

## 底部不远，顶部受限

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669 号

### 报告要点

短期，受供需错配以及成本价支撑，国内棉价预计区间震荡。中期，22/23 年度全球及中国棉花期末库存预计累积，全球棉花供应及需求均存下调可能，但后者空间更大，内外棉期价承压，预计继续寻底。长期，国内价格处历史低位，需求存在回暖可能，明年 1 季度后关注新年度种植预期，国内或较国外率先见底，重心有望逐步抬升，但高度受限。



### 摘要：

#### 一、国际市场

22/23 年度全球棉花平衡表向宽松转变，期末库存预计累积。供应：增产；需求：下滑；库存：累积；供需形势向宽松转变。

从对平衡表动态调整的角度来看，供应和需求均存下调可能，但需求调整空间更大。部分主产国如印度、巴基斯坦产量可能下修。需求端持续转差，终端服装累库，纺服制造国出口订单减少，海外纱厂纺纱利润亏损、开机率下滑，棉花年度消费预估值未来存进一步下调可能。

#### 二、国内市场

从年度平衡表看，累库概率大，中期棉价承压。22/23 年度期初库存、产量均同比增加；进口量或随着内外价差修复而提升；需求疲弱，年度来看或同比提高；总体来看，22/23 年度平衡表累库概率大，中期棉价承压。

基本面边际转差，短期成本支撑棉价震荡，明年 1 季度棉价或将寻底。新棉上市进度慢，但供应压力后移。纺织端开机率下滑，成品累库，原料买货意愿弱。库存收紧，但压力后移。北疆收购进度达 8 成以上，成本基本锁定，成本价和套保价圈定短期 1 月合约期价震荡空间。但基于基本面边际转差的考虑，棉价探底过程未结束，远月承载更多压力。

明年关注郑棉筑底反弹机会。种植方面，美棉粮比价处于低位或导致明年美棉种植意愿下降，关注 USDA 种植意向报告；需求方面，中国棉花需求或提升；绝对价格方面，13000 元/吨及以下的期货价格处于历史低价区间，未来若基本面改善，棉价重心将逐步上移。

#### 三、风险因素：政策、疫情、宏观

### 软商品及特殊品种 研究团队

研究员：  
吴静雯  
021-80401709  
wujingwen@citicsf.com  
从业资格号：F3083970  
投资咨询号：Z0016293

## 目录

摘要:	1
一、2022 年行情回顾	4
二、国际棉花市场	6
(一) USDA 11 月报预计 22/23 年度全球棉花产增需减, 库存同比累积	6
(二) 22/23 年度, 定性为增产, 部分主产国产量存下调可能	7
1、美国: 预计减产, 调整空间不大	7
2、印度: 预计增产, 但上市进度慢, 产量存下调可能	8
3、中国: 预计增产	8
4、巴西: 预计增产, 需看天气	8
5、其它主产国	8
(三) 22/23 年度, 全球棉花需求萎缩, 后续存继续下调空间	9
1、美国纺服及棉制品进口需求萎缩	9
2、欧盟纺服进口量正增长, 但下半年起进口市场分化, 部分地区需求萎缩	10
3、海外纱厂开机率下滑, 居历史低位	10
三、中国棉花市场	11
(一) 从年度平衡表看, 累库概率大, 中期棉价承压	11
1、22/23 年度, 中国棉花供应预计同比增加	11
2、22/23 年度, 中国棉花需求或先抑后扬	11
3、新年度国内棉花累库概率大, 中期棉价承压	13
(二) 基本面边际转差, 短期成本支撑棉价震荡, 明年 1 季度棉价或将寻底	14
1、新棉上市进度偏慢, 但随着速度加快, 供应压力后移等待集中释放	14
2、纺织端季节性转差, 开机率下滑, 成品累库, 原料买货意愿弱	15
3、上市缓慢导致库存收紧, 但压力后移	16
4、北疆籽棉收购价基本固定, 参考成本划出短期期价上下限	16
(三) 2023 年棉价运行走势或先抑后扬	17
1、2023 年 1 季度之后关注种植预期	17
2、2023 年中国棉花需求存在增长可能	17
3、郑棉绝对价格处于历史低价区间, 探底后有望重心逐步抬升	17
四、总结与展望	18
免责声明	19

## 图表目录

图 1 : ICE、CZCE 棉花主力价格走势: 美分/磅, 元/吨 .....	6
图 2 : 全球棉花供需平衡表: 万吨 .....	7
图 3 : 全球棉花供需情况: 万吨 .....	7
图 4 : 美国棉花供需情况: 万吨 .....	9
图 5 : 印度棉花供需情况: 万吨 .....	9
图 6 : 海外纱厂开机率持续下行: % .....	10
图 7 : 印度、越南纱厂纺纱利润亏损: 元/吨 .....	10
图 8 : 棉花单月进口量: 万吨 .....	11
图 9 : 棉花累计进口量: 万吨 .....	11
图 10 : 服装鞋帽、针、纺织品零售额当月值: 亿元 .....	12
图 11 : 服装鞋帽、针、纺织品类单月同比: % .....	12
图 12 : 全国纺织品、服装月度出口金额: 亿美元 .....	13
图 13 : 中国棉花 22/23 年度平衡表变化预测: 万吨 .....	14
图 14 : 新疆棉花日加工量: 万吨 .....	14
图 15 : 新疆棉花累计加工量: 万吨 .....	14
图 16 : 纯棉纱厂开机率: % .....	15
图 17 : 全棉坯布开机率: % .....	15
图 18 : 纱厂原料库存: 天 .....	15
图 19 : 坯布厂原料库存: 天 .....	15
图 20 : 纱厂成品库存: 天 .....	15
图 21 : 坯布厂成品库存: 天 .....	15
图 22 : 棉花商业库存: 万吨 .....	16
图 23 : 棉花工业库存: 万吨 .....	16

