

【申银万国期货】美棉大幅拉升，内外倒挂加剧

——3 月份棉花期货投资策略报告

2024 年 2 月 29 日

摘要：

- 进入 2024 年国内棉花小幅抬升而美棉因为低库存而出现挤仓，近期出现大涨，并且导致内外倒挂（进口亏损）加剧。长期看，CF 将在区间内震荡，考虑到 2024 年全球宏观将维持宽松，且国内新棉种植面积受限，回调做多 CF 合约依然存在投资价值。

分析师

徐盛 农产品高级分析师
执业编号：F3083505
投资咨询号：Z0016250
电话：021-5058 1577
邮箱：xusheng@sywgqh.com.cn

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号
 宝安大厦 7、8、10 楼
邮编：200122
电话：021 5058 8811
传真：021 5058 8822
网址：www.sywgqh.com.cn

核心因素评定表：

核心利多因素	影响力演化方向	评级
国内新年度棉花减产	稳定	★★
全球主要经济体经济形势良好	稳定	★★
核心利空因素	影响力演化方向	评级
当前消费恢复不及预期	稳定	★★
海外棉花种植面积增加	趋强	★★★

综评：减产预期逐步兑现，棉价仍有上行空间。

注：“★★★”主动推涨型因素或主动打压型因素；“★★”支撑型因素或阻力型因素；“★”背景型因素。



申银万国期货
宏观金融研究



申银万国期货研究

目录

一、3 月份操作策略	3
1、单边操作建议	3
2、套期保值操作建议	3
二、行情分析	4
1、行业动态	4
2、行情图解	5
3、热点问题	13
三、交易逻辑	14
1、单边交易逻辑	14
2、套期保值交易逻辑	14
四、风险提示	14

一、3 月份操作策略

1、单边操作建议

2024 年 3 月份，建议郑棉 05 合约区间操作偏买入为主。具体操作如下表。总仓位控制在 10%以内。

操作类型	开仓区间	止损位	退出区间	仓位建议
多 CF405	15500-16000	14500	17000-17500	10%

2、套期保值操作建议

结合行情发展和基本面阶段性变化，根据企业的需求选择阶段性的买入或卖出套期保值。

二、行情分析

1、行业动态

✚ USDA 2 月份棉花供需报告出炉，2023/24 年度全球棉花供应下降，但需求将疲软。报告称，2023/24 年度全球棉花产量预估为 1.1282 亿包，低于 1 月预估的 1.1318 亿包。2023/24 年度全球棉花期末库存预估为 8370 万包，低于 1 月预估的 8438 万包。报告指出，这是因美棉出口需求增加，而棉厂消费量在下降。

✚ 截至 2024 年 2 月 15 日，美国累计净签约出口 2023/2024 年度棉花 241.54 万吨，达到年度预期出口量的 89.89%（美国农业部 2 月份报告，根据本年度强劲的出货和销售速度，出口预测上调 4.4 万吨至 267.8 万吨）；累计装运棉花 118.59 万吨，装运量占签约出口量的 49.1%。当前美棉签约进度偏快，有利于棉价上涨。

✚ 2 月 19 日印度财政部发布通知，宣布自 2 月 20 日起取消对长度超过 32.0 毫米的长绒棉征收的 11% 进口关税。纺织行业代表长期以来一直要求取消这项关税，他们声称，在长绒棉已经存在结构性赤字的情况下，该关税损害了该行业的利益。

✚ 2023 年 1-12 月，美国进口纺织服装 1217.4 亿美元，同比下降 21.8%，比前 11 月降幅略微收窄 0.6 个百分点。自中国进口 313.9 亿美元，下降 25.2%；占比 25.8%，同比减少 1.2 个百分点，与前 11 月占比持平。自越南进口 160.6 亿美元，下降 23.2%；占比 13.2%，减少 0.2 个百分点。自印度进口 101.6 亿美元，下降 19.2%；占比 8.3%，增加 0.2 个百分点。

✚ 中国棉花协会预计，2023/24 年度我国棉花产量 585.5 万吨，同比下降 11.6%；消费量 790 万吨，同比增长 4%；进口量 170 万吨，同比增长 19%；出口 3 万吨，期末库存为 835 万吨，同比下降 4.3%。

