



质偏价斜

摘要

- 由于新疆实行棉花目标价格补贴制度，而内地暂未实施，导致内地棉花主产区种植积极性大幅下降。15/16 年度，中国棉花种植面积减少，产量下滑。USDA 供需数据也显示，该年度中国棉花总供应同比下降，消费量同比下滑，库存消费比小幅下滑。可以看出，棉花产业正处于一个供应、消费、库存三降的格局中
- 但供应、消费、库存三降的格局并未能改变棉价趋势性下跌，年初至今，棉价跌幅在 1500 元/吨左右。据统计，纺织企业降继续保持低库存策略，对后市较为悲观。所以棉花价格一旦大幅上涨，纺织企业采购兴趣就会下降，这种需求弹性大于供给弹性的格局会令棉价继续处于低位波动，不排除跌破新低
- 所以在下游需求未得到有效改善前，棉花不具备大幅上涨的可能，假若上涨，至多也是熊市周期中的反弹而已。只有国家继续去库存，使整个产业开始变的健康起来，供应也具备弹性后，棉花或许会迎来新一轮的上涨周期
- 操作策略方面：目前的价格以及期限结构还不具备趋势性单边投资机会，对冲套利可以等待 9、1 之间的确定性机会

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 | 棉花总供应下降明显..... | 4 |
| 1.1. | 新年度棉花单产下降，产量减少..... | 4 |
| 1.2. | 棉花进口量同比继续下降..... | 5 |
| 1.3. | 工商业库存同比下降..... | 7 |
| 第 2 章 | 替代品抢占市场，棉花用量减少..... | 9 |
| 2.1. | 全棉纱、全棉布市场呈现负增长..... | 9 |
| 2.2. | 涤纶短纤、黏胶短纤市场产能扩大..... | 11 |
| 第 3 章 | 15/16 年度棉花成本收益分析..... | 13 |
| 第 4 章 | 全球棉花市场贸易分析..... | 14 |
| 4.1. | 全球棉花供应下降，消费上升..... | 14 |
| 4.2. | 印度棉价低廉，提高其出口竞争力..... | 15 |
| 4.3. | 产业布局调整，纱线贸易流向转变..... | 16 |
| 第 5 章 | 棉花投资策略..... | 17 |
| 5.1. | 观点总结..... | 17 |
| 5.2. | 操作思路..... | 18 |
| | 南华期货分支机构..... | 19 |
| | 免责声明..... | 21 |

图表目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 表 1: 国内棉花主产区生产情况 | 4 |
| 图 1.1.1: 棉花收购价格走势 | 5 |
| 图 1.2.1: 纺织行业工业增加值 | 6 |
| 图 1.2.2: 纺织行业盈利情况 | 6 |
| 图 1.2.3: 纺织业工业增加值与棉花进口量同比 | 6 |
| 图 1.2.4: 国内棉花进口量与同比 | 7 |
| 图 1.3.1: 棉花工商业库存年度比较 | 8 |
| 图 1.3.2: 棉花商业库存走势 | 8 |
| 图 1.3.3: 棉花工业库存走势 | 8 |
| 图 1.3.4: 纱线、坯布库存走势 | 9 |
| 图 2.1.1: 纱线产量同比走势 | 10 |
| 图 2.1.2: 棉纱线进口同比走势 | 10 |
| 图 2.1.3: 纱线、坯布产量同比走势 | 10 |
| 图 2.2.1: 聚酯利润走势 | 11 |
| 图 2.2.2: 纺纱利润走势 | 11 |
| 图 2.2.3: 开工率 | 12 |
| 图 2.2.4: 2015 年各原料市场份额占比图 | 12 |
| 图 2.2.5: 涤棉纱与全棉纱、全棉纱与棉花价差走势 | 13 |
| 图 3.1: 棉花成本收益情况 | 14 |
| 图 4.1.1: 全球棉花库存消费比 | 15 |
| 图 4.1.2: 美棉与印度棉走势 | 15 |
| 图 4.1.3: 美棉与印度棉月度出口情况 | 15 |
| 图 4.2.1: 印度与孟加拉纱线出口 | 16 |
| 图 4.2.2: 进口纯棉纱分种类占比 | 17 |

第1章 棉花总供应下降明显

1.1. 新年度棉花单产下降，产量减少

从全国十三个产棉省区的主产棉县抽样调查显示，15/16 年度全国棉花种植面积为 5378 万亩，同比减少 19%；其中新疆种植面积同比减少 10%；内地种植面积减少 31%（9 月份结果）。全国棉花总产为 501 万吨，同比减少 20%；其中新疆总产 381 万吨，同比减少 14%；内地总产 120 万吨，同比减少 37%。新疆产量的下滑更多是由于天气因素造成单产下降，这一点可以从前期调研结果中得到证实。内地棉花主产区分省产量调减幅度比较大的是山东、河北、湖北，像江苏地区产量已经降至个位数，诸如天津、山西以及陕西地区几乎没有棉花产量。

表 1：国内棉花主产区生产情况

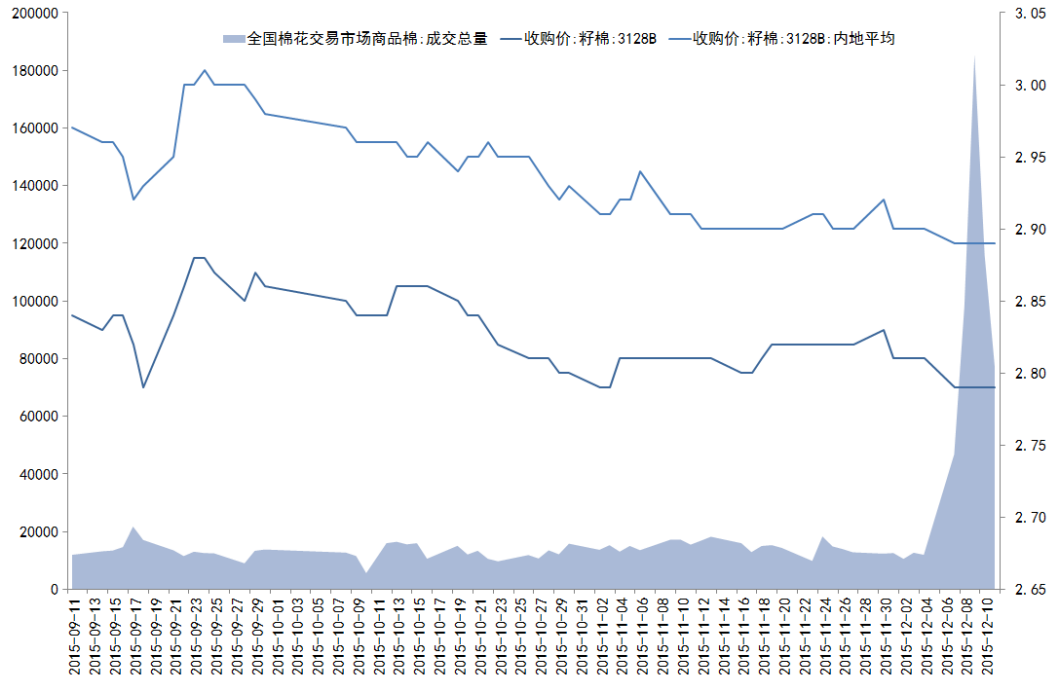
| 主产省 | 2015 年面积（万亩） | 同比（%） | 2015 年产量（万吨） | 同比（%） |
|--------|--------------|-------|--------------|-------|
| 新疆 | 3600 | -10 | 381 | -14 |
| 山东 | 480 | -22 | 32 | -34 |
| 河北 | 350 | -31 | 25 | -36 |
| 湖北 | 255 | -41 | 15 | -48 |
| 安徽 | 155 | -40 | 10 | -44 |
| 湖南 | 120 | -32 | 9 | -31 |
| 河南 | 98 | -30 | 6 | -27 |
| 江苏 | 80 | -42 | 5 | -41 |
| 江西 | 69 | -31 | 5 | -23 |
| 甘肃 | 67 | -16 | 5 | -34 |
| 天津 | 29 | -33 | 2 | -33 |
| 山西 | 18 | -28 | 1 | -25 |
| 陕西 | 15 | -17 | 1 | -16 |
| 内地主产区 | 1736 | -31 | 118 | -36 |
| 内地其他地区 | 42 | -31 | 3 | -36 |
| 内地合计 | 1778 | -31 | 120 | -36 |
| 全国合计 | 5378 | -19 | 501 | -20 |

