

寒冬终将过去 静待春暖花开

主要内容：

第一部分：内外棉行情回顾

第二部分：国际棉花供需格局

第三部分：国内棉花供需格局

第四部分：行情展望与应对策略

国联期货农产品事业部

徐亚光 F03093235 Z0017169

2022 年 12 月

摘要

从当下市场表现看，资金基于复苏预期对做多棉花有着很大的热情，毕竟 2022 年表现最差的棉花理应成为新一年的估值偏低的品种，大有在 2023 年否极泰来之势，机构未来仍有加大对棉花期货投资的趋势。但我们必须理性的看到预期归预期，目前国内外纺服需求正处于寒冬，在 1 季度甚至上半年面临的压力依然很重，预期先行后若伴随着复苏带来的消费难以得到提振，光靠资金推动的棉价势必难以传导，在上半弱现实与强预期将在棉价期货市场上形成拉扯，盘面走势必定一波三折，目前的大持仓也将在棉价下跌时造成极大波动，因此市场预期偏向乐观，但在乐观中我们需保持谨慎态度。

一、22 年内外棉行情回顾

1、外盘和成本支撑郑棉一度高位运行

1-4 月份郑棉期价维持高位坚挺、偏强震荡格局，支撑因素主要有以下几点：1、宏观滞涨环境延续，俄乌冲突导致粮食保护主义抬头，加上双拉尼娜天气扰动，灾害频发，供应层面对农产品支撑还在，资金形成多配农产品格局。2、外盘强势表现对郑棉形成利多带动。本年度美棉、印棉库存紧张，物流不畅也加剧了国际现货贸易流紧张的格局，再加上 ICE 盘面大量 on-call 销售未点价订单，这吸引投机资金关注，引发外盘逼空行情。国内棉花由于本年度新疆轧花厂收购加工成本较高，平均在 24000 元/吨左右，而一季度轧花厂对银行还贷需求不迫切，需要还贷比例并不高，轧花厂挺价意愿较强，致使现货价格维持高位水平，高基差限制了期货价格的下方空间，但由于下游需求不足，难以支持如此高的原料价格，轧花厂销售进度缓慢，由于基差一直较大，轧花厂大量货权仍在他们自己手中，套保比例不大。但当盘面上行至 22000 元/吨左右或以上时，算上疆棉品种升水，部分低成本轧花厂已经可以套保平本或微利状态，价格继续往上就会面临着大量的套保压力，因此上方空间也受到限制，郑棉在较长时间内维持上有压力下有支撑的震荡局面。

2、加息利空叠加弱势需求郑棉流畅下挫

国内随着时间的推移，矛盾持续增加，轧花厂销售进度持续缓慢，库存压力大，企业面临银行还贷压力也越来越大，而下游需求因疫情影响和国外对疆棉的抵制持续疲弱，轧花厂销售越来越被动，挺价心理逐渐松动，销售意愿逐步增强，现货价格高位下滑。外盘方面，逼空后价格处于历史高位，亚洲印度、越南等国的纺织企业生产陷入困境令市场对需求面担忧，外盘高价向下传导不畅，对郑盘的支撑作用弱化。另外宏观层面，高通胀压力下，美联储激进加息，全球经济由滞涨到衰退预期增强。市场对棉花需求前景担忧加剧，郑棉经历流畅趋势下跌后转入震荡下跌，国内逐渐进入新棉开秤收购

期，籽棉较低的开秤价、轧花厂谨慎的收购行为等为市场带来利空压力，郑棉随后震荡偏弱，05 合约在 10 月底一度跌破 13000 元/吨一线最低至 12215 元/吨，内外棉价维持深度倒挂状态。

3、宏观边际好转 郑棉修复反弹

美联储货币政策转向预期增强，令外部宏观环境有所回暖。另外中国防疫政策放松提振市场对需求前景的信心，边际的好转市场积极做多郑棉。随着各地感染人数在 12 月中下旬大幅上升，全国经济活跃度再度转冷是暂时性的，短期转冷不改恢复大势。从以往经验看，区域疫情达峰当周往往也是其经济活跃度的低点，在各地分波次达峰后，经济有望再度转暖。郑棉震荡偏强突破 14000 元/吨，外盘则小幅回升至 80-90 美分震荡运行，内外棉倒挂有所修复。

图 1 内外棉期货价格走势

单位：元/吨 美分/磅



数据来源：ifind 国联期货农产品事业部

图 2 内外棉现货价差

单位：元/吨



数据来源: ifind 国联期货农产品事业部

二、国际棉花供需

1、消费预估连续下调，22/23 年度全球棉花供需转向宽松

根据 USDA 12 月份棉花供需预测报告，12 月 USDA 报告将全球棉花消费量再度大幅下调了 71 万吨，主要是中国、印度分别下调 22 万吨，巴基斯坦下调 15 万吨，土耳其下调 7 万吨，越南下调 4 万吨。USDA 同时将全球棉花产量下调 21 万吨，巴基斯坦由于洪灾产量再度下调 17 万吨，澳洲也因为降雨产量继续下调 11 万吨，不过土耳其和美国产量有所上调。最终在全球棉花消费大降低的趋势下，2022/23 年度全球棉花期末库存较上月上调 50 万吨，累库预期进一步增加。

供应层面看由于美国主产区遭遇干旱天气，之后巴基斯坦、印度、澳大利亚等产棉国产区遭遇洪灾，导致各主产国的产量不断下调，22/23 年度种植面积及总产量无法达到初期预估。在 2022 年 6 月份，USDA 预计全球产量同比增加 3.7%至 2640 万吨，而到 2022 年 12 月份，USDA 已将全球产量预估下调至 2520 万吨，同比持平，今年以来累计调降了 120 万吨。目前北半球中美收获已结束、南半球正处于种植期，但整体看后续供应端调整幅度预计已经不大。

12 月的供需报告看点依然在需求端，这是 USDA 连续 6 个月下调全球棉花消费，前后累积下调了 224 万吨，可见欧美经济衰退对全球棉纺织消费带来的冲击巨大，2022/23 年度全球棉花供需格局转向宽松的预期也逐渐得到印证，但早在 2022 年 3 季度，USDA 对 22/23 年度全球消费预估的调整都

相对温和，到 4 季度 USDA 才对消费预估做出较大的调整：10 月报告将 21/22 年度、22/23 年度全球棉花消费分别下调了 45.6 万吨和 65.9 万吨，11 月报告继续下调 22/23 年度消费预估 14.2 万吨；12 月报告下调 22/23 年度消费预估 70.7 万吨。这令 22/23 年度全球从前期预估的产需大体平衡转变为产需预期过剩 87.8 万吨，USDA 报告的调整稍显得滞后于市场预期和走势，但我们要注意当前美欧纺服链条去库压力很大，全球消费或仍未调整到位，后期 USDA 仍有进一步下调消费动力，在供需压力较大的背景下，至少在下年度新作播种之前，国际棉价仍是明显的上方空间受限态势。

图 3 USDA 全球供需平衡表

| 全球 | 2020/21年度 | 2021/22年度 | 2022/23年度 | 同比 |
|------------|-----------|-----------|-----------|---------|
| 期初库存（万吨） | 2126 | 1917.6 | 1860 | -57.60 |
| 收获面积（百万英亩） | 3142 | 3227 | 3353 | 126.00 |
| 产量（万吨） | 2427.3 | 2546.2 | 2520 | -26.20 |
| 进口（万吨） | 1068.6 | 971.9 | 920 | -51.90 |
| 总供应量 | 5621.9 | 5435.7 | 5300 | -135.70 |
| 出口（万吨） | 1056.3 | 983.4 | 920 | -63.40 |
| 消费（万吨） | 2648 | 2646.4 | 2432 | -214.40 |
| 总消费 | 3704.3 | 3629.8 | 3352 | -277.80 |
| 期末库存（万吨） | 1917.6 | 1860 | 1948 | 88.00 |
| 库存比 | 72.42% | 70.28% | 80.10% | 9.81% |

