

沉舟侧畔千帆过，病树前头万木春



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



孟樟煜，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、2023年全年行情回顾

2023年度，郑棉经历了一轮超过4000点的上行趋势，却在四季度大幅回落。

1-3月预期修复阶段：年初在2022年底疫情防控放开的刺激之下，郑棉先在年前走出了预期回暖的行情，但年后市场回归理性后阶段性回落，但整体区间上移，为后续趋势扭转做出了铺垫。3月底随着新季种植的临近，供应端炒作拉开序幕。

4-9月大幅拉升阶段：延续3月底因USDA种植意向报告对植棉面积做出下调而引发的供应炒作。期间由于新疆产区不利天气带来的霜冻灾害炒作加速上行趋势推动进程，棉价从13800一线上涨至9月初的17905高点。除了供应端带来的减产预期之外，2023年前三季度的需求情况也较为亮眼，其中下半年全国棉花商业库存告急的炒作激化盘面上行驱动，也为后续7月底开始的国家政策调控埋下伏笔。

9-10月顶部震荡阶段：金九银十旺季不旺，导致预期与现实存在差值，加上前期对棉花低库存炒作引导了发改委对于棉花市场出手干预，通过轮出储备棉、加大进口配额的方式缓解国内棉花短缺的情况。在9月需求走弱之际，棉花上行力度明显减弱，随即进入到高位震荡阶段。

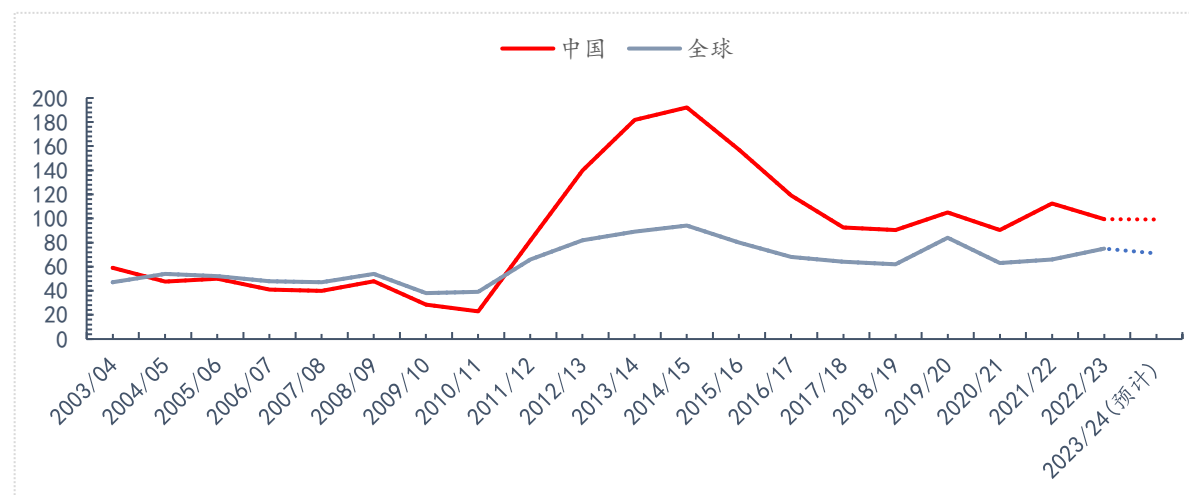
10-12月弱需求带动下行阶段：经历了长达半年的供应炒作之后，市场交易重心在四季度转向需求端，然而2023年的棉纺需求呈现高开低走之势，旺季不旺造成较大预期差，从而导致棉价快速回落到15000下方。

