

农产品组

外围趋暖供需弱勢抵消
交割逻辑带来价格上限

电话：0571-85155132

邮编：310003

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

网址：<http://www.zjncf.com.cn>

相关报告

观点摘要：

外围环境相对偏暖，如中美元首会晤、美国货币政策转向等提振市场信心，但产业方面仍呈现供强需弱态势。矛盾之下郑棉呈现区间震荡走势，部分低成本皮棉在期价达到 15500 上方将出现利润空间，该点位成为目前郑棉价格上限。

政策面有所转暖：中央经济工作会议在北京召开，相关经济刺激政策将持续发力，扭转目前市场上偏弱的人气；11 月 CPI 下跌 0.5，但不存在长期通缩基础，猪肉价格就影响了 0.58 点，随着第三批中央猪肉储备展开，会推动生猪价格合理回升，CPI 低位运行的状况将会逐步缓解；美联储维持利率不变，点阵图暗示明年或降息 75 个基点，美元或步入下行通道，商品市场已经有所反应。

供需面乏善可陈：USDA 12 月报告对全球棉花供需给出偏空论断；中央储备棉销售虽然停止，但市场供应仍然充足，疆棉销售仍慢于往年；棉花进口量维持高水平，有爆库现象，年度棉花进口情况呈前高后低趋势，供应压力前置；由于订单情况仍不乐观，产业上下游基本面暂未出现明显利好。

交割逻辑成为盘面主导：政策面有所转暖与供需面乏善可陈相互抵消，交割逻辑主导了盘面，并为当前棉市带来了“天花板”。由于 15500 以上将打开套保套利空间，因而棉价接近该点位后仓单注册进度明显加快，实盘压力较为沉重，棉价止步于 15500。

展望：目前郑棉盘面价格估值偏低，下游产业链数据表现仍不尽人意，但市场信心有所修复；海外去库顺利，11 月份出口额降幅环比收窄明显，12 月初以来，外销订单有所增加，主要是海外大型商超补货，四季度节日消费后有望迎来新一轮补库，纺织服装的订单正在向好通道中；下游棉纱出货边际改善，大型棉企加强了市场采购；轧花厂成本依旧难以覆盖，大部分持货待沽中，市场的错位给郑棉带来支撑；最新的 CFTC 持仓报告，基金净多头寸增加。预计后市在消化来自实盘的压力后，棉价还有一定上行空间。

一、行情回顾

11 月底以来，郑棉保持着震荡攀升走势，依托均线不断挑战本轮反弹的新高，近期则转向区间横盘。美棉因签约数据表现不佳，呈现弱勢。

国内棉花市场现阶段供需双弱局面暂未扭转，但市场气氛有所趋暖，棉花以及纱线成交略有好转。美金报价资源相较新疆棉竞争力继续下滑，内外棉价再度收窄；国内棉花现货基差报价、一口价随之上调，期现价差也从 1000 元/吨以上下降至 500-700 元/吨。

目前棉花资源主要落在具有较强议价能力的轧花厂和棉商手中，春节前全疆轧花厂资金流普遍较充足，还贷压力不大，降价抛货预期较弱。

市场的错位给郑棉带来一定支撑，临近交割月成本支撑促使空头逐步离场，注册仓单意愿不强，预计后市还有上行空间。

图 1：棉花 2405 合约走势



数据来源：文华财经 新世纪期货

二、宏观背景

1、经济工作会议

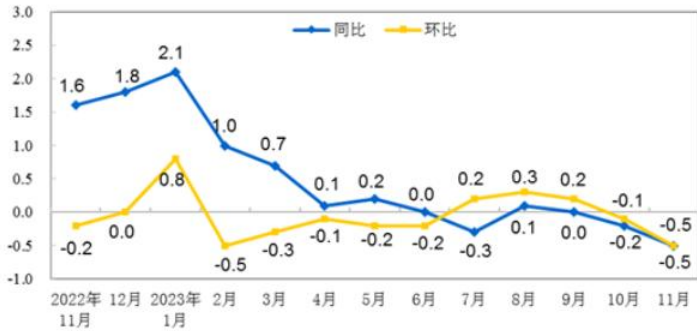
12 月 11 日至 12 日，中央经济工作会议在北京召开。会议既有对“经济回升向好”的充分肯定，也不回避“困难和挑战”。未来将以进促稳、先立后破，坚持发展强化信心决心，显示明年相关经济政策将更加注重精准发力、落地见效，目前市场上偏弱的人气将得到扭转。

