



## 成本和供应支撑减弱、消费情况较差，做空 CF205

### 棉花策略报告

2021-11-18

#### 摘要：

(1) 供应方面，11 月疆棉收购基本结束，成本端对棉价影响减弱；2021 年第二轮储备棉投放预计造成供应和政策两方面利空；美棉对中国签约装运量维持高位，收储预期或落空并削弱供应端价格支撑。(2) 需求方面，采购经理人指数下行，棉纺织行业景气度减弱；消费者信心指数重心下移，经济形势评价较悲观；高棉价下纱厂利润转负，难以继续支持目前的高棉价；终端方面，国内社会商品零售额实际增速下降，纺织类消费品内销情况较差；美国 CPI 历史高位，纺织海外需求也受抑制。(3) 目前棉花全产业链库存高位，继续补库动力不足。

总体而言，目前棉花价格上行支撑影响减弱而下行压力逐步显现。结合供需面和微观面情况，我们认为当前棉花价格水平下存在做空机会。

策略上：单边做空 CF205 合约，目标价位 18000 元/吨。

风险因素：(1) 注册仓单紧张问题难以解决；(2) 国储补库。

(1) 疆棉收购结束对棉价影响减弱；第二轮抛储预计造成供应和政策两方面利空。(2) 棉纺织行业景气度减弱；经济形势评价较悲观；高棉价下纱厂利润转负，难以继续支持目前的高棉价；(3) 棉花全产业链库存高位，继续补库动力不足。

兴业期货研究咨询部

软商品

杨帆

0755-33321431

[yangf@cifutures.com.cn](mailto:yangf@cifutures.com.cn)

葛子远

021-80220137

[gezy@cifutures.com.cn](mailto:gezy@cifutures.com.cn)

更多资讯内容

请关注本司网站

[www.cifutures.com.cn](http://www.cifutures.com.cn)

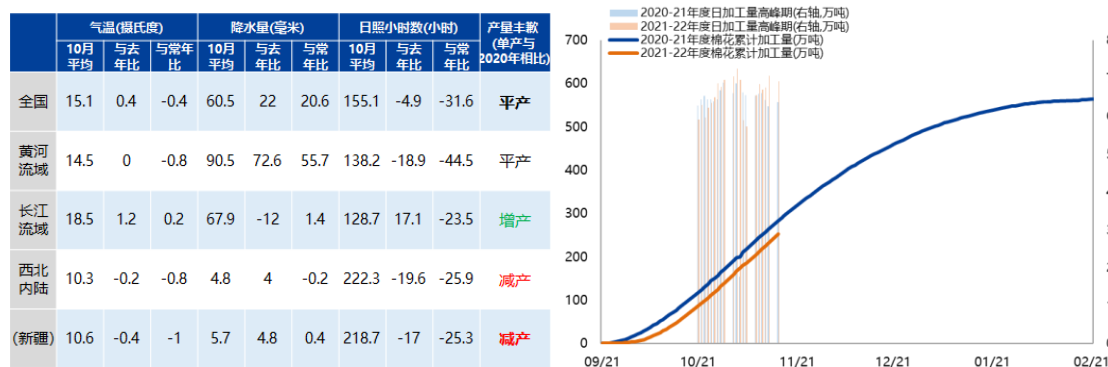


## 1、成本和供应端对棉价支撑影响减弱

**11 月疆棉收购基本结束，成本端对棉价影响减弱。**棉花播种至 10 月末，全国棉区综合气候适宜指数为较适宜，与 2020 年相比，全国棉花平均单产趋势为平产年。11 月各地棉花进入收获扫尾阶段，新疆棉区大部气象条件总体利于棉花吐絮和采收。新疆棉花种植期内综合气候适宜指数为较适宜，但与 2020 年相比，西北内陆区棉花平均单产趋势仍为减产年。据全国棉花交易市场数据统计，截止到 2021 年 11 月 16 日，新疆地区皮棉累计加工总量 259.9 万吨，同比减幅 10%。其中，自治区皮棉加工量 149.07 万吨，同比减幅 14%；兵团皮棉加工量 110.82 万吨，同比减幅 5%。目前 2021-22 年度国内新棉收购基本结束，籽棉收购价波动减弱，且加工进度也已过半，新棉成本基本稳定，对棉价影响减弱。