整体回顾下来，2023年走势符合我们在去年年报里对于2023年二季度开启棉价反弹的预测，大致基本面情况符合预期，但是没有考虑到国储棉大量抛售的调控力度。

二、2024年供需展望：

2.1 全球供需从宽松转向平衡

图1：全球棉花库存消费比 单位：%



数据来源：USDA 物产中大期货研究院

从今年全球棉花库存消费比来看，虽然全球库存消费比同比进一步改善，但随着近年产量相对稳定，影响全球供需的变量更多的将出现在需求端。根据USDA最新报告的预测，2023/24年度的全球棉花产量略低于全球棉花消费量，由于起初库存处在较高分位，全球供需缺口难以对棉价造成太大的影响，并且尤其前期对需求乐观预估，后续需求端仍存在消费量数据下修的风险。因此，本年度全球棉花库存消费比落在中等分位上，预计2024年全球棉花供需处在相对健康的平衡阶段。

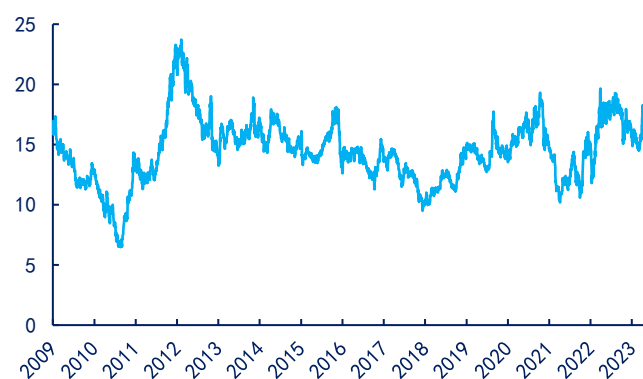
供应端，产量同比小幅下降，尤其来自美国与中国产量的下调，但美国的减产基本可以通过巴西的增产来填平缺口，中国的减产也基本是基于2022/23年超预期的高产量基数上。从种植意向的角度，由于目前地缘政治等因素引发的粮食安全保护，粮棉比价难走低，后续新季种植或仍有种植面积小幅缩减的情况的发生。不过全球棉花产量近年一直保持在较为稳定的区间当中，供应端更多的变数将来自于种植期天气方面，而厄尔尼诺大概率将在2024年4-6月之后回归中性，那么预计今年天气影响在北半球种植季或并不明显。

需求端，受到经济衰退的影响，全球纺服消费走弱明显，预计上半年仍将维持弱势，国内棉纱库存高企的压力也有待消化至明年一季度，全球纺织品库存仍处在去库尾声阶段，预计纺织产业主动补库周期将在明年一季度开启。

综合来看2024年的供需两端情况，预计全年棉花供需基本维持在平衡水平上，由于产量相对稳定预期，库存消费比的变化或更多来自于需求端的变动，考虑到海内外纺织品主动补库周期的到来，全球期末库存有望再次去化，后续关注点在于下游产业补库节奏的情况。

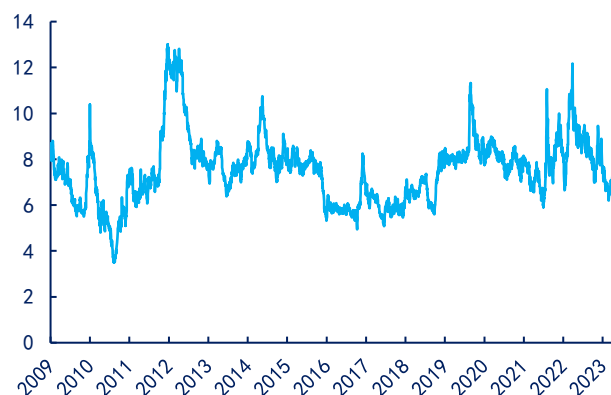
2.2 新季产量或维持稳定

图 2：大豆/棉花比价



数据来源：WIND 物产中大期货研究院

图 3：小麦/棉花比价



数据来源：WIND 物产中大期货研究院

2023-2025年新疆棉花补贴政策突出了重质不重量的特点，此次补贴证词将补贴数量固定在510万吨，并且强调次适宜棉区有序退出的指导方向。近年来由于粮食安全保障的原因，保粮食生产无疑成为了近三年各地农业发展的重要工作，因此新疆棉花种植面积或难有增加。

