






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。

减产和消费回暖 下半年郑棉反弹

——目前拐点已现 逢低多单入场

内容提要：

- 1、“做空五月”系统性风险之下，大宗商品呈普遍下跌之势，郑棉以 9.59% 的跌幅居于领跌商品的第二位。
- 2、2012 年，中国经济处于复苏期的调整阶段，经济增长明显放缓。GDP 呈现 V 型走势，在二季度见到年内低点，下半年将呈现震荡回升之势，推升大宗商品价格。
- 3、中国乃至全球范围内，棉花宽松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。
- 4、植棉收益不佳降低农户种植意愿，种植面积的减少带来总产量的减少是大概率事件，因此总体来说，2012/13 年度棉花的价值中枢将小幅上移。
- 5、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，对棉花的需求将逐渐恢复。
- 6、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，棉花的消费量势必增加，积极推升棉价。
- 7、国家确保下一棉季仍将收储，为棉价提供政策底。
- 8、把握 6 月下旬至 7 月上旬的逢低建多战机！

关键字：种植面积减少 成本抬升 宽幅震荡 拐点已现 逢低建多

第一部分 行情简要回顾

图 1-1 郑棉指数上半年回顾



数据来源：文华财经

图 1-2 美棉指数上半年回顾



数据来源：文华财经

“2011/12 年上半年棉花价格或冲高回落，一季度棉价上涨概率大，二季度或震荡回落。2011/12 年一季度预计将成为棉花价格上半年中冲高的阶段，高点很有可能在一月……”

我们在 2011/12 年度的年报中已经勾勒出棉花期货上半年的大体趋势，从周 K 线行情可以明显的看出郑棉指数自年初以来经历了三个阶段。第一个阶段是自年初至 2 月 10 日郑棉指数获得半年内高点 22350 元/吨的震荡上扬，第二个阶段是自 2 月 10 日至 5 月 4 日的区间震荡整固，第三个阶段便是“做空五月”旋风带来的单边下跌。总体来说，郑棉上半年的走势和我们年报中的预期较为一致。

不仅如此，在受到宏观经济严重打压的黑色五月，大宗商品呈普遍下跌之势，郑棉以 9.59% 的跌幅居于领跌商品的第二位，跌幅最深的是沪胶达到 12%。美棉价格的跌势相对郑棉而言启动的较早。

第二部分 2012 年下半年郑棉将启动上涨行情

一、宏观背景相对好转

(一)、中国经济增速平稳回落 全球经济仍存不确定性

2012 年，中国经济处于复苏期的调整阶段，经济增长明显放缓。GDP 呈现 V 型走势，在二季度见到年内低点。

从一季度经济数据看，国内经济增长情况相当低迷，一季度 GDP 同比增速仅为 8.1%，较上年四季度 8.9% 的数据大幅回落。更为严重的是，一季度 GDP 环比增长 1.8%，折算年率仅为 7.4%。如果按照此速度发展，将无法完成温家宝总理在 2012 年政府工作报告中提出的 7.5% 的 GDP 增长目标。而且从 4、5 月份的工业增加值，进出口等数据分析，二季度 GDP 同比增速将进一步回落，或低于 8%。

从前两个季度经济数据看，CPI 涨幅总体趋向回落，由去年 12 月的 4.1% 下降至今年 5 月份的 3%。而且具有先行意义的 PPI 回落幅度更大，由去年 12 月的 1.7% 下降至今年 5 月份的 -1.4%。根据 CPI 周期波动规律，结合经济数据的最新变化，我们认为：6、7 月份 CPI 将继续回落，CPI 拐点有较大概率出现在 7 月份，之后 CPI 将逐渐回升。

