



北京中期期货经纪有限公司

BEIJING CIFCO FUTURES CO., LTD.

棉花研发年度报告

部门：研究发展部

撰写：张向军

2006年12月22日星期五

棉花期货涅槃重生

——2006年棉花市场回顾与2007年展望

张向军

北京中期研发部 分析师

目 录

第一部分 2006年棉花市场回顾

第一阶段：主力机构大规模撤离（元月初至3月中下旬）

第二阶段：市场极度低迷（3月下旬至9月底）

第三阶段：机构重新入市（10月以后）

第二部分 当前棉花的基本面概况

一、全球棉花产量较2005年有所增加，期末库存上升

二、国内棉花产量创历史最高水平

三、影响供需状况的因素

第三部分 2007年棉花行情展望

第一部分 2006年棉花市场回顾

2006年是郑州棉花期货上市的第三年，从价格波幅上看今年的震荡空间是最小的，郑棉指数在年初创下的最高点不过是15750点，10月最低下探13171点，波动幅度仅2579点，显著低于2005年的3294点和2004年的4578点。波幅减小反映出市场相对平稳，这与政策调控的作用密不可分。另外，郑棉市场的成交量和持仓量大幅萎缩是造成价格波幅减小的技术原因，年初郑棉指数创2005、2006两年来的新高时，市场单日成交量超过4万手，持仓约8万手，在郑棉下跌过程中9月份的单日成交量平均还不到5千手，持仓减少到2万手以下，分别只有高峰期的13%和25%，这种现象也是上市后第一次出现的。

这样，对于 2006 年郑州棉花期货的行情变化有两种划分方式，一是按走势涨跌可以分为第一季度的冲高回落、第二季度至 8 月震荡整理和 9 月份以后探底反弹三个时期；二是按交易的活跃程度可以分为主力机构大规模撤离、市场极度低迷和机构重新入市三个阶段。两种划分方式相互关联，从决定市场走势的内在原因分析后者的作用更大。



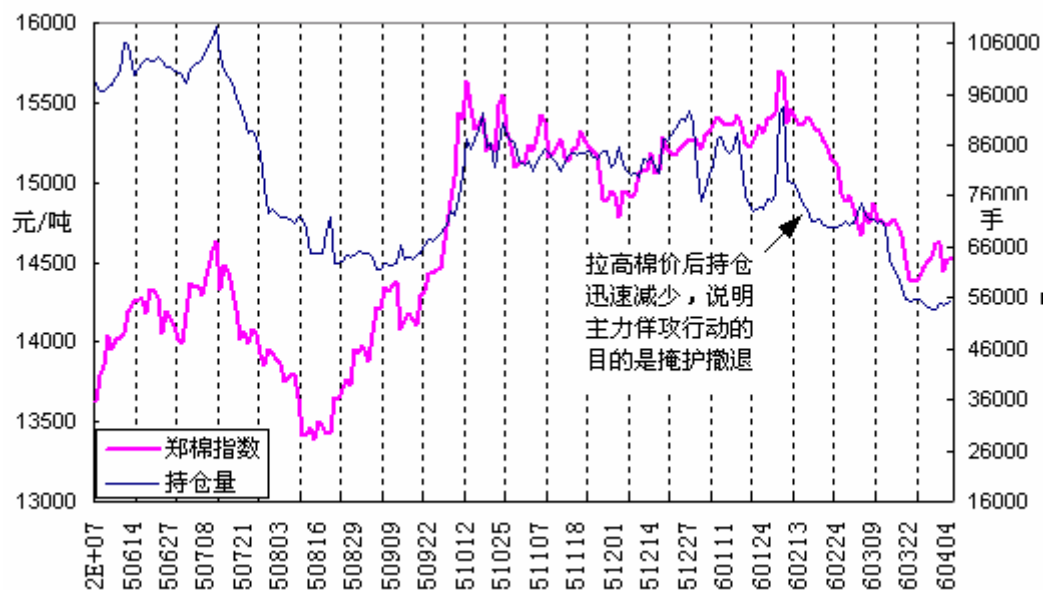
第一阶段：主力机构大规模撤离（元月初至 3 月中下旬）

进入 2006 年之后，郑州棉市经历了先涨后跌的走势。2005 年底，在经过 10 月中旬至 12 月初的回调之后，开始一轮恢复性上涨，2006 年春节过后随其他品种快速上涨一道，郑棉在 2 月 6 日当天高开高走，创 2005 年以来的新高，郑棉指数最高上摸 15750 元，较去年末上涨了 543 元。但成交量已经较前期明显萎缩预示上涨行情难以持久。果然，8 日开盘受前日外盘大幅下跌的影响跳空低开，技术上形成岛形反转走势，此后虽继续横盘几日，但在人气低落的气氛中终于向下破位，开始漫漫跌途。2 月第一个交易日收盘时郑棉市场共有持仓 92046 手，到 28 日收盘时还剩余 70992 手，场内资金大量流失。

虽然春节前纺织企业补充棉花库存以及美棉上涨对国内棉价起到一定推动作用，但在不到一个月的时间里国家接连宣布发放进口棉花 1% 关税配额 89.4 万吨和增发滑准税配额 150 万吨，如此密集地发放进口配额是前所未有的，对棉花市场构成了沉重的心理压力。同时，春节前棉农售棉愿望增强，对现货价格有压制作用。



