

高价难持续，新年度棉价或重心下移

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

展望 2022 年，由于全球棉花市场及中国市场降库存，奠定全年棉花价格运行于区间中部偏上的基调，但由于 ICE 棉、郑棉当前价格已处于 90 分位之上，高位棉价难以持续；22/23 年度全球棉花库销比或低位回升，2022 年宏观将转弱，加息预期下大宗商品面临回落风险；美国消费增速或于明年下半年加速回落，中国纺织品服装出口面临回落担忧。因此，2022 年内外棉价或重心下移。



摘要：

一、ICE 棉价明年存在高位回落可能

短期：美棉 ON-CALL 处于高位，支撑 ICE 棉价。

中长期：美棉库销比低位奠定明年 ICE 棉价运行于 80 分位以上基调，但当前已处于 90 分位以上，未来预计高位回落。由于棉粮比价走高，下年度全球棉花增产的风险较大，全球棉花消费随着全球经济增速放缓而放缓，库销比或低位回升。当前 ICE 棉价处于 90 分位以上，随着利多因素逐渐消化，下年度库存压力又可能增加，未来 ICE 棉价存在冲高回落风险。

宏观风险：美国 2022 年上半年需求放缓但速度较慢，下半年起或加快。明年加息预期将收紧流动性，商品回落风险大。

二、郑棉价格明年或重心下移

1、中长期驱动：年度库存去化，长期支撑棉价运行在历史区间中部偏上水平。但是当前期货价格已经运行在 90 分位数之上，高位棉价存在回落风险。

2、分合约来看：1 月合约难出大行情，或震荡收尾。5 月合约或先扬后抑。

3、下半年利多因素边际衰减叠加宏观转弱，棉价存在下行风险。1、ICE 棉价存在冲高回落风险；2、宏观边际转弱，大宗商品价格承压；3、美国服装需求明年将见顶回落，我国终端出口明年下半年将走弱。

4、未来关注的利多因素：1、新年度中国棉花种植面积是否下降及种植期天气是否发生异动；2、关注明年储备棉政策，若轮入外棉将在利多 ICE 棉价的同时提振郑棉；3、明年种植成本将进一步提高，种植期对棉价形成底部支撑。

5、风险因素：需求转差；国际贸易关系恶化；全球疫情恶化。

软商品及特殊品种 研究团队

研究员：
李青
021-80401708
liqing@citicsf.com
从业资格号：F3056728
投资咨询号：Z0014122

吴静雯
021-80401709
wujingwen@citicsf.com
从业资格号：F3083970
投资咨询号：Z0016293

高旺
010-58135947
gaowang@citicsf.com
从业资格号：F3004611
投资咨询号：Z0013482

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

目录

摘要:	1
一、2021 年行情回顾	4
(一) 外盘	4
(二) 内盘	4
二、国际棉花市场	6
(一) 全球棉花供需情况	6
1、21/22 年度增产, 由于棉粮比价提高 22/23 年度或进一步增产	6
2、21/22 年度消费增长, 但 22/23 年度消费增速将随着经济增速放缓而放缓	7
3、21/22 年度库销比下滑, 但 22/23 年度或低位回升, 抑制棉价上涨空间	8
(二) 主产国供需平衡表	9
1、美国棉花供需: 增产, 库销比维持低位	9
2、印度棉花供需: 新年度降库存	10
(三) 影响 ICE 价格的各方因素	11
1、宏观: 警惕明年美联储加快收紧货币风险	11
2、中长期: 美棉库销比低位奠定明年 ICE 棉价运行于 80 分位以上基调, 但当前已处于 90 分位以上, 未来预计高位回落	11
3、短期支撑强: 美棉 On-call 处于高位	13
三、中国棉花市场	14
(一) 供应端: 减产但国储大量投放, 供应总量稳定	14
1、21/22 年度因种植面积和单产下滑而减产	14
2、国储棉持续投放, 保供稳价, 但库存已处低位, 未来有轮入需求	15
3、关注中美贸易关系发展	15
(二) 需求端: 增速放缓	16
1、纺织品服装零售额同比增速转负	16
2、终端出口持续向好, 但未来存在下行担忧	17
3、来自美国终端进口需求目前持续强劲, 但未来存在下行担忧	18
(三) 库存端: 库存低于前两个年度同期值	19
四、展望	20
1、行情	20
2、策略	21
3、风险因素	21
免责声明	22

图表目录

图 1: ICE、CZCE 棉花主力价格走势	6
图 2: 棉花与大豆期货比价	7
图 3: 棉花与小麦期货比价	7

图 4：棉花与玉米期货比价	7
图 5：棉花与竞争作物期货比价	7
图 6：全球 GDP 增速与棉花消费增速	8
图 7：全球棉花供需情况	9
图 8：印度棉花供需平衡表	11
图 9：印度棉花供需平衡表	11
图 10：全球棉花库销比与 ICE 棉价	12
图 11：美国棉花库销比与 ICE 棉价	12
图 12：ICE 棉价分位数	13
图 13：ICE 棉 12 月销售未点价合约数量	13
图 14：ICE 棉 3 月未点价合约数量	13
图 15：ICE 棉 12-3 价差	13
图 16：ICE 棉 3-5 价差	13
图 17：2021 年储备棉投放情况	15
图 18：2021 年储备棉成交价	15
图 19：棉花单月进口量	16
图 20：棉花累计进口量	16
图 21：美棉当周签约量	16
图 22：美棉当周出口装运量	16
图 23：服装鞋帽、针、纺织品零售额当月值	17
图 24：服装鞋帽、针、纺织品类单月同比	17
图 25：服装鞋帽、针、纺织品零售额累计值	17
图 26：服装鞋帽、针、纺织品类累计同比	17
图 27：纺织品出口当月值	18
图 28：纺织品出口当月同比	18
图 29：服装出口当月值	18
图 30：服装出口当月同比	18
图 31：美国进口服装及衣着附件	19
图 32：美国服装及服装配饰店零售	19
图 33：商品棉周转库存量合计	19
图 34：棉花商业+工业库存	19
图 35：棉花商业库存	20
图 36：棉花工业库存	20

一、2021 年行情回顾

（一）外盘

一季度，先上涨后下跌。1 月-2 月，强势上行。各国新冠肺炎疫苗陆续接种；USDA 供需报告持续对全球棉花供需形势向好调整，USDA 2 月份棉花展望论坛预期本年度及新年度全球棉花连续两年去库存；此外，美国推出新一轮财政刺激措施的预期推动市场情绪高涨，ICE 棉花主力合约强势上涨，盘中最高触及 95.6 美分/磅，触及历史次高压位。**3 月，快速回落。**在触及 95 美分的压力位后，做多基金获利离场，前期利多消化殆尽。美债收益率上升，使得大宗商品价格下滑，棉价也随之下行。叠加欧洲疫情恶化、国际贸易关系引发市场担忧，棉价应声大幅下跌，3 月 26 日，ICE 棉花 5 月合约收于 80.36 美分/磅，较上一个高点回调 16%。

二季度，区间偏强震荡。4 月起，随着短期利空消化，叠加谷物价格上涨，ICE 棉价触底反弹，4 月 27 日盘中最高触及 91.66 美分/磅；5 月，随着美国棉花种植天气得到改善，价格回落，但回调幅度小于 3 月份，81.5 美分/磅显现较强支撑；6 月，ICE 棉价维持区间震荡。

三季度，先上涨后持平。USDA 报告持续对全球棉花供需形势向好调整，全球棉花预计连续两个年度降库存，推动国际棉价走高。8 月 19 日，美联储 7 月会议纪要公布，会议确认经济目标取得进展，并正式讨论缩减购债，引发美元指数上扬，商品价格回落，棉价因此高位回落。随后 ICE 棉价于 92-95 美分/磅区间震荡。

四季度，强势上涨。中国籽棉收购价大幅上涨，国庆期间内盘休市，外盘做多资金涌入推动 ICE 大幅走高。郑棉受成本端推动大幅走高，内外价差快速扩大，内外套机会显现，中国买盘将 ICE 期价拉高，此外，其它 ICE12 月合约未点价合约居高，外棉如印度棉、巴基斯坦棉提价等因素共同拉涨 ICE 棉价。

