

2021-12-16

产业服务总部

棉纺产业服务中心

## 棉花年报

## 棉价维持高位震荡

### 报告要点

2022 年，全球需求将面临证伪的阶段，供应端的扩张也会给市场带来较大的压力。但我们的态度并不悲观。因为市场给出了巨大的贴水，一旦需求没有被证伪，价格回归的机会也值得期待。

#### ■ 供应端：产量恢复增长

棉价高企，气候恢复，全球棉花供应在 2022 年将出现恢复性增长。当前 USDA 预期是 2650 万吨，但考虑到北半球种植尚未开始，后期有上调的空间。

#### ■ 需求端：中国内需能否接力

2021 年全球消费复苏，一方面是欧美的需求提振，一方面是全球纺织产业链的补库存。从数据看，补库存的需求增量基本体现，2022 年会回落；除中国外的实际需求有望维持高位；中国的内需有恢复的可能性。

有别于市场的普遍预期，我们对明年的行情并不十分悲观，认为风险和机遇并存，关键点在于中国的内需能否出现改观，棉价或维持高位震荡局面，注意把握节奏。

**风险点：**疫情继续对经济造成明显负面影响；中国内需继续萎靡；全球供应大幅增长；美联储缩减债务和加息的负面影响；

### 公司资质

长江期货股份有限公司投资咨询

业务资格：鄂证监期货字[2014]1

号

### 棉纺团队

#### 研究员：

洪润霞

☎：(027) 65261578

从业编号：F0260311

投资咨询编号：Z0017099

黄尚海

☎：(027) 65261573

从业编号：F0270997

投资咨询编号：Z0002826

#### 助理研究员：

钟 舟

☎：(027)65261353

从业编号：F3059360

顾振翔

☎：(027)65261576

从业编号：F3033495

## 一、2021 年行情回顾

2021 年，棉花市场整体走势非常强劲，持续保持旺盛的需求，高额的纺纱利润，东南亚需求转向中国，籽棉抢收以及早期欧美企业抵制新疆棉，整个年度市场充满故事性。但是需求明显恢复是整个年度行情的主旋律，价格上涨的基础扎实。整个 2021 年的走势，可以分成四个阶段进行回顾：

图 1：郑棉年度走势



资料来源：博易大师 长江期货

### 第一阶段：通货膨胀预期行情

这一阶段是从年初到 2 月下旬，由于全球货币宽松，经济复苏的预期，全球商品和股市均出现较大幅度的上涨，纱线利润维持高位。棉花价格上涨至 17000 以上的高位。

### 第二阶段：欧美抵制“新疆棉”

通货膨胀预期行情告一段落，在此期间，欧美一些大型服装企业发布抵制“新疆棉”的言论，导致市场担忧新疆棉的消费问题，价格持续回落至 15000 以下，时间走到 4 月中旬。

### 第三阶段：需求旺盛，纱线利润较好

4 月下旬至 9 月中旬，纺织产业链表现最好的阶段，纱线企业利润非常好，几乎无库存，利润维持历史高位，虽然下游坯布企业经营有一点困难，但是销售量非常高。主要原因是全球产业链补库存，叠加东南亚订单转移至国内。虽然市场环境很好，但是疫情时常散点爆发，同时棉花供应还比较充裕，棉花价格上涨还是比较纠结。

### 第四阶段：新棉上市阶段

9 月下旬开始，新疆新棉逐步上升。因为棉花市场预期较强，在新疆加工厂面临囚徒困境的情

况下，抢收行情爆发，棉花价格短短半个月时间，上涨 4000 元，而新疆籽棉成本则高达 23000 元/吨以上，部分高达 25000 元/吨。纱线企业在此阶段也面临利润倒挂的情况，消费萎缩。市场对未来的棉花价格预期很差，导致期货贴水现货市场达 2000 以上。

## 二、棉花供需分析：全球持续去库存

### （一）全球持续去库存

#### 1、全球供需平衡表继续恢复

据美国农业部（USDA）最新发布的 12 月份全球棉花供需预测报告，2020/21 年度全球棉花产量较 11 月份环比较上月小幅调减，消费量小幅调增，进口量未见明显调整，出口量未见明显调整，期末库存有所下降。2021/22 年度全球棉花总产环比调减，消费量小幅调增，进出口贸易量小幅调增，期末库存量有所调减。

2020/21 年度：全球棉花总产 2432.1 万吨，较上月调减 10 万吨，减幅 0.4%；全球消费量 2632.8 万吨，调增 0.8 万吨，增幅 0.03%；出口量 1053.9 万吨，较上月未见明显调整。全球期末库存 1928.6 万吨，调减 15.3 万吨，减幅 0.8%。

2021/22 年度：全球棉花总产预期 2646.8 万吨，环比调减 4.9 万吨，减幅 0.2%；全球消费量预期 2705.7 万吨，调增 3.7 万吨，增幅 0.1%；出口量 1022.1 万吨，环比调增 7.4 万吨，增幅 0.7%；全球期末库存 1866.6 万吨，环比调减 26.1 万吨，减幅 1.4%。

表 1：全球棉花供需平衡表

	21/22 Nov' 21	21/22 Oct' 21	20/21	19/20	18/19	17/18	环比	同比
收获面积（万公顷）	3265.30	3272.60	3139.50	3472.90	3330.20	3378.80	(7)	126
期初库存	1928.32	1943.69	2117.85	1735.00	1753.05	1748.04	(15)	(190)
产量	2646.47	2651.35	2431.80	2633.87	2585.73	2697.11	(5)	215
进口	1021.88	1014.92	1066.95	888.43	923.81	904.57	7	(45)
总供应	5596.68	5609.95	5616.59	5257.30	5262.59	5349.72	(13)	(20)
出口	1021.99	1014.59	1054.87	896.34	904.37	906.52	7	(33)
消费	2705.38	2701.68	2632.52	2243.90	2622.41	2687.85	4	73
损耗	2.92	1.26	0.89	-0.78	0.81	2.29	2	2
总消费	2708.30	2702.94	2633.41	2243.12	2623.22	2690.14	5	75
期末库存	1866.39	1892.42	1928.32	2117.85	1735.00	1753.05	(26)	(62)
库存消费比	50.07	50.92	52.30	67.44	49.20	48.77	(1)	(2)
单产（公斤/公顷）	811	810	775	758	777	798	1	36

