

研究报告

年度视野：郑棉

矛盾重重风云莫测，供需利好高价难撑

广州期货 研究中心

联系电话：020-22139813

摘要：

- 行情回顾：2021年，随着疫苗的推进，国际经济生产活动逐步恢复正常。商品需求反弹以及商品牛市成为促使2021年棉花价格重心不断上移的逻辑主线。
- 国内供应：2021年全国植棉面积4202.4万亩，同比下降3.7%，总产575.5万吨，同比下降3.7%。2021年储备棉投放总量91.2万吨，成交量57.24万吨，成交比例63%。截至2021年11月，工商业库存合计540.18万吨，高于2020年同期10.34万吨。但2021.9-10月的进口量仅为13万吨，大幅少于过往3年。
- 国内需求：截止2021年11月，纱线库存为25.36天天，坯布库存为31.89天，皆为十余年来历史最高位。纺织利润进入了较长时间的负值。棉纺PMI连续4个月低于50荣枯线。
- 其他：短期内人类不具备在全球范围内彻底清除新冠的条件。因此，在2022年疫情依然是影响棉价的重要因素之一；考虑2020年各国央行尤其是美联储疯狂的印钞，加上各国物资生产受疫情影响迟迟不能恢复正常，2022年通胀压力依然极大；政策上2022年中美将会是双周期运行，国内的关注点不在于货币财政政策而在于双碳战略，国际则是美国的Taper实施速度和落地情况；极高的集装箱和船运费将在2022年里继续粉墨登场，成为供应链中重要的一环。
- 国际供需：2021/22年度全球棉花总产2432.1万吨，全球消费量2632.8万吨，全球期末库存1928.6万吨，国际库存消费比68.99%，同比减少4.26%，处于历史均值附近。美国：2021/22年度产量预期398.1万吨，出口预期337.5万吨，期末库存预期74.0万吨，库存消费比18.88%，同比回升2.09%。
- 行情展望：2021/22年度棉花产业供需继续向好，库存消费比也依然在降低，然而这并不代表棉价接下来的驱动一定是继续向上的。极高的新棉成本为轧花厂、贸易商和纺织厂的经营都带来巨大的挑战，高价在产业链中的传导困难重重。而明年更高的种植成本可能将在2022年收获季时引发更激烈的价格波动和博弈。2022年的宏观情况也较2021更为复杂，至少没有像2021年时那样能够达成商品牛市的共识。尽管更高通胀的压力预期依然存在，但货币财政政策的转向，以及经济周期从过热向萧条转变，并带来消费大幅萎缩的预期同样可能给商品市场带来黑天鹅。疫情下的供应链物流，后疫情时代的中美以及更多的国际关系，都是市场莫测的风险点。

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】1497号

联系信息

分析师：谢紫琪

期货从业资格：F3032560

投资咨询资格：Z0014338

邮箱：xie.ziqi@gzf2010.com.cn

相关图表-郑棉主连月度行情



相关报告

- 2021.11.12 《病产质双增难抵囚徒困境，预期兑现高价如何传导？》 广州期货官网
- 2021.12.2 《病毒变异市场恐慌践踏，郑棉提前进入下跌寒冬》 广州期货官网
- 2021.12.12 《报告虽然利好，警惕中美冲突》 广州期货官网

目录

一、棉花行情回顾.....	1
二、2021/22 年供给端分析.....	1
(一) 成本和产量.....	1
(二) 储备棉政策.....	3
(三) 工商业库存.....	4
(四) 棉花进口.....	4
三、2021/22 年需求端概述.....	5
(一) 中下游库存情况.....	5
(二) 纺织利润和棉纺 PMI.....	5
(三) 纺服出口表现.....	6
四、宏观环境.....	6
(一) 疫情.....	6
(二) 通胀.....	7
(三) 宏观政策.....	7
(四) 物流.....	8
五、2021/22 年国际棉花市场.....	8
(一) 国际供需平衡表概述.....	8
(二) 美国棉花供需平衡表概述.....	9
(三) 印度棉花供需平衡表概述.....	10
六、行情展望.....	11
免责声明.....	13
研究中心简介.....	13
广州期货业务单元一览.....	15

一、棉花行情回顾

2021年，随着疫苗的推进，国际经济生产活动逐步恢复正常。商品需求反弹以及商品牛市成为促使2021年棉花价格重心不断上移的逻辑主线。年初1月13日，美国表态对新疆兵团棉花及其制品限制进口，棉花从15300元/吨小幅回落至14800元/吨附近。春节前后，大宗商品掀起首轮涨势，棉花从成本线跃升至17000元/吨。2月末至3月底，国内收紧银根、抛储预期和新疆棉事件三大利空来袭，棉花出现了年内最大回调，最低探至14285元/吨。随着新种植季开启，种植面积的缩减和天气升水促使棉花价格反弹，郑棉在15200-16400区间内波段震荡。由于国际物流运输受疫情影响延长，秋冬季订单提前降临，7、8月份淡季不淡，叠加极低的中下游企业库存，棉花价格再上一台阶，尽管有60万吨储备棉的额外补充，价格波动区间仍升至17000-18500元/吨。9月末新棉收购开启，大幅抬高的种植成本增长了棉农的惜售情绪，显著过剩的轧花厂产能使籽棉价格在抢收中飞速上涨，棉价一举突破18年峰值，于10月18日升至10年来最高位22960元/吨。在此过程中，棉花近远价差逐渐倒挂，形成了近强远弱，且倒挂幅度越来越大的价差结构，棉花波动率也创下了历史峰值。随后，行情在相关部门频频表态将调控物价，以及出台了延期抛储等政策后冷却，棉价陷入长达1个半月的窄幅震荡。中下游纺服企业难以接受骤涨30%的原料价格，消费萎缩。变异的新冠疫情成为引爆消费端利空的导火索，棉价回吐因抢收造成的过半涨幅。