这次下跌行情主要是受现货市场价格虚高的拖累，自2005年开秤收购以来，棉企过分渲染国内棉花缺口对棉价的拉动作用，收购价节节上涨，从最初的2.7元/斤涨到3元以上，皮棉价格也从13300元/吨升至14300元/吨以上。与棉企高涨的热情相比，纺织企业显得比较冷静，2003/04年棉价暴涨之后接着出现暴跌的往事还历历在目，另外2005年欧美制造贸易摩擦对中国出口的纺织品服装等采取特保限制，同时人民币进行汇率机制改革大幅升值，纺织品出口的形势日益严峻。在这种局面之下，纺织企业没有追高补充棉花库存，而是普遍采取随用随买的方式购棉。此外，国家管理部门适时发放了89.4万吨的WTO关税内配额和150万吨的滑准税配额，缓解了国内缺口论的压力。

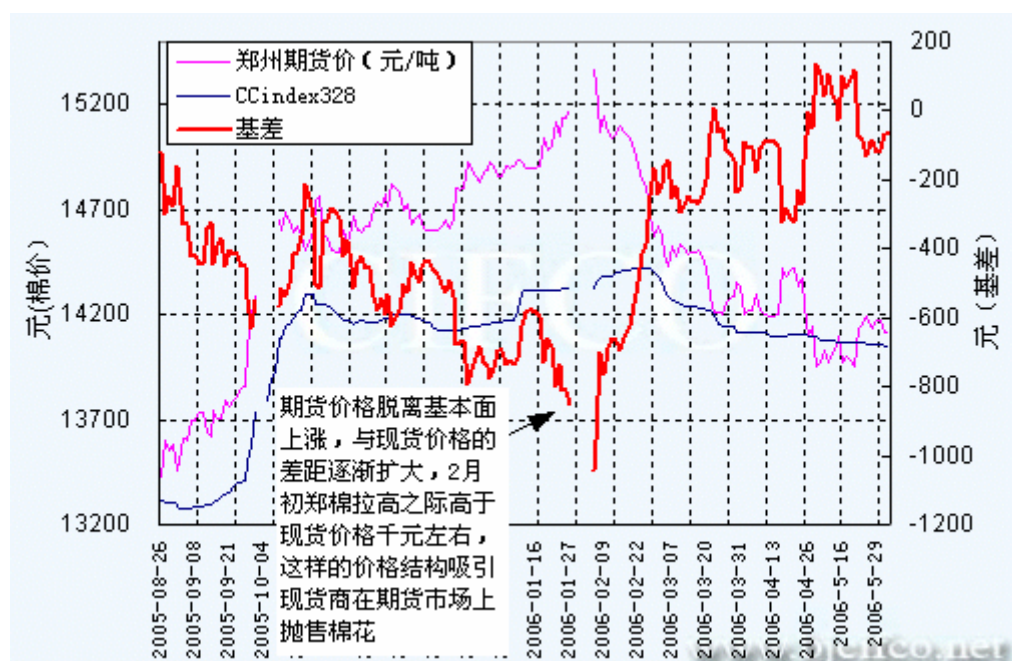


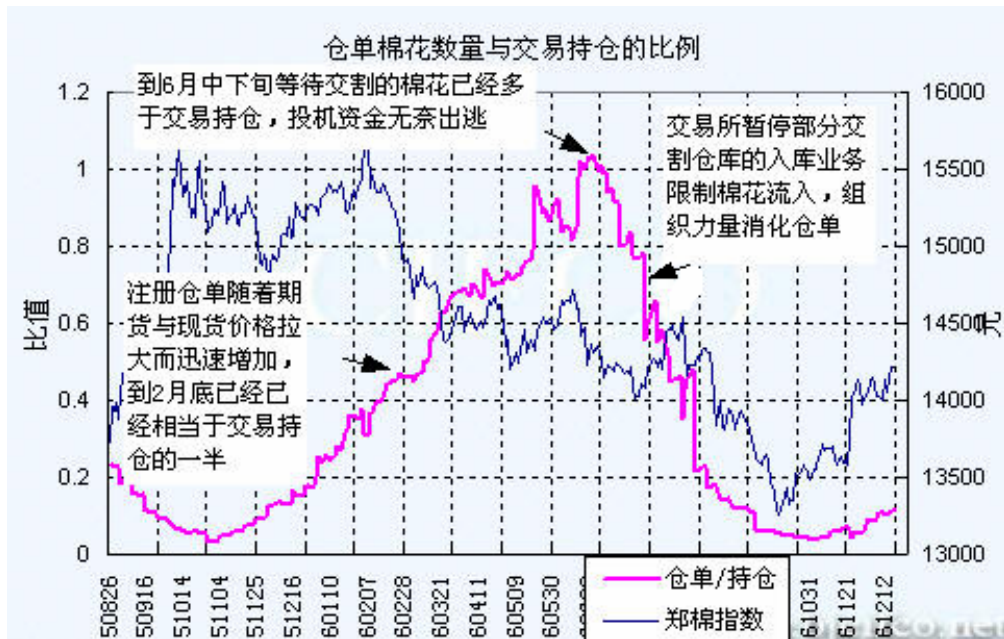
导致行情冲高回落的技术性原因在于，2005年10月前后市场对于棉花减产和推迟采摘的题材进行过度炒做，最终引起管理层的干预，期货价格在15500元以上没有上涨的空间，而且经过8月至10月的拉升，郑棉指数上涨了两千余点，获利回吐的压力日益沉重。并且，由于期货价格高出现货近千元，吸引了大量现货商在期货市场卖出棉花，实物交割的压力不断增加。在以上不利因素的共同作用下导致投机性资金选择离场，郑棉进入了长达半年的低迷状态。

