

## 飙涨过后价值回归 成本价已今非昔比

### 摘要



高岩

农产品分析师

从业资格证： F0249001

010-84261653

gaoyan@neweraqh.com.cn

www.neweraqh.com.cn

经济学学士, 主攻白糖、棉花、期指等品种, 曾在广西蔗区糖厂、中储棉徐州直属库, 国家粮食储备库等企业学习, 精通相关现货; 对期指套利研究深入, 多次受金融界、凤凰网财经、和讯等媒体专访。

- ◆ 棉花期货是 2010 年中国期货市场当之无愧的明星品种, 全年价格涨幅高达 102.95%, 是仅有的一个价格“翻番”的品种。9 月底供应缺口凸显, 棉价苏醒, 价值重估需求强烈, 8 月 10 日开始多达 100 万吨的国储抛售并未抑制住涨势, 资金疯狂涌入后创下 33720 的历史性高点。
- ◆ 2010/11 年度预期世界棉花产量为 1.155 亿包, 同比增加 14%; 经一年的恢复之后, 2010/11 年度世界棉花消费量预期减少 1.8%至 1.162 亿包。新年度印度棉出口动向成为国际市场关注的焦点。
- ◆ 国家棉花市场监测系统 12 月份最新发布的产销存预测预计 2010/11 年度国内棉花产量为 636 万吨, 预计棉花消费量为 1042.1 万吨, 预计期末库存为 183.5 万吨, 200 万吨左右的供应缺口将主要依靠进口配额弥补。2011 年棉花进口配额已发放至企业, 包括 89.4 万吨进口关税配额和 170 万吨滑准税配额, 比去年同期增加 70 万吨。
- ◆ 棉花价格飙涨过后将洗去浮筹向实际价值回归, 但按照目前的生产成本计算, 20000 元以下的价格已难以保证棉农及贸易商的正常利润。预计 22000 至 30000 将成为 2011 年棉花期货价格的主体运行区间。截至 2010 年 12 月 22 日, 2010 年中国棉花收购价格指数为 24590 元/吨, 目前 25000 元/吨左右的棉花价格是产业链上下游比较认可的价格水平。

## 一、2010 年行情回顾分析

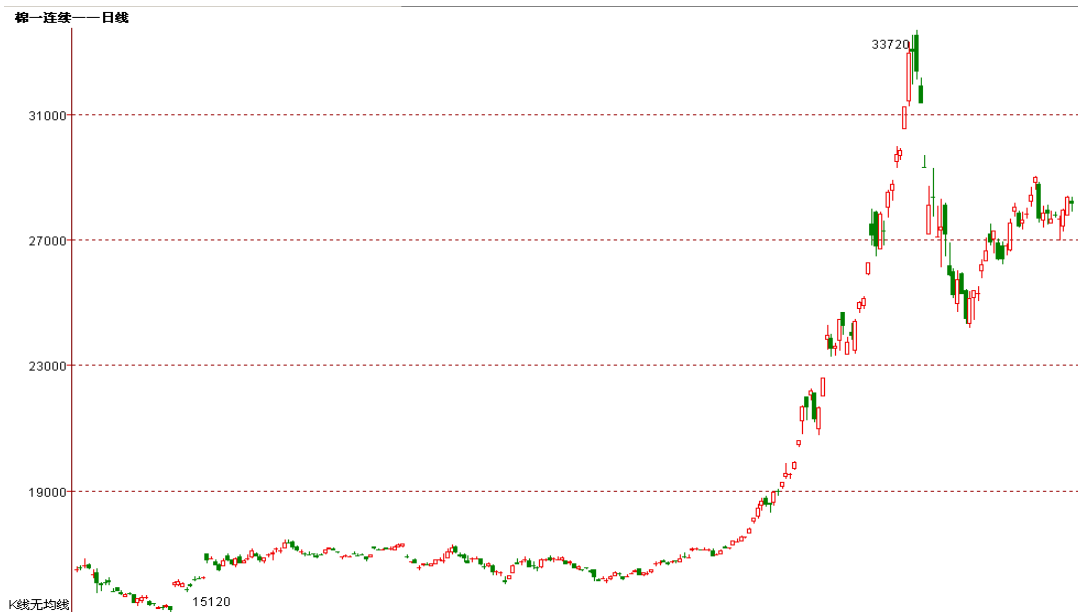


图 1 2010 年郑棉连续日 K 线

郑州商品交易所棉花期货是 2010 年中国期货市场当之无愧的明星品种，全年价格涨幅高达 102.95%，是期货市场中仅有的一个价格“翻番”的品种，并且价格飙涨集中发生在 8 月底至 11 月 10 日不到一个半个月的时间内。自 9 月初至 11 月 10 日历史性高点累计涨幅超过了 90.30%，33720 成为棉花期货上市以来的历史性高点，十一国庆节后一个月内接连迎来了棉花价格的 2 万时代及 3 万时代。棉花期货以其惊人涨幅在短时间内成就了众多造富神话，因而也吸引了越来越多资金的关注，进入 10 月份以后主力合约单个交易日 100 万手以上的成交量已经成为常态。全年价格走势可概括为“震荡整理——飙涨——回调修正——反弹”，为了便于分析，按照重要影响因素及 K 线形态进行划分，全年价格走势可大致分为以下几个阶段：

**第一阶段：**1 月 4 日至 2 月 2 日，价格回落创下年内低点 15120，重要影响因素是央行提高法定存款准备金率及新疆棉出疆预期强烈。沉寂了许久的央行提高存款准备金率，大宗商品普遍承压回落，同时市场上预期春节后新疆棉将加速外运有效缓解供应，期棉价格失守长期均线一路回落，跌至成本价 15000 元附近。

