

供应端未完待续 累库压力终缓解

主要内容：

第一部分：内外棉行情回顾

第二部分：国际棉花供需格局

第三部分：国内棉花供需格局

第四部分：行情展望与应对策略

国联期货农产品事业部

徐亚光 F03093235 Z0017169

2023年12月

摘要

从 23 年市场表现看，棉花经历了大涨又大跌的过山车行情，驱动在收购期后由供应端减产向赢弱的终端需求完成切换，当下至明年 1 季度，市场压力仍集中在下游需求弱和棉纱高库存去化难解的问题上，在需求短期难以有效改善的前提下，降价甩货刺激囤货需求是较大概率，棉价在 2024 年初仍有较大运行压力，期间任何反弹空间都会受限。而二季度供应端炒作依然不会缺席。在新疆粮食种植目标比例提升，以及次宜棉退出的政策方向不变的背景下，明年新疆棉花种植面积存在继续下降的可能，23 年度的减产量随着时间的推移将逐步明朗，而伴随纱线库存压力在一季度缓慢释放，美欧纺服去库进入尾声，终端进入主动补库周期将提升海外棉花消费前景，内外消费边际反弹预期将是吹响棉价再度上行的号角。

一、23 年内外棉行情回顾

1、强预期与弱现实来回拉锯

23 年一季度棉价在 14000-15000 之间持续震荡。强预期与弱现实之间的矛盾一直笼罩在市场上空。年初市场基于对需求复苏的态度强势做多郑棉，但节后下游纺织企业新增订单不及预期，令市场谨慎心理再度增强，郑棉期价大幅回落。市场虽然预期较好，但外单十分低迷，尽管企业产成品库存并未出现累积，纺企的棉纱库存较低、织厂坯布库存也去化至中等水平，库存结构相对健康，但后续新增订单持续不足，基本都是内销短订单支持，令市场对后续需求的持续性保持谨慎态度。此外，宏观层面加息的后滞效应开始显现，3 月份欧美银行风险事件的爆发也令整个金融市场动荡、避险情绪增加。郑棉震荡下跌。外盘方面本年度全球棉花供应过剩，而欧美纺织订单减少，东南亚纺织国纱厂开工率虽有回升，但仍处于同期低位水平，对原料采购较为谨慎，需求面的弱现实持续，令价格整体表现疲软。

2、供应端题材持续发酵 郑棉稳步上行

由于中国防疫放开，国内内销订单出现明显的改善，而内销订单尽量用的是价格相对较低的疆棉，在二季度新季棉花种植后，来自于供应端的题材再次助力郑棉强势上行，随着北半球种植季的到来，种植面积的降低以及播种前期霜冻寒潮天气对幼苗造成的不利影响，诱发市场对于新棉产量大减的预期，而在年中市场更是传出部分仓库盘库后发现旧作紧张的信息，配合减产的炒作，使得棉价急速拉升。政策层面祭出抛储和滑准税配额下发的双管齐下措施，但因轧花厂产能过剩问题尤在，在抢收明牌的预期下市场依然看涨后市。国际纺织市场需求弱现实仍在持续，美棉在自身种植还算顺利，

土壤墒情改善背景下供应端可讲故事有限，更多交易国际层面的弱需求，令棉市呈现出国内棉价表现强于外盘，内外棉价差进一步得到修复。

3、抢收落空纱线返噬 郑棉急速下挫

在今年监管和银行管控加严，轧花厂自身风险偏好也偏低基础上，抢收预期落空。储备棉投放和进口超预期增发，新增供应充足带动盘面下跌，籽棉和郑棉双向影响，郑棉疲弱带来籽棉收购信心弱化和棉农挺价心里弱化，而抛储+进口棉+进口纱+棉纱贸易商手中的库存折棉量+新棉上市供应。这几块供应同比大幅增长，而今年来国内纱库存暴增，贸易商纱线库存持续增长，中游囤货刺激了棉花上半年的高需求，但终端消耗乏力，大批棉纱库存犹如达摩克利斯剑悬在棉价上方。盘面急速下跌，不到两个月时间抹去次轮上行大部分涨幅。

图1 内外棉期货价格走势

单位：元/吨 美分/磅



数据来源：ifind 国联期货农产品事业部

图2 内外棉现货价差

单位：元/吨



数据来源：ifind 国联期货农产品事业部

二、国际棉花供需

1、消费预估连续下调，23/24 年度全球棉花复苏面临阻力

根据 USDA 12 月全球棉花供需预测报告显示：2022/23 年度全球棉花总产预计为 2459 万吨，同比降低 49 万吨，较上月调低 11 万吨，消费 2476 万吨，同比减少 78 万吨，较上月调低 34 万吨，期末库存 1786 万吨，同比减少 70 万吨，较上月调高 12 万吨。产量小幅调低，消费也再度调低，可见市场对需求的预期和未来主要消费国家的补库需求暂时看都有阻力。后期经济能否顺利复苏，经济下行趋势能否软着陆或者弱复苏面临一定不确定性风险，全球纺织市场迎来全面复苏的时间和空间再度遇阻。

库存周度来看，美国批发商服装去库周期未结束，美国批发商服装库存自 2021 年下半年起趋势性增长，至 2022 年 11 月份达到阶段性峰值，而后开始去库周期，截至 9 月底，该数值较峰值下滑 20%。美国服装进口金额延续同比负增长，未见好转迹象。美国服装进口金额自去年 10 月起同比负增长，今年 4 月起降幅环比收敛，截至 9 月，同比下降 23.51%，前值为-25.93%。因此，从数据来看，美国服装进口需求未见改善迹象。整个 2023 年，美国批发商库存明显下降。零售商库存呈现出波动上升

的局面。零售商库存压力迟迟得不到解决主要还是受制于国内的高通胀水平的影响，居民实际购买力下降，消费者信心不足，减少了对以服装为代表的非刚需类产品的消费。美国终端去库之路仍需时间，对于 2024 年度，我们认为，在美联储加息处于末期的阶段，后滞效应仍在背景下，交易衰退预期或引导一季度乃至上半年市场走向，这也为批发商继续清库提供了条件。对于下半年，批发商存在刚性补库需求，降息的可能落地或刺激市场消费。因此对于明年整体服装市场的消费，我们还是持乐观态度。

具体方面中国、印度、美国、澳大利亚、土耳其均预计减产，巴西、巴基斯坦预计增产。1、美国：23/24 年度美棉预计减产。据 USDA 12 月报，23/24 年度，美国棉花产量预计同比减少 37 万吨至 278 万吨，这是种植面积下滑和弃耕率提升共同导致的结果。种植初期，棉粮比价不高，农民对粮食种植积极性强于棉花，使得新年度美棉种植面积同比下降，USDA 预计下滑幅度为 26%，此外，美棉主产区干旱指数自今年 6 月中开始趋势性上升，9 月份超过去年同期水平创历史新高，导致美棉生长优良率降至历史低位，USDA 预计弃耕率为 22%。2、印度：23/24 年度预计减产，但幅度不确定，根据 USDA12 月报告，23/24 年度印度棉花产量预计同比减少 28 万吨至 544 万吨，进口下滑 9 万吨，消费增 11 万吨，出口增加 15 万吨，期末库存预计增加 11 万吨。根据印度棉花协会 CAI 对 23/24 年度的预估报告，印度棉花产量预期 501.7 万吨，同比减少 40.4 万吨；进口预期 37.4 万吨，同比增加 16.1 万吨；消费预期为 528.7 万吨，同比持平；出口预期 23.8 万吨，同比减少 2.6 万吨；期末库存预期为 35.7 万吨，同比减少 13.4 万吨。USDA 和 CAI 对印度的棉花产量预估及其年度平衡表存在一定分歧，但由于种植面积同比下滑，以及部分地区如马邦降雨不足，单产预计下滑，因此减产或是大概率事件。

