

## 宽松格局一季度转变 2012年棉花前景可期

### 中证期货研究部 农产品小组

陈静

电话：(010) 57762982

邮箱：chenjing@citicsf.com

陈树韦

电话：(010) 57762981

邮箱：chenshuwei@citicsf.com

总体观点：2012年中国棉花市场总体呈现振荡上行态势，多空因素相互交替主导，预计一季度将继续（20000-22000）区间横盘调整，二、三季度总体呈现振荡上行态势，四季度走稳为主。

### 关键因素：

（1）宏观各项指标在2012年1季度、2季度持续下滑，最低值可能出现在二季度，3、4季度反弹；

（2）国储扭转供需格局，配额控制成为维稳关键，预计交储将成为明年1季度国产棉最集中的流向，至明年3月收储结束后，国内棉花弱势格局将有所改观，届时国内维稳手段为配额发放；

（3）基本上，全球及国内供需同比去年呈现宽松，未来1年种植面积均存在减少预期；

（4）国内市场价格2011年呈现先涨后跌再振荡趋势，预计在明年1季度后，将结束长期弱势振荡后，价格总体将呈上行态势，2011年新棉上市，价格低廉令市场交售冷淡，价格一度有持续下滑趋势，但受国储托底和成本支撑，棉价在年底止跌走稳，预计在2012年1季度国储基本结束，并随外围形势逐步回暖，国内棉花供需由宽松趋向紧平衡，棉花价格将步入上升通道；

（5）基本面其他主要因素，在1季度对国内供需弱势继续施压，预计2、3季度将有所改观，其中，外棉进口预计明年下降，但在1季度将持续增加，对国内棉市供应继续施压；因棉涤价差和比价仍处高位，预计2012年聚酯纤维对棉花仍具高替代性；另因外围利空因素短期内转好可能性较小，下游需求预计2012年1季度形势依然严峻，2、3、4季度或将随之好转而呈现回暖；

（6）技术上，郑棉2011年底已呈现弱势震荡且总体上行走势。

### 操作建议：

中长线多单可选择在1季度逢低建仓，短线以区间波动操作为主；2、3季度建议以多头操作为主方向，进入4季度则以空头操作为主方向。

## 2012年度棉花投资策略

# 目 录

<b>1 2011年度棉市行情简评</b> .....	<b>1</b>
<b>2 宏观面分析</b> .....	<b>2</b>
2.1 宏观环境分析 各项指标均呈下滑.....	2
2.2 行业政策分析 国储扭转供需格局 配额控制成为维稳关键.....	3
2.3 宏观面未来发展走势预测 2012年1季度将为最低水平.....	5
<b>3 基本面分析</b> .....	<b>5</b>
3.1 全球棉花市场分析.....	5
3.1.1 全球棉花市场 供需呈现宽松.....	5
3.1.2 美国棉花市场 供需较2010年宽松.....	6
3.1.3 印度棉花市场 供需较2010年宽松.....	9
3.1.4 2012年全球棉花市场预测 预计种植面积减少 供需存在偏紧预期.....	10
3.2 中国棉花市场分析.....	10
3.2.1 中国棉花供需 供需同比去年略显宽松,明年将呈前松后紧趋势.....	10
3.2.2 棉花价格 预计明年1季度后价格将企稳走高.....	12
3.2.3 棉花贸易 预计明年1季度外棉进口量续增但整年度下降.....	13
3.3 竞争品市场分析.....	15
3.3.1 竞争品供需分析 2012年PTA供需宽松,其价下降拉低涤价.....	15
3.3.2 竞争替代效应分析 棉涤比价、价差继续拉大,明年涤对棉仍显高替代性.....	17
3.4 下游市场分析.....	18
3.4.1 生产情况 棉价“热冷”致纺企陷困境,棉品产量均下滑.....	18
3.4.2 消费情况 纺织品消费金额上升但实际消费量下滑.....	19
3.5 终端市场分析.....	20
3.5.1 行业景气 涉棉景气指数持续下滑.....	20
3.5.2 消费情况 消费呈下降趋势 明年1季度形势依然严峻.....	21
3.6 2012年中国棉花市场发展预测.....	22
<b>4 技术面分析</b> .....	<b>23</b>
<b>5 操作建议</b> .....	<b>24</b>
<b>免责声明</b> .....	<b>25</b>

## 2012年度棉花投资策略

### 图表目录:

图 1: 2011 年中国郑棉主力CF 1205 与美棉指数周K线走势图	1
图 2: 中国郑棉主力CF 1205 持仓与成交量走势图	2
图 3: 中国GDP季度增长率走势	2
图 4: 中国CPI同比、环比走势	2
图 5: 剔除物价影响后“三驾马车”增长率	3
图 6: 货币供应量增长率	3
图 7: PMI走势	3
图 8: 企业家、消费者信心指数	3
图 9: 2011/2012 年度国家临时收储量走势(万吨)	4
图 10: 中国央行存款准备金率、贷款利率、存款利率变化	5
图 11: 主要行业投资增长率	5
图 12: 全球棉花库存消费比(百万包)	6
图 13: 中国港口各种外棉到港价格走势(美分/磅)	6
图 14: 美国棉花库存消费比(百万包)	7
图 15: 美棉出口量、净销售量及出口棉价格走势	8
图 16: 美国主要农作物比价(千英亩)	8
图 17: 次年播种面积走势及其关联度分析(棉/豆比价)	8
图 18: 美国播种面积预测(千英亩)	9
图 19: 美国棉花与其他主要农作物农场价格比价	9
图 20: 印度棉花库存消费比	10
图 21: 中国棉花库存消费比	11
图 22: 中国棉花种植面积走势分析及预测	12
图 23: 棉花种植收益与次年播种面积相关性研究(剔除 2008、2010 年)	12
图 24: 中国棉花生产成本(元/吨)	12
图 25: 中国棉花期现价格走势及其价差(元/吨)	13
图 26: 中国籽棉与棉籽走势(元/斤)	13
图 27: 中国籽棉、皮棉价格及棉企加工利润(元/吨)	13
图 28: 中国未梳棉进口量及价格	14
图 29: 中国未梳棉分国别进口量比重	14
图 30: 外棉到港报价及其盈利情况	14
图 31: 中国未梳棉分月度进口量(吨)	14
图 32: 化纤类与棉花分析因素剖析	15
图 33: PTA消费、进口依存度及产需缺口情况(万吨)	15
图 34: 中国PTA产能、产量变化趋势(万吨)	16
图 35: PTA、MEG 和PX现货价格走势(元/吨)	17
图 36: 棉花、聚酯纤维价格及比价走势(元/吨)	17
图 37: 中国纺纱产量(万吨)	18
图 38: 中国棉布产量(亿米)	18
图 39: 中国皮棉与普纱价格走势(元/吨)	19

## 2012 年度棉花投资策略

图 40: 中国纺纱分品种产量月度走势 .....	19
图 41: 中国纺织行业月度零售额 (亿元) .....	19
图 42: 中国纺织行业月度出口额 (万美元) .....	19
图 43: 中国纺纱出口量走势 (吨) .....	20
图 44: 中国棉布出口量走势 (万米) .....	20
图 45: 中国服装及纺织业总景气指数 .....	20
图 46: 中国服装行业月度零售额 (亿元) .....	21
图 47: 中国服装行业月度出口额 (万美元) .....	21
图 48: 中国服装月度出口量 (套) .....	21
图 49: 中国郑棉主力CF 1205 周K线走势图 .....	23
图 50: 2011 年中国棉花期现价格及其价差走势 .....	23
表 1: 近五年棉花配额发放和棉花进口数据 .....	4
表 2: 全球棉花供需平衡表(单位: 百万包) .....	6
表 3: 美国棉花供需平衡表 (百万包) .....	7
表 4: 印度棉花供需平衡表 (百万包) .....	9
表 5: 中国棉花供需平衡表 .....	11
表 6: 未来 2 年新建PTA装置统计 (万吨) .....	16

## 1 2011 年度棉市行情简评

回顾 2011 年的棉花行情，成交量下降、持仓量一度达历史高位，行情走势可以概括为“先扬后抑，止跌振荡走稳”态势，具体可细分为三个比较明显的阶段。

第一个阶段（1 月-2 月），该阶段是棉花本年度行情最为强劲的一个阶段，国内、国际市场棉价持续走高，郑棉确立了 2 月份的年度高点 34500。分析原因主要由于中国棉花进口导致美棉强劲、印棉出口维持原有规模不变，而澳大利亚因雨灾影响，市场对 2011 年棉市供应存在偏紧预期，故在棉市行情可期的氛围下，上涨成为此阶段棉市发展的主基调。

第二阶段（2 月-10 月），该阶段是本年棉花行情的主流趋势，郑棉先于美棉开始扭转，由上涨转为下降，价格总体趋势振荡下行且一路下跌至本年度低点 19850。分析认为，这一阶段主要受下游需求萎靡拉动所致，一方面市场不断对中国的棉花供需缺口数据做向下修正，另一方面基本面方面的隐忧呈现，下游纺织生产成本不断上扬，需求却受外围环境影响不断缩减，企业实体投资兴趣减弱、纺织业固定资产投资不断回落等等。另外，3 月 11 日日本地震更是令棉纺业需求预期雪上加霜，因中国对日纺织品出口占我国对外纺织品总出口额的第三位。

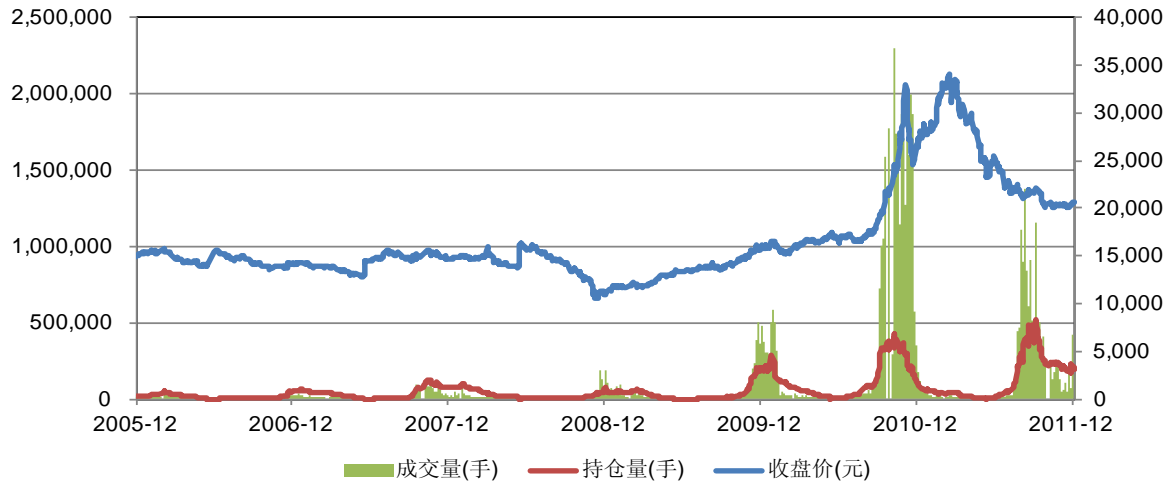
第三阶段（10 月以后-至今）该阶段是本年棉花行情最弱时期，棉价未延续前期单边下跌局面，价格在跌破 21000 进入（20000-21000）区间振荡，总体呈振荡小幅上行走势，截至目前时间已近 2 个月。分析认为这阶段止跌企稳主要原因：虽然下游需求短期仍无实质利好，但国家启动新一轮棉花收储，随着收储量逐渐增加，对市场形成强有力地托底和提振。

