

棉花：高库存压力下，警惕消费下滑风险

永安期货研究中心农产品团队

从 2023 年 10 月初起，在产区抢收预期落空、传统旺季“金九银十”较弱、棉纱库存累积至历史最高、商品整体下挫大背景等因素作用下，郑棉自最高约 17800 元/吨下跌至 11 月底约 14500 元/吨的低点。随后在部分产业企业开始接货的情况下止跌，年前订单也如期而至，下游织厂、棉纱贸易商及布行均开始补库备货，棉纱流动性恢复，纱厂利润有所回升，下游产业回暖，郑棉也一路上涨至约 16000 元/吨。

春节期间，由于美棉销售进度较快以及美国农业部 USDA 将其本作季平衡表调紧，外棉开启强势上涨，一度超过 100 美分/磅，内外价差出现严重倒挂，但国内节后订单较弱，“金三银四”传统旺季初期较差，郑棉跟随强势的美棉小幅上涨至最高 16450 元/吨，随后在内外价差倒挂的支撑下维持震荡格局。

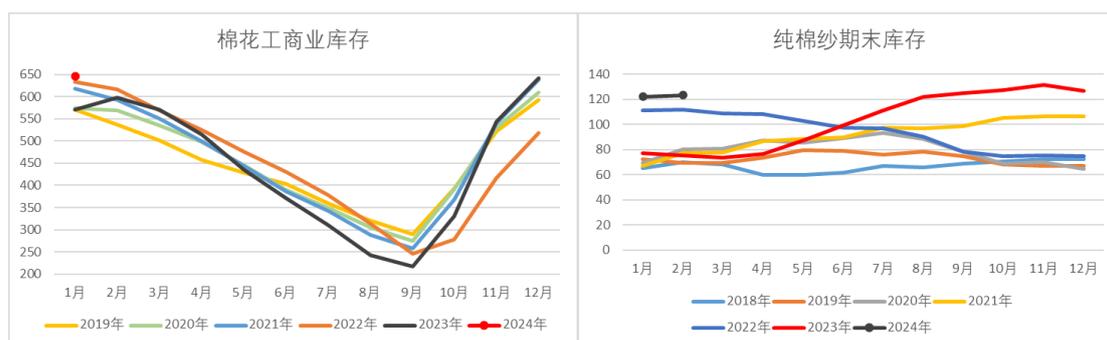
对于后市，新疆产区存在种植面积减少但单产大概率回升的预期，总体产量的变化量预计较为有限，影响棉价的大变量在需求端。考虑到目前的高库存背景，需警惕后续需求不足的风险，主要关注国内消费是否出现退坡以及海外纺服终端补库的时间及强度。

一、棉花棉纱库存高压力大

棉花信息网数据显示 1 月全国棉花工商业库存 646.39 万吨，处于历史高位，同比去年高 75.2 万吨，环比 12 月数据增加 4.73 万吨。

另外由于去年旺盛的投机需求遭遇“金九银十”旺季不旺，棉纱库存逐步累积到历史高位，虽然随后在年前订单出现季节性增加，贸易商及下游企业同时进行备货使得纱线市场成交回暖，但棉纱库存并未有明显下降，棉纺织信息网统计的2月纯棉纱期末库存为123.4万吨，同比提升48.2万吨，同时环比增加1.2万吨。如此高的棉花棉纱库存形成了较大压力，也需要较好的下游需求才能消化，但从国内及海外市场看，笔者认为今年棉花消费仍充满不确定性，可能存在一定下滑风险。

图 1、棉花及棉纱库存



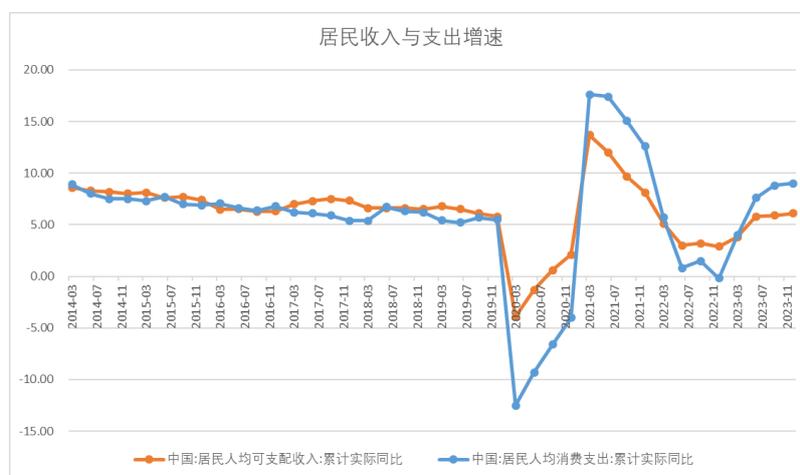
数据来源：Wind、TTEB、永安期货研究中心

二、国内可能面临疫后报复性消费退坡

去年各地文旅爆火消息不断，随之带来酒店行业床品替换需求及纺服零售转暖，棉花消费同步提升，而今年或将有报复性消费退坡风险。从国家统计局公布的数据看，截至2023年Q4，居民人均消费支出同比增速已连续三个季度大幅超过居民人均可支配收入同比增速，这反映了居民在疫情后报复性消费的行为。向前追溯观察，我们会发现在疫情前的年份中，居民收入增速略微超过消费支出增速的这种

