

农产品组

电话：0571-85155132
邮编：310000
地址：杭州市下城区万寿亭 13 号
网址 <http://www.zjncf.com.cn>

五月棉花市场展望——

旱情及和超卖助推棉价

观点摘要：

棉市承受的压力来自：

- 1、经济前景堪忧。IMF 发布 2022 年 4 月世界经济预测，将全球经济增速的预测值下调至 3.6%，中国也被调低到 4.4%。各方面风险加大。
- 2、美联储加息。在 3 月加息后，美联储鹰派言论仍不绝于耳，继续加息和缩减资产负债表规模可能在 5 月启动。金融市场波动加剧。
- 3、订单外流。国内疫情多点散发对生产、物流都形成冲击，不少外贸订单回流到东南亚等地区。美国对进口新疆棉花产品禁令执行趋紧。出口环境恶化不利于国产棉花的消化。
- 4、上下游割裂，下游消费疲软。2021 年轧花厂抢棉，导致北疆收棉成本高企，大量的棉花还储存在新疆、留存在棉商手里。上游轧花厂高价棉难出手，而下游订单不及预期。下游金三银四旺季预期破灭，订单水平严重不及预期使得下游在采购棉花上极端谨慎，即便原料库存已经降至较低的水平，也不愿意大规模补库。
- 5、种植面积增加，种植进度偏快。

相关报告

棉市存在高位运行的基础：

- 1、一些经济刺激措施陆续推出。
- 2、两个倒挂。目前期现依旧倒挂 800-1000 元/吨，上游棉商基于成本考虑继续挺价，期价贴水抹去了下跌空间。美棉报价已大大高于预期，新疆棉价格明显低于同品质同指标美棉、巴西棉，内外棉“倒挂”的趋势仍很突出。
- 3、仓单流出。今年棉花成本高企，期货价格则在相对低位运行，很难在期货市场获得套保盈利机会，减小了期货实盘压力。
- 4、气候。美国主产棉区德州天气情况仍很不理想，业内分析弃耕率或超过 20%甚至 25%，干旱的前景引发投机商、炒作基金的高度关注。未点价合约处于高位，走势上容易出现脉冲式上行。
- 5、通胀的可能。IMF 指出，通胀可能长时间存在，商品普涨是全球货币超发的滞后反应、俄乌冲突、气候变化、公共卫生事件等因素引发的供给冲击所共同作用的结果。

操作策略：

棉价在干旱和超卖等因素支持下，仍有上攻余地，操作上持有多单，同时利用内外盘节奏和强弱的不同，做一些短差交易。

一、行情回顾

4月份，郑棉（箭头处开始）基本处在高位运行，由于下游消费不旺，郑棉自身缺乏上行动力，很大程度上追随了美棉的涨跌，呈现外强内弱的特点。美棉超卖的背景促使多方采取挤仓策略，走势总体偏强，这带动了郑棉交易重心在震荡中不断上移。

进入4月下旬，震荡幅度有所放大：4月25日，由于一季度经济指标偏弱、人民币出现连续大幅贬值，整个金融市场气氛偏空，郑棉也出现了大幅的回落；4月28日，美棉在干旱和大量未点价合约的刺激下，以涨停板报收，郑棉也强劲反弹，也创出新高。