图 1：2011 年中国郑棉主力 CF 1205 与美棉指数周 K 线走势图



资料来源：wind，中证期货研究部

图 2: 中国郑棉主力 CF 1205 持仓与成交量走势图



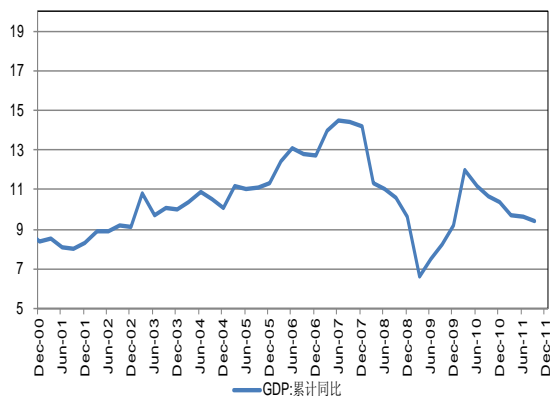
资料来源: wind, 中证期货研究部

## 2 宏观面分析

### 2.1 宏观环境分析 各项指标均呈下滑

经济增速的持续放缓是结构调整的主动放缓，目前需求疲软，主要是由于相关领域财政政策的退出导致。2011 年 GDP 同比持续下降，下降幅度较 2010 年放缓；CPI 同比增长走势呈抛物状，2011 年上半年上扬，下半年回落。

图 3: 中国 GDP 季度增长率走势

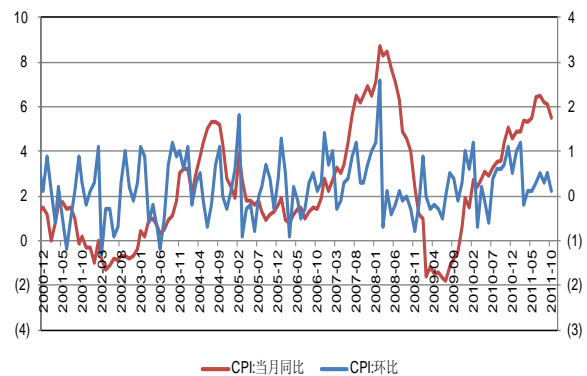


资料来源: wind 中证期货研究部

作为拉动国民经济三驾马车——出口、消费和投资，在 2011 年表现看弱，整年度平均水平同比 2010 年分别增加 20%、17%、25%，增速分别放缓 38%、10%、1%。

2011 年货币 M0、M1、M2 供应量增速均低于 15%，分别为 11%、-54%、-28%，对经济的造成明

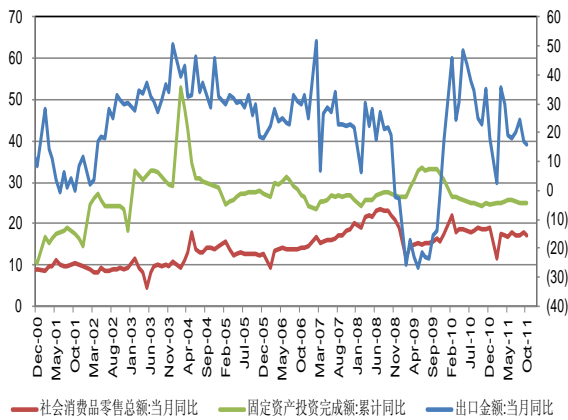
图 4: 中国 CPI 同比、环比走势



资料来源: wind 中证期货研究部

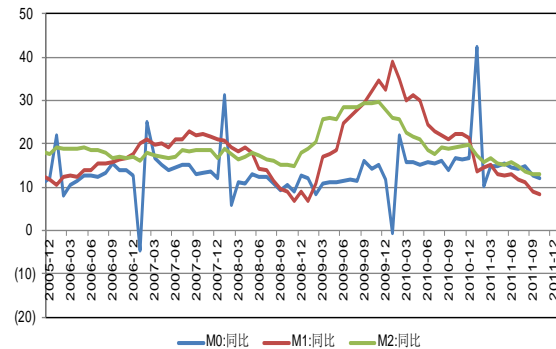
显的负面作用。

图 5: 剔除物价影响后“三驾马车”增长率



资料来源: wind 中证期货研究部

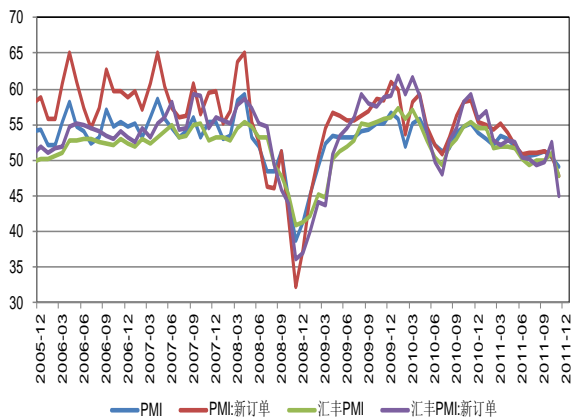
图 6: 货币供应量增长率



资料来源: wind 中证期货研究部

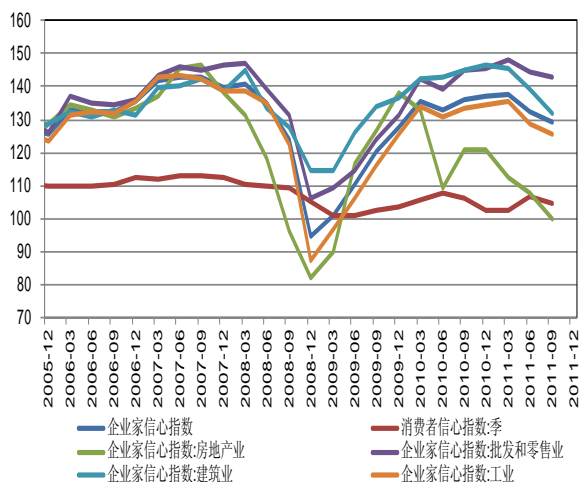
继 2010 年年底以来, 2011 年官方、汇丰 PMI 值均呈下降走势, 同比 2010 年分别下降了 4%、6%, 主要受新订单减少影响。

图 7: PMI 走势



资料来源: wind 中证期货研究部

图 8: 企业家、消费者信心指数



资料来源: wind 中证期货研究部

## 2.2 行业政策分析 国储扭转供需格局 配额控制成为维稳关键

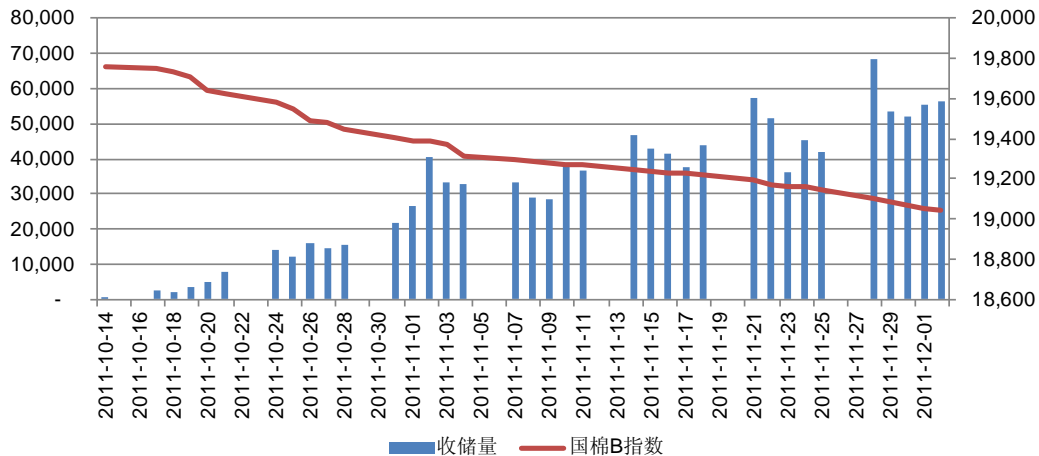
关于行业政策方面, 近年来国家调控手段为国家储备政策和进出口政策, 这两方面政策对稳定国内棉市发挥着越来越重要的作用。

其中, 国家收储对市场提振效应趋强, 2011 年由中国储备棉管理总公司负责具体实施的 2011 年度棉花临时收储工作正式启动, 至 11 月 23 日中储棉总公司发布《关于保障交储所需仓容、确保敞开

敬请参阅附件中之免责声明

收储的公告》，再次强调以固定价格敞开不限量收储，收储仓容计划量达到 410 万吨，占全年棉花预计总产量的 55%，现已开放 65 个收储库点，仓容 270 万吨。受此国储提振，市场信心得到有效稳定，2011 年年底随棉花价格走低，扎花厂交储活跃，日均成交基本上为万吨水平，预计至年底将过 200 万吨水平，并有望成为明年一季度国产棉最集中的流向，至 3 月底收储结束后，届时棉花弱势格局将得到扭转。

图 9：2011/2012 年度国家临时收储量走势(万吨)



资料来源：wind，中证期货研究部

另外，通过进出口贸易手段，具体就是通过发放进出口配额，利用国际市场棉花资源调节国内市场供需。在 2012 年 3 月底国家收储结束后，新疆棉花大量入储，致国内尤其内地棉花供给紧张，届时外棉将是主要补给，近年来国内年均进口棉花占到总体消费量的 30% 左右。

分析认为，2012 年度国家稳定市场的主要手段就是控制配额发放。受世界经济形势影响，2011/2012 年度国际棉花的贸易量将上升至 790 万吨附近，因价格因素，国内美棉进口将下滑，但印棉贸易数量削减可能性较小。中国 2011 年度进口外棉约 330 万吨，预计 2012 年棉花进口数量将在 200 万吨水平，同比下降，则 2012 年配额发放估计在 170 万吨水平左右。

表 1：近五年棉花配额发放和棉花进口数据

年份	1%关税	滑准税	合计	进口量	配额使用率
2007	89.40	260.00	349.40	246.00	70.41
2008	89.40	260.00	349.40	211.04	60.40
2009	89.40	40.00	129.40	152.57	117.91
2010	89.40	266.80	356.20	283.61	79.62
2011	89.40	270.00	359.40	330.00	91.82

