

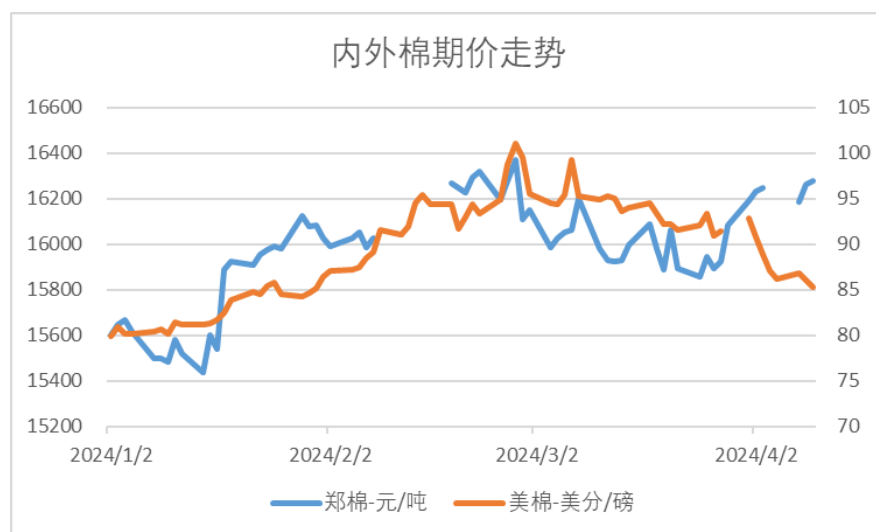
棉花：震荡僵持，等待驱动

永安期货研究中心农产品团队

郑棉价格近三个月来在 16000 元/吨附近波动。一方面由于需求端未有显著恢复，叠加上游主流套保压力，价格上行受到压制。另一方面，纱厂的高开机率以及为应对节前节后订单的生产需求，为棉花价格提供了支撑。因此，短期内郑棉价格处于进退两难的境地，需要等待后续的市场驱动因素来指引方向。笔者通过分析，总结出几项可能的产业驱动。首先，目前国内下游纺织业的高开机率与相对偏弱的订单量之间的矛盾正在不断累积，这种负反馈效应可能会逐渐显现，从而对未来的棉花价格构成压力。其次，美棉交易重心在新旧作季交替的过程中，仍然面临旧作库存紧张以及天气变化带来的向上炒作风险，这些因素有可能引发阶段性的市场行情。

一、近期行情回顾

图 1、内外棉期价走势



数据来源：Wind、永安期货研究中心

年初至春节前，国内下游订单季节性回暖，织厂、布行及贸易商启动年前备货使得棉纱流动性恢复，纱厂及棉纱贸易商资金部分回流，纱厂纺纱利润也有一定改善，高支强于低支，整体下游运行状况边际好转，带动郑棉上行至 16000 元/吨左右。同期，美国农业部 USDA 在一季度接连下调 2023/24 年度美国棉花产量，平衡表转紧，美棉出口进度加快，支撑美棉上行，管理基金净多持仓持续增加，一度发生挤仓行情，美棉最高达到 103.8 美分/磅，并以 95 美分/磅左右高位震荡至三月中下旬。

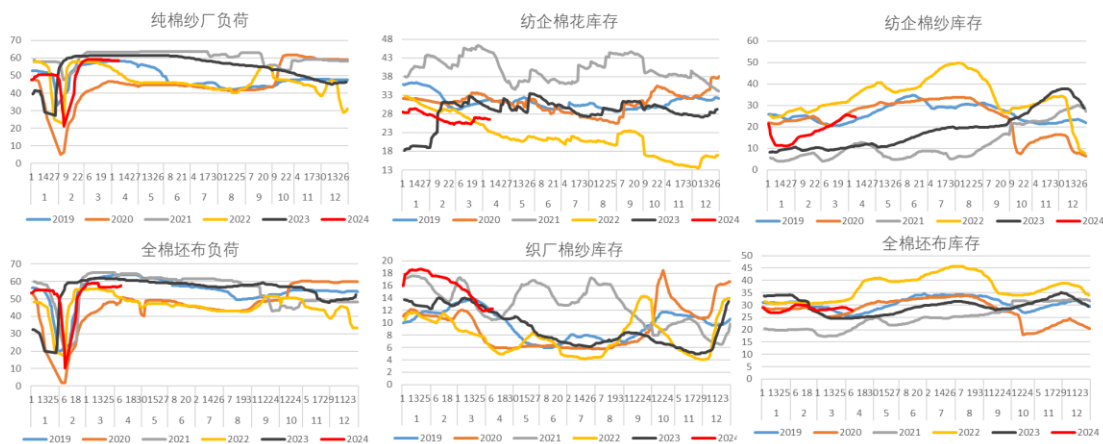
春节后，国内下游企业快速恢复高开机生产，但新接单不及预期，以生产年前订单为主。在下游高开机与内外价差倒挂的支撑下，郑棉维持高位震荡。临近四月天气转暖，下游反映接单边际增加，棉花棉纱价格均有上涨。而美棉方面，管理基金多头在美联储降息预期推迟及下一年度意向种植面积增加的情况下减仓，美棉开始走弱。