第二阶段：市场极度低迷（3月下旬至9月底）

进入3月下旬，郑棉成交量进一步显著萎缩，郑棉指数向14000点靠近，开始了低迷之中的整理走势。在这一阶段郑州棉花期货市场出现了交割仓单数量接近以致大于交易持仓的反常现象，经过年初和3月份的大幅减仓之后，场内投机资金极度匮乏，流动性减弱和交割实物过多削弱了棉花期货市场的吸引力。

当时现货销售也不理想，进口外棉占据价格和质量双重优势，这样棉企把目光转移到了期货市场。由于当时期货价格远高于现货市场（2005年10、11月期间，期现基差在400元左右，到了12月以后逐渐扩大到600~800元，2006年春节之后期货暴涨导致期现差价一度扩大到千元上），巨大的套利空间使得大量棉花源源不断地被注册成交易所仓单，2月初仓单实物已占期货总持仓的40%，这时虚高的价格难以继续维持，多头纷纷出逃，到3月下旬仓单实物已占期货总持仓近70%，这种局面十分罕见。





多数情况下，期货市场上投机者占全部参与者的大多数，而现货商进行套期保值的头寸只占一小部分，而参与实物交割的数量就更低，据统计一般只占持仓量的3%左右。但从图三来看，郑棉市场中实盘的比例（仓单/持仓=仓单数量*20吨/（持仓数量/2）*5吨）在12月底以后随注册仓单数量增加更是出现快速上升，到3月10日时竟达到50%（0.5）。这种现象清楚表明如此众多的仓单主要是准备在期货市场上抛售实物，此时期货市场已与现货市场无异。

进入6月以后，棉花仓单继续增加，一度出现等待交割的棉花已经多于场内交易持仓的现象，这时棉花供大于求的局面不但发生在现货市场，连期货市场上也出现如此现实，投机力量丧失殆尽，市场陷入极度低迷的状态。



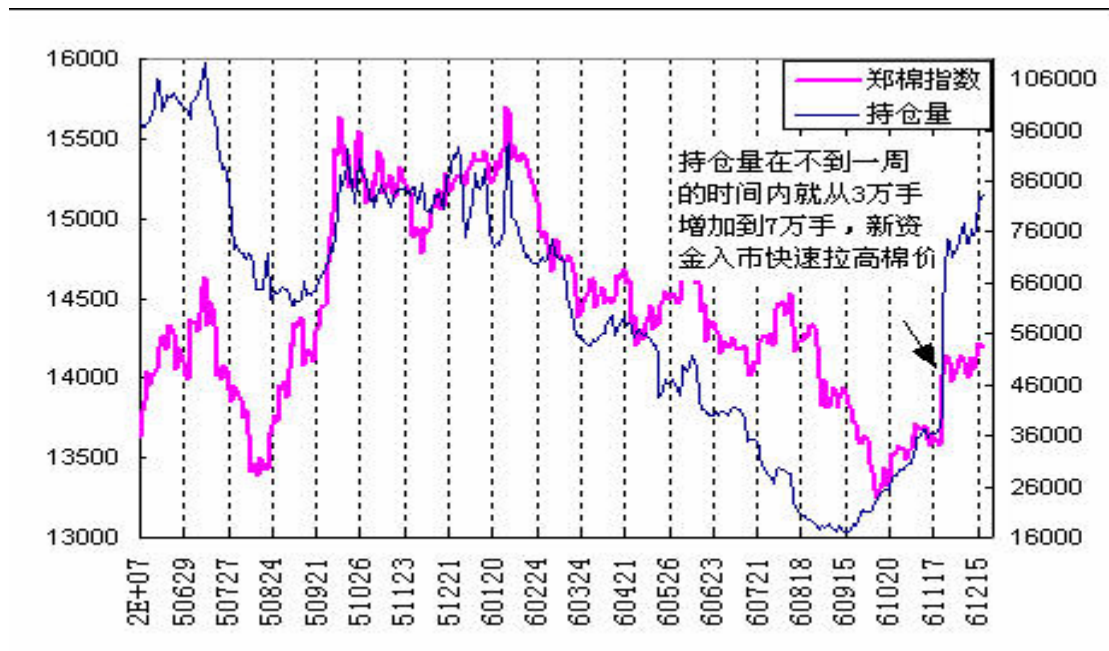
就在郑棉指数跌破整理多日的 14100 元支撑位之后，技术上的箱形整理形态岌岌可危，郑交所适时推出暂停部分交割仓库的入库业务等救市措施，促成市场止跌反弹，局面开始转危为安。在反弹过程中，仓单数量减少了 1451 张，下降幅度达 43%。不过，成交量没有出现显著增加，持仓量也从 35000 手下降到 28000 手。

