

# 棉花年报

## 先抑后扬，等待黎明

### ◆ 报告要点

我们预期 2024 年，上半年震荡下行为主，下半年将有所好转。全球明年可能因为美国和新疆天气好转而增产，全球期末库存属于中高位值，供应宽裕，不缺棉花，国内明年工商期末库存供给平衡略偏紧，明年进口棉和进口纱将重回国内，带来冲击，大约增加供应 120 万吨，目前下游形势不是很乐观，主要体现在下游纱线、坯布、服装都在累积库存，尤其是棉纱的库存增长迅猛，中间棉纱贸易商社会库存巨大，纱厂纺纱利润亏损惨重，上下游传到不畅卡顿，需要一定周期去化解库存，才能有所起色，目前新疆棉收购已经结束，刚开始收购的高价棉花难以解套，低价棉花可以参与套保和交割，后期棉价上方套保压力存在，所以上半年棉花以走弱为主。但明年工商期末库存是偏紧的，所以到了 5 月份以后，棉花供应压力减弱，另外美国批发零售商库存降低，便具有采购动力，后期出口会有所好转。因此，我们认为，明年棉花期货价格上半年震荡下行为主，下半年将有所好转。

**风险点：欧美消费萎缩超预期；国内消费恢复超预期；经济出现严重下滑；**

2023-12-27

产业服务总部

棉纺产业服务中心

### 公司资质

长江期货股份有限公司交易咨询业务资格：鄂证监期货字[2014]1 号

### 研究员

洪润霞

咨询电话：027-65777176

从业编号：F0260331

投资咨询编号：Z0017099

黄尚海

咨询电话：027-65777089

从业编号：F0270997

投资咨询编号：Z0002826

### 联系人

钟舟

咨询电话：027-65777091

从业编号：F3059360

顾振翔

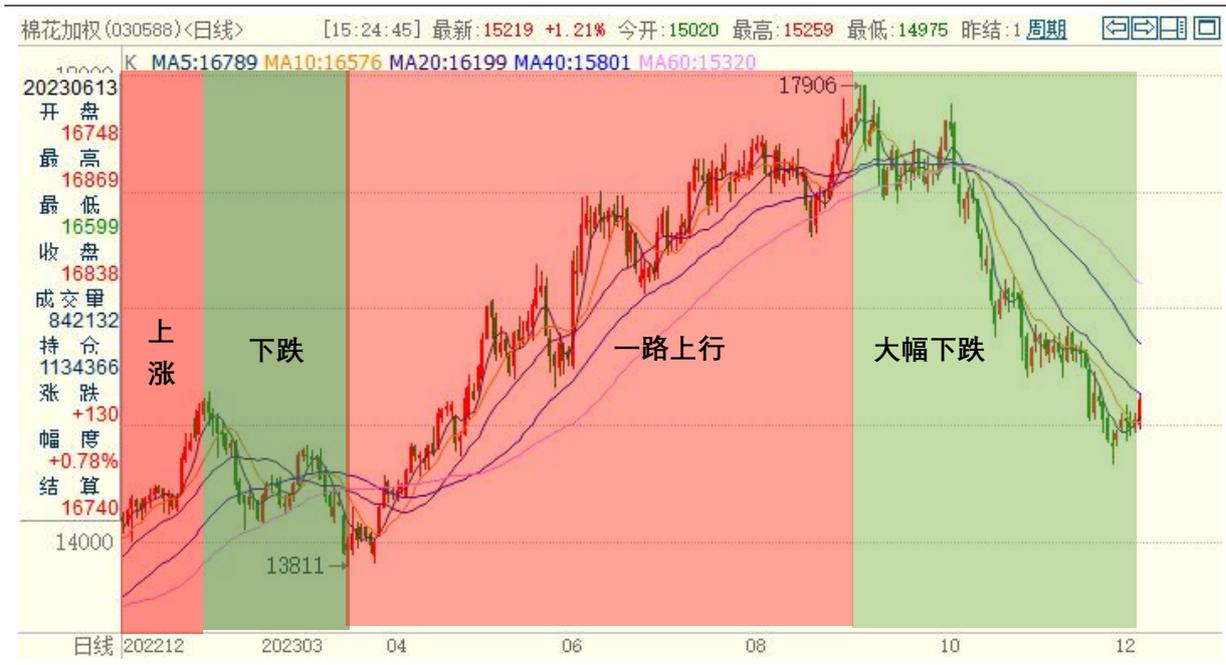
咨询电话：027-65777090

从业编号：F3033495

## 一、2023 年棉花期货行情回顾

2023 年棉花行情上半年主要以持续上涨为主，到了新花上市季节棉花出现转折，大幅度下跌，整体可以分为四个阶段：

图 1：棉花期货价格走势



资料来源：博易大师、长江期货

### 1、年初-1 月底，持续反弹

棉花行情从 2022 年 11 月 1 日开始出现反转反弹，当时印度产量有着反转的故事，之前市场预期印度棉会丰产至 600 万吨，但是事与愿违，从当时上市量来看，远远差于预期，周度上市量与三年周度均值少 9 万吨，预期产量下降至 540 万吨，那时候国际棉花价格已经远远高于国内棉花期货价格，形成的内外价差，导致国内棉花有竞争力，进口棉减少，国内棉花消费开始有起色，当时纱厂的纱线库存在 12 月下旬下降特别快，从 30 多天下降至 7.8 天，主要是纱线贸易商看好后市积极补库的结果，自从 12 月 7 日国家公布疫情放开后，助推行情进一步上行，因为疫后国内经济会开始复苏，消费会触底回升，这波预期一直持续到 1 月 31 日。

