

龙蛰螭屈，应时而举

观点

宏观方面，高利率环境下，仍需关注美联储加息的尾部风险。基本面方面，供应端，棉花高库存、纺织高开机导致短期供应压力偏大，棉粮比低位对远期棉价形成较强支撑，二季度关注北半球主产区天气和实播情况；需求端，内需温和复苏与外需持续疲软共存，短期旺季需求兑现，二季度关注内需边际变化情况。整体来看，二季度棉价或呈震荡偏强、重心上移态势。

操作建议：**震荡偏强。**

风险点：**宏观波动，春播天气，终端消费。**

核心逻辑

1、宏观：近期，欧美银行业危机频发，在欧美当局的积极应对下，具备系统重要性的银行得到及时救助和处置，市场恐慌情绪得到缓解，提振资产价格。但在降息周期开启前，仍不能忽视美联储加息的尾部风险。

2、供给：国际方面，极低的棉粮比引发市场关于植棉面积下调的强烈预期，对远期棉价形成较强支撑；临近春播，持续关注北半球主产区天气和实播情况。国内方面，本年度新疆棉丰产，叠加上年度结转库存，上游供应宽裕；内外价差收敛背景下，进口预期增加，或进一步提高市场供应水平。

3、需求：国际方面，高利率压制下，海外需求持续疲软，叠加新疆棉禁令打压，国内出口压力较大。国内方面，当前纺织产能高位运行，但旺季需求充分兑现，终端订单边际放缓，成品价格有所松动，淡季预期渐起。

4、库存：国际方面，棉花库存持续调升，欧美服装渠道库存高位淤积，纺织服装仍处于主动去库存初期。国内方面，当前产业处于被动去库阶段；去年年底以来，棉花商业库存高位上行、工业库存探底回升，下游原料采购维持谨慎，成品库存已去化至同期偏低水平，但去化速度开始放缓。

5、量价：美棉非商业净多单由正转负，叠加无补贴种植成本支撑，美棉下方空间受限；郑棉近月正处于供应压力和仓单成本的拉扯中，远月则存在内需复苏以及新棉抢收预期，整体呈现“远强近弱”的价格结构。

农产品 · 季度报告

2023年4月3日 星期一

国贸期货 · 研究院
农产品研究中心

杨璐琳

投资咨询号：Z0015194

从业资格号：F3042528

助理研究员 谢威

从业资格号：F03087820

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎



国贸期货研究院
ITF RESEARCH INSTITUTE

一、 行情回顾

去年四季度，在宏观风险边际放缓以及国内防疫政策全面调整的背景下，内外棉价走出了触底反弹行情。今年一季度以来，内外棉价整体呈现区间宽幅震荡走势。根据郑棉行情，具体可划分为 5 个阶段：

第一阶段：今年元旦后，随着国内疫情达峰，病例数见顶回落，市场对于年后“金三银四”的乐观预期再起；另一方面，随着春节临近，交易所出台春节长假提保公告，对期货空头形成较大压力。春节前最后一周，郑棉开启大涨模式，最高逼近 15000 元/吨；与此同时，受中国买盘需求提振，美棉签约显著回暖，美棉跟随郑棉涨至震荡区间上沿 90 美分/磅附近。

第二阶段：春节后的两周时间内，纺织利润改善刺激下游纺织企业加快复工复产，叠加织厂节前备货，市场供应充足，而“金三银四”窗口尚未打开，终端需求仍有待验证。在此背景下，棉价承压回落至 14100 元/吨附近；中国买盘减弱导致美棉出口需求冷却，美棉跟随郑棉回落至 80 美分/磅附近。

第三阶段：2 月中下旬，郑棉回落至仓单成本附近，伴随着“金三银四”行情的正式启动，下游点价需求集中释放，郑棉上涨至 14800 元/吨附近；与此同时，美棉的反弹较为疲弱，上触 85 美分/磅后回落，“内强外弱”明显。

第四阶段：硅谷银行暴雷引发欧美银行业危机冲击，美元市场恐慌情绪蔓延，风险资产大幅受挫。受此影响，内外棉价双双回落。其中，郑棉大幅下跌至 13700 元/吨附近；美棉跌破 80 美分关口至 75 美分/磅附近。

第五阶段：在欧美当局的积极应对下，具备系统重要性的银行得到及时救助和处置，市场恐慌情绪得到缓解，对于美联储降息预期提升；同时，国内植棉意向调查结果显示，国内棉花意向种植面积减幅超预期，再次引发市场对于美棉种植面积的遐想，刺激内外棉价上行。受此提振，美棉连续两个交易日涨停，现已回升至 80 美分上方，郑棉最高涨至 14500 元/吨附近。

郑棉主连价格走势



数据来源：Wind，国贸期货

美棉主连价格走势



数据来源：Wind，国贸期货

二、宏观形势分析

在 3 月 21-22 日的美联储议息会议中，美联储如期加息 25BP，在随后的发布会上，美联储主席鲍威尔表示，今年降息不是基线预期，如有必要会加息至更高。3 月 31 日晚上公布的美国通胀数据显示，美国 2 月核心 PCE 物价指数年率 4.6%，略低于预期的 4.7%。虽然核心通胀数据有所下降，但降幅太小，一定程度上表明加息对通胀的压制效果还较为有限。

目前，市场的剧烈动荡局面在欧美当局快速应对下趋于平缓，但危机并未结束。面对不断固化的通胀，短期美联储继续加息或维持利率的概率仍然较高，欧美中小银行仍将持续受到压力，银行业危机的形态可能将转入信用危机阶段。二季度，海外宏观仍将对棉价形成扰动。

