

交易逻辑回归需求，棉价下行压力加大 ——2022年棉花投资策略展望

分析师：李馨（F03090027 Z0016779）

2021.12.10

品种：棉花

交易逻辑回归需求，棉价下行压力加大

——2022年棉花投资策略展望

- 主要驱动因素：宏观预期转弱，下游需求不佳，植棉面积预期增加。
- 供求角度：国际方面，USDA虽持续下调本年度全球棉花期末库存，但全球棉花产量增幅进一步扩大，且今年全球棉价升至高位后，2022/23年度全球棉花植棉面积预计大幅增加。消费方面，USDA将本年度全球棉花消费量上调至历史高位，但目前全球货币政策逐渐收紧，2022年全球经济复苏态势将放缓，下年度全球纺服消费增速或见顶回落。国内方面，本年度国内产量基本确定，减产幅度逐渐被修正，近期棉花进口量大幅下降，但当前国储库存处于历史低位，明年上半年轮入进口棉的概率较大。需求端，国内处于秋冬消费淡季，下游订单不足，新棉成本高企，高价向下传导不畅，需求疲弱不支持棉价持续高位。此外，新冠疫情再生变数，奥密克戎新型变异毒株或拖累全球棉花消费。
- 核心波动区间：16000-21000元/吨

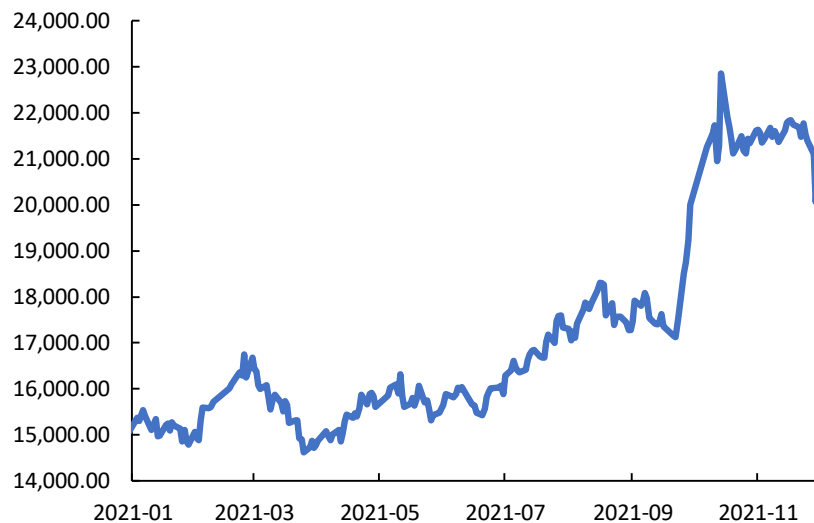
2021年棉价核心驱动逻辑及行情回顾

- **一季度，先扬后抑。**春节前后，由于基本面持续改善以及宏观层面利多消息频出，多头人气火热。但进入3月，美债收益率攀升引发市场恐慌情绪，同时新疆棉问题引发市场对政治摩擦的担忧情绪，棉价快速回落。
- **二季度，区间震荡。**4月美国及国内新疆地区均遭遇灾害天气，内外棉价触底反弹。但天气实际影响有限，5月国家出台措施为商品期货降温，6月美联储又暗示提前加息，多头炒作告一段落，棉价回调蓄力。
- **三季度，偏强运行后小幅回落。**7-8月，USDA报告超预期，国内减产预期逐渐增强，以及东南亚订单回流至国内，推动内外棉价共振上行。但9月海外流动性收紧预期明显，市场担忧旺季需求不佳，棉价小幅回落。
- **四季度，强势上涨后区间震荡，近期又快速回落。**由于今年轧花厂产能扩张，抢收在所难免，国庆前后籽棉收购价快速攀升，推动期价快速走高。但收购情绪在10月下旬开始逐渐降温，棉价在高成本和弱需求下陷入区间窄幅震荡。而11月底南非发现新型变异毒株，给全球带来新一轮恐慌，美棉带动国内郑棉大幅下跌。

NYBOT 2号棉花主力收盘价（美分/磅）



郑棉主力收盘价（元/吨）



本年度全球棉花产量增幅扩大，供需利好转弱

- USDA供需报告将2021/22年度全球棉花产量上调32.9万吨，主要因巴西、美国及巴基斯坦产量有所增加，同时将全球棉花消费量上调15.2万吨，虽然消费增量不及产量增量，但由于全球期初库存下调了22.1万吨，最终导致全球棉花期末库存环比调减4.4万吨，库存消费比下降0.56%。
- 总体来看，USDA报告虽下调全球棉花期末库存，但从产需数据来看整体对棉价中性偏空，尤其是全球棉花产量增幅在持续扩大，全球棉市供需利好有所转弱。此外，USDA将全球棉花消费量上调至近几年度最高水平，存在高估的可能性，2022年全球经济复苏态势将放缓，全球纺织品服装消费增速或见顶回落。

全球棉花供需平衡表（2021年11月）

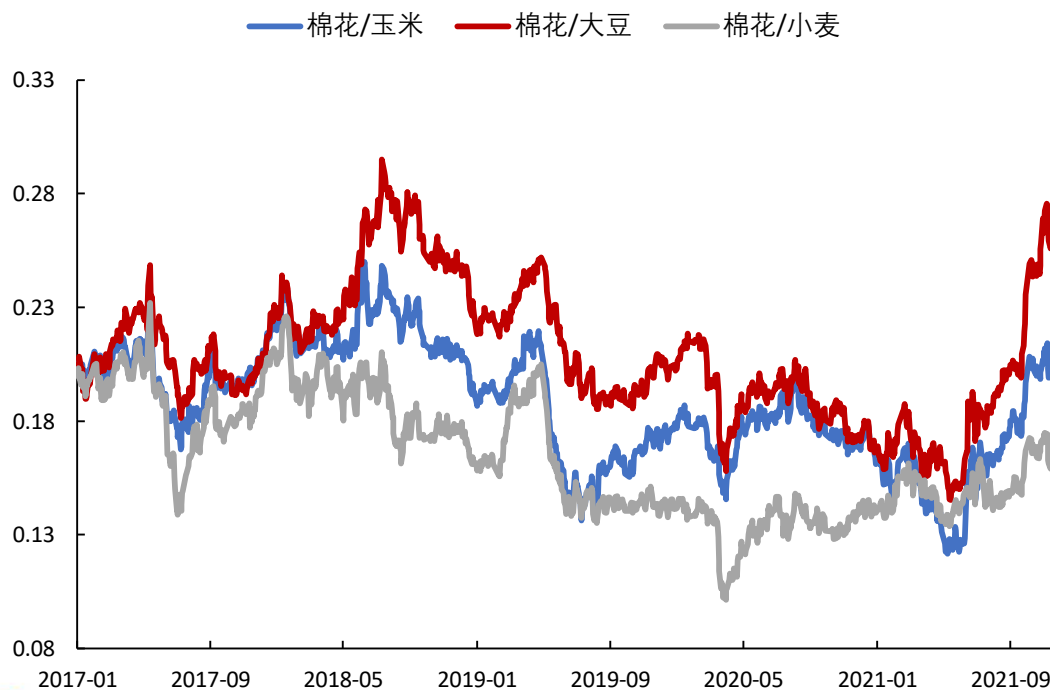
单位：万吨

年度	期初库存	产量	进口	消费	出口	期末库存	库存消费比
2018/19	1753.7	2581.8	923.9	2622.7	904.7	1731.2	66.01%
2019/20	1731.2	2643.2	888.5	2244.2	897.8	2121.8	94.55%
2020/21	2121.8	2442.1	1067.1	2632.0	1053.9	1943.9	73.86%
2021/22（10月）	1966.0	2618.8	1011.2	2686.8	1010.8	1897.1	70.61%
2021/22（11月）	1943.9	2651.7	1015.0	2702.0	1014.7	1892.7	70.05%
环比	-22.1	32.9	3.8	15.2	3.9	-4.4	-0.56%
同比	-177.9	209.6	-52.1	70.0	-39.2	-51.2	-3.81%