资料来源：中国棉花信息网 南华研究

国内棉花产量下滑并没有给价格带来太多支撑。收购价格的下行，主要原因是新棉质量较差。从已上市的新棉质量去看，新疆质量低于前期预计以及去年水平，棉花衣分在 40~41%，主体颜色级在 31、21，长度 27mm，强力 S3、S2；黄河流域主产省山东、河北主体级别多为 3127C，总体去看，长度偏短，马值偏高；而河南、山西、陕西能达到 3128B；长江流域新棉质量好于预期和去年，马值普遍在 B 档，长度 28mm，其中湖北、安徽主体级别为 3128B，湖南、江苏、江西颜色级稍低。手采棉收购价从上市初期的 5.4~5.6 元/公斤上涨至 10 月初的 5.8~5.9 元/公斤。11 月份，收购价格总体下滑，其中新疆降

幅较大，12月初环比下降0.4元/公斤左右，机采棉降至3.8~4.1元/公斤（折合），手采棉将至5~5.2元/公斤。由于能拿到补贴，因此，棉农不会囤积大量籽棉，交售情况良好，截止12月初，全国加权籽棉采摘进度为98%，同比持平；加权交售进度84%，同比加快4%。

图 1.1.1：棉花收购价格走势



资料来源：WIND（根据新闻整理） 南华研究

1.2. 棉花进口量同比继续下降

15/16 年度国内棉纺织行业需求继续维持疲软格局，除了替代品的占领市场导致棉花份额减少以外，还有新增的因素——宏观经济下滑。关于替代品对棉市的影响将在第二章详细阐述，由于进口会牵扯到需求，微观需求会更多由宏观来体现，因此，本节主要结合宏观因素来说棉花进口。

中国曾是全球棉花产量、进口量以及消费量最大的国家，由于其庞大的人口基数以及较好的经济环境，所以棉花产业也经历过欣欣向荣。这里，有一个前提是不可忽略的，那就是好的经济环境和庞大的人口基数。2015 年，国内经济尚处于复苏期，经济没有明显好转，反而在一片去产能声中显露出较为悲观的一面。

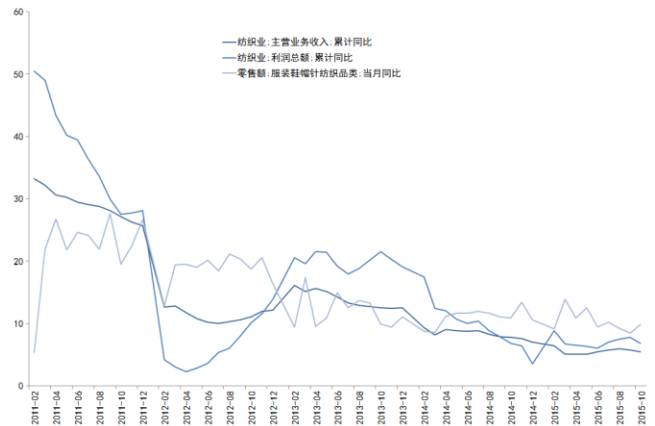
据国家统计局公布数据最新数据显示，2015 年中国 GDP 增长率为 6.2%，同比下滑 2.26%，环比下滑 0.9%。纺织行业工业增加值震荡下滑，CPI、PPI 剪刀差继续呈现扩大趋势，工业企业苦不堪言。从社会消费品零售总额与纺织品服装零售总额的同比变化趋势中去看，纺织企业盈利能力下降。

图 1.2.1: 纺织行业工业增加值



资料来源: WIND 南华研究

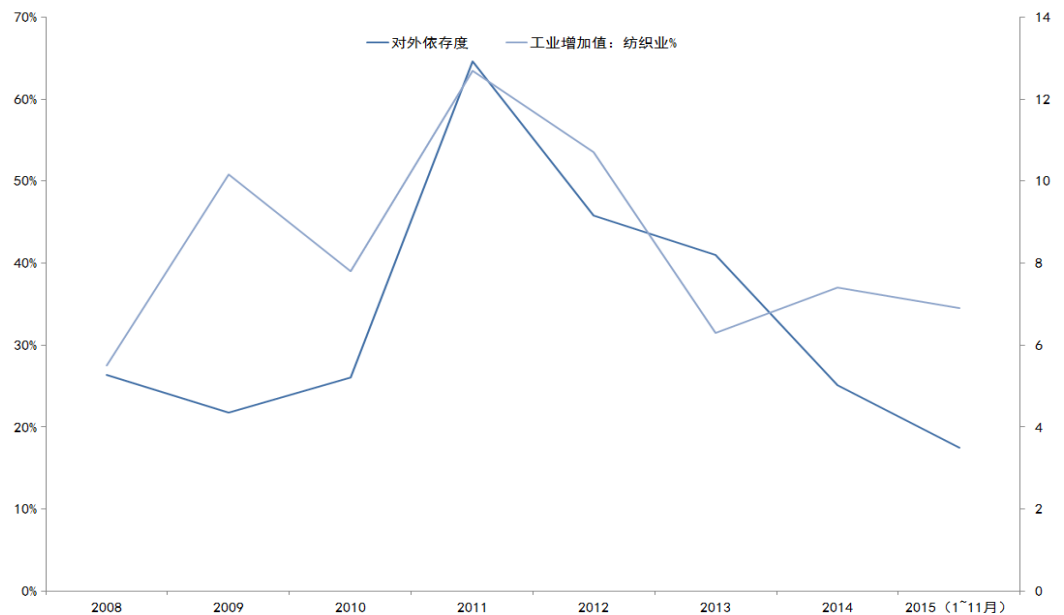
图 1.2.2: 纺织行业盈利情况



资料来源: WIND 南华研究

国内纺织业也经历过辉煌的时刻。2008 年~2012 年, 中国棉花消费量逐年增大, 而国内单产水平尚处于低位, 国家实行配额制度, 加上国际棉花价格较国内棉花价格便宜, 在保证棉花质量的基础上, 国内企业更愿意进口棉花来满足生产的需要, 棉花进口量不断增加。10/11 年度, 国内棉花减产, 导致 11/12 年度棉花进口量大增, 达到 534.1 万吨, 进口依存度也达到历年高点 64%, 当年纺织业工业增加值同比增速为 12.7%, 也是自 2007 年以来最高的。