图 3 USDA 全球供需平衡表

全球	2020/21 年度	2021/22 年度	2022/23 年度	2023/24 年度	同比
期初库存 (万吨)	1916	1690	1662	1803	141.00
产量 (万吨)	2483	2494	2539	2459	-80.00
进口 (万吨)	1060	940	820	939	119.00
总供应量	5459	5124	5021	5201	180.00
出口 (万吨)	1066	932	806	939	133.00
消费 (万吨)	2704	2530	2428	2476	48.00

总消费	3770	3462	3234	3415	181.00
期末库存（万吨）	1690	1662	1803	1786	-17.00
库存比	62.50%	65.69%	74.26%	72.13%	-2.13%

数据来源：USDA 国联期货农产品事业部

图4 全球主产国产量变化

单位：万吨

产量	中国	美国	印度	巴基斯坦	澳洲	巴西	全球	全球同比
2018/2019	609.6	399.9	561.7	165.5	47.9	200.74	2495.4	-4.41%
2019/2020	597.7	433.6	620.5	135	13.6	283.04	2594.8	1.42%
2020/2021	644.5	319	598.7	98	61	300	2483.65	-7.24%
2021/2022	583.5	381.5	529.07	130.6	127.37	235.58	2493.99	3.82%
2022/2023	668.4	315	572.62	84.9	126.28	255.17	2539.67	1.83%
2023/2024	587.86	278	544.31	141.52	111.04	317.01	2459	-3.18%
同比	-12.05%	-11.75%	-4.94%	66.69%	-12.07%	24.23%	-3.18%	

数据来源：USDA 国联期货农产品事业部

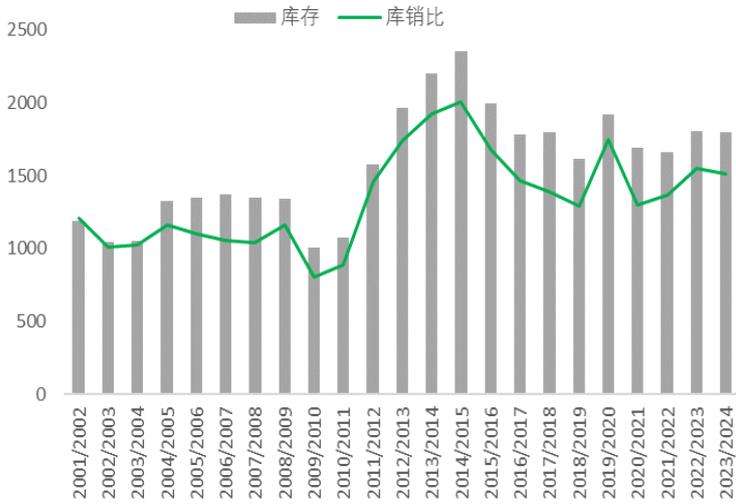
图5 全球主需国需求变化

单位：万吨

消费	中国	印度	巴基斯坦	孟加拉	土耳其	越南	全球	全球同比
2018/2019	860	529.1	233	157	150.2	152.4	2604.92	-3.16%
2019/2020	740.3	446	206.8	152.41	155.67	143.7	2284.84	-13.11%
2020/2021	892.7	566	235	185	181.8	159	2700.28	18.31%
2021/2022	734.8	544.3	233	185.3	187.24	146	2524.01	-4.70%
2022/2023	816.47	511.65	189.42	154.58	163.29	140.43	2415.06	-4.81%
2023/2024	795	522.54	217.72	167.65	172	145.88	2476	2.52%
同比	-2.63%	2.13%	14.94%	8.46%	5.33%	3.88%	2.52%	