郑棉涨幅受限，延续了外强内弱的特征，同时也是由于五一长假临近，投资者采取了相对保守谨慎的策略。

图 1： 郑棉走势

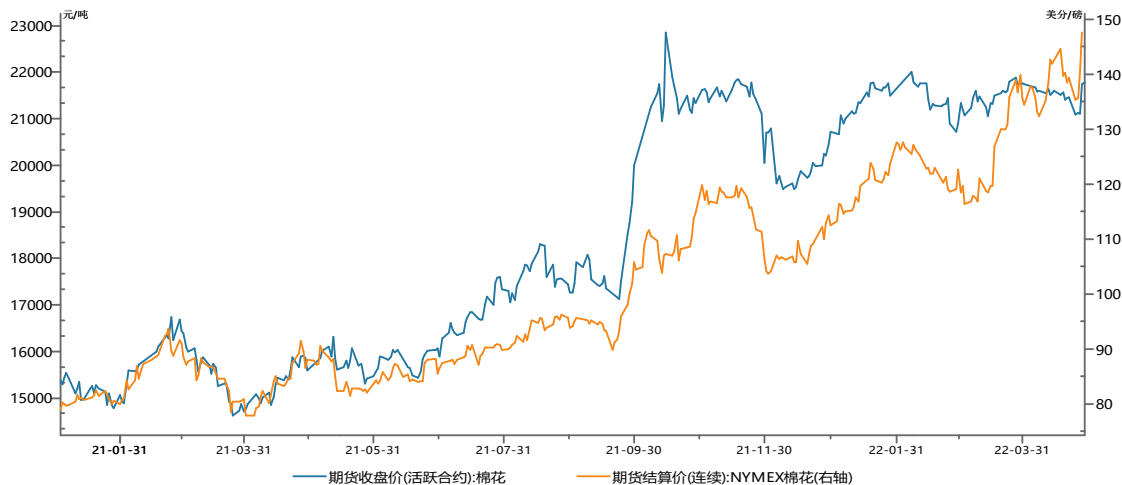


数据来源：文华财经 新世纪期货

二、外强内弱的特点

近一个月时间，郑棉CF2209合约从低点21145元/吨涨至21770元/吨，涨幅3.0%。美棉则从135.54到147.96，创十一年来新高，涨幅达到9.2%。郑棉不足ICE棉花期货的三分之一，棉花市场呈现“外强内弱”的格局。

图 2： 内外盘棉花走势

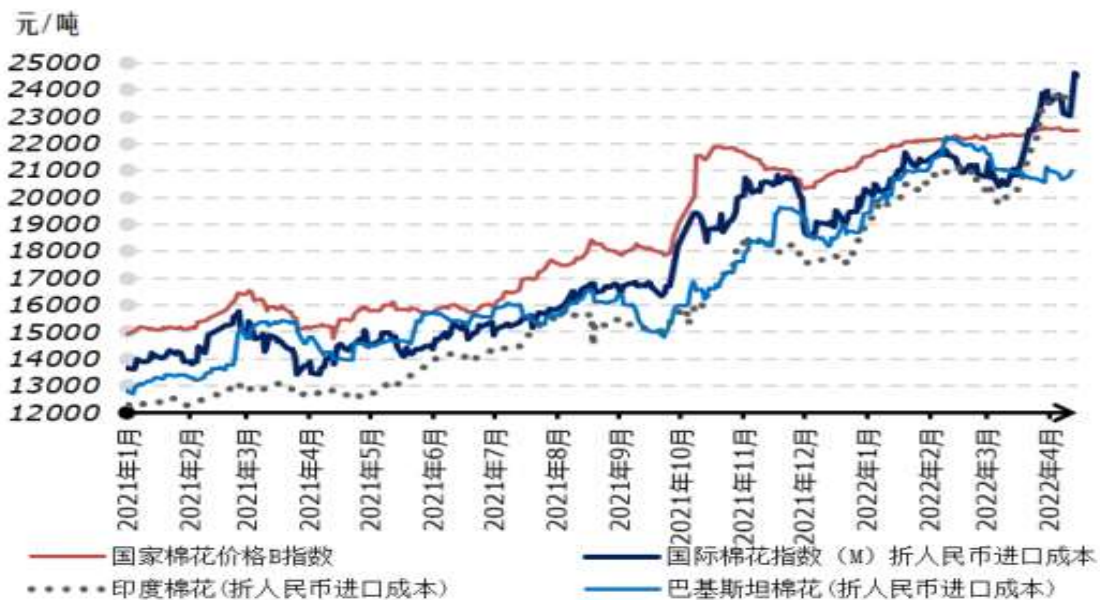


数据来源: Wind

数据来源: WIND 新世纪期货

现货市场也呈现同样的格局。截至 4 月 18 日，青岛、张家港等主港保税美棉 1%关税下的直接进口成本 24930-25070 元/吨，保税巴西棉 1%关税下的直接进口成本约 24300-24500 元/吨，而山东、河南、江苏等内地库“双 28”新疆机采棉公重报价集中在 22800-23000 元/吨，大幅低于同品质美棉、巴西棉。

图 3： 内外棉花现货价



数据来源: 国家棉花监测系统 新世纪期货

国内外棉市的分化源于其运行逻辑不同：

国内疫情多点散发对生产和物流都带来不利影响，下游消费低迷，订单以小单、散单为主，停产减产现象时有发生，“金三银四”旺季需求落空，纺织厂普遍采取低原料库存的策略，产业链整体运行不畅导致棉价涨幅受限。

美棉市场格局整体偏多：美棉 21/22 年度累计签约处于超卖的状态，年度出口目标已经完

成，截至 3 月 24 号，美棉 21/22 年度累计签约率为 103%，后续可以签约美棉有限；美棉未点价卖单量仍在历史高位，价格连续上涨并未给需求方较好的点价机会；出口总体表现仍然偏好，中国今年提前发放滑准税进口 40 万吨，印度因减产和需求旺盛宣布 9 月底之前进口棉花免税；美国种植区降雨不足，存在一定的旱情。这些因素为多头挤仓创造了条件。

