

华泰长城期货投资咨询部

☑ 徐原媛

✉ xuyuan@htgw.com

☎ (021) 68755980

## 美棉“跌跌不休”，郑棉震荡下行

**郑棉方面**，10月，郑棉主力走势平平，在18700元/吨附近波动，处于窄幅震荡的状态。月初有所上涨，月中开始有所下跌，到月末又开始上涨，幅度均不大。**郑棉1401合约**：截至10月31日，郑棉注册仓单为33张，有效预报为165张。目前收储较往年进度慢，成交量低，年度总收储量有可能会降低，或将形成大批仓单，如果仓单压力形成，郑棉将遭受卖盘打压。对于1401合约，在收储支撑下近期会处于窄幅震荡，后市继续关注收储力度以及郑棉仓单数量；**郑棉1405合约**：今年新棉花再度收储，库容紧张的现状迫使抛储再度提上日程，有市场消息称11月中旬政府将以17500元/吨的价格抛储，关于低价抛储的预期越来越强烈，市场重心将转向抛储价格。另外，2014年收储结束后直补政策可能出台，失去收储的支撑，内外棉价差将回归，国内棉价下行压力与空间极大。所以对于1405合约，在低价抛储和直补的预期下，价格面临下行的压力较大，对其依旧保持空头思路。

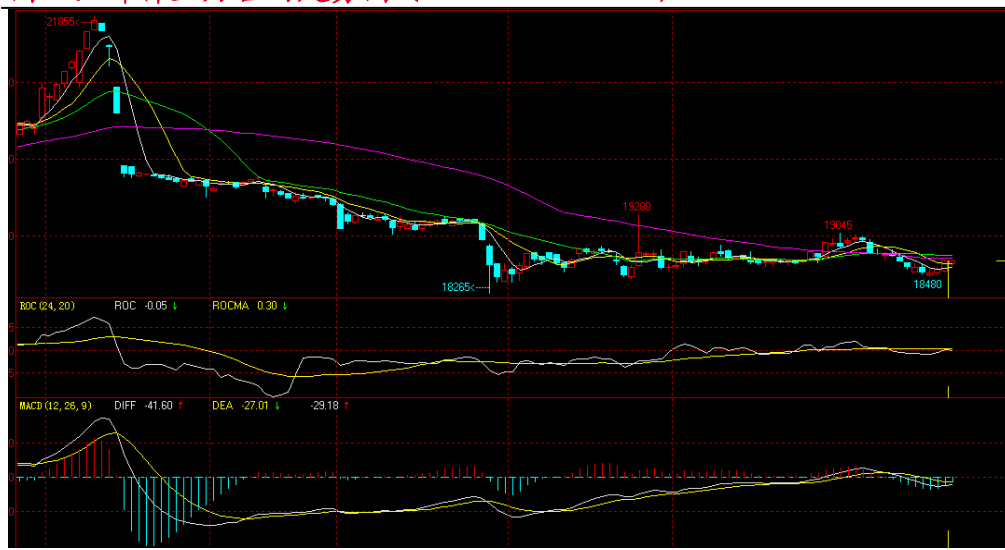
**美棉方面**，10月，美棉整体下跌，从月初的87.21美分/磅，下跌到月末的77.18美分/磅，下跌幅度高达11.5%。月初的美棉下跌，是因为热带风暴Karen减弱，缓解了美棉遭受损害的忧虑。从月初到直到10月18号美国政府一直关停，投资者无法获取相关数据，美棉处于震荡状态。18号之后UDSA陆续公布相关数据，数据显示目前北半球新花收割加速，印度预计也将丰产，棉花登记库存加速增加至141425包，交易商称，预计未来数周交易所棉花库存将增至多达20万包，市场面临供应压力；同时美棉出口数据疲软显示需求清淡，CFTC棉花持仓报告显示，10月15日当周，投资者连续第二周降低了棉花期货和期权的多头，期棉受打压继续下行。技术上来看，目前已跌破关键支撑位78美分，暂时没有止跌迹象，关注12月合约下方支撑位75美分。

**套利方面**，期货盘面上，截至10月31日，郑棉1401与美棉1312合约，在40%关税进口成本下价差为482.64，配额外进口出现盈利，郑棉1401与ICE棉花十二月的正套收益率也显著上升，建议投资者可以在美棉进一步下跌到75美分上方时，考虑买美棉抛郑棉的套利操作。

## 一、行情回顾

10月份，郑棉主力走势平平，在18700元/吨附近波动，处于窄幅震荡的状态。月初有所上涨，月中开始有所下跌，到月末又开始上涨，幅度均不大。然而，美棉走势却大相径庭，从10月7号开始一路下跌，从月初的87.21美分/磅，下跌到月末的77.18美分/磅，下跌幅度高达11.5%。月初的美棉下跌，是因为热带风暴Karen减弱，缓解了美棉遭受损害的忧虑。从月初到直到10月18号美国政府一直关停，投资者无法获取相关数据，美棉处于震荡状态。18号之后UDSA陆续公布相关数据，数据显示目前北半球新花逐步上市，棉花登记库存加速增加，市场面临供应压力；同时美棉出口数据疲软显示需求清淡，期棉受打压一路下行。

图 1：郑棉主力合约走势图（2013.5-2013.10）



信息来源：文华财经、华泰长城期货投资咨询部（上海）

图 2：美棉主力合约走势图（2013.5-2013.10）



信息来源：文化财经、华泰长城期货投资咨询部（上海）

## 二、 郑棉走势分析

### 1、政策分析：收储进度落后，收储量低，企业交储利润微薄

2013年9月9日，本年度棉花临时收储工作正式启动。与去年相比，虽然收储价格依然维持在20400元/吨不变，但今年收储细则明显收严。首先保证金有所提高；其次，加工质量上中等级以下棉花不得交储。收储方面，截至2013年10月31日，本年度棉花临时收储累计成交1084420吨，新疆累计成交808480吨，内地累计成交275940吨，低于上年同期。公检方面，截止到2013年10月27日，棉花本年度全国共有1558家棉花加工企业按照棉花质量检验体制改革方案的要求加工棉花并进行公证检验，检验量达到7876557包，1785543吨。其中新疆共公检1397216吨，湖北116107吨，山东90554吨，仍稳居全国前三位。