## 一、2022 年行情回顾

2022 年，国内外棉花期货呈现出牛转熊的周期。大致分以下几个阶段。

（一）第一阶段：1 月-4 月，外盘牛市末期、强势上涨，内盘高位震荡

1、外盘牛市末期，ICE 棉主力合约从 110 美分/磅最高涨至 155.95 美分/磅

（1）据 USDA 预测，21/22 年度全球棉花期末库存预计去化；

（2）印度 21/22 年度减产预期强烈，USDA 自 1 月份起持续三个月对印度产量进行下调；

（3）纺织服装消费处于增长期，棉花需求旺盛；

（4）ICE 棉 on-call 卖单数量处于历史高位，逼空拉涨。

2、内盘高位震荡，于 20600 元/吨-22000 元/吨区间震荡

郑棉上有顶下有底，下方得到三大支撑：

（1）外盘强势，支撑内盘；

（2）四季度到一季度，上游轧花厂挺价能力强，21/22 年度籽棉收购价高，北疆成本 25000 元/吨左右，南疆成本 23000 元/吨左右；

（3）1 月合约走交割逻辑，1-5 价差回归带动 5 月合约价格上涨。

上方受到压力：

（1）今年需求不佳，旺季不旺，纺企纺纱利润亏损，棉价缺乏来自下游买盘的上涨驱动；

（2）因收购成本高而销售价格低，棉价若上涨超 22000 元/吨面临大量套保压力。

（二）第二阶段：5 月-7 月，熊市开启，宏观利空内外盘强势下跌

1、ICE 棉主力合约自 155.95 美分/磅跌至 82.54 美分/磅，跌幅 47%

（1）ICE 棉 on-call 卖单数量高位回落，逼空拉涨行情结束；

（2）美联储自 5 月份起开始加息周期，流动性收紧，大宗商品承压；

（3）终端纺服需求高位回落，纺企纺纱利润被压缩、开机率下滑。

2、郑棉主力合约自 22035 元/吨跌至 13560 元/吨，跌幅 38.5%

第一阶段的支撑因素边际转弱，量变转质变。

（1）外盘自五月份起高位回落；

（2）随着还贷日期临近，轧花厂挺价能力减弱，销售心理增强，现货价格自 4 月份稳步下行，基差收敛；

（3）需求一直没有起色，美国对新疆产品限制进口，在情绪上和实际需求上利空；

（4）郑棉从 21500 元/吨逐步下破 21000/20000/19000 元/吨的支撑点位，今年轧花厂多采用后点价的模式销售，棉价短期快速、大幅下挫，跌穿后点价的止损盘，市场情绪悲观。

### （三）第三阶段：7 月-8 月，外盘引领下的低位反弹

#### 1、ICE 棉主力合约自 82.54 美分/磅反弹至 119.59 美分/磅，涨幅 44.9%

（1）宏观进入温和期、商品价格反弹：美联储 7 月底议息会议宣布加息 75bp，符合市场预期，使得短期宏观引致的利空情绪出尽；

（2）美棉产量引发担忧，天气升水引爆做多热情：美棉主产区干旱持续恶化，USDA 8 月报将美棉产量下调 64 万吨，使得新年度全球棉花期末库存向紧缩调整。

#### 2、郑棉 1 月合约自 13435 元/吨至 15790 元/吨，涨幅 17.5%

郑棉价波动曲线与 ICE 棉价类似，但是反弹力度远不及外盘。

### （四）第四阶段：9 月-10 月，内外盘趋势性下跌

#### 1、ICE 棉主力合约自 120 美分/磅附近跌至 70 美分/磅附近，跌幅 41.7%

（1）22/23 年度预期全球棉花需求下滑，期末库存累积，供需形势向宽松转变；

（2）终端纺织品服装需求持续转差，海外纱厂订单减少、开机率下滑、纺纱利润亏损、出口金额高位回落；

（3）美联储加息手段延续，宏观持续利空商品价格。

#### 2、郑棉主力合约自 15790 元/吨跌至 12270 元/吨，跌幅 22.3%

郑棉自 8 月中起趋势下跌，下跌幅度小于外盘。虽然下游需求进入“金九银十”季节性旺季，纺织企业开机率环比提高、成品库存去化，纺纱利润恢复至历史均值利于纺企原料补库；但棉花商业库存居历史高位，新年度预计增产，叠加外盘强势下跌，郑棉承压下行，突破前低。

### （五）第五阶段：10 月-至今，内外反弹后震荡

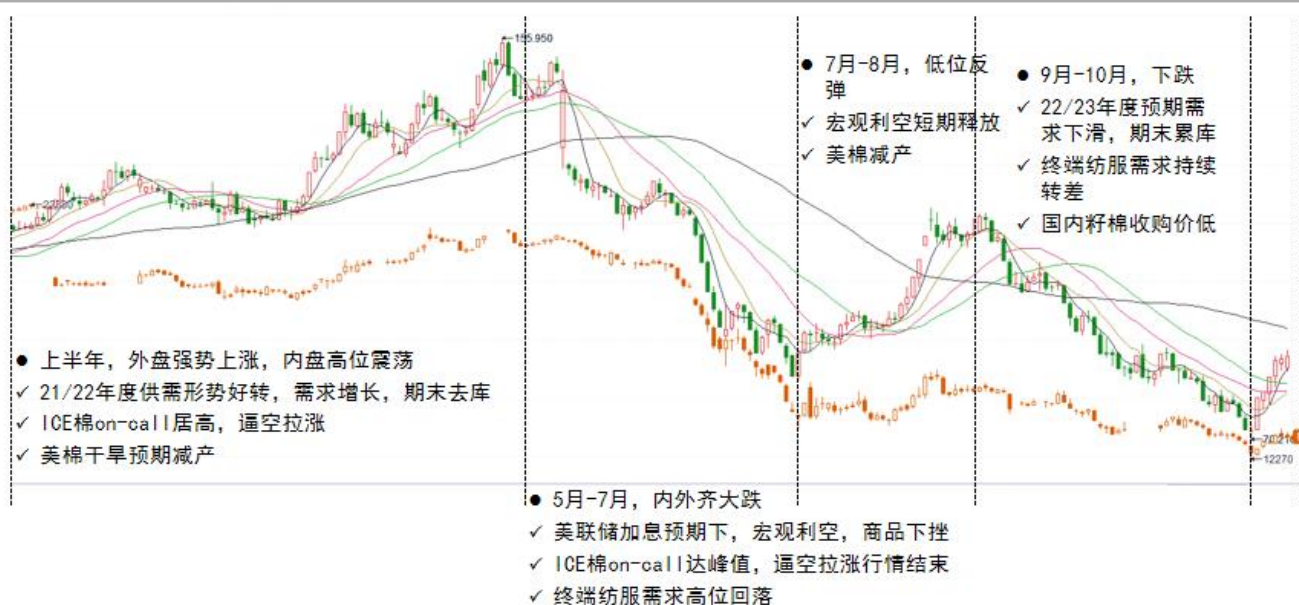
#### 1、外盘自 70 美分/磅附近反弹至 85-88 美分/磅

- (1) 11 月议息会议结果落地，短期宏观利空消化，带动 ICE 棉价反弹；
- (2) 巴基斯坦、印度等国棉花产量存下调疑虑。

## 2、内盘自 12270 元/吨低位反弹 1000 点左右

- (1) 疫情导致收购、加工、公检进度缓慢，短期供应收紧，商业库存低于去年同期；
- (2) 仓单数量少的预期利多期价；
- (3) 北疆籽棉收购成本基本确定，成本价支撑期价；

图 1：ICE、CZCE 棉花主力价格走势：美分/磅，元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

## 二、国际棉花市场

### （一）USDA 11 月报预计 22/23 年度全球棉花产增需减，库存同比累积

据 USDA 11 月报，22/23 年度，全球棉花期初库存预计同比减少 24 万吨，产量预计同比增加 15 万吨，消费预计同比减少 53 万吨，期末库存预计同比增加 35 万吨。全球棉市供需形势向宽松转变，中期来看国际棉价承压。