不过交易所的救市措施只能减轻期货市场上的实盘压力，无法摆脱现货市场也十分疲软的困扰，在宏观环境利空的形势下，郑棉经过短暂反弹又重新进入下跌寻底的征程。

第三阶段：机构重新入市（10月以后）

10月初郑棉价格受假期国际棉价下跌的影响低开低走，郑棉指数在下探到 13171 点方才止跌回升。而现货市场在新棉集中大量上市和农发行收购贷款迟迟没有到位的情况下持续下跌，中国棉花价格指数由节前的 13600 点回落到 12600 点左右，籽棉收购价格也从 2.6 元/斤之上下跌到 2.5 元/斤以下。

不过，在郑棉下跌之时持仓量开始回升，有资金逐渐流入的迹象。此外，从长期走势图来看，郑棉指数在 13000 点以上存在较强支撑，行情开始止跌反弹。

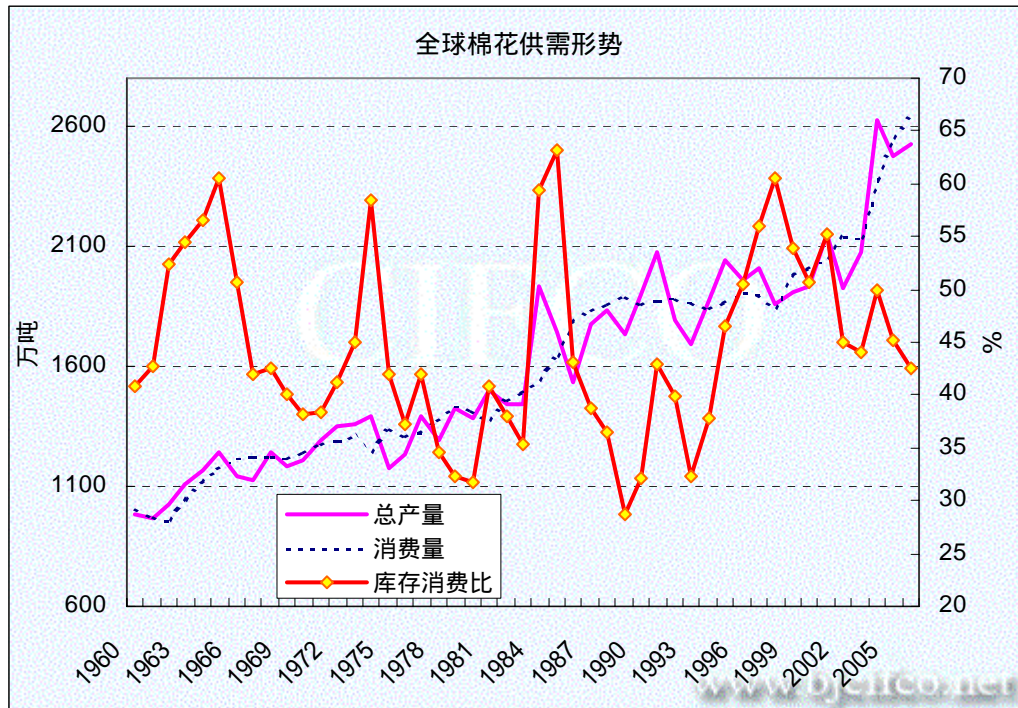


9~11月，国际市场掀起炒做农产品的热潮，CBOT的玉米、大豆、小麦等普遍上涨了25%~50%，个别品种涨幅更大。在这种情况下，市场借粮棉比价失衡将影响到明年种棉面积的题材开始拉抬棉价。国内棉市也对此做出积极反映，粮食价格在丰产之年出现上涨刺激棉价补涨，再配合以关于国家政策会支持棉花价格的各种传言，主力机构在11月下旬开始大肆推高期棉价格。郑棉指数在22日、23日两天内上涨了近500点，单日成交量从6千手放大到4万手，持仓量也由3万余手增加到6~7万手。

第二部分 当前棉花的基本面概况

一、全球棉花产量较 2005 年有所增加，期末库存上升

根据美国农业部（USDA）2006 年 12 月发表的全球农产品供需报告预测，全球棉花总产量将比 2005 年有所增加，中国棉花产量增幅高达近 100 万吨，虽然美国西部地区受到严重干旱的影响出现减产，但其他地区单产创历史新高部分弥补了总产量的损失。同时，报告下调了中国的进口数量和美国的出口数字，且上调了全球的期末库存。



从上图看，全球棉花的消费自 2003 以来持续增长，这主要是由于中国的需求快速增加所致，预计 2007 年中国的消费量将占全球总消费量的 41%，这样大的比例反映出需求过度集中，如果中国的消费减少容易造成全球棉花供需失衡。从库存消费比的趋势来看，目前处于历年来来的中间水平，经过 8 年来的震荡调整后进入升势的可能性增大。