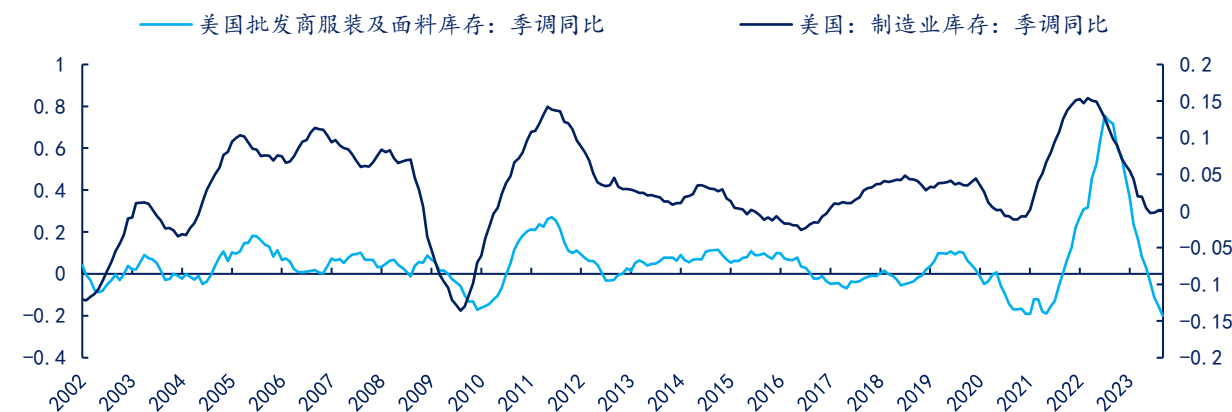
从种植利润来看，由于棉农高成本与籽棉收购价走低的矛盾激化，今年新疆租地棉农亏损比例扩大，部分中小棉农或缩减棉花种植转而改种粮油类作物。因此，2025年之前国内棉花种植面积或将根据补贴政策的指引小幅下降，但全疆适宜种植棉花的区域仍然较多，机上棉花本身战略物资属性的加持，整体减产幅度或较为有限。因此天气端若不出现明显不利影响的话，新疆棉花产量或将维持在500-550万吨之间，全国产量将整体保持稳定。

海外方面，美国主产区在经历两年的干旱灾害之后，部分棉农承受了较大损失，再通过竞争作物比价上大豆价格优势的吸引，美棉种植面积或也呈现下降预期，但随着后续产区天气扰动的减弱，2024/25年度的产量或难再出现大幅下降，美棉后续产量将持平或小幅回升的可能性较大。即将开启的巴西2023/24年度播种则由于大豆种植期不利天气影响，或有更多土地改种棉花，导致巴西增产预期走高，但本轮厄尔尼诺的影响已在南美凸显，需持续关注一季度南美天气的变化。但从往年全球产量趋势来看，巴西产量占比稳定增长，在未来的2024/25年度，我们对巴西产量仍持增产预期，但整体增产幅度或不大。