### 2、2 月 1 日-3 月 17 日，转而下跌

市场预期疫后会经济复苏，消费会启动，但是预期和现实还是有差距，棉花出现回调，从海关数据显示外需出口非常差，加上那时候国内工商库存数据显示偏高，市场担忧新疆棉过剩，又出现观望情绪。

### **3、3月27日-9月1日，继续上涨**

3月底一般是一年的转折点，此时 USDA 种植报告在3月底会公布，市场预期全球种植面积会减少，由于过高的粮棉比，种植粮食收益远高于种植棉花，在3月底公布的 USDA 报告中披露，预期美国棉花种植面积将减少 18.2%，助推棉花价格进一步上涨到了 14500，到了4月份，发改委公布最新的新疆目标直补政策，调整了以往的政策，高于 510 万吨产量不补贴，有利于引导棉花改种粮食作物，导致新疆棉花种植面积会减少，进一步助推棉花价格上涨到 15200，到了5月份，在五一期间新疆出现了低温沙城暴天气，使得南北疆棉花受灾，需要补种和积温不够，导致棉花上市会推迟 10 来天，新疆棉花既减面积又减单产预期强烈，行情进一步上涨到 16300，到了6月份，市场发现工商库存偏低，而且非常紧张，行情进一步发力上涨至 17900。

### **4、9月1日-至今，反转大跌**

国家抛储政策在7月底公布，从7月31日抛储以来，以及增发进口配额 70 万吨的杀伤力，逐渐显现，加上随着棉价的上涨，下游无法承受高昂的棉价，纺纱出现大幅亏损，而且到了9、10月份出现了旺季不旺局面，为下游消费定下了基调，虽然新花马上要上市，今年一直有着的抢收预期也降温，加上在十一期间新疆收购气氛和籽棉收购价格明显下降，十一后，期货市场开市后基本确定市场方向，价格要往下走，之后期货价格一路下跌。而且此时，棉纱贸易商社会库存量巨大有 150 万吨，给后期纱价带来压力，目前纱厂的纱线库存和织布厂的坯布库存也在累积，下游服装纺织库存也在累积，后期需要有个去库的过程，才会好转，在 11、12 月份，纱厂的开机率显著下滑，意味着后期棉花消费降低。

## **二、棉花供需平衡表分析**

### **1、全球明年期末库存依然高位供应依然宽裕**

从 12 月份最新的 USDA 供需平衡表可以看出，期末库存最悲观的年度是 19/20 年疫情刚发生

的时候，期末库存 1916.5 万吨，跨年度转移库存 320.8 万吨，供应过剩量 674.1 万吨，由于 2020 年全球放水，全球消费急剧上升，快速去库，到了 22 年-23 年美联储加息，外需消费有所下滑，跨年继续累库，到了 23 年供应转为宽松，所以外棉较弱，一直低位运行，23/24 年度消费略有好转、但产量有所下滑，期末库存跟 22/23 年度基本保持一致达到 1794 万吨，变化不大，供应较为宽松。