**第二阶段：**2 月至 9 月份，棉纺企业利润向好，皮棉供应紧俏，价格震荡走高。春节过后，纺织品、服装出口明显回暖，产业链下游企业加大马力生产，新疆棉出疆进度远不及短期内需求的迅速增加，地产棉供应捉襟见肘，价格不断刷新前期高点，但涨势温和，至 4 月底这一阶段价格交投重心已经上移至 17000 元/吨一线；5 月至 7 月价格震荡重心下移 300 元左右，至 8 月开始渐次收复原平台。

**第三阶段：**9 月初至 11 月 10 日，供不应求矛盾激化，期、现价格同步进入飙涨单边市，一举突破 30000 大关创下历史性高点。下游企业库存纷纷告急，面对有限的棉花资源，众企业开始不计成本抢购棉花，现货一日一价，期货价格以伴有跳空缺口的方式飙涨。

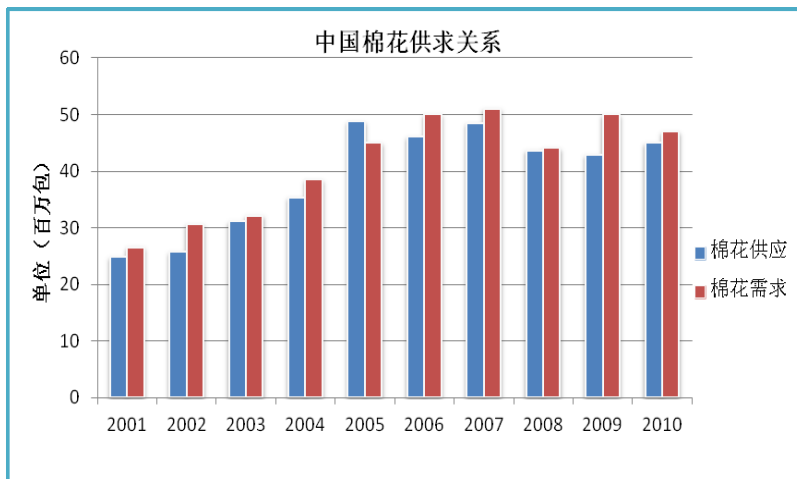
**第四阶段：**11 月 11 日至 11 月 26 日，国务院密集出台措施严控物价过快上涨，棉花被作为典型重点监控，价格迅速回落至 24200 成本带企稳。

**第五阶段：**11 月 29 日至年底，受外盘带动弱势跟涨。进入 12 月份，美棉强势反弹刷新 11 月 10 日创下的高点，临近春节棉花贸易商及棉纺企业资金回笼压力大，纱厂产成品库存挤压，皮棉现货市场交投冷清，国内期棉多空僵持，价格被动弱势跟涨。

## 二、现货供应情况

### (一) 国内市场供求分析

#### 1、国内产量与需求



数据来源: wind

图 2 2001 至 2010 中国棉花供求关系

中国棉花协会在 12 月 27 日最新发布的中国棉花形势月报中预计，今年全国棉花总产量 665 万吨，较上月预测数增加 2 万吨，同口径比较，较上年下降 2.1%。美国农业部 (USDA) 11 月发布的最新全球棉花供需月报称，2010/2011 年度，中国产量预测环比调减 32.7 万吨。中国 2010/11 年度进口量预计增长 38% 至 1500 万包，主要是受产量下降和库存减少的影响。这 1500 万包，将使中国占全球进口量的比例达 39%，是历史上第二高的记录。棉花消费量下调 65.3 万吨，为 1023.3 万吨，同比下降 6%。中国期末库存预计为 287.4 万吨，环比调减 32.7 万吨，库存消费比为 28%。

表 1 2010 年籽棉售价和植棉面积监测结果

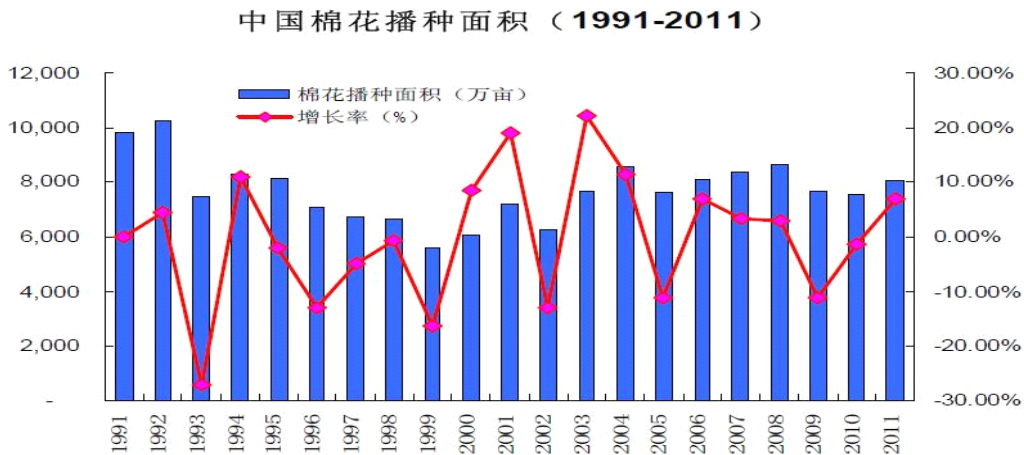
棉区	县团数	户数	籽棉售价 (元/千克)			植棉面积
	(个)	(户)	2009/10	2008/09	09 比 08 年 增长 (%)	变化 (%)
全国	141	3995	6.31	4.69	34.5	-4.9
长江流域	56	1605	6.27	4.46	40.6	7
黄河流域	59	1545	6.45	4.65	38.8	-7.5
西北内陆	22	684	6.09	4.92	23.8	-9.3
特早熟	4	161	6.4	5.18	23.5	-0.4