表 1 2021-22 年度全国棉花总产量相对稳定

图 1 新棉收购基本结束，加工进度过半



数据来源：中国棉花信息网、全国棉花交易市场、兴业期货研发部

**2021 年第二轮储备棉投放预计造成供应和政策两方面利空。**2021 年 11 月 10 日开始，国储将投放总量为 60 万吨每日投放量，与年内首批投放相比，此次抛储细节有所变化：1) 投放时间并未标明截止日期；2) 在通知中表示可能根据市场形势进一步增加中央储备棉投放；3) 首批中其余储备棉的措辞进一步明确为“新疆及进口储备棉”。此次投放体现了与之前截然不同的稳市场增供应的决心，同时新增 2019 年的新疆棉和进口棉，相比首批投放的陈棉质量提高，将会推迟下游接新棉的时间，对市场需求形成结构性补充。从政策信号和供应增加两方面角度来看，新棉价格可能受到明显冲击。截止 11 月 17 日，储备棉投放销售资源 20022.21 吨，实际成交 16428.48 吨，成交率 82.05%。相比 10 月中下旬 30%-40% 的成交率，11 月以来储备棉投放成交较多，且第二轮储备棉投放成交价格相对稳定。

图 2 11 月以来储备棉投放成交较多

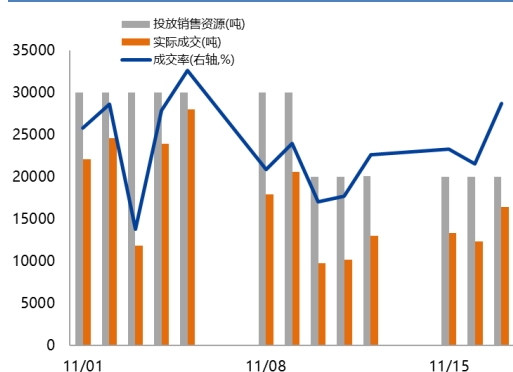
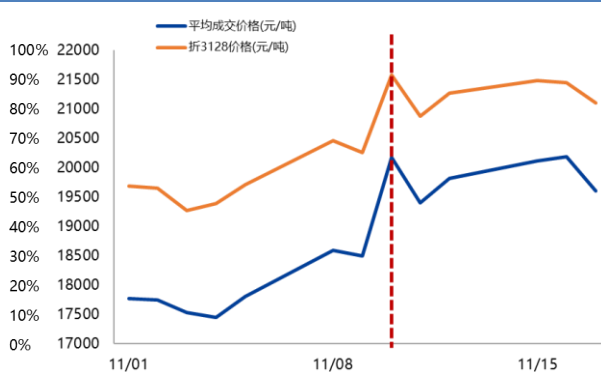


图 3 第二轮储备棉投放价格相对稳定



数据来源：中国棉花信息网、兴业期货研发部

**美棉采摘进度加快，消除苗情不利影响。**此前数月美国新年度棉花受不利天气影响，现蕾率、结絮率、吐絮率相比往年均不同程度落后，市场曾预计美国新棉上市偏慢并造成供应紧张。但据美国农业部统计，至 11 月 15 日全美采摘进度 65%，落后去年同期 3%，但小幅领先近五年均值。美国新棉实际供应量较往年历史同期未出现明显偏差，对 ICE2 号棉价格支撑难以延续，并可能传导至郑棉市场。

**美棉对中国签约装运量维持高位，收储预期或落空并削弱供应端价格支撑。**美国棉花出口周报数据显示，截止 11 月 4 日当周，中国对本年度美国陆地棉净签约量 17872 吨，较前一周增加 76%；装运 8323 吨，较前一周减少 40%。过去 2 个月，中国在美棉出口中占比较高，净签约量占比平均在 56.16%，随着 11 月 17 日会谈后中美经贸关系缓和，中国可能将继续加大美棉进口力度。进口棉数量的增长或将弥补国储库存量，使市场此前抛储后收储的预期落空，进一步削弱供应端价格支撑。