二、国内下游弱订单与纱厂高开机的矛盾持续累积

本年度，国内下游企业在棉纱库存偏高的情况下，又经历了传统旺季“金三银四”的旺季不旺，这使得纺纱利润处于历史低位，纱厂整体的高开机率或难以维持。然而，降低开机的时间和幅度仍存在不确定性。一方面，近年来棉纱贸易商的扩张使得纱厂和织厂之间的中间环节增大，导致终端需求不佳的影响传导速度减缓。目前，纱厂的棉纱库存尚处于中等水平，虽然存在一定的压力，但并未达到特别严重的程度。另一方面，地区间的纱厂竞争也是影响开机率的重要因素。

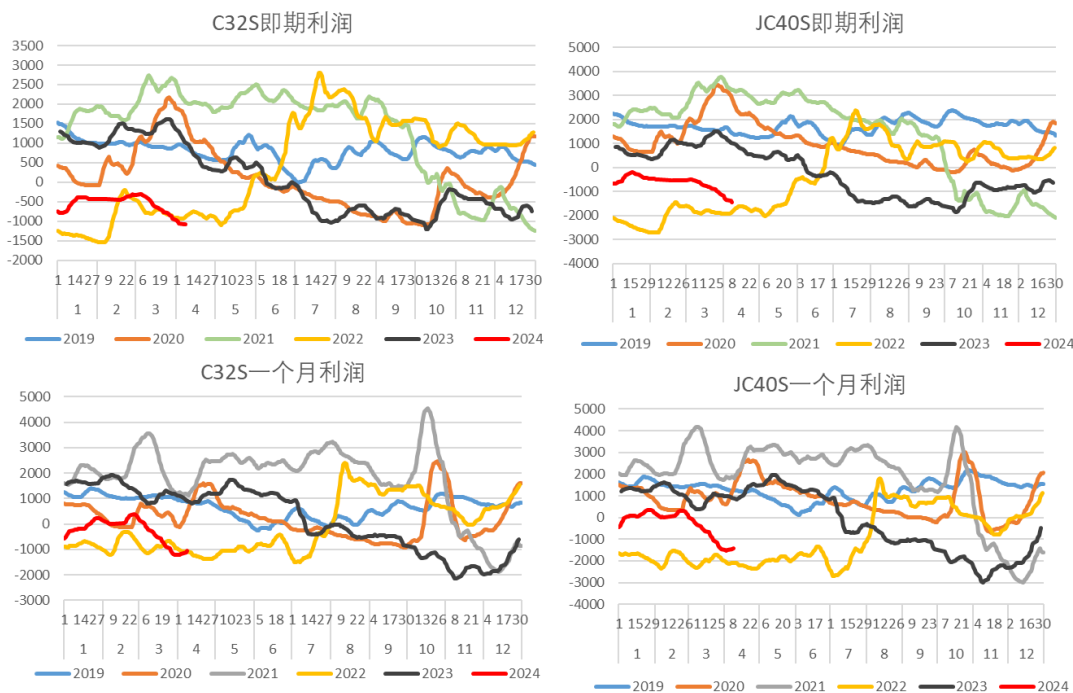
新疆纱厂相较于内地纱厂具有显著的成本优势，因此其维持高开机率的能力更强。这两方面因素共同阻碍了本年度纱厂开机水平的下降，使得短期内棉花消费量仍然保持在一定水平。然而，我们也需要注意到，如果终端需求持续不佳，这种弱势最终将传导至纱厂端，导致棉花消费量的降低。只不过，这一过程可能会相对延后。