2、11 月 CPI 和 PPI

11 月份，受食品、能源价格波动下行等因素影响，CPI 有所下降。其中猪肉价格下降 31.8%，影响 CPI 下降约 0.58 个百分点。扣除食品和能源价格的核心 CPI 则同比上涨 0.6%，涨幅与上月相同。

受国际油价回落、部分工业品市场需求偏弱等因素影响，11 月 PPI 环比由平转降，同比降幅扩大。从同比看，PPI 下降 3.0%，降幅比上月扩大 0.4 个百分点。

图 2: CPI



数据来源: 统计局 新世纪期货

图 3: PPI



数据来源: 统计局 新世纪期货

中国人民银行日前发布的2023年第三季度中国货币政策执行报告指出, 物价短期还将维持低位, 未来将回归常态水平。中长期看, 中国经济供需总体平衡, 货币政策保持稳健, 居民通胀预期平稳, 不存在长期通缩或通胀的基础。日前, 国家发展改革委将会同有关部门启动年内第三批中央猪肉储备收储工作, 推动生猪价格合理回升。

基于以上因素判断, CPI 低位运行的状况将会逐步缓解。

3、信用评级展望下调

近期穆迪宣布维持中国的主权信用评级不变, 但将未来的展望评级从之前的“稳定”下调至“负面”, 同时还下调了多家中国非保险金融机构、保险公司、国有企业及市政基础设施公司的评级展望。这是穆迪近七年多来首次下调中国主权信用评级展望, 表明了对中国经济的看空态度。

财政部迅速做出回应, 并对其做法提出质疑, 我国全年5%的GDP增速是可实现的; 对全球经济增长的贡献率超过了30%; 债务比例低于国际上的通行警戒线。

这个举措可能失误, 也可能时金融战的组成部分, 但影响力较大, 直接反映就是中国政府的融资成本将上升。

4、美联储议息

12月14日凌晨2时, 美联储发布的议息决议, 将联邦基金利率的目标区间维持在5.25%-5.5%不变, 仍然保持在22年来最高点, 符合市场预期。点阵图暗示明年或降息75个基点。美元步入下行通道对商品将形成利好, 实际上近日商品市场已经对此做出了反应。

图 4: 美元指数



数据来源: 文华财经 新世纪期货

三、新棉生产

截至 2023 年 12 月 7 日，全国新棉销售率为 9.1%，同比下降 1.0 个百分点

表 1：新棉产销进度

	比例 (%)			总量 (万吨)		
新棉采摘	采摘进度	同比	较 4 年均值			
	99.9	0.1	0.1			
新棉交售	交售进度	同比	较 4 年均值	交售量	同比	较 4 年均值
	97.9	2.3	1.1	553.3	-32.3	-17.9
新棉加工	加工率	同比	较 4 年均值	加工量	同比	较 4 年均值
	73.9	18.8	2.7	408.7	86.1	3.1
新棉销售	销售率	同比	较 4 年均值	销售量	同比	较 4 年均值
	9.1	-1.0	-8.9	50.6	-8.9	-52.1

销售率始终落后于往年：从上市前期棉农的惜售，到现在轧花厂持货待沽，都拖累了进度；采购方则由于市场供应充裕、下游消费不畅，采购意愿偏低，也导致销售偏慢。

到 12 月 12 日，2023/24 年度新疆棉累计加工 427.97 万吨，较去年同期增加 100.34 万吨，同比增幅 30.6%。总加工量已达到正常年份水平，按当下加工进度推算棉花加工将于明年 2 月进入尾声阶段。

