



石磊

农产品分析师

从业资格证： F0270570

0516-83831165

shilei19870510@sohu.com

www.neweraqh.com.cn

苏州大学数学与应用数学专业理学学士，新加坡国立大学计量金融专业理学硕士。新纪元期货农产品事业部分析师，主攻棉花期货。熟悉金融模型和衍生品定价理论，兼顾程序化交易。

收储支撑和季节性因素 郑棉四季度上涨可期

—— 目前震荡回调 逢低多单入场

内容提要：

- 1、郑棉指数在系统性风险的影响之下，五月大跌超 9%，经历了第二季度的震荡筑底之后，小幅反弹。基本符合期棉的季节性规律。
- 2、据 USDA 最新预估报告，2012/13 年度全球棉花收获面积减少 5%，产量较去年下滑 8% 至 1.14 亿包。尽管棉花消费情况低迷不改，全球棉花供过于求的格局已经趋弱。中国的情况较为特殊，库存消费比预计将在 2012/13 年度创阶段性新高，限制棉价涨幅。
- 3、随着欧债问题趋缓、美国推行 QE3 以及中国经济可能在四季度缓慢回升，纺织行业将在困境中寻求生机，经历了近一年的低谷，纺织企业景气程度将较大概率在 2012 年第四季度获得小幅反弹。
- 4、国家今年后期不再发进口棉配额，待明年供求形势明朗之后再议。纺织企业不能靠进口棉的低价度日，更重要的是调整结构实现产业转型。由此看来，价格平稳运行仍将是今后棉花市场的主基调。
- 5、在中储棉以 20400 元/吨的价格不限量收储的背景之下，市场上棉花价格仍将在震荡整固之后继续向收储价靠拢。因此，棉价后市上涨仍旧可期。
- 6、目前在郑棉调整的背景下，寻找 19000 附近积极逢低建多。

关键字：供过于求 敞开收储 上涨可期 逢低建多

2012 年四季度棉价将小幅上扬

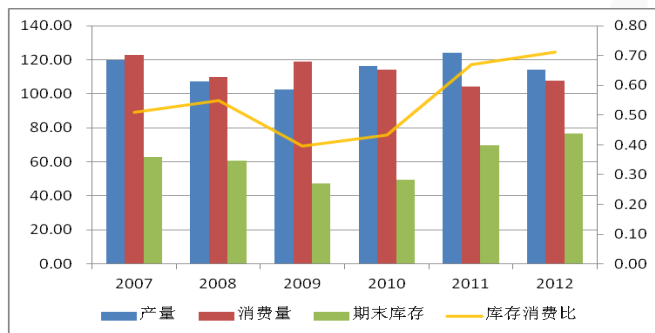
第一部分 微观平衡分析

(一) 2012/13 年度全球棉花供过于求缓和

根据美国农业部 USDA 九月发布的最新供需预估报告，新棉季（2012/13 年）世界棉花总产量约为 1.140 亿包，预计将较上年下降 8%。产量的下降主要由于棉花收获面积较上一年度减少 5% 至 3390 万公顷。主要产棉国如印度、中国等产量均有所下滑，仅美国预计在 2012/13 年度将增产 10% 至 1710 万包。美国收获面积预计 420 万公顷，较上年扩大 11%。

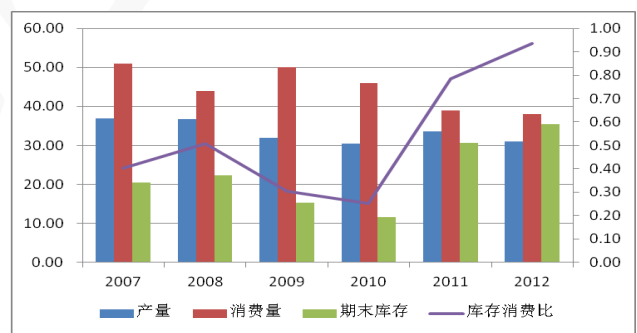
由于近一年来全球经济情况相对低迷，2012/13 年度全球棉花消费量预计为 1.076 亿包，较上个月下调 60 万包，但较上年增加 3%。这也表明全球持续三年的供过于求格局未改变，2012/13 年度全球棉花期末库存将创新高的达到 7650 万包，较上年增加 9.5%。全球期末库存预计增加，将给全球棉花价格施加下行压力。而由于中国进口疲软，2012/13 年全球棉花贸易预计为 3660 万包，较上月上调 80 万包，仍较上年减少 9%。

