

# 料峭东风破客衣，春寒不比腊前时

## 摘要

**1、宏观：**国内方面，货币端维持宽松，财政端开始发力，有利于提振商品需求，推动商品走强。国际方面，美联储年内降息几成定局，市场预计降息周期将于今年下半年开启，未来美元筑顶回落概率较大，有利于打开美元定价商品的上涨空间。总体来看，今年下半年商品有望实现内外共振上涨，从而对宏观属性较强的郑棉形成支撑。

**2、供给：**国内方面，虽然去年新疆棉减产，但花纱进口规模较大，对冲减产影响；另一方面，中游纱线累库，进一步加大了产业链的供应压力。国际方面，由于上年度美棉减产、前期中国轮储以及本年度美国纺服补库周期的到来，美棉供应阶段性紧张；但巴西棉、澳棉丰产，国际棉花市场总体供应依然较为宽松。展望今年，高价美棉有望刺激棉农种植积极性，如果天气表现良好，美棉单产也将同比修复，今年美棉有望实现恢复性增长。总体来看，今年国内外供应总量预期宽裕，未来关注主产区天气情况。

**3、需求：**国内外纺服行业均处于主动补库周期，但补库力度较为有限。国内方面，今年金三银四旺季不旺，下游织厂开机率下降，纱厂累库，二季度随着下游转淡，或对纱厂开机形成负反馈。国际方面，美棉挤仓抑制东南亚纱厂补库积极性，东南亚纱厂开机率普遍下调。总体来看，虽然短期上游原料挺价情绪较强，但如果近期需求端仍无明显改善，随着成品库存继续累积，二季度或对棉价形成冲击。

总体来看，外盘方面，低仓单及强买盘支撑仍存，短期美棉近月合约挤仓逻辑尚难证伪，关注前低90美分一线的支撑力度；内盘方面，短期下游消费旺季不旺，中长期国内纺服行业主动补库周期尚未结束，旺季高开工背景下，下方点价盘支撑较强。随着交割月临近，以及新年度面积和天气炒作窗口期到来，预计美棉上行动力仍存，郑棉维持震荡偏强态势，节奏上以跟随美棉为主。

**投资建议：**震荡偏强。

**风险点：**产区天气，下游消费。

棉花

专题报告

2024年4月1日

国贸期货·研究院  
农产品研究中心

谢威

从业资格号：F03087820

投资咨询号：Z0019508

欢迎扫描下方二维码  
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

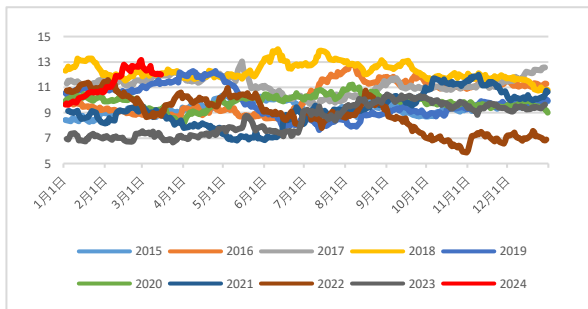
## 1 行情回顾

国际方面，去年 12 月中旬以来，美联储是否确定降息的问题牵动金融市场情绪，北半球棉花种植面积可能下降的预期给市场提供些许支撑。国内方面，元旦和春节节日效应带动纺织企业订单阶段性回暖，下游纱、布流动性增强，棉花加工进入收尾阶段。

2 月下旬，受美联储降息预期升温和美国农业部下调美棉及全球库存量等因素影响，ICE 棉花期货近月合约上演“逼仓”行情。

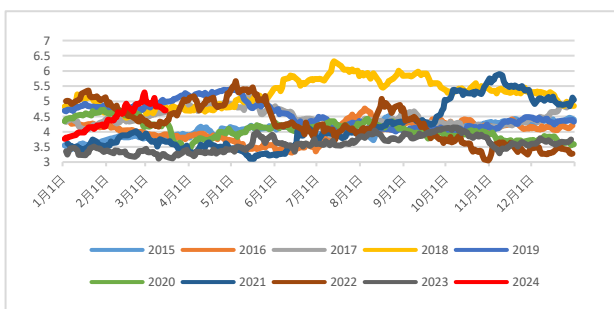
进入 3 月，价格快速上涨导致纺织企业观望心理加重，美棉出口签约量降至春节以来较低水平，ICE 棉花期货价格随后回落。同时，由于国内纺织市场新增订单不及预期，部分沿海地区纺织企业开机率下滑，棉纱价格先行下跌，国内棉花期现货价格呈现偏弱走势。

图表 1：美棉棉粮比价（美棉/美玉米）



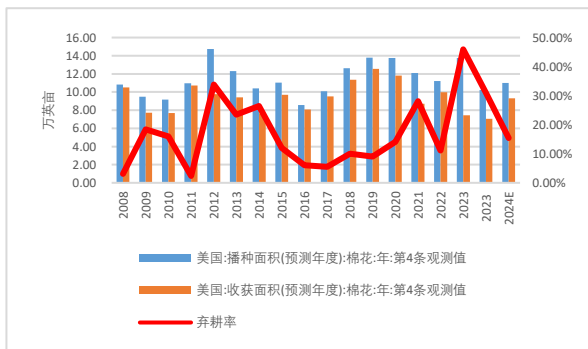
数据来源：USDA，国贸期货整理

图表 2：美棉棉粮比价（美棉/美大豆）



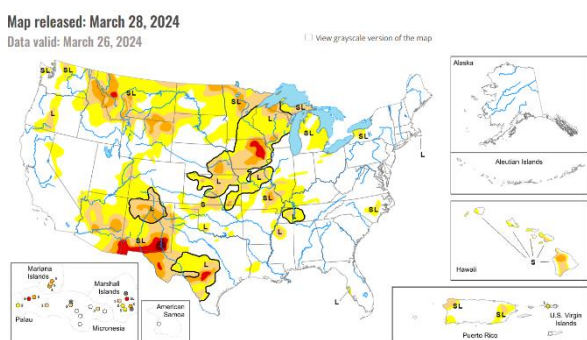
数据来源：USDA，国贸期货整理

图表 3：美棉植棉面积及弃耕率



数据来源：USDA，国贸期货整理

图表 4：美棉棉粮比价（美棉/美大豆）



数据来源：US Drought Monitor，国贸期货整理

## 2 国际棉市

### 2.1 一季度全球供需由宽松转向平衡

3月 USDA 供需报告预测, 2023/24 年度全球棉花库存消费比基本持平, 美棉库存消费比继续下调 0.02 个百分点。产量方面, 本次报告上调了全球产量 3.05 万吨, 其中下调美国产量 7.18 万吨, 上调印度产量 10.89 万吨; 消费方面, 本次报告上调了全球消费 10.45 万吨, 其中中国 10.89 万吨、印度 6.53 万吨, 下调土耳其消费量 4.35 万吨; 进出口方面, 本次报告上调了全球进出口量 8 万吨, 出口端, 印度 8.71 万吨、澳大利亚 2.18 万吨、土耳其 2.18 万吨, 进口端, 上调中国 19.6 万吨并下调巴基斯坦 4.35 万吨、土耳其 4.35 万吨。总体来看, 报告内容中性偏多。

