

农产品部

宋焕（分析师-软商品）

从业资格：F0282948

投资咨询：Z0012001

棉价高位运行，外强内弱

摘要：

棉价继续高位运行，尤其美棉表现强势。国内跟随性上涨，但整体仍难以突破套保压制。

美棉 2021/22 年度预期库销比低位，且出口销售维持良好，最新签约比例至 100% 以上，是美棉保持强势上涨的基础。而基金净多头寸高位和 oncall 高位增加了由博弈行情带来的强度。回顾 21/22 年度的美棉三段爬坡式上涨，基本都发生在近月主力合约（分别是 12 月合约、3 月合约和 5 月合约）的 ONCALL 减仓期。此外印度的减产和高棉价及德州地区的干旱也给予了支撑。预计近月 5 月合约 oncall 减仓上涨后，会有一段回调整理，时间点也是近期，但是回调空间也需看 7 月合约上高 oncall 的处置方式。而只要 7 月合约的 ONCALL 仍居高位，就预示着美棉有再涨至新高的较大可能。

国内方面，维持震荡走势。相对弱势的原因除了套保的压力，还有对近期下游持续弱势的计价，与之相配合的是对外倒挂加大、盘面移仓、减仓和近远月价差的回落。现货压力使得国内较外盘弱势明显，但盘面快速回落后，不乏基于近月交割驱动买入、卖套保移仓远月去锁基差等操作带来的支撑（盘面 05 上前期就有部分多头在加仓，体现的是 59 近平水后做多 5 月交割价值）。而后期一旦美棉开启较大回调，国内下跌空间有望会跟随放大。

一、价格走势

本市场年度即 21/22 市场年度开启至今，美棉是经历了三段爬坡式上涨，运行区间分别是 89-121,102-129,115-144 美分/磅。低点高点对应时间分别是 9.20、11.02;12.02、2.01; 3.07、4.14。总上涨幅度 62.77%。

同期，郑棉先是收购初期经历了一波因为抢收而导致的大涨行情，时间点是 9.22-10.18。从 17000 到约 23000 元/吨，涨幅 35.01%。之后就是高位波动状态。2022 年以来基本是在 20700-22000 元/吨区间运行。

图1： 价格走势



数据来源：Wind、永安期货

二、近期行情简析

美棉上涨有良好基本面因素如产量调减、出口好，库销比低位，印度减产和下游需求等外围因素支撑。且美棉上涨的博弈因素明显，在高基金净多持仓和高 oncall 并存之下，21/22 年度的美棉三段爬坡式上涨，基本都发生在近月主力合约（分别是 12 月合约、3 月合约和 5 月合约）的 ONCALL 减仓期。

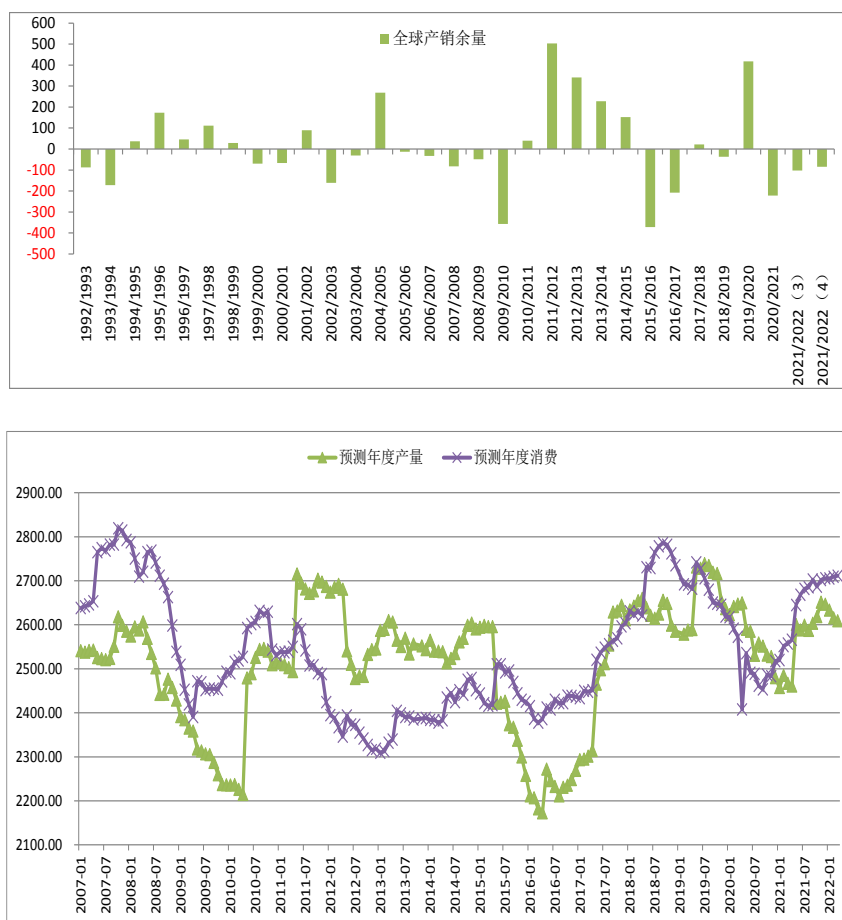
国内则是年度初期，抢收导致国内加工后的棉花原料成本高企。而下游方面，面临了纺纱即期利润严重亏损、订单不畅、新疆棉问题、疫情问题等诸多问题。因此现货出货不畅，基本以低价资源为主。而期货端由于过早走预期，因此一直处于大贴水局面。所以在高成本、盘面贴水以及美棉上涨影响下，下跌后有支撑，并出现反弹行情。但又囿于原料端现货库存压力，连上涨至平水新疆平均加工成本都很难。