“攒钱”状态才是常态，而疫情后在 2020 和 2022 年经历了两年收入增速大幅超过消费增速的“超额攒钱”年度，也在 2021 和 2023 年经历了两年消费增速大幅超过收入增速的“报复性消费”年度。从这个规律来看，在 2024 年 Q1 将可能迎来收入与消费增速的平衡，随后在 2024 年整年或表现出报复性消费的退坡。

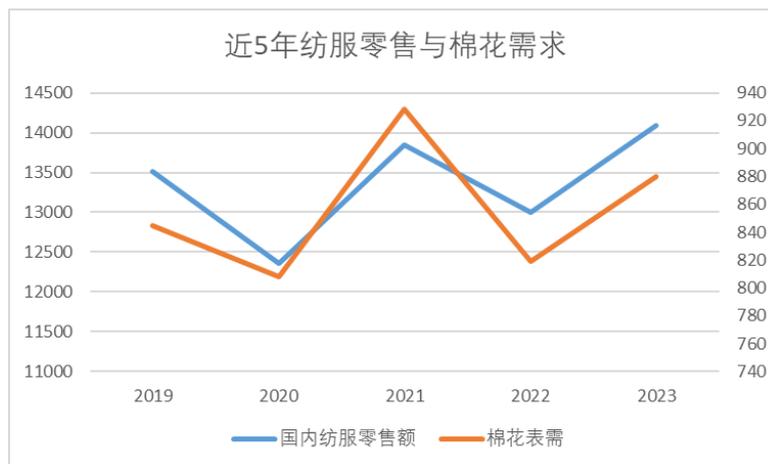
图 2、国内居民可支配收入与消费支出



数据来源：Wind、永安期货研究中心

与棉花产业结合去看，近几年这样大幅波动的居民攒钱及消费倾向与纺织服装消费及棉花需求走向一致。在大体为“攒钱”状态的 2020 及 2022 年，国家统计局公布的国内纺服零售额和笔者计算的全年棉花表需均处于近几年低点。而在大体为“报复性消费”的 2021 和 2023 年，国内纺服零售额与棉花表需也均处于近年来高位。所以若判断国内疫情后报复性消费在 2024 年退坡，那么棉花整体需求可能也难以乐观。

图 3、国内纺服零售与棉花需求

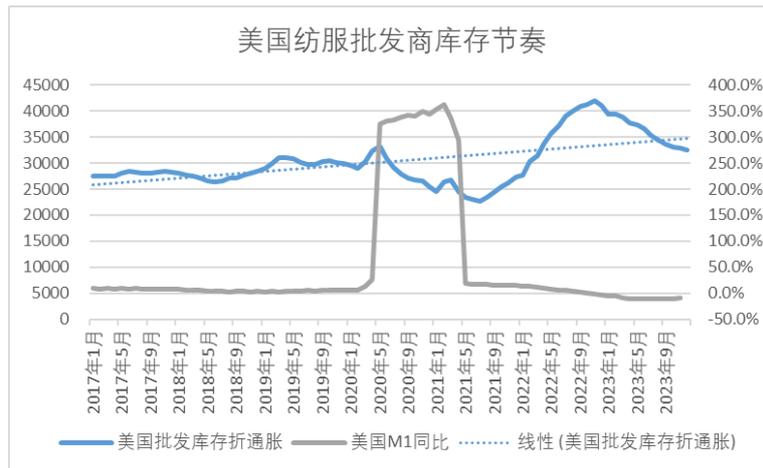


数据来源：Wind、永安期货研究中心

三、短期可能难见海外纺服补库

历史数据表明美国纺服库存在正常情况下多以一个固定增速稳步增长，只有在2020年5月开始大幅去化，直至2021年7月突破区间至历史低位，这段时间内同期发生的是美国M1货币同比增长持续处于300%以上的高位（正常年份值大概在10%以内），可以说当时政府直接发钱在短期迅速拉动了消费，接下来刺激了纺服批发商从2021年8月开始大幅补库至2022年11月高位，之后就是持续至今的主动去库阶段，这一场大约长达三年半的始于美国激进刺激政策的库存周期接近尾声。而如今，利率已较此前大幅补库期抬升明显，较高的资金成本将压制补库行为，后续库存可能回到正常增长区间，或继续去化一段时间，立即转为大幅补库的可能性偏低，且大概率会滞后于美联储降息，在本棉花作季内或难以见到。

图 4、美国纺服库存与货币



数据来源：Wind、永安期货研究中心

四、总结

当前，国内棉花及棉纱的库存均维持在较高水平，预计未来数月还将有大量进口棉花抵达港口，因此棉花供应相对充裕，在这样的背景下，笔者认为在后续需持续关注需求端的风险，一是国内消费是否会出现一定程度的退坡，二是海外纺服终端何时转入补库，以及补库强度如何，若仍继续去库或小幅补库，对我国纺服出口边际改善作用将较为有限。若后续需求端出现下滑，本年度积累的较高棉花和棉纱库存将面临消化难题，进而对棉价构成下行压力。总体来看，棉花市场的供需平衡将面临挑战，需警惕需求端风险。