图表1：郑棉行情



数据来源：文华财经

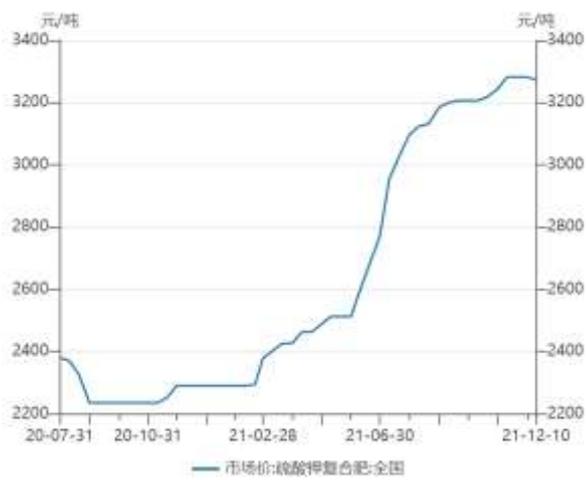
二、2021/22年供给端分析

(一) 成本和产量

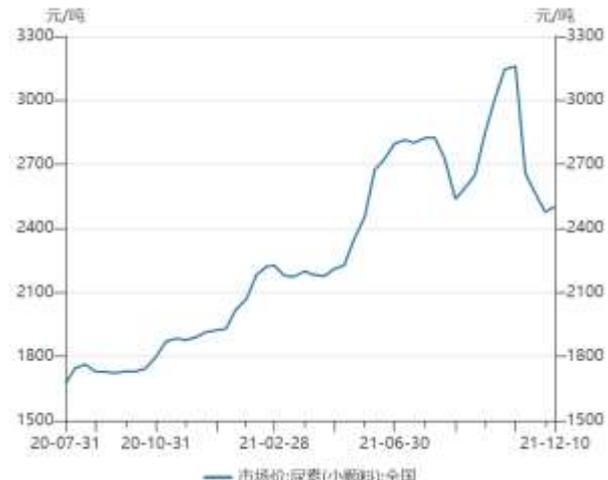
2020/21年度的新棉成本是过去十年来的最高值，主要来源于种植成本的上涨和轧花厂抢收带来的溢价。上涨的种植成本分3部分，土地承包费用，农资物品包括化肥农药，以及水电操作费。南疆的土地承包费用从700-1000元/亩上涨到900-1200元/亩，北疆土地承包费用从900-1300元/亩上涨到1100-1500元/亩，平均上涨200-300元/亩。化肥农药等农资物品涨幅则更为明显。根据Wind数据，截至2021年11月底，硫酸钾复合肥年度涨幅

为43.34%，尿素年度涨幅为28.36%，农药草甘膦年度涨幅为178.74%。水电费的上涨则和国内能源价格相关，由于相关部门管控，能源价格已经出现了明显回落。综合计算的话，2021年棉花的种植成本上浮了约20%-30%，并全部反映在了新棉成本中。令人十分担忧的是，2022年的土地承包费用似乎有继续涨价的趋势，且年末时的农资物品价格较种植期继续上涨，这意味着除非土地承包费和农资物品后期价格反转并大幅下跌，否则2022年度的种植成本甚至要更高于2021年。轧花厂的产能过剩则是导致棉价成本过高的另一个原因。据统计，2019-20年两年间，新疆轧花厂新增近百条产能线。轧花厂之间互相抬价抢收造成了籽棉收购价的暴涨。9月末籽棉收购价起始便接近9元/吨，国庆后局部地区最高价探至11元/吨，10月中旬后开始一路回落。轧花厂反馈新棉的成本价格普遍在2.3-2.6万元/吨。

图表2：硫酸钾复合肥市场价

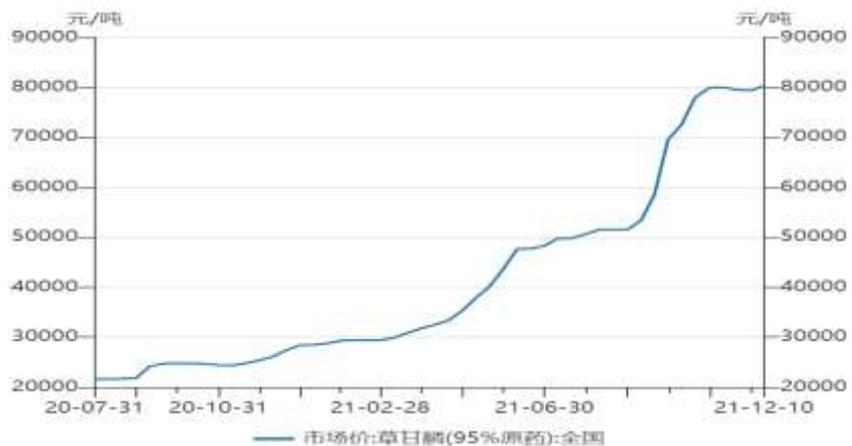


图表3：尿素市场价



图片来源：Wind 广州期货

图表4：草甘膦市场价

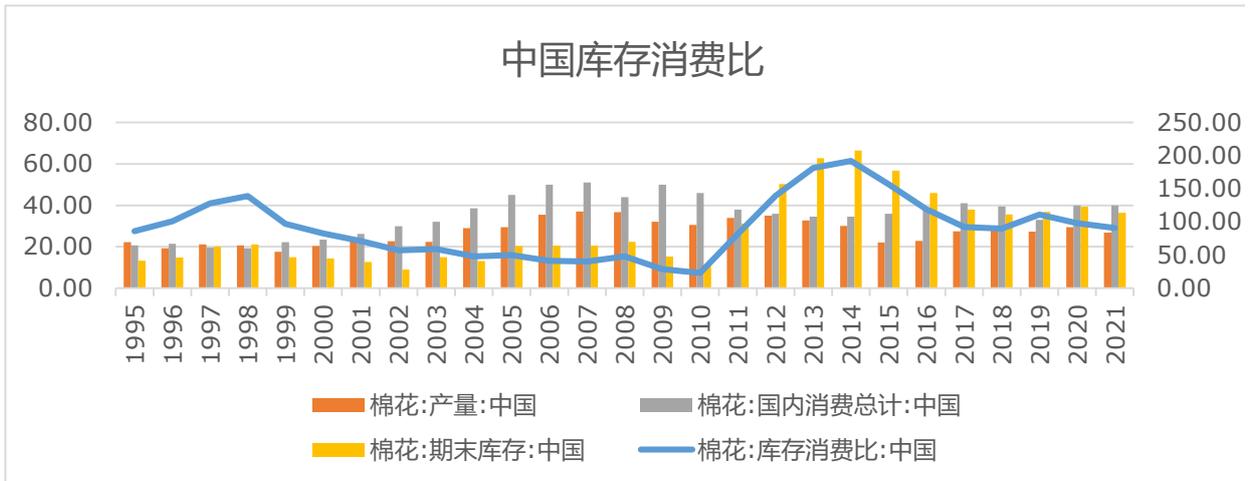


数据来源：Wind、广州期货研究中心

因棉花种植期间出现了霜冻、冰雹等恶劣天气，棉花的生长进度推迟，同时单产出现了较大幅度的降低。但在经过去年棉花质量下滑至5年来最差一年以及高品质棉花结构性短缺的警示后，相关部门开始逐渐重视起棉花的质量问题，本年度的棉花质量有望显著好于2020年。据国家棉花交易市场和棉花信息网调查，2021年全国植棉面积4202.4万亩，同比下降3.7%，