今年是实施棉花新标准的首年，也可能是国家收储的最后一年，多数棉花企业均在忙着收购，但是棉花企业经营难度之大超出了企业的预想，企业进行了比较准确的清库后发现：今年交储利润空间较窄，部分企业或保本经营，无利润可言。造成企业经营难度大的主要原因有以下几个方面：

#### 一是籽棉减产棉农惜售，收购难进度缓慢。

受八月份南旱北涝天气影响，多产区籽棉产量下降，棉花减产增加了棉农的惜售心理，棉农普遍期望籽棉销售价格达到4.50元/斤，但目前企业收购价格并不能满足其心理愿望，棉农出售意愿较低，收购进度缓慢。

#### 二是为了增加收购量，企业赴外收购成本高

由于各地籽棉减产，棉花企业普遍存在“吃不饱”现象，为了增加收购量维持正常的生产加工，多数企业纷纷赴外进行籽棉收购工作。但往往是扎堆去采购将当地籽棉价格一哄而起，企业调运回来成本较高，交储根本无利润可言。

#### 三是籽棉高价位占用资金数量较大，资金周转较困难。

今年籽棉收购价格较去年提高了近10%左右，资金占压量增加，截止目前收购量较大的企业已经投入资金3000万元以上，由于自有资金只有千万左右，超出部分均是计息使用。另外，今年贷款回笼速度较去年慢许多，企业资金周转困难，增加了财务费用。资金周转困难同时也限制了企业收购籽棉的进度，从而增加了企业经营难度。

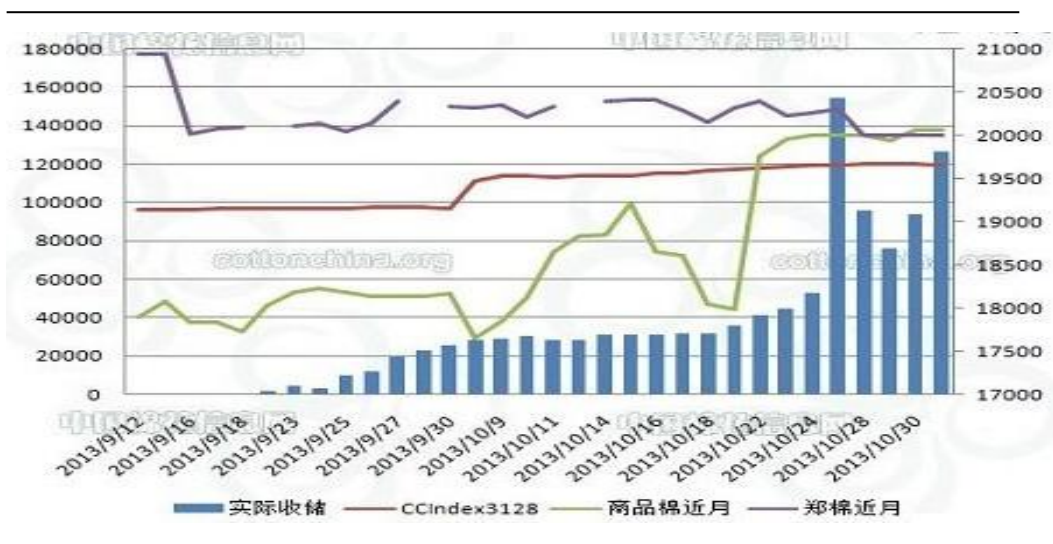
#### 四是对颜色级掌握依然不够准确，继续存在降级情况。

由于第一年实施颜色级检验，基层棉花检验人员没有更多的经验可以借鉴，只有摸索着前进，边收购边总结经验，目前检验结果中白棉4级以及淡点污棉2级的占有率依然达到10%-30%，尽管也有部分皮棉检验为白棉2级，但这种情况只占到3%-5%，因此企业收购继续保持谨慎态势，降级率若再有提升，企业微薄的利润也将被吞噬从而步入亏损地步。

**总结：**今年收储细则较去年严格，总体进度较缓慢，收储难度增加，导致部分棉花无法进入国储市场，年度总收储量有可能会降低；另外，企业交储利润微薄，收储周期与回款周期较长，刺激部分棉花进入郑棉市场，或将形成大批仓单，如果仓单压力形成，郑棉将遭受卖盘打压，因此即使有收储期支撑，对1401合约的价格也不能过分乐观。

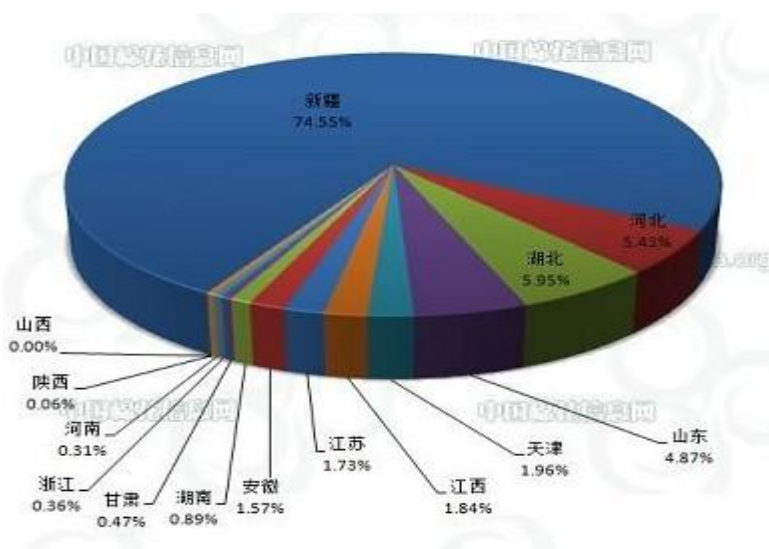
今年新棉花再度收储，库容紧张的现状迫使抛储再度提上日程，有市场消息称11月中旬政府将以17500元/吨的价格抛储。另外，明年棉花收储政策面临调整，虽然有可能只是局部试点，但直补是趋势。如此一来，国内棉花价格与国际棉花价格接轨迫在眉睫。为了避免大量的损失，国储棉也不得不加快去库存的脚步。所以对于1405合约，在低价抛储和直补的预期下，价格面临下行的压力较大。