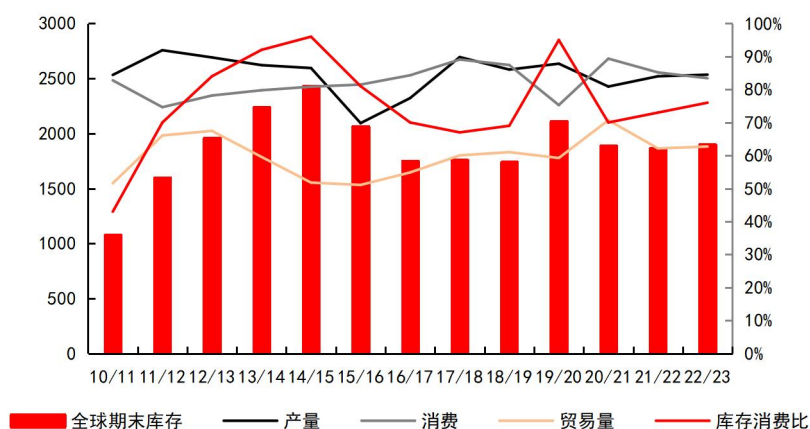


图 2：全球棉花供需平衡表：万吨

年度	期初库存	产量	进口	消费	出口	期末库存	库存消费比
2019/20	1747	2635	883	2258	894	2113	93.56%
2020/21	2142	2427	1060	2681	1060	1889	70.47%
2021/22	1889	2520	934	2555	931	1864	72.97%
2022/23	1864	2535	941	2502	940	1900	75.92%
2021/22（11 月调整）	0	5	0	0	-4	8	0.32%
2022/23（11 月调整）	8	-35	-9	-14	-9	-13	-0.09%
2020/21 同比	395	-208	177	422	166	-224	-23.09%
2021/22 同比	-253	93	-126	-125	-130	-25	2.50%
2022/23 同比	-24	15	7	-53	10	35	2.95%

资料来源：USDA 中信期货研究所

图 3：全球棉花供需情况：万吨



资料来源：USDA 中信期货研究所

## （二）22/23 年度，定性为增产，部分主产国产量存下调可能

22/23 年度，各个主产国棉花产量增减情况已定性，基本表现为美国、巴基斯坦预计减产，其它主产国如印度、中国、巴西预计增产。美国方面，通过历史经验可知，面积预估值后续调整空间不大；印度、巴基斯坦同因降雨过多导致产量折损，因上市进度明显偏慢，后续产量存下修可能；巴西、澳大利亚新年度产量如何还需关注未来种植期天气情况，关注后续 USDA 预估调整。

### 1、美国：预计减产，调整空间不大

据 USDA 11 月报，22/23 年度，美国棉花产量预计同比减少 76 万吨至 305 万吨。由于今年美棉种植地区天气干旱，生长优良率较均值水平有较大差距，弃耕

率达 43%左右，导致减产。目前天气炒作窗口已关闭，后续面积基本不作调整，产量即使调整预计空间不大，基本维持 300 万吨附近上下波动。

检验进度同比增加。据 USDA，截至 11 月 17 日，美陆地棉合计检验量 141.72 万吨，同比增 3.2%，占年陆地棉产量预估值 48.0%（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 31500 吨，同比增 15.2%，占年皮马棉产量预估值 21.8%（2022/23 年度陆地棉产量预估值为 10.23 万吨）。

## 2、印度：预计增产，但上市进度慢，产量存下调可能

**22/23 年度，印度棉花预计增产。**据 USDA 11 月报，22/23 年度，印度棉花产量预计同比增加 65 万吨至 599 万吨。据 CAI，22/23 年度，印度棉花产量预计同比增加 63 万吨至 585 万吨。两家机构的产量预估较相近。

**印度目前的上市进度较均值下降 43%。**据 AGM，截至 2022 年 11 月 20 日当周，22/23 年度，印度棉花累计上市量约 64.33 万吨，较三年均值累计减少约 48.82 万吨，上市进度明显偏慢。

**印度棉花产量存在下调可能。**10 月份，印度第二和第三大棉花产区马哈拉施特邦和特伦甘纳邦降雨量过多、超过正常水平，部分棉田受灾。从目前的上市情况来看，进度偏慢，其中有因季风到来时间延迟导致播种进度延后的原因，也有降雨过多导致产量减损的影响。在目前 USDA 和 CAI 给出的产量预估的基础上，我们预计后续印度产量存在下修的可能。

## 3、中国：预计增产

据 USDA 11 月报，22/23 年度，中国棉花产量预计同比增加 26 万吨至 610 万吨。据中国棉花协会，22/23 年度，中国棉花产量预计同比增加 30 万吨至 608 万吨。据中国棉花信息网，该数值预计同比增加 9 万吨至 592 万吨。

## 4、巴西：预计增产，需看天气

据巴西国家商品供应公司 CONAB 第二次调查预测，22/23 年度，巴西棉花产量同比增加 43 万吨，16.9%至 297.99 万吨，种植面积预计同比增加 4.18 万公顷，2.6%至 164.22 万公顷，单产预计同比增加 22 公斤/公顷，13.9%至 1815 公斤/公顷，达到有史以来最高的单产水平。巴西 21/22 年度产量已确定，22/23 年度刚开始种植，未来产量如何还需关注天气变化。

## 5、其它主产国

### 澳大利亚：预计小幅减产，需看天气

据 USDA 11 月报，22/23 年度，澳大利亚棉花产量预计同比减产 5.5 万吨至 120 万吨。澳大利亚 22/23 年度棉花刚开始种植，未来产量如何还需关注天气变化。



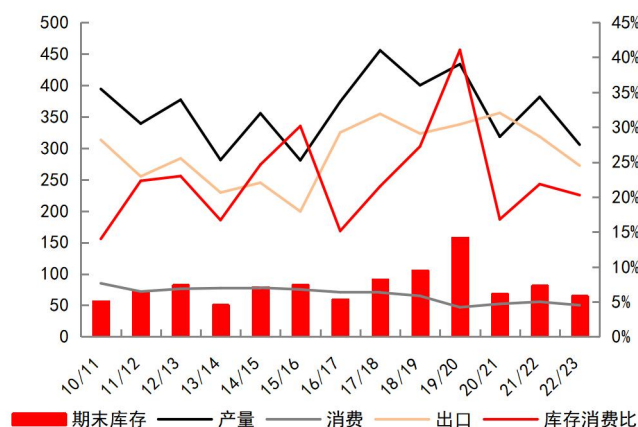
### 巴基斯坦：预计增产，但上市进度慢，产量存下调可能

据 USDA 11 月报，22/23 年度，巴基斯坦棉花产量预计同比减产 32.6 万吨至 98 万吨，减幅 25%。7-8 月份棉花主产区降雨量远超于正常水平导致洪涝灾害发生，是减产的主要原因。

