

精彩将能重现

在 2010 年，棉花期货市场将反复成为市场关注的热点。投机资金与现货实体的博弈将为投资者创造更多的机会。这是一个不同于以往的棉花期货市场

当度过了不平凡的 2009 以后，我们对商品整体走势做简单回顾时，发现：在 2009 年中，最能够在绝大多数时间段内，保持稳定、持续上扬的商品是棉花。虽然其绝对和相对升幅均不算突出，从指数最低点计算，年内整体涨幅约在 60%左右。但是在大的技术图表看：在和外盘有强相关性的商品中，棉花却是最先靠近 2008 年 3 月农产品牛市顶峰的！

同时，在价格攀升的过程中，资金对其关注力度也急剧升温，成交量和持仓量记录被反复刷新。显示棉花在经历接近 5 年的蛰伏期后，其内在的投资价值和机会正充分得到挖掘。不论后期棉价走向何方，2009 年，都注定是值得棉花期货大书一笔的年份。

在本文中，我们从剖析推动棉花期价上涨的因素入手，阐述 2010 年度影响棉花期价波动的关键要素。为投资者分析投资机会。

坦率而言，在 2009 年的初冬要正确判断棉价来年走势是及其困难的。我们认为：投资者不仅需要掌握棉价的基本情况有所把握，同时更需要对 2010 的宏观经济走势和投资策略有着清晰的认识。

在此，我们也是以此文做抛砖引玉，辨析出一些能够在未来一段时间内对棉价产生关键影响的要素。提供给投资者参考。

相关报告：

《2008 棉花年报——春寒料峭 回暖待时》

李攀峰 分析师

028-86269203

成都倍特期货经纪有限公司

研发中心

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经倍特期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

第一部分：2009 年棉花走势回顾

对于 2009 年的棉花期价运行，我们可以将 2009 年 8 月 31 日~9 月 1 日，也就是棉花新作物年度开始的时间点，作为行情阶段运行的关键分界点。

第一阶段：

1 月 1 日~8 月 31 日，国家政策对棉花价格形成绝对主导。国家政策对棉价的干预措施主要集中在两个方面，第一是调高纺织品出口退税率，促进纺织产业的复苏；第二是灵活使用国家收储和放储政策，确保棉价走势稳定，兼顾上下游产业的共同利益。

纺织品出口退税率调整

为缓解席卷全球的金融危机对我国纺织产业的冲击，提高企业的竞争力和抗风险能力，2008~2009 年，国家先后三次提高纺织品和服务的出口退税率。

2008 年 8 月 1 日国家纺织品和服装的出口退税率从 11%分别上调至 13%；

2008 年 11 月 1 日起国家再次上调出口退税率，将部分纺织品、服装出口退税率提高到 14%；

2009 年 4 月 1 日国家进一步上调出口退税率，将纺织品、服装的出口退税率提高到 16%。

国家收储

同时，为缓解棉花价格下跌对广大种棉农民的影响，切实保障他们的利益，国家在 2008~2009 年更是进行了史无前例的棉花大收储，先后 4 次合计收储棉花 287 万吨，占我国 2008/09 年度棉花产量的 1/3。极大地稳定了棉价价格。

为解决新疆棉花卖难问题，2008 年 8 月 21 日开始收储新疆棉 15 万吨，标准级(328 级)每吨按 13400 元(指新疆库点)和 13600 元(指内地库点)作为收储的最高到库价格。截止 8 月 31 日收储结束，实际收储 81300 吨。

2008 年 10 月 21 日国家再次推出新疆棉 22 万吨的收储计划，短短的四天内，22 万吨棉花就全部成交，成交均价在 12600 元/吨。

2008 年 10 月 29 日国家开始了第三批的国家棉花收储计划，收储力度明显加强，以 12600 元/吨的价格收储新疆和内地棉共计 100 万吨。在如此大收储力度的拉升下，棉价开始触底反弹。

2008年12月23日第三批棉花收储刚结束，国家接着在24日继续以12600元/吨的价格收储新疆和内地棉150万吨，本次收储持续到2009年4月10日，棉花价格在国家收储的提升下持续上涨。