（二）内盘

一季度呈三段式波动，震荡-上涨-下行。

1 月，震荡偏弱。春节临近，节前备货告一段落，纺织厂开机率下滑、原料库存减少、成品库存增加，棉价缺乏上涨支撑，当月，郑棉主力合约下滑近 300 个点。

2 月，强势上涨。下游年后复工复产速度较快，纺织厂开机率达到历年偏高的水平，原料补库，成品库存去化，棉纱价格快速上涨，纺纱利润走高；下游补

库叠加外盘走高，郑棉当月上涨 1400 个点，涨幅 9.4%。

3 月，快速回调。外盘因触及历年压力位，以及缺乏新的利多驱动叠加美债收益率上升而高位回调。国内棉花跟随外盘一路走低，新疆棉事件使得市场情绪悲观，当月，郑棉主力合约下跌 1695 个点，跌幅 10.3%。

二季度，触底反弹后陷入区间震荡。4 月，随着新疆棉事件利空情绪消化，国内棉价跟随外盘触底反弹。4 月底至 5 月上半月，新疆种植区发生天气灾害，多地棉田重播，引发棉价上涨，但棉价涨至 16000 元/吨处进一步上行遇阻。下游淡季不淡，需求持续表现较好，对棉价底部形成支撑，但供应充裕、供应环比增多，使得棉价上方承压，叠加外盘震荡，棉价短期陷入区间震荡走势。

三季度，先上涨冲高后回落震荡。

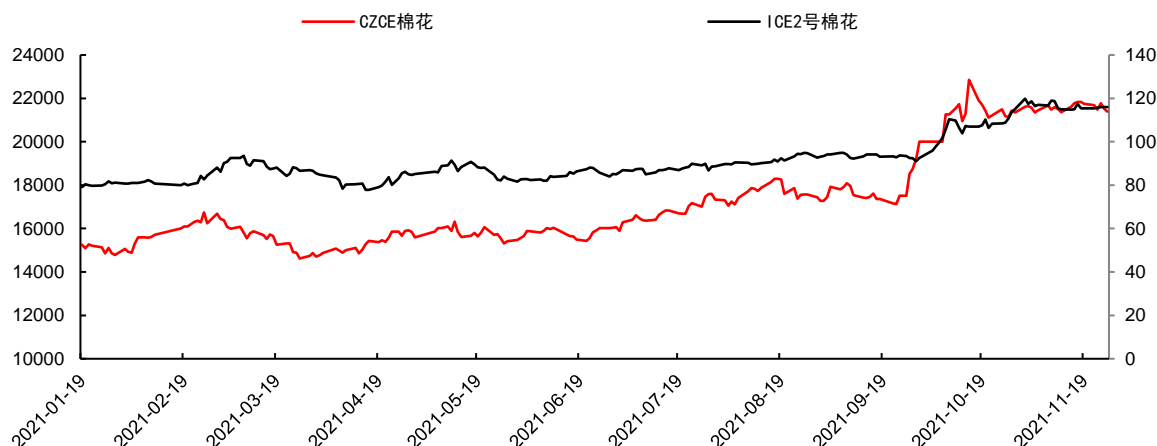
7 月-8 月中，棉价强势上行。7 月份，今年储备棉轮出政策以及滑准税配额先后公布和发放，使得压制 5-6 月份棉价的两大压力陆续释放，棉价由此打开上涨通道。

8 月中-9 月，棉价区间震荡。美联储 7 月议息会议正式讨论缩减购债致商品回落；8 月 23 日晚发布公告停止非纺织用棉企业参与竞买国储棉，拍储热情受抑制；市场担忧金九银十需求不佳；等因素使得棉价震荡下行。但棉价 17000-17100 元/吨支撑力度较强，在新年度籽棉抢收预期支撑下，棉价下行空间有限。

四季度，强势快速上涨后区间震荡。

新棉收购季开启，由于今年轧花厂大幅扩产能，奠定抢收格局，籽棉收购价快速攀升，成本端推动期价快速走高，郑棉指数自 9 月 22 日的最低 17036，上涨至 10 月 18 日最高 22667，涨幅近 6000 点。10 月中起籽棉收购价冲高回落，成本线下移，上涨驱动减弱，此外下游需求不佳，成品涨价不及棉花，纺纱利润亏损，下游买货意愿不强，使得棉价向下传导不顺，期价由此高位回落，可由于期货贴水成本价，仓单难以放量，棉价 20500-21000 存在支撑，棉价陷于 21000-23000 区间震荡。

图 1：ICE、CZCE 棉花主力价格走势 单位：美分/磅，元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究部

二、国际棉花市场

（一）全球棉花供需情况

1、21/22 年度增产，由于棉粮比价提高 22/23 年度或进一步增产

21/22 年度增产，幅度或不及预期，但调整空间不大

按照 USDA 11 月份棉花供需预测报告，21/22 年度，全球棉花产量预计同比增加 210 万吨，其中，除中国预计减产 60 万吨外，其它主产国均增产，美国方面预计增产 78 万吨，巴西预计增产 52 万吨，巴基斯坦预计增产 48 万吨，澳大利亚预计增产 54 万吨，土耳其预计增产 15 万吨。

关注 USDA 后续对 21/22 年度全球棉花产量的调整，全球棉花实际增产可能不及预期。巴基斯坦增产可能不及预期，USDA 连续两个月对其产量进行上调，这主要因为巴基斯坦上市量同比增加明显，截至 11 月 1 日，累积上市量同比增加 81.2%，但这也可能是收割进度提前导致的。当前本应处于集中上市期，可 10 月下半月上市量却环比下滑，若收割提前结束，巴基斯坦增产可能不及预期。此外，今年巴基斯坦棉花种植面积同比下滑 7.7%，也使得其增产幅度令人存疑。

21/22 年度全球棉花产量后续调整的空间预计不会太大，明年开始市场也会逐渐关注 22/23 年度棉花产量。

棉花较其它作物种植收益提高，22/23 年度种植面积或提高

由于今年国际棉价大幅走高，年初至今涨幅已近 50%，棉花期货与其它竞争

作物比如大豆、小麦、玉米间比价也有明显提升。目前，ICE 2 号棉花与 CBOT 大豆期货比价已处于近五年高位，ICE 2 号棉花与 CBOT 玉米期货比价也接近五年高位，ICE 2 号棉花与 CBOT 小麦期货比价处于五年均值附近。明年种植棉花的意愿可能随之提高，或导致 22/23 年度全球棉花种植面积同比提高。

