



『金九银十』成色不足 棉市运行逻辑转换

棉花期货国庆节后冲高回落,至11月初,已跌破15500元/吨,跌幅超13%。短期棉价受新棉加工成本高于盘面的因素支撑有所反弹,但考虑到本轮下跌的驱动因素主要在消费端,而消费端的问题仍待缓解,棉价偏弱走势难改。

深度分析

■ 宋焕

成本支撑反弹 但需求压制未解

① 交易主线从供给端转向消费端

回溯棉花价格从去年11月初至今年9月底的上行行情,会发现其中的交易逻辑包含了最初的超跌修复,和随后的疫情管控放开及与之伴生的需求复苏。但4月底以来,随着市场对种植面积下降、不良天气影响单产等因素的关注,交易逻辑主要向供给端倾斜。5月底开始,库存紧张逻辑又强化了这一因素。包括最后上涨段,市场对“新疆棉抢收”预期的交易,也是落在减产及新疆库存紧张的背景之下。

在价格上涨的过程中,已不断在积累需求端的矛盾。从利润角度看,占比较大的内地纱厂的纺纱利润早在6月就逐渐进入亏损期,且亏损不断放大。从内外价差角度看,随着国内涨价幅度大于国际市场并使得进口出现盈利,进口格局也出现逆转。进口数据上,2023年5月开始,

月度进口同比减量开始收缩,直至8月已经出现了同比转增的局面。从库存角度看,价格从低位不断上涨的过程,刺激了大量棉纱贸易库存的积累。供应链金融的介入又加大了库存的容量。据市场调研,到9月底,几大主要纱线集散地积累了130万吨以上的棉纱库存。库存积累期,因增加了“棉花表观消费”而成为涨价驱动之一。但随着庞大库存的形成,仓储能力受限,已逐渐形成了较大的去库压力。

此轮行情也离不开政策对供给端有效调控的作用。政策调控最初的作用是补充供给和抑制价格过度上涨。包括从7月31日开始的抛储以及7月下旬公告并于9月发放的75万吨非国有贸易进口滑准税配额。政策出台初期,由于抛储数量有限,且抛储底价较高(首周抛储底价

17347元/吨),而进口配额的发放延时且需要等待巴西新棉下市,起的作用有限。但是随着后续增加日内抛储量、“双节”期间也进行抛储以及进口增量,政策的效力逐渐明显。数量上,截至11月7日,储备棉已累计成交85.78万吨。价格上,在期货价格下跌中,储备底价和成交价也亦步亦趋,截至11月7日,抛储底价为16655元/吨,抛储成交均价为16191元/吨,折3128价格16663元/吨,如果减去运费反推新疆准地价格,将更低。

正是市场对供给端因素的过度交易,提前造成了价格的超涨,政策已经逐渐缓解了供给端紧张局面,所以北疆减产因素就很难再成为新的涨价驱动力。而之前下游积累的矛盾在旺季不旺被确认后,也终于开始成为交易的逻辑。

② 下游降开机与累库现象并存

需求端的弱势体现在旺季不旺上。棉花的需求端有明显的季节性,秋天有“金九银十”的说法,即在8月末至10月底有一波不错的订单和棉花的消费。但是今年织厂的订单一直偏少,9月上旬末就达到了订单高峰,比正常年份的订单拐点早了一个多月。而最新的订单已经降低到了6天,和2022年同处于历史同期最低水平。

需求端的弱势体现在纱厂的降开机和产成品累库上。织厂由于订单和需求有限,对棉纱的采购意愿明显下降。但贸易端的棉纱又开始去库,也就挤压了纱厂的棉纱销售。因此纱厂被迫经历着降开机但棉纱持续累库的局

面。从机构数据来看,纯棉纱厂开机率从6月中旬即开始下降,一路从61.4%回落至50.3%,处于历史偏低水平。纺企棉纱库存则一路走高,目前已增至30天库存,是一季度库存天数的3倍,也是历史最高水平。

需求端的弱势还体现在预期上。一方面,终端需求需要居民购买力或国外购买的承接,但是从零售数据及出口数据反馈看,服装等非必需品的零售同比增量在经历春季的报复性反弹后开始回落,而国外终端市场对接的国内出口数据也表现不佳。另一方面,从年度需求的预期数量上讲,虽然目前USDA等机构预估中国2023/2024年度的消费

③ 高成本、高基差格局作用初显

新疆2023/2024年度的新花收购价折算的加工成本持续高于期货价格。新疆轧花厂产能严重过剩,为了争抢有限的资源而被迫抬高收购价已成近年常态。今年得益于政策调控和银行严格风控,新疆棉在收购季并没有因为抢收而出现绝对价格的更高点,但是从和期货比较而言的基差角度,依然抢收了更高的成本。

