



智慧^创造奇迹
一流的咨询, 卓越的服务
First class consultancy Excellent services

南华期货研究所

傅小燕

0571-87839259

fuxiaoyan@nawaa.com

浪花一朵朵

摘要

- 通过 2012 年棉花市场总结以及相关影响因素分析, 我们得到 13/14 年度全球仍然处于棉花去库存时期。同时在推出提高城镇化率的呼声时, 国内纺织业似乎迎来了机遇与挑战。
- 因为 2013 年多空因素相互交织, 棉花期价将不再是一味的单边下跌, 棉价波动较 2012 年放大。具体合约上, 目前的主力 1305 合约价格在 19200 上下翻腾, 抛储价对其有直接冲击, 价格会跌至 19000 以下, 如果仓单生成速度过慢, 会引发超跌反弹行情。所以 1305 合约的价格形成趋势的时间点在于抛储的时间点。抛储前, 5 月合约以 19200 做上下波动, 可以进行以 19200 做低吸高抛; 抛储后, 1305 合约将向 19000 下方移动, 重心下移, 在交易所仓单注册较慢的情况下, 1305 合约会出现像 1301 合约大涨的行情。而且从成本理论角度(包括交割费用、现货资金利息、期货头寸所占资金利息)来讲, 5 月合约最高要比现货价格多 1500 元。因此, 1305 合约价格波动区间大概会在 18000~20500 之间。
- 而 1309 合约在等 1305 合约交割之后, 受 13/14 年度种植面积炒作以及棉花新国标影响较大, 以当前低于 19000 的价格来看, 未来突破 19000 的概率较大。但价格要上冲至 20000 关口, 则有两个前提: 一是内销市场出现强劲增长势头, 出口出现好转; 二是棉花生长期间天气因素影响。所以 1309 合约价格波动区间在 18000~20000。
- 因为波动加剧, 出现单边上涨和单边下跌的概率减小, 买入或者卖出保值风险较大。不过对于年前年后两个月需要采购棉花的企业来讲, 依据棉价上涨概率为一年当中最大的月份, 企业可以选择做适当的买入保值。

目 录

第一章 行情回顾	4
1.1.棉花市场行情回顾	4
1.2.棉花市场资金流向回顾	5
第二章 影响因素分析	6
2.1.全球棉花产业分析	6
2.1.1.全球棉花供需分析	6
2.1.2.新兴市场国家崛起	7
2.1.3.全球纺织贸易分析	9
2.2.中国棉花产业分析	11
2.2.1.去库存化以及城镇化率对纺织业的影响分析	11
2.2.2.劳动力成本分析	13
2.2.3.其他原材料的替代效应	16
2.3.在数学的角度看供需	17
2.3.1.棉花价格与棉布/棉纱比值的关系	17
2.3.2.棉花价格与棉布/棉纱比值同比的关系	19
2.4.政策方面	19
2.4.1.棉花抛储执行可能性增加	19
2.4.2.2013 年 1%关税配额下放在即，滑准税配额“发放未卜”	21
第三章 后市展望及投资策略	21
3.1.2012 年总结	21
3.2.2013 年棉花市场展望	22
南华期货分支机构	24
免责声明	25

图表目录

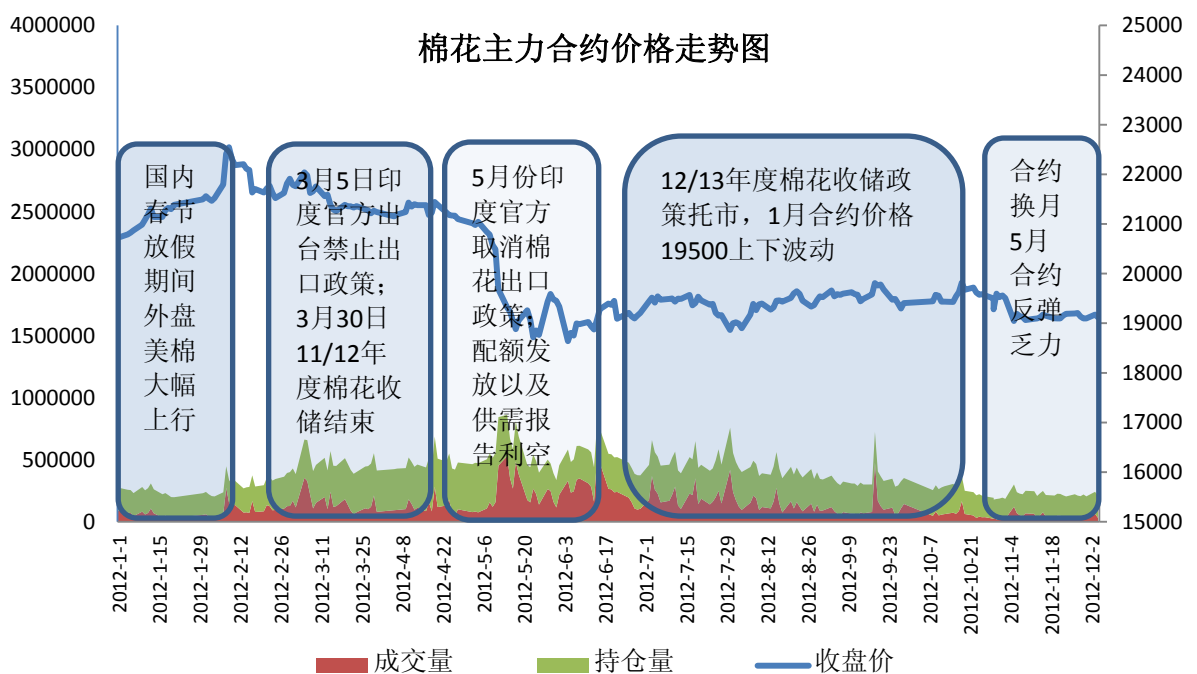
图 1、2012 年棉花主力合约量价走势图	4
图 2、国内棉花市场资金流向	5
图 3、CFTC 持仓分析	6
图 4、USDA 全球棉花供需要素年增长率(左)与 ICAC 最新供需报告(右)	7
图 5、中国与东盟地理位置图	7
图 6、中国与东盟双边贸易额及同比	8
图 7、东盟主要国家进口中国纺织品占比（左）与越南纺织品服装出口年均 增长（右）	9
图 8、全球主要棉花出口国不同年度棉花出口增长	9
图 9、纺织品服装进出口结构发生变化	10
图 10、下游市场仍将处于去库存化周期	11
图 11、纺织行业成本与收入比较	12
图 12、中国城镇化率与工资水平	13
图 11、争地作物效益成本比	14
图 12、棉农植棉效益下降	14
图 13、2011~2012 年全国主要省市最低工资增长幅度	15
图 14、美国服装零售额与个人总收入同比增长趋势	15
图 15、棉花与 2*PTA 价格之差	16
图 16、全国主产棉纱、化纤省份同比增幅（左）与江苏省化纤、棉花产量占 比（右）	17
图 17、棉花主力月收盘价与棉布、棉纱产量比值走势图	18
图 18、棉花主力月收盘价与棉纱、棉布产量比值同比增幅走势图	19
图 19、12/13 年度棉花收储情况	20
图 20、棉花进口数量（左）与工业库存走势（右）	20
图 21、棉花进口量同比与服装出口数量同比走势	21
图 22、棉花主力合约价格波动情况	23

第一章 行情回顾

1.1.棉花市场行情回顾

回顾 2012 年国内棉花期货市场价格走势，可以说上半场‘惊心动魄’，下半场‘波澜不惊’。‘惊心动魄’主要是指棉花 1301 合约价格波动较大，从图中可以发现，2012 年上半年国内棉花市场主要受外盘的影响较大，每一次的大幅上涨以及下跌都是因外盘价格涨跌或者政策所引发。

图 1、2012 年棉花主力合约量价走势图



资料来源：Bloomberg 南华研究

2012 年 1 月末，国内正值春节放假，外盘美棉走势比较强劲，12 月 21 日~1 月 19 日，美棉 1203 月合约上涨幅度超过 15%，受此影响，国内棉市在春节后也大幅上涨，当时的主力 1209 合约价格曾经接近 23000 一线；随着余温的慢慢退去，价格也开始调整。2012 年 3 月 5 日，印度官方发布消息称禁止税号 5201 以及 5203 的棉花出口，提振内外棉花大幅上行，外盘美棉各合约大多触及涨停，1209 合约价格也在 3 月 5 日放量上涨，涨幅超过 1.2%。然而随着 3 月底 11/12 年度棉花收储政策结束之后，基本面方面的供需矛盾开始显露，在 1209 合约向 1301 合约换月之际，也就是从 5 月份份开始，价格从 20000 上方回落，直到 5 月初印度又重新放开棉花出口的政策公布，当时的主力 1301 合约终于按耐不住，价格一落千丈至 19000 下方。2012 年 7 月 30 日，触及年内低点 18540 点位。价格的好转或者回升要等到 12/13 年度棉花收储政策实施之后，由于 12/13 年度棉花收储价格在 20400 元/吨，而当时的期现货价格都在 20000 以下，甚至 19500 以下，所以受政策支持力度较大，前期 1301 活跃时候，价格曾在 9 月 18 日爆发，一度上涨至

19985。但市场因为缺乏实质性的改变供需矛盾的因素，价格经常位于 19500 上下波动，1301 合约价格波动范围多在 19300~19900 之间。换月之后，1305 合约逐渐活跃，1301 合约面临交割，两者之间的价差也突破打破历史规律，12月13日，价差达到 910 点。简单一点说，1 月合约还比 5 月合约贵 910。不过从多头平仓的行为来看，这样的价差也终究不能坚持到最后，随着 1301 合约多单的大幅减仓以及移仓，上方空间显然有限；而 5 月合约不断新增多单，尽管空头仍占优势，但新增多单足以在短时间发挥其推涨的能量，从而令超跌价格得以反弹。因此跨期价差的回归将令 5 月合约略显强势。截至到 12 月 13 日，1301 合约上涨 3.37%，1305 合约小幅反弹 0.71%。