三、棉市面临的主要压力

1、经济前景堪忧

国际货币基金组织(IMF)发布 2022 年 4 月世界经济预测，将 2022 年和 2023 年全球经济增速的预测值均下调至 3.6%。较此前预测下调 0.8 个百分点。中国也被调低到 4.4%。除了因能源和食品价格飙升而受益的大宗商品出口国以外，所有国家组别的中期前景都被下调。发达经济体需要更长时间才能恢复至疫情前的总产出趋势。

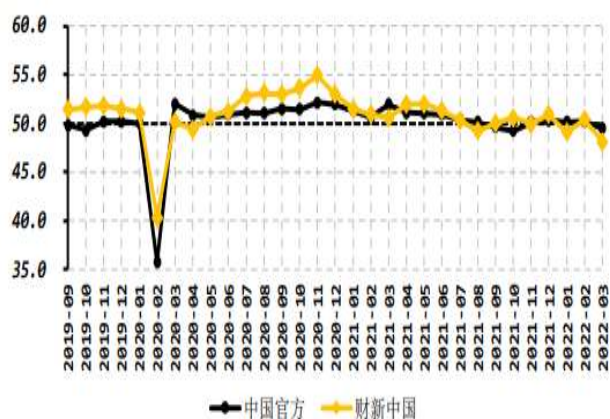
IMF 认为，俄乌冲突加剧了近年来影响全球经济的一系列供给冲击。甚至早在俄乌冲突之前，大宗商品价格飙升和供求失衡状况就已引发了通胀的大幅上升。

3 月份政府工作报告指出，今年国内生产总值（GDP）预期增长目标为 5.5%左右。但 2022 年中国一季度 GDP 出炉，其 GDP 同比增长 4.8%。更令市场担忧的是，由于近期高频数据恶化，野村将 2022 年二季度 GDP 增速预测从 3.4%下调至 1.8%，预计三季度和四季度的增速都将回升至 4.5%，2022 年全年增速预期下调至 3.9%。

经济增速下降，相关风险就会上升。股市的下跌、大宗商品举步维艰与此不无关系，整个金融市场气氛偏空。

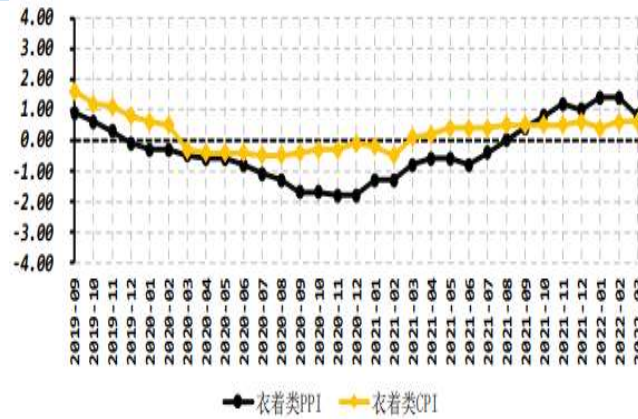
3 月份，中国官方和财新中国制造业采购经理人指数（PMI）纷纷降至荣枯线下方。国家统计局公布的制造业采购经理人指数为 49.5，环比下跌 0.7 个百分点，财新中国制造业采购经理人指数为 48.1，环比下跌 2.3 个百分点。

图 4： 制造业 PMI



数据来源：华瑞信息 新世纪期货

图 5： 衣着类 PMI 和 CPI



数据来源：华瑞信息 新世纪期货

2、美联储加息

2021 年起，本轮货币政策调整由扩张转向收缩。

高通胀的背景，促使美联储开始加息的进程。在 3 月加息后，美联储鹰派言论仍不绝于耳，继续加息的预期升温，后续仍会加息甚至力度更大。美国 3 月通胀率同比飙升 8.5%，再一次刷新了近 40 年的峰值，这可能促使加息力度加大。而且市场普遍预测，缩减资产负债表规模可能在 5 月启动。

美国持续加息将缩小中美两国利差，可能加剧我国资本外流；同时美国加息和缩表可能加大美股调整，进而加剧我国资本市场波动。

这些已经在国内金融市场得到体现，4月底人民币连续贬值，北向资金资金流出明显，一些国外机构也加大减持我国国债的力度。

不过，我们也注意到，美国加息的负面影响也开始显现，美国三大股指连续大幅下挫，继续加息固然能够缓解通胀压力，但引发股市危机的风险同样存在，这会对美联储鹰派言论形成制约。

3、订单外流

与2020/21年外贸订单转移到国内不同，2022年，国内疫情多点散发对生产、物流都形成冲击，不少外贸订单回流到东南亚等地区，导致国内外贸订单相对较少。国内生产企业、出口商间竞争加剧，甚至降价抢单。