中国经济增速和通胀水平将在 6、7 月份缓慢探底，下半年将呈现震荡回升之势，推升大宗商品价格。

2012 年，美国经济形势将好于预期，经济增速将达到 2.0% 左右。我们判断，2012 年美元指数将脱离底

部走强。

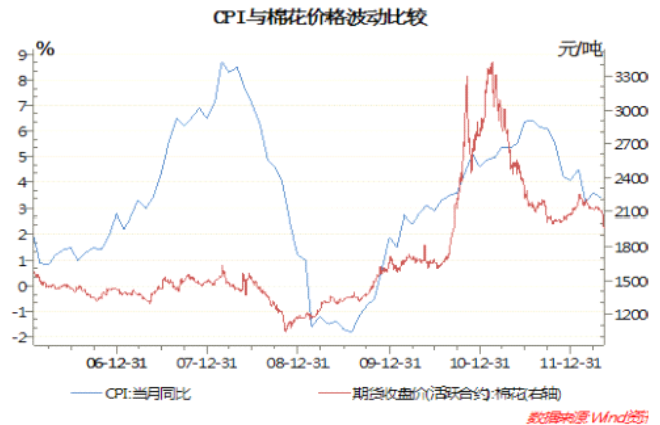
2012 年下半年，全球经济仍存不稳定性 and 不确定性。世界经济的主要风险表现为经济增长乏力，欧债危机的扩散与反复等。

图 2-1 经济增长处于复苏期的调整阶段



数据来源：WIND 新纪元期货

图 2-2 CPI 与棉花价格波动比较



数据来源：WIND 新纪元期货

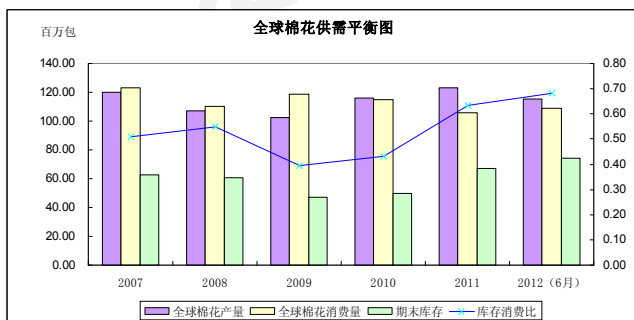
二、微观平衡分析

（一）2012/13 年度全球棉花供求过剩未改

过去的一年中，棉价自高位向基本面逐步回归，主要原因便是全球棉花的供需格局较为宽松，国内棉花供给压力凸显。根据美国农业部（USDA）2012 年五月的供需报告，中国 2011 棉花年度总供给量为 1200 万吨，而国内总消费量仅为 914 万吨，供大于求总量为 283 万吨。

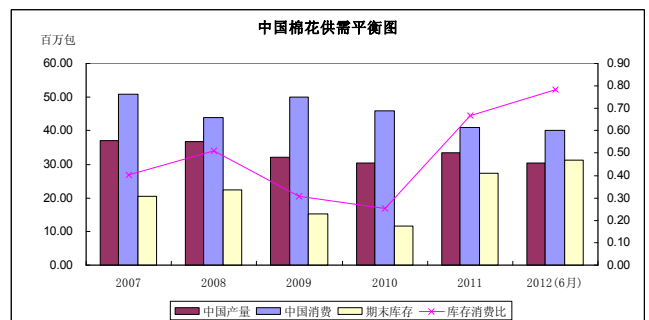
全球棉花供过于求的局面在 2012/13 年度仍将延续，2012 年 5 月 10 日，美国农业部（USDA）在全球棉花供需报告中，首次公布了 2012/13 年度的预测数据。2012/13 年度，由于产过于需 146.6 万吨，全球棉花期末库存将连续第二个年度创新高。6 月 12 日，美国农业部（USDA）在最新公布的月度供需报告中，调低了 2012/13 年度全球棉花产量、消费量和贸易量，而略微调高了期初和期末库存量。2012/13 年度全球棉花产量预估为 2510.14 万吨，较五月预估下调了 30.5 万吨，同时较 2011 年度产量下滑 169.39 万吨。全球范围的减产不难预料，去年棉价的急剧下滑导致中国、巴基斯坦等主产国纷纷减少种植面积，而南半球的主产国巴西、澳大利亚和阿根廷会因近期急剧下滑的棉价而削减种植面积。2012/13 年度全球消费量预估值为 2373.41 万吨，较 2011 年小幅增加 63 万吨，但比五月预估减少了 20.6 万吨，中国大陆和泰国的棉花消费量