回顾本轮新疆棉收购,分以下几个阶段:第一阶段,9月中上旬,新疆收购先从南疆手摘开始,报价为8.9—9.4元/公斤,但前期以絮棉订单为主,缺乏参考性。只不过后期由于絮棉需求偏差,部分转为纺棉。第二阶段,国内机采棉收购于“双节”期间在北疆开启,由于北疆机采后确定了减产超预期,因此收购价被带动,机采价在8元/公斤以上,高的有8.2—8.4元/公斤,此时南疆手摘棉也涨到9.0—9.5元/公斤。第三阶段,节后期货价格下跌,带动收购价螺旋式跟随下降,虽然棉农继续挺价惜售,但是北疆的超水棉和南疆的机采散花因为无法久存而被迫跟随降价,最低的时候是10月22日和10月23日,降到最低7.2/7.3元/公斤;第四阶段,之后一周,由于偏低的籽棉价格出现了一定吸引力,以及期货价格企稳略弹,收购价回升,至10月29日已回升到7.5—7.7元/公斤;第五阶段,10月31日再次转跌,但跌幅稍受限,棉农和轧花厂之间的交易依然在僵持中进行,籽棉价格以7.2—7.4元/公斤为主。

按照上述籽棉收购过程和调研了解,推算目前的新疆新棉成本(以机采棉来推算,并结合棉籽价格变动和水分变化

等):最初8元/公斤以上的收购价,高成本在18500元/吨,然后集中于18100—18300元/吨。随后步步回落,收购价最低时,成本在16200元/吨。之后收购价又上移至17000元/吨以上,最新又回到16200—16500元/吨。但由于籽棉价格的波动,平均成本方面,北疆成本在17000元/吨以上,南疆在16500元/吨以上。新花现货报价对盘面呈现高基差。

由于高基差的存在,使得期货价格回落至估值偏合理的位置后,市场会重新评估买入价值。而目前仓单注册数量偏少,且在高成本及高基差影响下轧花厂交割意愿不足,就成为支撑盘面止跌反弹的因素。

不过,高成本和高基差更多是影响价格的节奏,却难以扭转棉价趋弱的走势。首先,期现回归也就是交割逻辑,往往需要时间临近交割月的时候才会被交易;其次,虽然加工成本高于期货,但是一旦期货反弹,现货不好销,且在下游偏弱格局之下,轧花厂的期货套保压力将非常大,很难吸引资金做多去对着成本价收敛。最后,谨防现货定价遵循“木桶效应”,即由最低价来竞争有限的流动性并成为市场成交价。

棉花行情交易更多会聚焦供需的节奏上。理论上讲,棉花价格最终由供需来定价,也会影响供需。但是如果回溯行情,会发现同一市场年度,价格可能发生较大的变化。比如2021/2022市场年度,期货主力价格最高到22960元/吨,最低又回到13435元/吨。2022/2023市场年度,价格最低到12270元/吨,最高到17775元/吨。这个差

量在810多万吨,同比基本持平,但是仅考虑到棉纱去库的需求,即使是40万—50万吨的数量,那么这部分数量将由之前的“增加棉花表观消费”,转而反向成为“增加棉花潜在供给”,会双倍挤压棉花消费数据。因此即使考虑上2022年四季度疫情对2022/2023年度消费的拖累,市场对2023/2024市场年度的消费预期也普遍低于机构预期数量。

需求端面临现实的显性压力,如订单少、季节性淡季、渠道库存高等,也面临预期的压力,如年度消费不及预期、节奏性棉花消费量将受棉纱抛货影响剧减等。在此情境下,纱厂购买原料的意愿将被压制。

异除了宏观因素外,从产业角度看,主要是由产需的不同预期和现实来主导,有很强的节奏性。

上文提到目前的下跌和弱势是由消费的疲弱现实及积累的库存来主导。节奏上,市场在交易消费不及此前预期。行情的转折需要看到库存的有效去化或需求的好转。因此要么需要价格跌到低位产生投机需求,要么就只能从时间上等待需求转好的驱动。供给端利多的点依然存在,后期仍有望作为利多驱动再次被交易。第一,需要关注最终产量情况,看减产是否超目前市场预期(510万吨左右)。第二,在减产年份里,一旦下游渠道库存去化合理,且上游棉花端也消化掉集中上市期压力,再配合一个合理的价格,以及需求季节性等因素,将有望再次形成利多价格的驱动。外棉的走势和国内类似,之前上涨更多是在交易供给因素,尤其是干旱天气带来的减产影响,也吸引了投机资金的大举介入。但是随着产量利多兑现,市场关注点重回弱需求,而投机资金也快速撤离。后期需要关注终端去库到补库的可能转换,或者明年新季的种植、天气等利多。

综上,棉价下跌主要是基于供给因素推动的超涨落幕,以及对需求弱现实的交易。但价格下跌2000点后,最顺畅的下跌已经结束。高基差等因素会带来反弹支撑。但是基于需求短期难见缓解、上方套保施压等考量,棉价的弱势将持续。