三、棉花市场分析

1、偏良好的现实：美棉偏强格局的现实基础仍在。郑棉结构调整，矛盾的解决移至远月合约。

1) 全球棉花供需角度，产量减而消费增。维持去库格局，支撑价格维持上涨趋势。

图2： 全球棉花产消数据及月度预测变化



数据来源：USDA、永安期货

2) 美棉供需角度，依然维持低库销比。美棉拥有较强的全球棉花定价权，美棉库销比低位和高出口支撑了价格高度。

图3： 美棉供需数据及销售数据

美国棉花月度预测值

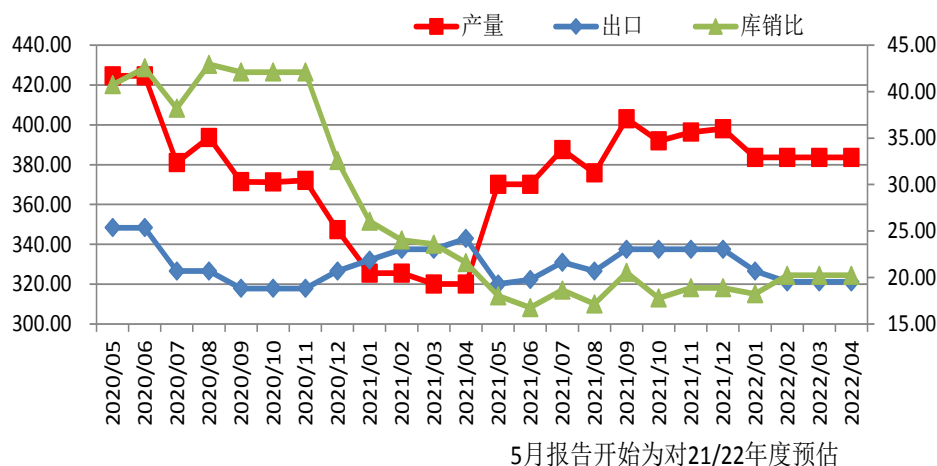


图1 美国陆地棉出口状况年度对比

	年度陆地棉 装运总量	截至目前 已装运量	已装运量 占年度装 运量比例	尚未 装运量	截至目前 总签约量	已签约量 占年度装 运量比例
5年平均	321.5	192.3	60.0%	127.4	319.6	99%
2017/18	336.4	180.7	54.0%	156.6	337.3	100%
2018/19	298.4	161.9	54.0%	130.4	292.3	98%
2019/20	321.5	206.7	64.0%	140.0	346.7	108%
2020/21	337.5	223.2	66.0%	113.5	336.7	100%
2021/22*	315.5	160.5	51.0%	162.9	323.4	103%

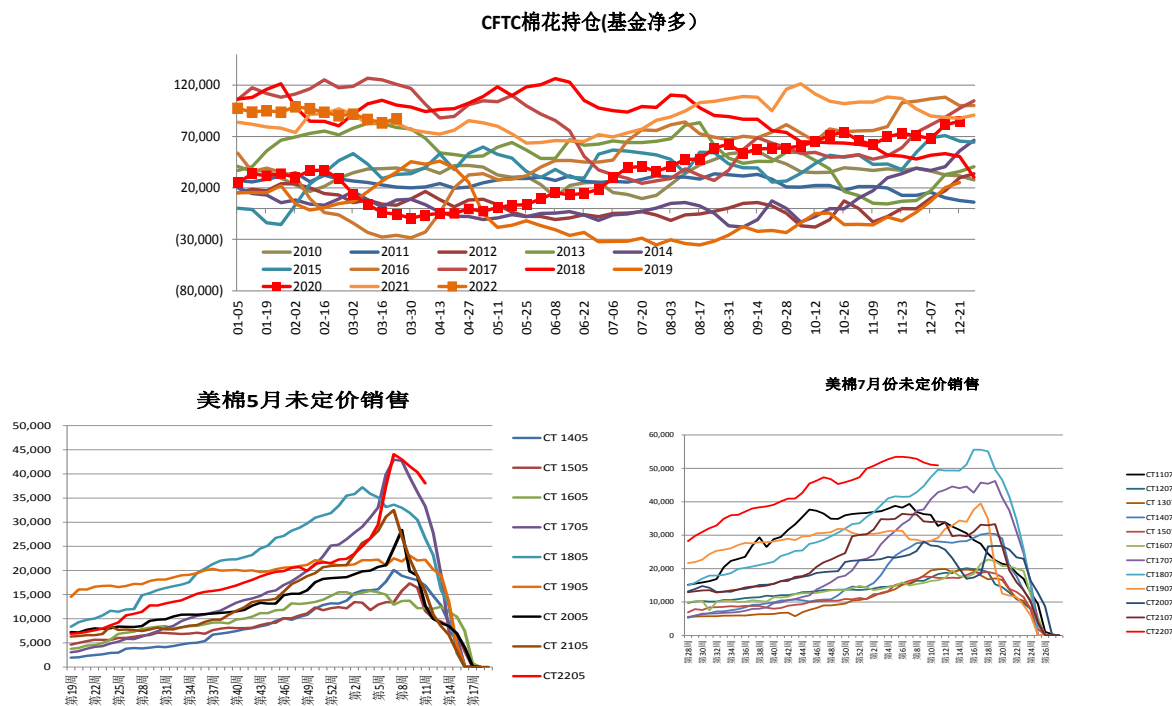
*年度装运总量为预测数量
截至3月31日（第35周），本年度的出口状况以及近5年同期的出口状况