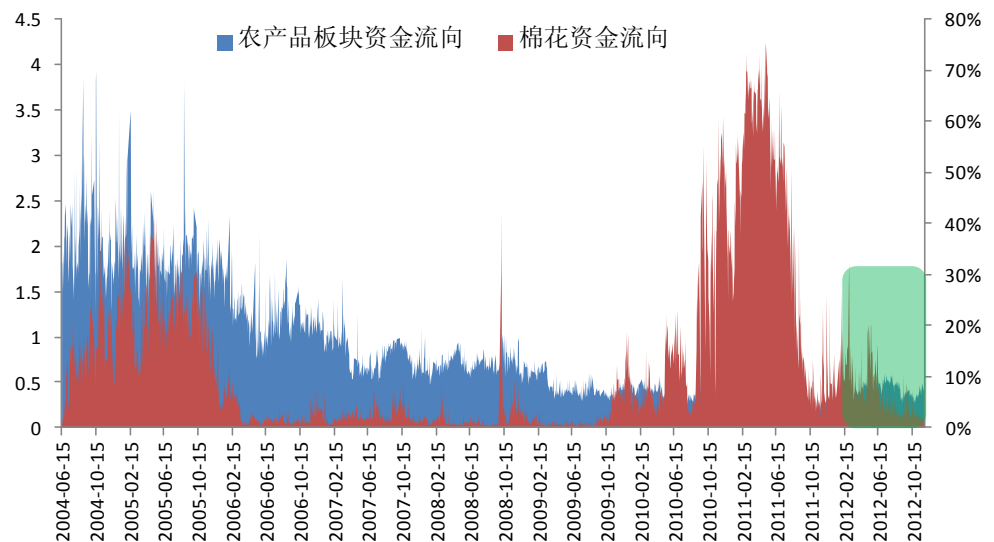
1.2.棉花市场资金流向回顾

上述所讲的政策以及基本面对价格的影响可以说是根本原因，然而根本原因发生之后将直接作用在资金上，市场资金才是推动棉价涨跌的直接力量。

从我们所观察的时间区间来看，市场资金对于农产品板块的热衷程度在逐渐下降，而农产品板块中市场资金对棉花的热衷程度没有可持续性，2004 年~2005 年有一波行情，2010 年~2011 年又是一波行情，除了这两个时间区间段之外，其他年份资金在棉花当中停留的时间很短。

在经历了 2011 年棉价大跌之后，2012 年市场资金明显流出棉花品种，越到 2012 年年底，资金流出的越明显，因为整个农产品板块的市场资金还算比较平稳，但棉花品种的资金已经逐渐向 2010 年之前的规模靠拢。这也是为何棉市始终位于某一低位区间波动、波澜不惊的直接原因。

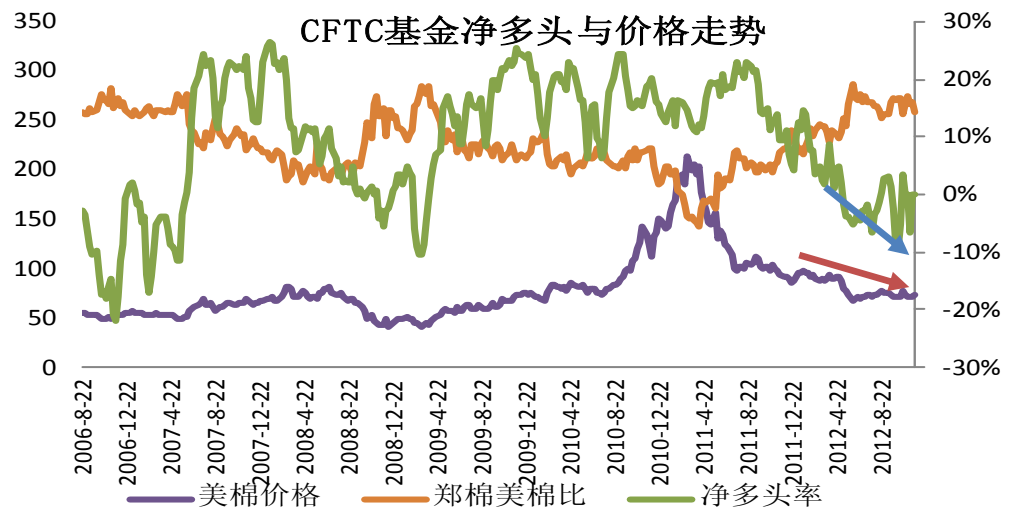
图 2、国内棉花市场资金流向



资料来源：中国棉花信息网 南华研究

除了国内棉花是如此行情，外盘美棉价格也是在 CFTC 基金的净多头减少中反弹乏力，与其之前的大涨大跌形成鲜明对比。所以从年初至今美棉连续价格跌幅超过 23%。

图 3、CFTC 持仓分析



资料来源：中国棉花信息网 南华研究

第二章 影响因素分析

2.1.全球棉花产业分析

2.1.1.全球棉花供需分析

在棉花产业运行的过程中，供需矛盾贯穿始终。从长期棉价的走势来看，供需矛盾是导致棉价涨跌的重要影响因素。

ICAC 与 USDA 是全球公认的两家权威预测棉花供需机构，两者在数据上有差异，但方向和趋势雷同。从 USDA 公布的供需数据显示，09/10 年度全球棉花进出口增量较 08/09 年度大幅增长，消费量也同比增长，产量和期末库存增量同比下降，其中库存消费比下降的幅度较大，所以当年的棉花价格也一度达到 30000 元/吨以上；同样的道理，10/11 年度，当产量增长大于消费‘增长’，或者说消费下降，库存消费比增长，这种形势下对棉花价格造成压制，所以 10/11 年度棉价从高位回落；11/12 年度的变量中除了消费下降之外，其他变量均大幅增长，尤其是库存消费比的快速上升，令棉价继续承受 11/12 年度供需矛盾带来的压力，价格也一度跌回 2010 年上涨初期水平。

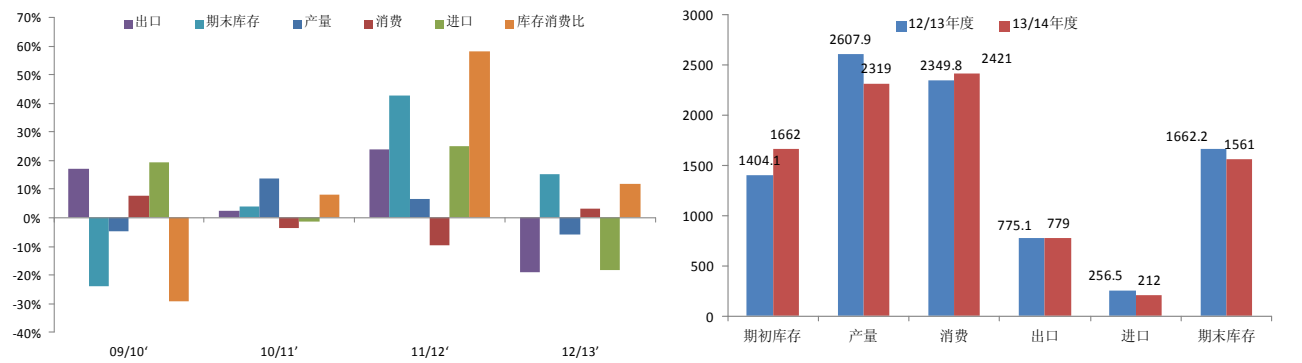
由此可以看到，两个相邻年度之间供需矛盾将会直接影响下一个年度的供需，接下来我们比较关注的是 13/14 年度的供需情况，所以从 12/13 年度的角度进行分析，得出一些结论。

12/13 年度全球棉花进出口贸易较往年差，但由于去库存效果较好，所以期末库存下降，而且消费量有小幅增加，库存消费比的增长速度有所放缓，供需矛盾也不在那么尖锐。根据 USDA 供需预测报告显示，12/13 年度库存消费比达到 75.49%，绝对量是大于往年，但增幅 11.8% 的相对水平低于 11/12 年度。由此可见，情况稍有好转。

又如 ICAC 最新公布的数据显示，13/14 年度全球产量、进口量以及期末库存量都较 12/13 年度少，消费量以及出口量却被调增，上述这些要素的增减方向也是我们所希

望的，至少能够再次验证 13/14 年度供需矛盾不会那么紧张。在全球供需报告的预测数据当中，我们将全球主要棉花需求以及消费国进行比较发现，中国和美国的消费量是被调减的，而印度的消费量是被调增的，那么根据这条线索，我们有了更重要的发现：**13/14 年度全球新兴国家的消费量将成为重要的影响全球棉花供需矛盾的载体，而这新兴国家中除了印度之外，还有东南亚一些国家，比如越南、印度尼西亚以及孟加拉。**

图 4、USDA 全球棉花供需要素年增长率（左）与 ICAC 最新供需报告（右） 单位：%、万吨



资料来源：中国棉花信息网 南华研究

2.1.2. 新兴市场国家崛起

在国内棉花下跌的过程中，国内外棉花下游市场供需结构也发生了不小的变化，棉价下跌以来经常听到类似“进口棉纱突增”、“内外棉花价差高位”等等突破了以往规律的名词。国内纺织企业进而转变生产经营结构与经营方式，棉花用量大幅减少，除了受外围市场进口冲击，还会受相关替代品的冲击，所以棉市隐忧逐步显现，首先就外围市场冲击进行分析。

图 5、中国与东盟地理位置图



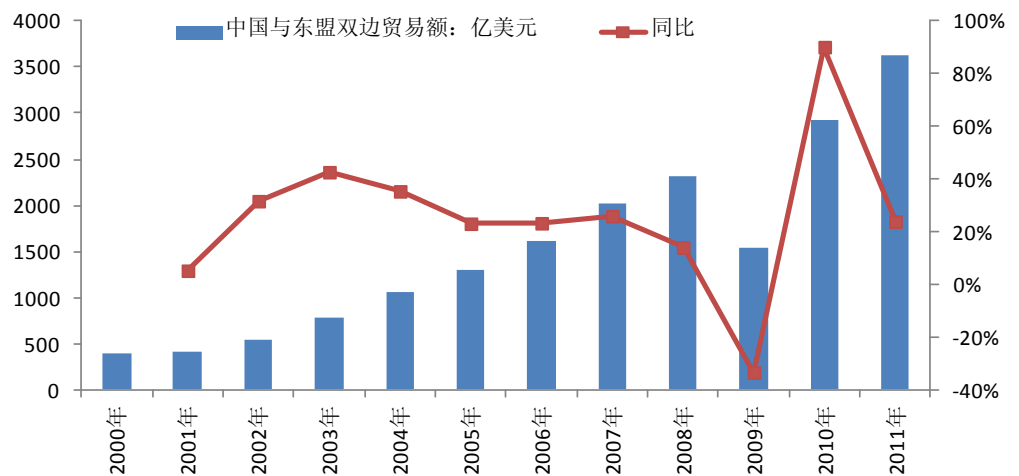
资料来源：中国棉花信息网 南华研究

从地图上可以看到，东盟主要国家主要位于中国的西南部与南部，越南、缅甸、老挝都毗邻中国西南边界，所以中国与东盟主要国家贸易往来比较频繁。在对东盟主要国家的纺织品服装贸易分析中发现，东盟与中国一样，也都是属于资源和劳动密集型出口导向的国家，所以目前基本处于相同的发展阶段，双方在纺织品服装的国际市场上存在竞争。

