

2023 年 4 月 18 日

从国际棉花市场看郑棉上行空间

傅博

投资咨询从业资格号：Z0016727

Fubo025132@gtjas.com

报告导读：

近期市场上的资金对郑棉的关注度上升，对国内新年度供应收缩的预期推动远期合约上涨。但是，过去一年多的走势来看，国内棉花价格受制于进口棉花成本，即郑棉上涨空间受制于外盘棉花走势，另外，3 月份以来，海外银行的风险事件对国内外棉花市场的冲击，也表明郑棉的上涨还需要宏观因素的配合。

本文通过分析美元、原油、基金持仓等多个和宏观相关的因素，认为宏观情绪的短期稳定为国内外棉价的上涨提供了外部环境基础；通过分析国际棉花市场的供需情况，认为国际棉花市场上关于需求的悲观预期阶段性交易充分，但是需求对价格的拉动仍然不足，ICE 棉花期货的上涨需要美国、印度新作的利好来推动。即郑棉上行空间能否进一步打开，将取决于美国和印度新年度的棉花种植和生长情况。

结合 ICE 棉花历史走势和内外盘棉花价差最近半年多的运行规律来看，预计在美国和印度新作棉花不发生重大问题的情况下，郑棉的上方空间在 15500-17500 元/吨之间。

(正文)

1. 郑棉上涨空间或受制于外盘棉花的上涨动能

近期，棉花市场的焦点开始转向新年度的国内种植，面积下降的预期支撑郑棉远期合约价格。但是，国内棉花价格的上涨或受制于国际棉价偏弱以及宏观的不确定性。2022年美国开始对“新疆棉”产品进行溯源调查以来，国内棉花价格就很难超过进口棉价格，所以，一定程度上来说，ICE棉花价格对国内棉花价格构成了压制，即只有ICE棉花上涨才能打开郑棉的上涨空间。另外，3月份以来，海外银行的风险事件对国内外棉花市场的冲击，也表明郑棉的上涨还需要宏观因素的配合。本文尝试通过分析“类宏观”指标和棉花的关系，以及国际市场棉花供需情况，来探讨未来一段时间外盘棉花是否具有上涨的驱动，进而讨论郑棉的上涨空间。

2. 宏观驱动因素：关注美元指数、原油和农产品板块情绪

当前，美国高利率和银行系统风险、欧佩克成员国集体减产、俄乌局势、越来越多国家开始用本币进行国际贸易等宏观因素扰动商品市场，但是，宏观因素对商品市场的影响是复杂的，并不是线性的。参考历史情况来看，棉花产业链商品的价格和美元指数、原油以及整个农产品板块的情绪有一定的相关性。

从历史走势来看，CRB 纺织现货指数和美元指数呈现比较明显的负相关关系，短期来看美元走强的驱动较弱，有利于棉花价格稳定。美联储的货币政策预期很大程度上会反映到美元指数的走势上，美国的经济前景也会一定程度上表现在美元走势上，所以美元指数可以当作一个宏观的参考指标来看。在硅谷银行等风险事件爆发以来，市场对于美联储继续大幅加息的预期在减弱；同时，近期不少国家之间开始讨论用本币进行国际贸易的结算，以及美国经济的衰退风险，对美元也是偏利空的影响，所以短期来看，美元指数缺乏走强的驱动。不过，需要注意的是，短期内，美国依然是高通胀的背景下美联储的决议可能和市场预期不一致；另外，如果全球经济衰退风险加大，欧元区、日本等国家可能先于美国放松货币政策，欧元、日元的走弱会对美元构成支撑。

图 1：美元指数和 CRB 纺织现货指数历史走势对比



资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

原油和棉花产业链的商品之间有正相关关系，短期原油偏强对棉花价格构成支撑。2016 年以来两者的相关性高达 0.87，从历史走势来看，通常原油价格出现趋势性上涨时，对棉花产业链商品的影响比较显著。棉花的主要替代品是化纤类的纺织原料，这些原料的生产和原油有比较紧密的联系，当原油价格持续上涨时，化纤类的纺织原料价格通常也将出现明显上涨，进而对棉花价格构成推动作用。另外，原油价格的上涨，也会令棉花的种植成本上升。近期，沙特、伊拉克、阿联酋、科威特等欧佩克成员国集体提出减产举措，令原油的供应减少；再加上原油的消费旺季即将来临，所以未来一季度原油价格偏强看待，预计对棉花价格是正向的影响。