部分外贸公司、代工企业反映，自2月下旬国内部分地区新冠疫情多点暴发、快速扩散以来(波及28个省市自治区)；再加上能源及原材料价格暴涨，我国棉纺织服装业对外贸易订单不仅“外流”现象加剧，而且毁单现象呈现大幅增长。2022年春节假期后，越南纺织企业快速复工，出口订单大幅增加；许多纺织企业订单甚至已排到今年第3季。印度出口订单也排到了二季度末。

美国政府对进口新疆棉花产品禁令执行趋紧(需要贸易企业、代工厂提供一整套材料证明面料不含“新疆棉”)，会对国产棉的销售产生很大影响。3月份，美国海关以强迫劳动为由扣押了一批李宁品牌运动服装，如果公司未能在规定期限内提供明确和令人信服的证据，商品可能会被没收。

为了规避美国的禁令，一些出口加工型企业只能采用进口棉。3月份发改委提前发放2022年第一批棉花关税配额外优惠关税税率进口配额(进口滑准税配额)，配额数量为40万吨。全部为非国营贸易配额，限定用于加工贸易方式进口，以满足企业的需求。

出口环境恶化客观上不利于国产棉花的消化。

4、上下游割裂，下游消费疲软

棉花现货销售持续走弱，据国家棉花市场监测系统数据，截至4月21日当周，2021年度全国棉花周度销售量连续6周下降，累计销售进度48.1%，同比下降43.2个百分点。

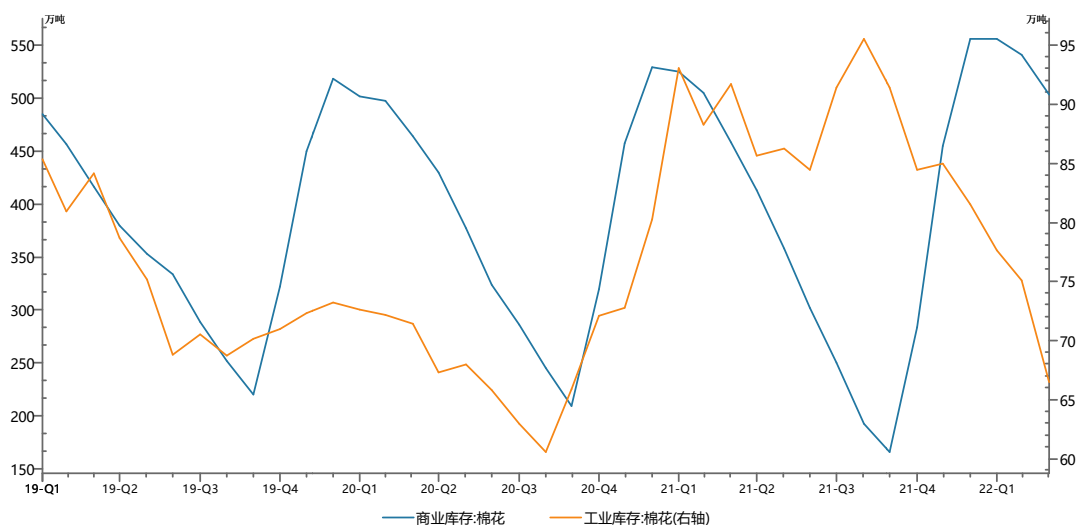
据统计，18至24日公路出疆棉运量环比增0.56万吨，同比减3.88万吨。出疆棉主要运往山东、河南、河北三省，公路运价环比小幅上涨。奎屯运至河南平均651元/吨涨3元。很明显，大量的棉花还储存在新疆、留存在棉商手里。

2021年轧花厂抢棉，导致北疆收棉成本高企，多数轧花厂收棉成本折合皮棉价格在24000—26000元/吨区间。目前基差较大，期货贴水严重，仅仅不到22000元/吨的期货价格使得这批棉花难以完成套保。数据显示，目前北疆轧花企业仍有40%—60%的棉花未出售，轧花厂面临困境。南疆棉花销售进度好于北疆，因南疆去年收棉较晚，收棉价格较北疆出现大幅下降，整体收购成本在21000—23000元/吨区间。因此，还能出现一些期货套保和顺价销售的时间窗口。

目前，北疆轧花厂大部分高价棉还难以销售，若轧花厂难以归还银行贷款，可能导致批量破产的结局，威胁地区金融稳定，因此，政策面能否介入成为二季度市场的关注焦点，国家收储或地方性收储成为可能的政策工具。