图 3： 2013 年度收储以来期撮现价格走势



信息来源：棉花信息网、华泰长城期货投资咨询部（上海）

图 4： 至今各省收储情况 (2013. 11. 01)



信息来源：棉花信息网、华泰长城期货投资咨询部（上海）

图 5： 公检量与已入储量比较（2013. 10. 27）



信息来源：棉花信息网、华泰长城期货投资咨询部（上海）

图 6： 公检量与已入储量比较（2013. 10. 27）



信息来源：棉花信息网、华泰长城期货投资咨询部（上海）

## 2、基本面分析

### 2.1 供给分析

#### 新花上市，籽棉减产，但库存依旧居高不下

受八月份南旱北涝天气影响，多产区籽棉产量下降，ICAC预计中国棉花产量为640万吨，同比减50万吨。即使棉花减产，中国的棉花库存依旧居高不下，供给过剩仍然存在。ICAC预计中国棉花期末库存为1144万吨，同比增加约200万吨，然而全球棉花期末库存为2030万吨，中国占全球期末库存持有量近60%。



### 进口数量及配额使用情况

在收储政策下，除了我国棉花的产量和库存外，进口是棉花重要的来源。由于我国下游需求不振以及政策配额量变更等因素，导致进口量显著降低。据海关总署最新统计数据显示，9月中国进口棉花20.13万吨，较上月减少7.5万吨，降幅27%，同比下降23.4%；平均进口价格2,196美元/吨，较8月上漲5美元，同比下跌6.8%。2013年1-9月累计进口322.6万吨，同比减少19.9%。

由于2013年国家抛储工作实行竞拍3吨国储棉可获得1吨的进口配额，市场上可用配额数量我们粗略计算如下：截至7月31日，2013年累计成交总量372万吨，相应会发放124万吨进口配额。中国棉花网称，10月国家发展改革委再次下发30万吨棉花加工贸易配额。2013年1-9月进口棉花322.6万吨，可用配额=关税配额（89.4万吨）+滑准税配额（124+70万吨）+港口未通关棉花（40万吨）+加工贸易配额（30万吨）-进口棉数量（322.6万吨），也就是说市场上最多还有30万吨左右的可用配额（由于当年关税配额在次年2月前均可使用，滑准税配额必须在当年使用，纺企使用配额的进度较难统计，因此此数字仅是约数）。

### 后市关注相关政策：抛储以及直补

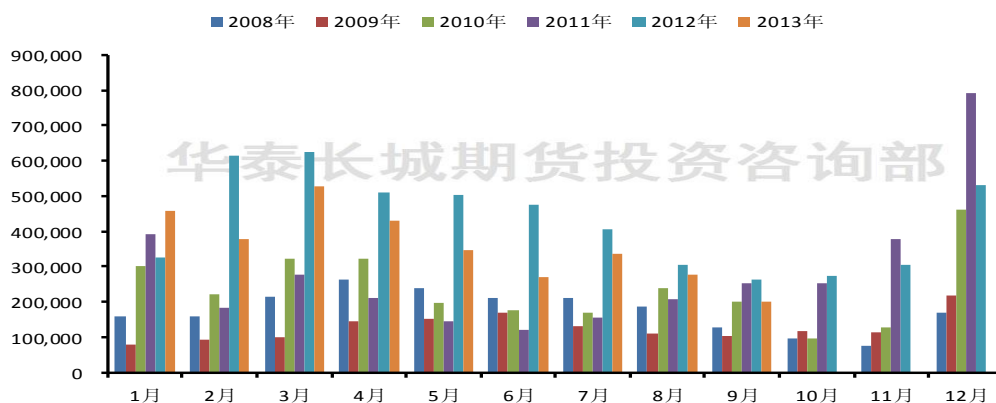
今年新棉花再度收储，库容紧张的现状迫使抛储再度提上日程，有市场消息称11月中旬政府将以17500元/吨的价格抛储，关于低价抛储的预期越来越强烈，市场重心将转向抛储价格。另外，2014年收储结束后直补政策可能出台，失去收储的支撑，内外棉价价差将回归，国内棉价下行压力与空间极大。所以对于1405合约，在低价抛储和直补的预期下，价格面临下行的压力较大。

图 7： 历年我国配额发放情况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1%关税内	89.4	89.4	89.4	59.4	89.4	89.4	89.4	89.4
增发配额	170	240	260	260	40	270	270.6	210
合计	259.4	329.4	349.4	319.4	129.4	359.4	360	299.4
棉花实际进口量	259.4	364.2	246	211.2	152.68	283.9	336.4	513.7