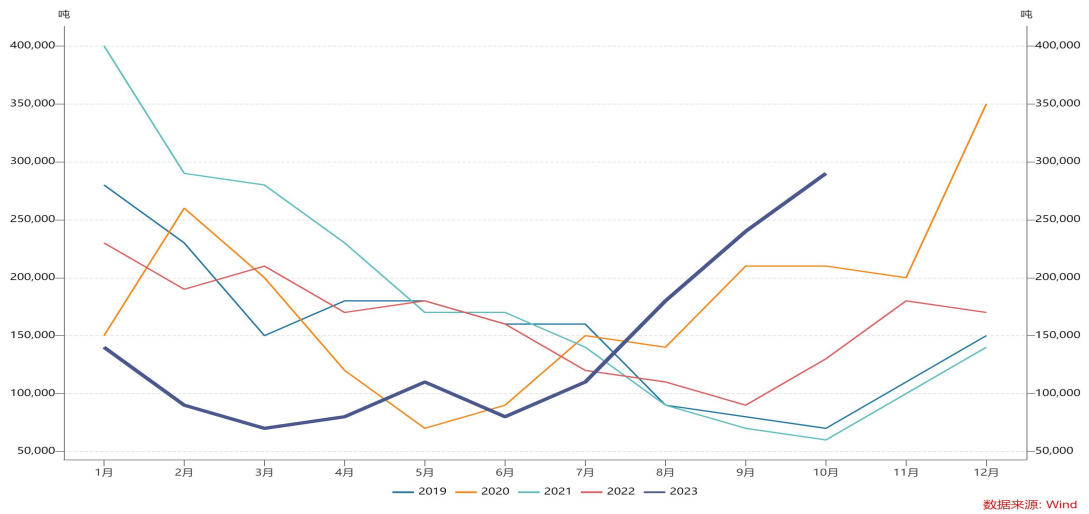
由于籽棉随加工随销售、皮棉少量销售回款，再加上自筹自有、融资资金，春节前全疆轧花厂资金流普遍较充足，还贷压力不大，降价抛货预期较弱。

四、棉花进口

下半年以来，棉花进口增长较快，超过往年进口量。10 月棉花进口量 29 万吨，环比增加 22%，同比增加 122%；2023/24 年度棉花进口量 52 万吨，同比增加 140%。预计在配额有效期前，棉花进口量将维持高位水平，年度棉花进口情况呈前高后低趋势，供应压力前置。

据青岛、张家港、广州等地贸易企业反馈，2023 年 10-12 月不仅到港、清关的巴西棉仍较集中，且苏丹棉、土耳其棉、坦桑尼亚棉、巴基斯坦棉、阿根廷棉、墨西哥棉等也呈逐渐上升，占整个港口棉花库存比例缓慢上升，“其它产地资源”逐渐取代印度棉、乌兹别克斯坦棉，形成与巴西棉、美棉“分庭抗礼”局面。成为我国用棉企业纺纱配棉、降低原料成本的重要组成部分。

图 5：棉花进口



数据来源：WIND 新世纪期货

根据国际棉花咨询委员会 (ICAC) 的数据，全球棉花产量预计将从 2022-2023 年的 2350 万公吨小幅下降到 2023-2024 年的 2340 万公吨。预计 2023-2024 年将增长到 920 万公吨，但最大的出口国美国在全球的出口份额可能会从 2022-23 年的 34% 下降到 29%。