资料来源：USDA，中证期货研究部

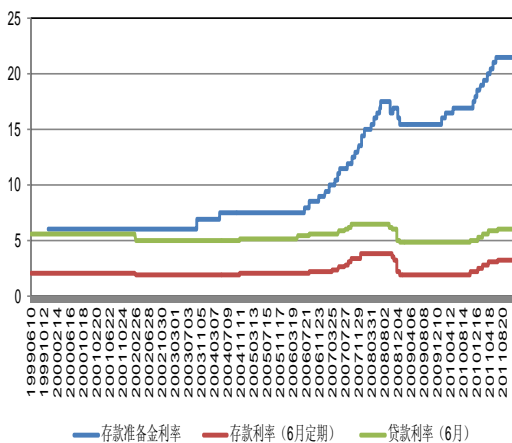
### 2.3 宏观面未来发展走势预测 2012 年 1 季度将为最低水平

2011 年的宏观调控伤及企业实体，企业景气度恢复较慢，同时严控房地产业，牵涉到钢材、家电、建材等诸多行业，这将使金属、化工等工业品的生产需求和囤积需求释放较慢。截至目前，2011 年 11 月末中国人民银行宣布年内首次下调存款准备金率，为市场释放流动性，对市场形成提振，宏观政策面放松渐明。

然而，据 2011 年 11 月宏观数据表明，中国经济增速仍将继续下滑，预计四季度 GDP 将降到 8.7 左右，2012 年 1 季度、2 季度持续下滑，最低值可能出现在二季度 8.2%。政府继续释放宽松政策可能性较大，预计 2012 年 2 季度或将进入调整阶段，3、4 季度企稳并逐渐向好。

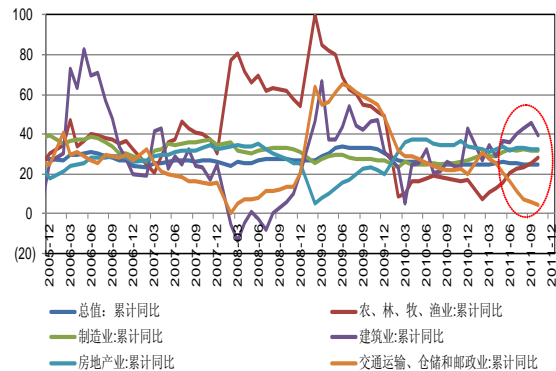
具体品种上，经济向好初期农产品的需求预计释放先于工业品，主要是基于农产品作为基本生活用品这方面考虑，这是因为通常情况下，伴随经济活动预期增强时，基本生活用品需求会率先释放。

图 10: 中国央行存款准备金率、贷款利率、存款利率变化



资料来源: wind 中证期货研究部

图 11: 主要行业投资增长率



资料来源: wind 中证期货研究部

## 3 基本面分析

### 3.1 全球棉花市场分析

#### 3.1.1 全球棉花市场 供需呈现宽松

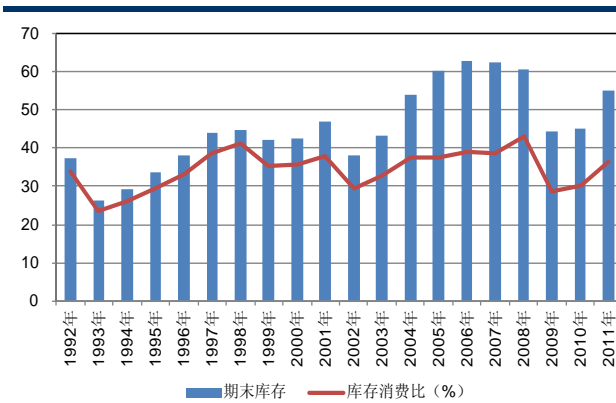
据美国农业部 (USDA) 数据，2011-2012 年度全球棉花供应库存消费比为 36%，高于近 20 年历史平均 34% 水平 2 个百分点，供应比较宽松，价格持续走低。

表 2: 全球棉花供需平衡表(单位: 百万包)

	期初库存	产量	进口	总供给	损耗	国内消费总计	出口	期末库存	总需求
2000	45.34	88.68	26.61	160.63	-0.56	92.17	26.59	42.44	160.64
2001	42.65	98.57	29.38	170.60	0.10	94.5	28.94	47.00	170.59
2002	48.79	88.30	30.16	167.25	0.22	98.49	30.41	38.13	167.25
2003	44.23	95.26	34.06	173.55	-0.79	98.00	33.25	43.10	173.56
2004	43.03	120.12	33.39	196.54	-1.12	108.82	34.98	53.87	196.55
2005	57.31	117.69	44.37	219.37	-1.60	116.23	44.59	60.15	219.37
2006	62.21	121.99	37.41	221.61	-1.74	123.43	37.10	62.82	221.61
2007	63.13	119.91	38.99	222.03	-2.06	122.97	38.47	62.66	222.04
2008	60.73	107.10	30.14	197.97	-2.68	110.07	30.07	60.52	197.98
2009	60.80	101.63	36.35	198.78	-0.16	119.11	35.60	44.24	198.79
2010	44.24	115.28	35.65	195.17	0.03	114.35	35.57	45.22	195.17
2011	45.22	123.89	36.31	205.42	-0.14	114.27	36.33	54.96	205.42

资料来源: USDA, 中证期货研究部

图 12: 全球棉花库存消费比(百万包)



资料来源: wind 中证期货研究部

图 13: 中国港口各种外棉到港价格走势(美分/磅)



资料来源: wind 中证期货研究部

### 3.1.2 美国棉花市场 供需较 2010 年宽松

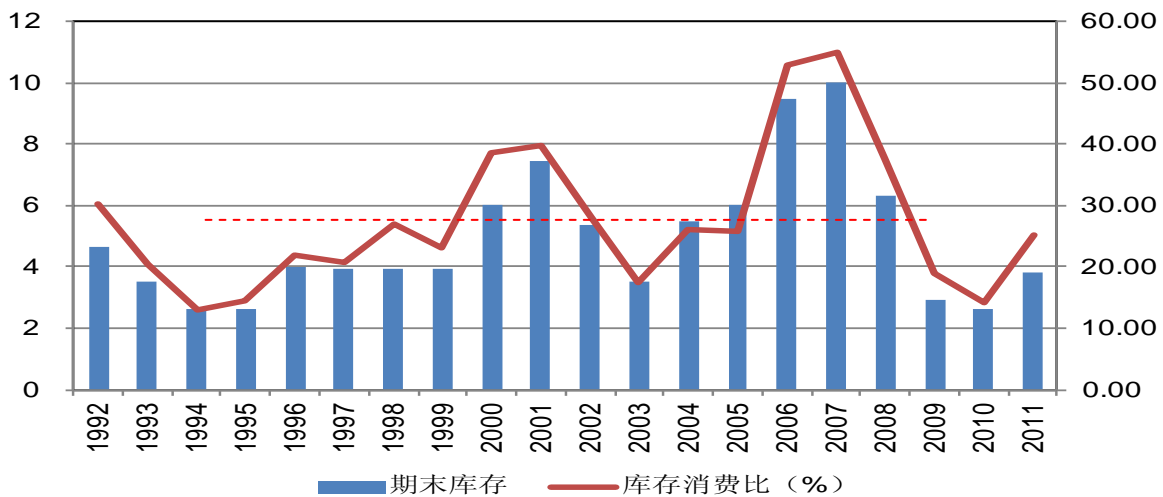
据美国农业部 (USDA) 数据, 2011-2012 年度美国棉花供应库存消费比为 25%, 略低于近 20 年历史平均 28% 水平 3 个百分点, 故供需略显偏紧, 但明显好于 2010 年。

表 3: 美国棉花供需平衡表 (百万包)

	期初库存	产量	进口	总供给	损耗	国内消费总计	出口	期末库存	总需求
2000	3.92	17.19	0.02	21.13	-0.48	8.86	6.74	6.00	21.12
2001	6.00	20.30	0.02	26.32	0.18	7.70	1.00	7.45	26.33
2002	7.45	17.21	0.10	24.76	0.17	7.27	11.90	5.39	24.73
2003	5.39	18.26	0.05	23.70	0.20	6.22	13.76	3.51	23.69
2004	3.45	23.25	0.03	26.73	0.11	6.69	14.44	5.50	26.74
2005	5.50	23.89	0.03	29.42	-0.06	5.87	17.55	6.05	29.41
2006	6.07	21.59	0.02	27.68	0.25	4.94	13.01	9.48	27.68
2007	9.48	19.21	0.01	28.70	0.41	4.59	13.65	10.04	28.69
2008	10.05	12.82		22.87	-0.32	3.59	13.26	6.34	22.87
2009	6.34	12.19		18.53	-0.01	3.55	12.04	2.95	18.53
2010	2.95	18.10	0.01	21.06	0.18	3.90	14.38	2.60	21.06
2011	2.60	16.30	0.01	18.91	0.01	3.80	11.30	3.80	18.91

资料来源: wind, 中证期货研究部

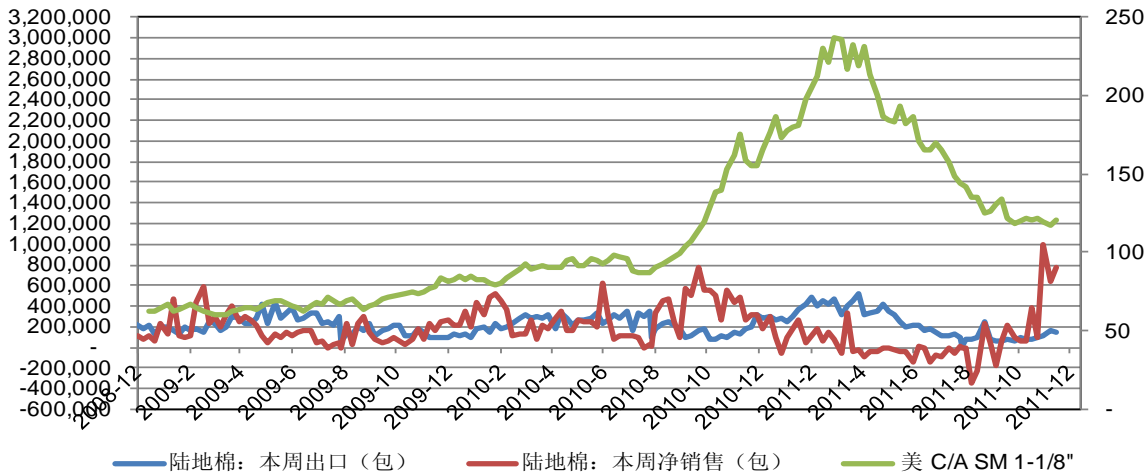
图 14: 美国棉花库存消费比(百万包)



资料来源: wind, 中证期货研究部

2011/2012 年度美国棉花消费市场开局看佳, 据美国农业部出口周报显示, 自本年度新棉上升, 2011 年 11 月美国棉花单周净销售量达 100 万包, 创近 5 年以来历史新高, 分析认为, 主要受出口棉花价格下降, 中国收储等因素影响, 美棉出口将继续看增。

图 15: 美棉出口量、净销售量及出口棉价格走势



资料来源: wind, 中证期货研究部

美国棉花与其他主要农产品比价与播种面积呈显著相关性, 其中棉花与大豆、小麦以及玉米比价同次年棉花播种面积相关系数均在 0.5 水平之上, 其中尤以棉花与大豆比价表现的相关性最显著。