CME “美联储观察” 利率预期

MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2023/5/3						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	51.6%	48.4%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	51.5%	46.4%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	23.0%	49.3%	26.8%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	15.0%	39.8%	34.9%	9.7%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	9.1%	29.7%	36.9%	20.0%	3.9%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	6.2%	22.8%	34.5%	25.6%	9.3%	1.3%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	4.3%	17.5%	30.8%	28.4%	14.5%	3.9%	0.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.1%	13.8%	27.1%	29.1%	18.4%	6.8%	1.4%	0.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.1%	3.1%	13.5%	26.7%	29.0%	18.7%	7.2%	1.5%	0.2%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	1.4%	7.5%	19.1%	27.7%	24.6%	13.8%	4.8%	1.0%	0.1%	0.0%
2024/7/31	0.0%	1.0%	5.9%	16.2%	25.5%	25.4%	16.6%	7.1%	1.9%	0.3%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.9%	5.4%	15.1%	24.6%	25.4%	17.5%	8.0%	2.4%	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%

数据来源：美联储观察，国贸期货

三、国际棉市

3.1 22/23 年度全球供需格局由紧转松

环比来看，USDA 3 月报告调增 22/23 年度全球供给，并调减全球需求，22/23 年度全球棉花供需由紧转松。产量方面，全球预估产量调增 15.65 万吨，主要是对中国（+21.77 万吨）和澳大利亚产量的计价（+21.77 万吨），以及对印度（+21.77 万吨）产量的下修。需求方面，22/23 年度全球棉花预估消费量继

续调减 12.08 万吨，主要调减了巴基斯坦（-4.35 万吨）、土耳其（-6.53 万吨）、孟加拉国（-4.35 万吨）的消费量。进出口方面，全球棉花贸易量继续减少（-18.83 万吨）。

全球棉花供需变化（单位：万吨，%）

单位：万吨	收获面积	期初库存	产量	进口	出口	国内使用	损耗	期末库存	库存消费比
全球 3月份预估	31611.00	1874.91	2505.82	861.67	862.11	2397.34	(1.52)	1984.47	60.88
较环比预估变化	230.00	19.12	15.65	-18.83	-17.09	-12.08	0.22	44.90	1.91
较环比预估%变化	0.73%	1.03%	0.63%	-2.14%	-1.94%	-0.50%	-12.50%	2.31%	3.23%
上一年度	32067.00	1901.84	2616.99	997.25	997.91	2701.36	1.50	1815.32	49.07
中国 3月份预估	3050.00	839.64	642.29	163.29	2.72	783.82	0.00	858.69	109.17
较环比预估变化	50.00	27.22	21.77	-5.44	0.00	0.00	0.00	43.55	5.54
较环比预估%变化	1.67%	3.35%	3.51%	-3.23%	0.00%	0.00%		5.34%	5.34%
上一年度	3100.00	854.58	587.86	200.31	1.63	849.13	0.00	791.98	93.09
美国 3月份预估	3011.00	81.65	319.62	0.11	261.27	45.72	0.76	93.62	30.50
较环比预估变化	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
较环比预估%变化	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%		0.00%	0.00%
上一年度	4157.00	68.58	381.52	0.11	318.36	55.52	(5.31)	81.65	21.84
澳大利亚 3月份预估	675.00	105.82	119.75	0.00	132.81	0.22	(4.14)	96.67	72.67
较环比预估变化	175.00	0.00	10.89	0.00	0.00	0.00	0.00	10.89	8.18
较环比预估%变化	35.00%	0.00%	10.00%		0.00%	0.00%		12.69%	12.69%
上一年度	600.00	54.58	125.19	0.00	77.88	0.22	(4.14)	105.82	135.49
巴西 3月份预估	1630.00	257.70	289.58	0.33	167.65	69.67	0.00	310.28	130.74
较环比预估变化	0.00	0.00	0.00	0.00	-6.53	0.00	0.00	6.53	6.18
较环比预估%变化	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-3.75%	0.00%		2.15%	4.96%
上一年度	1600.00	242.09	287.40	0.54	178.54	69.67	0.00	281.83	113.54
印度 3月份预估	12700.00	187.16	533.43	37.01	47.90	489.88	0.00	219.82	40.87
较环比预估变化	0.00	0.00	-21.77	0.00	-6.53	0.00	0.00	-15.24	-2.31
较环比预估%变化	0.00%	0.00%	-3.92%	0.00%	-12.00%	0.00%	0.00%	-6.48%	-5.35%
上一年度	12150.00	259.94	531.25	21.77	81.50	544.32	0.00	187.16	29.91
巴基斯坦 3月份预估	1800.00	41.15	84.91	93.62	0.54	187.24	0.54	31.35	16.70
较环比预估变化	0.00	0.00	0.00	-4.35	0.00	-4.35	0.00	0.00	0.38
较环比预估%变化	0.00%	0.00%	0.00%	-4.44%	0.00%	-2.27%		0.00%	2.32%
上一年度	2000.00	47.14	130.64	97.98	1.09	232.97	0.54	41.15	17.58
越南 3月份预估	1.00	22.25	0.07	137.17	0.00	137.17	0.00	22.32	16.27
较环比预估变化	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
较环比预估%变化	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
上一年度	1.00	24.47	0.07	163.29	0.00	163.29	0.00	24.54	15.03
孟加拉国 3月份预估	46.00	49.92	3.37	167.65	0.00	176.36	0.22	44.37	25.16
较环比预估变化	0.00	0.00	0.00	-4.35	0.00	-2.18	0.00	-2.18	-0.91
较环比预估%变化	0.00%	0.00%	0.00%	-2.53%	0.00%	-1.22%	0.00%	-4.68%	-3.50%
上一年度	45.00	63.14	3.29	180.71	0.00	191.60	0.22	55.32	28.88
土耳其 3月份预估	555.00	60.20	106.69	91.45	15.24	167.65	0.22	75.22	41.13
较环比预估变化	0.00	0.00	0.00	-2.18	0.00	-6.53	0.22	4.14	3.60
较环比预估%变化	0.00%	0.00%	0.00%	-2.33%	0.00%	-3.75%	0.00%	5.82%	9.60%
上一年度	450.00	58.96	82.74	118.66	14.15	185.07	0.00	61.14	30.69