美国农业部 12 月供需报告棉花数据

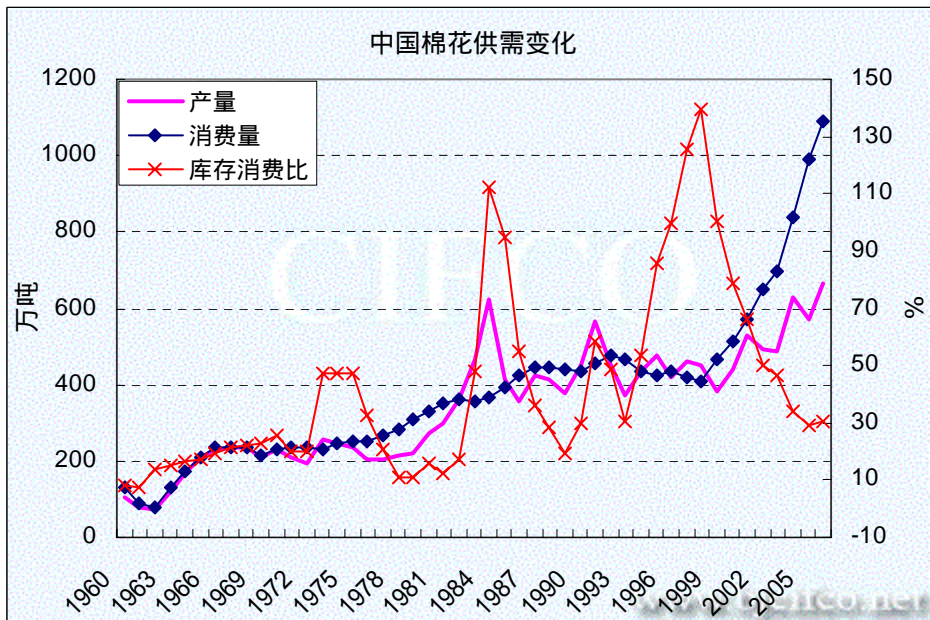
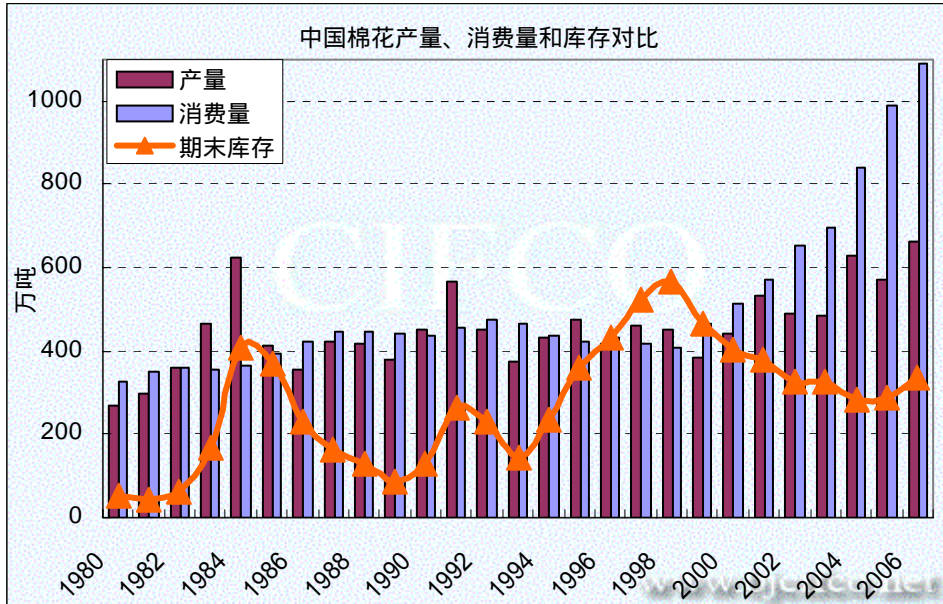
单位: 万吨

