



单边空棉花风险加大

摘要

15/16 年度 9 月份至今，棉花市场仍然处于“三低一高”的格局中。但这样的格局终究要被打破，抛储看起来是利空市场，但眼下纺织行业低库存的局面不容忽视，当企业所需与抛储棉匹配时，产业链中游利多将传到至上游，棉花价格就要另当别论了。从远期期限结构去看，市场并不过分看空 16/17 年度棉花合约，因此，棉花不具备大幅下跌动能。单边做空棉价风险加大，当市场出现做多机会时，首先考虑 1609 合约做多机会（旧仓单注销，新棉未上市的空缺期）。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

傅小燕 0571-87839259

fuxiaoyan@nawaa.com

目录

第 1 章	棉价深跌的背后.....	4
第 2 章	棉价影响因素分析.....	4
2.1.	补贴之后仍亏损，新年度植棉信心受挫.....	4
2.2.	棉花新一轮抛储，纺织企业是否愿意买单？.....	5
第 3 章	棉花展望.....	6
	南华期货分支机构.....	8
	免责声明.....	10

图表目录

图 2.2.1：内外棉花现货价格指数价差走势.....	6
图 2.2.2：纺纱利润走势.....	6

第1章 棉价深跌的背后

2016 年一季度，当工业品正享受国家去产能号召带来的红利，国内农产品多数仍处于下跌通道中，棉花就在其中。截止 3 月 25 日，南华棉花价格指数下跌 1.09%，与主流品种铁矿石指数涨幅（+32.33%）相差 33 个百分点，是继玉米和强麦后的最弱的农产品。

3 月 1 日，在矿石等强势品种大幅下跌带动下，棉花远期各合约纷纷跌至历年新低；3 月 11 日，美棉价格大跌，棉花 5 月合约创出历史新低。当前，棉花波动重心依旧处于低位区间震荡，没有形成向上或向下趋势，而其他强势品种已经进行第二轮突破，弱势品种也在第一轮上涨之后小幅调整。因此，棉价的走势与市场整体氛围去看，显得格格不入，这种自导自演的行情何时能终结呢？

回顾棉花这波走势，其实做空的资金还是非常坚决的，因为除了绝对价格给人造成可以买入的假象之外，基本面没有提供利多的元素。所以，在方向选择上，肯定是做空首选。只是在对待做空这件事情上，未来的道路会比较难走，不像之前一马平川，而是波澜起伏。

现货市场方面。内外棉花价差已经萎缩了 90%以上（最高点到最低点），15/16 年度棉花进口数据也可以看出，进口量较往年减少了 60%以上，国际棉花出口形势严峻。除此之外，国内纱线进口量也较往年有所减少，由于国内棉花价格下跌，棉纱价格也向下调整，内外棉纱价差也逐渐缩窄。因此，可以看出，国内市场处于需求异常低迷的阶段。

从国内棉花库存结构去看，商业库存较高，工业库存较低。其中商业库存随着棉花收获周期的变动而有规律的变动。新疆棉商业库存左右国内棉花商业库存总量，内地棉花商业库存已经大幅缩减，周期性变动开始变得不规律。棉花工业库存自 2013 年 7 月达到高点之后便展开趋势性下降，下游纺织企业在经济低迷，行业转型的道路中采取随用随买策略，所以库存一直处于低位。

近期，棉花又传出抛储消息，对于原本疲软市场而言更是雪上加霜。高库存的背后，是需要经历几年的时间去消化，而现实是，下游不给你消化的机会，所谓没有需求就没有价格。这种“三低一高”的特点会伴随棉花市场较长时间。

第2章 棉价影响因素分析

2.1. 补贴之后仍亏损，新年度植棉信心受挫

国家实施直补之后，国内棉花大部分产量由新疆贡献，新疆棉花产量占国内棉花总产量的 60%以上。因此，棉花价格补贴多少，并且最终能拿到棉农手中的补贴有多少就成了影响棉花种植积极性的关键因素。

然而，2015 年，新疆棉花种植收益明显下降。数据显示，2015 年新疆棉花平均每亩成本 2119.55 元，同比增加 0.39%。其中生产成本增幅为 1.62%；土地成本下降 5.02%。2015 年皮棉平均出售价格为 11.18 元/公斤，同比下降 12.18%。棉花目标价格下调至 19100 元/吨，按照 9 月~11 月区间采集的棉花价格 13000 去看，国家补贴金额在 6000