国家放储

由于国家大量收储棉花，棉价持续走高，而当时纺织产业复苏缓慢，为稳定棉花市场供需关系，保护上游棉农、棉花企业合理生产销售收益，同时保证下游纺织企业合理用棉需要，国家在2009年5月22日启动国家储备棉轮出和临时收储棉花出库销售工作。

本批轮出2003年度储备棉31.3万吨，2004年度储备棉21万吨，出库销售2008年度临时收储的棉花数量暂定100万吨，将通过全国棉花交易市场储备棉竞买交易系统公开竞买。其中2003至2004年度储备棉的竞买底价为12500元/吨（净重）；2008年度临时收储的棉花竞买底价为12900元/吨（净重）。

从放储的效果看，明显抑制了现货和期货棉花上扬的节奏。现货方面，中棉328B价格波动于12800~13200区间，而期货价格则12900~13800做平缓上扬。

第二阶段：

从2009年9月1日开始的新棉花作物年度，向市场传递出一个主题词：供需紧张。供需紧张不是单单是中国，更是全球范围内的供需紧张。棉花在与其它农作物的种植效益对比中长期处于劣势，棉花播种面积不断因其它农产品扩张而缩减，其积累的后果开始显现。在供需关系趋向紧张的核心因素主导下，资金开始大规模流入棉花期货市场进行推升。

从棉花期价的运行看，郑棉期货指数呈现单边上边，指数从9月初的13200一线启动，到11月下旬，已经突破16000大关。而持仓量则从9月初不足5万手增加到11月下旬的超过23万手。成交量更从日均不足2万手放大到日成交突破40万手。这个阶段期价呈现仓量、价格的良好联动。

在现货方面，也同样为单边大幅上扬，中棉328B指数从13000起步，到11月中下旬突破14500关口。

在棉价上涨的过程，我们也必须提示投资者注意的是：由于资金量的快速流入，期棉价格不可避免的对现货价格的超涨。单单看上升幅度，期价即超越现货价格1500元/吨。而从期现价格差异看，期价指数则高于现货价格指数1700元/吨，这是一个相当高的水准。出现如此高的期现价差，是需要投资者清醒认识的。我们无意判断这是否是投机性泡沫，或者如果存在泡沫，那么这个泡沫将于何时破裂。但是期现价格过高本身，已经给投资者带来了困惑。

从国家政策导向看，起始于 11 月 23 日的国储棉花 50 万吨拍卖是已经向棉花市场传递出清晰的政策信号。从国储棉花的数据变化分析，我们是有理由相信：国家保持着对棉价进行调控的后续能力。

而这个因素也将成为 2010 年度主导棉花价格走势的关键性要素之一。

图一 郑州棉花期货指数 2009 年走势



数据来源 文华财经

我们认为：在 09 年，期棉运行的第一阶段，主导因素是国家调控政策主导棉价波动；第二阶段，主导因素则是转向对基本面供需关系紧张的高度关注。

第二部分：2010 年展望

供需关系大势认识：

我们采用美国农业部（**USAD**）2009 年 11 月月度供需报告中对 09/10 年度全球和中国棉花的产量需求数据进行分析。用下表说明。

全球的供需格局，生产减少 484 万包，但消费回暖，增加 234 万包，库存中幅下降 694 万包。显示供需关系向良性转换。但库存消费比仍然维持于 51.8% 的高位，这不足以预期棉花未来大幅上行的动力。

根据全球棉花咨询委员会(ICAC)日前发布的 11 月份全球棉花供需报告，2009/10 年度，全球棉花产量预计为 2230 万吨，年比下降 5%。这主要是由于中国大陆的产量大幅下降 16%，仅为 675 万吨。但印度棉花产量会创纪录的达到 530 万吨，较上年度增长 8%。ICAC 预计：2009/10 年度，全球纺织用棉预计会恢复 2%，达到 2360 万吨。亚洲将成为此次增长的主要引擎，棉花消费量预计会增加 62 万