总产575.5万吨，同比下降3.7%。截止2021年11月30日，新疆棉花累计加工350.3万吨，同比减幅5%。

图表5：中国棉花库存消费比

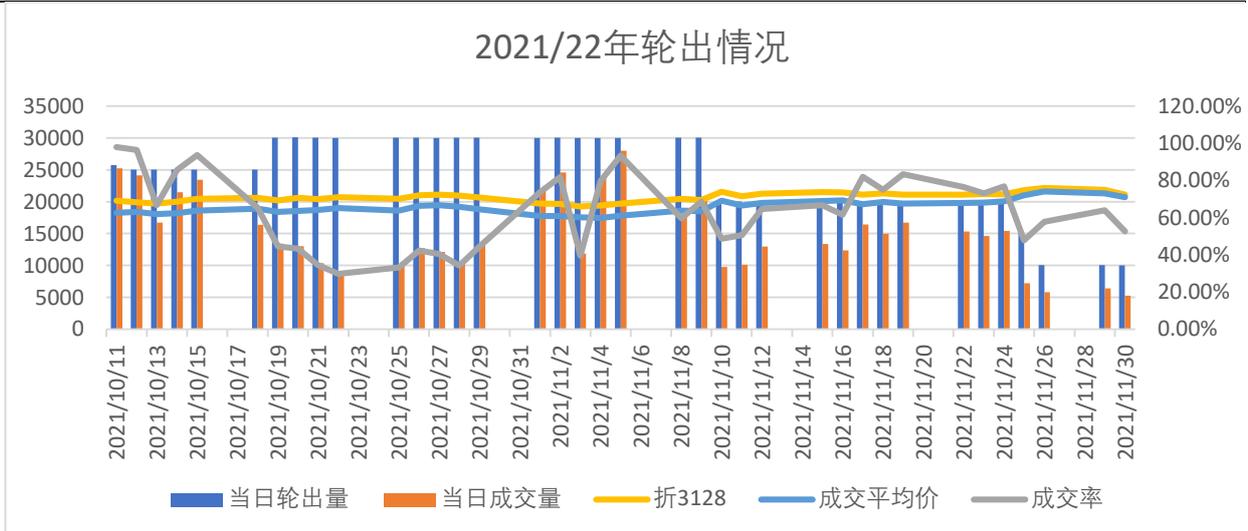


数据来源：Wind、广州期货研究中心

(二) 储备棉政策

本年度储备棉的投放充分说明了相关部门对保障供应以及价格调控的坚定决心，以及收抛储政策的灵活性。2021年储备棉投放总量91.2万吨，成交量57.24万吨，成交比例63%。自10月8日起进行2021年第一批中央储备棉投放，11月9日结束投放。11月10日起进行2021年第二批中央储备棉投放，12月1日暂停投放。新疆棉投放量18.62万吨，成交量18.38万吨。地产棉投放量68.74万吨，成交量35.02万吨。进口棉投放量3.84万吨，成交量3.84万吨。

图表6：2021/22年棉花轮出情况



数据来源：棉花信息网、广州期货研究中心

除了抛储量和时间上的灵活调整，本年度储备棉政策一个有别于往年的特殊点在于底价的计算公式。2021年11月1日前，投放的新疆及进口储备棉投放销售底价(折标准级3128B)=上一周国内市场棉花现货价格指数算术平均值×权重50%+上一周国际市场棉花现货价格指数算术平均值×

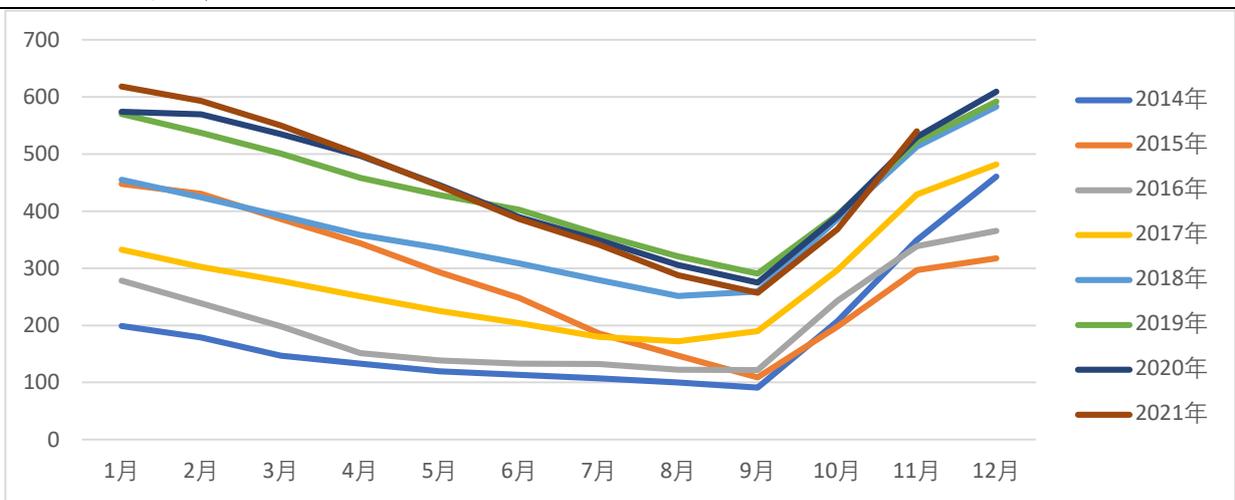
权重50%。但因10月上中旬时内外棉价升至历史高位，自2021年11月1日起，2021年投放储备棉中地产棉的销售底价计算方式调整为与国际市场棉花现货价格挂钩联动，即地产储备棉销售底价(折标准级3128B)=上一周国际市场棉花现货价格指数算术平均值，其余储备棉的投放销售底价计算方式不变。

市场接下来关注的一个重要焦点是是否收储。鉴于储备棉库存经过多年去化后已降至历史低位，从保障国家用棉安全的角度出发是需要补充库存的，但是用新疆棉补充还是进口棉补充则不确定。另一个收储的目的则是价格调控。因此，收储概率的大小和绝对价格以及内外价差相关。就2021年第四季度和2022年第一季度而言，正式公告发布前，收储的可能性主要对棉价起支撑作用，且减小了棉价暴跌的可能。

(三) 工商业库存

据中国棉花信息网对全国棉花交易市场18个省市的154家棉花交割和监管仓库、社会仓库、保税库存和加工企业库存调查数据显示，截止11月底棉花商业库存455.21万吨，环比增加171.57万吨，较去年同期减少1.86万吨。其中内地棉花仓库的商品棉周转库存71.71万吨，较去年同期减少1.9万吨，新疆区内仓库商品棉周转库存为363.5万吨，较去年同期增加3.84万吨，保税区棉花仓库库存20万吨，同比减少3.8万吨。棉花工业库存为84.97万吨，较去年同期增加12.2万吨。可支配棉花库存120.54万吨，同比增加11.42万吨。工商业库存合计540.18万吨，高于2020年同期10.34万吨。