资料来源：USDA 长江期货

按照 USDA 的预测，全球棉花市场是一个持续好转的市场，消费已经突破历史高位，虽然供应端有恢复，但还属于供不足需的阶段，棉花去库存的节奏有望持续。

#### 2、美国期末库存依然较紧张

据美国农业部（USDA）最新发布的 12 月份美棉供需预测报告，2021/22 年度美国产量预期 398.1

万吨。从数据调整情况来看，收获面积 6022.5 万亩，同上月环比持平；单产 66.1 公斤/亩，调增 0.4 公斤/亩；弃耕率 11.3%，与上月持平。总产因此较上月调增 1.9 万吨至 398.1 万吨，环比调增 0.5%。

表 2：美国棉花供需平衡表分项变化

	项目	2019/20	2020/21	2021/22	12月vs11月	同比
陆地棉	种植面积（万亩）	8,198.7	7,217.2	6,717.1	0.0	-6.9%
	收获面积（万亩）	6,843.3	4,904.9	<b>5,948.3</b>	<b>0.0</b>	<b>21.3%</b>
	单产（公斤/亩）	61.2	62.4	<b>65.6</b>	<b>0.2</b>	<b>5.0%</b>
	期初库存（万吨）	100.9	149.5	65.8	0.0	-56.0%
	总产（万吨）	418.6	306.1	<b>389.9</b>	<b>1.3</b>	27.4%
	进口量（万吨）	0.0	0.0	0.0	/	/
	总供应量（万吨）	519.6	455.7	<b>455.7</b>	<b>1.3</b>	<b>0.0%</b>
	消费量（万吨）	46.5	51.9	54.1	0.0	4.2%
	出口量（万吨）	326.7	339.3	328.2	0.0	-3.3%
	总需求量（万吨）	373.2	391.3	382.3	0.0	-2.3%
	调整（万吨）	3.2	1.3	-0.8	-1.9	-162.9%
	期末库存（万吨）	149.5	65.8	<b>72.5</b>	<b>-0.6</b>	<b>10.3%</b>

资料来源：USDA 中国棉花信息网 长江期货

从数据看，虽然明年产量有望恢复性增长，但美国的棉花库存依然比较紧张，因为出口方面中国的采购力度会非常强劲。当然产量方面，我们需要关注 3、4 月份的种植情况和后期天气情况能否给予美棉如此大的产量恢复甚至更多。

### 3、印度供需预期较好

据印度棉花协会（CAI）最新发布的 10 月供需平衡表中，各项数据均未见明显调整。2021/22 年度总产预期维持 612.2 万吨，同比上一年度增长 2%。其中北部棉区预期产量下降 20.67 万吨，同比下降 18.6%，主要基于本年度虫害等情况考量；中部棉区产量增加 22.02 万吨，同比上升 6.8%；南部棉区产量预计增加 7.24 万吨，同比上升 4.7%。本年度消费预期与上一年度持平；出口预期为 81.6 万吨，同比减少 38.5%。期末库存预期为 105.6 万吨，同比减少 17.2%。

表 3：印度棉花供需平衡表

项目	2020/21年度		2021/22年度		环比	同比
	万包	万吨	万包	万吨		
总供给						
期初库存	1250.0	212.50	750.0	127.5	0.0%	-40.0%
产量	3530.0	600.10	3601.3	612.2	0.0%	2.0%
进口	100.0	17.00	100.0	17.0	0.0%	0.0%
总供应量	4880.0	829.60	4451.3	756.7	0.0%	-8.8%
总需求						
纺企消费	2920.0	496.40	2920.0	496.4	0.0%	0.0%
小型企业消费	250.0	42.50	250.0	42.5	0.0%	0.0%
非纺企消费	180.0	30.60	180.0	30.6	0.0%	0.0%
国内消费总量	3350.0	569.50	3350.0	569.5	0.0%	0.0%
盈余	1530.0	260.10	1101.3	187.2	0.0%	-28.0%
出口	780.0	132.60	480.0	81.6	0.0%	-38.5%
期末库存	750.0	127.50	621.3	105.6	0.0%	-17.2%

资料来源：CIA 中国棉花信息网 长江期货

## （二）国内库存去化明显

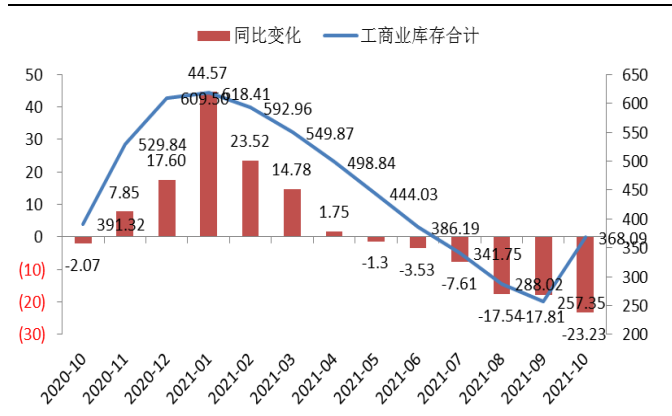
### 1、需求旺盛，社会库存低位

今年以来，国内纺织行业需求旺盛，纱线段购销两旺，国内棉花消费旺盛，国内社会库存维持低位。截至 10 月份，我国棉花工商业社会库存为 368.09 万吨，同比减少 23.23 万吨，是最近几年最低的库存数据。

根据 BC012 月份的预测，2021/22 年度：总供应方面，期初库存保持 562 万吨不变。产量方面，全国总产上调 5 万吨至 576 万吨。进口方面，鉴于当前储备棉库存及本年度国内产量同比下降现状，市场存在对新年度国家进行进口棉入储或企业扩大采购的预期，但具体增量及配额发放情况尚难判断，继续保持 200 万吨进口预测不变。据此，总供应增加 5 万吨至 1333 万吨。总需求方面，近期纱线价格受到棉价前期下跌和下游需求不振的影响持续阴跌，纱厂库存呈上升趋势，产销节奏放缓。维持年度纺棉消费 780 万吨预期不变。其他消费和出口保持 49 万吨和 1 万吨不变。据此，总需求保持 830 万吨不变。根据上述调整，期末库存增加 5 万吨至 508 万吨。



