

## 关于棉花 9-1 价差的思考

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669 号

### 报告要点

因宏观预期转弱、外盘下跌以及国内上游库存高企、需求不佳等因素，5 月底起棉花期货价格大幅下挫，远月下跌幅度大于近月，导致 9-1 价差从 200 最高扩大到 1400。市场对政策存期待，支撑现货价格，空头担心近月无法组织足够的仓单，转而聚焦远月，是近强远弱的主要原因。但是展望后市，我们认为 9-1 价差高估，未来收敛概率大，建议布局 9-1 反套。

### 摘要：

#### 一、棉花期货价格单边下跌的原因分析

棉花期货合约价格单边下跌由宏观预期转弱、外盘下跌以及上游库存压力大而需求不佳三者原因共同影响。

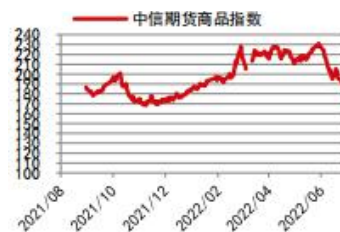
#### 二、9-1 价差扩大的原因分析

- 1、市场对政策有期待。收储政策的预期对现货价格有一定支撑。
- 2、空头担心近月无法组织足够的仓单，转而聚焦远月。

#### 三、9-1 价差高估，后续收敛概率大

- 1、上游库存高企，还贷问题存在下，棉价预计还有一跌。
- 2、市场期待的收储政策可能对价格的提振力度有限。
- 3、需求淡季，棉价缺乏来自下游的上涨驱动。
- 4、9-1 价差已处于均值高位，未来收敛概率大。
- 5、9-1 反套具有可行性。

风险因素：贸易关系、政策、宏观



### 软商品及特殊品种 研究团队

研究员：  
吴静雯  
021-80401709  
wujingwen@citicsf.com  
从业资格号：F3083970  
投资咨询号：Z0016293

## 目录

摘要：.....	1
一、棉花 9-1 价差近期强势走高的原因分析.....	3
（一）行情回顾.....	3
（二）棉花期货价格单边下跌的原因分析.....	3
（三）9-1 价差扩大的原因分析.....	4
二、9-1 价差高估，后续收敛概率大.....	5
（一）9-1 价差高估，未来收敛概率大.....	5
（二）9-1 反套具有可行性.....	6
（三）9-1 价差维持强势或继续走高的风险因素.....	7
免责声明.....	8

## 图表目录

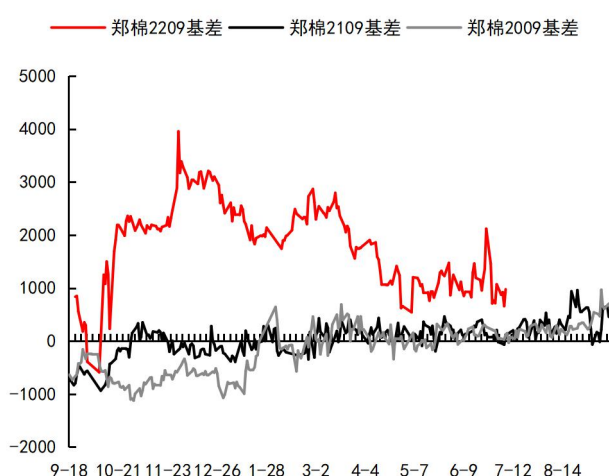
图 1：郑棉 9 月基差.....	3
图 2：郑棉 9-1 价差.....	3
图 3：郑棉 9 月合约、1 月合约近期下跌情况.....	3
图 4：ICE、CZCE 棉花主力价格走势：美分/磅，元/吨.....	4
图 5：注册仓单的相关费用.....	6

