

研究报告

专题报告

利多兑现产业需求转向，价差收敛棉价陷入震荡

广州期货 研究中心

联系电话：020-22139813

摘要：

- 郑棉在 9-10 月的暴涨主要有以下几个原因推动，第一是真实的成本增加，第二部分是轧花厂产能过剩带来的囚徒困境，第三是产业和资金的合力，第四是通胀下大宗商品普涨的背景。
- 2021 年棉花的种植成本上浮了约 20%-30%，主要包括土地承包费用，农资物品包括化肥农药，以及水电操作费。当前下年度的土地承包费已有上涨迹象，下年度种植成本或更高。加上轧花厂产能过剩现象的持续，下年度棉价仍有暴涨可能。
- 新棉上市阶段，轧花厂、贸易商和纺织厂产业需求皆为棉花多头，经济周期进入过热阶段则使投机资金趋向做多大宗商品，产业和资金的共振加速了棉价的上涨。
- 从行情回溯中可以看到，4 个上涨推动中，种植成本、轧花厂抢收以及产业资金方向这三个因素在明年同时间段有可能重复，但通胀这个因素则相对不可控。由于农产品的成本是长期积累的，而工业品的成本通过能源价格管控可以在短期内改变，这代表在下年度同时段内存在着多空空工，多内空外的套利机会。此外，在这波行情的上涨中，可以看到棉花场内期权波动率也是一路飙升，先购买看涨期权，在籽棉收购前期做多期权波动率，同样具备可操作性。
- 推动上涨的因素具有较强的时间限制。成本方面，经过籽棉价格下跌、棉籽价格上涨和质量升水加成后，来自新棉成本的支撑已经在不断减弱。轧花厂收购尾声，抢收因素不复存在。产业则因套保需求开始持仓待空。投机多头的移仓以及大型贸易商的选择会促使价差倒挂幅度减轻，9-1 价差有望不断收敛甚至重新回到平水状态。
- 当前需关注政策风险：通胀数据远超预期，调控压力非常显著。地产棉底价计算方式的改变，以及在 10 月后总计近百万吨的棉花投放体现出相关部门保障供应和平移价格波动的决心和行动力。

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】1497 号

联系方式

谢紫琪

期货从业资格：F3032560

投资咨询资格：Z0014338

邮箱：xie.ziqi@gzf2010.com.cn

相关图表



相关报告

- 2021.10.22 《调控初步显威，棉价偏弱调整》
广州期货官网
- 2021.10.29 《国家调控商品转向，郑棉高位宽幅震荡》
广州期货官网
- 2021.11.07 《多空相对均衡，郑棉振幅收窄》
广州期货官网

目录

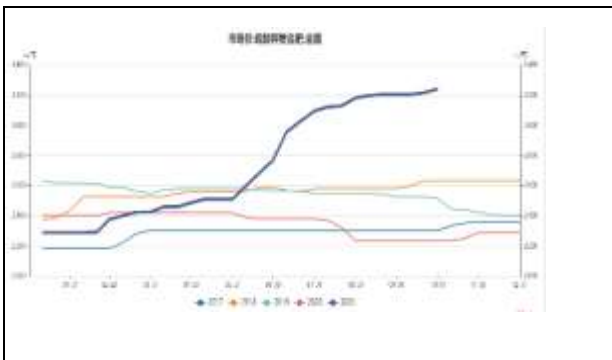
一、棉花种植成本增加.....	1
二、轧花厂的“囚徒困境”.....	1
三、通胀预期商品普涨，产业投机资金共振	3
四、利好具备时效性，价差倒挂有望扭转	3
五、调控意愿强烈，关注政策风险.....	4
免责声明.....	6
研究中心简介.....	6
广州期货业务单元一览.....	7