图 1.2.3: 纺织业工业增加值与棉花进口量同比



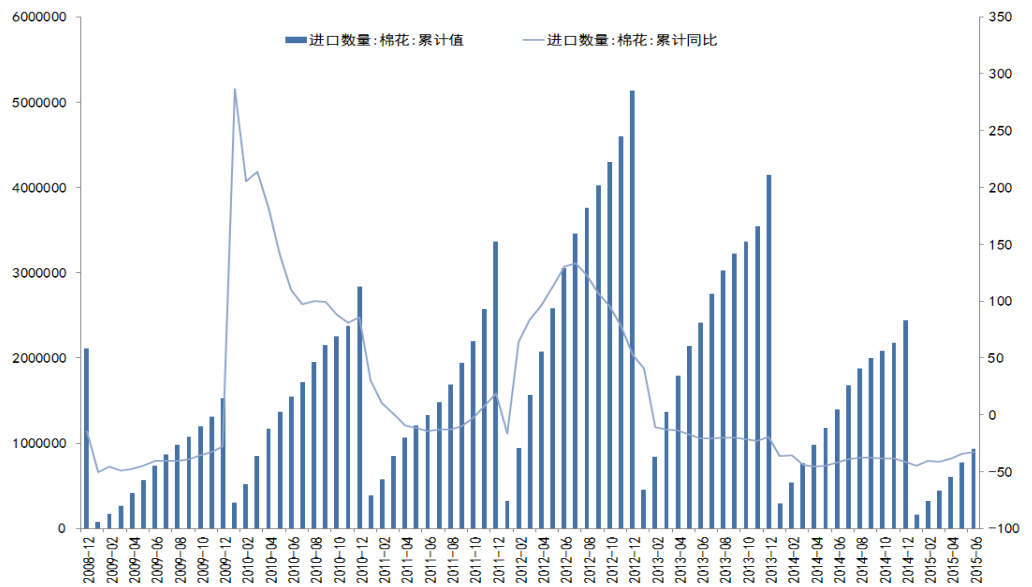
资料来源: WIND 国家统计局 南华研究

2015 年前 11 个月, 国内纺织工业增加值同比增速为 6.9%, 较去年同期下降 0.5%。但截至 2015 年 6 月份, 棉花进口量累计同比增速为-33%, 而这样的负增长速度已经维持了 2 年之久。2015 年前 6 个月, 国内进口棉花总量为 93.3 万吨, 2014 年同期为 139.3

万吨，2013 年同期为 241.1 万吨，可以看出，棉花进口总量大幅下滑，但同比减幅在缩小。如果 15/16 年度棉花进口量在 125 万吨，前 6 个月进口占比已经达到 74.64%，较去年下降 3 个百分点。

分国别进口棉花中，前 10 个月，澳大利亚进口棉累计 17.58 万吨，较去年同期减少 61%，巴西进口棉累计 8.6 万吨，较去年同期增加 38.67%。由于数据更新进度的关系，截止 6 月份，美棉进口累计同比为 10.9%，是自 2013 年 3 月份以来棉花进口累计同比正值超过 10% 的一个月，5 月份仅为 1.3%；印度棉进口累计同比为 -74.7%，该数值进一步扩大。

图 1.2.4: 国内棉花进口量与同比

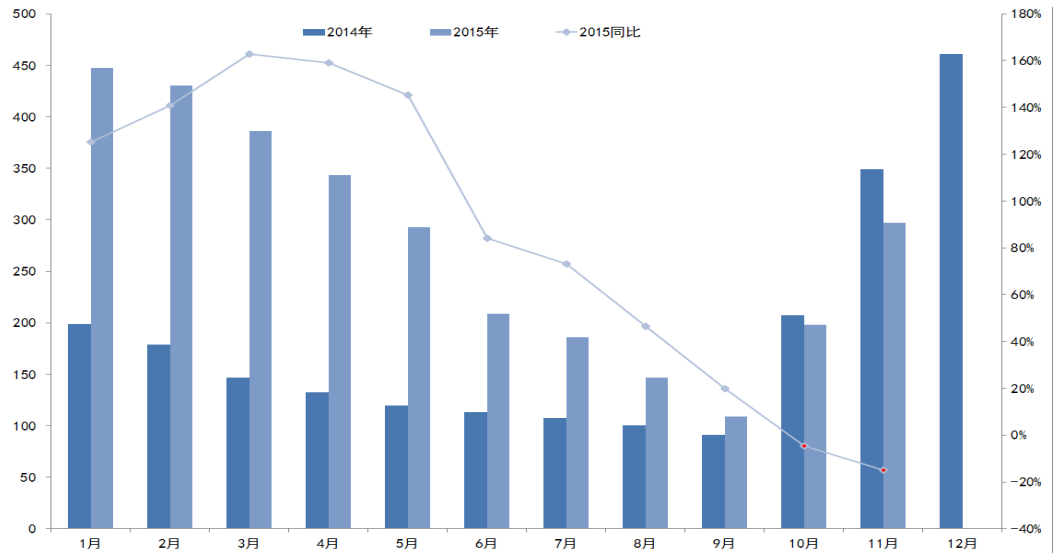


资料来源：WIND 国家统计局 南华研究

1.3. 工商业库存同比下降

2015 年，棉花产业继续去库存，库存走势一如既往呈现两头高中间低的现象，9 月份，棉花工商业库存达到年内低点，而 2015 年开端，棉花总库存较 2014 年同期高出许多，2015 年 1 月，棉花总库存量为 447.46 万吨，同比增加 125%。9 月份过后，棉花总库存明显下降，总库存量为 108.8 万吨，同比增加 19.8%，10 月份总库存量为 197.9 万吨，同比下降 4.5%，11 月份总库存量为 296.9 万吨，同比下降 14.9%。说明，棉纺织行业去库存已见明显成效，甚至可以说接近尾声（未考虑国储库存）。

图 1.3.1：棉花工商业库存年度比较

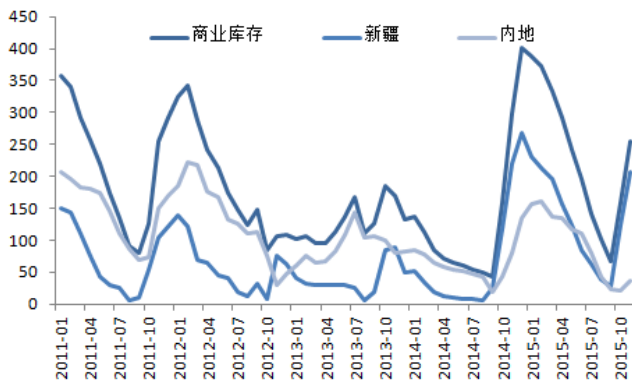


资料来源：中国棉花信息网 南华研究

棉花工业库存与商业库存比较，后者波动较大。2014 年四季度，棉花商业库存大幅增长，2015 年上半年，棉花商业库存很快被消耗完。这是由于季节性因素，10 月份正值新棉上市高峰，棉花加工企业以及贸易商手中的棉花库存会急剧增多，因此，2015 年 10 月份过后，商业库存随着新棉上市量增多而增加。截止 11 月份，棉花商业库存总量为 255 万吨，环比增加 60.7%，同比减少 14.7%；其中新疆棉有 205.8 万吨，环比增加 65.1%，同比减少 6.3%；内地棉有 36 万吨，环比增加 63.6%，同比减少 55%。

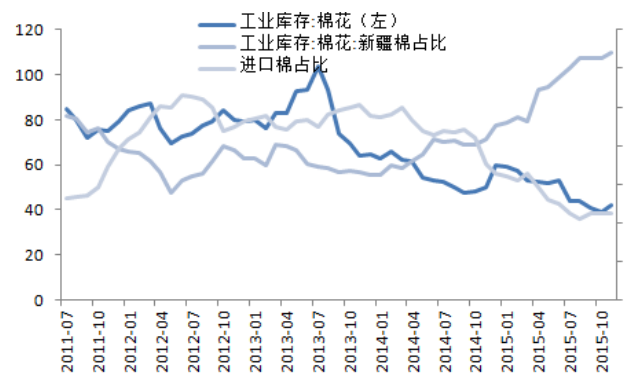
棉花工业库存主要反映了下游纺织企业需求情况。2015 年棉花工业库存继续震荡下行，进口棉和新疆棉份额继续拉大，成为新疆棉占主导，进口棉为辅的格局。而这一格局是在 2014 年 10 月份开始逆转的，2014 年 10 月份，进口棉占比 42%，新疆棉占比 40%；2015 年 11 月份，进口棉占比 22.35%，新疆棉占比 63.97%。