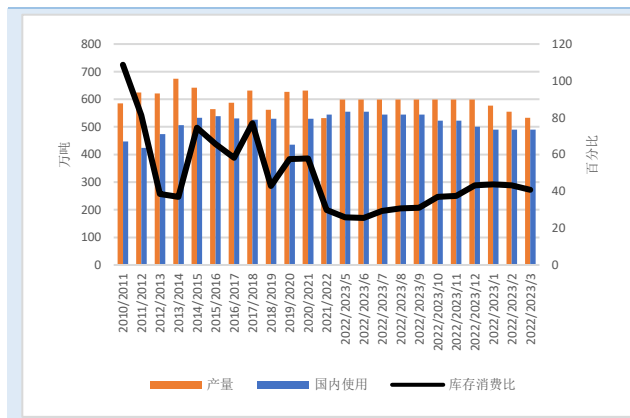
数据来源：USDA，国贸期货

3.2 美国：供需双弱，上市结束

美棉呈现供需双弱格局，去年干旱导致得州大减产，产量和库存都调得很低，近期签约量增长明显，主要是中国需求带动。根据 3 月底美国 USDA 意向面积报告，23/24 年度，美棉意向植棉面积为 1130 万英亩，同比减少 18%。据 USDA 3 月供需报告，22/23 年度，美国棉花预估产量同比减少 61.9 万吨至 319.62

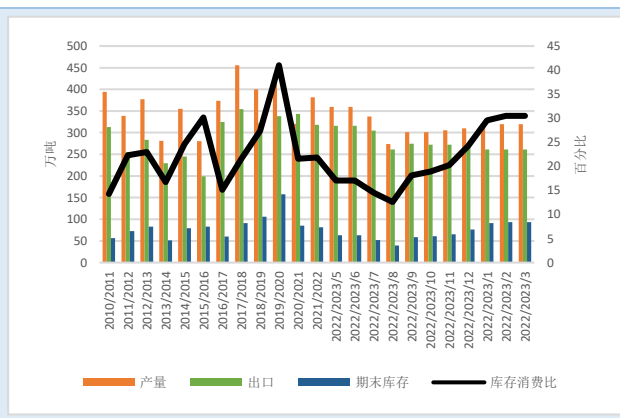
万吨，预估出口量同比减少 57.09 万吨至 261.27 万吨，预估期末库存同比增加 11.97 万吨至 93.62 万吨，预估期末库销比同比增加 8.66 个百分点至 30.5%。

全球棉花供需情况



数据来源：USDA，国贸期货

美国棉花供需情况



数据来源：USDA，国贸期货

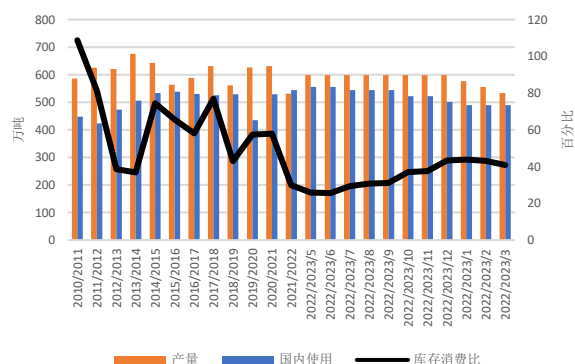
3.3 印度：预计减产，上市缓慢

22/23 年度印度棉花预计小幅减产。根据 USDA 3 月供需报告，22/23 年度，印度棉花产量预计同比略增 2 万吨至 533 万吨；根据 CAI，22/23 年度，印度棉花产量预计同比增加 10 万吨至 532 万吨；市场预计后期产量不及预期，但分歧较大。截至 3 月 12 日当周，印度棉累计上市量约 278.71 万吨，较三年均值同比下降 36.9%，主要原因是过度降雨、虫害以及上游挺价。

3.4 巴基斯坦：供需双弱，上市结束

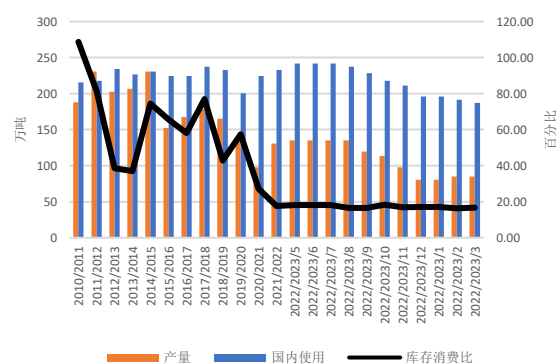
受持续强降雨导致的洪涝灾害以及大面积虫害的影响，22/23 年度巴基斯坦棉花大幅减产，上市进度大幅放缓。今年面临外汇见底的窘境，进口证开证受阻严重，违约风险陡增。据巴基斯坦加工协会（PCGA），截至 3 月 1 日，巴基斯坦 22/23 年度籽棉上市量折皮棉约 75.6 万吨，同比减少 34.5%。