图 2：全球供需平衡表

项目	15/16年度	16/17年度	17/18年度	18/19年度	19/20年度	20/21年度	21/22年度	22/23年度	23/24年度
全球产量	2093.7	2322.7 ↑ (+229)	2695.1 ↑ (+372.4)	2595.2 ↓	2594.8 ↓	2483.7	2494.0	2539.5	2458.5
全球消费量	2465.3	2529.5	2672.9	2617.7 ↓ (-55.2)	2287.0 ↓ (-330.7)	2704.7	2530.6	2428.2	2476.1
产销缺口	-371.6	-206.8	22.2	-22.5	307.8	-221	-36.6	111.3	-17.6
期末库存	1962.7	1748.1	1762	1757.6	1916.5 ↑ (+158.9)	1690.7	1662.1	1803.5	1794
中国抛储	262	322	250	100	50	0	120	25.6	61.4
中国收储	0	0	0	0	37	0	5	0	0
跨年转移库存	-109.6	115.2	272.2	77.5	320.8	-221	78.4	136.9	43.8
社会流动库存量	紧张，靠消耗期末库存弥补	5.6，稍微缓和，达到平衡	277.8 供给宽松	353.3 供给更加宽松	674.1 过剩严峻	453.1 剩大 幅缓和	531.5，过剩略增	668.4 过剩更加严峻	712.2 过剩加重

资料来源：USDA、长江期货

## 2、国内明年供需相对平衡略紧，跟今年类似

新年度新疆棉会减产，大约 62 万吨，预计国内消费明年会比今年会差些，新年度进口棉预计回升至 180 万吨，今年和明年 8 月工商期末库存分别为 241.9 万吨和 248.9 万吨，供需基本平衡略微偏紧，今年和明年的供需状况差不多

图 3：国内供需平衡表

项目	15/16年度	16/17年度	17/18年度	18/19年度	19/20年度	20/21年度	21/22年度	22/23年度	23/24年度
产量	450	460	550	563	540	620	580	630	586
消费量	750	842.85	840.51	803.52 ↓ (-120)	778.26	887.6	841.12	861.98	830
产销缺口	-300	-350	-320	-187	-260	-240	-150	-231.98	-224
进口棉	96	100	120	210 ↑ (+90)	260	200	172	135	180
当年实际抛储	262	322	250	100	0	50	120	25	71
当年收储	0	0	0	0	37	0	5	0	0
年度供应缺口	-204	39.15	79.49	69.48	-15.26	-17.6	25.88	-71.98	7
可流通8月工商期末库存	211	171.85	251.34	320.82	305.56	288	313.88	241.9	248.9
第四季度进口棉	24	25	30	52	64	49	42	33	45
第四季度工商库存	235	196.85	281.34	372.82	369.56	337	355.88	274.9	313.9

资料来源：中国棉花信息网、长江期货

### 3、下个年度全球产量可能存在哪些变化

第一个变化可能来自于美国，去年由于拉尼娜天气的影响，美国出现干旱天气，单产减少，今年则由拉尼娜天气结束转为厄尔尼诺天气，美国今年又出现了干旱，还超越于去年的天气，美国棉花减产至历史极值，只有 278 万吨，市场预期厄尔尼诺天气在明年 4 月份结束，连续三年干旱的天气历史少见，明年美国天气大概率会出现好转，单产提升，明年美国棉花产量会恢复，丰产的年份在 420 万吨，一般年份在 350 万吨左右，由于美棉减面积 18.2%，这样有望增产 60 万吨可能性，对明年的棉花带来一定压力。

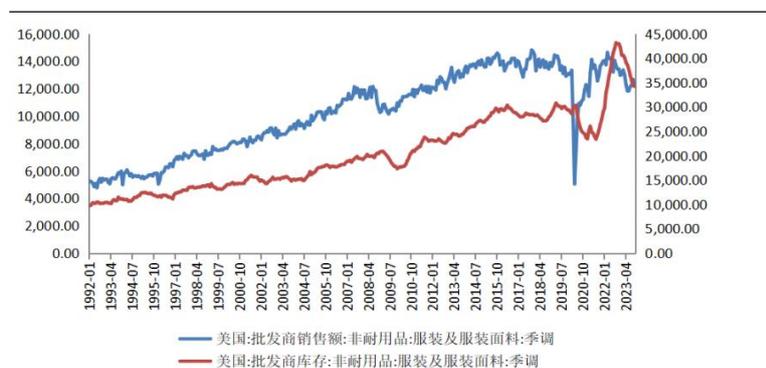
第二个变化可能来自于中国，新疆今年减面积 10%，是因为改种了粮食作物，但是今年也同样出现了受灾的天气，预期产量 500-530 万吨，明年如果天气正常，单产有望恢复，产量有可能达到 550 万吨，不过，新疆产量基本稳定，不会造成太大影响。

