

去库存之路漫漫，郑棉艰难寻底

2015 年的郑棉整体维持震荡下行走势，价格重心不断走低，创出 2009 年以来新低，年初在棉花减产预期及直补价格较高的支撑下，郑棉指数偶有反弹，区间宽幅震荡，怎奈受制于棉花库存高企，国内外价差不断减小，进口棉纱冲击明显，以及下游纺织需求难言好转等因素影响，国内棉花期现货价格不断下行，弱势依旧。国家为降低库存，在 8、9 月间实施棉花抛储轮储政策，但成交低迷、效果亦不甚理想，价格的下行适当纺织企业补库意愿不强，企业策略多为随用随买，棉花供大于求局面难以扭转，郑棉价格稳步下跌，寻底之路漫漫，纺织行业困境中负重前行，经营压力较大。

一、2015 年棉花期货行情走势回顾

图 1：郑棉指数日线走势图



2015 年郑棉期货走势大致可以分为两个阶段。

(1) 从 2015 年初至 2015 年 5 月初。

由于棉花价格的连年走低及内地补贴政策力度不及预期，新年度棉花种植面积减少预期强烈，同时国家连续第二年的直补价格相较现货价格优势明显，支撑郑棉指数围绕 12800—13600 元/吨区间震荡整理，市场整体成交、持仓情况相对低迷，市场参与热度不甚理想。

(2) 2015 年 5 月初至今。

进入 5 月份，市场传闻国家将以相对较低的价格进行棉花抛储，去库存进入实质阶段，给本就弱勢的郑棉形成压制，同时价格的上涨使得注册仓单数量较前期增加明显，仓单压力渐显，再者下游纺织行业消费疲软，致使郑棉弱勢稳步下跌寻底。而棉花抛储成交的低迷反应出整个行业的不景气，新年度棉花产量质量相较上一年度有所下降，而棉花的集中上市加重了市场棉花供大于求格局，棉花期价延续震荡下行走势至今，近期跌势虽有放缓，但仍处于艰难寻底过程中。