图 2-3：全球棉花供需平衡



数据来源：WIND 新纪元期货

图 2-4：中国棉花供需平衡



数据来源：WIND 新纪元期货

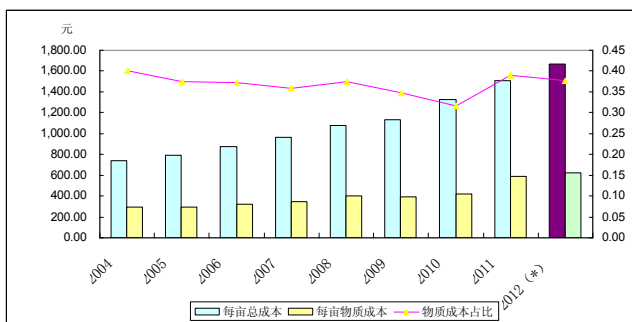
会进一步减少，而印度则有所增加。由于巨大的期初库存，全球期末库存较上月数上调了 1%，创纪录的达到 1622.3 万吨，库存消费比达到历史新高 68%。中国大陆期末库存的上调会占全球期末库存上调的其中的 42%。

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。

(二) 种植成本上涨抬升价格底部

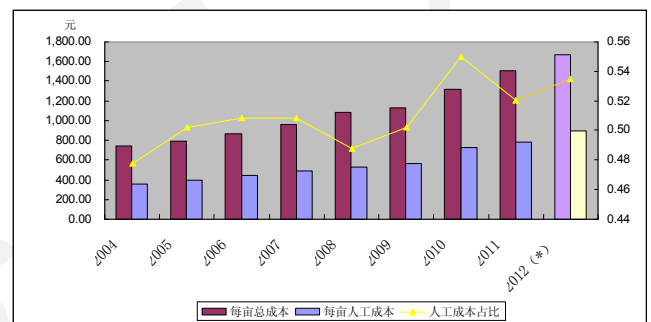
在过去的五年间，由于通胀等因素，棉花种植成本逐年小幅攀升。根据中棉所、国家棉花产业技术体系项目组于 2011 年 11—12 月进行的调查，2011 年棉花种植成本高涨，突破 1500 元达到 1503.6 元/亩，较 2010 年上涨 261.0 元/亩。在总成本中，物化成本占 38.9%为 584.7 元/亩；人工费用占 52.0%为 782.1 元/亩；固定成本占 4.2%为 62.5 元/亩；间接费用占 4.9%为 74.4 元/亩。

图 2-5：每亩棉花种植物化成本



数据来源：WIND 新纪元期货

图 2-6：每亩棉花种植人工成本



数据来源：WIND 新纪元期货

通过估算，我们得出 2012 年棉花的种植成本约在 1690 元/亩，其中物化成本为 627.2 元/亩，人工费用达到 893.3 元/亩，固定成本为 71 元/亩，间接费用为 82.8 元/亩。折算皮棉成本约为 17.75 元/千克。再加之皮棉加工成本和交割成本等，2012/13 年度，期货市场上每吨符合交割品级的皮棉成本约为 18500 元（假设亩产不变的情况下得出的预测值。自然规律之下亩产会小幅提高，因此预测值偏高）。

种植成本的上涨抬升了期货价格运行的底部，我们预计近月合约价值底部将在 16800—17000 元/吨，远月合约的价值底部将在 18500 元/吨附近，但值得注意的是，价值底部并不一定构成价格底部！