棉粮比高位，下年度全球植棉面积预计增加

- 疫情期间海外货币政策大幅宽松，通胀预期高企，导致国内外大宗商品价格快速抬升，全球棉价也升至历史高位，美国、印度、巴基斯坦及中国等国的棉花价格均创出多年以来新高。目前供应焦点已转向下年度棉花播种，若棉价持续高位，预计2022/23年度全球棉花产量将进一步增加。
- 随着全球棉价大幅走高，棉花较其它粮食作物的种植收益也有所提高，棉粮比大多位于历史高位。目前ICE美棉与CBOT玉米期货比价及CBOT大豆期货比价均处于历史较高水平，ICE美棉与CBOT小麦期货比价也处于历史平均水平。因此，农民改种棉花的意愿有所提高，或导致下年度全球棉花植棉面积大幅扩张。

棉花与竞争作物期货比价



美棉收获进度赶超往年，2021/22年度预计增产

- USDA供需报告小幅上调美棉产量和期末库存，2021/22年度美棉产量预估为396.3万吨，环比增加4.3万吨，同比增加78.2万吨。尽管美棉增产幅度较大，不过由于期初库存大幅下降，本年度美棉期末库存及库销比仅微幅上升，整体仍维持在较低水平。
- 11月中旬之前，美棉收获进度一直明显落后于往年同期水平，导致美棉供需整体偏紧，支撑外盘价格。而11月中旬以后，美棉收获进度显著加快，目前已经赶超往年。截至2021年11月28日，美国棉花收获进度为85%，比前周增加10个百分点，比去年同期增加2个百分点，比过去五年平均值增加6个百分点。

美国棉花供需平衡表（2021年11月）

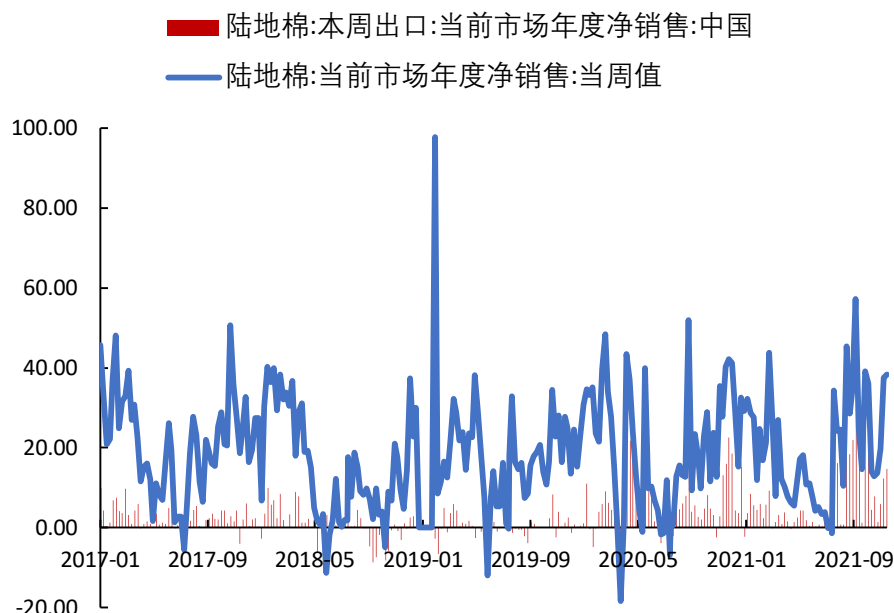
单位：万吨

年度	期初库存	产量	进口	消费	出口	期末库存	库存消费比
2018/19	91.4	400.0	0.2	64.9	323.1	105.6	27.22%
2019/20	105.6	433.5	0.2	46.8	337.7	157.8	41.05%
2020/21	157.8	318.1	0.2	52.3	356.4	68.6	16.78%
2021/22（10月）	68.6	392.0	0.2	54.4	337.5	69.7	17.79%
2021/22（11月）	68.6	396.3	0.2	54.4	337.5	74.0	18.89%
环比	0.0	4.3	0.0	0.0	0.0	4.3	1.10%
同比	-89.3	78.2	0.0	2.2	-18.9	5.4	2.11%

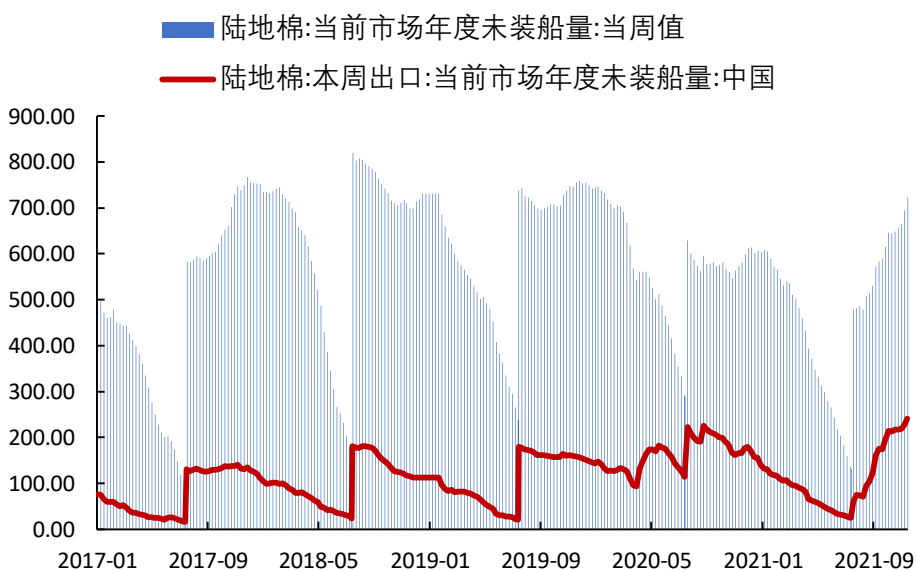
美棉出口签约大增，中国采购量近期有所回升

- 据USDA出口销售报告显示，12月2日止当周，美国2021/22市场年度棉花出口销售净增38.26万包，较前一周增长2%，较前四周均值增加83%。其中对中国大陆出口销售14.77万包。
- 近两周美棉出口签约量显著增加，表明当前美棉出口需求尚可，美国市场受到支撑。中国采购美棉量在连续几周维持低位后，近期有所回升。