五、美棉出口

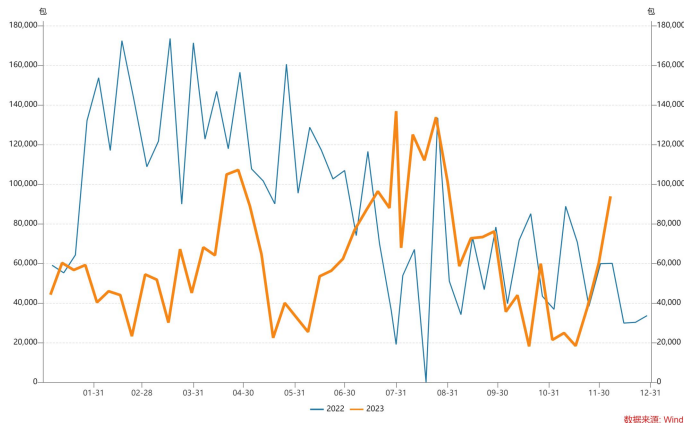
据美国农业部发布的美棉出口数据显示，2023 年 12 月 1-7 日：

2023/24 年度美国陆地棉 出口签约量 13121 吨，较前周下降 50%，较前 4 周平均水平下降 77%。

2023/24 年度美国陆地棉出口装运量 33755 吨，较前周增长 7%，较前 4 周平均水平增长 42%。

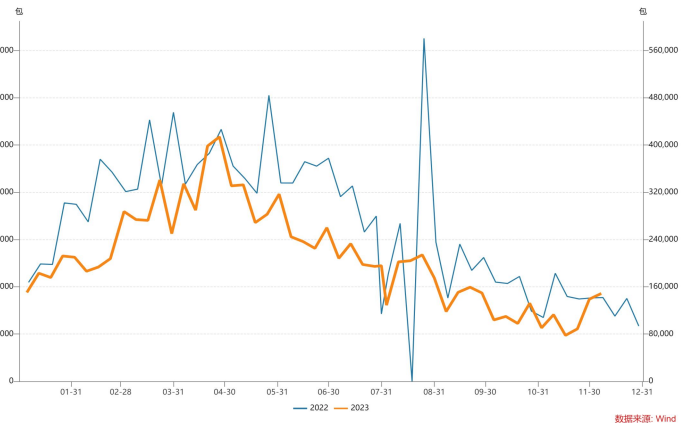
本周美棉出口签约量明显下滑，装运量小幅增长，数据中性偏空。

图 6：美棉出口中国



数据来源：WIND 新世纪期货

图 7：美棉出口



数据来源：WIND 新世纪期货

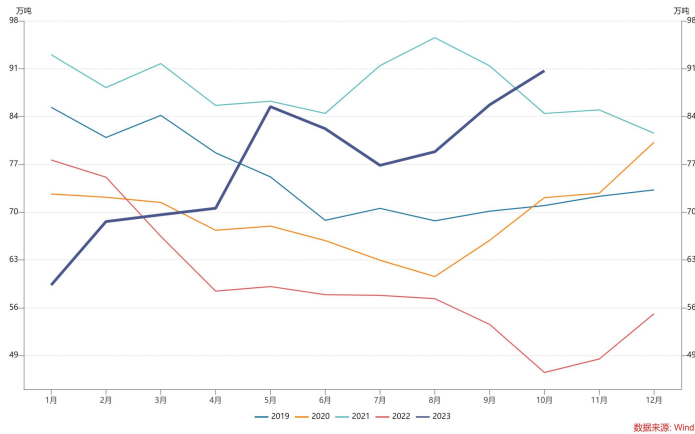
11 月中旬以来，美棉出口止跌回升，而这大多得益于中国进口的增加。中美两国元首的会晤为双方经济合作提供了改善的可能。

六、库存与仓单

港口到货量持续上涨，而下游需求在 11 月下旬后逐步降温，致使港口进口棉库存持续累积；当前黄岛保税区棉花仓库基本满库，棉企逐步向胶州、潍坊等外地库入货。截止至 12 月 7 日，进口棉花主要港口库存周环比增 10.8%，总库存 44.1 万吨。其中，山东地区青岛、济南港口及周边仓库进口棉库存约 37.9 万吨，周环比增 12.8%，同比库存高 187%；江苏地区张家港港口及周边仓库进口棉库存约 3.2 万吨，其他港口库存约 3 万吨。

