

中国储备棉复盘与展望：补库动力能否支撑棉市？

从 1999 年度起中国放开了棉花收购价格，以行政命令直接干预棉花价格的调控方式由此终结。2001 年 8 月，国务院 27 号文件提出了进一步深化棉花流通体制改革的思路，标志着中国棉花产业在计划经济体制下运行了 47 年后，真正迈入了市场经济。中国棉花市场定价权逐渐转移为由供应和需求主导。但 1999 年朱镕基总理针对棉花市场指出：“绝非彻底放开，更非撒手不管”。在对棉花价格研究过程中，市场也会关注政策性因素的干预，目前对国内棉花市场价格、供需的调控政策主要采取：1、棉花种植补贴；2、进口配额发放；3、棉花储备的轮入和轮出。

本文核心关注第三点，棉花储备。不同于前两点偏行政措施的调控手段，国储棉调控更偏市场化，对供需也起到更为直接的关系。国储棉经营管理者（中储棉公司）不同于市场上的经营者，通过对未来经营状况的判断和预期进行商品采购和销售。中储棉借助偏长周期的市场交易手段进行资源配置，起到稳定棉花市场价格，实现产业链上下游利益合理分配的作用。对于这样一个市场调控机器而言，收储和抛储本身是一种辩证统一关系，收储、抛储相辅相成。不过也因其庞大的经营交易体量，一定程度上对市场有着举足轻重的影响。

前世今生：国家棉花储备制度的变化

战略储备阶段：

建国初期国家棉花资源十分紧张，中国棉花、布制品一直供不应求。从 60 年代起我国就建立了棉花储备。为了备战备荒、调节丰歉、保证军需民用，国务院决定建设一批棉花储备库，有计划、有步骤地储备一部分棉花。按照中共中央提出的“靠山、分散、隐蔽、机动”原则，1965 年以后，在湖北、湖南、山西、陕西、四川、辽宁及河北等地建立了 92 个储备棉库，储存能力达 75 万吨。

这一阶段的国家棉花储备是在棉花资源严重不足的情况下，以压缩纺织工业生产和限量供应民用絮棉而储备，主要是为了备战备荒的特殊需要，不具有市场调控作用。

被动储存阶段：

1978 年十一届三中全会以后，家庭联产承包责任制的全面推开，使中国农民获得了很大的生产自主权，中国纺织业也开始了市场化改革和探索。20 世纪 80 年代初，中国棉花连续丰收，产地储棉量增大，占压场地和资金。而原有的储备库已经不能满足储备需求。1982-1985 年，国家储备棉安排在产地储存。当年收购的棉花平衡有余的部分转为国家储备。储备棉资金由国家财政拨款改为银行贷款，中央财政负担利息。另外 20 世纪 60 年代建设的储备库多半在山区，交通不便、运输困难。为了保证棉花储备期间的安全，80 年代以后，国务院又决定在交通方便的铁路沿线和棉花主产区建设了一批棉花储备中转库。随着改革开放不断深入，市场机制的作用逐渐增强，直到 1998 年度，中国政府主要通过行政干预的方式直接调控棉花价格。这一阶段国家棉花储备是在中国棉花生产大起大落，棉价暴涨暴跌的情况下，为解决棉花生产相对过剩而储备，是棉花市场波动的结果。

间接调控阶段：

从 1999 年度起中国放开了棉花收购价格，以行政命令直接干预棉花价格的调控方式由

此终结，国家棉花储备成为政府以经济杠杆间接调控棉花市场的重要手段之一。2001 年国家计委根据国务院要求，用预算内资金新建一批中央直属棉花储备库。项目总投资 7.5 亿元，库容 80 万吨。布局上建在铁路沿线、港口附近等交通运输便利及气候条件宜于储棉的地区，并提高了设计标准。这些中央直属棉花储备库都归 2003 年 3 月成立的中国储备棉管理总公司管理。当前阶段，政府根据棉花市场形势变化，运用国家棉花储备等手段相机调控市场。