二、基本面影响因素分析

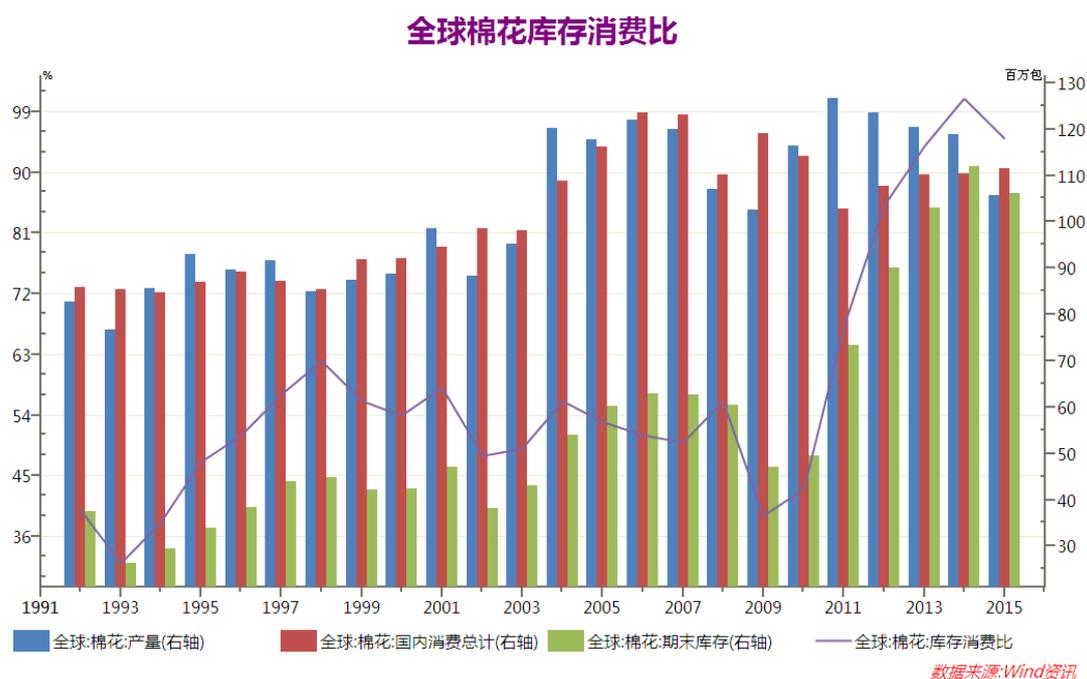
1、USDA：2015/16 年度全球棉花库存小幅下调，供大于求格局长期延续。

美国农业部（USDA）公布的最新 11 月供需报告显示，美国 2015/16 年度棉花种植面积预估为 856 万英亩，较 10 月预估数据持平；

美国 2015/16 年度棉花产量预估为 1328 万包，较 10 月预估数据下调 6 万包；美国 2015/16 年度棉花出口预估为 1020 万包，较 10 月数据持平；美国 2015/16 年度棉花年末库存预估为 310 万包，较 10 月预估数据持平。

中国 2015/16 年度棉花产量预估为 2500 万包，较 10 月预估数据下调 30 万包；中国 2015/16 年度棉花进口预估为 575 万包，较 10 月预估数据持平；中国 2015/16 年度棉花年末库存预估为 6547 万包，较 10 月预估数据上调 20 万包；印度 2015/16 年度棉花产量预估为 2850 万包，较 10 月预估下调 50 万包。全球 2015/16 年度产量预估下调 175 万包至 1.0563 亿包，全球需求预估由上月的 1.1227 亿包下调至 1.1159 亿包，2015/16 年度棉花年末库存预估为 1.0609 亿包，较 10 月库存预估下调 88 万包。