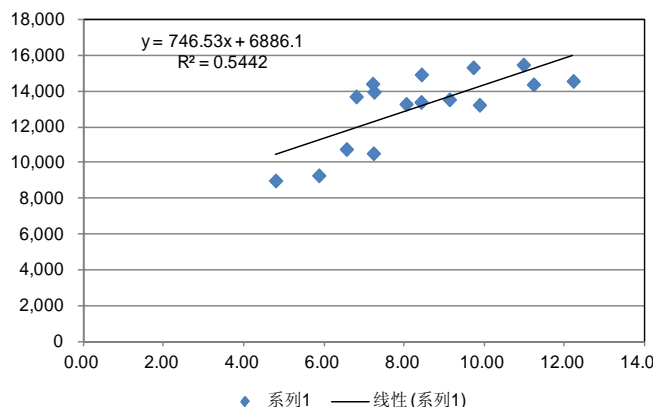
截至 2011 年 12 月, 美国棉花与主要农作物比价水平均低于或位于历史平均水平附近, 预计至 2012 年美新棉播种期前夕, 美国主要农作物间比价变动较小, 各品种对棉花不构成明显竞争优势。因此, 可预计 2012 年棉花的被替代表现不明显, 美棉播种面积将与 2011 年相近, 维持在 14000 千英亩水平附近, 相应地棉花产量预计维稳。

图 16: 美国主要农作物比价(千英亩)



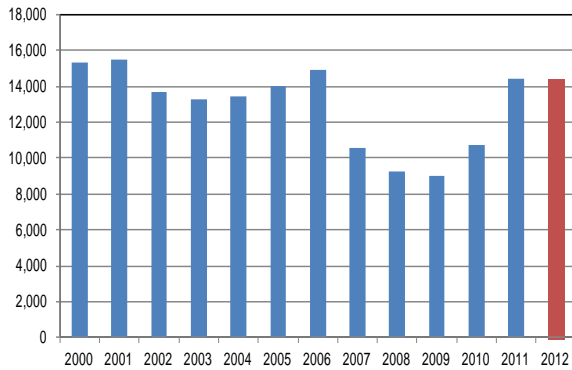
资料来源: wind 中证期货研究部

图 17: 次年播种面积走势及其关联度分析 (棉/豆比价)



资料来源: wind 中证期货研究部

图 18: 美国播种面积预测 (千英亩)



资料来源: wind 中证期货研究部

图 19: 美国棉花与其他主要农作物农场价格比价

资料来源: wind 中证期货研究部

### 3.1.3 印度棉花市场 供需较 2010 年宽松

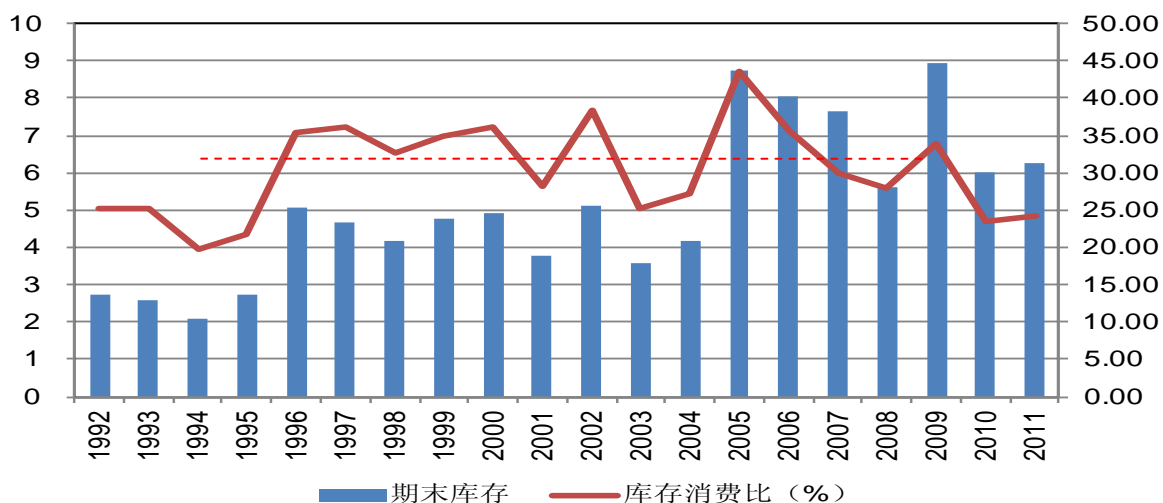
据美国农业部 (USDA) 数据, 2011-2012 年度印度棉花供应库存消费比为 24%, 低于近 20 年历史平均 31% 水平 7 个百分点, 供需局面偏紧, 但供应量较 2010 年明显增长, 因此 2011 年棉价下降显著, 预计 2012 年印棉种植面积下降可能性较大, 相应地棉花产量将减少。

表 4: 印度棉花供需平衡表 (百万包)

	期初库存	产量	进口	总供给	损耗	国内消费总计	出口	期末库存	总需求
2000	3.77	10.93	1.57	16.27	0.00	13.54	0.09	4.91	18.54
2001	4.69	12.30	1.95	18.94	0.00	13.28	0.06	3.77	17.11
2002	3.59	10.60	1.22	15.41	0.00	13.30	0.06	5.13	18.49
2003	4.19	14.00	0.80	18.99	0.00	13.50	0.70	3.59	17.79
2004	8.76	19.00	1.04	28.80	0.00	14.80	0.66	4.19	19.65
2005	8.06	19.05	0.40	27.51	0.00	16.70	3.45	8.76	28.91
2006	7.66	21.80	0.47	29.93	0.00	18.10	4.57	8.06	30.73
2007	6.63	24.00	0.60	31.23	0.00	18.60	7.03	7.66	33.29
2008	8.92	22.60	0.80	32.32	0.00	17.75	2.36	5.63	25.74
2009	6.00	23.00	0.48	29.48	0.00	19.85	6.55	8.92	35.32
2010	6.25	25.40	0.45	32.10	0.00	20.50	5.10	6.00	31.60
2011	8.45	27.50	0.45	36.40	0.00	20.50	5.25	6.25	32.00

资料来源: wind, 中证期货研究部

图 20: 印度棉花库存消费比



资料来源: wind, 中证期货研究部

### 3.1.4 2012 年全球棉花市场预测 预计种植面积减少 供需存在偏紧预期

据国际棉花咨询委员会 (ICAC) 发布的 12 月份全球产需预测认为, 2012/13 年度全球棉花产量预计减少, 全球主要棉花生产国的棉花收获面积预计减少, 其中包括中国、印度、巴基斯坦、巴西和土耳其, 而美国、乌兹别克斯坦和澳大利亚则是例外。

我们分析认为, 在经历两个年度的低迷之后, 全球棉花消费量预计将呈恢复性增长, 但这在很大程度上取决于全球经济增长对纺织品消费需求的刺激。

预计未来一年全球棉花消费量将呈小幅, 贸易进口量因棉花消费量增加和棉价下跌有望增加。全球棉花产需处于紧平衡。

## 3.2 中国棉花市场分析

### 3.2.1 中国棉花供需 供需同比去年略显宽松, 明年将呈前松后紧趋势

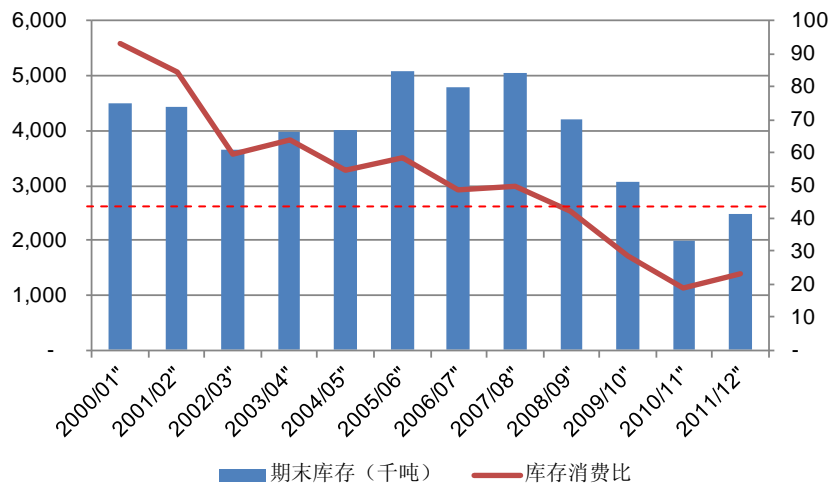
在整体供需层面上, 2011-2012 年度国内棉花产量水平为 780 万吨, 总供给能力将达 1310 万吨, 库存消费比处于历史低位, 供需同比去年略显宽松。

表 5: 中国棉花供需平衡表

年度	面积 (千公顷)	单产 (吨/公顷)	期初 库存 (万吨)	年度 产量 (万吨)	进口 (万吨)	总供 给量 (万吨)	纺织 用棉 (万吨)	出口 (万吨)	期末 库存 (万吨)	总需 求量 (万吨)	产需 缺口 (万吨)	库存 消费比
2005/06"	5,062	1.13	401	571	421	1,403	865	0.8	508	1,374	-295	59
2006/07"	5,679	1.32	508	750	232	1,490	985	1.9	478	1,465	-237	48
2007/08"	5,967	1.34	478	802	254	1,533	1,014	1.4	505	1,521	-214	50
2008/09"	5,897	1.32	505	778	154	1,437	997	1.9	421	1,420	-221	42
2009/10"	5,375	1.35	421	725	240	1,386	1,064	0.5	307	1,371	-340	29
2010/11"	5,292	1.33	307	706	263	1,276	1,063	2.7	200	1,266	-360	19
2011/12"	5,681	1.39	200	784	330	1,314	1,063	2.5	249	1,314	-282	23

资料来源: wind, 中证期货研究部

图 21: 中国棉花库存消费比

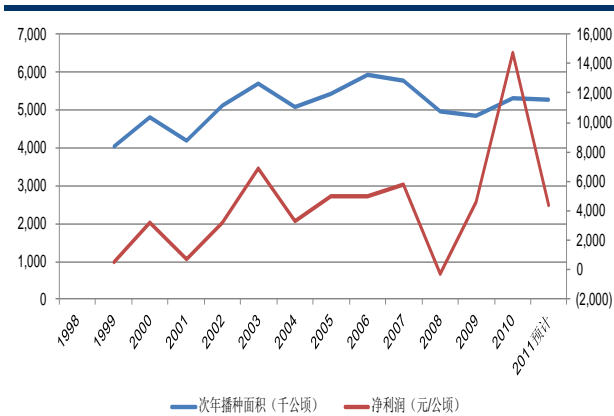


资料来源: wind, 中证期货研究部

在中国, 随人工、土地以及物质与服务费用逐年递增, 棉农种植棉花所得收益增长幅度较小, 并呈现出明显的波动性, 尤其近两年, 棉农种棉的积极性受到一定的影响。

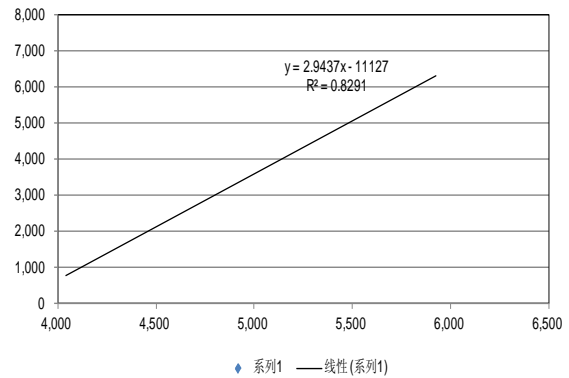
棉花的种植收益与次年播种面积的相关性高达 0.82, 这表明棉花种植的市场经济特征非常明显, 上年植棉收益能在很大程度上指导新年度的种植面积。基于对 2011 年棉花种植的净利润预估为 4428 元/公顷, 则模型预测 2012 年新棉种植面积将达到 5284 千公顷, 较 2010 年播种面积降低 2%, 未来一年棉花产量将缩减。