单位：万吨

数据来源：USDA、中国棉花信息网、永安期货

3) 美棉的高 oncall 带来了博弈行情，使得价格上涨高度超出基本面范畴，这是美棉价格目前依然存强势上涨预期的主驱动。

图4： 美棉基金持仓及近月主力合约 oncall 数据



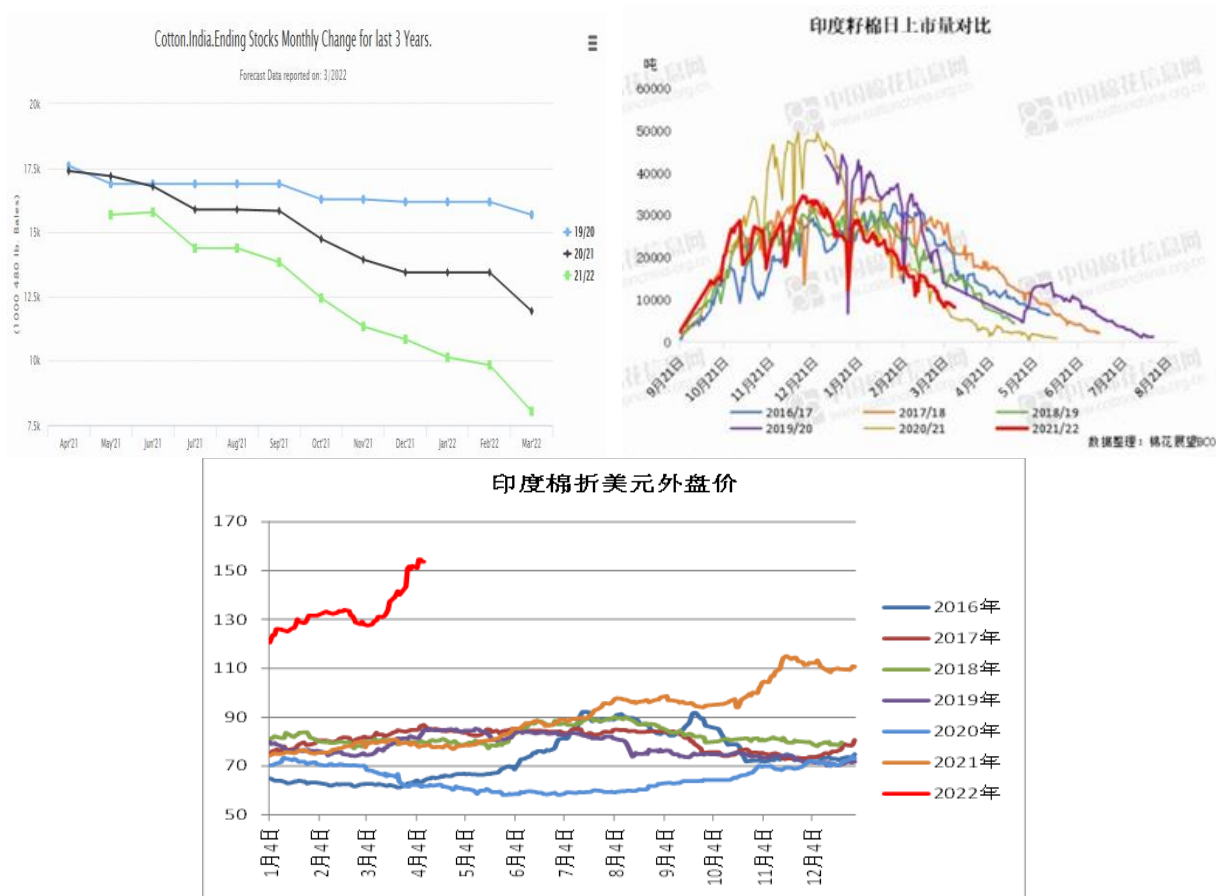
数据来源：Wind、CFTC、永安期货

4) 印度供应偏紧（期末库存调低+减产）。印度最新价格 153 美分/磅。

期末库存数据：usda 预估 20/21 年度和 21/22 年度（8 月-7 月）结转库存分别为 260 万吨和 181 万吨，而 CAI 的预估（10 月-9 月）为 128 万吨和 68 万吨。考虑上因为市场年度划分不同而导致的 2 个月的时间差,9 月底新花下市前的库存量降至极低水平。

