

链接地址：<https://m-q-news.wenhua.com.cn/newshare/#/share/20220228MM0398>

棉花：压力因素犹存，价格在高位长期运行缺乏持续动力

姚 禹 华安期货

自 2022 年 2 月 24 日俄罗斯对乌克兰开展军事行动以来，郑棉价格表现谨慎，震荡走低，国内部分商家目前已收到当地客户延期付款，延期发货，减小订单量的反馈。订单量的进一步减少，出口受阻，棉价上行承压。

从 2021 年 6 月份开始，棉价震荡上行。在棉花减产、新棉抢收、消费复苏预期的推动之下，棉花价格一度被按下了“快进键”。期货市场主力合约价格 9-10 月两个月间涨幅一度超过 30%。在新棉抢收疯狂炒作的背后，是加工企业轧花厂产能的严重过剩。新疆每年的棉花产量在 500-570 万吨不等，但新疆轧花厂的加工产能却高达 1,200 万吨左右。新棉产量远低于轧花厂加工产能，在沉默成本因素存在的前提下，基本每年都会上演“抢棉大战”，尤其 2021 年市场对于新棉 20%的减产预期更是推动了今年价格的上涨。

表 1 加工企业轧花厂数量

年份	全国	新疆	兵团
2016	1098	750	138
2017	987	769	143
2018	1030	796	143
2019	971	791	127
2020	962	810	156
2021	1050	928	219
2022	1066	968	229

为稳定棉市，国家于 2021 年 7 月开启抛储工作，此次抛储工作累计抛储 120 万吨，有效遏制了棉价快速拉伸的势头，但仍旧难以逆转棉价持续长时间上涨的局面。且抛储工作长时间开展，也加剧了市场对于今年棉花大幅减产预期的炒作，故出现抛储与涨价并存的现象。

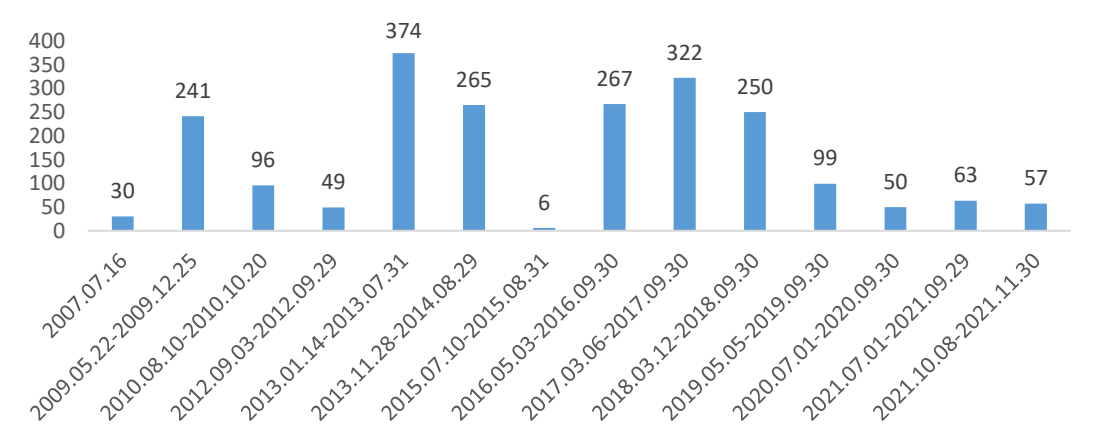


图 1 棉花抛储数量（万吨）

棉价大幅上涨局面已成现实，但是否仍具备继续冲高的动力，笔者认为缺乏相应的依据。首先从理论来看，以库存周期的角度而言，考虑到前期纺织业下游需求逐步改善、部分生产企业的生产规模和开工率稳步上升，纺纱利润逐步走高，进一步推动价格上扬，主动补库意愿增加；但现阶段过高的棉价市场接受程度下降，需求开始萎缩。但由于价格传导机制有一定的时间滞后性，轧花厂产能处于高位，这时只能通过补充库存维持生产来平摊固定成本，这正符合被动补库阶段特征。基于库存周期理论基础，棉价上行承压。

