

需求拐点可期，底部或将出现

物产中大期货年度研究报告



作者简介

陶圣炎，物产中大期货研究院农产品组组长。毕业于美国佩珀代因大学金融学硕士，曾从事农产品供应链工作多年，现专注于养殖产业链全品种研究，对农业现货与期货结合有深刻理解。

期货从业资格：F3076056

期货咨询资格：Z0018038

电话：
0571-87788888-8702

邮箱：
taosy@wzgroup.cn



孟樟煌，物产中大期货研究院农产品组软商品分析师。毕业于多伦多大学，曾从事数据分析、办公自动化开发等工作，现专注于软商品产业链研究，擅长数据分析，对农产品产业链有较为深刻的理解。

期货从业资格：F03105988

一、2022年全年行情回顾

2022年度，上半年延续了2021年四季度开启的牛市行情，在5月冲到高点之后回落，形成牛市转熊市的转换。

1-5月牛市延续阶段：牛市持续，外盘延续上行通道，维持上升趋势，内盘偏强震荡，涨势弱于外盘。在全球疫情影响减弱，消费复苏之后，纺服需求强势增长，全球棉花需求旺盛，驱动棉价趋势性上扬，美棉产区干旱严重也给外盘带来天气炒作。外盘从年初110美分左右涨至五月初的155.95美分/磅高点。内盘在去年十二月因为国内疫情散发下挫之后，从一月初的20600左右一路涨至22200的年内高点，并维持高位震荡至五月初。

5-7月熊市开启，大幅下挫阶段：内外盘在5月均形成了速度较快的牛熊转换，价格从5月高点一路下挫，外盘跌至83美分/磅，内盘跌至14500元/吨。在四月开始，上海疫情影响，加上欧美通胀压力逐日凸显，美国5月开启加息周期，带动内外盘一同下跌。内盘还受到涉疆法案六月生效的影响，即使七月收储政策出台，但收储细节明显不及市场预期，新疆棉滞销的利空持续发酵，盘面继续下跌至14500。

8-10月低位震荡下行阶段：外盘在美联储持续加息，美元指数持续走高的进程中，承受较大压力，美棉出口走弱，需求逐步走弱。即使美棉减产给供应端造成一定利多，但后市需求的悲观一路压制国际棉价。郑棉在新疆疫情导致短时间供应短缺的利多下，仍不及需求端的弱势难改，一路下跌至12270的年内低点。

11-12月预期改善，内外盘偏强震荡阶段：美国CPI低于市场预期，美联储加息放缓预期强烈，市场对后市需求回暖寄予希望。国内在长时间动态清零之后防疫政策持续放松，产业链运转开始恢复，需求复苏成为市场炒作的主要题材。外盘在80-90区间宽幅震荡，郑棉价格重心在13000-14000区间缓慢抬升。

二、2023年供需展望：静待需求回暖，底部或将出现

2.1 全球供需—供应充足，需求持续承压

USDA12月报告显示全球供需维持弱势，供应过剩的可能性仍然较大。今年USDA连续六次下调全球棉花消费量，对于2023年需求的预期持续走弱。但目前随着美国通胀有所回落，需求回暖的预期或在2023年下半年才有展现，四季度新产季棉花的上市，若春夏服饰消费不能及时消化今年资源的话，供应过剩的局面将成为大概率事件，具体需要关注年内旺季消费情况。

表1：USDA12月棉花供需报告 单位：万吨

全球棉花	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23
期初库存	1803	1798	2142	1888	1860
产量	2580	2616	2427	2520	2520
进口量	924	886	1060	934	920
消费量	2606	2264	2680	2556	2432
出口量	903	894	1061	933	920
期末库存	1798	2142	1889	1860	1950
库销比	68.99%	94.61%	70.49%	72.77%	80.18%

