棉花半年度报告 棉花

国储抛棉，供需寻求新平衡

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

摘 要

国内宏观环境要经历四个周期，繁荣、衰退、萧条以及复苏，各项指标显示，宏观经济向着好的方向发展。棉花行业也如此，经历 2010~2011 年大起大落，行业洗牌之后，生产经营步入正轨，少用棉、去库存、减进口将成为常态。棉价低位运行不利于企业发展，而国储棉过于庞大尚且还需要几年时间消化。如此一来，棉花产业将不断在供需矛盾中纠结。因为一旦供需平衡，国家就可能会实施抛储，于是棉花产业又重新回到找供需平衡的状态中去。

611 会议听闻 6 月底回出台下一步的抛储细则，一定程度上表明当前市场供需矛盾不大，即使抛，对行业冲击也小。那么抛储究竟对市场有何影响呢？当然只有抛了才知道，毕竟抛储后，不光要看价格，还要看成交量。不过企业工业库存低，棉花品质只要符合企业需求，成交量上去之后，价格越抛越涨，因此此次抛储价格如果定在比盘面价格高，也不用奇怪。

当下，棉价供需矛盾不激烈，因此棉价深跌概率不大。由于棉价波动率小，所以出现趋势性上涨也不容易。基本维持区间波动。至于下半年棉价走势，待本次抛储细则公布，市场有了反应之后，会更容易判断。届时可以跟着供需平衡表去走。方向向上突破，进场做多；反之，则做空。

南华期货研究所
傅 小 燕
0571-87839259
fuxiaoyan@nawaa.com

目录

第 1 章 上半年棉花期现货行情汇总 4
第 2 章 大跌过后，棉花供需相对平衡 5
2.1. 去库存，减进口 5
2.2. 增进口，减用棉 8
2.3. 利润由负转正，供需再现平衡 10
第 3 章 新一轮抛储，棉花供需寻求新平衡 12
第 4 章 国际市场 12
4.1. 美国方面 12
4.1.1. 美棉供需平衡表 13
4.2. 印度方面 16
4.3. 美棉和印度棉竞争 16
第 5 章 棉花投资策略 18
5.1. 观点总结 18
5.2. 期货交易策略 18
5.3. 期权交易策略 18
第 6 章 附录（数据追踪） 19
南华期货分支机构 21
免责申明. 23

图表

图 1.1.1：上半年棉花期现货行情汇总 4
图 1.1.2：棉花价格产业传导 5
图 2.1.1：原料以及成品库存都下降 6
图 2.1.2：纱布产量同比 6
表 2.1.3：几种坯布的性能特点 7
图 2.1.4:：棉花进口量（一般贸易） 8
图 2.1.5：棉花进口量（进料加工贸易） 8
图 2.2.1：棉纱线进口量 9
图 2.2.2：内外纱线价格走势 9
图 2.2.3：涤棉纱与全棉纱、全棉纱与棉花价差走势 10
图 2.3.1：理论纺纱利润 11
图 2.3.2：纺织工业利润先导指标 11
图 2.3.3：近三年来中国棉花供需矛盾变化 11
图 4.1.1 全球棉花生长周期 13
图 4.1.2：美棉历年生长情况 14
图 4.1.3：土壤水分 14
图 4.1.4：美棉主要产区 14
图 4.1.5：美棉出口情况 15
图 4.1.6：越南棉花当月进口量 16
图 4.1.7：越南纺织品服装出口金额 16
图 4.1.8：孟加拉和越南棉花消费与进口 17
图 4.1.9：FC index S 棉花指数走势 17
图 4.1.10： FC index M 棉花指数走势 17
图 6. 1：郑棉均价与库存消费比 19
图 6. 2：美棉均价与库存消费比 19
图 6.3：纺织服装行业固定资产投资额累计同比 19
图 6.4：纺织服装业工业增加值当月同比 19
图 6.5：社会消费品零售总额：分地区 20
图 6.6：社会消费品零售总额：分类别 20
图 6.7：内销：棉布、混纺交织布、纯化纤布 20
图 6.8：出口：纺织品服装 20

第 1 章 上半年棉花期现货行情汇总

图 1.1.1：上半年棉花期现货行情汇总

	国内（元/吨）	(年初)报价	截止6月16日	变化	国际（美分/磅）	(年初)报价	年中报价	变化
现货市场	CC-Index3128B	13607	13337	-270	COTLOOK	68.55	71.35	2.8
	撮合近月	12445			美棉现货	59.13	61.99	2.9
	期货近月	13040	12900	-140	印度现货	70.50	73.25	2.8
	郑棉仓单	606	1690	1084	美棉登记库存（包）	172591		
期货价格	CF1601	13810	13215	-595	ICE512	64.35	65.02	0.7
	CF1509	13375	12725	-650	ICE507	61.98	64.7	2.7
价差跟踪	郑棉基差	-232	-612	-380	美棉基差	5.22	3.03	
	CF09-CF01	-435	-490	-55	ICE07-ICE12	-2.37	-0.32	
	盘面价差（元/吨）				1%关税（元/吨）			
	主力	3428.5	2885.5	-543	现货指数	2490	2013	-477
纱线市场	C32S	21850	21215	-635	进口纱价格指数C32S	20605	20120	-485
	JC40	26150	25670	-480	进口纱价格指数JC32S	23400	20710	-2690
	涤棉纱-全棉纱	-4200	-3400	800	印度C32S现货	20396	20070	-326
	全棉纱-棉花	7690	7150	-540				

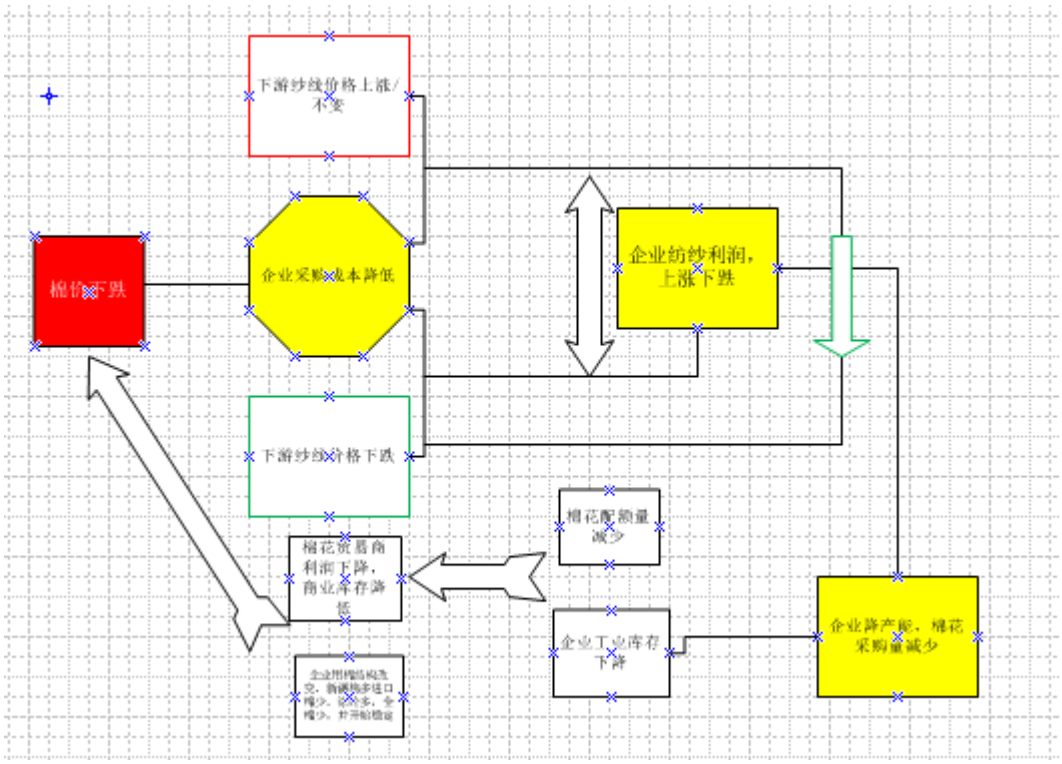
资料来源：WIND 南华研究

2015 年上半年棉花期现货市场继续阴跌，因为上游产业价格的长时间疲软，下游行业价格跟随走弱。从棉花到棉纱到坯布，价格一跌再跌，不少期现货人士都认为棉花不好做，不少已经退出棉花圈。

从上图的行情汇总信息可以看到，棉花期货市场价格跌幅最大，现货跌幅较小，基差扩大。下游纱线跌幅扩大，棉纱与棉花的价差也缩小。由于是截止 6 月 16 日的行情，此刻美棉走势震荡向上，与国内走势相反，所以表现出微涨的情况。正由于内外棉花走势的强弱分化，所以上半年内外棉花价差继续缩小。主力内外价差从年初的 3000 多点缩小至 2000 多点。现货内外价差从年初的 2500 点缩小至 2000 点左右。中国进口纱线量较多，印度等国纱线价格相对较低，国内纱线竞争力减弱，上半年国内 32 支纱线价格跌幅较大。不过进口纱 JC32S 纱线价格跌幅超过千点，这个数据有点令人吃惊。