图 1.3.2：棉花商业库存走势



资料来源：WIND 南华研究

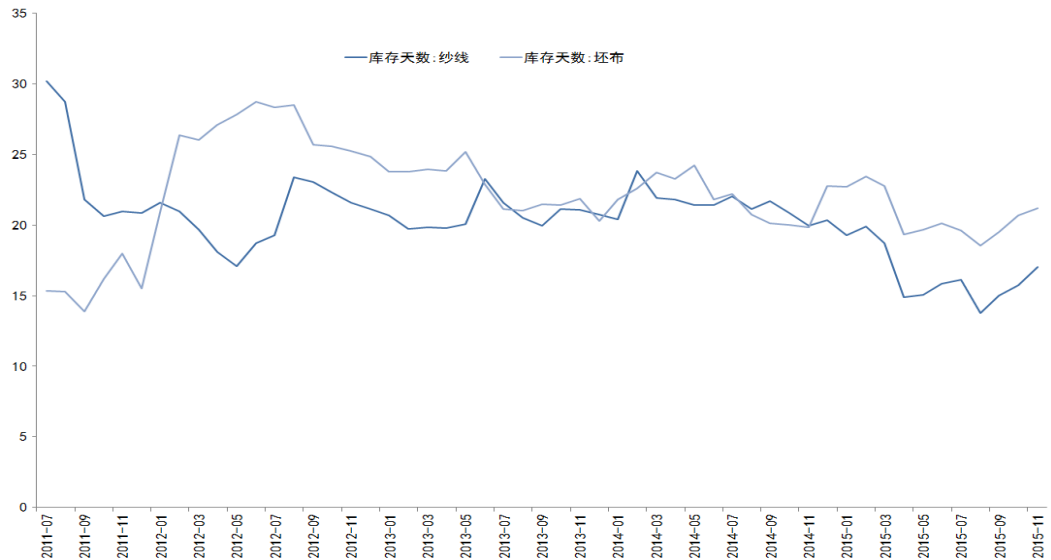
图 1.3.3：棉花工业库存走势



资料来源：WIND 南华研究

2015 年，坯布市场情况没有太大改善，与 2014 年相比，库存重心略微下移，但不明显；纱线库存较 2014 年有明显下降，比坯布市场要好一些。经历年初库存大幅下滑之后，2015 年四季度，两者库存明显回升。4 月份，纱线库存天数在 14 天左右，坯布库存在 19 天；11 月份，纱线库存在 17 天，坯布库存在 21 天。下游纺织、坯布企业可流动资金有限，从调查的采购意愿去看，多数企业整体持续较低可支配棉花库存，且后期采购意愿降低。

图 1.3.4：纱线、坯布库存走势



资料来源：WIND 南华研究

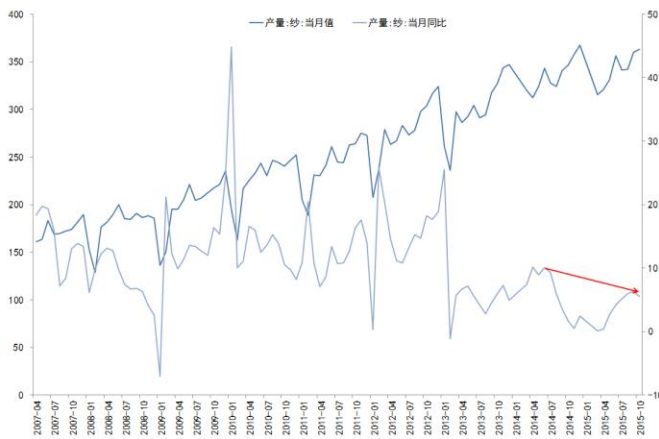
第2章 替代品抢占市场，棉花用量减少

2.1. 全棉纱、全棉布市场呈现负增长

2015 年，国内纱线产量增产幅度放缓，甚至有个别月份产量增幅接近负值。相反，进口纱线同比增幅扩大，而该种程度上的扩大，主要原因是来自于进口纱线价格不断下滑。

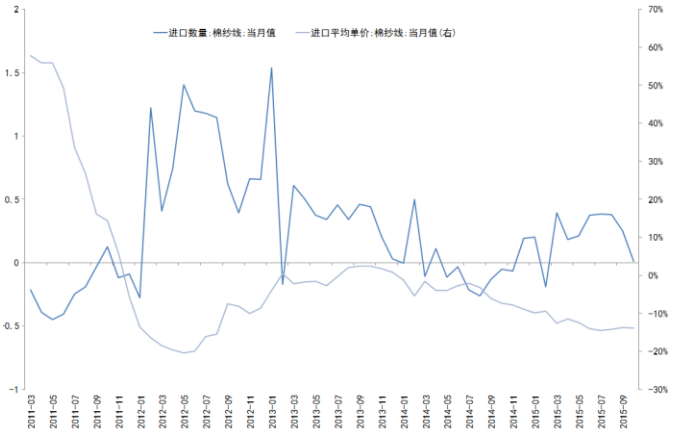
据数据统计，2015 年 3 月份，国内纱线产量为 315.31 万吨，同比增幅仅为 0.14%；4 月份为 320.85 万吨，同比增幅略微增加，为 0.35%；二季度之后，纱线产量小幅增加，直到 10 月份，纱线产量达到 363.14 万吨，同比增幅为 5.47%。与 2014 年相比，2015 年国内棉纱线进口绝对量继续缩小，但相对增幅有所增加。比如 2015 年 1 月份，进口棉纱线量为 28732.07 吨，同比减少 20.3%；与此同时，2014 年同期进口棉纱线同比减少 0.56%。全年数据去看，2015 年除了 2 月份进口棉纱线同比增幅为负值，其余都为正值，而且增幅较大。而 2014 年，除了 2 月份以及 12 月份同比增幅为正值，其余都为负值，减幅也较大。从图中去看，当进口纱线价格较低时，纱线进口量就会呈现增加趋势；反之，当纱线价格回升时，纱线进口量便会呈现减少趋势。

图 2.1.1: 纱线产量同比走势



资料来源: WIND 南华研究

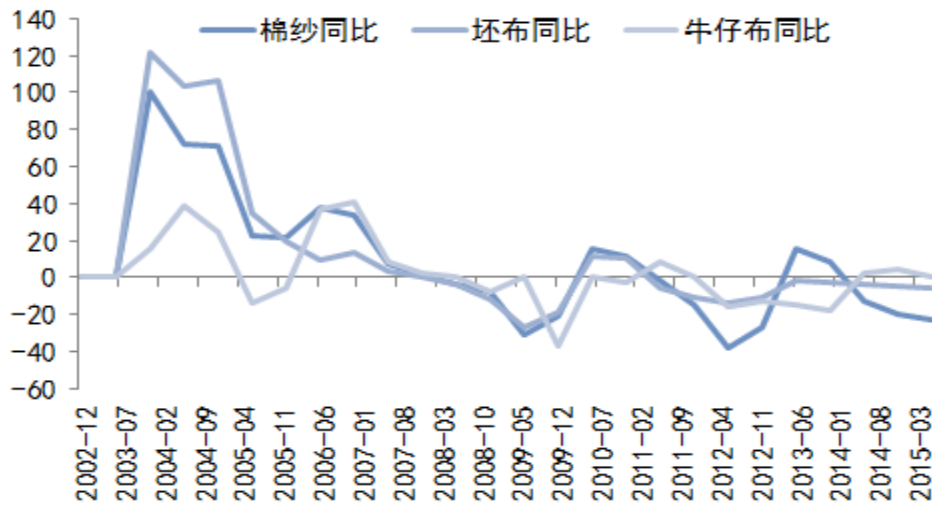
图 2.1.2: 棉纱线进口同比走势



资料来源: WIND 南华研究

据中国纱线价格指数 JC40S (C32S) 与进口棉纱价格指数 JC32S (C32S) 走势去看, 2015 年, 国内纱线价格跌幅也较大。2 月底, 国内纱线价格跌幅达到 16%, 进口纱线价格指数跌幅最低达到 18%。目前, 两者价格指数跌幅收窄, 前者在 6% 左右, 后者在 13% 左右, 内外纱线价差在 1400 元/吨左右, 最高时为 1555 元/吨 (2015 年 8 月份), 最低时为 680 元/吨 (2015 年 8 月份)。