数据来源：USDA 国联期货农产品事业部

图 4 全球主产国产量变化

单位：万吨

| 产量 | 中国 | 美国 | 印度 | 巴基斯坦 | 澳洲 | 巴西 | 全球 | 全球同比 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 2017/2018 | 598.8 | 455.6 | 631.4 | 178.5 | 104.5 | 200.7 | 2698.9 | 16.20% |
| 2018/2019 | 609.6 | 399.9 | 561.7 | 165.5 | 47.9 | 283 | 2579.8 | -4.41% |
| 2019/2020 | 597.7 | 433.6 | 620.5 | 135 | 13.6 | 300 | 2616.4 | 1.42% |
| 2020/2021 | 644.5 | 319 | 601 | 98 | 61 | 235.6 | 2427 | -7.24% |

| | | | | | | | | |
|-----------|-------|---------|--------|---------|---------|--------|--------|-------|
| 2021/2022 | 583.5 | 381.5 | 531.3 | 130.6 | 125.2 | 255.2 | 2519.7 | 3.82% |
| 2022/2023 | 609.6 | 310.1 | 598.8 | 80.6 | 108.9 | 283 | 2519.7 | 0.00% |
| 同比 | 4.47% | -18.72% | 12.70% | -38.28% | -13.02% | 10.89% | 0.00% | |

数据来源：USDA 国联期货农产品事业部

图5 全球主需国需求变化

单位：万吨

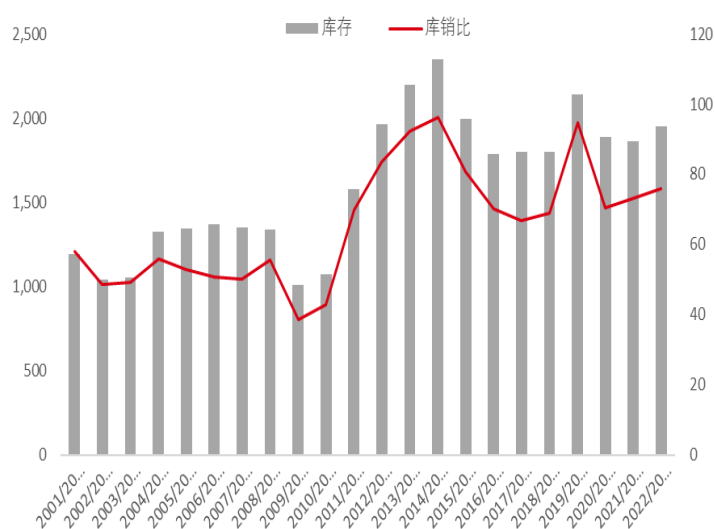
| 消费 | 中国 | 印度 | 巴基斯坦 | 孟加拉 | 土耳其 | 越南 | 全球 | 全球同比 |
|-----------|-------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 2017/2018 | 892.7 | 538.9 | 237.3 | 163.5 | 164.4 | 143.7 | 2693 | 6.20% |
| 2018/2019 | 860 | 529.1 | 233 | 157 | 150.2 | 152.4 | 2608 | -3.16% |
| 2019/2020 | 740.3 | 446 | 206.8 | 150.2 | 143.7 | 143.7 | 2266 | -13.11% |
| 2020/2021 | 892.7 | 566 | 235 | 185 | 168 | 159 | 2681 | 18.31% |
| 2021/2022 | 762 | 544.3 | 233 | 185 | 189.4 | 146 | 2555 | -4.70% |
| 2022/2023 | 772.9 | 500.8 | 196 | 178.8 | 174.2 | 141.5 | 2432 | -4.81% |
| 同比 | 1.43% | -7.99% | -15.88% | -3.35% | -8.03% | -3.08% | -4.81% | |

数据来源：USDA 国联期货农产品事业部

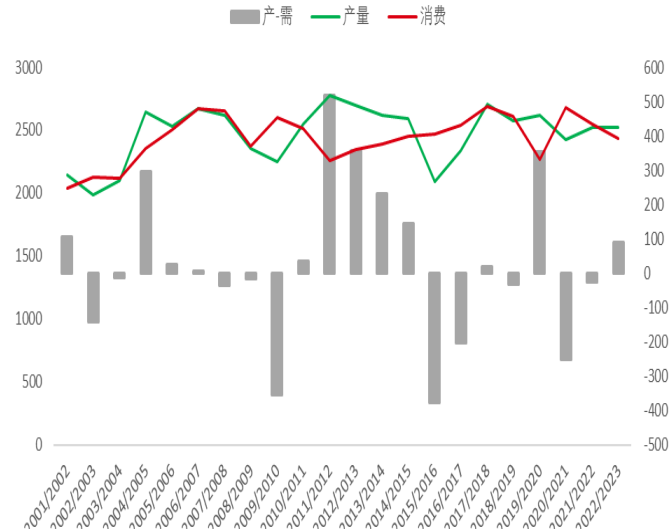
图6 全球棉花库存和库销比

图7 全球棉花产需历年格局

单位：万吨



数据来源：USDA、国联期货农产品事业部



数据来源：USDA、国联期货农产品事业部

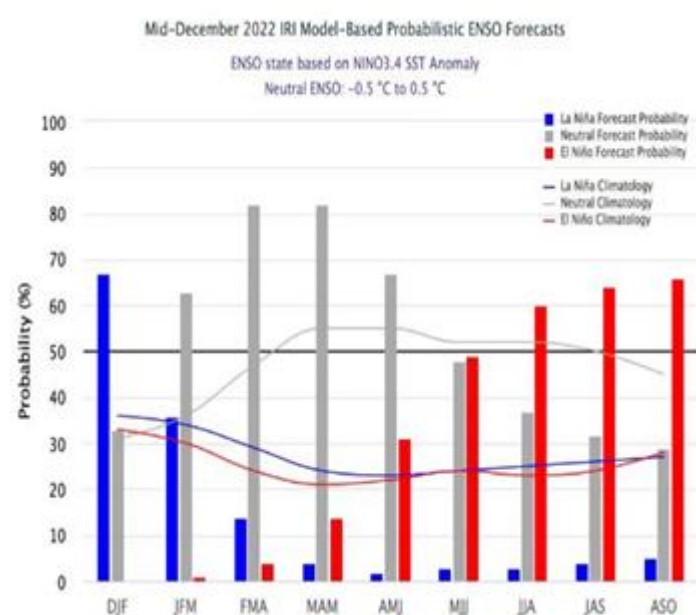
2、美棉 2023 年展望：出口签约增速放缓 23/24 产量预计回升

由于 2021 年国际棉价向好，较低的粮棉比提升 2022 年美棉种植面积，22/23 年度美棉种植面积增加 22.9%至 1379 万英亩。然而，在 2022 年连续第三个拉尼娜年份里，美棉主产区出现持续严重干旱，作物优良率降至 2011 年时的历史低位水平、差苗率甚至超过 2011 年，致使美棉弃收率大幅提升至 42.9%的历史高位，高于 2011/12 年度的 36.5%，导致收获面积反而同比下降 23.3%。目前 22/23 年度美棉收获基本结束，产量已明朗，USDA12 月供需报告估计 22/23 年度美棉产量同比下降 18.7%至 310 万吨水平。

2023 年 2 月底 USDA 农业展望论坛将对下年度全球及美棉的产需格局作出初步的展望，3 月底新棉的种植意向报告将出台，5 月份 USDA 将正式开始发布 23/24 年度棉花供需报告。从明年 2 月展望论坛开始市场的关注点就将逐渐转向 23/24 年度。由于 2022 年国际棉价大幅下滑，而种植成本大幅抬升，棉农种植收益下滑，粮棉比价上升，目前比价仍处于高位水平，23/24 年度美棉种植面积预计将减少。