上游轧花厂高价棉难出手，而下游订单不及预期。

图 6： 工业库存和商业库存



数据来源: Wind

数据来源: WIND 新世纪期货

下游面临金三银四旺季预期的破灭，加上 3—4 月上海疫情影响，长三角地区纺织企业面临订单不及预期以及疫情影响的双重压力，停工减产，降低开机率成为纺织企业共同的选择。据国家统计局数据，2022 年 3 月国内限额以上服装鞋帽针纺织品类零售额同比大幅下降 15.0%，下游消费持续不振，企业经营难言乐观，仍未摆脱物流受阻带来的压力，订单交付延误风险不断增加。

订单水平严重不及预期使得下游在采购棉花上极端谨慎，即便原料库存已经降至较低的水平，也不愿意大规模补库，原料采购意向偏弱，随用随买，盘面上来自下游纺织企业的买盘不足。下游市场的弱势格局，在一定程度上限制棉价涨幅，令内外棉价差持续扩大。

5、种植增加

由于去年开始，棉价不断走高，因此棉农收益良好，这刺激了国内国外棉花种植意向同比增加。

美国农业部 4 月 25 日发布的美国棉花生长报告显示，截至 4 月 24 日当周，美棉种植率为 12%，前周为 10%，去年同期为 12%，5 年均值为 11%。全美春播进度同比持平，领先于近五年平均水平。

国内新疆棉花春播已接近尾声，截至 4 月 15 日，全疆播种进度为 72%，同比提高 24 个百分点，进度大大快于上年同期。

目前作业高峰由南疆棉区移至北疆棉区。从新疆维吾尔自治区农业农村厅了解到，今年新疆地区预计播种棉花 3700 万亩左右。新疆 4 月上旬播种棉田已陆续出苗，库车 6 日开播棉田 50% 已出苗，阜康 12-13 日滴水棉田出苗比例 70% 左右，进度与往年同期持平。

据棉农反映，今年种植成本高于往年。其中，租地费在 1200 元/亩、种子 60 元/亩、地膜加滴灌带 150 元/亩、农药 150 元/亩、化肥 450 元/亩、水费 300 元/亩、人工(拔草、打顶等) 300 元/亩、农机费(犁地、耙地、播种) 130 元/亩、中耕 50 元/亩。按照去年机采 240 元/亩，其他杂费 150 元/亩计算，自有地棉花种植户成本在 2000 元/亩左右，承包的棉花种植户成本在 3200 元/亩左右。

四、棉价高位运行的基础

以上我们主要阐述了压制棉市的一些国内外因素,尽管如此,我们仍对棉价后市保持乐观。

1、一些经济刺激措施将陆续推出

4月25日,国务院办公厅发布关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见(以下简称《意见》)。《意见》指出,围绕保市场主体加大助企纾困力度。深入落实扶持制造业、小微企业和个体工商户的减税退税降费政策。推动金融系统通过降低利率、减少收费等多种措施,向实体经济让利。结合疫情防控形势和需要,加快建立健全生活物资保障体系,畅通重要生活物资物流通道。稳定增加汽车等大宗消费,各地区不得新增汽车限购措施。鼓励有条件的地区开展新能源汽车和绿色智能家电下乡。

为提升金融机构外汇资金运用能力,抑制人民币贬值的势头,中国人民银行决定,自2022年5月15日起,下调金融机构外汇存款准备金率1个百分点,即外汇存款准备金率由现行的9%下调至8%。

2、两个倒挂

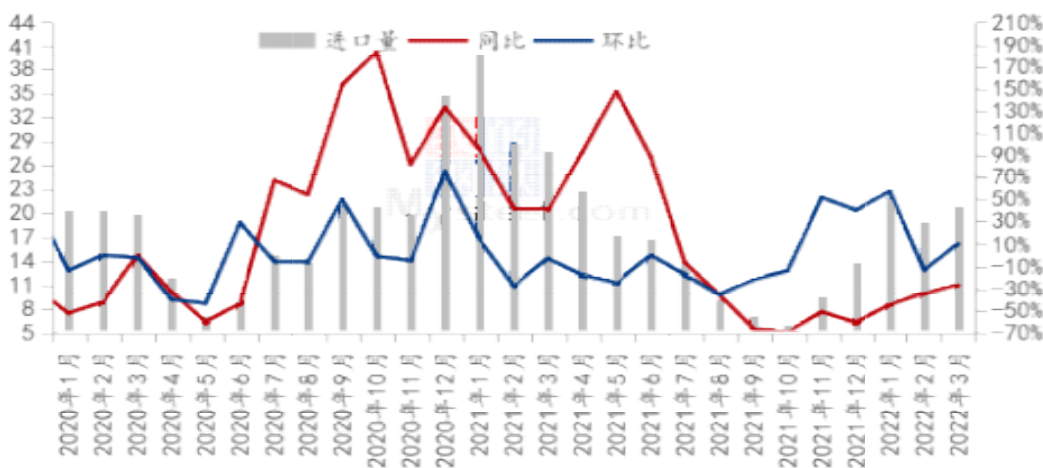
对于棉花来说,目前期现依旧倒挂800-1000元/吨。上游棉商基于成本考虑,难以降价亏损出售,外盘的涨势也鼓励他们继续挺价。期货价格贴水抹去了下跌空间。