## 三、下游消费情况分析

### 1、美国纺服库存偏高仍在去库中，明年补库动力可能好转

自从 2020 年全球疫情，美联储释放大量货币流动性后，全球经济复苏，美国批发商大量采购，导致美国批发商库存处在近 30 年的最高位，2022 年开始去库，截止到现在库存有一定的下降，但是还是维持高位，需要进一步下降，近期批发商库存下降，而零售商库存存在上升，表明批发商库存转嫁到零售商库存，说明四季度消费并未出现增长。预示着美国短中期补库动力仍不足，但是再经过半年去库，明年美国补库动力可能有所启动。

图 4：美国纺服批发和零售商



资料来源：同花顺、长江期货

## 2、国内下游库存分析

### (1) 下游成品库存在累积

目前纱厂的纱线库存累积速度超级快，快触达近 4 年的历史高点，目前境遇较差，供大于求，一方面影响棉花采购动力，另一方面影响纱价后期有进一步下跌的动力，另外织布厂的坯布库存也在累积，说明下游终端消费也传导不畅。

图 5：纱厂纱线库存指数



资料来源：同花顺、长江期货

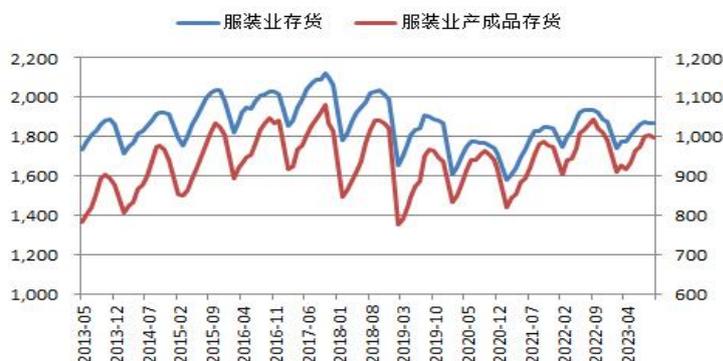
图 6：织布厂坯布库存指数



资料来源：同花顺、长江期货

目前下游服装库存处于近 10 年以来中高位值，拉长时间看，整体变化不大，但是今年服装也在累积库存当中，说明今年终端消费增长有限。

图 7：国内服装存货情况



资料来源：同花顺、长江期货

### (2) 纱厂原料库存保持平稳，织布厂原料库存在降低

纱厂今年的棉花原料库存整体保持平稳，维持在 30 天，变化不大，属于中位值水平，织布厂棉

纱原料库存今年 1 月以来维持下降态势，说明织布厂不想囤积太多的原料，按需采买，目前棉纱社会库存较大，棉纱一部分仍在纱厂，一部分在棉纱贸易商手上。预期后期纱厂去库不会很快，首先需要贸易商库存去化，但是贸易商高价棉纱去库难度有点大，所以，对纱厂棉纱后市不乐观，除非服装下游消费确实好起来。

图 8：纱厂棉花库存



资料来源：同花顺、长江期货

图 9：织布棉纱库存



资料来源：同花顺、长江期货

### (3) 国内开工负荷分析

今年纱厂的开机负荷上半年维持高位 60%，但是随着纺纱亏损严重，下半年开机率开始下滑至 47%，尤其 11、12 月份开机率下降明显，今年织布厂开机率一直维持在高位 60%，一直比较平稳，近 2 个月下滑明显，预期后期开机率不乐观，这样对于棉花的采购力度将有所下降。