印度棉花供需情况



数据来源: USDA, 国贸期货

巴基斯坦棉花供需情况

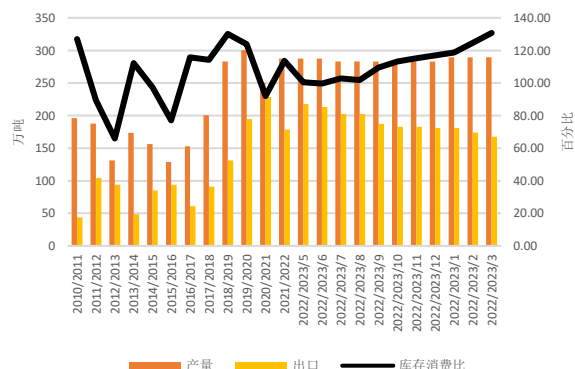


数据来源: USDA, 国贸期货

2.5 南半球：增减不一，天气主导

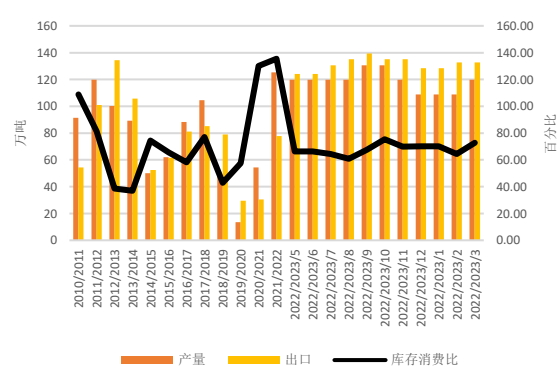
南半球棉花播种基本结束。巴西国家商品供应公司 CONAB 预计 22/23 年度巴西同比增产，受面积与单产双增所致。目前巴西天气良好，有利于棉花增长。澳洲方面，市场预计本年度小幅减产，前期降雨过多导致播种推迟，目前天气条件适宜棉花生长。

巴西棉花供需情况



数据来源: USDA, 国贸期货

澳大利亚棉花供需情况



数据来源: USDA, 国贸期货

四、国内棉市

4.1 22/23 年度从供过于求向供需平衡过渡

中国棉花信息网最新预测显示，相比于 21/22 年度，22/23 年度预计增产，进口和消费基本持平。预计本年度国内产量同比增加 70 万吨至 655 万吨，进口量同比增加 10 万吨至 200 万吨，消费量同比增加 10 万吨至 770 万吨。据此推算期末库存约为 640 万吨，期末库销比约 84%。

中国棉花供需平衡表

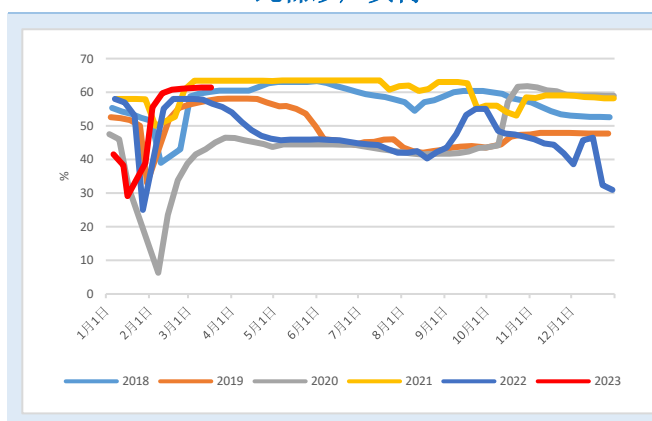
单位:万吨	期初 库存	产量	进口	出口	消费	期末库 存	库销比	其中纺棉 消费
2015/16	1,270	453	96	2	777	1,042	134%	740
2016/17	1,042	469	111	1	855	767	90%	809
2017/18	775	572	133	4	888	592	67%	834
2018/19	592	577	203	5	829	543	66%	774
2019/20	543	575	160	4	754	524	69%	701
2020/21	524	633	274	0	869	562	65%	821
2021/22	562	583	182	1	780	547	70%	730
2022/23/3	520	584	180	1	825	459	56%	775
2022/23/4	515	584	180	1	825	454	55%	775
2022/23/5	525	584	180	1	820	454	55%	770
2022/23/6	547	584	180	1	805	506	63%	755
2022/23/7	586	584	180	2	787	563	72%	740
2022/23/8	586	592	180	2	787	571	73%	740
2022/23/9	584	592	180	2	777	579	75%	720
2022/23/10	582	592	180	2	767	587	77%	713
2022/23/11	582	592	180	2	760	594	78%	713
2022/23/12	582	611	180	2	760	594	78%	713
2022/23/1	582	638	180	2	765	635	83%	718
2022/23/2	581	655	170	2	765	641	84%	723
2022/23/3	645	674	155	2	765	645	86%	723

数据来源：中国棉花信息网，国贸期货

4.2 供应：短期供应压力与远期减产预期交织

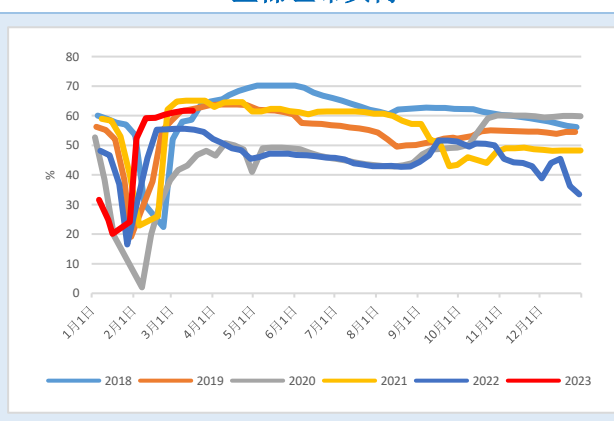
从供应端来看，本年度新疆棉丰产，叠加上年度结转库存，上游供应宽裕，目前国内纺织产能高位运行，叠加上游棉花库存偏高，市场供应较为充足，比价现象较为突出。另一方面，极低的棉粮比引发市场关于植棉面积下调的强烈预期，对远期棉价形成较强支撑；临近春播，持续关注北半球主产区天气和实播情况。从季节性来看，正常年份的内外价差长期维持在 2000-4000 元/吨，当前内外价差也已缩小至-1500 元/吨附近。中期来看，内外经济周期错位的状态仍将延续，“内强外弱”格局有望维持。在内外价差收敛的背景下，进口花纱预期增加，或进一步提高市场供应水平。