辩证统一：新流通体制下储备棉库存周期演化

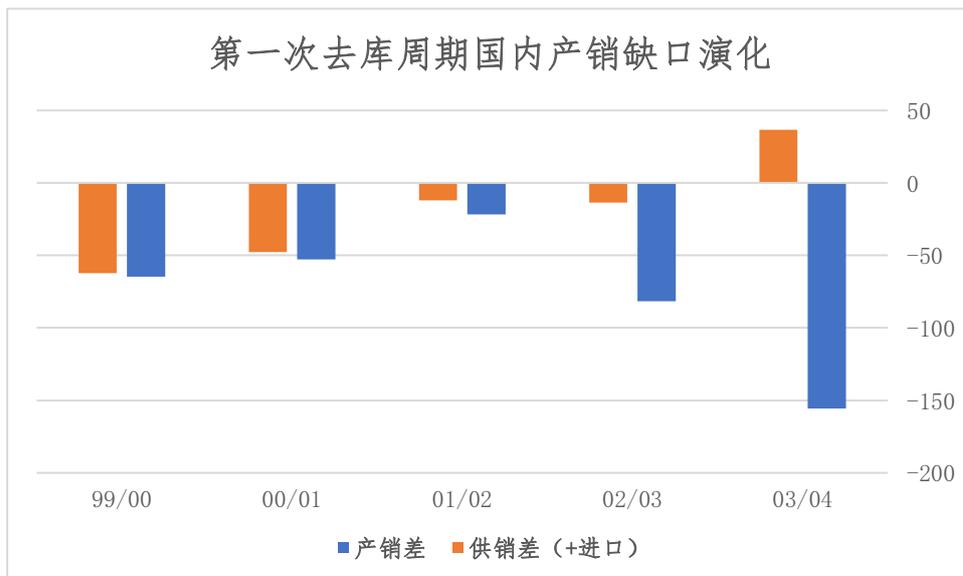
根据相关资料和过去数据进行整理，笔者对市场经济体制下的国家储备棉进行了三个库存周期划分。

表：公开数据下的国储棉库存周期鸟瞰（万吨）

时间	2000-2003	2004-2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
收储当季		43	30.1		153.48	134.45	0	211.55	618.32	617.94	145.79					3.7	33.46	
抛储	338	0	7.08	29.6		241.82	96.13		49.36	400.23	239.66	6.34	267.07	322.52	249.56	99.62	50.34	120.32
收储外储			30															
库存变化	-338	43	53.02	-29.6	153.48	107.37	-96.13	211.55	568.96	217.71	-93.87	-6.34	-267.07	-322.52	-249.56	-95.92	-16.88	-120.32
库存政策	净去库 (-338)		净补库 (+219.9)		净去库 (-203.5)		净补库 (+998.22)						净去库 (-1172.48)					

