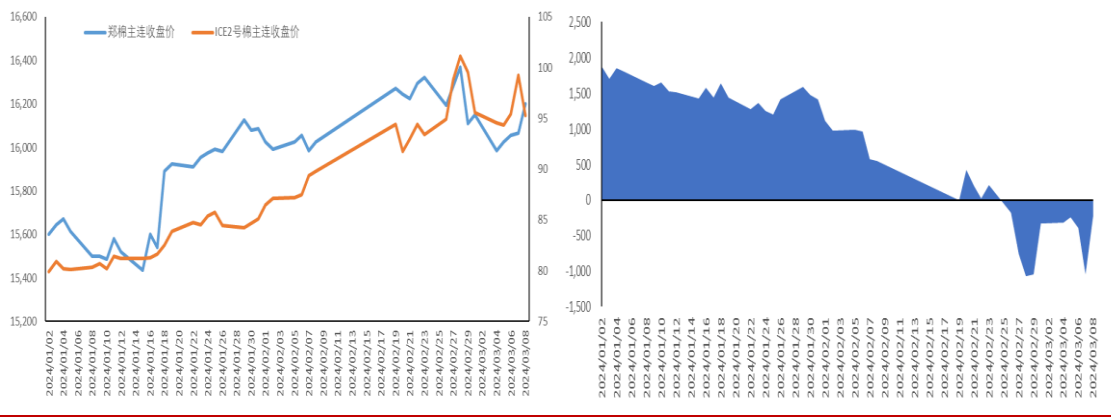


## 棉花：新题材将粉墨登场，郑棉跌幅相对有限

近日，ICE 棉价经历大起大落，由触及涨停到触及跌停，从最高点 103.8 美分/磅到当下 95 美分/磅附近，可谓风头鼎盛。自从 1 月开始，美棉表现较为强势，而郑棉相对平淡，内外棉价差开始走弱并逐步倒挂，盘面倒挂程度最高达到 1000 元/吨左右。美棉两篇报告的发布——1 月度 USDA 的供需月报，以及 NCC 新棉种植报告，是推动价格上涨的主要原因。美棉 1 月上涨驱动在于 2 月供需报告中调增美国出口预期，同时 USDA 下调美国期末库存至 61 万吨；此外，美国国家棉花总会（NCC）2 月 18 日发布的调查结果，2024 年美国意向植棉面积为 980 万英亩，同比减少 3.7%，进一步推动市场做多情绪，故 3 月合约发生挤仓现象，美棉涨势凶凶。