纯棉纱厂负荷



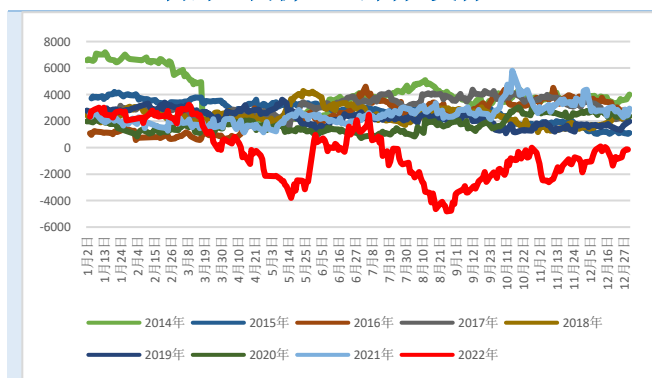
数据来源：华瑞，国贸期货

全棉坯布负荷



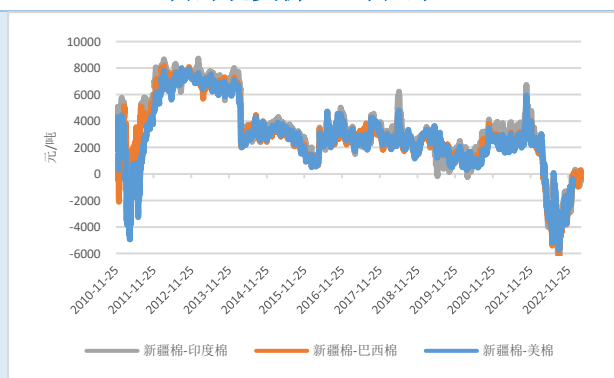
数据来源：华瑞，国贸期货

内外盘面价差（郑棉-美棉）



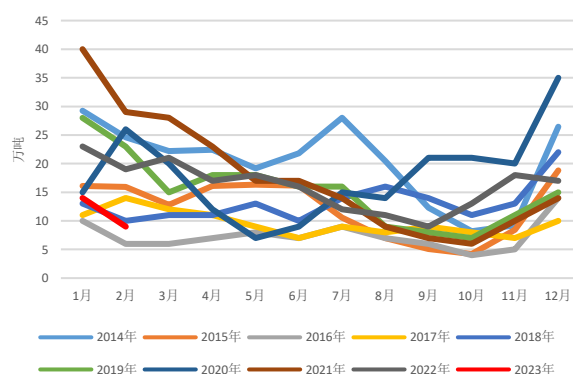
数据来源：Wind，国贸期货

内外现货价差（内-外）



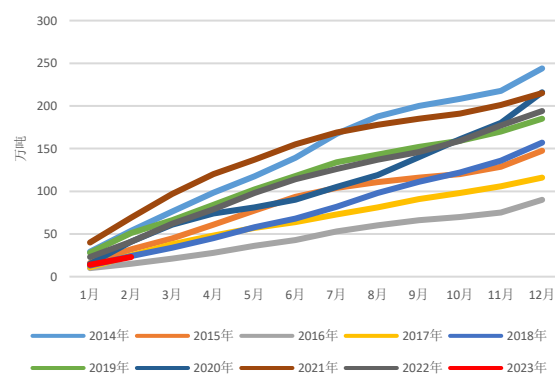
数据来源：Wind，国贸期货

国内棉花月度进口量



数据来源：海关总署，国贸期货

国内棉花累计进口量

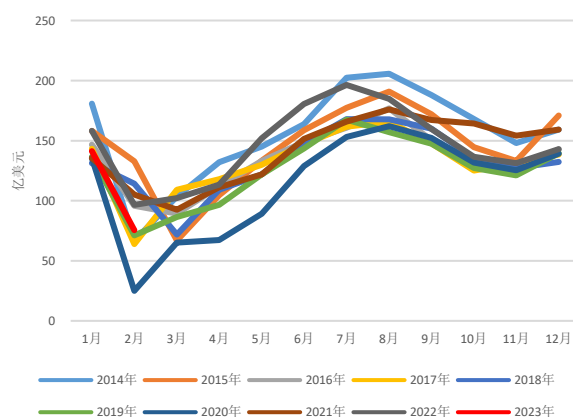


数据来源：海关总署，国贸期货

4.3 需求：内需复苏与外需疲软共存

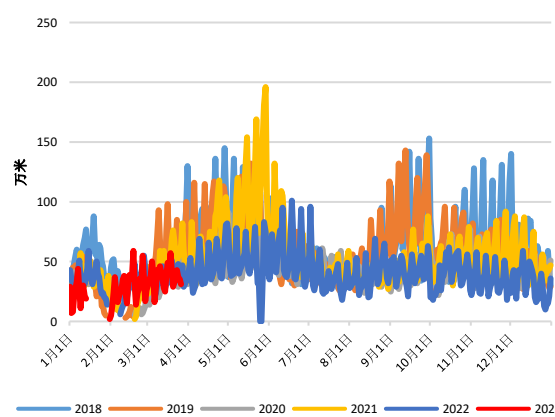
内需方面，整体维持温和复苏态势，近期纺织厂补库趋缓，尚未出现超预期补库情况，大部分订单排期至三月底到四月中上旬，仅少量排到四月下旬，产业对淡季需求表示担忧。具体来看，目前江浙地区下游销售情况尚可，广东地区针织需求则有所放缓，开机率有所松动。从外需来看，在海外高利率压制以及新疆棉制裁下，海外需求持续疲软，成品库存仍处高位，国内仍面临较大的出口压力。