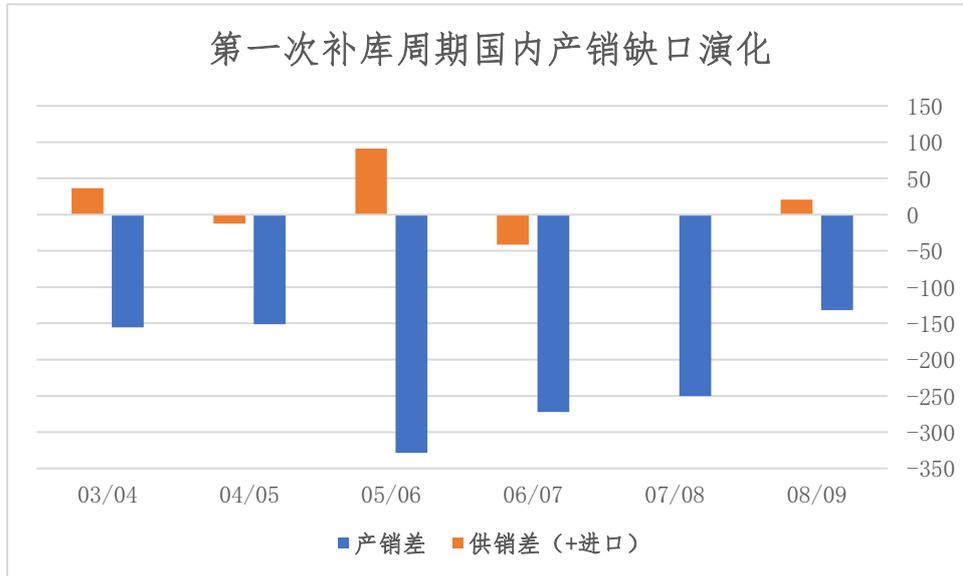
来源：中国棉花网，全国棉花交易市场，中信建投期货整理

第一次国储去库：新流通体制成立至 2003 年，国储抛储去库约 338 万吨。对应背景是旧体制下受 97 年金融危机影响，政府针对全球棉花供需偏弱，棉花库存积压的情况，下调新花收购价格，并放开棉花收购价格，导致 1999 年棉花种植面积大幅下降 17%，接近建国最低水平，然而 1999 年下半年全球纺织市场复苏，且中国入世后，国内棉花需求增加，产销缺口扩大。在 99-03 年中进口量不超过 100 万吨的情况下，国储棉承担了弥补缺口的重任，2000 年 4 月起国家有关部门通过充裕的储备棉影响国内市场棉花价格，截至 03 年底，累计抛储 338 万吨。不过在 2002 年，政府在判断供过于求的前提下，进一步加大抛储力度，但棉价走势难以令人满意，内外价格走强的同时，国内价格也远强于国际棉价。随后在当年 10 月 30 日突然停止抛储，加上天气因素导致的减产炒作，进一步带来国内市场棉花价格暴涨行情。内部资深人士认为，当时国家已经无棉可抛。

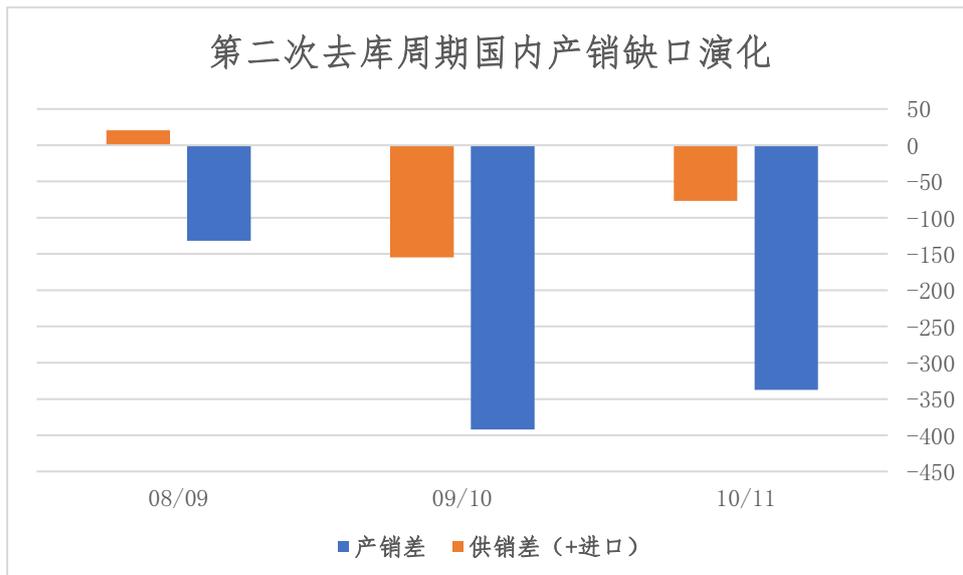


第一次国储补库：2004-2008 年。03/04 年度已经出现储备棉库存窘迫情况，国储库存补库需求迫在眉睫。一边缺乏国储弥补途径，另一边棉花受天气因素出现减产，03/04 年度开始，政府逐渐放开棉花进口量，当年中国进口棉花达到 192.29 万吨，同比增长 182.45%。

在 2004-2008 年这一时间段，尽管国内棉花产量有显著提高，甚至在 06-08 年连续两年产量上升，且均保持在 700 万吨以上，但国内纺织服装业保持高速发展，纺纱产能占据全球约 40%以上，国内棉花直接消费一度突破 1000 万吨，增产中的棉花供应仍无法满足纺企的需要，还面临国储补库的需求，进口棉继续扮演重要角色，这一时间段累计进口 1000 万吨以上，供需矛盾得以缓解，国储也借此加大收储国产棉，累计达到 219.9 万吨。