数据来源: wind

#### 2、2011 年度产销预估

根据国家棉花检测系统于 11 月下旬在全国范围所作的 2011 年度棉花种植面积意向调查显示，全国植棉意向面积 8079.5 万亩，同比增加 511.3 万亩，增幅为 6.8%，植棉意向较 2010 年有所提高，但低于市场预期。但考虑到植棉区青壮年劳动力流失、粮食等其他农产品价格大幅上涨、植棉耗时耗力等因素，继续制约棉农的种植积极性；另外，虽然棉花价格高涨，但由于天气等自然灾害因素影响了棉花单产，棉农增收有限，加上近期棉花价格回落较多，收益并非乐观，棉农观望情绪较多。这些因素都会影响到未来棉

花的种植情况。

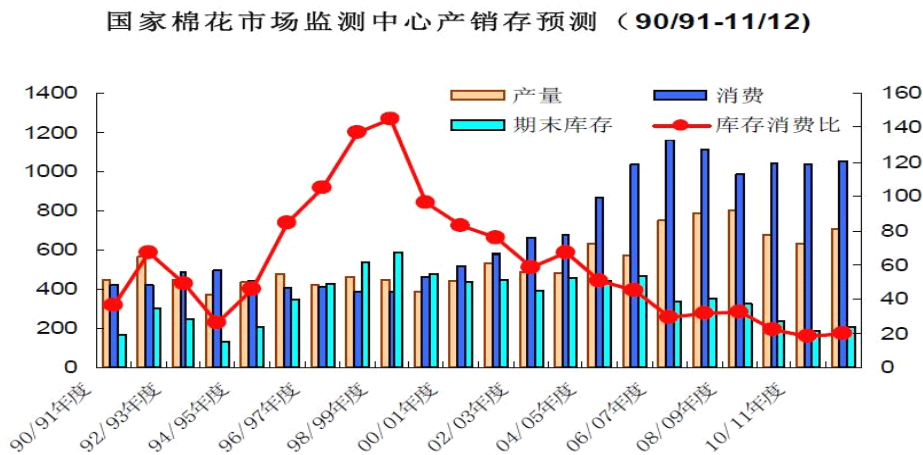


数据来源：wind

图3 1991-2011 棉花种植面积 (2011 年为意向)

国家棉花市场监测系统 12 月份最新发布的产销存预测预计 2010/11 年度国内棉花产量为 636 万吨，预计棉花消费量为 1042.1 万吨，预计期末库存为 183.5 万吨，库存消费比为 17.59%，处于历史地位，基本与去年持平。