图 2-1：全球棉花供需平衡



数据来源：WIND 新纪元期货

图 2-2：中国棉花供需平衡



数据来源：WIND 新纪元期货

(二) 2012/13 年度中国棉花库存消费比高企

本年度（2012/13 年度）中国棉花的种植面积较去年大幅减少，收获面积预估为 500 万公顷，较上一年度减少 9%，为近 10 年来最小棉花种植面积。在单产水平保持平稳的情况下，中国棉花产量预估将较上年减少 11% 至 2450 万包。

众所周知，棉价在 2010-2011 年间出现了暴涨暴跌的极端行情，导致全行业包括棉纺、化纤、服装、家纺、纺织机械等产业在内的各个环节都受到冲击。棉花消费量骤然降至十年最低水平。根据 USDA 供需报告的预估，中国棉花消费量占全球消费量的 35%，这一份额较去年有所

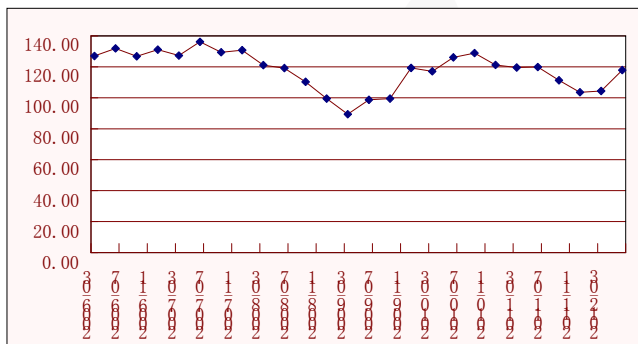
下滑,2012/13年度中国棉花预期消费3800万包,较上月报告下调100万包,较上年减少2.6%。国内的棉花临时收储政策将继续侵蚀国内棉纺厂的利润,导致国际市场份额下滑。随着消费量下滑而来的则是库存高企。中国棉花期末库存预计为3550万包,较去年增长16%,占全球库存的46%。全球棉花贸易减少主要受到中国进口疲软的拖累,中国2012/13年进口预计较上年减少51%,至1200万包。

中国乃至全球范围内棉花的供需格局决定了郑棉价格仍将维持宽幅震荡,“天价棉”将成为历史。

(三) 纺企深陷困境 四季度棉花消费有望小幅反弹

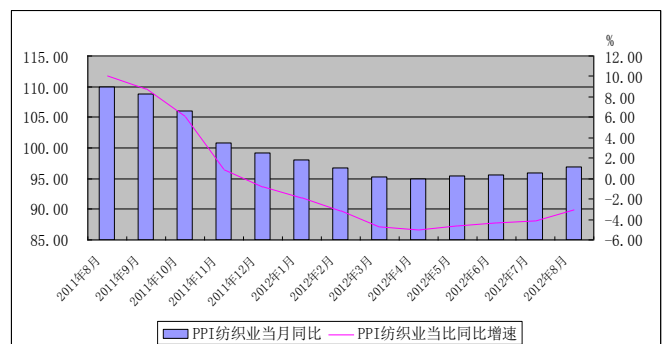
美、欧、日占据全世界纺织品进口量的一半,在2012上半年,欧债危机给欧洲经济带来了阴霾,欧盟对纺织品的需求量严重下滑。外需下降导致出口企业订单不足,受其影响,我国纺织品服装出口压力明显加大。海关统计显示,1-8月,我国服装出口994.8亿美元,同比下降0.7%;纺织品出口625.1亿美元,同比下降0.7%。中国棉纺协会跟踪的棉纺织企业亏损面达到40%,3万锭以下纺纱企业减产、停产面接近50%。实际上,棉纺织企业订单不足,工厂机器开一半、停一半的现象在今年非常普遍。