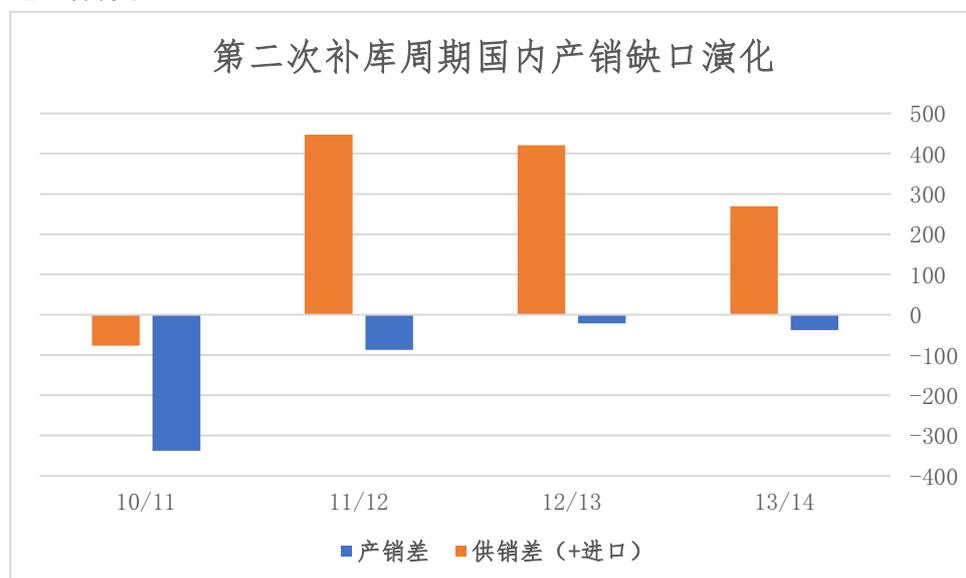


第二次国储去库：09-10 年，棉花 3 万点大行情在全球大危机之后爆发，累计抛储 203.5 万吨，几乎销售掉上一个补库周期的全部棉花，国储库存的窘境再次成为市场资金交易的关键。当时棉花种植产量仍受市场价格引导，在 08 年金融危机的冲击下，棉价在 08 年三季度大幅下跌，郑棉指数一度触及 10000 元关口，重创植棉意愿，09 年新棉收获面积同比下降 12.4%，产量下降约 12.8%，而棉花消费很快企稳增长，保持韧性，产销缺口增长 197.52%，接近 400 万吨。同时 2010 年棉花产量没有显著增长，产销缺口在 10/11 年度有所收窄，但仍维持在 337.47 万吨水平。除了进口量维持在年均 200 万吨的高水平之上，这一时间段国储也向市场销售 203.5 万吨，但进口需求和国储去化一定程度上助推了价格上涨之势。

