

作者：软商品组 彭博

执业编号：F0305572（从业） Z0011662（投资咨询）

联系方式：010-68578611/ pengbo1@foundersc.com

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2021年11月5日星期五

棉花高位震荡 宏观风险临近

受新棉抢收格局影响，10月上旬及中旬，棉花总体震荡偏强，收购价走高带动棉花于期货大幅走强，郑棉主力合约飙涨至22000附近，棉纱期货上涨至29000，美棉突破110关键点位。

从基本面看，10月，新棉抢收格局支撑棉花价格上涨，但下游消费出现颓势，棉花库存快速回升，国内经济及全球经济进入滞涨期，这将使得库存消费比回升，对于棉花价格利空。

从短期的库存因素看，目前市场上棉花货源并不是太充裕，纺企主要购买拍储的低价棉花补库，在较强基差的影响下，棉花注册仓单亦出现了快速流出。从商业库存来看，9月底全国棉花商业库存为165.83万吨。较上月继续减少26.64万吨。棉花商业库存处于近5年低位。9月底纺织企业在库棉花工业库存量为91.42万吨，较上月底下降4.13万吨。工业库存高企反映需求有所走弱。

展望2021年11月，新棉运行逻辑将转移至仓单以及下游消费上。目前来看，开秤价的高开将使得棉花成本受到较强支撑，但随着收购进入过半，11月仓单以及消费情况将成为左右行情的关键因素。总体来看，11月棉花向上空间有限，需要密切关注仓单的形成以及下游消费以及订单情况，棉花震荡偏弱走势可能性较大。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

目录

第一部分、行情回顾	3
1、棉花&棉纱期货市场走势回顾	3
2、棉纱现货市场走势回顾	6
第二部分、全球棉花供需情况	7
1、全球供需概况	7
2、全球主产区棉花进入收获期	10
第三部分、国内棉花供需格局	14
1、2021 年新疆棉花种植面积及产量预估	14
2、棉花供应：国内棉花商业库存降幅较快	15
3、棉花供应：9 月棉花进口数量同比大幅下降	17
4、棉花需求：纺织行业疲弱难改 订单不足需求不旺	18
5、棉花需求：纺织品出口额同比下降	23
6、2021 年棉花轮入及轮出情况	25
7、中国棉花供需平衡表	26
第四部分、技术分析、多空持仓及季节性分析	27
第五部分、棉花、棉纱价差及套利	29
1、棉花-棉纱	29
2、棉花 1-5 价差	30
3、棉纱 1-5 价差	31
第六部分、棉花期权持仓成交、波动率及策略	32
1、期权成交及持仓分析	32
2、波动率分析	33
3、期权策略	34
第七部分、棉花期权 2020 年套保案例	36
第八部分、总结及操作建议	38
附录：棉花产业链相关股票涨跌幅一览	39

第一部分、行情回顾

1、棉花&棉纱期货市场走势回顾

受新棉抢收格局影响，10月上旬及中旬，棉花总体震荡偏强，收购价走高带动棉花于期货大幅走强，郑棉主力合约飙涨至22000附近，棉纱期货上涨至29000，美棉突破110关键点位。



图 1-1：棉花主力合约走势图



图 1-2：棉纱主力合约走势图



图 1-3: ICE 棉花主力合约走势图

棉花长期走势

棉花期货不仅受到经济周期影响较大，此外还受到天气及政策的强烈的影响，这一点在棉花中长期走势上可能更加明显的看到，从郑棉 2004 年上市以来的长期走势图来看，棉花总体波动较大，历史最低为在 9800 附近，最高达到过 34870，整体波动非常大。在棉花达到较低位置时，政府往往会收储或补贴等手段支撑棉花价格，稳定棉花生产，但当棉花价格到高位时，政府往往会抛储，或者放宽进口等手段促进棉花价格回落。图中标出了重要的政策节点的时间点以及重要的经济因素对于棉花走势的影响，供读者参考。

从郑棉指数长期走势看，大致可以将走势分成以下几个阶段：

第一阶段：2004 年至 2007 年，为供需总体平衡阶段。这段时间棉花供需总体维持平衡态势，从走势上也可以看出，棉花总体在 11000-14000 区间波动，其中政策及天气影响对于棉花短期走势影响较大。在此期间棉花合约规则仍然处于初级阶段，交割棉花品级亦无明确要求，这导致进口棉泛滥，到 2007 年末，仓单数量增加，为 2008 年的下跌埋下伏笔。

第二阶段：2007-2009，欧债危机爆发，需求端萎靡加上棉花供应的充足使得棉花供应大于需求难以改变，棉花跟随大宗商品暴跌，从 14000 跌至 10000 以下，创下上市以来新低。在

低位国家启动收储政策，此外，棉花价格下跌使得棉农种植意愿大幅下降，种植面积减少。为2010年棉花牛市奠定基础。

第三阶段：2010年，棉花大牛市开启，由于棉花供应大幅减少，加上天气因素影响新棉花生长，国储前期抛储量大增，至2010年无储可抛，对于棉花的价格难以起到抑制作用。此外，2008年随着美联储启动QE，货币发行大增，国内启动4万亿投资计划，通胀有重新抬头态势，“蒜你狠”等基本农产品全面涨价，棉花亦跟随宽松的货币政策出现大涨，涨势持续一年，创下历史新高34000点。

第四阶段：2011-2015年，棉花大熊市。2011年以后，高价的棉花的负面作用凸显，一方面抑制消费，另一方面，高价也促进企业囤积棉花，充足的供应在价格回落之后显现，棉花开始持续回落，此外，2012年40%关税实现通关也使得外棉进口数量大增。2012年欧债危机持续发酵也使得需求端出现严重滑坡，棉花库存高企，种植持续上升，使得棉花价格持续回落，于2015年再次跌破10000点关口，创下新低。

第五阶段：2016-2018年，随着欧债危机的缓和、持续的去库存及需求的恢复，棉花出现探底回升。国家目标价格补贴政策及收储政策亦对棉花价格起到托底作用。棉花价格持续恢复，到2018年初，棉花减产预期促使市场预计棉花供应出现缺口，棉花价格大涨，回升至18300价格上方。但随着2018年贸易战的启动以及供应缺口的证伪，棉花价格冲高回落。

第六阶段：2018-2020年，棉花走势更多受到中美经贸关系及经济下滑等宏观基本面的影响，供需基本面的影响居于第二位。随着中美贸易关系由缓和到紧张，棉花价格也不断出现回落，贸易争端对于棉花需求具有直接影响。在贸易冲突未缓解前，棉花料难以出现大幅上涨行情。

2020年，全球经济危机深化，新冠肺炎疫情爆发，美股暴跌35%，带动全球大类资产大跌，全球消费陷入低迷，棉花继续跌破万点大关，创下新低。在全球经济没有实质性好转的情况下，消费将中长期影响棉花价格。

展望2021年，疫情预计仍然在年初持续影响欧美经济及大宗商品价格，由于美国经济中期陷入困境，美国新总统上台后，美国新一轮经济刺激预计仍将快速推进，这将极大刺激大宗商品价格，推升通胀水平。美元指数将继续大幅回落。大宗商品价格将整体有所抬升。此外，

2021年，中美贸易关系有望进入实质性缓和阶段。全球贸易关系将有望回暖，这将使得长期受到贸易关系影响的棉花价格受到支撑。总体来看，2021年棉花供需平衡表有望得到修复，价格有望进入上行通道。



图 1-4：郑州棉花指数长期走势图

数据来源：WIND 方正中期研究院整理

2、棉纱现货市场走势回顾

棉纱现货价格走势自2010年以来处于长期下行通道,2020年下探至最低点19000附近。总体走势与棉花走势呈现正相关态势。从走势上看,2019-2020年基本面已经到达最恶劣的情况,多数纺织厂处于亏损状态,资金压力较大,我们预计在2021年棉纱市场将有望迎来逆转,主要是因为经过2018-2020年长达三年的低迷期,产能已经出现一定程度的出清及淘汰现象。许多纺织厂出走海外。国内纺织产能过剩的情况有所缓解。此外,纺织品需求不足的情况有望在2021年得到缓解,欧美国家及全球经济的复苏将有望带动纺织品需求回升,抬升价格。从长期走势看,目前亦是棉纱价格低位,纺织行业多数亏损或微利。价格下行空间不大,上行空间较大。



图 1-5: 棉纱价格长期走势图

数据来源: WIND 方正中期研究院整理

第二部分、全球棉花供需情况

1、全球供需概况

USDA2021/2022全球供需平衡表			
	2020/21	2021/22	同比
产量	2465.9	2618.8	6.20%
进口	1033.5	1011.2	-2.16%
总供应	3499.4	3630	3.73%
消费	2569.9	2686.8	4.55%
出口	1032.3	1010.8	-2.08%
总需求	3602.2	3697.6	2.65%
期末库存	2025.9	1897.1	-6.36%
中国外库存	1179.5	1103.4	-6.45%
库存消费比	78.83%	70.61%	-10.43%

表 1-1: USDA 全球棉花供需平衡表

数据来源: USDA 方正中期研究院整理

据美国农业部 (USDA) 最新发布的 10 月份全球棉花供需预测报告, 2020/21 年度全球棉花产量较 9 月份环比小幅调减, 消费量有所调增, 进出口贸易量小幅调增, 期末库存有所减

少。2021/22 年度全球棉花总产环比调增，消费量有所调减，进出口贸易量明显调减，期末库存量小幅调增。

分年度情况来看：

2020/21 年度：

全球棉花总产 2442.1 万吨，较上月调减 5 万吨；全球消费量 2611.2 万吨，调增 6.3 万吨；出口量 1055.8 万吨，调增 0.3 万吨。全球期末库存 1966.0 万吨，调减 21.9 万吨。

中国、美国和印度调整情况具体如下：

中国：2020/21 年度各项数据均未见明显调整。其中产量预期 642.3 万吨，消费量 870.9 万吨，进口量 280.1 万吨，期末库存 854.7 万吨。

美国：2020/21 年度各项数据均未见明显调整。其中产量预期 318.1 万吨，出口量 356.4 万吨，期末库存 68.6 万吨。

印度：产量预期 609.6 万吨，较上月调减 6.6 万吨；消费量 526.9 万吨，较上月调增 4.4 万吨；进口量 18.4 万吨，较上月调减 0.1 万吨；出口量 134.8 万吨，调减 0.2 万吨；期末库存 320.9 万吨，调减 23.8 万吨。

2021/22 年度：

全球棉花总产预期 2618.8 万吨，环比调增 15.1 万吨，增幅 0.6%；全球消费量预期 2686.8 万吨，调减 15.9 万吨，减幅 0.6%；出口量 1010.8 万吨，环比调减 7.3 万吨，减幅 0.7%；全球期末库存 1897.1 万吨，环比调增 9.8 万吨，增幅 0.5%。

中国、美国和印度调整情况如下：

中国：2021/22 年度产量预期 582.4 万吨，较上月未见明显调整；消费量预期 870.9 万吨，较上月调减 21.8 万吨，减幅 2.4%；进口量预期 228.6 万吨，环比调增 10.9 万吨，增幅 5.0%；期末库存预期 793.7 万吨，环比调增 2.6 万吨，增幅 0.3%。

美国：2021/22 年度产量预期 392.0 万吨，较上月调减 11 万吨，减幅 2.7%；出口预期 337.5 万吨，较上月未见明显调整；期末库存预期 69.7 万吨，环比调减 10.9 万吨，减幅 13.5%。

印度：2021/22 年度产量预期 609.6 万吨，较上月调减 10.9 万吨，减幅 1.8%；消费量预期 555.2 万吨，较上月未见明显调整；进口预期 21.8 万吨，较上月未见明显调整；出口预期

126.3 万吨，较上月调减 4.3 万吨，减幅 3.3%；期末库存预期 270.8 万吨，较上月调减 30.4 万吨，减幅 10.1%。

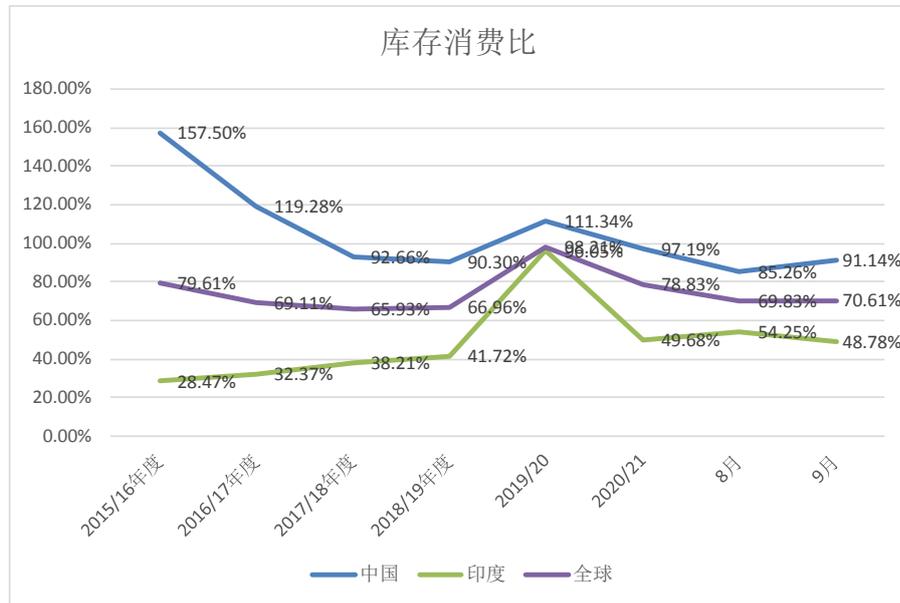


图 2-1：全球棉花库存消费比仍处高位，但趋势上逐步下行

数据来源：USDA 方正中期研究院整理

数据显示，全球库存消费比总体仍然处于高位，较 9 月基本持平，2021 年 10 月达到 70.61% 水平，意味着库存依然较高，印度库存消费比略有减少，中国库存消费比维持在 91.14%，印度维持在 48.78%。全球棉花库存水平依然较高，不过，从趋势上看，棉花近几年来处于去库存趋势，不过后期随着经济走弱，宏观进入滞胀格局，消费走弱，后面的棉花库存有提升的可能。