从宏观上来看, 中美纺织品服装行业正处于新一轮补库周期之中, 全球棉花消费保持韧性。但需要注意的是, 今年全球棉花存在增产预期, 如果需求端缺乏超预期表现, 或限制内外棉价上方空间。

图表 5: USDA 棉花 3 月供需报告 (2023/24 年度)

单位: 万吨		期初库存	产量	进口	出口	国内使用	损耗	期末库存	库存消费比
全球	3月份预估	1806.48	2459.44	941.23	941.89	2459.00	(8.71)	1814.53	53.35%
较环比预估变化		0.00	3.05	7.62	8.49	10.45	-0.87	-7.84	-0.01
较环比预估%变化		0.00%	0.12%	0.82%	0.91%	0.43%	11.11%	-0.43%	-0.98%
上一年度		1663.87	2531.29	820.61	804.72	2420.25	(15.68)	1806.48	56.02%
中国	3月份预估	814.30	599.00	280.87	1.09	816.47	0.00	876.35	107.19%
较环比预估变化		0.00	0.25	19.60	0.00	10.89	0.00	8.71	-0.00
较环比预估%变化		0.00%	0.04%	7.50%	0.00%	1.35%	0.00%	1.00%	-0.34%
上一年度		828.67	668.42	135.64	1.96	816.47	0.00	814.30	99.49%
美国	3月份预估	92.53	263.45	0.22	267.80	38.10	(4.35)	54.43	17.79%
较环比预估变化		0.00	-7.18	0.00	0.00	0.00	-0.87	-6.53	-0.02
较环比预估%变化		0.00%	-2.65%	0.00%	0.00%	0.00%	25.00%	-10.71%	-10.71%
上一年度		88.18	315.05	0.00	278.04	44.63	(11.97)	92.53	28.68%
澳大利亚	3月份预估	103.86	104.51	0.00	125.19	0.22	(4.35)	87.31	69.62%
较环比预估变化		0.00	0.00	0.00	2.18	0.00	0.00	-2.18	-0.03
较环比预估%变化		0.00%	0.00%	0.00%	1.77%	0.00%	0.00%	-2.43%	-4.13%
上一年度		107.99	126.28	0.00	134.34	0.22	(4.14)	103.86	77.18%
巴西	3月份预估	125.41	317.01	0.22	243.85	71.85	0.00	126.93	40.21%
较环比预估变化		0.00	0.00	-0.22	0.00	0.00	0.00	-0.22	-0.00
较环比预估%变化		0.00%	0.00%	-50.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.17%	-0.17%
上一年度		84.48	255.18	0.22	145.01	69.67	0.00	125.41	58.42%
印度	3月份预估	257.35	555.20	21.77	43.55	522.54	0.00	268.24	47.38%
较环比预估变化		0.00	10.89	0.00	8.71	6.53	0.00	-4.35	-0.02
较环比预估%变化		0.00%	2.00%	0.00%	25.00%	1.27%	0.00%	-1.60%	-4.25%
上一年度		182.89	572.62	37.67	23.95	511.66	0.00	257.35	48.05%
巴基斯坦	3月份预估	33.31	145.88	74.03	1.74	213.37	0.00	38.10	17.71%
较环比预估变化		0.00	0.00	-4.35	0.00	0.00	0.00	-4.35	-0.02
较环比预估%变化		0.00%	0.00%	-5.56%	0.00%	0.00%	0.00%	-10.26%	-10.26%
上一年度		42.02	84.91	97.98	2.18	189.42	0.00	33.31	17.39%
越南	3月份预估	22.86	0.00	148.05	0.00	148.05	0.00	22.86	15.44%
较环比预估变化		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
较环比预估%变化		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
上一年度		22.21	0.00	140.87	0.00	140.43	0.00	22.86	16.28%
孟加拉国	3月份预估	37.67	3.48	163.29	0.00	169.83	0.00	34.62	20.38%
较环比预估变化		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
较环比预估%变化		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
上一年度		49.64	3.27	152.41	0.00	167.65	0.00	37.67	22.47%
土耳其	3月份预估	57.26	69.67	82.74	27.22	152.41	0.00	30.05	16.73%
较环比预估变化		0.00	0.00	-4.35	2.18	-4.35	0.00	-2.18	-0.01
较环比预估%变化		0.00%	0.00%	-5.00%	8.70%	-2.78%	0.00%	-6.76%	-5.63%
上一年度		41.80	106.69	91.23	18.72	163.29	0.44	57.26	31.46%

数据来源: USDA, 国贸期货整理

## 2.2 美国：产减需增，旧作挤仓

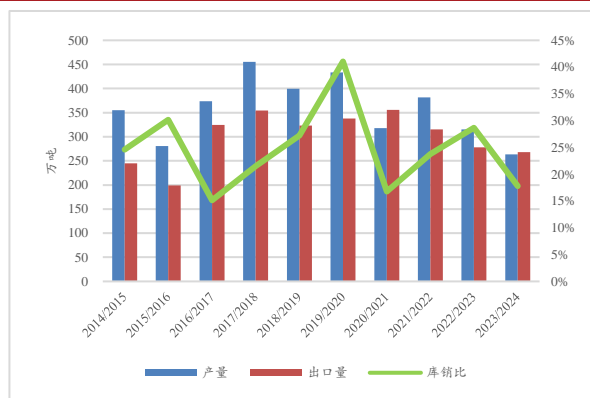
2023/24 年度 3 月预估美国产量 263 万吨，出口量 268 万吨，期末库销比 18%，同比明显回落，处于近五年偏低水平；年度内库销比持续下调，主要受产量持续下调以及消费边际改善影响。2023 年，美棉主产区得克萨斯州遭遇干旱，导致弃耕率大幅下降，在植棉面积大幅下滑的背景下，单产同样经历了明显下滑，从而导致美棉大幅减产。

今年以来，美国服装批发商库存降至低位，开启新一轮补库周期，溯源订单的下达引发亚洲主要纺织国对于美棉的进口需求；同时，去年四季度内外棉价跌至低位区间，也引发了中国国储棉轮入美棉的需求。减产叠加需求旺盛，使得 23/24 年度美棉签约进度处于同期高位。美棉减产背景下美棉需求的边际改善，为美棉旧作挤仓创造有利条件。

经历了美棉 03 合约挤仓后，市场对美棉 05、07 合约挤仓的预期较为强烈，短期来看，美棉挤仓逻辑尚难证伪，但 3 月以来美棉投机多头持仓持续回落，同时仓单也在持续累积，一定程度上限制了其上行空间，预计 05 合约反弹高度仍以前高 103 美分为限。

