影响公检以及仓单注册，疆棉运输也受阻，陈棉和新棉价格倒挂。

## 二、国际市场分析

### 1、2022/23 年度全球供求更为宽松

2022/23 年度全球供需情况再度转为小幅过剩，库存消费比为 75.9%，较 2021/22 年度上升 2.9 个百分点。2022/23 年度全球棉花产量小幅上调 26 万吨，全球消费量由于经济衰退的预期同比下降 41 万吨。全球棉花期末库存再度累积，库存消费比上升 2.9 个百分点至 75.9%。

图：全球棉花平衡表（单位：万吨、%）

全球棉花供需平衡表								
市场年度	期初库存 (万吨)	产量 (万吨)	进口量 (万吨)	国内总消费 (万吨)	出口量 (万吨)	损耗 (万吨)	期末库存 (万吨)	库存消费比
2010/2011年	1,017	2,524	773	2,475	770	-8	1,073	43.3%
2011/2012年	1,098	2,748	977	2,232	999	-7	1,594	71.4%
2012/2013年	1,605	2,683	1,005	2,338	1,012	-18	1,954	83.6%
2013/2014年	1,998	2,613	895	2,385	887	-8	2,232	93.6%
2014/2015年	2,252	2,586	783	2,418	766	2	2,425	100.3%
2015/2016年	2,415	2,088	769	2,437	759	4	2,060	84.5%
2016/2017年	1,969	2,315	818	2,521	823	5	1,745	69.2%
2017/2018年	1,750	2,686	893	2,664	902	3	1,752	65.8%
2018/2019年	1,768	2,573	921	2,614	904	1	1,735	66.4%
2019/2020年	1,749	2,626	880	2,251	891	-1	2,106	93.6%
2020/2021年	2,145	2,419	1,057	2,672	1,057	-1	1,882	70.5%
2021/2022年	1,891	2,512	931	2,547	928	-8	1,858	73.0%
2022/2023E10	1,859	2,573	951	2,520	951	-3	1,916	76.0%
2022/2023E11	1,867	2,538	942	2,506	942	-3	1,902	75.9%

数据来源：USDA 国信期货

### 2、美棉产量质量均下降 出口面临压力

由于拉尼娜的影响，本年度美国棉花主产区经历严重干旱，导致关键生长期美棉优良率持续维持在 35% 左右的低位，最终导致美棉的减产以及质量的下降。美国农业部预估 2022/23 年度美棉产量 305.9 万吨，美国西南地区的减产被其他地区的增产所抵消。但是从调研反馈的信息来看，美国西南棉区、西部棉区的



减产幅度明显高于其它棉区的产量增加，美棉最终产量仍有一定调整可能。由于受灾较为严重，2022/23年度美棉纤维长度、断裂比强度等指标较前两年有比较突出的下降。截至2022年11月10日当周，美陆地棉合计检验量116.30万吨，同比增6.2%，占年陆地棉产量预估值的39.3%（2022/23年度陆地棉产量预估值为295.26万吨）；皮马棉合计检验量22300吨，占年皮马棉产量预估值的21.8%（2022/23年度陆地棉产量预估值为10.23万吨）。周度可交割比例在86.0%，季度可交割比例在82.8%，环比提高0.7个百分点，同比低2.3个百分点。

图：美棉供需平衡表（单位：万吨）

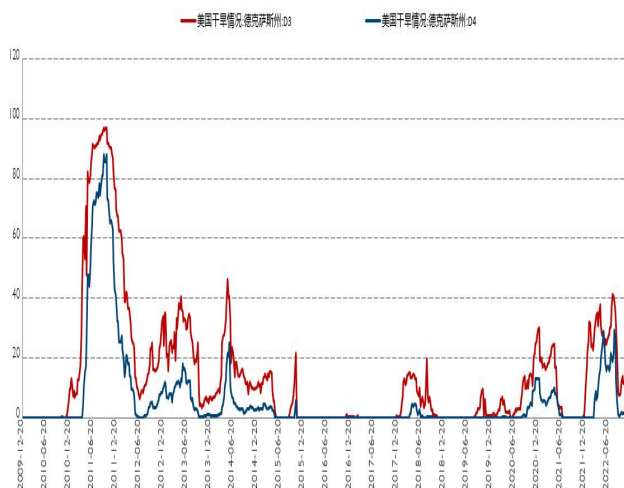
美国棉花供需平衡表

市场年度	期初库存 (万吨)	产量 (万吨)	进口量 (万吨)	国内总消费 (万吨)	出口量 (万吨)	损耗 (万吨)	期末库存 (万吨)
2010/2011年	64	393	0	85	312	4	56
2011/2012年	57	338	0	72	254	-4	73
2012/2013年	73	376	0	76	283	8	82
2013/2014年	83	280	0	77	229	6	51
2014/2015年	51	354	0	78	244	5	79
2015/2016年	80	280	1	75	199	4	82
2016/2017年	83	373	0	71	324	1	60
2017/2018年	60	454	0	70	353	-1	91
2018/2019年	92	399	0	65	322	-2	105
2019/2020年	106	432	0	47	337	-3	157
2020/2021年	158	317	0	52	355	-1	68
2021/2022年	69	380	0	55	317	-5	81
2022/2023E10	82	301	0	50	273	-1	61
2022/2023E11	82	306	0	50	273	0	65