陆地棉当前年度净销售（万包）



陆地棉当前年度未装船量情况（万包）



印棉新年度期末库存下降，农民植棉热情高涨

- USDA预估2021/22年度印度棉花产量为609.6万吨，与上年度持平；而据印度棉花协会，新年度印度棉花产量预计为612.2万吨，同比增加约12万吨。由于本年度印度棉花期初库存下降，而消费量继续增长，印度棉花期末库存进一步去化。
- 印度新年度籽棉收购价自9月份以来持续高于最低收购价格（MSP），而今年种植成本大幅上升，印度棉花协会预计会继续调高新年度的MSP。由于棉农收益显著提高，目前印度农民2022年植棉热情高涨。

印度棉花供需平衡表（2021年11月）

单位：万吨

年度	期初库存	产量	进口	消费	出口	期末库存	库存消费比
2018/19	201.0	561.7	39.2	529.1	76.6	196.0	37.04%
2019/20	182.9	627.0	49.6	435.4	69.7	354.5	81.40%
2020/21	354.5	609.6	18.3	544.3	134.8	303.5	55.76%
2021/22（10月）	320.9	609.6	21.8	555.2	126.3	270.8	48.78%
2021/22（11月）	303.5	609.6	21.8	561.7	126.3	246.9	43.95%
环比	-17.4	0.0	0.0	6.5	0.0	-23.9	-4.82%
同比	-50.9	0.0	3.5	17.4	-8.5	-56.6	-11.81%

国内棉花产量基本确定，新棉收购价大幅抬升

- USDA近几月并未调整中国棉花产量预估，仍为582.4万吨；据国家棉花市场监测系统调查显示，预计全国棉花总产量为580.1万吨；而此前中棉协调查显示，全国棉花总产量预估为583.4万吨。整体来看，目前国内收购已基本结束，新棉产量基本确定，减产幅度不及此前市场预期。
- 国内新棉收购价同比大幅抬升，一方面，今年租地成本、用水成本以及化肥成本均大幅抬升，使得整体种植成本大幅抬高；另一方面，国内轧花厂产能持续扩张，导致国庆节前后新疆上演籽棉抢收大战，进一步推高收购价格。尽管11月以来籽棉收购价持续回落，但籽棉平均成本仍在10元/公斤左右，因此在此在期现回归逻辑下，郑棉近月合约成本支撑仍较强，短期大幅下行空间预计有限。

中国棉花供需平衡表（2021年11月）

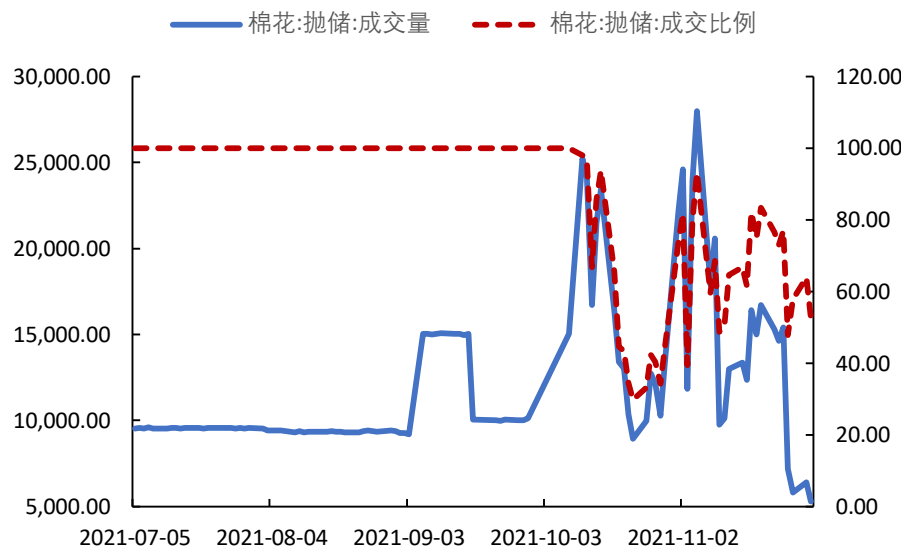
单位：万吨

年度	期初库存	产量	进口	消费	出口	期末库存	库存消费比
2018/19	827.1	604.2	209.9	860.0	4.6	776.6	90.30%
2019/20	776.6	593.3	155.5	718.5	3.5	803.4	111.82%
2020/21	803.4	642.3	280.0	870.9	0.2	854.6	98.13%
2021/22（10月）	854.7	582.4	228.6	870.9	1.1	793.7	91.14%
2021/22（11月）	854.6	582.4	228.6	870.9	1.1	793.6	91.13%
环比	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.01%
同比	51.2	-59.9	-51.4	0.0	0.9	-61.0	-7.00%

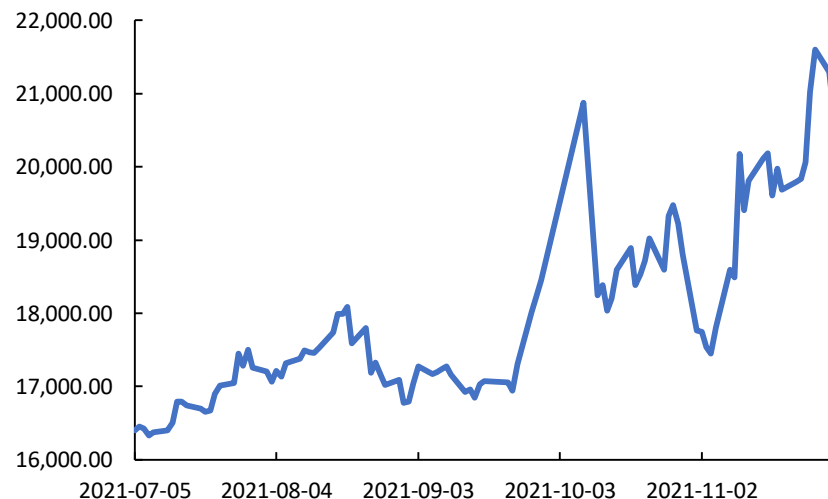
政策调控力度加大，储备棉根据市场形势灵活投放

- 2021年下半年以来，中央储备棉持续投放。2021年7月5日至9月30日期间，储备棉轮出63.08万吨，成交率高达100%。为了应对国庆前后棉价上涨过快问题、促进棉花市场平稳运行，10月8日起中储棉公司组织了2021年第一批中央储备棉投放，并继续在11月10日投放第二批储备棉，并增加进口棉投放。
- 近期南非出现新型变异毒株，引发全球恐慌情绪，国际棉价急剧转跌。为防止国内棉价出现恐慌性下跌，中储棉公司又发布了自12月1日起暂停第二批中央储备棉投放的公告，截至11月30日今年累计轮出储备棉120.32万吨。整体来看，今年在保供稳价大背景下，储备棉政策调控力度不断加大，成为影响棉价的重要原因之一。而目前国储棉库存量预计不足50万吨，明年上半年轮入预期加强，对棉价存在一定利好。