图 2.1.3: 纱线、坯布产量同比走势



资料来源: WIND 南华研究

受到价格持续性下跌影响, 国内纺织企业缩减产能的占绝大多数。魏桥纺织是中国最大的棉纺织制造商, 其与 2003 年 9 月 24 日在香港联合交易所上市。2008 年金融危机时, 其棉纱产量受到影响增幅呈现负值, 危机过后转正。2012 年, 国内棉纺织行业经历价格暴涨暴跌之后, 其棉纱产量再次受到影响, 此次影响非彼次影响, 由于是来自系统内部的风险, 在整个棉纺织行业受到重创后, 魏桥纺织棉纱线产量大幅下滑, 再起半年度公告当中看到, 6 月份, 棉纱产量为 16.1 万吨, 同比下降 22.6%; 而 2014 年产量已

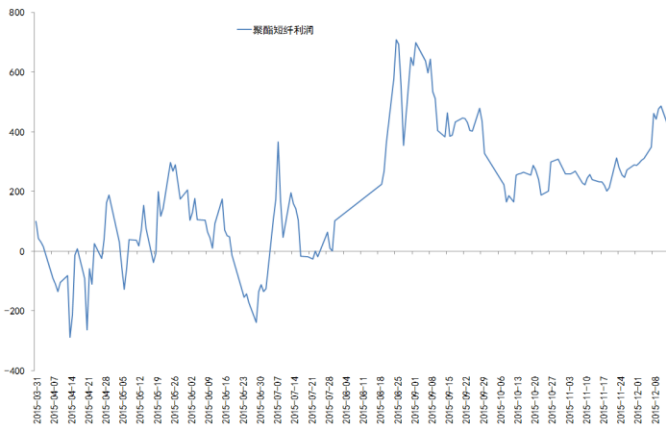
较 2013 年下降 12.61%。相对于棉纱而言，坯布市场变动幅度要缓和一些。6 月份坯布产量为 4.48 亿米，同比减少 5.5%。2014 年坯布产量较 2013 年同比减少 3.46%。

由于价格下跌，纱线销售情况也不容乐观。天虹纺织是最大的包芯棉纺织品供应商之一，专门致力于高附加值时尚棉纺织品的制造与销售。2015 年 6 月份，其弹力包芯棉纱线销量同比增幅为 8%左右，环比降低 20 个点；其他纱线销量同比增幅为 30%左右，增幅环比下降 117 个点。可见棉纺织行业呈现产能与需求双降的局面。

2.2. 涤纶短纤、黏胶短纤市场产能扩大

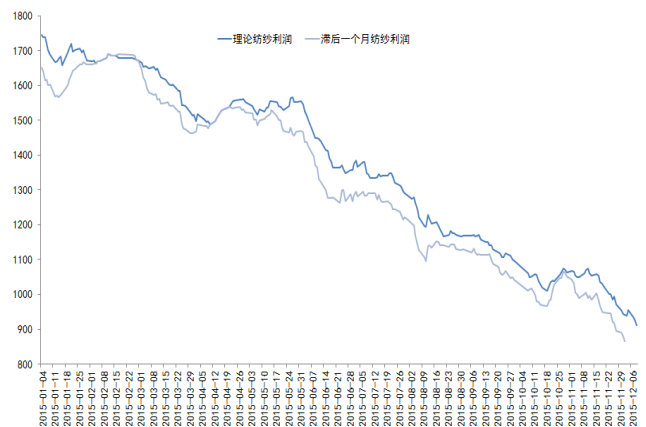
国内纱线价格下跌同时，化纤市场情况也略显悲观，涤纶短线、黏胶以及其他原料价格也持续下挫。据数据统计显示，2015 年涤纶短线价格指数在 1 月与 8 月份价格跌幅达到年内最大值，-30%；截止 12 月 11 日，涤纶短线价格指数跌幅在 18%左右。

图 2.2.1：聚酯利润走势



资料来源：WIND 南华研究

图 2.2.2：纺纱利润走势

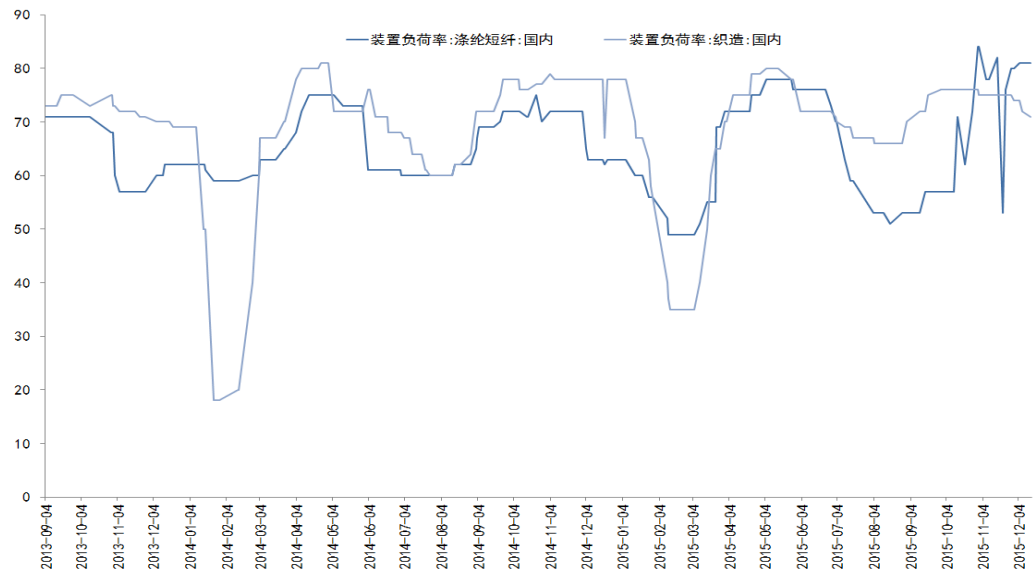


资料来源：WIND 南华研究

在此期间，聚酯利润不断扩大，与一路下行的纱线利润形成鲜明对比。据数据统计，聚酯利润在 400 元/吨左右，较年初利润增幅为 300%左右，四季度有扩大趋势；纱线利润 1000 元/吨都不到，而年初时还有 1700 元/吨左右，降幅为 41%。

对于纺织企业而言，能够带来利润是最为重要的。因此，如上所述，降全棉产能，增棉混纺、涤棉产能。从开工率情况去看，它还是保持着传统淡季开工率有规律的波动，年初时，织造开工率下滑非常明显，而聚酯开工率相对较小；二季度，织造开工率回升，并且稳定在 70 上下波动；聚酯开工率回落至 3 月份附近后快速回升，在这期间，聚酯开工率受到上游 PTA 企业影响也较大。目前 TA 企业降产能已经达到一定效果，对价格也起到稳定作用，在聚酯利润好转的情况下，聚酯开工率继续回升。从图中去看，织造开工率有下滑趋势的情况下，聚酯开工率仍维持在 80 附近，处于年内较高位置。