国内纺织品服装出口额



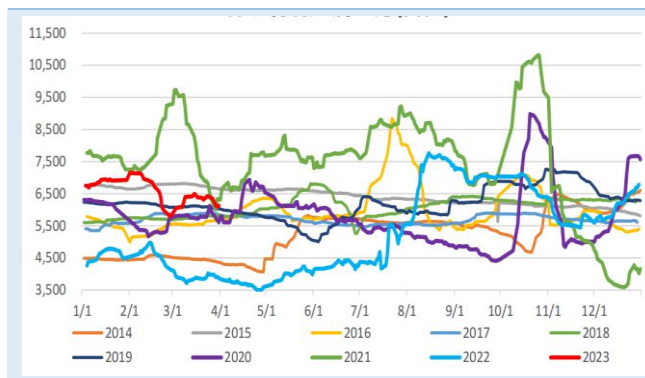
数据来源：海关总署，国贸期货

轻纺城棉布成交量



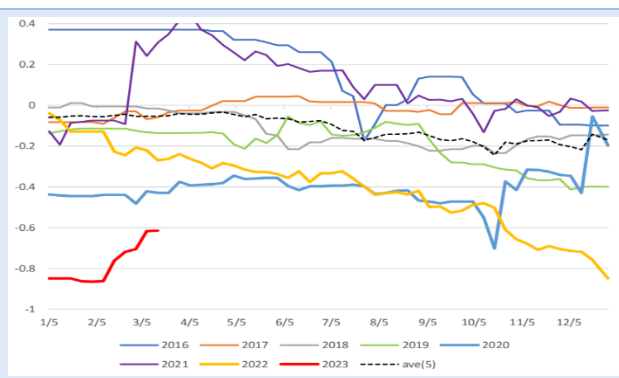
数据来源：华瑞，国贸期货

棉纱利润延后一月（普梳）



数据来源：华瑞，国贸期货

CG-C32 坯布利润

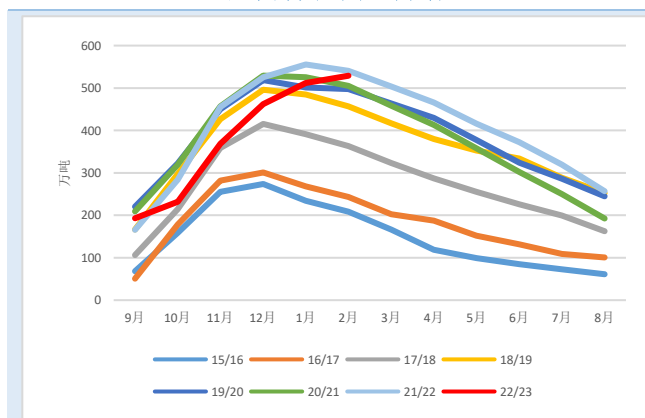


数据来源：华瑞，国贸期货

4.4 库存：内外库存周期错位

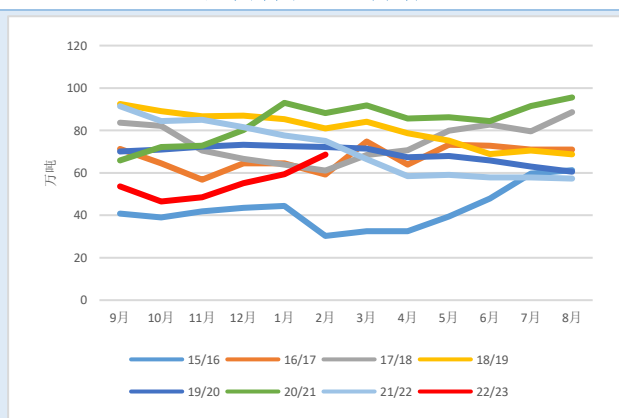
国际方面，棉花库存持续调升，欧美服装渠道库存高位淤积，纺服产业仍处于主动去库存初期。国内方面，当前产业处于被动去库阶段；去年年底以来，棉花商业库存高位上行、工业库存探底回升，下游原料采购维持谨慎，成品库存已去化至同期偏低水平，但去化速度开始放缓。展望二季度，国内需求转淡后，成品库存下行空间相对有限。