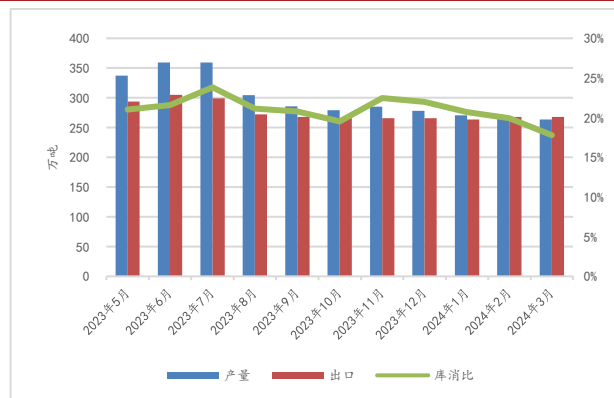
从棉粮比价来看，新年度美棉相对于其他农作物的种植性价比更高，棉花种植面积有望增长；去年受到干旱天气冲击，美棉弃耕现象较为严重，今年以来美棉主产区干旱情况明显缓解，弃耕率有望下调。因此，市场普遍预期美棉新作增产。但最近公布的美棉植棉意向报告显示新作种植面积不及市场此前预期。意向报告预测 2024 年美国棉花种植面积为 1067.3 万英亩，同比去年最终实播面积小幅增加 44.3 万英亩，低于路透预测的 1090.6 万英亩，也低于 2 月展望论坛预测的 1100 万英亩。同时据 NOAA，今年下半年，拉尼娜气候有较大概率卷土重来，单产能否顺利恢复仍有待验证，后期关注和跟踪种植和生长季天气情况。

