

# 成也需求 败也需求

## ---2024 年棉花期货行情展望

傅博

投资咨询从业资格号：Z0016727

[fubo025132@gtjas.com](mailto:fubo025132@gtjas.com)

### 报告导读：

2023 年国内棉花先跌后涨，国际棉花全年震荡。

2024 年国内外棉花供应不算宽松，成本支撑比较明显。继续关注棉花需求，需求如果好转，棉花供需矛盾会激化进而推升国内外棉花价格，需求如果继续疲软，则供需双弱，棉价预计宽幅震荡。

2023/24 年度中国以外地区的棉花供应是偏紧的，巴西、澳大利亚的丰产和巴基斯坦产量的恢复一定程度上抵消了美国、印度、土耳其和西非的减产，但是最主要的原因还是全球棉花需求较弱，降低了供应的影响。关注 2023/24 年度中国以外地区棉花供应偏紧是否会在 2024 年 5-9 月份有所反映。基于对全球主要经济体经济前景的预期，预计 2024 年上半年全球棉花需求仍将偏弱，期望 2024 年下半年棉花需求出现好转。

2024 年中国棉花市场仍然是供需双弱预期，由于国产棉和进口棉的成本均不低，成本支撑或较强。供应端关注 6-8 月份的旧作库存以及新年度的棉花种植和生长情况。需求端，暂时还没有看到改善的迹象，从宏观来看，需要等待全球主要经济体经济回暖，从微观来看，需要等待国内纺织企业库存压力释放。

建议关注 2024 年 5-10 月份逢低做多的机会。

风险提示：主要经济体经济衰退、产棉国天气

## 目录

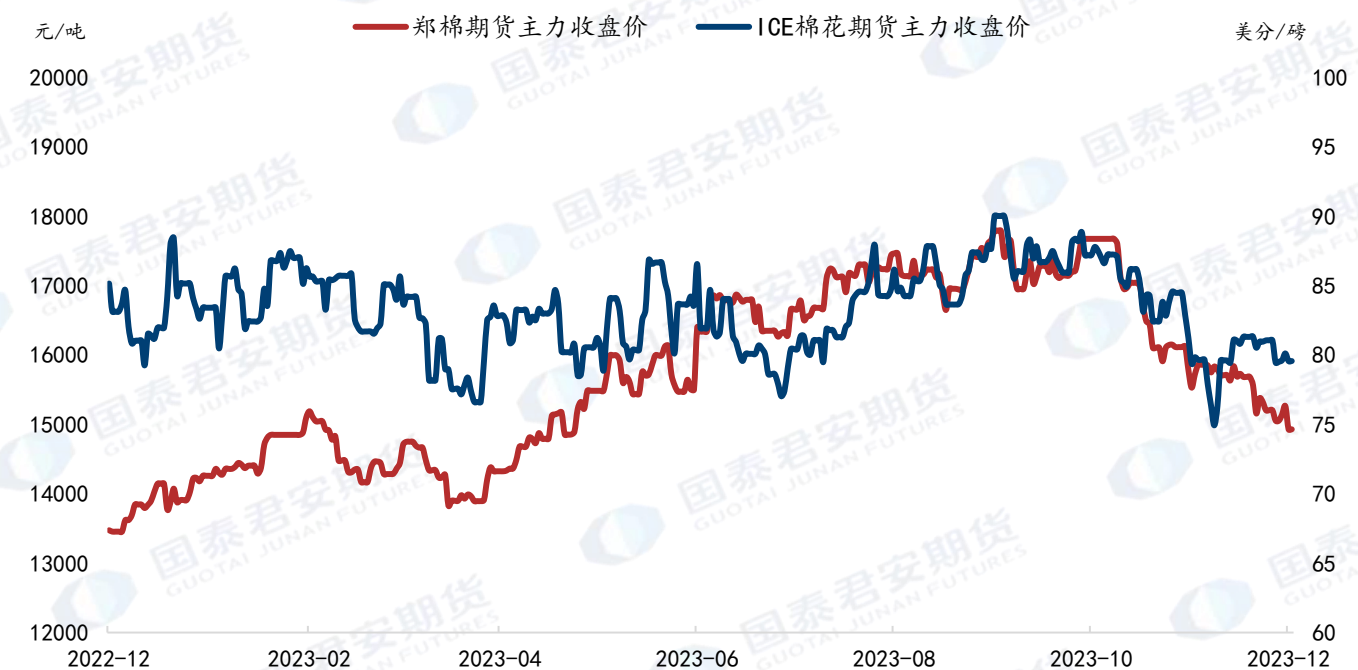
1. 2023 年棉花期货行情回顾 .....	3
2. 2024 年全球棉花市场供需展望 .....	3
2.1 2024 年全球棉花市场供应：预期前低后高，关注主产国天气 .....	4
2.1.1 2023/24 年度全球棉花总产量中性偏低，中国以外地区的棉花产量中性 .....	4
2.1.2 棉花主要出口国情况：产量互有增减，2024 年总体面积趋减，出口高度依赖中国 .....	4
2.2 2024 年全球棉花市场需求：仍然受全球经济形势影响，期望下半年边际改善 .....	9
2.2.1 终端市场的纺织、服装的进口需求还未出现复苏的迹象 .....	10
2.2.2 主要纺织国的棉花直接用棉需求：2023 年四季度和 2024 年一季度有进一步下降的可能 .....	12
2.2.3 关注美国、巴西、澳大利亚的棉花出口情况以监测全球棉花实际需求 .....	13
3. 2024 年中国棉花市场供需展望 .....	13
3.1 2024 年中国棉花供应：国产棉产量不高，进口量预期增加 .....	14
3.1.1 中国棉花产量：2023 年产量同比降 15% 左右，2024 年预计面积持平至小幅下降 .....	14
3.1.2 中国棉花进口量预计维持高位、棉纱进口量将下降 .....	14
3.1.3 国内棉花商业库存回升，2024 年 6-8 月份库存情况需要关注 .....	16
3.2 2024 年中国棉花消费：终端需求和纺织企业直接需求仍不乐观 .....	16
3.2.1 终端消费：零售和出口数据不佳显示棉花的终端消费不乐观 .....	17
3.2.2 棉花的直接消费：纺织企业库存压力消化后才会有补库需求 .....	17
3.2.3 产业结构变化对棉花消费的影响 .....	19
4. 结论与投资展望 .....	19

(正文)

## 1. 2023 年棉花期货行情回顾

**2023 年内盘棉花期货前三季度持续走强，四季度走弱；ICE 棉花期货全年偏震荡走势。**郑棉期货 2023 年先涨后跌：1-4 月份，市场围绕棉花需求进行交易，对国内棉花需求复苏的乐观预期推动棉花期、现货价格从低位回升，但是对欧美经济衰退的担忧情绪以及美国银行风险事件，阶段性对国内棉花价格的上涨形成拖累，所以棉花总体还是偏震荡的走势。5 月份以后，一方面旧作库存偏紧，另一方面市场的焦点转向新棉，对新年度棉花减产以及皮棉成本上升的预期推动国内棉花价格上涨，9 月份国内棉花现货价格突破 18000 元/吨，期货价格站上 17000 元/吨；10 月份以后新棉上市，籽棉收购价格不及市场预期，加上储备棉在 8-11 月的持续投放和棉花进口量增加，国内棉花市场供应端没有新的利多，而需求端开始转弱，下游纺织企业库存压力上升对原材料采购需求下降，供增虚弱情况下，国内棉花期货价格回到 15000 元/吨左右。ICE 棉花期货 2023 年全年偏震荡走势：1-4 月份，对全球经济前景的担忧情绪令 ICE 棉花缺乏上涨驱动；5-8 月份，市场主要关注美棉产量，美棉主产区天气情况明显好于去年令 ICE 棉花依然缺乏上涨动能；9 月份之后，由于对中国棉花进口的高度依赖性，ICE 棉花走势跟随郑棉期货波动，ICE 棉花一度跌至 75 美分/磅以下，但是由于美棉连续两年低产量，供应担忧令 ICE 棉花守住 70 美分/磅一线（预期美棉种植成本线）。

图 1：2023 年内盘棉花期货前三季度持续走强，四季度走弱；ICE 棉花期货全年偏震荡走势



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

## 2. 2024 年全球棉花市场供需展望

基于对全球主要产棉国 2023/24 年棉花产量和 2024/25 年棉花种植面积的评估，以及对全球主要经济体的经济在明年下半年可能将较上半年改善的预期，我们认为 2024 年全球棉花市场将在上半年表现为供需双弱，而在下半年转为供需双增。



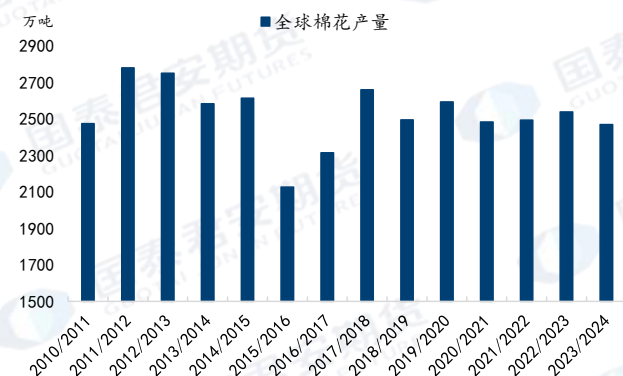
## 2.1 2024 年全球棉花市场供应：预期前低后高，关注主产国天气

**2024 年全球棉花供应前低后高预期，关注各主产国天气情况。**2023/24 年度（2023 年 8 月到 2024 年 7 月）中国、土耳其、美国、印度的棉花产量下降，导致全球棉花总产量中性偏低，但是巴西、巴基斯坦和西非地区的棉花产量增长，一定程度上缓解全球棉花供应紧张；由于前几大主产国 2023/24 年度的棉花种植收益均不佳，且全球棉花需求较弱导致棉花价格前景不太乐观，所以预计 2024/25 年度（2024 年 8 月到 2025 年 7 月）全球主要产棉国的棉花种植面积将有所下降，但是基于正常单产水平，2024/25 年度全球棉花产量或较 2023/24 年度有所增长。

### 2.1.1 2023/24 年度全球棉花总产量中性偏低，中国以外地区的棉花产量中性

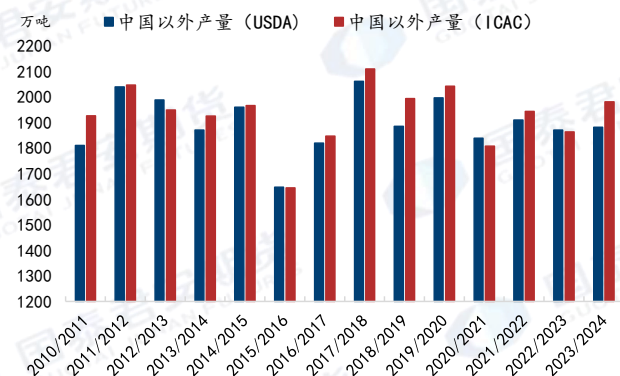
**2023/24 年度全球棉花总产量中性偏低，中国以外地区的棉花产量中性。**根据美国农业部（简称 USDA，下同）11 月公布的全球棉花市场供需报告显示，2023/24 年度，全球棉花产量将达到 2459 万吨，是 2016/17 年度以来最低，较 2022/23 年度下降 79 万吨，主要受中国（同比减 80 万吨）、美国（同比减 37 万吨）、土耳其（同比减 37 万吨）、印度（同比减 29 万吨）的棉花产量下降影响；不过，由于巴西（同比增 62 万吨）、巴基斯坦（同比增 61 万吨）、西非四大产棉国（同比增 18 万吨）的棉花产量增长，一定程度上抵消了中、土、美、印的减产的影响。另外，USDA 的数据显示，2023/24 年度中国以外地区的棉花产量为 1871 万吨，较 2022/23 年度增加 8 万吨，从历史数据来看属于中性水平，国际棉花咨询委员会（简称 ICAC，下同）对中国以外地区的棉花产量的预估也是类似的结果。

