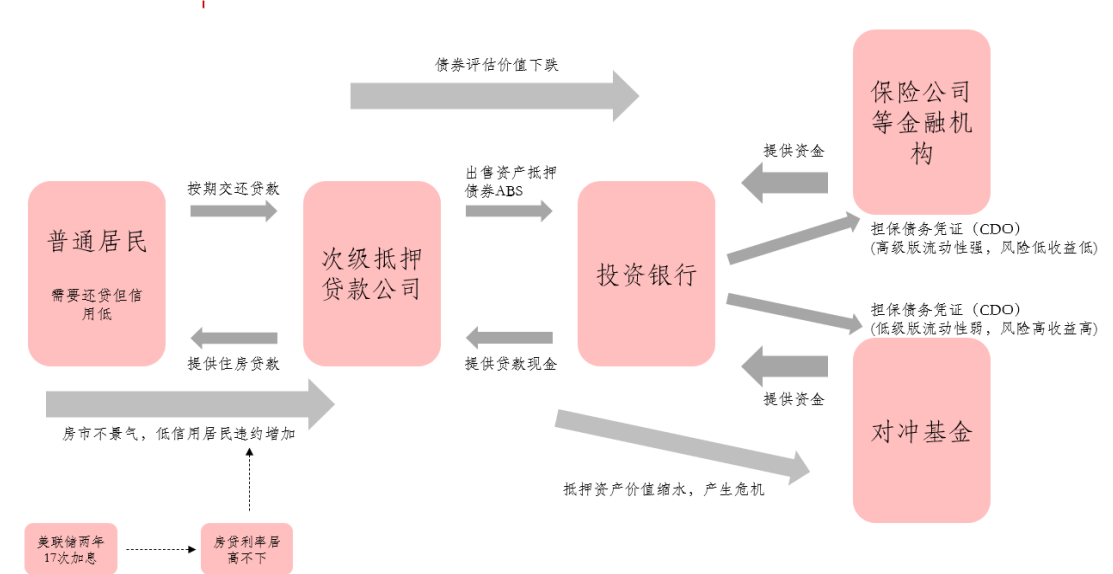


棉花：底部支撑性较强，或正在酝酿新一轮上涨动能

姚禹 华安期货

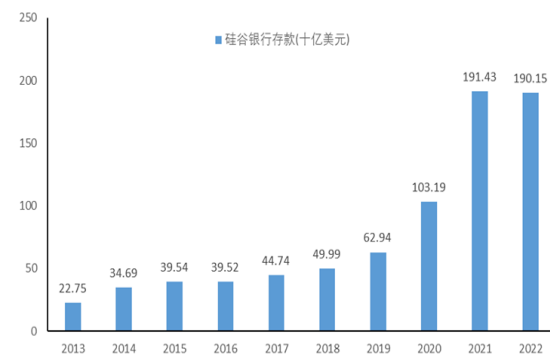
近期棉价再次出现反弹之势。前期因美联储加息导致的银行业流动性危机事件影响，棉价探底，市场避险情绪上升。但笔者认为，硅谷银行倒闭与当年的雷曼兄弟银行倒闭略有差异，并不会成为引爆新一轮金融危机的开端。我们从当年次贷危机演变进程中能够看出，信用较低的普通居民破产无力偿还贷款是危机爆发的根本原因，而美联储两年 17 次加息导致房贷利率居高不下是造成此次危机的导火索。换言之，由美联储加息催化了次级抵押贷款流程中的底层信用破产，源头现金流出现危机，故当年次贷危机波及范围广、时间长。

图 1 次贷危机演变进程

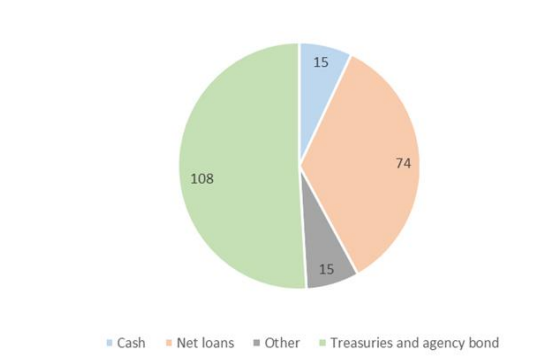


而当下硅谷银行事件，二者明显异大于同。硅谷银行危机的直接导火索同样也是美联储加息，而这也是市场看衰未来发展前景担忧金融危机再次来袭的主要原因。我们对硅谷银行存款近年变动进行对比分析后发现，自 2020 年开始，其存款开始大幅上升，背后原因在于过去几年的时间中，美联储无上限 QE、直升机撒钱任性超发货币时迅速扩张。然而硅谷银行本身投资结构却过于单一化，硅谷银行的账面上仅有 150 亿美元的现金，而它的投资组合资产占比却超过了一半，近 108 亿美元，远高于正常水平，其资产类别以投资国债以及资产抵押债券为主。在正常时间内该银行投资组合风险较低，但美联储加息造成了近远期利率倒挂，而该银行对利率变化的准备不充分，并未采取相关风险规避措施，期限严重错配导致了此次危机的爆发。