我们对2024年供应端整体判断是除非有极端天气灾害的出现，全球棉花供应量或将变动不大。因此影响后续棉花供需平衡走向的变量将更多关注需求端的驱动变化。

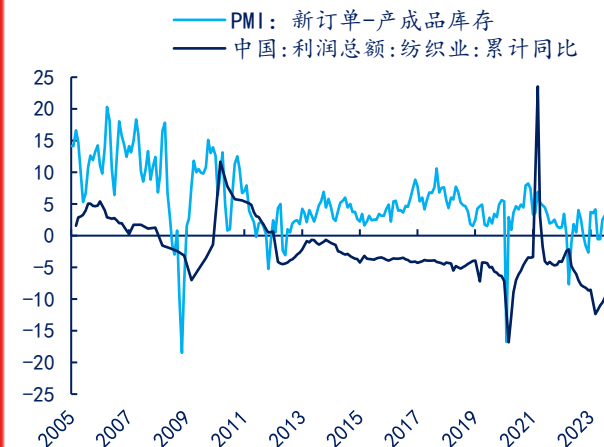
2.3 需求端库存周期拐点带来相对确定的需求回暖契机

图 4：美国库存同比



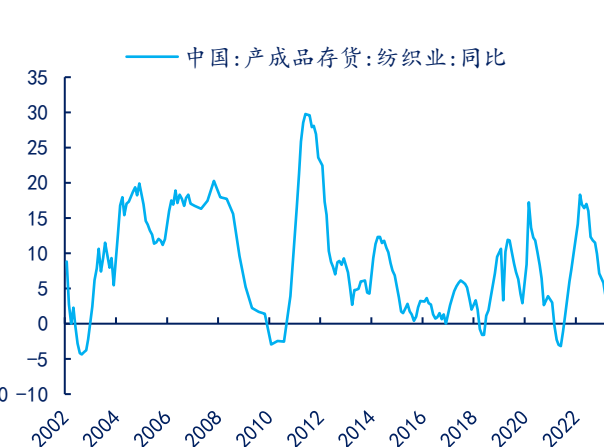
数据来源：WIND 物产中大期货研究院

图 5：中国纺织产业利润同比 单位：%



数据来源：WIND 物产中大期货研究院

图 6：中国纺织业产成品库存同比 单位：%



数据来源：WIND 物产中大期货研究院

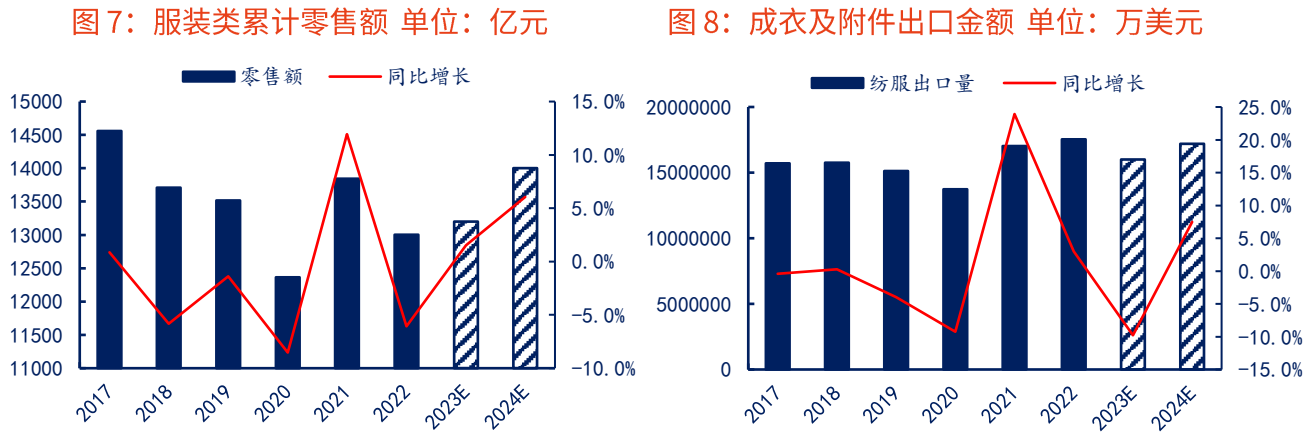
我们从库存周期，可以看到近20年美国制造业库存与美国服装及面料的批发商库存的周期大致吻合，服装面料库存的拐点往往在制造业总库存拐点出现后的3-6个月内。那么目前美国制造业库存已进入主动补库周期，加上美国服装及面料库存已处在历史低点的去库尾声阶段，那么在明年一季度美国批发商也开始进入主动补库的可能性极高。从历史周期来看，近两次库存低点后的补库周期也正好对应了2010年与2021年两次棉花牛市行情，那么2024年如果海外主动补库进程顺利推动的话，棉价也将有机会迎来较为乐观一次上涨行情。