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%。

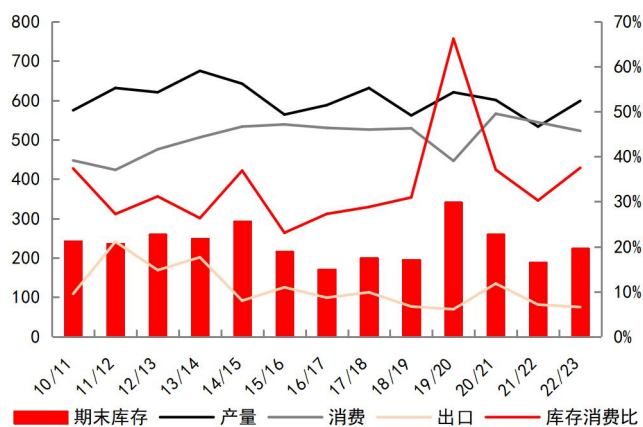
巴基斯坦目前的棉花上市进度同比减幅大于棉花产量同比减幅，后续巴基斯坦棉花产量不排除继续下调的可能，量大概在 10 万吨左右。但由于其减产预期或已基本上为市场交易，利多消化，以及巴基斯坦本身体量小，即使后续继续下调产量，但对棉价实际影响有限。

图 4：美国棉花供需情况：万吨



资料来源：USDA 中信期货研究所

图 5：印度棉花供需情况：万吨



资料来源：USDA 中信期货研究所

### （三）22/23 年度，全球棉花需求萎缩，后续存继续下调空间

欧美高通胀影响下，纺织品服装需求萎缩，海外品牌方库存高企，进口需求下滑；主要纺服制造国出口订单下滑，东南亚纱厂开机率居历史低位，库存棉花纺纱利润亏损。

#### 1、美国纺服及棉制品进口需求萎缩

美国纺服进口数量持续四个月环比下降。2022 年 9 月，美国进口纺织品服装数量 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；美国进口纺织品服装金额 122.2 亿美元，同比增长 12%，环比下降 7.2%。

美国服装进口数量同比、环比均下降。2022 年 9 月，美国进口服装数量为

26.8 亿平方米，同比下降 7%，环比下降 12%；进口金额 95.8 亿美元，同比增长 17.7%，环比下降 7.5%。

**美国进口棉制品数量同比下降。**2022 年 9 月份，美国进口棉制品 16.38 亿平方米，同比下降 8.23%，环比下降 5.37%。主要进口来源地主要为中国、印度、巴基斯坦和越南，其中自中国进口 3.13 亿平方米，同比下降 33.58%，环比下降 20%；自印度进口 2.87 亿平方米，同比下降 6.51%，环比增长 1.71%；从巴基斯坦进口 2.18 亿平方米，同比增长 8.29%，环比增长 1.81%；从越南进口 1.57 亿平方米，同比增长 3.72%，环比下降 3.26%。

## 2、欧盟纺服进口量正增长，但下半年起进口市场分化，部分地区需求萎缩

欧盟 27 国纺织品服装进口量在今年持续同比正增长，截至 2022 年 8 月，欧盟 27 国纺织品服装进口量为 112.3 万吨，同比增长 13%；进口金额 140 亿欧元，同比增长 50%。主要进口来源地为中国、土耳其、孟加拉、印度、越南、巴基斯坦和印尼，上半年欧盟自各地区纺服进口量持续正增长，但下半年起纺服需求逐渐减弱，各地进口情况有所分化，目前中国、土耳其、孟加拉、印度、越南和巴基斯坦仍维持正增长，土耳其、印度和印尼等地已由正转负。

## 3、海外纱厂开机率下滑，居历史低位

从数据上来看，今年二季度以来大部分时间里海外纱厂属于亏损状态，目前印度 C32S 和越南剑杆 C32S 纺纱利润处于亏损状态。

据 TTEB，海外纱厂的开机率有所分化，印度纱厂开机率自 10 月份起环比提高，截至 11 月 18 日为 52%，去年同期为 80%；巴基斯坦纱厂开机率为 45%，环比没有改善，去年同期开机率也在 80%以上；越南纱厂开机率不升反降，目前为 35%，环比持续下行，去年同期在 75%左右。

图 6：海外纱厂开机率持续下行：%

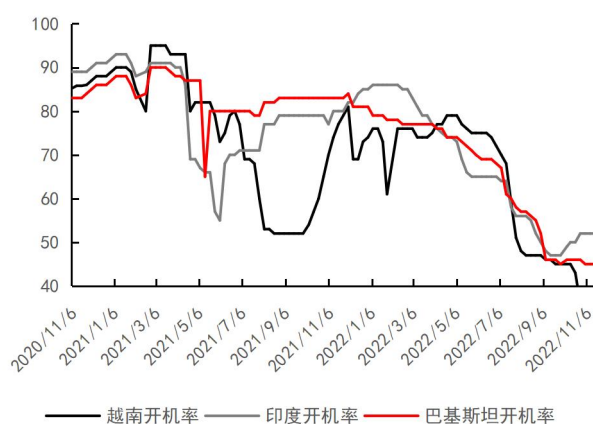
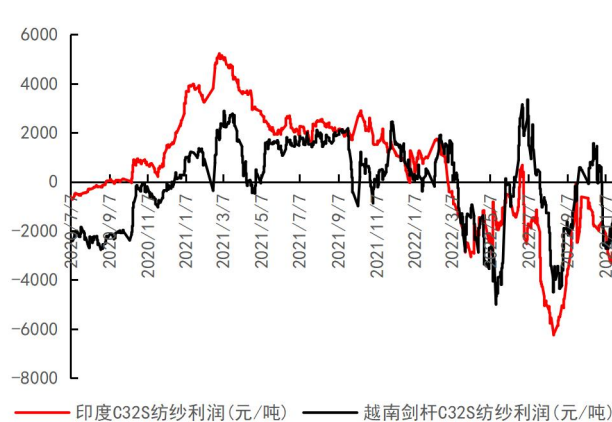