单位万吨	国家和地区						2021/2022					
		2015/16年度	016/17年度	017/18年度	018/19年度	2019/20	2020/21	8月	9月	10月	调整	
产量	印度	563.9	587.9	631.4	577	664.1	620.5	631.4	620.5	609.6	-10.9	
	中国	479	495.3	598.7	604.2	593.3	642.3	582.4	582.4	582.4	0	
	美国	280.6	373.8	455.5	399.9	433.6	318.1	375.9	403	392	-11	
	巴西	128.9	152.8	200.7	283	291.8	244.9	272.2	272.2	272.2	0	
	巴基斯坦	152.4	167.6	178.5	165.5	135	98	108.9	108.9	141.5	32.6	
	土耳其	57.7	69.7	87.1	80.6	75.1	63.1	74	74	78.4	4.4	
	乌兹别克斯坦	82.7	81.1	84	71.3	76.2	74	74	74	74	0	
	澳大利亚	105.73	52.32	61.694	81.314		84.9	95.8	102.3	102.3	0	
	其他	242.67	342.18	397.506	323.686	408.9	437.4	446.9	440.4	440.4	0	
	共计	2093.6	2322.7	2695.1	2586.5	2677.9	2600.5	2587.5	2603.7	2618.8	15.1	
消费	中国	783.8	838.2	892.7	860	718.5	870.9	892.7	892.7	870.9	-21.8	
	印度	538.9	530.2	525.8	522.5	435.5	511.7	555.2	555.2	555.2	0	
	巴基斯坦	224.3	224.3	237.3	233	200.3	224.3	230.8	239.5	243.9	4.4	
	孟加拉	137.2	148.1	163.3	161.1	141.5	176.4	185.1	189.4	189.4	0	
	土耳其	145.9	142.6	162.2	150.2	143.7	167.6	178.5	180.7	182.9	2.2	
	越南	98	117.6	143.7	152.4	132.8	156.8	165.5	163.3	158.9	-4.4	
	巴西	91.56	74.12	67.58	69.76	61	61	59.7	69.7	69.7	0	
	印尼	66.49	70.85	68.6	69.7			0	#REF!	#REF!	#REF!	
	美国	75.1	70.8	70.2	64.8	64.8	62	-2.8	#REF!	#REF!	#REF!	
	其他	304.05	312.73	341.42	335.54	396.2	393.7	407.7	412.3	415.9	3.6	
共计	2465.3	2529.5	2672.8	2619	2229.4	2569.9	2685.1	2702.7	2686.8	-15.9		
进口	中国	95.9	109.6	124.3	209.9	152.4	272.2	217.7	217.7	228.6	10.9	
	孟加拉	138.8	148.1	165.5	156.8	152.4	179.6	174.2	178.5	178.5	0	
	越南	100.2	119.7	152.4	150.2	141.5	156.8	165.5	163.3	158.9	-4.4	
	印尼	64	73.8	76.2	66.4	58.8	49	53.3	54.4	54.4	0	
	土耳其	91.8	80.1	87.6	76.2	100.2	108.9	113.2	113.2	113.2	0	
	巴基斯坦	71.8	53.3	74	62.1	82.7	108.9	121.9	128.5	108.9	-19.6	
	印度	23.3	59.6	36.5	39.2	50.1	17.4	21.8	21.8	21.8	0	
	其他	185.9	176.6	179.7	164.6	135.2	132.1	139.4	140.6	146.9	6.3	
	共计	771.7	820.8	896.2	925.4	873.3	1033.5	1007	1018.1	1011.2	-6.9	
	出口	美国	199.3	324.8	354.4	321.4	335.3	357.1	326.6	337.5	337.5	0
巴西		93.9	60.7	90.9	130.9	194.6	239.5	178.5	178.5	174.2	-4.3	
印度		125.5	99.1	112.8	76.4	63.1	128.5	130.6	130.6	126.3	-4.3	
澳大利亚		61.6	81.2	85.2	79.1	29.9	30.5	76.2	78.4	78.4	0	
希腊		20.9	22.1	23.4	29.5	31	30.5	31	30.5	28.3	-2.2	
马里		21.8	23.9	28.3	30.5	25.6	13.1	28.3	28.3	283	254.7	
其他		232.5	212.3	206.7	231	171.3	202.8	205.2	204.9	206.3	1.4	
共计		755.5	824.1	901.7	898.8	877	1032.3	1007	1018.1	1010.8	-7.3	
期末库存		中国	1234.5	999.8	827.2	776.6	800	846.4	758.5	761.1	793.7	32.6
		巴西	124.3	150.9	188.5	256.5	303.2	365.4	269.4	265.1	270.9	5.8
	印度	153.4	171.6	200.9	218	418.3	254.2	313.2	301.2	270.8	-30.4	
	美国	82.7	59.9	91.4	105.6	156.8	68.6	65.3	65.9	69.7	3.8	
	巴基斯坦	56.9	50.4	61.6	54.3	70.1	61.8	58	58	60.7	2.7	
	孟加拉	33	35.5	40.4	38.8	52.6	52	55.8	55.3	55.3	0	
	土耳其	33.4	33.3	38.7	34.7	59.2	56.4	57	52.4	52.4	0	
	其他	244.6	246.9	313.6	269.3	329.2	318.9	310.6	305.8	309.9	4.1	
	共计	1962.7	1748.1	1762.2	1753.8	2189.4	2025.9	1899.1	1887.3	1897.1	9.8	

表 2-2: USDA 全球棉花供需平衡表 (分国别)

数据来源: USDA 方正中期研究院整理

2、全球主产区棉花进入收获期

印度—需求强劲提振棉花价格

印度官方消息表明其国内棉花产量预计下调后, 1 日旁遮普地区籽棉价格首次冲破五位数字, 涨至 10500 卢比/公担, 较 MSP (5925 卢比/公担) 高出 77%, 但在该价格位置是否有

实际成交以及具体成交量有待进一步统计。有业内消息称，基于全球对印度棉纱的需求持续强劲，棉价还有进一步上涨的可能。

印度作为纺织品出口大国之一，家纺行业总产值达 5.5 万亿卢比（约 736 亿美元），其中出口占比达 60%，主要出口类别为毛巾、床品、窗帘、地毯等。2021 年 11 月 1 日印度评级机构 Crisil 表示，印度的家用纺织品出口额将在 2022-23 财年激增 20%，全球市场份额会进一步提高。

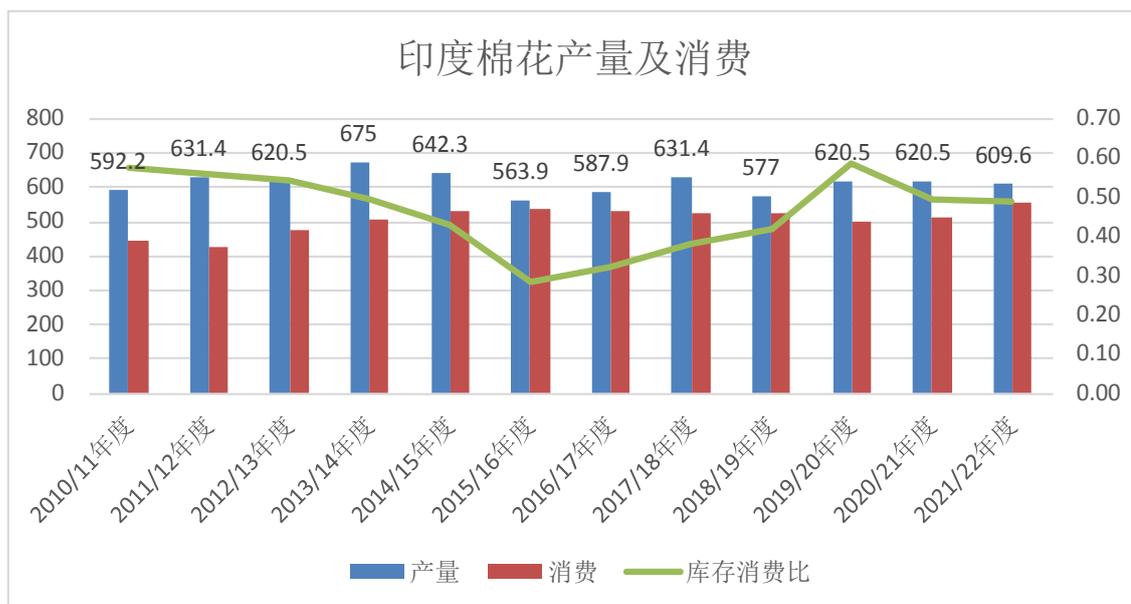


图 2-2: 印度棉花产量及消费 (USDA)

数据来源：棉花信息网 方正中期研究院整理

美国——需求向好支撑美棉

2021 年因受降雨影响，美国东南棉区阿拉巴马州棉花播种有所推迟，加之 10 月后期遭遇飓风，棉花收获期遭遇恶劣天气引发收购的担忧，触发当地的忧心情绪。西南棉区收到飓风影响较大，棉花质量和采摘受到一定影响。

美棉在外围美股及谷物市场走强以及美棉本年度出口数据维持强劲态势支撑之下，市场整体向上态势不改。主力合约创下多年来新高。中国的以及全球纺织行业需求较强支撑美棉价格走高。

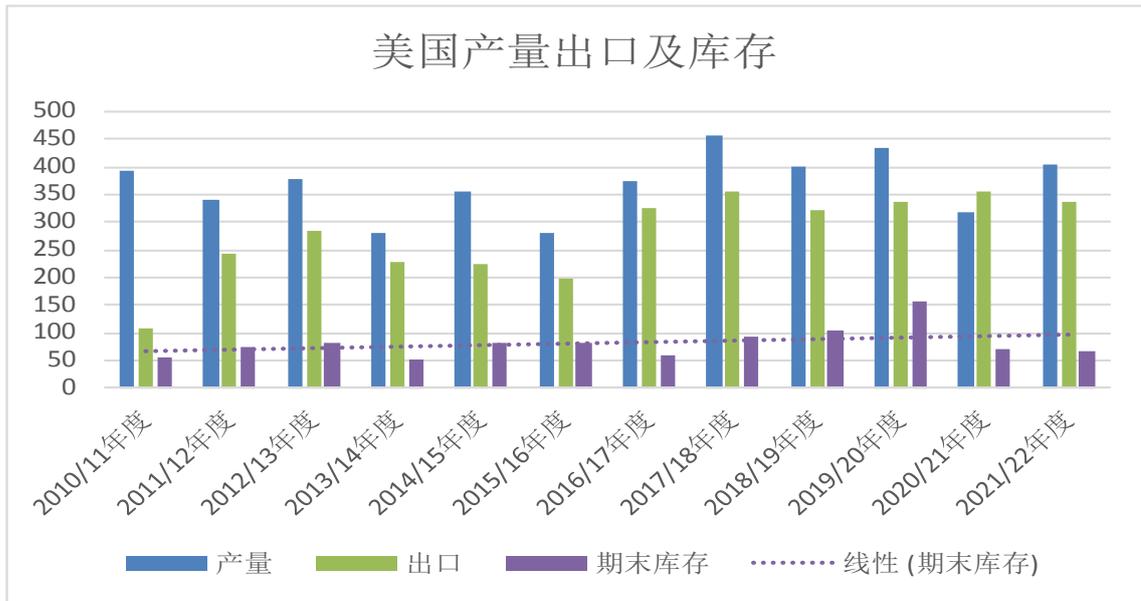


图 2-3: 美国棉花产量、出口及库存情况

数据来源: 棉花信息网 方正中期研究院整理

美棉整体基本面较好, 期末库存较上一年度出现大幅降低, 出口料将高于产量, 这给了美棉较好的支撑。总体来看, 美棉库存消费比处于较低水平, 预计美棉 2021 年下半年末尾仍将保持强势。

巴基斯坦——棉花需求活跃

据巴基斯坦棉花加工协会 (PCGA) 统计数据, 10 月下半巴基斯坦新年度籽棉上市量折皮棉约 16.2 万吨, 较去年同期增加 4.4 万吨, 同比增加 37.3%, 但较十月上半上市量 (21.1 万吨) 已有所下降。截至 11 月 1 日, 巴基斯坦新年度籽棉上市量折皮棉约 97.0 万吨, 较去年同期增加 43.5 万吨, 同比增加 81.2%。其中旁遮普省新年度籽棉到货量同比增加近 70%, 而信德省同比增加 93%。