图 2：全球棉花产量下降



资料来源：USDA，国泰君安期货研究

图 3：中国以外地区棉花产量持平



资料来源：USDA，ICAC，国泰君安期货研究

### 2.1.2 棉花主要出口国情况：产量互有增减，2024 年总体面积趋减，出口高度依赖中国

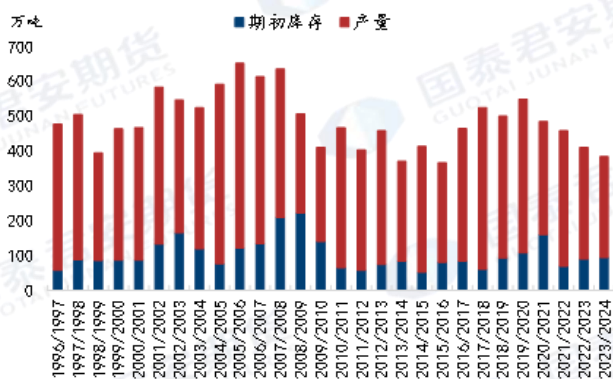
近 3 年，全球主要的棉花出口国中，巴西和澳大利亚的棉花丰产抵消了美国、印度和西非地区的减产的影响。但是美国连续两年低产的潜在风险依然存在，印度由净出口国转为净进口国的边际影响也没有完全体现，2024 年全球棉花的主要出口国的供应仍然存在交易的机会。其中，最值得关注的是 2024 年美棉的种植面积和产量。另外，美国、巴西和澳大利亚这几个主要出口国的棉花出口高度依赖中国，关注 2024 年 5-8 月份，届时可能是需求对全球棉花价格影响最弱，而供应的影响最大的时候。

#### 2.1.2.1 美国：产量偏低，关注出口，USDA 当前的预估下库消比中性，2024 年面积可能偏低

单纯从产量来看，美国棉花的供应是偏紧的。根据 USDA 的数据，美国 2021/22 年度和 2022/23 年度的棉

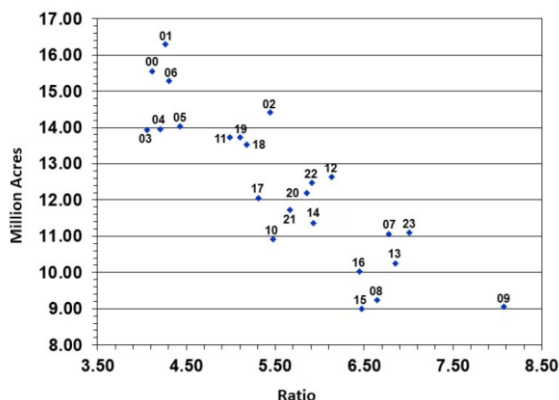
花产量分别为 315 万吨和 278 万吨，是 2016 年以来产量最低的两年，较 2017-2021 年的 5 年平均产量 397.7 万吨少 25%，较 2012-2021 年的 10 年平均产量 365.6 万吨少 19%。从年度总供应角度来看（期初库存+产量），美国棉花的年度总供应已经连续 4 年出现环比下降，最近两个市场年度的总供应是 2000 年以来第 3 低和第 5 低，总供应连续两年处于极低的水平对美国棉花价格构成一定支撑，同时也成 2024/25 年度美棉的潜在利多。从历史数据来看，美国棉花的种植面积和每年一季度的 12 月期货合约的玉米/棉花比价（CZ/CTZ）存在一定的正相关性，2023 年四季度至今 2024 年的 CZ/CTZ 的均值为 5.87，2023 年 11 月以来 CZ/CTZ 的均值上升到 5.98，初步预估 2024 年一季度 CZ/CTZ 的均值可能会保持在 5.8-6.5 之间，再考虑到美棉的出口需求并不是特别好，所以美国 2024/25 年度的棉花种植面积很可能会低于 2023/24 年度，如果 3 月底种植面积展望确认美国棉花种植面积偏低，则 5-8 月份市场对美棉主产区天气和美棉优良率的关注度将会很高。参考 CZ/CTZ 的比价，2024/25 年度美国棉花种植面积可能在 900-1150 万英亩之间，如果天气正常的情况下，按照过去 10 年的平均弃耕率 17.7%和单产 839 磅/英亩计算（扣除最高和最低极值），则美国 2024/25 年度的棉花产量可能将恢复到 282-360 万吨之间，属于历史中性略偏低的水平，但是较过去两年恢复。

图 4：美国棉花总供应偏低



资料来源：USDA，国泰君安期货研究

图 5：棉花种植面积和玉米/棉花比价正相关

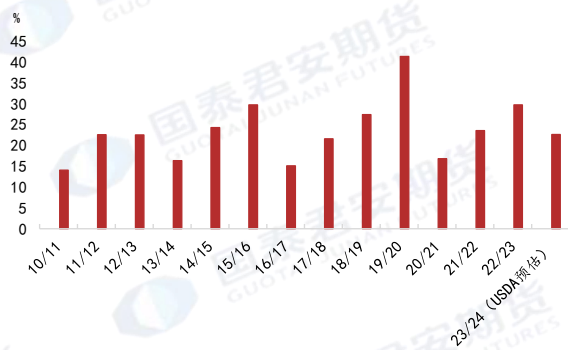


资料来源：USDA

美棉 2023/24 年度的库存消费比中性，市场密切关注美棉出口情况。根据 USDA 在 11 月供需报告中的预估，美棉 2023/24 年度的库存消费比为 22.6%，为中性偏低水平，本年度美棉的期末库存和库存消费比最终会是多少，取决于美棉能出口多少棉花。截至 11 月底，美棉本年度以来的出口销售进度正常，未来每周只要销售超过 2.4 万吨就能完成年度目标，但是装船进度偏慢，而且分国别来看，出口高度依赖于中国，对中国的出口占了总出口的 37.9%，历史上只有 2012/13 年度和 2013/14 年度比今年高，过去 10 年均值是 21.2%，5 年均值是 24.2%。中国以外地区进口美棉少的原因主要有：1、全球纺织服装需求较弱，主要纺织生产国的棉花进口需求较弱，从而影响了美棉的出口；2、美棉价格偏高，性价比差；3、部分国家缺美元，前期合同还未执行完毕。目前来看，上述三方面都没有出现明显改善的迹象；另外，如果中国的需求较弱，则美棉出口会更加堪忧。因此，一方面，美棉出口目前还不乐观，美棉的出口不上调的情况下，美棉 2023/24 年度的库存消费比虽然中性偏低但不足以推动 ICE 棉花上涨，如果美棉要保障其出口，需要提高其性价比，特别是需要给到中国进口利润；另一方面，如果美棉出口超预期，美棉 2023/24 年度供应将趋于紧张，如果 2023/24 年度美棉出口超过 283 万吨，则美棉的期末库存和库存消费比都将降至历史低位。

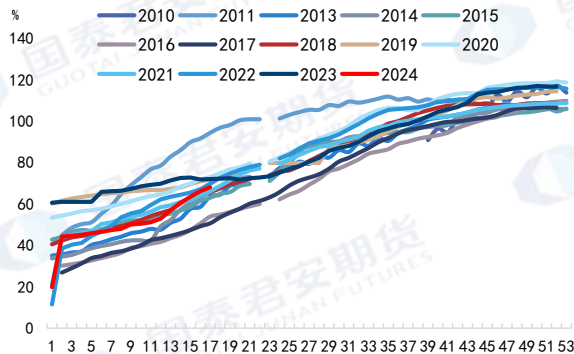


图 6：美国棉花库存消费比中性



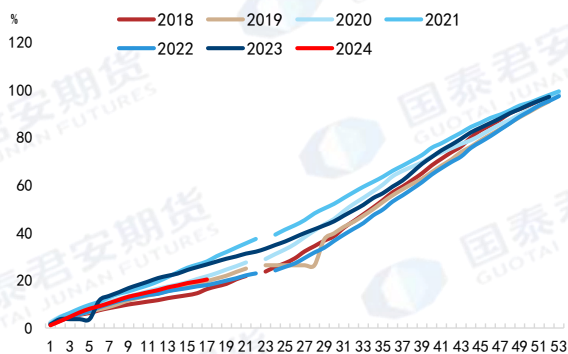
资料来源：USDA，国泰君安期货研究

图 7：美国棉花出口销售进度基本正常



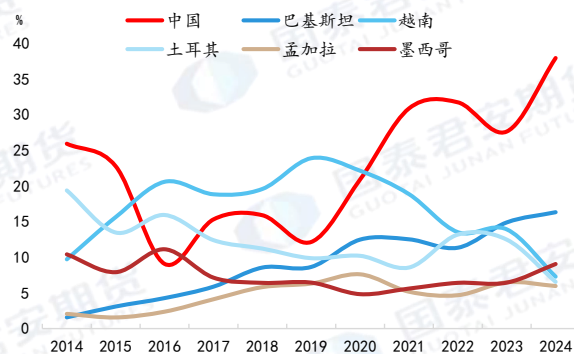
资料来源：USDA，国泰君安期货研究

图 8：美国棉花装船进度偏慢



资料来源：USDA，国泰君安期货研究

图 9：美国棉花出口高度依赖中国



资料来源：USDA，国泰君安期货研究

表 1：美国棉花 2023/24 年度库存消费比中性，关注 2023/24 年度出口和 2024/25 年度种植面积

	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	2022/23 (12月 USDA)	2023/24 (12月 USDA)	2023/24 (出口超预期)	2024/25 (预测1)	2024/25 (预测2)	2024/25 (预测3)
播种面积(百万英亩)	10.07	12.72	14.10	13.74	12.09	11.22	13.76	10.23	10.23	9.00	10.23	11.50
弃耕率	5.6%	12.7%	29.1%	16.3%	32.0%	8.5%	46.9%	21.6%	21.6%	17.7%	17.7%	17.7%
收获面积(百万英亩)	9.51	11.10	9.99	11.50	8.22	10.27	7.31	8.02	8.02	7.41	8.42	9.46
单产(磅)	867	905	882	831	853	819	950	765	765	839	839	839
期初库存(百万包)	3.80	2.75	4.20	4.85	7.25	3.15	4.05	4.25	4.25	3.10	3.10	3.10
产量(百万包)	17.17	20.92	18.37	19.91	14.61	17.52	14.47	12.78	12.78	12.95	14.72	16.54
进口(百万包)	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
总供应(百万包)	20.98	23.68	22.57	24.77	21.86	20.68	18.52	17.03	17.03	16.06	17.83	19.65
出口(百万包)	14.92	16.28	14.83	15.51	16.35	14.48	12.77	12.20	13.00	13.00	13.00	14.00
国内消费(百万包)	3.25	3.23	2.98	2.15	2.40	2.55	2.05	1.90	1.90	2.20	2.20	2.20
损耗(百万包)	0.06	-0.03	-0.10	-0.15	-0.06	-0.40	-0.55	-0.17	-0.17	0.01	0.01	0.01
国内总消费(百万包)	18.23	19.48	17.71	17.52	18.75	17.17	14.27	13.92	14.72	15.21	15.21	16.21
期末库存(百万包)	2.75	4.20	4.85	7.25	3.15	4.05	4.25	3.10	2.30	0.85	2.62	3.44
库存消费比 (%)	15.09	21.57	27.39	41.39	16.80	23.59	29.77	22.30	15.66	5.56	17.20	21.24