从下图中国与东盟的双边贸易走势以及同比数据可以看出，自2000年以来，两个国家之间的贸易额呈现不同程度的增长，只是在2009年小幅下降，2010年又重新快速反弹，同比增长幅度也超过80%，2011年总额尽管增加，但同比显然小了很多。因为2010年1月1日，中国与东盟十国的自由贸易区全面启动，东盟主要国家自中国进口的纺织产品税率整体上将显著降低，增强了我国纺织产品的出口竞争力。所以2011年前三季度，东盟正式超过香港成为中国纺织品第四大出口市场。其中纺织品服装对东盟出口同比增长41.3%，较2010年同期增幅提升近3个百分点，纺织品和服装分别出口同比分别增长41%和42.2%。

图6、中国与东盟双边贸易额及同比

单位：亿美元、%



资料来源：南华研究

尽管中国与东盟国家纺织品服装出口呈现良好势头，但如上述所说，两者还有竞争关系。

首先，从纺织品服装出口国家来看。中国与东盟的出口市场主要集中在美国、欧盟和日本市场。因为2010年中国-东盟自由贸易区的建立以及2005年全球纺织品服装配额取消的取消，两者的竞争更加显著。比如日本，中国纺织品服装在其市场上的份额依然低于10%，而东盟出口到日本的纺织品和服装比例早已经超过50%，加上今年以来中国与日本因为“钓鱼岛”事件，某种程度上影响了双方的贸易往来合作，所以在日本的土地上，东盟的优势超过中国。

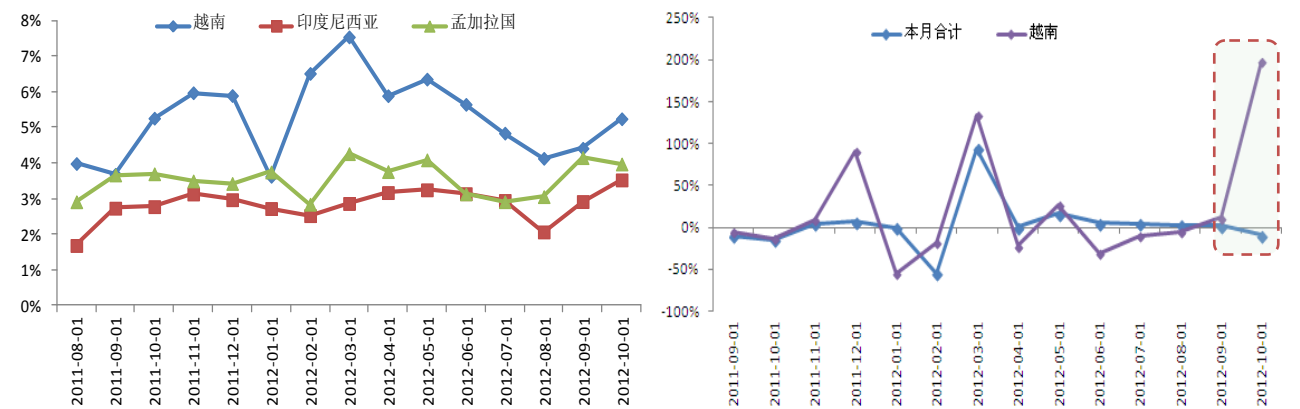
其次，东盟主要国家货币贬值。比如越南盾与2010年2月11日再度贬值3.4%。越南盾的贬值一方面削弱了中国对越南纺织出口的价格竞争，另一方面增强了越南在欧美日发达市场上同中国产品的竞争。

最后，劳动力成本问题。例如越南的成衣工劳动力成本只有宁波的四成左右，倘若宁波企业将服装工厂开到这里，无论内销、外销，成本都将大幅降低。

以下就东盟主要国家印尼、越南以及孟加拉国举例分析：

印尼是东盟最大的经济体，其次是越南。这两个国家的经济增长水平对东盟整体经济有很大影响，从而也影响了全球的纺织品服装贸易。下图可以看到，2012年下半年，越南、印尼这两个东盟国家以及东南亚国家孟加拉国的进口纺织品占比呈现递增复苏势头，其中东盟国家比较明显，尤其是越南，其进口中国纺织品数量一直处于相对较高的水平。在越南，其纺织品服装出口年均增长率也有了很大的突破，2012年9月份环比增长11%，10月份环比以及同比增长分别为197%、240%，而全球纺织品服装出口年均增长却逐渐下降。由此可见，对美国、欧洲以及日本这些地区的纺织品服装出口年均增长率呈现下降趋势。

图 7、东盟主要国家进口中国纺织品占比（左）与越南纺织品服装出口年均增长（右） 单位：%

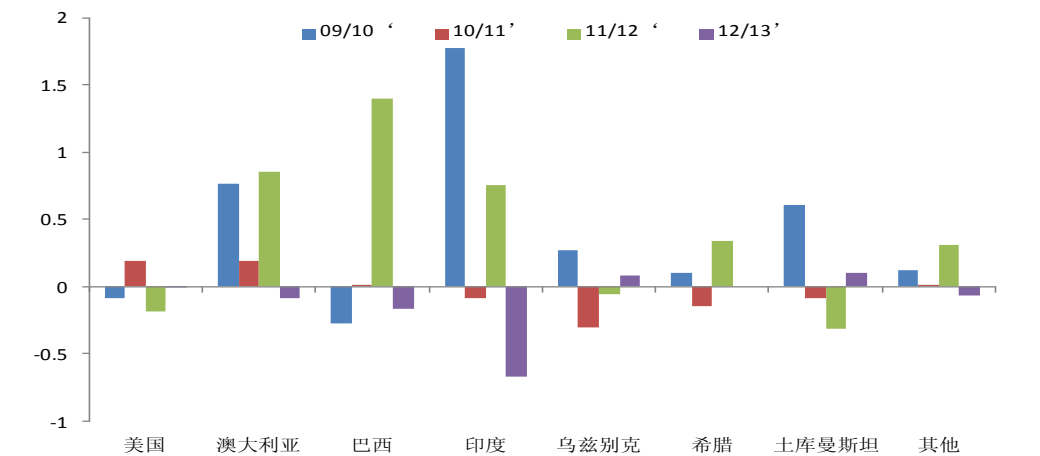


资料来源：中国棉花信息网 南华研究

2.1.3.全球纺织贸易分析

众所周知，中国是全球第一大纺织品服装出口国，欧洲、美国以及日本等世界发达国家都进口中国的纺织品服装，其所占比重也较大，不过近几年来，随着新兴市场国家的崛起（由上述分析），中国的纺织品服装出口开始受到威胁，竞争程度不断加大。

图 8、全球主要棉花出口国不同年度棉花出口增长 单位：%



资料来源：USDA 南华研究

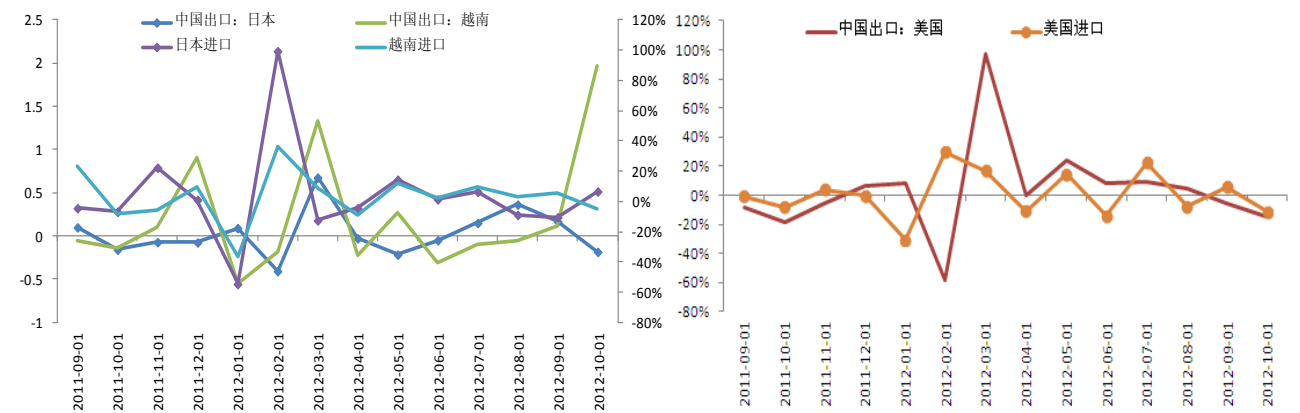
首先从全球棉花出口结构上来看，一直以来，美国和印度被认为全球棉花主要出口国，因为其出口棉花绝对数量多。不过从近几年来棉花出口增长同比来看，澳大利亚、巴西以及印度的出口增长幅度波动较大，说明这几个国家有相对的增长空间，供给弹性较大。而从 ICAC 最新公布的 13/14 年度数据显示，上述三个国家的情形与 USDA 公布的数据有截然相同的表现，并且还指出 13/14 年度的出口趋势。其中美国同比减少 4.5%，巴西同比减少 1%，乌兹别克斯坦幅度不变，印度同比减少 19%，而澳大利亚同比增加 18%，但澳大利亚本身棉花产量就不多，绝对数量较少，所以，13/14 年度全球棉花出口同比减少的概率很大。

其次从全球纺织品服装进出口情况来看，这一部分主要围绕中国与其他国家的关系展开。上述主要阐述了东盟主要国家向中国进口纺织品服装的情况，是单方向的；接下来就中国出口流向以及这些主要国家的进口流向进行对比，从中发现全球的纺织品服装进出口结构发生变化。

从图中发现，中国出口至日本与日本进口纺织品服装环比增长趋势完全相反，前者呈现下降趋势，后者却呈现上升趋势，从 2011 年 9 月份以来都是如此；除此之外，中国出口至越南与越南进口纺织品服装环比增长在 2012 年 9 月份~10 月份的变化中也开始反向，即前者快速上升，后者回落。而中国出口至美国以及美国进口纺织品服装环比增长都呈现下滑趋势。上述现象可以归纳为几点：一是在日本的纺织品服装进口结构中，‘中国元素’越来越少，其他因素越来越多；二是在越南的纺织品服装进口结构中，‘中国元素’越来越多，其他因素越来越少；三是在美国的纺织品服装进口结构中，‘中国元素’依然占主导。