从已上市新花流向来看, 85.3 万吨已被纺企采购, 去年同期采购量为 39.8 万吨, 同比增加 114%; 出口商采购约 2500 吨, 去年同期约 2700 吨, 同比减少 7.9%; 轧花厂库存约 11.4 万吨, 去年同期为 13.4 万吨, 同比减少 14.7%。

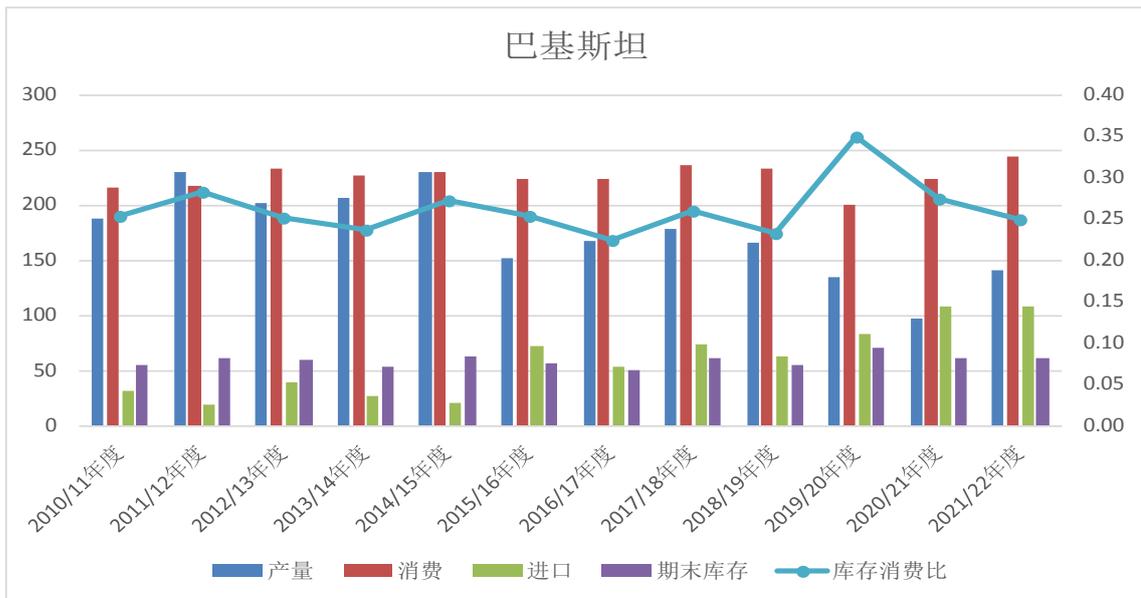


图 2-4: 巴基斯坦棉花产量、出口及库存情况

数据来源: 棉花信息网 方正中期研究院整理

巴西——棉花产量调增

巴西棉花采摘基本完成。巴西业内相关棉业机构预计 2020/21 年度巴西的植棉面积，单产及总产均有增加，其中单产近 115 公斤/亩，环比上月预测（114 公斤/亩）小幅增加，但同比上一年度（120 公斤/亩）降低 4%；产量预期经调整后调增至 236 万吨，较 8 月预测（234 万吨）微幅上调。

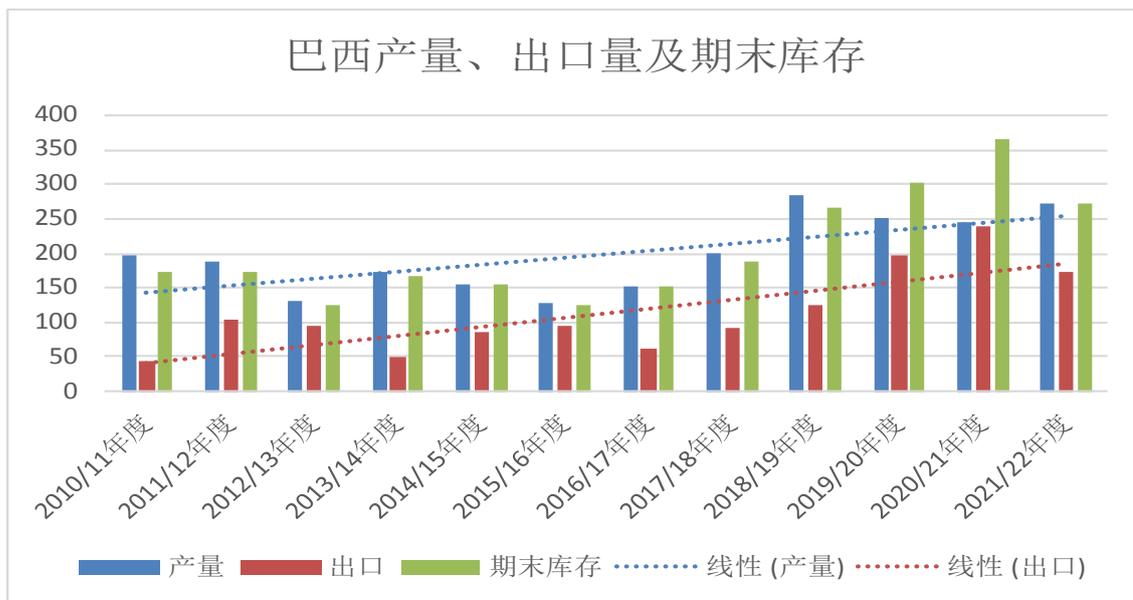


图 2-5: 巴西棉花产量、出口及库存情况

数据来源: 棉花信息网 方正中期研究院整理

巴西产量及出口量均维持上行，但单产较高、消费减弱导致库存积压严重，新年度预计巴西棉花产量和出口量仍将维持上行，期末库存有望维持高位。

第三部分、国内棉花供需格局

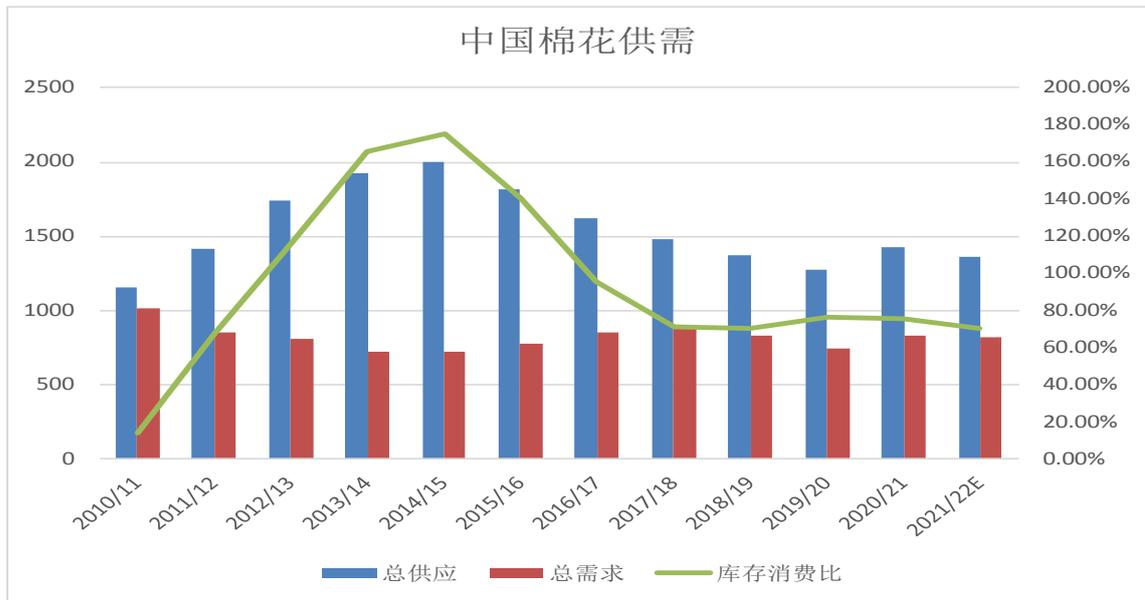


图 3-1: 中国棉花供需情况

数据来源: 棉花信息网 方正中期研究院整理

中国棉花总体仍处于供大于求格局，总供应维持在 1200 万吨，需求预计有所增长，消费有望回升至 870 万吨附近。库存消费比维持在 60% 附近，近年来国内总体处于去库存周期，库存消费比总体趋势处于下行通道。

2021 年 10 月，新棉抢收格局支撑棉花价格上涨，但下游消费出现颓势，棉花库存快速回升，国内经济及全球经济进入滞涨期，这将使得库存消费比回升，对于棉花价格利空。

1、2021 年新疆棉花种植面积及产量预估

据中国棉花信息网对于新年度种植面积意向的调查，新疆棉花 2021 年预计播种面积达 3565 万亩，较上一年度减少 3.8%，内地种植面积 606.4 万亩，较上一年度减少 7.9%。全国合计播种面积 4171.4 万亩，较上一年度减少 4.4%。

2021年全国棉花产量预期（截至2021年10月）				
单位：万亩，万吨				
主产省份	2021年面积	较上一年度变化	2021年产量	较上年变化
新疆	3565	-3.80%	520.5	-10.10%
甘肃	34	0.00%	3.5	-0.10%
山东	165.8	-4.50%	14.4	-4.60%
河北	175.5	-5.40%	15.1	-6.60%
河南	36.1	-5.20%	3	-6.30%
湖北	60.6	-23.20%	4.3	-17.30%
安徽	38.5	-10.50%	2.7	-4.20%
湖南	35.7	-11.90%	2.7	-12.00%
江苏	14.7	0.00%	1.1	0.00%
内地主产区	560.9	-7.80%	46.8	-6.70%
内地其他产	45.5	-9.00%	3.7	-9.70%
内地合计	606.4	-7.90%	50.5	-6.90%
全国合计	4171.4	-4.40%	571	-9.80%

数据来源：棉花信息网 方正中期研究院整理

据此推算，预计2021年棉花产量在571万吨，较上一年度减少9.8%。新疆产量预计达到520.5万吨，较上一年度产量减少10.10%。产量减少支撑棉价价格。

2、棉花供应：国内棉花商业库存降幅较快

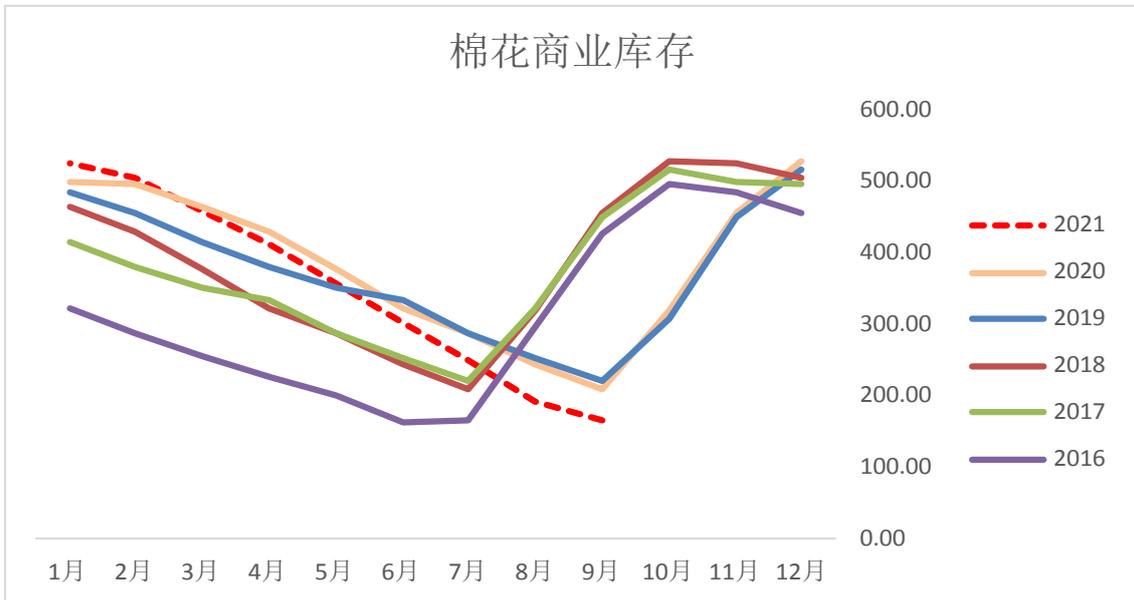


图 3-6：中国棉花商业库存

数据来源：棉花信息网 方正中期研究院整理

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，9 月底全国棉花商业库存为 165.83 万吨。较上月继续减少 26.64 万吨。