图 2：全球棉花库存消费比

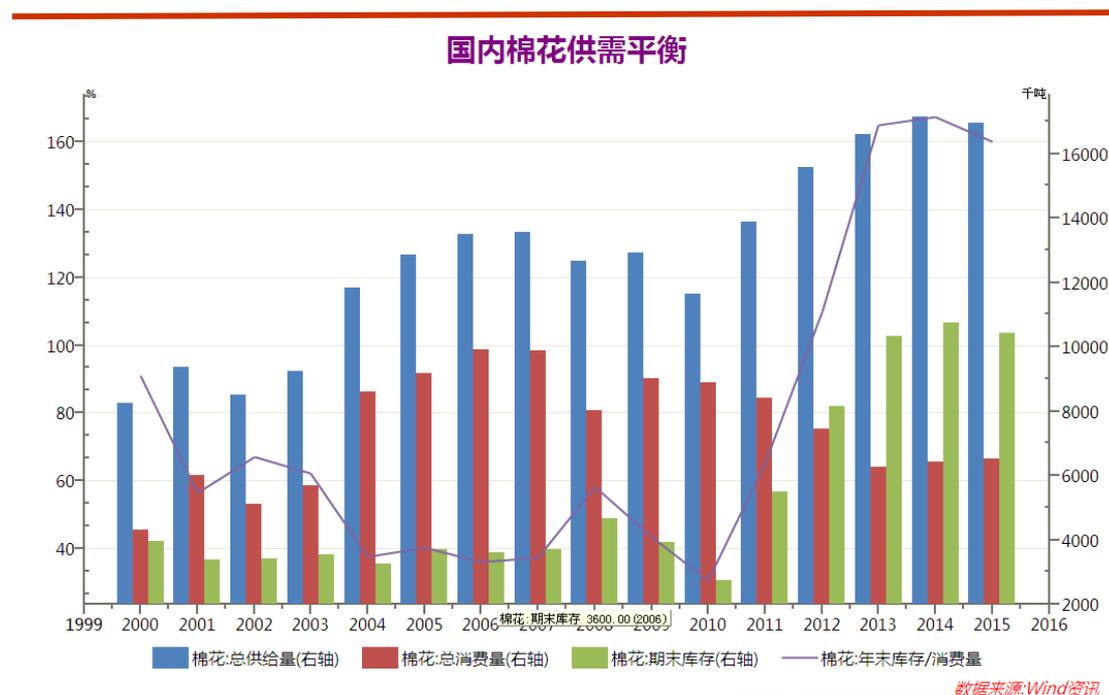


数据来源: Wind资讯

数据来源: wind 长安期货

从全球棉花库存消费情况来看，2011 年至今，全球棉花产量、消费量均呈走低态势，全球库存消费比 2013 年以来虽有回落，但整体维持在 110%以上，仍是供大于求格局，全球棉花供应宽松局面或将延续，供需状况在未来 2 年内或有改善。

图 3：国内棉花供需平衡



数据来源: wind 长安期货

从国内棉花供需平衡情况看，经历连续三年无限量收储以后，国内棉花库存高企，库存消费比长期维持在 160%以上，未来国家去库存仍是国内棉花市场的重中之重，下游消费情况未现明显好转，以及超过千万吨的棉花库存，国内棉花供大于求格局短期难以扭转，后市棉花或仍以弱势震荡下跌寻底为主。

2、新年度棉花采摘接近结束，棉花交售超过 8 成。

根据国家棉花市场监测系统对 14 省区 87 县市 1837 户农户调查

数据显示，截止 2015 年 11 月 27 日，全国新棉采摘进度为 98.2%，同比增加 2.6 个百分点，较过去四年里正常年份增加 1.7 个百分点，其中内地的采摘进度为 97.1%，新疆的采摘进度为 98.6%；全国交售率为 84.4%，同比增加 5.0 个百分点，较过去四年里正常年份增加 2.9 个百分点，其中内地交售率为 51.0%，新疆交售率为 98.3%。

另据对 89 家大中型棉花加工企业的调查显示，截止 11 月 27 日，被调查企业累计收购籽棉 393.8 万吨，折皮棉 152.5 万吨，籽棉平均衣分率 38.7%，平均长度为 28.00 毫米。推测全国加工率为 76.0%，同比增加 7.6 个百分点，较过去四年的正常年份增加 1.0 个百分点，其中新疆地区的加工率为 80.0%，销售率为 27.4%，同比增加 2.8 个百分点，较过去四年里的正常年份减缓 18.1 个百分点，其中新疆地区的销售率为 25.8%。

3、2015 年新棉产量质量双降，植棉面积降低或将延续。

根据中国棉花信息网的抽样调查显示，2015 年全国棉花总产量 500 万吨，相较 2014 年同比减少 20%，其中，新疆总产量 380 万吨，降幅 14%，内地总产量 120 万吨，降幅 37%。