国别	项目	12月预测	11月预测	增减	10月预测	9月预测	8月预测	7月预测
中国	期初库存	341.0	341.0	0.0	341.0	289.8	289.1	283.9
	产量	664.1	653.2	10.9	631.4	609.6	598.7	598.7
	进口	375.6	381.0	-5.4	402.8	424.6	435.4	435.4
	消费	1088.6	1088.6	0.0	1088.6	1110.4	1110.4	1110.4
	出口	1.1	0.7	0.4	0.7	0.7	0.7	0.7
	期末库存	334.4	329.6	4.8	329.6	245.8	244.9	239.7
美国	期初库存	131.7	131.7	0.0	131.7	129.5	128.5	141.5
	产量	463.8	463.8	0.0	449.8	443.1	444.8	446.3
	进口	0.7	0.7	0.0	0.7	0.7	0.7	0.7
	总供应	596.1	596.1	0.0	582.2	573.3	573.9	588.5
	消费	111.0	113.2	-2.2	115.4	119.7	119.7	119.7
	出口	348.4	352.7	-4.4	348.4	352.7	352.7	361.4
中亚	期初库存	137.2	130.6	6.5	117.6	100.2	102.3	106.7
	产量	49.4	49.4	0.0	49.4	50.9	52.0	52.0
	进口	177.9	178.8	-0.9	182.2	172.7	172.7	172.7
	消费	-	-	-	-	-	-	-
	出口	30.5	30.5	0.0	30.5	30.5	30.5	30.5
	期末库存	148.5	148.5	0.0	151.3	146.7	146.7	147.8
印度	期初库存	48.3	49.2	-0.9	49.6	46.4	47.5	46.4
	产量	177.7	171.1	6.5	187.5	187.5	202.7	214.7
	进口	457.2	457.2	0.0	457.2	457.2	457.2	435.4
	消费	13.1	13.1	0.0	13.1	13.1	10.9	10.9
	出口	387.5	381.0	6.5	381.0	381.0	364.7	364.7
	期末库存	89.3	91.4	-2.2	87.1	92.5	92.5	87.1
巴基斯坦	期初库存	171.1	169.0	2.2	189.6	184.2	213.6	209.2
	产量	67.5	67.5	0.0	70.8	70.8	70.5	68.4
	进口	206.8	206.8	0.0	219.9	219.9	228.6	228.6
	消费	50.1	50.1	0.0	44.6	43.5	39.2	39.2
	出口	265.6	265.6	0.0	265.6	265.6	265.6	265.6
	期末库存	3.3	3.3	0.0	6.5	6.5	6.5	6.5
西非	期初库存	54.9	54.9	0.0	62.5	61.4	65.8	63.6
	产量	36.6	33.7	2.8	33.7	33.7	33.7	33.7
	进口	96.7	97.1	-0.4	95.6	97.3	101.0	101.0
	消费	-	-	-	-	-	-	-
	出口	3.9	3.9	0.0	3.9	3.9	3.9	3.9
	期末库存	96.7	94.5	2.2	93.8	99.3	102.5	102.5
巴西	期初库存	32.4	32.4	0.0	31.4	27.9	28.3	28.3
	产量	88.6	88.6	0.0	88.6	88.6	83.4	82.3
	进口	119.7	114.3	5.4	114.3	114.3	119.7	119.7
	消费	10.9	10.9	0.0	10.9	10.9	10.9	10.9
	出口	88.2	88.2	0.0	88.2	88.2	91.4	91.4
	期末库存	32.2	30.5	1.7	32.7	32.7	32.7	32.7
澳大利亚	期初库存	98.8	95.1	3.7	93.0	93.0	89.9	88.8
	产量	42.2	42.2	0.0	42.2	39.6	39.6	37.4
	进口	28.3	37.0	-8.7	47.9	52.3	56.6	56.6
	消费	-	-	-	-	-	-	-
	出口	1.3	1.3	0.0	1.3	1.3	1.3	1.3
	期末库存	50.1	53.3	-3.3	57.7	58.8	58.8	58.8
全球	期初库存	22.0	27.4	-5.4	34.0	34.6	39.0	36.8
	产量	1180.7	1171.6	9.1	1191.2	1136.1	1142.8	1154.2
	进口	2522.6	2519.5	3.0	2529.7	2502.5	2516.7	2489.9
	消费	907.7	915.1	-7.4	932.9	949.1	954.3	955.6
	出口	2634.5	2631.9	2.6	2634.0	2661.5	2649.5	2650.8
	期末库存	897.0	904.6	-7.6	922.3	938.4	943.8	945.4
	期初库存	1121.1	1111.5	9.6	1137.8	1017.4	1051.4	1033.1

数据来源: 美国农业部 (USDA) 2006年12月11日

二、国内棉花产量创历史最高水平

中国棉花协会发表的 12 月中国棉花形势月报中称，2006 年度全国棉花产量 670 万吨，比上年增长 17.5%，创历史最高水平。



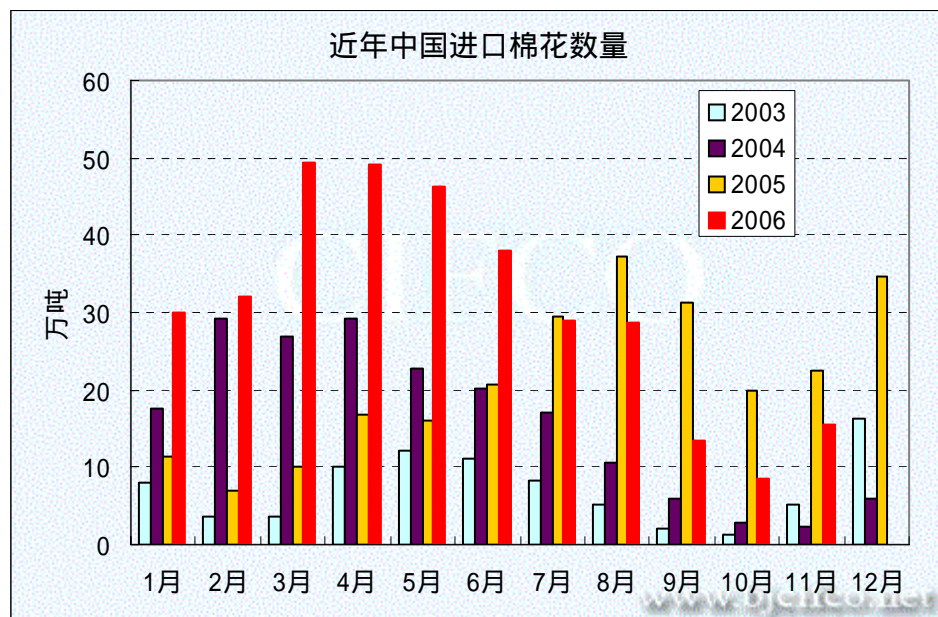
2000 年以来中国纺织行业迅猛发展，对于棉花的需求也大幅上升，由 400 万吨一路增加至 1000 万吨以上，因此造成国内棉花存在巨大的供求缺口，进口外棉已占国内消费比例的四成左右，棉花供应的安全问题日益突出。政策导向要求改变以往出口单纯依靠数量取胜的模式，逐步调整为增加附加值提高单位利润的模式，发达国家对中国纺织品出口频繁设限