图 2、下游运行情况



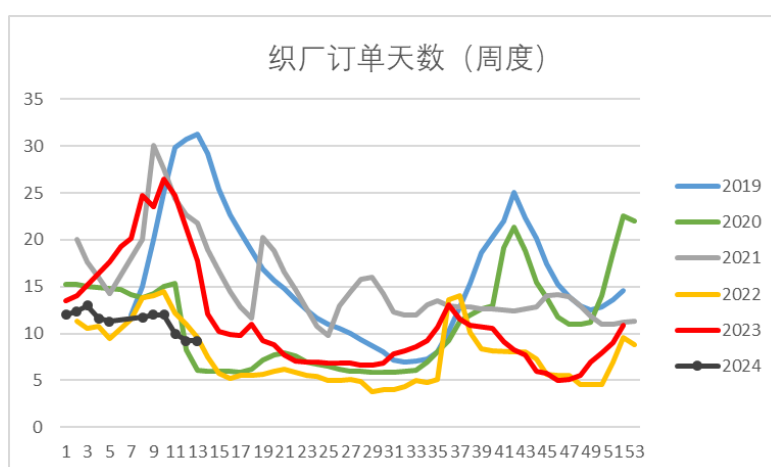
数据来源：TTEB、永安期货研究中心

图 3、纺纱利润



数据来源：TTEB、永安期货研究中心

图 4、织厂订单情况



数据来源：TTEB、永安期货研究中心

三、美棉仍存挤仓及天气风险

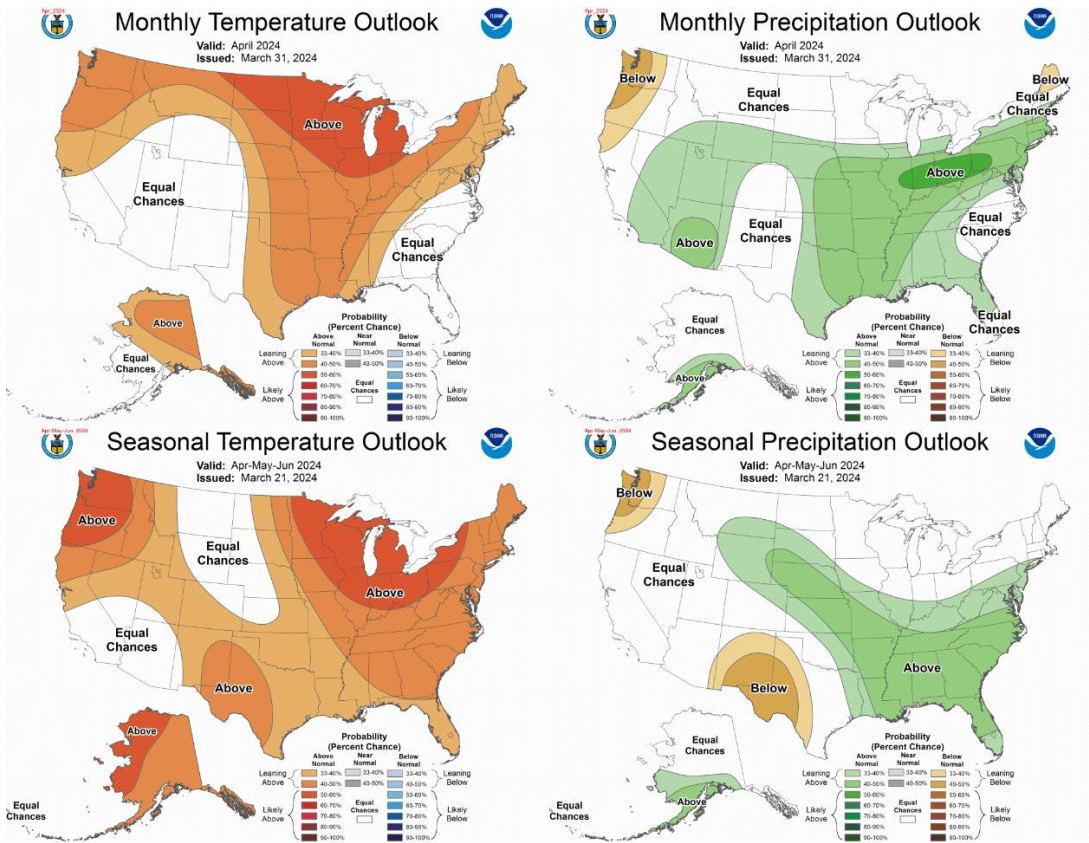
截至 3.22-3.28 当周，本作季美棉销售进度达到约 94.5%，3 月 USDA 报告预估美棉本作季期末库存仅有 54 万吨，处于历年低位。本季的供需紧张也引发了此前美棉的挤仓行情，市场也对后续 2405 和 2407 合约的挤仓风险有所担忧，然而与当下的紧张相反的是市场普遍预期下一作季美棉由于大幅增产将转向宽松。2 月 USDA 展望报告中预测 2024/25 年度美棉产量达到 348 万吨，同比增加 85 万吨，期末库存 76 万吨，同比增加 22 万吨，最终库消比 22.58%，同比增加 4.79%。