图表7：工商业库存

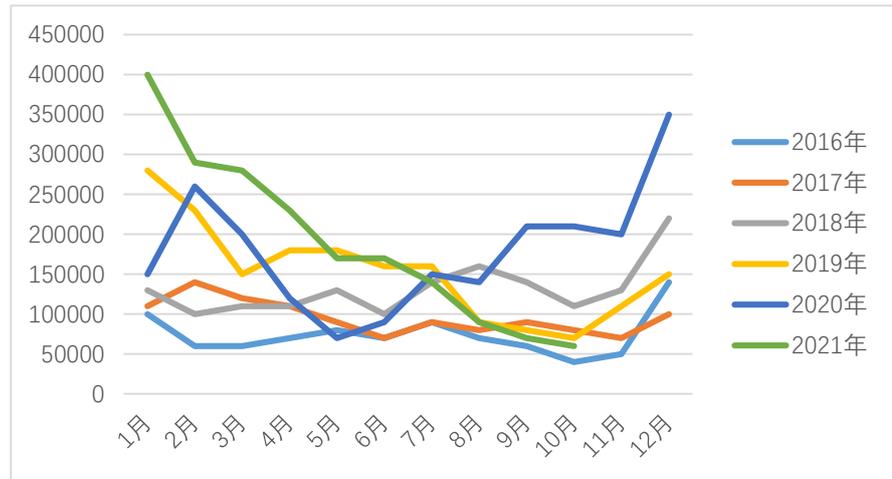


数据来源：Wind、广州期货研究中心

(四) 棉花进口

在美国农业部最新公布的12月供需平衡表中，2021/22年度中国的进口棉花为223.2万吨，较2020/21年度大幅减少近60万吨。但从近期的进口量来看，实际进口量可能低于预估值。根据海关数据，2021年8-10月我国棉花进口量仅有22万吨。如果参考过去5年里8-10月进口量占全年比例17%-23%左右，则新年度里中国进口量可能仅有95-130万吨。不过鉴于当前内外价差处于历史高位，后期进口量有大幅增加的可能。

图表8：中国棉花进口



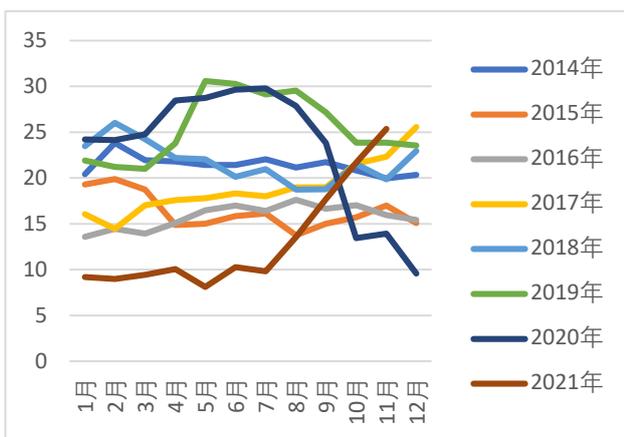
数据来源：Wind、广州期货研究中心

三、2021/22年需求端概述

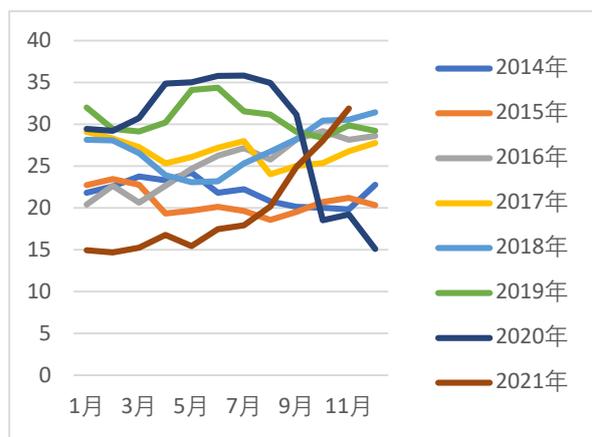
（一）中下游库存情况

2020年，由于疫情影响导致国际产能受限，纺织订单回流并使中下游库存大幅去化，甚至一举回到了十年来历史最低库存水平。但2021年7月开始中下游库存迅速积累，和去年库存走势形成了“X”的形态。受物流时间延长影响，传统的淡旺季被打破，订单明显前置。过高的新棉成本则加速了累库的进度。截止2021年11月，纺织企业在库棉花工业库存量为84.97万吨，环比增加0.52万吨。纱线库存为25.36天，环比增加3.69天；坯布库存为31.89天，环比增加3.85天，为十余年来历史最高位。这意味着在2022年第二季度之前，棉花的价格都会受到中下游高库存的压制。

图表9：纱线库存



图表10：坯布库存



数据来源：Wind、广州期货研究中心

（二）纺织利润和棉纺PMI

纺织利润进入了较长时间的负值，企业通过前期较低成本的原料和库

存进行艰难的经营。尽管2020年同期时纺织利润同样为负，但当时是主动去库，和今年被动累库的情况截然不同。除此之外，第四季度国内疫情主要发生在江浙一带，对当地的纺织生产贸易工作造成了极大的不便。另一个指标棉纺PMI或许可以更好的说明下游的窘况。2021年8-11月，棉纺PMI分别为47.13%，41.21%、36.06%和38.01，连续四个月低于50荣枯线。

图表11：纺织利润



数据来源：Wind、广州期货研究中心

（三）纺服出口表现

尽管2021年第四季度下游的表现并不好，但由于人民币对美元的升值以及通胀的原因，海关的数据依然十分亮眼。海关总署最新数据显示，2021年11月，我国出口纺织品服装286.59亿美元，同比增长16.5%，环比下降0.97%。其中出口纺织纱线、织物及制品132.45亿美元，同比增加10.01%，环比增加5.95%；出口服装及衣着附件154.14亿美元，同比增加22.8%，环比下降6.23%。2021年1-11月，我国纺织品服装累计出口2852.87亿美元，同比增长7.7%；其中纺织品出口1309.34亿美元，同比下降7.5%；服装累计出口1543.54亿美元，同比增长25.1%。