从技术层面去看，棉花价格还是处于震荡区间中，从之前公布的棉花直补政策以及抛储政策对市场的利空反应去看，期价跌了千点已经证明短期利空已经消化，至少上游原材料价格短期不会深跌。因此，接下来是一场下游行业价格调整到位的时刻。对于棉花价格下跌后的这一系列连锁反应，我用以下的链条去解释它，或者更一目了然。

图 1.1.2：棉花价格产业传导



资料来源：南华研究

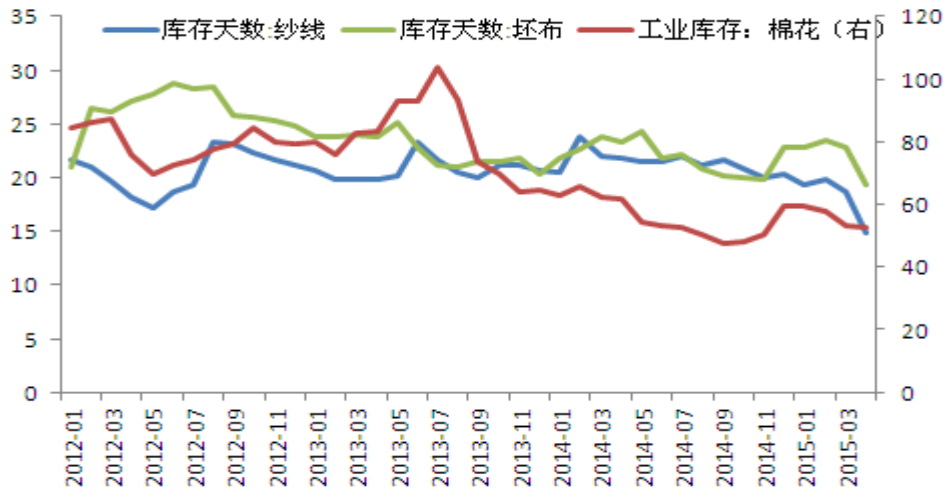
在 6 月 11 日的国际棉花会议召开之前，近月棉价位于 13000 左右，该点位有较强的支撑，不破即上。但刚好被‘611’会议上国家要再次抛储的消息打破格局，价格破位向下。从现货方面了解到的情况是，基差已经缩小到合理位置，纺织企业工商业库存降到低位，纱线、坯布库存也下降。USDA 也将 15/16 年度中国棉花产量和进口量调减，消费小增，库存消费比降低，供需达到新的平衡。抛储事件一传开，在下游需求尚未启动的情况下，国内供给增加，那么供需矛盾开始显现，棉价继续跌。既然，会议上已经放开棉花要抛储的消息，那么未来的供需格局中对于抛储的讨论是必不可少的。

第 2 章 大跌过后，棉花供需相对平衡

2.1. 去库存，减进口

棉价暴跌以来，上游原料去库存速度最快，其次是纱线，最后是坯布。2015 年年初，棉花库存小幅增加，纱线去库存进度加快，坯布紧跟其后。年初，纱线库存天数在 20 天左右，坯布库存在 23 天左右，截止到 4 月份，纱线库存天数降到 15 天，破布库存天数降到 19 天。这是 2012 年库存增加趋势后，降到 20 天以下的年份。所以经历 2 年的去库存，下游行业已经取得明显效果。

图 2.1.1：原料以及成品库存都下降

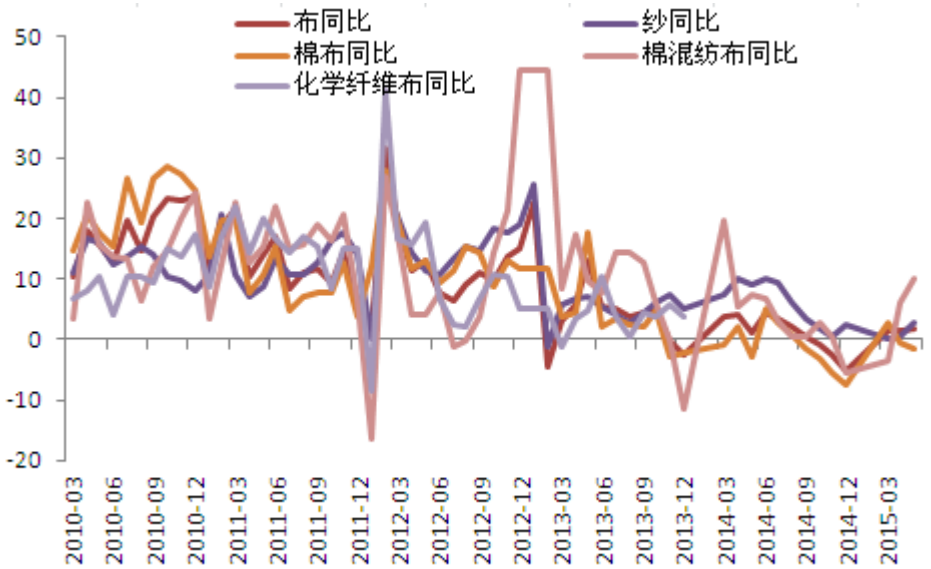


资料来源：WIND 南华研究

据最新数据显示，2015 年 4 月份纺织企业棉花工业库存和可支配棉花库存量相对持稳，较 3 月份小幅下降。其中棉花工业库存为 52.7 万吨，环比下降 0.65 万吨；可支配棉花库存为 61.72 万吨，环比下降 0.38 万吨；纱线库存天数 14.86，环比下降 3.87；坯布库存天数 19.32，环比下降 3.43；新疆棉比重 54.37%，环比增加 8.25 万吨；进口棉比重为 29.12%，环比减少 3.75 万吨。

去库存化的背后，主导的因素还是企业纺纱利润的下降导致企业用棉结构的转变。虽然采购成本降低挽回部分成本，但是盈利能力还很微弱。纺织企主营业务收入下降，净利润完全是依靠降低营业成本等来获得。

图 2.1.2：纱布产量同比



资料来源：WIND 南华研究

表 2.1.3：几种坯布的性能特点

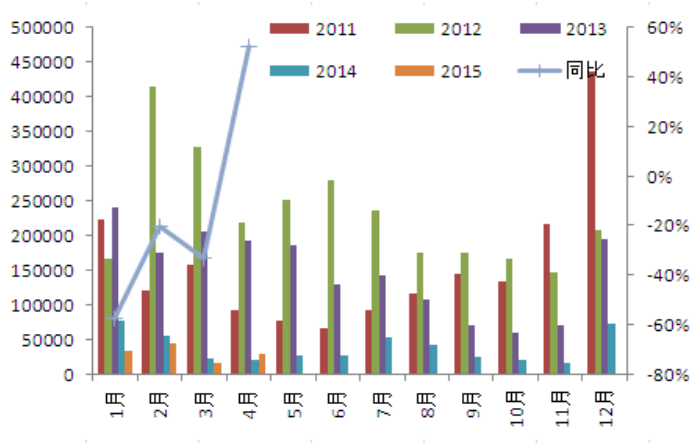
	定义	特点
棉混纺	纤维织物	舒适、凉爽透气、弹力性好、配色柔和、悬垂性好以及缩水率小
化学纤维布	人工合成的、具有适宜分子量并具有可溶（或可熔）性的线型聚合物，经纺丝成形和后处理而制得的化学纤维。	强度高、质轻、易洗快干、弹性好、不怕霉蛀
涤纶纤维	合成纤维中的一个重要品种，是我国聚酯纤维的商品名称。它是以精对苯二甲酸（PTA）或对苯二甲酸二甲酯（DMT）和乙二醇（EG）为原料经酯化或酯交换和缩聚反应而制得的成纤高聚物——聚对苯二甲酸乙二醇酯（PET），经纺丝和后处理制成的纤维	强度高、 弹性好、耐热性好、吸水性好、耐磨性好、耐光性好、耐腐蚀、染色性较差、挺括不皱

资料来源：百度 南华研究

上图可见，目前纱线和布的产量同比已经向上，两者同比增速由扩大到同步变动。在各种布的产量同比上，棉混纺布产量波动较大，2015 年上半年产量大量增加。而棉布产量同比增继续向下。凸显出全棉产品的疲软格局。