图表 1 郑棉、美棉期货主力收盘价走势

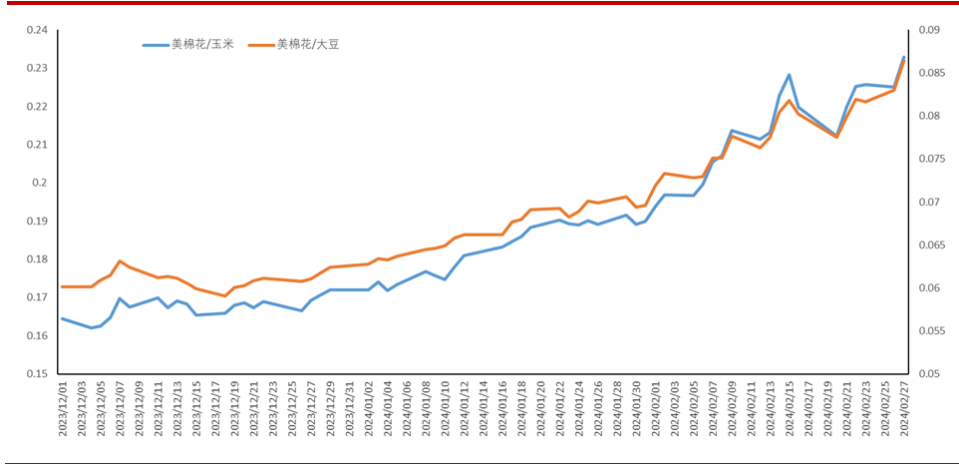
图表 2 郑棉、美棉主力期货盘面价差



数据来源：同花顺 iFind

然而，美国农业展望论坛却给出相矛盾的结论，其认为 24/25 年度美棉播种面积将会同比增加 7.5%。二份报告得出相矛盾结论的根源在于调查截止时间的不同。由于 NCC 调查截止时间为 1 月中旬，而美国农业展望论坛的调查结束时间为 2 月。我们从美棉与玉米、大豆这些竞争作物的比价走势图中能明显看出，在 2023 年全年，棉花的相对价格优势并不是太明显，但从 2024 年 1 月底开始，美玉米、大豆的跌幅更深，棉花的比价竞争力逐步增强。虽然现在时间点判断产量为时尚早，但从实际比价情况来看种植意愿，今年棉农的种植意愿大概率不会降低，因此美棉阶段性的供应紧张或无法长时间持续，代表新季合约的 12 月合约并未随着近月合约的挤仓产生明显的涨幅，也暗含市场或修正前期的判断。

图表 3 美棉与玉米、大豆竞争作物比价



数据来源：同花顺 iFind

从 3 月供需月报来看，USDA 仍对于全球供需格局维持紧平衡的观点。虽然美棉期末库存环比下调 6.6 万吨，但仍然难以阻挡美棉由高位回落。对于美棉的出口情况，在该报告中并未进行调整，仍维持 267.8 万吨的观点。然而根据最新的美棉出口周报的签约和装运数据来看，美棉的签约装运增速开始放缓，中国取消 6878 吨合同，这主要原因来自于因美棉价格持续上涨，其性价比略显不足，国际市场上开始选择其他国家棉花进行替代。故我们可以看到在 3 月的报告中上调印度以及澳大利亚的出口量。当下孟加拉、越南等东南亚国家承接来自美国的订单相对较好，部分企业反映订单数量能维持 3 个月左右，但作为美棉最大的出口国中国而言，其外贸订单并未有明显起色。在 23/24 年度美棉出口签约国家占比统计中，中国已由之前接近 50%的签约占比下调到当下的 39.37%。若中国的出口订单未恢复，内需不足以完全支撑对于美棉的需求，仅靠东南亚及中亚地区难以完全消化中国的这部分采购需求。因此，对于美棉的出口情况，虽然当下是处于超买状态，但笔者认为存一定下调空间。

图表 4 USDA3 月主要国家供需报告

国别	类型	2021/2022	2022/2023	2023/2024		环比	同比
				2月	3月		
全球	产量	2492.7	2531.3	2456.4	2459.4	0.12%	2.84%
	消费	2528	2420.2	2448.5	2459	0.43%	1.60%
	出口	940.4	804.7	933.4	941.9	0.91%	7.05%
	期末库存	1663.8	1806.5	1822.4	1814.5	0.43%	0.45%
美国	产量	381.5	315	270.6	263.4	2.26%	16.38%
	出口	315.3	278	267.8	267.8	0.00%	3.68%
	期末库存	88.2	92.5	61	54.4	10.71%	41.18%
中国	产量	583.5	668.4	598.7	598.7	0.00%	10.42%
	消费	734.8	816.5	805.6	816.5	1.35%	0.00%
	进口	170.7	135.6	261.3	280.9	7.50%	107.06%
	期末库存	828.7	814.3	867.6	876.3	1.00%	1.62%
印度	产量	529.1	572.6	544.3	555.2	2.00%	3.04%
	消费	544.3	511.7	516	522.5	1.27%	2.13%
	进口	21.8	37.7	21.8	21.8	0.00%	42.20%
	出口	81.4	23.9	34.8	43.5	25.00%	81.82%
	期末库存	182.9	257.4	272.6	268.2	1.60%	4.23%
巴西	产量	235.6	255.2	317	317	0.00%	24.23%
	出口	168.3	145	243.9	243.9	0.00%	68.17%
	期末库存	84.5	125.4	127.2	126.9	0.17%	1.22%
澳大利亚	产量	127.4	126.3	104.5	104.5	0.00%	17.24%
	出口	77.9	134.3	123	125.2	1.77%	6.81%
	期末库存	108	103.9	89.5	87.3	2.43%	15.93%