图 7：印度、越南纱厂纺纱利润亏损：元/吨



资料来源：TTEB 中信期货研究所

资料来源：TTEB 中信期货研究所

## 三、中国棉花市场

### （一）从年度平衡表看，累库概率大，中期棉价承压

#### 1、22/23 年度，中国棉花供应预计同比增加

**期初库存预计同比增加。**据中国棉花信息网，8 月底，棉花商业库存为 257 万吨，同比增 65 万吨，工业库存为 57 万吨，同比减少 38 万吨；合计来看，截至 8 月底，棉花总库存 314 万吨，同比增 26 万吨。

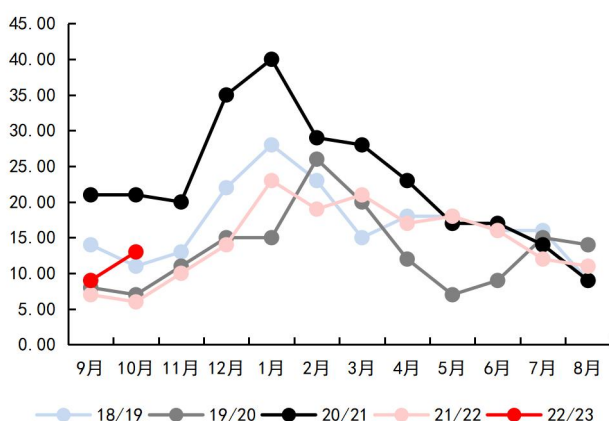
**新年度中国棉花预计增产 10-25 万吨。**据 USDA 11 月报，22/23 年度，中国棉花产量预计同比增加 26 万吨至 610 万吨；据中国棉花协会，22/23 年度，中国棉花产量预计同比增加 30 万吨至 608 万吨；据中国棉花信息网，该数值预计同比增加 9 万吨至 592 万吨。

#### 内外价差收敛或带动进口数量适当增长

由于今年 1 季度之后，内外棉价格倒挂，进口利润转负，导致进口意愿下滑，21/22 年度累积进口量为 174 万吨，同比减少 100 万吨，较过去三年均值减少 30 万吨左右；2022 年截至 10 月份，累积进口量为 159 万吨，同比减少 31 万吨。

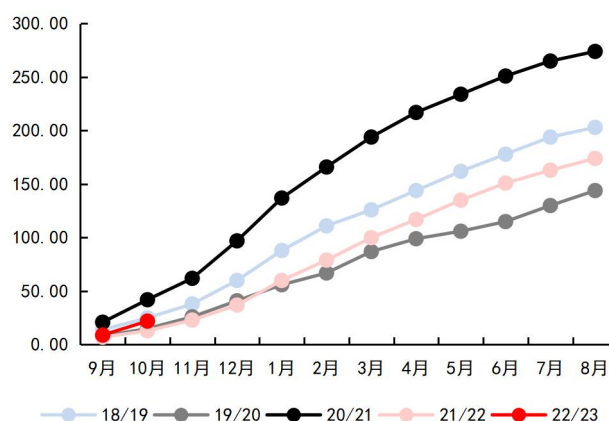
展望 22/23 年度，我们预计内外价差将收敛，进口利润未来将得到修复，或带动进口量增长，暂估增量 0-20 万吨。

图 8：棉花单月进口量：万吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 9：棉花累计进口量：万吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

#### 2、22/23 年度，中国棉花需求或先抑后扬

由于全球纺服需求放缓以及国内疫情影响，中国纺服出口和内销在今年均呈

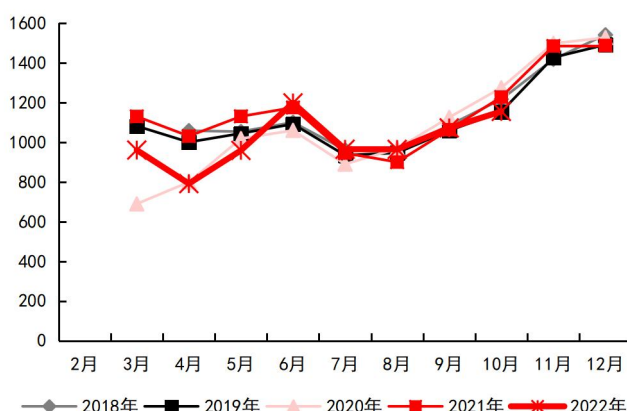
现萎缩的状态，21/22 年度中国棉花消费量大约减少 120-130 万吨左右。22/23 年度，内外消费预计分化，内需或同比提升，外需关注宏观变化，总体来看，22/23 年度中国棉花消费量存在向上恢复的可能。

### （1）经济增速放缓叠加疫情反复导致纺服内需下滑，明年或有所增长

今年我国纺服内需同比下滑，一方面受今年我国经济增速放缓影响，另一方面，各地疫情反复，也对纺服需求有不利影响。上半年 3-5 月份，服装鞋帽针纺织品类零售额持续三个月同比下滑；6-8 月份，随着疫情阶段性好转，该值由负转正；但从 9 月份起，纺服零售额再度转负。10 月份，服装鞋帽、针、纺织品类商品零售额为 1154.8 亿元，同比下降 7.5%；今年 1-10 月累计零售额为 10413.8 亿元，同比下降 4.4%。

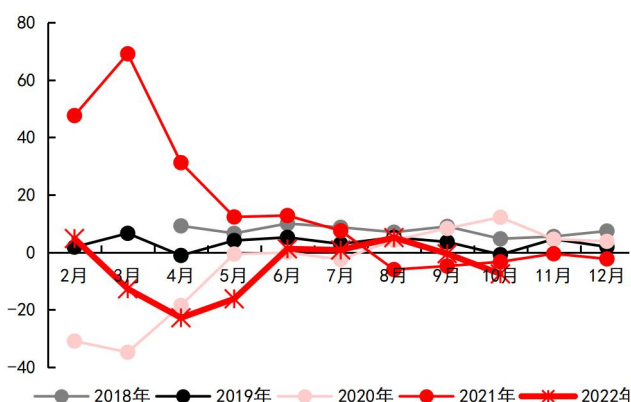
根据 IMF 预估，2022 年，中国 GDP 增速预计为 3.2%，2021 年预计为 8.7%，2023 年预计为 4.4%。若 2023 年中国 GDP 增速增长，叠加疫情管控边际放松，中国纺服内需或将较今年提升，增加国内棉花消费量。

图 10：服装鞋帽、针、纺织品类零售额当月值：亿元



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 11：服装鞋帽、针、纺织品类单月同比：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

### （2）终端累库及全球纺服需求下滑背景下，纺服出口需求处于萎缩阶段

由于今年我国纺织品、服装出口单价的提高，上半年我国纺服出口金额持续同比正增长，但随着全球纺服需求的萎缩，我国纺服出口金额正增长难以持续，目前出口需求下滑表现显著。

从 2022 年 8 月份起，我国纺织品出口金额同比由正转负，服装出口金额从 9 月份起由负转正，10 月份负值进一步扩大。10 月份，我国出口纺织品服装 250 亿美元，同比下降 13.5%，环比下降 10.8%，为连续三个月环比下降；其中纺织品出口 113.7 亿美元，同比下降 9%，环比下降 5.8%；服装出口 136.55 亿美元，同比下降 16.9%，环比下降 14.6%。