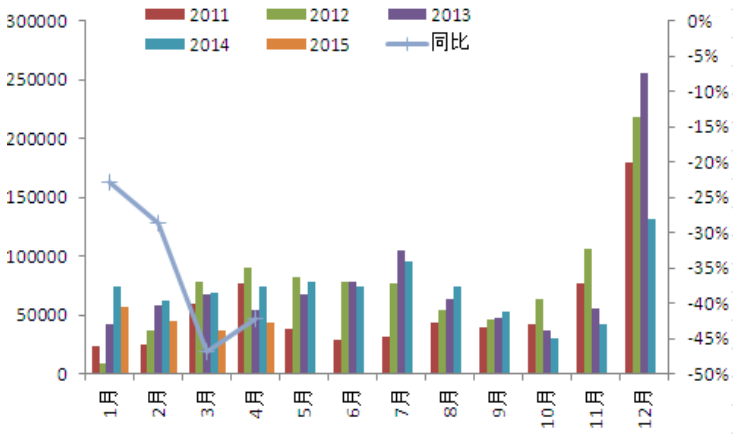
2014 年开始，棉花进口量就大幅萎缩。2015 年前 3 个月，棉花进口量同比增幅维持负值，直到 4 月份才开始转正。和其他几个年份相比，这点进口显然微不足道。

图 2.1.4:：棉花进口量（一般贸易）



资料来源：WIND，南华研究

图 2.1.5：棉花进口量（进料加工贸易）



资料来源：WIND，南华研究

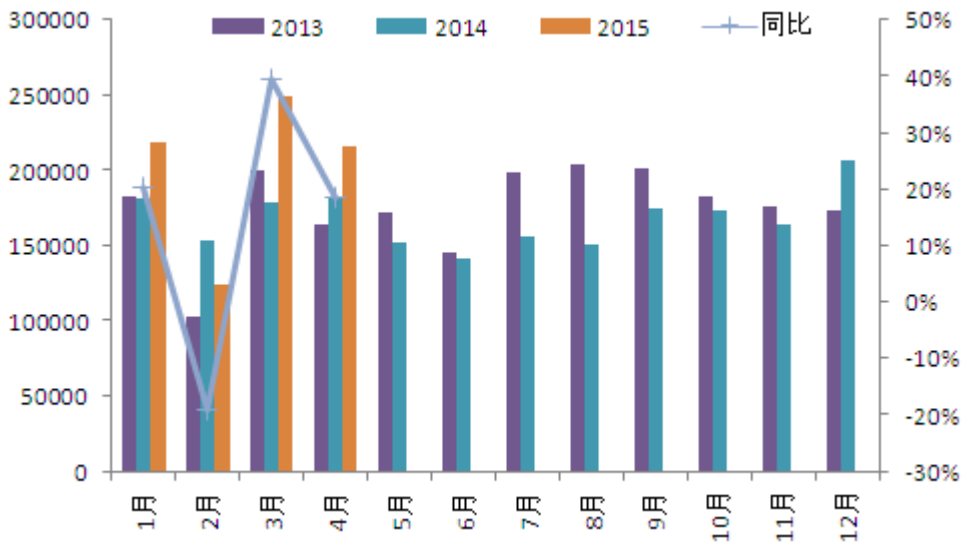
由于中国棉花消费水平降低，新年度没有进一步消息说要继续之前的滑准税配额，反而更多的消息是减少滑准税下进口，USDA 的供需报告中对于中国进口的预测也是大大降低。在中国进口棉花贸易中一般贸易占比缩小，而进料加工贸易占比放大。一般贸易与进料加工贸易的主要区别在于前者需要交税，后者实行“免、抵、退”。在内外行情较差，进口棉花无利润可图的情况下，企业大多选择后者，将进口的棉花加工成成品或半成品重新出口。

2.2. 增进口，减用棉

纺织企业转变生产经营结构之后，全棉纱产量大幅减少，除了部分被涤纶等替代，纺织企业还通过进口棉纱线来满足经营。因为中国在越南等地建立工厂，进口棉纱线成本低。这部分企业的经营利润良好。可以从后面的纺纱利润去看，当成本下降后，纺织企业纺纱利润也由负转正。

从下图可以看出，2013 年、2014 年中国棉纱进口量维持稳定增速。2015 年 2 月份中国正处农历春节，棉纱进口同比大幅降低之外，3 月份、4 月份立马回升，同比增速分别为 30%、10%。

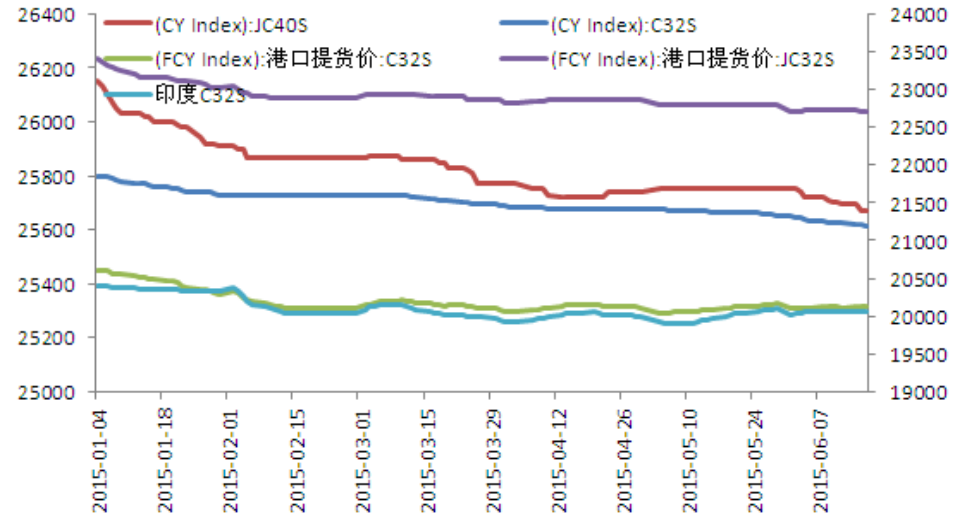
图 2.2.1：棉纱线进口量



资料来源：WIND 南华研究

国内纺织企业要大量进口棉纱的原因还在于内外纱线价格差异过大。JC40S 和 C32S 纱线价格降幅较为明显，但价格仍然高于国际水平。中国劳动力成本过高令价格难以与劳动力成本低的印度抗衡，因此，只能望洋兴叹。最新数据显示，印度纱线以及进口纱线指数显示，C32S 价格位于 20000 元/吨左右，中国 C32S 价格在 21400 元/吨左右；中国 JC40S 价格在 25700 元/吨。其中精梳价格跌幅较大。说明在产业处于低迷时期，价格相对低廉的产品较为市场所接受。

图 2.2.2：内外纱线价格走势



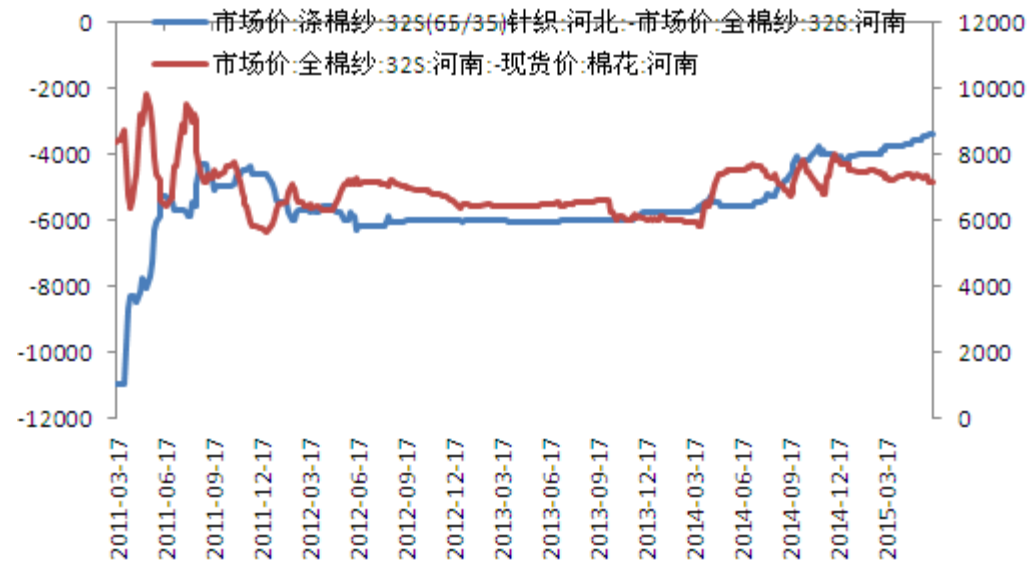
资料来源：WIND 南华研究

在下游坯布的制成工艺上面我们已经看出替代品的威力。下面通过产品价差、原料

与成品之间的价差来解释会更容易理解。

左侧显示的是涤棉纱与全棉纱之间的价差，右侧显示的是全棉纱与棉花之间的价差。2012 年 6 月~2014 年 6 月前者价差在-6000 点上下波动，表示全棉纱价格高，涤棉纱价格低，并且维持这样的局面达 2 年。2014 年 6 月份之后，该价差逐渐缩小，目前位于-2000~-4000 之间。全棉纱与棉花价差在 2014 年 9 月份开始反弹，但全棉纱和棉花价格都是下跌的，说明棉花价格跌幅大于棉纱价格。由于棉纱价格跌幅小，下游需求不旺，涤棉纱价格本来就低于棉纱，即使行情再不好，跌幅较棉纱小，因此涤棉纱等替代品理所逐步占领市场。