图 2：棉花与大豆期货比价

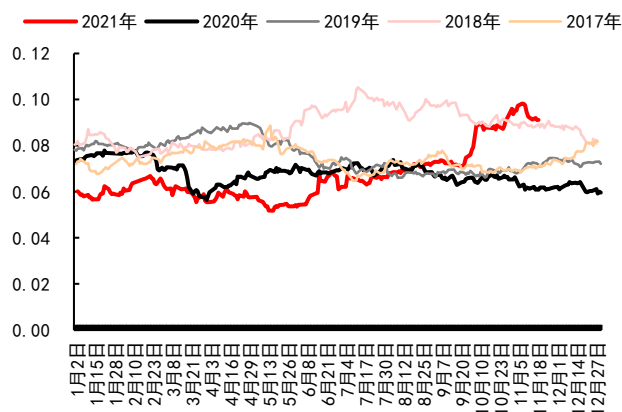


图 3：棉花与小麦期货比价

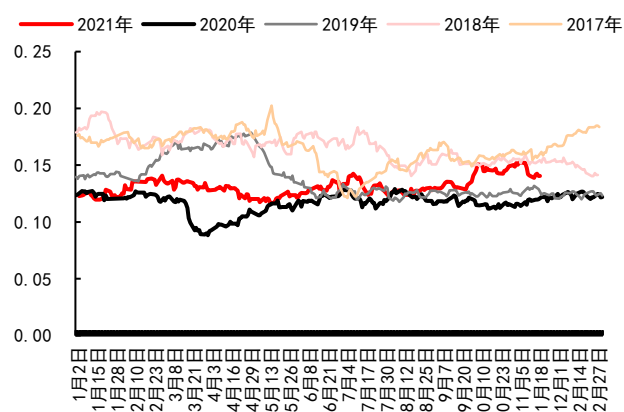


图 4：棉花与玉米期货比价

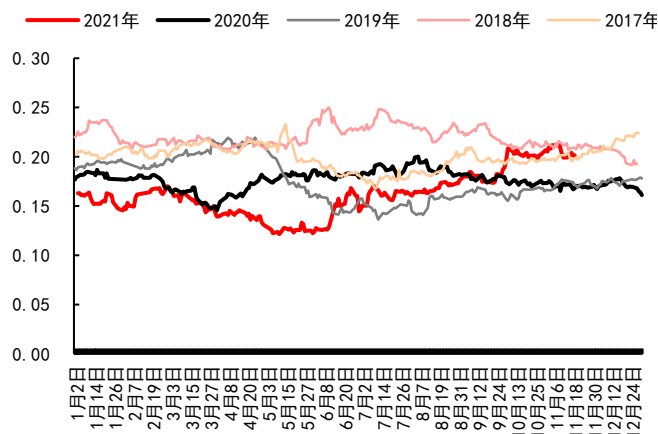
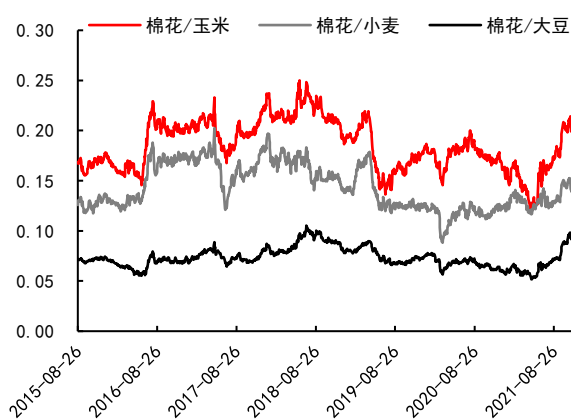


图 5：棉花与竞争作物期货比价



资料来源：Wind 中信期货研究部

资料来源：USDA 中信期货研究部

2、21/22 年度消费增长，但 22/23 年度消费增速将随着经济增速放缓而放缓

21/22 年度消费同比增长，后续调整空间不大

按照 USDA 11 月份棉花供需预测报告，21/22 年度，全球棉花消费量预计同比增加 70 万吨，其中印度预计增加 17 万吨，巴基斯坦预计增加 15 万吨，孟加拉预计增加 6.5 万吨，土耳其预计增加 15 万吨，巴西预计增加 2.2 万吨。相较于疫情之前，全球棉花消费量预计同比增加 70 万吨。

2022 年全球经济增速将放缓，22/23 年度棉花消费增速将继续下行

根据 IMF 10 月份公布的《世界经济展望》，2021 年全球 GDP 增速预计为 5.9%，2020 年实际值为-3.1%，2022 年全球 GDP 增速预计同比下滑 1%至 4.9%。由此可看，明年全球经济增速将有所放缓。具体分国家来看，主要发达经济体中除日本 GDP 增速将同比增长 0.8%之外，美国、欧元区在 2022 年 GDP 增速均放缓，中国也将从今年的 8%的增速下滑至 5.6%。

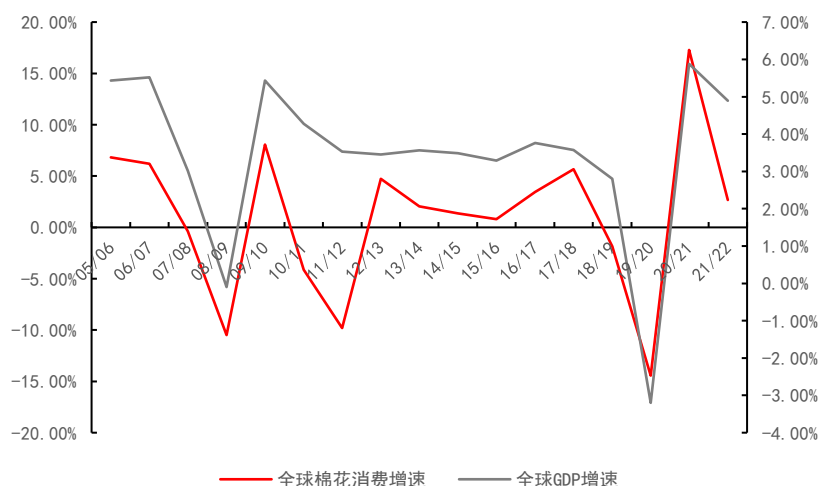
表 1：GDP 增速

年度	2020	2021	2022
世界产出	-3.1	5.9	4.9
美国	-3.4	6	5.2
欧元区	-6.3	5	4.3
日本	-4.6	2.4	3.2
英国	-9.8	6.8	5
加拿大	-5.3	5.7	4.9
中国	2.3	8	5.6

资料来源：IMF 中信期货研究部

根据历史图形可知，全球棉花消费增速与全球经济增速走势相似，21/22 年度，全球经济增速放缓，那么全球棉花消费增速也预计见顶回落。根据 IMF，2023 年全球经济增速预计进一步回落至 3.6%，22/23 年度全球棉花消费增速可能进一步走弱，不排除由正转负。

图 6：全球 GDP 增速与棉花消费增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

3、21/22 年度库销比下滑，但 22/23 年度或低位回升，抑制棉价上涨空间

按照 USDA 11 月份棉花供需预测报告，21/22 年度，虽然全球棉花产量增幅大于消费增量，但由于期初库存同比减少，使得期末库存同比下降 51 万吨，连续

两年去库存，供需形势向好发展。

22/23 年度，若延续增产，消费下滑，全球棉花期末库存可能同比增加，这将限制全球棉花价格的后续上涨空间。

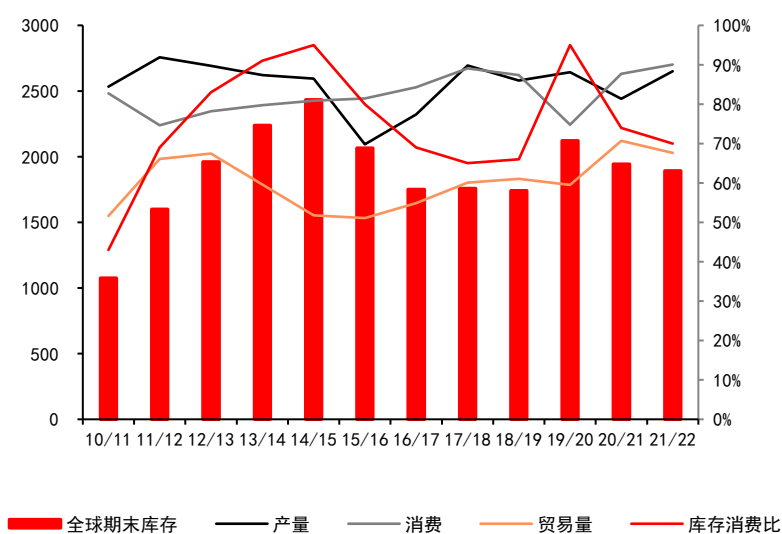
表 1：全球棉花供需平衡表（单位：万吨）

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	1766	2581	924	2622	907	1741	66.38%
2019/20	1731	2643	888	2239	898	2126	94.93%
2020/21	2121	2442	1067	2632	1054	1944	73.86%
2021/22	1944	2651	1015	2702	1015	1892	70.05%
2021/22（11 月调整）	-22	33	4	15	4	-4	-0.56%
2019/20 同比	-35	62	-35	-383	-9	385	28.55%
2020/21 同比	391	-201	179	392	156	-182	-21.07%
2021/22 同比	-178	210	-52	70	-39	-51	-3.81%

资料来源：USDA 中信期货研究部

图 7：全球棉花供需情况

单位：万吨



资料来源：USDA 中信期货研究部

（二）主产国供需平衡表

1、美国棉花供需：增产，库销比维持低位

根据 USDA 11 月份供需报告，21/22 年度，美国棉花产量预计同比增加 78 万吨，出口减少 19 万吨，期末库存增加 5 万吨，库销比增加 2.11%。

表 2：美国棉花供需平衡表（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	400	0	65	323	106	27.22%
2019/20	106	433	0	47	338	158	41.05%
2020/21	158	318	0	52	356	69	16.78%
2021/22	69	396	0	54	337	74	18.89%
2021/22（11 月调整）	0	4	0	0	0	4	1.11%
2019/20 同比	14	34	0	-18	15	52	13.84%
2020/21 同比	52	-115	0	5	19	-89	-24.27%
2021/22 同比	-89	78	0	2	-19	5	2.11%

资料来源：USDA 中信期货研究部

2、印度棉花供需：新年度降库存

根据 USDA 11 月报预估，21/22 年度，印度棉花预计产量持平，进口增加 3 万吨，消费增加 17 万吨，出口减少 8 万吨，期末库存减少 57 万吨，库存消费比下滑 11.8%，供需形势好转。