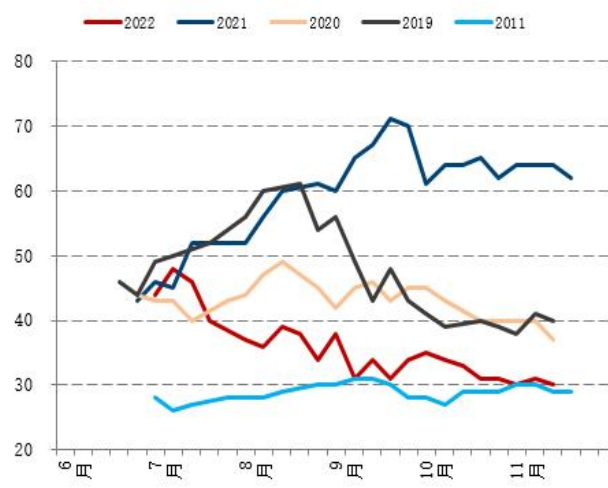
数据来源：USDA 国信期货

图：美国干旱情况（单位：%）

图：美棉优良率（单位：%）



数据来源：USDA 国信期货

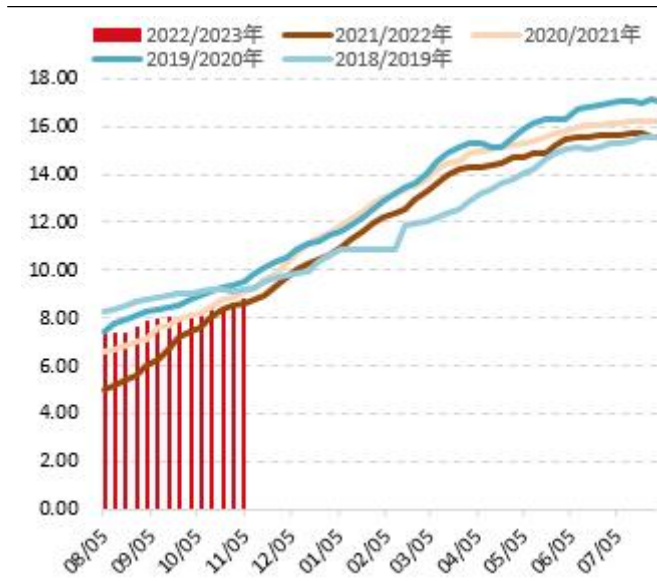


数据来源：USDA 国信期货

美国农业部预估2022/23年度美棉出口量273万吨,较上一年的317万吨下降44万吨,降幅13.88%。一方面是由于美棉产量的减少,另一方面,新年度美棉的出口面临较大的竞争以及压力。由于旱情导致苗情严重偏离往年一般水平,2022/23年度美棉品质受到影响,同时价格方面也没有竞争力。由于失去了中国买家,澳棉报价下滑,相对美棉更具有购买性价比。从近期的周度销售数据来看,价格超过80美分之后,美棉整体销售状况断崖式下跌,除了巴基斯坦和中国还在购买,其他像越南等国家则转而购买澳棉。

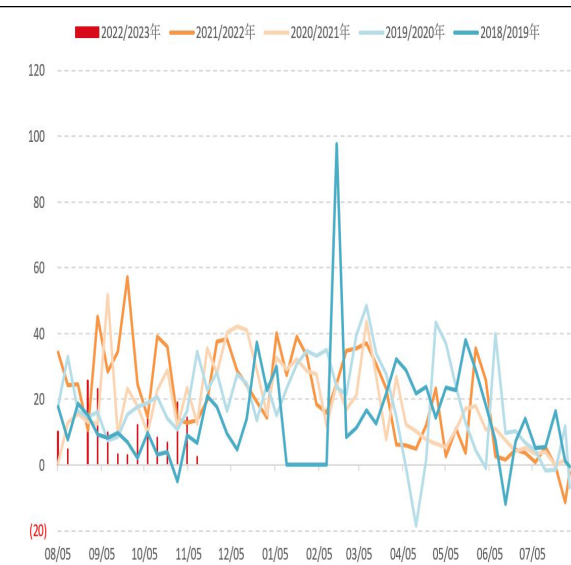
周度新增签约较往年同期处于偏低位置。

图：美棉累计出口订单（单位：百万包）



数据来源：USDA 国信期货

图：周度出口净销售（单位：万包）



数据来源：USDA 国信期货

### 3、印度产量增加 消费大幅下降

印度棉花 2022/23 年度棉花期初库存减少 68 万吨至 54 万吨，产量预计增加 63 万吨至 585 万吨，国内消费减少 31 万吨至 510 万吨，出口减少 22 万吨，期末库存增 44 万吨至 98 万吨，2022/23 年度印度棉花供应转向宽松。

2022/23 年度印度棉花的产量上升最主要的贡献是面积增加。上一年度棉价大幅飙升致使印度棉花扩种，印度棉花种植面积增加 10% 左右。天气方面虽然部分产区存在 6 月降水偏少 7 月雨水过多的情况，但对于总产量增加的影响有限。而经历 2022/23 年度基本面宽松的打压后，如果棉价出现回落，将打压新年度的种植意愿。

11 月印度棉花协会(CAI)将国内消费调降 34 万吨。需求低迷持续，印度国内纺纱厂的开机率维持在 60% 以下。由于欧美等国棉纺织品服装消费明显下滑、库存不断上升，全球经济衰退的风险上升，能源及其它生产成本增加等因素制约，2022/23 年度上半年印度纱厂开机率或持续处于低位，恢复的难度比较大。2022/23 年度第一季度的棉花使用量预计在 550 万包左右，远远低于去年同期的 800 万包。由于印度棉价和美棉等其他出口国家价格相比缺乏竞争力，预计 2022/23 年度的出口也低于上一年度。