数据来源：USDA 国联期货农产品事业部

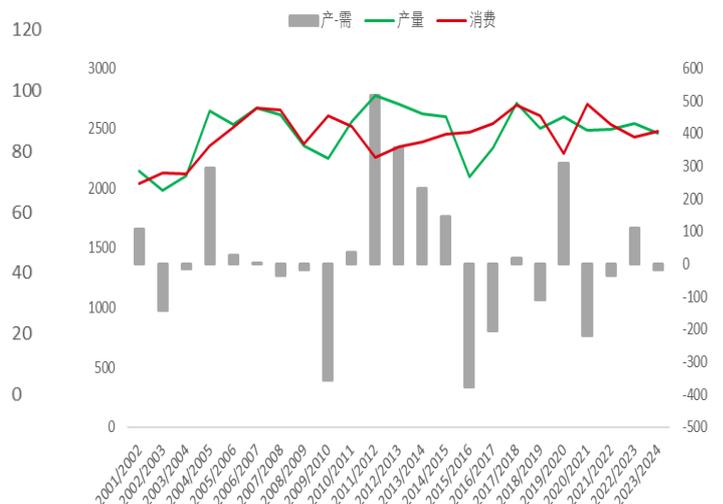
图 6 全球棉花库存和库销比



数据来源：USDA、国联期货农产品事业部

图 7 全球棉花产需历年格局

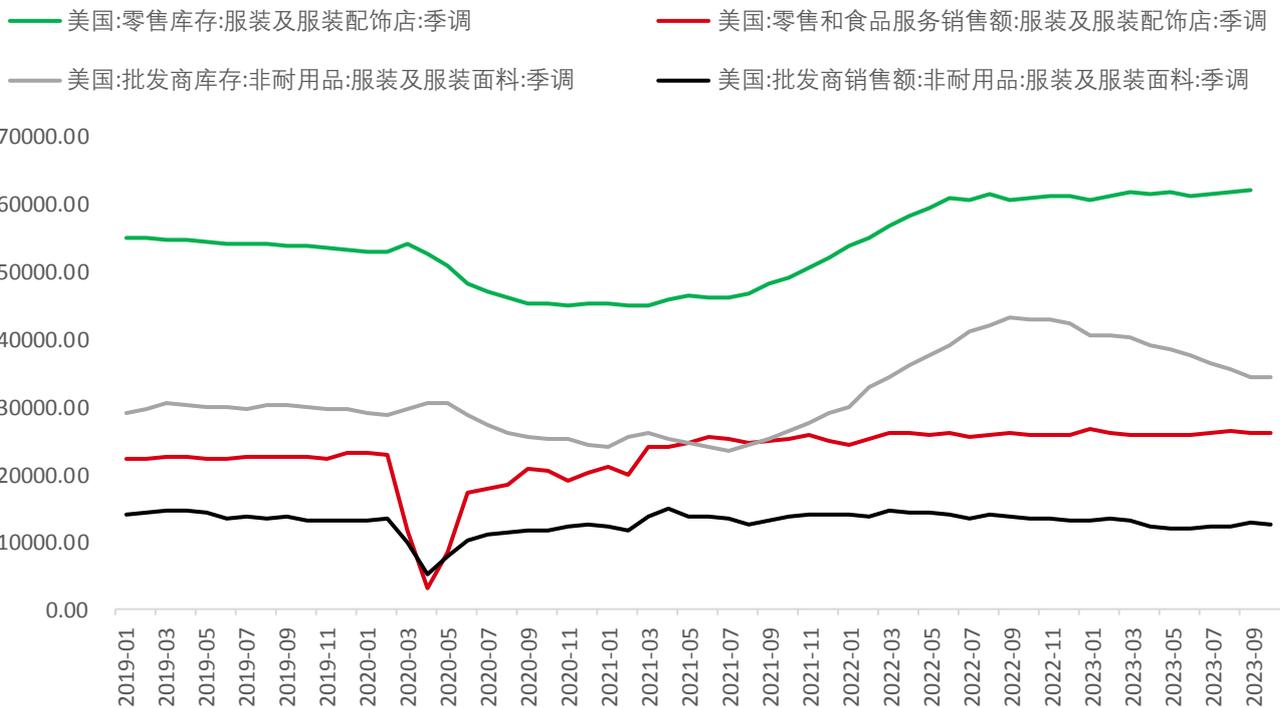
单位：万吨



数据来源：USDA、国联期货农产品事业部

图 8 美国纺服终端库存

单位：万美元



数据来源：Ifind 国联期货农产品事业部

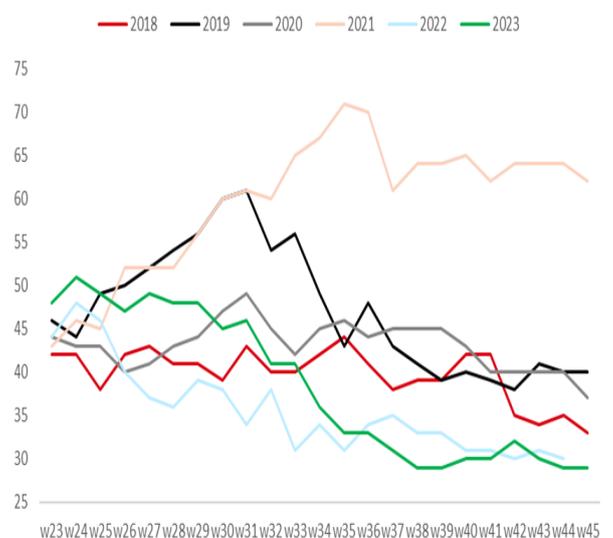
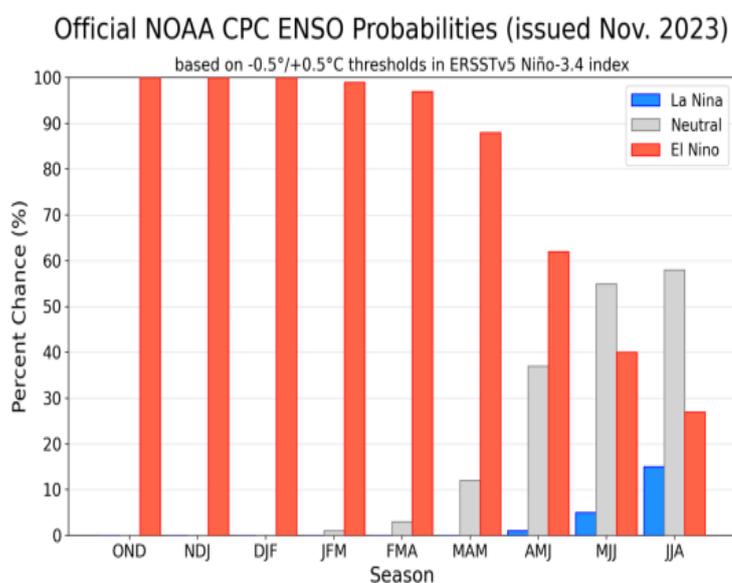
2、美棉 2024 年展望：出口签约增速放缓 23/24 产量预计回升

美棉产量连续两年大幅度减产，由于 23/24 年度国际粮棉比价较高。3 月底的种植意向美棉新年度意向种植面积预期在 1125.6 万英亩，同比减少 18.2%。其中陆地棉面积意向预期 1110.2 万英亩，同比减少 18.2%；皮马棉意向面积 15.4 万英亩，同比减少 15.8%。而 6 月底的种植面积最终数据显示美棉种植面积 1100 万亩。而天气层面 2022 年度由于遭遇了较为罕见的双拉尼娜现象，德州地区面临严重旱情，弃耕率攀升至 41.54%。进入 2023 年度前期一度带来较为丰沛的雨水，土壤墒情有所缓解。但进入 7 月后，德州旱情再次加剧，DSCI 指数一度超过 2022 年数值。由于今年旱情发生在棉花生长中后期，对棉花生长品质造成严重不利影响。故我们可以看出，虽然今年弃耕率下降，但单产下降幅度更大，USDA 在月度供需预测中也在不断下调 23/24 年度美棉总产量。12 月最新 USDA 报告显示美棉产量仅仅为 278 万吨，同比下滑 37 万吨。

根据 CPC 的最新预计，在 11 月至 1 月期间，厄尔尼诺现象有 35% 的可能性成为“历史上最强”；在 2024 年 1-3 月维持强厄尔尼诺现象至少有 55% 的概率。厄尔尼诺现象将持续到北半球春季。从图中我们能够清晰地看出，在进入到 2024 年二季度后，CPC 预计厄尔尼诺影响将逐步衰退，气候中性发生的概率增加。因此，我们预计 2024 年度在棉花种植期间发生极端旱情的概率不高。当然需要注意的是此轮厄尔尼诺发生时间类似 19 年，有望给前期美国南方尤其是德州地区带来大量降雨，有较大概率会造成播种推迟影响，最终实质上的影响不一定大，但阶段性题材炒作不会少。从面积上来看，国际粮棉比价今年稳中略跌，这将限制棉花种植面积进一步下滑，甚至有望较大回升，夏季后较大概率天气转向 ENSO 中性，将对美国棉花单产有明显提升，且在种植面积恢复的背景下，24-25 棉花产量恢复性增产是可以预见的。