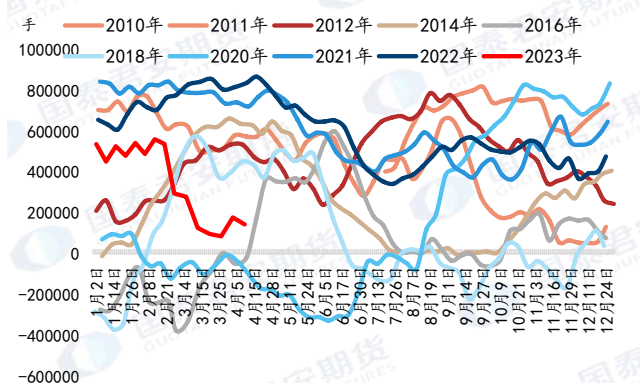
图 2：原油和 CRB 纺织现货指数历史走势对比



资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

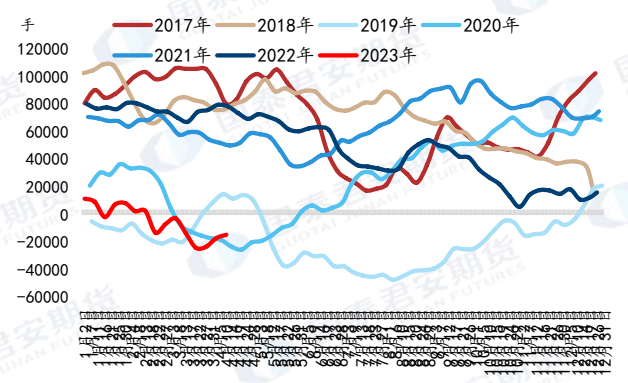
今年以来商品市场的走势受宏观情绪影响较大，表现为资金从农产品板块流出，不过阶段性企稳。宏观情绪影响投资者的风险偏好，表现为资金的入场和离场，以及同一板块的走势趋同。管理基金在农产品上的持仓在过去一个半月快速下降，管理基金在棉花期货和期权上的持仓从 2022 年 7 月份以来持续减少，表明资金从农产品上撤离，不过，近期管理基金从农产品板块撤离的势头已经略微稳住，而在 ICE 棉花上的净空单也已经接近历史最低水平，所以，预计 ICE 棉花的资金面的负面影响减弱。

图 3：管理基金在 7 个主要大宗农产品的期货期权上的净持仓



资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

图 4：管理基金在 ICE 棉花的期货期权上的净持仓



资料来源：USDA，国泰君安期货研究

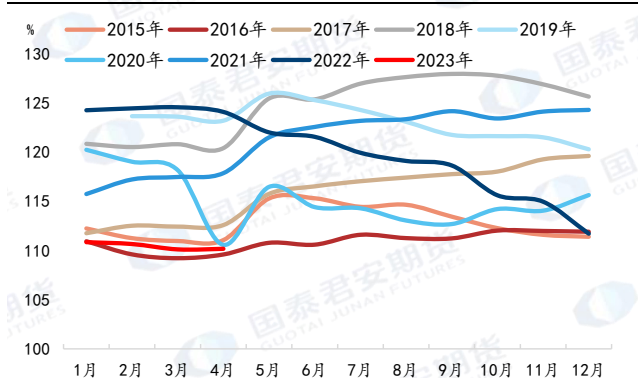
3. 国际棉花市场驱动：需求的驱动仍不明显，关注新年度主产国种植情况

2022年下半年以来，国际棉花市场主要关注需求的变化，美国农业部连续11个月下调全球棉花消费预期，令ICE棉花价格承压。随着中国国内棉花需求的好转，目前，从主要出口国的棉花出口、主要纺织生产国的开机率和纺织服装出口、以及欧美终端消费市场的情况来看，国际棉花市场的需求有一些积极的信号，但是整体来看，需求端对棉花价格的向上驱动仍然不强。随着主要产棉国陆续开始新年度的棉花种植，而棉粮比处于历史较低水平，市场对于国际棉花市场新年度的供应的关注度有所上升，接下来中国、美国、印度的棉花种植和生长情况或将对ICE棉花价格构成影响。

3.1 国际棉花市场需求：中国需求恢复带来利好，海外经济担忧限制终端消费

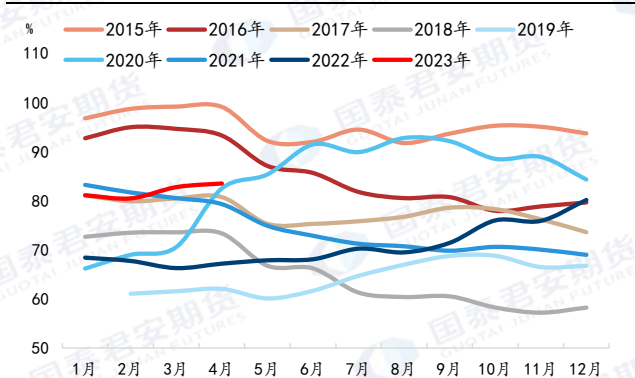
美国农业部连续11个月下调全球棉花消费预估后，全球的棉花消费量预估已经接近过去10年的最低消费水平，对应的，库存消费比则是回到历史偏高水平。从美国、巴西和澳大利亚这几个主要出口国的棉花出口情况、越南、印度、巴基斯坦这几个主要纺织生产国的开机率及纺织服装出口情况、以及欧美主要消费国的纺服消费情况来看，全球棉花消费的确还难言乐观。不过，因为中国棉花消费的好转，因为预期的差异，以及欧美经济体的被动去库开始发生，国际棉花消费端有一些积极信号。