抛储成交情况



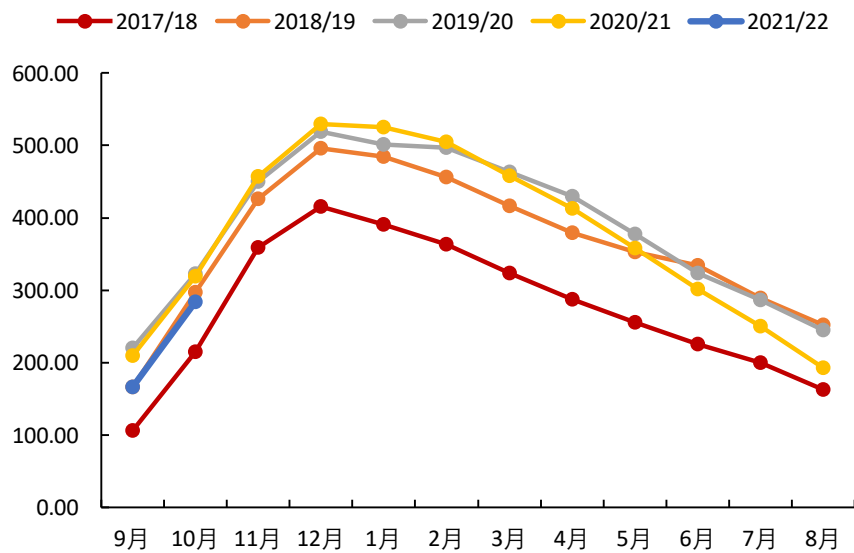
抛储成交均价（元/吨）



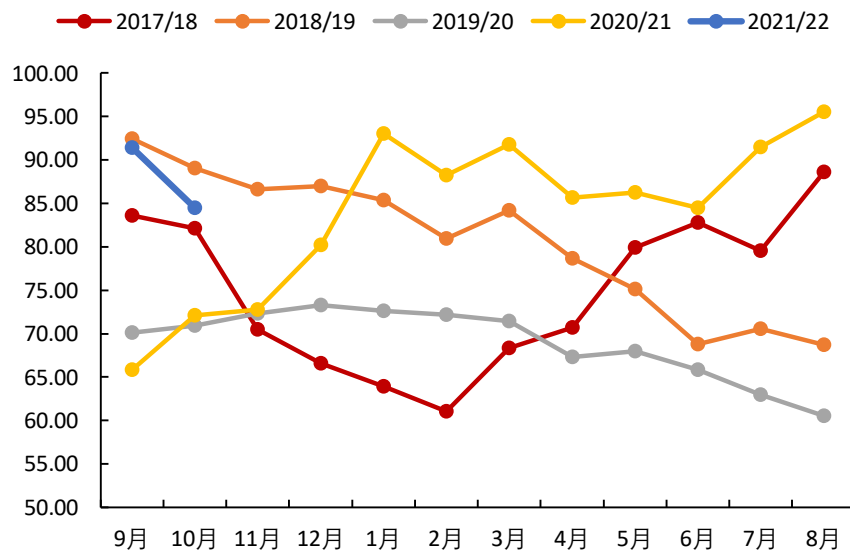
棉花商业库存同比下降，工业库存位于高位

- 截止2021年10月，国内棉花商业库存为283.64万吨，环比大幅增加117.71万吨，同比减少35.56万吨。随着新棉陆续上市，商业库存呈现季节性增长，但依旧为近四年的最低点。
- 截止2021年10月，国内棉花工业库存为84.45万吨，较上月减少6.97万吨，同比增加12.33万吨，位于近五年高位，表明当前棉纺织企业棉花工业库存大多都处于较高水平。

棉花商业库存（万吨）



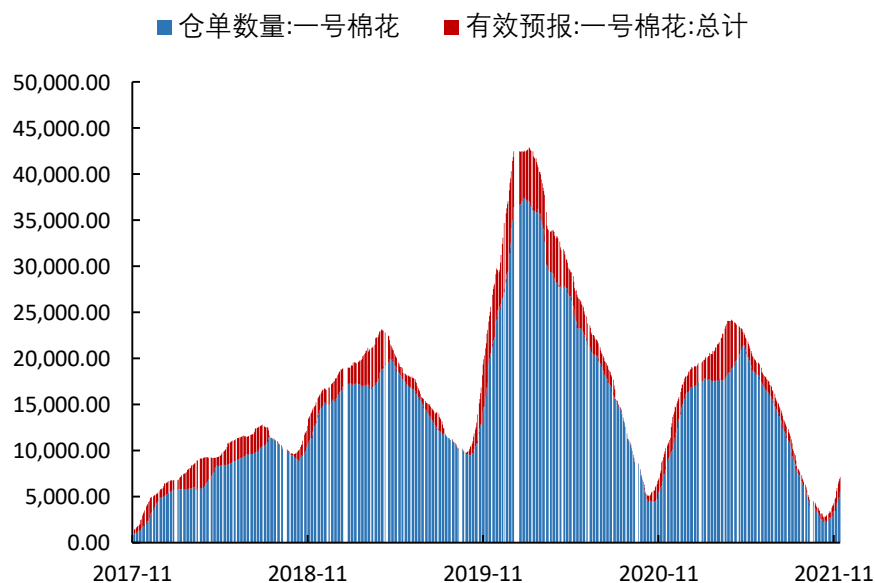
棉花工业库存（万吨）



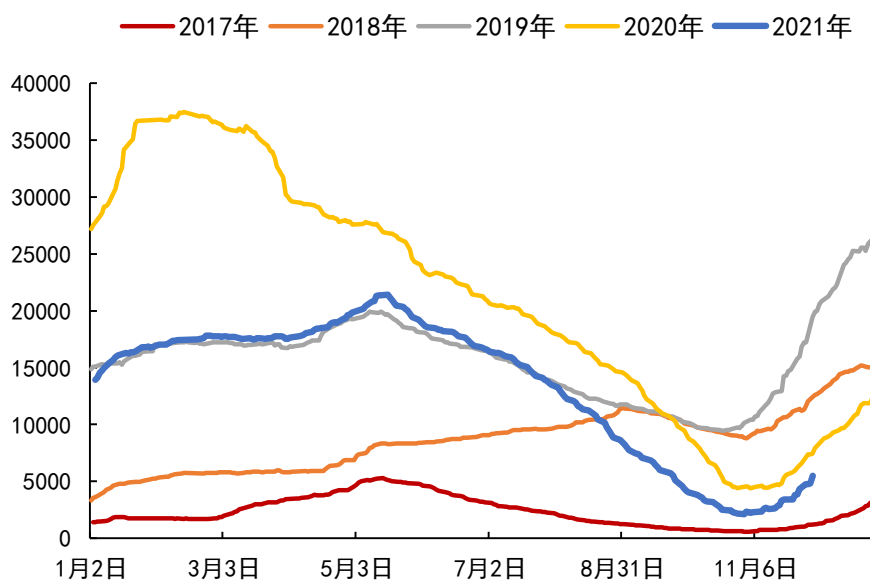
期货深贴水下，交易所仓单库存维持低位

- 由于当前期现倒挂严重，尽管新棉已经大量上市，企业生成仓单意愿较低，新仓单注册较为缓慢，目前整体交易所仓单库存仍处于近几年较低水平。从交割角度来看，郑棉近月合约获得较强支撑。