## 一、棉花 9-1 价差近期强势走高的原因分析

### （一）行情回顾

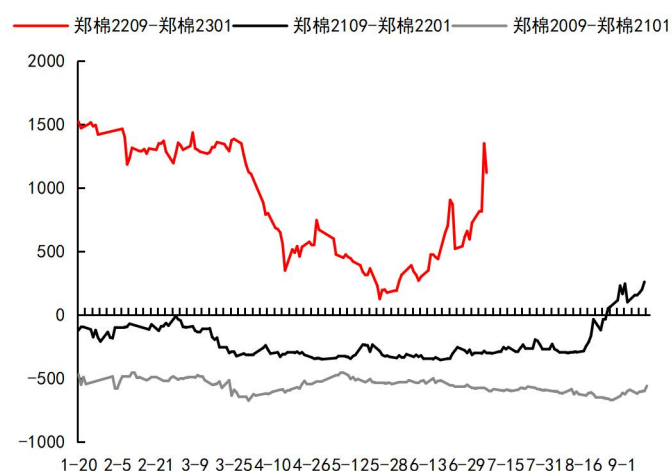
棉花 9-1 价差从 5 月底期货合约单边下跌时开始走扩，6 月 1 日截至 7 月 6 日，1 月合约下跌幅度为 22.2%，大于 9 月合约下跌幅度 16.4%，9-1 价差也从 200 左右扩大到最高 1400。

图 1：郑棉 9 月基差



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 2：郑棉 9-1 价差



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 3：郑棉 9 月合约、1 月合约近期下跌情况

日期	CF 209	CF 301	9-1 价差
5 月 31 日	20655	20460	195
7 月 7 日	17260	15910	1350
涨跌	-3395	-4550	1155
涨跌幅	-16.4%	-22.2%	592%

资料来源：Wind 中信期货研究所

### （二）棉花期货价格单边下跌的原因分析

棉花期货合约价格单边下跌由宏观预期转弱、外盘下跌以及上游库存压力大而需求不佳三者原因共同影响。

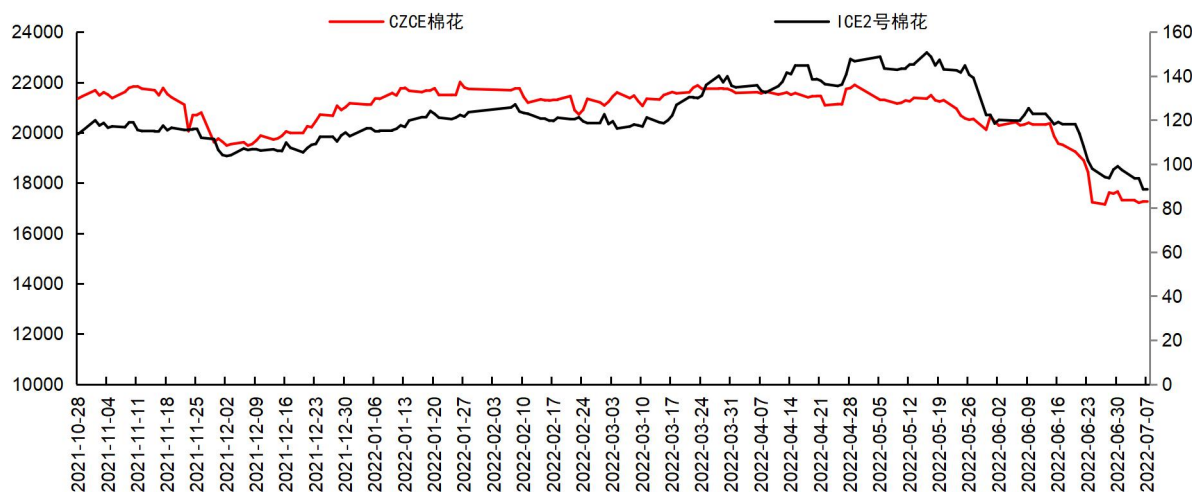
**宏观方面**，通胀高企，美联储不得不加快收紧货币政策。2022 年 3 月 16 日，美联储加息 25 个基点；5 月 4 日，加息 50 个基点；6 月 15 日，再次宣布加息 75