图 5：全球棉花消费量（USDA 月度预估）



资料来源：USDA，国泰君安期货研究

图 6：全球棉花库存消费比（USDA 月度预估）

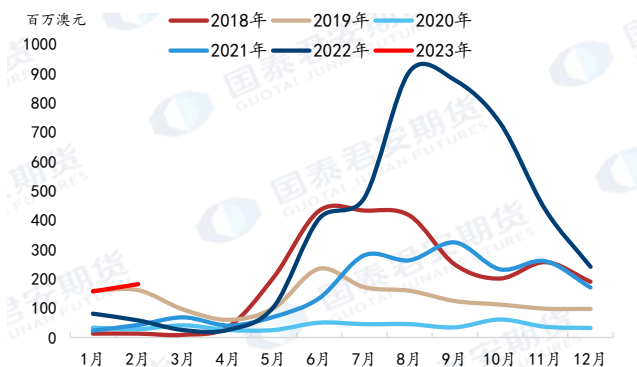


资料来源：USDA，国泰君安期货研究

3.1.1 巴西、澳大利亚棉花出口转弱、美国棉花出口销售超预期但装船偏慢

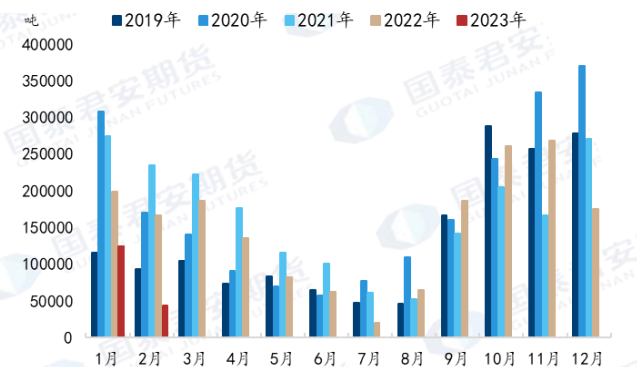
过去4个月巴西、澳大利亚、美国的棉花出口总体来看偏弱。2022年的8-11月，巴西和澳大利亚的棉花出口非常强劲，一方面和美国棉花减产以及价格过高有关，有利于巴西和澳大利亚棉花的出口，另一方面，也和东南亚纺织生产国的进口需求较好有关，2022年三季度之前东南亚的纺织出口还比较强劲，所以早早就预定了三、四季度的棉花。但是12月以后，巴西和澳大利亚的棉花出口明显转弱，欧美纺服进口需求和中国的纱线进口需求较弱，部分纺织生产国缺乏美元，土耳其地震，再加海外银行风险事件进一步加剧欧美经济的担忧情绪，导致用棉国的棉花进口需求较差，从而令巴西、澳大利亚的棉花出口情况变差。