产量数据： usda 预估 21/22 年度产量为 577 万吨，CAI 预估为 570 万吨。但是根据上市量情况，目前市场预估量可能低至 535 万吨，减幅 10%。

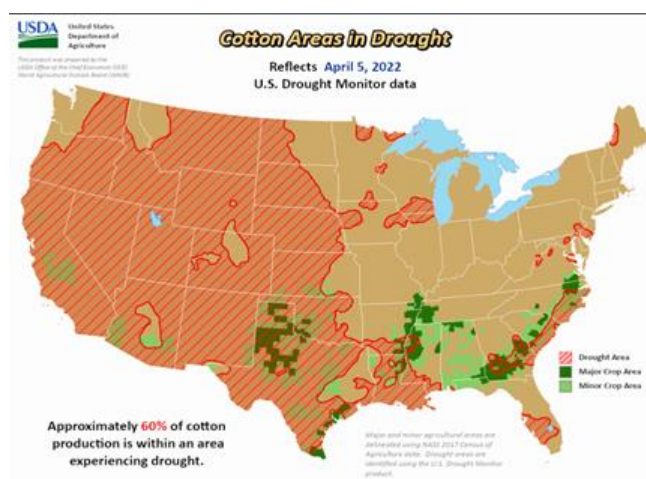
图5： 印度棉相关数据

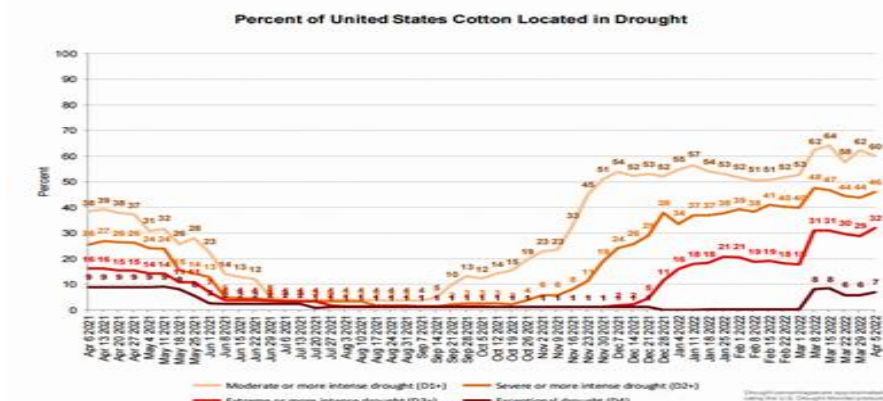


数据来源：中国棉花信息网、华瑞信息、永安期货

5) 美国主产区仍处于干旱威胁中。干旱会导致弃收率大增，从而使得新年度因价格带来的增产利空预期无法兑现。在种植季到来之际，成为现实利多。

图6： 美国干旱天气





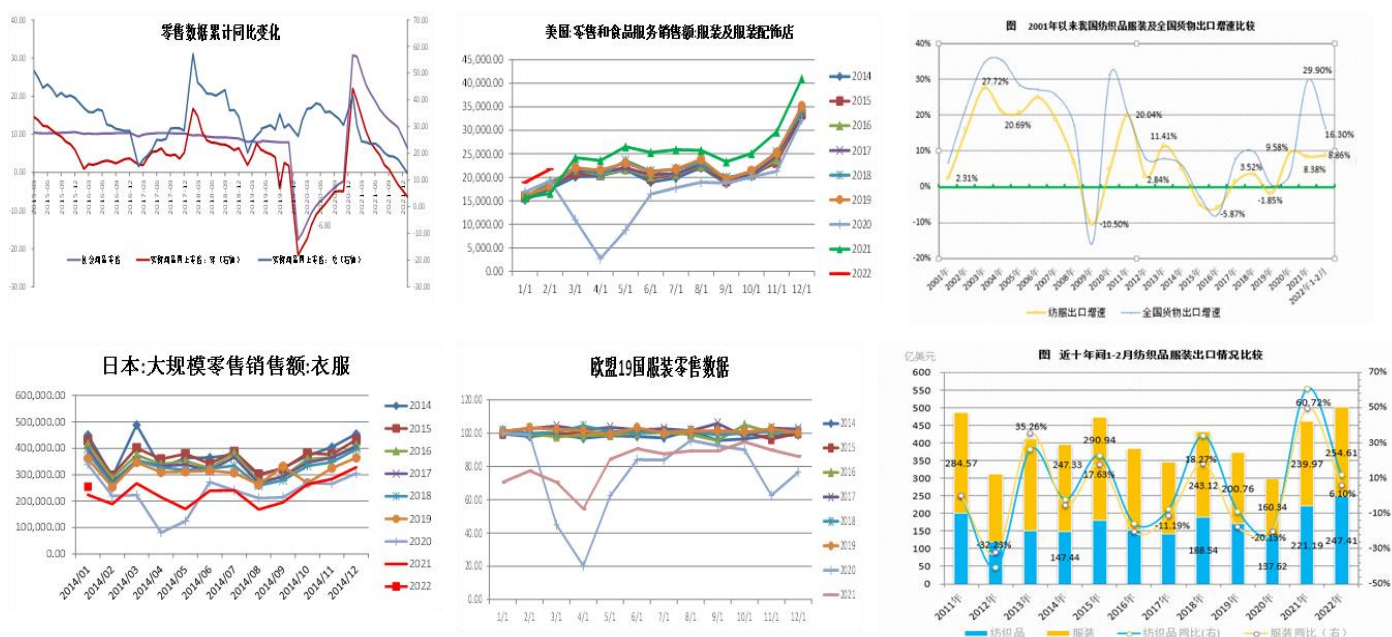
数据来源：USDA、永安期货

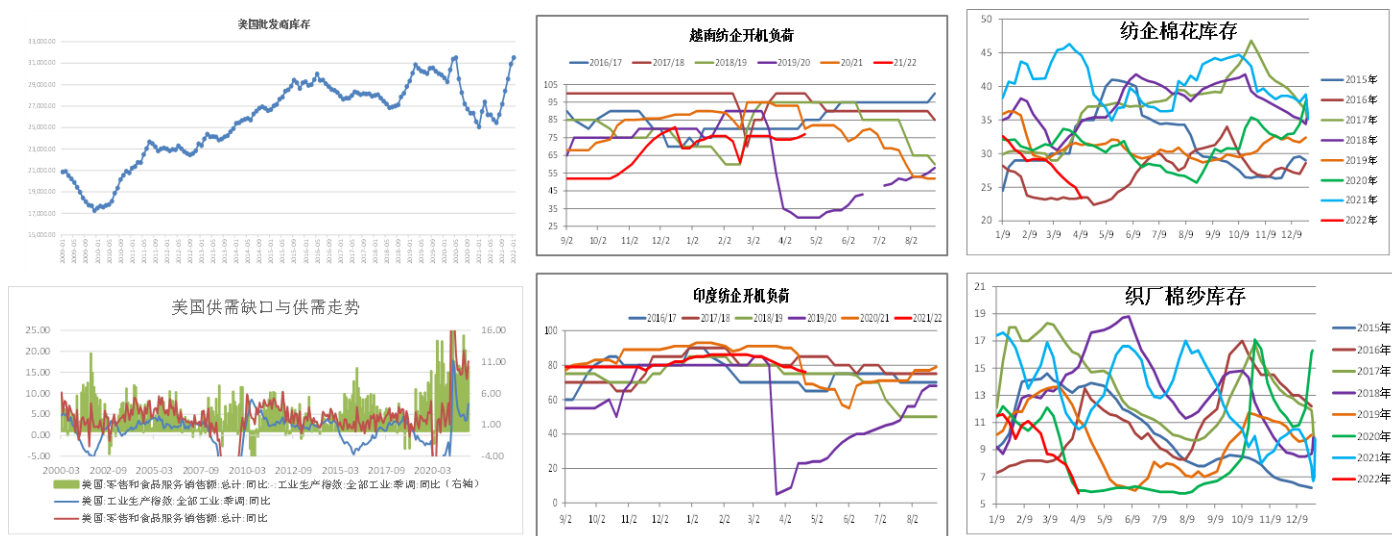
6) 需求：赶顶过程，且数据滞后，有一定支撑。

终端需求上，表现为内需转弱，外需还在高峰（尤其撒钱美国）。所以国内棉花消费疲软，但是出口数据和东南亚开工方面表现偏强。