元/吨左右。比去年目标价格在 19800 元/吨、平均价格在 15000 元/吨的时候还多补贴了 1600 元/吨。但是实际情况并非理论如此。是否加上租地费用成为棉农是否盈利的重要因素。如果是自有土地植棉，加上补贴，棉农会有 165.15 元/亩的收入；反之，加上租地费用 300~600 元/亩，棉农将陷入亏损。所以，可以看出，尽管有补贴，但是植棉还是会陷入亏损的境地。

2 月份，中国棉花信息网对 2016 年国内意向植棉面积未做调整，预计全国总面积 4365 万亩，同比减少 8%，其中新疆 3111 万亩，内地 1254 万亩。按照近三年各省平均单产情况，预计 2016 年全国总产 471 万吨，同比减少 1%，其中新疆总产 376 万吨，内地总产 95 万吨。尽管 2016 年度比较权威的预测数据还未出来，但是初步去看，2016 年，内地面积进一步下降，产量也明显减少。由于植棉集中度上升，根据直补实施后的意向与实际面积变化情况去看，4 月份即将公布的意向植棉面积也具有很重要的意义。

2.2. 棉花新一轮抛储，纺织企业是否愿意买单？

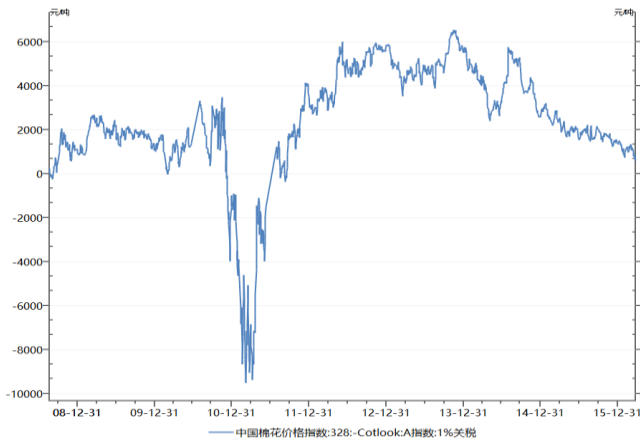
当前，国内棉花市场是处在“三低一高”的格局中，所以，当国家要进行新一轮抛储时，市场的反应就相当激烈，看空氛围逐渐加深。棉价再创新低，加工利润越来越薄，企业补库意愿越来越低，供应量就被无形中放大，棉价自然下跌。

笔者在总结行业相关情况时发现，尽管国储库存棉花量很大，但是下游工业库存很低，表象是纺织企业需求疲软；进一步去想，这就是潜在的需求啊。因此，后市抓住纺织企业补库动机的点很重要。棉花抛储，只是一种现象，往往在下游需求不配合的情况下，这种现象产生的供应利空就会被放大，因此，我们就需要理性去对待它。

说到底，还是回归到供需基本面。眼下供应过剩应该炒的是加上国储这部分，据 USDA 供需数据显示，中国库存消费比为 201.05%，较去年同比下降 3.91%，但基数依然庞大。中国库存还有 1404 万吨，占全球库存 62%。

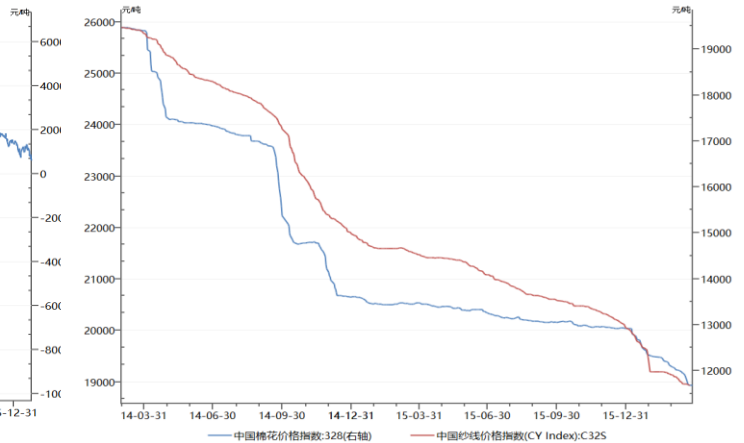
15/16 年度，中国棉花进口量定为 108.9 万吨，截止 2 月份（9 月~2 月），一般贸易项下棉花进口累计 12.059 万吨，加工料项下棉花进口累计 16.69 万吨，同比减少 41% 和 53%。2 月份单月进口量同比分别下降 75% 和 67%；1 月份时为 83% 和 55%。着重强调 1、2 月份，主要原因在于此数据可以看出年前企业补库需求。可以看到 2016 年一季度，棉花进口数据没有呈现出令人欢喜的情况，由于一个年度内大部分棉花进口是在前 7 个月完成，那么也就意味着当前较低的进口量其实已经反映了棉花“大量”出口的场景，这不就是一个旺季不旺的真实反映吗。当然，这还不至于完全说明企业没有补库信心。也有可能是内外价差的不断收敛，导致外棉没有竞争优势，纺织企业放弃采购。