吨，达到 1830 万吨，占全球用棉量的 77%。全球棉花进口量预计会增长 8%，达到 700 万吨。ICAC 认为中国大陆进口会增长 18%，达到 180 万吨，但是最终的规模将取决于政府对配额及储备棉的调控。

表 1 棉花供需数据对比

(单位：万包)

预测机构 (USDA)	预测数据	产量	国内使用量	进口量	期末库存	供需形势
世界 09/10 年度		10274	11352	3287	5327	产量下降，而消费量 有小幅回升
世界变化幅度		-484	+234	-232	-694	库存压力得到削弱
中国 08/09 年度		3150	4625	850	1700	产量出现较大下降
中国变化幅度		-520	+125	+150	-383	消费小幅回升，库存 压力明显削弱

数据来源：美国农业部

从美国农业部的报告看，09/10 年度中国棉花的供需缺口为 625 万包，使用总量增加 125 万包。显示中国纺织品出口继续复苏的期待。

从据中国棉花协会调查结果，预计 2009 年全国棉花产量 691 万吨，同比减少 7.7%。中国棉花协会预计，09 年全国棉花种植面积 7778 万亩约 519 万公顷)，同比减少 12%。产量方面，中国棉花协会预测 09 年中国棉花产量约 670 万吨，同比减少 14.1%。

从国际、国内权威机构对 09/10 年度的预期看，对棉价的基调都是偏多的。但是需要注意一点：基调偏多，但对棉价上涨的幅度预期却相对谨慎。其中 ICAC 对 09/10 年度国际棉价 COTLOOK A 指数预计为 60 美分/磅，上调 3 美分。

图二 中国棉花历年产量



数据来源 中国棉花协会

现货市场认识:

在 2009 年，国内棉花现货价格走势和期货大趋势上基本一致，但波动幅度弱于期货。现货在 2008 年 11 月下旬见底，中棉 328B 价格为 10400 一线，而后开始上涨，截止 2009 年 11 月下旬，价格冲过 14500 元/吨，价格走势为单边上扬，幅度 4000 元/吨。主要原因为期货在 9 月份后出现超涨于现货，使得期货价格上表现过高的升水。截止 11 月 18 日，代表 328B 级棉花现货价格水平的中棉 328B 指数（CC INDEX328B）14543，较 08 年末上涨 3590 元/吨。中棉 527B 指数 13455，上涨 3494 元/吨。而中棉 229B 指数 10920，上涨 3386 元/吨。完全收回 08 年内的巨幅下跌。我们结合图表进行分析。

从中国棉花各品级价格指数的运行看，年内价格运行态势分为两个阶段：

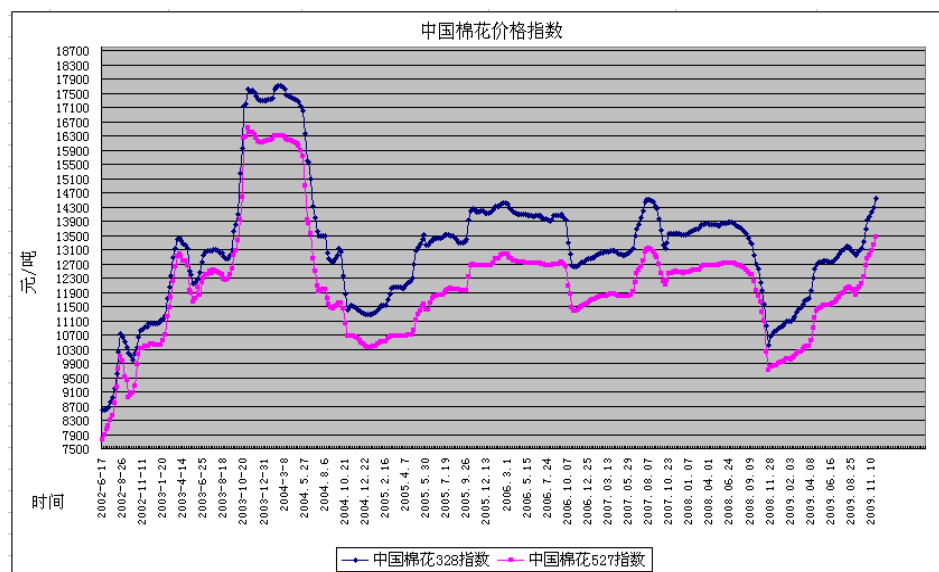
阶段一：1 月~8 月价格复苏。由于国家一系列纺织业产业扶持政策和托市收购棉价政策实时，棉价表现出温和上扬，收回到 2002 年以来，现货价格的中轴位置，即中棉 328B 从 10400 上涨到 13000，中棉 527B 从 9800 上涨到 12000。节奏上表现为缓步抬高。这个过程也可以看成棉花现货是对 08 年过度暴跌的一个自然修正过程。