产业的掉头迟滞：国内外下游转入亏损，但是此前的高利润及产能扩张，表现为当下的扛亏生产。国内表现为低原料库存下的被动补库。国外就是在低库存和订单回流后对高价棉的接受能力。而宏观角度，商品整体也是在交易供给因素而非需求。

图7： 下游相关数据





数据来源：Wind、永安期货

2、变量因素在发生，可能会积累成质变以产生负反馈：下游的一些负面影响仍在发酵。后期是否在价格里体现？

1) “美棉基本面偏好叠加逼仓逻辑”下的美棉价格：逼仓行情导致美棉上方空间打开。但是和基本面脱离，尤其难以得到需求面支撑。预示了价格的脉冲式轨迹。

2) 博弈背景不同的国内，上方空间自然就受限。前期较大贴水的情况下，轧花厂“躺平”，投机做空被动，优势在资金做多方。但如果价格涨至轧花厂成本线后，在轧花厂销售进度落后，且还贷压力随着时间推移逐渐紧迫下，套保将成其最优选，而下游缺乏高价接货意愿的情况下，资金继续做多将会转而被被动。因此，目前价格跟随美棉上涨，但是在成本线（不是一个确定的价位，整体可以看作一个稍宽泛的区间）下徘徊犹疑。而下游的疲弱在价格里没体现才充分。