图表 6：近十年美国棉花供需形势



数据来源：USDA，国贸期货整理

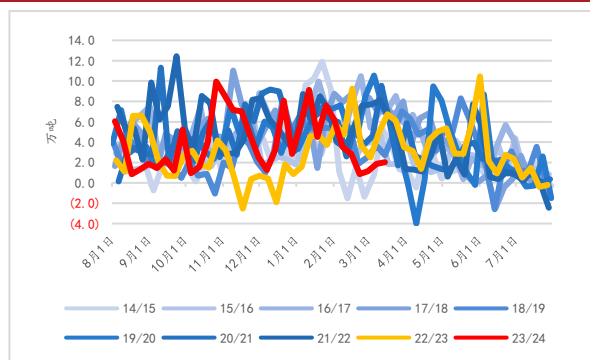
图表 7：2023/24 年度美国棉花供需形势



数据来源：USDA，国贸期货整理

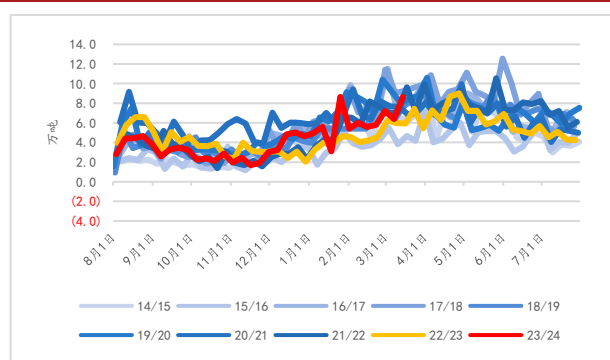


图表 8：美国陆地棉当前年度周度净签约量



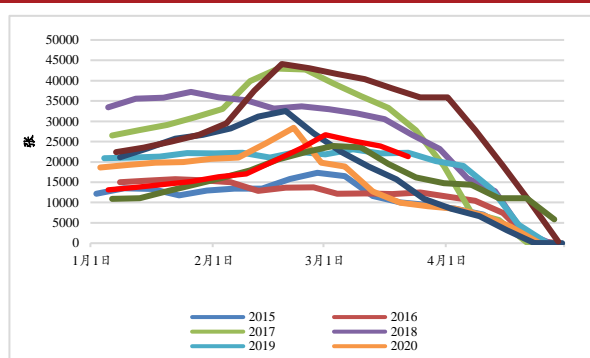
数据来源：USDA，国贸期货整理

图表 9：美国陆地棉当前年度周度装运量



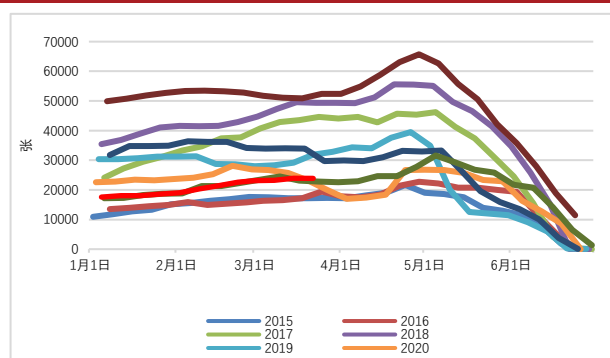
数据来源：USDA，国贸期货整理

图表 10：美棉 5 月末点价销售合约数量



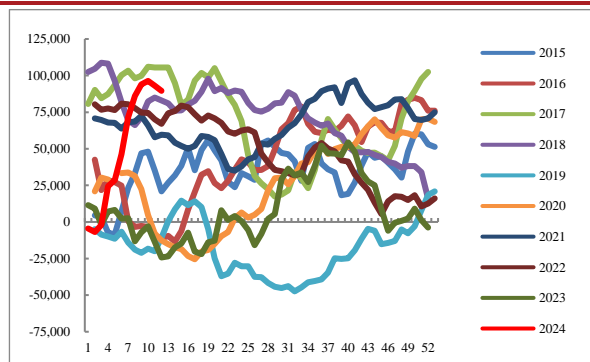
数据来源：CFITC，国贸期货整理

图表 11：美棉 7 月末点价销售合约数量



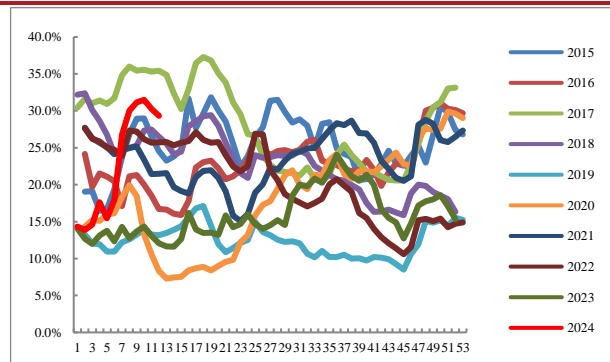
数据来源：CFITC，国贸期货整理

图表 12：美棉期货+期权管理基金净多持仓



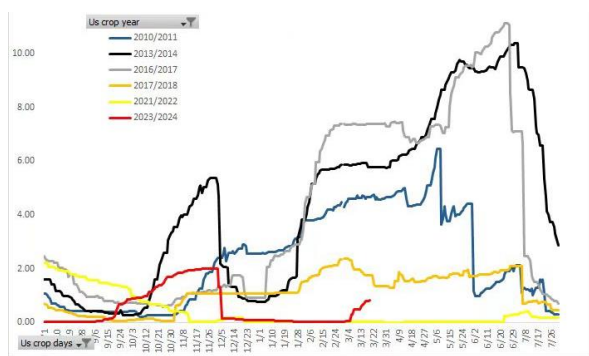
数据来源：CFITC，国贸期货整理

图表 13：美棉期货+期权管理基金多头持仓占比



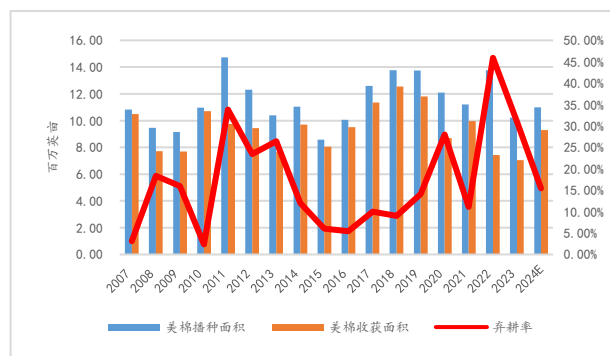
数据来源：CFITC，国贸期货整理

图表 14: 美棉仓单数量



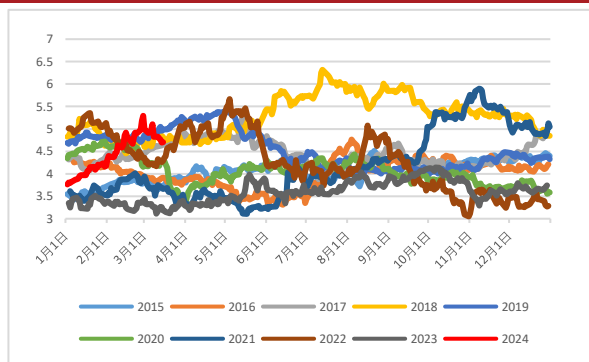
数据来源: USDA, 国贸期货整理

图表 15: 美棉植棉面积及弃耕率



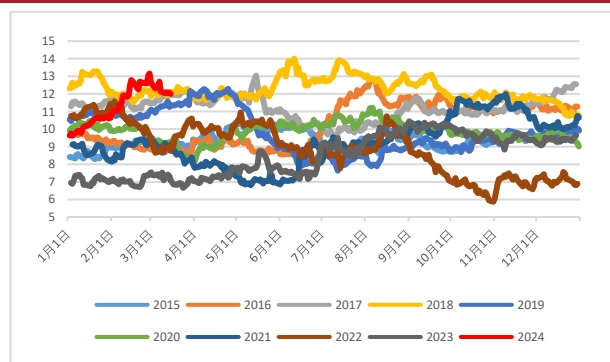
数据来源: USDA, 国贸期货整理

图表 16: 美国棉粮比价 (美棉/美大豆)



数据来源: WIND, 国贸期货整理

图表 17: 美国棉粮比价 (美棉/美玉米)



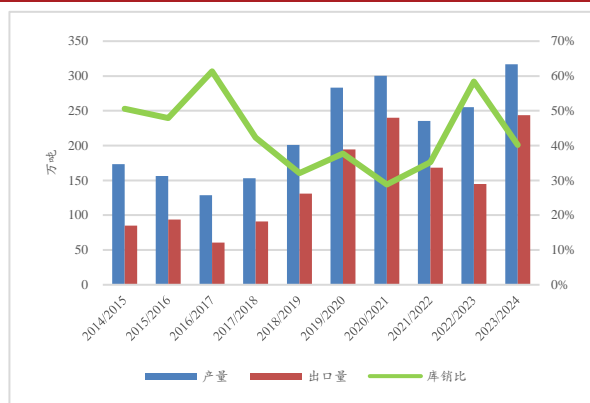
数据来源: WIND, 国贸期货整理

## 2.3 巴西: 产销双增, 对华放量

受益于良好的生长天气, 23/24 年度巴西棉整体呈现丰产格局。据巴西棉农协会 (ABRAPA) 的最新报告, 截至 3 月中旬, 2024 年新棉已完成播种, 植棉总面积为 186.7 万公顷, 同比增长 11.6%, 产量预计为 337 万吨; 同比增长 3.1%。CONAB 预测种植面积为 193.6 万公顷, 同比增长 16.3%, 产量预计为 356 万吨, 同比增截至 3 月中旬, 巴西 2024 年棉花的预长 12.2%。销售比例达到 58%, 2023 年棉花的销售比例为 85%。

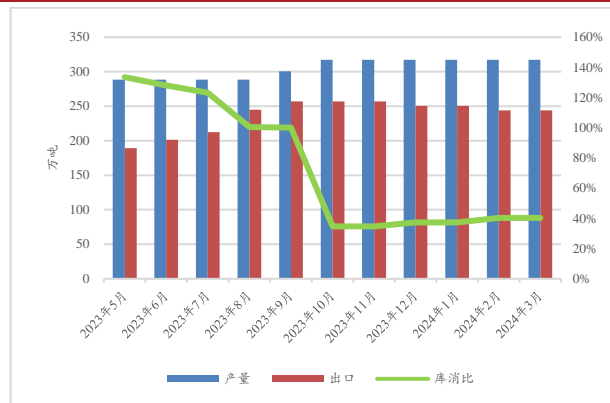
出口方面, 截至目前 23/24 年度巴西棉累计出口量达到 160 万吨, 同比增长 45.6%, 仅次于 18/19 年度。中国成为巴西棉出口的第一大目的地。2023 年 8 月至 2024 年 2 月, 巴西累计对中国出口 100 万吨, 占总出口的 62%。

图表 18：近十年巴西棉花供需形势



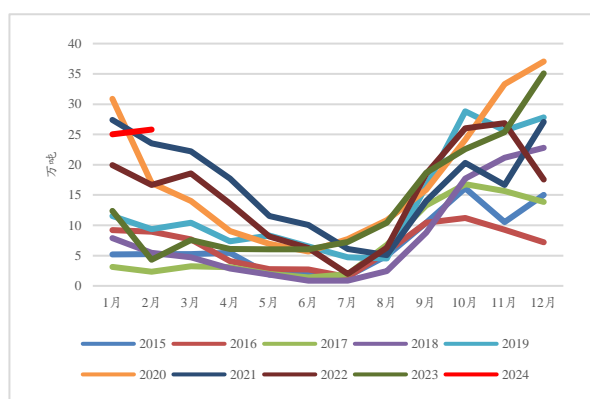
数据来源：USDA，国贸期货整理

图表 19：2023/24 年度巴西棉花供需形势



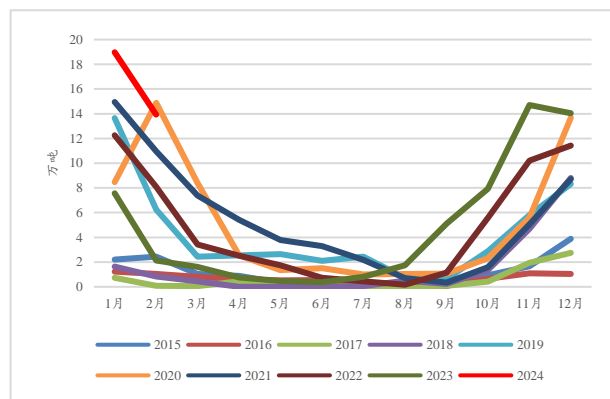
数据来源：USDA，国贸期货整理

图表 20：巴西棉出口量



数据来源：巴西海关，国贸期货整理

图表 21：中国进口巴西棉数量



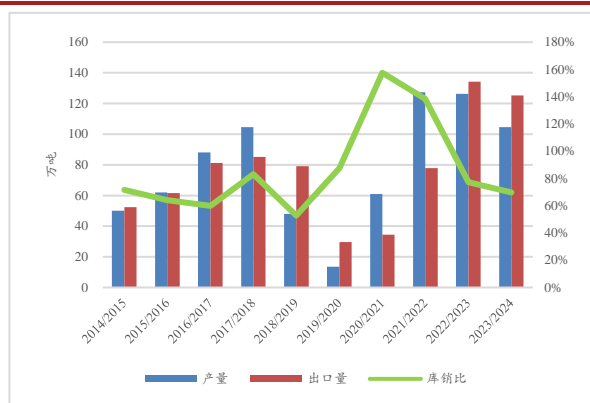
数据来源：海关总署，国贸期货整理

## 2.4 澳大利亚：中澳缓和，对华放量

澳大利亚相关机构研究显示，23/24 年度澳大利亚棉花产量预计接近 490 万包，高于 2 月底预测的 470 万包主要原因是主产区的灌溉田单产提高。根据本次调查，澳大利亚植棉总面积为 50.886 万公顷，总产量约 106 万吨。澳大利亚农业资源经济研究局（ABARES）的最新预测显示，2023/24 年度澳大利亚棉花产量为 100 万吨，虽然同比下降 18%，但较上次预测提高了 7.5 万吨。