表 3：USDA 预估的印度棉花供需平衡表（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	562	39	529	77	196	37.04%
2019/20	183	627	50	435	70	354	81.40%
2020/21	354	610	18	544	135	303	55.76%
2021/22	303	610	22	562	126	247	43.95%
2021/22（11 月调整）	-17	0	0	7	0	-24	-4.83%
2019/20 同比	-18	65	10	-94	-7	158	44.36%
2020/21 同比	172	-17	-31	109	65	-51	-25.64%
2021/22 同比	-51	0	3	17	-8	-57	-11.81%

资料来源：USDA 中信期货研究部

根据印度棉花协会 CAI 在 10 月底的供需预测报告，21/22 年度，印度棉花预计产量增加 12 万吨，消费持平，期末库存减少 22 万吨，库存消费比下滑 3.85%，供需形势好转。

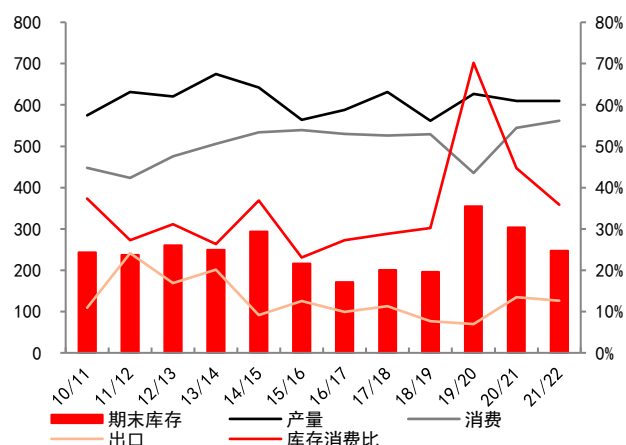
表 3：CAI 预估的印度棉花供需平衡表（单位：万吨）

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	56	530	54	530	71	40	7.55%
2019/20	54	612	26	425	85	183	43.00%
2020/21	213	600	17	570	133	128	22.39%
2021/22	128	612	17	570	82	106	18.54%
2019/20 同比	-2	82	-28	-105	14	143	35.45%
2020/21 同比	158	-12	-9	145	48	-55	-20.61%
2021/22 同比	-85	12	0	0	-51	-22	-3.85%

资料来源：CAI 中信期货研究部

图 8：印度棉花供需平衡表

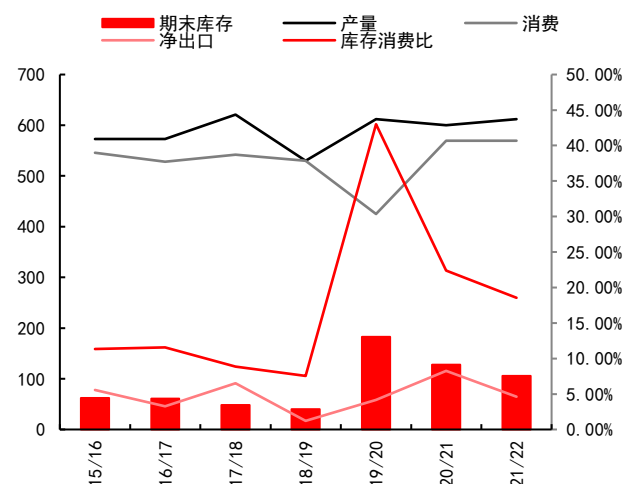
单位：万吨



资料来源：USDA 中信期货研究部

图 9：印度棉花供需平衡表

单位：万吨



资料来源：CAI 中信期货研究部

（三）影响 ICE 价格的各方因素

1、宏观：警惕明年美联储加快收紧货币风险

美国 2022 年上半年需求放缓但速度较慢，下半年起或加快。美国疫情期间大规模的财政救助计划提振消费，目前美国零售额显著高于疫情前水平，虽然随着 9 月份美国财政救助计划到期，对消费提振效应逐渐衰减，但储蓄对消费的拉动仍发挥着预热。明年上半年美国消费增长或还将持续一段时间，但随着美联储货币政策收紧，下半年消费增速将加快回落。

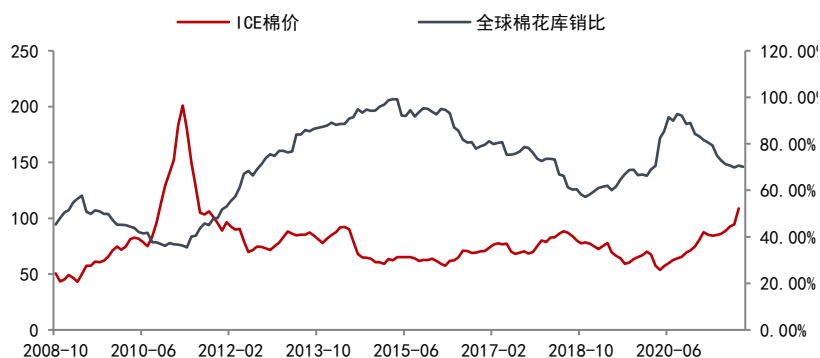
明年加息预期将收紧流动性，商品回落风险大。预计 2022 年上半年美国通胀情况将高位持续，或到下半年才会明显回落。明年上半年美国通胀预计维持高位但在美联储预期之中，美联储将于 2022 年年中完成缩债目标，上半年加快缩减购债概率不高。但下半年存在加息可能，商品价格面临回落风险。

2、中长期：美棉库销比低位奠定明年 ICE 棉价运行于 80 分位以上基调，但当前已处于 90 分位以上，未来预计高位回落

对比美棉库销比与 ICE 棉花价格，美棉库销比在 18% 左右时，历史区间中对应的 ICE 棉花价格在 80-105 美分/磅，这奠定了明年 ICE 棉价将运行在历史区间中部偏上的基调，预计处于历史价格的 80 分位之上。

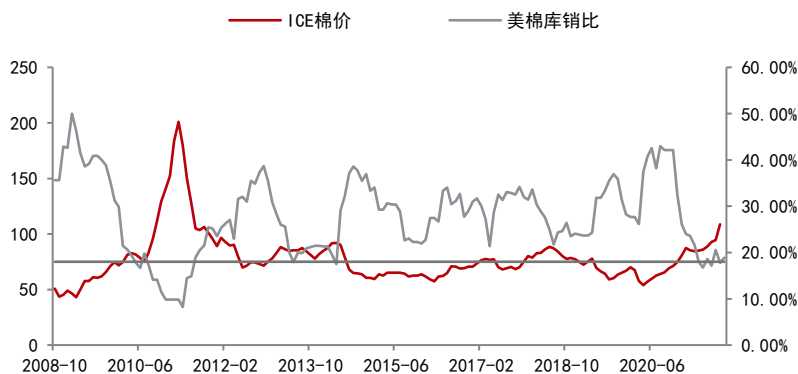
ICE 棉价处于历史价位的 90 分位之上，后续上涨空间可能有限。今年 8 月份起，ICE 棉花期价上涨突破 90 美分，当前价格运行在 115 - 120 美分/磅，处于历史价格的 90 分位之上，距今已有 4 个月。观察历史价格，价格在 90 分位以上的时段主要落在 2010 年 9 月至 2012 年 4 月，历时 20 个月，ICE 价格运行在 110 美分以上的时段落在 2010 年 11 月至 2011 年 7 月，历时 8 个月。对比 10/11 年度，全球棉花库销比为 43%，而 21/22 年度预计为 70%，10/11 年度美棉库销比为 14%，而 21/22 年度预计为 18%，因此 21/22 年度供需基本面并不及 10/11 年度，ICE 棉价上涨空间及高位运行时长受限。此外，由于棉花与其他竞争作物比价今年以来明显增长，明年棉花的种植意愿可能同比提高，22/23 年度全球棉花可能进一步增产，而需求方面随着全球经济增速放缓存在转差可能，因此 22/23 年度全球棉花库销比可能同比提高，这将限制明年 ICE 棉价涨势。

图 10：全球棉花库销比与 ICE 棉价



资料来源：USDA 中信期货研究部

图 11：美国棉花库销比与 ICE 棉价



资料来源：USDA 中信期货研究部

图 12：ICE 棉价分位数

分位	分位数
最小	39.83
10 分位	46.899
25 分位	55.4375
50 分位	65.53
75 分位	78.23
90 分位	89.771
最大值	213.7