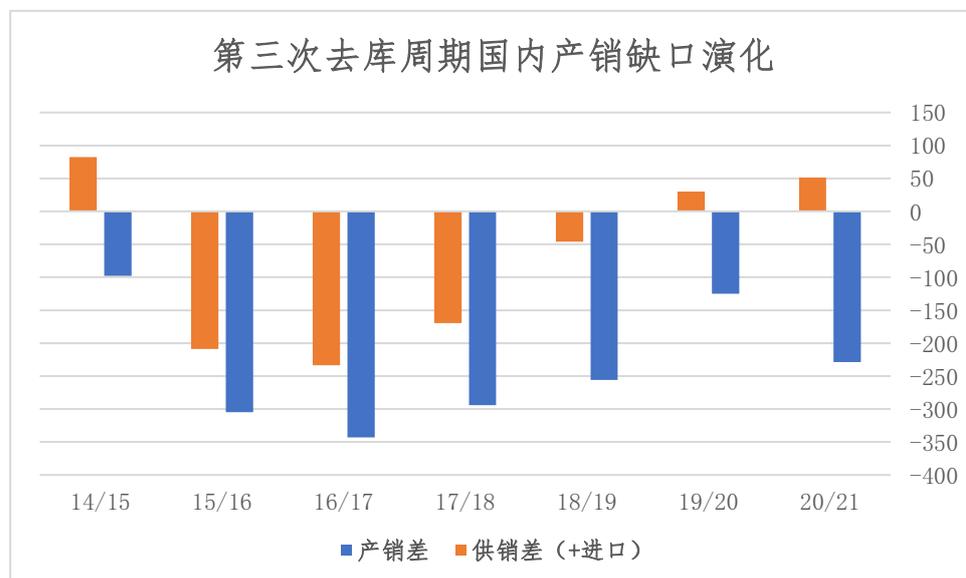


第二次国储补库：2011-2013 年，累计净收储 998.22 万吨。棉花高价刺激植棉面积的扩张，产量稳定波动，同时纺织行业陷入库存危机，棉花直接消费见顶回落并衰弱，产销缺口持续弱化，一度降低至 -21.77 万吨，追平 01/02 年度为 21 世纪最高水平。国储库存见底后收

储动力持续，为维持稳定的供需关系，进口端保持强放量，一度在 11/12 年度达到 534.14 万吨，11/12-13/14 年度累计进口 1284.18 万吨。这一时间段，内外价差高企，因国储刚性补库需求下，借助固定且高于市场成交的价格收储国产棉，市场需求则通过性价比更高的进口棉得以满足。



第三次国储去库：14 年至今，累计净抛储 1172.48 万吨。在国储棉有序投放下，产销矛盾得到有效缓解，对进口棉的依赖度显著降低，纺织产能外流形势得以稳定，国产棉纱迎来支撑，棉花直接消费有所好转。这一时期新疆直补政策落地，国内棉花种植重心向新疆转移，新疆棉农种植意愿趋于稳定。



再临拐点：补库动力能否支撑行情

截至到今年 11 月 30 日，2014 年至今累计净抛储 1172.48 万吨，已经高于 11-13 年度国储净收储 998.22 万吨，一方面说明国储政策仍具有一定调控力度：通过一些非公开操作，

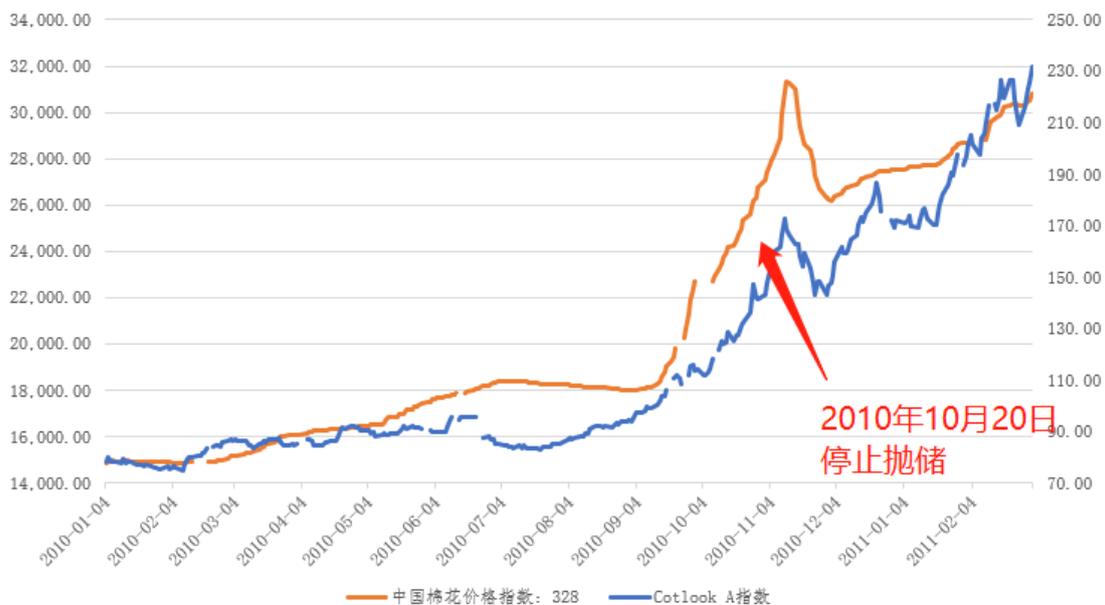
中储棉完成了对一定量外棉的收购。根据 USDA 相关报告，近三年 18-20 年收储了约 130 万吨左右外棉。另一方面，收储动作的出现也透露出本轮国储库存周期已经来到一定临界点，目前市场早已预期国家储备棉库存量已经降低至安全边际下方，对国储即将释放的补库动力等候多时。