✚ USDA 农业展望论坛报告预测，2024/25 年度美国棉花种植面积为 1100 万英亩，同比增长 7.5%，但仍是 2016 年以来的第二低。美国农业部将于 3 月 28 日发布 2024 年的官方意向种植面积。按照近五年平均值计算，2024 年美国棉花平均单产为 827 磅/英亩（低于 2023 年的 845 磅/英亩），2024 年美国棉花产量预计为 1600 万包，大大高于 2023 年的 1240 万包，同比增长 29.03%（近 30%）。种植面积增长 7.5%，但总产量增长近 30% 的关键原因是 2024 年预计棉花收获面积同比增长 31%，单产的略有下降可以忽略。

2、行情图解

图 1：国内棉花期现货价格（元/吨）

✦ **内盘：**近期随着下游消费的改善以及美棉带动，国内棉价小幅反弹。
✦ **外盘：**低库存下，美棉近期走势强劲。

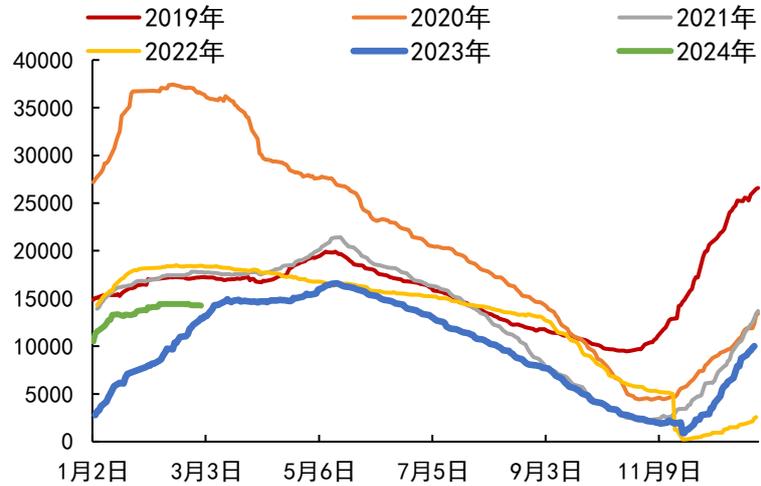


资料来源：Wind，申万期货研究所

图 2：NYBOT 2 号棉花主力收盘价（美分/磅）



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 3：郑棉仓单（张）


资料来源：Wind，申万期货研究所

截止 2024 年 2 月 28 日，交易所棉花期货注册仓单 14267 张，仓单加有效预报合计 15314 张。从季节性来看，棉花注册仓单单位于历史较低水平。

USDA 2 月报告 2023/24 年度全球棉花供应下降，但需求将疲软。报告称，2023/24 年度全球棉花产量预估为 1.1282 亿包，低于 1 月预估的 1.1318 亿包。2023/24 年度全球棉花期末库存预估为 8370 万包，低于 1 月预估的 8438 万包。报告指出，这是因美棉出口需求增加，而棉厂消费量在下降。