图 22: 中国棉花种植面积走势分析及预测



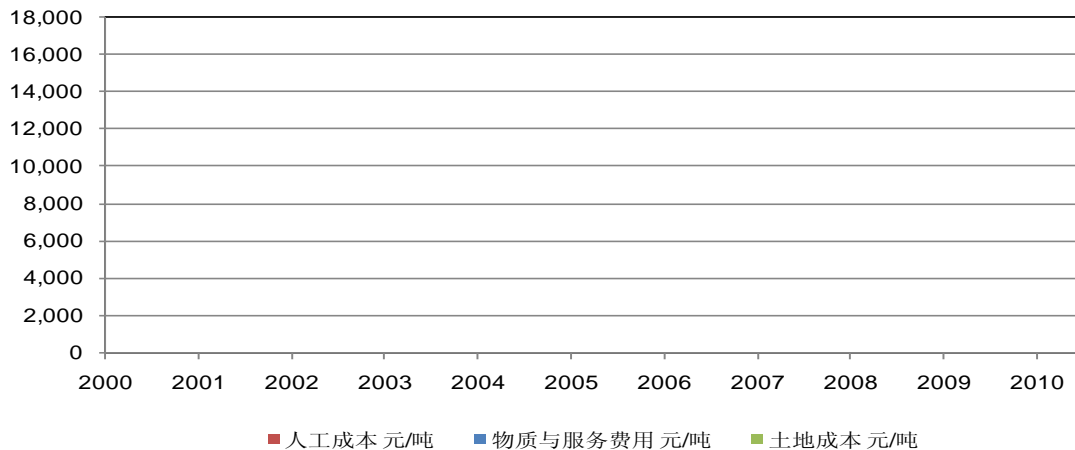
资料来源: wind 中证期货研究部

图 23: 棉花种植收益与次年播种面积相关性研究 (剔除 2008、2010 年)



资料来源: wind 中证期货研究部

图 24: 中国棉花生产成本 (元/吨)



资料来源: wind, 中证期货研究部

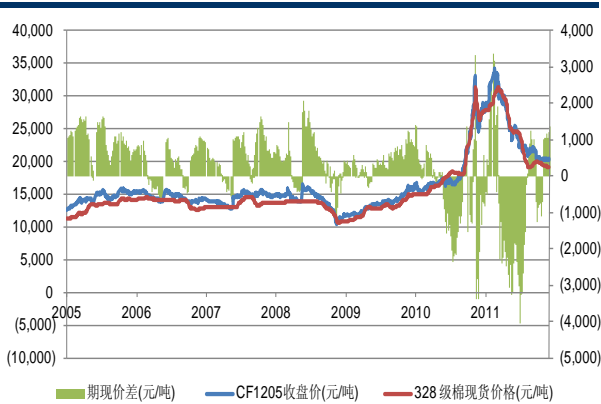
### 3.2.2 棉花价格 预计明年 1 季度后价格将企稳走高

2011-2012 年度新棉上市, 市场观望情绪浓重, 买卖双方交售冷淡, 分析原因包括两方面, 首先, 籽棉价廉令棉农仍惜售观望, 国内棉花现货价格继续小幅下跌; 其次, 由于棉籽价格持续下滑, 令皮棉收购成本不降反升, 棉企收购意愿不强, 分析认为籽棉与棉籽价格走势关联较强, 正常情况下, 假设收购成本不变, 籽棉价格和棉籽价格的涨跌幅在 1:1.6 是合理的, 而 2011 年尤其年底期间二者涨跌幅远超出正常范围。

因市场表现冷淡, 价格一度有持续下滑趋势, 但受国储托底影响, 棉价在年底止跌走稳, 基本维持于收储价格附近。预计 2012 年 1 季度后, 随供需宽松向紧平衡扭转, 终端出口形势略有回暖, 棉

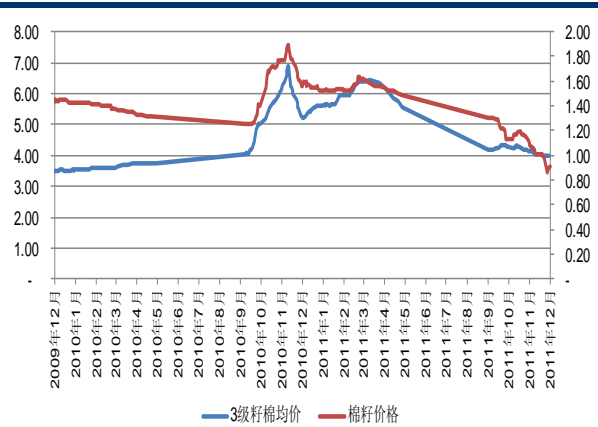
价将呈企稳走高趋势。

图 25：中国棉花期现价格走势及其价差（元/吨）



资料来源：wind 中证期货研究部

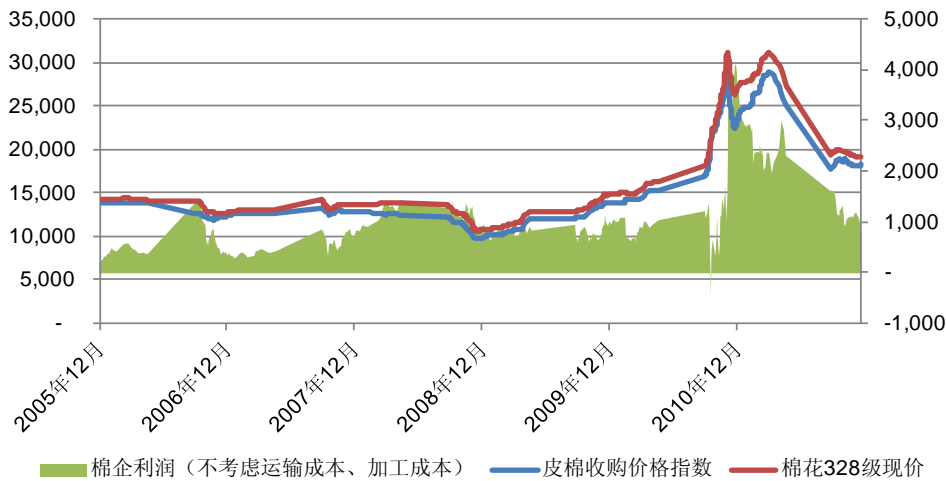
图 26：中国籽棉与棉籽走势（元/斤）



资料来源：wind 中证期货研究部

2011 年整年度，受棉花收购成本，皮棉价格上下波动影响，棉花加工企业产量、质量均不及往年，利润水平不断下滑，导致部分皮棉加工企业出现开工晚，甚至不开工的情况。目前开工的棉加工企业都把希望寄托于国家收储，国家收储政策为棉花价格托底。

图 27：中国籽棉、皮棉价格及棉企加工利润（元/吨）



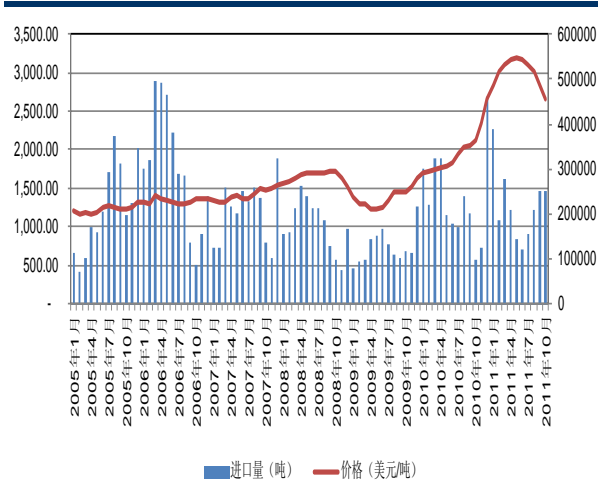
资料来源：wind，中证期货研究部

### 3.2.3 棉花贸易 预计明年 1 季度外棉进口量续增但整年度下降

中国棉花仍主要来自美国、印度、澳大利亚及乌兹别克斯坦等四国，2011 年这四国合计产量占中国棉花总进口量 61%，其中主要进口国中美国所占比重逐年递减，印度呈大小年，澳大利亚因其棉花品质较高，近年来受国内纺企欢迎，进口比重逐年递增。

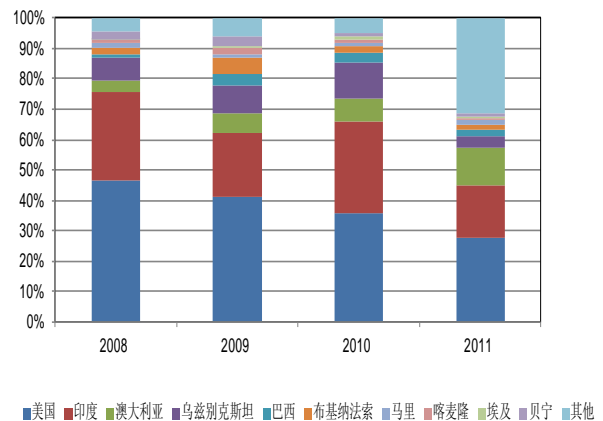
2011 年中国外棉进口量呈现增长，截至 2011 年 12 月，中国进口棉约 330 万吨，同比增加 17%，增速放缓。上半年随价格上升进口量下滑，下半年随价格不断下降，尤其是 2011 年 10 月美、印等国新棉上市后，在外棉到港价与国内棉价形成倒挂时，国内纺企更倾向于进口棉，采购量增长明显，我国月度进口棉花棉量同比均突破 100% 增长，四季度分月均在 150% 以上，预计 2012 年 1 季度外棉进口量将继续小幅增长，但随价格上升，2、3 季度将有所放缓，因此预计整年度进口同比呈现下降趋势。