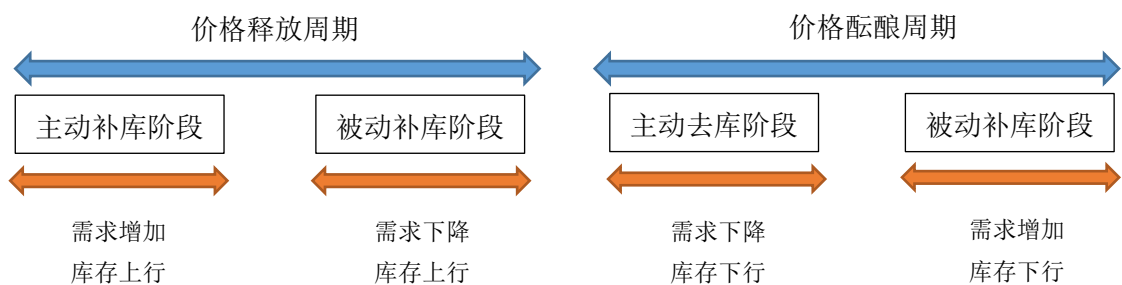


图2 库存周期理论模型

从基本面角度而言，以美国来看，世界其他国家进口多依赖于美棉，其价格变动对于全球棉价的走势具有重要的参考意义。因美棉价格连创新高，种植收益增加，棉农植棉意愿大增。据美国国家棉花总会（NCC）发布的调查结果显示：2022 年美国棉花意向种植面积为 1203.5 万英亩，上年实播 1122 万英亩，同比增 7.3%。其中，陆地棉意向面积 1187.7 万英亩，同比增 7.1%，皮马棉面积 15.8 万英亩，同比增 24.8%。若后期无明显恶劣天气，2022 年度美棉产量或明显高于 2021 年度。除此之外，美国作为全球主要棉花出口国，其出口情况的好坏将直接关系到美棉价格的高低。据 USDA2 月供需预报显示，棉花出口因物流影响较 1 月下调 5.5 万吨，期末库存较 1 月上调 6.5 万吨。由于美棉用于国内消费量很少，主要用于出口，因此笔者用出口量当作消费量计算美棉的库消比。2 月美棉的库消比较 1 月预测小幅上调，达到 23.73%，而 20/21 年度库消比为 19.25%，证明 2022 年度美棉供需格局整体或呈现偏宽松的局面。据美国农业部(USDA)报告显示，2022 年 2 月 4-10 日，2021/22 年度美国陆地棉出口签约量 35980 吨，较前周下降 14%，较前四周均值下降 46%，2021/22 年度美国陆地棉出口装运量 61290 吨，较前周下降 10%，前四周均值增长 8%。现阶段美棉周度出口数据表现不佳直接导致美棉价格走势由高位回落。

表 2 USDA2 月美国产区供需平衡预测表（万吨）

美国	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22 (1月)	21/22 (2月)	调整幅度
产量	455.5	399.9	433.6	318.1	383.7	383.7	0
出口	354.5	323	337.7	356.4	326.6	321.1	-5.5
期末库存	91.4	105.6	157.9	68.6	69.7	76.2	6.5
库消比	25.78%	32.69%	46.76%	19.25%	21.34%	23.73%	2.39%

因美棉主要通过海运方式运输到其他国家，而运费成本也是我们不得不重点关注的话题之一。由图 2 波罗的海运费指数走势图我们可以看出，受新冠疫情因素影响，2021 年全球航运业运费整体呈现出暴涨的局面，涨幅逼近 500%。全球主要港口因防疫政策要求货物到港需进行消杀作业后才能卸货，船只排队等待；即使集装箱租金再高，也一箱难求。而海运成本最终将在棉价中得到体现。但随着进入后疫情时代，海上通道大堵塞情况有所缓解，海运成本也逐步由高位回落至相对正常水平，因此美棉运输成本也随之降低。