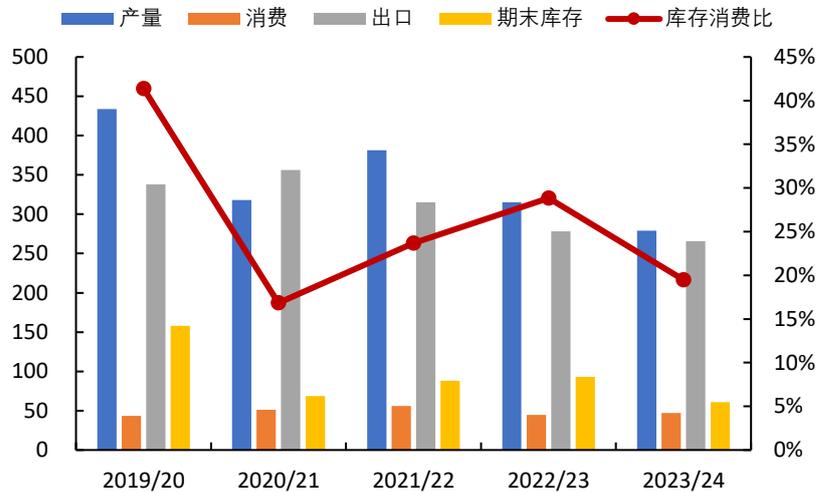
表 1：全球棉花供需平衡表（万吨）

全球棉花供需平衡表（2024年2月）							
							单位：万吨
年度	期初库存	产量	进口	消费	出口	期末库存	库存消费比
2019/20	1616	2595	887	2287	897	1916	83.80%
2020/21	1916	2484	1059	2705	1067	1691	62.51%
2021/22	1691	2494	935	2494	940	1662	66.64%
2022/23	1663	2531	821	2420	805	1806	74.63%
2023/24 (1月)	1812	2465	937	2448	937	1837	75.04%
2023/24 (2月)	1806	2456	934	2449	933	1822	74.40%
环比	-6	-9	-3	1	-4	-15	-0.64%
同比	143	-75	113	29	128	16	-0.23%

资料来源：USDA，申万期货研究所

图 4：美国棉花供需情况（万吨）

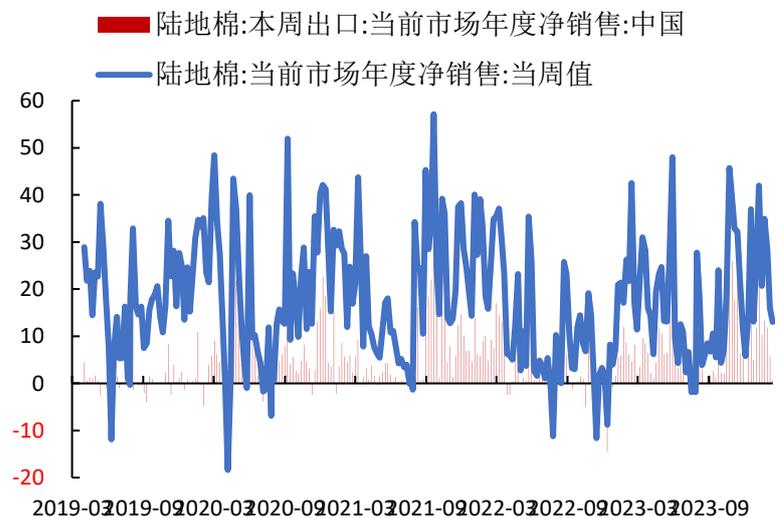
✚ 2023/24 年度美国棉花期末库存下调，出口量上调，国内使用量减少，而产量保持不变。出口量上调 4.35 万吨，至 267.8 万吨，基于目前出货和销售的良好情况。由于美国国内纺纱活动持续低迷，预计使用量将下调 3.27 万吨。期末库存为 61 万吨，占总需求量的 20%。本月美国陆地棉均价为每磅 77 美分，较上月高出 1 美分。



资料来源：USDA，申万期货研究所

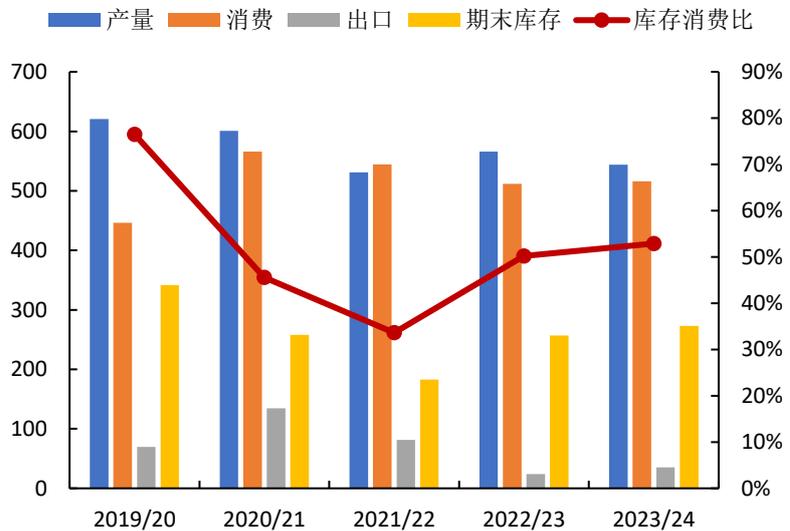
图 5：美陆地棉当周出口净销售（万包）

✚ 截至 2024 年 2 月 15 日，美国累计净签约出口 2023/2024 年度棉花 241.54 万吨，达到年度预期出口量的 89.89%（美国农业部 2 月份报告，根据本年度强劲的出货和销售速度，出口预测上调 4.4 万吨至 267.8 万吨）；累计装运棉花 118.59 万吨，装运量占签约出口量的 49.1%。当前美棉签约进度偏快，有利于棉价上涨。