图 2：工商业库存数据变化（万吨）



资料来源：中国棉花信息网 长江期货

图 3：中国棉花信息网中国供需平衡表（万吨）

项目	2019/20	2020/21	2021/22
<b>总供应</b>	<b>1278 (0)</b>	<b>1431 (0)</b>	<b>1338 (+5)</b>
其中：期初库存	543 (0)	524 (0)	562 (0)
产量	575 (0)	633 (0)	576 (+5)
进口	160 (0)	274 (0)	200 (0)
<b>总需求</b>	<b>754 (0)</b>	<b>869 (0)</b>	<b>830 (0)</b>
其中：纺棉消费	701 (0)	820 (0)	780 (0)
其他消费	49 (0)	49 (0)	49 (0)
出口	4 (0)	0 (0)	1 (0)
<b>期末库存</b>	<b>524 (0)</b>	<b>562 (0)</b>	<b>508 (+5)</b>

资料来源：中国棉花信息网 长江期货

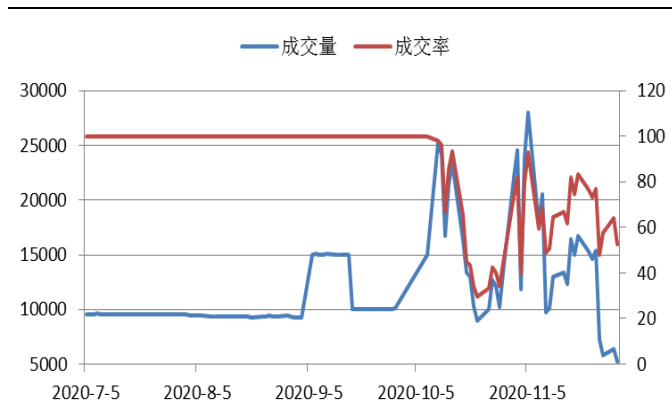
BCO 对中国的供需预期相比 USDA 要谨慎,主要体现在消费端的减少,可能源于“身在此山中”,切身感受了当前下游纺织行业的冷暖和对未来外需转移至东南亚的担忧。

## 2、国储棉后续操作值得期待

本来今年国储最初是没有抛储的,结果因为需求超预期,又决定从 7 月开始抛储。后来需求汹涌,棉花供不应求,国储加大抛储力度,一再延期并加大供应量,力所能及的向市场供应棉花。截至 11 月底,国储棉累计成交 120.3 万吨,成为市场的主要供应力量。成交过程看,市场参与度非常积极,在市场降温前,每天维持 100%成交,价格也一直非常坚挺。

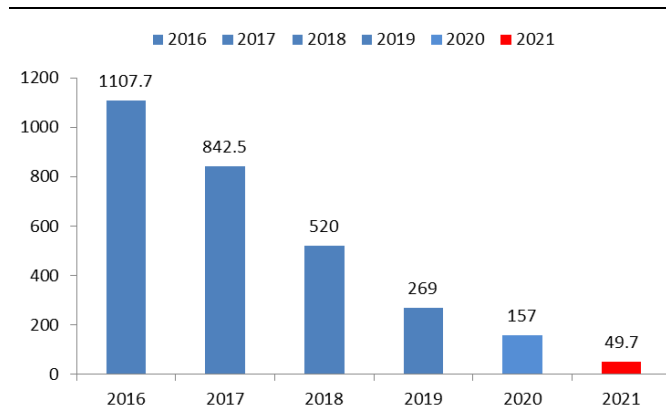
按照我们此前的国储棉存量数据进行分析,当前国储存量只有 49.7 万吨。但近年国储通过国际市场轮入了大量进口棉,导致数据出现差异,真是数据也不得而知。但不管怎么样,国储补充库存的确定性和量都值得期待,未来可能从国内和国外两个渠道进行补库,带来市场需求的增量。一个不确定性就是,当前棉花价格处于相对高位,国储补库可能存在一定的心理难度。

图 4：储备棉成交情况



资料来源：中国棉花信息网 长江期货

图 5：国储库存存量预期



资料来源：长江期货

**供需平衡表总结：**从供需平衡表看,虽然目前 USDA 给的预期比较乐观,但是市场依然担心供

应会大幅增加，需求会回落。国储补库的必要性非常高，但是目前的高棉价又会制约市场的想象力。

### 三、需求之辩：2700 万吨能否站稳？

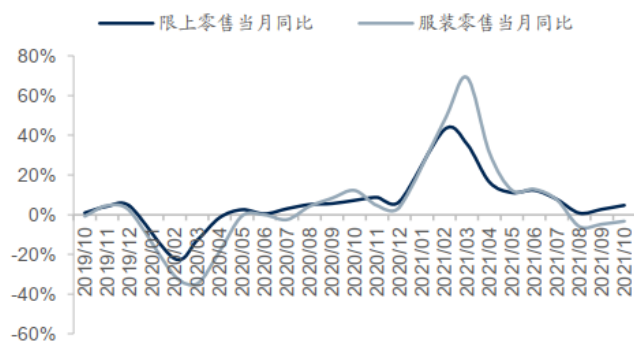
虽然今年的棉花行情是在抢收中达到高潮，但本次棉花上涨的行情核心因素显然是需求快速恢复，且一直超出市场预期。未来棉花能不能保持强势，核心还是看消费，USDA 预测的 2700 万吨的消费能不能维持，甚至更进一步，至关重要。

#### （一）2021 年纺织行业运行情况回顾

2021 年，整个纺织行业运行情况总体较好。终端内需方面，从社零数据来看，21 年 2~7 月，社零数据在 20 年低基数下实现回升，2~4 月服装社零数据实现快速增长，5 月/6 月/7 月同比增长 12.3%/12.8%/7.5%，而 8 月/9 月由于疫情和天气因素扰动，出现下跌，当月同比为-6.0%/4.8%，10 月降幅收至-3.3%。从去年基数角度看，去年服装社零 9 月/10 月/11 月/12 月分别同增 8.3%/12.2%/4.6%/3.8%，10 月基数最高，随后明显下降，今年在进入 11 月后，基数带来的增长压力将明显缓解。整体看，上半年内需不错，下半年开始，受疫情影响，内需萎缩明显。