图 10：纱厂开工负荷



资料来源：卓创资讯、IFIND、长江期货

图 11：织布厂开工负荷



资料来源：卓创资讯、IFIND、长江期货

### (4) 国内纱线利润盈亏点分析

今年棉花价格是一路上涨，在新花收购季节才反转下跌，实际上，棉纱价格从去年到现在是一路下行的趋势，下游被动受上游棉花价格上涨，阶段性棉花上涨，棉纱才小幅度上涨，纺纱一直亏损，在9月份棉价涨到最高17900元/吨的时候，纺纱亏损最大，达到亏损3000元/吨，10月份棉价反转大跌，亏损幅度有所降低，以目前棉纱21800元/吨，纺纱成本7000-8000，棉花到厂价格16300，目前纱厂纺纱亏损1500-2500元/吨，测算棉花盈亏平衡点，纱厂保本情况下，所能承受的棉花成本为13800-14800元/吨，这是到厂的价格，折算到新疆提货价格，扣掉运输成本，运到内地河南600元/吨，国家补贴300元/吨，扣除300元/吨成本，新疆提货价格13500-14500元/吨，期货与现货还有一定的基差，差不多600元/吨，那么预测期货价格是12900-13900元/吨，如果后期纱价进一步下滑，预期还有进一步下降空间。

图 12: 棉花价格和棉纱价格对比



资料来源：华瑞信息、长江期货

图 13: 棉纱利润趋势图



资料来源：华瑞信息、长江期货

## 四、其他因素分析

### 1、棉花内外价差回归，进口棉数量会增加

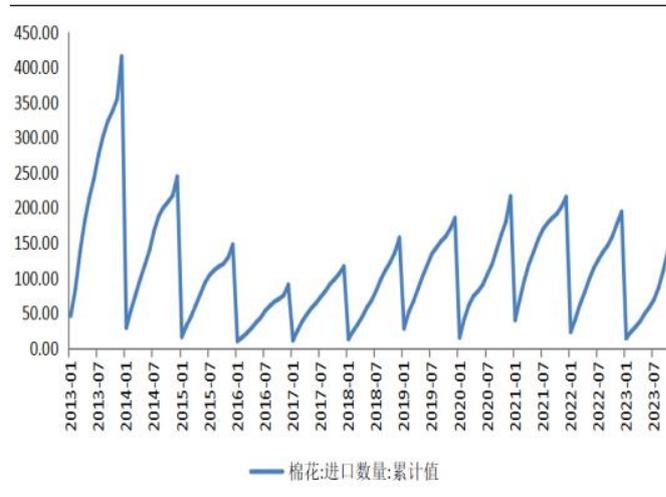
2021年底至2022年底，内棉价格远远低于外棉价格，最大价差达到6000元/吨，进口棉的优势丧失，内棉的优势显著显现，导致22/23年度进口棉数量降至135万吨。目前进口棉价差维持在0-1000元/吨以内，内棉价格高于进口棉价格1000元/吨以内属于正常范围，预期进口棉量在23/24年度会提升，有望达到180万吨。

图 14: 内外棉价差趋势图



资料来源: 同花顺、长江期货

图 15: 进口棉数量趋势图

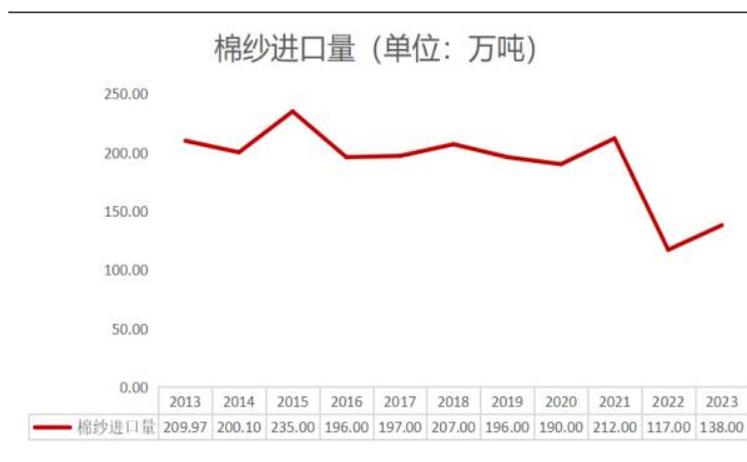


资料来源: 同花顺、长江期货

## 2、棉纱进口量低位回升

近 10 年，中国棉纱进口量一直保持平稳的态势，维持在将近 200 万吨的数量，由于 2022 年内外价差倒挂，国内棉价远远低于外棉价格，国际棉纱价格高于国内棉纱价格，不划算，国际棉纱失去优势，进口迅速下降，降至 117 万吨，到了 2023 年才有所回升至 138 万吨，预计后期棉纱进口量又开始恢复，对国内纱线形成压力。