四、宏观环境

（一）疫情

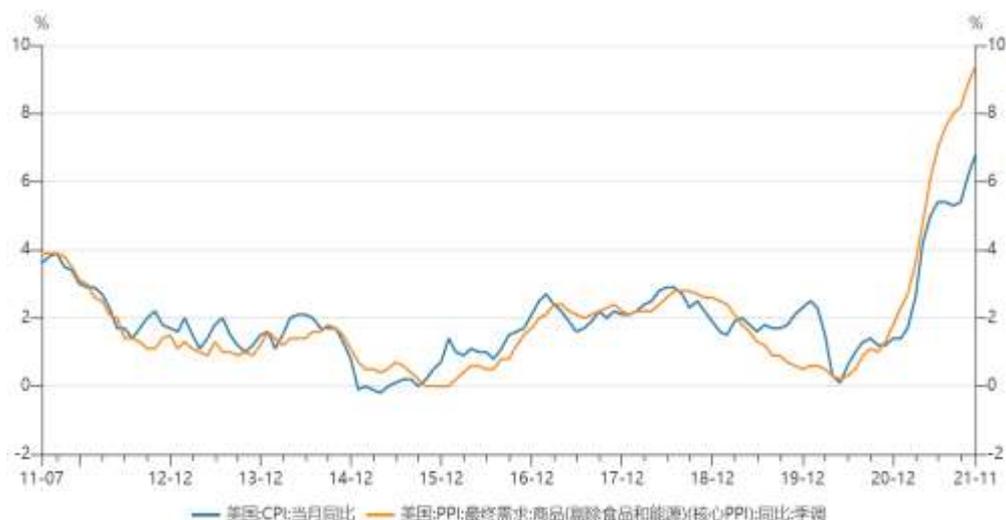
尽管2021年国际经济显著复苏，但事实证明这些复苏的经济很大程度上依赖于前期宽松至极的货币财政刺激政策带来的消费需求增加，而生产活动和供应链物流却一直受限于浪潮式反扑的变异病毒。2021年12月复旦大学附属华山医院感染科主任张文宏在大湾区科学论坛生命科学分论坛表示，他认为短期内人类不具备在全球范围内彻底清除新冠的条件。因此，在2022年疫情依然是影响棉价的重要因素之一。对于最新的奥密克戎变异病毒，张文宏主任假设了3种不同的状况。最好的状况：局部传播、毒力弱；全球传播、毒力弱。从而目前的紧缩政策将逐步放松。尚可接受的情况：传播强，毒力较强，疫苗加强有效。需要疫苗加强针接种加快推广。严峻的未来：传播强，毒力较强，疫苗加强无效。需要疫苗新策略，收紧防控策略。第三种情况下，棉花未来的消费量或需要向下调整。此外病毒

在秋冬季明显更为活跃，无论是德尔塔病毒还是奥密克戎都是在第四季度的时候被发现，对第四季度的宏观市场环境是不利的。

（二）通胀

从2021年1月始，PPI持续上涨，在10月升至年内最高13.5%。PPI的上涨主要是国际市场大宗商品价格迅速上升导致的，并在第三季度时带动国内大宗商品价格上涨。以美国为例，其11月份的CPI同比增长6.8%，创下自1982年6月份以来美国通胀数据以来最大的同比涨幅。如果考虑2020年各国央行尤其是美联储疯狂的印钞，加上各国物资生产受疫情影响迟迟不能恢复正常，这样的通胀是可以预想的，而且2022年情况可能更为严重。不过我国情况预计好于国际。经过相关部门的一系列调控，我国的大宗商品，尤其是能源价格在第四季度出现了明显的回落。但在2022年里，依然要谨防国际大宗商品价格居高不下带来的输入型通货膨胀，或是中下游企业提价，使得PPI向CPI传导。

图表12：美国CPI与PPI



数据来源：Wind、广州期货研究中心

（三）宏观政策

任泽平老师的宏观团队对未来的展望是双周期、稳增长、新基建和软着陆。其认为2022年中美将会是双周期运行。对中国来说，经济增长动能将从出口支撑转向消费复苏、新基建发力、房地产软着陆。而21年第四季度到22年第一季度时，货币政策向宽松转变，标志是在21年12月6日的降准。该次降准下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，释放了1.2万亿的长期资金。虽然不需担忧货币财政政策方面的制约，但“碳中和”政策对纺织企业的限制需要加以关注。尽管纺织产业并非碳排放大户，但广东和江苏作为9个未能完成碳中和任务的省份，以及纺织生产大省，2022年度遭到限电限产的压力较大。

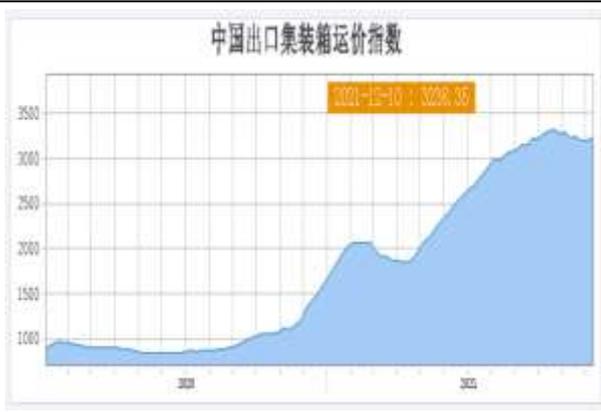
货币财政政策方面值得担忧的是国际的情况，尤其是美国的缩表计划。由于持续爆表的通胀数据，经济学家现在预计，美联储将把缩减规模的步伐提高一倍，并在3月份停止扩大资产负债表规模，为2022年的一系列加息做好准备。但紧缩的货币财政政策也可能导致美国甚至是带动国际，从

经济第三周期滞涨向第四周期——萧条转变。伴随着前所未有的疫情、通胀和混乱的政局间的冲突，2022年大概率是宏观动荡混乱的一年，国际部分地区可能将出现货币崩盘、食物商品短缺引发的暴乱等风险事件。

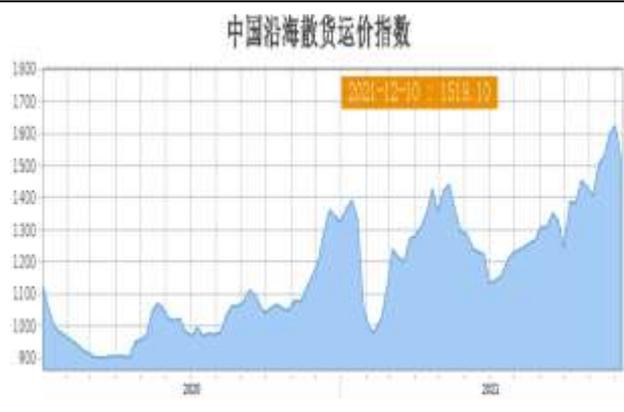
（四）物流

2021年，物流在整个商品供应链里同样扮演了一个非常重要的角色，尽管其此前常常被忽视。由于防疫带来的不便和其他因素，海运价格飙升，大幅减少了出口商的利润，而长期滞港费用也增加了贸易商的成本。中国出口集装箱价格指数在2020年之前基本在1000点以下，2020年时第三季度时突破了2000点。而从2021年开始，这个价格指数开始一路攀升，截至21年12月10日，该指数报价为3238.35。尽管当前中国在积极解决集装箱问题，集装箱的价格涨势暂缓，但船运指数却开始了飙升。中国沿海散货运价指数在疫情前低于1200，20年最高升至1400，21年第四季度时的高价已突破了1600点。集装箱和装船的高昂运费和航运事件的延长带来三方面的影响：第一，进出口订单集中下单时间的改变或者说前置；第二，进出口商品高昂的成本对通胀的促进；第三，漂泊在海面上的商品增加，相当于未释放的库存，而当这些库存释放时对价格的压制（尽管这可能发生在2022年后更远的未来）。