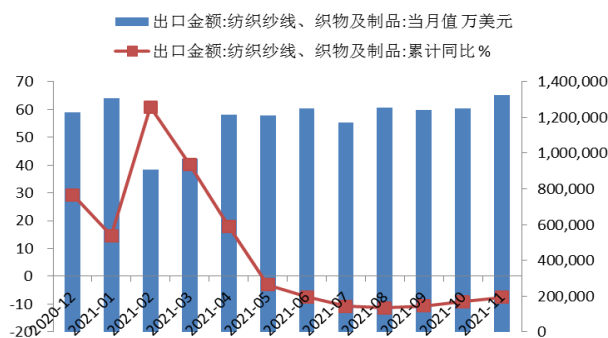
中国纺织品服装出口方面，去年 2~3 月低基数下，今年 2~3 月增速较高，随后纺织品出口面临较高基数，4 月~10 月同比下降，但 10 月回暖，实现 7% 的同比增长；服装出口下半年也有较好的提升，7 月到 10 月分别同比+8%/+9%/+10%/+25%，逐月加速。由于防疫材料的出口萎缩，服装出口情况相比整体纺织出口情况要好。

图 6：近 2 年限上整体与服装零售额当月同比



资料来源：IFIND 长江期货

图 7：纺织服装出口情况



资料来源：IFIND 长江期货

从规模以上纺织服装行业的营收和利润看，2021 年整体复苏，但还没有恢复至 2019 年水平，如果考虑到价格因素，实际上相差更远。但是产业链的不同环节有所差异，整体纺织板块要好于服装板块。这一情况和纱线端利润非常好，而下游成品端数据较差非常符合。可能的逻辑是内需疲弱，但是外需较好，中国的纱线端属于全球供应链的核心环节，而下游很多以内销为主。

图 8：纺织业营收情况

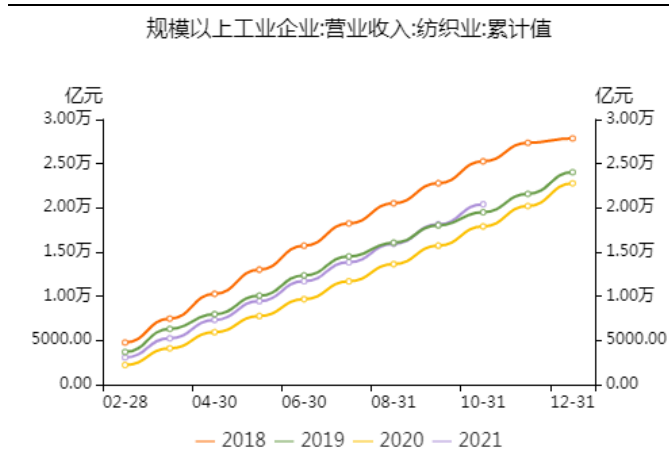
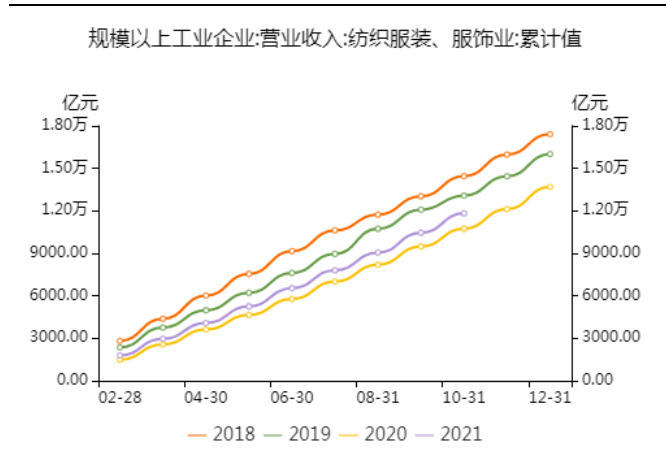


图 9：纺织服装业营收情况



利润端，我们可以关注更加细致的环节。今年纱线端的利润能够长期维持高位，而下游坯布和服装环节的利润不佳，可能的原因是闲置产能的影响。对纱线端企业，在去年下游去库存后，后来的补库存环节，产能偏紧，所以利润较高；对坯布端和服装端，进入门槛很低，产能从来不是问题，相反内卷非常严重，因此注定利润较差。下半年，随着消费转弱，纱线端的利润也明显变弱。明年，随着大量的纱线新产能上马，纱线端的内卷不可避免，纱线利润或许会持续维持亏损边缘。

图 10：纱线端利润情况

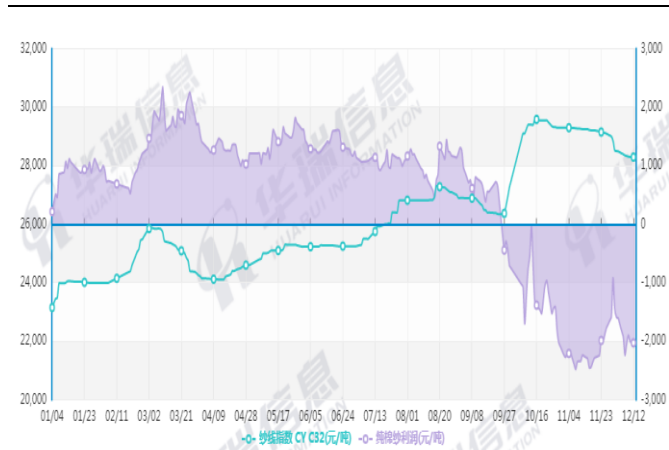
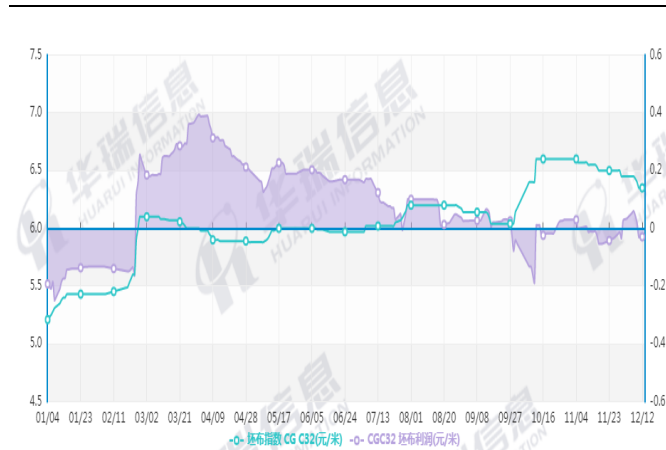