图 7：澳大利亚棉花月度出口金额



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

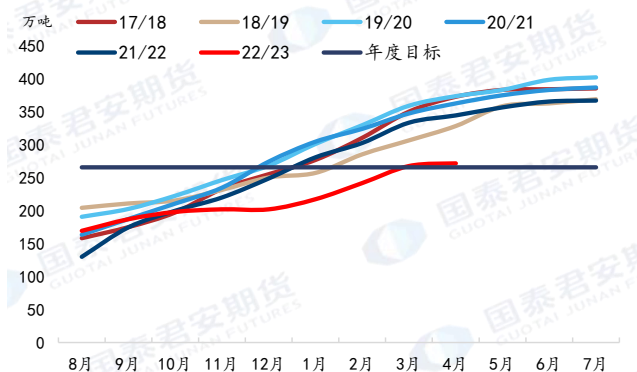
图 8：巴西棉花月度出口量



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

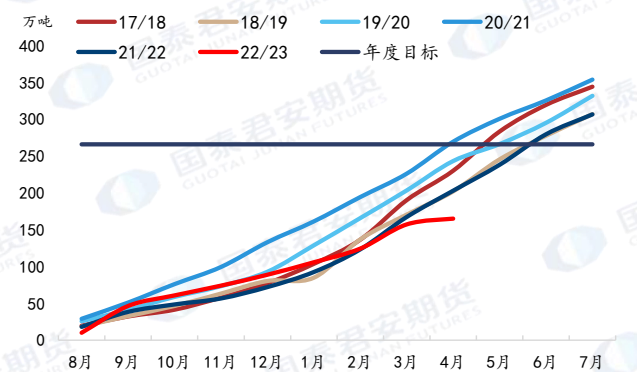
美国棉花的销售和 ONCALL 数据仍然不强，但是美棉年度出口有望比预期好。对美国棉花周度出口数据进行跟踪发现，2022/23 年度的美棉销售中，大约有 168 万吨左右是在 21/22 年签订的或者转过来的，2022/23 年度过去的 8 个月里，新增销售只有 104 万吨，过去 5 年的均值是 220 万吨，18/19 年度发生中美贸易摩擦那年也有 125 万吨的新增销售，而且分国别来看，只有对越南的出口在 1 月份之后边际好转，对中国、巴基斯坦、土耳其等其他主要消费国的出口均未明显改善。另外，从单周的数据来看和 ONCALL 数据来看，美国棉花出口仍然不强。但是从累计出口来看，截至 4 月 6 日，美棉 2022/23 年度的出口销售已经达到 272 万吨，超过 USDA 预估的 266 万吨的年度出口目标。所以，美国农业部（USDA）在 4 月份的供需报告中上调美国棉花的出口预估，如果后续美国棉花出口销售继续增长，USDA 继续上调出口预估，则美国棉花 2022/23 年度的期末库存和库存消费比的进一步下调，将对 ICE 棉花价格构成利好。但是，USDA 继续上调美棉出口的年度目标，将受制于两点，一是美棉的出口装船进度仍然偏慢，截至 4 月 6 日出口装船只有 165.1 万吨，仅完成年度目标的 62%，要完成年度出口目标，之后每周需要装船 6.1 万吨，过去 5 周的周均装船为 6.8 万吨，过去 10 周周均装船 5.9 万吨，所以 USDA 能否进一步上调美棉年度出口目标暂时还不好说。第二点，美国棉花的出口销售的增长，需要美棉维持价格的竞争力，近期美棉价格是有竞争力的，但是一旦美棉价格优势下降，美棉的出口也将减弱，按照这个来预估，ICE 棉花价格或需要对标印度国内棉花价格。

图 9：美国棉花销售量（截至 4 月 6 日）



资料来源：USDA，国泰君安期货研究

图 10：美国棉花装船量（截至 4 月 6 日）



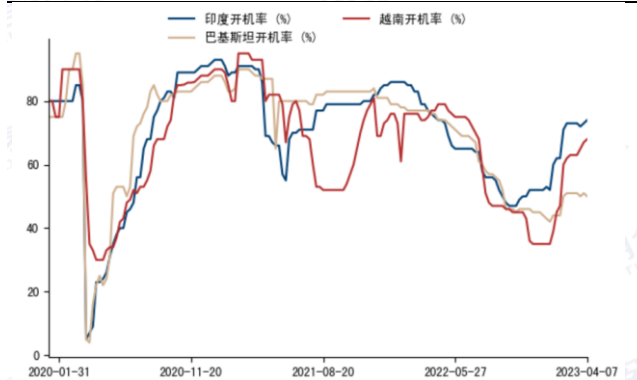
资料来源：USDA，国泰君安期货研究

3.1.2 主要纺织生产国开机率回升，受中国纱线进口需求带动，终端出口数据仍然不佳

东南亚纺织生产国的生产情况略有好转，但是终端产品的出口仍然不强，限制其棉花的进口需求。根

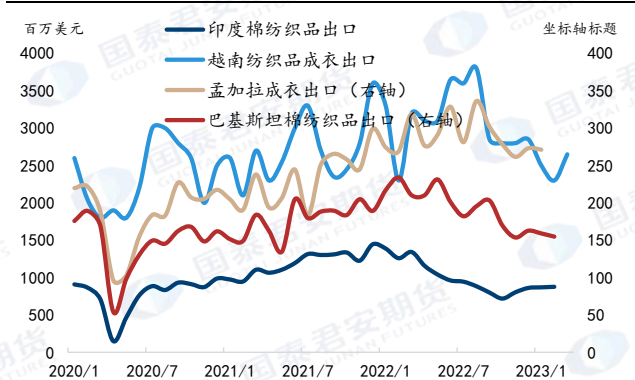
据棉纺织信息网（TTEB）的数据显示，截至4月14日当周，越南纺织企业的开机率为69%，年初时为41%；印度纺织企业的开机率回升到75%，年初时为57%；巴基斯坦纺织企业的开机率回升到51%，年初时为40%。从时间上来看，东南亚纺织企业产能利用率的上升和中国需求恢复有关。但是，东南亚纺织生产国的纺织服装的出口自去年下半年大幅下降以来，并没有完全恢复，数据显示，1-3月份，除了孟加拉和越南的成衣出口还差强人意以外，印度、巴基斯坦等国家的纺织、服装出口环比继续下降，受欧美终端需求不佳影响。这些纺织生产国的棉花需求的进一步恢复，需要欧美纺织、服装进口需求的支持。