图 28: 中国未梳棉进口量及价格



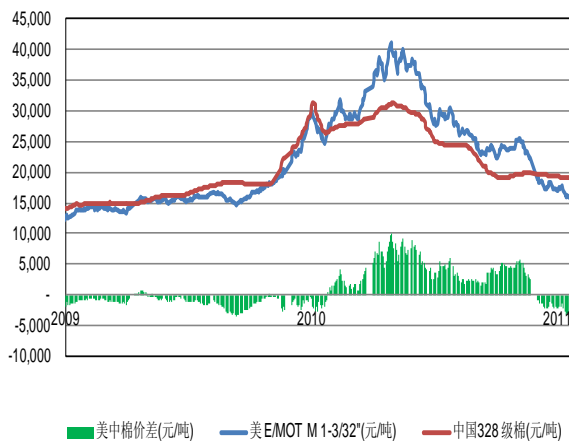
资料来源: wind 中证期货研究部

图 29: 中国未梳棉分国别进口量比重



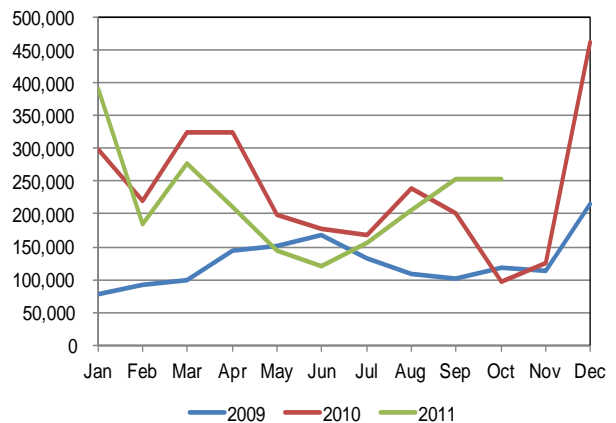
资料来源: wind 中证期货研究部

图 30: 外棉到港报价及其盈利情况



资料来源: wind 中证期货研究部

图 31: 中国未梳棉分月度进口量（吨）



资料来源: wind 中证期货研究部

### 3.3 竞争品市场分析

#### 3.3.1 竞争品供需分析 2012 年 PTA 供需宽松，其价下降拉低涤价

PTA 是用来生产聚酯的原料，聚酯广泛用于生产纺织、塑料瓶、包装和薄膜，由于其与棉花下游均为服装纺织行业，故二者具有相互竞争替代作用，双方价格呈同向运动。尤其在高价棉时期，PTA 与棉花相关性增强，二者价格相关系数从 2009 年下半年 0.51 上升 2010 年下半年 0.94。

图 32: 化纤类与棉花分析因素剖析

资料来源: wind, 中证期货研究部

2011 年中国 PTA 在下游需求旺盛拉动下，消费逐年上升，目前已成为是全球 PTA 消费第一大国。2003-2011 年年均消费保持 10%以上的增长。2011 年中国 PTA 消费量继 2010 年继续超 2000 万吨，随着近些年国内产能井喷式增长，国内 PTA 原由于产能不足，对进口依赖度高局面已改变，进口依赖度从 57%高位下滑至 22%，预计 2012 年进口依赖度将继续下滑到 20%以下。

图 33: PTA 消费、进口依存度及产需缺口情况 (万吨)

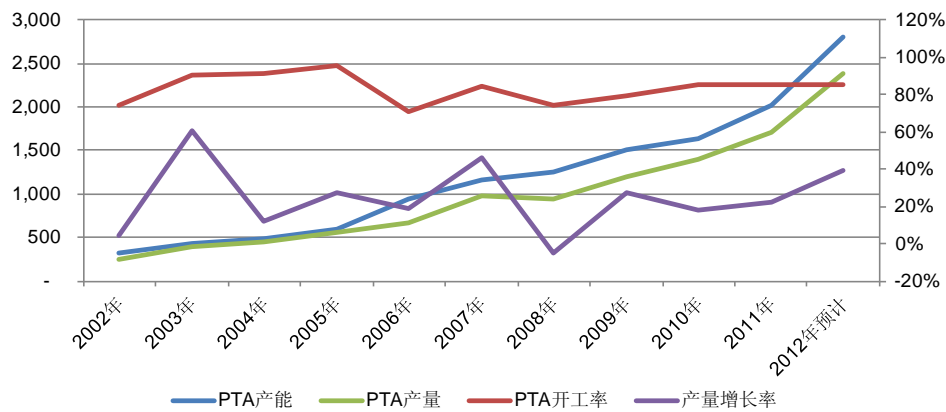
资料来源: wind, 中证期货研究部

2011 年国内 PTA 产能 2020 万吨左右，产量约 1720 万吨，预计 2012 年 PTA 新增产能 800 万吨，产能将扩大至 2800 万吨以上，产量为 2400 万吨（按 85%开工率）；而下游来看，2011 年国内聚酯产能 3250 万吨，开工率在 80%左右，产量 2600 万吨，2012 年国内聚酯产能将新增 600 万吨左右，则 2012 年国内 PTA 需求在 2700 万吨（1 吨聚酯需要 0.865 吨 PTA），产需缺口在 300 万吨水平，若进口依然保持近十年平均 500 万吨水平，则预计 2012 年国内供应情况将大为改观，供应将趋向偏宽松格局。

截至目前，国内 PTA 扩张热情仍高涨，国内 PTA 拟建项目很多而且规模都比较大。预计 2013 年和 2014 年新增产能总计约 670 万吨，因此，2012 年至 2014 年 PTA 行业将面临严峻形势。

综上，聚酯纤维上游 PTA 供需面偏宽松，在供应层面上保障了国内聚酯纤维的供应。

图 34：中国 PTA 产能、产量变化趋势（万吨）



资料来源：wind，中证期货研究部

表 6：未来 2 年新建 PTA 装置统计（万吨）

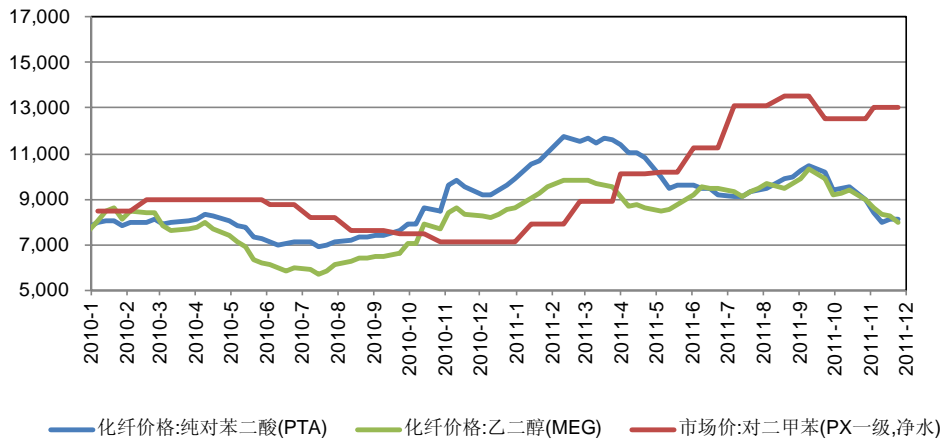
生产企业	产能	预计投产时间
厦门翔鹭	200	2012 年 4 月
桐昆集团	150	2012 年上半年
亚东石化	90	2013 年
江苏恒力化纤	200	2012 年下半年
逸盛石化	210	2012 年末

资料来源：wind，中证期货研究部

预计 2012 年棉涤比价仍处高位且呈上涨之势，故聚酯纤维对棉花竞争替代下一年度将延续。

2011 年聚酯纤维上游原料 PTA 受多空因素制约，行情呈现“先扬后抑”趋势，其价格上半年在 PX 价格拉动下一路上扬，下半年随下游服装需求颓势凸显，价格开始滞涨并呈连续下降趋势。2012 年 PTA 供需预期偏宽松，PTA 价格将呈下降趋势，聚酯纤维价格在原料采购成本减少，下游服装需求缓慢恢复的过程中，价格将有望延续下降趋势。

图 35: PTA、MEG 和 PX 现货价格走势 (元/吨)



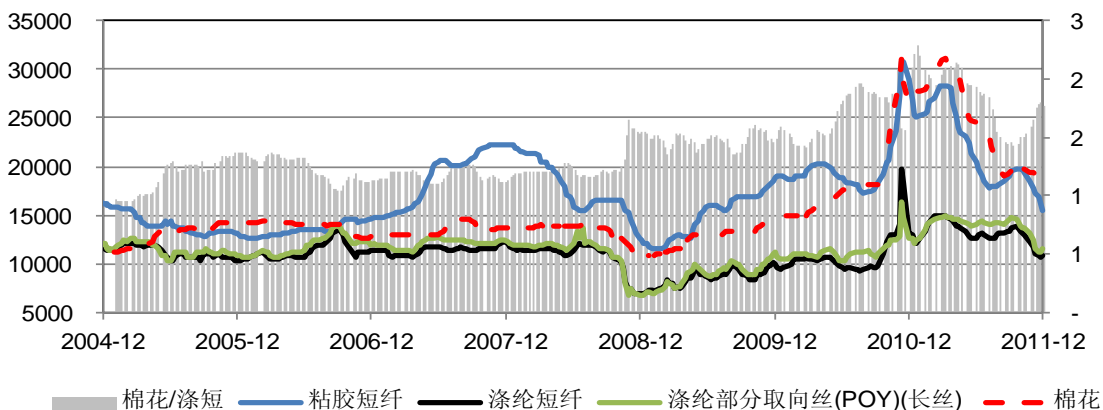
资料来源: wind, 中证期货研究部

### 3.3.2 竞争替代效应分析 棉涤比价、价差继续拉大，明年涤对棉仍显高替代性

棉价下降空间有限，2012 年棉涤比、价差仍处高位。截至目前，无论从棉涤价差还是棉涤比价角度来说，数值都处于历史较高位置，截至 2011 年末棉涤价差为 8200 元/吨，高于近 5 年平均水平 4200 元/吨，棉涤比价为 2.4 附近，高于近 5 年平均水平 1.4。

若棉涤价差和比价回归合理水平，只有三条途径：要么棉花价格下跌，要么涤纶短纤价格上涨，或者两者同时进行。分析认为，由于棉花受国家收储托底、生产成本上升以及 2012 年供应偏紧预期影响，棉价在 2011 年年底已基本触底，下调空间有限，故随聚酯纤维价格继续下降，预计明年棉涤比价、价差将进一步拉大，涤棉对棉花的竞争替代性将继续增强。

图 36: 棉花、聚酯纤维价格及比价走势 (元/吨)



资料来源: wind, 中证期货研究部

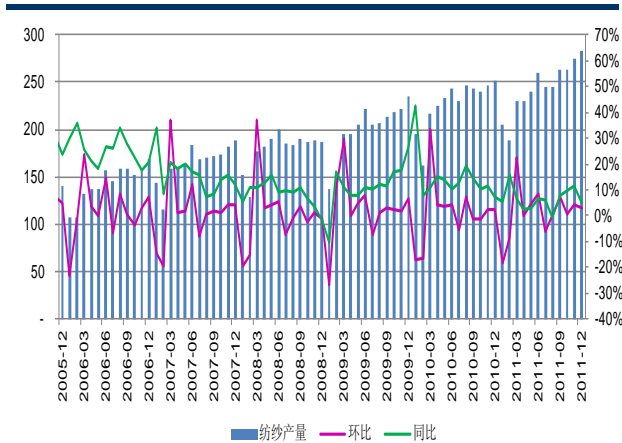
### 3.4 下游市场分析

#### 3.4.1 生产情况 棉价“热冷”致纺企陷困境，棉品产量均下滑

2011 年下游纺织行业呈现低靡，由于棉价“热冷”的急剧转换，使纺织企业纷纷陷入困境。据统计，2011 年纺纱产量为 2930 万吨，同比增加 7%，棉布产量为 380 亿米，同比减少 4%。分析认为，在纺纱主要产品棉纱、混纺纱及化纤纱三类中，化纤纱产量比重增加 6%，而棉纱则下滑 1 个百分点，故化纤纱产量增长为纺纱产量上涨的主因素，这是因为企业棉纱生产利润下滑，企业更倾向于生产利润相对较高的化纤纱。