(三) 种植收益低导致植棉面积减少

2012 年 4 月，中国棉花协会棉农合作分会和新疆华泰棉花专业合作社，分别对内地 12 个省和新疆自治区 310 个县（市、团）2791 户棉农进行了第四次 2012 年植棉意向以及棉花播种进度调查。调查结果显示：4 月全国气象条件总体适宜，棉花播种全面展开，截止月底播种已近尾声，进度快于上年同期，除育苗移栽面积尚有变数外，直播面积已基本确定。其中内地植棉意向没有明显变化，新疆棉区减幅略有缩小。按照被调查棉农植棉意向加权平均计算，全国棉农平均种植意向较 2011 年减少 9.2%，减幅较 3 月调查减少 0.2 个百分点。2012 年全国棉花种植面积较 2011 年减少 9.1%，约为 7000 万亩。

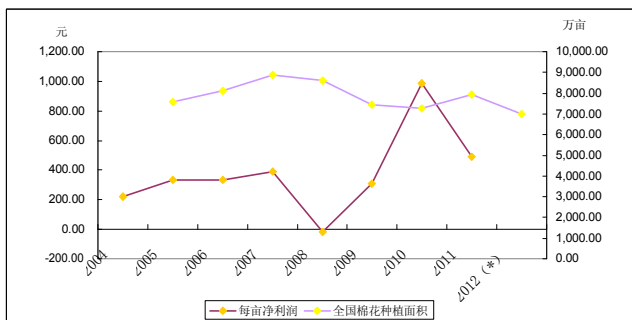
棉农的植棉意愿与植棉的收益息息相关。由于棉花相比其他农作物如小麦、玉米等需要较高的人工成本，在种植过程中棉农所投入的物化成本和精力也较高。农户在考虑本季度的种植方案时最重要的参考依据是上

年度的亩产收益情况，因为棉花种植的净收益是棉花种植面积的先行指标。前文中已经指出，2011 年中国棉花种植成本约为 1503.6 元/亩，而由于 2011 年棉价出现近四成的深幅回调，棉农植棉每亩净利润仅 491.5 元，较 2010 的“天价棉”时期减少 50%，令人无限唏嘘。

种植棉花既辛苦收益又低，若不是 2011 年国家出台临时收储政策，棉农甚至有可能产生亏损。现在全国正在加速城镇化进程，农村劳动力人口逐渐向城市转移，在城镇中打工月薪在 1500 上下，远高于种植棉花的利润，种植意愿下降从而种植面积减少便顺理成章了。

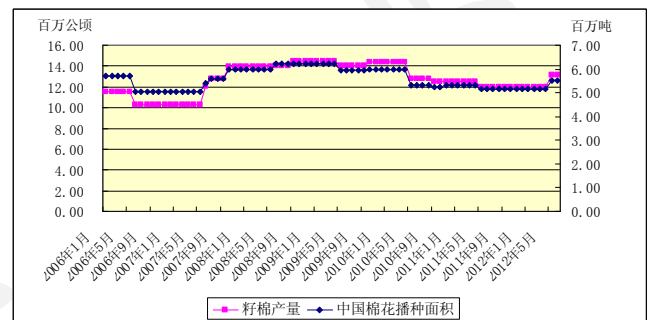
我们从历年棉花种植面积与籽棉产量的关系图中可以发现，两者之间的相关性非常高，也就是说不管今年棉花种植的单位面积产量如何，种植面积的减少带来总产量的减少是大概率事件，因此总体来说，2012/13 年度棉花的价值中枢将小幅上移。

图 2-7：收益与种植面积对比



数据来源：WIND 新纪元期货

图 2-8：籽棉产量与播种面积



数据来源：WIND 新纪元期货

(四) 纺织行业景气程度逐渐回暖 棉花下游消费正在恢复

近两年，中国劳动力成本不断攀升以及人民币汇率上升等因素，使得“中国制造”的优势不再。欧美采购商转战东南亚等更加“廉价的”市场。即使有欧美采购商愿意下订单，他们也更倾向于大型纺织厂，多数中小型纺织企业已经停产以减少支出甚至倒闭，服装生产的利润空间被压缩到十分狭小。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%。