2021年9月24日，伴随着新棉收购拉开帷幕和一个漂亮的技术金叉，郑棉开始演奏起今年最波澜壮阔的上涨狂奏曲。从24日收盘价的17515元/吨上涨到最高点22960元/吨，11个交易日内最大涨幅达31.08%，创下十余年来最高记录。在此进行简单的复盘，为未来的行情推演提供参考。此次棉花在9-10月的暴涨有以下几个原因，第一是真实的成本增加，第二部分是轧花厂产能过剩带来的囚徒困境，第三是产业和资金的合力，第四是通胀下大宗商品普涨的背景。

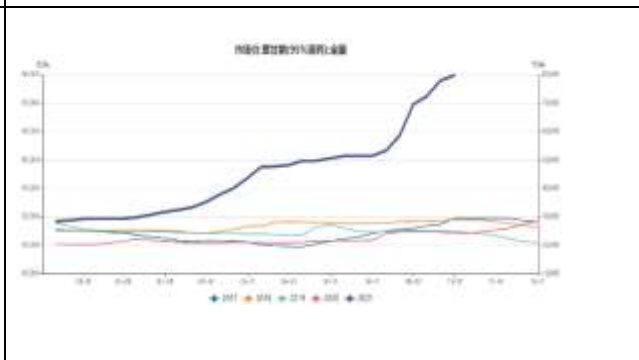
一、棉花种植成本增加

首先来看一下成本。上涨的种植成本主要分3部分，土地承包费用，农资物品包括化肥农药，以及水电操作费。南疆的土地承包费用从700-1000元/亩上涨到900-1200元/亩，北疆土地承包费用从900-1300元/亩上涨到1100-1500元/亩，平均上涨200-300元/亩。化肥农资物品涨幅则更为明显。根据Wind数据，硫酸钾复合肥在2021年5月31日为2512.5元/吨，随后一路上涨，截至10月31日为3243元/吨，涨幅29%。尿素从5月初的2226.7元/吨涨至3158.9元/吨。农药草甘膦从年初就开始上涨，从1月10日的28470元/吨飙到10月31日的80000元/吨。水电费的上涨则和国内能源价格相关，近期由于相关部门管控，动力煤价格已经出现了明显回落。综合计算的话，2021年棉花的种植成本上浮了约20%-30%。但这个上浮的比例不能按照去年皮棉成本14500附近来算。棉花的目标价格补贴是18600元/吨，如果棉农希望今年的收益不低于去年，将上涨的成本全部转移，则价格应该是18600乘以(1+20%或30%)=22320到24180元/吨。由于部分土地属于自有或长期承包，以及钱款当场结清不需要等待来年下发补贴后可以提前获得的利润及自主权，综合价格应该偏向较低的一端即22320元/吨。

图表1：硫酸钾复合肥市场价



图表2：草甘膦市场价



数据来源：Wind 广州期货研究中心

二、轧花厂的“囚徒困境”

除了种植成本上涨，本年度轧花厂的包厂费用也在提高。由于过去两年轧花厂经营利润良好，包场费用水涨船高。这意味着在收购籽棉数量不变的情况下，单位加工利润需上调才可覆盖轧花厂费用，如果单位加工利润不变，则要增加收购的籽棉数量。而轧花产能的增加更加剧了轧花厂的经营目标负担。据统计，2019-20年两年间，新疆轧花厂新增近百条产能线。2017、18年在新疆轧花厂调研的时候还能看到有轧花厂拒收因机采棉技术不够成熟导致含杂过高的棉花，且听闻彼时会有棉农向政府哭诉希望政府