然而考虑到宏观环境的影响，海外加息周期结束后，经济衰退仍在持续当中，短期经济仍有走弱，那么本轮补库周期将在短期呈现V型反转的可能性较小，补库力度更多的需要货币的宽松来配合。目前市场对于美国明年下半年开始降息的预期不断抬升，然而上半年仍是经济放缓的衰退阶段，因此我们预计本轮主动补库的初期将先进入平缓偏弱的补库阶段，然后随着降息周期开启，货币宽松配合下，2024年下半年美国纺织品补库力度将逐渐释放，并有望带动棉花价格走强。

再从国内库存周期的情况来看，中国纺织品利润总额2023年出现拐点，纺织业产成品库存已然开启了新一轮主动补库周期。即使目前国内中游棉纱库存堆积仍待去化，然而产业链下游的产成品补库周期往往能持续一年左右，那么本轮终端产成品的主动补库将维持到2024年三季度，结合当前130万吨的棉纱贸易商库存或许在一季度得以全部消化，由此推断国内纺织业下游在二季度将有较大概率与海外补库进程同步从而迎来共振，整体纺织产业的需求颓势也有望迎来拐点。

通过中美库存周期的角度我们判断2024年我国纺织品需求有望在一季度触底，并有极大的潜力在下半年反转，因此在新季种植未有明显增量和宏观因素未有新的利空的情况下，需求端大概率将随着主动补库周期的推进而转暖，那么在2024年二季度开始开关注棉花逢低做多的机会。

2.4 内需与出口有望同比双增长



数据来源：WIND 物产中大期货研究院

2023年，国内纺服市场呈现出了内需稳定复苏，出口负增长的大体走势。从2022年涉疆法案生效之后，中国纺服成品出口格局正在逐渐发生变化，从中表现出欧美占比减少，东盟与非洲等第三世界国家的占比上升弥补一定的出口损失，因而使得我国纺服出口金额的降幅远低于欧美订单的下降幅度。究其原因来看，2023年出口的负增长主要还是来源于欧美经济衰退带来的全球整体纺服需求下降，随着宏观预期的走强，我们仍然对2024年的纺服出口抱以相对乐观的期待，尤其是在欧美宏观风险逐渐消散之后，全球经济复苏配合补库周期的联动必将带领纺服出口摆脱颓势。未来几年，即使假设欧美对于新疆棉的制裁仍维持不放松的态势，但整体出口市场的变迁与东南亚、非洲等人口红利的显现将能够带动我国纺服出口稳步恢复。

内需方面，2023年实现了服装零售额的初步复苏态势，尤其是上半年整体纺服消费数据较为亮眼，也给上半年棉花价格的上涨带来了较大的支撑。对于2024年，国内经济稳步复苏的脚步仍在持续，政策端扩大消费的春风仍未停止，预计2024年仍将有更多的宽货币、促销费政策陆续出台，从而拉动我

国国内纺织品需求的增长。

对于2024年需求端的展望，总结下来的主要逻辑在于纺织品产业主动补库周期的开启必将托底棉花需求，而补库周期的演变很大程度上将受到2024年的宏观经济的影响。海外随着经济放缓、衰退概率增加的压力给2024年上半年尤其一季度的需求造成一定的压制，而下半年海外降息预期的提升将带动全球经济复苏以加速补库进程。国内在疫情防控放开以后仍然维持弱复苏脚步，政策端促进消费的大方向仍在持续。我们判断2024年的棉花需求将先抑后扬，最终有望实现内需与出口的双增长。