资料来源：USDA，申万期货研究所

图 6：印度棉花供需情况（万吨）



资料来源：USDA，申万期货研究所

印度棉花协会发布了 2023/24 年度 1 月份的供需平衡表，所有供应和需求指标均保持不变。印度棉花产量为 2941 万包，国内消费量也维持在 3110 万包。进口量和出口量分别为 220 万包和 140 万包。因此，期末库存保持在 200 万包。据该协会称，截至一月底的到货量为 1770 万包。出口量为 90 万包，进口量为 40 万包。截至 1 月底，棉纱厂持有约 410 万包（大约相当于六周的用量），而贸易商、采棉工和其他机构持有约 500 万包。

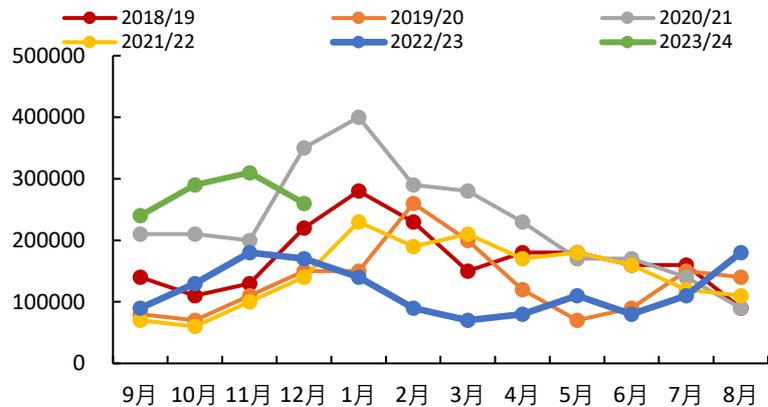
表 2：中国棉花供需平衡表（万吨）

中国棉花供需平衡表（2024年2月）							
单位：万吨							
年度	期初库存	产量	进口	消费	出口	期末库存	库存消费比
2019/20	782	598	155	745	3	786	105.50%
2020/21	786	644	280	893	0	812	90.96%
2021/22	812	583	171	735	3	829	112.82%
2022/23	829	668	135	816	2	814	99.75%
2023/24（1月）	814	599	250	795	2	867	109.10%
2023/24（2月）	814	599	261	806	2	868	107.69%
环比	0	0	11	11	0	1	-1.41%
同比	-15	-69	126	-10	0	54	7.94%

资料来源：USDA，申万期货研究所

USDA 本次将国内新年度棉花产量维持不变。进口和消费各上调 11 万吨以维持期末库存的基本平衡。郑棉上行面临较强套保压力，但基本面继续明显恶化的幅度也不大，宏观方面近期中美关系也有所缓和，整体来看棉价下方也存在支撑。

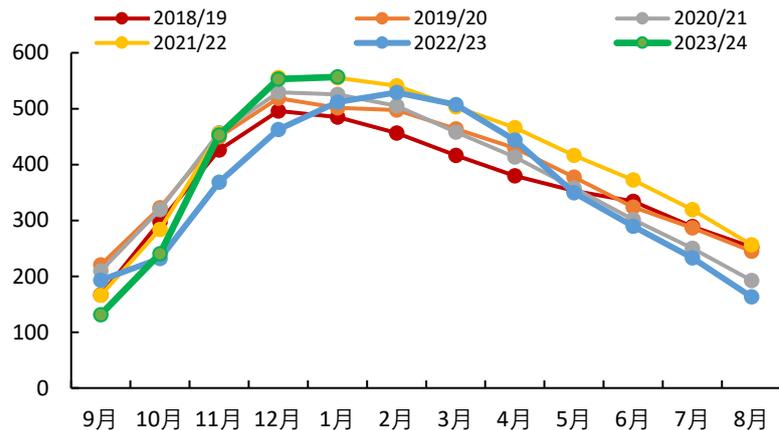
图 7：棉花月度进口量(吨)



资料来源：海关总署，申万期货研究所

- 2023年12月进口26万吨，环比-5万吨，同比+9万吨；2023年我国进口棉花约196万吨，同比+2万吨；2023/24年度(2023.9-11)我国进口棉花约110万吨，同比+53万吨。
- 预计1月之后有望重新上升。