交易所仓单库存+有效预报（张）

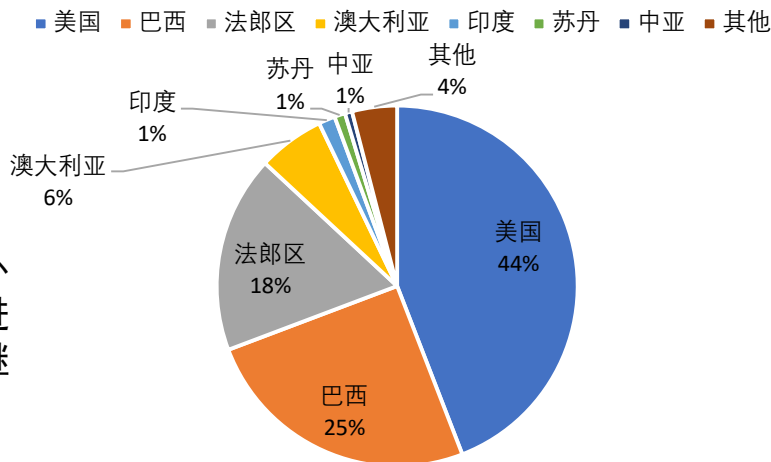


仓单库存季节性分析（张）



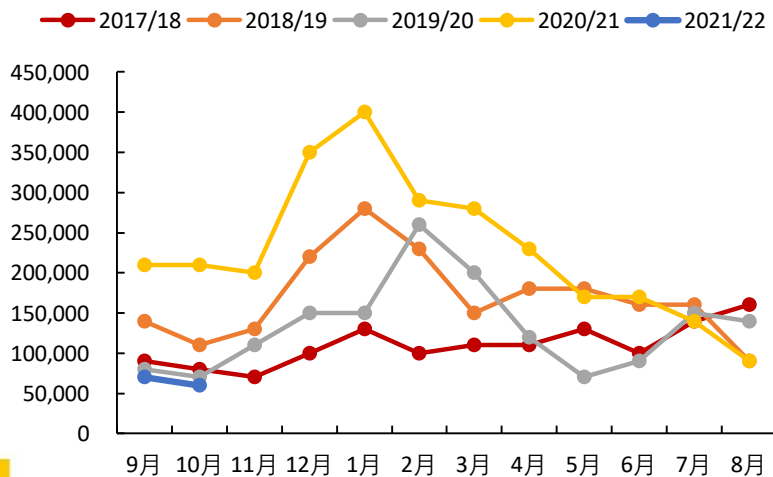
棉花进口量同比大幅下降，关注中美贸易关系

10月棉花进口占比 (%)

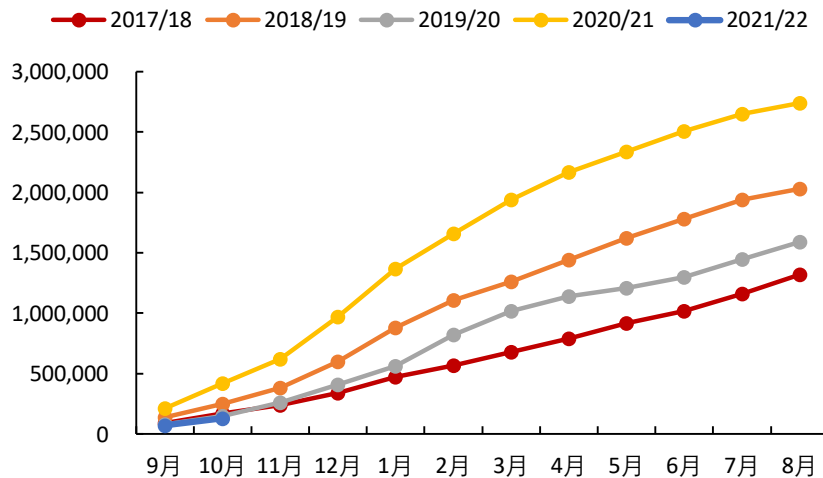


- 10月我国进口棉花6万吨，环比降14%，同比降69.5%，为2016年12月以来的最低点。1-10月累计进口棉花191万吨，同比增19%；21/22年度累计进口棉花13.7万吨，同比降67%。10月进口占比最高的分别是美棉、巴西棉和法郎区棉花。
- 受中美第一阶段协议影响，2020/21年度棉花进口量显著增加，而本年度在国内持续抛储下，国内尚未开启大量进口外棉。不过国储库存目前处于历史低位，明年大概率会轮入进口棉来补充库存。此外，中美协议即将到期，中国是否会继续大量采购美棉需持续关注后续中美贸易关系发展。

棉花月度进口量 (吨)



棉花累计进口量 (吨)