图表13：中国出口集装箱运价指数



图表14：中国沿海散货运价指数



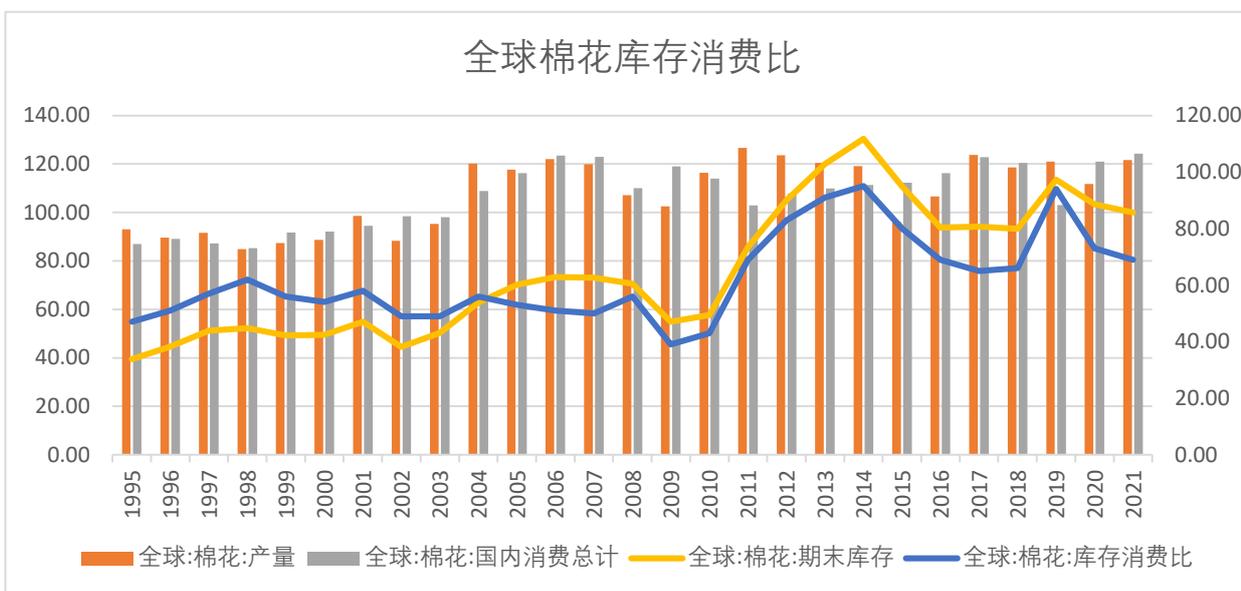
数据来源：上海航运交易所、广州期货研究中心

五、2021/22年国际棉花市场

（一）国际供需平衡表概述

根据美国农业部(USDA)最新发布的12月份全球棉花供需预测报告，2021/22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%。国际库存消费比从11月预估的70.05%下调到68.99%。这个国际库存消费比高于2017/2018和2018/2019年，但低于2020/21年4.26%。从趋势上看，新年度里库存消费比继续降低，产业供需是向好的；但从绝对值上看，新年度里棉花的供应处于历史中偏高的水平，即相对充裕，其国际库存消费比的历史分位和当前的价格水平并不非常匹配。

图表15: 全球棉花库存消费比



数据来源: Wind、广州期货研究中心

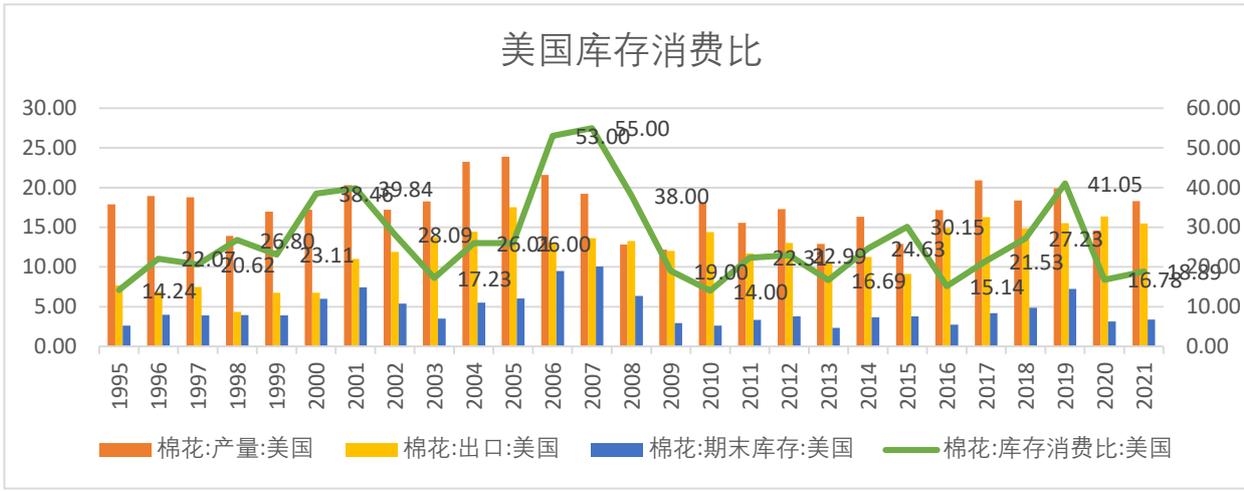
比较有意思的是美国农业部对于种植面积的调整。据美国农业部的预测, 2021/22年度种植面积为48975万亩, 同比增加了1875万亩, 环比调减了120万亩。但在2020年同期, 当时的2020/21预测种植面积为48765万亩, 而当前2020/21年度的种植面积为47100万亩。两个年度的预测种植面积十分接近, 除了预测未必准确之外, 可能也意味着在2020年同期时棉花种植面积的扩大并未达到预期, 或许暗示着棉花价格对于种植面积的修正路径依然有待探讨。此外, 由于价格较高, 单产的预测高于2020/21年份, 这在后期可能会因天气而改变。

供需平衡表里的消费调整趋势是一直在增加, 很难分辨这些需求的增加是因为经济活动恢复还是因为物流延期和停滞带来的囤货需求。但在经过了因为大量货币的投放带来的消费欲望上升和疫苗后的报复性消费, 在疫情反扑各国重新采取较为严格的封锁措施后, 对于2021/22年度棉花消费量继续增加, 高于2020/21年度和过去十年的消费数据持保留意见。

(二) 美国棉花供需平衡表概述

美国: 2021/22年度产量预期398.1万吨, 较上月调增1.9万吨, 增幅0.5%; 出口预期337.5万吨, 较上月未见明显调整; 期末库存预期74.0万吨, 较上月未见明显调整。美国的国际库存消费比从16.79%回升到了18.88%。当前美棉的价格位于十余年来最高位, 对比其他农作物种植利润可观。