三、国储棉存在补库需求

表1：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
2023抛储	88	68+进口棉

数据来源：公开资料 物产中大期货研究院

另外2024年值得关注的是国储棉方面的动向，在经历了2023年88万吨的抛储之后，国储棉库存已大概率低于200万吨，从目前国储库存低于警戒线这点出发，2024年国储棉轮出的可能性以大大降低，国储棉轮入需求则大幅提升。国储轮入往往以两种方式进行，一种是对国产棉花进行公开收储，另外一种则是非公开的方式轮入进口棉。从2023年四季度开始中国大量签约美棉的情况可以判断出国储进口棉的轮入或已开启，至少给外盘棉价带来一定支撑，后续也不排除公开轮入新疆棉的可能。

总而言之，2024年的国储库存动向应该是围绕补库展开，从而带动的无论进口棉还是新疆棉的需求增长将给棉价带来支撑。

四、产业链存在长期的内部博弈

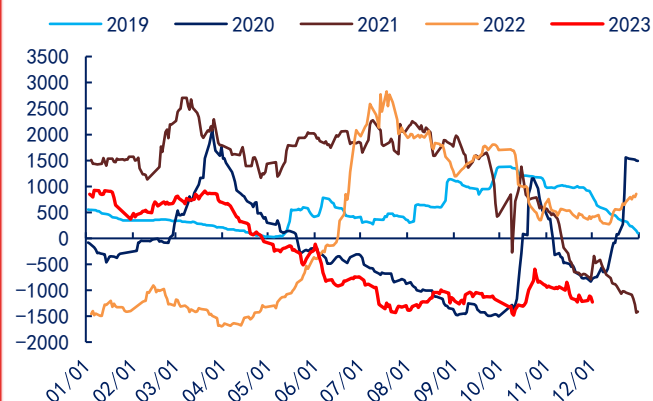
2023年是棉纺产业链内部矛盾激化的一年，尤其四季度上游轧花企业的高成本与下游纺纱利润的亏损形成博弈。而在棉花采收阶段，棉农产量走低，成本抬升与轧花厂产能过剩却受到价格调控造成的籽棉收购矛盾也很突出。放眼整条产业链，由于产业链各阶段矛盾的不断存在，产业共振较难实现。

目前棉纺产业链突出矛盾主要为：

1. 轧花企业产能过剩明显。从目前新疆棉补贴政策来推断，未来三年新疆棉种植将推崇保质弃量的指导方向，其核心在于让新疆棉产量回归到510万吨的最优曲线上来，因而导致新疆棉产量将在稳定中下降。然而近年新家轧花厂数量增加明显，设备升级再次提升棉花加工产能，造成新疆棉加工产能在800万吨以上，然而棉花产量却往510万吨靠拢的矛盾关系。然而国家调控不断出手防止籽棉收购内卷，因此在经历2021年与2023年的轧花厂亏损之后，上游或将进入到一段去产能阶段，后续再难见到抢收行情。
2. 产业链过长导致了各环节传导不畅。由于供应链上下游环节较多，各环节产能并不匹配导致产业的悲欢并不相通，最终激化产业链内部博弈，近年明显表现为上游产能高于下游的情况。然而由于纺织产业期货品种较少，棉纱的资金关注度明显偏低，导致产业链上下游套利机会不大，终端产业避险的工具相对匮乏。因此未来几年棉纺产业链仍需再平衡，短期上下游共振的机会较少，以至于长周期下棉花趋势机会较难表现，更多看到的将是结构性机会。

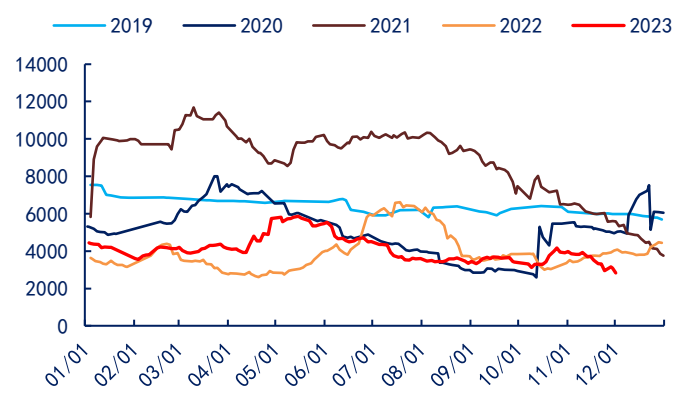
由此可见，棉纺产业链的稳定上下游关系仍将经历长时间的磨合，从目前定价权逐渐流向下流现实与政策调控方向来判断，上游去产能将成为未来几年棉纺产业链格局变化的方向，那么未来抢收行情或难再现。而上下游的矛盾有望在未来带动棉纱期货走向活跃。