图 9 ENSO 预测

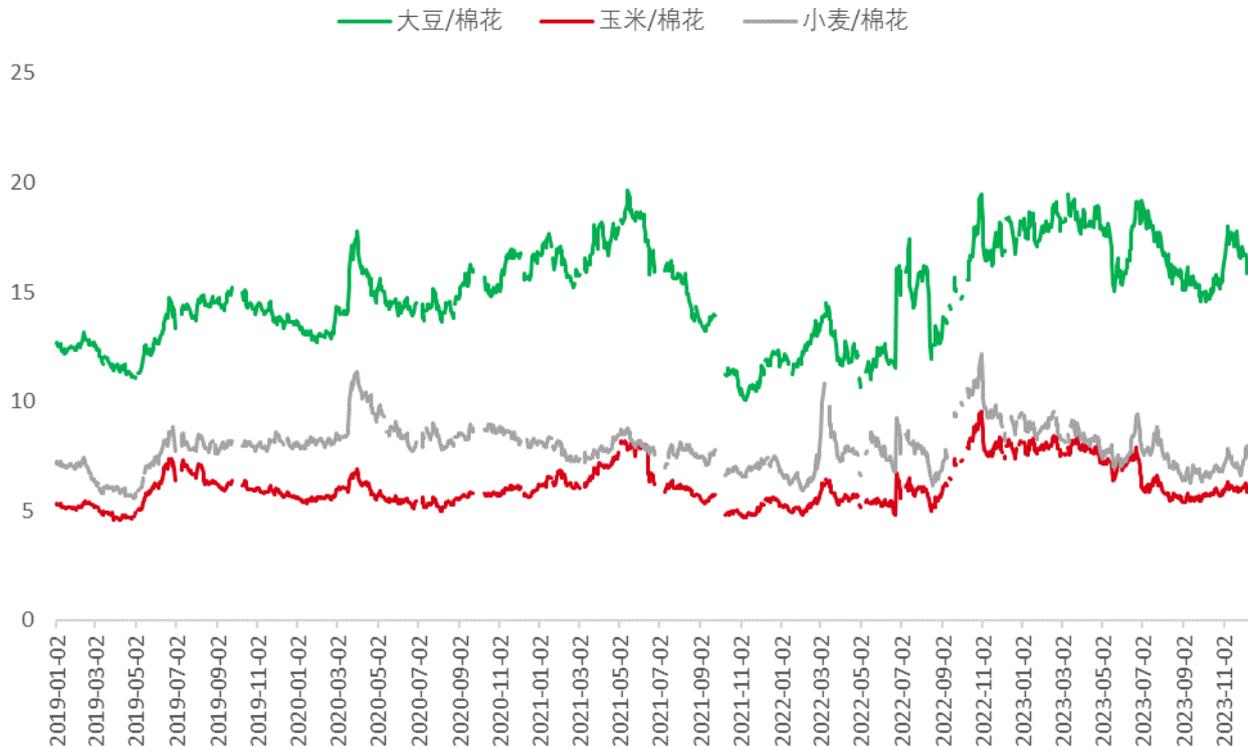
图 10 美棉优良率



数据来源：NOAA、国联期货农产品事业部

数据来源：NOAA、国联期货农产品事业部

图 11 国际粮棉比价震荡回落



数据来源: Ifind 国联期货农产品事业部

USDA12月供需报告下调 23/24 年度美棉国内消费预估至 41 万吨，下调出口预估至 266 万吨，美棉需求的下滑，一方面是减产带来的供应面的下滑，另一方面是全球纺服消费下降带来的棉花需求下滑。从本年度美棉出口迄今的实际表现来看，目前出口签约势头明显放缓，中国一度取消大量订单。由于美联储的持续激进加息以及俄乌冲突给欧洲带来的能源危机影响，东南亚纺织国开工率下降致使美棉出口需求放缓，但美国对疆棉禁令执行严格，致使非疆棉资源需求获得支持，美棉作为性价比较高的资源总体需求不差。对 24/25 年度来讲，全球经济在经历连续两年的徘徊后，24/25 年度随着美联储政策的转向，全球经济预计势必会有恢复，纺服消费也将因此有所回暖，但考虑到美国纺服库存仍高，去库存需要些时日，加息周期对全球经济后滞影响周期较难预料，整体棉花消费回升力度不宜太乐观，相对确定的是美对疆棉禁令大概率还将持续，美棉出口需求一定程度还会获得支撑。

对于下一年度的供需平衡分析，我们认为种植面积将恢复增长，棉花种植区域相对来说集中在美国偏南，尤其是德州为主区域，面临的粮食种植竞争不会太大，近两个年度参考过往土壤墒情在未完全恢复正常前预计仍偏干，去年是弃耕率历史新高，今年是单产过低，预计明年弃耕率将接近历史

均值水平，单产层面同样有较大概率进一步恢复，我们给出接近历史均值的 840 磅/英亩的预估。按照 70% 的出口占总供应比重，初步测算 24/25 年度美棉期末库存预计在 84 万吨，而库销比预计在 23.28%，美棉在 24/25 年度供应预期大概率将现好转。而目前的平衡表只是初步预估，供应层面的主要变量不确定性较大，权威的报告发布，需关注几个时点：2024 年 2 月 10-12 日，美国国家棉花协会（NCC）年度会议将公布最新的美国棉农 2023/24 年度植棉意向调查；2024 年 2 月 23~24 日，美国农业展望年会，届时，美国农业部将公布首次对 2024/25 年度美国及全球棉花供需展望。2024 年 3 月 31 日，美国农业部将公布美棉种植意向报告；2024 年 5 月 12 日，美国农业部将公布 2023/24 年度首份供需预测报告；2024 年 6 月 30 日，美国农业部将公布美棉实播面积报告。

图 12 美国供需平衡表预估

美棉供需	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	24/25 预估
收获面积（百万英亩）	11.61	8.27	10.27	7.89	9.35	10.2
单产（磅/英亩）	823	847	819	940	756	840
期初库存（万吨）	105.6	157.9	68.6	88.18	92.53	67.49
产量（万吨）	433.5	318.1	383.6	315	278	380
进口（万吨）	0	0	0.2	0.2	0.2	0.2
总供应量	539.3	476	452.4	403.23	370.53	447.49
国内消费（万吨）	46.8	52.3	55.5	44.63	41.36	48
出口（万吨）	338.1	356.4	321.1	277.95	265.6	315
总使用量	384.9	408.7	376.7	322.58	306.96	363
期末库存	157.9	68.6	88.18	92.53	67.49	84.49
库销比	41.00%	16.80%	21.70%	24.22%	21.99%	23.28%

数据来源：USDA 国联期货农产品事业部

三、国内棉花供需

1、新疆新棉预期大幅减产，种植成本仍较高

由于受到政策倾向性的影响，我国棉花种植的集中化趋势愈发明显。截至 2023 年，新疆地区棉花播种面积占全国总播种面积 85%以上，其地区产量接近全国总产量的 95%。近年来我国种植面积呈现出波动下降的特征，2023 年全国棉花实播面积 4140.2 万亩，同比减少 476.8 万亩，减幅 10.3%；其中新疆棉花实播面积为 3616.3 万亩，同比减少 315.5 万亩，减幅 8.0%。该年度产量也出现了相应的缩减，这也是助力棉价在 2023 年度上行的主要原因之一。

对于 2024 年度国内棉花的播种面积，我们认为会维持小幅回落趋势，主要原因首先是政策引导仍将延续，近两年由于进行粮棉种植结构调整，引导次宜棉区退出棉花种植，新疆植棉面积略有下降。根据《新疆维吾尔自治区 2023—2025 年棉花目标价格政策实施方案》明确 2024 年以后果棉间作模式种植的棉花不再纳入补贴范围，并积极有序推动次宜棉区退出，推进棉花种植向生产保护区集中，将全疆棉花产量稳定在 510 万吨左右。其次虽然 2023 年度棉价由低谷快速攀升至高位，但年末价格的迅猛回落给予市场沉重一击。棉农翘首以盼的好价格落空，国内棉花价格竞争的相对优势也开始回落，内地各省份植棉收益不佳，以及棉花种植相对地费工费时，农户更愿意转种其它作物。虽然今年是减产年，但抢收局面并未如 2021 年那般出现，籽棉价格也高开低走，与棉农心理预期具有较大差距。另外棉花种植成本不断攀升，棉农的种植绝对收益空间被压缩。近 5 年来，土地承包费基本翻倍，水电、人工、机采费用都出现了不同程度的涨幅。虽然 2023 年度机采棉总成本稍有回落，但仍处于高位。成本的高位维持，叠加棉价的回落，都对植棉收益造成了负面影响。

图 13 新疆棉花种植成本估算

单位：元/吨

项目	内容	金额	备注
亩均成本 (元)	犁地、旋地、耨地费	65	
	种子费	40	用种量2公斤/亩；价格15-25元/公斤，平均20元/公斤
	播种费	30	
	肥料费	500	若保证亩产籽棉400公斤以上，肥料投入需550-650元/亩，平均600元/亩
	地膜	50	亩均用地膜6公斤，地膜价格9元/公斤以下
	滴灌带	70	
	滴灌附件及人工安装费	30	
	农药费	100	
	打药费	50	共喷施农药7次左右，每次6-8元/亩
	中耕费	18	中耕至少3次，每次6元/亩
	水费（机井抽水）	275	
	电费（机井抽水）	130	
	人工管理费	200	
	机采费	240	
	脱叶费	25	23-30元/亩，逐年下降
	籽棉运输费	60	
	成本合计	秸秆还田、残膜回收费	55
棉花打顶费		25	人工打顶45元/亩，化学打顶25元/亩
土地承包费		1000	
成本合计		2963	