信息来源：华泰长城期货投资咨询部（上海）

图 8： 中国棉花进口量



信息来源：中国棉花信息网、华泰长城期货投资咨询部（上海）

## 2.2 需求：销售不旺，进口棉纱和化纤对棉花的替代作用持续存在

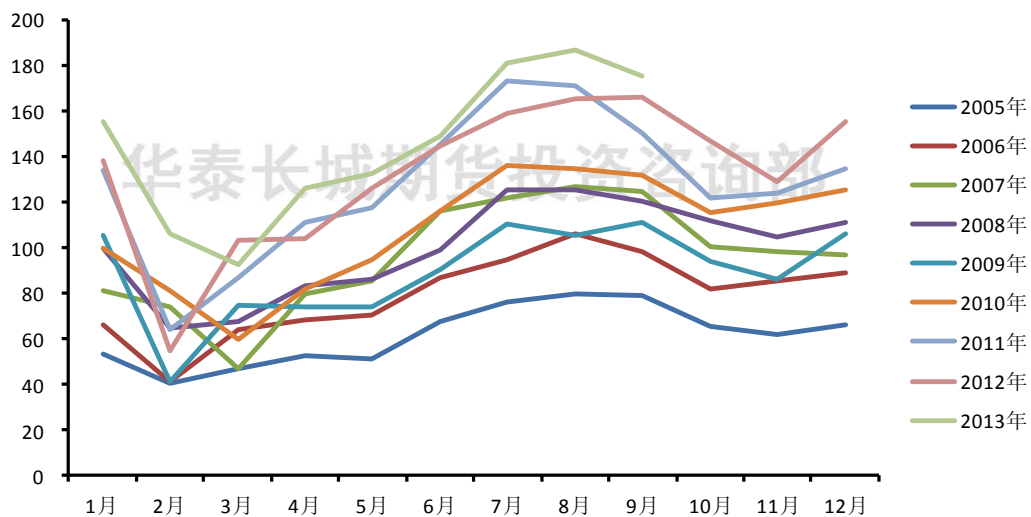
据国家统计局最新统计数据显示，2013年9月份，社会消费品零售总额20653亿元，同比名义增长13.3%（扣除价格因素实际增长11.2%，以下除特殊说明外均为名义增长）。其中服装鞋帽、针纺织品零售额938亿元，同比增长13.3%，较上月增幅减少0.5%。1-9月份服装鞋帽、针纺织品零售额总计7913亿元，同比增长12.2%。9月是传统的销售旺季，但数据显示9月同比增幅比8月还低，可见传统的“金九银十”并没有在今年得到很好的体现。

据海关总署最新统计数据显示，2013年9月，我国纺织品服装出口额为265.84亿美元，环比减少5.2%，同比增长5.81%。其中，纺织品（包括纺织纱线、织物及制品）出口额为90.88亿美元，同比增长6.4%。

据海关总署最新统计数据显示，2013年9月，我国进口棉纱20.1万吨，环比减少1.19%，同比增长46.01%；出口棉纱4.24万吨，环比减少3.21%，同比增长19%；净进口量为15.86万吨，环比减少0.64%，同比增长55.45%。进口棉纱在我国高棉价时期丰富了市场棉纱供应量，但同时也替代了我国棉花消费。

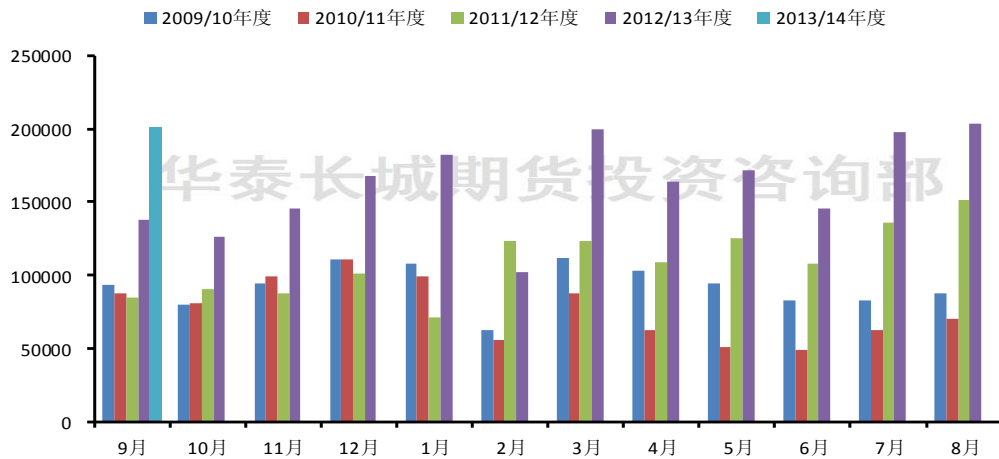
除了进口棉纱替代国内的棉花消费以外，化纤等其他棉纺原料对棉花的替代作用也持续存在。10月，黏胶短纤价格小幅上涨后又有所回落，基本与上月持平，目前价位在12700元/吨，涤纶短纤价格小幅下降，跌幅在70元/吨左右，目前价位为9800元/吨。由于涤纶短纤、黏胶短纤等其他纺织原料在价格上的优势，将影响纺织企业的配棉比，其对棉花的替代作用将长期存在。

