

新旧季之间的矛盾或在二季度展开



作者简介

陶圣炎，物产中大期货研究院农产品组组长。毕业于美国佩珀代因大学金融学硕士，曾从事农产品供应链工作多年，现专注于养殖产业链全品种研究，对农业现货与期货结合有深刻理解。

期货从业资格：F3076056

期货咨询资格：Z0018038

电话：
0571-87788888-8702

邮箱：

taosy@wzgroup.cn



孟樟煜，物产中大期货研究院农产品组软商品分析师。毕业于多伦多大学，曾从事数据分析、办公自动化开发等工作，现专注于软商品产业链研究，擅长数据分析，对农产品产业链有较为深刻的理解。

期货从业资格：F03105988

一、一季度行情回顾

2024年一季度，棉花价格重心上移，尤其是春节前随着下游补库的带动，去年四季度推动棉花下跌的棉纱高库存现象得到一定缓解，郑棉反弹并一路突破16000关口。但春节后由于内外盘各自供需格局呈现美棉紧张，而国内棉花供应暂时宽松的情况，因此，棉价在年后逐渐演变为外强内弱的走势，郑棉跟涨不足，最终内外棉价差再次出现倒挂。

供应端，国内棉花一季度供应较为充足，随着23/24年度棉花加工进度的尾声，棉花现货资源季节性上量，国内棉花商业库存增加明显，外加一季度进口棉的大量涌入，造成国内棉花现货供应阶段性宽松。然而美棉却由于本身减产原因，加上干旱天气造成的质量偏低现象导致可交割资源紧张的情况出现，考虑到美棉出口在一季度保持了较为强势的签约势头，最终ICE 2号棉花走出了一波挤仓行情。

需求端，棉纺织行业在春节前开启了一波比较强势的下游补库行情，尤其是织布厂由于终端面料需求回暖的刺激，纷纷在春节前开启棉纱节前补库，很大程度上消耗了前期压制棉价的棉纱高库存。然而春节后，下游订单迟迟未出现放量，前期大量进口棉配额的增发也导致较多企业购买进口棉数量增加，从而使得棉花现货交投在三月仍呈现偏淡的情况。市场因此对于金三银四旺季需求的预期出现了质疑的声音。

整体上国内棉花价格在一季度的运行趋于理性，符合当前国内棉花供需格局。在23/24年度供应量基本确定的情况下，棉价运行的驱动更多地来自于纺织下游需求端和美棉短缺的影响。郑棉1-3月走势基本符合我们在年报中关于2024年一季度棉价承压的预测，然而下游节前补库的力度略强于我们年初的预期，导致棉价在1-2月小幅的超预期上行。

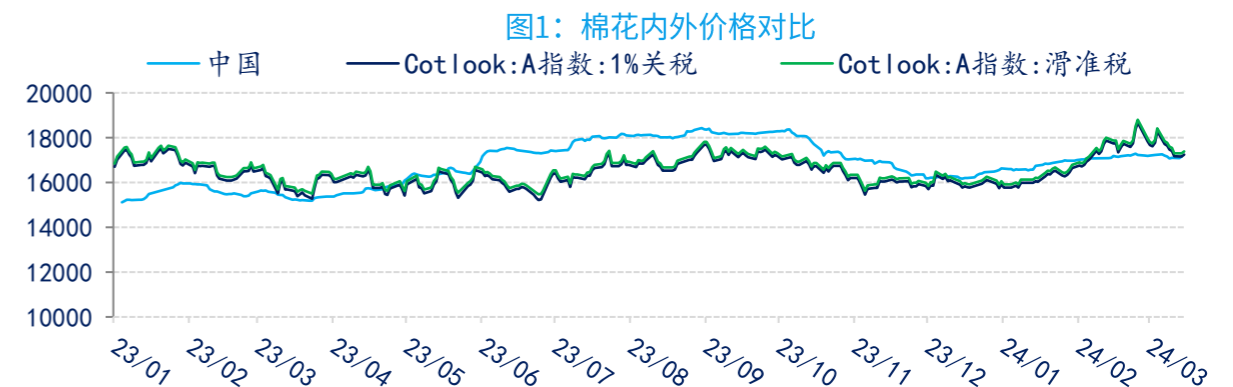
二、二季度棉花行情分析

（一）美棉供需偏紧，外强内弱格局

表1：USDA全球棉花供需平衡表（3月） 单位：万吨

	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	同比
产量	2593	2482	2493	2531	2459	-2.8%
消费量	2286	2704	2528	2420	2459	1.6%
进口	887	1059	936	821	941	14.7%
出口	897	1067	940	805	942	17%
期末库存	1917	1691	1664	1806	1815	0.5%