### （3）中国纺服出口格局变化，美国、欧盟占比下滑，东盟占比提高

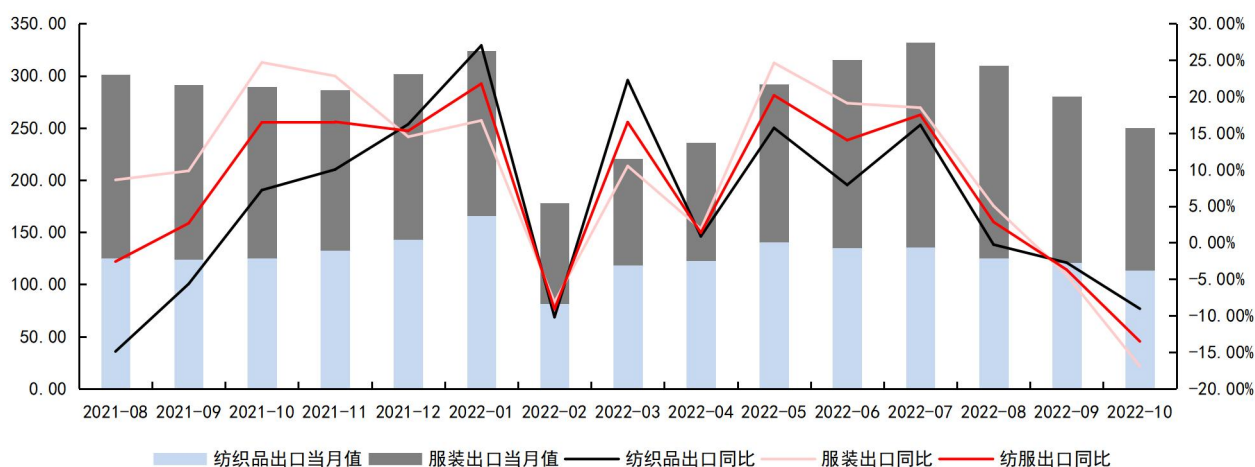
我国纺织品服装出口目标地主要为美国、东盟、欧盟和日本。近些年，东盟占比呈现上升趋势，日本占比下降。中国对美国、欧盟纺服出口金额已呈现负增长变化，但对东盟纺织品服装出口金额持续同比增长。

**中国对美纺服出口金额连续两个月同比下滑。**2022 年 1-8 月份（除 2 月份），据海关总署，中国出口第 11 类纺织原料及纺织制品至欧盟的金额均同比增长，但 9-10 月份，该数值持续两个月同比下滑，减幅分别为 14.5%、32.6%。

**中国对欧盟纺服出口金额连续三个月同比下滑。**和欧盟类似，2022 年 1-7 月份，据海关总署，中国出口第 11 类纺织原料及纺织制品至美国的金额均同比增长，但 8-10 月份，该数值持续三个月同比下滑，减幅环比扩大，分别为 11.6%、29%、33%。

**中国对东盟纺服出口占比提升，金额持续正增长。**2021 年，中国对美国、欧盟和东盟纺服出口占比分别为 18%、15%、15%，今年美国、欧盟及日本占比下降，东盟从 15%提高至 17%。2022 年 1-10 月（除 2 月外），中国对东盟纺服单月出口金额持续正增长。

图 12：全国纺织品、服装月度出口金额：亿美元



资料来源：Wind 中信期货研究所

### 3、新年度国内棉花累库概率大，中期棉价承压

结合各机构的分析，我们对 22/23 年度中国棉花平衡表作出预估，如下表所示。其中，期初库存及产量变数不大，决定 22/23 年度中国棉花平衡表的关键因素为进口和需求。我们作出了乐观和悲观两种假设，即在供应增量取最小、需求增量取最大和供应增量取最大、需求增量取最小的情境下，第一种情景下，国内棉花期末库存预计同比持平，第二种情境下，国内棉花期末库存预计同比增加 65



万吨，我们预计实际情况落在两者之间。

图 13：中国棉花 22/23 年度平衡表变化预测：万吨

同比	期初库存	产量	进口	需求	期末库存
中国棉花网	+17	+23	+24	+39	+30
中国棉花信息网	+20	+9	+6	+23	+12
中国棉花协会	+17	+30	-2.8	+30	+14.6
USDA	-10	+26	+14	+33	-2
预估	+20	+10~+25	+0~+20	+0~+30	供应最小需求最大：0 供应最大需求最小：+65

资料来源：中国棉花网 中国棉花信息网 中国棉花协会 中信期货研究所

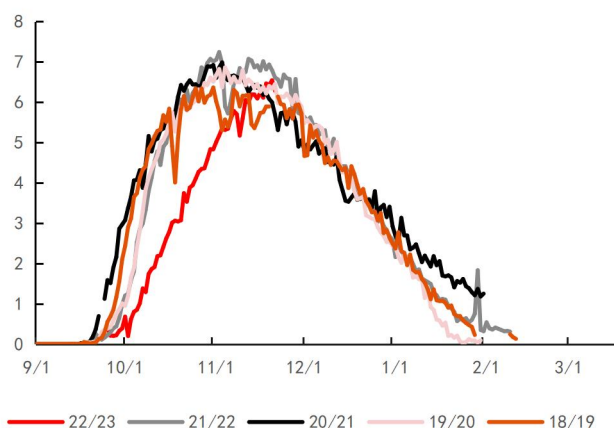
## （二）基本面边际转差，短期成本支撑棉价震荡，明年 1 季度棉价或将寻底

### 1、新棉上市进度偏慢，但随着速度加快，供应压力后移等待集中释放

根据全国棉花交易市场数据，截止到 2022 年 11 月 21 日，新疆地区皮棉累计加工总量 207.44 万吨，同比减幅 29.45%。其中，自治区皮棉加工量 112.99 万吨，同比减幅 33.45%；兵团皮棉加工量 94.45 万吨，同比减幅 23.96%。

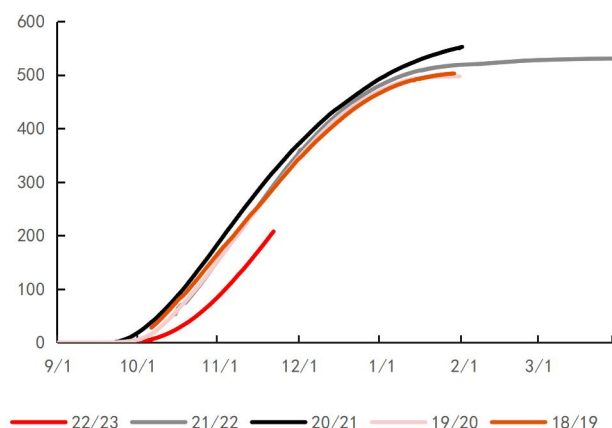
受疫情影响，新疆棉花加工进度缓慢，累计同比大幅下滑。但目前日加工量已达到峰值水平，累计加工量同比减幅环比持续缩窄。后续供应逐渐上量，供应压力后移等待集中释放。

图 14：新疆棉花日加工量：万吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 15：新疆棉花累计加工量：万吨