图 4 美棉采摘进度加快

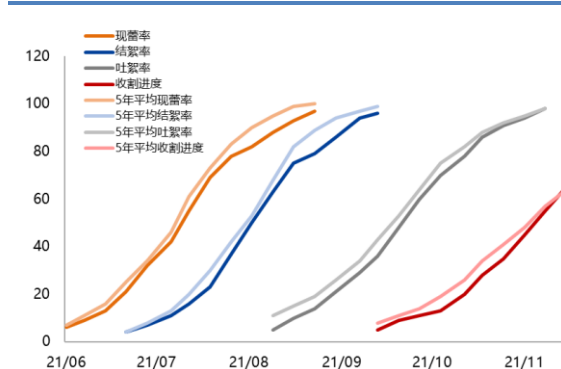


表 2 美棉对中装运占比较高，预计进口增加

2021/22年度陆地棉	中国		美国总计	
	净签约量	装运量	净签约量	装运量
2021年11月4日	17872	8323	29030	19935
2021年10月28日	10160	13857	31547	32182
2021年10月21日	42479	1928	81828	14379
2021年10月14日	61870	10523	88859	26626
2021年10月7日	4105	5216	33271	21591
2021年9月30日	39576	6985	55928	28372
2021年9月23日	95663	8165	129591	37172
2021年9月16日	51528	7416	78313	40098
2021年9月9日	41708	19641	64592	53864
2021年9月2日	60577	6600	102739	35221

数据来源：USDA、兴业期货研发部

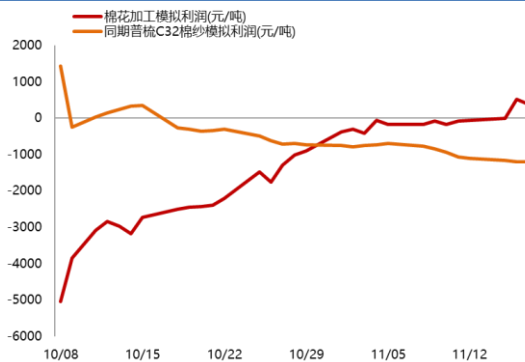
## 2、消费预期和消费现状不利造成棉价下行压力

**高棉价下纱厂利润转负，难以负担新棉成本。**随着疫情后纺织服装产业的全面复苏，去年12月起棉纺纱企业就进入了高利润周期，普梳32支的理论利润基本都在2000元/吨以上，处于近年来的高位。但从10月至今棉花加工环节和纺纱环节的利润结构看，随着新棉上市成本的上升和下游需求的转差，棉花加工环节流入了较多利润并转为正值，棉纱环节流出利润，各品种利润情况反转。随着纺纱厂前期低价原料的消耗，原料成本逐步抬升，棉纱利润有可能继续下降。总体而言，在当前纱线各品种利润情况已然转为负值的情况下，产业链中下游恐难以继续支持目前的高棉价。

图5 棉纱模拟利润转为负值



图6 10月至今棉花加工和棉纱环节利润结构



数据来源：Wind、兴业期货研发部

表3 10月至今棉花加工和棉纱环节利润结构

	2021/10/8	2021/10/15	2021/10/22	2021/10/29	2021/11/5	2021/11/12	2021/11/17
1000元加工费下皮棉加工成本(元/吨)	25191	24724	24932	23792	23284	23222	22715
棉花加工模拟利润(元/吨)	-5043	-2739	-2214	-908	-170	-55	388
同期普梳C32棉纱模拟利润(元/吨)	1435	350	-306	-731	-695	-1110	-1206
同期精梳J40棉纱模拟利润(元/吨)	-997	-1584	-2356	-2664	-2621	-3106	-3220