数据来源：国联期货农产品事业部

图 14 新疆棉收购价格对应皮棉成本

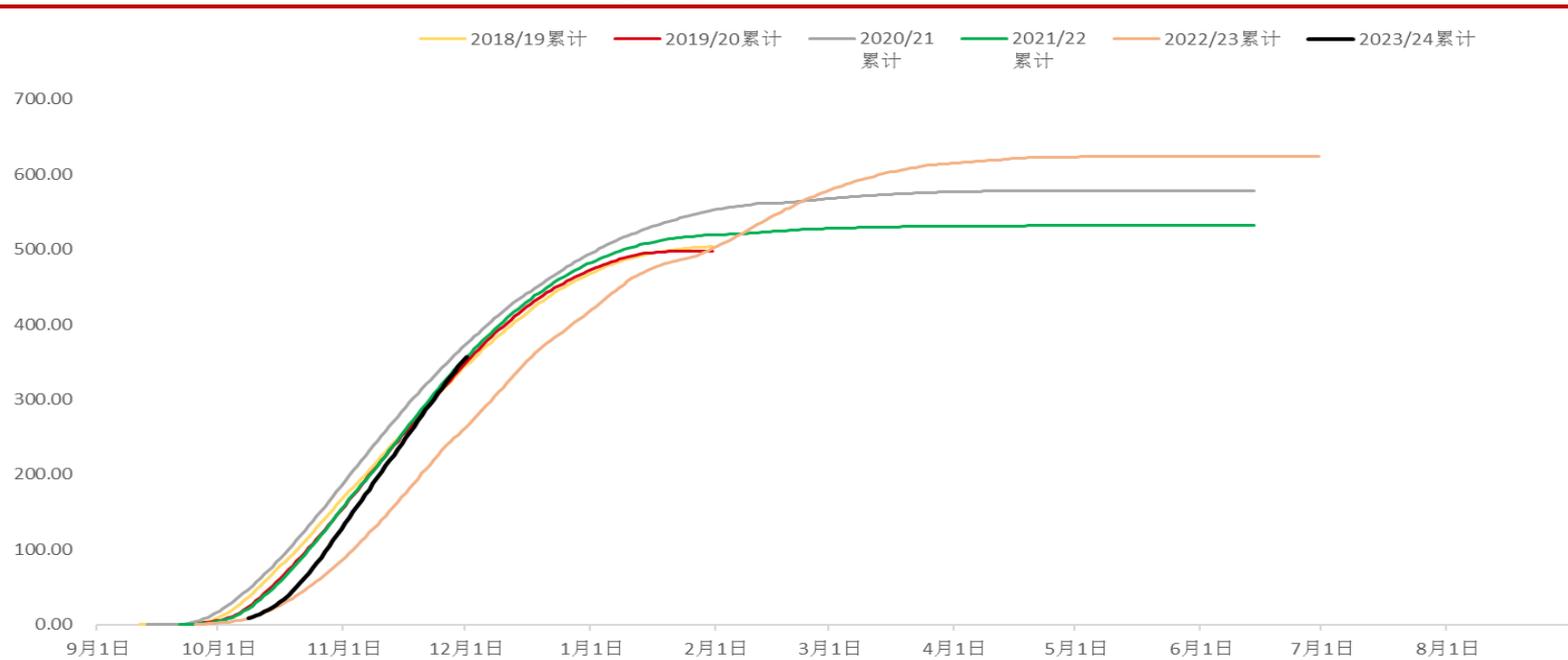
单位：元/吨

棉籽价格	籽棉收购价						
	6.5	7.2	7.5	8.0	8.3	8.6	9.0
3.5	12997	14889	15700	17051	17862	18673	19754
3.2	13492	15384	16195	17546	18357	19168	20249
3	13822	15714	16524	17876	18686	19497	20578
2.8	14151	16043	16854	18205	19016	19827	20908
2.6	14481	16373	17184	18535	19346	20157	21238
2.4	14811	16703	17514	18865	19676	20486	21568
2.2	15141	17032	17843	19195	20005	20816	21897
2	15470	17362	18173	19524	20335	21146	22227

数据来源：国联期货农产品事业部

图 15 新疆棉累计加工量

单位：元/吨



数据来源：国联期货农产品事业部

2、内外价差转正 进口逐步增加

本年度由于在上半年较长时间内，内外价差为负，单月棉花进口量同比下滑明显，6月份恢复至内强外弱的格局，叠加滑准税配额的发放，8月份进口量环比、同比均增长。从棉花进口来源国来看，美国依然在我国进口棉结构中占有主导性地位。但随着中澳关系的修复，2023年度澳棉进口在我国

进口棉的比重上升明显。展望明年，全球棉花消费受到宏观环境制约，短期内复苏较慢，而国内棉花消费存在刚性，此外，中国相对全球市场，供应端的扰动对棉价影响或更大。预计明年大部分时间将延续内强外弱的格局，进口利润存在的背景下，预计明年棉花进口量将较今年有所提高。另外 2023 年度国储轮出工作以外棉为主，在 2024 年度国储有天然的补库需求；我们判断在 2024 年度我国棉花进口同比将会增加。