资料来源：USDA，国泰君安期货研究

## 2.1.2.2 巴西：2024 年种植面积预期增加，但产量要看天气；出口预期大增，但是要看全球棉花需求

巴西 2024 年棉花种植面积预期增加，但是实际产量将取决于天气。2024 年度巴西棉花的种植成本降幅较

大，棉花的种植收益还是高于玉米和大豆的；另外，巴西中西部地区特别是马托格罗索州（简称 MT 州，下同）受干旱影响，大豆播种延迟，市场预期会有一部分面积转向棉花或者玉米，从以上角度来看，有利于巴西棉花面积的继续增长。但是，从销售角度来说，当前国际市场上，棉花不及玉米和大豆好卖，所以如果棉农考虑到变现的便利性，棉花种植面积可能增幅有限。目前巴西国家商品供应公司（简称 CONAB，下同）预测 2023/24 年度巴西种植面积同比增 4.1%，巴西棉花种植者协会（简称 ABRAPA，下同）预测面积同比增 8.1%，从历史数据来看，巴西的棉花种植面积已经趋于稳定，我们预计巴西棉花的种植面积不太会有大幅增长。另外，巴西棉花产量还将取决于天气情况，过去几年在面积变化不大的情况下，巴西棉花产量波动较大。

图 10：巴西棉花种植面积：近几年趋于稳定



资料来源：USDA，国泰君安期货研究

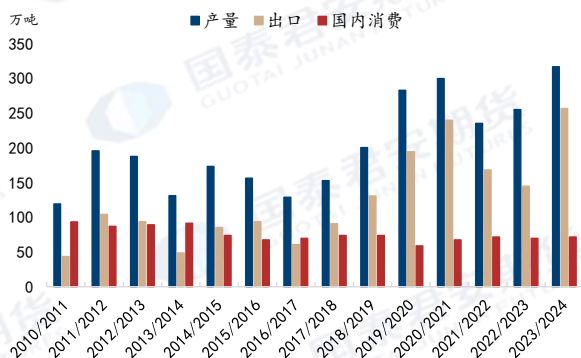
图 11：巴西棉花产量：受天气影响，产量波动大



资料来源：USDA，国泰君安期货研究

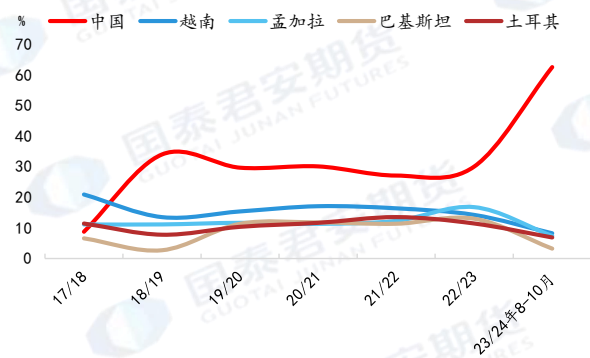
丰产刺激巴西棉花出口，但是国际市场棉花需求疲软可能将限制其出口量。从历史情况来看，巴西的棉花出口和产量高度相关，巴西国内的棉花消费基本上稳定在 70 万吨左右。2023 年的棉花产量创历史新高，USDA 和 CONAB 目前均预测 2023 年巴西棉花产量将达到 317 万吨，所以理论上巴西 23/24 年度可以出口超过 240 万吨的棉花。但是从 8-10 月的出口量来看，巴西棉花出口并不是特别强劲，主要和全球棉花消费低迷有关；而且，和美棉出口情况类似，2023 年 8-10 月份巴西棉花出口中，对中国的出口占比也异常高，过去 5 年对中国出口平均占比为 30%，基本上非常稳定，但是本年度前 3 个月对中国出口占比达到 62%。基于 2023 年巴西棉花丰产和当前全球棉花消费疲软的现实，预计巴西将保持其棉花价格的性价比去抢占国际市场的份额，巴西对国际棉花市场的主要影响体现在 1、影响美棉出口，进而影响美棉平衡表和 ICE 棉花价格。2、会持续给到中国进口利润，通过出口报价影响国际棉花价格。

图 12：巴西国内消费稳定，高产量对应高出口



资料来源：USDA，国泰君安期货研究

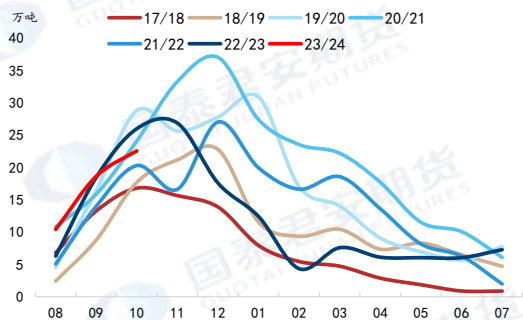
图 13：本年度巴西棉对中国出口占比异常高



资料来源：USDA，国泰君安期货研究



图 14：巴西棉花出口达到年度目标有难度



资料来源：巴西海关，国泰君安期货研究

表 2：巴西棉花供需平衡表 (CONAB)

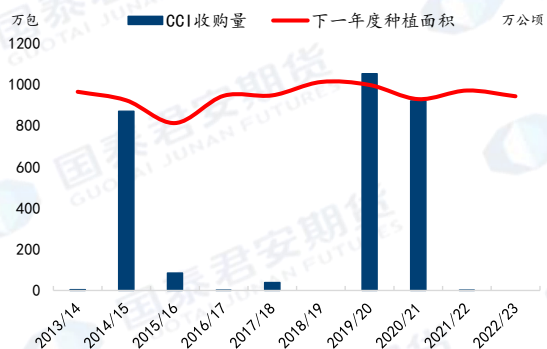
	期初库存	产量	进口	国内消费	出口	期末库存
2016/17	59	153	3	69	83	63
2017/18	63	201	2	70	97	98
2018/19	98	278	0	72	161	143
2019/20	143	300	0	69	213	162
2020/21	162	236	0	72	202	124
2021/22	124	255	0	68	180	132
2022/23	132	317	0	68	167	215
2023/24f.	215	306	0	73	248	201

资料来源：CONAB，国泰君安期货研究

### 2.1.2.3 印度：过去 3 年产量偏低，关注 MSP 收购对 2024 年面积的影响，印度可能将转为棉花净进口国

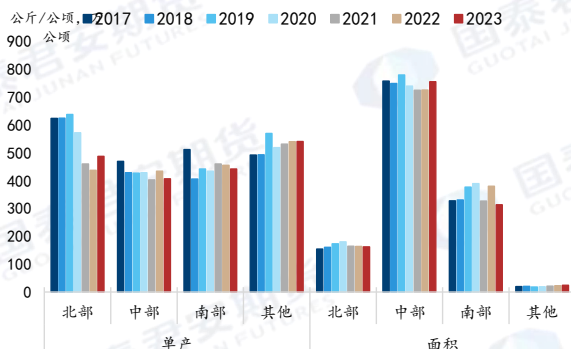
印度棉花连续 3 年低产量，2024 年种植面积关注 MSP 收购情况。最近 3 年，印度的棉花产量偏低，从种植面积来看，预计和 CCI 收购有一定关系，2019/20 和 2020/21 年度 CCI 收购量非常大，但是过去两年几乎停收（CCI 收购价低于市场价，且质量要求高），另外南部地区面积减少，还和南部地区转种其他农产品有关；从单产来看，近 3 年北部产区的单产降幅较大，主要受天气和虫灾影响，中部产区 2021 和 2023 年受天气影响比较明显，主要是马邦受到的影响较大。另外，可能还存在统计误差，CAI 和 COCPC 的产量预估差异大，因为农民惜售导致最近 2 年的棉花上市进度非常慢，2022/23 年度的棉花可能在 2024 年一季度之前还会持续上市。本年度 CCI 收购再次展开，预计有利于 2024 年印度棉花种植面积的回升，但是因为 MSP 预算有限，如果最终收购量不大的话，可能对 2024 年印度棉花种植面积的提振有限。

图 15：印度棉花面积和 CCI 收购量有一定关系



资料来源：CAI，国泰君安期货研究

图 16：印度各区域棉花面积和单产情况



资料来源：CAI，国泰君安期货研究

印度从净出口国变为净进口国，暂时来看印度棉花进口对市场的影响还不大。从过去几年的数据来看，印度国内的棉花消费量基本稳定，近几年印度棉花的低产量以及上市进度慢，以及印度政府实行部分棉花的零关税进口、和澳大利亚签订贸易协议等因素导致印度棉花的进口量有所增加，出口量下降，但是暂时来看印度的净进口量还不大，再加上全球棉花消费比较低迷，也抵消了印度这块的边际影响。后续主要还是关注印度的棉花产量和全球棉花消费，如果印度棉花产量一直维持在 530 万吨以下的较低水平，而全球棉花消费开始复苏的话，印度从净出口国变为净进口国的影响才会显现。

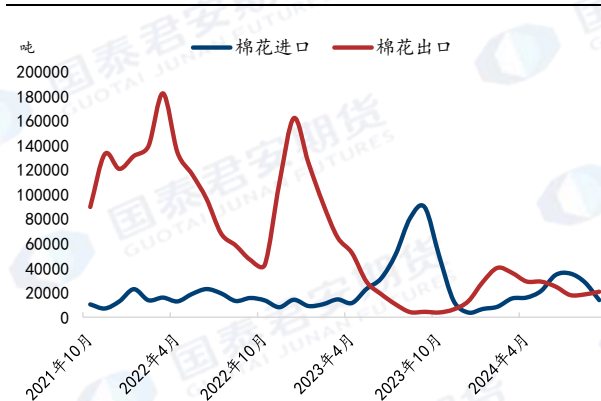


图 17：印度棉花供需平衡表（万吨）

10月-来年9月	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24
期初库存	56	54	213	122	41	49
产量	530	612	600	509	542	500
进口	54	26	17	24	21	37
总供应	641	693	830	655	604	587
国内总消费	530	425	570	541	529	529
盈余	111	268	260	114	75	60
出口	71	85	133	73	26	24
期末库存	40	183	128	41	49	34
CAI库销比	6.65%	35.83%	18.16%	6.65%	8.85%	6.15%