图 9、纺织品服装进出口结构发生变化

单位：%



资料来源：中国棉花信息网 南华研究

由上述分析可知，新年度棉花进出口结构将继续沿着这个格局进行，虽然上述数据有增有减，但总体来看，全球纺织品服装贸易正在萎缩，因为主要的几个发达国家经济还尚在复苏阶段。

表 1、2010~2013 年世界经济增长趋势

单位：%

	2010	2011	2012	2013
世界经济	5.1	3.8	3.3	3.6
发达国家	3	1.6	1.3	1.5
美国	2.4	1.8	2.2	2.1
欧元区	2	1.4	-0.4	0.2
日本	4.5	-0.8	2.2	1.2
新兴市场和发展中国家	7.4	6.2	5.3	5.6
世界贸易	12.6	5.8	3.2	4.5

数据来源：IMF 《世界经济展望》2012 和 2013 年未预测数据

2.2.中国棉花产业分析

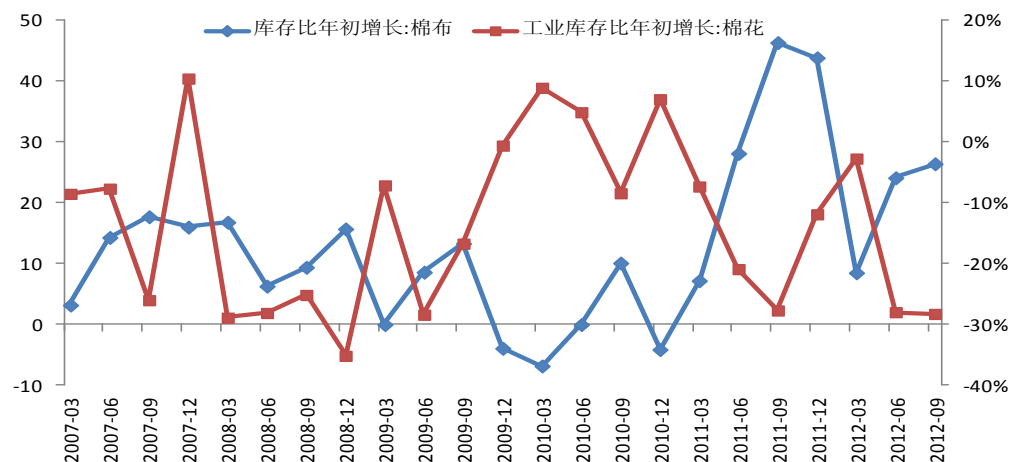
2.2.1.去库存化以及城镇化率对纺织业的影响分析

11/12 以及 12/13 年度都是全国棉纺织企业去库存化阶段，在这个阶段当中，纺织企业的日子确实难熬，亏损的企业占绝大多数，利润更无从谈起。2012 年下半年纺织企业棉花工业库存是处于低位，但从最新公布的 11 月份纺织企业调查结果显示，增加用棉的企业占比大于减少用棉的企业占比，并且纺企选择进口棉的意愿在增加，有 46%的企业进口棉比重在增加，38%的企业进口棉比重在 60%以上。春节前后又是重要的补库关口，因此，11 月~2 月份企业的需求会比较旺盛，工业库存增加的概率就大。

由于从采购到成品需要一段时间，下图所述棉花的库存增长与棉布的库存增长走势就完全相反，呈现此起彼伏的现象。一般来讲，3 月份棉花（棉布）工业库存达到年内高（低）点，12 月份达到年内低（高）点。所以，2012 年 11 月份低库存为后期补库提供很大可能性。

图 10、下游市场仍将处于去库存化周期

单位：%



资料来源：WIND 南华研究

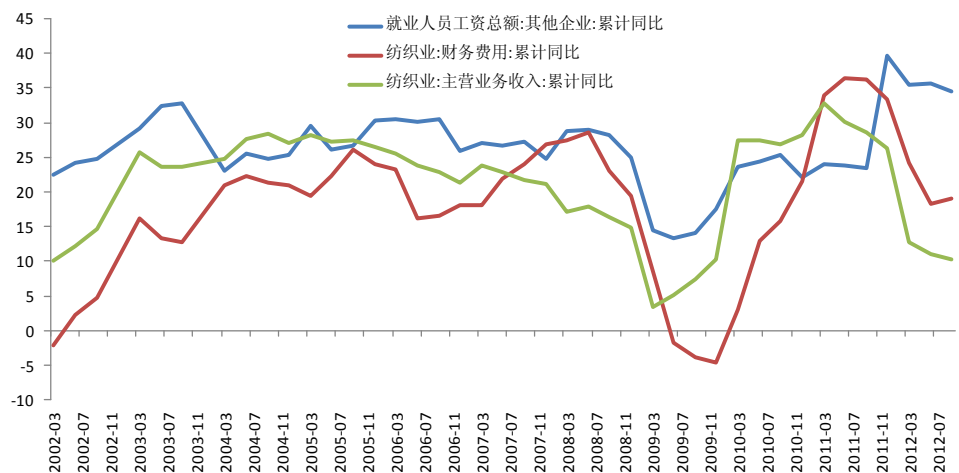
不过在棉花工业库存低于历史同期的情况不多见，纺织企业没有钱可赚的日子也是百年难得一遇。在对全球棉花供需以及纺织品服装出口结构的分析中得到，棉花的最终

端---纺织品服装出口，在人民币升值以及新兴市场国家的竞争中遭遇冲击。所以上游纺织企业也受影响。

国内纺织企业主营业务收入无非来自棉纱等棉织品的销售，而成本支出则多样，其中人工成本是近年来增长速度最快的，企业的财务费用也较快回升。从下图纺织行业成本与收入累计同比走势图中可以看到，纺织业的主营业务收入以及财务费用波动幅度比较大，就业人员工资波动幅度较小，而且财务费用的波动比主营业务收入波动更为剧烈，幅度更大。2012年，我国纺织业就业人员工资同比没增略减，但纺织业主营业务收入继续2011年的递减趋势，财务费用则开始回升。虽然图中看不出主营业务收入同比有何规律，但是财务费用会跟随工人工资一同增减。

图 11、纺织行业成本与收入比较

单位：%



资料来源：WIND 南华研究

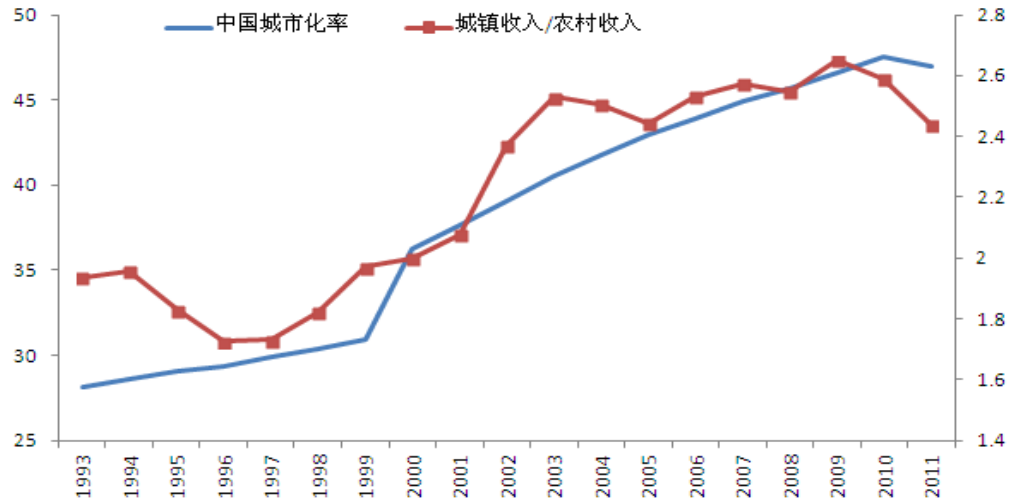
然而可以值得肯定的是2012年纺织业主营业务收入同比减幅正在放缓，说明最糟糕的时期已经过去。在依赖于出口增长无望的情况下，企业要想增收则需要提振国内市场的销售。走城镇化的道路则是未来影响国内消费的重要途径。

十八大报告指出：“坚持走中国特色新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化道路，推动信息化和工业化深度融合、工业化和城镇化良性互动……”因此可以看到，十八大精神传导的不是钢筋水泥式的城市化，而是消费结构升级、信息化城市以及智能化城市。因为在消费结构升级的过程当中，国内经济增速也会得到发展。而这样的消费结构主要依赖于两点的变化，一是收入上升，二是城乡消费习惯的转化。体现在消费上，就是会导致服务消费的占比上升，商品消费的占比相对下降以及城镇居民的大众消费获得支撑。所以城镇化带来的城市中等收入以下群体的人数扩张，将明显拉动食品、衣着、教育文化娱乐等消费。

台湾与大陆居民的生活比较相似，具有一定的可比性。台湾在1985年人均GDP达到3290美元，之后10年经济高速发展，1986~1997年GDP复合增长率高达14%，期间服饰零售额复合增长率10%。如果我国未来10年经济以人均8.5%的速度增长，2020年人均GDP将超过9000美元，中国服装行业将迎来快速增长期。而且以目前的城镇化率47%来预测2020年时，每年增加1%，2020年将超过50%以上的水平。

图 12、中国城镇化率与工资水平

单位：%



资料来源：WIND 南华研究

目前我国城乡之间收入水平有差距，所以对于衣着消费结构也不同，2011年我国城镇居民人均年衣着支出 1674.7 元，占消费性支出比例为 11%，农村居民人均年衣着支出 1016.57 元，占消费性支出为 8.78%，与 2009 年相比，农村居民人均消费支出增长水平快于城镇。如果农村人均衣着类消费占城镇人均居民衣着类消费比例每提高 1 个百分点，将提高整体衣着消费约 7 个百分点，因此农村市场未来将释放巨大消费潜力。