美棉报价已大大高于预期,1%关税下美棉与新疆棉的价差达到2000元/吨,且中美第二阶段贸易协议磋商尚未展开,进口很可能会处于较低水平。

2022年1-3月我国棉花进口62万吨,同比下降约36.2%;2021/22年度(2021.9-2022.3)累计进口棉花100万吨,同比减少48.5%。当前我国处于外棉到港高峰期,到港数据却不及同期,主要因我国消费不及同期,另外海外市场棉价飙升,印度棉花出口限制、巴西棉花减产、全球海运偏紧等因素导致。

图 7: 棉花进口量

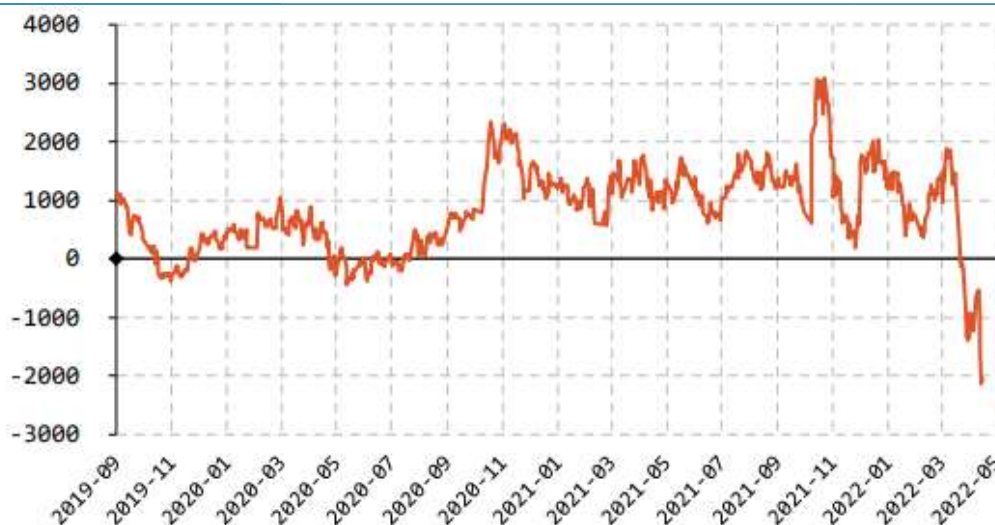
2020-2022年棉花进口量统计(单位:万吨)



数据来源: 我的钢铁 新世纪期货

目前中国各主港外棉报价1%关税下的进口成本超过25000元/吨(滑准关税下进口要高100元/吨左右),而目前山东、河南、江苏等内地库“双28”新疆机采棉公重报价集中23000元/吨附近,即使考虑到公重、净重价差,新疆棉价格仍明显低于同品质同指标美棉、巴西棉,内外棉“倒挂”的趋势仍很突出。

图 8： 国家棉花价格 B 指数-国际棉花指数 (M)



数据来源：我的钢铁 新世纪期货

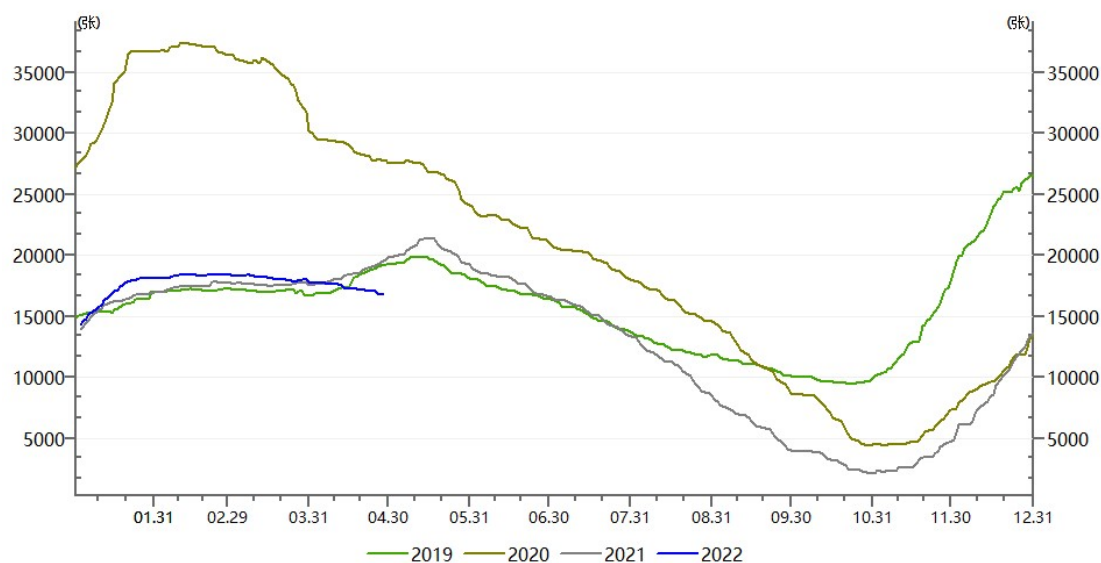
印度棉花供应紧张。棉价在不到 1 年时间里翻一番，达到每单位 (355.62 千克) 9 万卢比。一些品种棉价甚至达到每单位 10 万卢比。高棉价对印度纺织业影响尤为严重，因印度严重依赖棉花，不像其他市场一样，人造纤维占据更大份额。因此，印度政府免除进口棉花关税 (至 9 月)，稍早印度棉花进口实际税率为 11%。未来还可能会对棉花实施临时出口禁令。