图 16: 棉纱进口量情况



资料来源: 同花顺、长江期货

## 3、收抛储政策分析

今年的抛储从 7 月 31 日开始，至 11 月 15 日结束，储备棉累积成交 87 万吨，进口配额 70 万

吨,大大增加了市场的供应,缓解了23/24年度的棉花供需,由本报告第一节国内供需平衡表分析,可以看出23/24年期末工商库存248.9万吨,属于供需平衡略偏紧,所以之前市场预期国家收储概率性几乎很小,下一步分析的是,明年会不会继续抛储,这种可能性会有,不过现在政策比较灵活,根据市场紧张与否,进行调节。另外内外进口棉价差缩小,进口棉具备吸引力,明年预计进口棉收储会加大。

#### 4、新棉仓单注册数量加大

截止12月7日,新棉仓单已注册3554张,合计14.2万吨,有效预报3453张,合计13.8万吨,预期仓单有望达到28万吨,所以之前市场预期由于今年新棉仓单欠缺问题,得到缓解,而且从仓单资源指标数据来看,新疆4级花也有大量注册的,主要是因为四级花主要是颜色级别贴水200元,其他指标不影响,四级花收购价格比较低,在目前期货价格较低的情况下,注册仓单比较划算,另外今年高升水的棉花资源,大家依然积极注册成仓单,还有含杂高的棉花,在现货市场不好卖,而且还贴水几百元,期货仓单没有含杂的贴水,含杂高注册成仓单比较划算。

图 17: 仓单报表

2023年12月7日	仓单数量			有效预报
	内地	新疆	合计	
阿克苏益康	0	63	63	140
阿克苏银星	0	127	127	55
阿拉尔鹏宇	0	9	9	20
漳州中纺银泰	0	0	0	226
兵团宏泰	0	413	413	398
菏泽棉麻	448	0	448	245
衡水棉麻	3	1	4	32
湖北三三八处	0	0	0	6
江苏银隆	43	0	43	106
江阴协丰	0	10	10	308
库尔勒银星	0	219	219	251
南通供销	0	0	0	0
四二二处	0	0	0	0
芜湖棉麻	0	0	0	0
新疆汇锦	0	459	459	322
新疆陆德	0	272	272	233
新疆农资集团	0	513	513	311
新疆银棉	0	547	547	347
新疆中新建	0	211	211	120
豫棉物流	7	7	14	140
张家港外服	0	0	0	1
中储棉库尔勒	0	24	24	49
中储棉漯河	0	0	0	0
中储棉杨河	0	178	178	133
中储棉坊	0	0	0	10
总计	501	3053	3554	3453
较上一日变化	0	43	43	700