阶段二：9 月至今的价格加速上涨期。由于全球经济环境的复苏和棉花市场自身的供需关系趋向紧张。而对通货膨胀的预期，则加重了资金对资产价格和商品价格的追捧。棉价在多重因素的共同作用下出现加速上涨。进去 11 月以来，周涨幅逐步从 100 元/吨放大到 240 元/吨。由于国储棉花放储过程中，

出现抢购，同时期货价格剧烈上行给予牵引，棉价短期内无削弱上涨力度的迹象，中棉 328B 在 11 月 24 日穿越 14500 关口，中棉 527B 则逼近 13500。

从各品级棉花上价格对比看，整体上扬幅度为高品级棉花略微领先。中棉 328B 对 527B 价差从年初 500~800 元/吨放大到 1000~1200 元/吨，显示下游棉花需求也向正常过程的回归当中。

图三 中国棉花现货价格



数据来源：成都倍特

市场未来的关键要素

我们认为对 2010 年度棉花价格走势产生关键性影响的要素有三点，即 1、国家政策；2、期现价差；3、仓单。

1、国家政策

投资者应该已经关注到，在棉花价格上涨的过程中，国家政策发出了清晰的，希望价格走势稳定的声音。首先是国家反复投放棉花储备，以满足市场供应，消除市场紧张情绪。其次是国家农业发展银行对涉棉企业利用农发行贷款收购棉花一再发出风险提示，并督促企业不断积累和补充自有资金，提高自有资金参与收购的比例。要求 2009 棉花年度企业参与收购的自有资金应在 2008 棉花年度的基础上至少增加 10%。同时强化了贷款期现管理，要求对 2009 棉花年度发放的收购贷款，原则上至 2010 年 3 月末，收贷率要高于 50%，5 月末高于 70%，年度结束要全额收回。这是对棉价走高后潜在风险的控制措施。

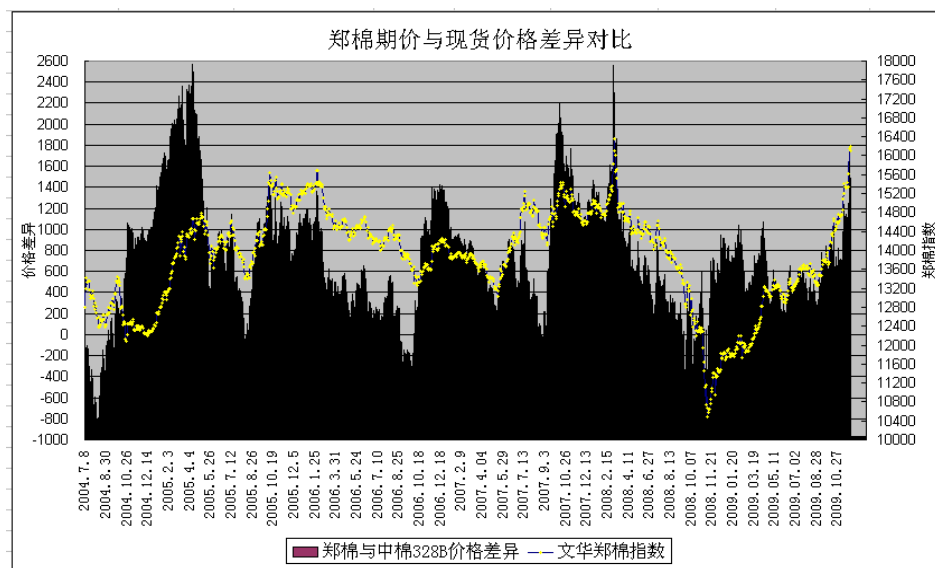
截止 11 月 25 日，国家棉花储备投放 2202854 吨，其中 2008 年度储备棉 1507029 吨，2003-2007 年度棉花 695825 吨。对比 2008 年度棉花的收储、放储量，可知，国家当前至少持有 2008 年度储备棉库存超过 120 万吨。也就是说：面对棉花价