图 2-3: 纺织行业景气指数



数据来源: WIND 新纪元期货

图 2-4: PPI 纺织业月率



数据来源: WIND 新纪元期货

外需市场疲软的背景之下,内销成为我国纺织行业的支柱,消费占比高达70%-80%,但内需亦显疲软。据相关统计资料,1-7月全国限额以上服装鞋帽、针纺织品零售额同比增长17%,较上年同期下降7.2个百分点;如扣除价格因素,同期规模以上纺织企业内销产值同比增长12.5%,较上年同期降20.3个百分点。

我国纺织行业景气指数自2010年9月触及近四年高点128.9以来,每个季度均在小幅下滑,

同样显示出我国纺织行业的生存现状,该指数于 2011 年 12 月触及阶段低点 103.6 之后,在 2012 年第一季度结束后小幅反弹至 104.4,在二季度末该指数已经反弹至 117.9 的中位水平。

随着欧债问题趋缓、美国推行 QE3 以及中国经济可能在四季度缓慢回升,纺织行业将在困境中寻求生机。经历了近一年的低谷,纺织企业的景气程度将在 2012 年第四季度获得小幅反弹是大概率事件。

(四) 今年不再增发配额 棉市主基调是平稳

作为世界第一棉纺织大国,我国的棉花内需市场实际上是供不应求的,相应的供需缺口每年都被大量的进口棉弥补。据海关统计数据显示,2012 年 8 月,我国进口棉花 30.6 万吨,同比增加 47.6%;2011 年 9 月至 2012 年 8 月,共进口棉花 544 万吨,同比增加 111.3%。今年 1-8 月,我国共进口棉花 376.7 万吨,同比增加 122.9%。我国进口的棉花主要是美国陆地棉以及印度棉。如此大量的进口在补充了中国棉花库存之外,也对国棉市场带来巨大冲击。

2012 年 5 月前后,纺织企业对国家新增发的进口配额趋之若鹜,主要原因是国内外棉花的价差日益扩大,外棉的价格优势从 2011 年 9 月的每吨 1000 元,扩大到 2012 年 5 月 31 日每吨 5290 元的历史新高,这严重影响了我国棉纺织产业链的稳定运行,原料成本的相对高企也大大削弱了我国棉纺织品的国际竞争力。经验来看,国内外棉价差在 1000-1500 元,纺织行业一般可以内部消化,但是过大的价差导致企业面临困境。

国家在发不发放进口配额的问题上显得慎重而纠结。如果继续发放配额,低价外棉的大量进口将会使中国政府为其他国家棉农的利益买单,如果不发放配额,纺织企业只能采购国内品质低于美棉但高成本的国棉,使得纺企在物质成本和人工成本双高的背景之下,失去国际竞争力。面对棉农和棉企,有关部门难以抉择。不过近期发改委有关官员已经表示,进口棉在今年后期不再发配额,待明年供求形势明朗之后再议。纺织企业不能靠进口棉的低价度日,更重要的是调整结构实现产业转型。由此看来,价格平稳运行仍将是今后棉花市场的主基调。

(五) 国储“吃亏”高抛低吸 托市效果将逐步显现

在棉价大幅回落的 2011/12 棉季,国家为了保护棉农利益、维稳棉花种植意愿,对棉花实施了敞开收储的政策。这一举措在 2011 年成为市场上多头力量的救命稻草,因纺织企业经营持续低迷,加上内外棉价价差较大,纺织企业国棉采购大幅减少,棉价持续在 19800 下限运行,

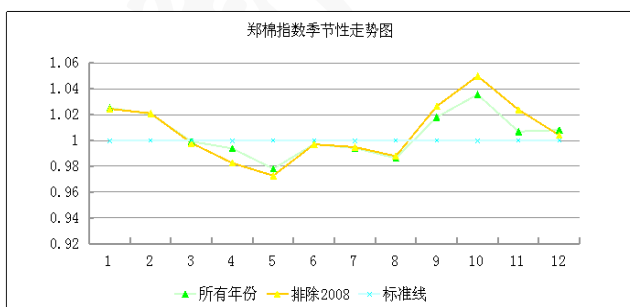
棉花企业交储十分踊跃。自2011年9月8日开始的收储至2012年3月31日，累计成交313.03万吨，创历史之最，并占当年实际生产量(720万吨)的43.5%，收储的火热确实为棉价提供了支撑。