图 11：坯布端利润情况



## （二）疫情影响继续减弱

回顾 2021 年的全球疫情，先后出现了两个影响很大的变异病毒，德尔塔（Delta），是新冠病毒变异毒株，最早于 2020 年 10 月在印度发现，后于 6、7 月份在全球蔓延；近期的奥密克戎（Omicron），最早于 2021 年 11 月 9 日在南非首次检测到，近期也在全球引起恐慌。以上两个毒株，均以传播能力强著称，但重症率和致死率较低，虽然短暂的引起了市场的恐慌，但并未对世界经济产生较大影响。

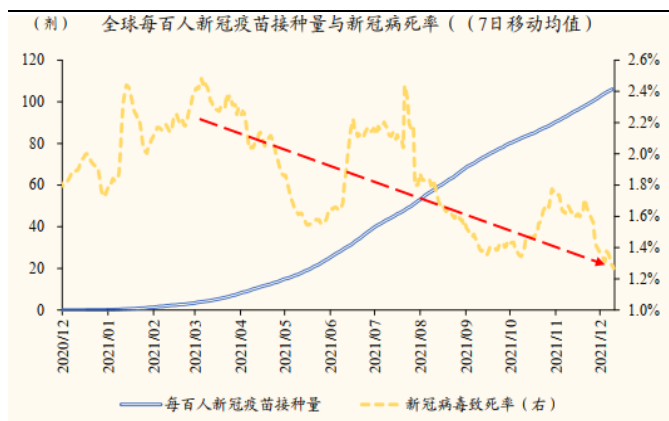


尽管新冠病毒频频变异、快速蔓延，但大规模疫苗接种依然是防疫的最有效手段。尽管新冠病毒频频变异，但现有疫苗依然具有一定的保护效力。以疫苗接种较快的以色列、英国为例，新增确诊病例阶段性反弹下，新增死亡病例始终处于可控水平。

伴随疫苗接种率及防控能力的提升，以及病毒整体向着“高传染性、低致死率”的大方向演化，疫情“流感化”的长期趋势基本已定。其中，以色列等“免疫力”较强的部分经济体，实现疫情“流感化”的时点或更早；对于免疫基础薄弱的部分经济体而言，疫情“流感化”之路依然任重道远。

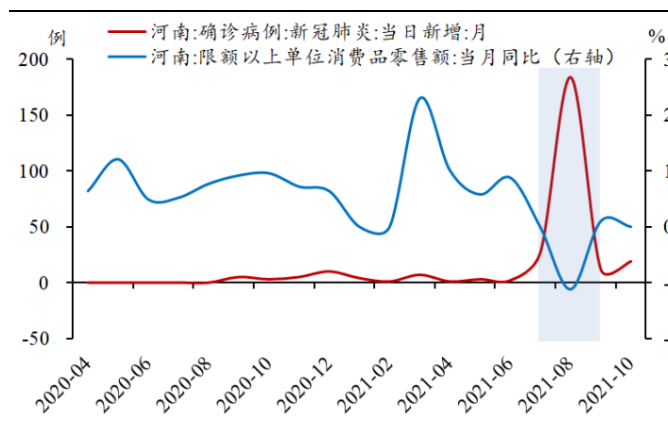
由于我国防疫高压的措施，虽然有利于保障全国人民的生命安全，但对经济的影响要明显高于西方国家。今年我国频繁爆发散点式的疫情，一旦某地出现病例，防控手段会升级，1、2个月内，对当地的正常生活会造成明显影响。虽然没有出现全国范围的管控措施，但是不同地点的管控整体印象依然较大，下半年以来的社零疲弱，和德尔塔、奥密克戎等爆发带来的管控措施不无关系。

图 12：新冠病毒的致死率一直处于回落通道中



资料来源：IFIND 长江期货

图 13：散点疫情导致地区的当月社零增速明显下滑



资料来源：IFIND 长江期货

随着病毒的危害性减弱，以及我国继续大规模接种疫苗第三针，估计明年疫情爆发情况和防控措施都有望好转，对我国消费的影响将减弱。

### （三）纺织产业链库存情况分析

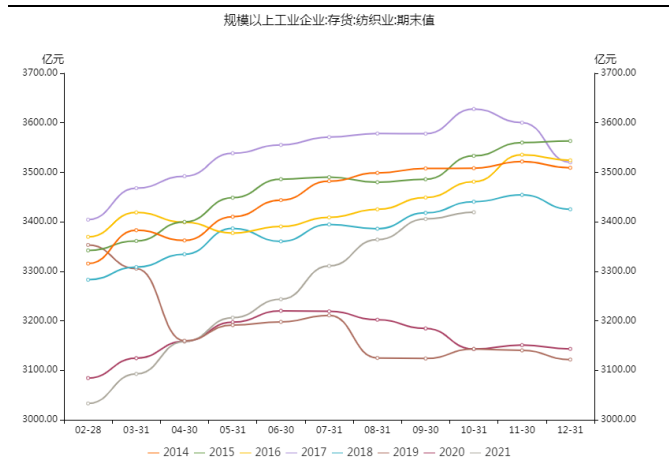
2021年棉花价格大涨，需求推动一方面是因为需求确实在增长，一方面也是纺织产业链补库存导致。我们现在来看看中美两个大国的纺织产业链的库存情况怎么样。

#### 1、中国纺织产业链库存累积较快

今年以来，我国纺织行业的库存累积较快，截至10月份的数据，库存达到3419.3亿，同比2019年增长276.2亿元，同比2020年增长276.3亿元，但还是过去多年以来的低位。服装业的库存累积相比纺织业略慢，当前服装业库存为1845.3亿元，同比2020年库存增加91.1亿元，低于过去的所

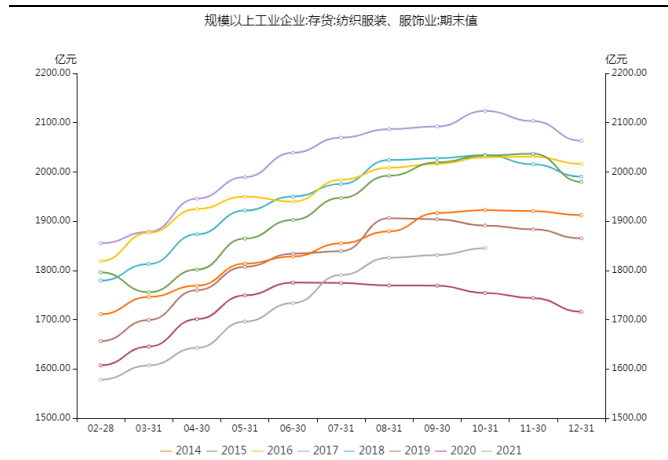
有年度，比 2019 年还低 45 亿元。由于统计数据基于名义值，考虑到今年物价上涨水平较高，实际库存缺口或高于名义值。