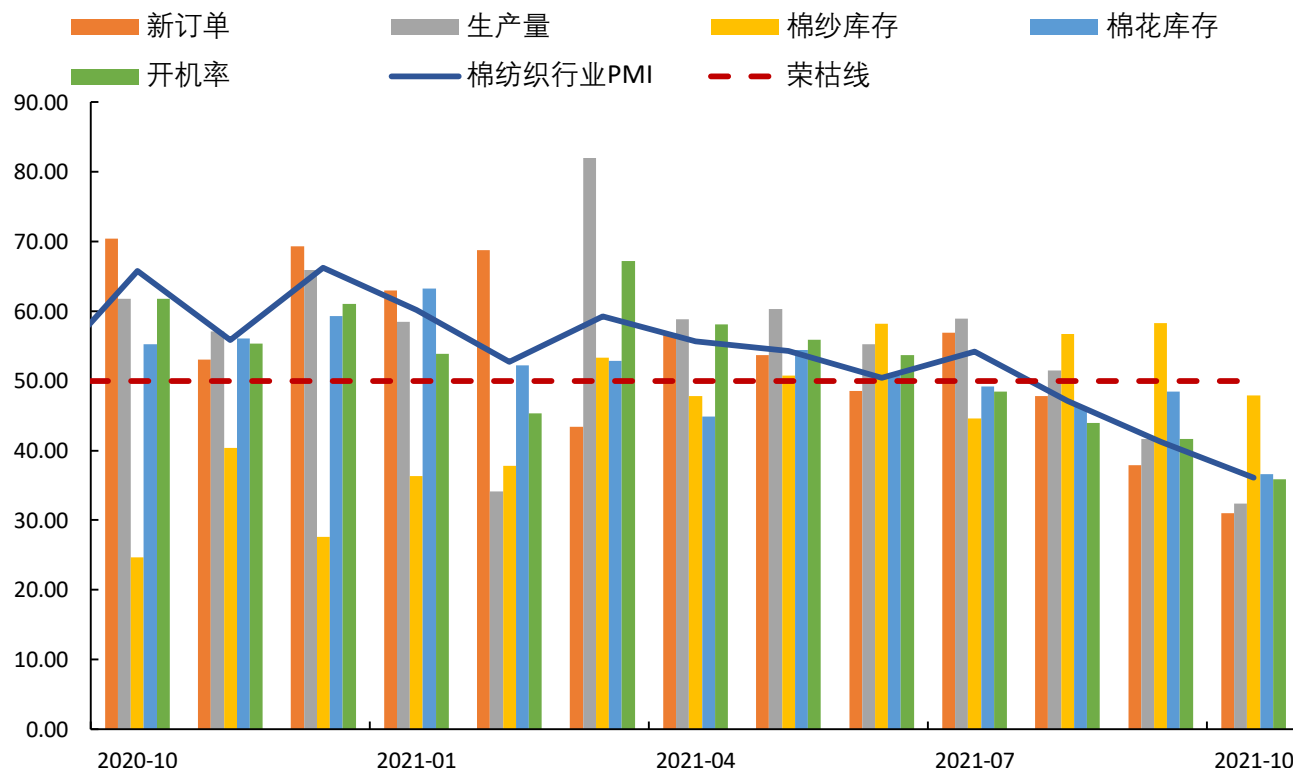


资料来源：海关总署，申万期货研究所

国内纺织市场呈现萎缩态势，各类指数均有所下降

- 10月中国棉纺织行业采购经理人指数 (PMI) 为36.06%，环比下降5.16个百分点，已经连续三个月回落，代表市场景气指数持续下降。目前指数仍在50%荣枯线以下，且各类指数均有所下降，其中新订单指数下降至31%，开机率指数下降至35.9%，市场整体呈现萎缩态势。

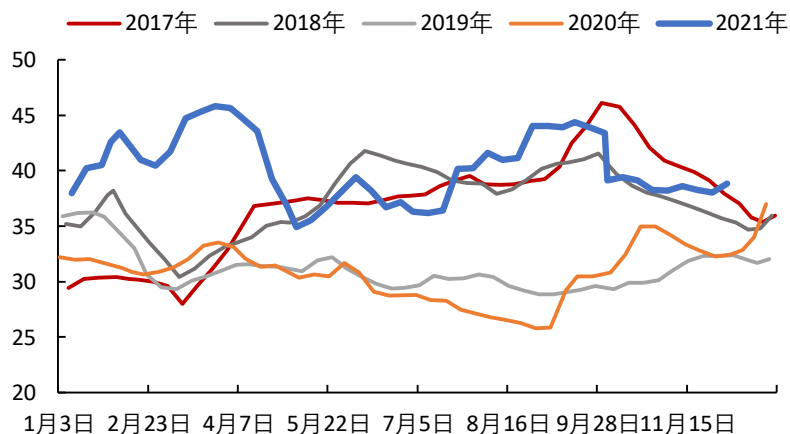
棉纺织行业PMI (%)



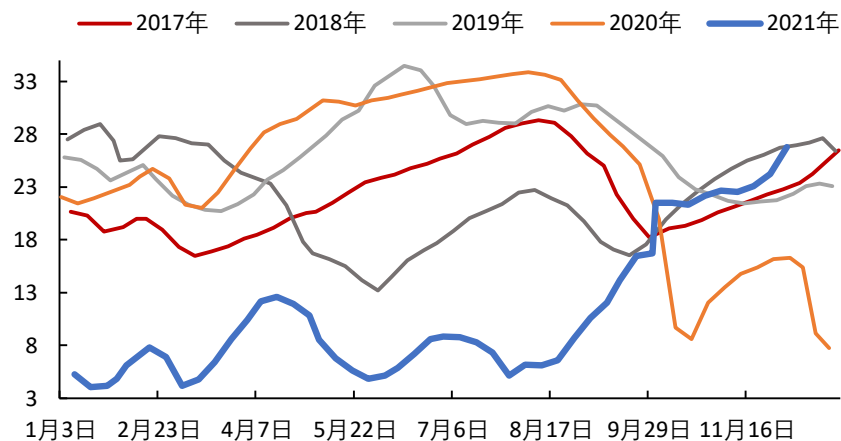
高价新棉向上传导不畅，成品累库现象明显

- 下游需求依旧疲弱，新棉成本高企，但下游接受程度不高，高价新棉向上传导不畅，使得纺企利润空间持续被挤压，成品库存也处于累库状态，目前棉纱和坯布库存均处于近五年最高水平。