图：印度棉花供需平衡表（单位：万吨）

图：印度棉花供需平衡表（单位：万吨）

	2022/10/31			2022/9/30		印度棉花供需平衡表							
	2021/22	2022/23	年度变动	2022/23	月度变动	市场年度	期初库存 (万吨)	产量 (万吨)	进口量 (万吨)	国内总消费 (万吨)	出口量 (万吨)	损耗 (万吨)	期末库存 (万吨)
期初库存	122	54	-68	54	0	2010/2011年	204	573	10	446	109	-11	242
产量	522	585	63	585	0	2011/2012年	257	629	13	422	240	1	236
进口	24	20	-3	20	0	2012/2013年	237	618	26	474	168	-22	259
国内需求	541	510	-31	544	-34	2013/2014年	257	673	15	505	201	-11	249
出口	73	51	-22	60	-9	2014/2015年	250	640	27	532	91	0	293
期末库存	54	98	44	56	43	2015/2016年	294	562	23	537	125	0	216
						2016/2017年	153	586	59	528	99	0	171
						2017/2018年	172	629	36	524	112	0	200
						2018/2019年	201	560	39	527	76	0	195
						2019/2020年	187	618	49	445	69	0	340
						2020/2021年	342	599	18	564	134	0	259
						2021/2022年	260	532	22	543	81	0	189
						2022/2023E10	190	600	33	523	76	0	222
						2022/2023E11	190	600	34	523	75	0	225

数据来源：CAI 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

#### 4、巴基斯坦产量大幅下降 消费前景不乐观

2022/23 年度巴基斯坦棉花产量预计为 630 万包，下降 40% 以上。棉花种植面积为 210 万公顷，同比大幅下降 43.08%。巴基斯坦从 7 月到 8 月经历了大雨季，这些暴雨和洪水对农业部门造成了巨大破坏。棉花种植面积损失 23.4 万英亩（9.47 万公顷）。单产方面也出现下滑，以旁遮普省为例。预计单产在 17 孟德/英亩，而去年的单产为 19 孟德/英亩。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%。

巴基斯坦是一个农业国家，农业人口占 90%，主要农作物为大米、小麦和棉花。棉花种植业是巴基斯坦主要经济作物和出口创汇产业，棉花的高产对国民经济非常重要。今年的粘虫、粉虱、红棉铃虫等害虫的攻击比去年少，因为 IPM 的农药的推广实施取得了更好成效。新年度预计仍将大力支持种植棉花，如果不出现极端气象灾害，预计产量将有显著的回升。

截至 11 月 1 日，巴基斯坦纺织厂采购 47.1 万吨，同比降 44.8%；未售出新棉 7.5 万吨，同比增 132.1%。巴基斯坦纺织企业开工率低，在五成以下。并且巴基斯坦于 10 月纺织品服装出口步入负增长。消费在 2023 年上半年或将出现显著放缓。

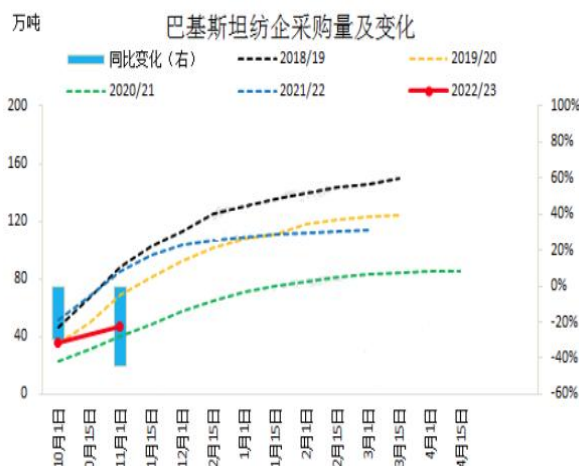
图：巴基斯坦棉花平衡表（单位：万吨）

图：巴基斯坦棉纺企采购（单位：万吨）

巴基斯坦棉花供需平衡表

市场年度	期初库存 (万吨)	产量 (万吨)	进口量 (万吨)	国内总消费 (万吨)	出口量 (万吨)	损耗 (万吨)	期末库存 (万吨)
2010/2011年	66	187	31	215	15	1	55
2011/2012年	55	230	20	217	25	-8	62
2012/2013年	62	202	39	233	10	1	59
2013/2014年	59	206	26	226	11	1	54
2014/2015年	54	230	21	230	11	1	63
2015/2016年	63	152	72	224	5	1	57
2016/2017年	57	167	53	224	3	1	50
2017/2018年	51	178	74	237	3	1	61
2018/2019年	62	165	62	232	1	1	54
2019/2020年	55	135	86	204	1	1	69
2020/2021年	68	98	117	234	1	1	47
2021/2022年	47	130	98	232	1	1	41
2022/2023E10	41	113	105	218	1	1	40
2022/2023E11	41	98	109	211	1	1	36

数据来源: USDA 国信期货



数据来源: TTEB 国信期货

## 5、南半球 2022/23 年度仍是高产量预期

南半球方面对下年度 2022/23 年度的棉花产量仍是抱着高产的乐观的预期, 2023 年中上市的棉花产量预期继续增产, 出口量继续上移, 未来南半球棉花双雄或将对美棉出口的霸主地位带来挑战。

2021/22 年度的棉花单产不及预期使得巴西棉的增产预期有所下滑, 从最初的 278 万吨一路下滑至 255 万吨。巴西方面虽然因为 4、5 月份的严重干旱以及 5 月中旬突入起来的霜冻灾害导致单产下滑, 增产幅度下滑, 但整体产量还是增产的。目前轧棉已接近尾声, 约剩 7% 的作物有待加工。圣保罗和巴拉那部分地区的小面积棉花种植工作正在进行, 但预计要到 12 月主产区才会开展大规模棉花种植。巴西棉花收获在 6-8 月展开, 船期集中于 8-12 月。