图表 2：硅谷银行存款变动



图表 3：SVB Financial 资产类别



对比两次银行危机，我们能够发现，雷曼兄弟银行倒闭是由于美联储加息导致的次级贷款的底层信用破产；硅谷银行倒闭是由于美联储加息导致的银行投资的期限错配而产生的流动性风险。我们对比两场危机前后美国主要市场指数波动幅度能够看出，在前者危机产生后市场波动幅度更为剧烈，这也表明前者的危害更大，破坏力更强；而后者解决方法更为容易——只需美联储放缓加息步伐或停止加息，故后者市场反应相对平稳。

图表 4 雷曼兄弟危机后市场反应

项目	9月15日	9月16日	9月17日	9月18日	9月19日	9月22日
道琼斯	-4.42%	1.3%	-4.06%	3.86%	3.35%	-3.27%
纳斯达克	-3.6%	1.28%	-4.94%	4.78%	3.4%	-4.17%
标普 500	-4.17%	1.75%	-4.71%	4.33%	4.03%	-3.82%

图表 5 硅谷银行危机后市场反应

项目	3月7日	3月8日	3月9日	3月10日	3月13日	3月14日
道琼斯	-1.72%	-0.18%	-1.66%	-1.07%	-0.28%	1.06%
纳斯达克	-1.25%	0.4%	-2.05%	-1.76%	0.45%	2.14%
标普 500	-1.53%	0.14%	-1.85%	-1.45%	-0.15%	1.65%

虽然继硅谷银行之后，瑞士信贷、德意志银行接连传出负面新闻，但本质都是市场对于银行业流动性危机的担忧。为防止银行业流动性风险的蔓延，德国总理朔尔茨马上回应称“没有任何担心的理由”，欧洲央行行长拉加德还称“如有必要，欧央行将提供流动性支持”。考虑到美国通胀水平基本已经见顶，美联储大概率将会缩减加息幅度甚至停止加息。

图表 6 2023 年中国棉花意向种植面积调查表

地区	面积		单产		总产量	
	意向面积	同比±%	单产预计	同比±%	产量预计	同比±%
全国	4389.1	-4.90%	140.6	-3.40%	617	-8.20%
黄河流域	296.4	-22.80%	77	-0.50%	22.8	-23.30%
山东省	132.2	-18.40%	76.8	-1.50%	10.2	-19.60%
河南省	26.3	-37.10%	64.7	6.50%	1.7	-33%
河北省	96.9	-29.10%	80.4	-3.90%	7.8	-31.90%
陕西省	12.7	-4.70%	75.6	12.50%	1	7.20%
山西省	11.1	-5.90%	75.4	9%	0.8	2.60%
天津市	17.1	-7%	79.9	4.60%	1.4	-2.70%
长江流域	205.7	-18%	65	9%	13.4	-10.60%
湖北省	79.4	-20.30%	64	-0.90%	5.1	-21%
安徽省	37.7	-31.20%	61.8	13.30%	2.3	-22%
江苏省	12	-20.50%	67.9	6.50%	0.8	-15.30%
湖南省	47.9	-5.80%	67.8	10%	3.2	3.60%
江西省	28.8	-6.20%	65.9	39.80%	1.9	31.10%
西北内陆	3869.4	-2.30%	149.8	-5.20%	579.7	-7.40%
甘肃省	26.9	-6.30%	111	-1.40%	3	-7.60%
新疆	3842.5	-2.30%	150.1	-5.20%	576.7	-7.40%
其他	17.7	-18.10%	62.4	10.50%	1.1	-9.50%