图 14 国内棉花月度进口量 单位：万吨

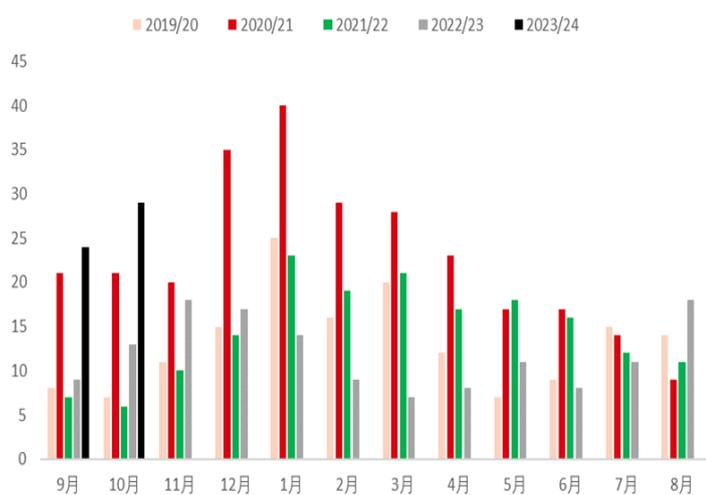


图 15 棉花内外价差 单位：元/吨



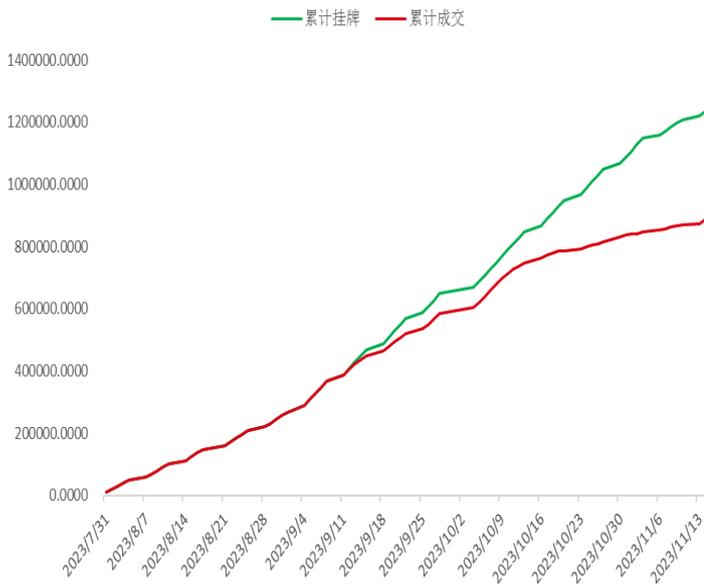
数据来源：Ifind、国联期货农产品事业部

数据来源：Ifind、国联期货农产品事业部

3、国储连续抛储 后期有望开展收储

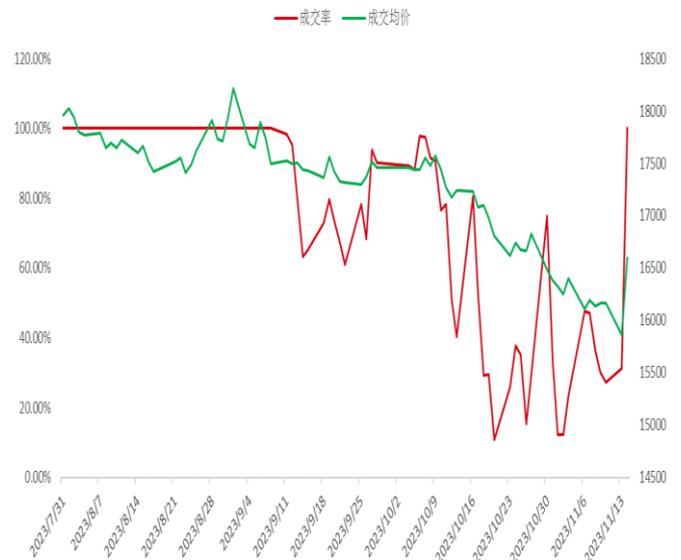
2023 年由于现货市场供应处出现阶段性紧张格局，国家于 7 月 31 日开启储备棉轮出工作，至 11 月 15 日停止。计划抛储 123.21 万吨，累计成交 88.47 万吨，累计成交率 71.81%。有 447 家企业参与交易，其中计入 23/24 年度（8 月至次年 7 月）的成交数量为 62 万吨。此次抛储工作最大的两个亮点在于未提前公布计划抛储总量及截止时间，根据市场情况来决定具体安排。在此轮抛储期间，国家两次上调每日抛储量的时间点均位于 ICE 棉价大幅突破之时，政策调控力度与决心显著，成交价格也呈现高开低走之势。关于国储库进口棉方面。市场预期有 200-250 万吨进口棉，实际上我们预估可能更高达 300 万吨左右，2023 年进口棉成交量约在 62 万吨左右，因此推算国储库进口棉约剩余 200 万吨左右。在当前国储库存水平并不高尤其是新疆棉库存处于低位的背景下，2024 年度我们认为若价格合适有较大概率会进行收储工作安排。

图 16 累计成交量 单位：吨



数据来源：Ifind、国联期货农产品事业部

图 17 成交率和成交均价 单位：元/吨



数据来源：Ifind、国联期货农产品事业部

4、需求阶段低迷 关注去库力度

数据今年内外分化。从终端纺服销售数据来看，今年内销和出口呈现分化表现。受制于全球纺服需求下滑，欧美进口需求萎缩，欧美对中国的纺服订单减少，虽然中国对东盟出口订单同比提升，但总量来看，出口需求下滑明显。今年以来，除 3 月份和 4 月份，我国纺织品服装出口金额均同比下滑。内需方面，因疫情好转，出行恢复，以及我国经济增长，服装鞋帽针纺织品零售额持续同比正增长。明年大方向上看需求，内需依然维持刚性，外需好转应是时间问题，我们判断好转的时间节点最早可能出现在二季度，较大概率出现在下半年，伴随着海外纺服主动补库周期的到来。

而在今年较长时间内，内需复苏带动纺织企业开机率从春节前的历史低位提升致均值以上的水平，但随着 6 月份旺季转淡，纺织企业反馈订单、利润开始转差。根据钢联数据，纯棉纱厂开机率自下半年持续下滑，截至当前已降至 50% 以下，全棉坯布厂开机率也降至 50% 附近；纺织企业成品库存在四季度持续累积，目前已累至历史同期高位。此外，贸易环节棉纱库存依然高企，较去年同期增量有 50 万吨以上，这是目前下游的主要压力所在。

在 2023 年度上半年，由于原料成本低廉，纺纱净利润率一度超过 10%。但随着棉价的不断上涨，终端普遍难以接受，棉纱的利润空间不断受到挤压，只能开启降价去库之路，花纱价差一度跌破 6000 元/吨，证明产业链价格传导机制受阻，难以有效向下进行传导。棉花价格在供应故事下炒作过度，推到了不合理的估值区间，正是爬的越高势能越大，跌得越狠。棉纱去库需经历以下三步：第一，棉纱报价下跌，纱厂棉纱加速累库；第二，踩踏出货现象发生，棉纱加速下跌，纺纱利润恶化，纱厂开机率明显下降，纺纱用棉减少，棉价再次下跌；第三，纱厂去产能，新一轮补库周期开始，棉价止跌。目前来看，纱线去库正在过渡到第二步，后期理论上还是有较大压力。

2023 年度我国国内服装零售总额出现负增长。主因经济增速下行压力下给居民收入带来的不确定性，城乡居民储蓄存款余额明显上升，对于纺服类非刚需品消费欲望降低。但我们认为该现象在 2024 年度将会得到改善。从平衡表来看，若明年外需复苏时间较晚，比如到明年三季度后期才好转，或较难给纺服耗棉带来太大增量。由于棉纱商业库存累积较大，或挤占明年实际的棉花消费量。不过，也需考虑新疆纺纱规模扩张期带来的刚性需求。另外从今年上半年需求的增长看，如此多的贸易蓄水池变相增加了对棉花的需求，这部分需求承载能力在未来依然不会缺失，这是后期一旦预期有边际好转，需求弹性有望快速增加的动力。

图 18 国内纺织品出口额 单位：万元

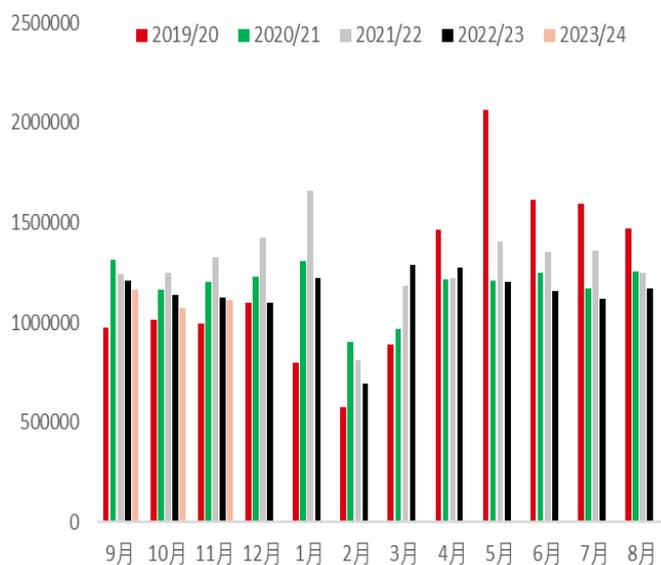
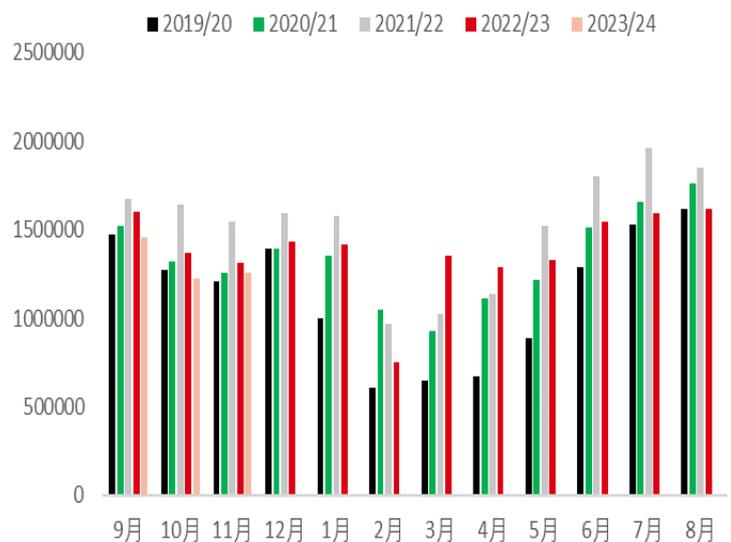