图 2.2.3：涤棉纱与全棉纱、全棉纱与棉花价差走势



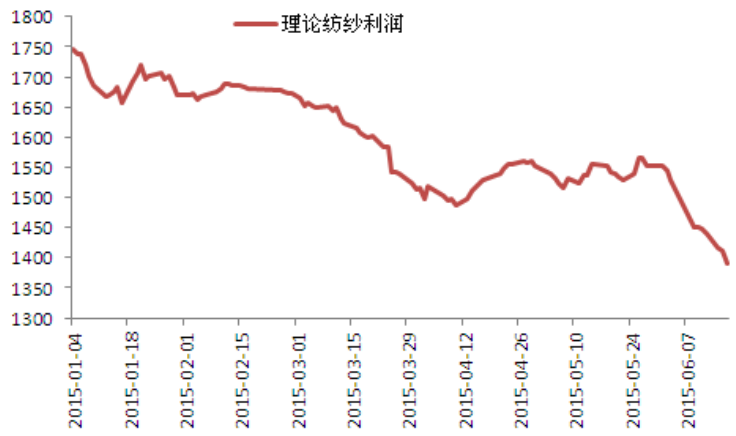
资料来源：WIND 南华研究

2.3. 利润由负转正，供需再现平衡

纺织企业主营业务收入减少，主要原因在于纱线价格下跌。但在棉花价格大跌的情况下，企业利润已经由负转正。在这一时期，主要是依靠成本的降低来维持利润的向上。假若，棉价反弹，而纱线价格又未跟上，那么纺织企业就会面临亏损的风险。

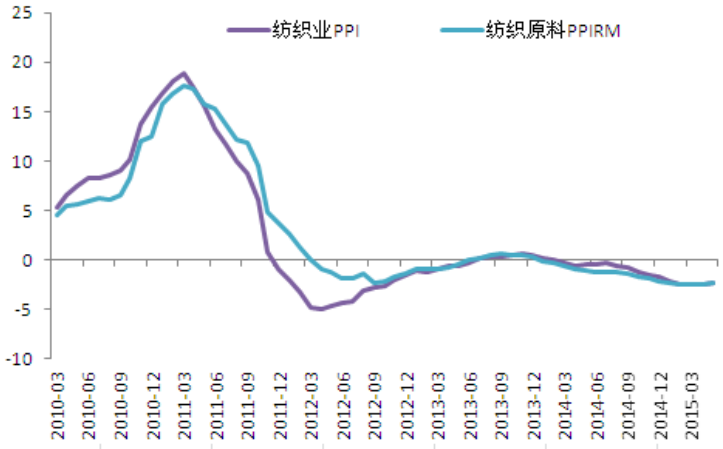
从纺织工业利润先导指标，纺织业 PPI 与纺织原料 PPIRM 的走势也可以看到，2011 年纺织企业经营状况恶化，出厂价格指数明显低于原料进口成本，企业亏损。2012 年 9 月份企业出厂价格指数与原材料成本趋于同步走向，企业亏损幅度减少。2014 年 3 月份之后，企业出厂价格指数高于原材料成本，利润由负转正。目前出厂价格指数与原材料成本又达到一致走向，利润是否可以维持，则需要继续观察两者趋势。

图 2.3.1：理论纺纱利润



资料来源：WIND，南华研究

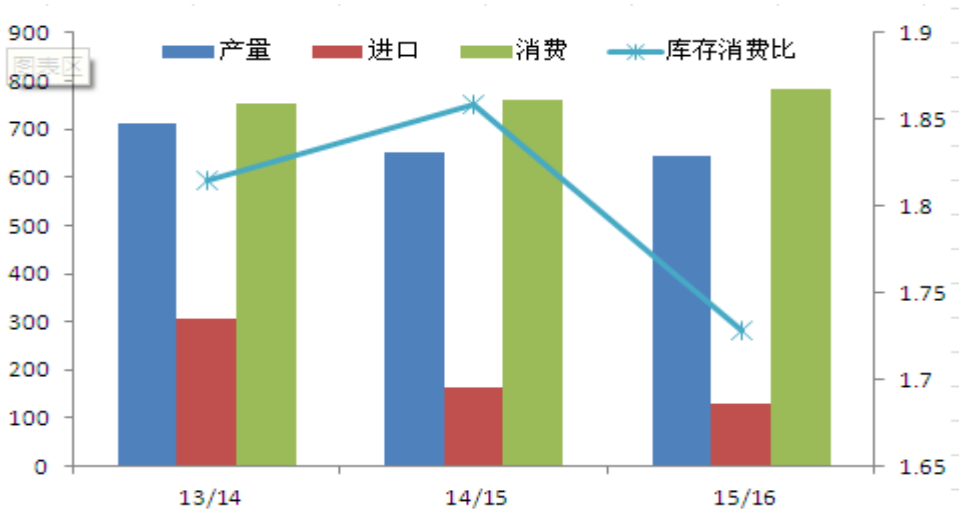
图 2.3.2：纺织工业利润先导指标



资料来源：WIND，南华研究

因为纺织行业的不景气，企业用棉需求降低，尤其是对进口棉的依赖降低，按照 USDA 的预测数据，14/15 年度棉花进口数量是 170.6 万吨，同比下降 43.4%；产量为 642.3 万吨，同比下降 4.8%；消费量为 762 万吨，同比增加 1.4%；期末库存中包含么国储棉，假若样本选用可以流通的棉花，那么大约为 230 万吨左右，虽然还是供应过剩，但是供需矛盾明显较 13/14 年度减小。 15/16 年度，USDA 将中国棉花产量、进口量调降，消费量调增，供需矛盾进一步降低，同比降低幅度在 50%左右。技术形态上面，“611”事件以前，棉价处于 13000~14000 区间震荡，现货价格也维稳，市场大幅打压的情绪已经过去。

图 2.3.3：近三年来中国棉花供需矛盾变化



资料来源：WIND 南华研究

第 3 章 新一轮抛储，棉花供需寻求新平衡

影响棉花价格的因素很多，其中最难揣测的当属国家政策。611 会议上再次听到声音 6 月下旬要有抛储细则出台，那么意味着下一次抛储离我们不远了。从上述的供需当中可以看出，14/15 年度供需矛盾进一步缓解，如果国家政策不变，15/16 年度供需矛盾将进一步缩小，供需会达到新的平衡。但可以观察到，这种矛盾的缩小是相对变化的，绝对量上国储棉还占很大比重，比如 15/16 年度期末库存较 14/15 年度缩小，而数量上仍然维持在千吨以上。因此，中国棉花供需仍然处于过剩状态。

一般情况下，国家抛储肯定会借鉴历史经验，即选择合适时间、抛储多少量以及抛储结束时间，以达到不对棉花价格造成太大波动。抛储的几点原因：一是棉花供需出现缺口；二是新旧棉花论储；三是平抑价格波动。其中第二点比较符合当下抛储的原因。国家储备库虽然有千吨以上棉花，随着抛储的进行，棉花不断流出，在当前供应宽松的情况下，为不造成流通棉花的突然增加，棉花抛储后，会再收储新年度棉花，确保供需矛盾不再放大。

13/14 年度实施棉花收储政策最后一年，而抛储仍在进行。虽然当时所处的环境还是供应过剩，但细细回想过去，倘若那个时候不抛储，那么，目前的棉花供需格局仍处于恶化状态。虽然国家公布的抛储价格低于收储价格，造成不少损失。但想想直补政策后的结果是内外棉花价差缩窄，国内棉价进一步下跌，推迟抛储损失更为惨重。13/14 年度棉花抛储底价为 18000 元/吨，实际成交价格还要考虑到具体棉花品质等，这个价格与当时棉花价格基本平衡，反应了抛储价格随行就市的特点。14/15 年度即将接近尾声，棉价期现货价格也接近 08 年低点，位于 13000 下方波动。所以此次棉花抛储价格也就在这价位附近。但与 13/14 年度所不同的是，当前的棉花市场去库存取得不错成效，只要抛储的棉花符合企业用棉需求，抛储进展就会很顺利，在需求被刺激后，棉价估计还会出现反弹趋势。

所以，我对本次抛储产生的影响是中性偏多的，行情的大利空已经在 611 会议之后的两天消化完毕。市场不必过于恐慌，因为当前的环境相对健康（库存低，正利润，见上图）。

第 4 章 国际市场

4.1. 美国方面

2015 年上半年美国棉花期现市场波动不大，ICE7 月合约价格在 60~68 美分区间波动，重心小幅上移。近远期合约价差先收窄至 0 附近，由于近期市场没有表现出供应紧张的格局，而远期合约容易受天气炒作影响，因此远期合约小幅升水。