数据来源：USDA 物产中大期货研究院

供应端，22/23年度棉花产量虽有美国、巴基斯坦、澳大利亚减产的扰动，但整体产量下调幅度有限，USDA12月报告仍预计产量与上一年度持平，当前各国棉花收割基本完成，因此产量整体已接近确定，后续调整空间不大。

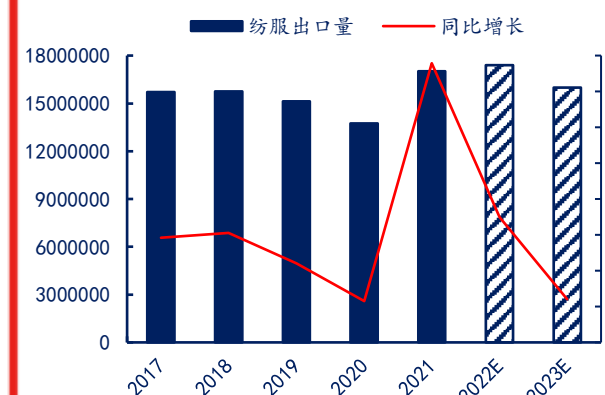
需求端，受到欧美通胀影响，各国收紧货币政策造成消费下滑的影响，全球棉花消费量持续下调，但随着宏观风险减弱，国内防疫放开的影响，远端需求预期有所改善，因此继续下调的空间或有限。

因此从目前全球供需的情况来看，需求缩减的影响仍在持续发酵，2023年上半年棉花供应过剩的问题或将逐步凸显出来，整体库销比也预计上升到近年高点，仅次于新冠疫情爆发的19/20年度。即使目前需求回暖预期较强，但需求好转尚需时日，供需弱势或仍将在2023年一季度给予棉价较大的压力，3月之后市场关注点随着新棉播种临近而转向新季种植与需求回暖上来。

2.2 涉疆法案影响出口，但利空或已兑现

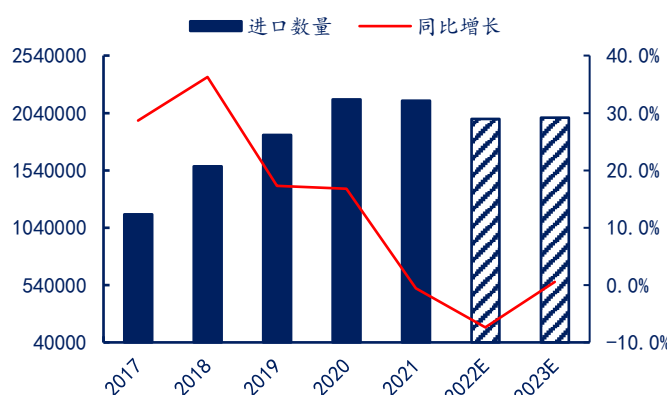
2022年遏制新疆棉价格的主要原因是海外对新疆棉制品的抵制，导致新疆棉滞销严重。2023年美国国家对于涉疆法案的实施或将持续，因此我国棉纺织品出口仍将受到较为长期的阻碍。目前纺服出口将更多地寄希望于东南亚、非洲等新兴市场的开发，但新大陆的探索仍需要时间。

图 1：成衣及衣着附件出口金额 单位:万美元



数据来源：WIND 物产中大期货研究院

图 2：棉花进口量 单位:吨



数据来源：WIND 物产中大期货研究院

从我国纺服出口金额也可以看出，在涉疆法案6月底生效之后，我国成衣及衣着附件出口金额呈现出快速回落的状态，由此可见该法案对我国纺织品出口的影响之大。目前欧美参与新疆棉禁令的国家仍未出现放松该禁令的迹象，加上欧美加息导致的消费缩减影响仍将在2023年持续，因此2023年纺服出口仍将持续受到该法案的影响而偏弱，预计同比出现回落。然而由于我国较多纺服生产企业对欧美订单的依赖，2023年仍有较多的进口棉需求去满足欧美溯源订单的生产。从进口量来看，即使目前内外价差仍然较大使2022年进口量预计同比减少7%左右，但随着美棉价格与美元指数回落，我国10-11月份棉花进口量仍有回升，预计2023年在涉疆法案的影响下仍难有减少，将与2022年大致持平或微增。