资料来源：Wind 中信期货研究部

3、短期支撑强：美棉 On-call 处于高位

ICE 棉花 12 月合约未点价销售合同数量在四季度以来明显高于历年同期值，支撑 ICE 棉价走强。随着主力换月移仓，3 月末点价合约数量明显增长，创出新高，这也将对 ICE3 月合约形成支撑。

图 13：ICE 棉 12 月销售未点价合约数量

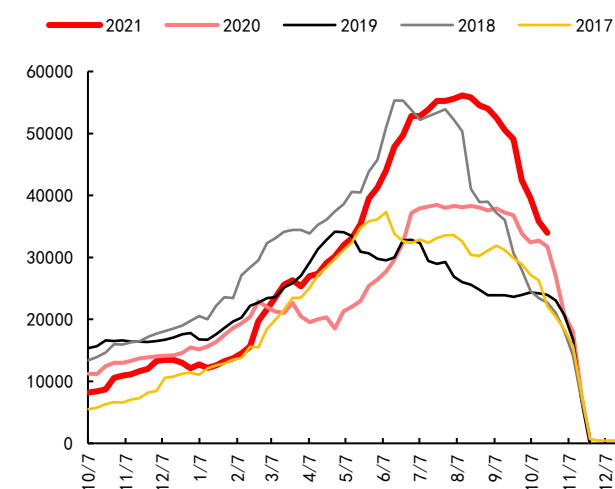


图 15：ICE 棉 12-3 价差

图 14：ICE 棉 3 月末点价合约数量

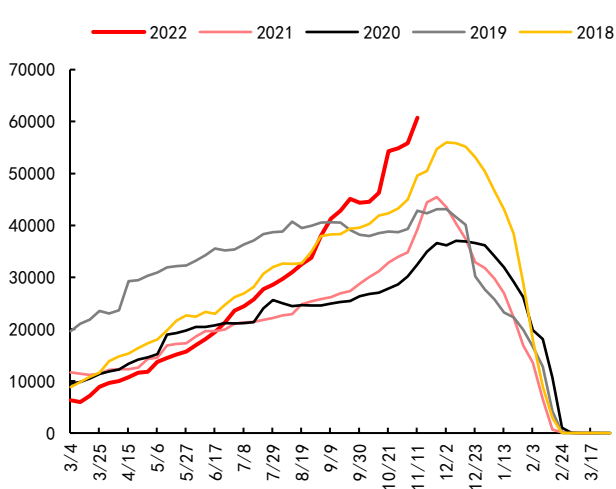
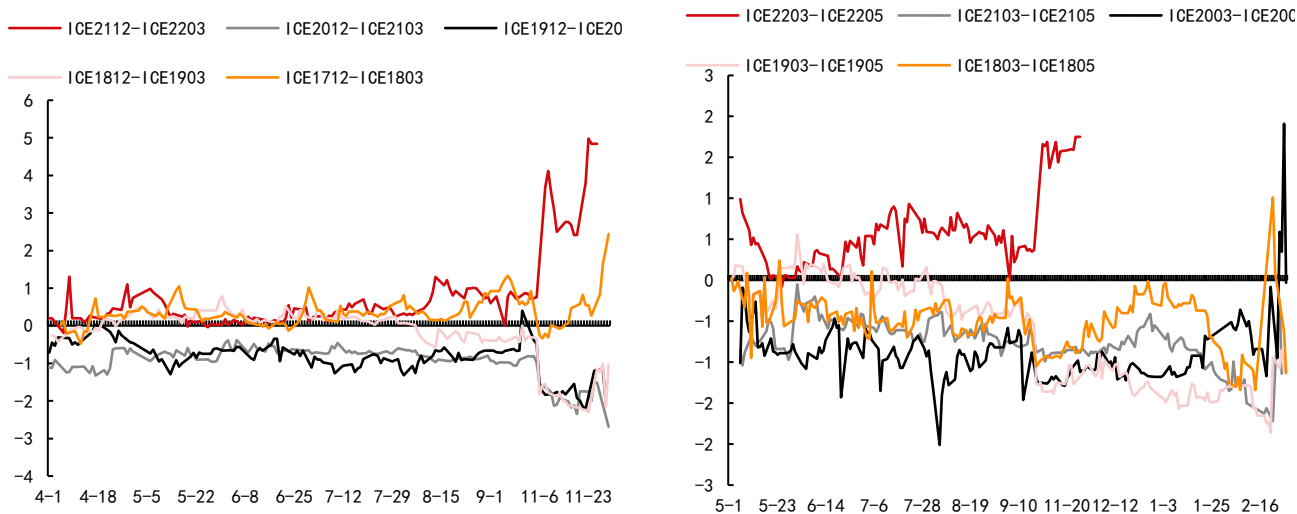


图 16：ICE 棉 3-5 价差



资料来源: Wind 中信期货研究部

资料来源: Wind 中信期货研究部

三、中国棉花市场

（一）供应端：减产但国储大量投放，供应总量稳定

1、21/22 年度因种植面积和单产下滑而减产

据美国农业部预估，21/22 年度，中国棉花产量预计为 582 万吨，同比减少 60 万吨，预估数据可能跟中国实际产量存在一定出路，但是 21/22 年度由于内地、新疆种植面积均减少以及单产下滑，棉花产量预计有 50 万吨左右的减少。

表 4：中国棉花供需平衡表

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	604	210	860	5	777	90.30%
2019/20	777	593	155	718	3	803	111.82%
2020/21	803	642	280	871	0	854	98.13%
2021/22	854	582	229	871	1	794	91.13%
2019/20 同比	-51	-11	-54	-142	-1	27	21.51%
2020/21 同比	27	49	125	152	-3	51	-13.69%
2021/22 同比	51	-60	-51	0	1	-61	-7.00%

资料来源: USDA 中信期货研究部

2、国储棉持续投放，保供稳价，但库存已处低位，未来有轮入需求

2021 年 7 月 5 日-2021 年 9 月 29 日，中央储备棉安排轮出 63.08 万吨，100% 成交。10 月 8 日起，2021 年第一批中央储备棉开始投放，11 月 10 日，第二批中国储备棉投放，截至 11 月 25 日，2021 年储备棉一共流入市场增加供给 118.6 万吨。

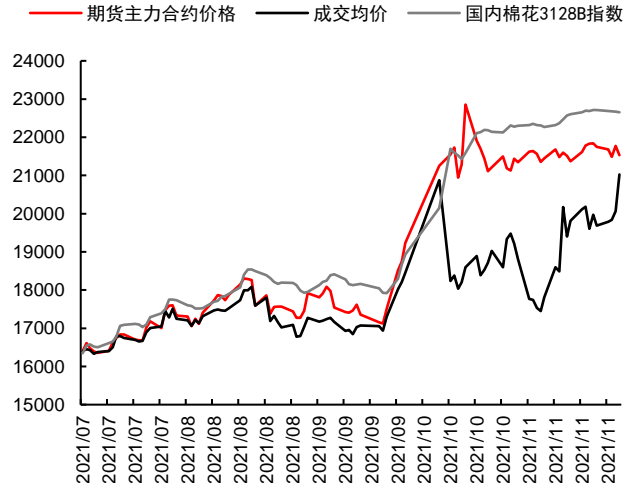
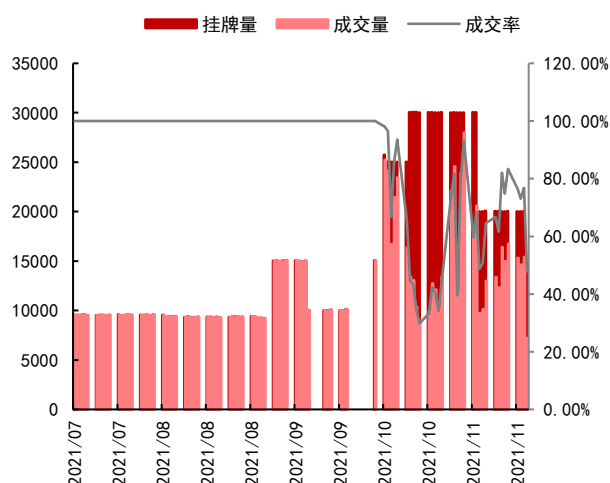
根据对过去年份里储备棉公开轮出、轮入的数据追溯，今年抛储之前，中央储备棉库存预计 100-160 万吨左右（不包括近几年轮入的进口棉），今年当前储备棉已去库 100 万吨，剩余库存已处于低位。未来存在轮入的需求，由于国内棉价已处于历年高位，且国内棉价高于进口棉，相对轮入国产棉，轮入进口棉的可能性更高。关注后续美棉销售数据，若启动大量购买美棉，将利多 ICE 棉价。