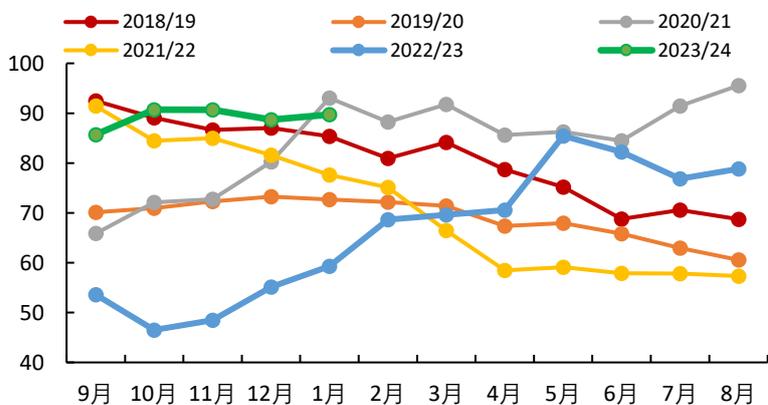
图 8：棉花商业库存(万吨)



资料来源：Wind，申万期货研究所

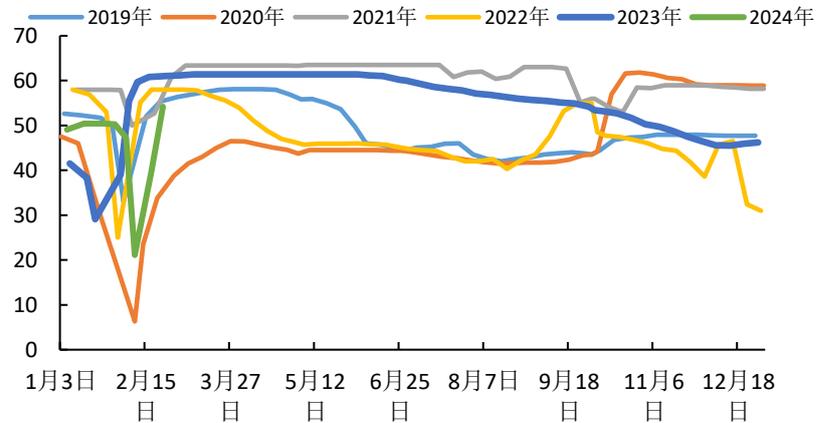
- 截止2024年1月，国内棉花商业库存为556.7万吨，环比+3.7万吨，同比+44.83万吨。国内商业库存位于近5年相对高水平，因持续抛储使得边际库存出现增加。
- 截止2024年1月，国内棉花工业库存为89.7万吨，环比增加1.3万吨，同比增加30.37万吨。随着国内需求保持稳定，工业库存维持较高水平。

图 9：棉花工业库存(万吨)