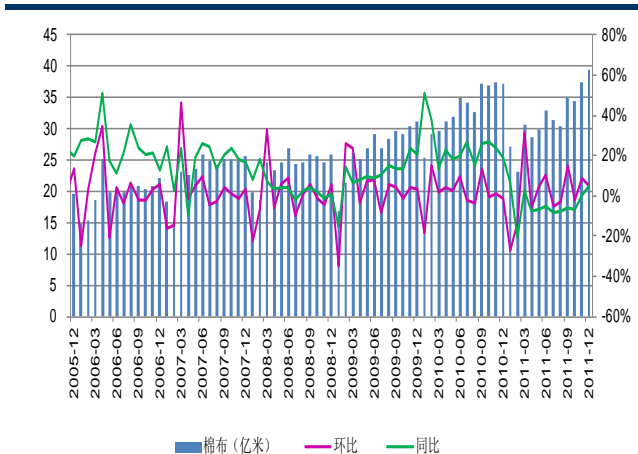
传统上，第四季度和来年第一季度为服装生产淡季，并且在春节前后大量的资金存在回笼需求，出口业务面临大幅萎缩，因此企业资金压力不断增加，令节前纺企生产更是雪上加霜。另外，再加上对棉价看跌预期，使纺企为春节后生产而提前进行补货的动力不足，预计 2012 年 1 季度纺企将进入节后调整期，企业购棉仍按现买现用，在利润不见明显转好的情况下，下游棉纱需求颓势难以短期内有所改观，国内用棉量将继续减少。

图 37：中国纺纱产量(万吨)



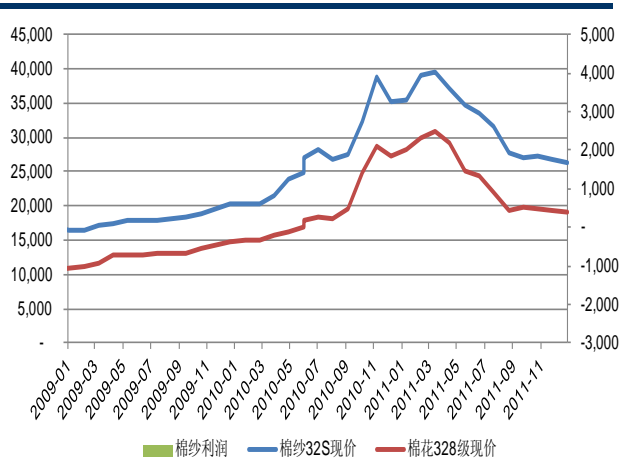
资料来源：wind 中证期货研究部

图 38：中国棉布产量（亿米）



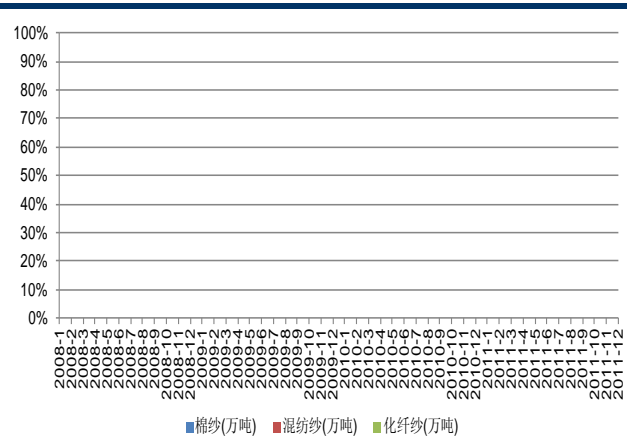
资料来源：wind 中证期货研究部

图 39：中国皮棉与普纱价格走势（元/吨）



资料来源：wind 中证期货研究部

图 40：中国纺纱分品种产量月度走势

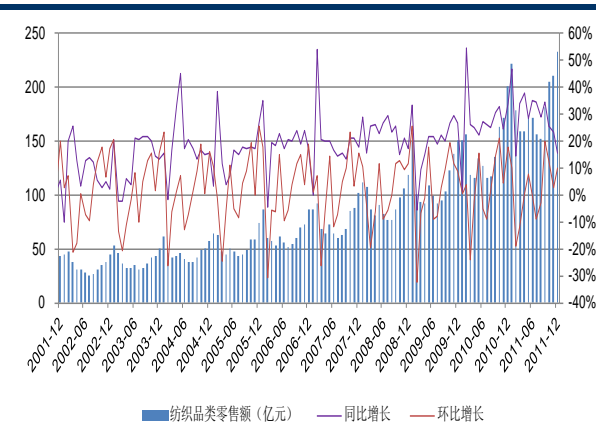


资料来源：wind 中证期货研究部

### 3.4.2 消费情况 纺织品消费金额上升但实际消费量下滑

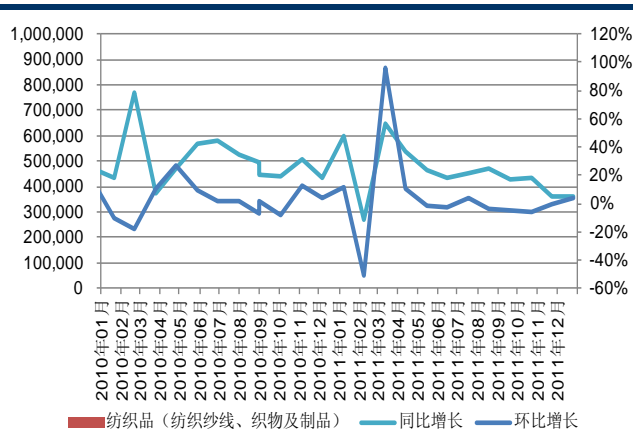
2011 年棉花下游纺织品虽消费金额呈现上涨，但实际消费量下滑。截至 2011 年 12 月，全年中国纺织品出口额达 930 亿美元，同比增长约 20%，零售总额达 2200 亿元，同比增加 30%，金额纷纷呈现上涨，但据出口量统计数据，服装纺织品实际出口数量同比均呈下降趋势，棉纱、棉布出口量分别约为 400200 吨、757500 万米，同比分别减少 24%、4%。同样扣除国内通货膨胀，原料成本上涨等因素，国内纺织品实际消费水平变动幅度不大。

图 41：中国纺织行业月度零售额（亿元）



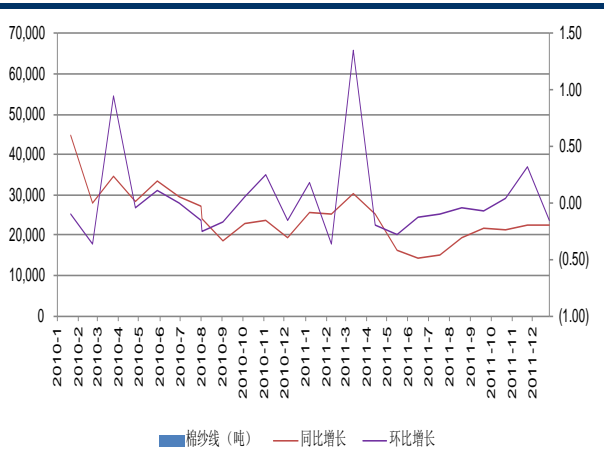
资料来源：wind 中证期货研究部

图 42：中国纺织行业月度出口额（万美元）



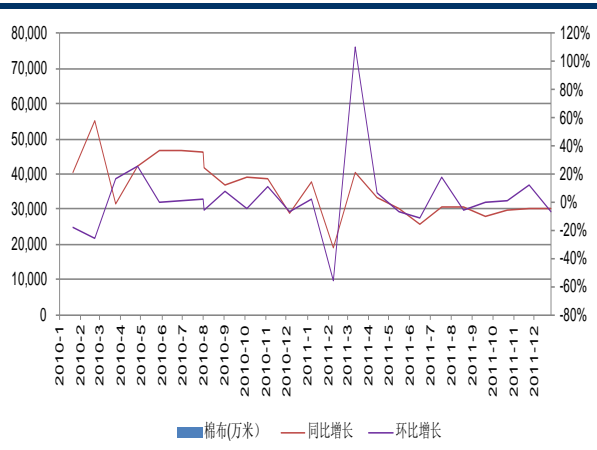
资料来源：wind 中证期货研究部

图 43: 中国纺纱出口量走势 (吨)



资料来源: wind 中证期货研究部

图 44: 中国棉布出口量走势 (万米)



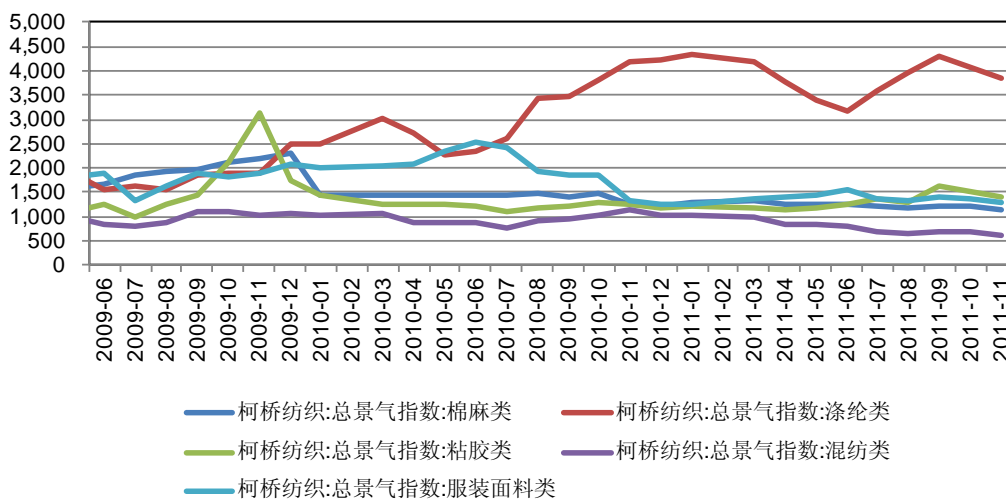
资料来源: wind 中证期货研究部

### 3.5 终端市场分析

#### 3.5.1 行业景气 涉棉景气指数持续下滑

从在柯桥纺织总景气指数来看, 棉麻、涤纶、混纺及服装面料中, 除涤纶总景气指数创 2005 年以来历史新高, 服装、混纺及棉麻类景气指数受棉花价格萎靡不振影响呈一路下挫, 达历史低位水平或与之持平。

图 45: 中国服装及纺织业总景气指数



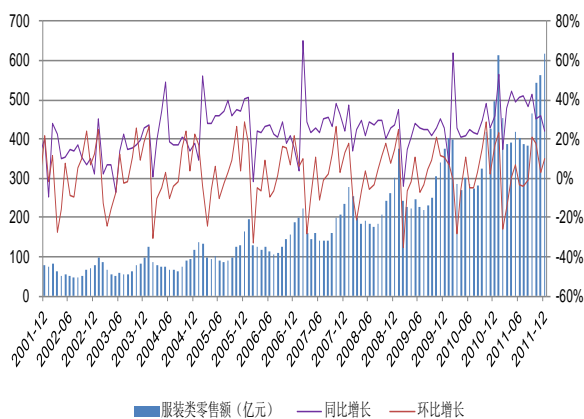
资料来源: wind, 中证期货研究部

### 3.5.2 消费情况 消费呈下降趋势 明年 1 季度形势依然严峻

与国内纺织品消费情况类似，2011 年中国服装也出现消费金额上升，但实际消费量呈现下滑情况。全年中国服装类出口额为 1530 亿美元，同比增长约 15%，零售总额约 5600 亿元，同比增加 35%。然而，据出口量统计数据，服装实际出口数量同比均呈下降趋势，针织、梭织服装出口量分别约为 202 亿件（套）、97 亿件（套），同比分别减少 4%、8%，同样扣除通胀因素国内服装实际消费量增势不明显。