图 14：纺织业库存情况



资料来源：IFIND 长江期货

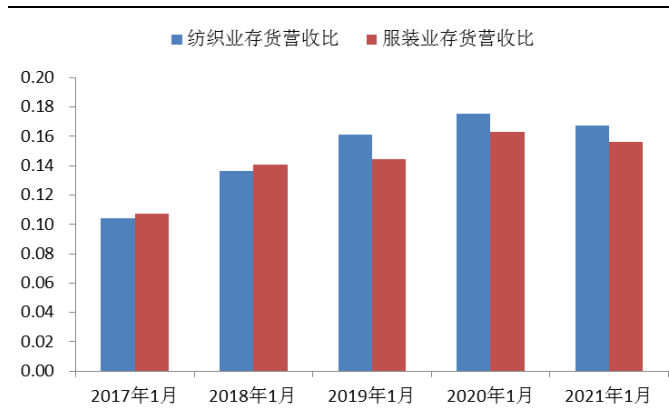
图 15：纺织服装业库存情况



资料来源：IFIND 长江期货

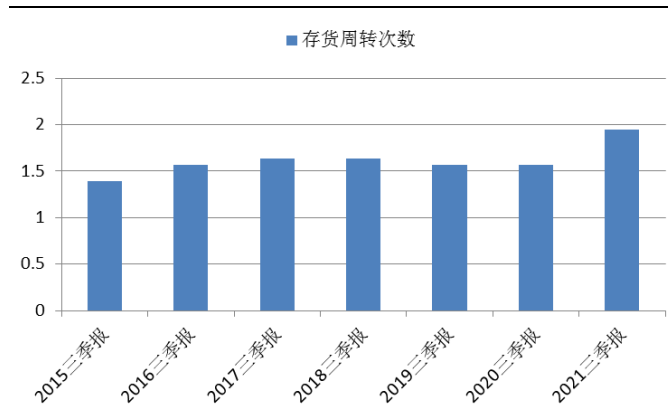
但是，从库存营收比看，因为今年内需消费较差，导致库存消费比处于近年高位。从上市公司的财报数据看，3 季度的库存周转次数还是在好转的，但一般上市企业都是竞争力较强的大型企业，整体运营情况肯定好于一般非上市企业。

图 14：库存营收比



资料来源：IFIND 长江期货

图 15：纺织业库存周转次数



资料来源：IFIND 长江期货

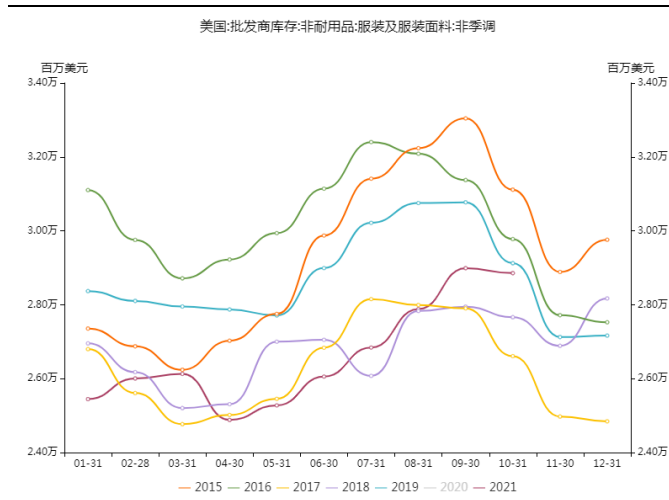
总体看，国内库存总量经过不库，但尚不高，不过如果内需不能恢复，可能导致再次去库存。

## 2、美国继续补库空间不大

从美国的数据看，今年纺织服装零售已经恢复至正常水平，纺织服装的库存还处于合理的位置，后期还有一定的补库存空间。美国批发商、零售商库销比均处于历史低位，纺织服装库存虽然今年有所回升，但也还有一定的恢复空间。根据德邦证券的测算，美国的纺织制品和服装制造的名义

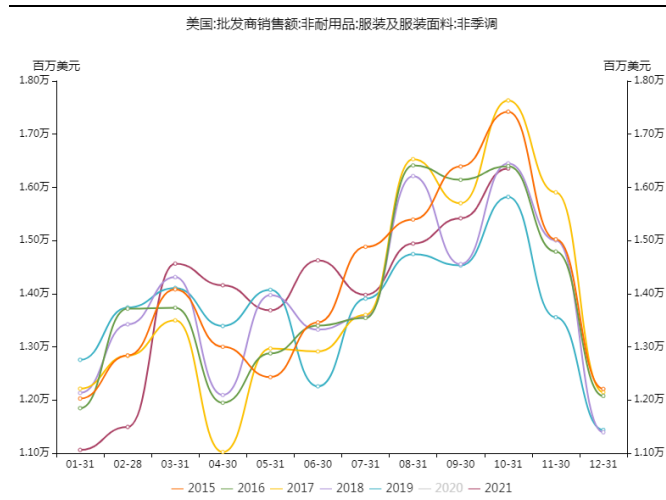
库存缺口合计为 7.01 亿美元。如果考虑实际值，补库空间略有空间。

图 16：美国批发商纺织服装库存



资料来源：IFIND 长江期货

图 17：美国纺织服装批发零售基本恢复



资料来源：IFIND 长江期货

#### （四）内需有望好转

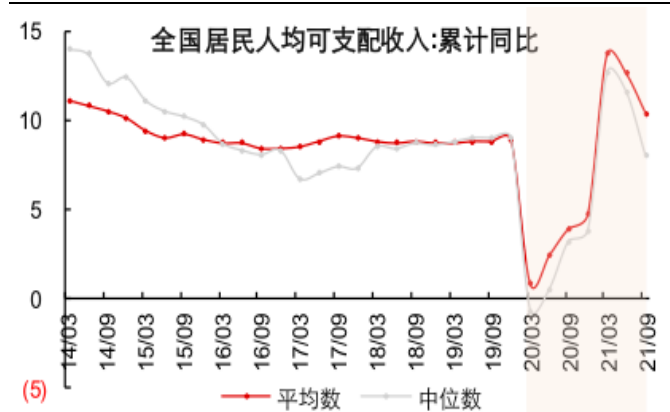
最近几年，由于经济增速放缓，内需较弱，而 2020 年以来的疫情变化，对内需也产生了较大的影响，特别是影响了低端消费。