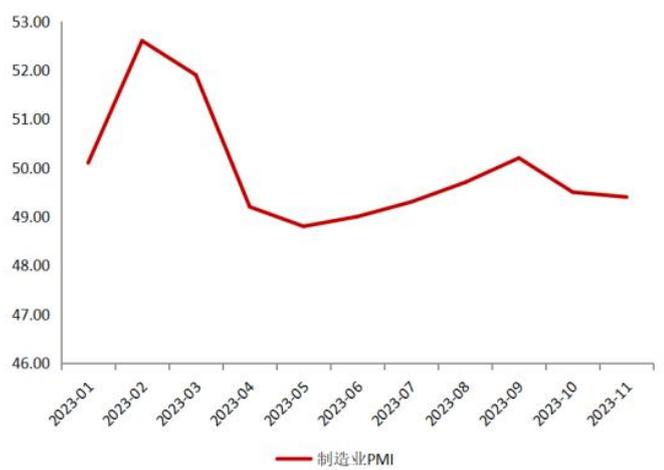
资料来源: 郑商所、长江期货

#### 5、宏观经济数据分析

## (1) 国内宏观经济在复苏，但不及预期

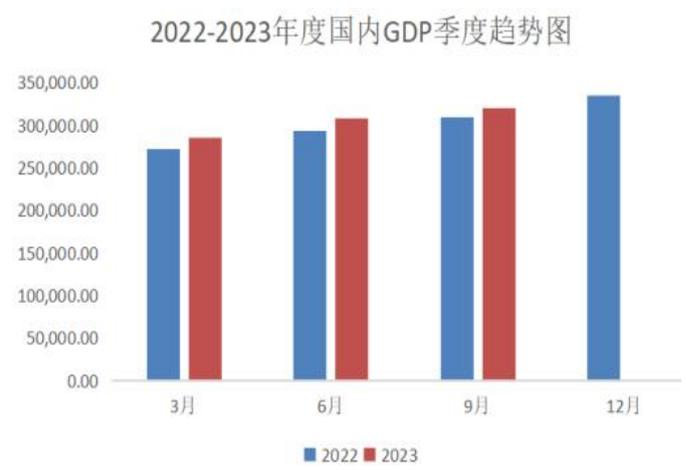
今年制造业 PMI 指数有些波动，1 月有个快速提升之后，在 2-3 月有个快速回落，4-9 月稳步提升，在 10 月以后 PMI 开始回落，跟今年棉花行情节奏很相吻合。今年一季度 GDP 在 3% 以下，二季度达到了 3%，三季度继续回升达到了 3% 以上，另外 2022 和 2023 年季度 GDP 升降节奏保持一致，明显 2023 年比 2022 年经济增速有提升。2022 年每月 CPI 维持在 2% 左右波动，但是 2023 年 CPI 明显在下降，在 0.5% 上下波动，有通缩的表现，今年工业品出厂价格指数 PPI 整体非常差，处于负增长。

图 18: 国内制造业 PMI 指数



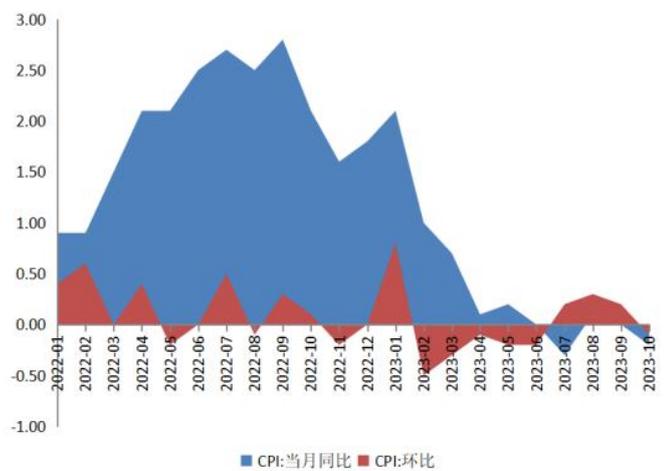
资料来源: 同花顺、长江期货

图 19: 国内季度 GDP 情况



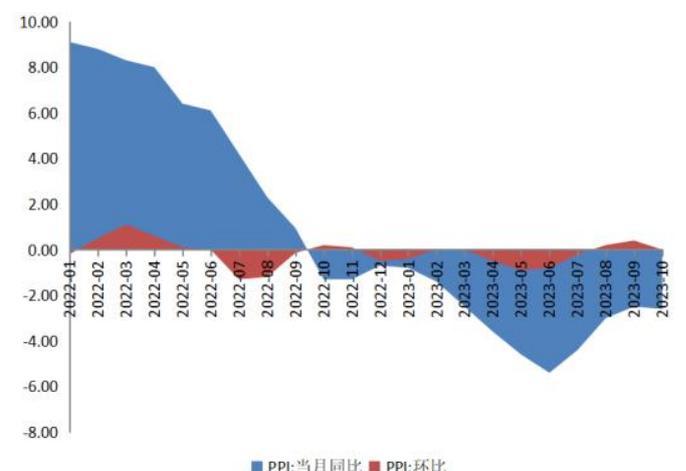
资料来源: 同花顺、长江期货

图 20: 国内 CPI 情况



资料来源: 同花顺、长江期货

图 21: 国内 PPI 情况



资料来源: 同花顺、长江期货

## (2) 美国就业人数强劲，宏观经济具有韧性和保持稳定

2023 年美国 PMI 月度指数一季度较强劲，其他月份较平稳，都在枯荣线 50 以上，比 2022 年状况还要好，美国就业人数 2023 年非常强劲，一直保持上升态势，尤其是在三季度最佳，表明经济韧性。季度 GDP 稳步增长，保持稳定，还有比 2022 年略好。2023 年 1 月 CPI 降到了 3 以下，从 2 月份到 9 月份逐步抬升到 3 以上，最高到 3.06，10 月份开始有所回落，美国通胀控制的较理想，不过还没有达到美国把 CPI 降到 2 以下的目标。市场近期对于美联储明年的降息期待较大，对于明年经济的支撑有积极作用。