资料来源：CAI，国泰君安期货研究

图 18：印度棉花进出口：转为净进口国

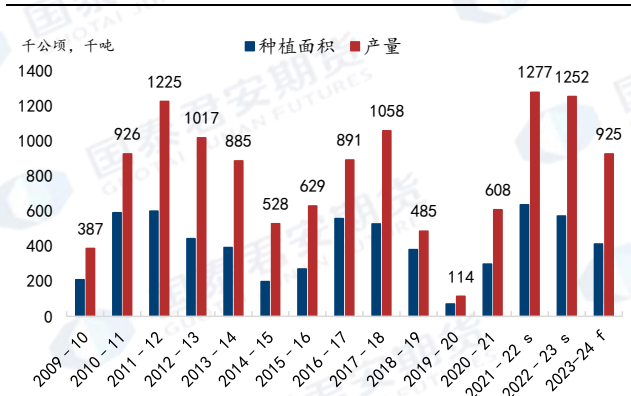


资料来源：CAI，国泰君安期货研究

#### 2.1.2.4 澳大利亚：2023/24 年种植面积预计下降，但产量和出口降幅或有限

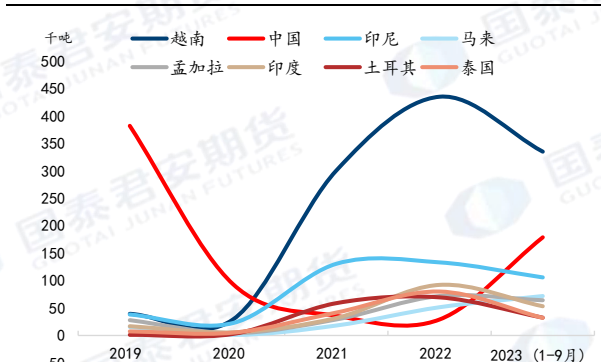
种植面积将较前两年下降，但是产量仍处于历史高位，预计维持高出口。根据澳大利亚农业部的数据，由于厄尔尼诺造成澳大利亚降水偏少，澳大利亚 2023/24 年度的棉花种植面积同比减少 28%至 41.3 万公顷。不过选择继续种植的农户大部分有很好的灌溉系统，所以预计 2023/24 年度澳大利亚的棉花单产将上升，2023/24 年度澳大利亚的棉花产量预估为 92.5 万吨，仍将是历史上较高产量的年份。高产量将继续推动澳大利亚棉花出口，2023 年 5-9 月份，澳大利亚出口棉花 71 万吨，和去年同期持平，为历史同期最高值，澳棉出口强劲，主要得益于亚洲的需求，其中越南、中国和印尼的需求较强，中国今年从澳大利亚进口的棉花数量明显增加。

图 19：澳棉 2023/24 年种植面积和产量预计下降



资料来源：ABARES，国泰君安期货研究

图 20：澳棉出口强劲，主要出口亚洲

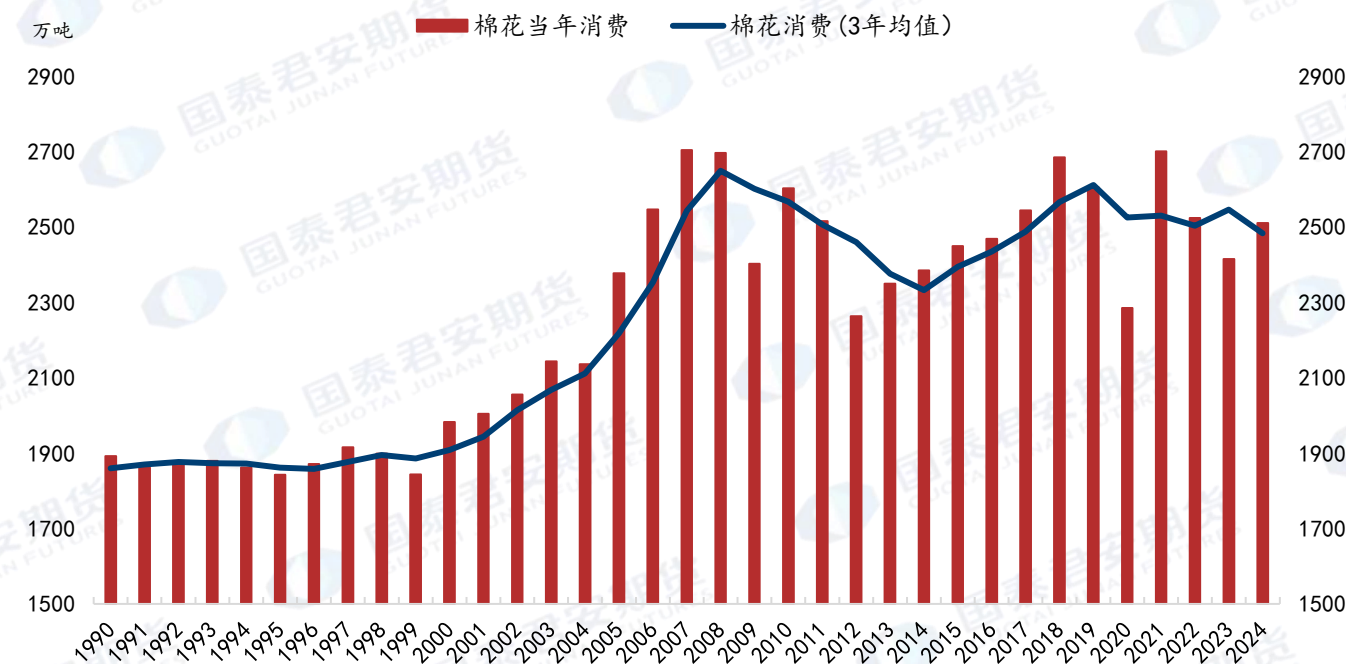


资料来源：ABARES，国泰君安期货研究

#### 2.2 2024 年全球棉花市场需求：仍然受全球经济形势影响，期望下半年边际改善

由于全球主要经济体的经济增速放缓，中国以外地区的利率高企，所以纺织服装的终端消费下降，纺织服装企业的囤货需求下降，进而导致全球棉花消费疲软。根据 USDA 对全球棉花消费的评估，从三年平均消费量的数据可以发现，全球棉花消费在 2018 年已经见顶，过去几年的年度棉花消费量波动较大，但是不改变整体消费下降的周期。另外，从欧美经济体的纺服进口需求、纺织生产国的开工数据和出口数据、以及主要棉花出口国的出口情况来看，2024 年全球的棉花消费前景还难言乐观。如果全球经济在 2024 年上半年有企稳的迹象的话，则对 2024 年下半年的全球棉花消费会相对乐观一些。

图 21：全球棉花消费 2018/19 年见顶，目前仍处于下降周期

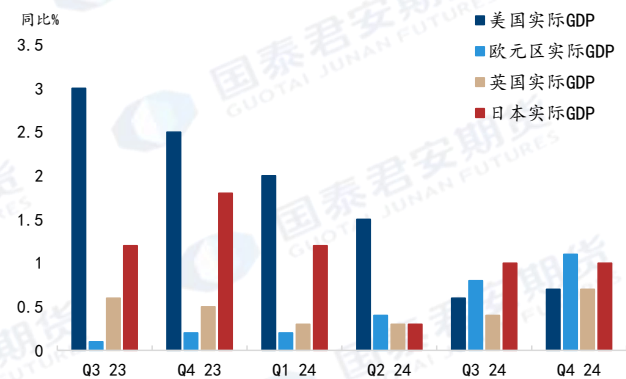


资料来源：USDA，国泰君安期货研究

### 2.2.1 终端市场的纺织、服装的进口需求还未出现复苏的迹象

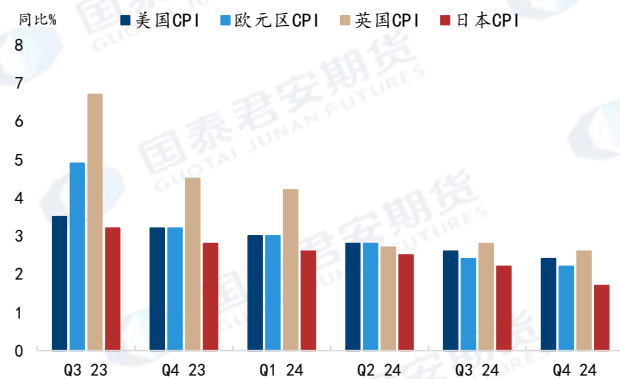
欧美主要经济体 2024 年的经济预期前低后高，欧美的纺织服装的需求回升还需要等待。对于欧美经济体 2024 年上半年的经济情况的预期仍然不太乐观，不过市场预计 2024 年下半年欧美发达经济体的经济情况将出现改善。美国 2023Q4 预计真实 GDP 同比增速为 2.5%，较 Q3 的 3% 下降，并且这种下降的势头将在 2024 年持续；欧元区 2023Q4 预计真实 GDP 同比增速为 0.2%，2024 年增长率将从 0.2% 逐步增至 0.8%，经济呈稳步复苏；英国 2023Q4 预计真实 GDP 同比增速为 0.5%，2024 年上半年增长率将降至 0.3%，但是下半年会回升至 0.7%；日本 2023Q4 预计真实 GDP 同比增速为 1.8%，2024 年上半年增长率将降至 0.3%，但是下半年会回升至 1%。另外，市场预期发达经济体的通胀将全面出现缓和。

图 22：美国经济增长预期放缓，欧元区预期稳步增长，英国和日本经济预期前低后高



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 23：欧美英日的通胀预期都将有所缓解

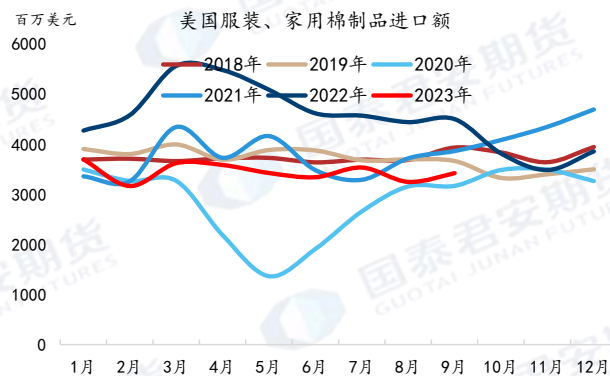


资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究



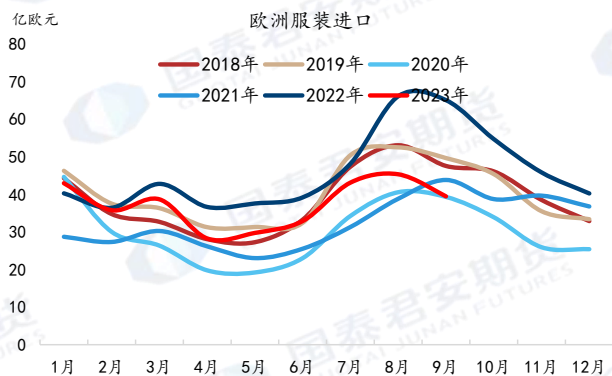
欧美的消费者信心指数并不强，美国的服装去库尚未完成，欧美日的纺织服装进口仍偏弱。从美国、欧盟和日本的纺织服装进口数据来看，欧美发达经济体在 2023 年四季度的纺织服装需求还没有出现回升的迹象。美国的消费者信心指数在 7 月份触及年内高点后再次回落，欧盟的消费者信心指数也是 7 月份见顶，总体来看欧美的消费者信心仍不强。另外，美国仍处于被动去库阶段，服装的零售商库存维持高位，服装的批发商库存从 3 月份开始明显下降，按照目前的降速，预计到明年一季度末将降至 2019 年的水平。