天气方面的扰动导致产量下调, 但由于 2021/22 年度巴西棉基本在相对高位完成出售, 棉农收益比较理想。近几月来棉花种植成本下滑明显, 农民对棉花种植的积极性较高。市场对于 2022/23 年度的巴西棉仍有明显的增产预期。Conab 在 11 月的报告中将 2022/23 年度巴西棉的产量预期上调至 298 万吨, 同比增幅 16.8%。而巴西棉花种植者协会更是在 10 月的报告中将产量预期上调至创纪录的 317 万吨, 同比增幅 24.8%。

2021/2022 年度, 澳大利亚实现了约 125 万吨的创纪录产量, 但过量的降雨和湿润的土壤让澳大利亚新年度产量难以再创新高, 不过近些年来每年总产量平均水平保持稳定。澳大利亚棉花由于对中国的出口受到两国关系的影响, 从而报价降低, 使得其对于美棉显示出更高的竞争力。预计新年度的出口量将出现大幅的增长。澳大利亚棉花船期集中在 5-9 月。

图: 巴西棉花平衡表 (单位: 万吨)

图: 澳大利亚棉花产量及出口量 (单位: 千包)

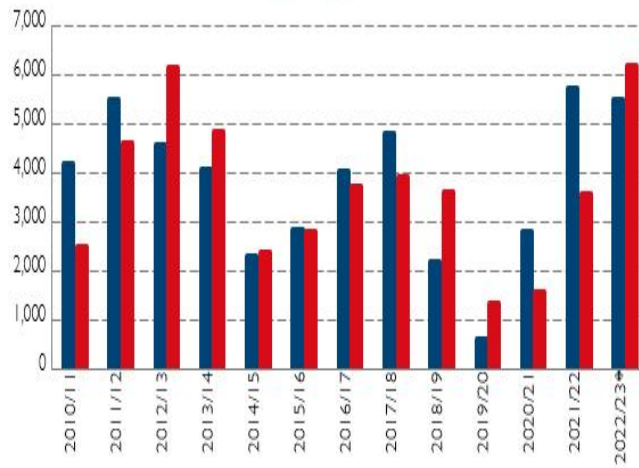


巴西棉花供需平衡表

市场年度	期初库存 (万吨)	产量 (万吨)	进口量 (万吨)	国内总消费 (万吨)	出口量 (万吨)	损耗 (万吨)	期末库存 (万吨)
2010/2011年	95	195	15	93	43	-3	172
2011/2012年	172	189	1	87	104	0	173
2012/2013年	174	130	2	89	94	-3	126
2013/2014年	126	174	3	91	48	-3	166
2014/2015年	167	152	0	74	85	-3	163
2015/2016年	154	128	2	67	94	0	123
2016/2017年	124	152	4	69	61	0	150
2017/2018年	151	200	2	74	90	0	188
2018/2019年	189	282	0	74	131	0	266
2019/2020年	267	299	0	59	194	0	312
2020/2021年	314	235	0	67	239	0	241
2021/2022年	242	254	0	69	168	0	259
2022/2023E10	255	283	0	70	183	0	286
2022/2023E11	260	283	0	70	183	0	291

数据来源: USDA 国信期货

产量 出口量



数据来源: USDA 国信期货

## 6、全球经济衰退风险增加 需求面临严峻考验

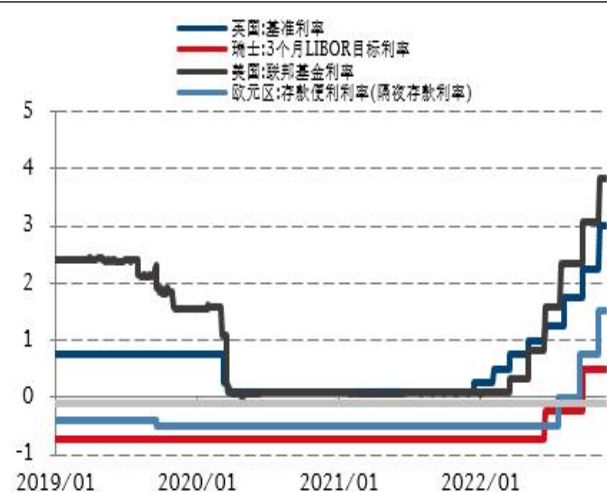
2022年,是历史上美联储加息速度最快的一年,全年加息预期持续上修,缩表开启速度快。展望2023年,目前我们已是紧缩斜率触顶之时,预计美联储将转向速度递减的加息,并于年中停止加息,加息终点可能在5-5.25%,全年的政策利率中枢可能仍将在4-5%维持高位。2023年,在美联储货币政策向实体传导效果进一步体现后,美国经济大概率陷入衰退,从而影响需求。

图:美国联邦基金利率及加息幅度(含预测,%)



数据来源: Wind CME 国信期货

图:发达国家基准利率(%)



数据来源: Wind 国信期货

美国服装零售库存至历史新高,需要时间进行库存的消化。欧美纺织服装消费难言乐观。从全球主要纺织大国的生产情况来看,巴基斯坦、印度以及越南的开机率自5月以来均有明显走低,印度开机率从75%的水平左右降至47%,越南从80%降至45%,巴基斯坦从74%降至45%。

图:美国服装零售库存(单位:百万美元)

图:巴基斯坦、越南及印度开机率(单位:%)





数据来源: Wind 国信期货



数据来源: TTEB 国信期货

### 三、国内市场分析

#### 1、2022/23 年度供需情况相对稳定

2022/23 年度国内供需情况来看, 产量有所上调, 新疆棉花产量预计 563 万吨左右, 主要得益于种植面积的增加以及适宜的天气。消费预估小幅增长于上一年度, 基于整体疫情防控政策的转松预期。供应和消费均有小幅上调, 期末库存变化不大。整体供需情况相对持稳。

图: 国内棉花供需平衡表 (单位: 万吨)