图 17：2021 年储备棉投放情况

单位：万吨

图 18：2021 年储备棉成交价

单位：元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究部

资料来源：Wind 中信期货研究部

3、关注中美贸易关系发展

2021 年 1-10 月累计进口 191 万吨，同比增 19%。21/22 年度累计进口 13.7 万吨，同比降 67%。因中美第一关税协议的推行，20/21 年度中国进口美棉的数量明显增加，今年协议将到期，关注中美贸易关系的后续发展。新年度中国进口棉花还没有大量启动，若后续中国延续大量购买美棉，叠加储备棉库存低位未来若轮入美棉，将利多 ICE 棉价，也将反过来利多郑棉。

图 19：棉花单月进口量

单位：万吨

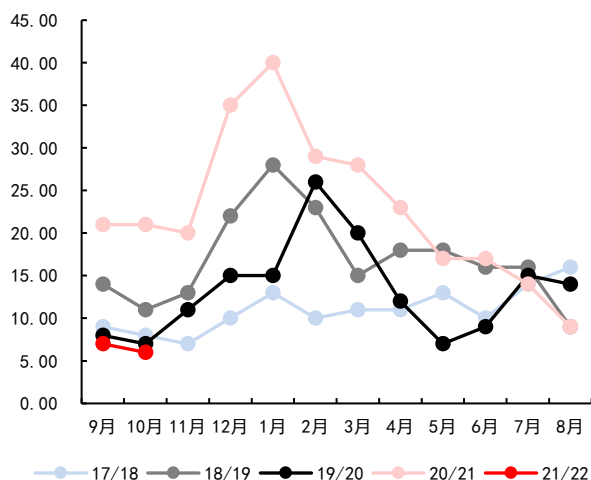


图 20：棉花累计进口量

单位：万吨

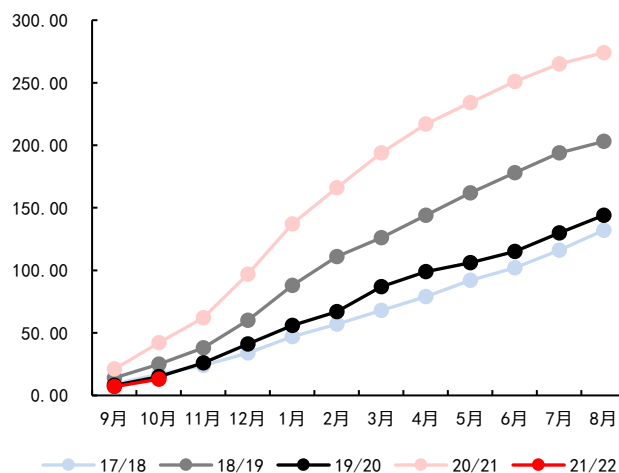


图 21：美棉当周签约量

单位：万吨

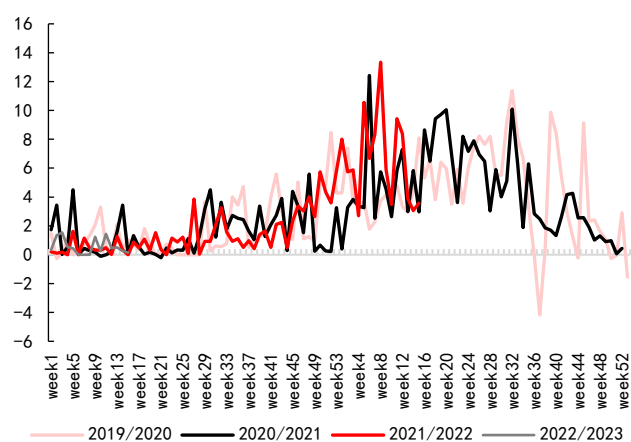
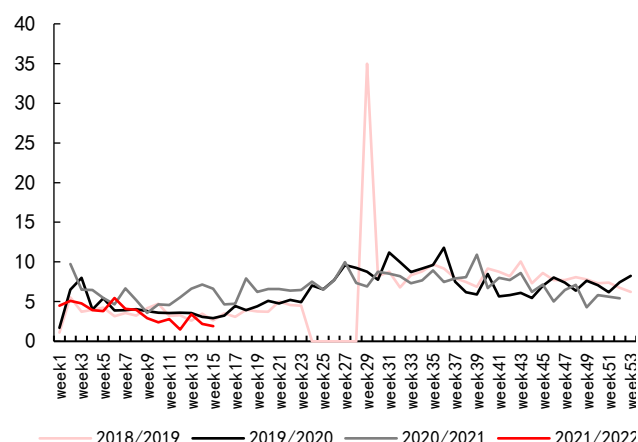


图 22：美棉当周出口装运量

单位：万吨



资料来源：Wind 中信期货研究部

资料来源：Wind 中信期货研究部

（二）需求端：增速放缓

1、纺织品服装零售额同比增速转负

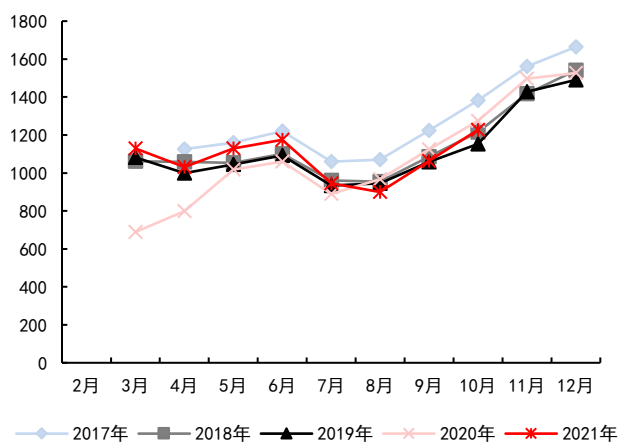
1-10 月服装鞋帽针纺织品累计零售额为 10861.3 亿元，同比增加 17.4%，但增幅自 4 月份起持续回落，单月同比从 8 月份开始转负。