图 9： 纺织品服装出口额（亿美元）



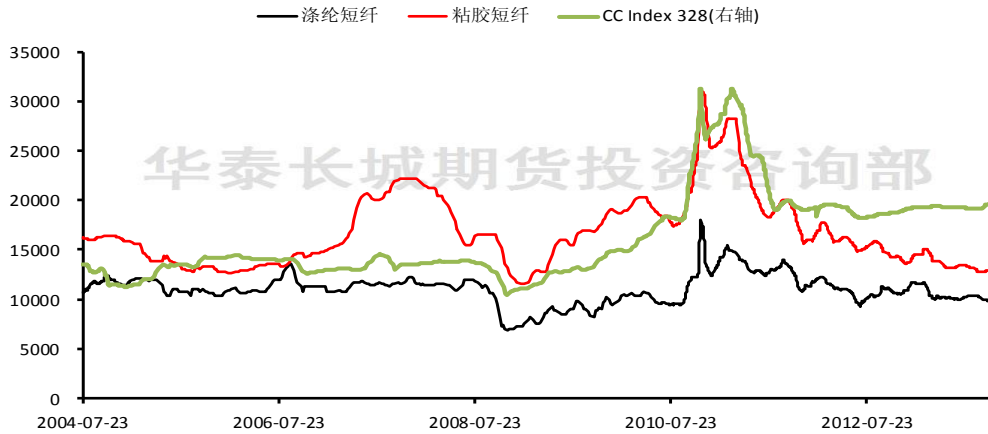
信息来源：中国棉花信息网、华泰长城期货投资咨询部（上海）

图 10: 中国棉纱进口量



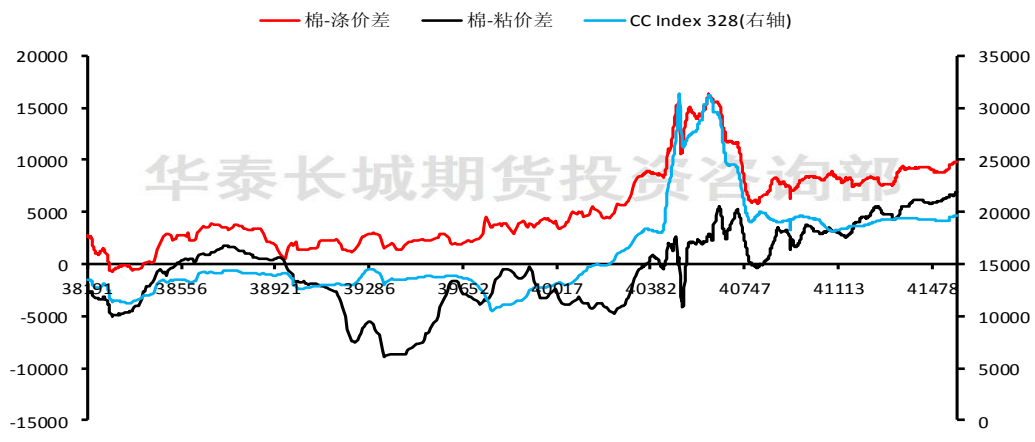
信息来源: 中国棉花信息网、华泰长城期货投资咨询部 (上海)

图 11: 棉花替代品价格 (元/吨)



信息来源: 中国棉花信息网、华泰长城期货投资咨询部 (上海)

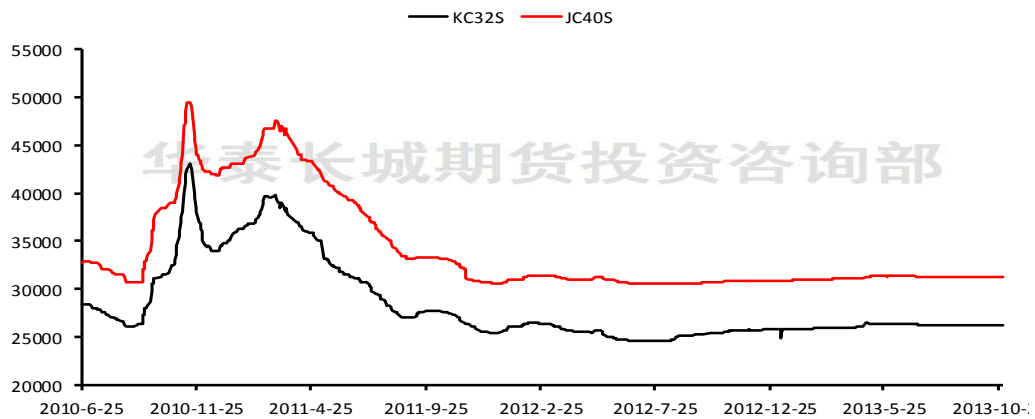
图 12: 棉花与替代品的价差 (元/吨)



信息来源: 中国棉花信息网、华泰长城期货投资咨询部 (上海)



图 13: 纯棉纱价格走势 (元/吨)



信息来源: 中国棉花信息网、华泰长城期货投资咨询部 (上海)

### 三、美棉走势分析

#### 1. 供需分析

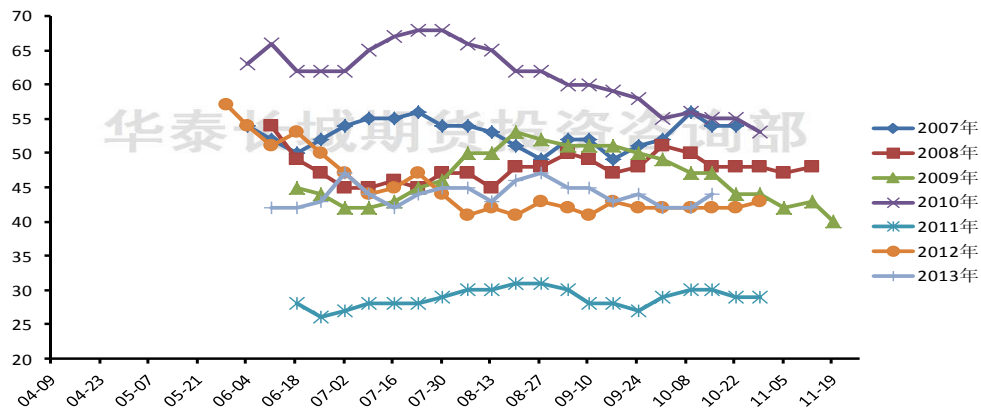
##### 全球供给过剩格局不改，印度增产引人注意

2013/14 年度,全球棉花供给过剩的局面仍将继续。根据 ICAC10 月棉花供需报告数据显示,2013/14 年度,全球棉花产量预计为 2550 万吨,期末库存为 2030 万吨,较上一年度增加 203 万吨;中国棉花产量预计为 640 万吨,同比减少 50 万吨,但是期末库存为 1144 万吨,较上一年度增加 183 万吨;美国预计产量为 280 万吨,同比减 100 万吨;受 6 月初西南季风影响,印度产量预计上升,达 640 万吨;巴基斯坦产量预计为 200 万吨;乌兹别克 100 万吨;南半球本月预计棉花种植面积约为 270 万公顷,与去年同期基本持平,不过高单产预期有望令南美国国家产量大增。