图8： 美棉库销比及价格走势



数据来源：Wind、永安期货

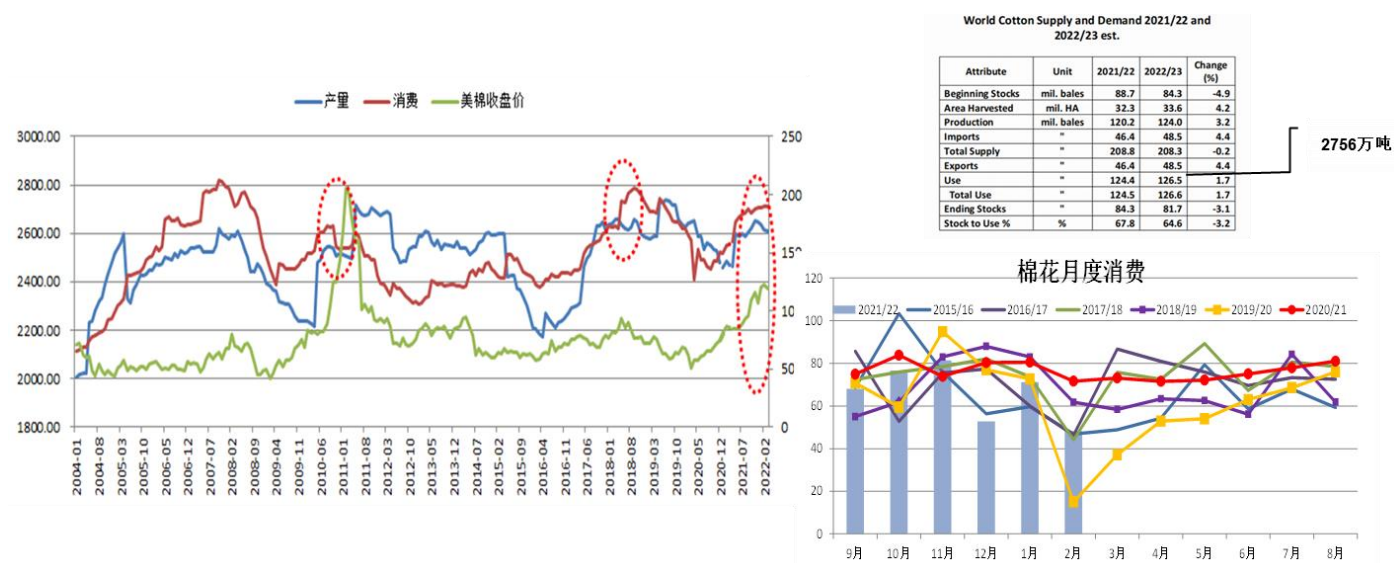
图9： 国内棉花加工销售

2021年度棉花加工销售情况						
单位：万吨						
月份	加工量			销售量		
	全国	内地	新疆	全国	内地	新疆
9月	2.4	0.2	2.2	0	0	0
10月8日	18.4	0.5	17.9	0	0	0
10月15日	27.8	1.6	26.2	0.7	0.2	0.5
10月22日	42.4	0.8	41.6	2.7	0.4	2.3
10月29日	46.5	2.6	43.9	3.3	0.4	2.9
11月4日	49.7	2.2	47.5	3.9	0.6	3.3
11月11日	46.4	1.7	44.7	6.1	0.5	5.6
11月18日	50.5	3.7	46.8	13.9	1.4	12.5
11月25日	55.1	4.3	50.8	12.8	1.8	11
12月2日	44.1	4	40.1	9.7	1.5	8.2
12月9日	37.3	2	35.3	10.4	0.9	9.5
12月16日	37	2.8	34.2	12.4	1.6	10.8
12月23日	28.7	4.3	24.4	16.7	3.4	13.3
12月30日	24.5	4.1	20.4	17	3.1	13.9
1月6日	21	4	17	17.5	2.9	14.6
1月13日	15.8	3.2	12.6	16.1	2.7	13.4
1月20日	9.4	1.9	7.5	22.5	4.6	17.9
1月27日	4.9	1.7	3.2	11.4	2.9	8.5
2月10日	5.1	0.7	4.4	6.6	0.8	5.8
2月17日	3.9	1.2	2.7	16	1	15
2月24日	2.8	1.2	1.6	15	1.4	13.6
3月3日	1.5	0.8	0.7	12.9	2	11.4
3月10日	1.5	1.3	0.2	10.4	7	9
3月17日	1.1	0.9	0.2	11.2	1.2	10
3月24日	0.64	0.6	0.04	7.8	1.3	6.5
3月31日	0.42	0.4	0.02	7.2	1	6.2
4月7日	0.42	0.4	0.02	5.8	0.9	4.9
合计	578.86	53.1	526.18	270	39.4	230.6