格，国家依旧保持着强大的调控能力，无论上在库存储备上，还是在政策使用的空间上。市场不应该也不可能忽略这一点。

2、期现价差

事实上，进入2009年11月以后，我们其实并不是在讨论棉价是不是应该上涨，而更多的时间是在讨论棉价应该以怎样的方式上涨。在根本上影响我们判断的一个重要原因即是：期价和现货价格的差异是不是处于一个合理的范围？

图四 中国棉花期货和现货价差



数据来源：成都倍特

我们注意到：至棉花期货交易以来，棉花期价对于同级棉花现货的价差绝大多数时候处于200~1600元/吨的范围，极限高值出现在2008年3月，为2500元/吨。极限低值出现在2004年8月为-800元/吨。进一步细化，也可以看到，期现价格在小于200，或大于1600的状态下存在的时间都非常短暂，进入2007年以上，期现价差高于1400元/吨所能维持的时间段都非常短。因为过大的期现价差将对套期保值的卖盘产生强烈的吸引力，进而介入抛空，抑制期价；而过小的期现价差也会吸引套期保值的买盘，将期价推高到合理的价格。

2009年11月以来，由于期价的快速上涨，期现价差穿越了1200元的合理中轴位置，快速放大到1800元/吨一线。现货跟涨的力度则由于国家棉花储备投放的压力而保持缓步跟进的状态。我们可以对现货保持缓涨的节奏抱有信心，但是，我们难以对期现价差是否能维持在一个明显偏高的位置缺乏信心。

很明显，期现价差的水平也将给投资者提供有用的投资依据。清楚了解棉价期价是否存在超涨行为。

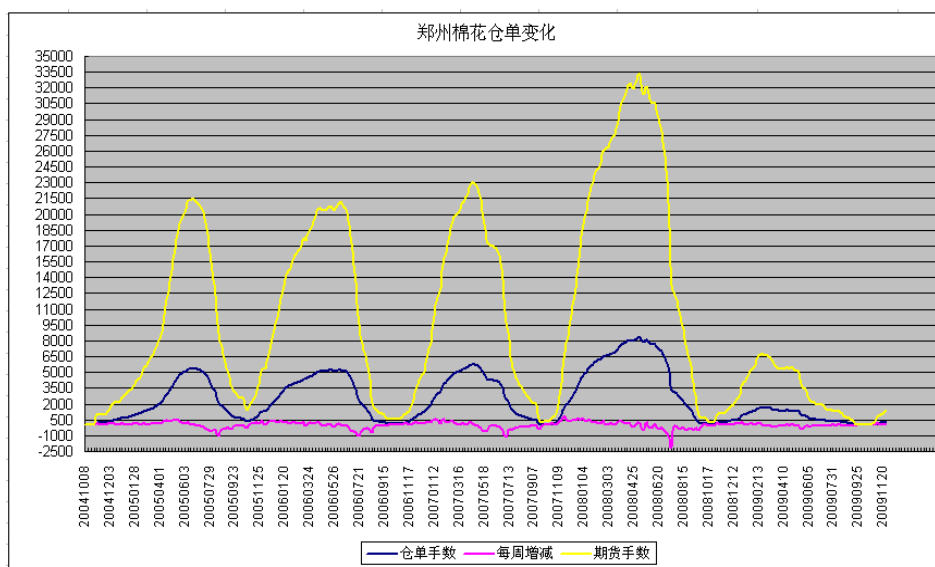
3、仓单

由于国内棉花产量和质量在 2009 年度都受到了削弱，使得新作物年度开始后，棉花仓单生产的速率和数量都明显下降。我们对比 2004 年以来棉花仓单的注册过程，发现：在 2004~2007 年度，截止 11 月底，棉花仓单注册数量均处于 3000~4500 手的范围，这是一个正常的水平。2008 仓单注册也较少，但需要考虑到当时为期货倒挂于现货价，自然不可能吸引仓单进入期货市场。