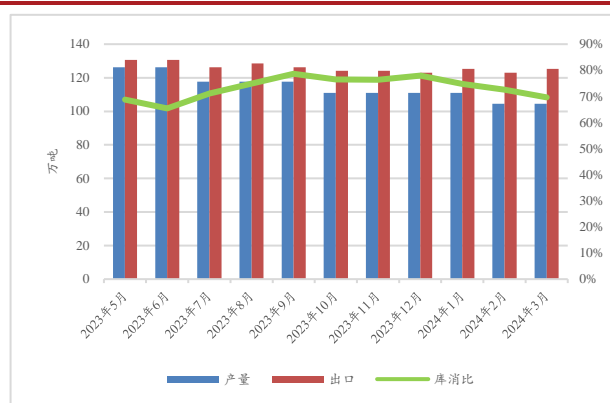
受益于中澳关系持续回暖，以及美棉供应偏紧、价格高昂，中国进口澳大利亚棉花数量自去年 7 月以来迅速提升，澳棉对华出口同比增长显著。据海关总署统计，去年 7 月至今年 2 月，中国累计进口澳棉 28.69 万吨，同期仅为 2.62 万吨。

图表 22：近十年澳大利亚棉花供需形势



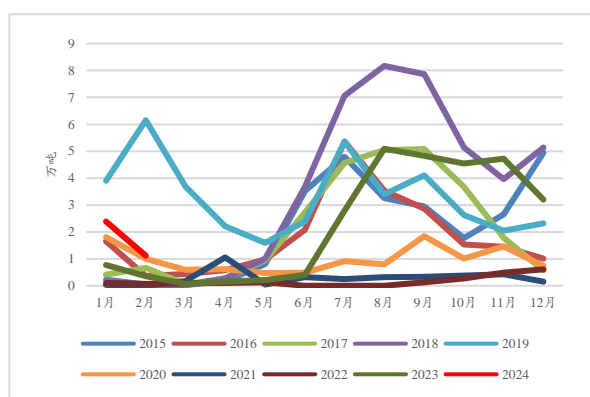
数据来源：USDA，国贸期货整理

图表 23：2023/24 年度巴西棉花供需形势



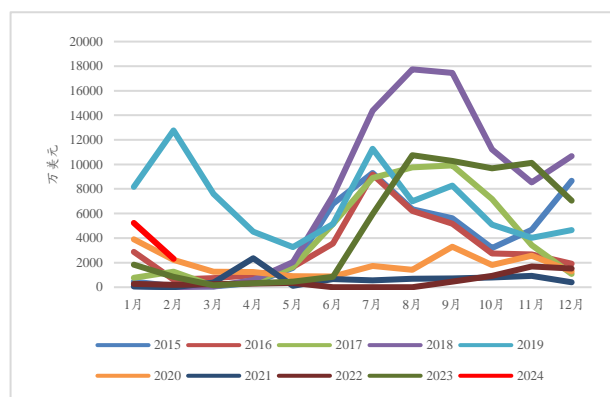
数据来源：USDA，国贸期货整理

图表 24：中国进口澳棉数量



数据来源：海关总署，国贸期货整理

图表 25：中国进口澳棉金额



数据来源：海关总署，国贸期货整理

## 2.5 印度：产减需稳，开机走弱

据 USDA 3 月预估，23/24 年度印度产量 555 万吨，消费量 523 万吨，期末库销比 47%，处于近五年中性水平。印度棉花协会（CAI）将 23/24 年度印度棉花产量上调了约 5%，达到 3097 万包，棉花进口量为 40 万包。由于国内纱产量增加，2023/24 年度棉花消费量调增 60 万包，至 3170 万包。期末库存预计为 2000 万包。

23/24 年度，印度棉花出口出现了显著增长，印度棉花协会（CAI）预计出口将达到 2200-2500 万包，主要原因是印度棉价相对于其他棉花更有性价比，吸引中国以及东南亚纺织国大量进口。