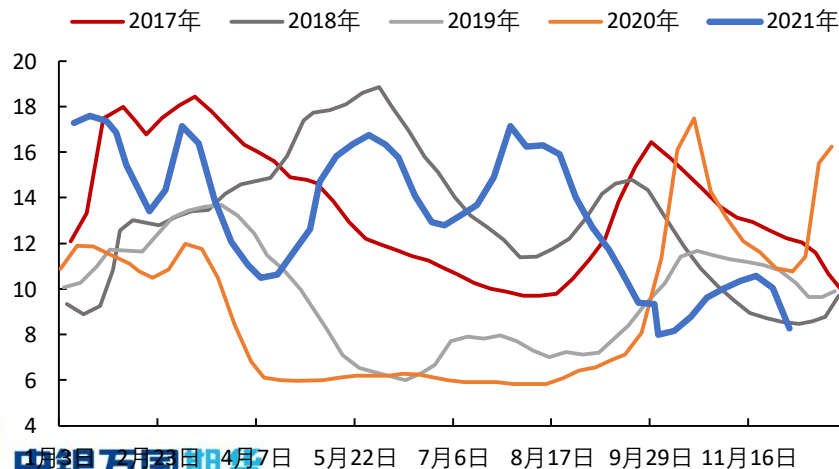
纺企棉花库存（天）



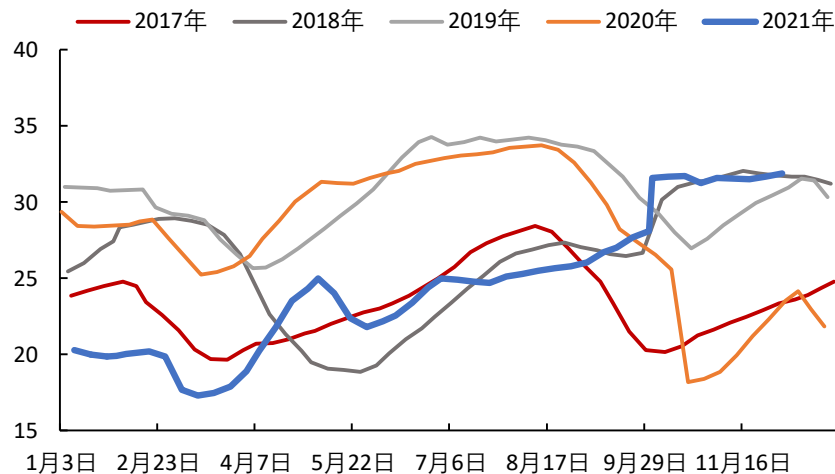
纺企棉纱库存（天）



织厂棉纱库存（天）



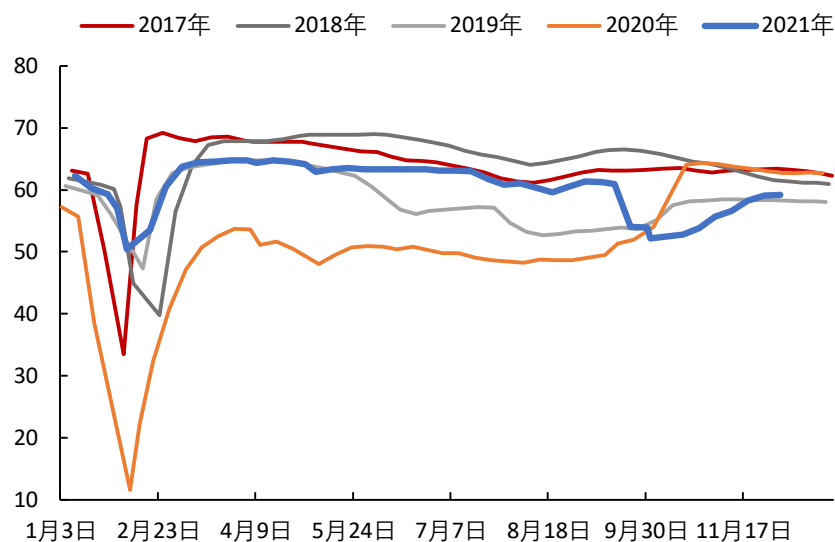
全棉坯布库存（天）



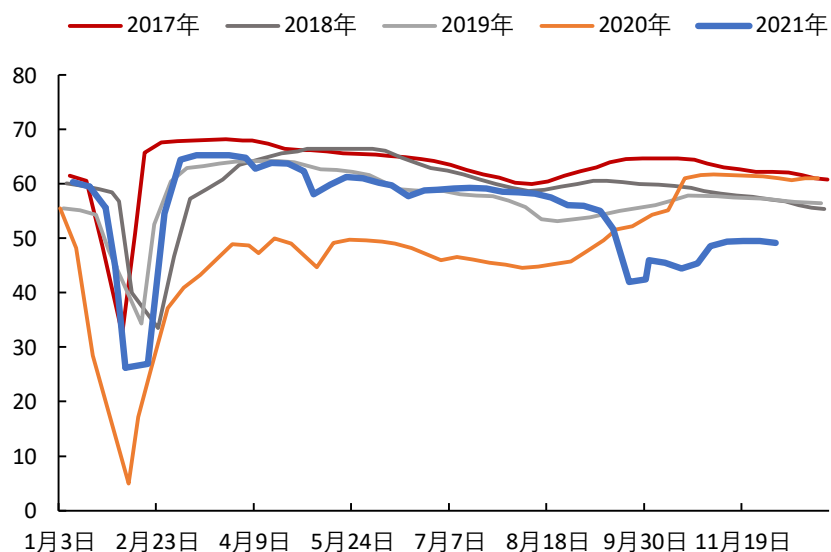
下游开机负荷缓慢回升，但仍处于历史低位

- 开机负荷方面，此前受双控政策影响，纺企和织厂的开机负荷均出现大幅下滑，尤其织厂受政策管控更多，下降幅度更大。国庆节之后，限电限产政策开始有所放松，下游开机率缓慢回升，但由于下游订单不足，目前整体开机水平仍处于近几年较低水平。

纱线负荷指数(%)



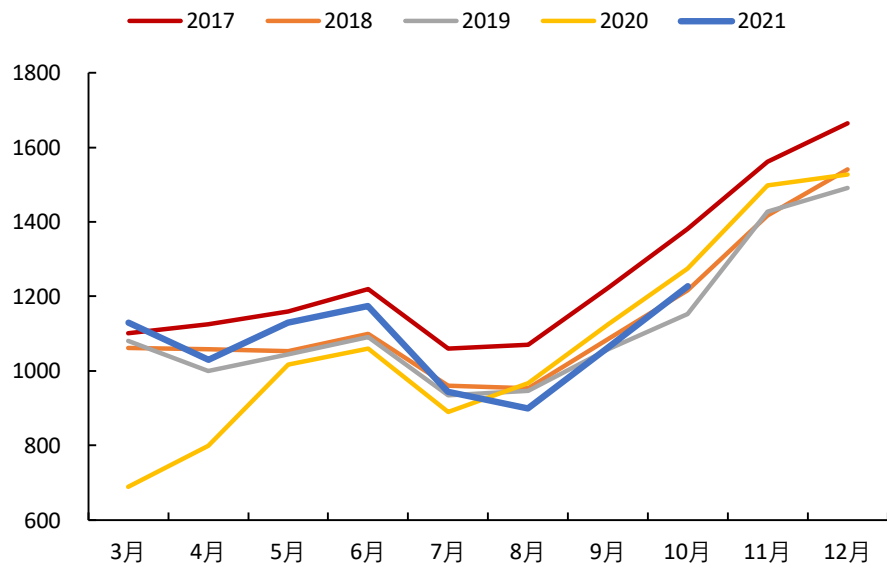
坯布负荷指数(%)



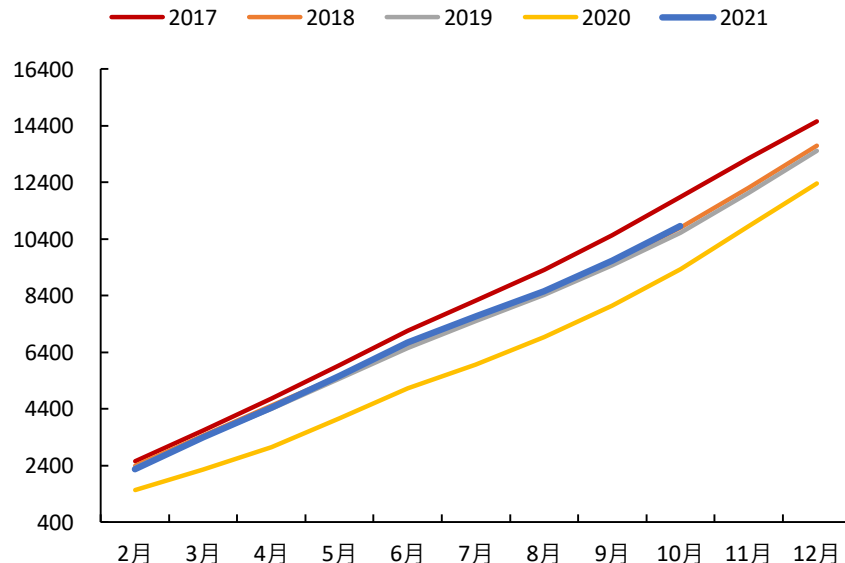
国内纺服零售额单月同比下滑，累计同比增速放缓

- 10月份，服装鞋帽、针纺织品类商品零售额为1227亿元，同比下降3.3%；1-10月份，服装鞋帽、针纺织品类商品累计零售额为10861亿元，同比增长17.4%。
- 自今年8月以来，国内纺服零售额已经连续三个月单月同比增速为负值，表明国内旺季需求恢复不及预期；从全年来看，1-10月国内纺服累计零售额同比大增，但同比增幅持续回落。11月国内疫情反复，预计对内需扰动进一步加大。