图 11：东南亚国家纺织企业开机率



资料来源：TTEB，国泰君安期货研究

图 12：东南亚纺织生产国出口情况

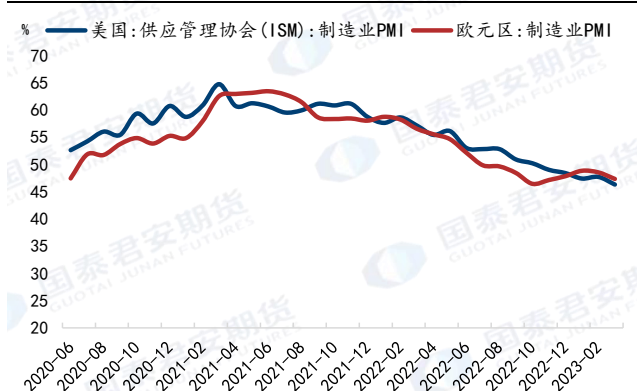


资料来源：彭博，国泰君安期货研究

3.1.3 欧美的纺服需求：经济前景仍然影响纺服消费预期，被动去库刚开始

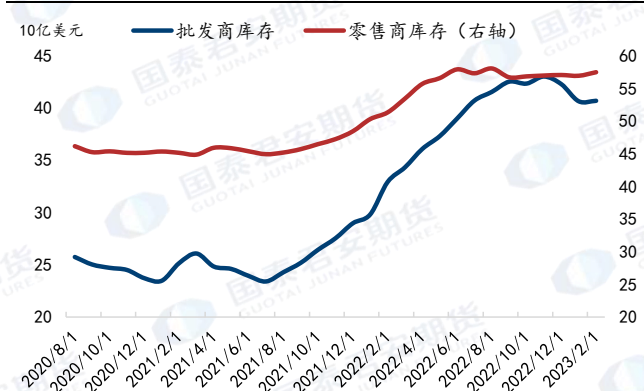
欧美经济数据持续不佳，欧美纺织服装的消费并不乐观。1-3月份，美国和欧元区的制造业PMI数据一直不佳，3月份美国和欧元区的消费者信心指数也变差，再加上欧美持续加息以后，短期利率上升过快又引发一些新金融系统的风险，所以从欧美经济前景的角度来看，暂时市场对欧美纺织服装消费的预期仍然不乐观。从美国、欧元区和日本的服装进口数据来看，暂时也没有看到需求向好的迹象。另外，由于过去一年进口量偏低，美国的服装零售和批发库存从2022年12月开始出现降库，但是，一方面降库幅度较小，另一方面，零售库存的下降势头还不是特别明确，所以，暂时还不能对欧美的补库需求报以很强的预期，需要继续观察美国服装的被动去库进度。

图 13：美国和欧元区的制造业 PMI 指数



资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

图 14：美国服装批发和零售库存

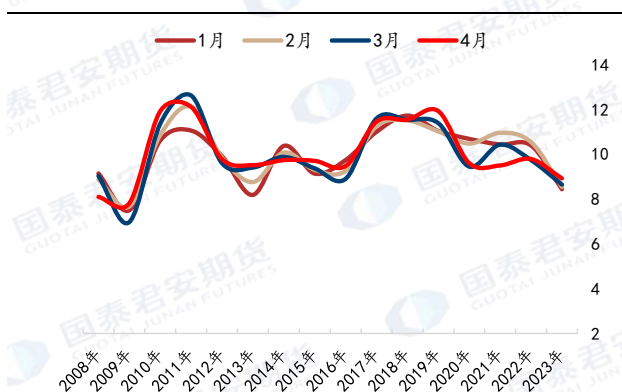


资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

3.2 国际棉花市场供应：棉粮比偏低将导致全球植棉面积下降，关注中、美、印

根据年初以来的棉粮比，市场普遍预期 2023 年全球的棉花种植面积将较 2022 年下降。根据 USDA 的预估，全球前九大棉花主产国中，只有巴西和巴基斯坦的棉花种植面积基本持平，其他主产国都将减少其棉花种植面积，其中美国、墨西哥和土耳其的棉花种植面积降幅可能超过 10%，中国、印度、澳大利亚的棉花种植面积的降幅在 5% 左右。结合以上这些国家在全球棉花市场的重要性考虑，中国、美国和印度在 2023/24 年度的棉花种植和生长状况将对 ICE 棉花价格构成影响。

图 15：棉花/玉米比价



资料来源：彭博，国泰君安期货研究

图 16：主产国棉花种植面积（千公顷，除中国数据来源 BCO 以外，其他均是 USDA 预估）

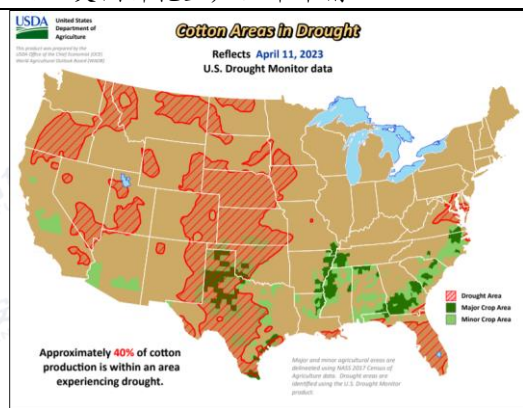
国家	2021/22	2022/23	2023/24	同比
中国 (BCO)	2800	2830	2790	-1.4%
印度	12370	13000	12400	-4.6%
美国	1122	1376	1126	-18.2%
巴西	1630	1660	1660	0.0%
澳大利亚	635	685	650	-5.1%
巴基斯坦	2000	1800	1800	0.0%
乌兹别克斯坦	975	980	950	-3.1%
土耳其	450	555	420	-24.3%
墨西哥	154	205	172	-16.1%