强制要求轧花厂不要拒收。但这样的现象这两年已基本消失，强弱转势后棉花的含水含杂问题飙升，间接造成了19及20年棉花质量的下滑。除了质量方面的问题，过量的产能更在轧花厂间形成了囚徒困境（见下图，为虚拟情景）。假设某地共有10家轧花厂和100万吨棉花产量，若全部轧花厂都提价或不提价，则10家轧花厂平分产量，每家10吨。由于当前信息灵通，棉农非常了解各家轧花厂报价，且都会选择报价最高的轧花厂，价格对于收购量影响非常大。当一家轧花厂单独提价，它的收购量会迅速增加，考虑资金限制后依然可占据半壁江山；但若其他轧花厂都提价而A轧花厂不提价，它能收到的籽棉将寥寥无几。对于单个轧花厂A来说，选择提价，它能获得的籽棉量10和46是一定多于它不提价的籽棉量1和10的。因此，尽管轧花厂结成价格联盟普遍不提价是对所有轧花厂最好的选择，但因对单个轧花厂来说并非最佳选择，所以这样的联盟非常容易破裂。应对的方式有二，一是有强力的外力介入，如当地政府来主导价格联盟或因疫情切断各地籽棉外流可能性，二是更多的籽棉收购量并不意味着更多获利可能，如在价格严重倒挂下收购加工越多可能亏损越多。有三类轧花厂在这样的囚徒困境中处于较优的位置，一是长期承包的轧花厂，未受本年度包厂费用上涨影响的，二是所属集团拥有上下游从种植到纺织完整产业链的，三是仅负责来料加工不承担价格风险的轧花厂。

图表3：轧花厂籽棉收购情况假设

轧花厂A	其他9家轧花厂	提价	不提价
提价		(10, 90)	(46, 54)
不提价		(1, 99)	(10, 90)

数据来源：广州期货研究中心

棉花的产业链条顺序是种植-加工-贸易-纺织-服装。其中从种植到加工这个环节产能情况是失衡的，所以种植成本的上涨可以完整的全部传导至轧花厂，且在数年顺利传导甚至因抢收有额外利润的情况下会促使种植成本不断上涨。但下游产能在疫情情况下暂未过剩，很难将种植和轧花厂增加的成本全盘接受。因此，中间需要贸易商通过期货和期权套保套利，将棉花成本降低。下年度若要对棉花价格进行调控，需要双管齐下。既要

对土地承包价格和农用物资进行管控，同时也要进行轧花厂产能的优胜劣汰，避免在这个环节出现产能过度失衡。此外，对新增的纺织产能也需要严格审核。仔细研究终端消费需求来进行产能的匹配，减少在加工到纺织这个过程中再度制造出一个环节性紧缺的可能。如果2022/23年度土地承包价格和农用物资价格依然高企，尤其是当前农资物品价格还高于此前种植期，则下年度有重演棉花价格暴涨行情的可能。且不单单是棉花，所有农产品的价格重心应该都会因此而上移。事实上，2022年土地承包费已经出现涨价苗头。光从种植成本看，2022年的棉花成本可能已近25000元/吨。在新疆棉成本逐年走高且明显高出国际的情况下，加上新疆棉禁令，下游纺织企业将需要积极转向使用进口棉、国储棉以及涤纶短纤等替代品来进行生产。将整体拉高国际棉价并造成国内纺织行业的加速转移，或是纺织行业重新进入较长时期的亏损状态。

三、通胀预期商品普涨，产业投机资金共振

在新棉上市阶段，旧棉的套保基本已完成。此时无论是轧花厂还是贸易商，或是下游的纺织厂，在没有棉花足够多头头寸的情况下套保需求的方向统一为多头。同时，对于投机资金来说，本年度通胀的预期使做多大宗商品成为主流。根据美林时钟理论，经济从复苏阶段进入到过热阶段时，最佳的标的资产从股票转为大宗商品。从文华商品指数的走势也可印证该点。2021年9月1日时文华商品指数为197.94点，随后开始加速上行，在10月19日到达峰值234.53点，最大涨幅18.48%，随后因国家对能源化工品种进行价格管控而回落。同期郑棉2201主力合约从17270元/吨涨至21700元/吨，在10月18日仅相隔一日时升到最高点22960元/吨，同期涨幅25.65%，最大涨幅32.94%。在这个时间段里，产业和投机资金的行为目标一致，共同促成了棉价的大幅上涨。