上半年国内外棉花走势基本独立。在中国实施直补政策之后，内外棉花价差达到合

理水平，此刻内外棉价联动程度达到极致。而后新年度国内棉花进口量大幅减少，国内企业对美国依存度降低，所以美棉走势如何，国内棉市没有反应。而国内棉价上涨，估计会带动国际市场，‘中国效应’在增强。推出这个结果的逻辑主要在于，喜涨不喜跌会令国内纺织企业采购增加，此刻如果内外价差拉的太大，进口棉有利润后会增加国际棉花需求，从而推动国际棉价反弹。

由于中国要实施抛储，抛储将会增加国内棉花供应，而国内需求尚未显现，因此进口棉的量不会增加。少了中国大量的进口，美棉库存较之前有所增加，那么是否对美棉造成很大利空呢？这里，影响美棉的主要因素就要考虑其他方面，比如印度棉的冲击、东南亚其他国家的需求情况等。

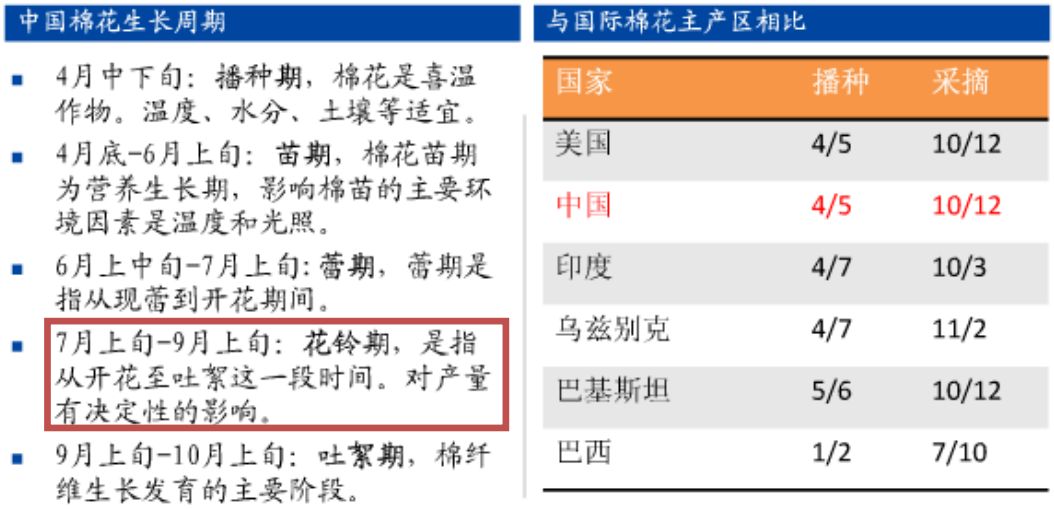
4.1.1. 美棉供需平衡表

据 USDA 供需数据显示，15/16 年度美棉产量为 315.7 万吨，较 14/15 年度减少 39.6 万吨；消费量为 82.7 万吨，同比增加 3.2 万吨；出口量 233 万吨，不变；期末库存为 95.8 万吨，不变；库存消费比为 30.3%，同比降低 0.4 个百分点。从公布的数据去看，美棉供需矛盾不尖锐，但带领美棉走出一波趋势性行情，目前去看，没有亮点，如果有亮点，那就是产量和出口的反向变化，即产量减、出口增。

4.1.1.1 产量看单产，单产看天气

至于产量，要关注单产，影响单产的是天气。截止 6 月 21 日，美棉新花播种率为 94%，去年同期为 99%，去年均值为 100%。主产区德州播种率为 91%，去年同期为 96%；西南棉区整体落后，其他棉区已播种完毕。

图 4.1.1 全球棉花生长周期



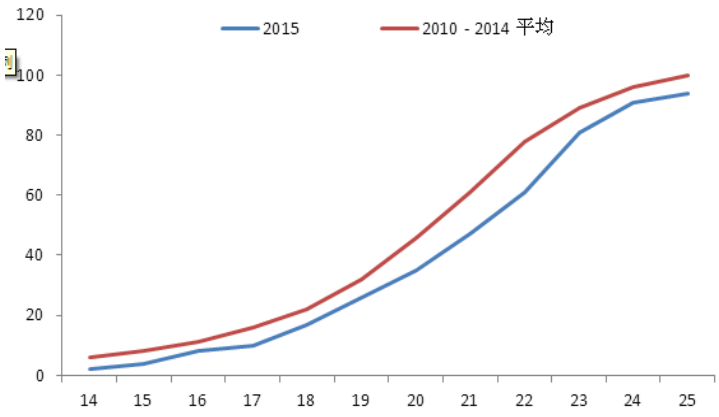
国家	播种	采摘
美国	4/5	10/12
中国	4/5	10/12
印度	4/7	10/3
乌兹别克	4/7	11/2
巴基斯坦	5/6	10/12
巴西	1/2	7/10

资料来源：中国棉花信息网 百度文库

至 6 月 21 日，新花现蕾率为 22%，去年同期为 23%，五年均值为 26%。西部棉区加州现蕾率为 80%，西南棉区整体进度较慢。

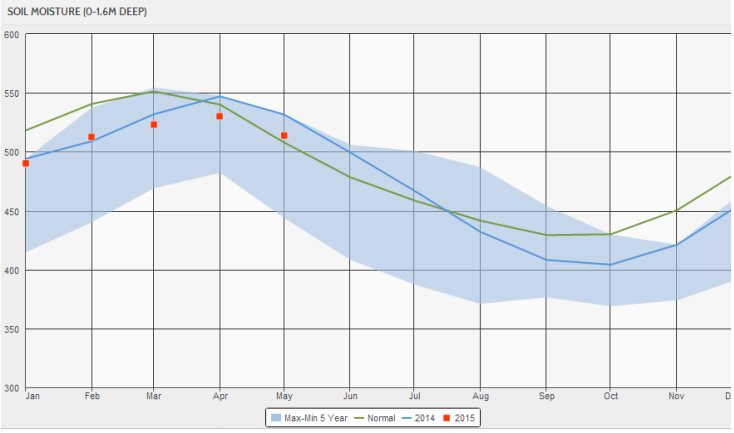
苗情报告上，有 91%的新花生长状况正常（优秀率为 10%，良好率为 45%，一般为 36%）；不正常比例为 9%（差 8%，非常差 1%）。

图 4.1.2：美棉历年生长情况



资料来源：路透，南华研究

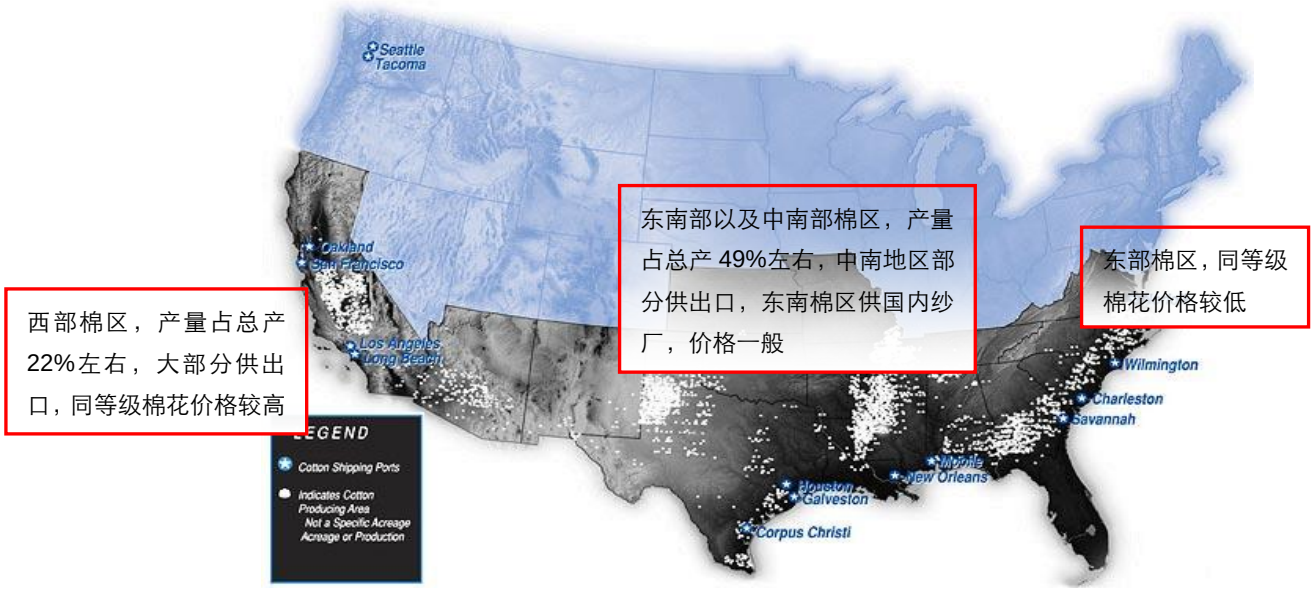
图 4.1.3：土壤水分



资料来源：路透，南华研究

图中可以看出，15/16 年度美棉播种落后于五年均值，但目前气温以及降雨都没有出现灾害性异常，土壤水分也在正常值上下。后期天气是关键，尤其是 7、8 月份降雨情况，降雨多不利于单产。美棉主产区产量占比中，中南和东南棉区占比最大，所以该地区的天气重点关注。