图表16: 美国棉花库存消费比



数据来源: Wind、广州期货研究中心

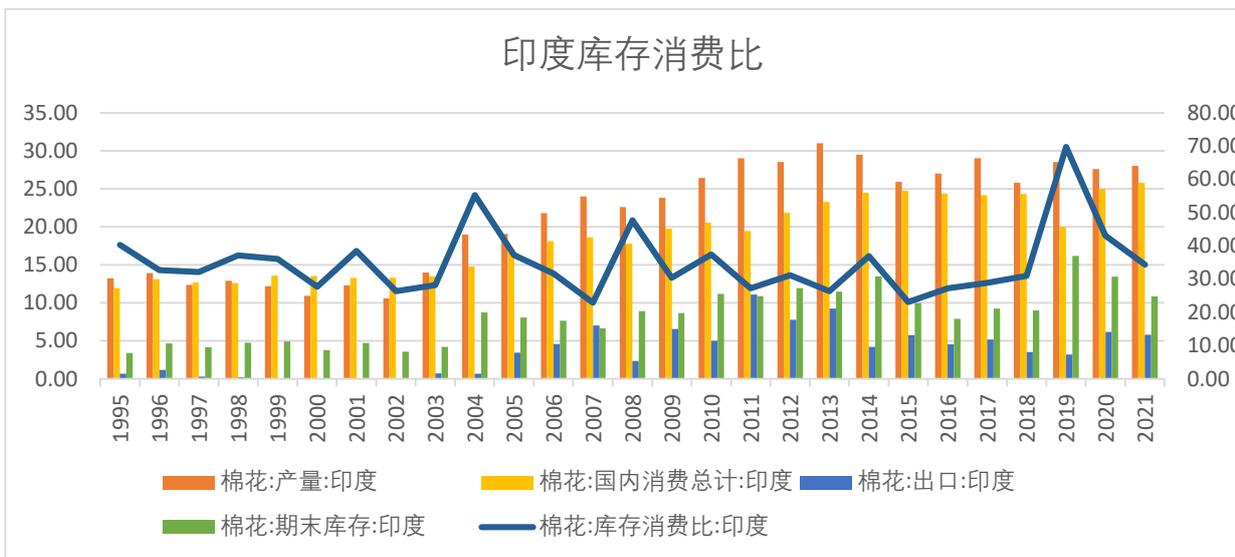
据统计,截至2021年12月2日,美国累计净签约出口2021/22年度棉花228.7万吨,达到年度预期出口量的67.78%,累计装运棉花59.5万吨,装运率26.03%。无论是累计签约量还是累计装运率同同比都有所降低,尤其是装运率显著减少。其中陆地棉签约量为220.6万吨,装运56.9万吨,装运率25.78%。皮马棉签约量为8.1万吨,装运2.7万吨,装运率32.86%。中国累计签约进口2021/22年度美棉69.6万吨,占美棉已签约量的30.42%;累计装运美棉14.3万吨,占美棉总装运量的24.08%,占中国已签约量的10.61%。和去年同期相比,中国进口美棉的数量减少13.3万吨,而去年同期的装运量已经占签约量过半,现在仅刚超过10%。

随着中美在疫情中的不同应对及带来的不同影响,美国对中的敌意越来越重。如BCI(瑞士良好棉花发展协会—Better Cotton Initiative, BCI),作为非盈利机构组织,长期受美国资助和影响,对新疆棉的制裁打压。2021年12月9日,美国众议院通过了一项法案,法案内容为全面禁止美企从中国新疆进口产品,投票结果为428:1。加上对北京冬奥的抵制,公然邀请中国台湾地区参加所谓视频“民主峰会”,大力制裁中国的高科技企业,都使中美间的关系趋于紧张和恶化。尽管2022年美国依然受限于疫情和爆表的通胀困境中,但中美关系依然如潜在的炸弹般使宏观走势的变数增加。

(三) 印度棉花供需平衡表概述

印度:根据USDA美国农业部12月供需报告最新预估,2021/22年度产量预期609.6万吨,较上月未见明显调整;消费量预期561.7万吨,较上月未见明显调整;期末库存预期236.0万吨,较上月调减10.9万吨,减幅4.4%。

图表15: 全球棉花库存消费比



数据来源: Wind、广州期货研究中心

2020/21年度, 印度MSP为5850卢比/公担。据印度当地媒体消息, 2021/22年度印度籽棉最低收购价(MSP)于10月生效, 其中中等长度和较长长度MSP分别为5726卢比/公担和6025卢比/公担, 分别上调3.8%和3.4%。CCI于近两年开展大规模MSP计划, 然而由于印度棉价前期大涨, 籽棉收购价格远超MSP。

六、行情展望

棉花价格在2021年第四季度达到了一个十年来的最高水平, 这其中固然有产需方面的因素, 如在2020年第四季度时中下游完成了库存的去化, 以及经济复苏带来的消费增加, 但国际商品通胀背景以及轧花厂产能过剩导致的抢收无疑使棉花价格重心的涨幅显著超过其应有的正常水平。

2021/22年度国际供需平衡表确实是向好发展的, 库存消费比也依然在降低, 然而这并不代表棉价接下来的驱动一定是继续向上的。由于初始新棉成本极高, 高基差和明显倒挂的跨期结构使2021/22年份无论是对上游轧花厂、贸易商还是下游纺织企业来说都是极具压力和挑战的一个年份。不合适的基差价差结构也使期货子公司等机构参与棉花贸易的积极性明显削弱。在高棉价的影响下, 中下游库存迅速累积至十年来最高位; 棉花短纤价差高企, 促使混纺企业不断调增混纺中短纤原料使用的比例。纺织利润陷入亏损状况, 叠加限电限产和防疫政策, 中下游企业提前放假或延长假期的意愿增加。高价在产业链中的传导显得矛盾重重。而明年更高的种植成本可能将在2022年收获季时引发更激烈的价格波动和博弈。此外, 由于棉花价格相对于其他商品, 包括农作物都处于高位, 新年度里在机构投资者中作为多头配置的可能性很小, 而农民改种棉花的可能性在增加。

毫无疑问, 2022年的宏观情况较2021将更为复杂, 至少没有像2021年时那样能够达成商品牛市的共识。尽管更高通胀的压力预期依然存在, 但货币财政政策的转向, 以及经济周期从过热向萧条转变, 并带来消费大幅

萎缩的预期同样可能给商品市场带来黑天鹅。疫情下的供应链物流，后疫情时代的中美以及更多的国际关系，都是市场莫测的风险点。棉价最乐观或者说最高的可能情况是国际生产难以恢复，在订单集中回流中国+国内刺激性政策+失控的国际通胀+下年度种植高成本的情况下突破2021年高点创下新高，给予企业高于皮棉成本+持仓成本后的套保机会，但仅是在价格上突破，产业的形势未必会因此变得乐观。价格最悲观的可能则是因为惜售导致价格跌势十分缓慢，消费端一直无法好转，利空迟迟不能释放，并导致下年度棉花供应端大增。政策和物价调控有序，商品回落后棉花的高价使其成为空头配置的理想标的，则可能回吐全部因抢收和成本抬升等不涉及供需的利多导致的涨幅，加上高价扭转的供需应有的跌幅。若国际经济周期进入衰退阶段则可能超跌。