数据来源：Wind、兴业期货研发部

**国内社会商品零售额实际增速下降，纺织类消费品内销情况较差。**截止 2021 年 10 月，商品零售额同比增长 4.9%，增速比上月加快 0.5 个百分点；但扣除通货膨胀因素来看，社会商品零售额实际增速总体呈下降趋势，增速比上月放缓 0.6 个百分点。其中，服装鞋帽针织品类商品零售额累计同比增速为 17.4%，网上“穿”类商品零售额累计同比增速为 14.1%，均从 2021 年初高点持续下降，纺织类消费品整体内销情况较差。

**美国 CPI 历史高位，纺织海外需求受抑制。**截止 2021 年 10 月，美国消费者物价指数（CPI）上升至 6.2%，达 31 年新高；核心消费者物价指数上升至 4.4%，服装类消费者物价指数升至 4.3%。而截至 2021 年 9 月，美国人均可支配收入降至 53923 美元。美国物价上涨幅度与人均可支配收入变动不匹配，无疑将影响居民消费能力，对包括进口纺织品在内的商品消费支出形成抑制。

图 7 社会消费品零售总额实际增速下降

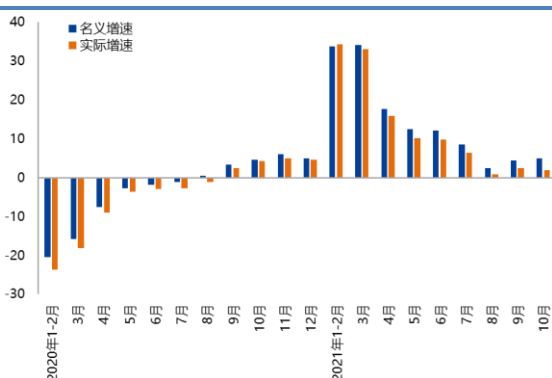
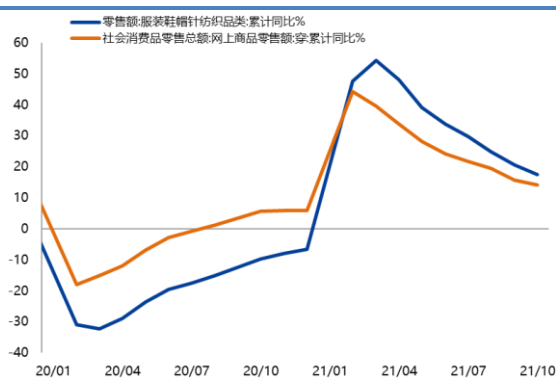


图 8 纺织类商品零售额累计同比增速持续下降



数据来源：国家统计局、兴业期货研发部

图 9 美国仍为我国第一大纺织出口地

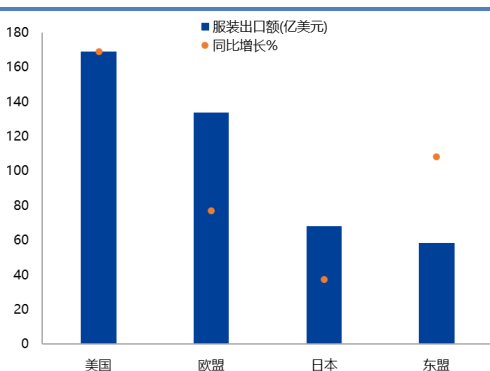
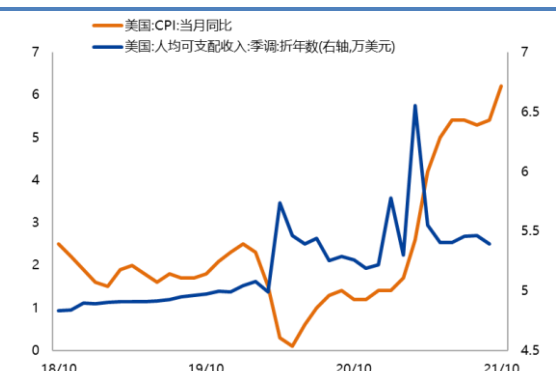


图 10 美国 CPI 历史高位抑制消费



数据来源：美国商务部、兴业期货研发部

**采购经理人指数下行，棉纺织行业景气度减弱。**据国家统计局 10 月 31 日数据，2021

年 10 月中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 49.2%，比上月下降 0.4 个百分点，继续低于临界点，制造业景气度有所减弱。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数、原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均低于临界点。制造业整体生产活动放缓。