个基点。自 1990 年代上半期以来的五轮加息里，本次加息节奏和力度是前所未有的。此外，美联储还宣布从 6 月份开始缩表，每月缩表 950 亿美元资产。美联储加速加息，原本温和加息预期被打破，导致短期宏观发生急剧变化，市场恐慌情绪升温，大宗商品在 6 月中下旬多出现大幅下行的现象，棉花表现突出。长期来看，美联储加息将加大美国经济下行风险，经济增速放缓将使得棉花需求削减，货币政策收紧也将挤压商品高估值泡沫，棉价高估值属性将难以为继。

**外盘方面**，从年度的角度来看，22/23 年度全球棉花预计增产需减，供需将较上一年宽松，高价棉花有下行驱动力；从边际需求来看，美国服装需求有见顶迹象，东南亚 5 月份纺服出口环比下滑明显，纺纱利润的压缩使得国外纺企开机率下滑也使得棉花价格承压。宏观转空，需求增长乏力，高价受下游消费抑制，基金净多持仓持续回落，使得国际棉价大幅走弱。

**国内基本面方面**，国内上游库存高企，下游需求不佳，还贷时间临近，轧花厂挺价能力弱。上半年支撑郑棉价格的多方因素边际转弱，由量变转质变，持续四个月之久的平衡被打破。在大环境已经发生巨大变化情况下，成本支撑已经无法抵挡利空因素的集中爆发，产业无法承接大量的追保，最终形成踩踏。

图 4：ICE、CZCE 棉花主力价格走势：美分/磅，元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

### （三）9-1 价差扩大的原因分析

**1、市场对政策有期待。**空山不见人，但闻人语响。市场经历快速下跌后，对于收储一直有所预期，可迟迟没有确定的消息。但是收储政策的预期对现货价格有一定支撑。

**2、空头担心近月无法组织足够的仓单，转而聚焦远月。**因销售价格远低于收购成本价，上游不愿意低价销售。另外，新疆库当年棉花已经错过入库注册时

间，拉往内地注册仓单需要2周以上，而且还要面对不定的运费。因此空头担心近月没有足够的时间和货源组织仓单而遭到多头顽抗。反观远月合约，远月合约目前没有足够的持仓量，产业多头的力量不及近月，在大环境偏空的情况下，做空远月难度小于主力。

## 二、9-1 价差高估，后续收敛概率大

### （一）9-1 价差高估，未来收敛概率大

**1、上游库存高企，还贷问题存在下，棉价预计还有一跌。**还贷政策若不变，8月底之前上游需还清21/22年度的贷款，据国家棉花市场监测系统，截至6月30日，全国销售率63.5%，同比下降35.5%，较过去四年均值下降23.6%，因此未来不到两个月的时间里，上游工厂还有36%的量需销售完，无论是注册仓单还是直接销售现货，时间均所剩不多，棉花现货价格预计还将走弱。从基差的角度考虑，9月合约将是本棉花年度仓单注销前的最后一次大合约，在9-1价差过大的情况下，很多持有仓单和现货的企业无法移仓，只能在9月交割，整体基差将随着市场上可售现货增多而承压。

**2、市场期待的收储政策可能对价格的提振力度有限。**经过前些年的抛储，目前国储库中国产棉的库存量经测算或只有两位数，处于很低的水平，未来需要轮入提高库存量，保证国储棉发挥调节市场供给的功能。但是否会在当前的时点收储需打个问号。往年来看，收储一般发生在9月份之后，若如此，那无法提振9月合约的价格。若收储真的在7-9月份发生，收储价在18000或者19000，9月合约价格将得到一定支撑，但若按照往年向下竞价的模式，成交价将很快向市场价靠拢，收储价超过目前销售价太多也不现实。另一方面，今年内外价差倒挂，进口成本高企，上半年纺织企业在大半时间纺纱利润是亏损的，累计进口量同比减少100万吨，进口棉供应相对紧缺，美国对新疆棉制品限制进口使得做出口订单的企业又不得不使用进口棉，纺织企业有采购低价进口棉的需求。目前国储库中进口棉的量是能够满足投放需求的，下半年也存在抛储可能，若如此，市场供应量阶段性增大，21/22年度的国产棉或更难销售，价格承压。总体来看，政策端对价格的提振效果不宜高估，现在市场对政策的预期支撑9月合约价格，但靴子落地后，支撑有可能减弱。