免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但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，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

研究中心简介

广州期货研究中心秉承公司“不断超越、更加优秀”的核心价值观和“简单、用心、创新、拼搏”的团队文化，以“稳中求进、志存高远”为指导思想，在“合规、诚信、专业、图强”的经营方针下，试图将研究能力打造成引领公司业务发展的名片，让风险管理文化惠及全球的衍生品投资者。

研究中心下设综合部、农产品研究部、金属研究部、化工能源研究部、金融衍生品研究部、创新研究部等六个二级部门，覆盖了宏观、金融、金属、能化、农牧等全品种衍生工具的研究，拥有一批理论基础扎实、产业经验丰富、机构服务有效的分析师，以满足业务开发及机构、产业和个人投资者的需求。同时，研究中心形成了以早报、晨会、周报、月报、年报等定期报告和深度专题、行情分析、调研报告、数据时事点评、策略报告等不定期报告为主体的研究报告体系，通过纸质/电子报告、公司网站、公众号、媒体转载、电视电台等方式推动给客户，力争为投资者提供全面、深入、及时的研究服务。此外，研究中心还会提供定制的套保套利方案、委托课题研究等，以满足客户的个性化、专业化需求。

研究中心在服务公司业务的同时，也积极地为期货市场发展建言献策。研究中心与监管部门、政府部门、行业协会、期货交易所、高校及各类研究机构都有着广泛的交流与合作，在期货行业发展、交易策略模式、风险管理控制、投资者行为等方面做了很多前瞻性研究。

未来，广州期货研究中心将依托股东越秀金控在研究中的资源优势，进一步搭建适合公司发展、适合期货市场现状的研究模式，更好服务公司业务、公司品牌和公司战略，成为公司的人才培养基地。

研究中心联系方式

金融衍生品研究部：（020）22139858 金属研究部：（020）22139817
化工能源研究部：（020）23382623 创新研究部：（020）23382614
农产品研究部：（020）22139813 综合部：（020）22139817
办公地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心主塔写字楼10楼
邮政编码：510623

广州期货业务单元一览

广州期货是大连商品交易所（会员号：0225）、郑州商品交易所（会员号：0225）、上海期货交易所（会员号：0338）、上海国际能源交易中心（会员号：8338）会员单位，中国金融期货交易所（会员号：0196）交易结算会员单位，可代理国内所有商品期货和期权、金融期货品种交易。除从事传统期货经纪业务外，公司可开展期货投资咨询、资产管理、银行间债券市场交易以及风险管理子公司业务。公司总部位于广州，业务范围覆盖全国，可为投资者提供一站式的金融服务。

广州期货主要业务单元联系方式

佛山南海营业部	清远营业部	上海陆家嘴营业部	北京分公司
联系电话：0757-88772888 办公地址：佛山市南海区桂城街道海五路 28 号华南国际金融中心 2 幢 2301 房	联系电话：0763-3882201 办公地址：清远市清城区人民四路 36 号美吉特华南装饰商贸中心永泰中心 5 层（19-23A 号）	联系电话：021-50568018 办公地址：中国（上海）自由贸易试验区东方路 899 号 1201-1202 室	联系电话：010-68525389 办公地址：北京市西城区月坛南街 59 号 5 层 501-1、501-26、501-27
深圳营业部	长沙营业部	东莞营业部	广州体育中心营业部
联系电话：0755-83533302 办公地址：广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场（南区）A 座 704A、705	联系电话：0731-82898516 办公地址：湖南省长沙市芙蓉区五一大道 618 号银华大酒店 18 楼 1801	联系电话：0769-22900598 办公地址：广东省东莞市南城街道三元路 2 号粤丰大厦办公 1501B	联系电话：020-28180338 办公地址：广州市天河区体育东路 136、138 号 17 层 02 房、17 层 03 房自编 A
杭州城星路营业部	天津营业部	郑州营业部	湖北分公司
联系电话：0571-89809632 办公地址：浙江省杭州市江干区城星路 111 号钱江国际时代广场 2 幢 1301 室	联系电话：022-87560710 办公地址：天津市南开区长江道与南开三马路交口融汇广场 2-1-1604、1605、1606	联系电话：0371-86533821 办公地址：河南自贸试验区郑州片区（郑东）普惠路 80 号 1 号楼 2 单元 23 层 2301 号	联系电话：027-59219121 办公地址：湖北省武汉市江汉区香港路 193 号中华城 A 写字楼 14 层 1401-9 号
苏州营业部	山东分公司	肇庆营业部	广东金融高新区分公司
联系电话：0512-69883586 办公地址：中国（江苏）自由贸易试验区苏州片区苏州工业园区苏州中心广场 58 幢苏州中心广场办公楼 A 座 07 层 07 号	联系电话：0531-85181099 办公地址：山东省济南市历下区泺源大街 150 号中信广场主楼七层 703、705 室	联系电话：0758-2270760 办公地址：广东省肇庆市端州区星湖大道六路 36 号大唐盛世第一幢首层 04A	联系电话：0757-88772666 办公地址：广东省佛山市南海区海五路 28 号华南国际金融中心 2 幢 2302 房
青岛分公司	四川分公司	上海分公司	华南分公司
联系电话：0532-88697836 办公地址：山东省青岛市崂山区秦岭路 6 号农商财富大厦 8 层 801 室	联系电话：028-86282772 办公地址：四川省成都市武侯区人民南路 4 段 12 号 6 栋 802 号	联系电话：021-68905325 办公地址：上海市浦东新区向城路 69 号 1 幢 12 层（电梯楼层 15 层）03 室	联系电话：020-61887585 办公地址：广州市南沙区海滨路 171 号南沙金融大厦第 8 层自编 803B
总部金融发展部	总部机构发展部	总部产业发展部	总部机构业务部
联系电话：020-22139814 办公地址：广州市天河区珠江江西路 5 号广州国际金融中心主塔写字楼 10 楼	联系电话：020-22139836 办公地址：广州市天河区珠江江西路 5 号广州国际金融中心主塔写字楼 10 楼	联系电话：020-23382586 办公地址：广州市天河区珠江江西路 5 号广州国际金融中心主塔写字楼 10 楼	联系电话：020-22139802 办公地址：广州市天河区珠江江西路 5 号广州国际金融中心主塔写字楼 10 楼
广期资本管理（上海）有限公司			
联系电话：（021）50390265 办公地址：上海市浦东新区福山路 388 号越秀大厦 701 室			