目前较高的棉粮比价将促使下作季美国植棉面积增长，但增长幅度还不确定，需要等待实播后的 6 月调查报告指引。另外当下棉区土壤状态较去年好，预期弃耕及单产情况均将较去年有所改善，但美国

国家海洋和大气管理局 NOAA 截至 3.21 的季度预测显示 4-6 月主产区德州降水偏低且气温偏高，对棉花生长不利，值得跟踪关注。

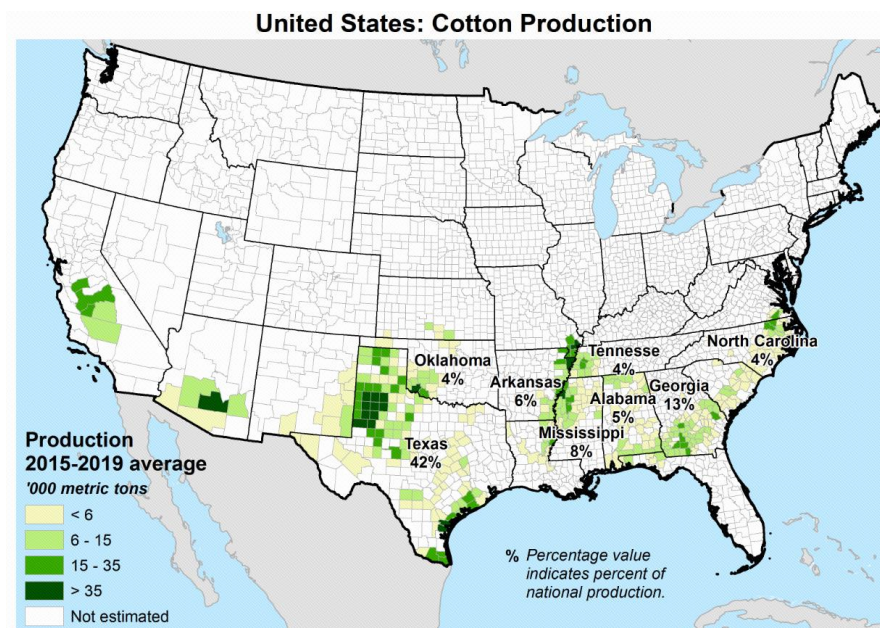
在新旧作季转换的过程中，美棉仍可能因期末库存较低或销售进度加快而存在挤仓风险，届时或表现为 5-12 或 7-12 月差走扩。另外在作物生长季也会面临天气转差风险，届时可能会下修新年度产量预估，形成阶段性上行行情。

图 5、美国月度及季度气象预报



数据来源：NOAA、永安期货研究中心

图 6、美国植棉区域



数据来源：USDA、永安期货研究中心

四、总结

内棉方面，当前价格正处于持续的震荡之中，缺乏明确的驱动因素来指引未来的走势。随着国内传统旺季“金三银四”过半，纱厂高开机率与订单疲软的矛盾逐渐凸显，压力不断累积，预计将会对下游产生负反馈效应，进而对郑棉价格构成压力，只是时间可能有所延后。外棉方面，虽然美棉下作季转向宽松的趋势相对明确，但在这一过程中仍可能遭遇挤仓而造成 5-12 或 7-12 月差走扩，另外美棉逐步进入种植期，后市会较为关注天气情况，若后期主产区再度出现干旱，将可能带来阶段性上行行情。因此，棉花市场的未来走势仍充满不确定性，需要密切关注国内外市场动态，以便及时应对可能出现的风险。