5 月 29 日，工信部公布的数据显示，2012 年 1-4 月消费品工业中的纺织行业工业增加值增长 12.6%，增速较 1-3 月有所放缓，放慢了 0.5 个百分点，回落至 5 年均值附近。纺织行业内销产值同比增长 14.9%，与 1-3 月相比下降 1.6 个百分点。其中，服装鞋帽、针纺织品零售总额达 3092 亿元，同比增长 15.6%，比 1-3 月略高 1 个百分点。纺织行业出口交货值同比增长 2.6%，与 1-3 月相比下降 1.1 个百分点。1-3 月，纺织行业利润仍是负增长 (-2.4%)，比 1-2 月略回升 0.6 个百分点。1-4 月，全国规模以上纺织企业累计实现工业产值 1.67 万亿，同比增长 13%，增幅比上年同期下降 17%。行业运行效益方面，近五分之一的企业是亏损，亏损额度的增速达到 120%，企业销售利润里只有 4.5%，比去年下降了 0.66 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，尽管仍处低点，但在企业深度去库存之后、订单开始回暖之际预示着后市纺织行业景气回升是大概率事件。

美、欧、日占据全世界纺织品进口量的一半，在过去的半年间，欧债危机给欧洲经济带来了阴霾，欧盟

图 2-9：纺织行业景气指数



数据来源：WIND 新纪元期货

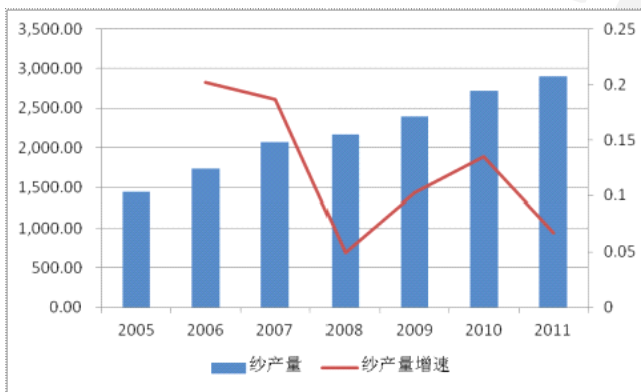
图 2-10：纺织工业增加值



数据来源：WIND 新纪元期货

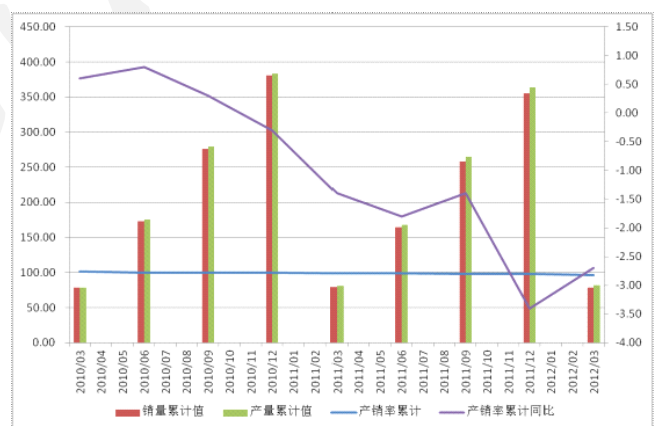
对纺织品的需求量严重下滑，根据工信部的统计，2012 年 1-4 月，中国对欧盟出口同比下降 8.8%，其中 4 月份下降 28%。但在近期希腊内阁重组完成后，欧债问题逐步向好，欧洲经济在低位徘徊之后会相对好转。除此之外，中国 CPI 数据自年初以来逐步回落，6 月最新数据仅为 3.0%，我们预计 CPI 数据将在今年 7 月现拐点，在去库存完成和经济触底反弹之后，2012 年下半年纺织工业或重现生机，对棉花的需求将逐渐恢复。