从行情回溯中可以看到，4个上涨推动中，种植成本、轧花厂抢收以及产业资金方向这三个因素在明年同时间段有可能重复，但通胀这个因素则相对不可控。由于农产品的成本是长期积累的，而工业品的成本通过能源价格管控可以在短期内改变，这代表在下年度同时段内存在着多农空工，多内空外的套利机会。此外，在这波行情的上涨中，可以看到棉花场内期权波动率也是一路飙升，甚至超过2020年3月疫情时的记录，达到了另一个历史峰值。如CF201C21600的隐含波动率在上市首日达到了67.05%的惊人高峰。先购买看涨期权，在籽棉收购前期做多期权波动率，同样具备可操作性。

图表4：郑棉2201波动率



数据来源：Wind、广州期货研究中心

四、利好具备时效性，价差倒挂有望扭转

但是以上的4个原因具有时间上的限制。种植成本在籽棉收购过程中已传导，甚至可以说已经反映在了期货价格中。由于相关部门的发声管控，国庆后新疆棉籽收购价逐渐降低，11月上旬时基本已回到9月末开秤期间的价格。与此同时，棉籽的价格逐渐走强，从2.2元/公斤升到3.6、3.7元/公斤，但近两日出现回落迹象。作为棉花加工的主要副产品，棉籽价格的上涨可有效降低新棉成本。一般来说，企业会在加工中后期集中处理棉籽，按当前价格算预计可降低皮棉成本2000-3000元/吨。加上本年度棉花质量较好，预计可得到较好的价格升水。如果说国庆后棉花的成本在2.5-2.6万，那么经过籽棉价格下跌、棉籽价格上涨和质量升水加成后，来自新棉成本

的支撑已经在不断减弱。

图表5：新疆部分地区籽棉收购价



数据来源：棉花信息网

图表6：棉籽市场价



数据来源：金投网

籽棉收购进入尾声后，轧花厂的抢收也已经不复存在。由于推动棉价上涨因素的时间限制，以及对通胀时间长度的预期，棉花跨期价差一反前4年的正向常态，变成了近强远弱的倒挂结构。当棉花多头寸转移到轧花厂和贸易商手中时，按照套期保值原则，套保需求已经从多头转为空头，不再具备产业资金和多头投机资金共振的条件。可以说，接下来产业资金都是持仓待空，只是空的点位或有不同。但价格越往上涨，预套保的产业越多，套保压力越大。根据时间来看，11月下旬左右大部分皮棉加工完毕，计算好成本后将陆续开始套保。此时若投机资金做多，上方空间较为有限，做多01的性价比远低于05合约。12月产业套保后有较大可能直接交货，毕竟当前价差倒挂，01上交货的价格高于05。等待05上涨到01价格，还要加上期间的持仓成本和预期利润，中间风险极大。对于轧花厂来说，银行贷款回款压力也使他们很难等待05合约。对于大型贸易企业来说，1-5价差从-200升至900-1000。这样的倒挂结构给予了大型贸易企业降低成本和优化仓单结构的机会。通过在01合约先将质量偏低的仓单卖出，然后在05或09合约买回，在节省持有成本的同时有一定机会提升所持仓单的质量。因此，即使价格达不到轧花厂预期，大型贸易企业也可能生成仓单进行套保交割。投机多头的移仓以及大型贸易商的选择会促使价差倒挂幅度减轻，9-1价差有望不断收敛甚至重新回到平水状态。