国内棉花商业库存



数据来源：中国棉花网，国贸期货

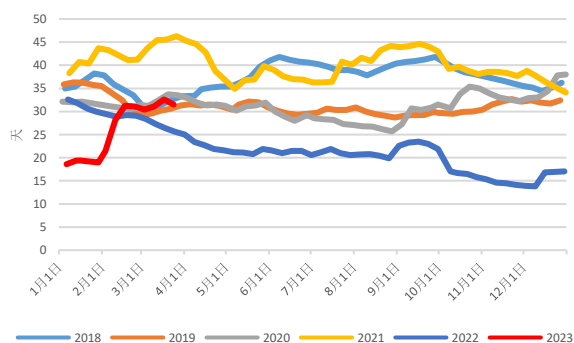
国内棉花工业库存



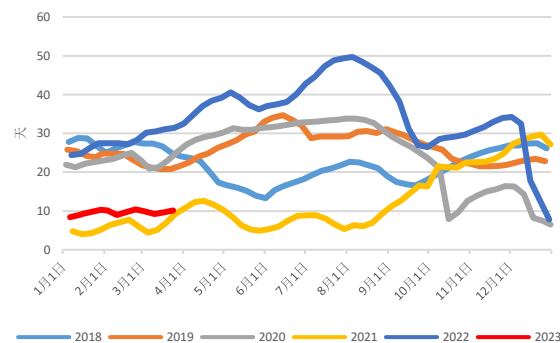
数据来源：中国棉花网，国贸期货

纺企原料库存

纺企成品库存

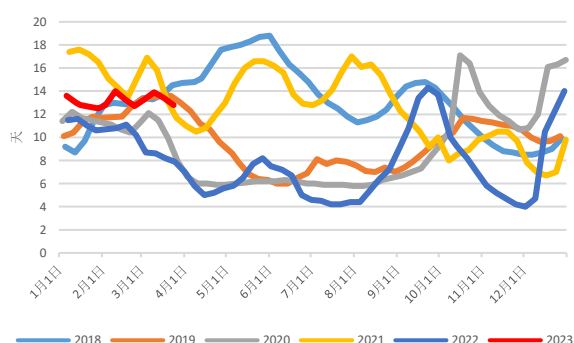


数据来源：华瑞



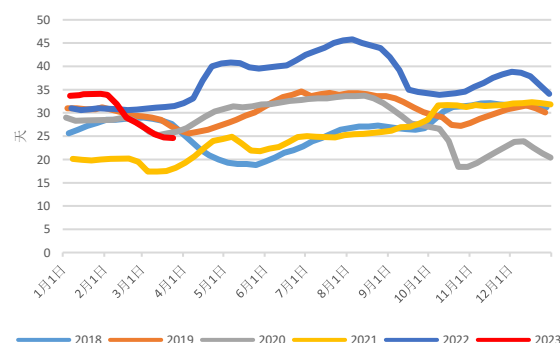
数据来源：华瑞

织厂原料库存



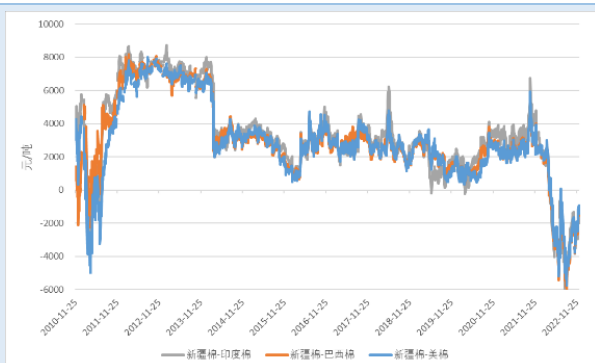
数据来源：华瑞

织厂成品库存



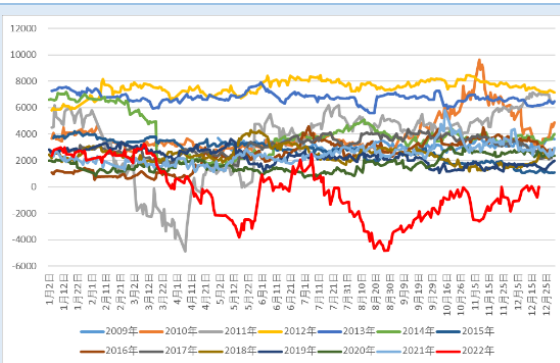
数据来源：华瑞

内外棉花现货价差



数据来源：Wind，国贸期货

内外棉花盘面价差



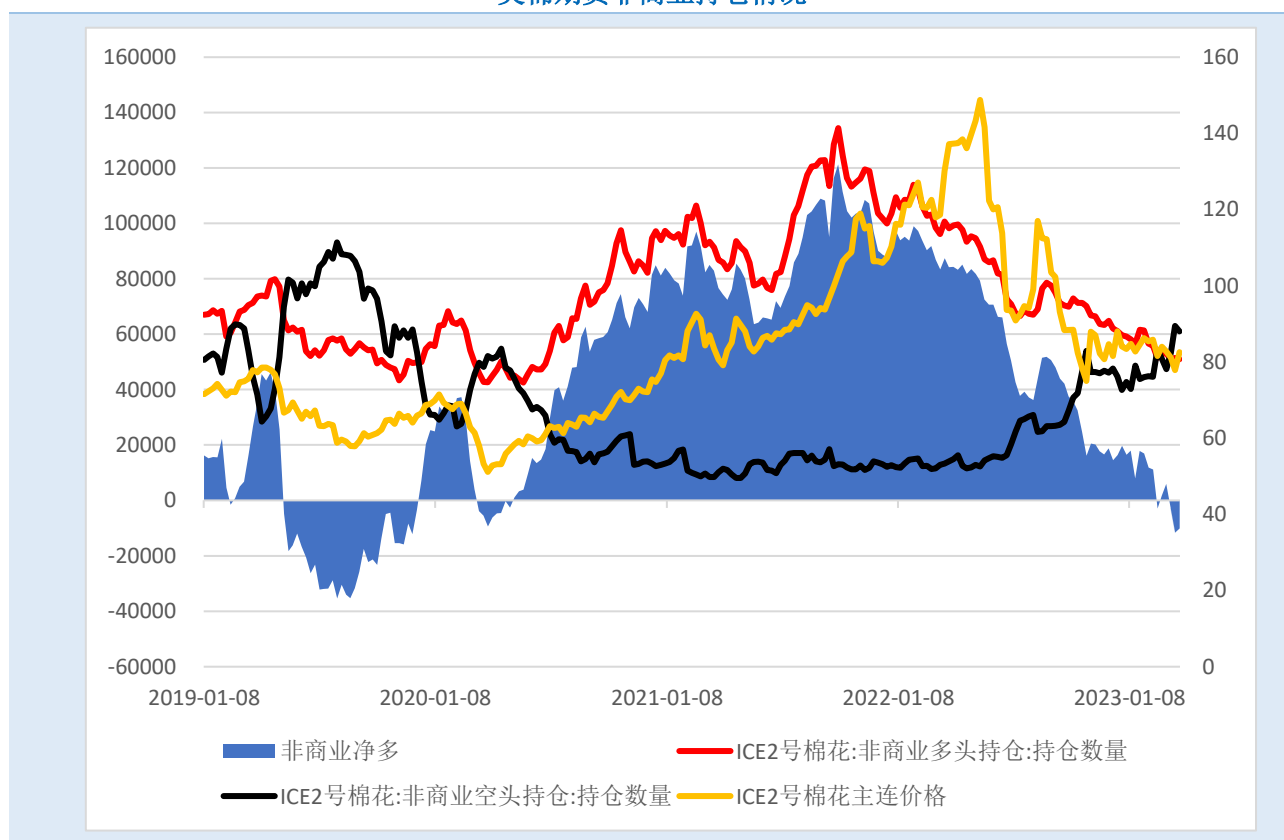
数据来源：Wind，国贸期货

五、量价结构分析

外盘方面，从基金持仓来看，美棉非商业净多头寸已经由正转负，降至 2020 年 6 月以来的最低水平，表明市场投机资金对美棉行情悲观。回顾历史，基金头寸转为净空的时间跨度往往不长，力度有限，极低的基金净多通常表明美棉价格距离底部不远。另一方面，根据 USDA 下属机构 FAS 报告中的最新数据，可估算出美棉无补贴种植成本在 71 美分/磅附近。美棉持仓叠加无补贴种植成本支撑，美棉下方空间受限；但上方仍受到欧美衰退、外需疲软的压制。