图 9：普梳32支利润 单位：元/吨



数据来源：WIND 物产中大期货研究院

图 10：精梳60支利润 单位：元/吨



数据来源：WIND 物产中大期货研究院

另外，面对相对高额的原料成本，纺纱产业也正在经历变革。今年普遍表现出高支精梳棉纱利润明显好于低支普梳品种的情况（今年下半年低支棉纱长期亏损，而高支棉纱利润仍为正）。从大的产业格局推断，低端制造业转向东南亚的大趋势仍将是接下去几年制造业发展的方向，因此国内纺纱行

业也在整体变局中转向扩大中高端纺织品制造而减少低端成品制造的变革。2023年四季度棉纱滞销的大环境已促使部分纱厂加速调整产线、调节设备，转向高支棉纱和混纺纱生产，因此后续棉花需求或将更侧重于高质量棉花资源。另外混纺产线的增加提升了全棉与聚酯产业链的联动，未来或将有更多跨产业套利机会出现，值得我们后续关注。

五、结论：库存周期拐点来临，棉价或先抑后扬

2024年，棉花供应端将突出稳，由于种植利润与农业政策重心的转变，种植意向或仍更倾向于棉花种植稳中减少的趋势，但根据厄尔尼诺上半年结束的预期，棉花生长期天气好转的驱动或推升单产水平，因此新年度棉花供应量的波动或不大，驱动价格的主线将出现在需求端。

那么结合当前需求情况来判断，棉花需求在2024年将大概率呈现先走低后回暖的转折。一方面海外衰退预期与国内棉纱库存堆积导致的需求颓势大概率持续到明年上半年，从而导致至少到2024年一季度棉价仍难有上涨表现，甚至全球经济衰退有可能推动棉价再创新低。而另一方面，海内外库存周期转向主动补库与明年下半年美国进入降息周期的预期或在2024年下半年带动棉花需求走强。

总结下来，2024年棉花供需两端或大概率呈现供应端小降，需求回升，供需从过剩转向平衡。然而上半年尤其是一季度在经济衰退预期下大概率仍将持续给棉价带来压力，从而导致2024年棉价低点或出现在一季度。而后续需求在2024年宏观改善的预期下，随着中美主动补库周期的推进而在二季度到下半年迎来棉价趋势的转折，但考虑到产业链内部矛盾带来的轧花厂去产能或使超预期上行空间受到一定限制，复刻2010年与2021年牛市的可能性不大。目前看来，市场对一季度经济衰退与棉纱库存压力的演变路径暂无争议，那么棉价2024年开局将是低迷的，而二季度之后的棉价走势可分情景来预判。乐观预期下，供应端减产超预期，海外货币从紧缩转向宽松，全球经济复苏强劲带动V型补库形成，棉价将趋势上涨，且有望冲击18000上方。中性预期下，产量变动不大，需求稳步回升，主动补库周期有序推进，棉价有望回升至17000一线。悲观预期下，经济复苏迟缓，补库力度不大，棉价低位震荡。我们判断2024年中性甚至乐观预期兑现的可能性较大，由此可以在2024年二季度开始关注逢低做多机会。套利方面，一季度关注强预期下月间反套机会，二季度后现实若好转则关注正套机会。

单边策略：关注二季度郑棉逢低做多机会

套利策略：一季度关注月间反套，二季度后关注月间正套

关注点：新季种植、库存周期、美国降息

风险因素：经济复苏不及预期、种植面积增加