棉花方面，截止 2021 年 10 月，棉纺织行业采购经理人指数降至 36.06，分项指标新订单、生产量、开机率 PMI 均降至 40 以下，连续 3 月下降并与 2020 年疫情期间的低位水平相仿。目前国内疫情防控形势依然严峻复杂，消费市场复苏仍面临不确定因素，同时在能耗双控政策、国际大宗商品价格高位运行、国民经济转型调整压力等因素冲击下，棉纺织行业景气度大幅减弱，棉价下行压力显现。

**消费者信心指数处于下行通道，经济形势评价较悲观。**截止 2021 年 9 月，我国消费者信心指数为 121.2，分项指标消费意愿指数为 110.2，环比相对提高。但从 2021 年 2 月消费者信心指数达到 127 的峰值开始，该指标重心整体逐步下移，反映消费者对今年经济形势评价相对悲观、信心较弱。美国方面，2021 年 11 月密歇根大学消费者信心指数为 77，相比 2 月 101 的高点大幅下降，在美国高通胀背景下，美国家庭对经济实力、金融变化的评估情况亦较为悲观。

图 11 中国制造业采购经理指数下行

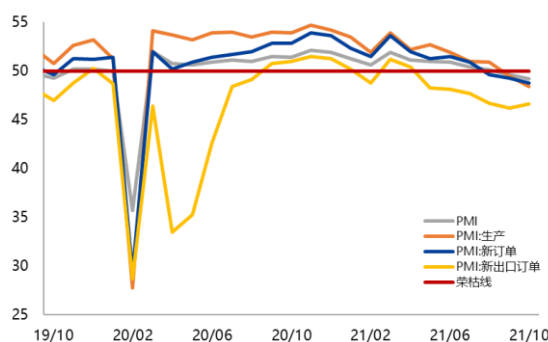
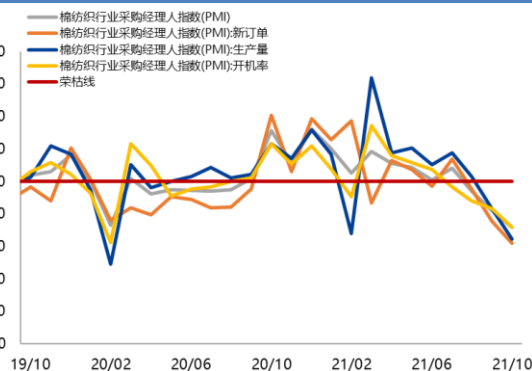