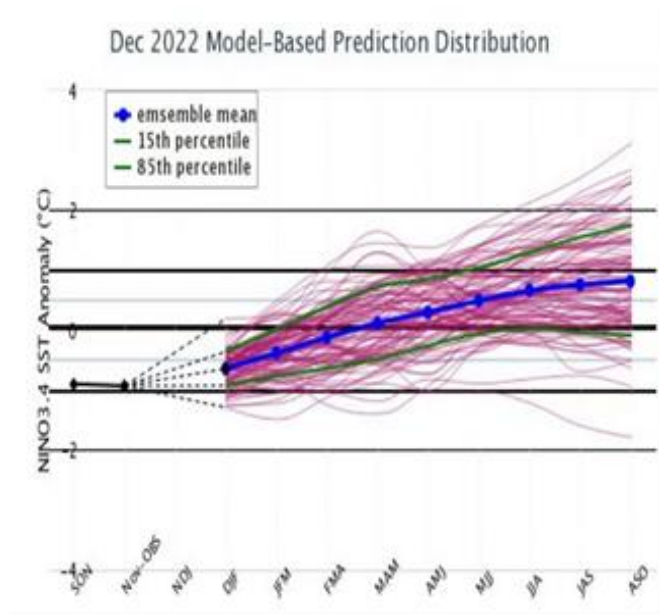
从目前美国天气情况来看，美国干旱指数大幅下滑，根据美国气象部门的预期，拉尼娜现象将持续到 2022-23 年北半球冬季。2023 年 1 月至 3 月偏向 ENSO 中性，而统计模型显示，向 ENSO 中性的转变发生在 2023 年 2 月至 4 月。之后厄尔尼诺现象发生的概率在提高。我们可以参考 2012 年相对 2011 年，也是由拉尼娜转向 ENSO 中性，美国棉花单产有明显提升，且在种植面积大幅同比下降的时候，最终产量还高于 2011 年度。2023 年极大概率会重复 2012 年面积下降、产量不降反增的局面。

图 6 ENSO 预测



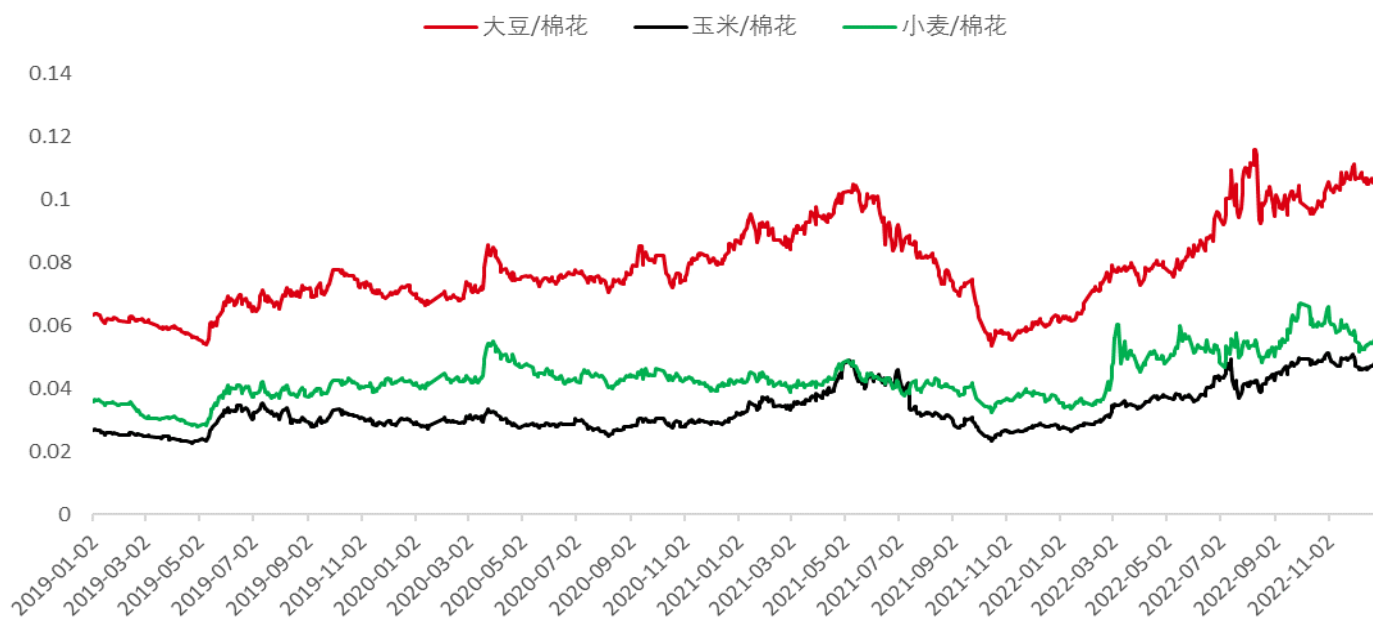
数据来源：NOAA、国联期货农产品事业部

图 7 NINO3.4 指数预测



数据来源：NOAA、国联期货农产品事业部

图8 粮棉比价持续走高



数据来源：Ifind 国联期货农产品事业部

USDA12月供需报告下调 22/23 年度美棉国内消费预估至 47.9 万吨，同比减少 13.7%；下调出口预估至 266.7 万吨，同比减少 16.2%。美棉需求的下滑，一方面是减产带来的供应面的下滑，另一方面是全球纺服消费下降带来的棉花需求下滑。从本年度美棉出口迄今的实际表现来看，目前出口签约势头明显放缓，中国一度取消大量订单。由于美联储的持续激进加息以及俄乌冲突给欧洲带来的能源危机影响，东南亚纺织国开工率下降致使美棉出口需求放缓，但美国对疆棉禁令执行严格，致使非疆棉资源需求获得支持，美棉作为性价比较高的资源总体需求不差。对 23/24 年度来讲，全球经济在经历 22/23 年度的大幅放缓后，23/24 年度随着美联储政策的转向及中国防疫政策的放开，全球经济预计势必会有恢复，纺服消费也将因此有所回暖，但考虑到美国纺服库存仍高，去库存需要些时日，加息周期对全球经济后滞影响周期较难预料，整体棉花消费回升力度不宜太乐观，相对确定的是美对疆棉禁令大概率还将持续，美棉出口需求一定程度还会获得支撑。

对于下一年度的供需平衡分析，我们认为即便种植面积减少，但基于棉花种植区域相对来说集中在美国偏南，尤其是德州为主区域，面临的粮食种植竞争不会太大，种植粘性的存在使得种植面积的调整我们不会预估太低，以前一个年度的种植面积作为参照（已是近五年的最低值），而弃耕率层面面对今年极为特殊的干旱年份后，参考过往土壤墒情在未完全恢复正常前预计仍偏干，11 年极端干旱后连续两年弃耕率仍在 26% 的高位，预计明年弃耕率将超过历史均值水平，但单产层面同样有较大概率进一步恢复，我们给出超过历史均值的 860 磅/英亩的预估。按照 70% 的出口占总供应比重，

初步测算 23/24 年度美棉期末库存预计在 78.7 万吨，与 22/23 年度接近，而库销比预计在 22.61%，略低于 22/23 年度，美棉在 23/24 年度供应预期大概率将现好转。而目前的平衡表只是初步预估，供应层面的主要变量不确定性较大，权威的报告发布，需关注几个时点：2023 年 2 月 10-12 日，美国国家棉花协会(NCC)年度会议将公布最新的美国棉农 2023/24 年度植棉意向调查；2023 年 2 月 23~24 日，美国农业展望年会，届时，美国农业部将公布首次对 2023/24 年度美国及全球棉花供需展望。2023 年 3 月 31 日，美国农业部将公布美棉种植意向报告；2023 年 5 月 12 日，美国农业部将公布 2023/24 年度首份供需预测报告；2023 年 6 月 30 日，美国农业部将公布美棉实播面积报告。