2023年涉疆法案的影响仍将对新疆棉的销售造成不利，在出口结构发生变化之前，预计新年度的纺服出口仍然形势严峻。不过由于今年下半年盘面价格已对涉疆法案的利空有所兑现，市场对新疆棉需求的预期已到达了冰点，后市进一步利空的作用有限。

2.3 国内供需偏弱，供应压力在一季度集中释放

国内增产基本确定，USDA预计的中国22/23年度产量为610万吨，我国农业农村部给的是603万吨，均同比去年有所增产。然而国内消费量却同比下滑明显，首先是欧美涉疆法案的压制，出口受到阻碍，而棉纺织品一直是我国较为依靠出口来提振需求的产业。其次是目前经济复苏仍需等待，消费回暖尚需时日，因此在明年上半年，整体棉花需求仍会是偏弱运行。但供应增量却逐步落地，即使之前新疆疫情防控导致新棉上市缓慢，但目前随着防疫政策的全面放开，加工进度回升明显，预计供应端压力将在一季度集中释放，给棉价造成较大的压力。因此，我们认为从国内的供需情况来看，2023年一季度因为供应的释放与需求尚难回暖的利空作用，成为2023年年内棉花供需结构最弱的时候，届时棉花价格可能有继续回落探底的可能。但随着后疫情时代经济复苏的开启，需求有望在二季度开始回升，棉价也会因此被带动上扬，所以我们认为郑棉价格的底部或有希望在23年一季度出现。

2.4 23/24年度种植意向可能走低

在经历今年棉价下滑之后，棉农种植热情可能受到影响。2022年全球棉花播种在棉花牛市的尾巴上开启，棉价的居高不下使得棉农纷纷扩种，对今年的收益抱有较大的希望。然而由于俄乌冲突等因素引起的能源以及化肥价格上涨在很大程度上导致了2022年种植成本偏高，恰巧在棉花收割棉农交售的时期棉价经历大跌处于低点，棉农亏损的比例大大超越了前几年。

美国南方干旱目前仍在持续，冬季拉尼娜在三月前仍有较大的可能造成美国南部降水偏少的情况，结合今年美棉弃耕率高的情况，即使目前NOAA模型显示拉尼娜影响可能在23年2-4月左右回归中性，但距离5月播种时间较短，在5月之前若美棉产区干旱未能得到较大的缓解，则美国棉农的种植意向会在一定程度上受到打击。目前知名分析机构Informa公司发布报告，将美国2023年棉花种植面积预期值下调至1120万英亩，同比2022年的种植面积1379.1万英亩减少18.8%。当然，由于棉花播种将要到5月才会开启，后续种植面积下调的可能仍需要参考3月底发布的USDA的种植意向报告为准。

国内新疆产区今年棉农也同样难有收益，明年新棉种植的热情或被迫降温。今年籽棉收购价格明显低于去年，大多成交在5.7-6.1元/公斤之间，算上加工成本，整体新疆棉的成本在13000元/吨以下。然而今年新疆棉种植成本较高，即使算上补贴，仍有较多的棉农经历了亏损，特别是租地种植的棉农大范围亏损。

因此，结合今年棉农的亏损情况，国内外今年棉花种植意向调查都有较大的可能出现播种面积下滑的情况，那二季度开始炒作新季减产的可能是存在的。

2.5 第二轮收储仍会根据调控需要开启

表2：棉花国储库存预估 单位：万吨

时间	数量变化	国储库存
2011-2014收储	1000	1200
2015-2017抛储	-591	609
2018-2019抛储	-572	37
2019-2020收储	50+130进口棉	217
2020-2021收储	50	267
2020-2021抛储	-120	147
2022收储	9	156