数据来源：USDA、物产中大期货研究院



数据来源：WIND、物产中大期货研究院

USDA3月平衡表随着北半球各产区棉花加工进入尾声使得23/24年度的全球供需格局的大方向基本落地，其中最受关注的则是美国棉花平衡表展现出的紧张格局。由于生长季严重干旱影响，美棉产量降至十年内的最低水平，而长期的干旱也使得美国本年度棉花质量偏差，通过美国公开的公检数据可以看到美棉23/24年度可交割比例偏低，整体供应数量与往年均值相比偏低较多。但是，本年度美棉出口签约情况良好，尤其是受到中国进口棉配额增发的影响，美棉签约量早已超过年度预期出口量的九成，存在供应短缺可能，因而带动美棉成功突破90美分压力位，并一度冲上100美分关口。进入二季度，虽然市场重心将转移到新季供应上，但目前美棉逼仓的可能无法得到证伪，因此旧季合约或许在24/25年度新棉上市之前，仍将保持相对强势的运行，我们预计美棉二季度难以跌破90美分。

而相比外盘的强势上冲，郑棉表现则显得比较理性。从国内平衡表来看，国内产量虽相较于去年减产，但仍处在近年正常区间，且由于进口配额的增发导致进口棉大幅增加，从而造成了国内棉花供应阶段性宽松的情况。由于供需上存在的外强内弱的结构，中外价差在年后再次出现倒挂，虽然目前内外价差有所修复，但当前国内金三银四纺织市场并未出现需求端的实质改善，整体旺季成色正在接受较大的考验，所以预计新年度种植面积确定之前，二季度棉价外强内弱格局或将有所延续。

(二) 新季供应或出现外增内减

图2：大豆/棉花比价



数据来源：WIND、物产中大期货研究院

图3：玉米/棉花比价



数据来源：WIND、物产中大期货研究院

二季度北半球棉花产区进入种植阶段，USDA种植意向报告也将在三月最后一天发布，市场运行的逻辑也很大程度上将转向24/25年度的新季种植端，而二季度最受市场关注的点必将绕不开北半球各产区的种植面积情况。

从目前种植意向调查情况来看各机构存在一定分歧，美国国家棉花协会在二月的种植意向调查报告中预计种植面积减少，而USDA农产品展望论坛则预计同比小幅增加。由于近期美棉价格的大幅上涨，导致其与大豆、玉米的比价明显突显出了优势，目前美棉后续逼仓的可能性仍难以证伪，导致美棉价格在新季种植阶段仍大概率将维持高位运行，给美国棉农带来较大的种植热情。因此，我们预计24/25年度的美棉种植面积将大概率会出现小幅增加局面。另外，美棉产区干旱面积已大幅缩减，本轮厄尔尼诺也已过了峰值，虽然7-8月有转向拉尼娜现象的可能，但至少在美棉种植季，其西南与中南产区的天气情况或许是近几年较为乐观的状态有利于棉农播种工作的推进，棉农或难免尝试扩种，将给后续美棉价格带来一定压力。

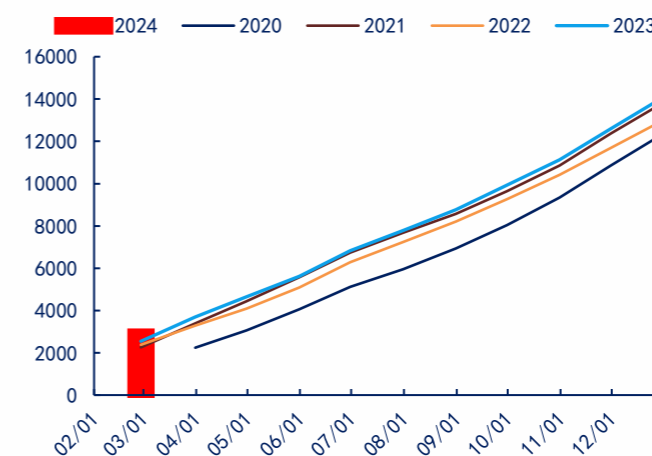
反观国内24/25年度的种植意向，由于去年发布的未来三年新疆棉补贴政策影响，国内农业发展仍然围绕保粮食供应而指引新疆次适宜棉区退出种植的导向，预计新年度国内种植面积仍将小幅下降的可能。从中国棉花协会1月公布的调研报告来看，新季国内棉花种植面积将同比减少2.4%。通过简单的比价关系来讲，国内棉价未能受到美棉上涨的带动而理性运行，再考虑到今年新疆地租仍维持高位的情况，国内棉农种植热情相比于美国显得并不高昂。所以我们预计国内新年度棉花种植面积仍有继续下调的空间，在中期将给予国内棉花价格一定的支撑，但向上驱动不强。