图 9 美国供需平衡表预估

| 美棉供需 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22 | 2022/23 | 2023/24(国联预估) | 同比 |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|-------|
| 种植面积(百万英亩) | 14.1 | 13.74 | 12.12 | 11.22 | 13.79 | 11.22 | 0 |
| 收获面积(百万英亩) | 9.99 | 11.61 | 8.27 | 10.27 | 7.89 | 8.97 | -2.39 |
| 单产(磅/英亩) | 882 | 823 | 847 | 819 | 868 | 860 | 24 |
| 期初库存(万吨) | 91.4 | 105.6 | 157.9 | 68.6 | 82 | 76.2 | 13 |
| 产量(万吨) | 400 | 433.5 | 318.1 | 383.6 | 310 | 350.3 | -33.3 |
| 进口(万吨) | 0 | 0 | 0 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0 |
| 总供应量 | 491.4 | 539.3 | 476 | 452.4 | 391.9 | 426.7 | -67 |
| 国内消费(万吨) | 64.9 | 46.8 | 52.3 | 55.5 | 47.9 | 50 | -5 |
| 出口(万吨) | 323.1 | 338.1 | 356.4 | 321.1 | 266.7 | 298 | -44 |
| 总使用量 | 387.8 | 384.9 | 408.7 | 376.7 | 314.6 | 348 | -49 |
| 期末库存 | 105.6 | 157.9 | 68.6 | 82 | 76.2 | 78.7 | -3.3 |
| 库销比 | 27.23% | 41.02% | 16.78% | 21.77% | 24.22% | 22.61% | 0.85% |

数据来源：USDA 国联期货农产品事业部

图 10 美棉播种面积和弃耕率

| 时间 | 美棉种植面积 3 月 | 6 月实播面积 | 6 月较 3 月变化 | 实际收获面积 | 弃耕率 |
|--------|------------|---------|------------|--------|------|
| 2009 年 | 881 | 905 | 0.03 | 753 | 0.17 |
| 2010 年 | 1051 | 1091 | 0.04 | 1070 | 0.02 |
| 2011 年 | 1257 | 1373 | 0.09 | 946 | 0.31 |
| 2012 年 | 1316 | 1264 | -0.04 | 937 | 0.26 |
| 2013 年 | 1003 | 1025 | 0.02 | 754 | 0.26 |
| 2014 年 | 1110 | 1137 | 0.02 | 935 | 0.18 |
| 2015 年 | 955 | 900 | -0.06 | 807 | 0.1 |

| | | | | | |
|--------|------|------|-------|------|------|
| 2016 年 | 956 | 1002 | 0.05 | 951 | 0.05 |
| 2017 年 | 1223 | 1206 | -0.01 | 1021 | 0.15 |
| 2018 年 | 1347 | 1372 | 0.02 | 1021 | 0.26 |
| 2019 年 | 1378 | 1372 | 0 | 1161 | 0.15 |
| 2020 年 | 1370 | 1219 | -0.11 | 870 | 0.29 |
| 2021 年 | 1204 | 1175 | -0.02 | 940 | 0.2 |
| 2022 年 | 1223 | 1248 | 25 | 712 | 0.43 |
| 平均值 | 1154 | 1155 | 0 | 935 | 0.2 |

数据来源：USDA 国联期货农产品事业部

3、全球纺服需求前景仍是关注重点

对于明年来说，22/23 季度后半段的需求和新季度的需求仍然是左右市场最大的锚，在美联储政策预期转向及中国可能从疫情中逐步恢复至正常状态的情况下，23/24 年度全球及中国经济预计将同比有所回升，主流预计消费还是会恢复，但是是从什么样的基数上恢复，也就是 22/23 榨季需求仍然是个不确定性因素，笔者认为仍应有进一步调降动力，

2022 年下半年以来，印度纺企开工率持续下滑，至 9 月份时开工率已降至 50%左右，并一直维持该低开工率水平至四季度，纺织行业生产经营陷入困境，进而导致棉花消费的下滑。这一方面是因为该国棉价较国际棉价溢价过高，高原料成本导致其纺织品出口竞争力缺乏。目前印度下游纺服订单情况仍不理想，而原料价格依然高企，尽管印度国内棉花现货价格已自年内高点下滑近 40%，但较其他产地棉花仍高。棉农囤货惜售令新棉上市缓慢，这导致该国纺织企业难以脱离困境，部分地区纺织企业停产抗议。由于美国纺服进入去库周期、全球经济放缓的压力以及印度国内高企的棉价等，2023 年一季度印度棉花消费以及棉纱棉花的出口仍难有明显的回升，印度国内纺企低开工率预计还将持续，22/23 年度印度国内棉花消费或仍存在一定的下调空间。

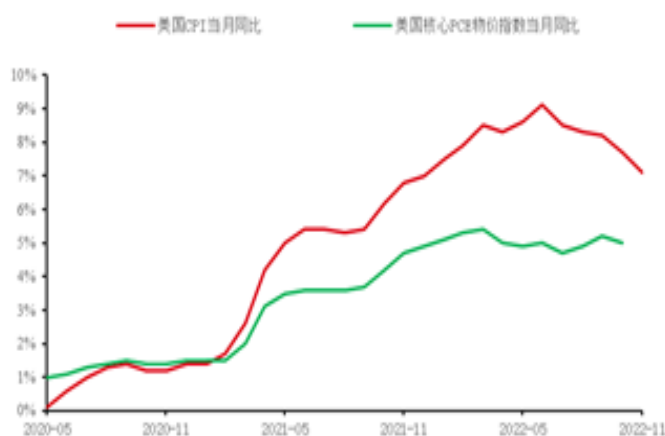
而印度和东南亚纺服订单不理想核心因素还是全球经济的下行动力，国际方面：12 月数据显示：全球：全球经济景气度持续回落，经济衰退风险进一步加剧。摩根大通全球制造业 PMI 和服务业 PMI 延续下降，美、欧 ZEW 经济现状指数仍为负值，OECD 综合领先指标维持下行趋势。政策方面，美、欧、英央行均放缓加息节奏，流动性依然下行通道。而国际市场已经开始担忧衰退有概率超预期，11 月美国居民储蓄率维持低位（2.4%），远低于历史平均水平（2010-2019 年平均 7.9%）；剔除通胀因素，居民“真实收入”继续负增长，或导致美国消费“后劲不足”超预期，核心在于美国超额储蓄不

断被消耗加码，而一旦能源问题发酵，欧洲衰退也有望超预期，尤其是一旦因大宗商品上行导致全球通胀粘性加大，国际端利率维持高位持续时间更长、降息时间会更久，会带来衰退担忧加剧。

如图 11 所示美国通胀持续下行是普遍预期，也是美国货币紧缩进入尾声、美国浅衰退的基础，美国通胀超预期持续下行过去几个月主要贡献者是能源类，随着市场乐观预期再起，原油价格未来如果继续上行，叠加近期天气炒作带来的农产品价格走高也会带来食品分项有强韧性，需要关注 2023 年 2 月公布的 1 月 CPI 数据有望显示通胀回落会很缓慢甚至降幅超预期，可能会带来较大的市场负反馈，市场担忧利率维持高位时间更长，衰退担忧有望进一步加码。