##### 美棉优良率尚可，新花采摘加速

USDA 每周作物报告中称,截至 10 月 27 日当周,美棉优良率与前一周持平,为 44% (优秀 10%,良好 34%),新花吐絮率为 92%,较前周增 11 个百分点,去年同期为 96%,近五年平均值为 94%。新花采摘率为 34%,较前周增 13 个百分点;去年同期为 47%,五年均值 44%。虽然新花的采摘落后于往年,但是近期采摘明显加速了,现货供应也将大幅增加。

图 14: 美棉优良率走势图

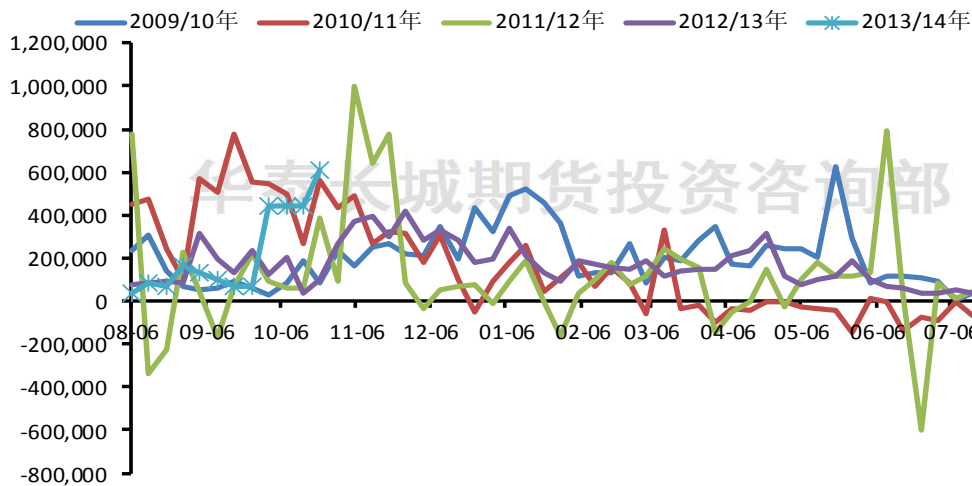


信息来源: USDA、华泰长城期货投资咨询部 (上海)

**美棉出口情况**

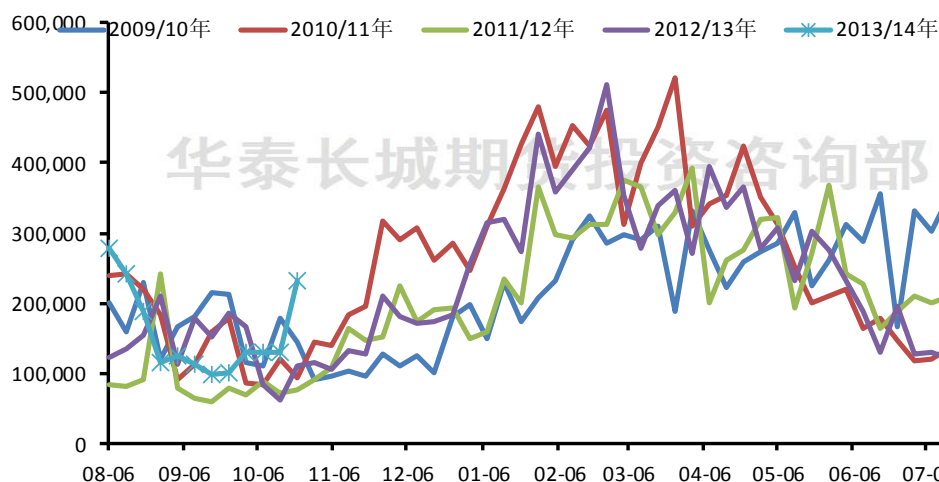
USDA 最新的周度出口销售报告称, 截至 10 月 24 日当周, 美国净签约出口本年度陆地棉 138867 吨 (取消签约 1315 吨), 装运 52481 吨; 净签约本年度皮马棉 17826 吨, 装运 4286 吨; 净签约下年度陆地棉 3016 吨。其中, 中国净签约本年度陆地棉 54114 吨 (取消签约 227 吨), 装运 10773 吨; 净签约本年度皮马棉 15286 吨, 装运 2971 吨。一般来说, 中国收储政策启动对美棉是利好, 但是从上述数据来看, 中国的净签约反而减少了; 另外, ICAC 预计本年度全球棉花贸易预计为 850 万吨, 同比减约 100 万吨, 主要原因也是为中国进口量减少, 笔者认为这是今年收储政策比较严格导致的。今年中国的收储较往年进度慢, 成交量低, 部分棉花流入本国的棉花市场, 再加上需求的疲软, 中国棉花的进口量自然会减少了。

图 15: 美棉周度出口签约量 (包)



信息来源: USDA、华泰长城期货投资咨询部 (上海)

图 16: 美棉周度出口装船量 (包)



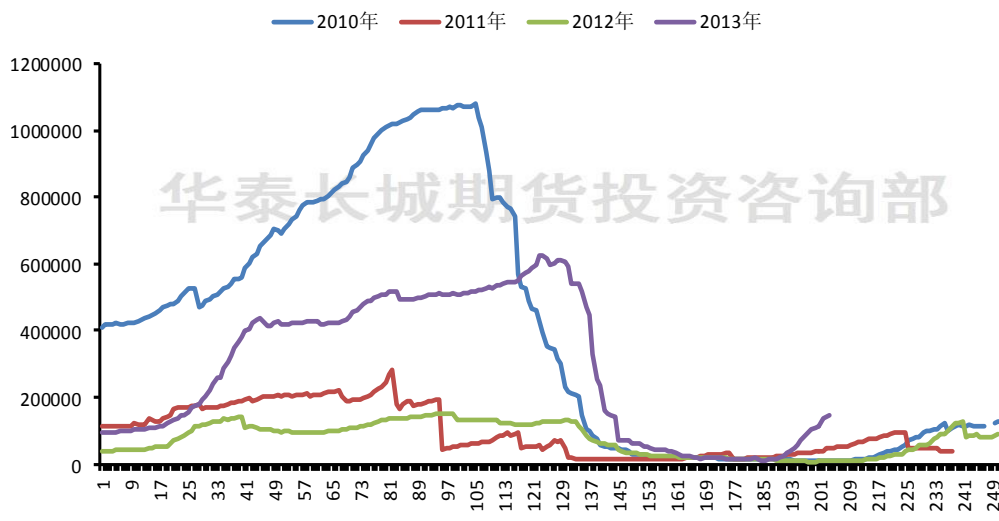
信息来源: USDA、华泰长城期货投资咨询部 (上海)