从目前得到的信息看，低库存将维持直至 2011/12 年度，供给偏紧的预期将给棉花价格走势带来长时间的有力支撑。



数据来源：wind

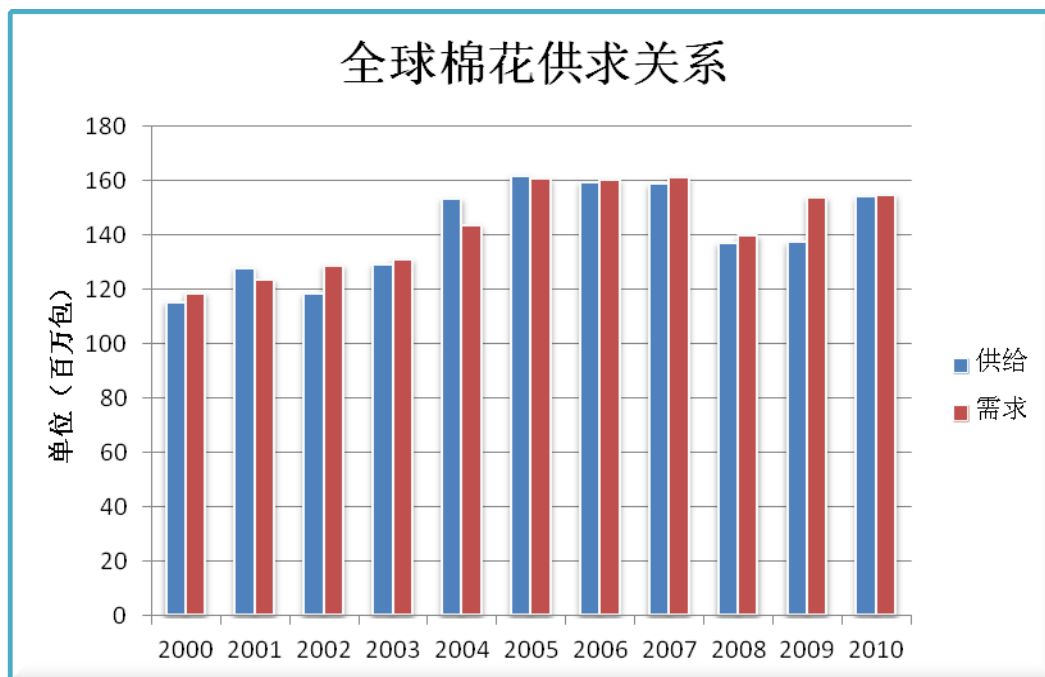
图4 国家棉花市场监测中心产销存预测

## (二) 国际市场供求分析

### 1、全球主要产棉国供求状况

2010/11 年度预期世界棉花产量为 1.155 亿包，同比增加 14%，主要是受市场棉花价格的高企的影响。

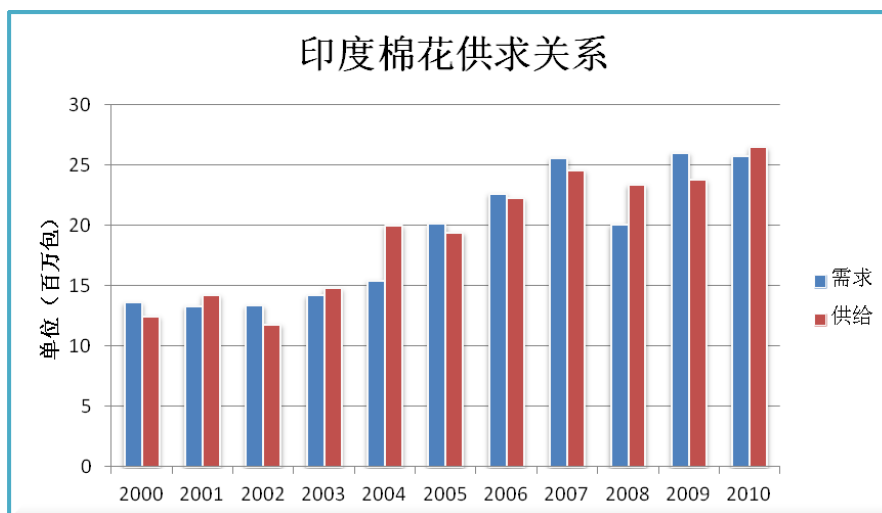
分主产国来看，美国，预期 2010/11 年度棉花产量为 1830 万包，同比增加 50%。收获面积，在 2010/11 年度预期同比增加 43%至 436 万公顷，是自 2006/07 年度之后的最高水平。



数据来源: wind

图 5 2000-2010 全球棉花供求关系

印度, 2010/11 年度预期将创记录的达到 2600 万包, 同比增加 12%。收获面积, 2010/11 年度预期增加 7%。印度, 2010/11 年度纺织厂棉花消费量预期将创记录的达到 2100 万包, 同比增长 8%。



数据来源: wind

图 6 印度棉花供求关系

2010/11 年度, 巴基斯坦和乌兹别克斯坦的棉花产量分别为 880 万包和 480 万包, 同比分别减少 8%和 23%。巴基斯坦的棉花消费量预期今年减少 6%, 至 1030 万包。

巴西预期 2010/11 年度的棉花产量将创记录的达到 810 万包, 同比增加 49%, 主要是受市场高棉价的影响, 使得南半球的棉花种植面积反弹。生产正常推进, 且巴西 2010/11 年的收获面积预计同比增加 45%至 121.5 万公顷。巴西 2010/11 年度的棉花消费量预期增加 2.3%至 450 万包。

经一年的恢复之后, 2010/11 年度世界棉花消费量预期减少 1.8%至 1.162 亿包, 主要是受今年前期价

格大幅上涨而带来的供应紧张的影响。

中国，作为全球最大的棉纺织国，预期 2010 年消费量达 4700 万包，同比下降 6%。根据 IMF（国际货币基金基金会）的预测，中国，2011 年的经济增长率为 9.6%，而相比 2010 年为 10.5%；但是，尽管经济增长强劲，中国的棉花消费量仍受全球棉花供应量不足的影响。

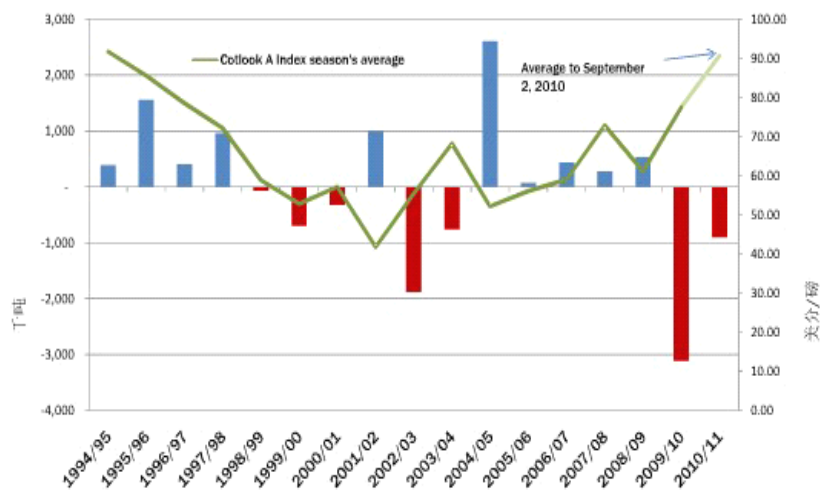
## 2、全球库存水平

表 2 2010/11 年度全球主要产棉国库存变动（单位：万吨）

	期初库存	总供给		总消费			期末库存
		产量	进口量	国内消费	出口量	损耗	
全球	958	2515.4	841.7	2531.1	842.2	-2.8	944.7
中国大陆	332	653.2	326.6	1023.3	0.7	0	287.8
印度	145.2	566.1	10.9	457.2	104.5	0	160.5
美国	64.2	397.8	0.2	77.3	342.9	0.4	41.4
巴基斯坦	61.6	191.6	32.7	224.3	7.6	0.7	53.6
巴西	94.7	176.4	17.4	98	57.7	-3.3	136.1
中亚五国	39.4	155	0.2	36.8	125	0	32.7
澳大利亚	15.2	87.1	0	0.9	58.8	-3.3	45.9
非洲法郎区	11.3	57.3	0	3.9	53.3	0	11.1
土耳其	42	49	67.5	128.5	3.3	-1.7	28.5
欧盟	10.2	22.9	18.9	20.9	22.4	1.1	7.8
墨西哥	12.6	13.5	28.3	39.8	3.3	0.7	10.9
孟加拉	16.1	1.1	86	87.1	0	0.2	15.9
印尼	7.8	0.7	42	41.4	0.4	1.1	7.6
泰国	6.3	0	35.5	34.8	0.2	0.7	6.3
越南	8.1	0.4	33.7	34.8	0	0	7.4

数据来源：wind

2010/11 年度中国大陆期末库存为 287.8 万吨，较期初 332 万吨下滑了 44.2 万吨，全球棉花库存也较期初有了明显下滑，本年度全球范围已经同步进入了消化库存周期。



数据来源：wind

图 7 1994-2010 全球棉花理论库存变化

2010/11 年度世界棉花期末库存同比下降 1.4%，是 15 年来的最低水平，也是连续第四年下降。不断上涨的用棉需求超过了其产量，导致了库存的下降。库存与消费比率，预期本年度为 37.3%，相比去年为 37.2%。2005/06 年度至 2009/10 年度的平均库存与消费比下降至 49%，而前 5 年的平均值为 53%。全球库存量的减少，巴基斯坦水灾对棉花产量的影响以及印度棉花出口的限制令，构成了推高棉价大幅上涨的原因。