图 19 国内服装出口额 单位：万元

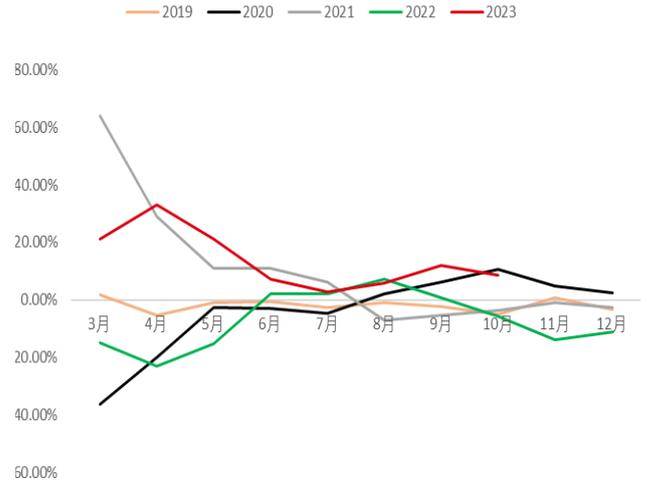
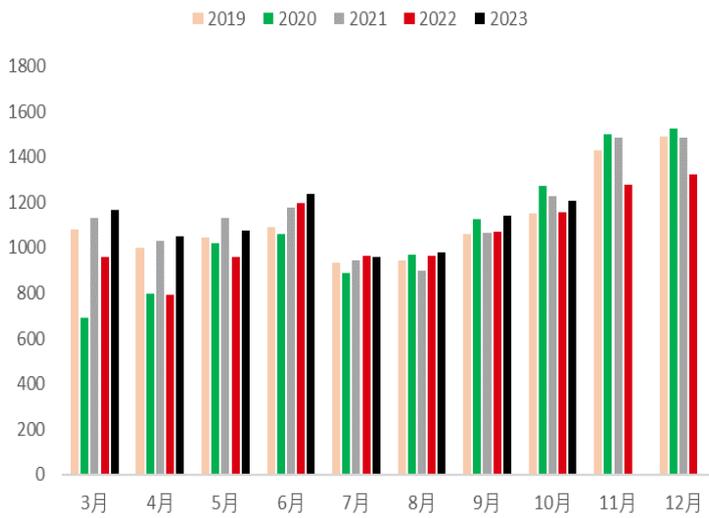


数据来源：Ifind、国联期货农产品事业部

数据来源：Ifind、国联期货农产品事业部

图 20 服装鞋帽纺织品当月销售额单位：亿元

图 21 服装鞋帽纺织品月同比

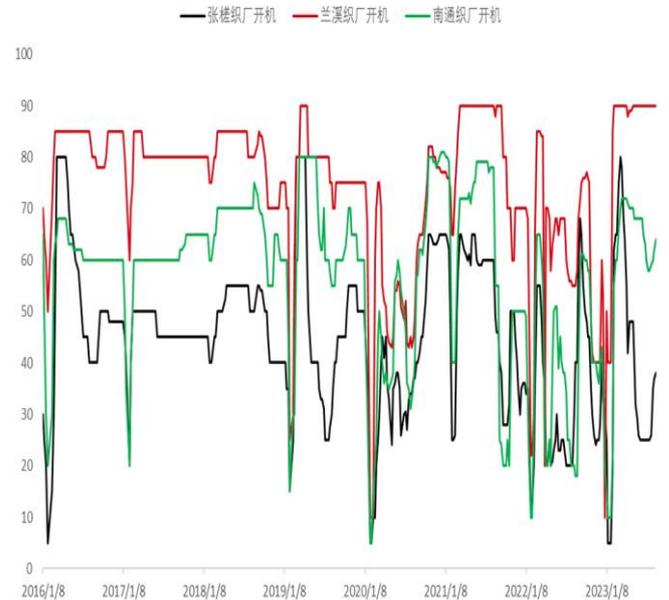


数据来源：ifind、国联期货农产品事业部

数据来源：ifind、国联期货农产品事业部

图 22 纱厂开机率

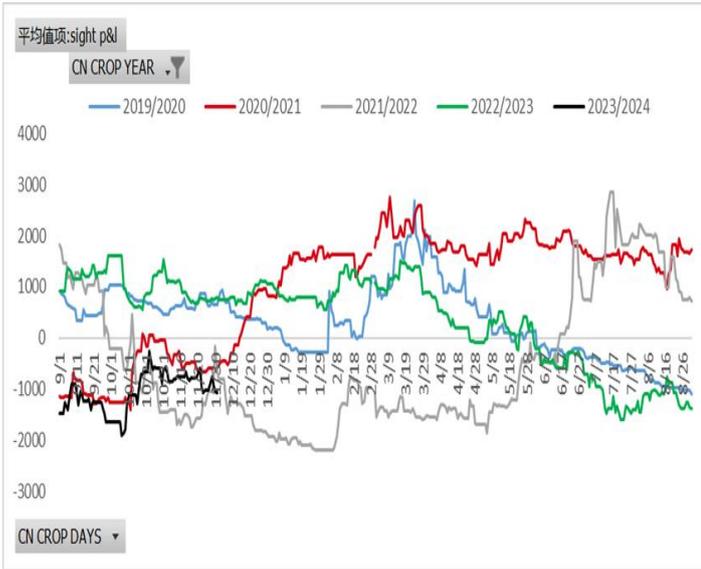
图 23 织厂开机率



数据来源：ifind、国联期货农产品事业部

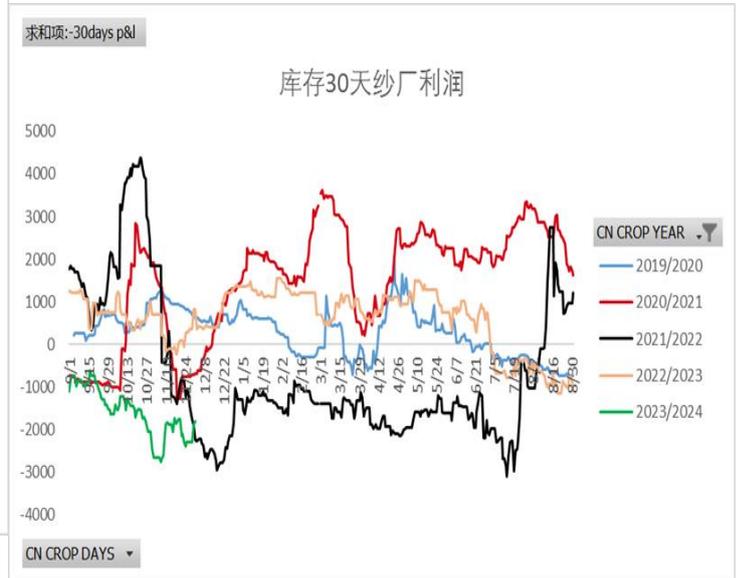
数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