图 24：美国服装、纺织品进口需求不强



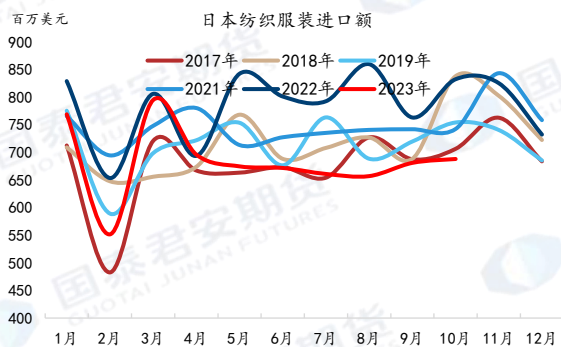
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 25：欧盟服装进口额降至近几年低点



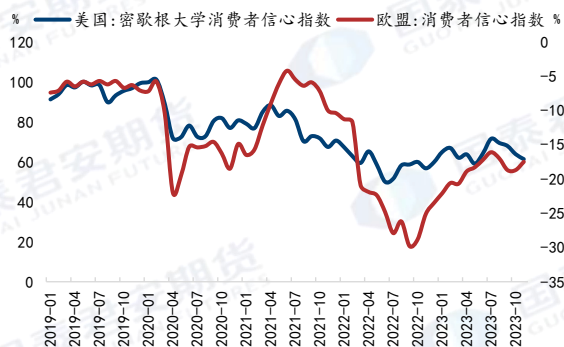
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 26：日本纺织服装进口偏弱



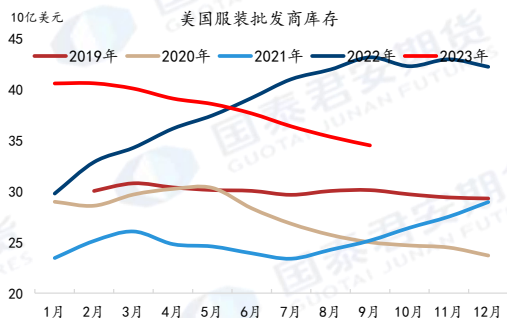
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 27：美国和欧盟的消费者信心指数有所转弱



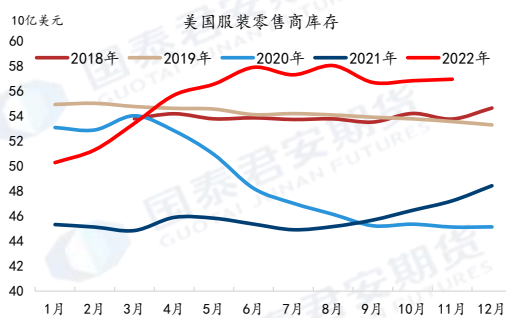
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 28：美国服装批发商库存还未降至中性水平



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 29：美国服装零售商库存维持高位

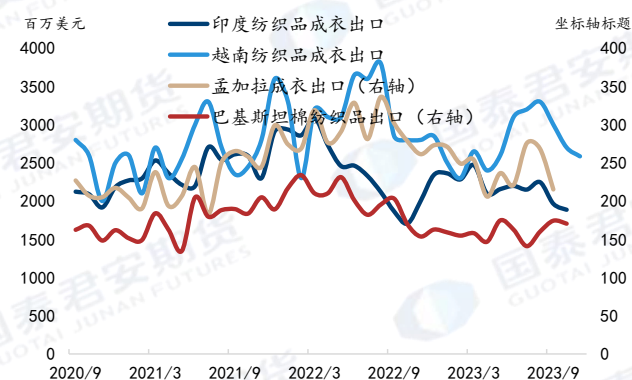


资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

## 2.2.2 主要纺织国的棉花直接用棉需求：2023 年四季度和 2024 年一季度有进一步下降的可能

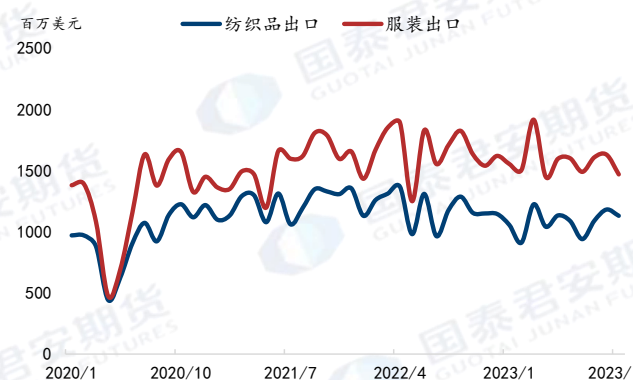
主要纺织生产国的纺织服装出口下滑，东南亚主要纺织生产国的开机率下降，影响这些国家的棉花进口需求，即全球棉花的直接需求受到影响。2023 年前 8 个月印度、越南、孟加拉的纺织品成衣的出口数据还比较稳定，虽然出口总额不及去年同期，但是总体表现仍然处于近几年的高位。这一情况在 9 月份之后出现转变，印度 9 月份以后的成衣出口降幅明显；越南 11 月的纺织品成衣的出口是仅次于 2020 年的第二差；孟加拉 9 月份的成衣出口反季节性下降；巴基斯坦的纺织品出口在上半年已经降至历史同期较低水平；土耳其的纺织品和服装出口总体稳定，服装出口 9 月份有所转弱。从这些全球主要纺织生产国的出口情况可以发现，全球纺织品服装的需求在四季度再度变差。纺织品和服装的出口变差，开始影响这些纺织生产国的纺织企业的生产，表现为这些国家的纺织企业的开机率下降，从而将进一步影响这些国家的棉花需求，也是全球棉花的直接消费需求。另外，2022 年以来，越南、孟加拉、巴基斯坦等纺织生产国的外汇储备下降明显，部分国家出现美元短缺，一定程度也影响了他们的棉花进口需求。

图 30：东南亚纺织品成衣出口 9 月份开始明显下降



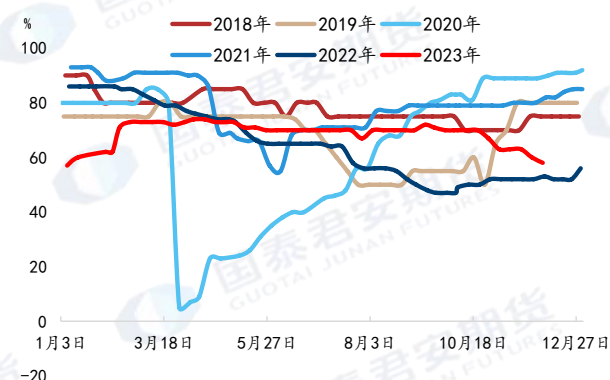
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 31：土耳其的服装出口 9 月份开始转弱



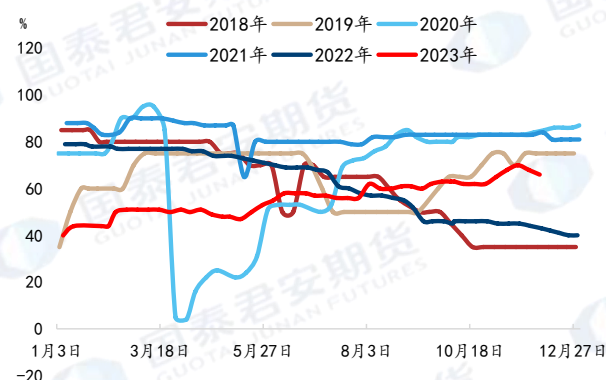
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 32：印度纺织企业开机 11 月下降



资料来源：TTB，国泰君安期货研究

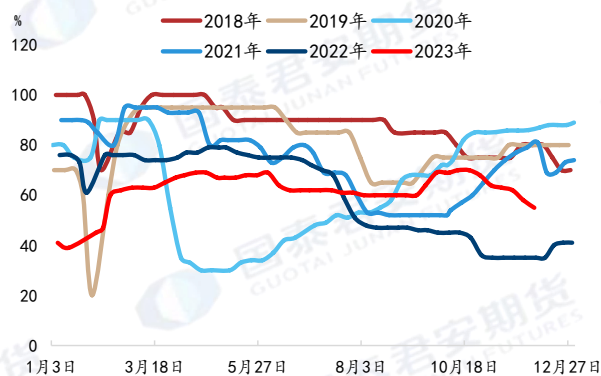
图 33：巴基斯坦纺织企业开机 11 月底转弱



资料来源：TTB，国泰君安期货研究

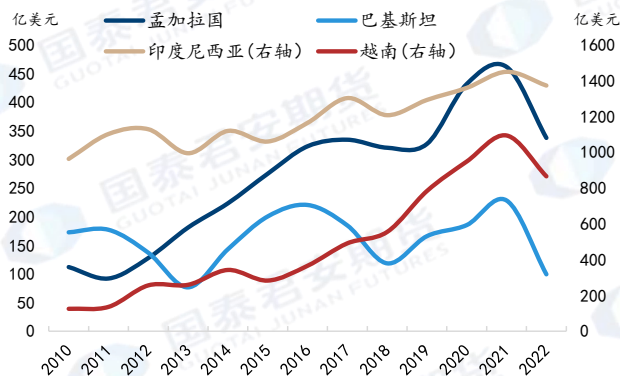


图 34：越南纺织企业开机 11 月下降



资料来源：TTEB，国泰君安期货研究

图 35：东南亚纺织生产国美元储备均下降明显

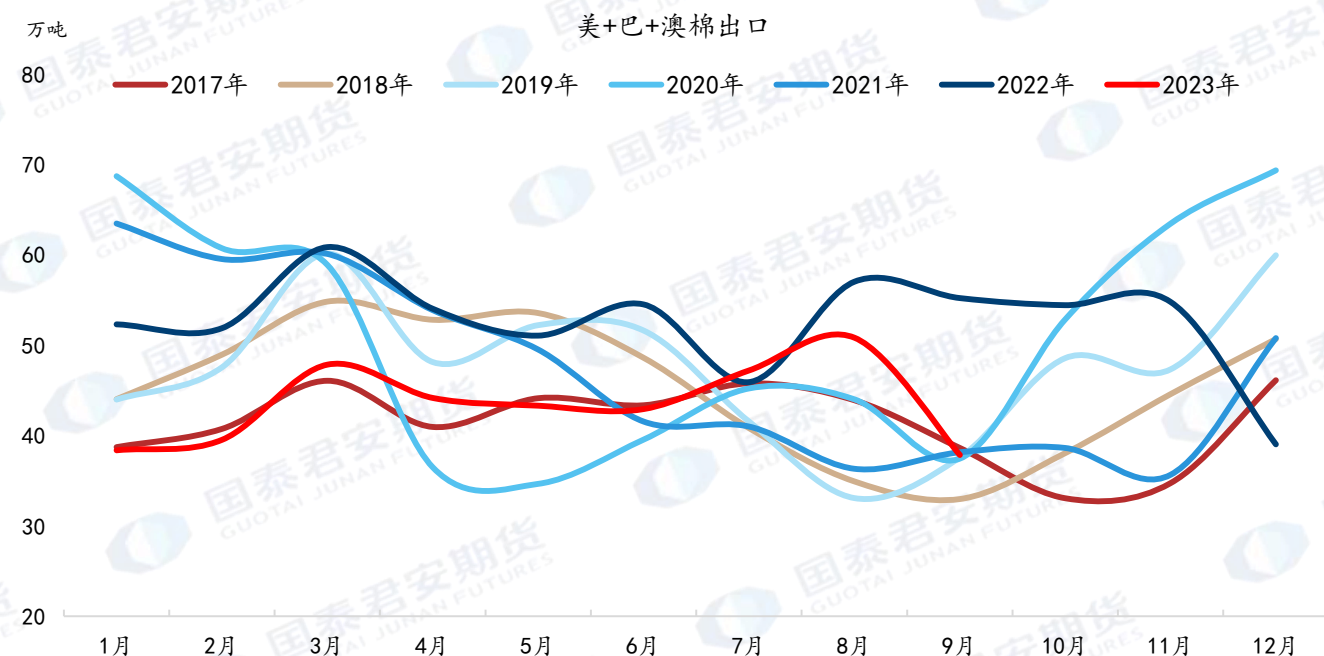


资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

### 2.2.3 关注美国、巴西、澳大利亚的棉花出口情况以监测全球棉花实际需求

美国、巴西、澳大利亚的合计棉花出口情况或能一定程度上反映全球棉花的实际需求。近 2 年，巴西和澳大利亚的棉花产量明显增长，在全球棉花贸易中的占比大幅上升，2023 年 1-9 月份美国+巴西+澳大利亚的棉花出口量远低于 2022 年同期，反映出全球棉花需求的疲软，特别是 9 月份出口数据的环比降幅较大，也和主要纺织国反馈的信息相一致。所以，如果后续美国+巴西+澳大利亚的合计棉花出口量出现边际好转，或是全球棉花需求复苏的信号之一。