中国棉花供需平衡表								
市场年度	期初库存 (万吨)	产量 (万吨)	进口量 (万吨)	国内总消费 (万吨)	出口量 (万吨)	损耗 (万吨)	期末库存 (万吨)	库存消费比
2010/2011年	332	662	260	998	3	0	230	23.0%
2011/2012年	231	738	532	825	1	1	674	81.8%
2012/2013年	678	760	441	781	1	0	1,093	139.9%
2013/2014年	1,098	711	306	749	1	0	1,361	181.8%
2014/2015年	1,367	651	180	749	2	0	1,441	192.5%
2015/2016年	1,448	477	96	781	3	0	1,230	157.5%
2016/2017年	1,236	494	109	835	1	0	996	119.3%
2017/2018年	1,001	597	124	890	3	0	824	92.7%
2018/2019年	828	602	209	857	5	0	774	90.3%
2019/2020年	778	591	155	716	3	0	801	111.8%
2020/2021年	792	642	279	890	0	0	820	92.2%
2021/2022年	824	582	170	760	3	0	810	106.6%
2022/2023E10	813	610	190	796	1	0	817	102.6%
2022/2023E11	813	610	185	796	2	0	812	102.0%

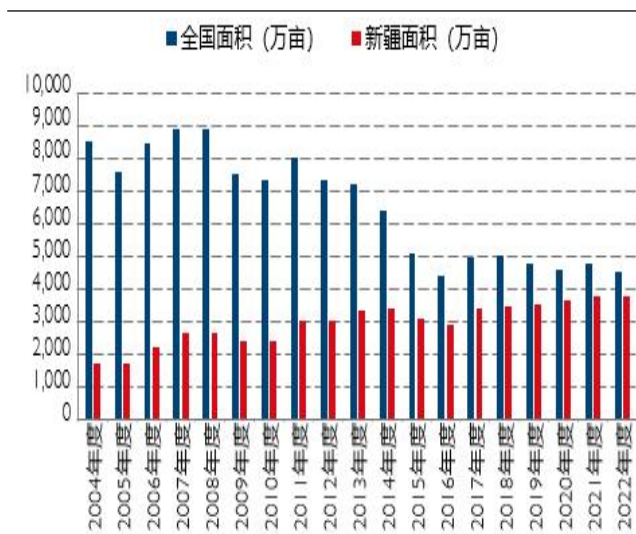
数据来源: USDA 国信期货

#### 2、2022/23 年度棉花种植成本上升, 新年度种植面临替代压力

全国植棉面积在近些年由于政策倾斜, 内地占比已经非常小, 主要的种植区域为新疆。而主产区总体种植面积较为平稳, 主要受到籽棉收购价格以及政策影响。本年度籽棉收购价格降低对于农民种植意愿有所打击, 政策方面对于小麦种植比例的要求提高, 自 2021 年开始就已经有所要求, 部分地区要求改种

比例达到 25%。从种植棉花的生态效应来看，棉田农膜清理不彻底，不利于土壤生态环境保护。棉花种植规模过大，使得土地多年连作，不利于土地倒茬，引起病虫害爆发。另外，小麦等粮食作物是粮草综合性生产作物，有利于农牧结合。新疆维吾尔自治区全区将 2022 年耕地地力保护补贴和实际种粮农民一次性补贴资金全部用于小麦补贴，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，实现了小麦补贴“应补尽补”，提高农民种植积极性。从生产成本上来看，小麦的生产成本要低于棉花。以阿克苏地区小麦成本收益为例。2021 年小麦亩总成本 1147.86 元，其中生产成本为每亩 856.54 元，物质与服务费用为每亩 560.55 元（虽然化肥价格上涨，但是其他直接费用下降，较上一年度下降 30.79 元/亩），家庭用工折价为亩家庭 231.8 元。小麦相对于棉花的种植成本更有优势。

图：全国及新疆植棉面积（单位：万亩）



数据来源：Wind 国信期货

图：棉花种植成本预算

2022 年棉花种植每亩成本预算			
序号	项目		金额
一	土地成本	土地承包费	1200
二	生产成本	棉种（1.8kg×35=63）	63
		地膜	50
		滴灌带	100
		农药（除草剂+脱叶剂+杀虫剂+叶面肥）	185
		底肥	480
		追肥（尿素、磷肥、钾肥、水溶肥）	
		水费	300
电费			
三	田间管理	人工费（滴灌带安装费+浇水+人工拔草）	215
		打顶	30
四	机耕费	犁地	60
		耙地	
		平地	
		打药	30
		播种	30
		中耕封土	30
		机采	240
		粉杆残膜回收	30
		棉花运费	80
合计			3123

数据来源：中储棉花信息中心 国信期货

### 3、2022/23 年度皮棉成本下降

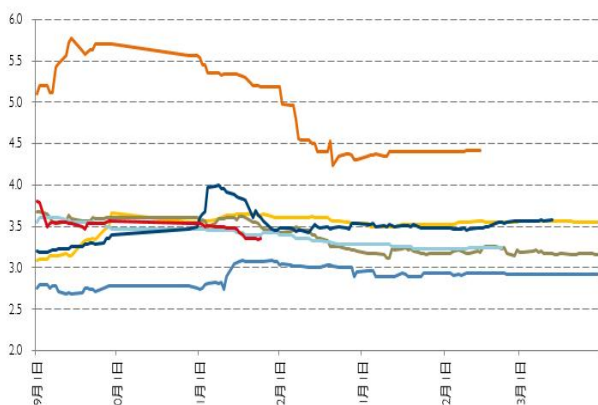
2022/23 年度籽棉收购主要分为三个阶段，上市初期新疆南疆手摘棉籽棉收购价持续上涨，从 6.90-7.0 元/公斤开秤价涨至 7.7 元/公斤。内地的籽棉收购价格更为强劲，最高达到 8.5 元/公斤。以棉籽价格 1.6-1.7 元/斤左右的水平计算，皮棉成本超过 17000 元/吨。但是机采棉上市之际，棉价骤然下挫，40 衣份、12%以内水分籽棉开秤价仅 5.0-5.5 元/公斤。不过籽棉收购大面积展开后，籽棉收购价格不断小幅攀升。进入 11 月，籽棉收购价格升至 5.9 元/公斤左右。整个年度来看，皮棉成本大部分落在 12500-13500 元/吨之间。新棉成本对于郑棉价格将起到一定的支撑。