受累于国际棉花价格特别是美棉价格上涨导致的溯源订单制作成本提高，东南亚主要纺织国开机率普遍下调，棉花采购需求走弱。

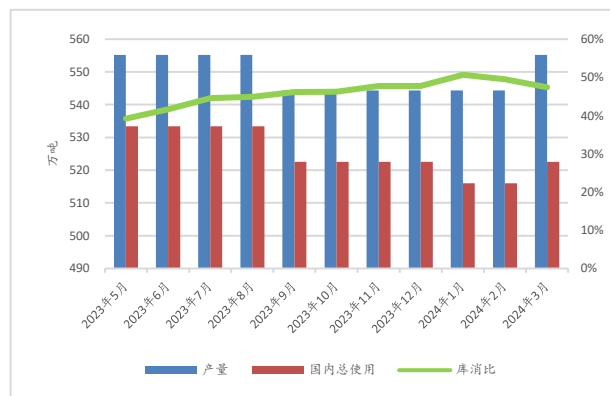


图表 26：近十年印度棉花供需形势



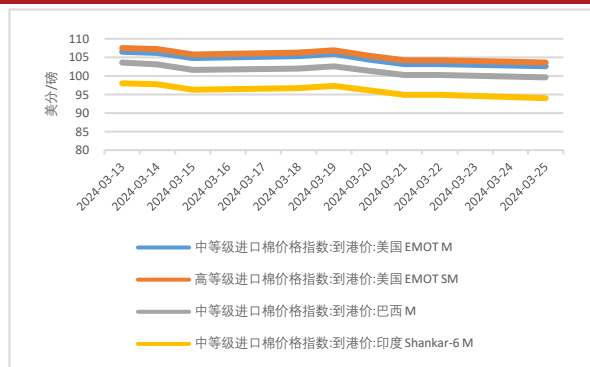
数据来源：USDA，国贸期货整理

图表 27：2023/24 年度印度棉花供需形势



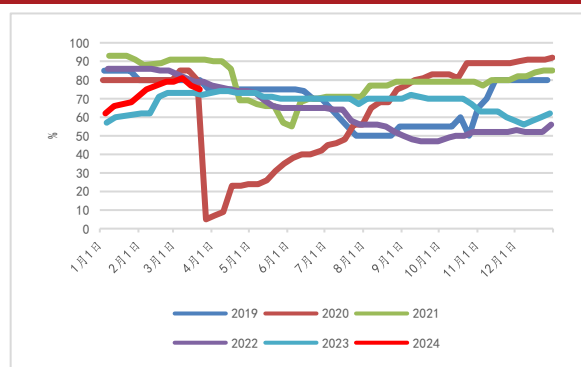
数据来源：USDA，国贸期货整理

图表 28：国内进口棉价格对比



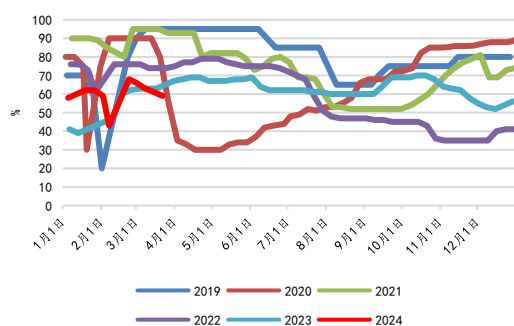
数据来源：中国棉花信息网，国贸期货整理

图表 29：印度开机率



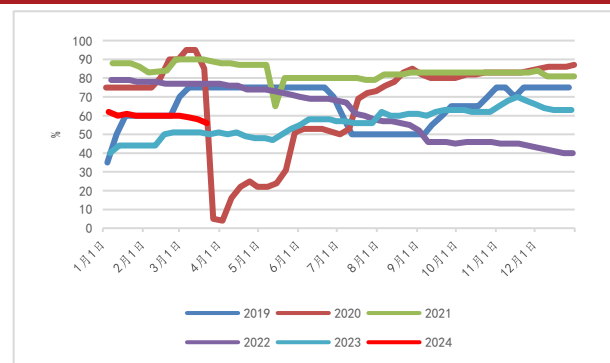
数据来源：TTEB，国贸期货整理

图表 30：越南开机率



数据来源：TTEB，国贸期货整理

图表 31：巴基斯坦开机率



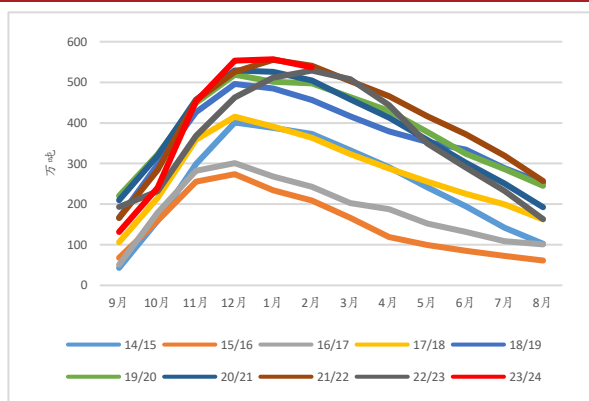
数据来源：TTEB，国贸期货整理

## 3 国内棉市

### 3.1 供应：年内纱花供应宽裕，上游挺价意愿较强

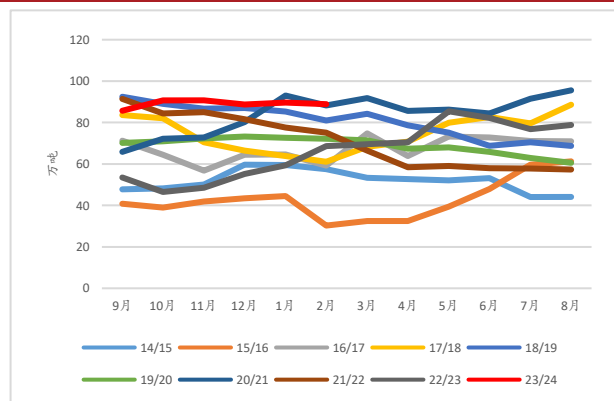
供应端，去年新疆棉大幅减产，但进口花纱放量，有效填补了国内供需缺口；同时，去年减产导致棉花价格上涨，也在一定程度上抑制了下游消费，棉纱库存淤积情况较为严重。总体来看，国内棉花工商业库存高位，由于进口棉大量到港叠加需求偏弱，大量进口棉积压在保税区难以消化，棉纱社会库存暂时难以有效去化；从下游产业链来看，纱厂原料库存企稳回升，纱厂成品库存继续累积，织厂原料库存回落但仍处于高位，织厂成品库存有所累积。总体来看，年内供应较为宽裕。