图 36：美国+巴西+澳大利亚的棉花合计出口量 1-9 月远不及去年同期，且 9 月份环比降幅较大



资料来源：ABARES，USDA，CONAB，国泰君安期货研究

## 3. 2024 年中国棉花市场供需展望

2024 年中国棉花市场仍然是供需双弱预期，成本支撑或较强。2023/24 年度甚至 2024/25 年度预计国内

棉花的产需缺口将持续扩大，需要大量进口来补充。供应端关注 6-8 月份的旧作库存以及新年度的棉花种植和生长情况，预期 2024 年中国棉花产量和 2023 年持平至下降。需求端，受全球经济增速放缓影响，2024 年的国内棉花需求并不乐观，如果全球经济回暖，2024 年下半年的需求会好于上半年。

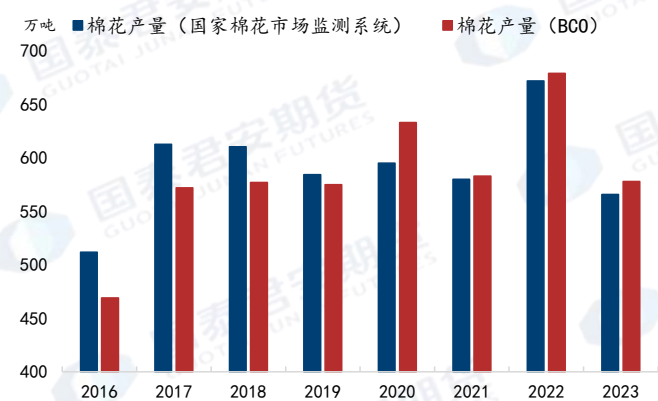
### 3.1 2024 年中国棉花供应：国产棉产量不高，进口量预期增加

2023 年棉花同比减产 15% 左右，2024 年棉花产量预期不会大幅增长，棉花进口量预期增加。考虑到国内新棉成本和进口棉成本均不低，预期棉价在成本端的支撑较强。受产量下降影响，关注 2024 年 6-8 月份国内棉花商业库存情况。

#### 3.1.1 中国棉花产量：2023 年产量同比降 15% 左右，2024 年预计面积持平至小幅下降

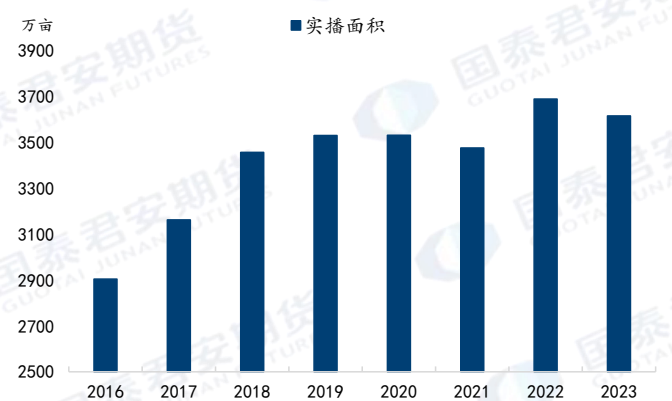
2023 年中国棉花产量同比降 15% 左右，2024 年预计种植面积和 2023 年持平至小幅下降。根据国家棉花市场监测系统 11 月份的预估，2023 年中国棉花产量为 565.7 万吨，同比减少 15.8%；其中新疆棉花产量 524.9 万吨，同比减少 15.7%。中国棉花信息网 11 月份预估 2023 年中国棉花产量 578 万吨，同比减少 14.9%。由于 2023 年的籽棉收购价格中性，农户并没有超额收益，所以并不会刺激明年新疆的棉花种植面积的增加；虽然新疆的棉花种植补贴的产量在 2023-2025 年下降至 510 万吨，且兵团将退出部分次宜棉产区，但是这些影响在 2023 年已经大部分反映，所以 2024 年新疆棉花的种植面积也不会大幅下降，综合来看，预计 2024 年新疆棉花种植面积和 2023 年基本持平或小幅下降。另外，据了解，本年度籽棉收购均价大概在 7.5-7.6 元/公斤之间。

图 37：2023 年中国棉花产量同比降 15% 左右



资料来源：国家棉花市场监测系统，BCO，国泰君安期货研究

图 38：预期新疆 2024 年棉花种植面积持平至小幅下降



资料来源：国家棉花市场监测系统，国泰君安期货研究

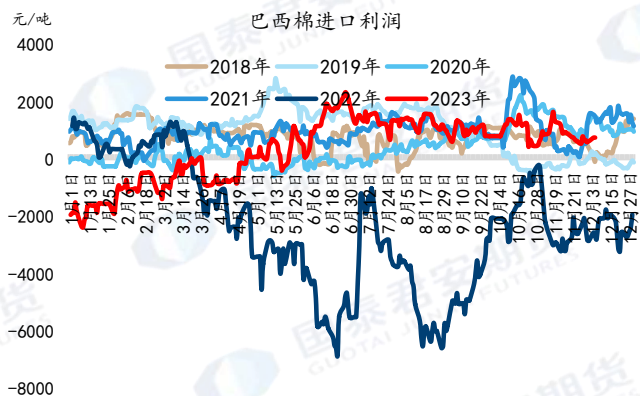
#### 3.1.2 中国棉花进口量预计维持高位、棉纱进口量将下降

中国的棉花进口量预计维持高位，棉纱进口将减少。2023 年 4 月份以来，中国进口棉花一直有利润，虽然 9-11 月阶段性进口利润变差，但是在主要棉花出口国的棉花出口高度依赖中国的情况下，总体来看国际市场仍然需要给中国进口利润，在能够保持进口利润的情况下，只要配额发放正常，预计国内明年上半年的棉花进口量将维持在中性偏高的水平。不过，棉花进口主体可能有差异，现阶段国内棉花供应比较充足，棉花进口主要以进口棉补充储备库存为主；当国内棉花商业库存出现明显下降后，预计棉花进口将以商业需求为主。国内的棉纱进口利润从 10 月中旬开始变差，且目前看还没有企稳，再加上国内棉纱库存高企，所以预计在国内棉纱库存消化完之前，棉纱进口利润也不会大幅好转，虽然 8-10 月份国内棉纱进口量仍为历史同期高位，但



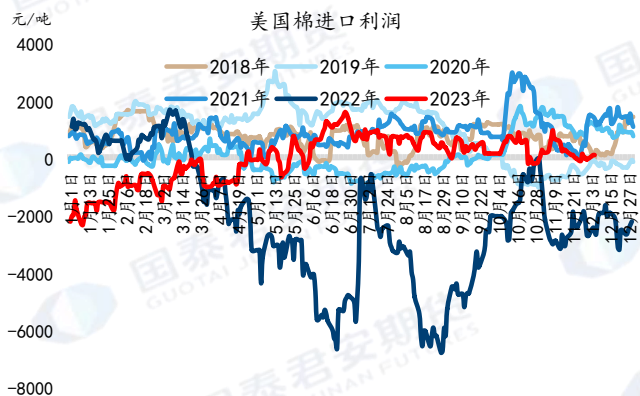
是预计从 11 月开始国内的棉纱进口量将减少，在 2024 年一季度之前都将维持在偏低水平。

图 39：巴西棉进口利润仍然不错



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 40：美棉进口利润在盈亏平衡附近



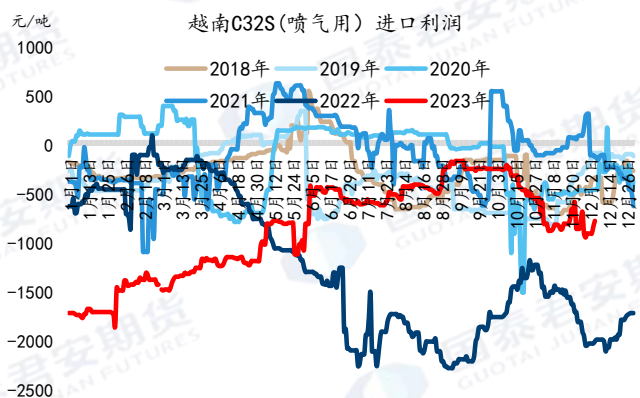
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 41：印度纱 11 月以后进口倒挂



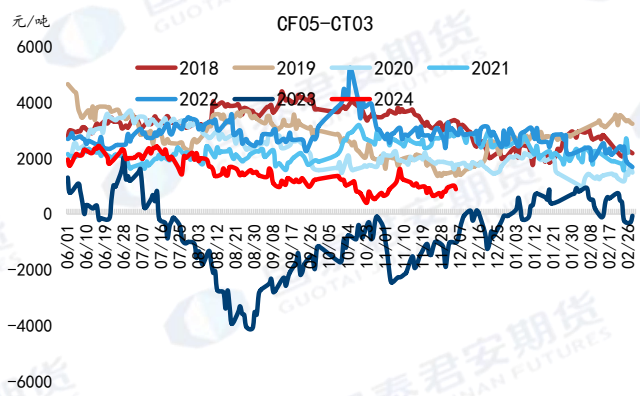
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 42：越南纱 10 月中旬以来进口利润变差



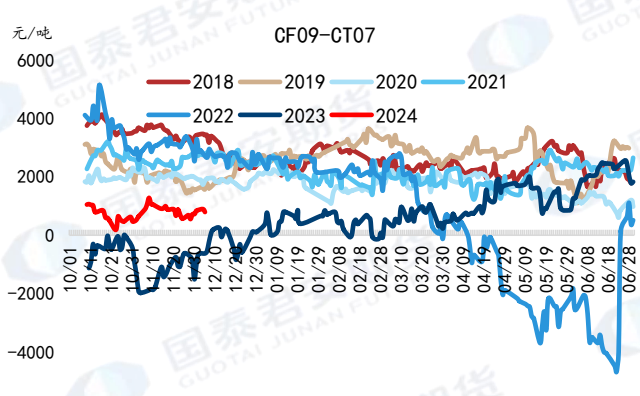
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 33：1%关税下郑棉 05-美棉 03 偏低