图 2-11：纱线产销



数据来源：WIND 新纪元期货

图 2-12：棉布产销



数据来源：WIND 新纪元期货

自去年棉价深度回调以来，棉花下游的主要产成品棉纱和棉布的销售一直较为低迷，棉纺企业在经历了近一年的去库存之后，终于将原料库存和产成品库存保持低位，尤其是进入今年以来。根据工信部的统计，2012 年 4 月，纱产品出现短暂性销售好转的迹象，企业销量增加，库存环比小幅下降。但与上年同期相比，库存仍大幅上升。今年 1-3 月份纱产量仍旧小幅增长，4 月纱产量快速回落，环比下降 1.97%。1-4 月累计纱产量同比下降 3%，较 1-3 月累计降幅收窄。

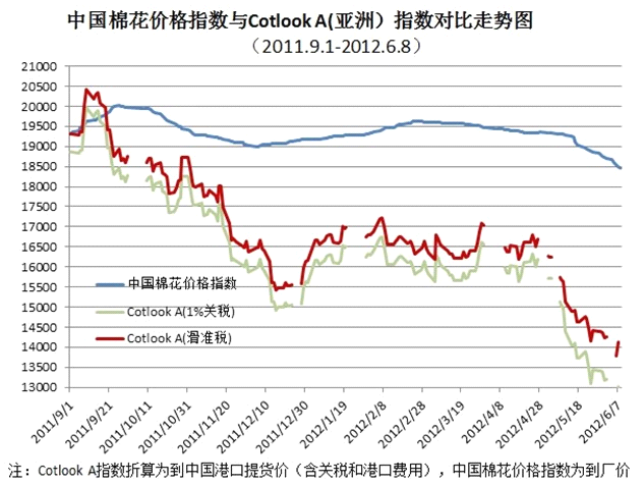
1-3 月，全国棉布产量累计值为 81.7 亿米，略高于销量的 78.6 亿米。1-3 月布产品的产销率同比上涨 0.7%。企业布产品库存环比增幅 0.37%，同比也处于增长态势，增幅为 6%。但进入 4 月，布产量环比也由增转降，降幅为 2.7%。

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。

(五) 外棉优势明显 冲击国棉市场

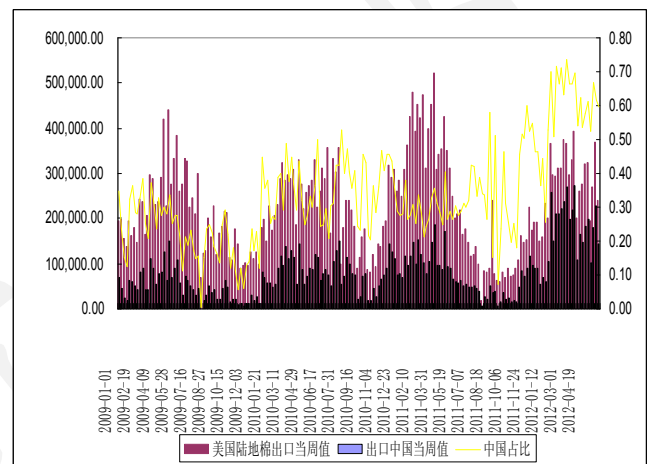
2012 年 5 月前后，纺织企业对国家新增发的进口配额趋之若鹜，主要原因是国内外棉花的价差日益扩大，外棉的价格优势从 2011 年 9 月的每吨 1000 元，扩大到 2012 年 5 月份的每吨 5400 元，这严重影响了我国棉纺织产业链的稳定运行，原料成本的相对高企也大大削弱了我国棉纺织品的国际竞争力。经验来看，国内外棉价差在 1000-1500 元，纺织行业一般可以内部消化，但是过大的价差导致企业面临困境。根据美国农业部棉花的周度出口报告，美国陆地棉的周度出口销售自 2011 年 10 月 6 日以来逐步好转，其中来自中国的进口占比仅在 2011 年 11 月呈现低位，之后均维持高于 50%。