数据来源：公开资料 物产中大期货研究院

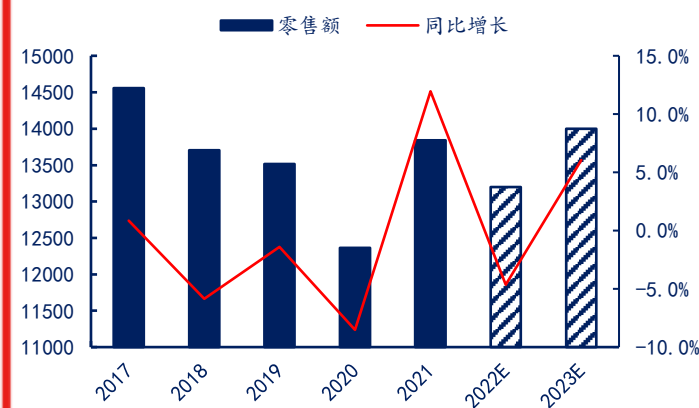
2022年国储的第一轮收储在11月11日中止，但整体收储成交较差。不过因为目前国储库存仍然在低于300万吨的偏低位置，加上中止第一轮收储的公告中提及“后续将根据棉花市场调控需要和新棉收购形势等，择机启动第二批中央储备棉轮入”，后续开启第二轮补库的可能性较大。

因此，2023年第二轮收储预期带给市场的托底作用仍将长期给到棉价支撑。倘若2023年需求无法按预期般地回暖，收储政策的介入或将成为棉花市场的后盾，改善棉花滞销的情况，在一定程度上给予了贸易商以及下游备货的信心。尤其是涉疆法案持续的情况下，2023年新疆棉销售压力仍然不小，但后市如果出现新疆棉大幅滞销，则国储补库的再次开启可以在一定程度上消化掉棉花社会库存，从而避免棉价跌跌不休的情况出现。

2.6 静待消费复苏，需求拐点可期

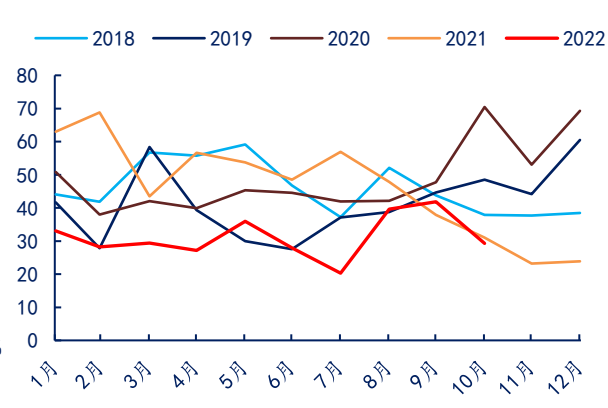
经历2022年海外通胀、国内疫情的影响，棉纺织产业链承受着来自终端消费缩减的压力。但随着年末海外通胀见顶，国内防疫政策放松，消费复苏指日可待，无疑给市场带来了一记强心剂。因此，我们认为2023年出现需求拐点的可能较大，但有较大概率会出现在下半年。