图 2.2.1：内外棉花现货价格指数价差走势



资料来源：WIND 南华研究

图 2.2.2：纺纱利润走势



资料来源：WIND 南华研究

图中可以明显看出，纺纱利润在不断下滑，2016 年初以来尤为明显。在棉价大跌初期，企业转型、产品转型以及产品增附加值都是纺织企业可选的方向。其中产品转型是指从全棉纱生产转向涤纶等；产品增附加值是指低端纱转向高端纱。前者的转型令棉花消费下降了一部分，目前也没有可能再转回来。后者的转型就是高低之间的转换，对于棉花的消费还在，但是对于棉花要求不同。不同的需求反应市场应该供应怎样的棉花。

2015 年 10 月~2016 年 2 月份，32 支棉花价格与 40 支精梳棉花价格价差从-4680 元/吨回升至-4300 元/吨，升幅为 8.1%。原料价格与成品价格之间，笔者选择棉花 328 价格指数与纱线价格指数 32 支做比较发现，2015 年下半年，纱线价格下跌速度明显加快，2016 年年初至今，纱线价格下跌的情况已经严重影响企业对棉花的需求了。同样的，用 229 棉花价格指数与纱线价格指数 40 支做比较发现，2015 年年底，高端纱线价格率先大幅回落了。不同等级原料之间价差缩小、高低端纱线价差缩小，表现出非高端纱线形势好，而是中低端纱线行情好的情景。

本次抛储棉，价格结合国内外价格指数，这样做的好处在于变相的增强纺织企业对国内棉花的消费，因为内外棉价联动性将增强，在没有进口利润的情形下，一旦补库需求显现，抛储棉成为首选。抛储棉轮出结构方面，会考虑优先进口棉，然后兵团棉，新疆地产，国内地产，比例上能够补市场短板和缺口。除此之外，储备棉投放后，品质和重量方面也会对价格造成影响。进口棉方面基本是盈重，一般不存在亏重现象，所以即使棉价下跌，对市场影响程度也较小。问题在于国内棉花抛储质量方面。

第3章 棉花展望

以上分析得出，15/16 年度 9 月份至今，棉花市场仍然处于“三低一高”的格局中。但这样的格局终究要被打破，抛储看起来是利空市场，但眼下纺织行业低库存的局面不容忽视，当企业所需与抛储棉匹配时，产业链中游利多将传到至上游，棉花价格就要另当别论了。从远期期限结构去看，市场并不过分看空 16/17 年度棉花合约，因此，棉花

不具备大幅下跌动能。单边做空棉价风险加大，当市场出现做多机会时，首先考虑 1609 合约做多机会（旧仓单注销，新棉未上市的空缺期）。

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号、431 号天汇园一幢 2 单元 301 室、302 室
电话：0571-83869601

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：0576-88200279

温州营业部

温州市府路新益大厦 1 幢 1401 室
电话：0577-89971820

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话：0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话：0574-87274729

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 133 号综合大楼东五楼
电话：0573-82153186

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：0575-85095807

成都营业部

四川省成都市锦江区东大街紫东楼段 35 号明宇金融广场 13 层 1304A 号
电话：028-86532609

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：0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话：010-63155309

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：0451-58896600

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 1 单元 2501 室
电话：0532-80798985

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：024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 802
电话：022-88371079

上海分公司

中国（上海）自由贸易试验区松林路 300 号 1701 室
电话：02150431979

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：021-68400692

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话：021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话：0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话：0755-82577909

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：020-38809869

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：0553-3880211

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话：023-62611626

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 室
电话：010-63161286

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：0351-2118001

余姚营业部

余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601、1602 室
电话：0574-62509011

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：0663-2663855

海宁营业部

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 301、302、312、313 室
电话：0573-80703002

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

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825（魏瑶电话）

浙江南华资本管理有限公司

杭州市西湖大道 193 号定安名都 B 座 313 室
电话：0571-87830355

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 号总部大厦六层 603、604 室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二 2104-2107 室
电话：0592-2120366

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

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室（第 14 层）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0574-85201116

横华国际金融股份有限公司

中国香港上环德辅道中 232 号嘉华银行中心九楼、十六楼
电话：00852-28052658

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。



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

客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net