图 4：国内棉花播种面积与成本收益



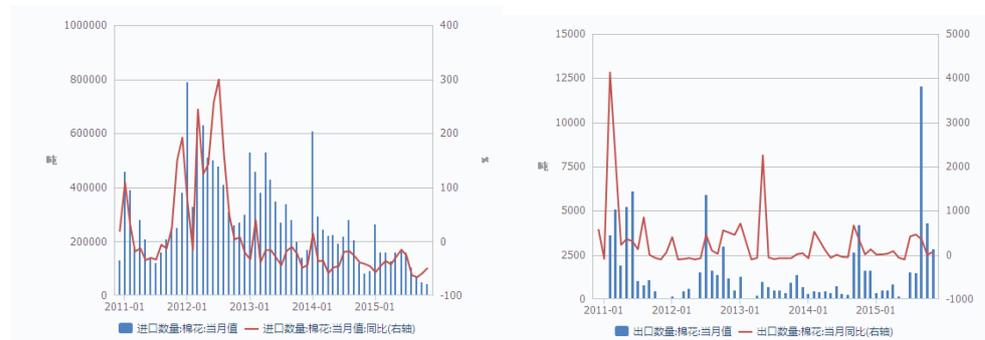
数据来源：wind 长安期货

2011 年以来，由于棉花期现货价格的不断下跌，植棉收益、粮棉比价不断走低，虽说国家从 2011 年开始连续三年无限量收储，2014 年开始转入棉花直补政策，但由于棉花的管理费用相较农作物明显较高，棉花管理费时费力，再加上人工机会成本高企，棉农收益堪忧，棉花种植面积近几年不断减少，今年状况尤甚，内地棉花种植面积减少 40%左右，新疆减少超过 10%。而纺织行业的不景气，棉花价格的走低或致使明年植棉面积延续减少态势，新疆地区由于有国家直补政策支持，面积减少或有限；内地补贴支持力度不及新疆，人工成本较高及粮棉比价的不合理或引领内地植棉面积继续缩减。

4、棉花进口降幅明显，内外棉价差呈缩短态势。

据海关统计，2015 年 10 月我国进口棉花 4.21 万吨，较上月减少 0.88 万吨，环比下降 17.3%，同比下降 48.6%；平均进口价格 1690 美元/吨，较 9 月下跌 163 美元，跌幅 8.8%，同比下跌 14.2%。2015 年 1—10 月共进口 120.26 万吨，同比下降 42.3%。

图 5：棉花月度进出口



数据来源：wind 长安期货

为消化国内高额的棉花库存，发改委制定并发布的《2016 年民

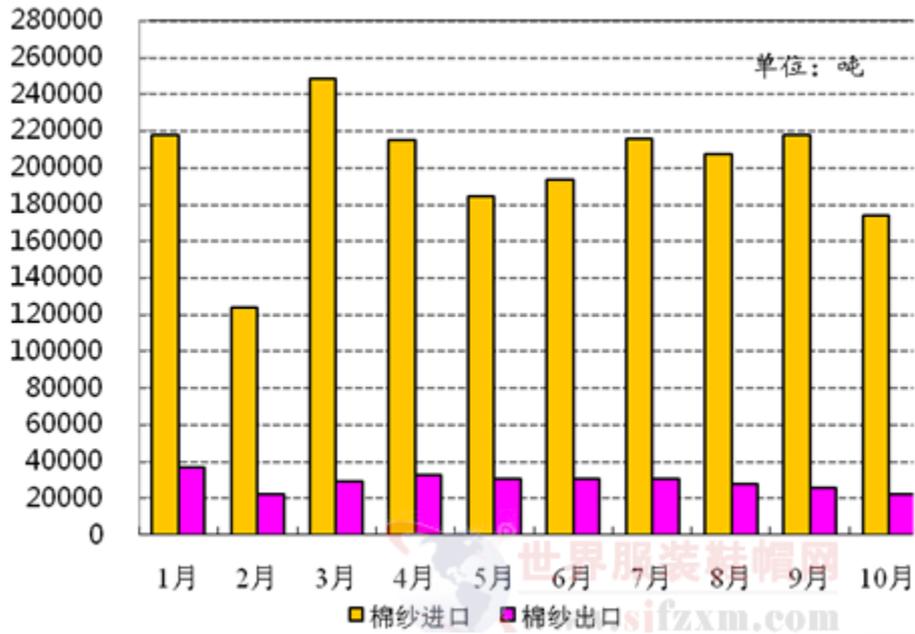
安华进口关税配额申领条件和分配原则显示，确定 2016 年棉花进口关税配额量为 89.4 万吨。棉花配额的限制在一定程度上限制了棉花的进口，而由于目前内外棉价差回到 2000 元/吨左右，接近 4 年低位，进口棉的价格优势逐渐消失，这也是造成棉花进口量萎缩的一个原因。而国家的棉花去库存战略或使得棉花进口限制延续，棉花进口量的减少或成常态。

5、进口棉纱价格优势明显，进口量同比增加。

据海关总署最新统计数据显示，2015 年 10 月，我国进口棉纱 17.43 万吨，环比下降 20%，同比上升 0.86%；出口棉纱 2.22 万吨，环比下降 12.92%，同比下降 16.19%；净进口量为 15.21 万吨，环比下降 20.94%，同比上涨 3.95%。