图 23：服装鞋帽、针、纺织品零售额当月值

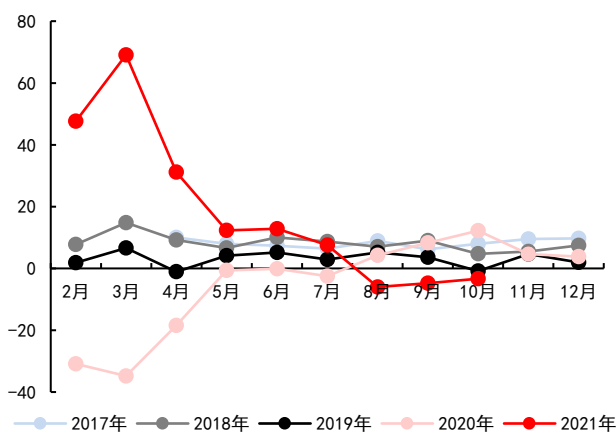
单位：亿元

图 24：服装鞋帽、针、纺织品类单月同比

单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部



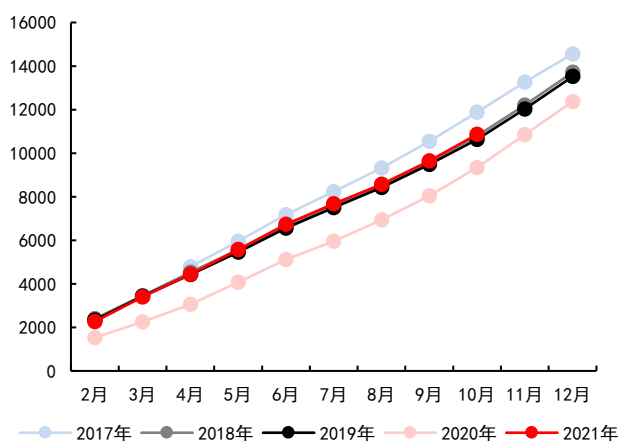
资料来源：Wind 中信期货研究部

图 25：服装鞋帽、针、纺织品零售额累计值

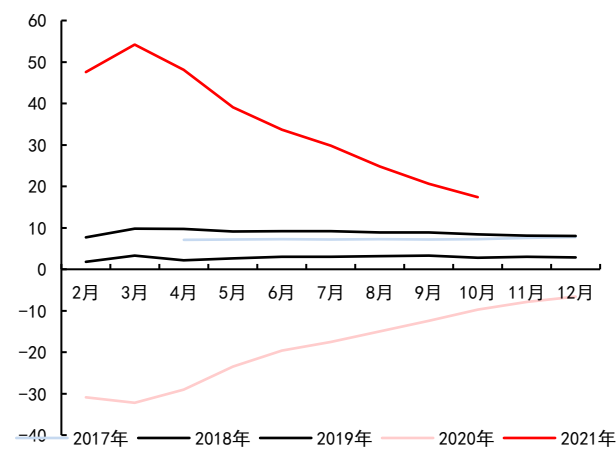
单位：亿元

图 26：服装鞋帽、针、纺织品类累计同比

单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部



资料来源：Wind 中信期货研究部

2、终端出口持续向好，但未来存在下行担忧

1-10 月，纺织纱线、织物及制品出口金额累积出口 1176.8 亿美元，同比-9.1%，环比+1.6%；服装及衣着附件出口金额累积 1388.3 亿美元，同比+25.2%，环比-0.1%；纺织品服装合计累积出口 2565.13 亿美元，累积增长 6.6%，环比+1.14%。

其中，服装单月出口值持续正增长，纺织品单月出口同比跌幅也从 8 月份起持续三个月收敛，10 月份更是由负转正，终端出口展现持续向好的局面。

图 27：纺织品出口当月值

单位：亿美元

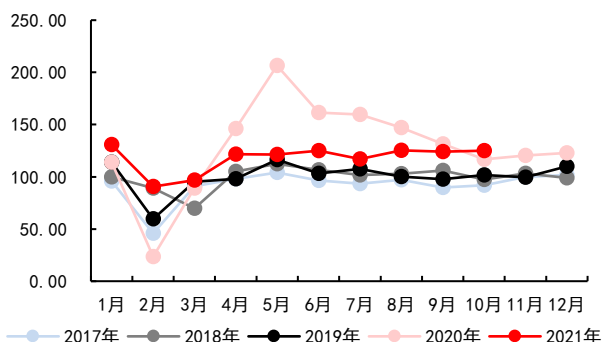


图 28：纺织品出口当月同比

单位：%

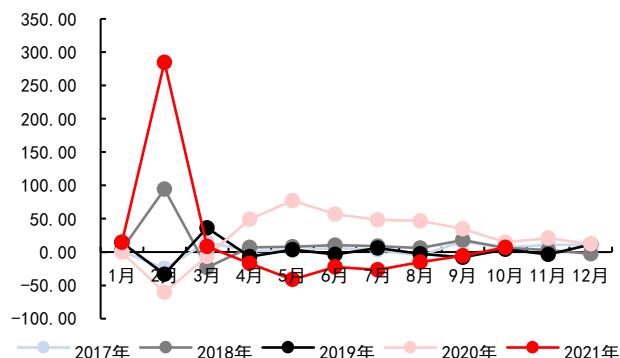


图 29：服装出口当月值

单位：亿美元

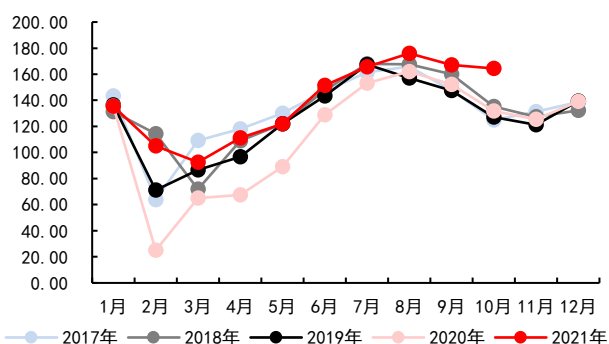
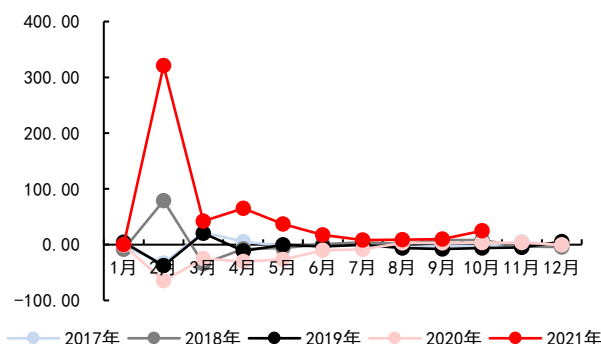


图 30：服装出口当月同比

单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

资料来源：Wind 中信期货研究部

3、来自美国终端进口需求目前持续强劲，但未来存在下行担忧

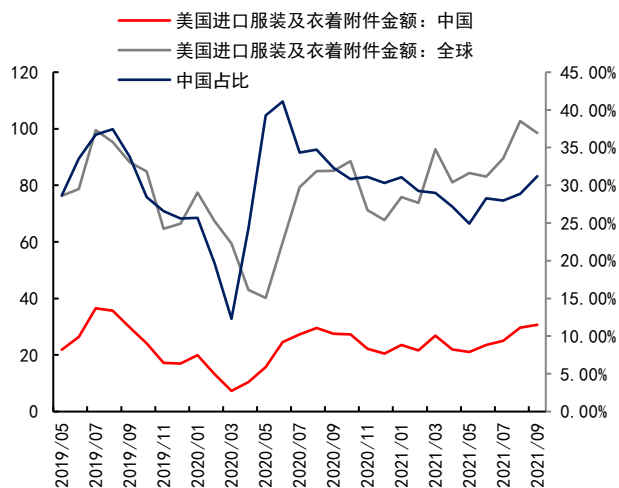
美国服装零售额持续增长，暂时没有转势迹象。美国服装及服装配饰店销售额在今年3-10月份持续正增长，并且高于2019年同期水平。虽然增幅在4月份达到769%的峰值后快速收敛，但整体还在继续正增长，环比来看也没有转势的表现。

美国纺织品服装进口维持强劲增长，自中国进口增速虽不及全球但也增长明显，进口单价下滑。2021年1-9月，美国进口纺织品服装数量共673.76亿平方米，同比增长44%，较2019年同期增长26.8%；从进口金额来看，1-9月份累计值为822.94亿美元，同比增长26.8%，较2019年同期值下降4.2%。其中来自中国的累积进口量同比增长35.6%，较2019年同期为14.6%，累积进口金额同比增长25.5%，较2019年同比下滑22.6%。

美国消费持续增长，但未来存在回落的担忧。美国是我国主要的服装出口国，其服装需求在今年表现强劲，有部分原因是受到财政政策的刺激，疫情以来美国推出三轮大规模的财政救助计划，合计规模高达5.5万亿美元。美国政府疫情期间采取的政策补贴显著增加居民收入，有效提高服装需求，但是明年这一情况或将走弱。明年上半年通胀预计持续，通胀高企，一方面限制美国积极财政政策的施行，另一方面，降低居民实际收入，从而降低居民消费。纾困补贴在9月份到

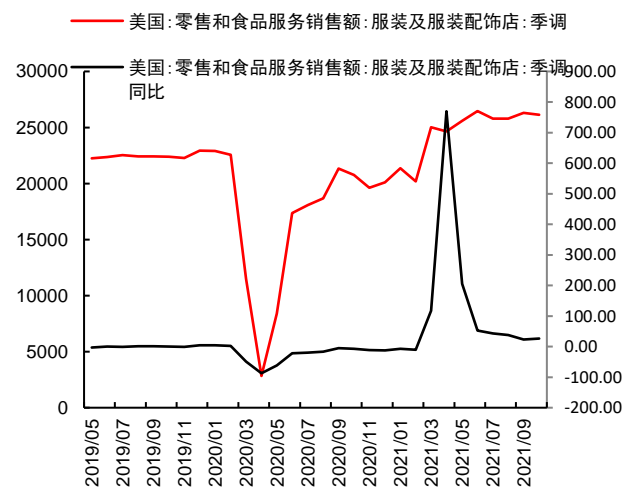
期结束，美国消费目前延续同比增长，但是增速放缓，明年存在见顶回落的可能。

图 31：美国进口服装及衣着附件 单位：千美元，%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图 32：美国服装及服装配饰店零售 单位：百万美元，%