资料来源：USDA，国泰君安期货研究

中国主要关注种植面积，印度主要关注天气的影响。中国新年度的棉花种植主要关注面积下降幅度，3 月份国家棉花监测系统的调研显示本年度新疆棉花种植面积将下降 2.3%；最新公布的棉花目标价格补贴措施的通知里面，按照固定产量 510 万吨进行补贴，比过去三年全国产量均值的 85% 还要低 2.5% 左右；如果中国棉花种植面积降幅超预期，对供应收缩甚至出现供应缺口的预期加强，将推动内外棉价差继续收窄甚至短暂给出进口利润，可能将引起内外棉的共振上涨。由于 ENSO 指标显示全球的气候将从拉尼娜转向厄尔尼诺，所以市场开始担忧本年度印度的季风雨是否充足，从历史情况来看，主要关注季风雨对印度播种的影响，时间上主要在 6、7 月份，连续两年的低产量令市场对印度天气情况的关注度上升。

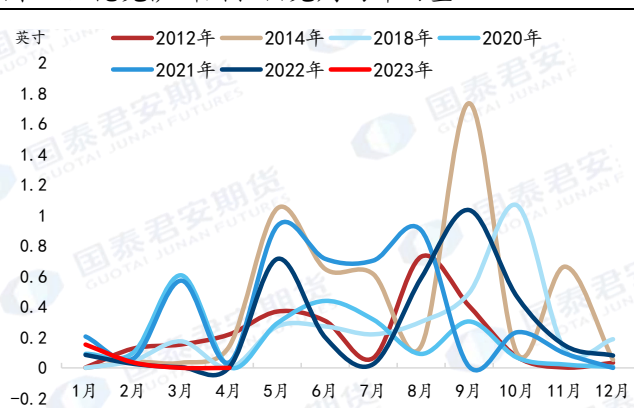
美国面积下降基本确定，关注面积降幅，关注天气对弃耕率预期的影响，中等以上弃耕率将导致美国棉花库存消费比下降。美国农业部在 3 月底的面积展望报告中预估 2023/24 年度美国棉花种植面积为 1125.6 万英亩，较上一年度减少 18.2%，不过，从现在的棉粮比价和以及去年的种植收益来看，不排除美国棉花种植面积进一步下降的可能，2023/24 年度美国棉花种植面积有可能会降至 2016/17 年度的 1000 万英亩左右的水平。另外，除了关注种植面积的降幅以外，关键还是要看最终的弃耕率和单产，而这些是和天气情况息息相关的。截至 4 月 11 日，美国棉花产区中有 40% 处于干旱，其中主产区德克萨斯有 77% 的面积处于干旱，德克萨斯州的拉伯克地区 2-4 月份的降雨非常少。但是，和去年同期比，全美棉花产区的干旱比例减少了 20% 多，德克萨斯的干旱比例和严重度也是减轻的，所以目前对美棉弃耕率的预期还不是很强，美棉 2023/24 年度的产量是有可能比 2022/23 年度高的，这令 ICE 棉花缺乏上涨驱动。不过如果德克萨斯和全美棉花产区的干旱情况加剧，或者其他天气因素导致美国棉花的弃耕率预期上升到 25% 以上（图 20 中预测 4 那一列），则美国棉花的期末库存将降至 330 万包左右、库存消费比将降至 20.5% 左右。即中等水平的弃耕率都会造成美国棉花的供应偏紧，将对 ICE 棉花构成支撑。