图 11 美国通胀指数

图 12 美国经济领先指标

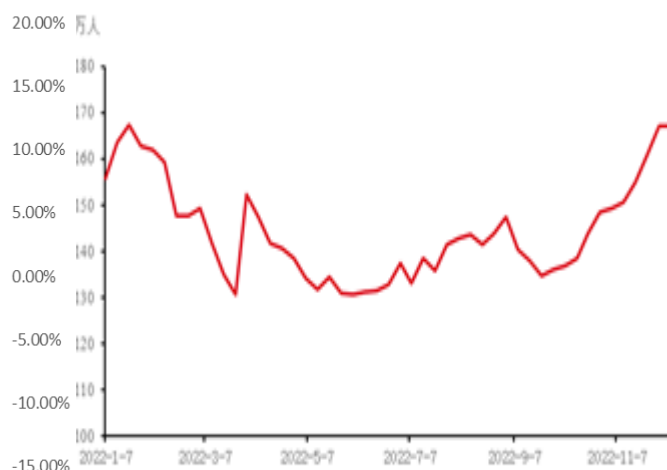
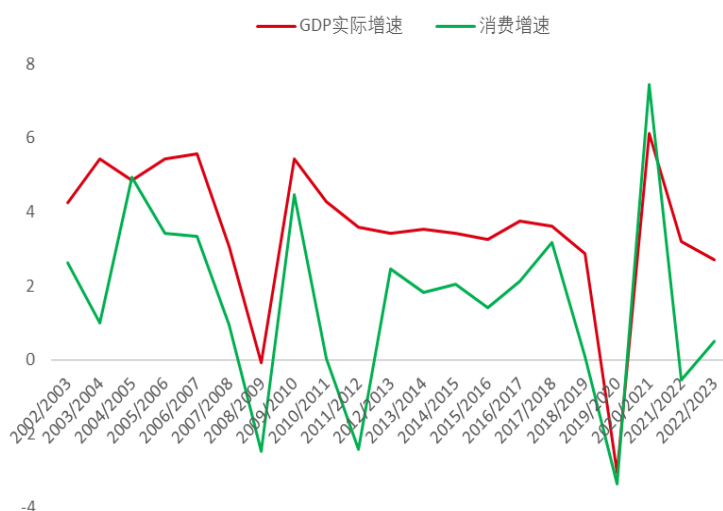


数据来源：Ifind、国联期货农产品事业部

数据来源：Ifind、国联期货农产品事业部

图 13 GDP 和棉花消费

图 14 美国连续领取失业救济金人数



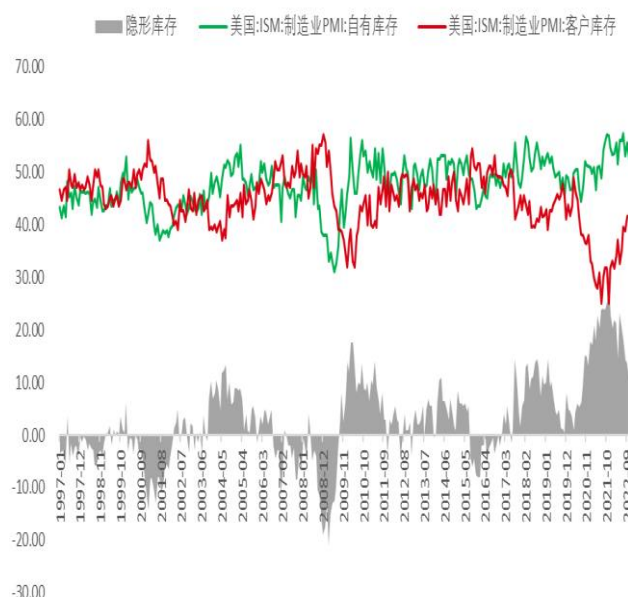
数据来源：Ifind、国联期货农产品事业部

数据来源：Ifind、国联期货农产品事业部

图 15 密歇根大学消费者信心指数



图 16 美国去库压力



数据来源：Ifind、国联期货农产品事业部

数据来源：Ifind、国联期货农产品事业部

三、国内棉花供需

1、新疆新棉预期丰产，种植成本提升

由于 21/22 年度棉花价格高涨令农户收益大增，植棉积极性明显提升，但由于环保限制以及部分地区种植结构的调整，22/23 年度新疆棉花扩种的幅度较小，其中北疆种植面积同比略减，南疆种植面积有所增加，全疆棉花扩种的幅度有限，新疆棉花种植生长期天气条件总体有利，无明显的灾害性天气，气温偏高也有利于作物生长，棉苗长势好于去年，因此今年棉花丰产预期较强。中棉协预计全国棉花总产量为 607.7 万吨，同比增 5.3%，其中疆棉产量预计 563.7 万吨，同比增 6.9%；国家棉花监测系统预计全国棉花产量 613.8 万吨，同比增 5.8%，其中疆棉产量预计 563.4 万吨，同比增 7.1%。疫情令 22/23 年度疆棉收购、加工、公检进度推迟，籽棉收购价同比大降。10-11 月新疆疫情形势严峻，严格的防控措施下，南北疆多个地区静默，疆内跨区域流动也受到限制，对疆棉采收、交售、加工、入库公检、出疆运输等各方面都带来了不同程度的影响，致使新棉整个收获上市进度被推迟。目前疆棉收购基本结束，正处于轧花厂加工高峰期及入库公检期。据全国棉花交易市场的统计数据，截至 12 月 22 日，22/23 年度疆棉累计加工量 379.4 万吨，同比减少 16.3%；据中国棉花公检网的数据，截至 12 月 22 日，22/23 年度疆棉累计公检 242.49 万吨，同比减少 42.9%。加工及公检进度已明显提速，累计加工及累计公检同比降幅正不断收窄。

种植成本方面今年新疆棉花种植成本同比大幅提升，其中地租就上涨了 400-500 元/亩，另外化肥、农药等农资成本以及人工费用均有不同程度的增加，自有土地成本在 2000 元/亩上下，承包费涨价近 50%至 1000-1500 元/亩，包地成本 3000-3500 元/亩。但银行信贷方面的压力却增加，今年对部分未还清贷款的企业减少贷款额度，保证金比例从 10%提高到 15%。棉花企业希望籽棉收购价格保持在 5-6 元/公斤，而棉农期待的籽棉开秤价在 7-8 元/公斤。收购价和农民的心里价有差距较大。新疆今年整体收购、加工、检验进度明显慢于去年同期，主要以划片就近收购为主，跨区域收购的现象明显减少。轧花厂在遭遇 21/22 年度巨大的亏损后，考虑到下游需求持续疲软，今年收购十分谨慎，10 月上中旬，籽棉开秤价较低在 5-5.5 元/公斤，远低于去年水平，与农户心理价位差距太大，之后在购销双方的博弈之下，籽棉收购价逐步抬升至 6 元/公斤附近。截至目前，新疆籽棉收购基本结束，轧花厂成本也随之固定下来了，主流收购价平均在 5.8 元/吨，按 2.8 元/公斤左右的棉籽价格，皮棉加工成本在 12800 元/吨左右。

图 17 机采棉和手摘棉收购价

单位：元/吨

| | 阿克苏 | 巴音郭楞州 | 博尔塔拉州 | 昌吉 | 哈密 | 喀什 | 奎屯 | 石河子 | 乌苏 | 手采：阿克苏（日） | 手采：巴音郭楞州 |
|------------|-----|-------|-------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----------|----------|
| 2022/12/23 | 6.1 | 5.8 | 6 | 6 | 6 | 5.7 | 6.1 | 5.8 | 6.1 | 6.7 | 6.7 |
| 2022/11/10 | 5.8 | 5.8 | 5.8 | 5.8 | 5.8 | 5.7 | 6 | 5.8 | 5.8 | 6.8 | 6.7 |
| 2022/10/24 | 6 | 5.8 | 5.7 | 5.9 | 5.4 | 5.6 | 6 | 5.8 | 5.9 | 7 | 6.7 |
| 2022/10/17 | 5.8 | 5.8 | 5.6 | 6 | 5.5 | 5.7 | 5.9 | 5.8 | 5.9 | 6.9 | 6.8 |
| 2022/10/14 | 5.7 | 5.5 | 5.6 | 5.9 | 5.5 | 5.7 | 5.8 | 5.7 | 5.8 | 6.9 | 6.5 |
| 2022/10/10 | 5.4 | 5.5 | 5.6 | 5.5 | 5.5 | 5.9 | 5.7 | 5.5 | 5.7 | 6.7 | 6.5 |
| 2022/9/26 | 5.9 | 5.5 | 6.1 | 5.8 | 6 | 6 | 6.1 | 5.8 | 6.1 | 6.5 | 6 |