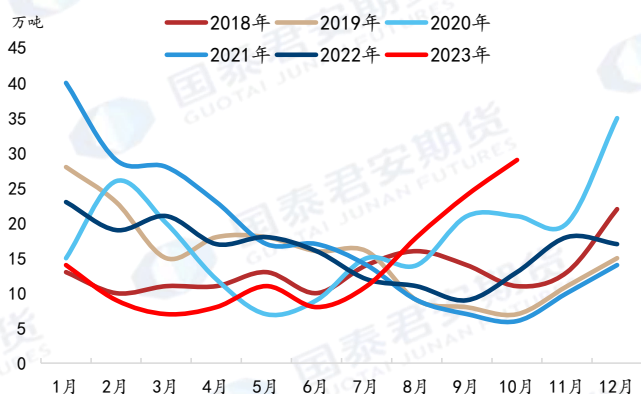
资料来源：Bloomberg，Wind，国泰君安期货研究

图 44：1%关税下郑棉 09-美棉 07 偏低



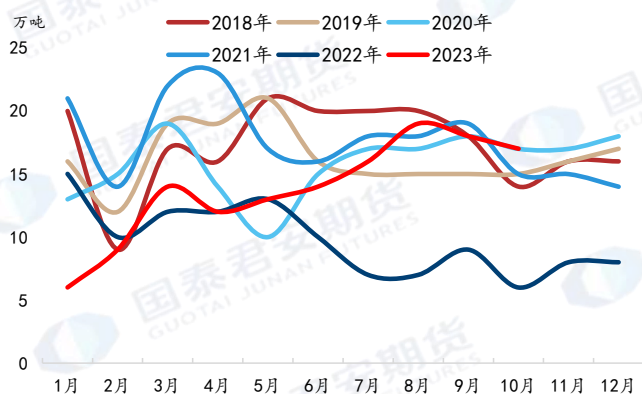
资料来源：Bloomberg，Wind，国泰君安期货研究

图 45: 2023 年下半年以来棉花进口强劲, 预计 2024 年上半年将维持中性偏高的进口量



资料来源: 同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

图 46: 2023 年 8-10 月份棉纱进口量为历史同期高位, 但是预计 11 月到来年 3 月份棉纱进口量将明显下降

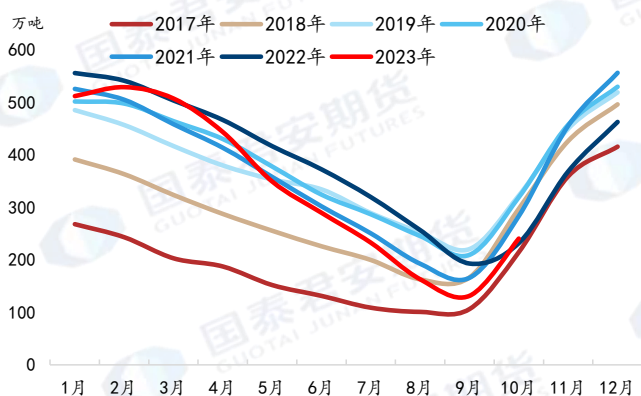


资料来源: 同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

### 3.1.3 国内棉花商业库存回升, 2024 年 6-8 月份库存情况需要关注

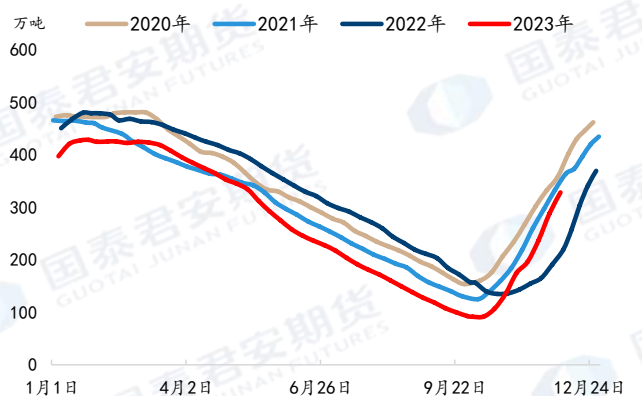
国内棉花商业库存回升, 关注明年 6-8 月份库存情况。7 月 31 日到 11 月 5 日, 有关部门合计投放储备棉 123.2 万吨, 成交 88.47 万吨, 缓解了国内棉花商业库存紧张的局面。10 月份随着新棉上市, 以及四季度棉花进口量增加, 国内棉花商业库存开始回升, 从中国棉花信息网公布的月度数据来看, 截至 10 月底, 棉花商业库存 240.52 万吨, 较去年同期高 8.5 万吨, 较 5 年均值低 50.4 万吨。根据钢联的周度统计数据, 截至 12 月 1 日, 国内棉花商业库存 328.28 万吨, 较去年同期高 109 万吨, 较 3 年均值基本持平。当前国内棉花的商业库存环比上升速度和同比绝对水平来看都没有问题, 一方面当前的集中供应有关, 另一方面也和四季度国内棉花消费疲软有关。但是由于本年度国产棉花产量较上一年度少 15% 左右, 所以到 2024 年 3 月底, 国内棉花库存可能和 2023 年同期持平。那么进入 6 月份以后国内棉花商业库存可能又将成为市场关注的焦点。

图 47: 棉花月度库存回升



资料来源: BCO, 国泰君安期货研究

图 48: 棉花周度库存回升较快



资料来源: Mysteel, 国泰君安期货研究

## 3.2 2024 年中国棉花消费: 终端需求和纺织企业直接需求仍不乐观

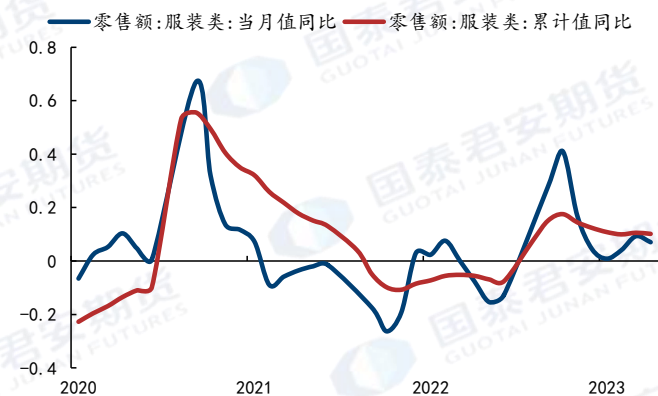
国内棉花消费好转需要等到全球经济回暖以及纺织企业经营情况改善。由于全球经济增速放缓, 终端纺织服装需求前景不乐观影响棉花的消费前景; 国内纺织企业目前面临订单少和成品高库存的压力, 只有等待库存压力释放后, 对棉花的采购需求才能上升。



### 3.2.1 终端消费：零售和出口数据不佳显示棉花的终端消费不乐观

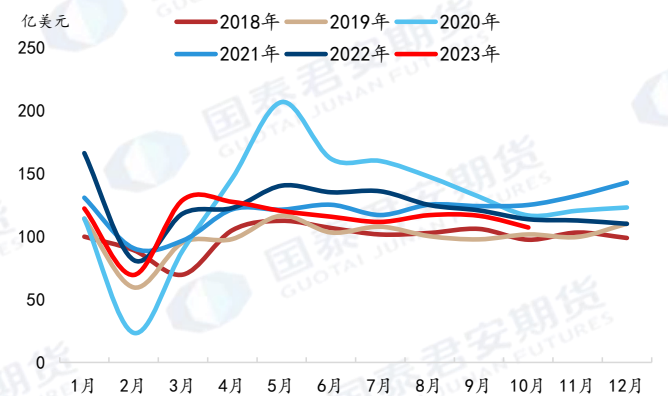
国内零售和出口数据不佳显示棉花的终端消费不乐观。2023 年 1-10 月份，国内服装的累计零售额同比增幅为 10.2%，2023 年国内服装零售的高峰在 4 月和 5 月，之后增速就放缓了。纺织服装的出口也是在 5 月份之后开始变差，9、10 月份加速恶化。2023 年 1-10 月份，中国纺织服装出口总额 2493 亿美元，同比降 9%，比 5 年均值只增 1.5%，其中纺织品出口降幅大于服装出口降幅。1-10 月纺织品出口 1136 亿美元，同比少 9.8%，比 5 年均值降 0.6%，1-10 月服装出口 1357 亿美元，同比降 8.3%，比 5 年均值增 3.4%。2023 年 1-10 月纺织行业 PMI 中的新订单指数，只有头 3 个月在荣枯线以上，显示 2023 年纺织行业的订单情况不理想。

图 49：国内服装零售 5 月份之后增速放缓



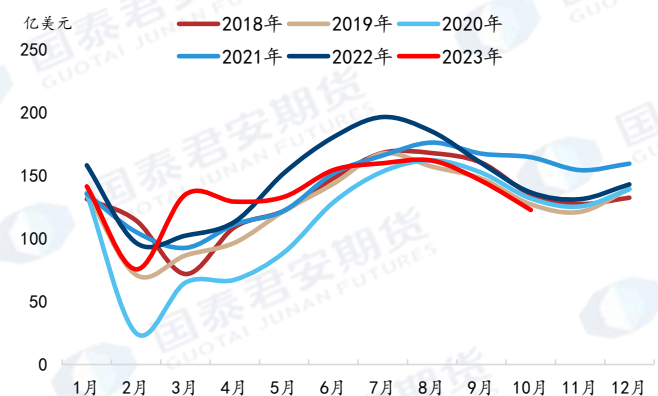
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 50：纺织品出口 4 月份之后转差



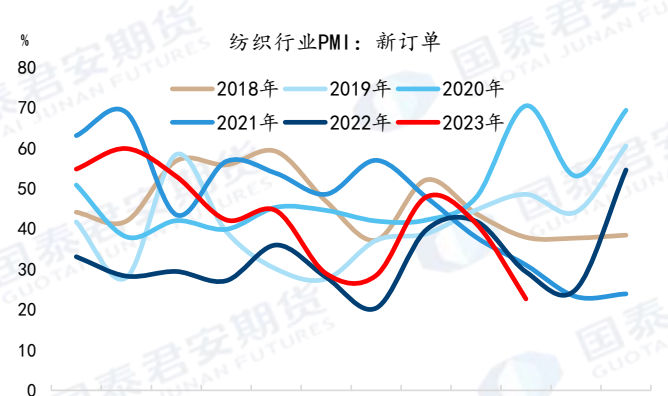
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 51：服装出口 7 月份之后转差，9 月以后恶化



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 52：2023 年纺织行业新订单不太理想



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

### 3.2.2 棉花的直接消费：纺织企业库存压力消化后才会有补库需求

2023 年纺织企业经营情况先好后差，预计 2024 年 3 月份之前情况改善有限，需要等待棉纱库存压力消化。2023 年上半年，纱厂的盈利较好，棉花价格的稳步上涨带动棉纱价格的上涨以及棉纱表需的增加。但是下半年，纺织企业盈利变差，9 月底以后订单情况也变差，纺织企业成品库存上升，开机率被动下降，国庆后棉价下行使得整体纺织产业出现负反馈。当前，纺织企业主要面临 2 个问题：1、新订单不理想，这和全球纺服需求疲软有关，结合我们上文对欧美补库预期的判断，预计最快可能要等到明年 3 月份以后订单才会有起色。2、成品高库存风险，主要是棉纱的高库存风险，根据 TTEB 的数据，11 月底的棉纱库存较往年同期高出 1 个