数据来源：中国棉花网

3) 由于德州干旱再加印度库存低，全球除中国市场的供应偏紧问题未看到解决迹象。因此需求端变量成为重点。国内需求已经率先走弱，市场重点关注除中国外市场变量。这将决定了在数据层面，USDA 对于全球 2700 万吨的消费预估能否实现的问题，也是去库结构是否能持续的问题。

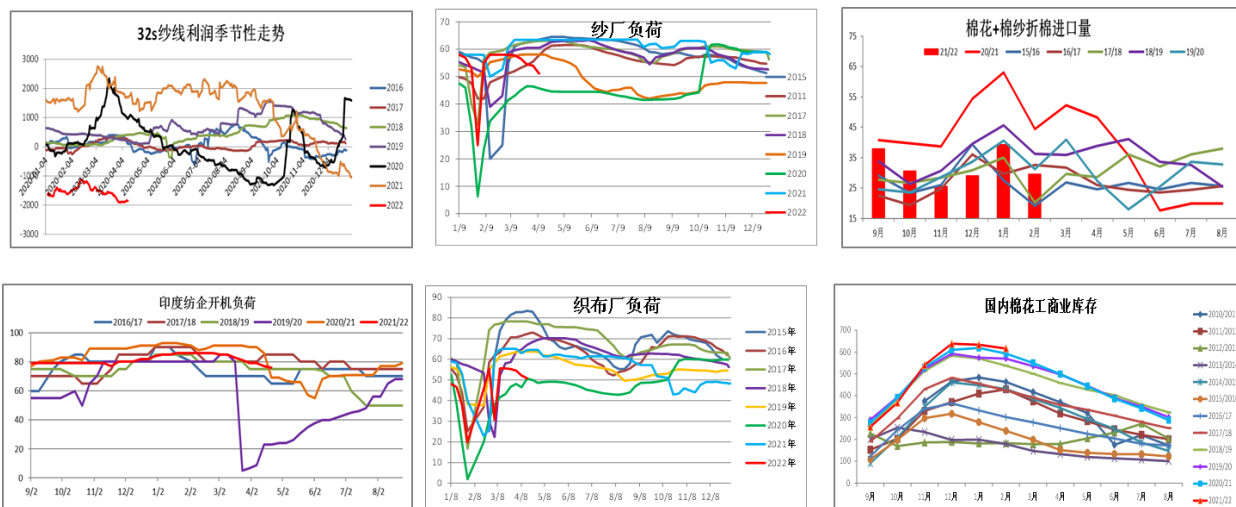
图10： 棉花消费数据



数据来源：USDA、Wind、永安期货

4) 高棉价及疫情影响下，关注未来产业承接力问题。

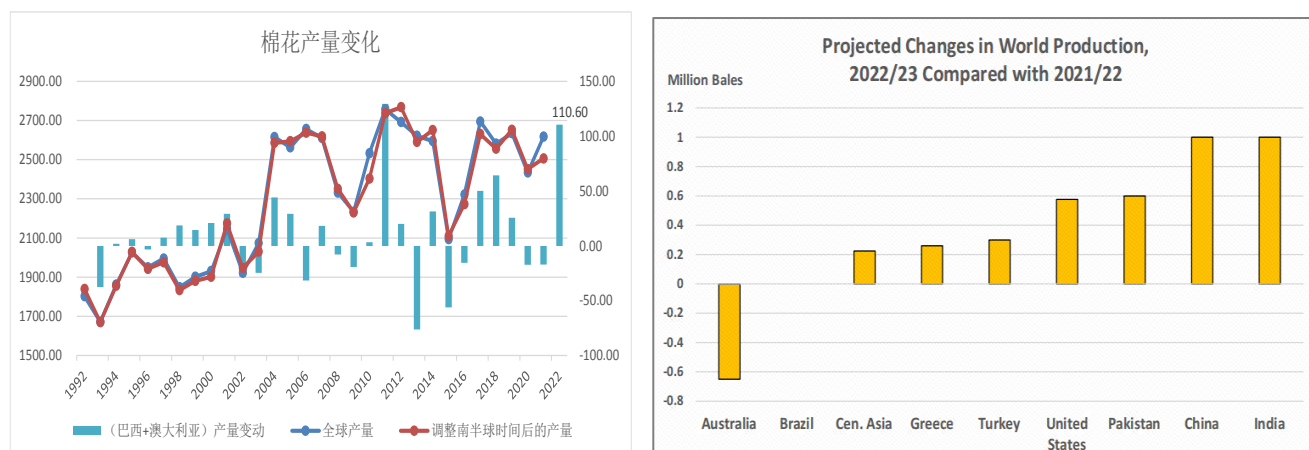
图11： 棉花库存、下游利润、开工等相关数据



数据来源：Wind、华瑞信息、永安期货

5) 新年度供应端变化：供给上，已经出现增量变化。仅仅5月份之后南半球的产量同比增量就有110万吨（这部分数据虽然统计上是21/22市场年度，但是真正从现货和物流角度进入市场是22年5月以后）。但也需要跟踪天气影响，评估最终的22/23增量情况。