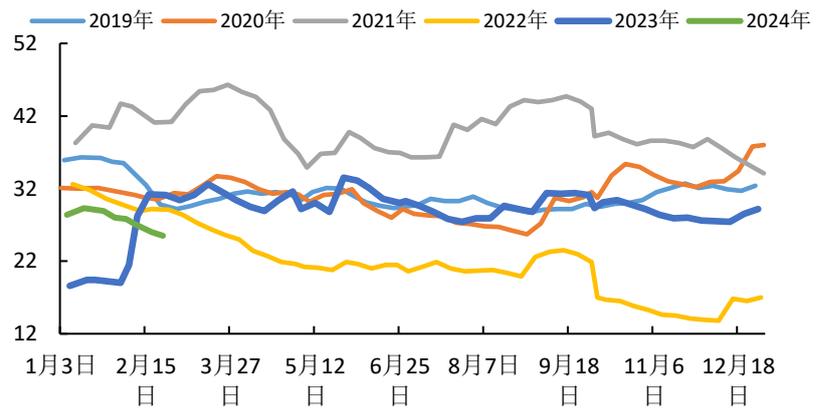
资料来源：Wind，申万期货研究所

图 10：纯棉纱厂负荷（%）



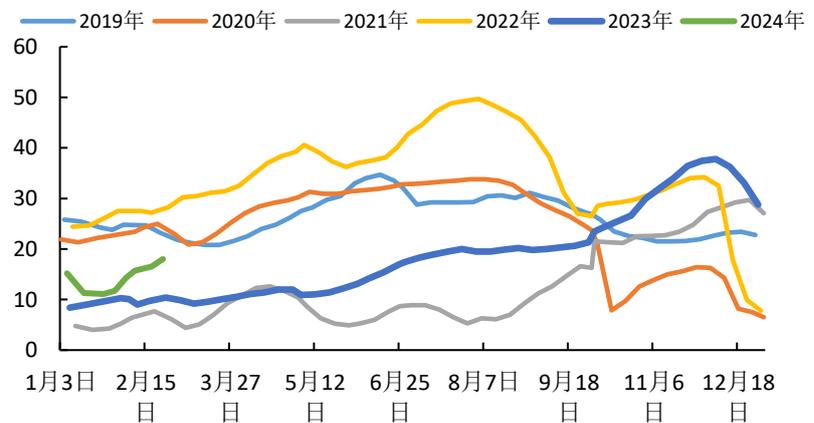
资料来源：TTEB，申万期货研究所

图 11：纱厂棉花库存（天）



资料来源：TTEB，申万期货研究所

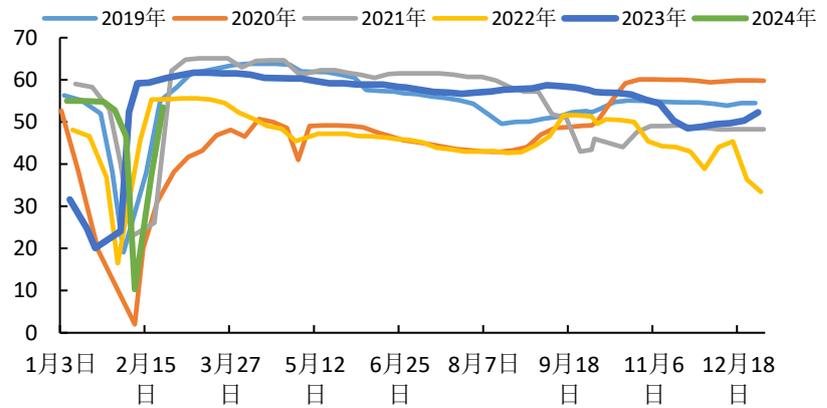
图 12：纱厂棉纱库存（天）



资料来源：TTEB，申万期货研究所

春节后纺织企业开工逐步恢复。截止 2024 年 2 月 23 日，纯棉纱厂开机率恢复至 54.2%，纱厂棉花库存下降至 25.5 天，棉纱库存前期上升至 18 天。

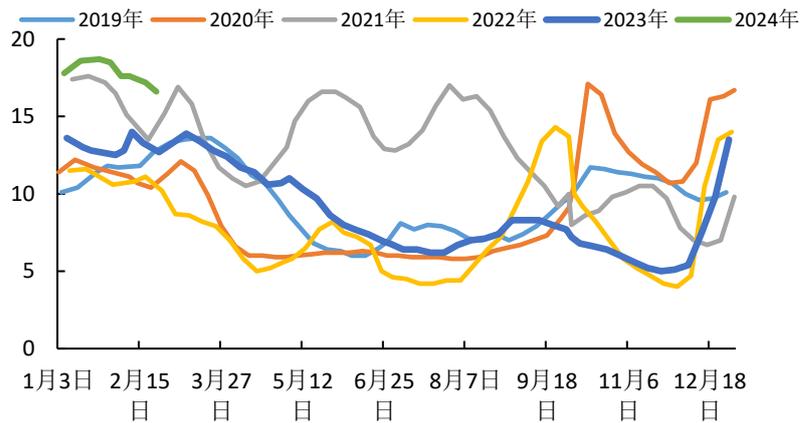
图 13: 全棉坯布负荷 (%)