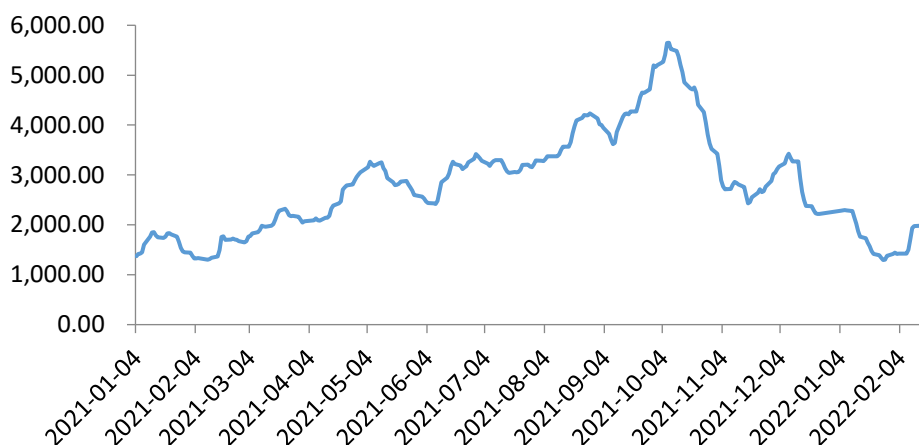


图3 波罗的海运费指数

除物流成本降低外，虽然棉花的金融属性偏弱，但市场对于美联储的加息预期也在一定程度上影响着美棉价格走势。美国劳工部数据显示，1月份美国CPI同比升幅扩大至7.5%，高于市场预期，核心CPI同比升6%，均创下1982年以来最大升幅。数据出炉后，10年期美债收益率升破2%关口，为两年半来首次。市场预测美联储3月加息50BP的可能性超过50%，到7月底前将累计加息100个BP。但随着俄乌局势紧张，市场对于加息预期已不如之前那边强烈。最新数据显示，市场预计美联储3月加息50BP的概率已不足20%。

目光再转回国内棉花市场。前期因“淡季不淡”造成市场普遍认为终端消费需求回暖复苏。但现在来看，这只是东南亚订单回流与欧美主要国家为避免航运拥堵，提前下达万圣节与圣诞节订单所造成的消费需求全面爆发的“假象”，所以也并不难以解释为什么随后出现“旺季不旺”的特征：因欧美“双节”订单前置而后续新签订单跟进不足。现阶段，新疆轧花厂新棉整体销售进度较为缓慢，部分贸易企业基本无一手货源、以代理销售为主，而纺织厂节前补库不积极，因担忧利润倒挂，部分纱厂推迟至元宵节后开工，复工时间较往年慢了十天左右，部分市场布厂因员工到岗率不高，开机率偏低。纺企棉纱库存与织厂的纯棉坯布库存都处于历史同期水平高位，证明当今市场对于高价棉整体接受程度不高，上下游价格传导机制不畅。国内纺织行业依然面对终端消费需求坍塌的局面，叠加上游高价棉的逼迫，纺织厂、布厂等一大批企业面临两头夹击的窘境，早已处于亏损边缘。