图 12 棉纺织行业 PMI 各指标降至 40 以下



数据来源：国家统计局、中国棉纺织行业协会、兴业期货研发部

图 13 我国消费者信心指数处于下行通道

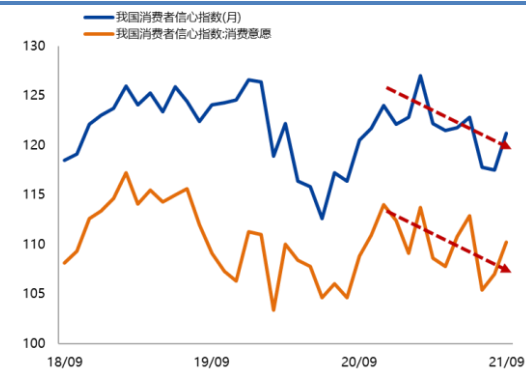


图 14 美国消费者信心指数降至 10 年低位

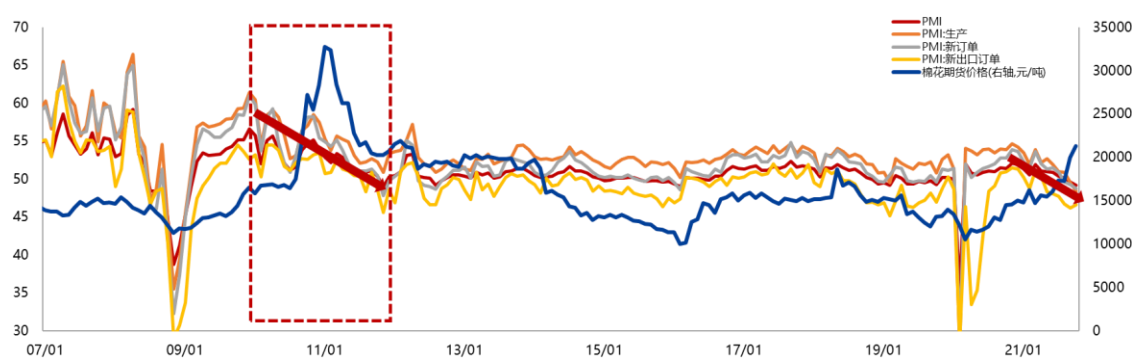


数据来源：国家统计局、密歇根大学、兴业期货研发部

**当前需求状况与 2011 年棉花暴跌时期类似，棉花后市出现趋势性下跌的可能性较大。**

从 2007-2021 年棉花价格走势和 PMI 数据对比图中可以看到，2008 年金融危机和 2020 年初新冠疫情，分别使 2009 年 1 月和 2020 年 2 月的 PMI 跌至 30 点附近，而接下来的几个月在经济复苏作用下，PMI 和棉价均走出上行趋势。2011 年 2 月国内棉价从高点近 35000 元/吨快速下跌，直到 9 月份才止跌企稳，跌幅超过 40%。主要原因在于：1) 纺织行业和终端消费无法负担高额成本。2) 全球经济复苏乏力，欧美债务问题频出。3) 棉价下跌引发流通环节棉花资源抛售。结合前文分析，我们认为当前棉花处境与 2010-2011 年期间相比同样面临中下游无法负担高成本、全球经济复苏乏力的问题。因此在这个角度上，对后市棉花出现趋势性下跌的预测有了较大依据。

图 15 2011 和 2021 年棉花价格走势和经济形势类似



数据来源：Wind、兴业期货研发部

### 3、全产业链库存高位，继续补库动力不足

**棉花工业和商业库存均处于相对高位。**截止 2021 年 10 月，棉花工业库存 84.45 万吨，环比小幅下降 6.97 万吨，但同比增加 12.33 万吨，处于 2015 年以来的相对高位。同时，截止 2021 年 10 月，棉花商业库存 283.64 万吨，相比 2020 年同期的 319.20 万吨下降 11.14%，但仍略高于近 5 年平均水平，处于近 5 年同期区间的相对高位。与 2010-2011



年棉价巨幅波动时期相比，目前棉花工业库存也接近历史高位，对棉花产业链中游纺纱厂形成较大压力。

图 16 棉花工业库存处于近 5 年高位

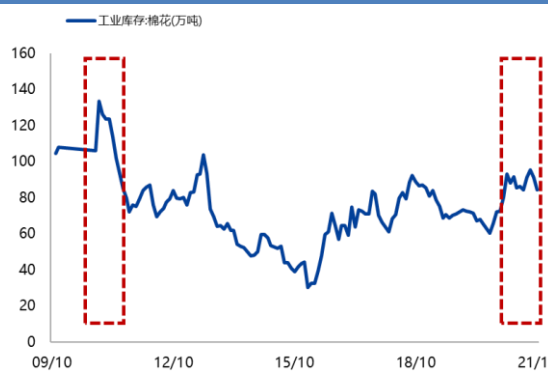
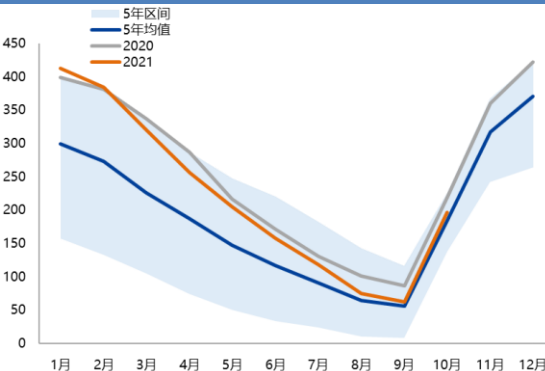