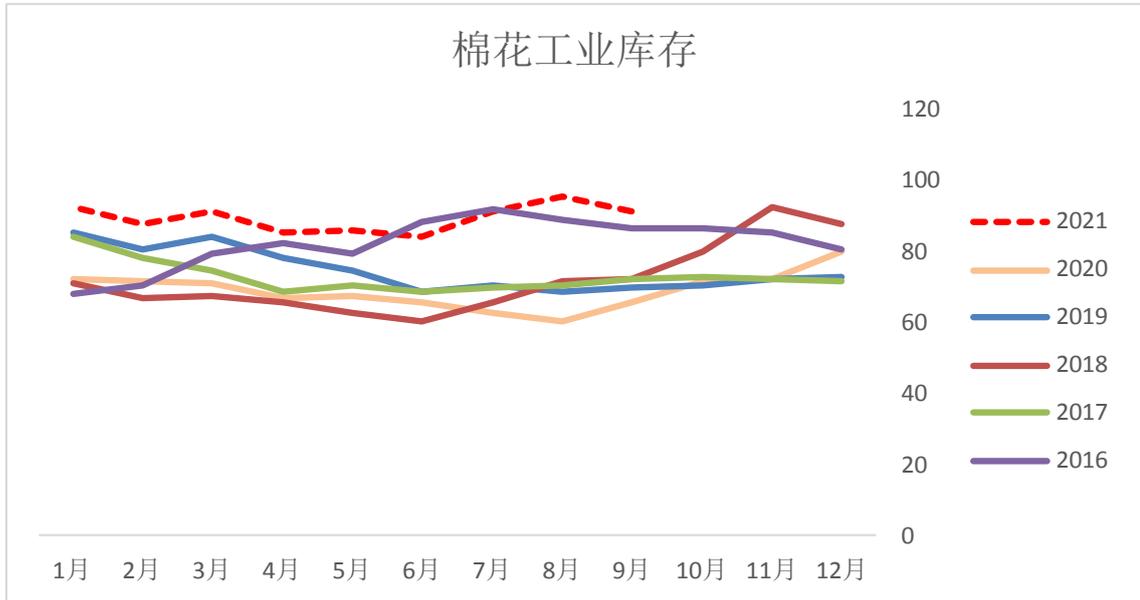


图 3-7: 中国棉花工业库存

数据来源: 棉花信息网 方正中期研究院整理

9 月，棉纺织企业棉花工业库存稳中有增。据调查，截至 9 月底纺织企业在库棉花工业库存量为 91.42 万吨，较上月底下降 4.13 万吨。纺织企业可支配棉花库存量为 128.86 万吨，较上月下降 6.29 万吨。本月棉花价格先涨后跌，新棉高价抢收预期下，郑棉主力 01 合约本月最高触及 22900，为近三年的新高。但本月下游需求不足，价格向下传导较难，坯布库存充足，再加上国家对储备棉轮出政策的调整，郑棉在高位处有所回调。月内企业逢低补库，再加上配额发放和储备棉轮出，总体的用棉较为充足，但对高价棉花的接受力度仍然不足。

调查结果显示，本月纺织企业纱线库存上升，截至 9 月底纺织企业纱线库存 17.68 天，较上月上升 4.12 天。坯布库存 24.89 天，较上月上升 4.74 天。

截止至 2021 年 10 月 29 日，交易所棉花期货注册仓单 2188 张。仓单数量快速降低，处于近 4 年来新低。

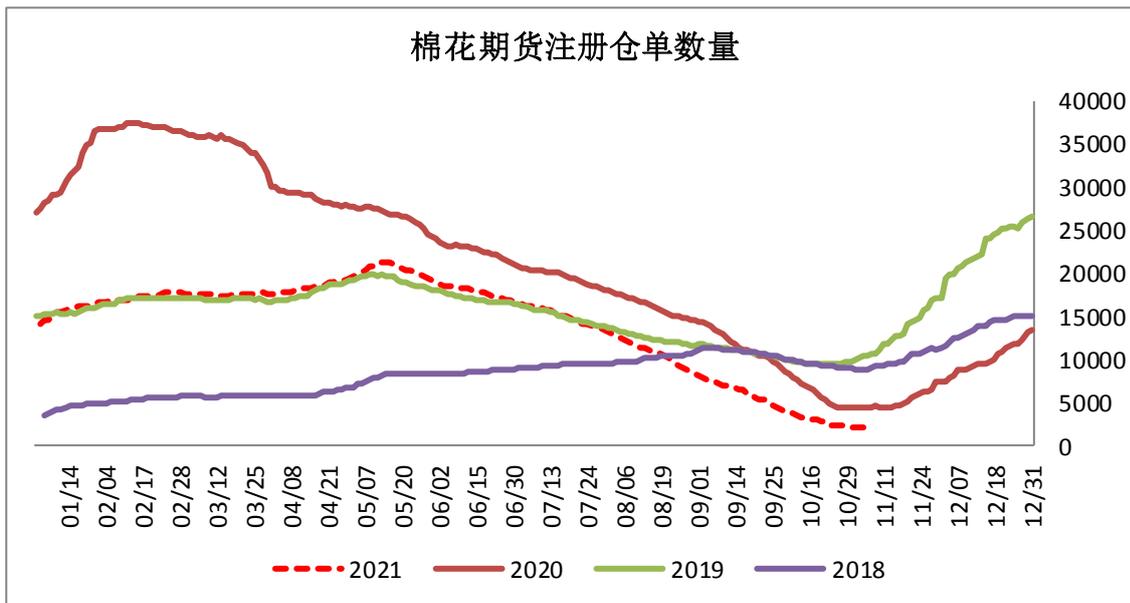


图 3-8: 注册仓单数量

数据来源: 棉花信息网 方正中期研究院整理

3、棉花供应：9 月棉花进口数量同比大幅下降

2021 年 1-9 月，我国累计进口棉花 185.03 万吨，同比增长 32.28%。其中，9 月，我国进口棉花 7.34 万吨，环比下降 14.88%，同比下降 65.08%。

2021/2022 年度，我国累计进口棉花 7.34 万吨，同比下降 65.08%。

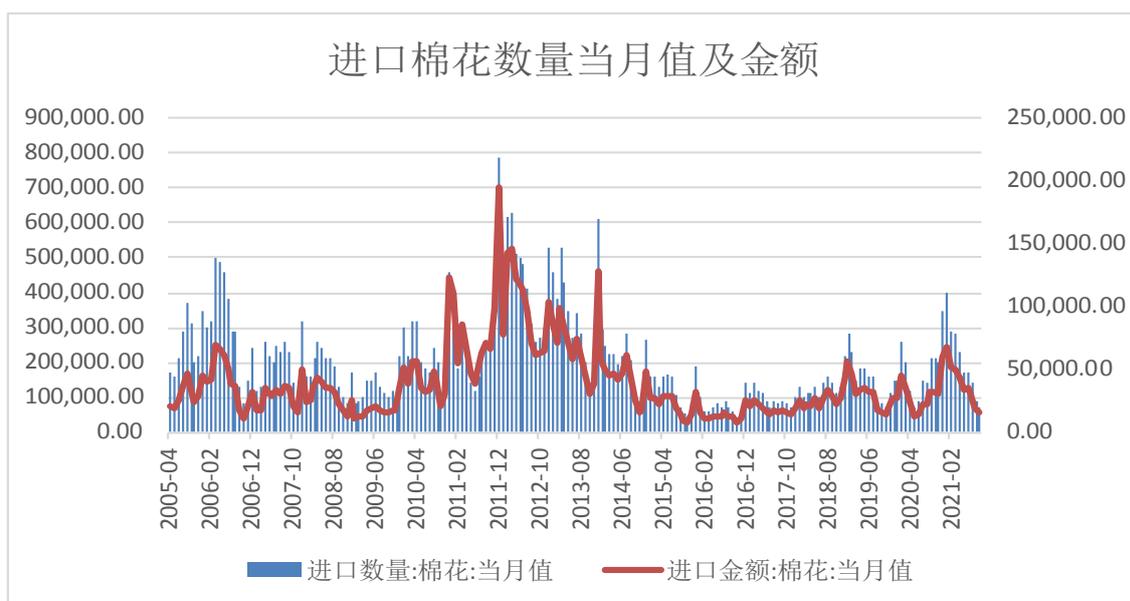


图 3-9: 进口棉花数量

数据来源: Wind 方正中期研究院整理

海关数据显示，2021年1-9月，我国累计进口棉纱167.64万吨，同比增长21.34%；累计出口22.09万吨，同比增长10.58%。其中，9月，我国进口棉纱18.8万吨，环比增长5.06%，同比增长5.55%；出口棉纱2.37万吨，环比下降5.23%，同比下降13.41%；净进口量为16.43万吨，环比增长6.73%，同比增长8.99%。

2021/2022年度，我国累计进口棉纱18.8万吨，同比增长5.55%；累计出口2.37万吨，同比下降13.41%。

进口数量:棉花:累计值(吨)	2021-09	占比
巴西	486,757.65	24.55%
澳大利亚	22,024.96	1.11%
美国	711,617.30	35.89%
印度	393,610.95	19.85%
巴基斯坦	213,649.14	10.77%
印度尼西亚	70,617.46	3.56%
中国台湾	45,150.64	2.28%
乌兹别克斯坦	6,322.80	0.32%
墨西哥	12,307.39	0.62%
韩国	3,285.57	0.17%
泰国	4,721.46	0.24%
土耳其	12,682.48	0.64%
秘鲁	110.56	0.01%
共计	1,982,858.38	1.00

数据来源: Wind 方正中期研究院整理

4、棉花需求: 纺织行业疲弱难改 订单不足需求不旺

从数据上看,下游消费回暖带动纺织行业出现复苏,但需求出现边际递减拖累纺织工业。9月份,规模以上工业增加值同比实际增长3.1%(以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率),比2019年同期增长10.2%,两年平均增长5.0%。纺织业下降5.8%。