资料来源：Wind 中信期货研究所



## 2、纺织端季节性转差，开机率下滑，成品累库，原料买货意愿弱

据 TTEB，纯棉纱厂开机率环比-0.4%至 44.4%，全棉坯布开机率环比-0.3%至 44%，因“金九银十”传统需求旺季行情结束，需求转淡，开机率明显下滑；纱厂原料库存环比-0.1 至 14.5 天，织厂原料库存环比-0.5 至 4.7 天，纺纱利润环比下滑，因订单不佳、走销不畅，纺织企业原料采购意愿不强；纱厂成品库存环比+1.3 至 32.9 天，织厂成品库存环比+1.1 至 37.5 天，纺织企业成品库存持续累库。

图 16：纯棉纱厂开机率：%

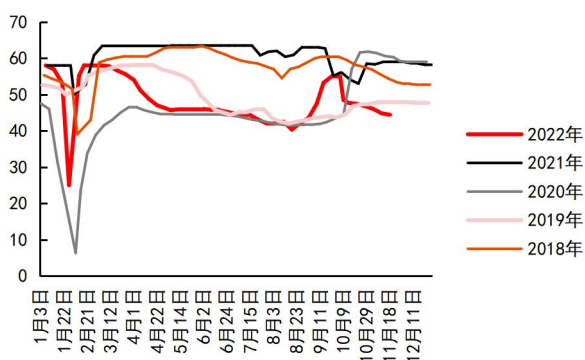


图 17：全棉坯布开机率：%

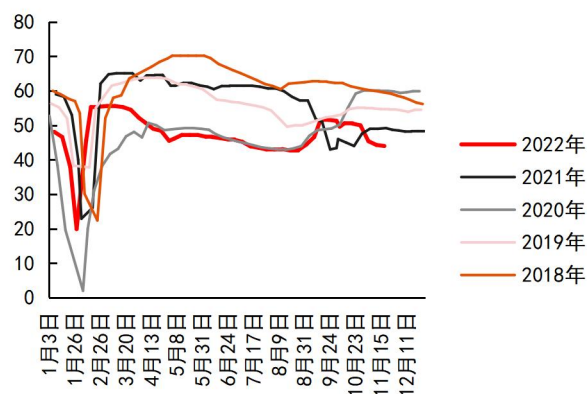


图 18：纱厂原料库存：天

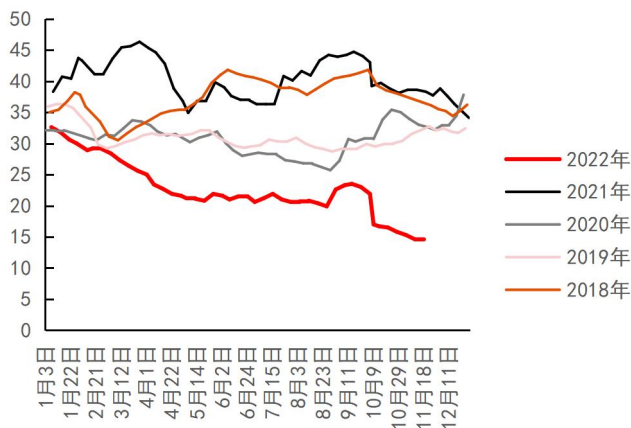


图 19：坯布厂原料库存：天

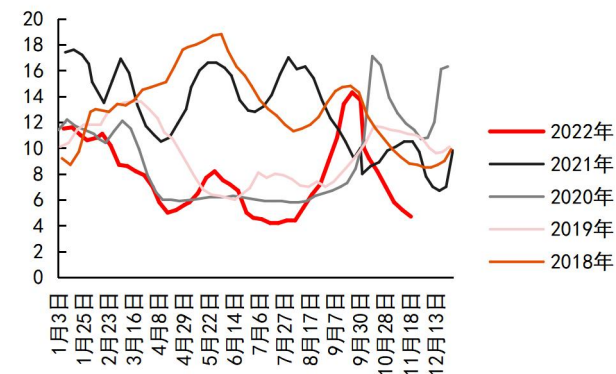
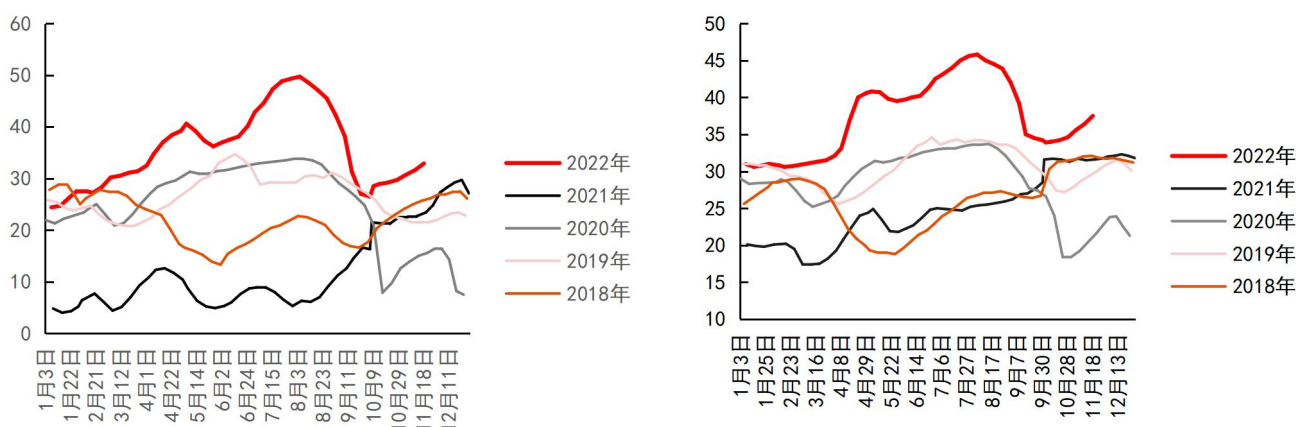


图 20：纱厂成品库存：天

图 21：坯布厂成品库存：天



资料来源：TTEB 中信期货研究所

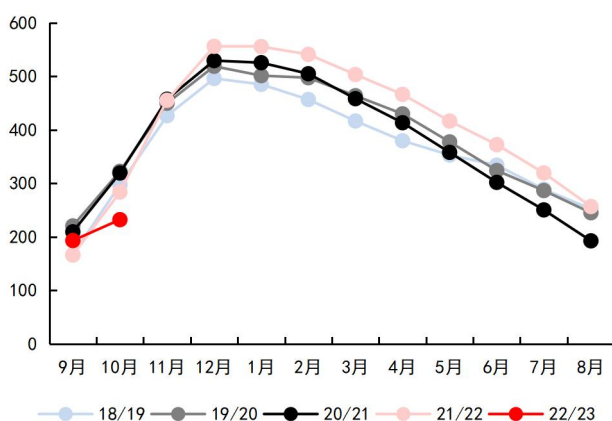
### 3、上市缓慢导致库存收紧，但压力后移

由于上市进度缓慢，供应增量不及往年同期水平，导致 9、10 月份去库速度较往年加快，截至目前的商业库存量低于去年同期，但是随着疫情改善、上市量增多，以及新年度为增产年，商业库存压力后移。