而截止 2009 年 11 月 25 日，棉花仓单仅折合期货 1456 手，远远低于往年同期。如果我们考虑两个事实，即期价远远高于现货价和期货持仓规模是以往年度同期最高持仓量的 3 倍，就可以明白仓单是多么的匮乏！

当前 CF1001 合约的单边持仓量为 11500 手，即将交割，而有效仓单仅约 1/8。考虑有效预报，则勉强达到 40% 的单边持仓比例。事实上，我们很难排除主力资金借用 CF1001 潜在的逼空可能，趁势拉高远期合约的意图。

图五 郑州棉花仓单变化



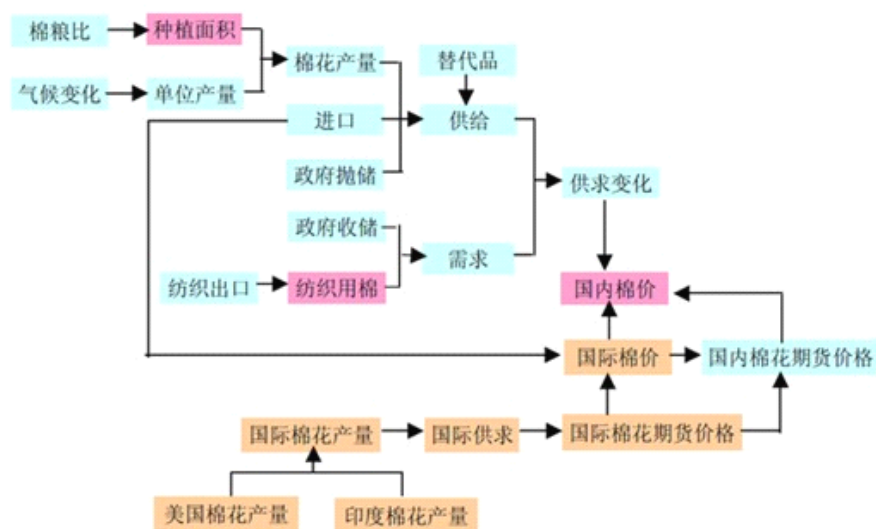
数据来源：成都倍特

在 2010 年度，投资者应该对棉花仓单的生成速率和数量保持密切关注。同时将仓单的生成与期现价格结合考虑。辨明：期现价差在什么区间会对棉花仓单的注册产生高的吸引力。以判断期价是否处于合理的状态。

若仓单生产始终缓慢，我们则要保持对棉价继续强势运行的信心。而若仓单数量快速增加，我们则要留意期价受到的冲击会随即放大，迫使期现价格进入一个较低的区间内运行，此时就需要主动放低对棉价走高的预期。