图 17： 美国棉花主产区干旱情况



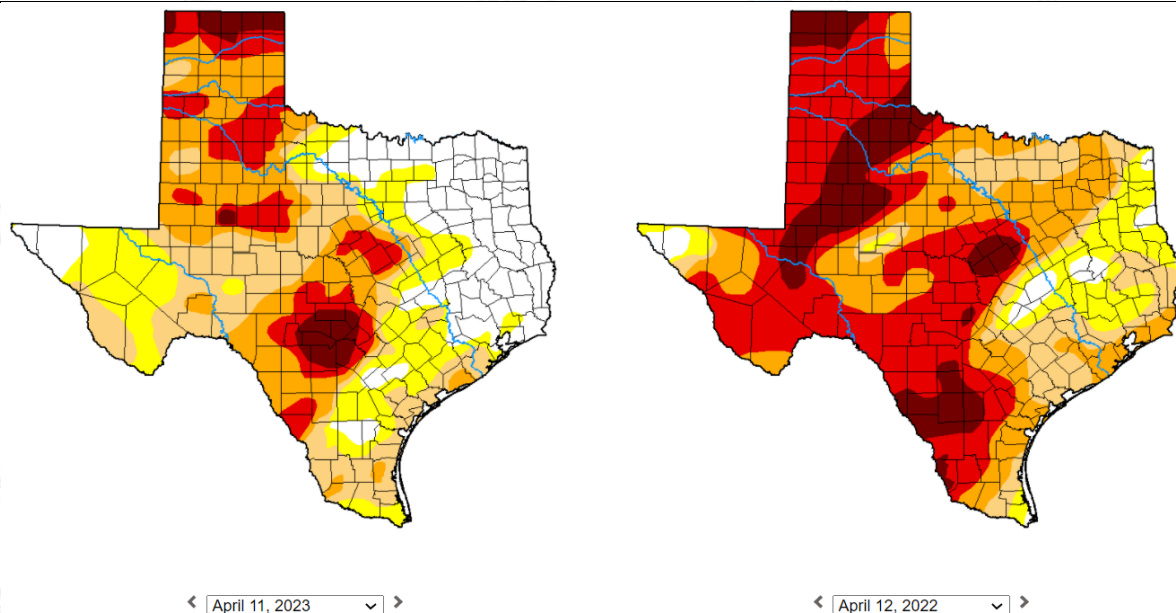
资料来源: droughtmonitor

图 18： 德克萨斯州拉伯克周均降雨量



资料来源: droughtmonitor

图 19： 德克萨斯州当前干旱情况和去年同期对比



资料来源: droughtmonitor

图 20： 美国棉花供需平衡表

	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22 (4月 USDA)	2022/23 (4月 USDA)	2023/24 (预测1)	2023/24 (预测2)	2023/24 (预测3)	2023/24 (预测4)
播种面积(百万英亩)	8.58	10.07	12.72	14.10	13.74	12.09	11.22	13.76	12.50	11.50	10.50	11.26
弃耕率	5.9%	5.6%	12.7%	29.1%	16.3%	32.0%	8.5%	45.9%	12.7%	19.7%	32.0%	25.3%
收获面积(百万英亩)	8.07	9.51	11.10	9.99	11.50	8.22	10.27	7.44	9.50	9.23	7.14	8.41
单产(磅)	766	867	905	882	831	853	819	947	865	888	910	867
期初库存(百万包)	3.65	3.80	2.75	4.20	4.85	7.25	3.15	3.75	4.10	4.10	4.10	4.10
产量(百万包)	12.89	17.17	20.92	18.37	19.91	14.61	17.52	14.68	17.12	17.08	13.54	15.19
进口(百万包)	0.03	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
总供应(百万包)	16.57	20.98	23.68	22.57	24.77	21.86	20.68	18.44	21.23	21.19	17.64	19.30
出口(百万包)	9.15	14.92	16.28	14.83	15.51	16.35	14.62	12.20	14.50	14.50	12.50	13.50
国内消费(百万包)	3.45	3.25	3.23	2.98	2.15	2.40	2.55	2.10	2.50	2.50	2.50	2.50
损耗(百万包)	0.17	0.06	-0.03	-0.10	-0.15	-0.06	-0.24	0.04	0.01	0.01	0.01	0.01
国内总消费(百万包)	12.77	18.23	19.48	17.71	17.52	18.75	17.17	14.33	17.01	17.01	15.01	16.01
期末库存(百万包)	3.80	2.75	4.20	4.85	7.25	3.15	3.75	4.10	4.22	4.18	2.63	3.29
库存消费比(%)	29.76	15.09	21.57	27.39	41.39	16.80	21.84	28.64	24.80	24.59	17.55	20.52