图 22：美国 PMI 月度趋势图



资料来源：同花顺、长江期货

图 23：美国就业人数趋势图



资料来源：同花顺、长江期货

图 24：美国 CPI 月度趋势图



资料来源：同花顺、长江期货

图 25：美国 GDP 季度趋势图



资料来源：同花顺、长江期货

## 五、重点逻辑因素梳理

### 1、供需格局和预期变化

- ✓ 全球期末库存属中高位值，不缺棉花，但明年略微去库；
- ✓ 明年国内期末工商库存供给平衡略偏紧，跟今年类似；
- ✓ 全球产量明年有望增加，预期增加幅度在 60-80 万吨；
- ✓ 明年美国天气有好转可能性，但是仍存在变数；
- ✓ 明年新疆天气依然存在变数，值得关注；
- ✓ 进口棉和进口纱将回归，增加国内供应，带来压力；

## 2、国内下游库存累积，纺纱亏损，购买动力减弱

- ✓ 2023 年棉纱贸易商拿货积极，造成棉纱社会库存量很大，后期需要消化，才有蓄水池的购买力；
- ✓ 纱厂和织布厂成品库存累积，尤其纱厂棉纱库存累积迅猛，后期需要周期消化；
- ✓ 目前纺纱亏损惨重，1500-2500 元/吨的亏损，需要扭转此现象，才能走向正轨；
- ✓ 纱厂、织布厂开机率走下滑趋势，将会减少棉花消费；

## 3、美国纺服去库半年后，明年采购动力增强

- ✓ 纺服库存还在高位，但是已经在下滑；
- ✓ 预期 6 个月之后，美国纺服采购动力增强；

## 4、国内收抛储的政策预期

- ✓ 收储不会有；
- ✓ 抛储可能有，灵活调节；

## 5、内外价差的变化

- ✓ 内外棉价差已回归至 1000 以内，后期继续关注；
- ✓ 影响进口棉和进口纱数量变化；

## 6、美国和国内经济形势变化，所带来的消费变化

- ✓ 2023 年美国就业数据强劲，经济具有韧性，消费预计较稳定；
- ✓ 2023 国内经济有所复苏，但是不及预期，CPI 和 PPI 表现较弱，采购经理指数 PMI 在枯荣线 50 以下，消费增长较困难；

## 六、2024 年棉花展望

我们预期 2024 年，上半年震荡下行为主，下半年将有所好转。全球明年可能因为美国和新疆天气好转而增产，全球期末库存属于中高位值，供应宽裕，不缺棉花，国内明年工商期末库存供给平衡略偏紧，明年进口棉和进口纱将重回国内，带来冲击，大约增加供应 120 万吨，目前下游形势不是很乐观，主要体现在下游纱线、坯布、服装都在累积库存，尤其是棉纱的库存增长迅猛，中间棉纱贸易商社会库存巨大，纱厂纺纱利润亏损惨重，上下游传到不畅卡顿，需要一定周期去化解库存，才能有所起色，目前新疆棉收购已经结束，刚开始收购的高价棉花难以解套，低价棉花可以参与套保和交割，后期棉价上方套保压力存在，所以上半年棉花以走弱为主。但明年工商期末库存是偏紧的，所以到了 5 月份以后，棉花供应压力减弱，另外美国批发零售商库存降低，便具有采购动力，后期出口会有所好转。因此，我们认为，明年棉花期货价格上半年震荡下行为主，下半年将有所好转。

### 风险提示：

- 1、欧美消费萎缩超预期；
- 2、国内消费恢复超预期；
- 3、经济出现严重下滑；

## 风险提示

本报告仅供参考之用，不构成卖出或买入期货、期权合约或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享投资收益或者分担投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应当充分了解报告内容的局限性，结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及员工对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 免责声明

长江期货股份有限公司拥有期货交易咨询资格。长江期货系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告所载明日期的判断，本公司可随时修改，毋需提前通知，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对期货价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述期货的买卖出价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的交易机会不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、引用或再次分发他人，或投入商业使用。如征得本公司同意引用、刊发，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长江期货股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。