总而言之，基于目前情况我们对新季种植面积的推测是美棉扩种而国内棉花减种的预期，二季度内外盘走势的割裂或许能够在各自种植面积的指引下有所缓解。不过我们预计面积变动幅度或许并不会太大，因此我们对新季供应驱动带来的趋势性并不看好，二季度更多的趋势机会仍然需要观察需求端情况

与美棉继续旧季合约逼仓的可能。

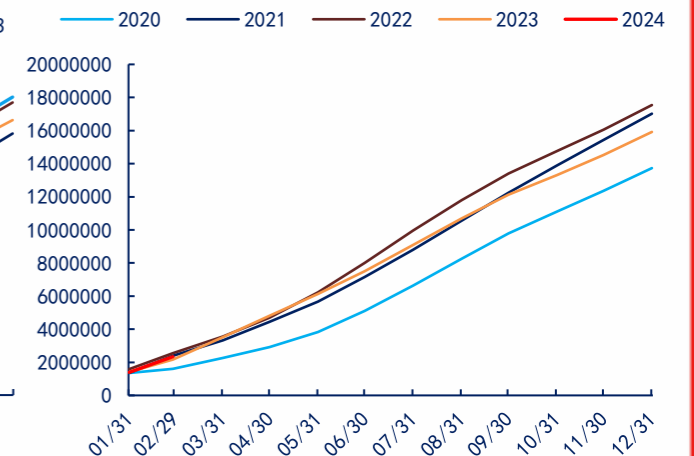
(三) 金三表现差强人意，需求端继续关注海外补库

图4：国内纺服零售额（累计）单位：亿元



数据来源：WIND、物产中大期货研究院

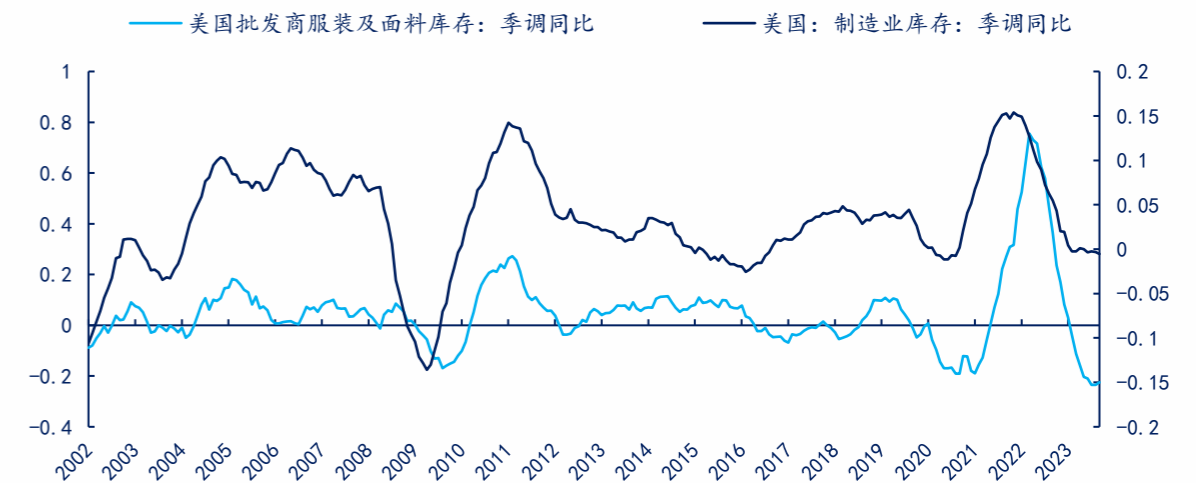
图5：服装及成衣出口（累计）单位：亿元



数据来源：WIND、物产中大期货研究院

在年前补库大幅消耗棉纱库存之后，市场对于春节后旺季需求端存在较强的预期，而三月下游表现差强人意，成品走货缓慢，导致旺季预期有所落空，这也是郑棉没有跟随美棉上涨的重要原因之一。但从国内纺服零售额来看，1-2月累计纺服销售额同比呈现增长，并处在近五年最高位置，这主要归功于春节消费旺季的需求改善。而进入到三月，各方反馈下游订单并未得到明显的改善，其原因主要有两方面：一方面，下游年前补库已基本满足自身订单生产需求，年后补库需求大打折扣，另一方面，虽然年前棉纱去库较好，但目前中间环节棉纱库存仍对于需求端的传导存在阻碍，就如同我们年报观点中所说的整体棉纱堰塞湖最早或许需要在三月底才能完全去化。