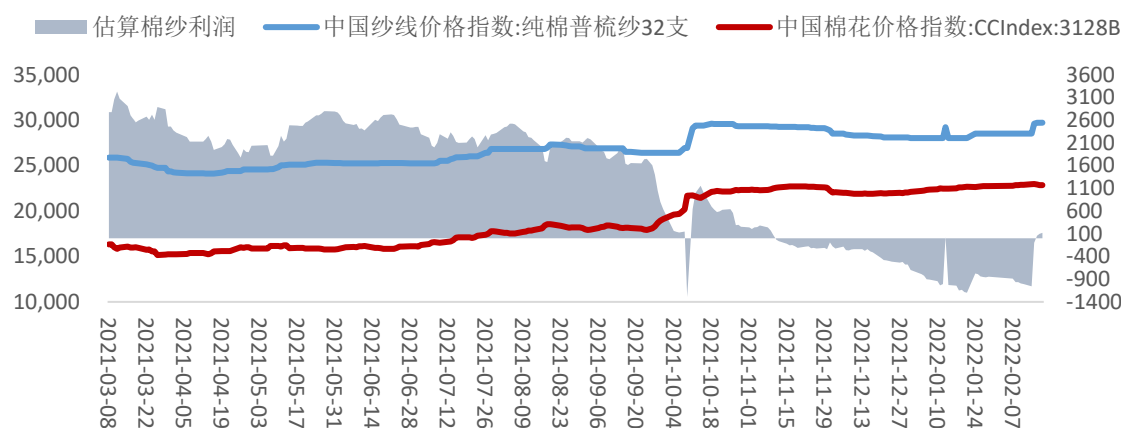


图4 棉纱 C32S 估算利润

国内消费环境表现不佳，而中国纺服出口面临多种因素挑战，尤其是因东南亚经济重启导致流回国内纺服订单再度流失，以及美国“禁疆令”政策的逐步趋严，在“新疆棉”问题上大做文章。据海关总署统计，2021年全国纺织品服装出口3154.7亿美元，同比增长8.4%，

创历史新高。其中，服装全年出口 1702.6 亿美元，同比增长 24%。2021 年增幅显著，国家统计局数据显示，2021 年 1-11 月，服装行业产量 213 亿件，同比增长 8.5%，这表明对外服装订单一年增加了约 17 亿件。之所以有这样的逆市增长，主因东南亚国家疫情肆虐，封锁政策趋严，订单回流国内超两千亿元。而我国经济因较早地从疫情的打击中恢复过来，并且纺织行业产业链相对完备，所以欧美日和东南亚采购商将订单直接或间接转移给中国企业，带来服装出口的显著增长。而以越南、孟加拉国为代表的东南亚国家对美棉的进口量基本恢复到疫情之前的水平，也从侧面证明东南亚地区的纺织产业逐步恢复。随着疫情逐步得到控制，全球纺织服装制造将继续加速转移到东南亚等地。2022 年度订单流失基本已成定局，难以再现 2021 年度的服装出口繁荣景象。

美国作为我国第一大纺织服装出口国，2021 年我国对美服装出口额首次突破 400 亿美元，创下 411.3 亿美元的历史新高。一方面，在美国量化宽松刺激计划的推动下，市场因疫情所压缩的需求报复性迸发，美国服装零售屡创历史新高；另一方面，在中美第一阶段经贸协定的作用下，美国也加大对中国服装制品的采购。但从近十年间美国棉制纺织服装与化纤制纺织服装进口市场份额占比中可明显看出，中国纺服出口在美国市场中的占比呈现出逐年下降的趋势，2021 年“新疆棉”事件发生之后表现尤为明显；而印度、巴基斯坦、越南与孟加拉国四国合计占比显著增长，不断拉近与我国的优势地位差距。在最新公布的 USDA2 月供需预报中，其强调美国作为世界上最大的棉制品进口国，需要积极重组供应链，以减少对于亚洲国家尤其是中国进口的依赖。美国零售商正努力遵守美国对含有新疆棉花衍生品的产品的暂扣令(WRO)，并且报告还表明土耳其从皮棉到成品布的供应链中几乎没有新疆皮棉，暗含美国未来将加大从土耳其进口纺服成品的力度。此举无疑是打击中国新疆棉产品的重要手段。因中美关系处于冰点，美国抓住中国第一阶段经贸协定尚未完成的承诺，借口施压，新一轮中美经贸协定遥遥无期。在外围市场“禁疆令”的紧箍咒之下，国内外贸出口型纺企只能少用或不用新疆棉，增加对进口棉花、纱线的需求量，这对新疆棉市场无疑冲击巨大；而美棉、澳棉、巴西棉等外棉则可趁机抬价，威胁我国纺织行业产业链健康发展。