疫后复苏阶段，全球都面临着 K 型复苏的困境，即大中型企业、高收入群体恢复快，小型企业、低收入群体恢复慢，我国也不例外。因此我们看到，虽然 2021 年 PMI 整体持续高景气扩张，但小企业却大部分月份在荣枯线下收缩。虽然居民收入整体持续回升，但中低收入群体收入改善缓慢。我们考察历史数据也会发现，中低收入群体收入快速增长的阶段，往往对应着限额以下消费快速提升的阶段，反之亦然，因此本轮限额以下消费恢复慢也不例外。

疫情对于中低收入人群所密集存在的餐饮旅游、服务业等传统行业冲击明显，而相对高收入的互联网、金融、医疗等新兴产业受影响相对有限；同时，资产价格上涨带动的财产性收入快速增长亦加大了高低收入人群间的收入差异，带来高收入人群更强收入韧性。统计局数据显示，全国居民人均可支配收入平均数增速自 2016 年开始大于中位数增速，意味着更高收入人群人均可支配收入更快速的提升，这一增速差距自 2020Q1 后扩大；同时，按全国居民五等份收入分组，2020 年偏低收入人群收入增速下降显著高于高收入人群，亦显示出高收入人群更强的收入韧性。

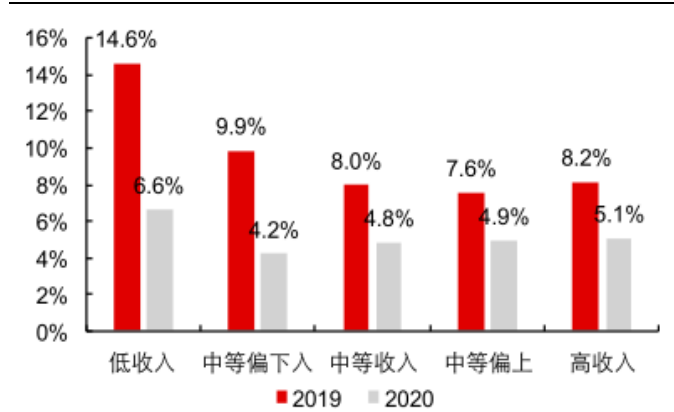
因此，我们从上市公司的报告也可以明显看出，中高端纺织服装消费表现良好，而中低档品牌则面临较大的困境。

图 18: 居民可支配收入平均数&gt;中位数增速



资料来源: IFIND 长江期货

图 19: 2020 年偏低收入人群收入增速下降显著高于高收入人群



资料来源: IFIND 长江期货

据长江证券统计的数据显示，疫情对不同消费品类的影响程度差异，以及不同消费人群的收入水平及收入韧性差异，导致不同细分子行业的恢复节奏表现存在差异；就纺织服装行业来看，表现出奢侈品>中高端>大众，家纺>服装>箱包。

表 4: 代表性纺织服装细分品类的典型公司业绩及市场行情表现一览

分类	公司名称	收入增速							21前三相较19前三		
		20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	收入增速	净利率变动 (pct)	2021股价涨跌幅
奢侈品	LVMH	-32%	-13%	13%	21%	86%	55%	12%			43%
	Kering	-30%	-12%	18%	17%	83%	53%	1%			19%
	爱马仕	-9%	-9%	29%	47%	94%	88%	23%			87%
中高端	比音勒芬	-22%	7%	28%	12%	45%	22%	14%	30%	3.3	56%
	报喜鸟	-16%	10%	20%	38%	54%	35%	12%	37%	5.3	57%
	地素时尚	-30%	10%	9%	38%	61%	20%	4%	19%	-0.7	2%
家纺	富安娜	-2%	1%	5%	6%	23%	16%	14%	19%	1.3	25%
	水星家纺	-20%	2%	1%	14%	49%	32%	12%	22%	1.5	23%
	罗莱生活	-22%	-3%	12%	13%	48%	19%	9%	18%	-0.5	19%
大众	森马服饰	-34%	-27%	-26%	-5%	21%	7%	-6%	5%	-8.2	-22%
	海澜之家	-37%	-8%	-7%	-15%	43%	9%	9%	-24%	-0.4	1%
箱包	开润股份	-10%	-33%	-29%	-37%	-16%	29%	12%	-4%	-3.4	-10%
	新秀丽	-28%	-77%	-65%	-56%	-41%	113%	71%	-19%	-0.5	24%

资料来源: IFIND 长江证券 长江期货

展望 2022，伴随疫情防控逐步常态化、疫苗接种率提升、特效药物研发推进等，受疫情冲击最为明显的餐饮旅游、服务业等有望逐步恢复，支撑出行产业链各子板块逐步复苏，中低收入人群的收入恢复弹性亦更大。同时，伴随今年以来反垄断、共同富裕等各项政策的陆续出台，亦有望逐步缩小贫富差距，带动中低收入人群消费力的逐步释放，相对利好大众消费领域。