图 4.1.4：美棉主要产区

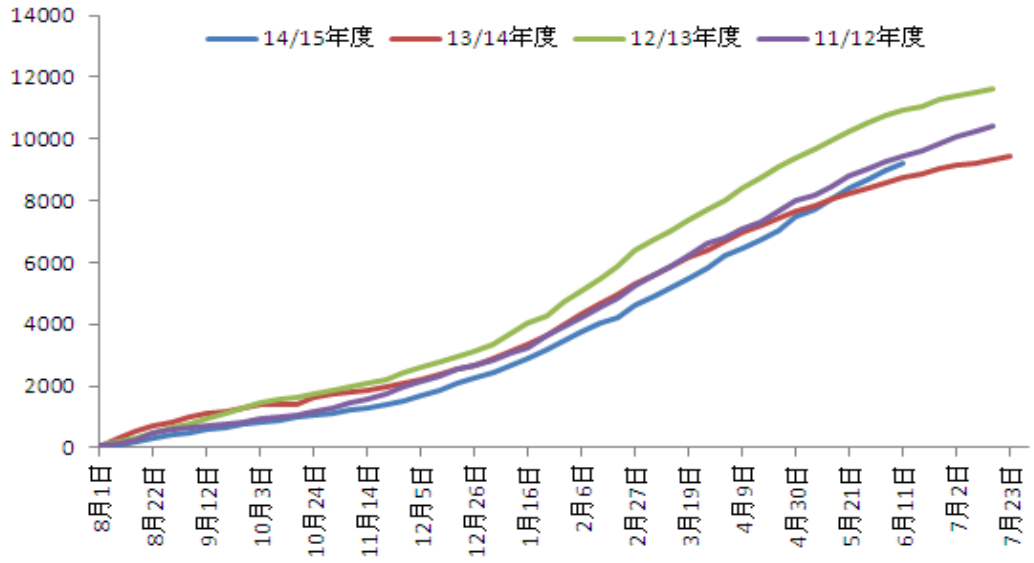


资料来源：南华研究

4.1.1.2 美棉出口情况

14/15 年度美棉出口速度放缓，5 月上半旬之前，美棉出口速度是近年来最慢的，5 月下半旬，美棉出口增速加快。截止 6 月 11 日，美棉累计总签约出口 14/15 年度棉花为 241.5 万吨，已签约量占年度出口量比例为 106%，同比增长 2 个百分点；年度陆地棉装运总量为 226.8 万吨，目前已装运量为 208.7 万吨，已装运量占年度出口量比例为 92%，高于去年同期 1 个百分点；尚未装运量 32.8 万吨。

图 4.1.5：美棉出口情况



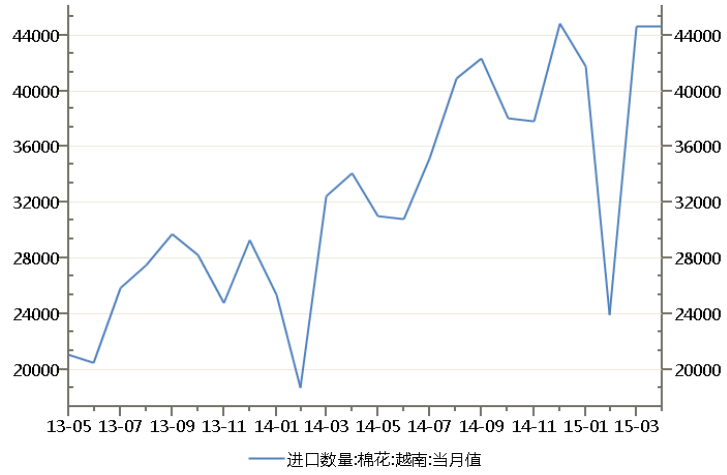
资料来源：路透 南华研究

美棉出口总体正常，但在出口组成中，呈现此消彼长的情况。比如，土耳其、中国是传统的进口大国，6 月份数据显示，其对 14/15 年度进口量明显减少，其他亚洲和大洋洲国家，如印度尼西亚、巴基斯坦以及越南对美棉需求增加，进口量增加明显。

越南对于棉花的进口需求旺盛，主要原因是其国内纺织工业的迅速发展。截止 2014 年纺纱厂超过 100 家，纱锭数量为 610 万锭，2015 年预计达到 630 万锭，棉纱和混纺纱产能为 82.8 万吨。2014 年越南棉纱达到 85.8 万锭的历史新高，同比增长 19%。纺织品和服装出口额同比增长 19%。美棉是传统的越南进口大国，因此，越南的进口对美棉价格有重要影响[1]。

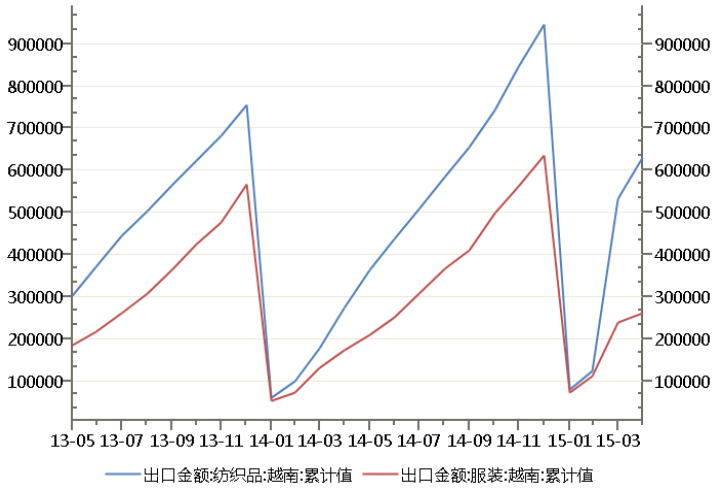
[1] 本段文字参考《2015 年越南棉花和纺织市场报告》

图 4.1.6：越南棉花当月进口量



资料来源：Wind 资讯，南华研究

图 4.1.7：越南纺织品服装出口金额



资料来源：Wind 资讯，南华研究

4.2. 印度方面

为平衡出口与内销，印度国内相关部门会对棉花出口政策有所调整。由于近年来，印度国内纺织工业发展较好，出口没有大量放开，而出口的棉花也受到国际市场的亲睐。据泉州市纺织服装商会数据显示，2014 年 8 月~2015 年 4 月，印度累计出口棉花为 78.5 万吨，即使 CCI 抛储，棉花供应也不会大量冲击市场。5~7 月份月均出口量稳定在 4.4 万吨左右。受供应相对紧张影响，印度 shankar-6 轧花厂提货价连续 7 个交易日稳定在 70.2 美分/磅。所以，印度棉花近月价格很难跌。

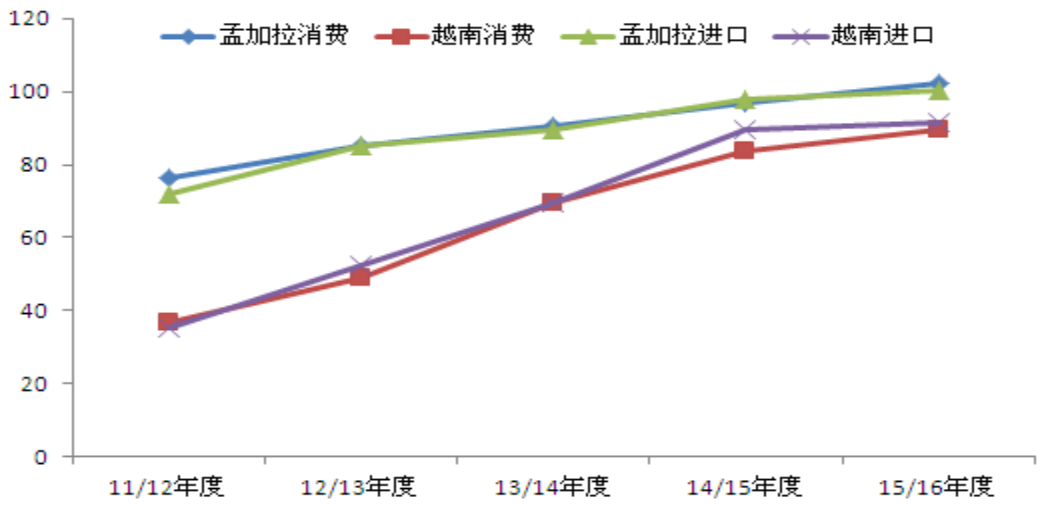
孟加拉国是印度棉出口大国，其次是越南、中国以及巴基斯坦。很显然，后三个国家也是美棉主要出口国。印度棉和美棉竞争将会很激烈，也会对国际棉花价格产生重要影响[2]。