五、调控意愿强烈，关注政策风险

当前需要关注一下政策风险。11月10日美国公布10月CPI数据。美国10月CPI同比大涨6.20%，远超预期的5.90%和前值5.40%；10月核心CPI录得4.60%，同样远高于预期值4.30%和前值4%。美国10月季调后CPI月率录得0.9%，创2021年6月以来新高。根据国家统计局消息，2021年10月中国CPI同比上涨1.5%，较9月涨幅扩大0.8%，PPI则同比上涨13.5%，涨幅较9月扩大2.8%。PPI和CPI增幅皆超出市场预期，PPI-CPI的剪刀差则继续扩大达12%，调控压力非常大。对此，国家频繁出炉各项调控政策来抑制商品的通胀。最明显的是动力煤的价格管控，不明显但对期货价格实际影响极大的是各大交易所的提保和限仓制度。对于棉花来说，政策调控主要包括了棉花投放量的增加以及投放底价计算方式的修改。

正常情况下农产品上市阶段，由于供应量集中增加会导致价格回落，此时一般会进行收储。但今年由于棉价的暴涨，在新棉上市阶段反而大量增加棉花投放量，这是个不同寻常的信号。日均轮出货量从9月前的一万吨，

上升到10月首周的2.5万吨，再到10月19日的3万吨，最后到第二批里每日投放量根据市场形势等情况合理安排，充分显示出政府保障供应和价格调控的决心。不算10月前的常规投放，从10月11日到11月10日，加上预备投放的60万吨，10月后国储投放总量已达96.51万吨。除了投放量的调整，投放底价计算公式的调整也是非常有意义、值得探讨的。根据公告，自2021年11月1日起，2021年投放储备棉中地产棉的销售底价计算方式调整为与国际市场棉花现货价格挂钩联动，即：本周地产储备棉销售底价（折标准级3128B）=上一周国际市场棉花现货价格指数算术平均值，其余储备棉的投放销售底价计算方式不变。从由国内国际各占一半来决定的底价计算公式过度到纯由国际棉价来决定，结合攀升至年内峰值的内外价差来看，相关部门抑制国内棉价涨幅，平抑过高的内外价差意图非常明显。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

研究中心简介

广州期货研究中心秉承公司“不断超越、更加优秀”的核心价值观和“简单、用心、创新、拼搏”的团队文化，以“稳中求进、志存高远”为指导思想，在“合规、诚信、专业、图强”的经营方针下，试图将研究能力打造成引领公司业务发展的名片，让风险管理文化惠及全球的衍生品投资者。

研究中心下设综合部、农产品研究部、金属研究部、化工能源研究部、金融衍生品研究部、创新研究部等六个二级部门，覆盖了宏观、金融、金属、能化、农牧等全品种衍生工具的研究，拥有一批理论基础扎实、产业经验丰富、机构服务有效的分析师，以满足业务开发及机构、产业和个人投资者的需求。同时，研究中心形成了以早报、晨会、周报、月报、年报等定期报告和深度专题、行情分析、调研报告、数据时事点评、策略报告等不定期报告为主体的研究报告体系，通过纸质/电子报告、公司网站、公众号、媒体转载、电视电台等方式推动给客户，力争为投资者提供全面、深入、及时的研究服务。此外，研究中心还会提供定制的套保套利方案、委托课题研究等，以满足客户的个性化、专业化需求。

研究中心在服务公司业务的同时，也积极地为期货市场发展建言献策。研究中心与监管部门、政府部门、行业协会、期货交易所、高校及各类研究机构都有着广泛的交流与合作，在期货行业发展、交易策略模式、风险管理控制、投资者行为等方面做了很多前瞻性研究。

未来，广州期货研究中心将依托股东越秀金控在研究中的资源优势，进一步搭建适合公司发展、适合期货市场现状的研究模式，更好服务公司业务、公司品牌和公司战略，成为公司的人才培养基地。