## 2. 登记库存和基金持仓

### ICE 登记库存

10月, ICE 库存一路攀升, 由月初的 14700 包上升至月末的 146349 包, 库存持续大幅增加。交易商称, 预计未来数周交易所棉花库存将增至多达 20 万包, 市场面临供应压力。全球主要的棉花生产国中国和美国, 棉花供应处于高峰期, 印度预计也将丰产, 而需求前景疲软, 基本形势利空没有改变。

图 17: ICE 登记库存 (包)

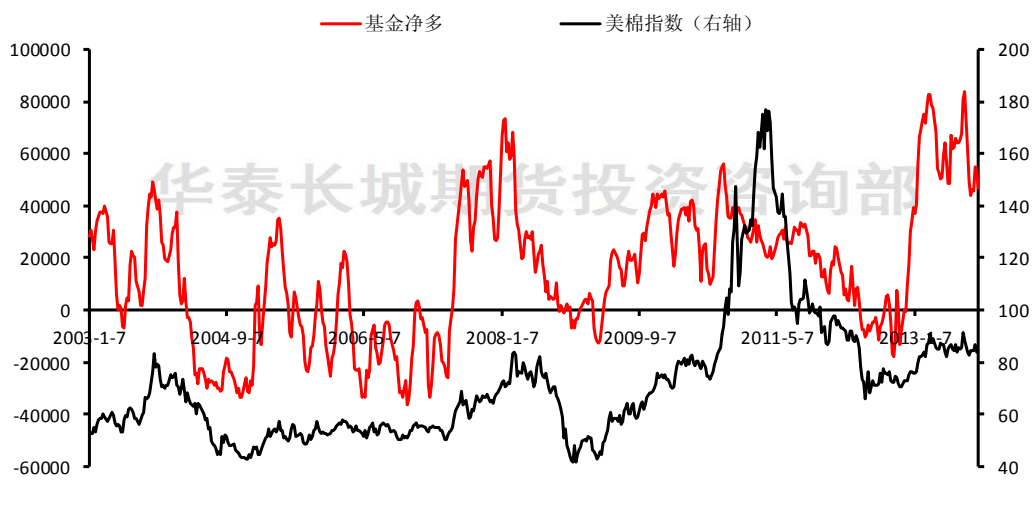


信息来源: ICE、华泰长城期货投资咨询部 (上海)

### CFTC 基金持仓

截至 10 月 15 日当周, CFTC 基金净多持仓为 46735 手, 较上周减少 7648 手。随着棉花的供给压力增大, 需求疲软, 美棉持续下跌, 多头持仓持续减少。

图 18: CFTC 基金净多持仓



信息来源: USDA、华泰长城期货投资咨询部(上海)

## 四、 后市预测以及操作建议

### 1. 内外盘价格走势预测

**郑棉1401合约:** 截至10月31日, 郑棉注册仓单为33张, 有效预报为165张。目前棉农惜售, 收储较往年进度慢, 成交量低, 年度总收储量有可能会降低, 或将形成大批仓单, 如果仓单压力形成, 郑棉将遭受卖盘打压。对于1401合约, 在收储支撑下会处于窄幅震荡状态, 后市继续关注收储力度以及郑棉仓单数量。

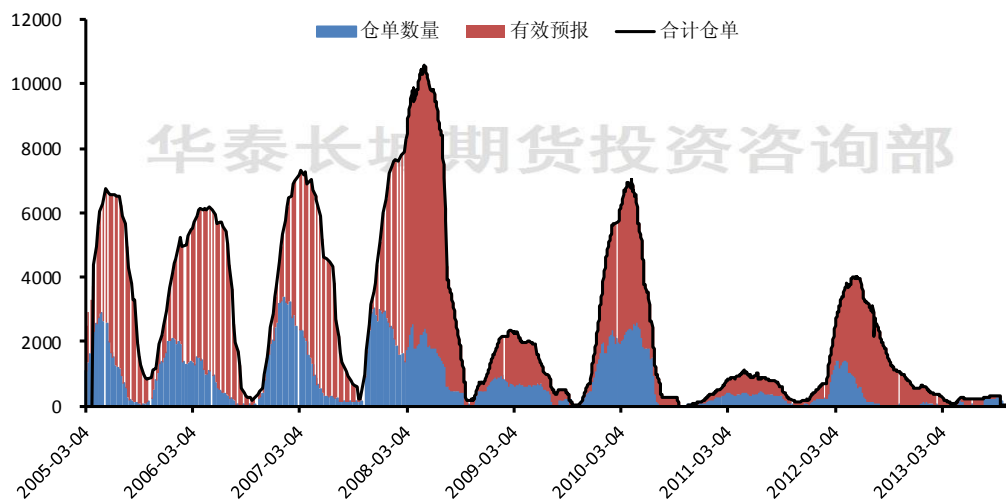
**郑棉 1405 合约:** 今年新棉花再度收储, 库容紧张的现状迫使抛储再度提上日程, 有市场消息称 11 月中旬政府将以 17500 元/吨的价格抛储, 关于低价抛储的预期越来越强烈, 市场重心将转向抛储价格。另外, 2014 年收储结束后直补政策可能出台, 失去收储的支撑, 内外棉价价差将回归, 国内棉价下行压力与空间极大。所以对于 1405 合约, 在低价抛储和直补的预期下, 价格面临下行的压力较大, 对其依旧保持空头思路。