从国内棉花价格形成机制图看，国家政策行为和导向，包括收放储政策、进出口政策将会在 2010 年初对棉花价格有较大的影响力。对此，投资者应该有所认识。

图六 国内棉花价格形成机制



数据来源：成都倍特

资金动向和技术分析

资金动向

我们从两点来讨论资金动向，即美国棉花期货持仓和国内郑棉主力机构持仓

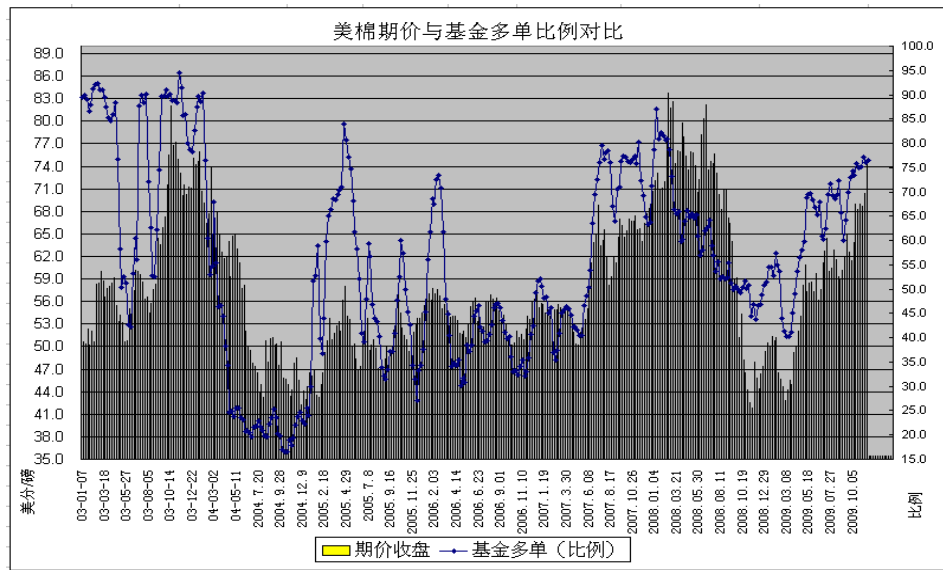
美棉基金持仓

分析基金的持仓结构和调整动向，就是分析最活跃的主力资金的运做意愿。如下：截止 2008 月 11 月 17 日，基金在期货上 多单 56854：空单 17561，净多 39293。

多单比例变化：期货：基金持仓从 2009 年 3 月 8 日当周开始调整持仓，持续性减多增多，从净空 12334 转变为净多近 4 万手。是基金积极的多向操作推动期棉价格走高。这是资金流动方向上的因素。

从基金长期的持仓数据看，基金多单比例极限值为 95%，单向多单净持仓为 75000 手，当前，基金多单比例 75%，净多持仓 39000 手，均处于中偏上的位置，基金做多意愿和力度均未到极限。目前基金持仓结构对棉价上涨是良性。

图七 美国棉花期价与基金持仓对比

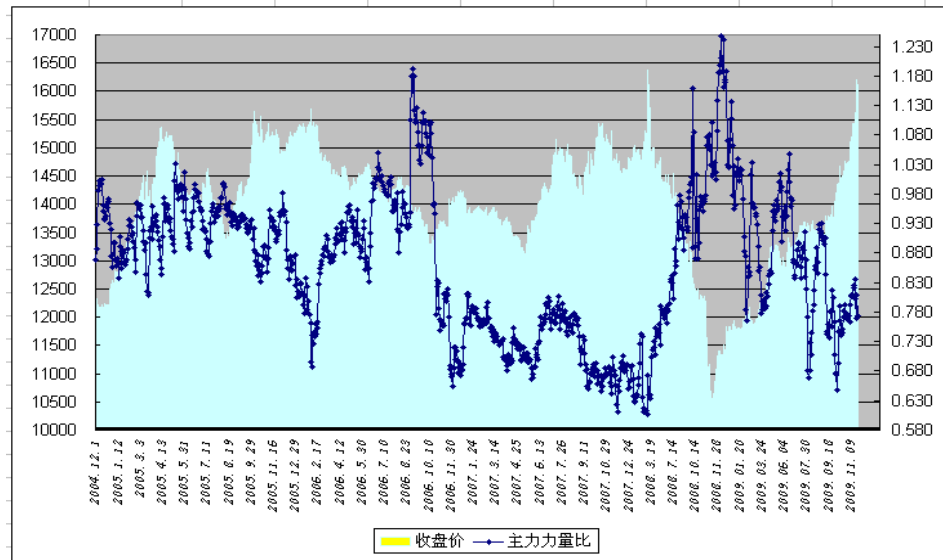


数据来源：成都倍特

国内期棉主力持仓

截止 2008 年 11 月 25 日，国内期棉市场，持仓前 20 名机构，多单 67776；空单 87560，净空 19784。

图七 郑州棉花期价与主力持仓对比



数据来源：成都倍特

仓位变化：从国内期棉的持仓数据看，主力持仓结构往往和期货价格的运行方向相反。即，主力持仓呈现净多单提升时，期价往往在持续下跌，而主力持仓连续为净空单增加时，期价又处于连续上涨。这是一个很奇怪的特征。此