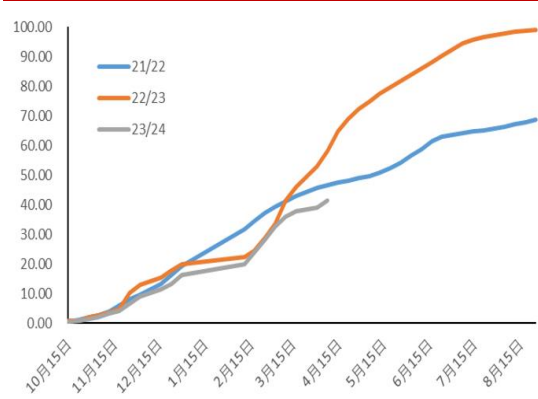
图表 5 美棉周度出口数据（2.29）

2023/24年度出口目标：267.8			剩余每周装运目标：6.1 剩余每周装运目标：1.44			
国家和地区	2023/24年度				2024/25年度	
	签约占比	签约进度	装运占比	装运进度	签约占比	签约进度
总计	——	87.62%	——	54.35%	——	——
中国大陆	39.37%	——	47.24%	65.22%	0.00%	
巴基斯坦	13.85%		8.36%	32.80%	33.87%	
越南	10.14%		10.63%	56.98%	0.61%	
墨西哥	6.99%		7.35%	57.15%	16.81%	
孟加拉国	6.50%		5.91%	49.41%	0.00%	
土耳其	6.45%		3.99%	33.65%	12.56%	
印尼	2.25%		2.38%	57.29%	4.45%	
危地马拉	2.01%		1.70%	46.00%	5.71%	
萨尔瓦多	1.77%		1.50%	46.05%	4.85%	
洪都拉斯	1.99%		1.81%	49.40%	3.27%	
其他	8.67%		9.13%	57.22%	17.88%	

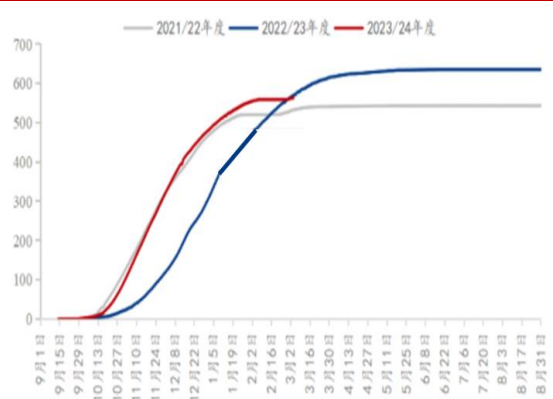
数据来源：USDA

国内棉市不温不火，“金三”在平淡中悄然度过。当下 23/24 年度棉花采摘已基本完结，但销售率处于近年来的偏低水准，累计公检量也同比减少。棉花商业库存处于同期高位，已进入去库阶段。为更好地促进销售减轻资金压力，部分贸易商下调基差报价。对于国内棉花供应情况，笔者认为是较为充足的。从往年数据来看，当下时点距当年度棉花累计公检量增幅大约在 7%左右，若按照最新的已公检棉花 566 万吨的数量来推算的话，23/24 年度我国棉花产量大致位于 606 万吨，进口预计 181 万吨，则今年旧作总供应预估为 787 万吨；从消费端来看，由于当下纺企普遍反映新单衔接不畅，故消费暂估与 2022 年相同，为 760 万吨，则今年预计新累库 27 万吨。国内的宽松供应格局也决定了在当前时间节点下不具备和美棉同涨的基础。