虽然 2021 年度我国纺服出口数据整体表现良好，在美国市场仍占据领先地位。但我们必须注意到在这种优势背后中所暗含的传统纺织市场萎缩的危机，纺织产业向东南亚地区转移不可阻挡。对于我国纺织行业而言，一方面要应对用工、原材料等成本攀升的压力，另一方面须突破“纯外贸+代工”的困局，数字化转型和智能化重塑是纺织业发展的大势所趋。必须依托新业态、新模式，挖掘纺织业的新消费需求，实现去库存、去产能，并倒逼企业优化生产及成本结构，才能打开我国纺织行业的出口困境。

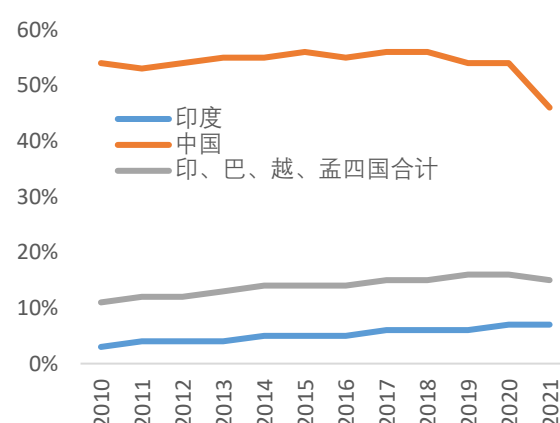
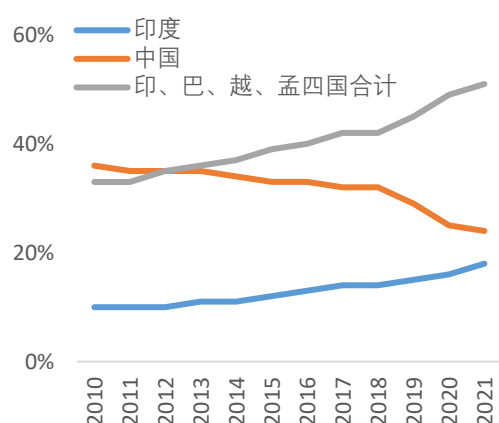


图 5 美国棉制纺织服装进口市场份额占比（数量） 图 6 美国化纤制纺织服装进口市场份额占比（数量）

从国内宏观环境来看，1 月份 CPI 和 PPI 数据环比均呈现回落。因政府工作报告明确表示 2022 年国内经济要“稳”当头，因此对于 2022 年物价形势，市场预计 CPI 将小幅上升，PPI

将高位回落，二者剪刀差将显著收敛，整体物价保持温和。2月10日，中国人民银行发布的最新数据显示，1月人民币贷款增加3.98万亿元，同比多增3944亿元，是单月统计高点，超过了去年同期。初步统计，2022年1月社会融资规模增量为6.17万亿元，比上年同期多9842亿元，超过市场预期。虽然现阶段我国经济整体面临增速放缓的困境，但国家宏观政策也在持续发力，央行降准、地方债提前发力，加大对工业和服务业的纾困，在确保增长的同时避免成本上升给企业所带来的生产经营压力。

总体来看，短期在俄乌冲突的背景下全球大宗商品市场波动加大，棉花也难独善其身。长期来看，因全球疫情肆虐各国所采取的经济刺激计划弊端已初步显现，世界主要国家国内通胀水平处于高位，紧缩性货币政策已提上日程，在2021年国际大宗商品多数突破历史高点后市场将逐步承压；除此之外，因高棉价带来的丰厚种植利润也在刺激全球主要植棉国家的棉农的增种意愿，2022年度扩种基本已成定局；与此同时，高价棉也在不断压缩全球纺企的生存空间，降价呼声高涨。国内方面，纺企面临终端需求收缩、供给冲击、预期转弱三大压力，在2022年经济运行“稳”字当头的背景下，同样预示着国内棉价在高位长期运行缺乏持续动力。