2.2.2.劳动力成本分析

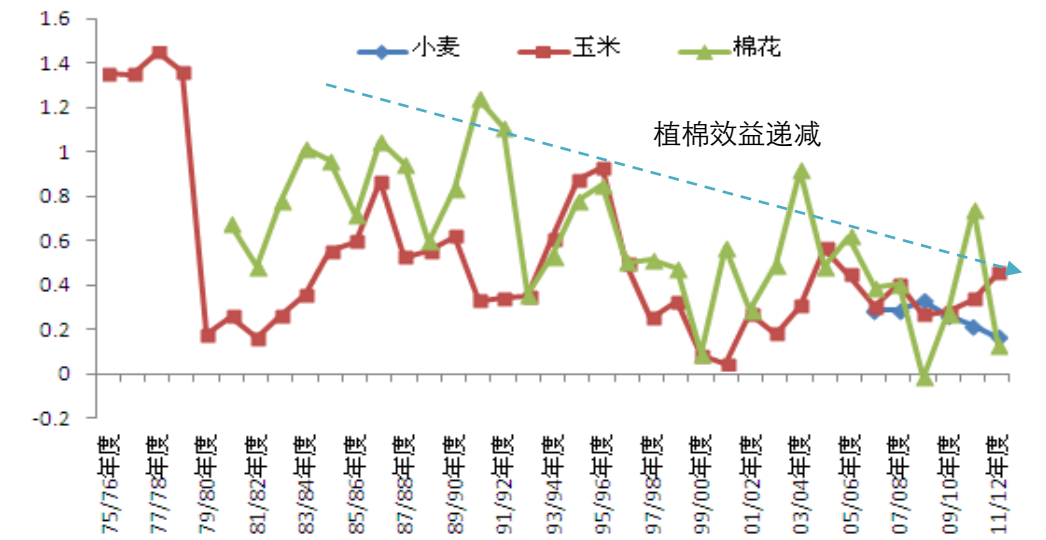
可以说各个行业的劳动力成本是企业近几年来成长最快的费用，也是令企业财务成本上升贡献最大的一块成本。从棉花整个产业链来看，劳动力成本持续高涨与企业经营利润的萎缩形成鲜明对比，所以从某种程度上说，劳动力成本的上升速度将决定企业的利润增长速度。很显然，这一段与上述城镇化率会提高城乡居民收入水平带来的作用完全不同，前者是福利，后者是压力，可以说既相辅相成又相互制约。因为针对不同的对象，所以产生的影响也会不同。在劳动力成本这一块，主要从植棉环节、纺织环节的角度进行分析。

植棉费心费力费资，效益波动幅度大

在所有的农产品作物当中，棉花是认为最为费心费力费时费神的农作物，而且效益波动较大。在国内棉花主产省区，同时也是小麦、玉米的主要种植地区，所以在这样的情况下，小麦以及玉米凭借良好的成本效益优势以及国家政策优待，能够将棉花推搡出田地。我们从 75/76 年度开始对棉花、玉米以及小麦的种植效益比较发现，小麦的种植效益比较平稳，在 200 元/亩以内波动；玉米的种植效益在 400 元/亩以内波动；棉花的种植效益在 1400 元/亩以内波动，最高曾经达到 1200 以上，最低在 200 元/亩以内。尽管棉花每亩种植效益较高，但其成本费用也相对于小麦和玉米高，所以在比较它们的收益成本比时发现，棉花的种植效益完全被成本所掩盖，使其在与小麦以及玉米比较趋势中没有优势显现，并且从 11/12 年度开始，收益成本比呈现下降趋势，从 10/11 年度的 0.74 回落至 11/12 年度的 0.12 而玉米的收益成本比却在持续回升，从 10/11 年度的 0.33 回升至 11/12 年度的 0.45。

图 11、争地作物效益成本比

单位：%



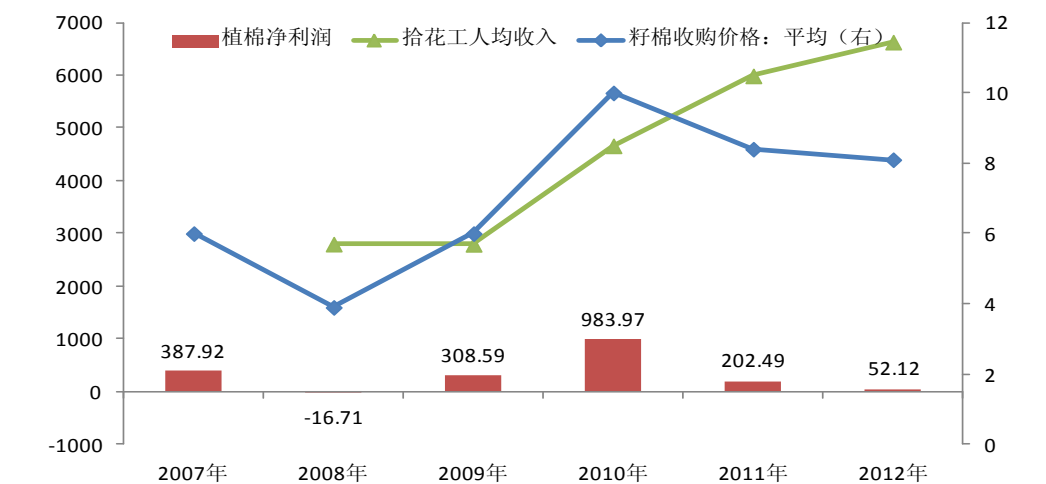
资料来源：布瑞克数据库 南华研究

从上述可知，植棉效益好，但成本太高，反映在成本上的主要是人工成本的快速增长。在植棉的成本组合中，非物质费用的同比增长明显快于物质费用，而非物质费用中租赁成本以及人工成本的同比增长要快于其他，前者均增长幅度在 17.8%，后者年均增长幅度在 14.4%。

所以就形成了下图中所示的植棉净利润、籽棉收购价格与拾花工月均收入的矛盾画面。在不断上涨的拾花工人均月收入过程中，植棉净利润随着籽棉收购价格的增减而增减。2012年，籽棉平均收购价格在 8 元/公斤，植棉净利润在 52.12 元/亩。最终导致棉农收入不及拾花工，13/14 年度种植面积减少成为必然。

图 12、棉农植棉效益下降

单位：元/亩、元/月、元/公斤



资料来源：WIND 南华研究

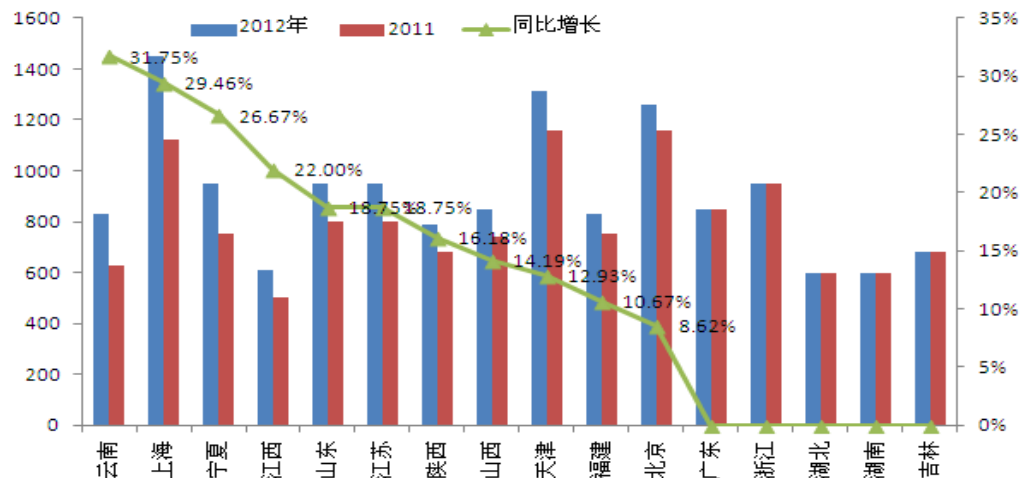
纺织业：机遇与挑战并存

因为在城镇化率提高的过程中，居民工资水平会有较大的提升，从而带来很强的消费能力，孰不知，企业在承担这一切的时候不是这么的好受。

纺织服装行业生产环节人工成本约占生产成本的 5%-20%之间，随着生产效率的不断提高，国内低端劳动力成本逐步上升是大趋势，过去几年劳动力薪水已经在逐步上升，今年年初的“劳工荒”使得劳动力薪水得到较大幅度上升，如果劳动力薪水平均提高 15%左右的话，那么将提高企业生产成本 0.8%-3%。所以在不断提升的工资浪潮中，国内纺织业将会面临劳动力成本增加带来的挑战。（引用）

图 13、2011~2012 年全国主要省市最低工资增长幅度

单位：元/月、%

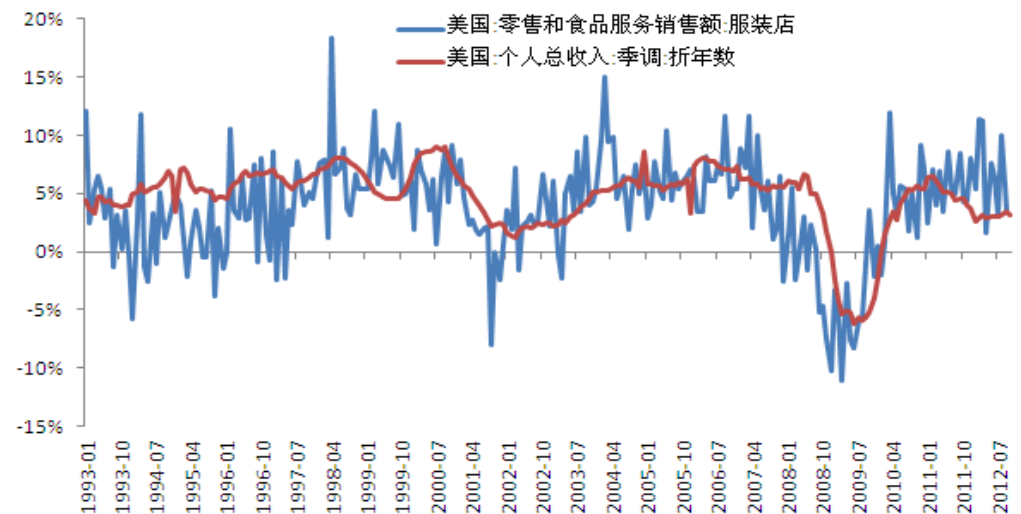


资料来源：人力资源与社会保障部 南华研究

但从美国服装零售与个人收入的走势图可以看到，两者有着密切的联系，同涨同跌。说明收入对于拉动国内零售额的贡献比较突出。

图 14、美国服装零售额与个人总收入同比增长趋势

单位：%



资料来源：WIND 南华研究

2.2.3.其他原材料的替代效应

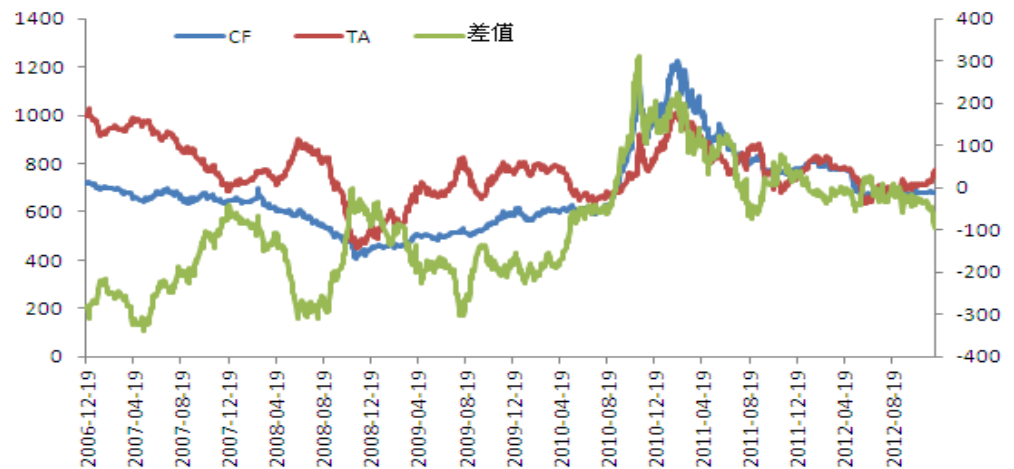
从上述分析中我们得到，国内的棉花产业链中终端纺织品服装出口企业受到国外市场的冲击、国内劳动力成本的上升的影响，经营结构和利润发生改变，从而传递到上游市场纺织企业，纺织企业从而减少棉花用量，棉纱量、棉布量也减少，最终形成被替代品替代的场面。