次棉价上涨过程中，也表现出主力空头持仓比例的提高。不排除有个别主空持仓规模过大，使得整体数据有所扭曲。而多头主力机构则以轮动方式推高期价。

从主力机构长期的持仓数据看，主力多单：空单的比例处于 0.60~1.25 的范围，当前为 0.77。按反向规律看，也没达到极限值 0.6。主力做多意愿和力度也均未到极限。目前主力持仓结构对棉价上涨是良性。

技术分析

我们从两点来进行技术分析，即美国棉花期价走势和国内郑棉期价走势

美国棉花期价走势

从当前美国棉花期价走势看，周线图表和月线图表是最为清晰的，即期价正在向 80 美分/磅回升。从月线图表看，美棉过去 34 年来基本是以 40~80 美分/磅的区间内运行。历史高点为 1980 年 9 月的 97 美分。而此时，投资者可关注：美国棉花是否能借助基本面利好和通胀预期强烈的东风扩展新的运行区间？就如同美国大豆一样，在突破 500~1000 美分/蒲式耳的历史大区间内，进入 750~1500 美分的新区间运行。参照美国大豆，我们不妨预期：美国棉花新的波动区间可能是 60~120 美分/磅。即低位上移到 60 美分，新区间宽度为低位的两倍。那么对应于国内棉价，这个新区间是 12000~24000 元/吨。

需要提醒投资者注意的是：这不完全是我们对 2010 年走势的认识，而是对历史价格运行区间改变的判断和猜想。

图八 美国棉花期价走势猜想



数据来源：成都倍特

国内郑棉期价走势

在技术图表上，国内郑棉期价不如美棉图表丰富，但是，我们仍能得到类似于美棉的判断。

图九 国内郑棉期价走势猜想



数据来源：成都倍特

从历史图表看，郑棉上市以来期价主要的运行区间为 12000~16000，中轴 14000。从周线图看，当前国内棉花期价正在攻击上市以来高位区间：16500 一线。

我们提出的猜想是：国内棉花是否也能拓展自己的波动区间，提升到 14000~18000？即低位区间线从原来的 12000 上提到 14000。而区间幅度仍为 4000 点，高位拓展到 18000。

事实上，从 2002 年现货价格中棉 328B 的走势看，是不能断然否定掉这个猜想的。要知道 2002 年，现货即有过极度接近 18000 关口的光辉历史。

而从 08 年棉价的极端波动看，期价价格指数一度击破 12000 的前期低位，并有 1800 点的向下穿刺，那么，如果 2010 出现对原有高位 16600 的突破并对称穿刺 1800 点，也不是那么让人意外的。

第三部分：后市观点和操作策略

经过上文的分析后，我们认为：在未来一年中，期棉价格走势的总体基调的偏强的。全球性的供应关系趋紧是基调；而资金力量对于通货膨胀，对于利多

基本面的追逐则是影响期价的同样重要的要素。在细节上，投资者需要注意的仓单生成的速率和数量。

需要提醒投资者注意是是国家政策对棉价的态度和可能的调控措施，以及高升水状态下，期现价差如何寻求新的平衡。如果棉价能有适度的缓和，收缩到 800，甚至 600，而不要表现出过于的咄咄逼人，我们就能相信棉价未来走势将更为稳健。

从 2009 年棉价走势的核心主题看，第一为国家政策主导；第二为新年度基本面主导。那么在 2010 年，市场的主题仍将是如此。

本文难以准确判断未来棉价运行的节奏，但我们认为：如果棉花期价能有一次回踩 15000~15200 关口，主动缩减期现价差的过程，那么棉价运行的方式和性质就将健康得多。甚至不排除合理调整后转为持续的单边“慢牛”走势。

我们期待未来一年棉花继续向我们展示更多的精彩。