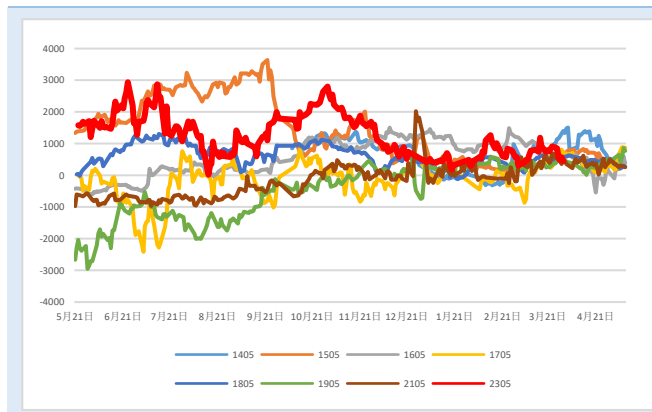
内盘方面，郑棉近月正处于供应压力和仓单成本的拉扯中，远月则存在内需复苏以及新棉抢收预期，整体呈现“远强近弱”的价格结构，预计短期仍将维持。

美棉期货非商业持仓情况



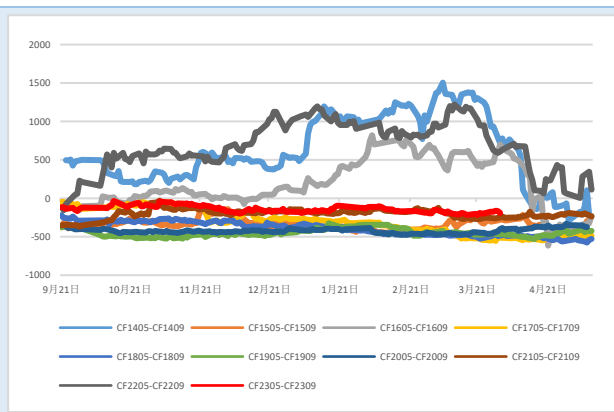
数据来源：CFTC，国贸期货

郑棉 05 合约基差



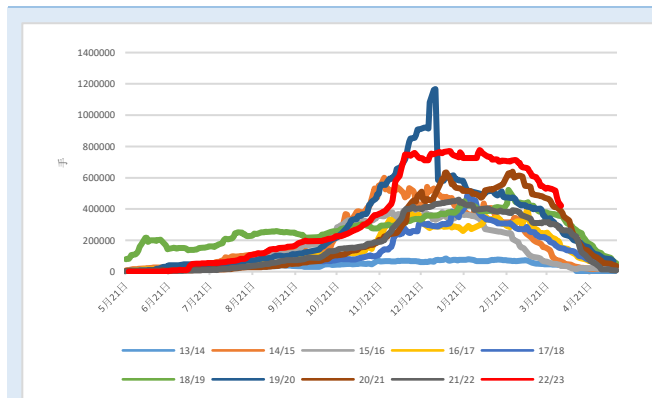
数据来源: Wind, 国贸期货

郑棉 5-9 月差



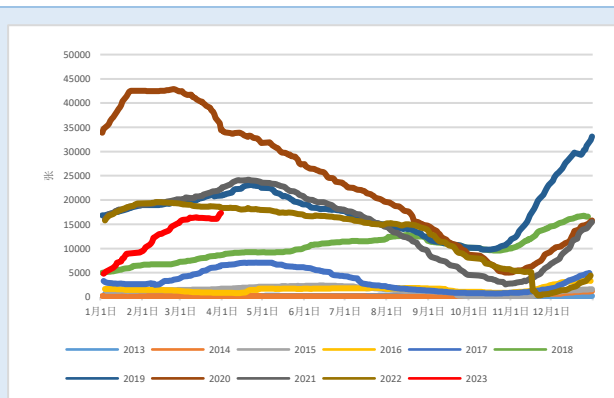
数据来源: Wind, 国贸期货

郑棉 05 合约持仓量



数据来源: Wind, 国贸期货

郑棉仓单+预报数量



数据来源: 郑商所, 国贸期货

六、 展望

展望二季度,国内方面,从供应端来看,短期国内纺织产能高位运行,叠加上游棉花库存偏高,市场供应较为充足,而北半球即将进入春播期,植棉面积确定性减少的背景下,远期供应存在调减预期,中长期郑棉偏多对待,关注北半球天气和实播情况;从需求端来看,国内出口压力较大,内需乐观预期仍存,但当前旺季需求充分兑现,淡季预期渐起,预计短期仍将维持区间震荡态势。国际方面,美联储加息周期

进入尾声，经济周期已步入衰退中后程，短期美棉上方空间较为有限；但受到植棉面积调减、美棉持仓、种植成本的支撑，下方空间同样受限，预计仍将维持区间震荡态势。

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险，入市需谨慎