图3：服装类累计零售额 单位：亿元



数据来源：WIND 物产中大期货研究院

图4：纺织业PMI新订单指数 单位：%



数据来源：WIND 物产中大期货研究院

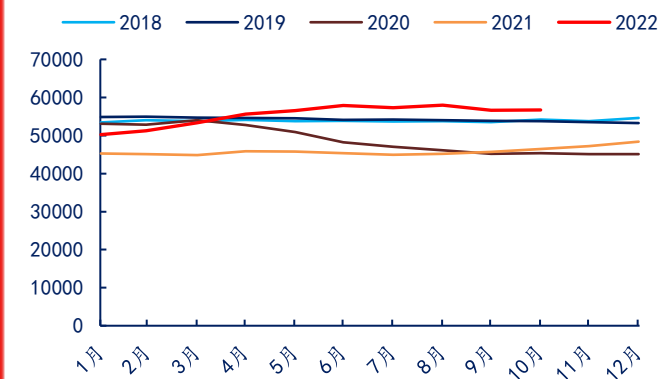
目前我国服装类零售情况同比往年较差，仅好于2020年，尤其是10-11月的秋冬服饰消费旺季明显不及往年，双十一消费季并没有带动服装类零售额季节性回升。国内在经历疫情爆发带来的经济下行之后，整体2022年服装类零售额预计环比下降5%左右。但2023年预计将随着防疫放开加上国家刺激消费政策的推动下迎来改善。

从PMI新订单指数也可以看出，2022年纺织行业新增订单一直处于历年偏低水平。然而随着国内疫情防控政策的放松，整体全国经济将进入后疫情时代的复苏环节，因此后市消费复苏的预期强烈，下游开工率近期有所回升，我们认为明年整体下游产业将会在消费转好的刺激下好于2022年。

近期国务院印发《扩大内需战略规划纲要》，将努力提升与发展国内市场，对刺激国内消费，释

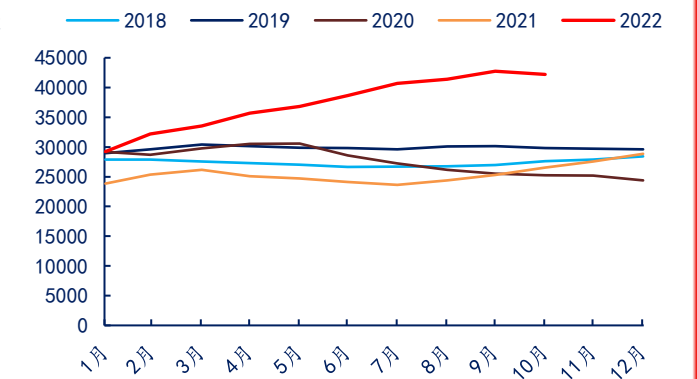
放国内市场需求有着重大的意义。2023年，刺激消费将会是我国经济发展的重点工作，目前国内宏观情绪转暖显著，预计2023年将会看到需求拐点的到来，服装类消费额预计回升。