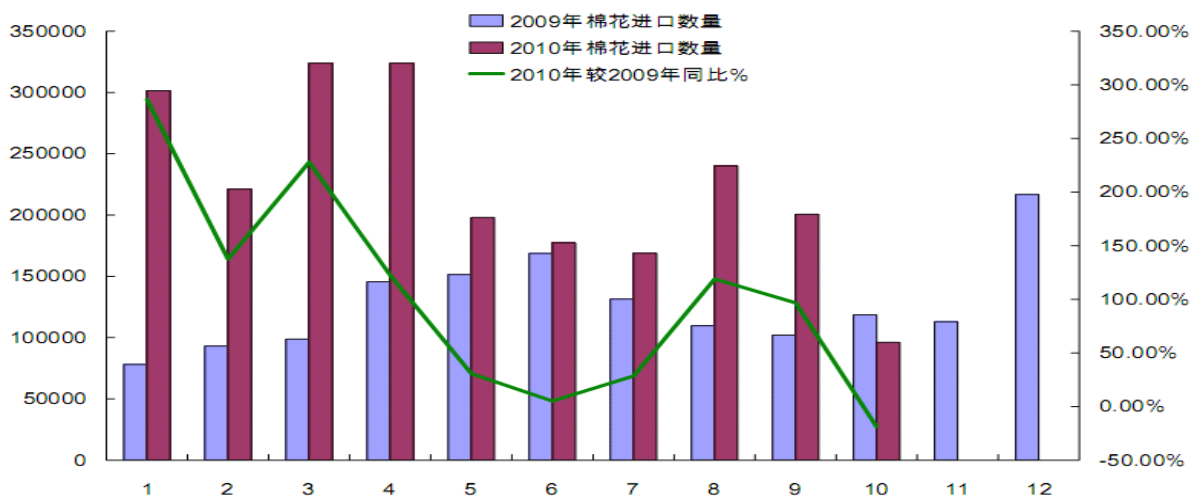
### （三）进出口贸易

2010/11 年度，世界棉花贸易预测将达 3870 万包，较去年反弹 9%，是 3 年里最高水平。美国，作为世界上最大的出口国，2010/11 年度预期出口量为 1580 万包，同比增长 31%，是 2005/06 年度之后的最高水平。

第二大棉花出口国印度出于优先保障国内供给考虑，于 2010 年 4 月 19 日宣布暂停棉花出口，印度棉花出口禁令的出台使国内棉花进口更多转向美国。虽然印度政府之后确定从 2010 年 11 月 1 日起允许出口 550 万包（约 93.5 万吨）棉花，但截至 12 月 15 日最终期限，出口棉花数量估计为 250-300 万包（42.5-51 万吨）左右，虽然印度政府最终延长了已签订单的装运期限，达最终仍未到达出口目标，预期本年度出口量为 480 万包，同比下降 27%。

澳大利亚，2010/11 年度预期出口量将连续第二年增长，达 270 万包，同比增长 28%。巴西，预期出口为 265 万包，同比增加 33%。因中国棉花需求量的增加，以及印度棉花出口限制，导致其他几个国家的出口贸易增长。

中国，2010/11 年度进口量预计增长 38% 至 1500 万包，主要是受产量下降和库存减少的影响。这 1500 万包，将使中国占全球进口量的比例达 39%，是历史上第二高的记录。孟加拉，目前作为全球第二大进口国，预期 2010/11 年度的棉花进口量为 3495 万包，同比增长 4%。土耳其、印尼和韩国，2010/11 年度的进口量将分别减少 29%，8% 和 1%，至 310 万包、190 万包和 100 万包。



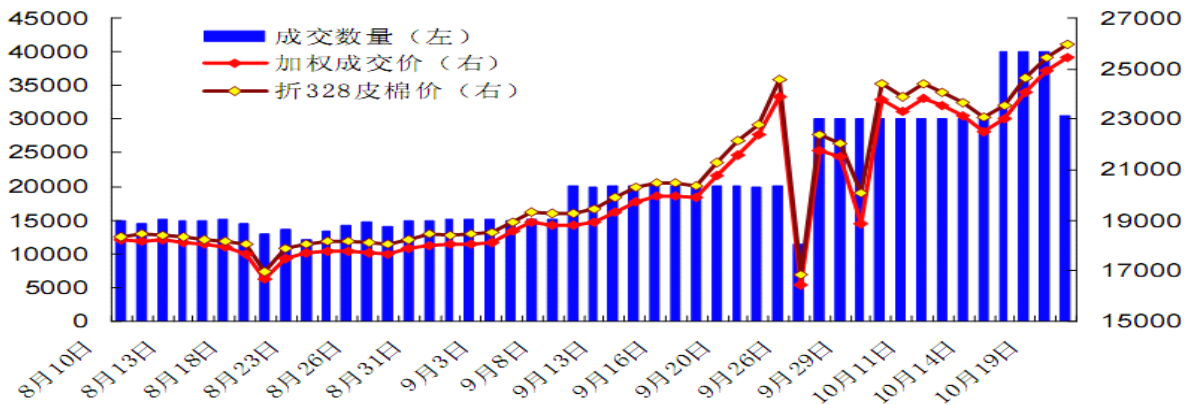
数据来源：wind

图 8 2009、2010 中国棉花进口数量对比

### （四）政策调控

由于 2010 年棉花减产，库存水平低，供求形势日益紧张，为了有效环节供需矛盾，增加市场供应，国家通过中国储备棉管理总公司分两个批次向市场上投放了 101.23 万吨国家储备棉。第一批投放 60 万吨，从 8 月 10 日至 9 月下旬抛售完毕，平均每日投放量近 2 万吨，成交价格步步高企，棉价疯涨势头难以遏制，第一批抛售没有达到预期目的。随后国储于 9 月 28 日开始启动第二批共计 40 万吨棉花的抛售工作，