服装鞋帽、针、纺织品类当月零售额（亿元）



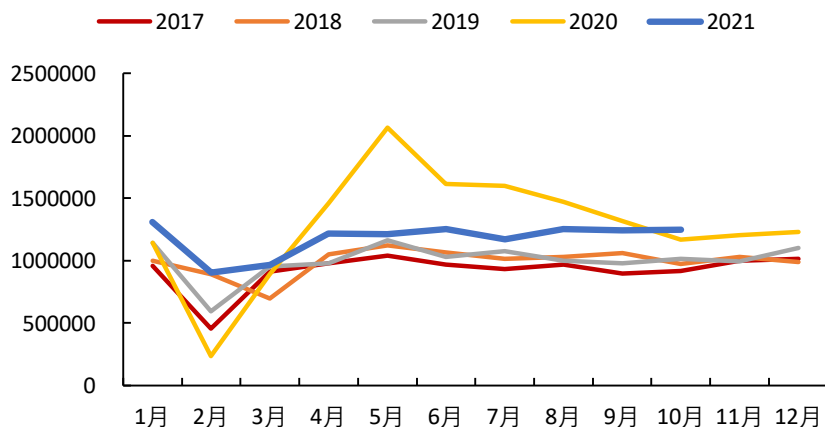
服装鞋帽、针、纺织品类累计零售额（亿元）



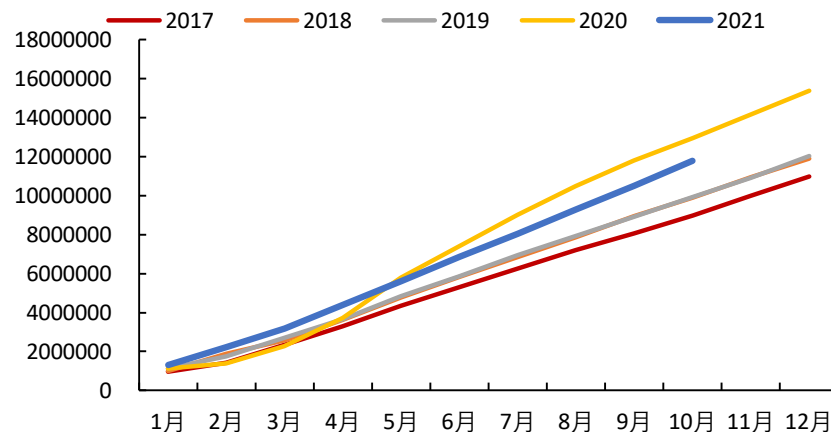
外贸订单表现依旧强劲，但未来存在下行担忧

- 据海关总署，10月我国出口纺织品服装289.38亿美元，同比增长16.48%，环比下降0.67%。10月外需表现依旧强劲，服装及衣着附件出口连续数月保持在近五年最高水平，纺织品出口额同比增幅也由负转正。不过目前出现新型毒株，叠加东南亚恢复开工后订单出现回流，未来终端纺服出口存在下行担忧。

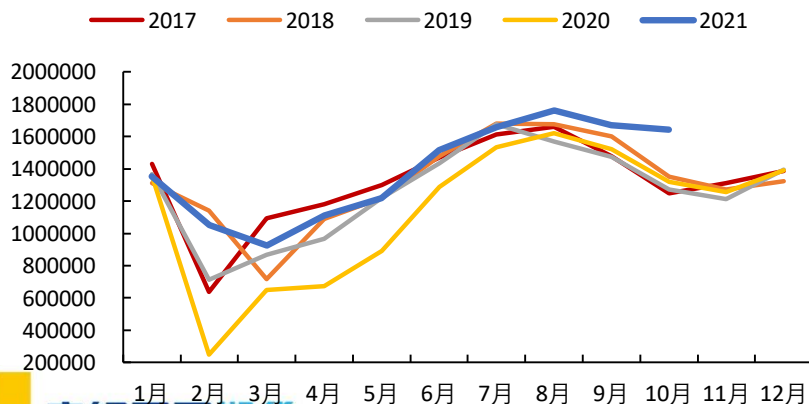
纺织纱线、织物及制品当月出口额（万美元）



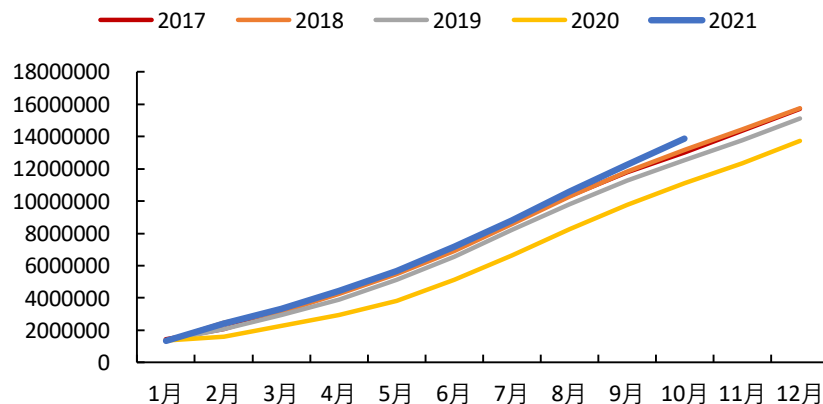
纺织纱线、织物及制品累计出口额（万美元）



服装及衣着附件当月出口额（万美元）



服装及衣着附件累计出口额（万美元）



2022年棉花行情的主要逻辑

- 综合来看，2022年全球经济增速预计放缓，大宗商品价格整体承压。今年全球棉价攀升至历史高位，市场对于下年度棉花扩种的预期不断加强，全球棉花供应或大幅增加；而全球消费受近期新型变异毒株的再度爆发，仍面临较大的不确定性。国内交易逻辑已经从成本端转移至需求端，高价新棉使得纺企利润大大压缩，下游订单不足，成品库存持续累库，需求不佳难以支撑棉价维持高位，2022年棉价重心预计逐渐下移。
- 操作方面，建议逢高布局空单为主。期权方面可以考虑卖出深度虚值的看涨期权。

风险点提示：

- 新冠疫情发展
- 国际贸易关系
- 国家调控政策
- 其它宏观因素

2022年棉花期货操作建议

单边操作

- ❖ CF205合约逢高布局空单

期权操作

- ❖ 卖出虚值程度较深的看涨期权。注意意外事件导致的极端尾部风险，及时止损。

套保操作

- ❖ 结合行情发展和基本面阶段性变化，根据企业的需求选择阶段性的买入或卖出套期保值。

免责声明

本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。我们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并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。