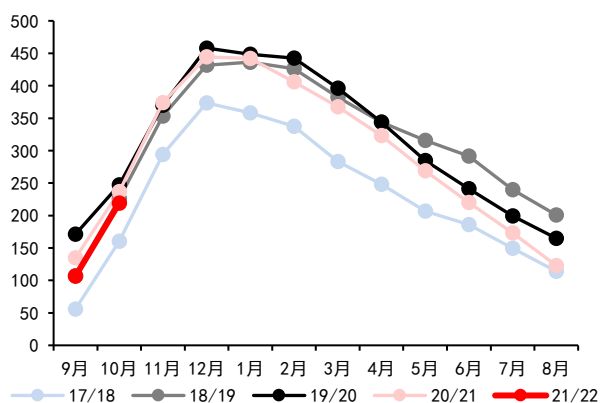
资料来源：Wind 中信期货研究部

（三）库存端：库存低于前两个年度同期值

截至10月底，全国棉花商业库存为284万吨，由于新棉上市，商业库存逐月增加，限电限产政策下，纺织厂降开机，采购减少，使得10月商业库存环比增加118万吨，但同比仍减少35万吨。

图 33：商品棉周转库存量合计

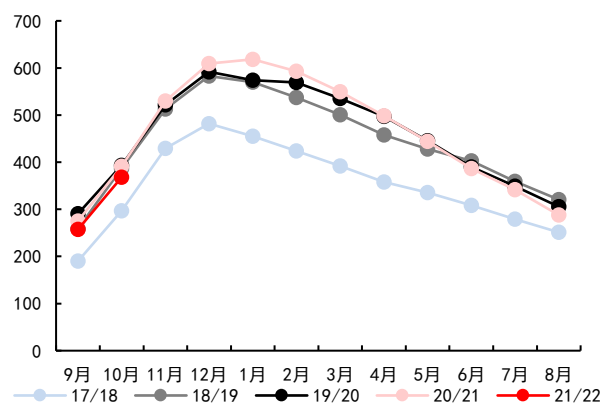
单位：万吨



资料来源：Wind 中信期货研究部

图 34：棉花商业+工业库存

单位：万吨



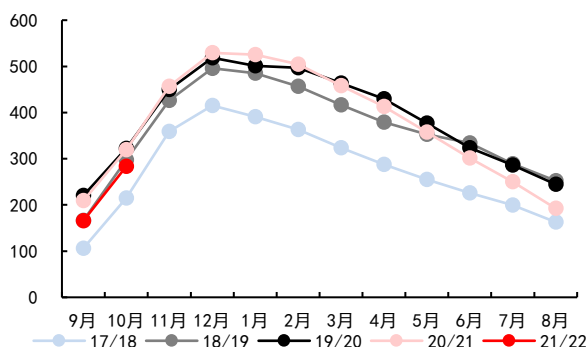
资料来源：Wind 中信期货研究部

图 35：棉花商业库存

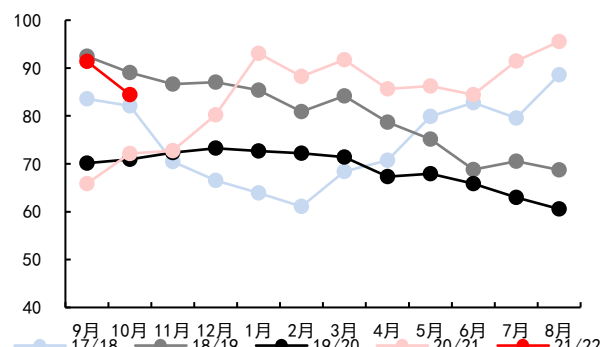
单位：万吨

图 36：棉花工业库存

单位：万吨



资料来源：Wind 中信期货研究部



资料来源：Wind 中信期货研究部

四、展望

1、行情

中长期驱动：年度库存去化，长期支撑棉价运行在历史区间中部偏上水平。

21/22 年度，由于中国棉花产量下降，消费增加，期末库存去化，供需形势好转，基本面支撑棉价年度将运行在区间中部偏上水平（50 分位数为 15330 元/吨，75 分位数为 18929 元/吨，90 分位数为 21208 元/吨），但是当前期货价格已经运行在 90 分位数之上，高位棉价存在回落风险。

1 月合约难出大行情，或震荡收尾。郑棉 2201 合约在 9 月底至 10 月中受到上游端籽棉抢收的驱动后暴涨，而后随着驱动减弱，高位回落，目前于 21000-22000 区间波动。1 月合约结束前，预计难出大行情，上下皆难，或震荡收尾。由于今年籽棉收购价格高，北疆新棉成本或在 24000 元/吨附近，南疆新棉成本或在 23000 元/吨附近，近来市场陆续下调现货一口价和基差，但期现价差仍有 1000-1500 点的差距，期货深贴水现货价格，轧花厂当前具有较强的挺价意愿和能力，大幅下调现货价格，或者深贴水结构下大量注册仓单的意愿都不强，因此郑棉 1 月合约下行空间有限，20000-21000 元/吨存在较强支撑。但是下游不景气、需求不佳的问题又阻碍棉价上涨，当前纺织企业开机率不高，成品库存持续累积并处于历年高位，纺织厂采购意愿不强，原料库存下降，纺企即期纺纱利润亏损，此外，国储棉持续投放低价资源下，纺企采购新棉意愿进一步被打压，使得新花价格难以向下游传导。

5 月合约或先扬后抑。5 月合约可能再度迎来一波走强机会，利多因素主要有：1、下游春节备货的季节性补库或提振棉价，随着国储棉投放即将收尾，纺织企业购买新棉意愿也将环比增强；2、当前 1-5 价差在 800 点附近，处于历史偏高水平，未来随着基差收敛，1-5 价差也存在收敛可能；back 结构下，1 月空头移

仓换月面临亏损，而多头移仓具有天然优势，或支撑 5 月合约相对走强。3、上半年出口需求将持续增长，金三银四还将提振棉价，但下半年随着出口增速加速回落，终端需求将走弱。因此，5 月合约仍存在一些利多因素，但是棉价上涨至 22500、23000、23500 元/吨以上，面临的套保盘压力将逐渐增大，5 月合约冲高后大概率面临回落风险。

下半年利多因素边际衰减叠加宏观转弱，棉价存在下行风险。1、**全球棉花供需形势利好边际走弱，ICE 棉价明年存在冲高回落风险：**明年开始，市场逐渐关注 22/23 年度全球棉花供需形势，由于棉粮比价走高，下年度全球棉花增产的风险较大，全球棉花消费随着全球经济增速放缓而放缓，库销比或低位回升；当前 ICE 棉价处于 90 分位以上，随着利多因素逐渐消化，下年度库存压力又可能增加，未来 ICE 棉价存在冲高回落风险。2、**宏观边际转弱，大宗商品价格承压：**随着美联储收紧货币政策，市场流动性收紧，下半年存在加息预期，大宗商品价格承压。3、**美国服装需求明年将见顶回落，我国终端出口明年下半年将走弱。**

明年棉花种植成本或进一步提高，种植期对棉价形成底部支撑。2021 年，由于肥料、水电价格提高，土地承包费增长，棉花种植成本较去年明显增长，新疆机采棉种植成本在 2500 元/亩，北疆机采棉种植成本在 2550-2600 元/亩，折合皮棉成本在 15000-16000 元/吨。尿素价格明年预计长期承压，因 2021 年高价刺激供应增长抑制需求，2022 年供应压力增加，但是地租可能进一步上涨，总体来看，明年棉花种植成本有可能在今年基础上进一步提高，棉价在种植成本附近有较强支撑。

未来关注的利多因素：1、关注新年度种植面积是否如今年一般同比下降，此外四、五月份为新棉播种期，若明年和今年一样再度发生天气灾害，导致新年度全国棉花减产，将利多棉价。2、关注明年储备棉调控政策，由于当前国储棉库存偏低，明年存在轮入外棉可能，若如此，在提振国际棉价的同时也将阶段性利多国内棉价。

2、策略

远月期货价格明年年初或者上半年仍存在进一步走高可能，但随着利多因素逐渐消化，叠加宏观市场转弱，90 分位以上的高棉价难以延续，下半年存在下行可能。操作上，郑棉期货等待高位做空机会。

3、风险因素

利空因素：需求转差、美联储加息、全球疫情恶化。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>