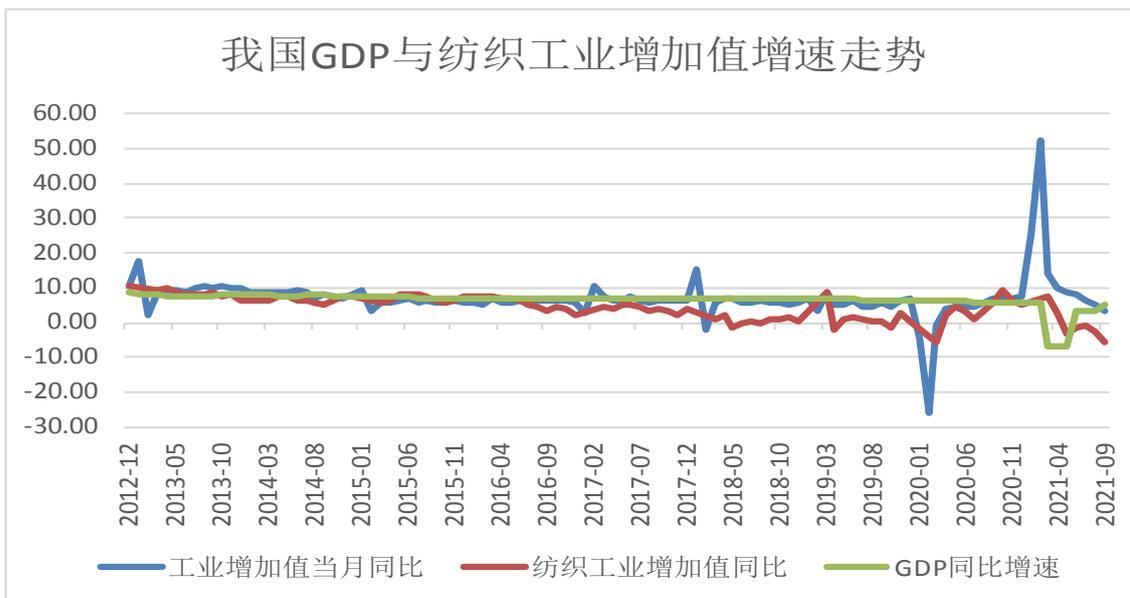


图 3-11: GDP 与纺织工业增加值

数据来源: Wind 方正中期研究院整理



图 3-12: 纺织工业增加值

数据来源: Wind 方正中期研究院整理

从数据上看,消费呈现疲弱态势,纱厂库存累库速度加快,纱线及坯布开机率快速回落,短纤库存上升至近年来最高水平。下游需求疲弱难改。

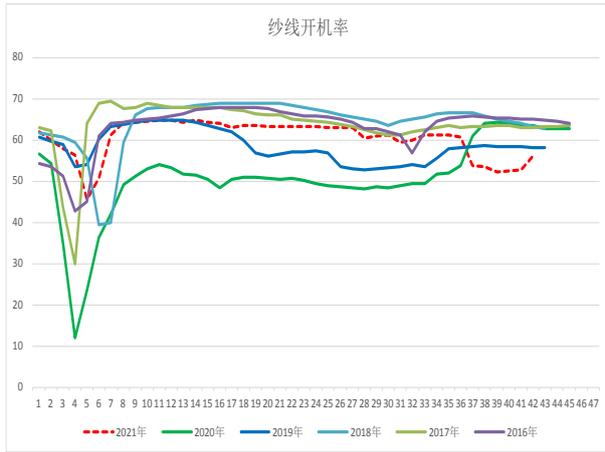


图 3-13: 纱线开机率

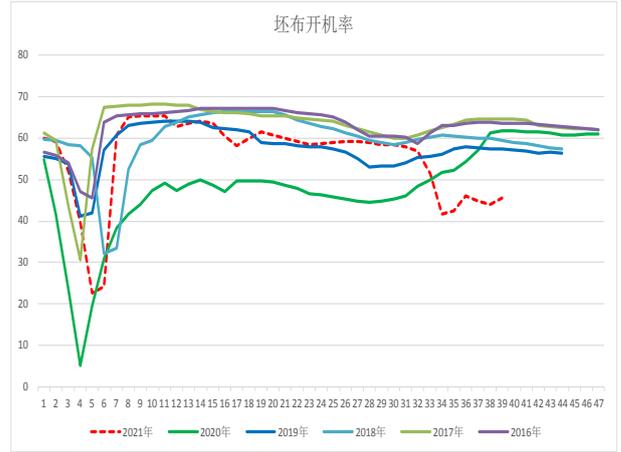


图 3-14: 坯布开机率

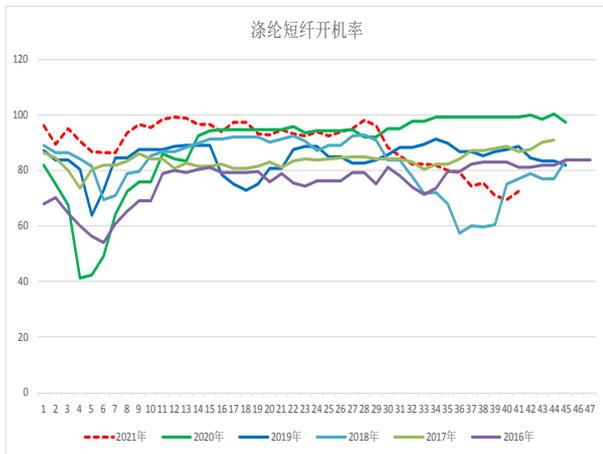


图 3-15: 涤纶短纤开机率

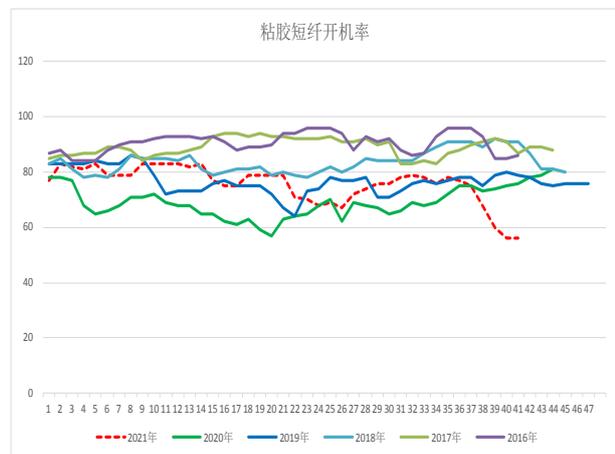


图 3-16: 粘胶短纤开机率

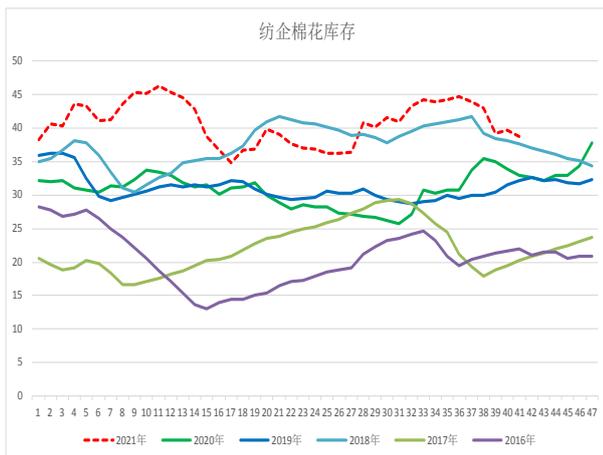


图 3-17: 纺企棉花库存

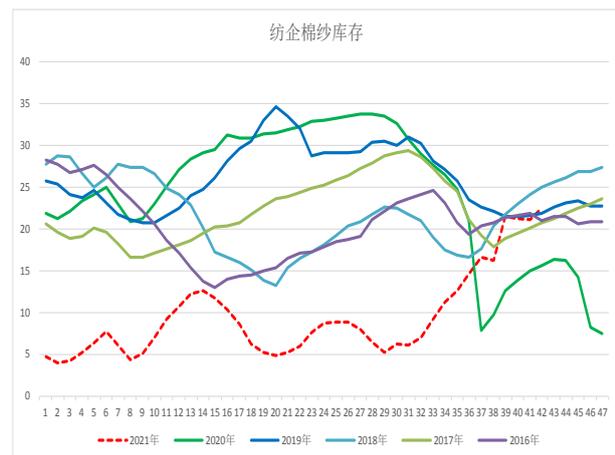


图 3-18: 纺企棉纱库存

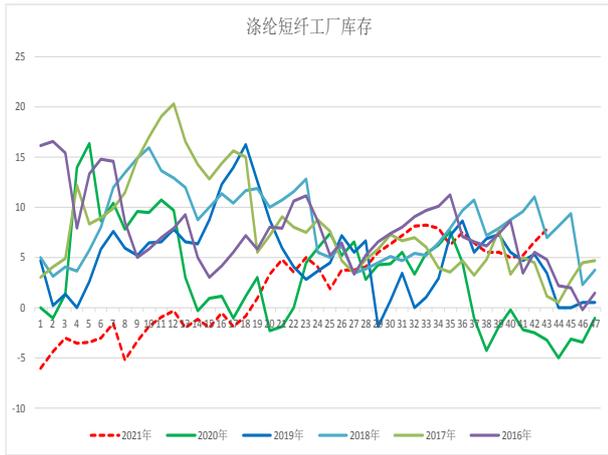


图 3-19: 涤纶短纤工厂库存

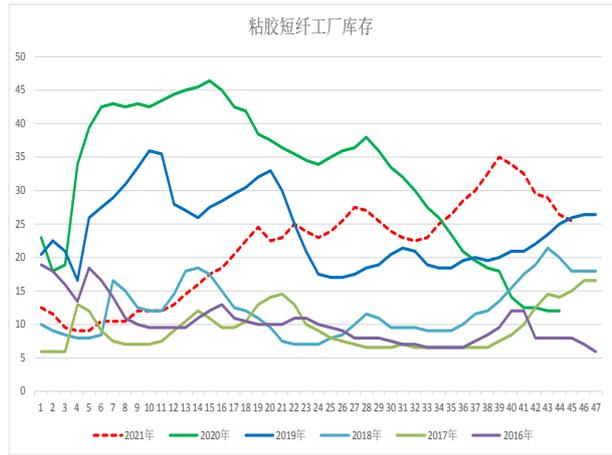


图 3-20: 粘胶短纤工厂库存

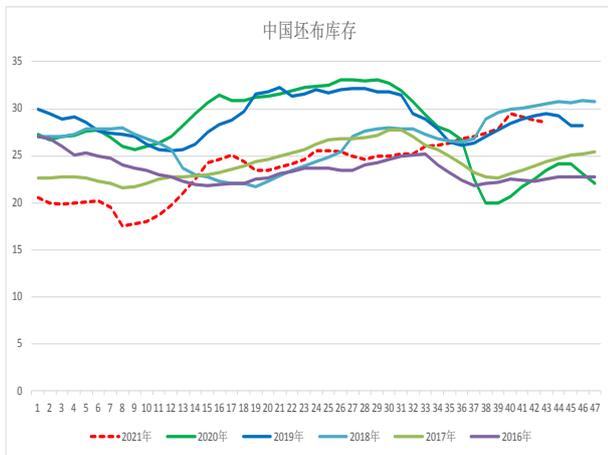


图 3-21: 中国坯布库存

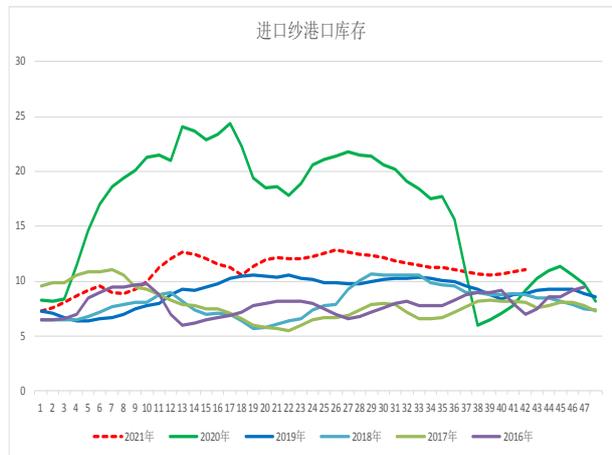


图 3-22: 进口纱港口库存

数据来源: 棉纺织信息网 方正中期研究院整理

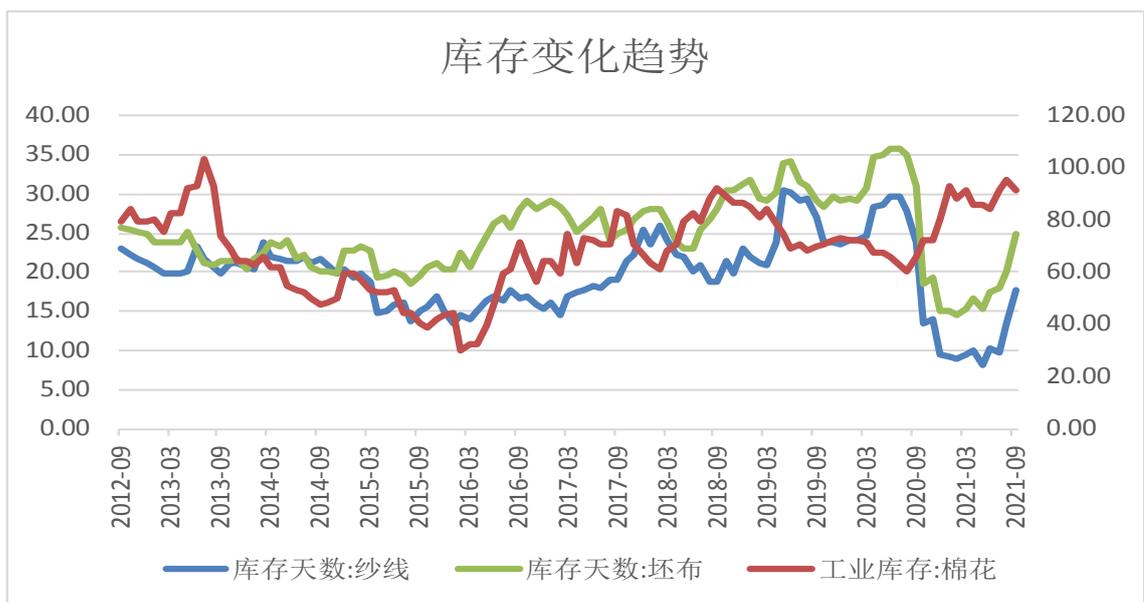


图 3-23: 纺企成品库存及工业库存 (天)

数据来源：WIND 方正中期研究院整理

从内销数据以及纺织企业利润增速来看，内销数据纺织企业利润较上一年度增速回落，纺企利润亦出现走低，对于高价棉花价格的接受程度降低，消费依然是决定后市的重要变量，从数据上看，国内消费增速有一定边际走弱的迹象，对于棉价支撑力度减弱。



图 3-24：内销数据

数据来源：Wind 方正中期研究院整理

国内纺织行业数据好转主要来自于全球经济的复苏，中期看，欧美宏观上有进入滞胀的可能，消费走弱恐是大概率事件，对于棉花的支撑力度减弱。

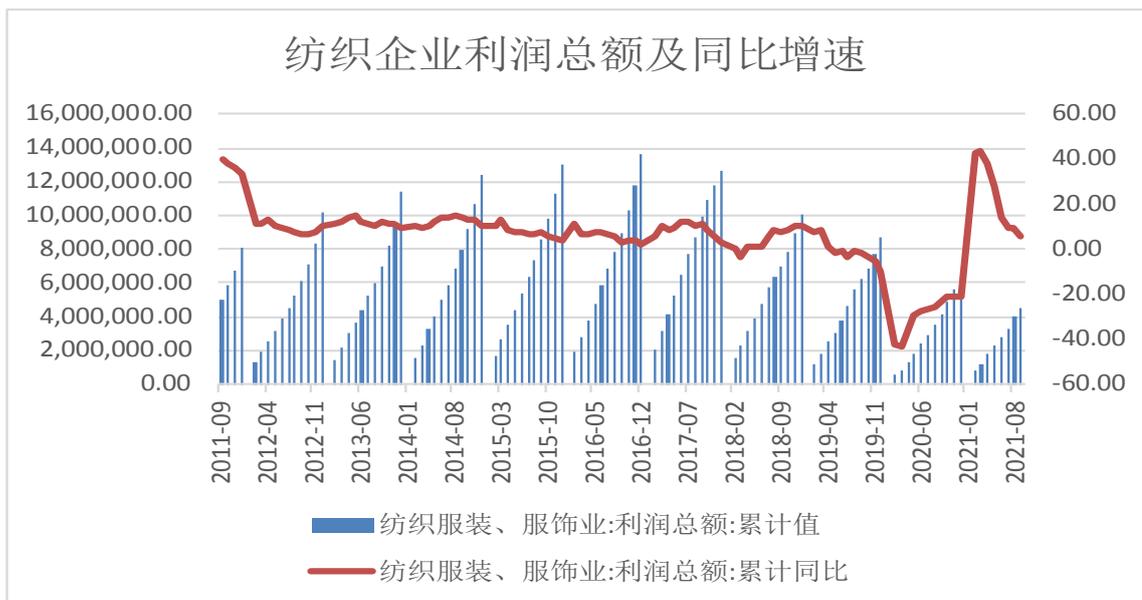


图 3-25：纺织企业利润

5、棉花需求：纺织品出口额同比下降

2021年1-9月，纺织服装累计出口14738.9亿元，比去年同期（下同）下降2.63%，比2019年同期增长6.65%，其中纺织品出口6813.2亿元，下降17.7%，比2019年同期增长11.81%，服装出口7925.7亿元，增长15.5%，比2019年同期增长2.58%。