据中国棉花信息网，10 月底全国棉花商业库存 232 万吨，环比+39 万吨，同比-52 万吨。

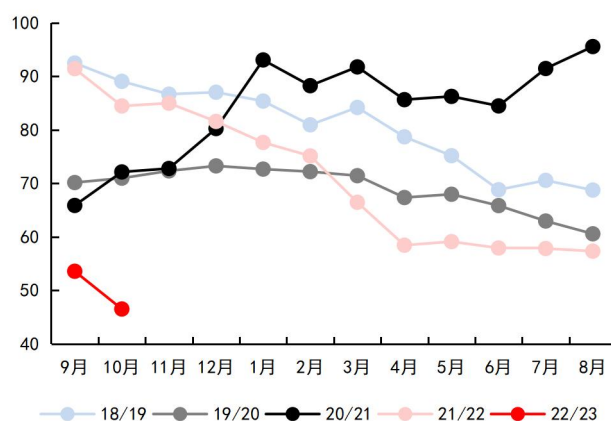
据 Mysteel 调研显示，截止 11 月 11 日，棉花商业总库存 155.81 万吨，环比上周增加 11.86 万吨（增幅 8.24 %），同比减少 105 万吨。

图 22：棉花商业库存：万吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 23：棉花工业库存：万吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

### 4、北疆籽棉收购价基本固定，参考成本划出短期期价上下限

北疆收购进度达 8 成以上，成本基本锁定。据国家棉花市场监测系统，截至 2022 年 11 月 17 日，全国新棉采摘进度为 95.3%，同比下降 1.4%，较过去四年均

值提高 0.1%，其中新疆采摘进度 95.5%。全国交售率为 84.3%，同比下降 10.3%，较过去四年均值下降 6.8%，其中新疆交售率 88.1%。据悉，北疆采摘 9 成，交售 8 成；南疆采摘 7 成，交售 6 成。北疆成本基本锁定，北疆轧花厂的收购成本大约在 12500-13000 元/吨。

**成本价和套保价圈定期价震荡空间。**短期来看，轧花厂具有较强的挺价能力和意愿，成本价对郑棉期价尤其是 1 月合约支撑力较强。当郑棉 1 月合约价格超过 13500 元/吨，套保单增多，期价进一步上涨阻力大；当郑棉 1 月合约价格低于 12500 元/吨，低于成本价，轧花厂挺价，销售意愿不强，期价下方支撑强。1 月合约区间震荡，5 月合约或二次探底。

**基于基本面边际转差的考虑，棉价探底过程未结束。**供应增多，需求边际转差，库存压力后移，基本面边际转差，郑棉期价或继续探底，相比较 1 月合约，5 月合约将承载更多压力，二次探底可能发生在明年的一季度。

### （三）2023 年棉价运行走势或先抑后扬

#### 1、2023 年 1 季度之后关注种植预期

**棉粮比价处于历史低位，关注美棉种植面积变化。**由于今年 ICE 棉花期货价格大幅下挫，棉花和小麦、玉米、大豆这类竞争作物比价大幅下滑，这可能导致明年美棉种植意愿下降。明年 3 月份，关注 3 月底 USDA 种植意向报告，

**本年度种植收益锐减或导致明年中国棉花种植面积缩减。**2023 年中国棉花的种植面积存在缩减的可能，一方面，据我们和新疆棉农调研可知，部分地区有要求提高粮食种植比例，明年小麦等粮食作物种植比重提高，或相对挤占棉花面积；另一方面，22/23 年度，由于种植成本及包地成本大幅提高，以及棉花价格下跌，部分棉农亏损，因此明年种植意愿或下降，从而使得棉花产量缩减。

#### 2、2023 年中国棉花需求存在增长可能

前文论述到，2022 年，由于全球纺服需求放缓以及国内疫情影响，中国纺服出口和内销均同比萎缩，中国棉花消费量大约减少 120 万吨左右。展望 2023 年，内外需求或分化，随着国内疫情管控边际放松，以及中国 GDP 增速提高，国内纺服需求或逐步恢复；外需方面出口格局发生改变，欧美日占比下滑，东盟占比提高，外需能否增长需关注全球宏观变化。总体来看，2023 年中国棉花需求不排除增长可能。

#### 3、郑棉绝对价格处于历史低价区间，探底后有望重心逐步抬升

通过对郑棉主力合约收盘价进行计算，中位数为 14950，1/4 分位数为 13410，因此，当年的郑棉价格已低于 1/4 分位数，处于历史价格低价区域。未来，若基本面或宏观面边际好转，郑棉价格存在触底反弹、重心抬升的可能。

## 四、总结与展望

### 国际市场

**22/23 年度平衡表向宽松转变，期末库存预计累积。**供应方面，22/23 年度全球棉花定性为增产；需求方面，全球经济增速放缓，22/23 年度全球棉花需求预计同比下滑；22/23 年度全球棉花期末库存预计累积，供需形势向宽松调整。从对平衡表动态调整的角度来看，供应和需求均存下调可能。

**部分主产国产量可能下修。**22/23 年度全球棉花产量预计增加，美国调整空间不大，印度、巴基斯坦因降雨过多导致产量折损，目前上市进度明显偏慢，后续产量存下修可能。

**需求端持续转差，终端服装累库，纺服制造国出口订单减少，海外纱厂开机率下滑。**棉花年度消费预估值未来存进一步下调可能。欧美高通胀影响下，终端纺织品服装需求萎缩，海外品牌方库存高企，进口需求下滑；主要纺服制造国出口订单下滑，东南亚纱厂库存棉花纺纱利润亏损，开机率居历史低位。

### 国内市场

**从年度平衡表看，累库概率大，中期棉价承压。**22/23 年度期初库存、产量均同比增加；进口量将随着内外价差修复而提升；需求疲弱，年度来看或同比提高；总体来看，22/23 年度平衡表呈现出累库的状态，中期棉价承压。

**基本面边际转差，短期成本支撑棉价震荡，明年 1 季度棉价或将寻底。**新棉上市进度偏慢，但随着速度加快，供应压力后移等待集中释放。纺织端季节性转差，开机率下滑，成品累库，原料买货意愿弱。上市缓慢导致库存收紧，但压力后移。北疆收购进度达 8 成以上，成本基本锁定，成本价和套保价圈定短期 1 月合约期价震荡空间。但基于基本面边际转差的考虑，棉价探底过程未结束，远月承载更多压力。

**1 季度后，新年度种植预期炒作、绝对价格低位、需求回升等因素等待推动郑棉筑底反弹。**种植方面，当前美棉粮比价处于低位，或导致明年美棉种植意愿下降，关注 3 月底 USDA 种植意向报告；需求方面，中国棉花需求或有所提升；绝对价格方面，13000 元/吨及以下的期货价格处于历史低价区间，未来若基本面改善，棉价重心将逐步上移。

风险因素：政策、疫情、宏观

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

### 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>