资料来源: 同花顺, 国泰君安期货研究

4. 结合 ICE 棉花走势和内外棉价差分析：上方压力在 15500-17500

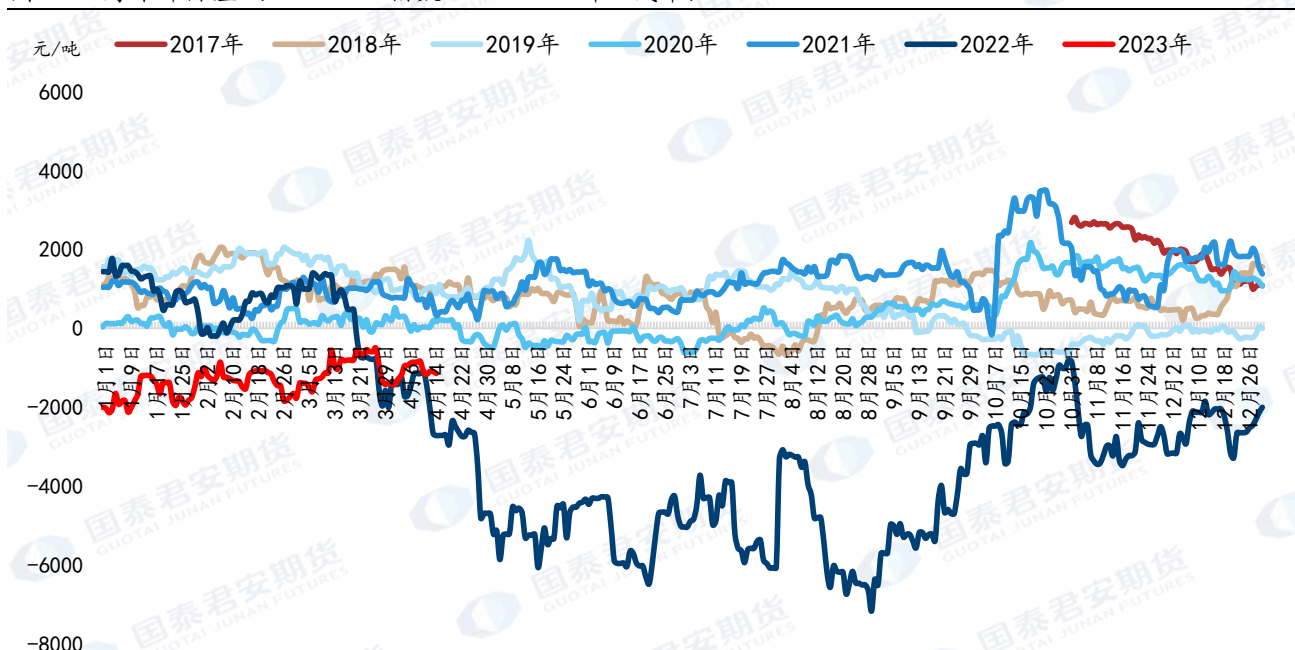
从 ICE 棉花的历史走势来看，只有在出现大的供应收缩或者商品市场大牛市的时候，才会突破 95 美分/磅，从过去半年 ICE 棉花的走势来看，90 美分/磅左右构成了短期的压制，所以在美国或者印度的新作出现大问题之前，ICE 棉花突破 90-95 一线的可能性不大。对应的进口棉花价格大概在 17500-18000 元/吨左右。内外棉价差过去半年在 -500 到 -3000 元/吨之间波动，内强外弱情况下，平均价差在 -1000 左右，内弱外强情况下平均价差 -2000 元/吨左右。综合以上分析，如果美国和印度的新作棉花产量不发生重大问题，预计国内棉花的上方空间在 15500-17500 这个区间。

图 21：ICE 棉花加权指数



资料来源：文华财经

图 22：内外棉价差 (COTTON B 指数-COTLOOKA 折人民币)



资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

5. 总结

近期市场上的资金对郑棉的关注度上升，但是过去一年多的走势来看，国内棉花价格受制于进口棉花成本，即郑棉上涨空间受制于外盘棉花，另外，3月份以来，海外银行的风险事件对国内外棉花市场的冲击，也表明郑棉的上涨还需要宏观因素的配合。

从几个“类宏观”指标来看，宏观因素的负面影响减弱。短期内，美元指数大幅走强的驱动不强，对棉花的负面影响相对有限。受 OPEC 减产和消费旺季因素的支撑，原油走势对棉花价格是正向的影响；资金对农产品板块的配置意愿中性，基金在 ICE 棉花上的净空单已经接近历史最低水平，资金面来看，ICE 棉花受到的负面影响边际减弱。

通过分析国际棉花市场的供需情况发现，中国棉花需求的恢复带动东南亚纺织生产国的开机率回升、美国服装库存开始下降，国际棉花市场需求端有一些积极的信号，结合美国农业部对全球棉花需求的调降基本告一段落，以及美国棉花出口的年度目标上调，预计国际市场上需求端的利空基本交易充分。但是整体来看，需求端对棉花价格的向上驱动仍然不强。随着主要产棉国陆续开始新年度的棉花种植，而棉粮比处于历史较低水平，市场对于国际棉花市场新年度的供应的关注度有所上升，接下来中国、美国、印度的棉花种植和生长情况或将对 ICE 棉花价格构成影响，中国的棉花产量主要影响国际市场上的棉花需求、美国和印度的棉花产量影响国际市场的棉花供应，所以美国和印度新年度的棉花供应预期对 ICE 棉花的上行驱动更强。

综上所述，从美元、原油、基金持仓等多个维度来看，宏观情绪的短期稳定为国内外棉价的上涨提供了外部环境基础；国际棉花市场上关于需求的悲观预期阶段性交易充分，但是需求对价格的拉动仍然不足，ICE 棉花期货的上涨需要美国、印度新作的利好来推动。所以，郑棉上行空间的打开，短期主要关注美国和印度新年度的棉花种植和生长情况。从 ICE 棉花历史走势和内外盘棉花价差最近半年多的运行规律来看，预计在美国和印度新作棉花不发生重大问题的情况下，郑棉的上方空间在 15500-17500 元/吨之间。