9月，纺织服装出口1890亿元，下降3.96%，环比下降2.96%，比2019年同期增长10.04%，其中纺织品出口805.1亿元，下降11.75%，环比下降0.57%，比2019年同期增长17.74%，服装出口1084.9亿元，增长2.78%，环比下降4.66%，比2019年同期增长4.94%。

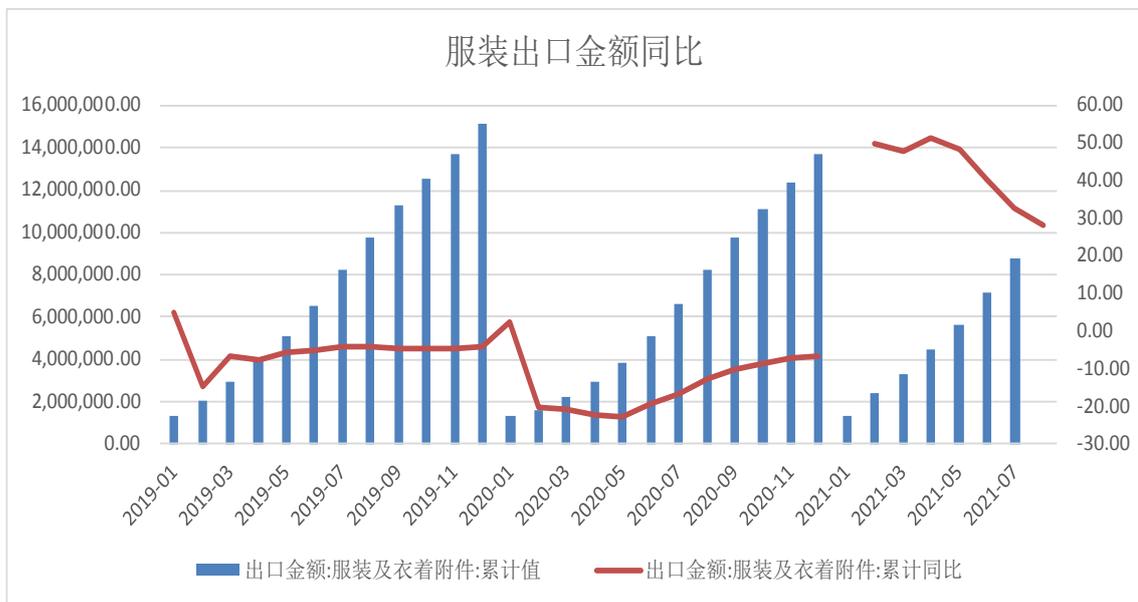


图 3-26: 服装出口金额

数据来源: Wind 方正中期研究院整理

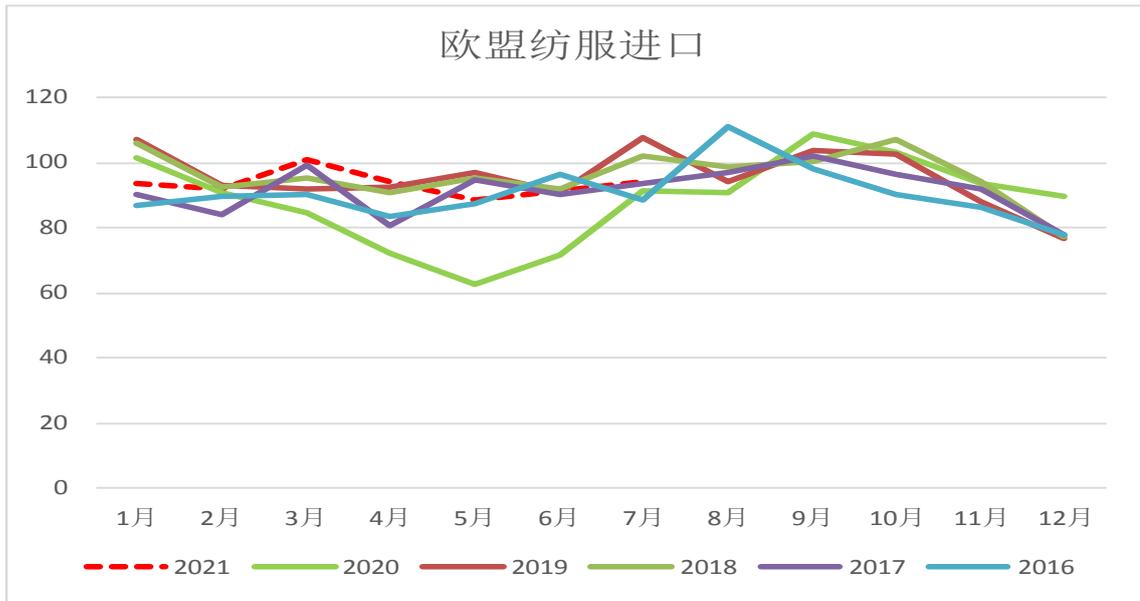


图 3-27: 欧盟纺服进口 (天)

数据来源: 棉纺织信息网 方正中期研究院整理

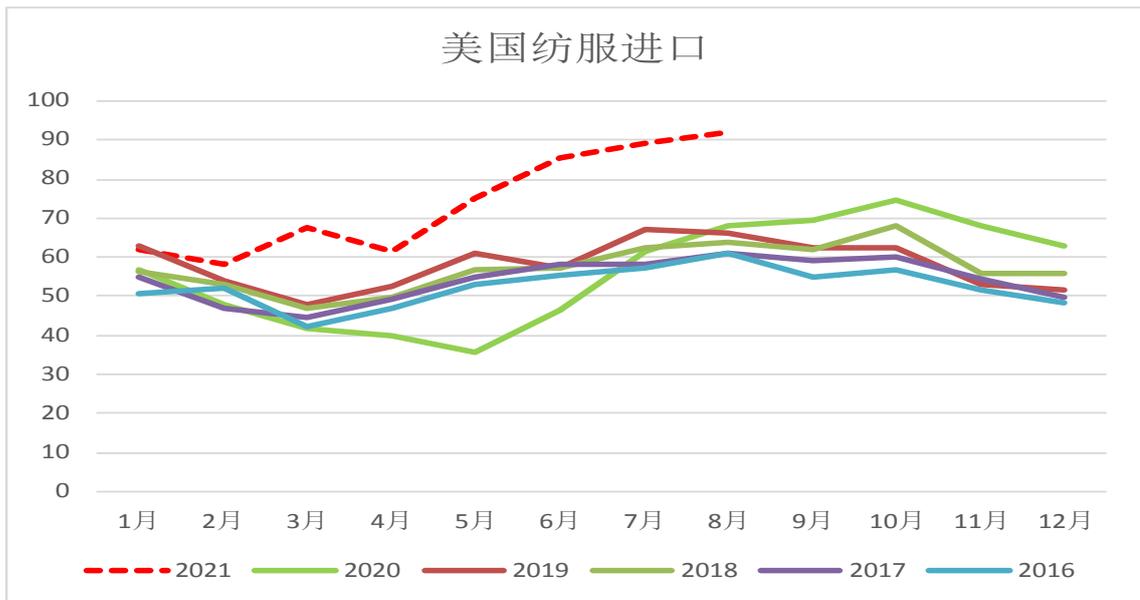


图 3-28: 美国纺服进口 (天)

数据来源: 棉纺织信息网 方正中期研究院整理

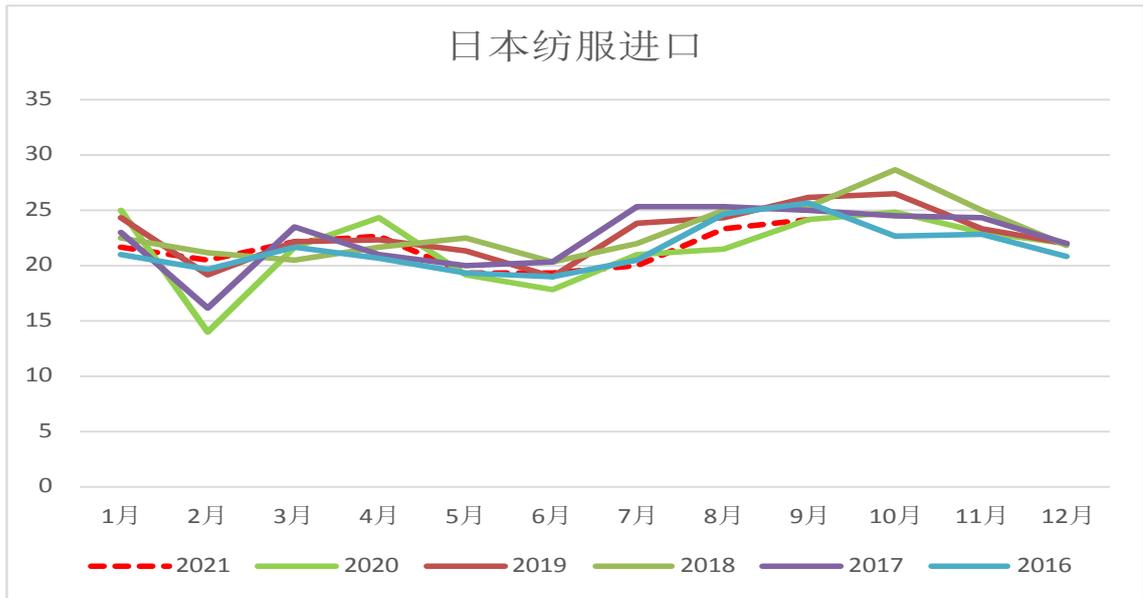


图 3-29: 美国纺服进口 (天)

数据来源: 棉纺织信息网 方正中期研究院整理

从美欧日纺服进口数据来看, 纺服进口的态势在 2020 年下半年开始出现较大幅度增长。2021 年中, 美国纺服进口飙升, 回到近 5 年最高, 欧盟纺服进口亦达到历史较高水平。日本纺服进口维持稳定。表明需求有所恢复。在美欧日等国的纺服进口中, 中国占到相当的比例。因此, 欧美等国的复苏对于纺织行业的复苏将起到重要的促进作用。

2021 年年末, 需要关注美国经济刺激政策是否维持以及美联储货币供应情况, 总体来看, 全球疫情的形势依然是影响行情的较大变量, 后期需要关注宏观层面, 尤其是欧美滞胀格局对于消费以及工业品走势的利空影响。

6、2021 年棉花轮入及轮出情况

10 月启动棉花二次抛储

10 月, 储备棉继续投放, 本轮为今年以来第二轮投放, 为了抑制棉花价格上行, 10 月开始储备棉继续抛储。10 月储备棉投放合计上市 43.63 万吨, 总成交 24.66 万吨, 成交率 57%。平均成交价格 18749 元/吨, 折 3128 价格 20512 元/吨。其中, 新疆棉成交 12.32 万吨, 成交均价 19445 元/吨, 折 3128 价格 21029 元/吨; 地产棉成交 12.35 万吨, 成交均价 18054 元/吨, 折 3128 价格 19997 元/吨。

2004-2020年度中国储备棉库存变化 (万吨)

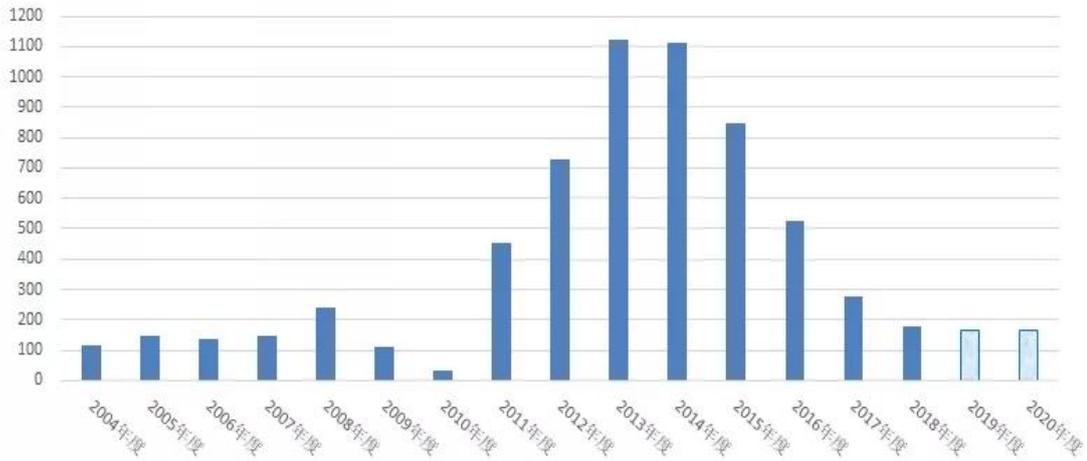


图 3-30: 国储棉花库存情况

数据来源: 棉花信息网 方正中期研究院整理

7、中国棉花供需平衡表

方正中期棉花供需预测		
	2020/21	2021/22E
期初库存	526	557
产量	630	540
消费	860	870
进口	265	280
出口	4	4
期末库存	557	503
库存消费比	64.77%	57.82%