如此巨量的供应着实缓解了棉纺企业的用棉需求，但未对期货、现货价格上行的趋势产生明显影响。



数据来源：中国棉花信息网

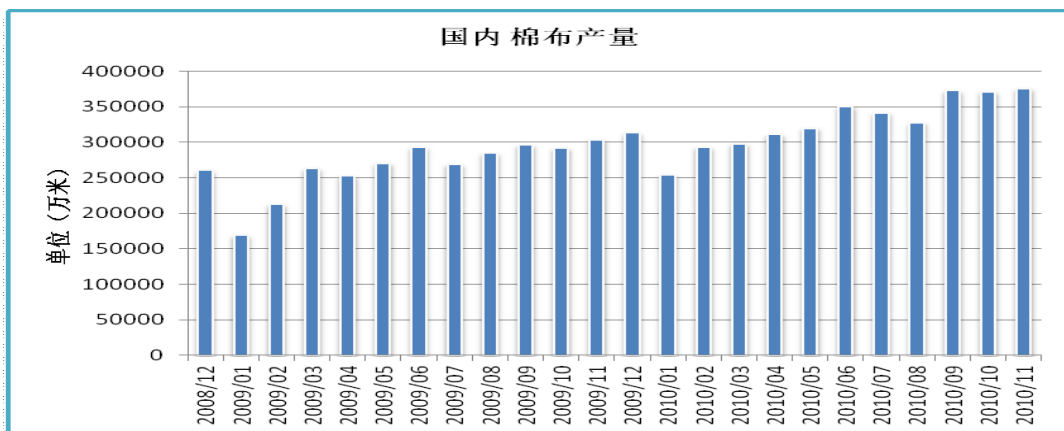
图 9 2010 年国储棉抛售情况

为期两个多月国储棉投放期间郑棉主力合约沿 20 日均线的加速上行通道一直未有效跌穿，价格上行通道保持完好。在国储棉抛售数量明显难以完全弥补供给缺口的情况下，投放储备棉首要意义是缓解供求紧张局面而并非直接抑制价格。

### 三、下游纺织企业及替代品情况

#### (一) 下游纺织企业运行状况

2010 年前三季度，我国纺织行业受到全球经济持续复苏、国际市场需求有所恢复、国内宏观经济积极向好、内需市场持续旺盛等外围利好因素的支撑，全行业完成工业总产值 33656.7 亿元，同比增长 26.04%；实现工业销售产值 32889.4 亿元，同比增长 25.36%，产销增速处于近年来同期的高位。1-10 月，纺织行业增加值同比增长 12.4%，比去年同期加快 3.6 个百分点。出口交货值同比增长 16.4%，纱、布、服装产量同比分别增长 15.5%、18.2%和 18.7%，化纤增长 14.1%。截止 2010 年 11 月，国内棉布产量累计达 360 亿米，同比增长 24.4%。棉纱线进口数量达 100 亿米，同比增长 8.7%，出口数量则几乎与去年同期水平相当，约 49 亿米。



数据来源：wind

图 10 2008 年 12 月至 2010 年 11 月国内棉布产量

纺织品产销率从 2009 年 9 月起就维持在 99%以上高位，2010 年第一季度更是创下 5 年最高。预计 2011

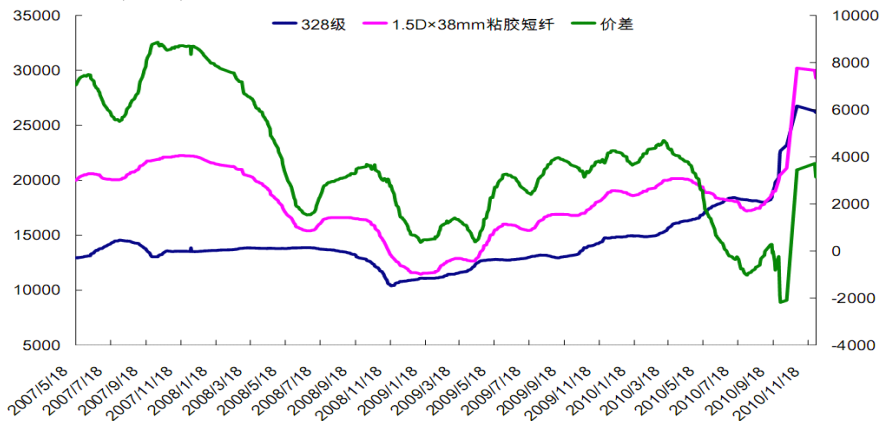




本次棉价上涨受益最明显的替代者也正是涤纶短纤，且其具备明显的价格优势。今年 7、8 月份涤纶短纤价格在 7000-8000 元/吨，受棉价上涨的推动，9 月份开始缓慢上涨，到 10 月 15 日，已经上涨到 12000 元/吨左右，而原材料成本在此期间相对稳定。涤纶开工率一路上行。涤纶 2009 年 1 月产量在 130 万吨左右，而 2010 年 8 月产量在 225 万吨，单月产量创出历史新高，涤纶短纤迎来量价齐升。自 2008 年下半年以来，伴随着棉花价格的持续上涨，粘胶短纤价格也随着上涨，涤纶短纤和棉花、粘胶短纤之间的价差扩大。目前棉花与涤纶短纤的价差已超过 10000 元/吨，达到 2002 年以来的高点。

## 2、粘胶纤维

粘胶短纤原料来自于棉籽轧取棉花后棉籽上粘附着的短绒，即棉短绒，因此粘胶价格受到棉花的影响较大，棉花价格大涨使粘胶短纤企业面临成本上涨压力；此次粘胶短纤也迎来量价齐升，但与涤纶短纤不同的是，粘胶短纤的成本上升明显。一些对棉花质量要求不高的企业会在棉花供给紧张、与粘胶纤维价差异常时选择使用粘胶纤维替代棉花。