对于国内棉花等相关材料的替代，首当其冲我们会想到 PTA 的下游产品涤纶以及进口棉、棉纱。先来说说不同产品之间替代效应。

在国内纺织原料中，棉花与化纤约占总量的 90%，化纤中涤纶占 80%。所以棉花一般占纺织原料的 60%，涤纶占 30%，两者用量会因价格变化产生替代。下图我们可以看到棉花与 PTA 价格走势具有相同的趋势，但具体观察某一个较小时段，两者价差会发生较大波动，说明两者具有共性也具有特性。

2012 年上半年，棉花与 PTA 价格走势都处于下跌的调整状态，但到了下半年，尤其是 11 月份之后，整个化工类品种都显示出强劲的上涨动能，棉花与 PTA 的价格呈现明显的‘你跌我涨’，价差也在盘整很长时间之后突然向下。而其下游产品涤纶短纤价格并没有大幅增长，比较平稳。所以 PTA 与涤纶短纤的价格传导并不顺畅，或者说，涤纶仍然具有替代棉花的价格优势。

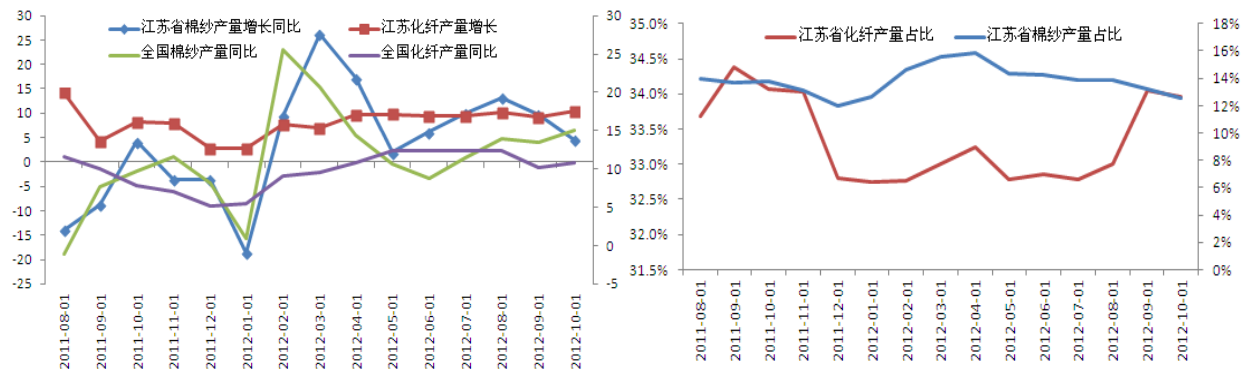
图 15、棉花与 2*PTA 价格之差



资料来源：WIND 南华研究

我们主要选择了全国产纱省份的纱产量以及产化纤省份的化纤产量进行比较分析。我国产棉纱省份主要是江苏、浙江、福建、河南、湖北以及河北；产化纤省份主要是江苏以及福建，所以江苏省既是全国重要的产棉纱省份又是主要的产化纤省份。2011 年 8 月 1 日~2012 年 10 月 1 日，江苏省棉纱产量占比以及化纤产量占比有了明显的变化，前者比重下降，后者比重上升。而且我们还发现，作为全国重要产棉纱省份河南，虽然其占全国比重处于领先水平，但从 2012 年年初以来，棉纱产量同比下降过快，10 月份的数据显示同比降低 1.5 个百分点，为 2012 年首次同比增幅跌破 0。同样的，虽然全国化纤产量同比增长速度较慢，但江苏省作为全国第一大产化纤省份，其产化纤量的同比递增显然会对全国化纤总产做出较大贡献。

图 16、全国主产棉纱、化纤省份同比增幅（左）与江苏省化纤、棉花产量占比（右） 单位：%



资料来源：中国棉花信息网 南华研究

除了不同产品之间的替代，还有来自不同地区同一品种的替代，就是棉花以及棉纱的大量进口。

2012年棉花相关进口配额被限制，所以不再增发配额的情形下，企业进口棉没有往年多，但从11月份公布的纺织企业意愿来看，还是愿意选择进口棉。据悉，部分外商和进口商开始大力销售1~2月份到港的印度棉、美棉以及非洲棉花。一些棉花低库存的大中型棉纺厂开始觊觎12月底前后发放的89.4万吨1%关税配额，不能满足需求的情况下也愿意缴纳40%全额关税进口外棉。因为从价格优势上来看，40%关税后的外棉报价仍然比国内低300~500元/吨。（40%滑准税配额是否会因为国内进口棉大增而取消，则需要进一步讨论）

国外的棉纱也成了‘香饽饽’。截至到2012年10月份，我国进口棉纱总量达到121.4万吨，虽然还有两个月的数据没加上，但高于历史整年的纱进口量，同比增幅达到51.1%。因为国内棉纱进口国主要是巴基斯坦、印度以及越南。这些国家有天然的劳动力成本以及资源优势，没有配额的限制，国内增加进口棉纱的趋势不会一下子改变。

2.3.在数学的角度看供需

2.3.1.棉花价格与棉布/棉纱比值的关系

在公司近期推出的《期市前瞻》杂志中看到一篇文章，文章内容主要是从数学角度剖析影响油脂、豆粕今年大幅波动的深层原因，看完深受启发，棉花市场何尝不能从这样的角度出发，或许会有新的发现。

在我们之前的价格分析中，很容易会将供需以及供需平衡表混为一谈，其实两者有很大的差异。供需关系时时刻刻都在变化，如果数据来源较宽泛，你可以得到每天的供需报表；而供需平衡表是机构作出的整年的数据，尽管也会修正，但其与行情的表现往往存在滞后效应。所以在上述有关供需平衡表的内容我们只做了简单分析。接下来我们主要针对国内棉市进行供需方面的分析。

一般我们会将棉花价格涨跌归功于下游企业棉花工业库存多少来判定，因为棉花工业库存增加并且突破某一个常规值时，往往被认为是下游需求不畅；反之当工业库存减少到某一个常规值时，往往被认为是下游需求急剧扩张，2010年的大涨行情可能很容易会被理解为后者所致，其实不然。

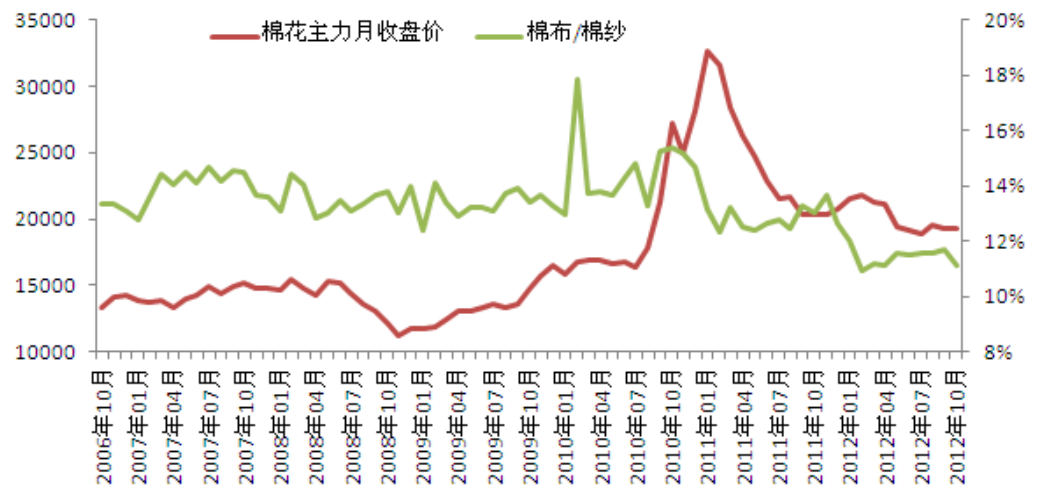
从价格传导的角度来考虑，产业链越往下走价格传导效果越弱，所以越往下价格波

动以及产量波动就越稳定，在异常情况下受干扰的程度就小。棉纱产量和棉布产量的变化幅度或者频率就比棉花工业库存的要小的多。在我们所观察的周期当中，棉花价格涨跌与工业库存增减并不是同步进行，用棉纱产量相对于棉花库存的相对值上来考虑，也不是非常恰当。而下游棉布产量是由上游棉纱产量所决定的，即使出现供应紧张与充裕的情况，按需定量生产也正印证了这一点。在不断的重复试验以及反思中，最终将棉布产量相对于棉纱产量的相对值与棉花主力合约价格进行比较。

从棉花主力合约价格走势与棉布/棉纱的关系图中可以发现，后者对于前者有引导作用，棉布/棉纱的走势会领先于棉花价格的走势。比如 2011 年 1 月，棉花主力月收盘价在 32645，而 2010 年 10 月，棉布/棉纱比值达到阶段高点 0.15；2012 年 2 月，棉花主力合约价格在 21840，而 2011 年 11 月，棉布/棉纱比值达到阶段高点 0.14。同样的，2011 年 11 月，棉花主力价格达到调整后的低点 20295，而 2011 年 8 月，棉布/棉纱比值达到阶段性低点 0.12。2011 年 4 月~8 月，棉布/棉纱比值运行区间在 0.12~0.13 之间，2011 年 9 月~12 月，棉花主力合约价格运行区间在 20000~21000 之间。