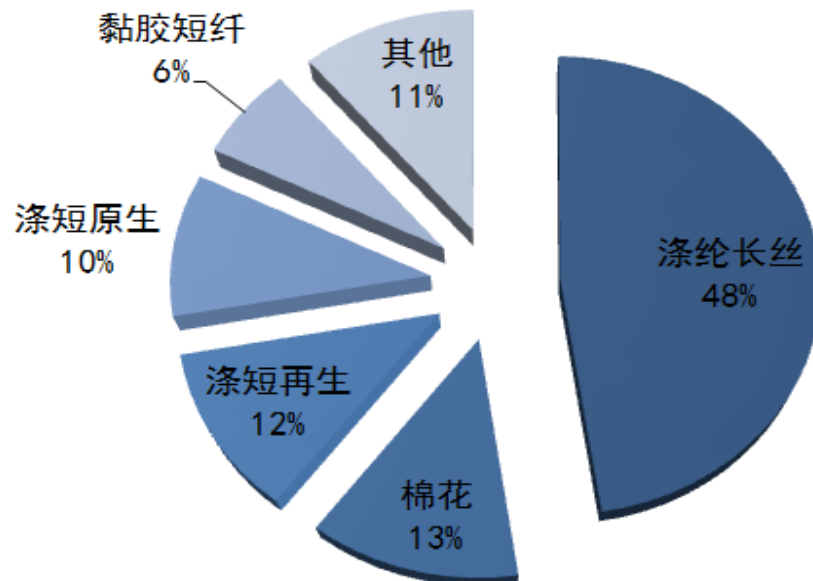
图 2.2.3: 开工率



资料来源: WIND 南华研究

开工率的不同, 一定程度反映了市场对于棉花、涤纶、黏胶等原料的需求有差异, 市场结构也发生转变。据数据显示, 2015 年涤纶长丝市场份额为 45.86%, 棉花为 12.27%, 涤短再生为 11.34%, 涤短原料为 9.71%, 黏胶短纤为 6.31%, 锦纶为 2.76%, 其他为 10.8%。

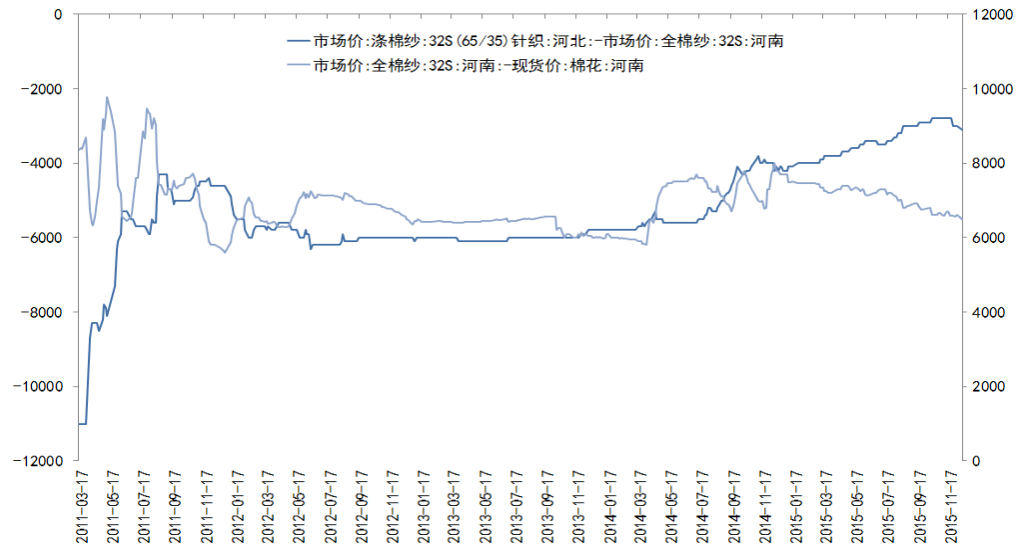
图 2.2.4: 2015 年各原料市场份额占比图



资料来源: WIND 南华研究

在这种布料还比衣服贵、替代有利润可图的时代, 纺织企业用棉需求继续呈现低迷状态。

图 2.2.5: 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

第3章 15/16 年度棉花成本收益分析

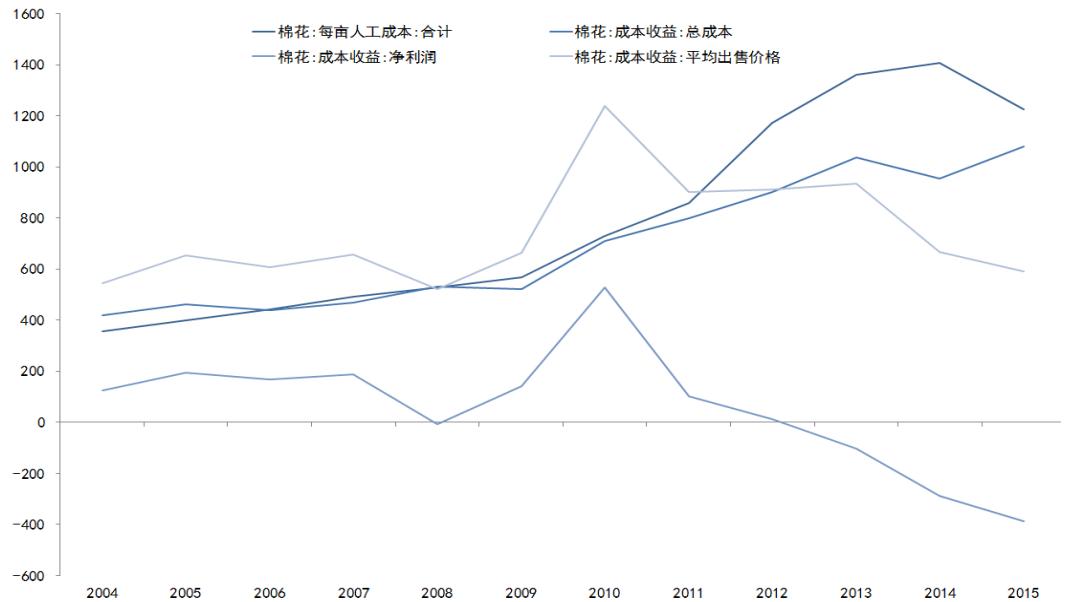
2013 年、2014 年棉花成本收益: 净利润为负, 表明种植棉花将会带来经济损失, 那谁还会去种棉花呢? 2015 年, 棉花种植面积大幅下滑, 产量也大幅下滑, 尤其是内地棉, 由于受到直补政策以及植棉亏损的双重压力, 棉农植棉积极性下降, 所以到了 2016 年, 棉花播种面积会继续小幅缩减。当然, 距 16 年 4 月份植棉还有半年时间左右, 意向种植面积还会随着价格的波动而波动。至少有一种情况发生的概率是很小的, 那就是植棉面积大幅增加。

据全国农产品收益汇编数据显示, 人工成本在 2009 年有了质的飞跃, 直到 2013 年有所放缓。再此期间, 棉花成本收益: 总成本也大幅增加 (其他生产资料变动幅度不大)。棉花种植净利润=生产期间总成本-总收益, 可以看到, 在总成本保持线性的速度在增长时, 棉花种植净利润会跟着棉花价格而波动。2013 年, 棉花种植总成本还在上升, 而价格停滞不前, 种植棉花变成无利可图, 2014 年该种现象加剧。

2015 年, 全国各地棉花种植成本进一步上调, 亏损程度扩大, 若没有国家政策补贴, 亏损将更为严重。目前对山东以及新疆地区的调查结果显示, 山东郓城亩平均产量较去年增加 20%, 销售价格同比下降 9%, 总生产成本同比增加 10%, 人工成本同比增加 13%, 每亩收益同比增加 12%; 山东聊城亩平均产量同比下降 3%, 销售价格同比下降 6%, 总生产成本同比上升 67%, 亩平均人工成本同比增加 9%, 每亩现金收益同比下降 7%; 山东夏津地区亩平均差娘同比下降 3%, 销售价格同比下降 8%, 总生产成本同比增加 4%, 亩平均人工成本同比增加 5%, 亩现金收益同比下降 5%。新疆地区主要针对阿克苏, 分为手采棉和机采棉, 其中手采棉比机采棉销售价格高 1~2 元/公斤, 总生产成本高 200 元/亩, 人工成本高 300 元/亩, 亩现金收益高 300 元/亩左右。