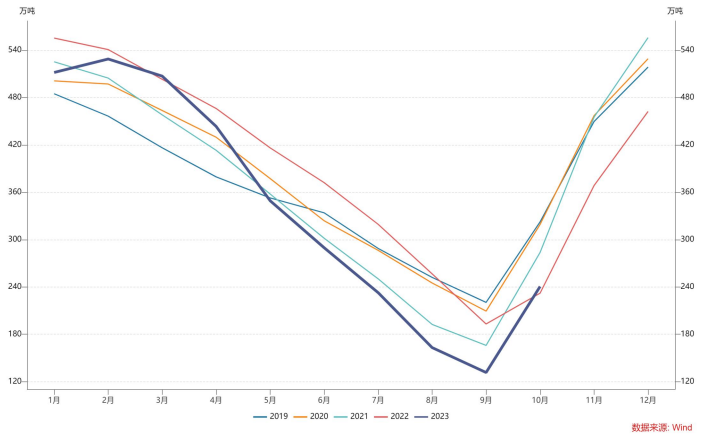
工业库存和商业库存不断上升，随着新棉加工的进行，商业库存增长速度还会加快。

图 8：工业库存



数据来源：WIND 新世纪期货

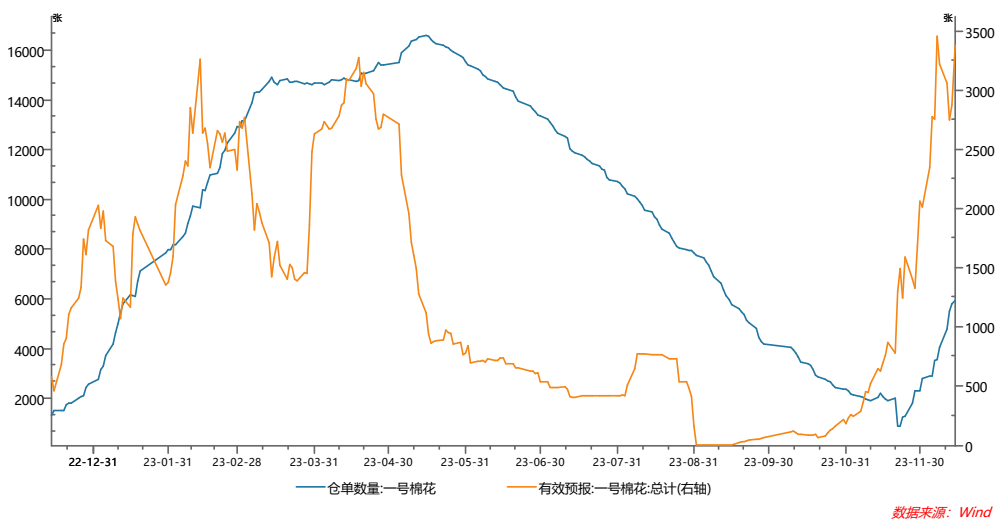
图 9：商业库存



数据来源：WIND 新世纪期货

交易所的仓单和预报数量近期增速也明显加快。棉价的走高，使得部分低成本皮棉有可能出现套保套利空间，若郑棉主力合约振荡空间上移至 15500-16000 元/吨，3128B 套保不会亏损甚至有利润。交割逻辑作用下，仓单注册进度较快。这意味着郑棉进一步打开上涨空间存在较大压制，需要先消化来自实盘的压力。

图 10：棉花仓单和预报



数据来源：Wind

数据来源：WIND 新世纪期货

七、下游市场

根据海关总署公布的数据：

1-11 中国纺织纱线及制品累计出口金额为 1233.63 亿美元，同比下滑 9.2%，据计算 11 月份出口额同比下滑约 1%，降幅环比收窄明显。

1-11 月服装累计出口金额为 1451.98 亿美元，同比下滑 8.6%，据计算 11 月份出口额同比下滑约 4%，下滑幅度亦明显收窄。

从出口数据看，11 月份的纺织服装出口数据尚未转正，但是降幅已明显收窄，说明纺织服装的订单正在向好通道中，出口边际出现修复。

海外去库顺利，纺织出口回暖可期。2022 年起海外鞋服品牌进入到去库存阶段，截止到 2023 年三季度末主要国际品牌去库顺利，预计经过四季度节假日促销季后，各公司的库存会进一步回落。国际品牌去库顺利有望推动我国出口纺织企业订单好转，，预计 2024 年纺织服装出口将恢复到较好的增长状态。从运动制造商的月度数据观察，部分制造商订单已经恢复增长。