**美棉:** 目前北半球新花收割加速, 印度预计也将丰产, 截止10月31日, 棉花登记库存加速增加至141425包, 交易商称, 预计未来数周交易所棉花库存将增至多达20万包, 市场面临供应压力; 同时美棉出口数据疲软显示需求清淡, CFTC棉花持仓报告显示, 10月15日当周, 投资者连续第二周降低了棉花期货和期权的多头, 期棉受打压继续下行。技术上来讲, 目前已跌破关键支撑位78美分, 暂时没有止跌迹象, 关注12月合约下方支撑位75美分。

### 2. 套利机会

期货盘面上, 截至10月31日, 郑棉1401与美棉1312合约, 在40%关税进口成本下价差为482.64, 配额外进口出现盈利, 郑棉1401与ICE棉花十二月的正套收益率也显著上升, 建议投资者可以在美棉进一步下跌到75美分上方时, 考虑买美棉抛郑棉的套利操作。

图 19: 郑商所仓单量



信息来源: 郑商所、华泰长城期货投资咨询部(上海)

图 20: 郑棉一月--ICE 十二月正套收益率



信息来源: 文化财经、华泰长城期货投资咨询部(上海)



**公司总部**

广州市越秀区先烈中路 65 号东山广场东楼 11 层  
电话: 4006280888 网址: www.htgwf.com

**北京营业部**

北京市朝阳区北三环东路 28 号易亨大厦 12 层 1209 房  
电话: 010-64405616 传真: 010-64405650

**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 7 层 01-05 单元  
电话: 021-68753986 传真: 021-68752700

**深圳金田路营业部**

深圳市福田区金田路与福中路交界东南荣超经贸中心 1009  
电话: 0755-23942178 传真: 0755-83252677

**湛江营业部**

湛江市开发区观海路 183 号荣基国际广场公寓 25 层 01-08 号房  
电话: 0759-2669108 传真: 0759-2106021

**东莞营业部**

东莞市南城区胜和路华凯大厦 802B 室  
电话: 0769-22806930 传真: 0769-22806929

**佛山营业部**

佛山市禅城区季华五路 21 号金海广场 1401—1404 室  
电话: 0757-83809098 传真: 0757-83806983

**郑州营业部**

郑州市金水区未来大道 69 号未来公寓 601、602、603、605、616 室  
电话: 0371-65628001 传真: 0371-65628002

**南宁营业部**

南宁市民族大道 137 号春晖花园 A 区办公楼 1501 房  
电话: 0771-5570376 传真: 0771-5570372

**南京营业部**

南京市中山东路 288 号新世纪广场 A 座 4703 室  
电话: 025-84671197 传真: 025-84671123

**石家庄营业部**

石家庄市中山西路 188 号中华商务中心 A 座 1608、1611 室  
电话: 0311-85519307 传真: 0311-85519306

**汕头营业部**

汕头市龙湖区金砂路 116 号汕融大厦 1210、1212 号房  
电话: 0754-8848857 传真: 0754-88488563

**青岛营业部**

山东省青岛市香港中路 12 号丰合广场 A 栋 3 层 A 户  
电话: 0532-85029800 传真: 0532-85029802

**韶关营业部**

韶关市浈江区熏风路 14 号鼎禾会社 201 和 202 号  
电话: 0751-8885679 传真: 0751-8221951

**中山营业部**

中山市石岐区兴中道 6 号假日广场南塔 510 室  
电话: 0760-88863108 传真: 0760-88863109

**番禺营业部**

广州番禺区市桥街清河东路 338 号中银大厦 2205、2206、2207 房  
电话: 020-84701499 传真: 020-84701493

**惠州营业部**

惠州市新岸路 1 号世贸中心第 16 层 F  
电话: 0752-2055272 传真: 0752-2055275

**大连营业部**

大连市会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2312 房  
电话: 0411-84807967 传真: 0411-84807267

**贵阳营业部**

贵阳市南明区都司路 62 号鸿灵-纽约纽约大厦 25 楼 5-6 号  
电话: 0851-5833569 传真: 0851-5833570

**深圳竹子林营业部**

深圳福田区竹子林中国经贸大厦 22 层 ABCDEFGHJ 及 13 层 ABC  
电话: 0755-83774627 传真: 0755-83774706

**无锡营业部**

无锡市中山路 343 号东方广场 A 栋 22 楼 H/I/J 座  
电话: 0510-82728358 传真: 0510-82728913

**珠海营业部**

珠海市吉大海滨南路 47 号光大国际贸易中心 2308、2309 室  
电话: 0756-3217877 传真: 0756-3217881

**武汉营业部**

武汉市汉口建设大道 847 号瑞通广场 B 座 1002 室  
电话: 027-85487453 传真: 027-85487455

**昆明营业部**

昆明市人民中路 169 号移动通信大楼 15 层 B 座  
电话: 0871-5373933 传真: 0871-5355199

**宁波营业部**

宁波市海曙区柳汀街 230 号华侨酒店二期三层 8306、8308 号  
电话: 0574-83883688 传真: 0574-83883828

**南通营业部**

南通市青年中路 69 号 4 层 401 室  
电话: 0513-89013838 传真: 0513-89013838

**长沙营业部**

长沙芙蓉区韶山北路 159 号通程国际大酒店 1301 室  
电话: 0731-88271762 传真: 0731-88271761

**成都营业部**

成都市锦江区新光华街 1 号航天科技大厦 8 层 806 号  
电话: 028-86587081 传真: 028-86587086

**天津营业部**

天津市河西区友谊路 35 号君谊大厦 2-2002  
电话: 022-88356381 传真: 022-88356380

**杭州营业部**

杭州市朝晖路 203 号 1502 室  
电话: 0571-85362828 传真: 0571-85362228

## 免责声明

本报告仅供华泰长城期货有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的资料、工具、意见及推测仅供参考，并不构成对所述期货买卖的出价或征价。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅向特定客户传送，版权归华泰长城期货有限公司所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。