表 3-3: 方正中期 2020/21 年度棉花供需预测

	中国棉花信息网				USDA		
	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2019/20	2020/21	2021/22
期初库存	592	543	533	584	776.6	803.4	846.4
产量	577	575	633	564	593.3	642.3	582.4
消费	829	745	855	830	718.5	870.9	892.7
进口	203	160	273	200	152.4	228.6	217.7
出口	4	4	1	3	4	4	4
期末库存	543	533	584	518	803.4	846.4	758.5
库存消费比	65.50%	71.54%	68.30%	62.41%	111.82%	97.19%	84.97%

表 3-4: 机构预测中国棉花供需平衡表

我们预计 2021/22 年度棉花消费和进口将可能出现较好增长，主要基于两点，一个经济活动逐步恢复，隔离措施的逐渐解除使得消费逐步恢复，这使得 2021 年年末到 2022 年全年经济活动有望加速，对于棉纺织品的购买有望提升，因此棉花的消费有望回到较高水平，我们认为消费量将有望回升到 850-880 万吨左右水平。此外，2021 年棉花产量将有望较上一年度缩减，目前调查数据显示，新疆及内地地区减产幅度有望在 10% 附近，对于棉花价格有提振作用。随着国内需求回升，国内棉花仍将维持 200 万吨以上缺口，棉花的进口量有望较上一年度提升，从目前的数据来看，进口量超乎预期，因此进一步维持进口量至 260-280 万吨。

从中国的库存情况看，棉花库存已经处于四年低位。消费的提升、库存的下降将使得棉花价格处于高位。不过后续还需关注欧美滞胀格局以及美股高位回落的宏观风险，对于消费的影响目前仍需谨慎。

第四部分、技术分析、多空持仓及季节性分析

技术面上看，棉花短期维持 21000-23000 区间震荡，下方 21000 附近存在一定支撑，上方 22500 附近存在一定压力。总体来看，短期棉花上行空间有限，中期随着收购进入尾声，棉花交易重心将转移下游消费格局上来，技术上 22500 附近为强阻力位。预计 11 月初棉花可能将维持震荡走高的局面，11 月末，随着收购季结束，棉花震荡下跌的概率较大，后续走势需关注新棉收购情况，下游开工情况以及宏观层面的变动。



图 4-1: 郑棉指数日 K 线图走势

数据来源: Wind 方正中期研究院整理

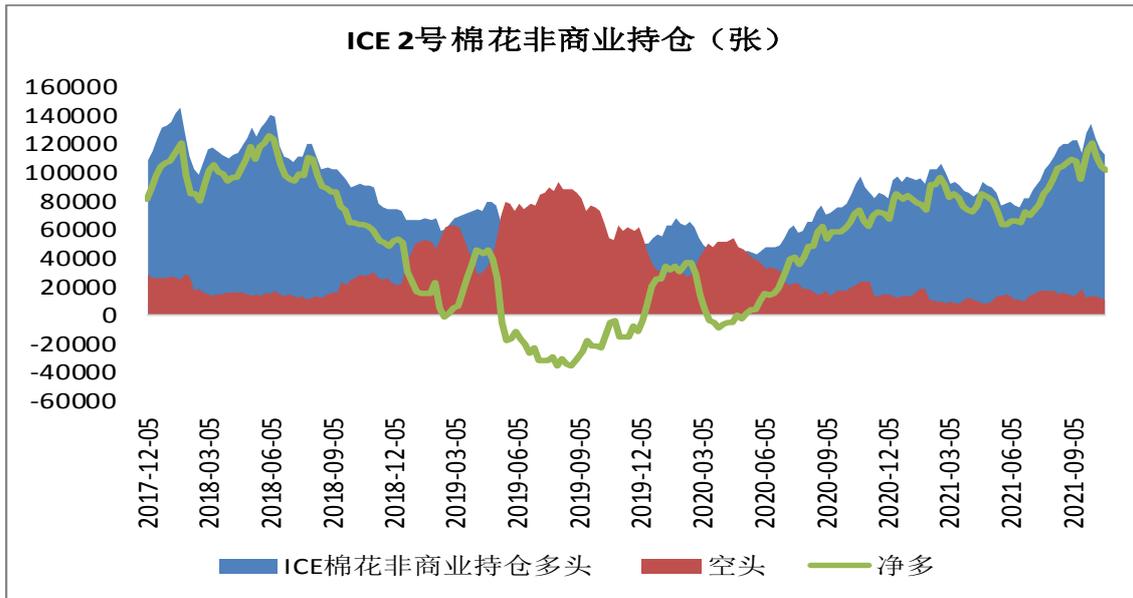


图 4-2: ICE 棉花非商业持仓

数据来源: Wind 方正中期研究院整理

CFTC 持仓情况: 截止至 2021 年 10 月 26 日当周, ICE 棉花非商业多头为 113,246 张, 空头为 11,177 张, 净持仓为 102,069 张, 较上一周减少 2,354 张; 从季节性角度分析, 非商业净持仓较近五年相比处于较高水平。

棉花走势季节性分析

从季节性角度来看，从季节性角度来看，棉花 01 合约在 11 月下跌概率较大。



图 4-3：棉花季节性走势

数据来源：Wind 方正中期研究院整理

第五部分、棉花、棉纱价差及套利

1、棉花-棉纱

棉花棉纱价差有所缩小，短期棉花表现较强，棉纱后来居上，价差先扩大后缩小。短期纱线库存上行，消费疲弱，基本面弱于棉花，决定了棉纱表现短期将弱于棉花。从套利上看，未来一个月棉花仍有望维持强于棉纱的走势，棉花-棉纱价差有望维持继续缩窄，可以多棉花，空棉纱。



图 5-1：棉花-棉纱价差

数据来源：Wind 方正中期研究院整理

2、棉花 1-5 价差

近 1 个月棉花 1-5 价差整体扩大后有所收窄，市场目前对于短期棉花价格仍维持较乐观的看法。订单走弱对于远月合约影响较大，中期看，1 月合约仍有可能继续走强，短期可以空 5 月多 1 月。



图 5-2: 棉花 1-5 价差

数据来源: Wind 方正中期研究院整理

3、棉纱 1-5 价差

棉纱近期变化较大，短期扩大，因近月大幅上行，价差出现正值，中期看，棉纱近月将维持较强走势，远月偏弱，可以空 5 月，多 1 月。



图 5-3：棉纱 1-5 价差

数据来源：Wind 方正中期研究院整理

第六部分、棉花期权持仓成交、波动率及策略

1、期权成交及持仓分析

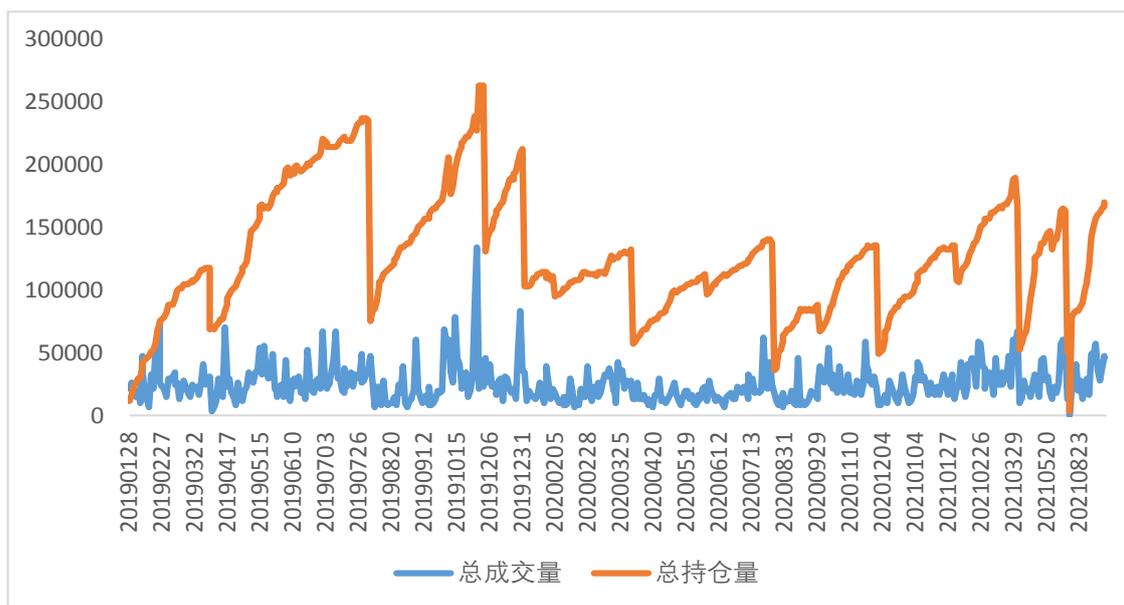


图 6-1: 棉花期权成交及持仓量

数据来源: Wind 方正中期研究院整理

2、波动率分析

截止至 2021 年 11 月 5 日, 标的 10 日、30 日、60 日和 90 日历史波动率分别为 23.77%、26.39%、22.03% 和 19.52%。棉花指数加权隐含波动率为 37.87%。