可以看出，价格下降是对棉农最大的打击。由于新疆棉占全国棉花比重最大，其机采棉占比也不在少数，部分棉花因为天气原因导致质量下降，除此之外，机采棉质量也较手采棉质量差，价格自然就低。

图 3.1：棉花成本收益情况



资料来源：WIND 全国农产品成本收益汇编 南华研究（未考虑补贴）

第4章 全球棉花市场贸易分析

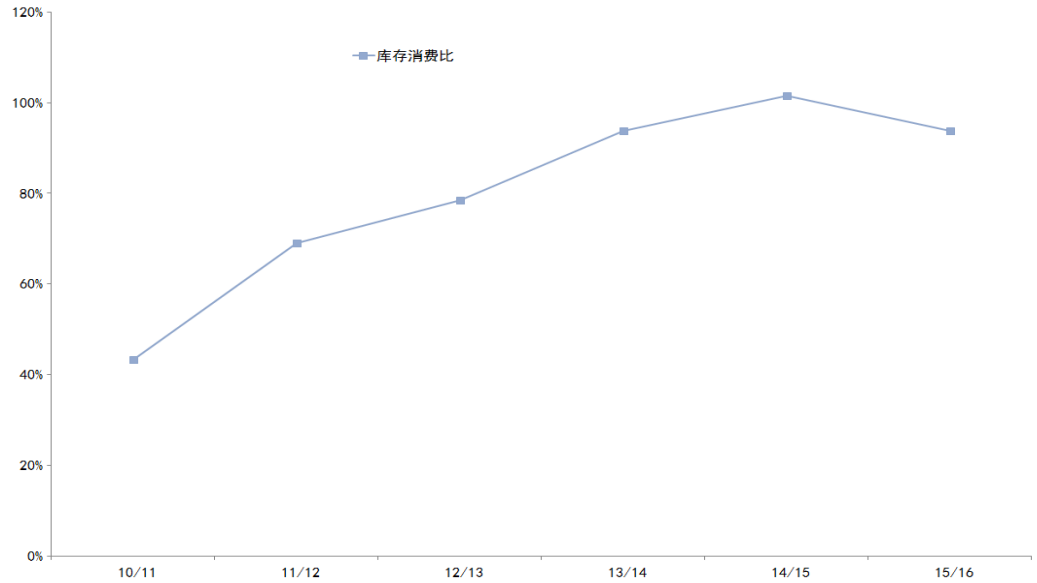
4.1. 全球棉花供应下降，消费上升

最新 USDA 供需报告显示，15/16 年度全球棉花供应量同比下滑，消费量同比小增，期末库存量也同比下滑，导致该年度库存消费比下降。三降一升的局面利好，但升的幅度太小，只能说利多受限。

15/16 年度，全球棉花产量为 2258 万吨，同比下降 12.3%；消费量为 2425.2 万吨，同比增加 0.9%；进口量为 769.6 万吨，下降 1%；出口量为 769.7 万吨，同比下降 0.09%；期末库存为 2272.9 万吨，同比下降 6.8%；库存消费比为 93.72%，同比下滑 7.6%。产量中，主产国中国、美国以及印度均有下降，部分原因来自于种植面积下滑，部分来自于天气因素导致单产下滑。消费量方面，印度、孟加拉以及越南增加，中国、巴基斯坦以及巴西减少；进口量方面，中国进口量大幅下降，孟加拉以及越南进口大增；出口量方面，美国出口下降，印度出口大增；期末库存方面，各国均有不同程度下降。

从数据中可以看出，传统意义上的第一大进口国（中国）与出口国（美国）地位有些许动摇。在利益的驱使下，全球棉花贸易格局已经悄然改变。

图 4.1.1: 全球棉花库存消费比



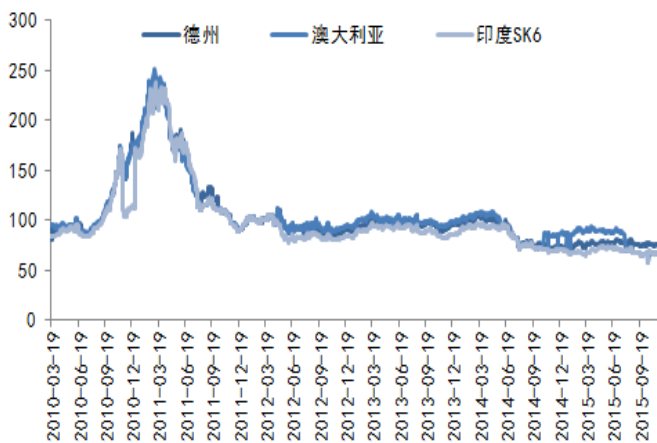
资料来源: WIND 南华研究

4.2. 印度棉价低廉, 提高其出口竞争力

早之前, 就已经对美国和印度棉花进行过比较, 当时美国单产已经较高, 而印度棉单产非常有潜力。所以, 印度棉是唯一能和美棉相抗衡的。

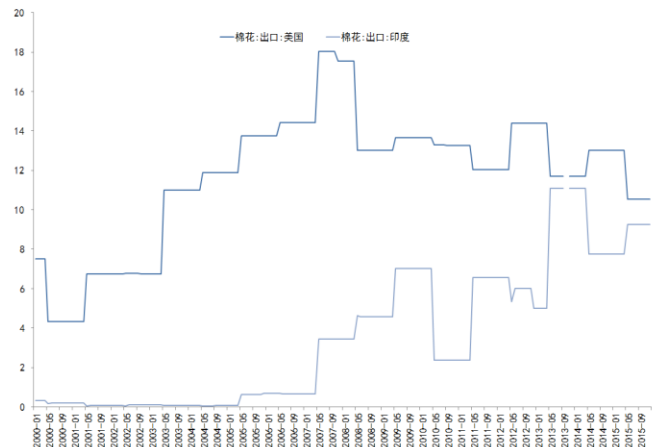
印度棉较大的竞争优势在于国内生产成本低, 导致棉花价格低。2015 年全球棉价大跌, 美棉也跌至底部震荡, 但印度棉价格也呈现下跌走势, 所以让其优势更为明显。截止 12 月 11 日, 印度 Shankar-6 棉价较年初跌幅 4.2%, 而美棉较年初上涨 4%。