因此，从上述的分析走势当中得到下游市场对棉价走势的影响，那就是棉布/棉纱比值在达到阶段性（一年）高点之后，棉花主力价格将会在此后两个月也达到高点；当棉布/棉纱比值达到阶段性低点之后，棉花主力价格也会在此后两个月达到低点。

图 17、棉花主力月收盘价与棉布、棉纱产量比值走势图



资料来源：Bloomberg 南华研究

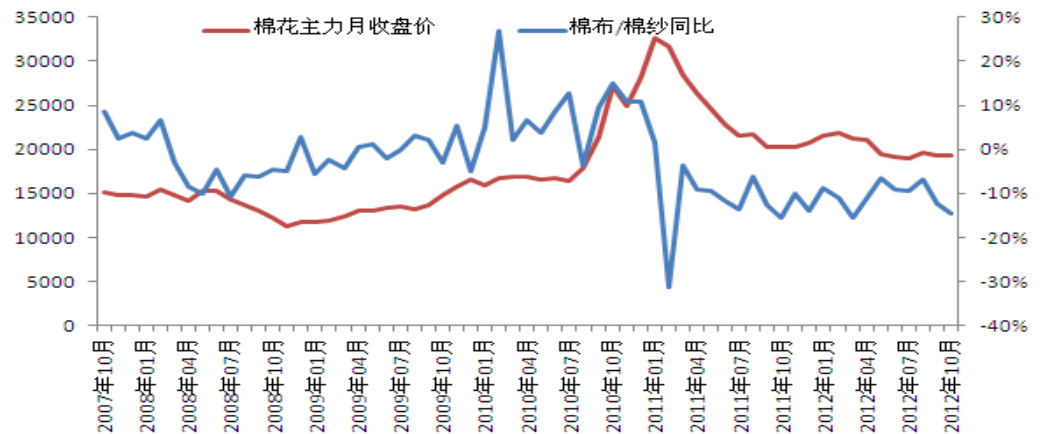
目前，棉布/棉纱的比值走势已经跌破原有的波动区间，稍微向下移动，2012 年至今比值处在 0.10~0.12 之间。从历年走势来看，棉价高点与棉布/棉纱比值高（低）点基本出现在年末前后两个月（11 月~2 月），由于都是年末年初关口，所以高低点的出现概率则与前一年整个市场行情强弱相关。2012 年棉花整体处于下跌状态，以及 2012 年初出现价格高点，那么年末时反弹主力价格（1305 合约）不至于涨至 20000 以上。但 2012 年 2 月份，棉布/棉纱的比值为 0.10，有望成为年内低点，主力价格也在 7 月份跌破 19000，达到 18935，所以价格高低点以及比值高点都已经显现，那么就看看比值低点何时出现，就能大概知道价格的趋向。10 月份下游棉布产销率上升，棉布/棉纱比值回落。从这个角度来看，价格出现的高低点也反过来反映着下游市场需求的变化情况。

2.3.2.棉花价格与棉布/棉纱比值同比的关系

前者讲述的类似于速度的概念，在棉花价格与棉布/棉纱比值同比得到的是加速度的概念。

在上述两者关系当中表现出来的加速度是呈现相反的趋势，不过都是反映的一个道理。即当下游棉布/棉纱比值前后发生剧烈波动时，棉花价格也将发生剧烈波动，会较之前的走势有一个向上或者向下的突破。最为典型的的就是 2011 年棉价高位与比值同比降至冰点。2012 年棉价波动较小，处于区间震荡，所以棉布/棉纱比值同比波动也相应处于 -20%~-10% 的区间窄幅波动。所以从这个角度可以来判断棉价是否会发生剧烈波动。

图 18、棉花主力月收盘价与棉纱、棉布产量比值同比增幅走势图



资料来源：Bloomberg 南华研究

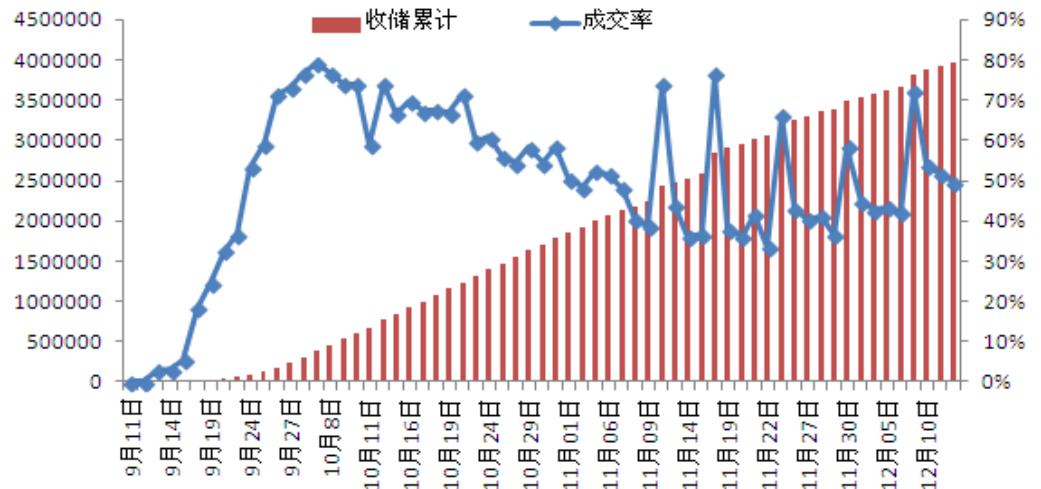
2.4.政策方面

2.4.1.棉花抛储执行可能性增加

在对历史棉花行情下的抛储政策分析之后，发现国家进行抛储必须具备一定的条件才能实施。一是棉花供需存在较大缺口；二是新旧棉花轮储；三是平抑价格波动。从 2012 年的棉花行情来看，国家因为第三种原因进行抛储的可能性较大。12/13 年度的棉花收储从 9 月初开始，截至到 12 月 12 日，国家共收储新年度棉花总量达到 398 万吨，其中疆棉成交 204 万吨，内地棉成交 131 万吨，骨干企业成交 63 万吨。超出 11/12 年度总量 312（不包括进口棉）万吨的 28%。2012 年 9 月份国家抛储 49 万吨棉花，在 11/12 年度收储之前我们曾经提及当时国家储备棉花库容仅剩 30 余万吨，所以，经过两次国家收储、一次抛储之后，目前棉花储备库容在 790（包括进口棉 91 万吨）万吨左右。

图 19、12/13 年度棉花收储情况

单位：吨、%

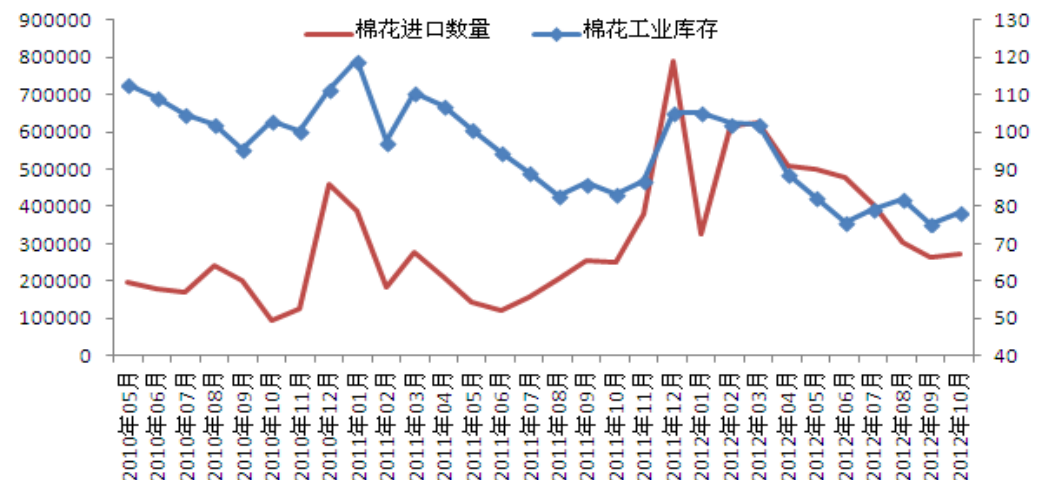


资料来源：中国棉花信息网 南华研究

而根据前面分析，2012 年全球棉花进出口格局也发生变化，美国和印度出口量同比以及环比减少，澳大利亚出口量快速增长。在国内棉花进口方面，2012 年较 2011 年同比有较大增幅，但下半年以来，同比增幅越来越小，然而环比却是先减后增，由负转正。所以总量方面 2012 年明显大于 2011 年。这一点也可以间接的从纺织企业的棉花库存占比中看出，进口棉占了很大一块，以致于进口棉用完之后，纺织企业工业库存降至低点。在前期棉价下跌调整的过程中，国家为了平稳棉价波动，也申明 2012 年下半年不再增发配额以及过多的进口，在消费未见大幅好转的情况下，只能通过抛储来解决国内一些纺织企业的用棉需求。

图 20、棉花进口数量（左）与工业库存走势（右）

单位：吨、万吨



数据来源：WIND 南华研究

假如要抛，那么抛的价格是多少呢？我们对此有个预估。2011 年 9 月份~2012 年 3 月份，国内棉花价格一直处于 21000 上下波动，而外盘美棉价格从 115 美分跌至 90 美

分,相对而言,美棉价格较为便宜,价格在15000、16000,内外棉花价差在4000点以上。所以国家在11/12年度收储时曾经以17000(税后)左右的价格收了将近91万吨美棉,以19800的价格收了国内312万吨,最终收储棉花的均价在18500元/吨左右。那么国家以18500做文章进行价格定调概率很大。

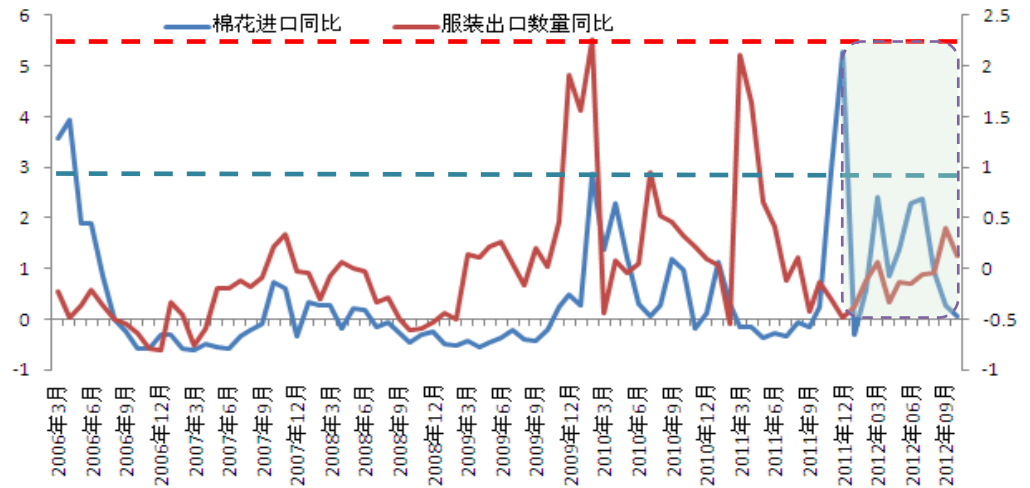
2.4.2.2013年1%关税配额下放在即,滑准税配额“发放未卜”