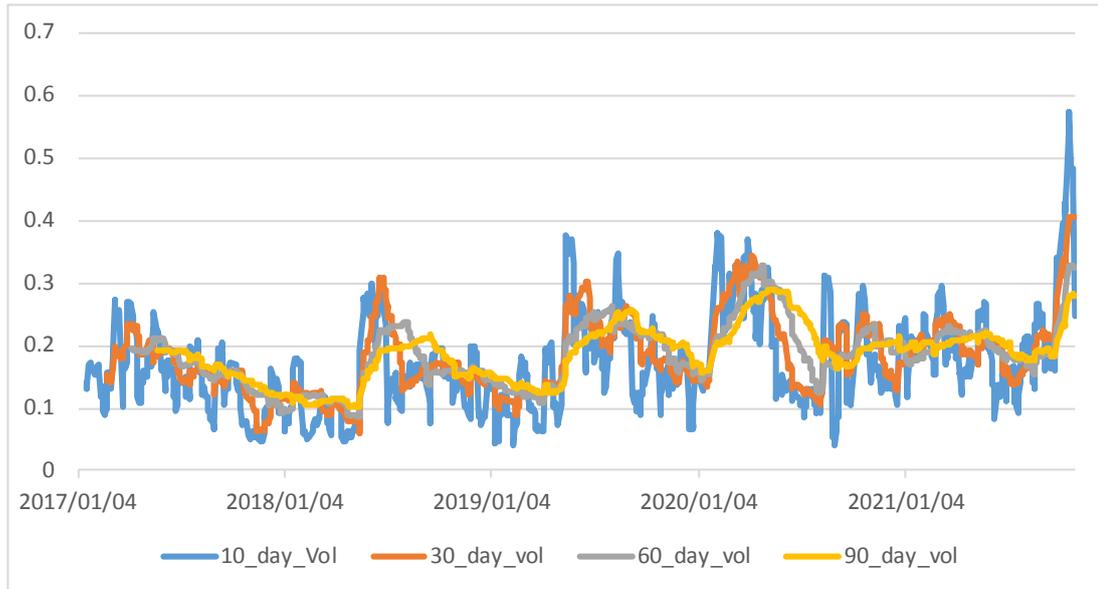


图 6-2: 棉花指数历史波动率

数据来源: Wind 方正中期研究院整理

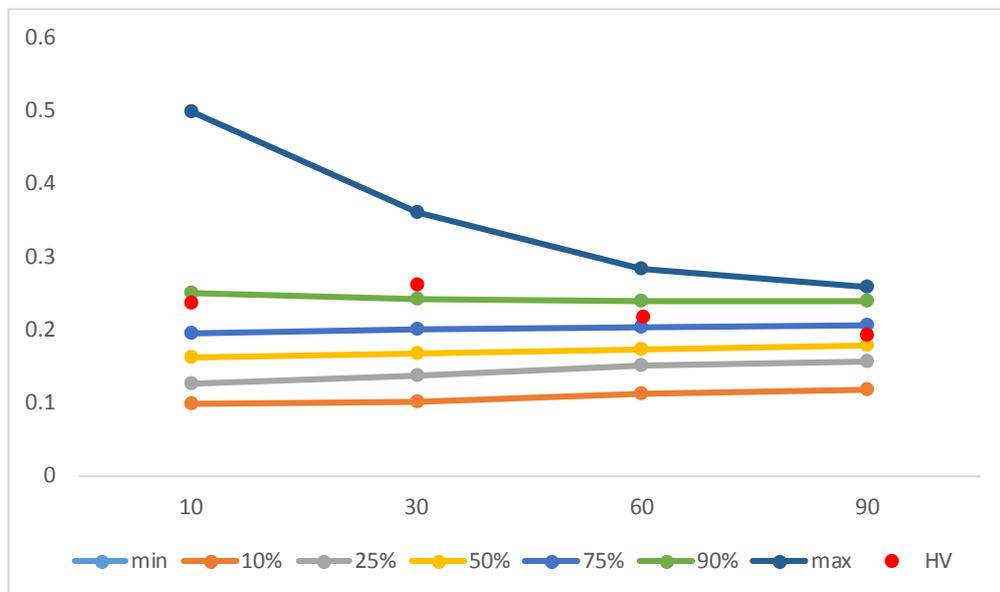


图 6-3: 棉花指数波动率锥

数据来源: Wind 方正中期研究院整理

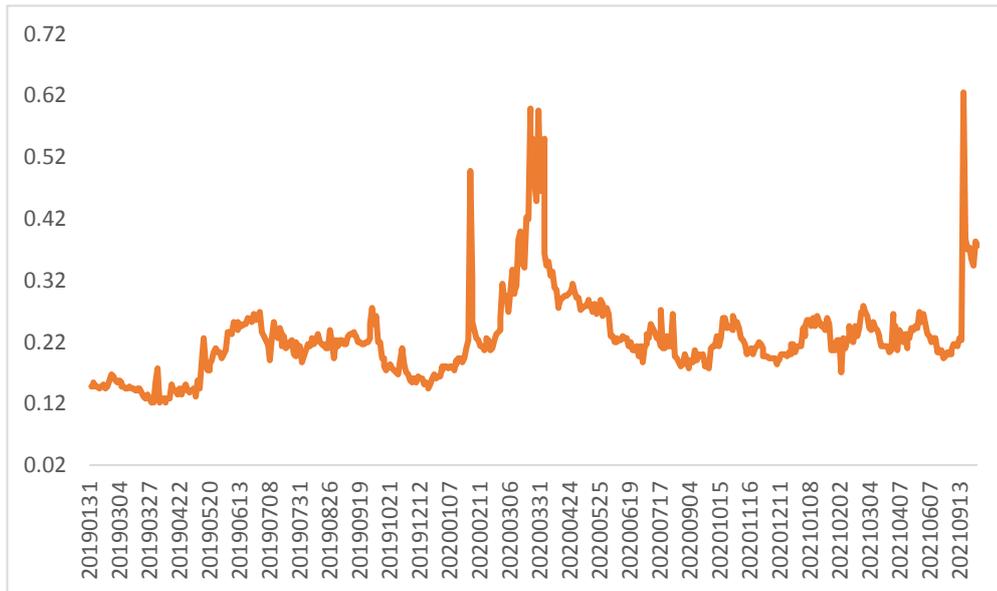


图 6-4：棉花指数加权隐含波动率

数据来源：Wind 方正中期研究院整理

从隐含波动率走势来看，棉花波动率亦存在较好的交易机会。2021 年 10 月波动率出现大幅回升，从 15% 附近一度上涨至 62% 附近，然后出现快速回落，跌回 37% 附近。总体来看，棉花波动率在 15% 附近存在较好的做多波动率的机会，在 30% 以上存在较好的做空波动率的机会。预计 11 月棉花波动率仍将震荡回落。我们建议投资者重点关注在波动率回升至 30% 上方时重点关注卖出宽跨式期权策略做空波动率的机会。

3、期权策略

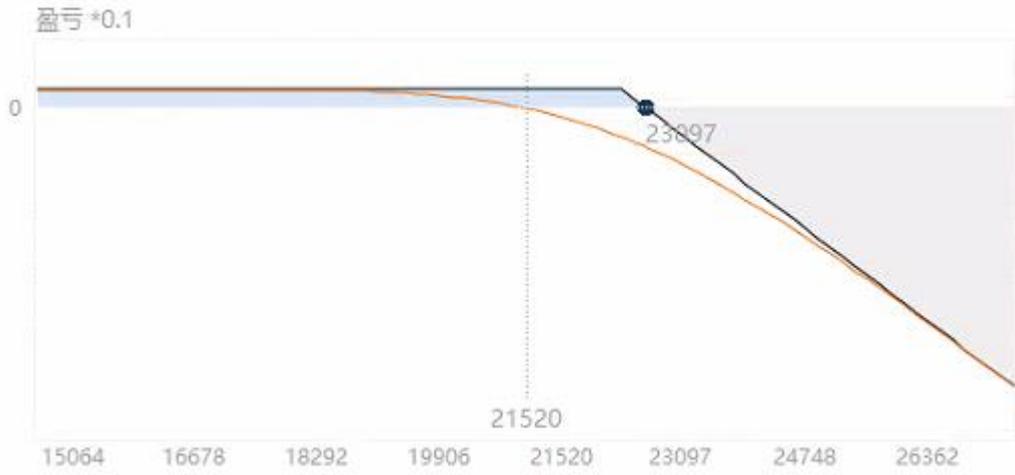
棉花期权波动率维持区间震荡格局，主力合约隐含波动率 37.87%，短期波动率维持偏高水平，从时间上看，短期可以卖出看涨期权或者买入熊市价差。中期可以采用现货或期货的备兑策略。产业客户或持有棉花现货的贸易商可以买入熊市价差策略或领口策略保值，或者待棉花冲高后买入远月认沽期权或卖出认购期权进行套期保值。

策略 1：卖出看涨期权

买卖	名称	手数	价格类型	价格	买价	卖价	HV60	IV
卖	棉花期权CF201C22800	1	买价	297	297	302	32.36%	31.34%

最大收益: 1,535.00 最大亏损: -∞ 区间最大收益: 1,535.00 区间最大亏损: -24,670.00

总Delta: -1.4318 总Gamma: -0.0009 总Vega: -98.4452 总Theta: 58.1403

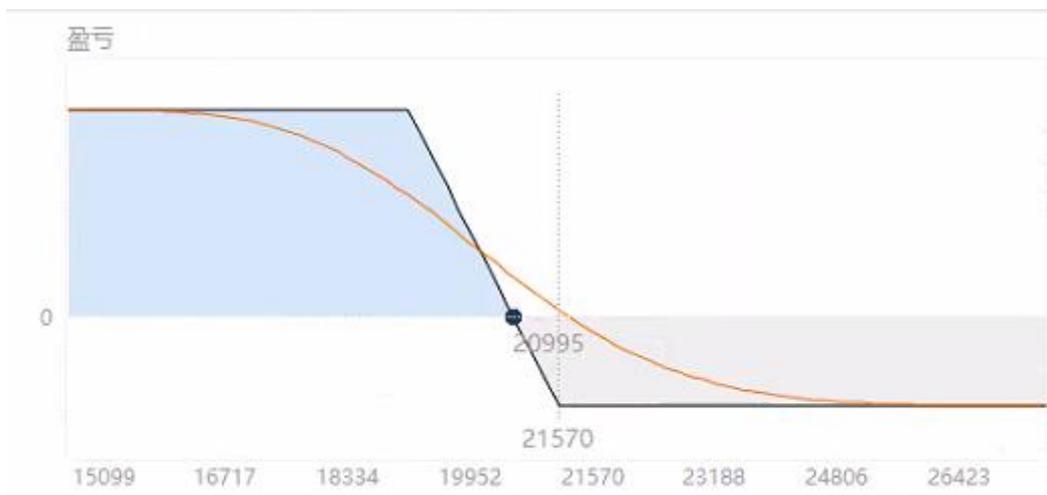


策略2: 熊市价差策略

买卖	名称	手数	价格类型	价格	买价	卖价	HV60	IV
买	棉花期权CF201P21600	1	卖价	784	768	784	32.36%	31.33%
卖	棉花期权CF201P19600	1	买价	179	179	184	32.36%	35.18%

最大收益: 6,975.00 最大亏损: -3,025.00 区间最大收益: 6,975.00 区间最大亏损: -3,025.00

总Delta: -1.7471 总Gamma: 0.0005 总Vega: 57.7186 总Theta: -30.8532



数据来源: Wind 方正中期研究院整理

第七部分、棉花期权 2020 年套保案例

2020 年，期权上市给了企业更好的套保工具。在我们服务的企业中，有多家企业用棉花期权进行了套保，不仅规避了年初棉花暴跌的风险，更是有企业利用期权建仓，降低了棉花购买的成本，期权在未来纺织企业经营中将起到越来越重要的作用。

案例 1：贸易商买入认沽期权保值

2020 年 1 月，由于中国出现疫情，棉花贸易商 A 公司于 2020 年 1 月中旬开始准备棉花套保方案，一方面是由于突然疫情对于经济未知的影响，另一方面也是认为棉花库存较大，且下游整体并不乐观。该公司经过与我司商谈后决定采用棉花期权来进行套保。

套保方案：初步定于 1 月 20 日左右入场，当时棉花主力合约价格在 14000 附近。选定合约为 CF2105P12000，当时价格为 10 点左右，折合人民币一手 50 元，贸易商 A 前后买入 500 手，套保数量为 2500 吨标准交割棉花，花费权利金 25000 元左右。



图 7-1：棉花 2005 走势



图 7-2：棉花期权走势

数据来源：Wind 方正中期研究院整理

到3月末，由于受到疫情扩散影响以及经济封锁影响，海外市场暴跌，带动棉花出现大跌走势，棉花价格一落千丈，跌破12000关口，贸易商保值目的达到，开始逐步退出平仓。退出点位约为1000-1100附近。

本次保值期权平仓收益为4441.67%，25000元左右的投入带来的利润为250万元，少量的投入为其2500吨货物起到了很好的保值作用，避免了棉花暴跌带来的损失，更使其在后期棉花探底后获得了买入抄底的现金和先机。

案例 2：纺织企业利用卖出认沽期权降低买入成本

2020年3月中旬，棉花出现大幅下探，一度跌至10000点附近，某纺织企业B准备购置棉花，经与我司探讨，我们为其提供了卖出认沽期权建仓的方案，一方面棉花经过大幅下跌，短期波动率高企，高达40%以上，达到历史最高，认沽期权权利金非常昂贵，处于高估状态，卖出期权能够收取高额的权利金。另外，5月合约在4月初到期，3月中旬离到期仅有不到一

个月时间，时间价值加速流逝，若后期棉花企稳，卖出认沽期权能够收获大部分权利金，若继续出现暴跌，有投资者行权，该纺织企业可以顺势行权，换取期货多单，完成抄底。

3月23日附近，棉花期货跌至10000点附近，该企业判断棉花跌至尾声，继续下跌可能性较低，遂卖出9900附近认沽期权500手，建仓成本200点附近，每张收取1000元权利金，花费保证金约400万元。

持有至4月初，该期权到期，期货价格并未跌至9000元以下，该企业收获了全部权利金为50万元。4月中旬，该企业通过期货建仓多单500手，建仓成本11000附近，因前期期权获利200点/手，该企业实际建仓成本为10800元/吨，通过期权操作，该企业大幅降低了该企业购买棉花的实际成本。



图 7-3：棉花期权走势

数据来源：Wind 方正中期研究院整理

第八部分、总结及操作建议

预计11月棉花可能将维持震荡走弱格局，棉花下行目标18000，后续走势需关注新棉收购，下游补库情况以及宏观层面的变动。CF2201 合约建议多单止盈，不建议开新仓，等待卖空机会。CY2201 合约建议多单止盈，不建议开新仓，等待做空机会。

棉花买入套保建议:对于下游纺织行业来说,棉花出现回落将是较好的买入套保的时机,做多合约建议买入棉花 2201 合约。期权方面,可以采用卖出认沽期权的方式动态建仓。一方面,若价格回落至执行价格以下,则可以行权,获取期货多头合约完成建仓。若价格没有回落至执行价格以下,则收取权利金,降低总体的买入成本。

棉花卖出套保建议:对于贸易商及轧花厂来说,应采用期权动态套保的方式卖出现货或套保,因棉花总体震荡上行概率较大,贸易商可以采用卖出虚值认购期权的方式进行套保和出货,若期货价格上升至棉花执行价格之上,则选择行权,获得期货空头头寸或出售现货,完成套保和出货。若价格没能打到执行价格以上,则可以持有到期,获得权利金收入。

投机建议:短线交易,做空为主,棉花目标 18000,棉纱目标 25000。

棉纱期货操作建议:

总体来看,由于棉纱库存逐步累积,下游需求走弱,棉纱价格有望弱于棉花,建议产业投资者或投机者逢低做空为主,入场区间 29000-30000,目标区间 25000。

附录:棉花产业链相关股票涨跌幅一览

证券代码	证券名称	相关产品	年初至今涨跌幅
000158.SZ	常山北明	棉花	-41.25%
000726.SZ	鲁泰A	棉花种植	0.98%
000998.SZ	隆平高科	农化,棉花,油菜及其他	49.81%
600251.SH	冠农股份	棉花初加工	32.33%
600313.SH	农发种业	棉花种子	18.01%
600359.SH	新农开发	皮棉	14.93%
600490.SH	鹏欣资源	棉花	21.78%
600540.SH	新赛股份	皮棉	24.59%
600710.SH	苏美达	棉花	10.83%

(注:数据截止至 2021 年 11 月 5 日)

数据来源:Wind 方正中期研究院整理

联系我们:

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881295
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881205
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦1606室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦2307室	021-50588107/ 021-50588179
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市硚口区武胜路花梓年喜年中心18层1807室	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区滨江路53号楷林商务中心C座2304、2305、2306	0731-84118337
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路望京大厦B座12层8-9号	010-62681567
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号津塔写字楼2908室	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区中华大街89号大连友谊时代广场B座1105室	0310-3053688
青岛营业部	山东省青岛市市南区香港中路61号阳光大厦21楼EH单元	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市雁塔区太白南路118号4幢1单元1F101室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号1106室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861093
上海自贸试验区分公司	上海市浦东新区南泉北路429号1703	021-58991278
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路132号银亿外滩大厦1706室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦5幢1010室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路999号中央商业广场(王府井A座11楼)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2859888
长沙黄兴中路营业部	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7318188
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦24楼	021-20778922

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，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，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策

与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。