图 4.2.1: 美棉与印度棉走势



资料来源: WIND 南华研究

图 4.2.2: 美棉与印度棉月度出口情况



资料来源: WIND 南华研究

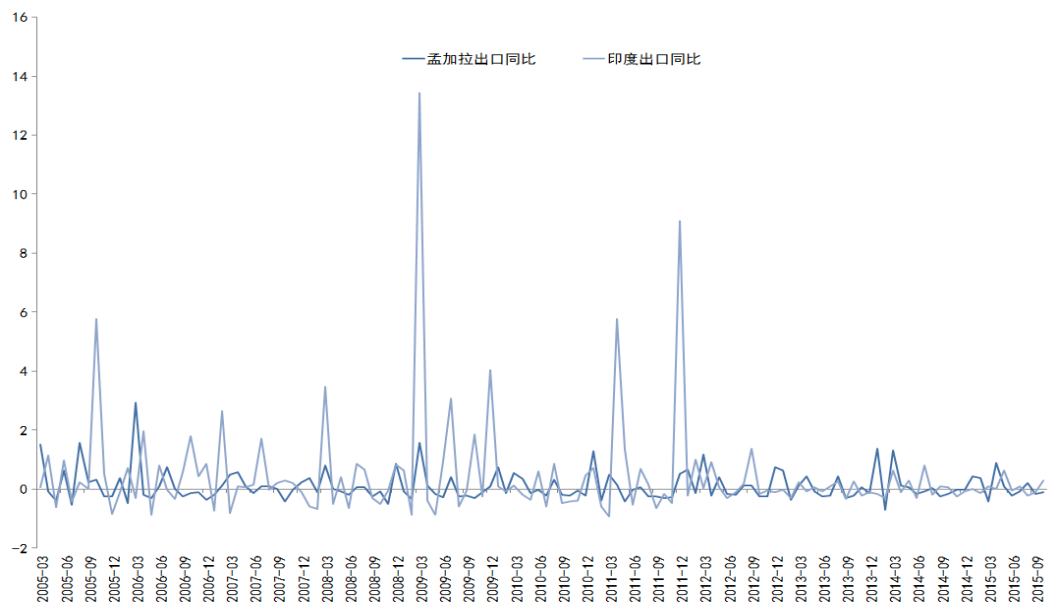
2015 年，全球棉花需求萎缩，印度棉月度出口维持高位波动。巴基斯坦、孟加拉和缅甸的采购整体有所增加，因此，印度棉出口形势相对乐观。据统计，截止 11 月 30 日，印度棉出口签约率达到 35%，棉花登记出口量约为 54 万吨，其中巴基斯坦采购同比翻倍，采购约 17 万吨。去年同期已签约出口量为 37.4 万吨，巴基斯坦采购一般。14/15 年度巴基斯坦进口印度棉 8.5 万吨，预计本年度进口量在 25.5~28.9 万吨。14/15 年度印度出口棉花 91.8 万吨，预计本年度出口总量能达到 102~110.5 万吨，巴基斯坦进口占比从 9.25% 上升到 25%。¹

4.3. 产业布局调整，纱线贸易流向转变

众所周知，国内不少纺织企业除了往新疆搬，还有企业更把视野方向国外，比如在越南等地建厂。另外随着纱线市场比棉花市场更有钱途，很多国家，尤其是纺织工业发达的国家，比如孟加拉、印度等国，纱线出口形势比较乐观，同时，随着更多竞争者的加入，市场供给结构也发生变化，由单一的供给国发展成多个国家并存，从偏好低等级、价格低的普通纱线转向高等级精梳纱线。这方面的变化我们从中国进口结构进行比较分析。

印度纱线出口曾经是盛极一时，2012 年棉价大跌之后，其出口量同比增速变得非常平缓，基本围绕 0 上下波动。因为近期孟加拉对于棉花需求很大，其本国纺织工业相对发达，2013 年年底以及 2014 年年底，其纱线出口同比增速出现过较大波动。因此，它的出现对印度纱线出口一个挑战。

图 4.3.1：印度与孟加拉纱线出口

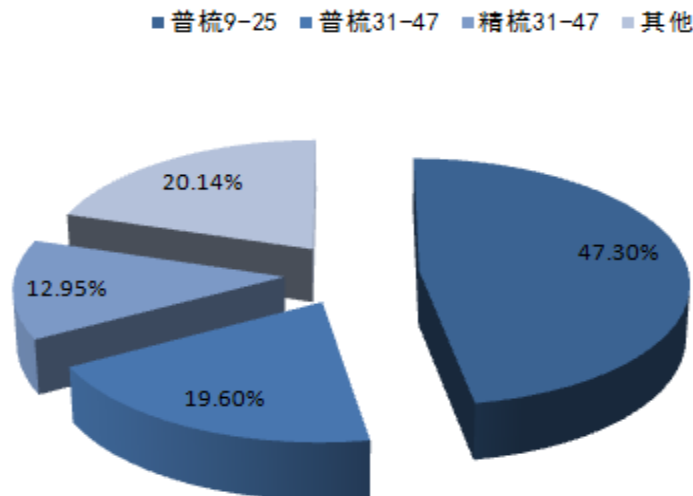


资料来源：WIND 南华研究

¹ 信息来源中国棉花信息网

2015 年 1~10 月份, 我国累计进口纯棉纱 189.32 万吨, 同比增加 22.41%, 普梳 9~25 支、普梳 31~47 支、精梳 31~47 支进口占比位居前三。普梳 9~25 支、普梳 31~47 支占比分别为 47.3%、19.6%; 精梳 31~47 支纯棉纱进口占比 12.6%, 较去年同期增加 4.58%。1~10 月份, 普梳 9~25 支纱线进口同比增速在 3 月份达到年内高点之后久一路下滑, 目前已经处于负增长状态; 普梳 31~47 支在 2 月份呈现负增长, 随后缓慢回升; 精梳 31~47 支在 2 月份达到负增长, 但随后展开快速的大幅度的增长, 8 月份时进口增速超过 200%, 达到年内最高。

图 4.3.2: 进口纯棉纱分种类占比



资料来源: 中国棉花信息网 南华研究

印度、越南、乌兹别克斯坦以及印尼是我国纯棉纱主要进口来源国。5 月份以来, 从巴基斯坦、越南、印尼和乌兹别克斯坦进口占比处于上下波动, 波动幅度有限。与 2014 年同期相比, 仅从巴基斯坦进口占比有所减少, 其他均有不同程度增加。

在进口纱线种类上, 我国主要从印度、越南以及乌兹别克斯坦进口普梳 31~47 支纯棉纱, 其中从印度、越南进口占比分别为 43.26%、30.45%, 较去年同期均减少 2.4%; 从乌兹别克斯坦进口占比 16.32%, 较去年同期增加 5.33%。

第5章 棉花投资策略

5.1. 观点总结

目前棉花市场整体格局处于供需双降的情况, 其中需求相对供给有弹性, 从经济学的角度去理解, 当供给在一段时期保持不变时(比如国储未抛售), 当价格上涨一个点, 需求量就会下降超过 1 个点。比如棉价一上涨, 现货价格涨幅超过 100 元~200 元/吨时, 纺织企业就会选择化纤类原料。

所以在下游需求未得到有效改善前，棉花不具备大幅上涨的可能，假若上涨，至多也是熊市周期中的反弹而已。只有国家继续去库存，使整个产业开始变的健康起来，供应也具备弹性后，棉花或许会迎来新一轮的上涨周期。

5.2. 操作思路

从盘面去看，2015 年，棉花期货价格下跌 1500 元/吨，目前维持在 11500 元/吨上下波动。由于近月合约相对抗跌，最近一周仓单有效预报突然增多，可见，盘面价格还是具有一定吸引力的。这么一来，对于远期合约来讲，其实压力较大，因为高品质棉花注册仓单概率不大，那么一些符合要求的低品质棉花就有可能进入期货市场。

棉花期限结构也可以看出，2016 年，棉价远期合约贴水的局面还在继续，说明市场也悲观看市。目前基差也已经贴水 1500 元/吨左右，由于市场对于高低等级棉花的需求不同，且高等级棉量少，流入期货的概率小，届时基差继续扩大的可能性会增大。考虑到未来可能面临抛储，供应增加带来的利空，远期合约承压更重。因此，只要市场大的向下趋势还未结束，棉花可等待反弹转弱后沽空。

至于跨期对冲机会，目前 1、5 跨期随着 1 月合约即将交割而结束；5、9 价差面临的不确定较大，而且不属于同一年份合约，风险较大，目前无法预计，但不代表没有机会，等待市场给出信号后再做打算；9、1 价差可以考虑尝试，盘面 1611 合约显示小幅升水 1609 合约，说明市场对 2017 年行情或有新的考虑，若升水格局持续，可以尝试做买远抛近。

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