图5：美国服装类零售商库存 单位：百万美元



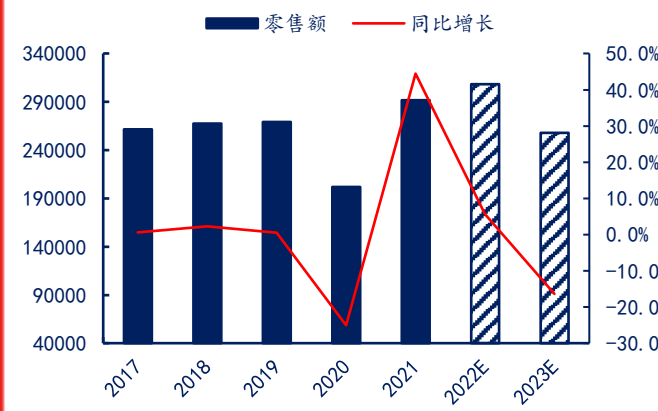
数据来源：WIND 物产中大期货研究院

图6：美国服装类批发商库存 单位：百万美元



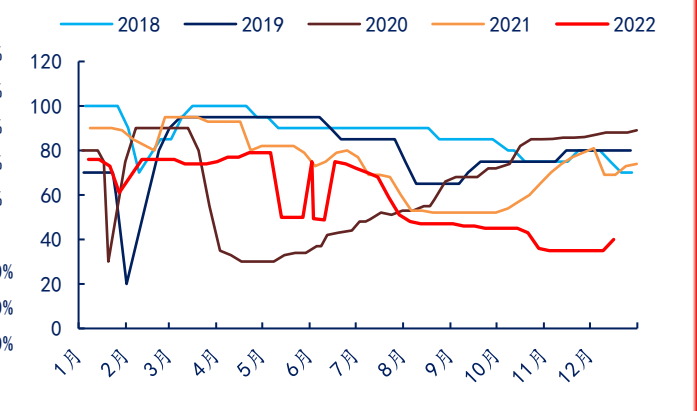
数据来源：WIND 物产中大期货研究院

图7：美国服装及饰品店销售额 单位：百万美元



数据来源：WIND 物产中大期货研究院

图8：越南纺织开工率 单位：%



数据来源：WIND 物产中大期货研究院

放眼海外，欧美国家通胀压力凸显，为了压制通胀，货币紧缩政策无疑给了下游消费造成巨大的压力。美联储大幅加息的影响下，美国纺服消费虽同比增长，但下半年已持续出现增速放缓，美国服装类库存高企，终端纺服消费的表现不尽如人意，预计2023年出现消费低点，服装零售额同比下降。

另外，东南亚纺织开工率一直处于历年低位，也是对欧美消费弱勢的反映。主要向欧美市场出口的纺服制造大国越南的纺织开工率从7月开始下滑之后就一直没有明显的回升，无疑确定了欧美订单的减少。即使目前越南开工率有小幅回升迹象，但服装生产从打版到纱线到面料再到加工，最后加上物流的时间大致需要三个月左右，东南亚生产商目前生产的产品已显然很难在2023年一季度交付。因此欧美纺服消费或在明年一季度结束前持续回落。

但当前美国通胀数据有所改善，市场对远期美国消费恢复的预期逐步走强，因此2023年美国面临的宏观风险或可能小于2022年下半年，欧美市场在2023年下半年也同样有望进入复苏阶段。

然而需求的恢复并不一定会是一帆风顺的，美国通胀虽已有转向，但是离美联储2%的目标仍有较大的距离。国内虽然防疫全面放开，但将逐渐进入感染高发期，加上春节在即，预计一季度可能很难出现较大幅度的改善，加上春节后到三月份之前的时间是纺织业的传统淡季，那么一季度将可能会成为棉花需求低点，从而压制棉价上涨，整体需求拐点大概率或需要在2023年下半年才能有所体现。

三、2023年棉价可能先抑后扬，底部或在一季度出现

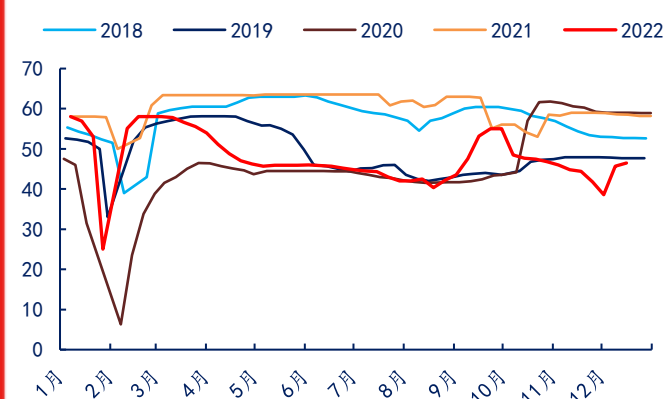
2023年棉价运行或许是先抑后扬，一季度受到过年放假下游停工、全国感染人数激增影响开工等因素而需求弱势难改，加上供应增量逐步落地，新棉供应集中释放给予棉价较大的压力，而再次探底。后期预计在需求复苏的预期主导下回升。

供应端新棉供应逐步加速，全国产量增产几乎确定，前期由于新疆疫情防控导致的新棉供应增加缓慢的问题得到缓解，一季度新棉集中释放流向市场，而即使一月上旬仍有纺企节前补库的需求，但春节假期的停产导致一季度需求难有提振，因此一季度棉价难有上涨空间。