图 24 纱厂即期利润



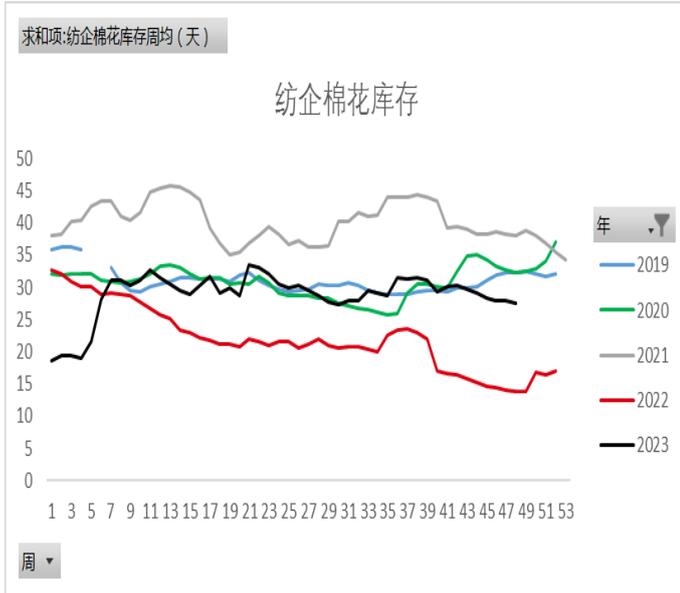
数据来源: ifind、国联期货农产品事业部

图 25 纱厂库存利润



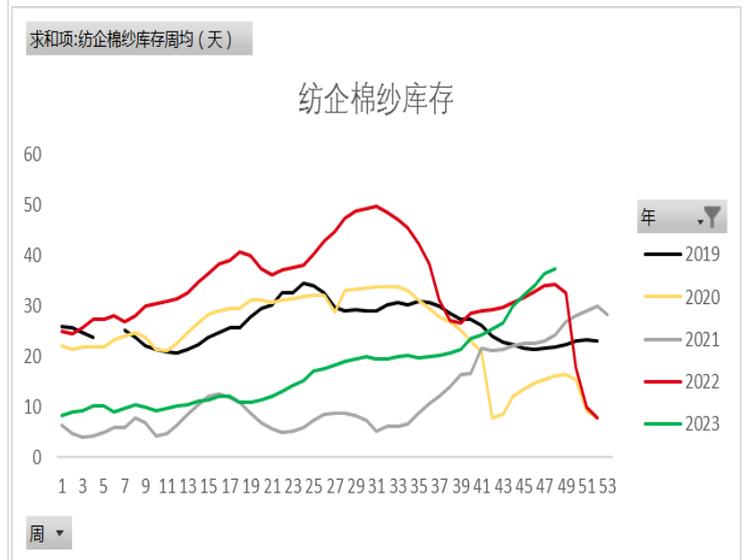
数据来源: 钢联、国联期货农产品事业部

图 26 纱厂原料库存



数据来源: ifind、国联期货农产品事业部

图 27 纱厂成品库存



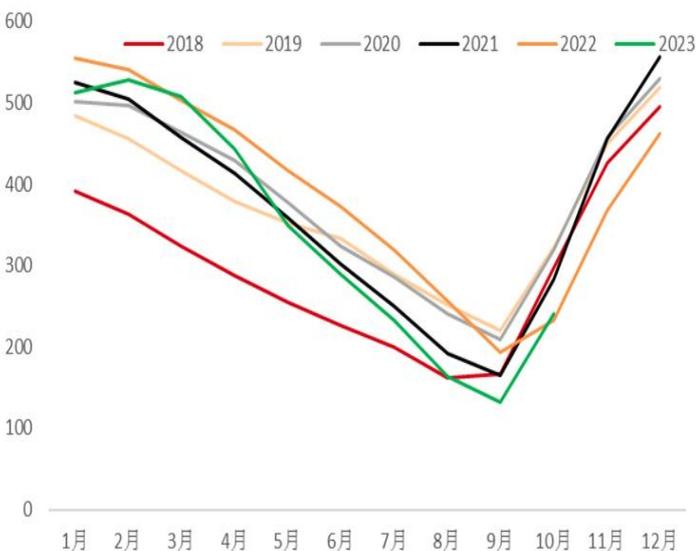
数据来源: 钢联、国联期货农产品事业部

4、23/24 年度工商业库存至历年高位

截至 10 月份，全国棉花商业库存为 241 万吨，同比增加 8 万吨，但依旧处于近五年低位；全国棉花工业库存为 91 万吨，同比增加 44 万吨，处于近五年高位；全国棉花工商业库存为 331 万吨，同比增加 53 万吨。不同于 2022 年度棉花的高库存，在整个 2023 年期间，棉花商业库存一直在低位运行，上游的去库节奏较好。但从中游开始，传导不畅逐步显现。纺织企业的原料库存逐月攀升，虽说有部分刚需补货的需求，但按照以往正常年份来看，工业库存应处于下降趋势，如此快速的原料累积也脱离了正常的区间，也是下游负反馈传导至上游的表现形式。

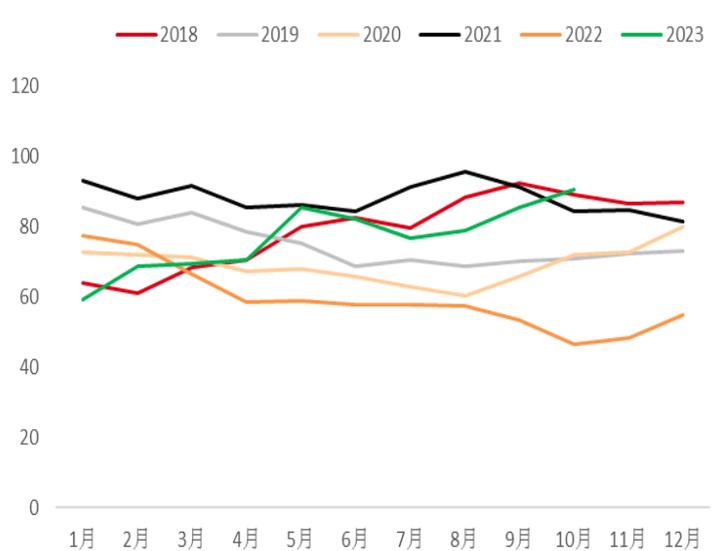
若从年度平衡表角度看，截至 22/23 年度末尾，即 2023 年 8 月份，据中国棉花信息网，全国棉花商业库存为 163 万吨，同比减少 94 万吨；全国棉花工业库存为 79 万吨，同比增加 22 万吨；全国棉花工商业库存为 242 万吨，同比减少 72 万吨，说明 22/23 年度国内棉花库存同比去化。而今年产量预计同比减少 110 万吨至 567 万吨，抛储计入 62 万吨，进口增量 40 万吨，消费基本持平基础上，明年工商业库存理应有所去化。所以从目前来看，23/24 年度供需形势预计转好概率较大。产量的减产在明年中后期的国内渠道库存中将得到体现。

图 26 棉花商业库存 单位：万吨



数据来源：ifind、国联期货农产品事业部

图 27 棉花工业库存 单位：万吨



数据来源：ifind、国联期货农产品事业部

四、行情展望与应对策略

如前文所述，在 2023 年度上半年，由于原料成本低廉，纺纱净利润率一度超过 10%。但随着棉价的不断上涨，终端普遍难以接受，棉纱的利润空间不断受到挤压，只能开启降价去库之路，花纱价差一度跌破 6000 元/吨，证明产业链价格传导机制受阻，难以有效向下进行传导。棉花价格在供应故

事下炒作过度，推到了不合理的估值区间，正是爬的越高势能越大，跌得越狠。当下主要的压力依然集中在纱线端，棉纱去库需经历以下三步：第一，棉纱报价下跌，纱厂棉纱加速累库；第二，踩踏出货现象发生，棉纱加速下跌，纺纱利润恶化，纱厂开机率明显下降，纺纱用棉减少，棉价再次下跌；第三，纱厂去产能，新一轮补库周期开始，棉价止跌。目前来看，纱线去库正在过渡到第二步，后期理论上还是有较大压力。明年大方向上首先还是看需求，内需依然维持刚性，外需好转应是时间问题，我们判断好转的时间节点最早可能出现在二季度，较大概率出现在下半年，伴随着海外纺服主动补库周期的到来。

而供应端的故事贯穿今年大部分时间，明年依然不会缺席，种植面积的减少是相对确定的，而美棉尽管理论上明年是修复性增产，但春季的强厄尔尼诺很可能复制 2019 年导致美国南部降水超预期，届时播种推迟有较大概率发生，中美供应端均有炒作题材。需求端尽管当下压力重重，但未来并不悲观，当下正是属于黎明前的黑暗，去库之日便是下游重启活力之时。海外终端开启主动补库周期将在明年对外需有显著提振，新疆纺纱规模扩张期带来的刚性需求可部分弥补纱线过量带来的用棉需求下滑。另外从今年上半年需求的增长看，如此多的贸易蓄水池变相增加了对棉花的需求，这部分需求承载能力在未来依然不会缺失，这是后期一旦预期有边际好转，需求弹性快速增加的动力。也将会彻底使得盘面重启升势。我们预计明年在二季度供应端题材发酵，叠加纱线去库压力释放，极可能在彼时完成价格筑底，在此之前仍以区间震荡的形式运行，若海外补库需求提前或力度超预期，我们预估明年的价格高点将突破今年的高点，价格波动区间在 14000-20000。

风险层面需重点关注：海外衰退加剧，国内经济复苏不及预期、主产国天气等风险。

联系方式

国联期货研究所农产品事业部
地 址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼
(214121)
电 话：0510-82758631
传 真：0510-82757630



国联期货微信公众号

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。