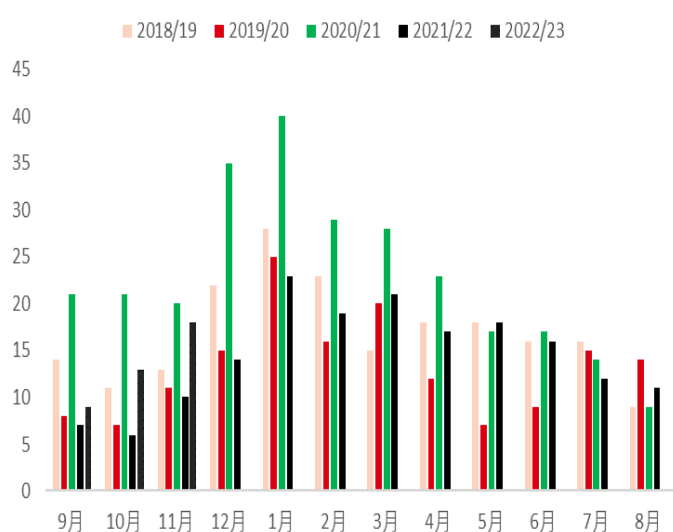
数据来源：USDA 国联期货农产品事业部

2、内外价差倒挂 进口同比缩窄

本年度 21/22 年度棉花进口量同比下滑明显，2022 年 11 月我国棉花进口量 18 万吨，环比增加 5 万吨，增幅 38.5%；同比增加 8 万吨，增幅 85%。2022 年我国累计进口棉花 177 万吨，同比减少 12.2%。22/23 年度累计进口棉花 40 万吨，同比增加 73.9%。2022 年 11 月我国棉纱进口量 8 万吨，同比减少

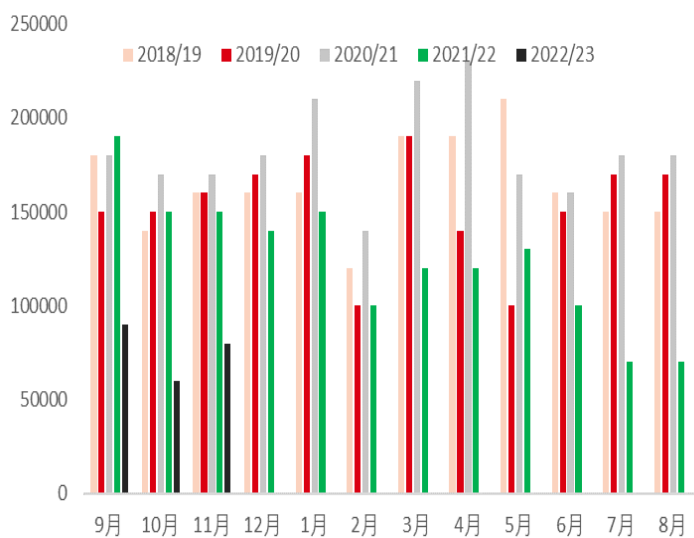
7 万吨，减幅为 47.4%，环比增长 2 万吨，增幅 33.33%。2022 年 1-11 月累计进口棉纱 110 万吨，同比减幅 44.4%。2022 年 3 月起内外棉价差转负，且持续维持深度倒挂的状态，内外纱价差也同样倒挂，这导致国内进口棉及进口纱双双大幅减少。2022 年 3 月份，发改委发布发放第一批 40 万吨滑准税进口配额，全部为非国营贸易配额，仅限于加工贸易方式进口，对市场影响不大，算上 1%关税配额内 89.4 万吨，进口配额量低于实际进口量，内外棉的倒挂对市场化进口影响较大。对于 22/23 年度，美对疆棉禁令的政策难有改变，内外价差预计低位震荡，进口棉花及进口棉纱量预计也难有显著提升。

图 18 国内棉花月度进口量 单位：万吨



数据来源：Ifind、国联期货农产品事业部

图 19 国内棉纱月度进口量 单位：吨



数据来源：Ifind、国联期货农产品事业部

3、内需有望率先复苏

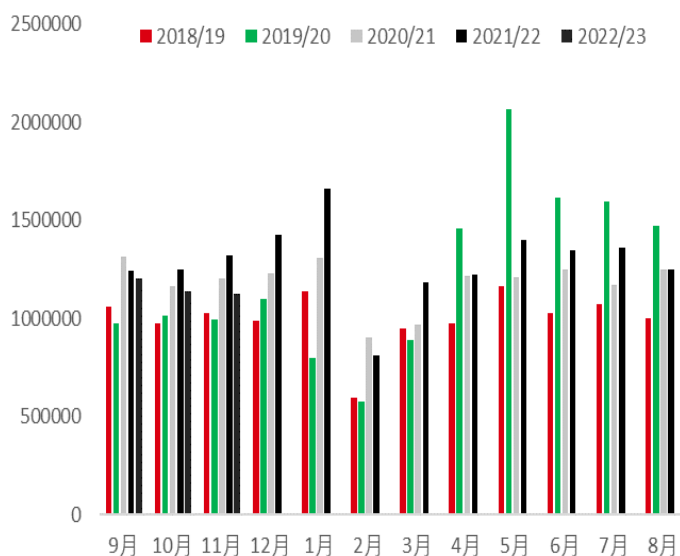
2022 年国内棉纺产业内外需均弱，外需下半年国际市场需求出现明显萎缩，欧美等发达经济体通胀压力持续加大，尤其自新疆禁令正式生效后，美国海关将针对中国进口的产品加强审查，一旦查出该产品所用棉花来源于中国新疆、乌兹别克斯坦和土库曼斯坦，将被扣押甚至当场销毁。部分因新疆棉禁令导致的出口受限也开始转内销，来源也从进口棉转为新疆棉，加上棉价大幅下跌，内外棉价倒挂，内销淡季更淡，外销也显乏力，也令很多企业取消了前期的进口订单，也进一步令原本疲软的出口市场呈现更加冷淡的局面。自 8 月份落入负增长区间以来，出口数据一再萎缩且幅度不断扩大。新的一年内需有望随着经济的复苏率先缓解，但外部衰退压力较大，欧洲有望步入深度衰退，美国浅衰退，欧美经济压力明显更高，纺服作为可选消费品需求预期依然不乐观。

数据方面，2022 年 1-11 月，全国纺织品服装出口 2976.3 亿美元，同比增长 4.5%。其中，纺织品出口 1369.3 亿美元，同比增长 4.7%；服装出口 1607 亿美元，同比增长 4.3%。11 月，我国出口纺织品服装 243.87 亿美元，同比下降 14.91%，环比下降 2.55%，其中纺织品出口 112.67 亿美元，同比下降 14.93%，环比下降 0.9%，服装出口 131.20 亿美元，同比下降 14.88%，环比下降 3.92%。

而内需因疫情反复困扰而持续不足，同时疫情也影响了企业开工、运输等各环节，纺织企业持续处于“高产品库存、低负荷”的局面，产成品端累库的压力较大，企业生产大部分时间处于亏损的状态，这使得纺织企业不断压缩原料端库存。