需求端弱势并不能在短时间改善，预计一季度需求端弱现实持续，强预期的兑现尚需时日，最早在二季度之后将随着国家刺激消费的政策加码，加上生产生活回归正常而开启需求复苏的道路。

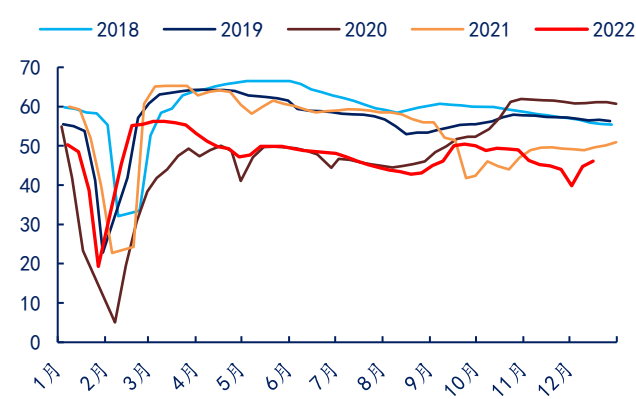
从目前下游的开工率来看，疫情防控放松之后有较大幅度回升，后市随着国内外经济形势转向乐观，需求也将随之上扬。因此，在没有新的利空因素出现的情况下，预计棉价在二季度到下半年或展开上涨走势。

图9：纺企开工率 单位：%



数据来源：TTEB 物产中大期货研究院

图10：织企开工率 单位：%



数据来源：TTEB 物产中大期货研究院

2023年3月末USDA将公布新季棉花种植意向，在经历了今年种植成本上升、籽棉收购价格不尽如人意的情况之后，全球棉农种植积极性或受到打击，若出现种植面积缩减的话，来年的减产炒作将助力棉价上涨。目前已知的利空因素大致在盘面得到体现，也暂时看不到新的利空出现，我们认为郑棉底部已经不远，预计郑棉将在一季度见底。

四、结论：需求拐点可期，底部或将出现

2023年，棉花供应增量将在一季度逐步确定，供应端压力将逐渐显现。需求端在经历海外高通胀与国内长期疫情影响均在低点，但随着海外加息初见成效与国内防疫放松的刺激下，需求回暖的预期越来越强。不过需求改善尚需时日，一季度海外消费下滑或持续，国内因为春节停工的影响也将进入棉市的停摆期，随着供应压力在一季度逐日增加，棉价或有可能在23年一季度再次探底。但随着经济复苏的预期慢慢落地，若需求出现拐点，则将助力棉价企稳回升。目前郑棉价格处于历史偏低水平，下跌空间或相对有限，底部或不再遥远，预计棉价将先抑后扬，春节后因为供应压力凸显而承压运行，后期随着需求端尤其是内需的改善而逐步回升。

综上所述，2023年的市场重心是强预期的兑现，我们更多地需要关注下游消费的改善情况。在乐观预期下，消费回暖在二季度之后如期而至，棉价开启反弹；中性预期下，消费回暖缓慢，但新季种植缩减落地，棉价偏多震荡；悲观预期下，新的利空出现，消费仍持续走弱，但第二轮收储开启，棉价偏弱震荡。我们认为目前大多数利空因素已经在盘面体现，加上宏观风险的减弱，因此中性预期甚至乐观预期发生的可能性较大，郑棉预计在一季度之后可关注逢低做多的机会。假如出现种植面积缩减，需求回暖尚可的情况，在新棉收获的时候可以关注抢收行情单边做多的机会。另外，因为消费回暖将是一个较长期的过程，强预期主导的时间可能较长，因此月间套利则可以考虑月间反套机会。

策略：关注郑棉逢低做多机会

关注下游开工率、库存、2023年种植意向、美国通胀

风险提示：疫情防控再次升级、经济持续衰退