以及人民币汇率快速升值都要求中国的纺织行业在提升产品档次和盈利上下功夫,出口数量的增长余地不大。这样长远看对于棉花的需求将增长有限甚至降低,上图表明2006年国内棉花的库存消费比已经改变连续7年下跌的趋势开始回升,预计今后的棉花供需形势将逐渐宽松。

三、影响供需状况的因素

1、进口棉配额政策

2001年底中国加入WTO之后纺织品出口迅速增加,国内棉花已经供不应求,进口外棉的数量不断增加,2002年只有17万吨,2004年就已经高达190万吨,今年1~11月已经进口了340万吨,4年时间增长20倍,目前进口棉的数量已经占国内棉花需求的40%左右,占国内棉花总供应量的30~40%。



棉花进口配额和实际进口数量对比

万吨

	关税内配额	增发配额	总配额	当年实际进口量
2002年	81.05	0	81.85	17.7
2003年	85.625	50	135.625	87.01
2004年	89.4	100	189.4	190.04
2005年	89.4	70+70	229.4	256.92
2006年	89.4	150+70	309.4	340.3(截至11月)

由于进口棉的必要性和数量庞大且价格优势明显，对国内棉花市场不可避免地会造成冲击，为此国家制定了相关政策对进口棉花进行管理。根据 WTO 协定，中国每年有 89.4 万吨的按 1% 征收关税的进口棉花配额，由于供需缺口较大，近年来国家还要增发数量不等的滑准税进口配额。滑准税率在 5~40% 浮动，意在限制外棉以过低价格冲击国内市场，但因没有考虑到棉花等级的因素，不论好坏都将价格维持在 13000 元/吨左右，这样造成部分棉商内外勾结虚报价格偷漏关税。

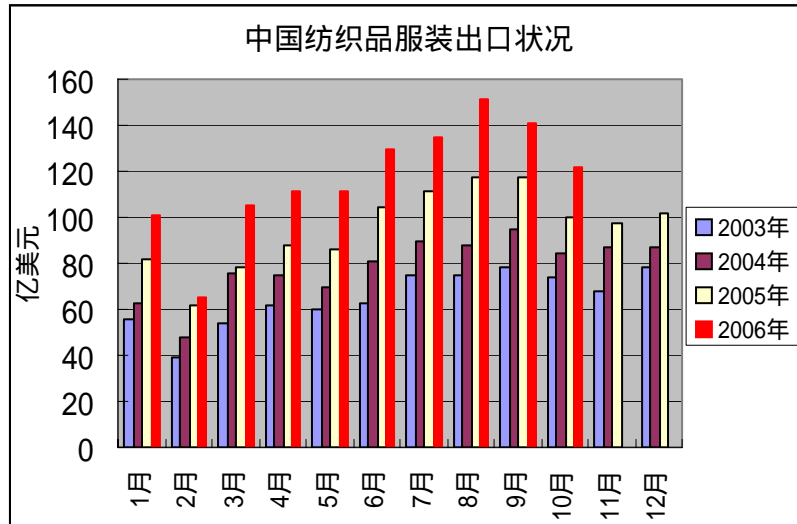
今年国内棉花增产导致棉价走软，10 月份起出现国内棉价低于进口棉的现象，滑准税的保护作用没有得到体现，还使 8、9 月国家实施的购买新疆棉配送进口棉配额的优惠政策成为鸡肋。这样，明年调整滑准税政策就势在必行。

由于管理层要均衡棉农和纺织行业的利益，保证棉价不会过低伤农又要避免内外棉价悬殊给纺织行业造成被动，传闻新的滑准税将采用不同等级的棉花适用不同税率的办法，根据国内需要调整进口棉的结构。同时，新增配额是年初一次性发放还是分批发放对市场也会造成不同的影响。根据近年国家的调控手法来看，除税率调整需要公开之外，其他措施往往暗地进行，以防止市场过度炒做。

2、纺织品出口前景

由于中国与欧美地区存在巨大的贸易顺差，近年有关纺织品的贸易摩擦不断发生，2005 年起欧盟和美国都对我国纺织品对上述国家、地区出口设置限制。根据有关协议，在 2007 年和 2008 年的年底之前，我国向欧盟地区和美国出口纺织品的某些大宗品种要受到配额的限制，这样抑制了我国纺织品出口的增长幅度。根据最新统计，对美国出口的设限产品至 12 月 19 日的清关率只有 56.6%，对欧盟出口的通关率为 70.88%，人民币升值以及对出口配额的无序炒做是造成出口不理想的重要原因。