由于期货价格在 11 月出现明显的反弹，轧花厂出现盘面套保利润，摆脱上一年度大幅亏损的局面。特别是部分籽棉收购价格相对偏低的国企，实现较为可观的加工利润。这对于整个产业链的利润分配提供了调整的空间。

图：籽棉收购价格（单位：元/斤）

图：皮棉成本对应表（单位：元/斤、元/吨）

— 2016/17年度 — 2017/18年度 — 2018/19年度 — 2019/20年度  
— 2020/21年度 — 2021/22年度 — 2022/23年度



数据来源: Wind 国信期货

棉籽 规格	1	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7
2.5	10795	10492	10190	9887	9585	9282	8979	8677
2.6	11308	10805	10503	10200	9897	9595	9292	8990
2.7	11821	11318	11015	10713	10410	10108	9805	9503
2.8	12333	11831	11528	11226	10923	10621	10318	10015
2.9	12846	12344	12041	11738	11436	11133	10831	10528
3.0	13359	12856	12554	12251	11949	11646	11344	11041
3.1	13872	13369	13067	12764	12462	12159	11856	11554
3.2	14385	13882	13579	13277	12974	12672	12369	12067
3.3	14897	14395	14092	13790	13487	13185	12882	12579
3.4	15410	14908	14605	14303	14000	13697	13395	13092
3.5	15923	15421	15118	14815	14513	14210	13908	13605
3.6	16436	15933	15631	15328	15026	14723	14421	14118
3.7	16949	16446	16144	15841	15538	15236	14933	14631

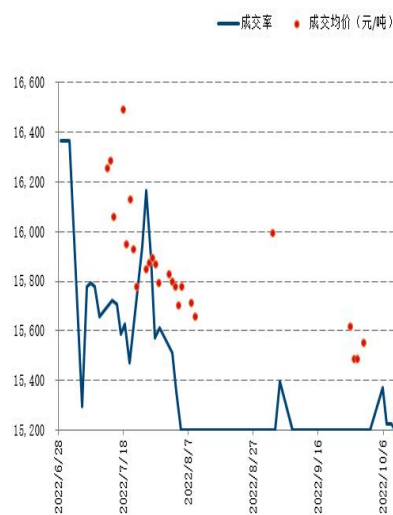
数据来源: 国信期货

#### 4、储备棉库存依旧低位 流通库存压力后移

2022 年度未进行储备棉轮出, 2022 年度第一批中央储备棉轮入自 2022 年 7 月 13 日开启, 2022 年 11 月 11 日截止计划轮入 2021/22 年度新疆棉 30-50 万吨。轮入总量 50.3 万吨, 成交量 8.67 万吨, 成交率 17%, 成交均价 15896 元/吨。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。整体来看, 轮入期间成交相对低迷, 8-10 月几乎没有成交。轮入对于国储棉的补充非常有限, 预计储备棉国产棉的数量为 50.19 万吨左右。2022/23 年度仍有继续进行轮入的补库动力。同时, 鉴于国储仍有一定进口棉的库存, 储备棉对于市场仍然具有调节能力, 不能完全忽略轮出的可能。2022/23 年度政策依旧是对市场有一定影响力的因素。

图: 储备棉轮入成交情况 (单位: 元/吨、%)

图: 储备棉投放情况 (单位: 万吨)



数据来源: 中储棉花信息中心 国信期货

储备棉投放情况 (不包括进口棉)			
年度	抛储量	收储量	储备棉库存
2017年	322	0	525
2018年	251	0	274
2019年	99.62	3.7	178.08
2020年	50	33.46	161.54
2021年	120.2	0	41.52
2022年	0	8.67	50.19

数据来源: 中储棉花信息中心 国信期货

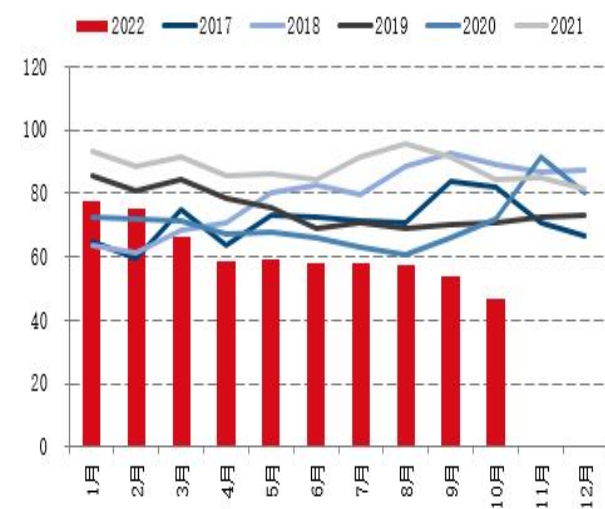
2022 年 10 月底全国棉花商业库存 232.03 万吨, 同比减少 61.61 万吨。商业库存量处于历史低位, 主要是籽棉收购以及公检均受到疫情影响, 轧花厂的库存仍在累积中, 而新棉运输受到限制, 新棉上市的进度显著低于往年, 贸易商也缺乏库存。10 月份全国棉花工业库存棉花工业库存 46.51 万吨, 同比减少 37.94