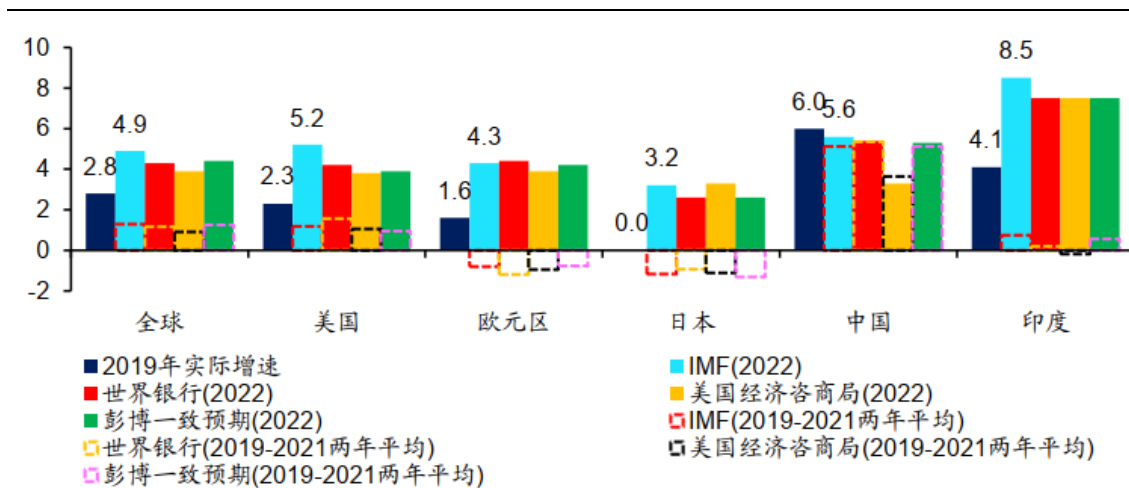
从逻辑上看，疫情影响明显降低的确定性非常大，而共同富裕的政策影响时限较长且不确定性较大，整体大众消费恢复的确定性比较强，是 2022 年最值得关注的焦点。

## （五）外需弱于今年

到目前为止，市场对明年经济的预测普遍比较乐观。在 2021 年反弹的基础上，主要机构预测 2022 年全球 GDP 增速在 3.9–4.9% 之间，远高于疫情前 2019 年 2.8% 的实际增速。以较为乐观的 IMF 预测为例，2021 年全球 GDP 增速预计为 5.9%，在这一反弹的基础上，2022 年增速仍可达 4.9%，较 2019 年高 2.1 个百分点，更是 2020 和 2021 两年年化增速 1.3% 的 3.8 倍。彭博一致预期稍低，但仍有 4.4%，较 2019 年高 1.6 个百分点。综合而言，在对主要国家增长的预测中，除中国之外，其他国家明年的增长显著好于过去两年年化增速的水平。

IMF、世界银行和 OECD 预测 2022 年全球实际出口增速（剔除了价格因素）均在 5% 以上，若考虑通胀因素，全球名义出口增速还会更高。此外，根据全球名义 GDP 和全球名义出口增速的相关性，在对 IMF、世界银行、OECD 和彭博一致预期的全球实际 GDP 增速和通胀进行调整后，2022 年全球名义出口增速中枢大约在 7.3% 至 8.5% 之间。

图 20：全球及主要经济体实际 GDP 增速预测



资料来源：广发证券 长江期货

从全球出口结构看，中国出口市场份额的增长主要来自发达经济体份额的下降，以及其他新兴市场经济体份额的停滞。中国占全球出口的份额从 2019 年底的 24.6% 上升至今年 9 月的 26.6%，同期发达国家份额从 54.9% 下降至 52.8%，新兴市场（除中国外）份额维持在 20.6% 左右，但 2020 年 6 月时一度跌至 17.2% 的水平。这进一步确认，到目前为止中国出口增长继续保持较快，既与发达国家国内生产不足有关，也和新兴市场出口放缓有关。预期 2022 年，即使全球贸易保持较好的状态，中国的占比也将明显降低。

从美国的纺织服装数据来看，目前消费总量回到 2018 年的位置，如果经济保持增长，或还有一定的增长空间，库存方面空间较小。以此类推，估计发达国家的纺织服装需要保持同类情况，整体



增长空间明显小于 2021 年。发展中国家的经济增长空间和疫情复苏空间大于发达国家，或许带来一定的期待。

虽然总量上看，我们认为经济增长带来的纺织品需求或不弱于 2021 年，但补库需求基本上在 2021 年已经体现，整体需求量或没有太大增量。而由于其他发展中国家的生产恢复，或挤占中国的外需。不过，东南亚的棉花需求也是需求，只影响消费地区结构，不影响总量。

## 四、行情展望

展望 2022 年，当前市场关注核心点是需求端会萎缩多少，以及供应端会增加多少，悲观的预期导致远期贴水现货市场 3000 元。供应端，全球产量会增加，但是能不能超过消费，存在较大的不确定性，未来的种植面积和天气情况需要持续关注；消费端，虽然来自全球建库存的需求在 2021 年基本走完，但刚性需求有望跟随全球经济复苏而稳定，而且来自中国的内需能否恢复值得期待。中国的国储何时轮入，以什么方式轮入，可能会到来市场的需求增量。对于新年度的棉价，全球的植棉成本也是一个考虑因素，肯定会大幅抬升，预期新疆成本会抬升 2000 元/吨左右。

市场比较担心出口需求减少，因为出口需求减少几乎是必定发生的，叠加很多的纺织企业投产新设备，预计纺织企业的内卷又要加重了，难以恢复过去的好利润。2021 年，看着纱线端做棉花的 EASY 行情在 2022 年难现。出口转移可能会带来内外价差的变化，也会考验管理层的决策能力，但我们认为对全球棉花价格的影响不大。

预期 2022 年的行情维持高位震荡走势，如果消费缩减的预期被证伪，价格有望再创新高，否则价格会回落到 18000 的区间。对比 2022 年的市场行情和 2021 年的市场行情，从投资的角度看，看涨的安全性下降很多，但接近 3000 元的期货贴水又给了我们很好的安全性。建议相关纺织企业采取现货随买随用，期货低位买入锁定成本的策略。

## 风险提示：

- 1、疫情继续对经济造成明显负面影响；
- 2、中国内需继续萎靡；
- 3、全球供应大幅增长；
- 4、美联储缩减债务和加息的负面影响；

## 风险提示

本报告仅供参考之用，不构成卖出或买入期货、期权合约或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享投资收益或者分担投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应当充分了解报告内容的局限性，结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及员工对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 免责声明

长江期货股份有限公司拥有期货投资咨询资格。长江期货系列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。本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告所载明日期的判断，本公司可随时修改，毋需提前通知，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司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，不代表对期货价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述期货的买卖出价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的交易机会不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，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、发布、引用或再次分发他人，或投入商业使用。如征得本公司同意引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长江期货股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

## 武汉总部

地址：湖北省武汉市武昌区中北路长城汇 T2 27 层

邮编：430000

电话：（027）65261325

网址：<http://www.cjfc.com.cn>