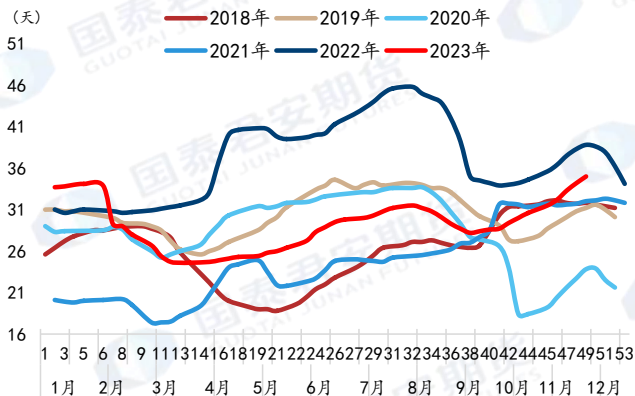
月左右的消费量。以上两个问题解决，自然而然下游的原料补库需求就会出现。近期布厂的开机有所企稳，但是距离农历新年已经不远，2月份春节期间去库会放缓，所以正常来说棉纱去库可能最快要等到2024年3月份以后才能完成。年底之前，部分企业有资金压力，关注年底之前是否有一波加速去库。

图 4：纱厂利润下半年转差



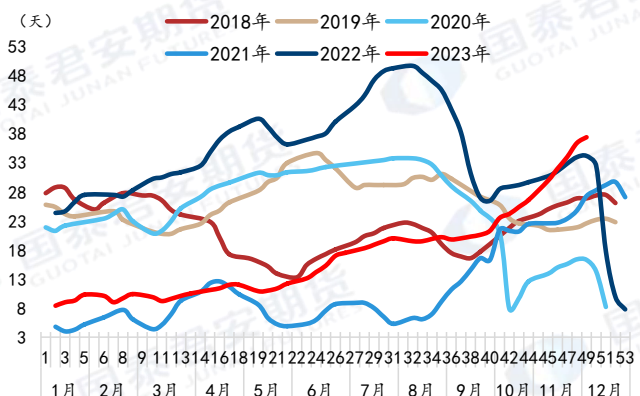
资料来源：TTEB，国泰君安期货研究

图 54：布厂坯布库存压力较大



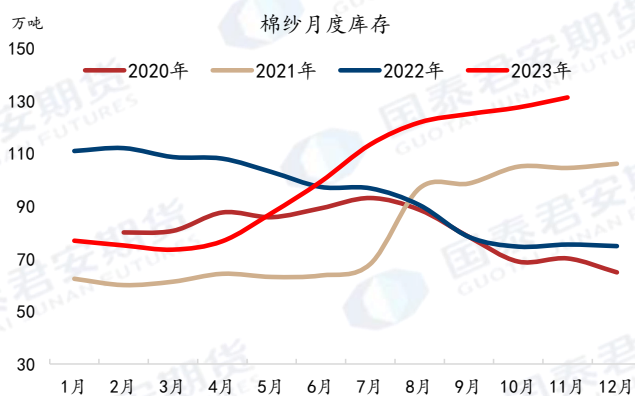
资料来源：TTEB，国泰君安期货研究

图 55：纺企棉纱库存压力大



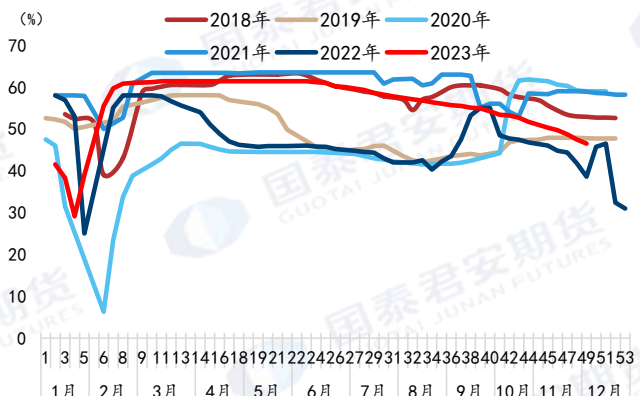
资料来源：TTEB，国泰君安期货研究

图 56：全国棉纱库存较往年同期高



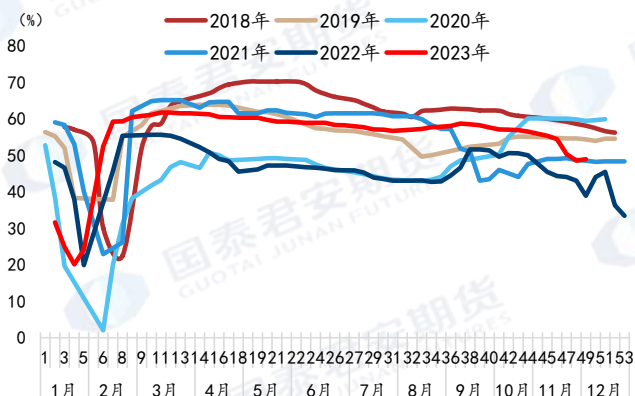
资料来源：TTEB，国泰君安期货研究

图 57：纱厂开机率还在下降



资料来源：TTEB，国泰君安期货研究

图 58：布厂开机率略微企稳



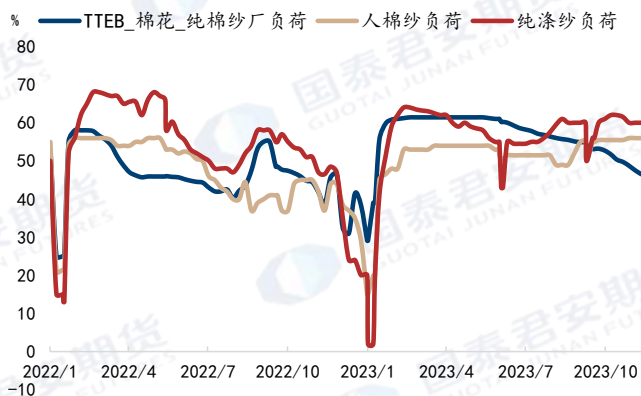
资料来源：TTEB，国泰君安期货研究



### 3.2.3 产业结构变化对棉花消费的影响

纺织产业更偏向于合成纤维产品，将限制棉花的年度消费量。USDA 在 11 月的报告中提到中国 2021-2023 年的化纤纤维品的出口增长明显，而棉纤维的出口几乎是持平的。根据 TTEB 的数据，今年 6 月份以来纯棉纱厂的开机率持续下降，但是涤棉纱和纯涤纱厂的开机率在下半年反而是呈小幅上升的态势，所以预计国内合成纤维产品的需求好于棉类制品。浙江地区的涤纶坯布织造基地的开工率、成品库存和订单数据侧面印证了这一点。由于总需求（国内消费和出口）的增速放缓甚至同比下降，合成纤维需求较好，势必将影响棉花的需求。

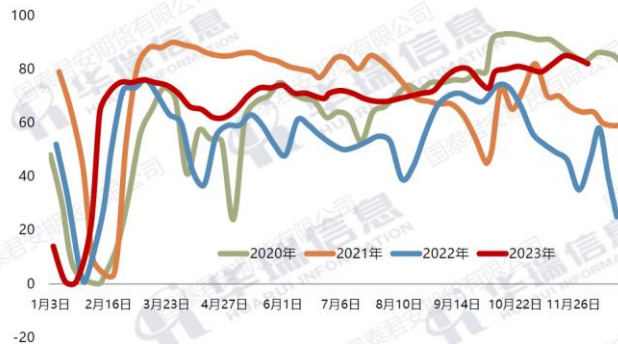
图 59：涤棉纱和纯涤纱开机率明显好于纯棉纱



资料来源：TTEB，国泰君安期货研究

图 60：江浙地区涤纶坯布织造基地开机率较好

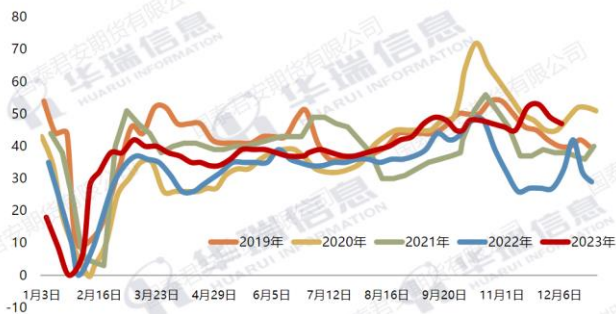
主要涤纶坯布织造基地开机指数



资料来源：CCF

图 61：涤纶坯布织造极低新增订单情况较好

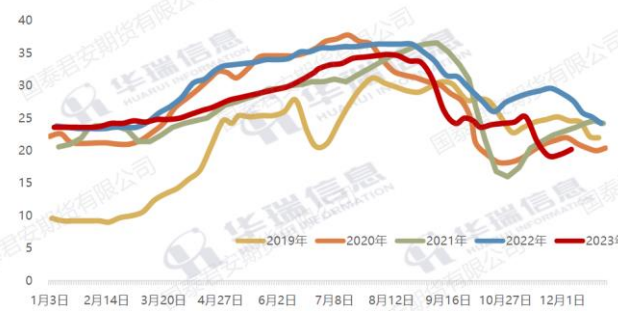
主要涤纶坯布织造基地新增订单指数



资料来源：CCF

图 62：涤纶坯布织造基地库存压力不大

主要涤纶坯布织造基地库存水平



资料来源：CCF

## 4. 结论与投资展望

### 4.1 结论和展望

2023/24 年度中国以外地区的棉花供应是偏紧的，巴西、澳大利亚的丰产和巴基斯坦产量的恢复一定程度上抵消了美国、印度、土耳其和西非的减产，但是最主要的原因还是全球棉花需求较弱，降低了供应的影响。关注 2023/24 年度中国以外地区棉花供应偏紧是否会在 2024 年 5-9 月份有所反映。2024/25 年度初步认为全球的棉花种植面积将减少，但是正常天气情况下，单产恢复或令中国以外地区的棉花产量较 2023/24 年度增长，在面积下降预期下，市场对 2024 年美国、中国、印度的棉花种植生长期的关注度将上升。

基于对全球主要经济体经济前景的预期，预计 2024 年上半年全球棉花需求仍将偏弱，期望 2024 年下半

年棉花需求出现好转。东南亚纺织企业的生产经营情况及这些国家的纺织服装的出口从 2023 年 9 月份开始变差，暂时没有好转的迹象。中国以外地区的棉花进口需求较弱，目前美国、巴西和澳大利亚的棉花出口高度依赖中国。所以，从全球纺织产业链的角度来看，2024 年一季度之前全球棉花消费也难言乐观。

2024 年中国棉花市场仍然是供需双弱预期，由于国产棉和进口棉的成本均不低，成本支撑或较强。供应端关注 6-8 月份的旧作库存以及新年度的棉花种植和生长情况，预期 2024 年中国棉花种植面积持平至小幅下降。需求端，暂时来看还没有看到改善的迹象，从宏观来看，需要等待全球主要经济体经济回暖，从微观来看，需要等待国内纺织企业库存压力释放。

## 4.2 操作思路

基于对美国低产量存在潜在风险和中国产需缺口扩大的判断，建议关注 2024 年 5-10 月逢低做多的机会。