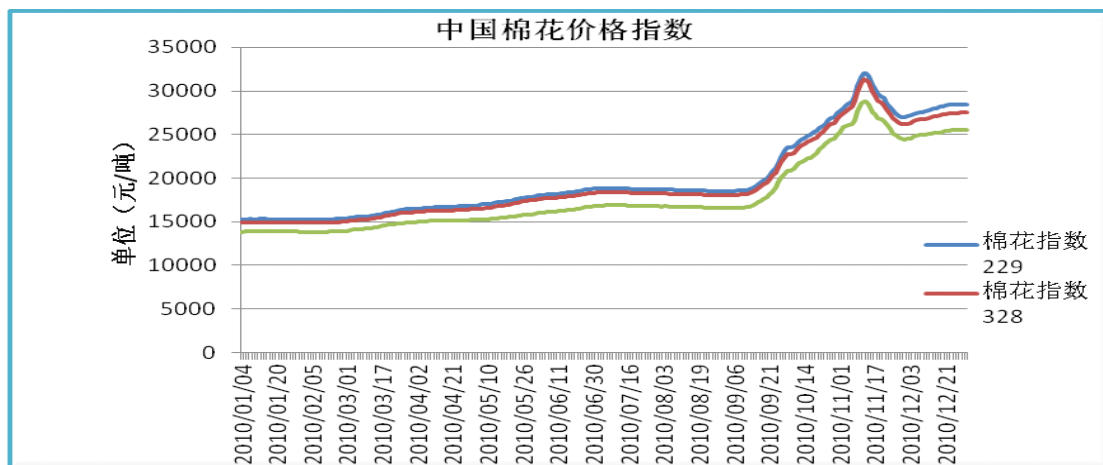


数据来源：中国棉花信息网

图 13 粘胶短纤与 328 级棉花价格、价差走势

## 四、技术分析

### (一) 技术形态解析

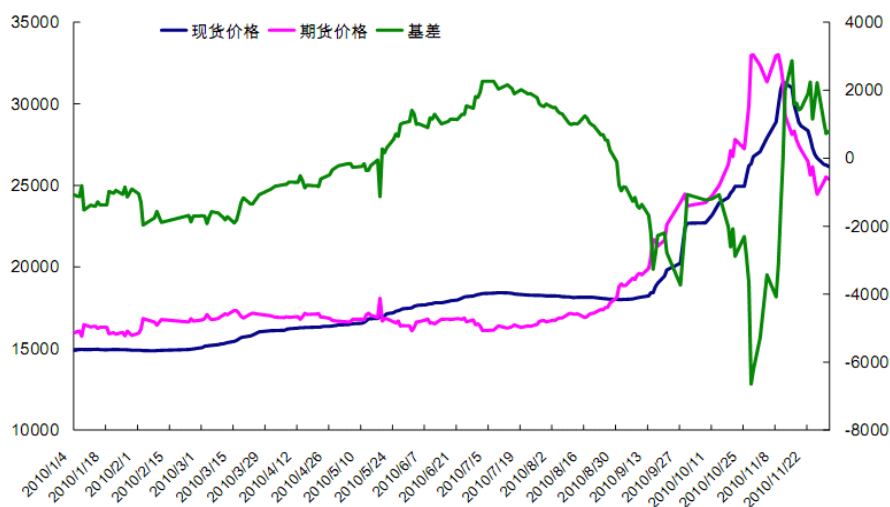


数据来源：wind

图 14 2010 中国棉花价格指数

中国棉花价格指数 328 级走势与郑棉价格走势密切相关，经过年初至 9 月下旬三个季度的盘整之后，

9 月底开始飙涨，创下历史新高回探 25000 支撑，随后企稳反弹。

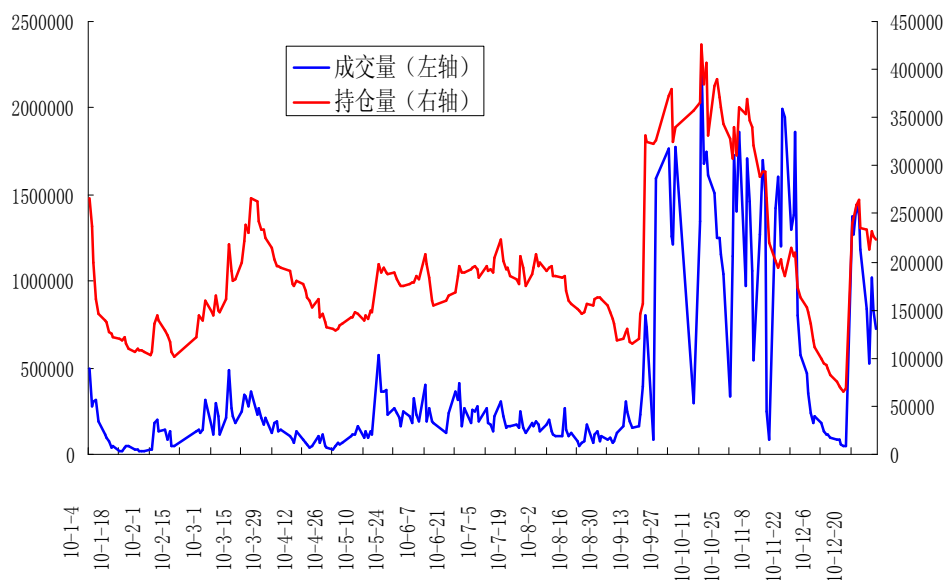


数据来源：中国棉花网

图 15 2010 年期货、现货价格及基差走势

进入 2010 年 10 月份飙涨阶段时基差波动大落大起，明显异于 9 月份之前的波动规律，主力资金短时间内忽视现货价格是否跟涨，短期内资金威力显露无疑，但这种现象持续时间仅一月有余，价差正逐步回归缓和，行情趋于平稳。