3、仓单流出

今年棉花成本高企，期货价格则在相对低位运行，因此除部分高等级高指标棉花套保因高升水而有一定利润空间外，其它很难在期货市场获得套保盈利机会，加上土地、化肥等成本的上升，使得上游棉花企业不急于降价变现，这造成了目前郑棉仓单、有效预报低于往年。

仓单数量呈现下降趋势，客观上减小了期货实盘压力，未来是否会出现多头挤仓的行情，值得关注。

图 9： 仓单



数据来源：WIND 新世纪期货

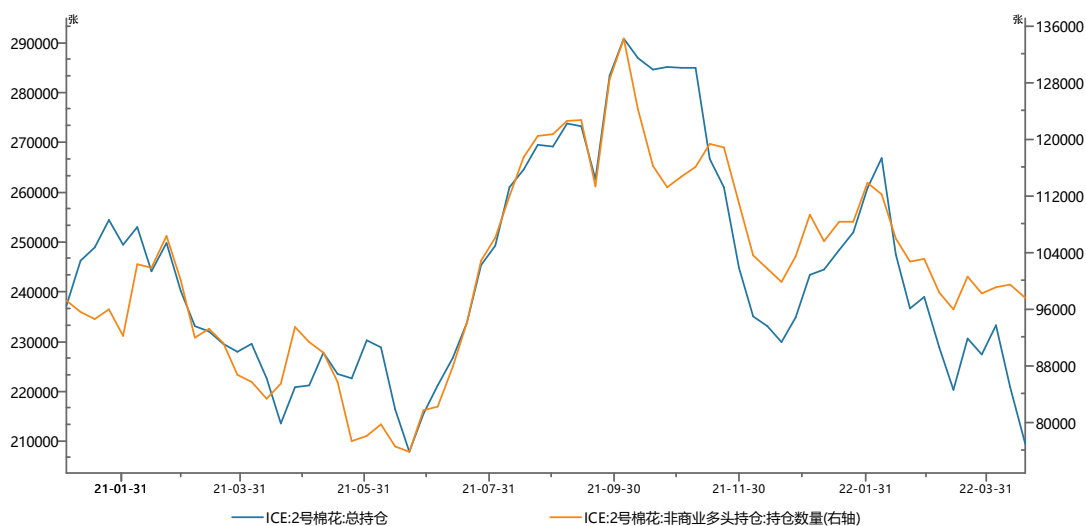
4、气候

美国国家海洋和大气管理局 (NOAA) 表示：美国近 60% 的大陆干旱将持续下去，持续的概率超过 50%。4-6 月，美国的西南部到东海岸，以及北部到中西部地区，这些地区的气温，将高于历史平均水平。这就意味着，2022 年，美国的高温天气有可能卷土重来。美国不少“专家”觉得，这很可能是一场 1200 年以来，最严重的干旱之一。截至 4 月 19 日全美干旱面积占 55.4%，较前周降 1.3%，但极度及异常干旱达 20%，环比升 0.6%。主产棉区得州干旱面积占比 87.4%，环比降 0.3%，极度及异常干旱占 53.5%，环比升 4.4%。

目前占美国种植面积约 1/3，总产量超过 30% 的西部棉区、西南棉区极端天气在持续。前期西部及西南棉区迎来少量降水，但对改善土壤墒情利好有限；全美土壤缺水区域面积有所缩小，得州缺水范围有所扩大。美国主产棉区德州天气情况仍很不理想，业内分析弃耕率或超过 20% 甚至 25%，2022 年美棉的种植面积同比增幅或低于之前预期。