图6：美国库存库存周期



数据来源：WIND、物产中大期货研究院

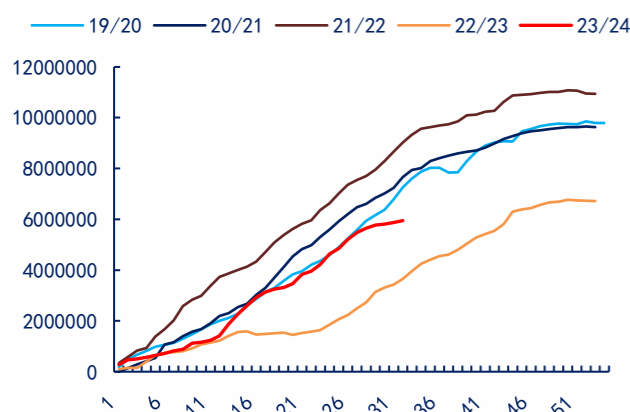
不过需求端并非是悲观的，我们在年度展望中提到的海外服装业进入主动补库周期的预期仍然能带给棉花价格比较有力的支撑。截至今年一月底，美国批发商服装及面料库存已基本完成去库而转向主动补库环节，目前美国服装类库存的历史分位已处在几乎历史最低的位置，预计今年后续三个季度都将处在补库周期当中。而目前我国服装及成衣出口基本保持正常，预计后续能在海外补库的推动下呈现增长的态势。

另外，由于海外宏观环境的逐步改善，海外需求的恢复成为后续需求端值得期待的驱动。我们宏观分析师通过近期美联储动向指出美联储6月降息的可能性极高，美元指数回落之后难再冲高，对我国纺织品出口存在较大的利好。因此，后续需求端表现，尤其是下半年出口需求的提升的可能性较大，在供应端未出现大幅的产量增加的情况下，中长期棉价也预计能受到海外主动补库的带动而区间上移。

从当下时间节点来看，虽然下游订单仍不尽人意，但我们对于2024年全年的需求预期仍保持乐观的态度。

（四）美棉紧缺引发新旧季矛盾

图7：23/24年度美棉签约量（累计）单位：包



数据来源：WIND、物产中大期货研究院

截至3月14日，美棉出口签约进度良好，即使从同比来看累计签约量并不处在高位，但由于美棉本年度产量大幅低于历年均值并处在近十年最低位，整体签约量早已超过年度出口量预期的九成。加上近期美棉装运势头较为强劲，装运比例较高，因此后续美棉销售压力并不大。另外，美棉本年度现货质量相较往年较差，通过公检的可交割比例处在较低水平，因此后续美棉资源确实处在相对紧缺的状态。

通过近期CFTC未点价卖单保持增加，需求保持良性增长的态势，美棉下一季新棉上市之前，ICE 7月合约仍然存在较大的逼仓可能。考虑到前文提到的美棉种植面积可能因为棉价上升而增加的情况发生，旧季短缺与新季的增产将推动新旧两个年度之前矛盾的激发而使新旧季合约价差拉开，因此从美棉紧缺的逻辑出发，而国内自身供应驱动并不强的情况下，我们可以留心后续可能出现的9-1正套机会。

三、结论：新旧季之间的矛盾或在二季度展开

综上所述，二季度虽然市场逻辑将转移到新季种植的故事上面，而从目前的整体驱动判断，新季大概率出现美棉增种而国内小幅减种的情况，整体全球供应变动并不会过于剧烈，推动棉价波动的因素或许更偏向于需求端的改善与美棉紧缺的影响。需求端由于海外库存周期转向的发生配合宏观环境的持续改善，我们对于后续全球纺织品需求维持乐观态度。整体国内供需与年初预期变动不大，但棉纱库存进一步消化，并且盘面套保压力随着上游销售进度的推进而有所释放，而后续进口棉也会因为美棉涨价后进口利润压缩的影响有所减少，所以中期棉价存在一定的上涨动力。综合评估来看，棉价整体下跌空间或许并不大，但由于二季度国内供应仍显充足，种植面积未超预期的情况下，棉价上方空间也受到一定压缩，预计棉价将在【15800-17000】区间呈现缓慢上行走势，由此可关注区间内逢低做多机会。而美棉逼仓仍然存在可能，导致ICE 2号棉花旧季合约或许仍会保持较为强势的运行区间，在国内供需没有太大变动的情况下，虽然跟涨力度预计不大，但整体back结构或因新旧季供应的矛盾而有所深化，我们可以以此为出发点去寻找可能的正套机会。

推荐策略：

单边：关注16000下方的做多机会。

套利：9-1价差在100以内可考虑介入正套。

风险点：种植面积超预期、海外补库预期落空