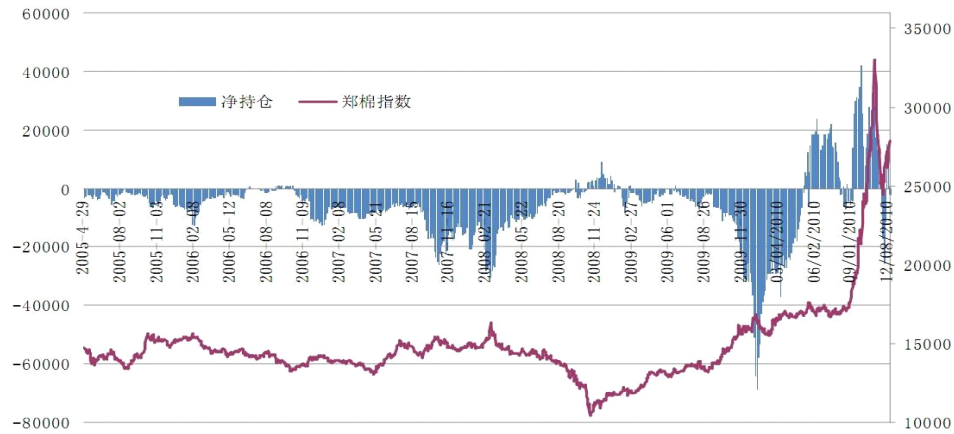
## (二) 成交持仓



数据来源：富远行情

图 16 2010 年郑棉连续成交持仓情况

9 月中旬至 10 月下旬期间成交量波动剧烈，持仓量坐了一回过山车，10 月下旬至 11 月初成交量居高不下持仓量渐次回落，场内获利多头“高处不胜寒”，平仓落袋为安情绪集中显现。2010 年 12 月 20 日以后持仓量再度骤增，资金情绪回暖。



数据来源: Bloomberg

图 17 净持仓与郑棉期货价格走势相关性

2005 年 5 月至 2010 年 6 月长达 5 年的时间里持仓长时间维持净空水平，下半年资金持仓骤然翻多，净多持仓一度突破 40000 手，看多情绪浓厚。

近两个年度棉花期货价格均在 9 月下旬开始了一波大规模的上涨，只是 2009 年的涨幅较 2010 年逊色，9 月底库存消耗、青黄不接时基本面及资金面配合均具备配合大规模涨势的条件，因此 2011 年 9 月份仍然是值得期待的敏感时间窗口。

## 五、 2011 年行情展望

由于 2010 年棉价飙涨，新年度植棉意向调查显示 2011 年国内种植面积将出现恢复性增长，有望达到 8000 万亩的水平，若生长期内气象条件配合顺利，2011 年棉花产量将恢复性增长。

国家棉花市场监测系统 12 月份最新发布的产销存预测预计 2010/11 年度国内棉花产量为 636 万吨，预计棉花消费量为 1042.1 万吨，预计期末库存为 183.5 万吨，预计 200 万吨左右的供应缺口将主要依靠进口配额弥补。2011 年棉花进口配额已经发放至企业，包括 89.4 万吨进口关税配额和 170 万吨滑准税配额，比去年同期增加 70 万吨。商务部称明年将视国内外棉价走势和新疆棉运销情况增发配额。但近年关税配额的使用情况较好，滑准税配额因其税率浮动区间较大（5%-40%），使用状况不甚理想，预计 2011 年国内棉花供给平衡偏紧，但将稍好于 2010 年。

经过两年的大幅减产之后，全球棉花供应缺口已经成为常态，受替代品替代效应等因素影响，棉花需求也具有一定弹性，若供应缺口维持在一个相对平稳的范围内则供应紧张的局势就会得到缓解，多空双方可以和平相处。

综合以上分析，棉花价格飙涨过后将洗去浮筹向实际价值回归，但按照目前的生产成本计算，20000 元以下的价格已经难以保证棉农及贸易商的正常利润，因此预计 22000 至 30000 将成为 2011 年棉花期货价格的主体运行区间。国家棉花市场监测系统购销数据显示，截至 2010 年 12 月 22 日，2010 年中国棉花收购价格指数为 24590 元/吨，这为棉花价格提供了短期的托底支撑，目前 25000 元/吨左右的棉花价格是产业链上下游比较认可的价格水平。

一般春节后至 4 月份是纺织企业的销售旺季，随后将进入两个半月左右的消费淡季，7 月中旬至 10 月初纺织品企业集中采购为秋冬季生产备货，此时新棉未采摘，库存大幅消耗，供应紧张，主力合约价格仍有望冲击 30000 以上高位。

## 免责声明

本研究报告由新纪元期货有限公司撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本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, 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。

## 联系我们

### 总 部

地址: 江苏省徐州市淮海东路 153 号新纪元期货大厦

电话: 0516 - 83831105 83831109

### 北京东四十条营业部

地址: 北京市东城区东四十条 68 号平安发展大厦 403、407 室

电话: 010 - 84263809 84263892

### 南京营业部

地址: 南京市北门桥路 10 号 3 楼

电话: 025-84787996 84787997 84787998

### 广州营业部

地址: 广州市越秀区东风东路 703 号粤剧院文化大楼 11 层

电话: 020 - 87750882 87750827 87750826

### 苏州营业部

地址: 苏州工业园区苏华路 2 号国际大厦六层

电话: 0512 - 69560998 69560988 69560990

### 常州营业部

地址: 常州市武进区延政中路 2 号世贸中心 B 座 2008-2009

电话: 0519 - 88059972 88059971 88059978

### 杭州营业部 (筹)

地址: 杭州市上城区江城路 889 号香榭商务大厦 7-E

**全国客服电话: 0516-83831105 83831109**