织厂方面，坯布开机率也出现回升。截止2月23日，织厂棉纱库存下降至16.6天，全棉坯布库存下降至28.8天。

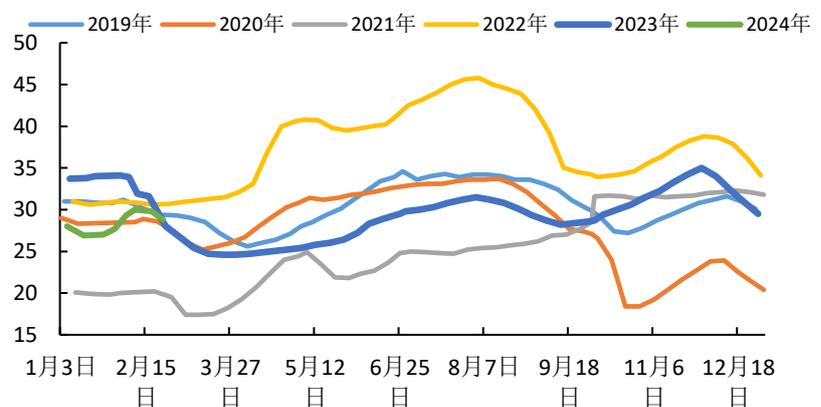
资料来源：TTEB，申万期货研究所

图 14: 织厂棉纱库存 (天)



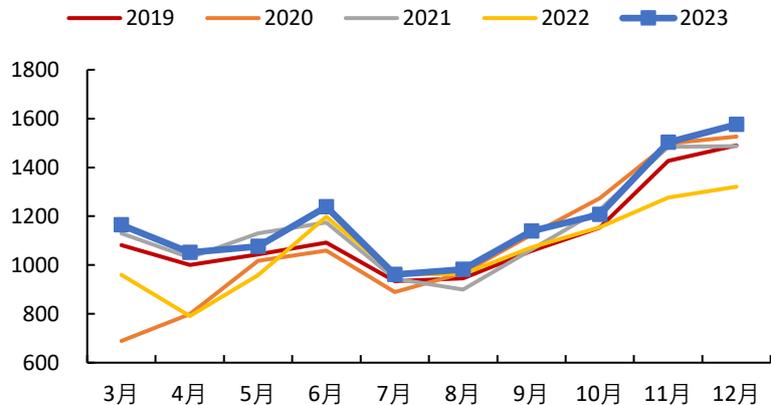
资料来源：TTEB，申万期货研究所

图 15: 全棉坯布库存 (天)

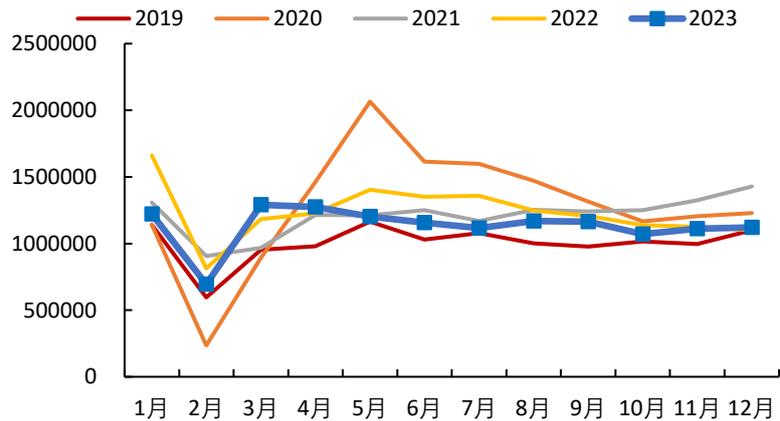


资料来源：TTEB，申万期货研究所

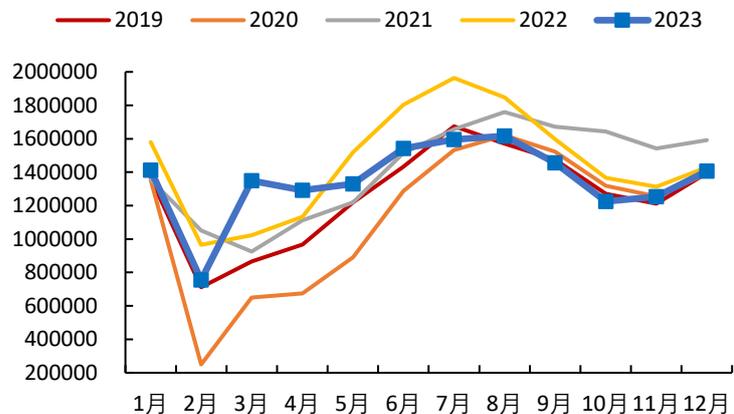
- 2023年12月份,服装鞋帽、针、纺织品类商品零售额为1576亿元,环比+73亿元,同比+255亿元。1-12月累计零售额为14095亿元,同比+1092亿元。
- 国内纺织服装零售额同比保持正增长,内需持续修复。