(作者单位:永安期货)

市场观察

■ 资深记者 韩乐

分析人士:内外运行节奏仍存差异

近期,棉花市场呈现出内强外弱的特征。国内市场经过一轮下跌之后,市场担忧情绪有所释放,新棉的成本仍给棉花价格带来支撑,而外盘美棉受困于持续偏弱的需求,价格有所承压。

期货日报记者了解到,基于市场对于棉花需求前景的担忧,本月初,美棉跌至近4个月低位。

“外盘近几日呈现加速下跌走势,国际市场主要对于后市的需求担忧比较强烈。”国信期货分析师侯雅婷表示,从国际市场来看,巴基斯坦、越南、孟加拉、印尼等纺织品服装出口转弱,反映全球整体消费水平的疲弱。另外,美棉本年度受到天气灾害影响,与此同时,南半球棉花丰收,美棉价格缺乏上行动力。

对此,国投安信期货软商品首席分析师曹凯认为,虽然美棉2023/2024产量降至多年低位,但年度签约数据大幅走弱,需求偏弱导致近期价格不断下跌。

“当前ICE期棉大幅走弱,而郑棉走势相对坚挺,其主要交易侧重点有所不同。”新湖期货研究员陈燕杰表示,对郑棉而言,2401合约作为主力合约,上有套保单和需求疲软的压力,下有加工成本带来的支撑,在抛储或接近尾声的情形下,走势相对坚挺。

据陈燕杰介绍,现阶段,新花全国采摘进度接近八成,交售进度近七成,新棉加工成本逐步固化。截至11月6日,新花累计加工量为180.12万吨,同比增加54%。

“今年全疆新棉上市时间有所推迟,不过,因新年度加工设备迭代,现阶段日加工量7.5万吨附近,相比往年峰值5万—6.5万吨的日加工速度有明显增加。”陈燕杰说,中国棉花协会统计显示,目前新疆籽棉收购成本均值在7.5元/公斤,对盘面产生一定支撑。

值得注意的是,目前,国内棉花市场矛盾已经发生转变。“前期主要矛盾集中在供给端,旧作供给紧张和新棉减产、轧花厂抢收,但随着下游需求持续偏弱,棉纱加工连续亏损,纯棉纱库存持续累积。”曹凯表示,下游疲弱需求向上游持续负反馈,总体呈现供需双弱的局面,供给端减产影响逐渐式微,需求在跌价之下仍没有好转。

据陈燕杰介绍,目前下游表现较为疲软,纱厂购销倒挂运行,开机率以及库存结构周度环比转差,纱厂和布厂降低原料库存,而产品库存累积。同时,棉纱渠道库存依旧高企,虽降价抛货,但去库幅度较为有限。

“当前国内棉花市场基本处于弱现实弱预期状态,供应增加需求疲弱,价格上方压力较大。”侯雅婷称。

受访人士普遍认为,目前,国内棉花市场焦点仍在持续偏弱需求对于上游的负反馈。

在侯雅婷看来,2023/2024年度新棉成本逐步确定,基本围绕17000元/吨波动。由于需求的疲弱,轧花厂难以获得合理的生产利润,经营普遍处于小幅亏损状态,正有下游棉纱丈量库存得以解决,纺织企业采购恢复到老

常水平,成本支撑才能体现。

“原料端棉花处于减产年份,并且上年度结转库存极低,贸易商库存也较低,储备棉不断轮出后也逐步见底,如果需求能够恢复,棉价面临转势。从国际市场来看,需求压制仍存,但深跌较难。”侯雅婷表示,目前内外棉价差再度扩大,港口基差棉成交开始活跃,必然挤占国内新棉市场份额,使得价格下挫,最终内外价差或有所修复。

“后期市场需关注需求走向以及棉纱去库存进度等变量,另外,新棉产量同样需要持续跟踪。”曹凯认为,近期内外盘走势有所分化,后续节奏上仍有差异,但大趋势或趋于一致。

“对于外棉而言,宏观方面避险情绪有所提升,产业交易逻辑从供给逐步转至需求,天气因素利多的交易权重减弱,同时美国前期先高温干旱后低温降雨的环境对于棉花品质指标或也存在一定影响。即使在近期中国大量签约的情形下,市场对于后续需求端仍有忧虑。”陈燕杰称。

“国内郑棉短期走势相对坚挺主要在于新棉成本逐渐固化。”曹凯表示,“新棉综合成本仍在16500—17000元/吨,尤其是对近月形成一定的支撑。”中期需求前景仍不乐观,下游较高的棉纱库存去化缓慢,纺企主动降低开机或者停机,最终导致下游对于棉花采购偏谨慎,或限制郑棉反弹的高度。”他说。