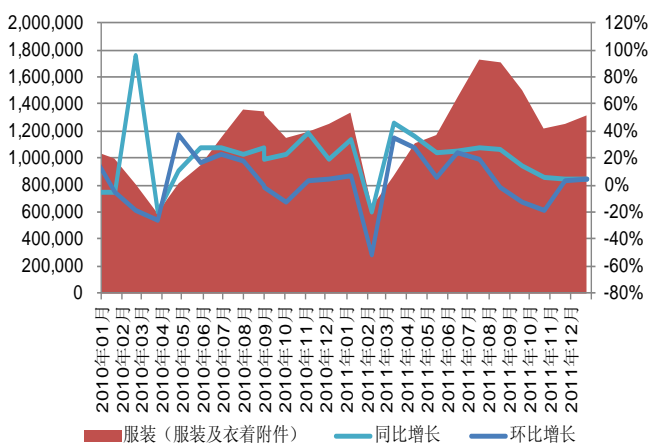
综合纺织业相似情况，分析认为，服装与纺织主要受外围环境不利，欧美日等国对我国服装纺织需求大幅下滑所致，此外因为人民币升值、对美元汇率等诸多因素的影响，最终导致金额增加但数量反而减少局面。预计，外围金融危机等利空形势短期内转好可能性较低，因此 2012 年 1 季度服装纺织出口形势依然严峻。

图 46：中国服装行业月度零售额（亿元）



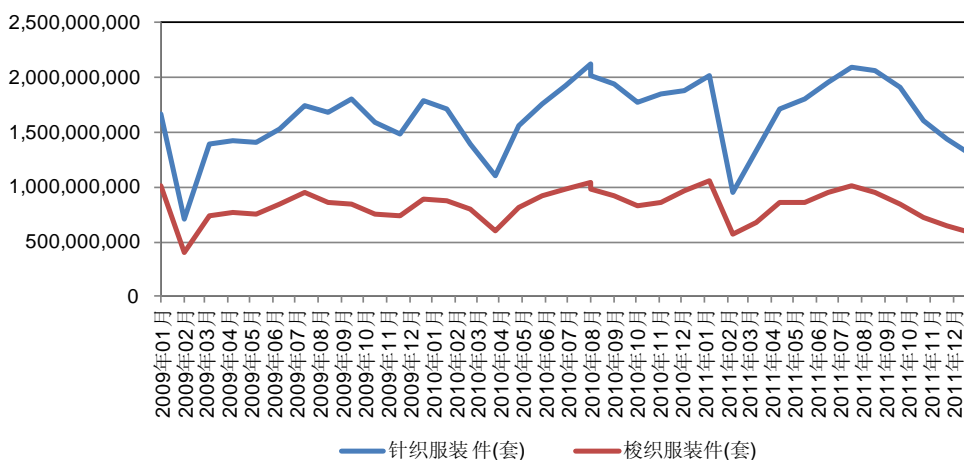
资料来源：wind 中证期货研究部

图 47：中国服装行业月度出口额（万美元）



资料来源：wind 中证期货研究部

图 48：中国服装月度出口量（套）



资料来源：wind，中证期货研究部

### 3.6 2012 年中国棉花市场发展预测

2011 年整年度全球棉花呈现供需宽松，在经历两个年度的低靡之后，全球棉花消费量预计在 2012 年度逐步恢复增长，但这很大程度上取决于全球经济增长对纺织品消费需求的刺激。在此全球背景下，中国棉花行业基本面未来一年发展将如何？我们基于以上章节研究内容对 2012 年国内棉市发展做以下预测：

**供需层面上**，中国棉花 2011 年棉花供应偏紧，但同比去年略显宽松。由于生产成本攀升，种植收益大波动性带来了种植风险性高的预期，以及受 2011 年价低伤农等，棉农种棉的积极性受到抑制，预计 2012 年棉花面积与产量将缩减，整体发展趋势呈“前松后紧”态势。

**市场价格走势方面**，2011/2012 年新棉上市，市场表现冷淡，价格一度有持续下滑趋势，但受国储托底、生产成本支撑，棉价在年底止跌走稳，预计在 2012 年 1 季度国储基本结束后，随着国内棉花供需由宽松趋向紧平衡，棉花价格将呈逐渐企高；

**贸易方面**，2011 年中国外棉进口量呈现增长，由于外棉价格较国内棉价低廉，预计 2012 年 1 季度外棉进口量将继续增长，2、3 季度将有所放缓，就整年度进口同比呈现下滑趋势；

**竞争品替代性方面**，竞争品聚酯纤维上游国内 PTA 扩张热情高涨，2012-2014 年新增产能达千万吨规模以上，供需面偏宽松，故 2012 年国内聚酯纤维的供应充足，价格呈下降趋势；另由于棉涤价差和比价仍处高位，且回归合理水平比较困难，所以判断 2012 年聚酯纤维对棉花仍表现较强的替代性，在棉价持续 1 季度后企稳上涨，不难预计棉花需求因被替代而受到一定抑制；

**下游及终端对棉花需求方面**，2011 年服装及纺织均呈现消费金额上升但实际消费量下滑局面，由于全球经济衰退，国外市场需求减少，致使以出口消费为主要动力的服装纺织品行业从年初以来萎靡不振。预计，由于欧债危机等外围利空因素短期内转好可能性比较低，2012 年 1 季度服装纺织出口形势依然严峻，2、3、4 季度随着债务危机略有好转，国外服装市场恢复，出口形势或将回暖。

**综上所述**，预计 2012 年中国棉花供需呈前松后紧格局，棉市总体将呈现振荡上行格局。

## 4 技术面分析

从郑棉主力合约周线来看，棉花 2011 年总体呈现下降趋势，8 月下旬行情上升脱离下行通道，10 月下旬触底价位 19850，基本探明 2011 年年内底部，然后接下来价格维持长达 2 月的区间(20000-21000)横盘整理过程，在此区间多空因素相互交织，价格在 11 月呈现窄幅波动，12 月总体已呈现弱势震荡且总体上行走势。

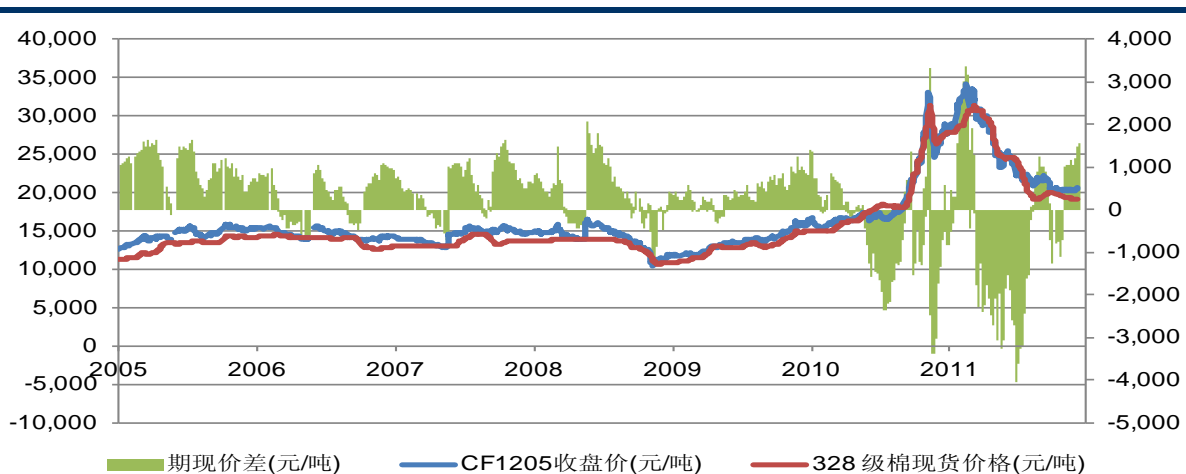
从期价及其价差走势分析，主力合约 1205 数次触及 21000 高位一线均展开调整，短线 20000-21000 区域振荡趋势明显，后市 21000 整数关一线面临考验。

图 49：中国郑棉主力 CF 1205 周 K 线走势图



资料来源：wind，中证期货研究部

图 50：2011 年中国棉花期现价格及其价差走势



资料来源：wind，中证期货研究部

## 5 操作建议

基于以上对中国棉市 2012 年度宏观面、基本面以及技术面等分析与预测，针对于明年棉花期货投资策略思路，我们建议：

(1) 2012 年第 1 季度：棉花市场的多空博弈行情仍未完结，弱势盘整将是这段时间主要基调，区间波动率及幅度扩大，21000 整数关口突破的可能性比较大，故调整 1 季度盘整区间在（20000-22000）区间，中长线建仓可选择在这一阶段选择底部建仓，短线以区间波动操作为主；

(2) 2012 年第 2-3 季度：棉花市场总体处在上升趋势中，但短线上涨压力较大，技术上有调整的需要，操作上建议以多头操作为主方向；

(3) 2012 年第 4 季度：棉花市场行情以维稳为主，全球主要生产国新棉陆续上市，纺织服装采购迎来消费旺季，棉花下游需求继续恢复与上升，供需处于基本平衡态势，价格在 2-3 季度上升后有振荡偏弱趋势，建议以空头操作为主方向。

后期我们更多需要关注各国棉花播种面积，棉花生长期的天气情况、美棉出口销售、中国棉花进口、下游服装纺织市场形势以及政策面的变化可能对期价产生的影响。

## 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中证期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使中证期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中证期货有限公司。未经中证期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中证期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中证期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中证期货有限公司认为可靠，但中证期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而中证期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中证期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中证期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

中证期货有限公司2011版权所有。保留一切权利。

### 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场二期14层

邮编：518048

电话：(0755)83200909 400-6789-819

传真：(0755)83217421

网址：<http://www.citicsf.com>

### 上海营业部

地址：上海市浦东区世纪大道1777号东方希望大厦9层H室

邮编：200122

电话：(021)68401585

传真：(021)61019873

### 郑州营业部

郑州市郑东新区商务外环路14号顺驰第一国际18层1803号

450003

(0371)65613352

(0371)69102132

### 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座期货大厦2508室

116023

(0411)84806372

(0411)84806872

### 青岛营业部

地址：青岛市香港中路6号世贸中心B座105室

邮编：266071

电话：(0532)85917799

传真：(0532)85917780

### 杭州营业部

杭州延安路515号国信大厦11楼1117室

310006

(0571) 85060830

(0571) 85069980

### 北京营业部

北京市朝阳区建国门外大街8号国际财源中心A座8层801

100007

(010) 57762888

(010) 57762999