图表 32：全国棉花商业库存



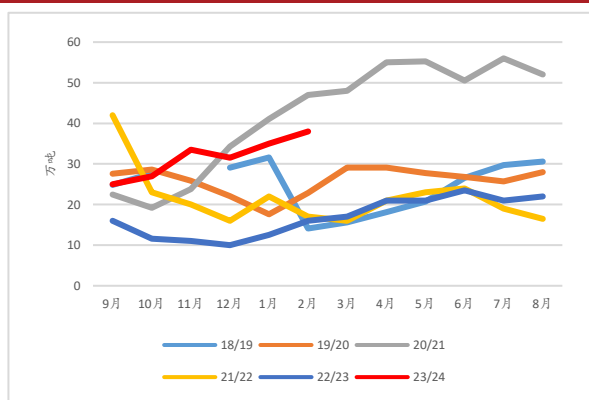
数据来源：中国棉花信息网，国贸期货整理

图表 33：全国棉花工业库存



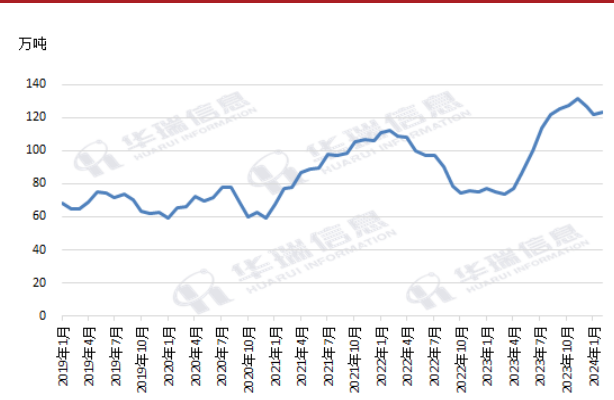
数据来源：中国棉花信息网，国贸期货整理

图表 34：全国棉花保税区商业库存



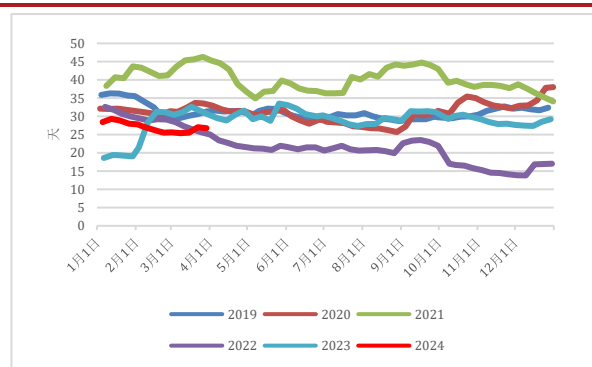
数据来源：中国棉花信息网，国贸期货整理

图表 35：中国纯棉纱总库存



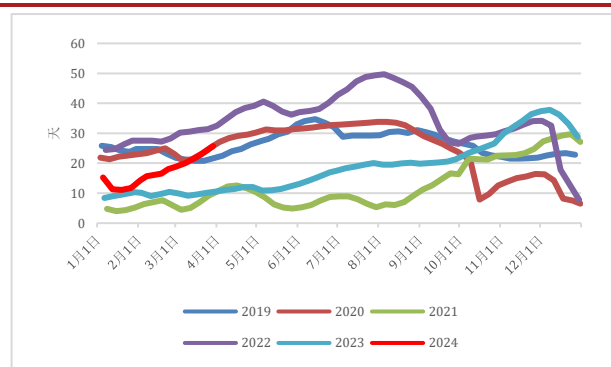
数据来源：TTEB，国贸期货整理

图表 36：纱厂原料库存



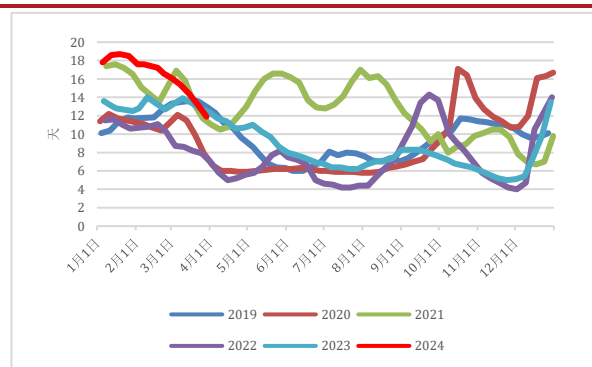
数据来源：TTEB，国贸期货整理

图表 37：纱厂成品库存



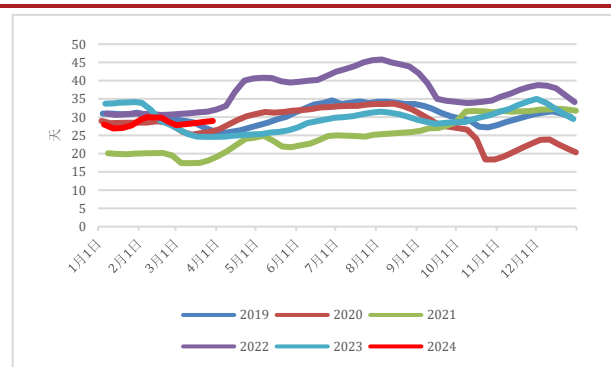
数据来源：TTEB，国贸期货整理

图表 38：织厂原料库存



数据来源：TTEB，国贸期货整理

图表 39：织厂成品库存



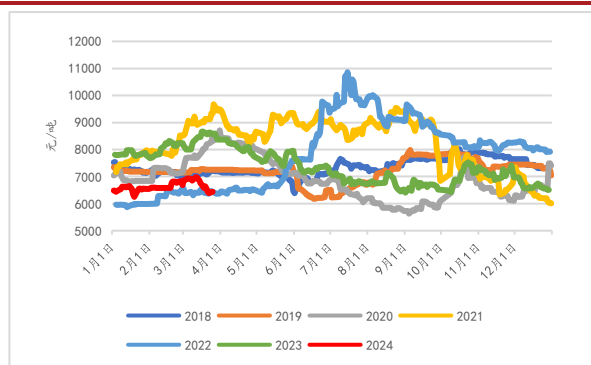
数据来源：TTEB，国贸期货整理

### 3.2 需求：主动补库尚未结束，下游需求仍存支撑

前期郑棉一度跌破 16000，新疆棉基差报价有所回调，但高支纱报价下调幅度略大，纺纱利润没有明显改善。终端消费不甚如意，加之布厂节前备库，节后纱厂订单新增较少，近期主要处理节前订单；从品种来看，中高支纱订单相对较好，低支纱需求没有明显改善；从地区来看，江浙地区家纺、床品需求相对于珠三角地区针织需求较好。总体来看，国内“金三银四”旺季消费可能不及预期，但仍需观察天气回暖后下游的订单情况。

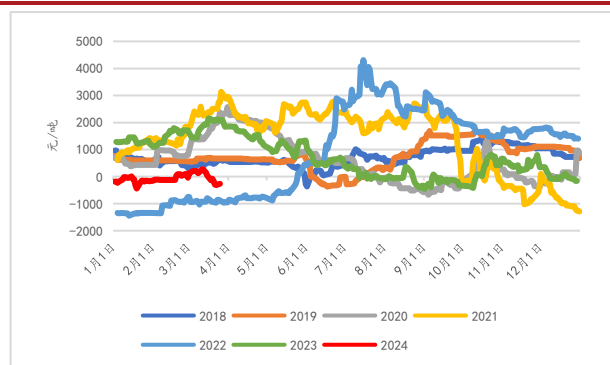
从库存周期的角度来看，国内方面，去年 6 月起，纺织服装、服饰业产成品库存同比降幅逐渐收窄，目前仍处于主动补库周期之中。主动补库周期内，终端服装消费的改善将自下而上地带动中上游棉花、棉纱、棉布的消费，目前棉纺产业链消费仍处于同比改善的进程中。国际方面，当前美国批发商服装及面料库存已经从被动去库转向主动补库阶段，目前美国服装类库存的历史分位已处在几乎历史最低的位置，今年海外补库需求也将对国内出口形成较强支撑。