**3、需求淡季，棉价缺乏来自下游的上涨驱动。**当前下游需求处于季节性淡季，一般来说，需到八、九月份才会逐渐由淡转旺，纺织厂开机率环比持续下滑，成品库存累积，因此在看不到订单放量、成品累库情况缓解之前，难以看到纺织厂积极的买货现象发生，即使纺纱利润因棉价下跌而由负转正、大幅修复，原料库存也处于历史低位，存在刚需补库，但是棉价经过一个月的大幅下行，目前也并没有明显企稳的迹象，纺织厂维持观望心态，现在的棉花价格还不够有强的吸

引力。

**4、9-1 价差已处于均值高位，未来收敛概率大。**首先，从统计套利的角度来看，目前 1400 的价差已处于历史高位，今年由于成本高企，月间呈 back 的结构，9-1 价差在 1 月份最高到 1500，目前的价差已非常接近此前的高点，上方空间狭窄。另外，新的交割制度出台后，21/22 年度的仓单注销时间不能超过今年的 11 月份，9-1 价差在 1000 以上的价差属于高估，尤其和现货基差相比差距较大，贸易商完全可以做反套，接货抛到 9 月合约上交割，再从 1 月合约接回来。

## （二）9-1 反套具有可行性

我们以河南豫棉物流库为例，测算了按现货基差采购棉花，拉到内地注册仓单的成本大概 19 元/吨（不同仓库升贴水不同，运费存在变动，不同指标的棉花基差也不同，具体情况具体分析）。今天 9-1 价差在 1200 上下波动，9 月合约采购基差（裸基差，不考虑升贴水）为 100 元/吨左右，进行 9-1 反套是完全可行的。9-1 价差若持续高位，将吸引贸易商进行反套操作，从而实现 9-1 价差的收敛。考虑注册仓单需要花费时间，9-1 价差最迟在 8 月中旬将收敛。

**因此，当前 9-1 价差处于高估水平，买 1 抛 9 具有较好的风险收益比，建议反套操作。**

图 5：注册仓单的相关费用

支出项目	价格	费用说明
运费（元/车）	17000	预估价，需要随时询价
铺垫费（元/车）	800	
列车保险费（元/车）	2100	
<b>合计车皮费用（元/车）</b>	<b>19900</b>	<b>每车皮存放量约为棉花 1 批（42.5 吨）</b>
车皮费用（元/吨）	468.24	合计车皮费用除以 42.5 吨载重
交易市场出库费（元/吨）	45	
仓单注册入库费用（元/吨）	50	
入库配合公检费（元/吨）	25	
时间贴水+仓储费（元/吨）	216	以 8 月 1 日起至 9 月 15 日交割计算，每日 4 元时间贴水，仓储费每天 0.8 元，合计 45*（0.8+4）
资金成本（元/吨）	86.79	以 17600 单价，资金成本 6%计算，做成仓单存放 1 个月计算
<b>预计拉往内地注册总费用（元/吨）</b>	<b>891.03</b>	
收入项目		

仓库升水（元/吨）	400	900 减去“运费补贴”，以河南豫棉物流库为基准，具体是 900-500（当年运补金额）
运费补贴（元/吨）	471.70	预计 1 年后可获得入账，500 元/吨运费补贴，以 6% 贴现
预计拉往内地注册收入（元/吨）	871.70	
合计收益（元/吨）	-19.33	

资料来源：郑州商品交易所 中信期货研究所

### （三）9-1 价差维持强势或继续走高的风险因素

- 1、短期需求快速好转，提振 9 月合约价格，9-1 价差进一步扩大；
- 2、美联储 7 月议息会议加息力度加大，大宗再次下跌，1 月合约下跌幅度大于 9 月合约；
- 3、近期收储政策超预期出台，期货价格得到提振，9-1 价差拉大。
- 4、多头接货 9 月仓单。



## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

### 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>