22/23 年度棉花供应充足已成定局，炒作意义不大。目前恰逢北半球新棉种植期，市场

交易节奏逐步转向新年度的植棉情况。根据国家棉花市场监测系统调查结果显示，2023 年中国植棉意向种植面积明显减少。主要受到 2022 年度较低的籽棉收购价格、植棉成本明显增加、以及部分地区要求增加粮食种植面积三重影响因素的冲击。同时，由于今年植棉补贴政策仍未公布，在一定程度上也会影响棉农植棉的积极性。

植棉意愿的同比减少，新年度产量预期下调。通过对比近年来新疆轧花厂数量的增减变动我们可以看出，自 2018 年之后，新疆轧花厂数量出现快速增长的局面，而我国棉花产量基本维持稳定。目前轧花厂整体加工产能约在 1000 万吨附近，远超我国棉花产量。因固定成本的存在，轧花厂只有通过收购大量棉花用于加工产生增量经济效益才能弥补闲置产能的成本。由于轧花厂产能过剩问题依然未得到有效解决，今年由于种植意愿的明显减少而造成的产量预期减少，因此抢收问题或难避免，而这也从下方支撑新年度棉价，尤其是远月合约价格向上驱动力较强。

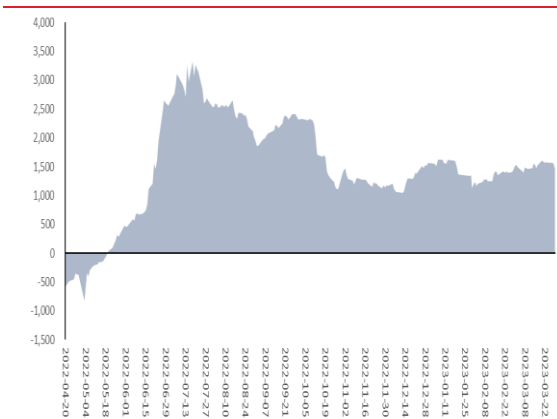
图表 7 新疆轧花厂数量

年份	轧花厂数量	棉花产量（万吨）
2017	783	505
2018	740	517
2019	793	517
2020	899	579
2021	953	525
2022	1064	622

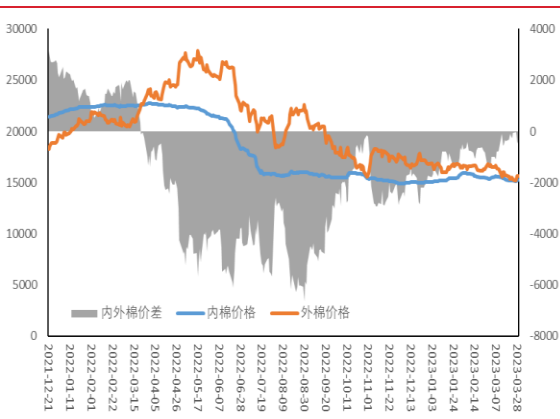
再看目前盘面情况，因棉花 05 合约临近交割，在交割月基差回归的逻辑下，主力合约基差持续收窄。期货端价格短期内受到种植意愿减少以及内需恢复预期的利多因素抬升，向上驱动力大于现货端，现货端价格挺价现象明显。叠加交割基差回归因素的考虑，故我们认为棉花 05 合约基差或将维持收窄迹象。

同时，我们能够看到，内外棉指数价差倒挂现象维持好转，二者目前基本持平。本年度市场普遍预期内需明显将好于外需；除此之外，国家“棉改粮”政策以及积极开拓新的出口通道也将减缓欧美疆棉禁令所带来的负面影响；同时由于外棉价格受宏观因素冲击更为明显，因此我们认为内外棉价差倒挂结构或将反转。3 月整体盘面纺纱利润处于上升趋势，在利润扩大的驱动下纱线库存降幅明显。由于终端消费发力羸弱，坯布库存降幅并不显著，节后开机率整体仍处于低位。但“清明”、“五一”小黄金周将要来临，居民出游频率明显增加，或能进一步拉动国内消费市场。

图表 8：盘面纺纱利润



图表 9：内外棉指数价差



整体来看，虽然 22/23 年度棉花供应充足，但目前市场交易节奏已经向新棉种植意愿降低，新年度产量趋减；从远期来看抢收又有抬头迹象。美联储加息力度也随着欧美银行业流

动性危机的爆发而逐步减弱，远月合约价格上方压力进一步减轻。目前而言，欧美银行业流动性危机整体可控，受宏观压制而造成低估值的棉价也将重回产业逻辑。现阶段供给端炒作为主，内需同时也在缓慢恢复中，棉价底部支撑性较强，或正在酝酿新一轮上涨动能。