研究中心联系方式

金融衍生品研究部：(020) 22139858

金属研究部：(020) 22139817

化工能源研究部：(020) 23382623

创新研究部：(020) 23382614

农产品研究部：(020) 22139813

综合部：(020) 22139817

办公地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心主塔写字楼10楼

邮政编码：510623

广州期货业务单元一览

广州期货是大连商品交易所（会员号：0225）、郑州商品交易所（会员号：0225）、上海期货交易所（会员号：0338）、上海国际能源交易中心（会员号：8338）会员单位，中国金融期货交易所（会员号：0196）交易结算会员单位，可代理国内所有商品期货和期权、金融期货品种交易。除从事传统期货经纪业务外，公司可开展期货投资咨询、资产管理、银行间债券市场交易以及风险管理子公司业务。公司总部位于广州，业务范围覆盖全国，可为投资者提供一站式的金融服务。

广州期货主要业务单元联系方式

成都营业部	佛山南海营业部	清远营业部	上海陆家嘴营业部
联系方式：028-86528580 办公地址：成都市高新区交子大道88号2栋5层507号	联系电话：0757-88772888 办公地址：佛山市南海区桂城街道海五路28号华南国际金融中心2幢2301房	联系电话：0763-3882201 办公地址：清远市清城区人民四路36号美吉特华南装饰商贸中心永泰中心5层(19-23A号)	联系电话：021-50568018 办公地址：中国(上海)自由贸易试验区东方路899号1201-1202室
北京分公司	深圳营业部	长沙营业部	东莞营业部
联系电话：010-68525389 办公地址：北京市西城区月坛南街59号5层501-1、501-26、501-27	联系电话：0755-83533302 办公地址：广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场(南区)A座704A、705	联系电话：0731-82898516 办公地址：湖南省长沙市芙蓉区五一大道618号银华大酒店18楼1801	联系电话：0769-22900598 办公地址：广东省东莞市南城街道三元路2号粤丰大厦办公1501B
广州体育中心营业部	杭州城星路营业部	天津营业部	郑州营业部
联系电话：020-28180338 办公地址：广州市天河区体育东路136,138号17层02房、17层03房自编A	联系电话：0571-89809632 办公地址：浙江省杭州市江干区城星路111号钱江国际时代广场2幢1301室	联系电话：022-87560710 办公地址：天津市南开区长江道与南开三马路交口融汇广场2-1-1604、1605、1606	联系电话：0371-86533821 办公地址：河南自贸试验区郑州片区(郑东)普惠路80号1号楼2单元23层2301号
湖北分公司	苏州营业部	山东分公司	肇庆营业部
联系电话：027-59219121 办公地址：湖北省武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼14层1401-9号	联系电话：0512-69883586 办公地址：中国(江苏)自由贸易试验区苏州片区苏州工业园区苏州中心广场58幢苏州中心广场办公楼A座07层07号	联系电话：0531-85181099 办公地址：山东省济南市历下区泺源大街150号中信广场主楼七层703、705室	联系电话：0758-2270760 办公地址：广东省肇庆市端州区星湖大道六路36号大唐盛世第一幢首层04A
广东金融高新区分公司	青岛分公司	四川分公司	上海分公司
联系电话：0757-88772666 办公地址：广东省佛山市南海区海五路28号华南国际金融中心2幢2302房	联系电话：0532-88697836 办公地址：山东省青岛市崂山区秦岭路6号农商财富大厦8层801室	联系电话：028-86282772 办公地址：四川省成都市武侯区人民南路4段12号6栋802号	联系电话：021-68905325 办公地址：上海市浦东新区向城路69号1幢12层(电梯楼层15层)03室
总部金融发展部	总部机构发展部	总部产业发展部	总部机构业务部
联系电话：020-22139814 办公地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心主塔写字楼10楼	联系电话：020-22139836 办公地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心主塔写字楼10楼	联系电话：020-23382586 办公地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心主塔写字楼10楼	联系电话：020-22139802 办公地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心主塔写字楼10楼

广期资本管理（上海）有限公司

联系电话：(021) 50390265

办公地址：上海市浦东新区福山路 388 号越秀大厦 701 室