图表 40：纱花现货价差



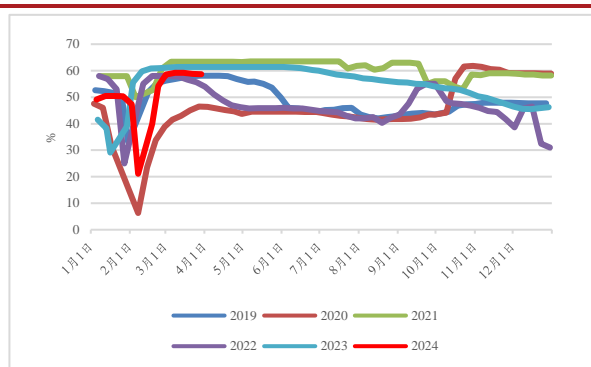
数据来源：MYSTEEL，国贸期货整理

图表 41：即期纺纱利润



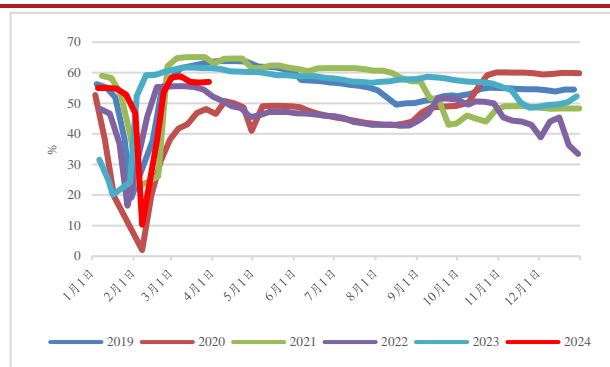
数据来源：MYSTEEL，国贸期货整理

图表 42：纯棉纱厂负荷



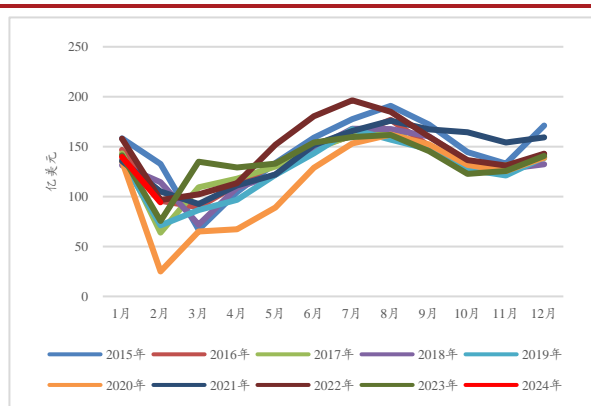
数据来源：TTEB，国贸期货整理

图表 43：全棉坯布负荷



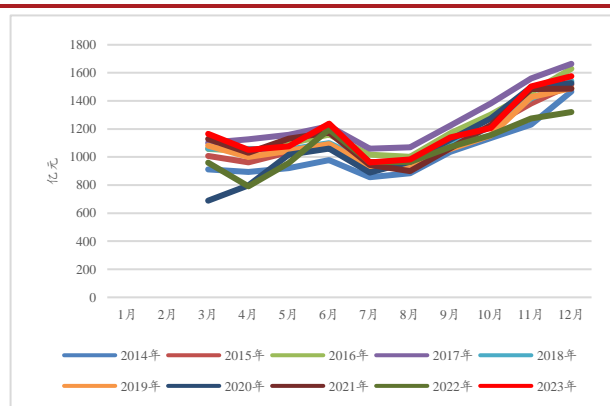
数据来源：TTEB，国贸期货整理

图表 44：国内服装及衣着附件出口总额



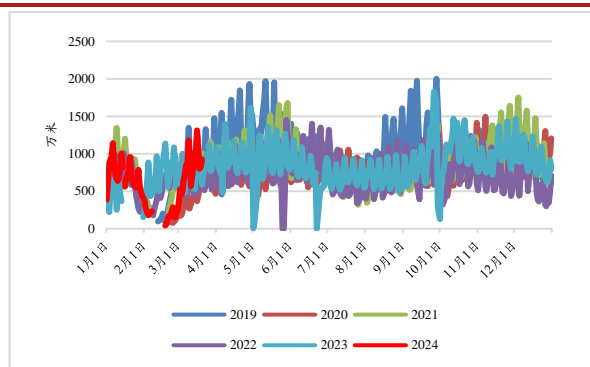
数据来源：海关总署，国贸期货整理

图表 45：国内服装鞋帽、针、纺织品零售总额



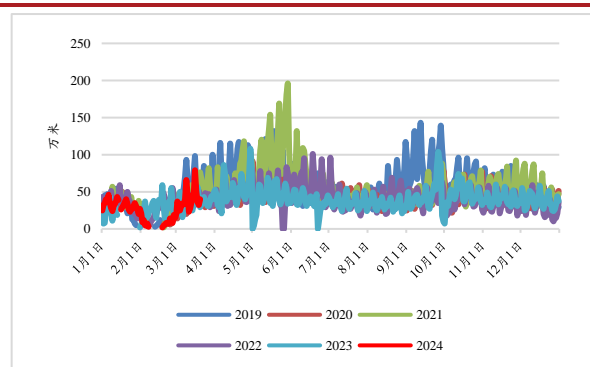
数据来源：国家统计局，国贸期货整理

图表 46：轻纺城日成交量



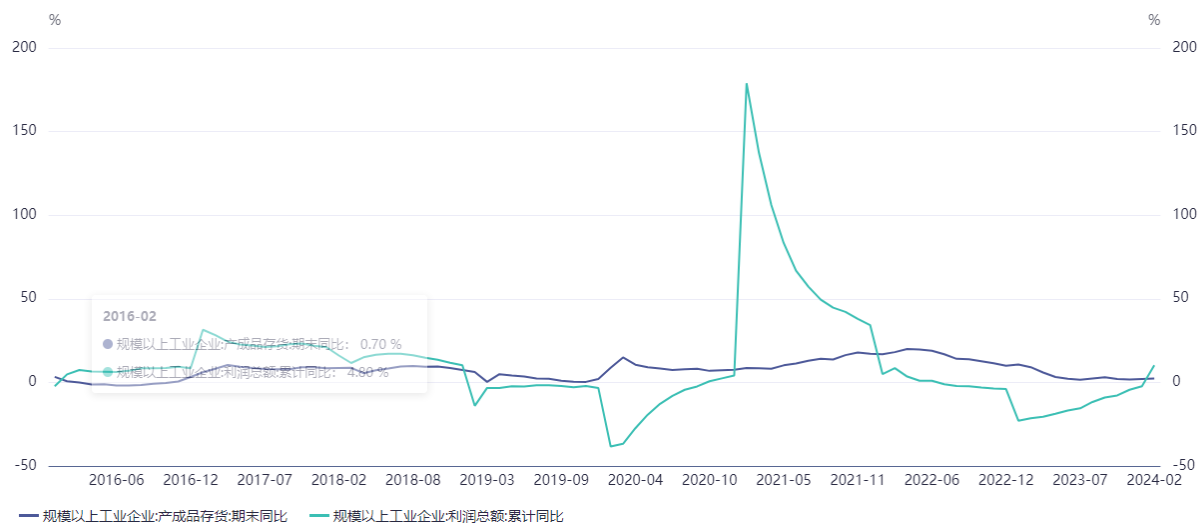
数据来源：海关总署，国贸期货整理

图表 47：轻纺城棉布日成交量



数据来源：国家统计局，国贸期货整理

图表 48：中国工业企业产成品库存及利润总额同比变动



数据来源：IFIND，国贸期货整理

图表 49：中国纺织服装、服饰业库存及消费同比变动情况





数据来源：IFIND，国贸期货整理

图表 50：美国服装库存周期



数据来源：IFIND，国贸期货整理

## 4 总结

宏观上，国内方面，货币端维持宽松，财政端开始发力，有利于提振商品需求，推动商品走强。国际方面，美联储年内降息几成定局，市场预计降息周期将于今年下半年开启，未来美元筑顶回落概率较大，有利于打开美元定价商品的上涨空间。总体来看，今年下半年商品有望实现内外共振上涨，从而对宏观属性较强的郑棉形成支撑。

供应端，国内方面，虽然去年新疆棉减产，但花纱进口规模较大，对冲减产影响；另一方面，中游纱线累库，进一步加大了产业链的供应压力。国际方面，由于上年度美棉减产、前期中国轮储以及本年度美国纺服补库周期的到来，美棉供应阶段性紧张；但巴西棉、澳棉丰产，国际棉花市场总体供应依然较为宽松。展望今年，高价美棉有望刺激棉农种植积极性，如果天

气表现良好，美棉单产也将同比修复，今年美棉有望实现恢复性增长。总体来看，今年国内外供应总量预期宽裕，未来关注主产区天气情况。

需求端，国内外纺服行业均处于主动补库周期，但补库力度较为有限。国内方面，今年金三银四旺季不旺，下游织厂开机率下降，纱厂累库，二季度随着下游转淡，或对纱厂开机形成负反馈。国际方面，美棉挤仓抑制东南亚纱厂补库积极性，东南亚纱厂开机率普遍下调。总体来看，虽然短期上游原料挺价情绪较强，但如果近期需求端仍无明显改善，随着成品库存继续累积，二季度或对棉价形成冲击。

总体来看，外盘方面，低仓单及强买盘支撑仍存，短期美棉近月合约挤仓逻辑尚难证伪，关注前低 90 美分一线的支撑力度；内盘方面，短期下游消费旺季不旺，中长期国内纺服行业主动补库周期尚未结束，旺季高开工背景下，下方点价盘支撑较强。随着交割月临近，以及新年度面积和天气炒作窗口期到来，预计美棉上行动力仍存，郑棉维持震荡偏强态势，节奏上以跟随美棉为主。

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

免责声明