图表 6 棉花:销售率:全国



图表 7 棉花累计公检量

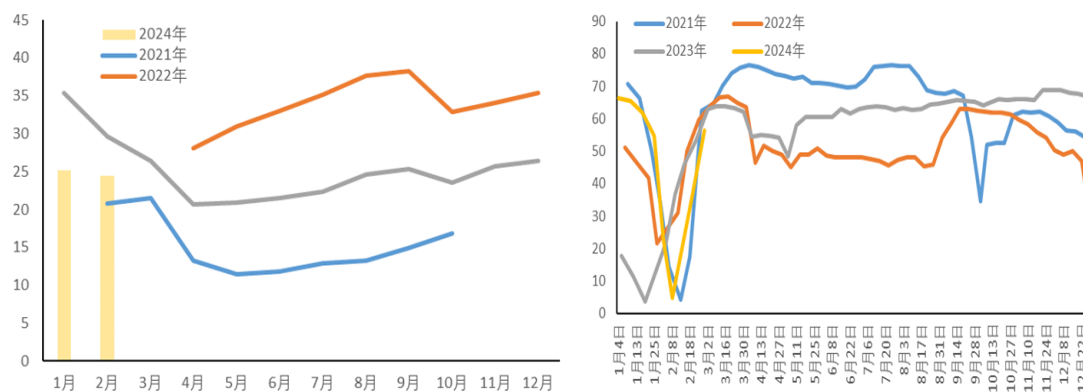


数据来源：同花顺 iFind

因国内下游新单持续性不佳，纺企仍以去库为主，盘面即期纺纱利润处于亏损状态，不敢轻易大规模采购备货行为。年后纱线价格小幅涨价但市场接受程度不高，又再次降价销售。故我们可以看到国内纱线及坯布库存逐步减少，开机率处于近年来的低位。虽然国家统计局公布的数据显示 1-2 月我国纺织纱线服装出口环比转增，但这多是因年前订单增多需求前置所致。考虑到现阶段大部分中小纺织企业在传统“金三”旺季接单仅能维持不到 1 个月的周期，而东南亚订单热度不减，在这冰火两重天的背景下，国内外贸订单流失严重，笔者推断，我国纺织服装出口压力不减，并不能对近月出口过于乐观。

图表 8 纺织企业:纱线:库存天数

图表 9 开工率:织机:江浙地区



数据来源：同花顺 iFind

低库存与低需求是下游的主旋律，这是库存周期中主动去库阶段的明显特征，同时也是新一轮价格酝酿周期的起点。因此今年供给端仅能起到锦上添花的作用，对于价格起到一锤定音功效的还是在于需求。一般需求改善的初期库存会继续下行，则市场会进入被动补库的阶段，也将迎来新一轮的棉价涨势。当下库存下行的这个条件正在满足，从“金三”的订单来看，需求不足以支持国内市场进入被动补库的行情，这也决定了现阶段价格无法走强。虽然从目前市场所给出的反馈来看，今年度订单不尽如人意，但下半年若企业接单情况有所改善，则会给市场注入新的向上驱动力。

综上所述，考虑到美棉处于高估值状态，因此内外棉价差倒挂预计不会长时间持续，因此投资者可以采取价差回归的投资策略。国内方面，由于年后郑棉跳空高开低走表现欠佳，盘面换手率未出现明显上升，因此虽然当下郑棉处于跌势，但幅度预计不深。进入4月，天气题材将再次登场，郑棉易涨难跌。但考虑到前期多头获利了结持仓以及套保盘的压力影响，棉价上方空间有限，是否真正长时间打开上方空间还需对6-7月接单情况的观察。

免责声明

华安期货

投资咨询业务资格

证监许可[2011]1776

姚禹 高级分析师 从业/投资咨询证号：F3078315/Z0018225

审核：夏雨辰 F3031745/Z0014542

复核：闫丰 F0251054/Z0001643

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

联系我们

华安期货有限责任公司

安徽省合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心超高层写字楼 40、41 层