2012年中国棉花市场仍不景气，消费清淡、库存高企，又承受外棉的低价冲击，新棉季的收储政策必然成为市场关注之焦点。今年的收储计划于9月10日正式启动，此次棉花临时收储价定为20400元/吨，比去年提高600元/吨。值得关注的是，国家已经于9月3日实施了抛储行动。此次国家对棉花收储、抛储双轨并行，着实惊艳。2011/2012年度收储量内外棉超过400万吨，本年度棉花提高收储价至20400元/吨收储，需求低迷之下，国内企业本年度仍将以收购资源交储为首要任务，因此无论从资金还是库容角度看，国储都将面临不小的考验。而始自9月3日的抛储价格定为18500元，其对储备棉约存2000-3000元/吨左右的贴水，以此估算，400万吨棉花抛出约亏损80亿元。对棉花“高抛低吸”的手段是国家主动“吃亏”来维护棉农利益，同时兼顾下游纺织企业的需求，国家对棉市稳定的维护之心可见一斑。

正由于今年政策的特殊性，棉花市场价格并未像往常一样逐渐向收储价靠拢，目前形成了两个价格，收储价远高于市场价，但这种分歧不会保持较长时间。在9月18日中棉协会议上，发改委有关官员陈述了抛储仅是为了在新棉上市之前，棉花青黄不接时满足市场需求，一旦新棉开始交储，旧棉的抛储就没有意义了，因此棉市上的主要利空因素——抛储，即将在9月29日暂停。在中储棉以20400元/吨的价格不限量收储的背景之下，市场上棉花价格仍将在震荡整固之后继续向收储价靠拢。因此，棉价后市上涨仍旧可期。

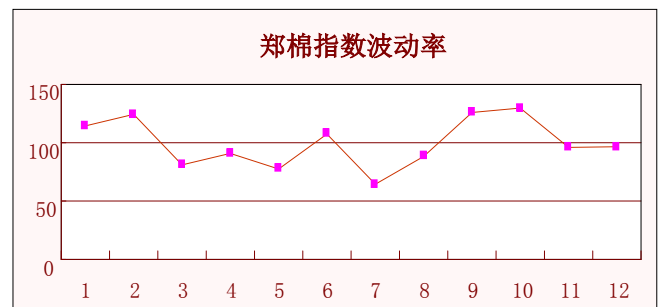
(六) 季节性走势

图 2-5：郑棉指数季节性走势图



数据来源：WIND 新纪元期货

图 2-6：郑棉指数波动率



数据来源：WIND 新纪元期货

从上述图中可以看出，一年中郑棉期货价格在9、10月份达到高点，1、2月上涨概率次之。这是由于新棉季到来之前的9、10月份，市场上棉花供应不足，并且进入秋季天气转凉，纺织品作为生活必需品的需求提升。随着10月中下旬新棉陆续上市，棉价开始回落。一月和二月也具备较强的上涨动能，这是因为一月临近国内传统节日春节，纺织品需求走强订单增多，纺企需要在1月甚至更早一些时候进行原料大量采购，推升棉价。

一年之中下跌概率较大的月份集中在第二、三季度。主要原因是一、纺织企业有在春节前大量备货的习惯，进入第二季度之后，纺企对棉花需求降低，同时进入夏季，纺织服装方面用棉量也不大。二、棉花在六、七月份生长状态良好，市场对丰产的预期普遍较强。

我们同样选取2004年6月至2012年8月，郑州商品交易所棉花期货连续合约的价格信息，通过计算每日最高价与最低价的差值得到日内波动率，再对月度波动情况进行计算。回顾历史我们发现这样的规律，郑棉指数在每年的一月、二月、六月、九月和十月，波动相对剧烈。这与郑棉指数的季节性走势也破位一致，一月、二月、九月和十月是一年中上涨概率最大的月份，而六月则是下跌概率最大的月份。