图 17 棉花商业库存略高于 5 年平均水平



数据来源：Wind、兴业期货研发部

**产成品库存亦处于高位，继续补库动力不足，棉价下行压力明显。**截止 2021 年 10 月，纱线和坯布库存天数分别为 21.67 天和 28.04 天。自 2021 年下半年以来，纱线和坯布库存快速累积，已从低位的 8-9 天库存水平翻倍上升。截止 2021 年 9 月，国内规模以上纺织工业企业产成品存货为 980.3 亿元，同比增加 4.2%，并处于季节性高位。结合下半年棉价波动和需求消费情况，可以是目前中下游库存仍处于被动累库阶段；在上文棉花中下游产业链难以负担高棉花成本、宏观经济影响下消费情况较差的分析前提下，我们认为棉花中下游产业链继续补库的动力不足，并且有可能转向主动去库阶段，对棉花价格造成明显下行压力。

图 18 2021 年下半年纱线和坯布库存天数快速上升

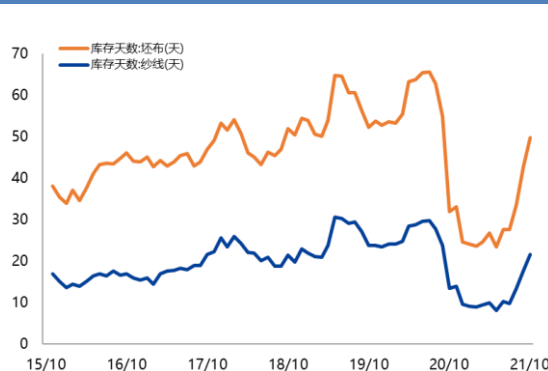
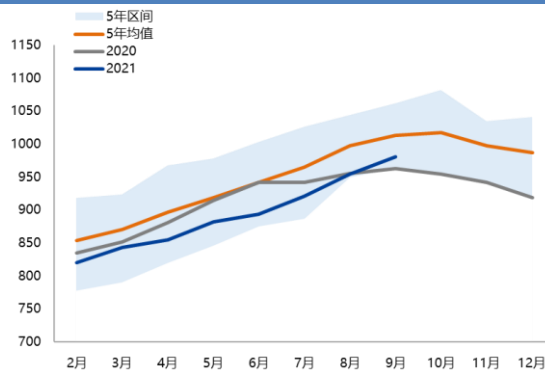


图 19 终端产成品存货处于季节性高位



数据来源：Wind、兴业期货研发部

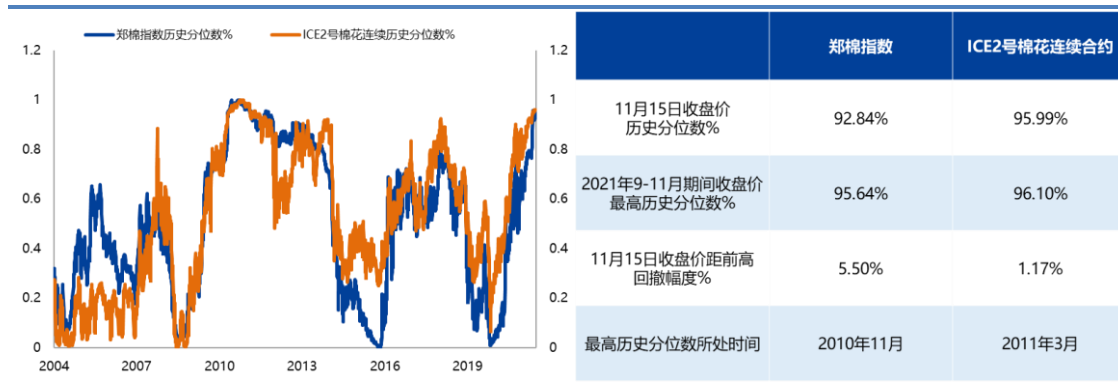
#### 4、期棉价格处于历史高位，市场看涨情绪下降

内外棉期货价格处于历史高位，风险水平也相对抬高。目前棉价仅低于 2010 年末至 2011 年初期间的棉价水平。截止 2021 年 11 月 15 日，郑棉指数收盘价历史分位水平为