干旱的前景引发投机商、炒作基金的高度关注。可以看到在 ICE 棉花的总持仓出现明显下降的同时，非商业多头持仓保持相对稳定，并未放弃对空头的挤压。同时未点价合约处于高位，走势上容易出现脉冲式上行，月末 ICE 棉花出现连续涨停就是对这种市场格局的体现。

图 10： ICE 总仓单与非商业多头持仓



数据来源: Wind

数据来源: WIND 新世纪期货

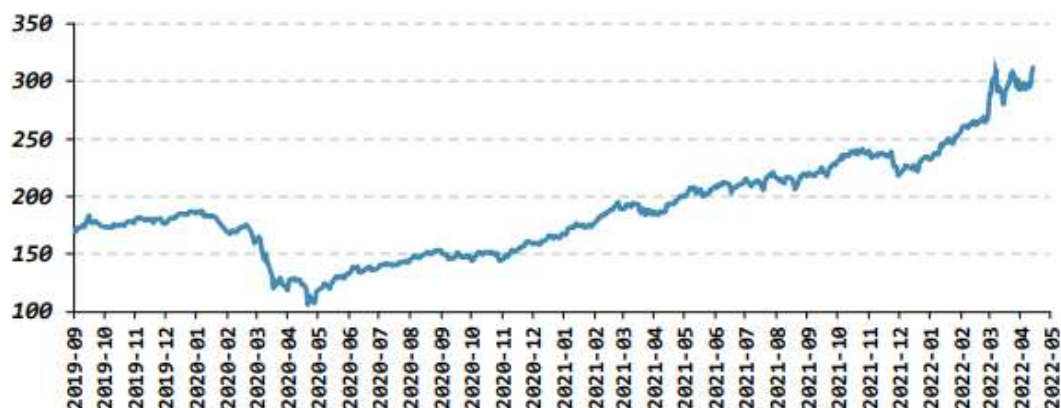
5、通胀的可能

前文我们看到 IMF 调低了中国和全球经济增速，对商品市场利空；但同时 IMF 也指出，通胀可能长时间存在，原油居高不下反映了这样的现状，这又会给包括棉花在内的商品带来利多效应。大宗商品价格普遍大涨是全球货币超发的滞后反应、俄乌冲突、气候变化、公共卫生事件等因素引发的一系列负面供给冲击所共同作用的结果。中美脱钩意味着全球经济的碎片化、供应链的割裂，也将产生广泛的滞胀效应。

美国银行本月对基金经理的调查显示，对全球经济增长的乐观情绪已降至历史最低点，对经济滞胀的预期也跃升至 66%，为 2008 年以来最高。基金经理们一直在重新配置投资组合，他们大举涌入原油和其他大宗商品。由于通胀预期将持续且更具粘性，投资者可能需要考虑采用更具活力的抗通胀策略。这样的投资组合将包括房地产投资信托基金 (REITs)、贵金属、能源大宗商品和机器人技术。

3 月以来，全球大宗商品价格震荡上涨。4 月 15 日，代表全球大宗商品价格走势的 CRB 指数收盘价为 311.92，环比上涨 11.06%。

图 11： CRB 指数走势



数据来源：WIND 新世纪期货

五、后市展望

国内疫情多点散发和纺织产业链整体运行不畅对棉价的压制还在持续，一些宏观因素也影响了市场。

不过期现倒挂、内外倒挂对郑棉仍将构成有力支撑，再加上种植成本上升、交易所仓单下降，棉价易涨难跌。

美国的旱情以及近日新疆大风沙尘天气对棉花产量构成一定威胁，资金对天气的炒作抱有期待，具体影响程度预计随着生长周期会有所起伏。

市场对于疫情控制后的国内外需求改善有一定预期，预计5月疫情控制后，物流恢复发货和采购棉纱都将改善。

总体我们认为在系统性风险充分释放后，行情有望再度走强，棉价有高位运行的基础。操作上多单继续持有，同时利用内外盘节奏和强弱的不同，做一些短差交易。以下两个因素仍是需要格外重视：国内下游消费低迷的拖累，美棉由于大量未点价盘存在容易出现脉冲式的上涨。

免责声明

本报告的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中来源可靠性，但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。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，报告中的信息或意见以及所载的数据、工具及材料并不构成您所进行的期货交易买卖的绝对出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与新世纪期货公司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新世纪期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。另外，本报告所载信息、意见及分析论断只是反映新世纪期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为新世纪期货研究院（投资咨询），且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新世纪期货研究院

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编：310003

电话：0571-85165192

网址：<http://www.zjncf.com.cn>