2015 年 1—10 月份，我国累计进口棉纱 199.94 万吨，同比增加 21.93%，累计出口棉纱 28.9 万吨，同比减少 20.21%。

图 6：2015 年棉纱进出口统计



数据来源：海关总署 长安期货

由于棉纱进口没有配额的限制，进口纱相较国内纱线仍具比较价格优势，所以进口棉纱受到纺织企业青睐，但目前下游织造企业订单一般，采购并不积极，而国产纱线价格的持续下跌，使得国内外棉纱价差有所缩小，而进口棉纱主要集中在低等级纱，外纱质量参差不齐，不符合布厂要求，企业采购较为谨慎，棉纱的进口在一定程度上冲击国内本就弱勢的棉花市场，压制国内棉花价格。

6、纺织服装出口降幅明显，企业经营负重前行。

根据国家统计局数据显示，2015年1—10月我国纺织业、服装服饰业规模以上企业营收分别为32465.8亿元、17674.5亿元，增速均为5.5%，比1—9月份增速分别放缓0.2个百分点，利润总额分别为1632.5亿元、981.4亿元，增速为6.8%、5.6%，比1—9月分别放

缓 1、1.7 个百分点。

2015 年 10 月我国服装产量为 363.14 万吨，2015 年 1—10 月我国服装累计产量为 3280.28 万吨，同比增长 3.17%；2015 年 10 月中国棉布产量为 336966.21 万米，同比下降 0.23%，2015 年 1—10 月止中国累计棉布产量 3174219.70 万米，同比增长 2.85%。

图 7：中国棉布、服装月度产量



数据来源：wind 长安期货

2015 年 10 月，纺织品服装出口延续下降态势，按美元计价降幅再次扩大至两位数。根据海关总署发布的最新数据显示，当月出口 2366 亿美元，同比下降 109%，其中，纺织品出口 921 亿美元，下降 55%，服装出口 1445 亿美元，下降 139%。

2015 年 1—10 月份，纺织品服装累计出口 23498 亿美元，下降 54%，其中，纺织品出口 9106 亿美元，下降 19%，服装出口 14392 亿美元，下降 75%。

按人民币计价，纺织品服装 10 月当月出口 15082 亿元，下降 76%，其中纺织品出口 5872 亿元，下降 2%，服装出口 921 亿元，下降 108%。1—10 月，纺织品服装累计出口 145085 亿元，下降 49%，其中纺织品出口 5622 亿元，下降 14%，服装出口 88865 亿元，下降 7%。

10 月出口下降的原因在于国内外经济大环境不佳，同时，受到

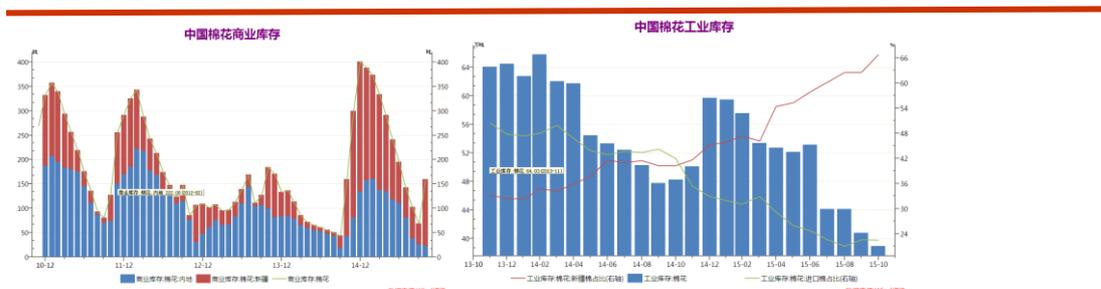
汇率波动及产业转移等因素影响，除美国外主要出口市场需求均未恢复，新兴市场也出现下滑，国内企业融资困难，影响企业的出口积极性。