92.84%，ICE2 号棉花连续合约收盘价历史分位水平为 95.99%；相比内外棉最近 2 月的最高历史分位数 95.64%和 96.10%，回调幅度相对较小，因此价格风险水平也仍处于相对较高位置。

图 20 期棉价格处于历史高位

表 4 内外棉价历史分位高点对比

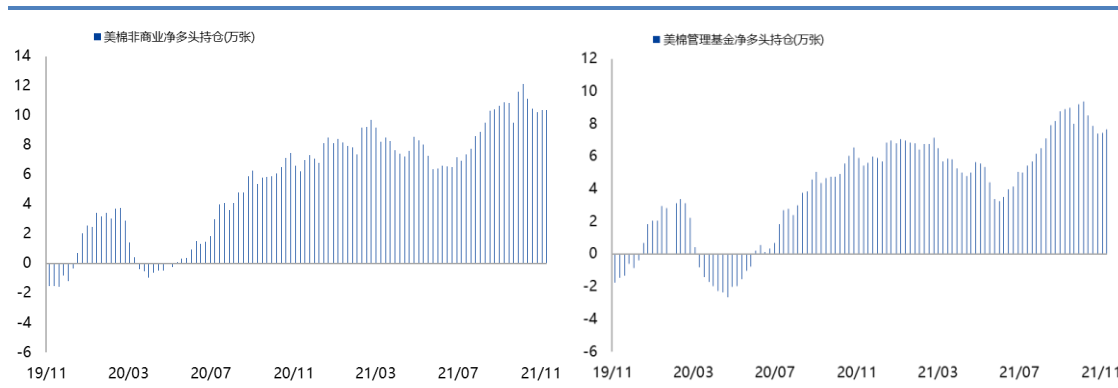


数据来源：Wind、兴业期货研发部

**美棉投机净多持仓高位回落，市场看涨情绪下降。**美国 ICE2 号棉花的非商业投资者主要包括投资基金、注册商品交易顾问以及掉期交易商等，承担相应的头寸暴露风险来获得收益，其净多持仓可以基本反映市场情绪变化。截止 11 月 9 日当周，美棉非商业净多持仓 10.35 万张，相比前期高点下降 1.77 万张；其中基金净多持仓 7.64 万张，从峰值下降 1.72 万张。美国棉花市场看涨情绪下降，可能传导至国内棉花市场并对价格走势形成阻力。

图 21 美棉非商业净多持仓连续数周回落

图 22 美棉基金净多持仓趋势性下降



数据来源：CBOT、兴业期货研发部

## 5、策略建议：单边做空 CF205 合约

供应方面，11 月疆棉收购基本结束，成本端对棉价影响减弱；2021 年第二轮储备棉投放预计造成供应和政策两方面利空；美棉对中国签约装运量维持高位，收储预期或落空并削弱供应端价格支撑。需求方面，采购经理人指数下行，棉纺织行业景气度减弱；消费者信心指数重心下移，经济形势评价较悲观；高棉价下纱厂利润转负，难以继续支持目前的高棉价；



终端方面，国内社会商品零售额实际增速下降，纺织类消费品内销情况较差；美国 CPI 历史高位，纺织海外需求也受抑制。同时目前棉花全产业链库存高位，继续补库动力不足。总体而言，目前棉花上行支撑影响减弱而下行压力逐步显现。结合供需面和微观面情况，我们认为当前棉花价格水平下存在做空机会。

策略上：单边做空 CF205 合约，目标价位 18000 元/吨。

风险因素：（1）注册仓单紧张问题难以解决；（2）国储补库。

## 免责声明

负责本研究报告内容的期货分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，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并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何形式的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为兴业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司总部及分支机构

总部地址：浙江省宁波市中山东路 796 号东航大厦 11 楼 邮编：315040

上海市浦东新区银城中路 167 号兴业银行大厦 11 楼

联系电话：0574-87716560/021-80220211