图 16: 服装鞋帽、针、纺织品类当月零售额 (亿元)


资料来源: Wind, 申万期货研究所

图 17: 纺织纱线、织物及制品当月出口额 (万美元)


资料来源: Wind, 申万期货研究所

图 18: 服装及衣着附件当月出口额 (万美元)


资料来源: Wind, 申万期货研究所

- 12月我国纺织纱线、织物及制品出口金额为112.064亿美元,23年全年累计出口金额1344.975亿美元,累计同比下降8.3%。服装及衣着附件出口金额为140.655亿美元,23年全年累计出口金额1591.447亿美元,累计同比下降7.8%。
- 以人民币计价:12月我国纺织纱线、织物及制品出口金额为803.5亿元,23年全年累计出口金额9454.1亿元,累计同比下降3.1%。服装及衣着附件出口金额为1008.4亿元,23年全年累计出口金额11206.2亿元,累计同比下降2.8%。

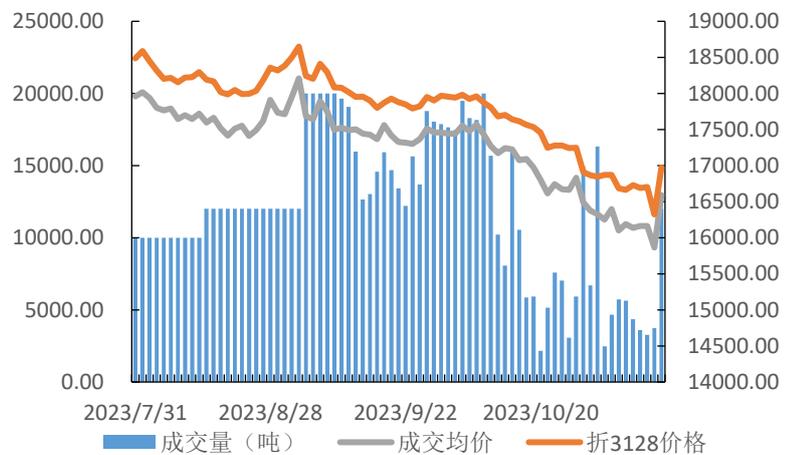
3、热点问题

➤ 2023 年储备棉轮出成交情况

棉花抛储于 2023 年 11 月 15 日起停止。7 月 31 日至 11 月 14 日累计成交总量 88.47 万吨,平均成交率 74.81%成交均价 17274 元/吨。

政策落地后,棉花现货市场成交依旧清淡,存在较强的观望气氛,整体动作不明显。值得注意的是,2024 年棉花有望轮入,届时将对棉花价格形成支撑。

图 19: 储备棉轮出成交情况 (吨, 元/吨)



资料来源：全国棉花交易市场，申万期货研究所

三、交易逻辑

1、单边交易逻辑

进入 2024 年国内棉花小幅抬升而美棉因为低库存而出现挤仓，近期出现大涨，并且导致内外倒挂（进口亏损）加剧。长期看，CF 将在区间内震荡，考虑到 2024 年全球宏观将维持宽松，且国内新棉种植面积受限，回调做多 CF 合约依然存在投资价值。

2、套期保值交易逻辑

结合行情发展和基本面阶段性变化，根据企业的需求选择阶段性的买入或卖出套期保值。

四、风险提示

针对 3 月份的交易策略，基本面的变化可能会带来策略失败或者交易效果不及预期。潜在风险主要体现在以下几个方面：

1、需求不及预期

若春节后订单持续不及预期，棉价仍有下行压力。

2、外围宏观环境动荡

尽管外围宏观对市场的冲击有所减弱，但后续货币政策、美元指数、原油价格等都存在较大的不确定性，可能导致棉价大幅波动。

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

(核准文号 证监许可[2011]1284号)

研究局限性和风险提示

报告中依据和结论存在范围局限性，对未来预测存在不及预期，以及宏观环境和产业链影响因素存在不确定性变化等风险。

分析师声明

作者具有期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者及利益相关方不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的利益。

免责声明

本报告的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。市场有风险，投资需谨慎。我们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买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。