图 11：中国纺织品服装累计出口额



数据来源：我的钢铁 新世纪期货

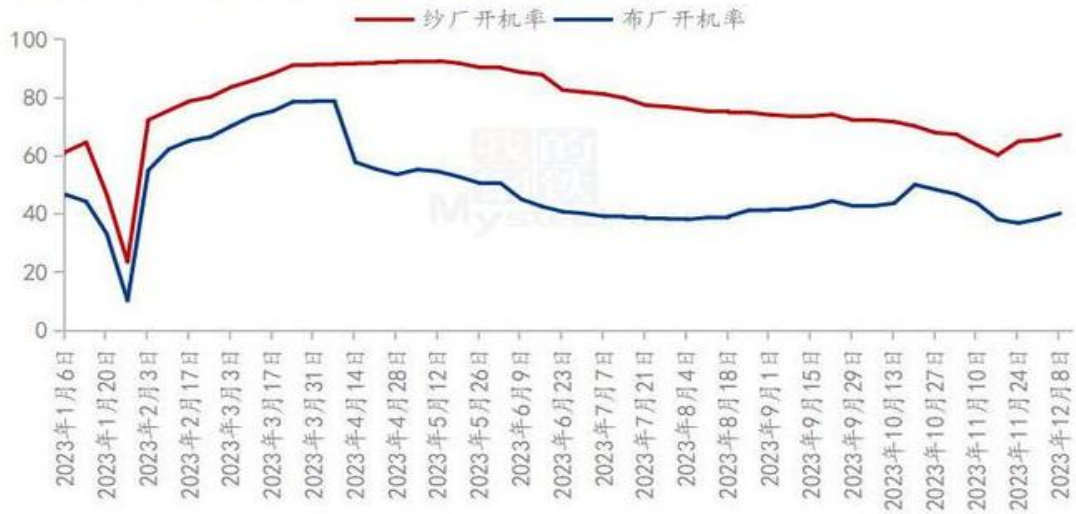
上半年，由于原料成本较低，纺纱净利润率一度超过 10%，国内纱厂开机维持高水平，大部分工厂产品无库存压力。后期随着需求下降、棉价上涨，棉花和棉纱价差一度跌破 6000 元 / 吨，棉纱出现累库、利润空间受到挤压，只能开启降价去库之路。反映出产业链价格传导机制受阻，难以有效向下进行传导。

11 月下旬棉价连续下调，纺企用棉成本下降，部分工厂开机有所回升。近期下游纺企走货略有好转，成品库存略有下降，据 Mysteel 农产品调研数据，截至 12 月 8 日，全国纺企开机率 67.2%，较 11 月中旬上调 7 个百分点，部分纱厂表示近期棉纱走货相比 11 月有所加快。主要地区纺企纱线库存为 31.9 天，环比减幅 0.93%，同比增幅 0.95%。

当前各地区纱厂开机率稳中有降。新疆大型纱厂平均仍可达八成左右，河南大型企业平均在 60% 左右，中小型纱厂在 50% 左右。江浙、山东、安徽沿江地区的大型纱厂平均开机在 65%，中小型纱厂开机在 50%。

截止 2023 年 12 月 8 日，全国织布厂开机率 40.2%，已实现连续两周上调。

图 12：2023 年中国纺织企业周度开机率统计



数据来源：我的钢铁 新世纪期货

免责声明

1. 本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，我公司对这些信息的准确性及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。我们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，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或征价，交易者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，请交易者务必独立进行交易决策。我公司不对交易结果做任何保证，不对因本报告的内容而引致的损失承担任何责任。

2. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同甚至相反的意见。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。

3. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。

4. 本报告版权仅为浙江新世纪期货有限公司所有。未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

浙江新世纪期货有限公司

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编：310003

电话：400-700-2828

网址：<http://www.zjncf.com.cn>