4.3. 美棉和印度棉竞争

USDA 公布的供需报告中，年度消费量和进口量年均增长的国家不多，只有孟加拉和越南。11/12 年度越南的消费量为 36.5 万吨，15/16 年度为 89.3 万吨；11/12 年度孟加拉消费量为 76.2 万吨，15/16 年度为 102.3 万吨，年均增长率分别为 25.8%、7.6%。11/12 年度越南进口量为 35.4，15/16 年度进口量为 91.4 万吨；11/12 年度孟加拉进口量为 71.8 万吨，15/16 年度为 100.2 万吨，年均增长率分别为 27.8%、8.8%。

[2] FC 指数中印度 S-6 也是重要组成部分

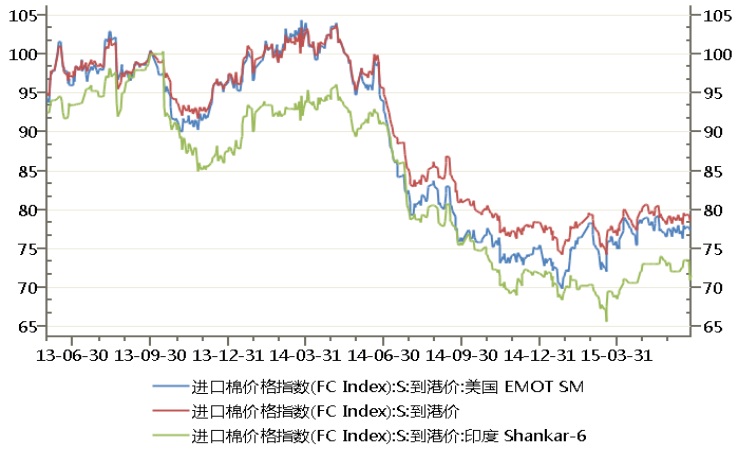
图 4.1.8：孟加拉和越南棉花消费与进口



资料来源：Wind 南华研究

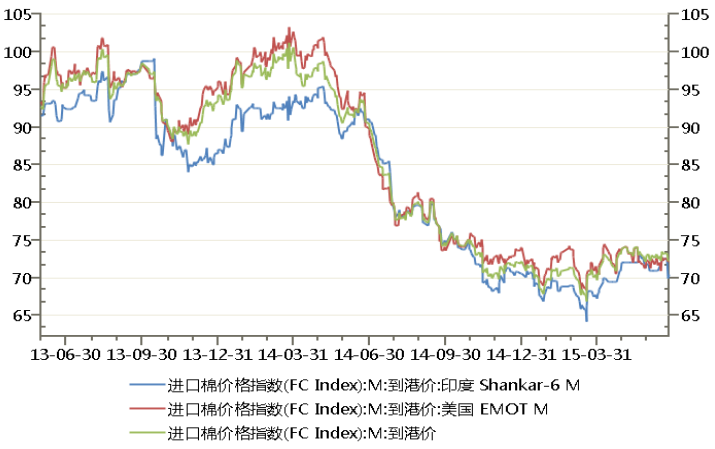
价格上，可以参考 FC index 报价的成分中印度棉和美棉的相对走势去看，其中美棉是主导该指数上下波动的主要动力，印度棉的作用较小，价格大跌时，印度棉跌幅更大，反弹时，涨幅较小。所以，美棉和印度棉之间暂时存有各自的优势，比如美棉价格高，品质高；印度棉价格低廉。另外，可以从供需平衡表上发现，印度棉国内消费量大于出口，以国内消费为主；美棉国内消费量小于出口，以出口为主。因此，两者没有可比性。如果要做比较，可以考虑的出发点就是印度的纱线出口改变其他需求的生产结构，从而影响全球棉花进出口。

图 4.1.9：FC index S 棉花指数走势



资料来源： Wind 资讯，南华研究

图 4.1.10： FC index M 棉花指数走势



资料来源： Wind 资讯，南华研究

第 5 章 棉花投资策略

5.1. 观点总结

上述分析可知，国内供需矛盾主要是供给的矛盾，因为需求相对较为平稳。在去库存化取得明显效果的情况下，如果不抛储，供需矛盾会继续缓解，棉价会上涨；但国储库存庞大，国家要解决这一问题，必须进行抛储，供给量增加后，供需矛盾又会显现，棉价下跌。

只要国内供需矛盾不缓解，内外价差将维持在 3000 下方波动，美棉进口量也会稳定在百万吨左右水平，所以内外棉花联动性会减弱，呈现行情独立‘行走’的状态。美棉何去何从呢？从供需平衡表去看，新年度美棉供需相对平衡，出口小幅增加，越南等国的贡献较大。越南等国的纺织工业发展值得关注。只要不出现非常利空的因素，美棉价格将会呈现宽幅震荡走势。

5.2. 期货交易策略

棉价已经跌至接近历史低点，如果要用成本去定价棉价，棉价估计仍然是处于低位运行。去库存后，企业工业库存低，他们都采用随用随买策略，在现货价格维持低位状态，企业采购成本较低。如果国家抛的棉花品质较好，符合企业用棉需求，那么价格较盘面高，期现货价格均反弹；如果品质不好，价格仍然位于低位波动，甚至不排除破新低的可能。

单边策略：在政策未出台前，判断棉价走势仍然有很多限制条件，在一系列的假设条件下，我对棉价判断的是，若反弹，盘面第一目标点位 14000 元/吨，远期合约还要考虑天气升水，期价略微较近月强。若下跌，跌破年内新低，看至 12000 元/吨。建议政策出台后再做对应策略。

美棉走势以宽幅震荡定调，暂时没有趋势性交易机会。只要 12 月合约价格不突破 68 美分，可以参考该线做逢高抛空，快进快出。

对冲策略：内外棉走势相对独立，目前价差合理，内外套无机会。

5.3. 期权交易策略

在季度策略中，我也提到过适用于棉花行情的卖出宽跨式套利策略，由于价格大部分时间在 12600~13500 之间震荡，因此该策略可行。根据上述对期货行情的判断，未来棉价走势或有不同，会有突破或者跌破的可能，是突破还是跌破，取决于国家抛储政策。若以时间换空间，并且以小博大，那么可以选择买入宽跨式套利，损失有限，盈利无限。

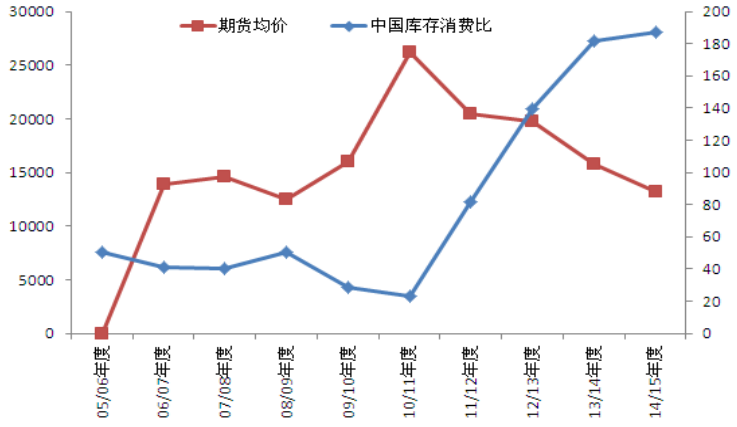
买入宽跨式套利是指以较低的执行价格买入看跌期权，并以较高的执行价格买入看涨期权。这个策略适用于 1、标的物价格将有大的变动，但无法确定方向；2、市场波动