万吨。处于近五年年同期最低水平。纺织企业不断消耗棉花库存，而新棉出疆仍不通畅。

年度产量同比出现小幅增长，库存累积的压力只是后移而不是消失，2023 年上半年预计流通领域的库存将非常充裕。

图：国内棉花工业库存（单位：万吨）



数据来源：TTEB 国信期货

图：国内棉花商业库存（单位：万吨）



数据来源：TTEB 国信期货

## 5、纺织制造行业压力山大

自 2021/22 年度下游棉纺织行业经历了由盛转衰的过程。新疆棉抢收带来的原料成本高涨，以及需求的疲弱，令纺织产业面临两面夹击，纺企生产陷入大幅亏损状况，织布厂负荷维持近年同期最低，纺企和布厂的产品库存维持在近年来同期高位，后续新增订单持续不足，成品库存不断累积，至历史高位。8 月开始，纺织以及织造行业出现转好迹象。成品库存连续 7 周下滑，开工率则是连续上行。至 9 月 16 日，纺织企业棉纱库存从高点降低 18.5 天至 31.2 天，织造企业棉布库存从高点降低 10.8 天至 35 天。开工率方面，至 9 月 16 日纺织企业负荷回升至 53.2%，从低点上升 11.2 个百分点，织造企业负荷回升至 51.6%，从低点上升 11.2 个百分点。短暂的转好之后，10 月纺织织造企业再度陷入困局，订单缺乏，成品库存累积，开工率走低。

对于 2022/23 年度，内外需恐难有较大的改善，下游纺织业经营压力加大。2022 年四季度开始由于需求下滑带来被动累库，进入 2023 年可能就要需要主动去库，对于原材料的采购依然处于随买随用。但是由于 2022/23 年度新棉成本较上一年度有较大幅度的下滑，纺织业上游的压力有所减轻，更多的挑战可能来自于消费的疲弱。

图：纺企纱线库存（单位：天）

图：织厂坯布库存（单位：天）



数据来源: TTEB 国信期货



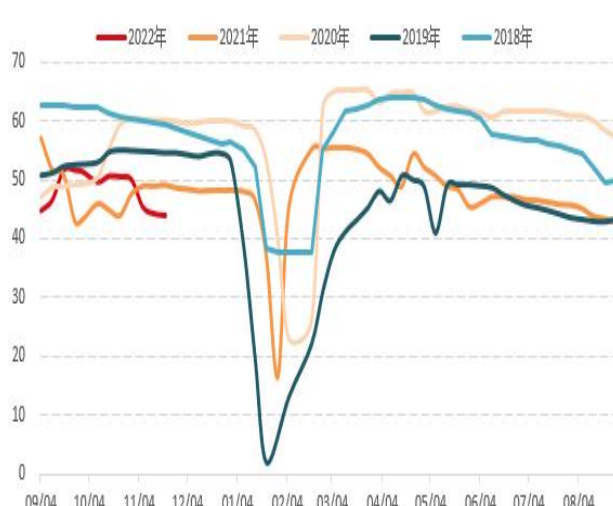
数据来源: TTEB 国信期货

图: 纺企开机负荷 (单位: %)

图: 织厂开机负荷 (单位: %)



数据来源: TTEB 国信期货



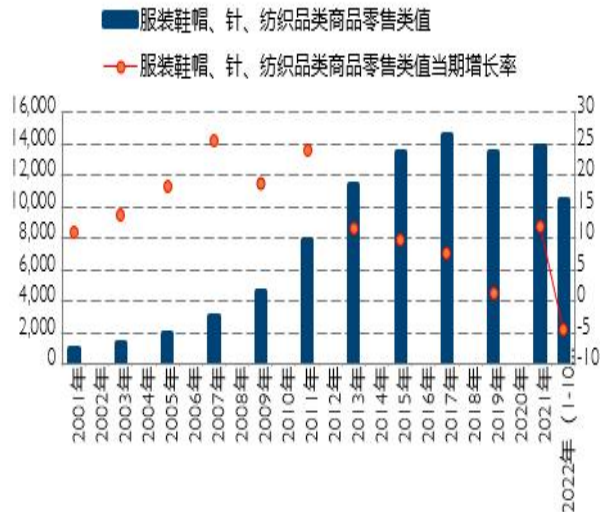
数据来源: TTEB 国信期货

## 6、内外需求低迷 总体形势依旧严峻

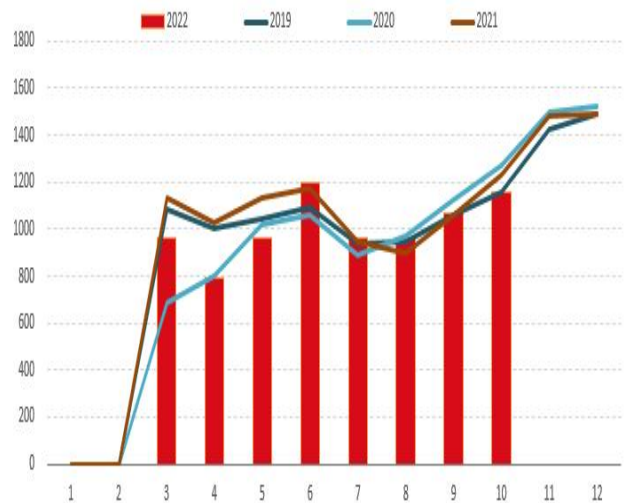
2022 年 10 月份, 服装鞋帽、针、纺织品类商品零售额为 1155 亿元, 同比下降 7.5%, 环比增长 7.74%。1-10 月累计零售额为 10414 亿元, 同比下降 4.4%。除了 6、7 月份有短暂的好转, 其他月份销售额基本处于近年来最低水平。国内消费一方面面临中国家庭债务巨大的压力, 另一方面新冠疫情带来的消费意愿削弱也很明显。国内居民债务问题短期较难出现变化, 而疫情防控的转变需要时间, 预计 2023 年下半年或能有明显的转向。总体来看, 2023 年国内消费增速难现明显的增长, 但较 2022 年或有一定的改善。