这带给我们的启示是，要树立棉花期货市场周期性操作的理念，寻找行情转折的重要时间窗口，确定介入时机。我们认为：2012年棉花期货的价格较大概率在18500-25000区间震荡，到目前为止，期棉价格已经于2月6日获得阶段高点22350元/吨，在6月5日获得阶段性低点18267元/吨，较为符合期棉价格的季节性走势，由于今年棉花消费“旺季不旺”，预计郑棉价格将在11月前后再度获得阶段高点。

第二部分 总结展望和操作建议

一、后市展望

郑棉指数在二季度维持低位震荡整固之后，后期仍具备上涨动能，但空间或受限，影响因素如下：

1、宏观基础的好转。

美联储于9月13日正式推出新一轮资产购买计划，以刺激经济复苏和就业增长。美联储决定每月购买400亿美元抵押贷款支持证券，但未说明总购买规模和执行期限。同时，美联储将继续执行卖出短期国债、买入长期国债的“扭转操作”，并继续把到期的机构债券和机

构抵押贷款支持证券的本金进行再投资。

国内 GDP 增速和 CPI 数据自 2012 年 7 月触及年内低点，随后两个月均小幅反弹，在翘尾因素的影响下，CPI 数据在四季度仍将继续回升，推升大宗商品价格。

2、消费回暖的提振。

在去库存完成和经济触底反弹之后，2012 年下半年纺织工业或重现生机，对棉花的需求届时将逐渐恢复。纱线和棉布的产销在 4 月初现好转端倪，由于第四季度将迎来欧美传统节日，棉纱线的消费将会在第三季度逐步增长，因此对棉花的消费量势必增加，从而推升棉价。

3、敞开收储政策托市。

在中储棉以 20400 元/吨的价格不限量收储的背景之下，市场上棉花价格仍将在震荡整固之后继续向收储价靠拢。因此，棉价后市上涨仍旧可期。

二、郑棉期货价格走势研判

综合以上影响因素，我们认为

1、2012 年四季度国内棉花价格整体将运行在 19000-23000 元/吨的区间内。

2、2012 年 6-7 月棉价构建阶段性底部，该低点或将成为全年低点。

3、随着中国 CPI 出现拐点，欧债问题度过艰难六月，美联储 QE3 的出炉，纺织行业回暖，棉价于四季度呈现反弹之势。

三、操作建议

可逢回调低点或 19000 元/吨附近择机布局中线多单。

特别声明

本报告的信息来源于已公开的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性、完整性或可靠性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成期货交易依据，新纪元期货有限公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向咨询期货研究员并谨慎决策。

本报告旨在发送给新纪元期货有限公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为新纪元期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为新纪元期货有限公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构

总部

电话：0516 - 83831105

传真：0516 - 83831100

地址：江苏省徐州市淮海东路153号

新纪元期货大厦（221005）

北京东四十条营业部

电话：010 - 84261653

传真：010 - 84261675

地址：北京市东城区东四十条68号

平安发展大厦4层403、407室（100027）

南京营业部

电话：025 - 84787997

传真：025 - 84787997

地址：南京市玄武区北门桥路10号

04栋3楼（210018）

广州营业部

电话：020 - 87750882

地址：广州市越秀区东风东路703号

粤剧院文化大楼11层（510080）

苏州营业部

电话：0512 - 69560998

传真：0512 - 69560997

地址：苏州市苏州园区苏华路2号

国际大厦六层（215021）

常州营业部

电话：0519 - 88059972

传真：0519 - 88051000

地址：常州市武进区延政中路2号

世贸中心B栋2008-2009（213121）

杭州营业部

电话：0571 - 56282608

传真：0571 - 56282601

地址：杭州市上城区江城路889号

香榭商务大厦7-E（310009）

上海浦东南路营业部

电话：021 - 61017393

传真：021 - 61017396

地址：上海市浦东新区浦东南路

256号1905B室（200125）

重庆营业部

电话：023 - 67917658

传真：023 - 67901088

地址：重庆市江北区西环路8号B幢

8-2、8-3、8-3A号（400020）

无锡营业部

电话：0510 - 82827006

地址：无锡市南长区槐古豪庭15号

7楼（214000）

新纪元期货