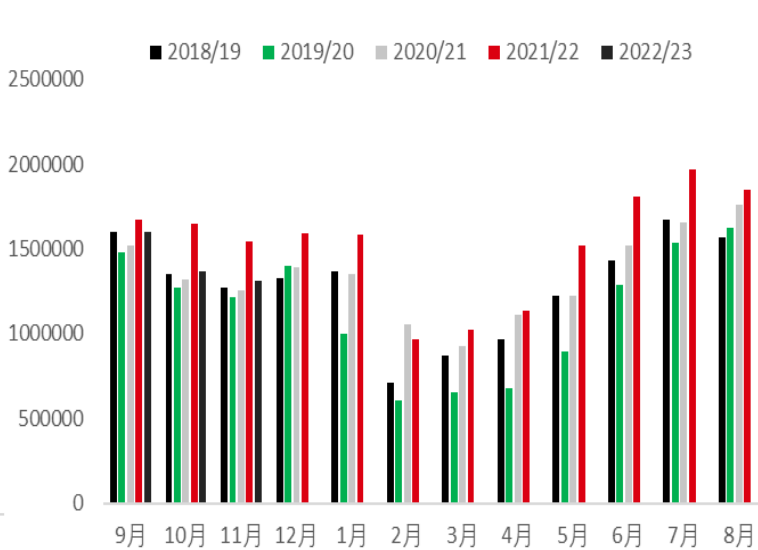
终端方面 2022 年 11 月份，社会消费品零售总额 38615 亿元，同比下降 5.9%。1-11 月份，社会消费品零售总额 399190 亿元，同比下降 0.1%。11 月份国内服装、鞋帽、针纺织品类零售额为 1276 亿元，同比减少 15.6%，前 11 个月国内服装、鞋帽、针纺织品类零售额累计 11688 亿元，同比减少 5.8%。偶尔的季节性补库需求时间偏短持续性不足，在 10 月下旬到 12 月上旬广州中大市场被封，纺织企业产成品库存高位再度累积，截止 12 月 23 日一周，纯棉纱厂开机率下降 10%至 37%，12 月平均开机率 42.42%，环比上月降低 1.6%，纺纱厂原料库存增加 0.1 天至 16.58 天，12 月平均库存为 15.38 天，环比上月增加了 0.4 天，成品纱线库存减少 9 天至 12.88 天，12 月平均库存 24.14 天，环比上月减少 8.23 天。全棉坯布开机率降低了 4.3%至 41.2%，12 月平均开机率 42.63%，环比上月降低了 1.4%，织厂原料库存增加 3.7 天至 12.4 天，12 月平均库存 7.93 天，环比上月增加 3 天，成品坯布库存减少 0.9 天至 37.1 天，12 月平均库存 38 天，环比上月减少 1 天。在国内防疫政策放开后令企业负荷有所提升，但仍在 50%以下的近年来同期低位，新增订单持续不足，且多为小单、散单，大单难寻，多数企业已计划春节提前放假。尽管国家防疫政策放开对市场信心有一定的提振作用，但从国际经验看政策放开到完全适应需要时间，且当前奥密克戎毒株变种较多，重复感染造成的恐慌担忧并未完全消除，完全适应放开必然是个曲折而相对缓慢的过程，尽管如此内需的复苏相对外需有望提前，重点关注金三银四旺季表现。外需出口的拐点我们前文预估至少要到下半年甚至四季度，上半年订单预计总体仍难有明显起色，面对产成品库存高企的压力，企业低负荷主动去库的状况或还将持续，对原料的补库尤其是高价原料预计仍将较为谨慎。

图 20 国内纺织品出口额 单位：万元



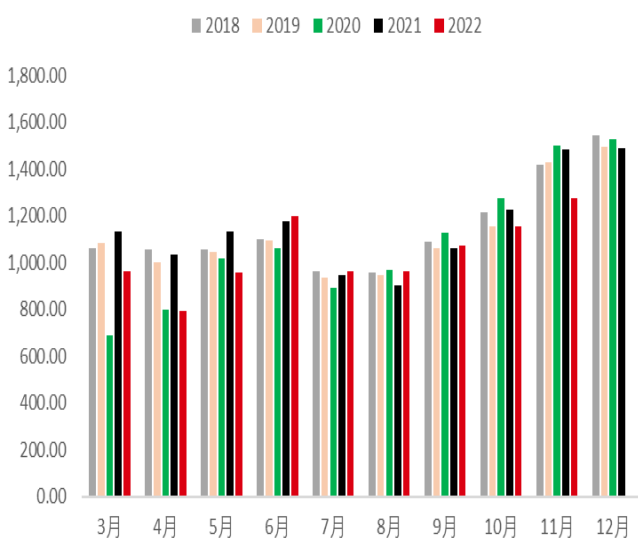
数据来源：Ifind、国联期货农产品事业部

图 21 国内服装出口额 单位：万元



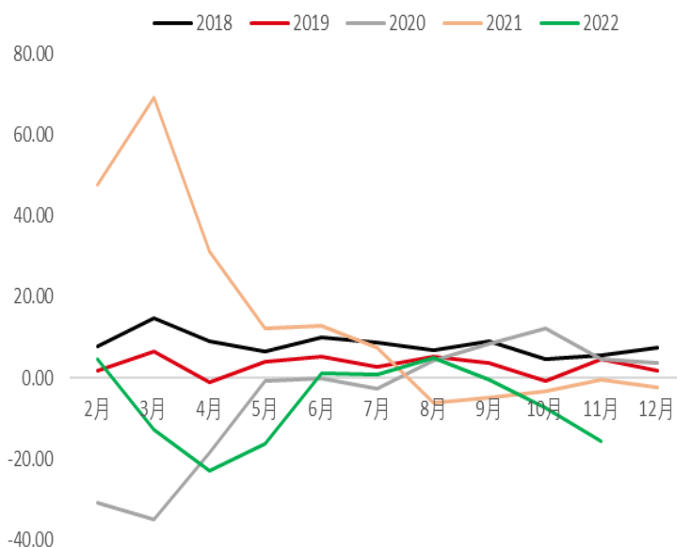
数据来源：Ifind、国联期货农产品事业部

图 22 服装鞋帽纺织品当月销售额单位：亿元



数据来源：ifind、国联期货农产品事业部

图 23 服装鞋帽纺织品月同比



数据来源：ifind、国联期货农产品事业部

图 24 纺织厂原料库存天数

图 25 纺织厂开机率



数据来源：ifind、国联期货农产品事业部

数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

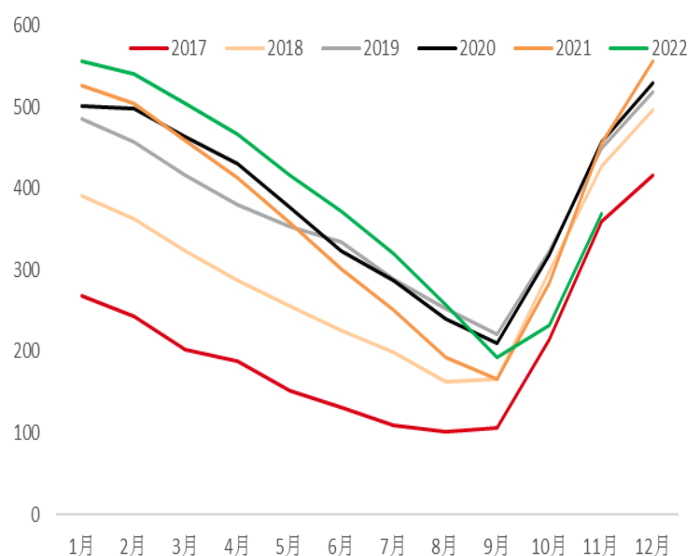
4、22/23 年度库存至历年高位

新疆轧花厂今年一直面临着高成本、高基差、高库存的局面，一季度时，轧花厂还贷压力不大，挺价意愿较强，由于下游需求疲软，轧花厂销售进度缓慢。3月之后，随着时间的推移，银行还贷压力逐步加大，而疫情的爆发令下游需求雪上加霜，轧花厂挺价意愿逐步松动、报价趋于下调，但走货始终偏慢。工商业库存今年同比长期处于历史高位附近，棉花现货市场供应充足是近两年棉花价格的主要压制因素之一。下游需求不旺，棉花期货深度贴水，叠加疫情影响出库和货运，港口外棉库存消化不明显，而美棉、巴西棉到港处于高峰期，故港口库存依旧逐步累加。新疆棉发运、移库进度大幅放缓，致使内地交割库新疆棉数量明显低于前两个年度，棉纱出货不畅，成品库累库现象严重，订单传导受阻，纺企以销定产，库存天数增加，市场纺企整体库存水平依旧较高，我们预估明年上半年尤其在一季度实质性改善难度较大。