率上升。最大的风险是支付的全部权利金。

郑棉期货价格波动率目前在 7%左右，较年初略微上升，但仍处于历史波动区间的下端（一般位于 10%上下波动）。报价可参考南华场外棉花期权报价。

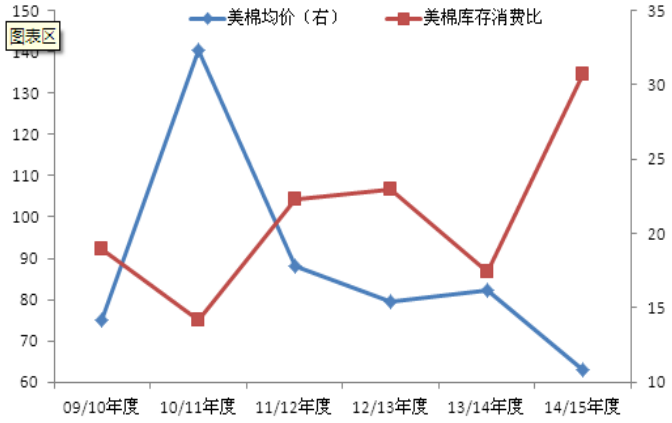
第 6 章 附录（数据追踪）

图 6.1：郑棉均价与库存消费比



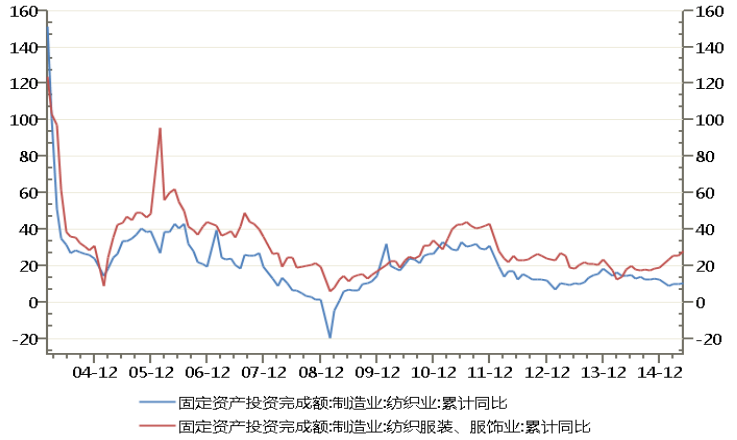
资料来源： Wind 资讯，南华研究

图 6.2：美棉均价与库存消费比



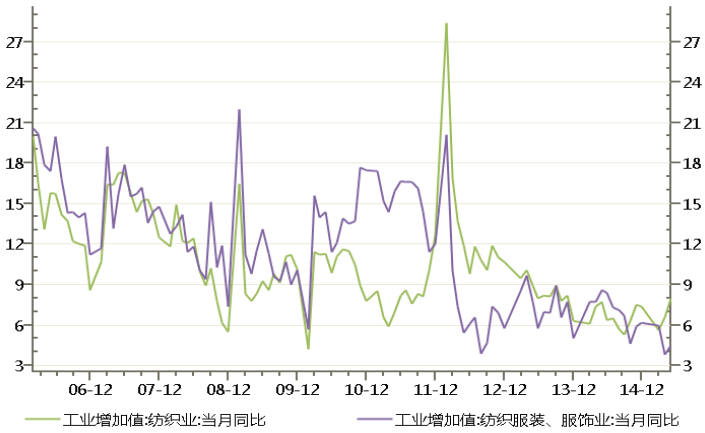
资料来源： Wind 资讯，南华研究

图 6.3：纺织服装行业固定资产投资额累计同比



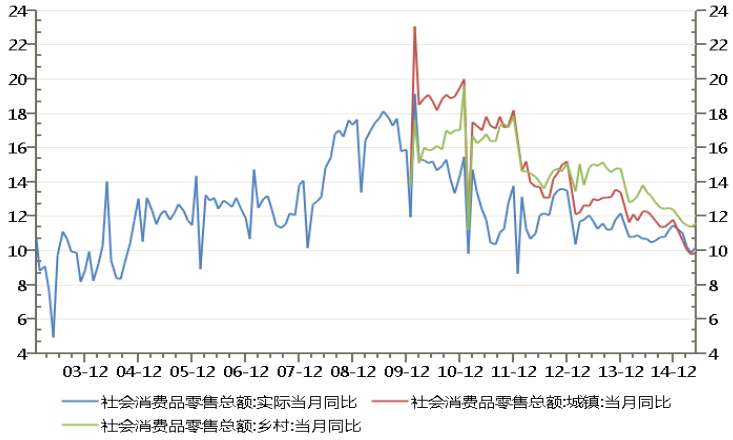
资料来源： Wind 资讯，南华研究

图 6.4：纺织服装业工业增加值当月同比



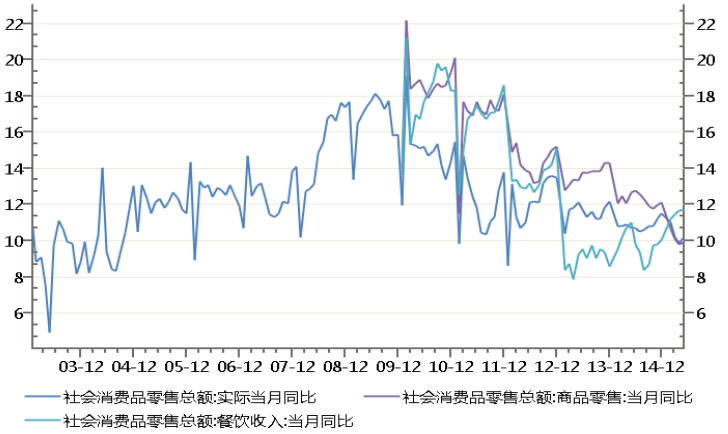
资料来源： Wind 资讯，南华研究

图 6.5：社会消费品零售总额：分地区



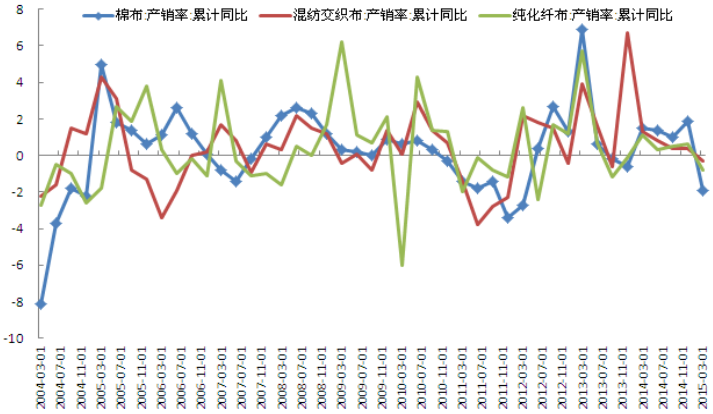
资料来源： Wind 资讯，南华研究

图 6.6：社会消费品零售总额：分类别



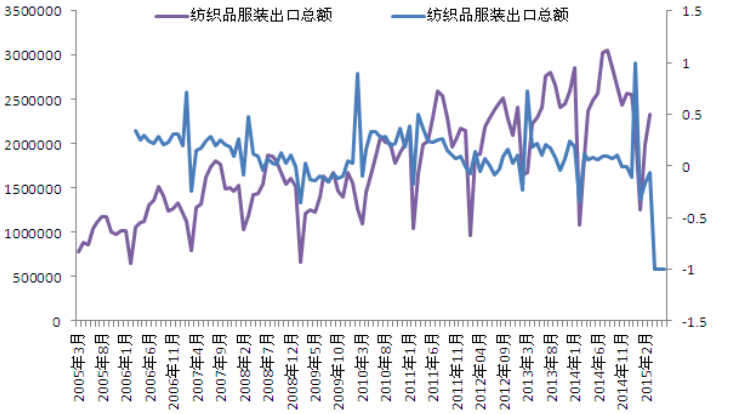
资料来源： Wind 资讯，南华研究

图 6.7：内销：棉布、混纺交织布、纯化纤布



资料来源： Wind 资讯，南华研究

图 6.8：出口：纺织品服装



资料来源： Wind 资讯，南华研究

南华期货分支机构

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：0571-83869588

台州营业部
台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话：0576-88539900

温州营业部
温州市府路新益大厦 1 幢 1401 室
电话：0577- 89971820

宁波营业部
宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话：0574-87273868

慈溪营业部
慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼 709 室
电话：0574-63925104

嘉兴营业部
嘉兴市中山路 751 号粮食大厦五楼
电话：0573-82158136

绍兴营业部
绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话：0575-85095800

成都营业部
成都市锦江区东大街紫东楼段 35 号 17 层 1706 号房
电话：028-86532693

兰州营业部
甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号
金地商务大厦 11 楼 001 号
电话：0931-8805310

大连营业部
大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座
大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话：0411-84378378

北京营业部
北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、
B803、B805、B608、B609 室
电话：010-63556906

太原营业部
太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 2501 室
电话：0351-2118016

余姚营业部
余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601
电话：0574-62509001

哈尔滨营业部
哈尔滨市香坊区中山路 93 号 201、801、804、811 室
电话：0451-82345618

郑州营业部
郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室
电话：0371-65613227

青岛营业部
青岛市闽江路 2 号国华大厦 B 座 2501 室
电话：0532-85803555

沈阳营业部
沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室
电话：024-22566878

天津营业部
天津市河西区友谊路 41 号大安大厦 A 座 8 层
电话：022-88371080

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 26 层
电话：021-50431979

上海虹桥路营业部
上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话：021-52585211

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

广州营业部
广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 717 房、718 房
电话：020-38806542

芜湖营业部
芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1003、1004、1005 室
电话：0553-3880212

重庆营业部
重庆市南岸区亚太路 1 号 1 幢 1 层 1-2
电话：023-62611588

永康营业部
永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话：0579-89292777

南通营业部
江苏省南通市南大街 89 号总部大厦 89 号六层
电话：0513-89011168

普宁营业部
广东省普宁市中信华府南向门市东起 3 至 8 间首层至二层
电话：0663-2663882

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

海宁营业部
海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 301
电话：0573-80703000

齐齐哈尔营业部
黑龙江省齐齐哈尔市龙沙区迈特广场 15 层 1 号、2 号
电话：0452-5883883

舟山营业部
浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层
3232、3233 、 3234、3235 室
电话：0580-8125381

免责申明

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，但我公司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。

南华期货
NANHUA FUTURES

公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层　　邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net