图: 服装鞋帽、针、纺织品类零售额 (单位: 亿元、%)

图: 服装鞋帽、针、纺织品类零售当月额 (单位: 亿元)



数据来源: Wind 国信期货

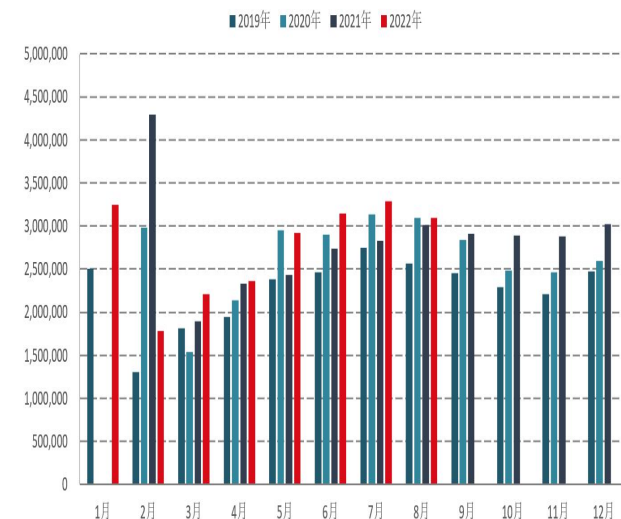


数据来源: Wind 国信期货

2022 年 10 月我国纺织品服装出口额 250.2 亿美元，同比下降 13.5%，环比下降 10.8%。2022 年 1-10 月，我国纺织品服装累计出口额为 2732.47 亿美元，同比增长 6.61%，其中纺织品累计出口额为 1256.60 亿美元，同比增长 6.87%；服装累计出口额为 1475.86 亿美元，同比增长 6.39%。

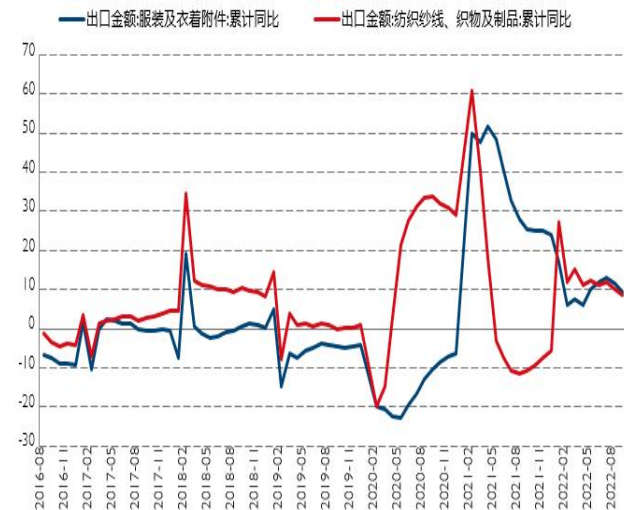
受全球经济衰退，经济形势不佳影响，主要消费需求不足，同时对于新疆棉的限制升级，外销驱动力减弱。10 月份我国纺织品服装对美欧市场的出口增速延续三季度末的回落趋势，并且回落的幅度加大。2022/23 年度外需整体面临的形势依旧非常严峻。

图：纺织品服装出口额（单位：万美元）



数据来源: 中国海关 国信期货

图：纺织品服装出口累计同比



数据来源: 中国海关 国信期货

#### 四、结论及操作建议

国际市场小结：2022/23 年度全球棉花供应小幅增加，虽然美国、巴基斯坦等主产国受到较为严重的灾害从而减产，但是印度以及南美国家实现增产，供应充裕。2022/23 年度消费较为悲观，虽然欧美将逐步走出加息周期，但持续加息带来的副作用将逐步展现，从而影响到实际需求的增长。欧美服装库存攀升



至历史高位，印度、巴基斯坦以及越南开机率低迷。在 2023 年一季度前，国际棉市难以走出消费低迷的情况。2 月份市场关注点将逐渐转向 23/24 年度北半球棉花种植，由于棉价的回落以及粮食价格的高企，新棉种植进度预期缓慢，再加上二季度进入季节性天气炒作期，国际棉价有望在二季度获得回升的动力。下半年，随着预期丰产的南半球棉花上市供应，国际棉花现货供应压力将增加。如果全球经济衰退延续，棉价或有较大的下行压力。

国内市场小结：2022/23 年度供应相对平稳，新棉成本较上一年度有较大幅度降低，主要区间落在 12500-13500 元/吨，轧花厂的生存状况得到明显改善。但是棉农相对收益减弱，对于 2023/24 年度的种植将产生消极作用。纺织企业整体依旧处于成品高库存以及订单缺乏的困局之中，但是较此前上下夹击的状况有所改观，或从被动累库存转为主动去库存，这对于上游棉花的销售不利。政策层面来看，储备棉轮入总量较低，对于补充库存的效果较差，2023 年有继续进行轮入的动力。消费来看，内销面临居民负债高以及疫情封控的影响，难有显著发力。外销面临欧美消费减弱以及疆棉禁令升级的双重打击。总体来看，棉市上行空间受到消费抑制将会较为明显。而下方由于供应可能在新年度有收紧以及新棉成本的支撑，也相对有限。对于 2022/23 年度的棉价运行区间，或较此前年度有所收窄，主要落在 12000-18000 元/吨之间。分阶段来看，一季度或受到消费疲弱以及库存压力走低，而二季度或能受到供应方面的支撑，下半年更多关注消费能否转好，整体防疫政策的变化，棉价有望走高。

#### 重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。