从长期看，随着疫情后消费的修复及稳增长政策的落地，中国消费预计同比将有所增长，但考虑到全球经济前景较差及欧美对疆棉禁令执行加强的影响，预计 22/23 年度消费增幅有限，国内机构预估 22/23 年度库存继续升高，而在下个年度疆棉种植面积预计会小幅下滑，全国产量下修，而内需预计将恢复正常，外需预计也将有进一步提升，消费或恢复至 800 万吨之上，产需缺口扩大，国内渠道库存将得到去化。

图 26 棉花商业库存

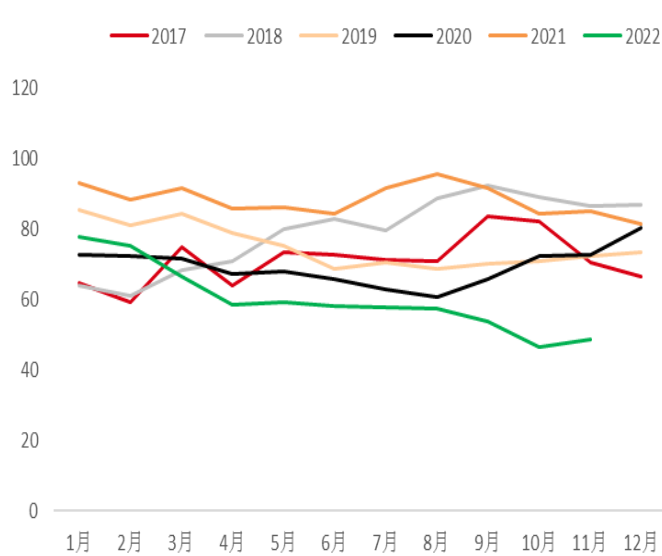
单位：万吨



数据来源：ifind、国联期货农产品事业部

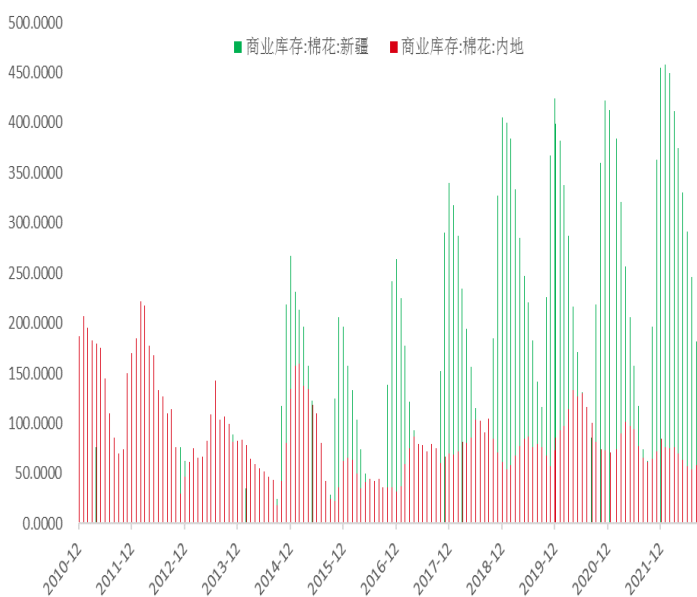
图 27 棉花工业库存

单位：万吨



数据来源：ifind、国联期货农产品事业部

图 28 商业库存新疆内地占比



数据来源：ifind、国联期货农产品事业部

图 29 国内供需平衡预估

单位：万吨

| 年度 | 2020/21 | 2021/22 | 2022/23 |
|-------|---------|---------|---------|
| 期初库存 | 622.9 | 631.3 | 647.5 |
| 产量 | 595 | 580.1 | 606.1 |
| 进口量 | 274.7 | 179 | 205 |
| 消费量 | 861 | 740 | 780 |
| 出口量 | 0.3 | 2.8 | 2.5 |
| 期末库存 | 631.3 | 647.5 | 676.1 |
| 库存消费比 | 73.30% | 87.18% | 86.41% |

数据来源：ifind、国联期货农产品事业部

四、行情展望与应对策略

如前文所述，尽管国家防疫政策放开对市场信心有一定的提振作用，但从国际经验看政策放开到完全适应需要时间，且当前奥密克戎毒株变种较多，重复感染造成的恐慌担忧并未完全消除，完全适应放开必然是个曲折而相对缓慢的过程，内需的复苏相对外需有望提前，重点关注金三银四旺季表现。

外需出口的拐点我们前文预估至少要到下半年甚至四季度，上半年订单预计总体仍难有明显起色，面对产成品库存高企的压力，企业低负荷主动去库的状况或还将持续，对原料的补库尤其是高价原料预计仍将较为谨慎。

目前海外美、欧、英央行均放缓加息节奏，流动性依然下行通道。而国际市场已经开始担忧衰退有概率超预期，11月美国居民储蓄率维持低位（2.4%），远低于历史平均水平（2010-2019年平均7.9%）；剔除通胀因素，居民“真实收入”继续负增长，或导致美国消费“后劲不足”超预期，核心在于美国超额储蓄不断被消耗加码，而一旦能源问题发酵，欧洲衰退也有望超预期，尤其是一旦因大宗商品上行导致全球通胀粘性加大，国际端利率维持高位持续时间更长、降息时间会更久，会带来衰退担忧加剧。

但从当下市场表现看，资金基于复苏预期对做多棉花有着很大的热情，毕竟2022年表现最差的棉花理应成为新一年的估值偏低的品种，大有在2023年否极泰来之势，机构未来仍有加大对棉花期货投资的趋势。但我们必须理性的看到预期归预期，目前国内外纺服需求正处于寒冬，在1季度甚至上半年面临的压力依然很重，预期先行后若伴随着复苏带来的消费难以得到提振，光靠资金推动的棉价势必难以传导，在上半年弱现实与强预期将在棉价期货市场上形成拉扯，盘面走势必定一波三折，目前的大持仓也将在棉价下跌时造成极大波动，因此市场预期偏向乐观，但在乐观中我们需保持谨慎态度。

应对方面，对于棉花加工企业而言，操作上仍要严格匹配现货端的销售进度。有对冲头寸的，顺价点价销售；没有对冲头寸的，应趁棉价反弹积极布局期货空单，或用卖出看涨期权对冲保值。上半年棉价上涨难以顺畅，甚至较大概率出现海外衰退带来的进一步走弱至前低风险，套保可极大程度规避波动风险。而对于下游纺织企业可待期价在13000元/吨附近，考虑用买期货和卖出看跌期权分批建立虚拟库存。对于投机者而言，下跌趋势未完，上半年震荡思路对待，目前阶段尽量寻找反弹高点做空，大跌后可寻找低点做多布局中长期多单。套利可关注基于复苏预期的59反套。

风险层面需重点关注：俄乌冲突超预期发展、新冠疫情超预期发展、海外衰退加剧，国内经济复苏不及预期、主产国天气等风险。

联系方式

国联期货研究所农产品事业部
地 址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼
(214121)
电 话：0510-82758631
传 真：0510-82757630
E-mail: 111@guolian.com



国联期货微信公众号

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。