图 2-13：内外棉价差走势图



数据来源：WIND 新纪元期货

图 2-14：美国陆地棉出口及中国占比



数据来源：WIND 新纪元期货

(六) 收储价格给出棉价的政策底

在棉价“跌跌不休”的 2011/12 棉季，于 2011 年 9 月 8 日至 2012 年 3 月 31 日执行的国家棉花临时收储政策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。截止 3 月 31 日，全国累计收储 313.03 万吨，创历史之最，占当年实际生产量(720 万吨)的 43.5%，占国家统计局公报产量(660 万吨)的 47.4%。约占截止 3 月末棉花销售总量的 60.5%。收储的火热确实为棉价提供了支撑。

国家发改委有关人士表示，“下年度（2012/13 年度）还会敞开收储”，本年度 19800 元/吨以及后期的 20400 元/吨的收储价被普遍认为是低估的收储价格，2012/13 年度的收储价格将较高，但收储仍然存在一些问题，比如库容和旧棉的处理，在提高下年度收储价格的同时国家可能提高交储的门槛，政策执行不会如本年度的宽松。

第三部分 总结展望和操作建议

一、后市展望

目前欧债危机和下游消费清淡所带来的利空，郑棉基本已经消化殆尽，下半年需重点关注以下几点。

1、宏观基础的好转。

希腊大选结果出炉之后，暂时得以安稳的寻求进一步的解决方案。美国经济逐步复苏，美联储推出 QE3 的市场预期仍存。国内 GDP 增速和 CPI 数据预计都将在 7 月份前后探底回升，宏观面向好，下半年大宗商品或现普涨。

2、减产题材的炒作。

前文已经提到，由于种植收益较低，棉花种植面积下滑，导致 2012/13 棉季棉花减产是大概率事件。接下来的三个月是棉花生长的关键时期，天气若出现问题将会导致棉花进一步减产或者等级不佳。

3、成本支撑因素。

种植成本的上涨抬升了期货价格运行的底部，我们预计近月合约包括 CF1209 合约的价值底部将在 16800-17000，远月合约包括 CF1301 合约的价值底部将在 18500 附近，值得注意的是，价值底部并不一定构成价格底部。

4、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。

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 年国内棉花价格整体将运行在 18000-25000 元/吨的区间内。

2、2012 年 6-7 月，棉价将构建底部。

3、随着中国 CPI 出现拐点，欧债问题度过艰难六月，纺织行业回暖，棉价于 2012 年 7 月之后呈现反弹之势。

三、操作建议

逢低建多时机已到，CF1301 合约 19500 之下买入并持有多单。用棉企业可以利用 CF1301 合约进行买入套保操作。

新纪元期货研究所简介

新纪元期货研究所是新纪元期货旗下集研究、咨询、培训、产品开发与服务于一体的专业性研究机构。公司高度重视研究分析工作，引进了数名具有深厚理论功底和丰富金融投资管理经验的博士、硕士及海外归来人士组成专业的分析师团队。我们坚持科学严谨的分析方法和精益求精的工作态度开展各项研究分析工作，以此为客户创造价值。

目前新纪元期货研究所内部分为宏观经济、金属、农产品、能源化工、金融等五个研究团队，以宏观分析和产业研究为基础，以市场需求为导向，以交易策略和风险管理为核心，依托徐州多个期货交割仓库的地理区位优势，为广大企业和客户提供了一体化前瞻性服务，帮助投资者摒弃常见的交易弱点，建立成功投资者所必需的基本素质，并在瞬息万变的行情中作出适应市场环境的投资决策。

如想了解或获取新纪元期货研究所期货资讯请致电0516-83831107或发邮件至yfb@neweraqh.com.cn申请。

免责声明

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。