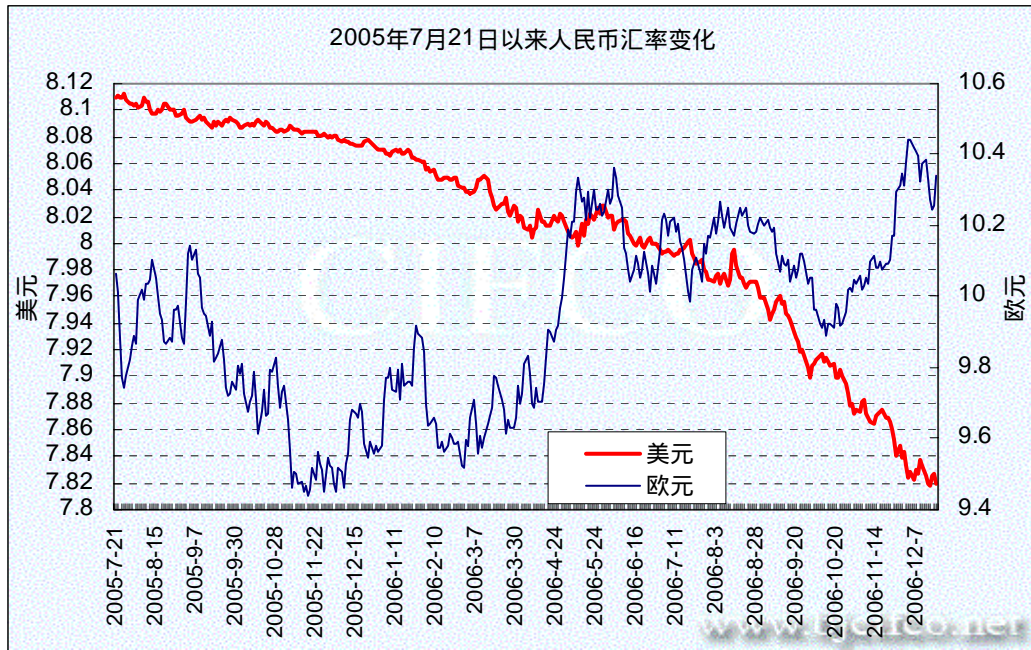
不过，从总体上讲我国纺织品和服装的出口金额还在不断上升，这种上涨的势头能持续多久对我国棉花产业的发展十分重要。



近期国际贸易摩擦仍很激烈,美国多次要求中国开放市场和促使人民币升值来缓和两国贸易逆差不断扩大的趋势,欧盟也多次表示要密切关注与中国贸易的不平衡状态,2007年的国际贸易形势不十分乐观。此外,国家实施宏观调控会限制纺织行业产能的进一步增加,纺织品的出口退税率9月起由13%降至11%,印度、巴基斯坦等国家的纺织品竞争力日益增强和人民币汇率持续升值对中国纺织品出口继续增长是个考验。

3、人民币汇率变化

自2005年7月21日人民币实行汇率改革以来,与美元的汇率由8.11一路下滑至7.82左右,人民币累计升值3.58%,与汇改前的8.27相比更是上升了5.4%,与纺织品平均3~5%的利润相比十分可观,如果纺织企业不在提高产品档次增加附加值方面做出更多努力的话,中国纺织品出口的前景不容乐观。



在国际贸易摩擦不断的情况下，人民币汇率问题已经成为国家间讨价还价的筹码，人民币继续升值难以避免。对于棉花产业来讲，将在棉花进口和纺织品出口两方面造成压力。

第三部分 2007 年棉花行情展望

通过以上分析可以得知 2007 年国际棉花的供应形势将比较宽松，供需矛盾有望得到缓和，预计市场表现会比较平静。基本面需要关注进口棉政策如何调整，以及国家收储怎样实行和纺织行业的需求有无变化。

技术上近期郑棉市场比较主动，撮合市场甚至纽约市场都有居于配角的迹象，但现货价格变化幅度相对较小，期现价格差距正在拉开，如果得不到现货走势得支持，期市难免重蹈陷入低迷的覆辙。



从技术分析角度来看，郑棉指数在 13171 点止跌反弹，目前已经进入 14000~14700 点的成交密集区，同时也是下跌反弹的黄金分割位，继续上涨阻力重重。另外，15000 点以上是 2005 年对棉花减产、采摘推迟导致供应紧张的炒做结果，也是政策表态准备干预的高价区，今年国内外棉花供应状况都较去年宽松，郑棉重上 15000 元的可能性不大。

这样，在走出这波反弹行情之后，获利盘离场以及保值卖盘增多会导致棉价逐渐回落。那时籽棉收购已进尾声，农发行贷款开始进入偿还期，进口棉配额的发放为时不远（发改委考虑 2007 年 3 月增发滑准税配额），这样郑棉会重新回到 14000 点以下。

对于明年郑棉市场低点的判断，笔者认为存在跌破 13171 点的可能。毕竟郑棉 10 月以来反弹了千余点，而现货涨幅只有 200 元，中国棉花指数（Cindex328）在 12 月中下旬不过 12800 点左右。期货上涨受主力机构操作的影响甚大，一旦题材炒做完毕棉价回到 13000 左右很正常。考虑到目前籽棉收购价超过 2.6 元/斤，加工后的皮棉成本不足 12400 元/吨，而棉农增产又增收，利益已经得到保障。后期政策调控的重点将倾向纺织行业，既然今年进口棉的到港价被滑准税控制在 13000 元/吨附近，那么 2007 年下调滑准税（呼声很高）后进口棉的价格会更低，期货下探 12500 元甚至更低（2004 年郑棉上市后的低价区）也是有可能的。