在过去两个国储库存拐点（2003-2004 年，2010-2011 年），棉花价格走势如约上涨，其推动上涨行情动力之一在于市场投机者吃准了紧张的国储棉花无法进一步供应市场以调控价格。所以，未来行情将赋予国储棉花动向足够巨大的话语权，释放的动能会否重演上两个补库走势，带动价格上涨呢？

第一次国储库存拐点



第二次国储库存拐点



产量端层面来看，本次储备棉库存拐点面临的国内产量因素更为稳定。尽管同样面临种植

收益引致的改种和天气炒作，但在新疆棉花直补政策的延续性下，2021 年度全国棉农种植、产量和质量较为稳定，按照公检口径，新花产量同比有一定程度的降低，但降幅本身不大，目前落后去年同期约 2.41%，且仍高于前三年同期平均水平 2%以上，此外棉花质量较去年同期有了大幅增长。回顾 2003 年情况，虽然种植面积大幅增长，但因天气灾害频发，单产同比下降约 19.8%，导致总产量下降约 5.5%；同样在 2010 年，天气因素造成单产约 3.8% 的下降幅度，造成总产量约 4.7% 的下降幅度。

从消费端来看，本轮储备棉库存拐点时刻无法复制前两个库存拐点的高光时刻。尽管下游纺织产能在利润刺激下迎来新一轮扩张周期，但前期利润难以维持：1) 全球纺服消费复苏动力面临进一步的透支：结合对欧盟、中国和美国服装市场追踪，疫情后服装消费增速正在见顶。主流消费市场如欧盟，其服装供需矛盾并不大，价格指数涨幅落后于整体商品服务 CPI，服装进口量维持在正常区间内，疫情对欧盟服装消费的负面影响基本消除。中国市场首先恢复生活正常化，服装社零数据增速已经从高位回落，并在近两个月跌落至五年最低值下方，服装消费增长存在瓶颈。美国市场主要受供应链危机的影响，服装价格高企，进一步带来批发商提前性加单，进口量可能持续放量，补库采购速度将强于销售速度，库存指标在 9 月将转向累库。2) 纺织产能转移趋势不改，回流订单红利难以持续：近十年呈现出国内纺织产能向东南亚各国转移的趋势，是国内棉花消费持续走低的重要原因。一方面受制于国内生产成本的提高，劳动力成本不可逆的上升，棉花种植成本偏高以及对进口棉的关税管制，另一方面，消耗棉花的纺织产能本身具有显著的代加工性质，与转移趋势同时发生的，是国内逐渐降低对棉纱进口的门槛。

本轮纺织产能扩张所基于的利润增长，主要来自疫情后消费的整体复苏，以及东南亚产能受疫情冲击下，全球纺织品消费对中国供应链的依赖增强。而随着国际机构看弱未来宏观经济发展趋势，以及近期东南亚纺织产能快速恢复，越南连续三周加大对美棉采购。扩张的纺织产能可能面临未来订单不及预期的状况，国内棉花消费情况可能难重演前两个拐点的尚佳表现。

综上所述，笔者认为本轮国储库存拐点将以较平缓的方式完成过渡。一方面，当前基本面发展趋势不支持对国储棉的逼仓可能。在国内产销缺口有望进一步弱化的背景下，国储补缺口的压力将明显弱于此前两个国储库存周期拐点。尽管本身库存已经处于较低水平，但考虑到过去三年对外棉的采购，笔者预估当前国储库存仍剩余约 140 万吨左右。剔除质量偏低无法使用的棉花，能够很大程度弥补 21/22 年度供需缺口。另一方面，未雨绸缪，储备棉收储已经悄然进行。偏高的内外价差下，质优价廉的外棉成为首选，从上一个棉花市场年度以来，中国同时霸榜世界前两大棉花出口国的榜单，除了经营性企业外，国储收购可能是主要动力，但暂无公开数据可以高频验证这一观点。所以，在多变的市场面前，国储棉仍有以不变应万变的底气，当前市场内外价差依然维持高企的状态，存在国储再度出手做出调整的可能。