今年前十个月，我国纺织品服装出口金额呈下降趋势，出口企业订单减少，出口利润下滑。与此同时，国内市场上纯棉服装产品的价格下降，市场购买热情不高，2015年10月，我国规模以上纺企的平均开工率同比和环比双双转负，纯棉纱产品库存天数同比上升9%，库存高压态势显现，短期内国内市场纺织品供需结构性矛盾突出，传统的纯棉产品将维持供应过剩、需求负增长的局面。

7、棉花商业库存有所增加，纺织企业采购多为随用随买。

十月以来，纺织市场的传统旺季仍未出现，由于资金紧张、供应充足，纺织企业采购棉花多坚持随用随买，内地成交清淡为主，籽棉收购仍处僵持，地产棉整体库存量有所下降，最新数据显示，全国商业库存为158.96万吨，较上月增加90.96万吨，环比增加134%，工业库存为62.5万吨，环比减少2.3%，同比增加22.6%。棉花平均库存可使用天数约为30.5天，环比增加0.7天，同比增加5.7天。

图8：棉花商业库存、工业库存



数据来源：wind 长安期货

三、期货市场流动性分析

1、2015 年成交持仓情况呈前高后低走势，较 2014 年活跃度有所回升。

图 9：郑棉指数成交持仓情况



数据来源：文华财经 长安期货

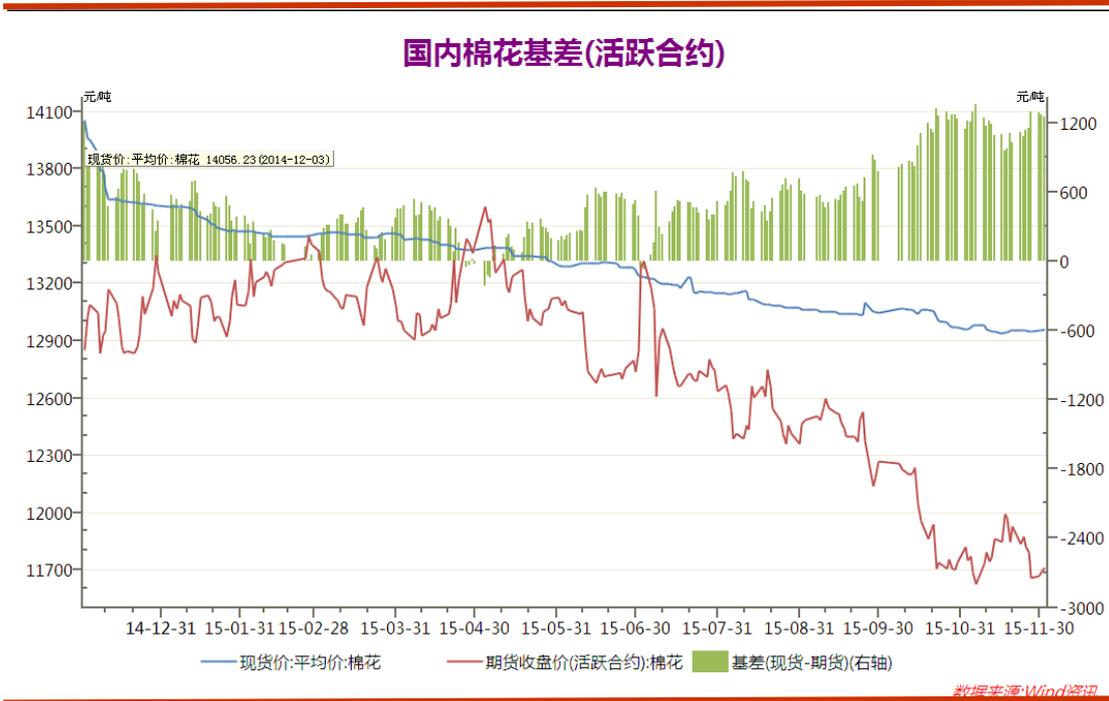
从郑棉指数的成交持仓情况来看，2014 年 9 月以后，郑棉期货成交持仓情况双双回升，虽未能回到 2011 年以前的水平，但较前三年成交持仓情况回升明显。2015 年前半段，郑棉行情宽幅震荡为主，整体弱势延续，难有趋势性行情，郑棉成交持仓情况再次回落，市场参与热度降温，维持低量运行；5 月以后，郑棉重归弱势下跌寻底走势，成交持仓情况维持温和，日均成交量维持 20 万手左右，参与热情有再次回升迹象。回顾 2015 年至今的成交持仓情况，棉花市场成交持仓有一定回暖迹象，市场流动性较去年提高明显，便于企业客户参与避险转嫁风险。