在上述国家抛储的分析中发现,一旦抛储,价格的冲击将令目前交易的合约备受冲击,在此情况下,仍然还有来自市场的不确定性,一旦这些不确定性也对市场造成利空,那么棉价将继续调整。这个不确定性就是配额问题。

按照惯例,每年的1月1日元旦前后将发放新年度配额,1%关税下的进口配额89.4万吨不变,出现变化的有两方面。一是关税下配额的发放方式,二是滑准税是否还会增发,如要增发,以什么形式增发。为了提振国内纺织品服装出口,以加工贸易配额的方式进行概率较大。因为国内纺织品服装出口数量同比呈现下滑趋势,而且波动较大,与棉花进口趋势相反。通过此种方式将出口企业的利益考虑在内,又不会给敏感的市场需求带来负担。

图 21、棉花进口量同比与服装出口数量同比走势

单位: %



数据来源: WIND 南华研究

第三章 后市展望及投资策略

3.1.2012年总结

通过2012年棉花市场总结以及相关影响因素分析,我们得到13/14年度全球仍然处于棉花去库存时期,尤其是中国的棉花期末库存占据较大比重。由于中国期末库存的高位运行,以及消费量的相对减少,从而令13/14年度的库存消费比也较以往年度高出许多。众所周知,中国是产棉大国,也是消费大国。因为12/13年度的收储使得50%以上的好棉不能马上流通,企业有需求但国内无法提供,为了保护国内棉价,平抑价格波动,2012年下半年国家并没有增发滑准税下配额以及大量进口。作为国内主要的棉花进口国

美国以及印度，前者因为 13/14 年度棉花产量调减，出口量也调减；后者因为出口政策的频繁变化，国内机构之间的意见不统一以及国内纺织业的发展，出口量也大幅度减少。而一些新兴国家如澳大利亚、巴西等出口量增幅较快，棉花出口格局有所变化，但总体而言，绝对量还是同比减少。

因为全球棉花进出口格局发生变化，也即意味着全球纺织行业格局也相应的变化，与中国能产生竞争关系的国家如越南、印尼等发展中国家崛起，是继中国的纺织品服装出口遭遇人民币升值背景下的有一大冲击。中国的纺织品服装出口国家相关份额也流向这些国家，在全球主要国家经济增速放缓的情况下，全球贸易量减少，中国的贸易量也显然会放缓。

所以在推出提高城镇化率的呼声时，国内纺织业似乎迎来了机遇与挑战。一方面通过增加城乡居民的收入水平，来增加国内服装零售额消费；另一方面城乡居民收入提高也即意味着企业要增加劳动力成本，从而为企业带来成本压力。不过对于品牌零售型企业可以通过推出新产品方式提高产品的销售价格，具有较强的成本转移能力，盈利水平不会受到太大影响。

去库存化以及推出提高城镇化率显然对于下游纺织业是利多的，通过产业链的传导，上游棉纺织企业的情况也不会太糟糕，而对于棉价的直接反应则需要政策的扶持。当前影响市场的政策主要是棉花抛储以及配额政策。从可能性来考虑，前者抛的概率大。

3.2.2013 年棉花市场展望

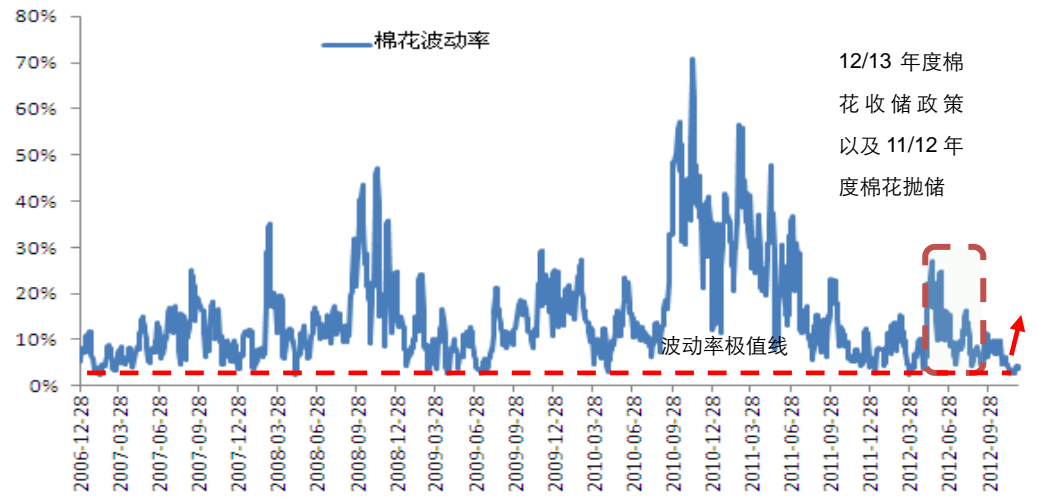
综上所述，2013 年将是充满机遇与挑战的一年，多空因素相互交织，棉花期价将不再是一味的单边下跌，棉价波动从而较 2012 年放大。具体合约上，目前的主力 1305 合约价格在 19200 上下翻腾，抛储价对其有直接冲击，价格会跌至 19000 以下，如果仓单生成速度过慢，会引发超跌反弹行情。所以 1305 合约的价格形成趋势的时间点在于抛储的时间点。抛储前，5 月合约以 19200 做上下波动，可以进行以 19200 做低吸高抛；抛储后，1305 合约将向 19000 下方移动，重心下移，在交易所仓单注册较慢的情况下，1305 合约会出现像 1301 合约大涨的行情。而且从成本理论角度（包括交割费用、现货资金利息、期货头寸所占资金利息）来讲，5 月合约最高要比现货价格多 1500 元。因此，1305 合约价格波动区间大概会在 18000~20500 之间。

而 1309 合约在等 1305 合约交割之后，受 13/14 年度种植面积炒作以及棉花新国标影响较大，以当前低于 19000 的价格来看，未来突破 19000 的概率较大。但价格要上冲至 20000 关口，则有两个前提：一是内销市场出现强劲增长势头，出口出现好转；二是棉花生长期间天气因素影响。所以 1309 合约价格波动区间在 18000~20000。

所以 2013 年对于棉纺织企业而言也是很大的挑战，因为波动加剧，出现单边上涨和单边下跌的概率减小，买入或者卖出保值风险较大。不过对于年前年后两个月需要采购棉花的企业来讲，依据棉价上涨概率为一年当中最大的月份，企业可以选择做适当的买入保值。

图 22、棉花主力合约价格波动情况

单位：%



数据来源：博弈大师 南华研究

南华期货分支机构

杭州总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 (310002)
电话: 0571-88388524 传真: 0571-88393740

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号粮食大厦五楼 (314000)
电话: 0573-82158136 传真: 0573-82158127

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼 (315000)
电话: 0574-87310338 传真: 0574-87273868

郑州营业部

郑州市未来路 73 号锦江国际花园 9 号楼 14 层 (450008)
电话: 0371-65613227 传真: 0371-65613225

温州营业部

温州大自然家园 3 期 1 号楼 2302 室 (325000)
电话: 0577-89971808/89971820 传真: 0577-89971858

北京营业部

北京市宣武区宣武门外大街 28 号富卓大厦 B 座 8 楼
电话: 010-63556906 传真: 010-63150526

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号保利科技大厦 201 室
电话: 0451-82345618 传真: 0451-82345616

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703 室
电话: 0755-82577529 传真: 0755-82577539

萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号天汇园一幢 B 座 3 层
电话: 0571-87839600 传真: 0571-83869589

天津营业部

天津市河西区友谊路 41 号大安大厦 A 座 802 室
电话: 022-88371080; 88371089

南华期货(香港)有限公司

中国香港上环德辅道中 232 号
电话: 00852-28052978 传真: 00852-28052978

广州营业部

广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 728-729 室
电话: 020-38806542 传真: 020-38810969

永康营业部

浙江省永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话: 0579-89292768

余姚营业部

余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601 室
电话: 0574-62509001 传真: 0574-62509006

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 幢 2104-2107 室
电话: 0592-2120370

上海营业部

上海市浦东新区松林路 300 号期货大厦 1701 室 (200122)
电话: 021-68400681 传真: 021-68400693

台州营业部

台州市椒江区天和路 95 号天和大厦 401 室 (318000)
电话: 0576-88205769 传真: 0576-88206989

大连营业部

大连市沙口区中山路 554D-6 号和平现代 B 座 3-4 号 (116023)
电话: 0411-84378378 传真: 0411-84801433

兰州营业部

兰州市城关区小稍门外 280 号昌运大厦五楼北 (730000)
电话: 0931-8805331 传真: 0931-8805291

成都营业部

成都市下西顺城街 30 号广电士百达大厦五楼 (610015)
电话: 028-86532693 传真: 028-86532683

绍兴营业部

绍兴市越城区中兴路中兴商务楼 501、601 室
电话: 0575-85095800 传真: 0575-85095968

慈溪营业部

慈溪市开发大道 1277 号香格大厦 711 室
电话: 0574-63925104 传真: 0574-63925120

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号国华大厦 1 单元 2501 室 (266071)
电话: 0532-85803555 传真: 0532-80809555

上海虹桥营业部

上海虹桥路 663 号 3 楼
电话: 021-52585952 传真: 021-52585951

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号新港澳国际大厦 15 层
电话: 024-22566699

芜湖营业部

芜湖市中山北路 77 号侨鸿国际商城 908 室
电话: 0553-3880212 传真: 0553-3880218

重庆营业部

重庆市南岸区亚太路 1 号亚太商谷 2 幢 1-20
电话: 023-62611619 传真: 023-62611619

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号景峰国际 25 层
电话: 0351-2118016

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦 6 层 603、604 室
电话: 0513-89011160 传真: 0513-89011169

普宁营业部

广东省揭阳普宁市流沙镇中信华府小区 1 幢门市 103-104 号
电话 0663-2663886

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net