图12：棉花供应端变量



数据来源：Wind、USDA、永安期货

3、摆脱不掉的宏观影响。

棉价走势继续跟随商品整体走势。因此宏观因素依然会继续影响棉价。但目前市场面临了复杂的宏观环境以及多维预期和预期性交易。需结合宏观及商品走势和节奏来调整棉价及走势的判断。

四、结论

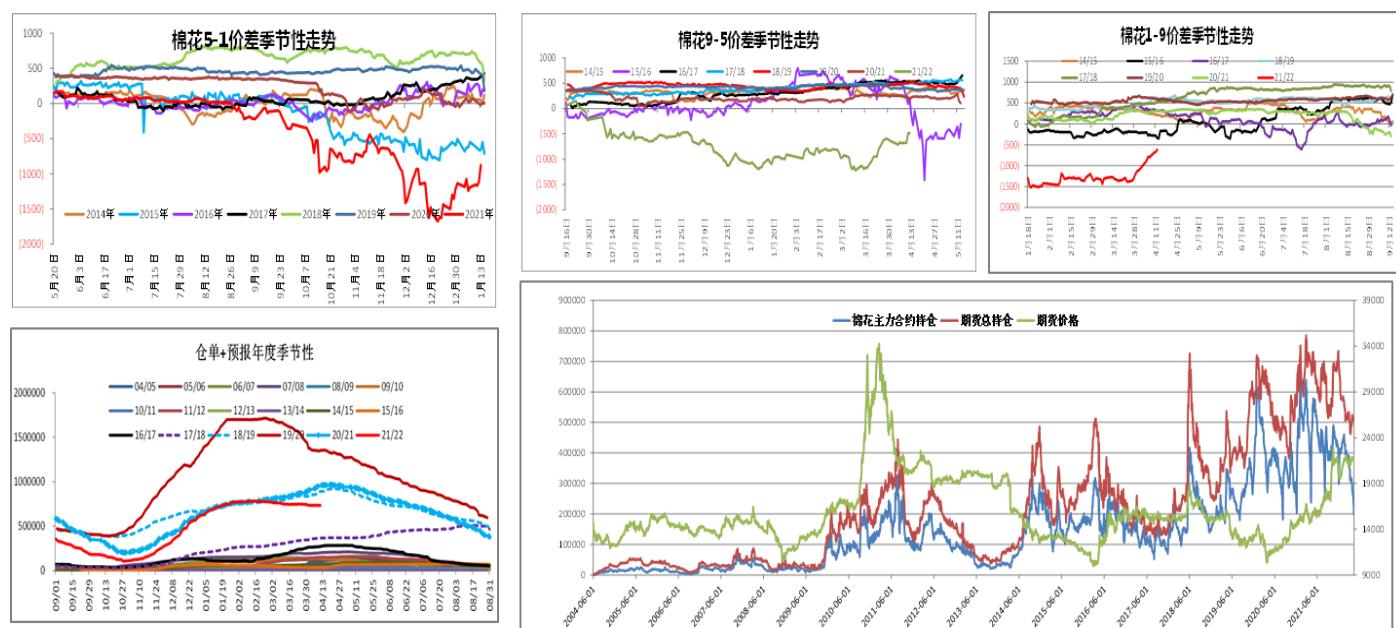
美棉在基本面偏强及博弈因素存在的基础上，有继续偏强的较大概率。重点关注关键产区天气、印度因素、销售数据（警惕取消订单）等因素。而7月合约后期，警惕脉冲行情发生，但下跌高度取决于需求及宏观因素。

国内方面，跟随美棉强势和点价补库预期时候会有一定支撑。但是在库存压力未解决前，套保压力还是上方较明确的压力。改变的渠道必需要持仓大增及下游需求配合。后期需关注需求的负面影响。

此外，价差的较大波动既是基差变动和与棉价相关的产业及投资行为引起，也指向了与之相适应的现货强弱及盘面定价。可以结合并寻找相应机会。1月合约之前，对应的现货最强，所以带着基差最强，也就表现为1-5价差是最高的。到5月合约之前，现货逐渐表现弱势，表现为近期基差及5-9价差的收敛。预计这种现货弱势会在9月持续，进而影响9、1价差走势也是逐渐收缩。不过等重新聚焦新年度的时候，可能基差预期及价差又会因抢收再转变。

持仓和仓单的变动也很关键，目前的仓单量较少，预示5月合约近交割时，期现回归会带给5月更大的影响。而到9月合约，是本年度套保最终需要解决的合约（11月合约会有流动性担忧），目前多空均已移仓，未来一段时间的现货走势、持仓总量的大小、基差走势或将最终决定9月跟随美棉上涨的高度以及未来跟随下跌的空间。

图13： 价差、仓单、持仓数据



数据来源： Wind、永安期货