2、郑棉期货长期贴水，新年度仓单注册维持低量。

图 10: 郑棉注册仓单与有效预报仓单



图 11: 国内棉花基差



从棉花基差图形来看，2015 年，郑棉期货价格长期低于现货价格，期货价格长期贴水运行，因此，棉花仓单注册数量及有效预报数

量长期维持地量。只有在 4、5 月间，曾经出现过期货价格接近现货价格甚至高于现货价格的情形，但仅有的那段时间，刺激仓单注册有所回升。随着期货价格再次低于现货价格，仓单注册吸引力消失，企业注册仓单几无积极性。新年度新花上市后，虽说有效预报数有所回升，但实质仓单生成量有限，仓单压力较小。若后市郑棉价格反弹接近现货价，或催生机采棉注册仓单需求，长期来看，或将对郑棉价格形成压制，故郑棉市场趋势性上涨行情难现。

四、技术分析

图 12：郑棉指数日线走势图



数据来源：文华财经 长安期货

从郑棉指数日线图形来看，郑棉期货价格长期仍处于下降趋势线以下，2015 年期价虽偶有反弹，但均未能突破上方高点压制，价

格下行则不断创出新低，价格重心不断走低。随着行情在 9 月底跌破前期低点 12300 元/吨一线位置后，下方下跌空间或再次打开，根据从上方 13600 到 12300 位置测算来看，下方第一目标位置或在 11000 元/吨位置附近。而从郑棉指数的历史走势来看，目前价格运行区间已跌破 12000 元/吨前期历史盘整区间下沿，则郑棉指数有向历史低点 10155 位置靠拢的可能。综上所述，郑棉指数整体仍处下跌趋势，2016 年或仍走在震荡下跌寻底的路上。

五、后市展望及投资操作策略浅述

连续四年棉花期现货价格的下行，植棉收益持续走低，虽说新疆地区在棉花直补政策的支撑下，减产降幅低于内地，但仍有超过 10%左右的降幅，内地产量降幅则接近 40%，2015 年国内棉花产量较去年减产 20%至 500 万吨左右，加上去年棉花进口 125 万吨，大致能满足一年 650—700 万吨的棉花消费量，全年棉花供需处于紧平衡状态。国内超过 1000 万吨的棉花库存使得去库存在 2016 年仍将延续，而 2015 年抛储成交的不甚理想及高额的仓储成本，或使得棉花抛储价格不会高于去年的 2011 年抛储价 13200 元/吨，无论抛储量及抛储价格如何，势必长期压制国内棉花期现货价格，压制棉价长期弱势下跌寻底。

整体宏观来看，国内外经济前景的不明朗，地缘政治的不确定以及国内经济形势的压力，使得 2016 年国内经济前景亦负重前行，棉花进口配额仍维持 89.4 万吨不变，进口配额的收紧在一定程度上

刺激国内棉花库存的消耗，但棉花现货价格的持续走低、下游纺织服装需求难言改观、终端需求的低迷、出口情况不甚乐观使得棉花去库存前路漫漫，负重前行。

郑棉指数历经四年下跌，目前仍在下跌寻底的过程中，2016年后市郑棉指数或仍以弱势下跌寻底为主。投资策略方面，基于棉花市场的长期弱势下跌寻底走势，2016年郑棉投资仍以逢高做空为主，而由于目前行情已经历经接近四年的下跌，因此，行情随时有反弹可能，故空单操作应谨慎设置止损，防范可能出现的技术性反弹可能，合理布局，严格量化风险。