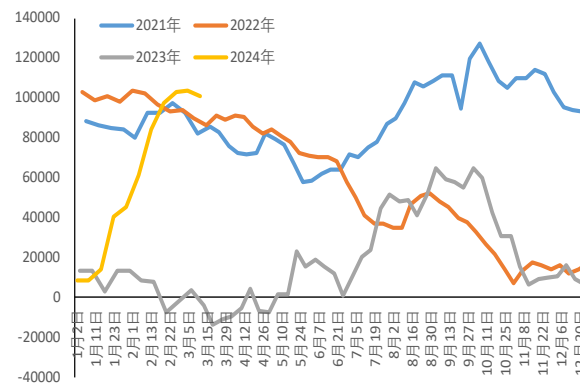


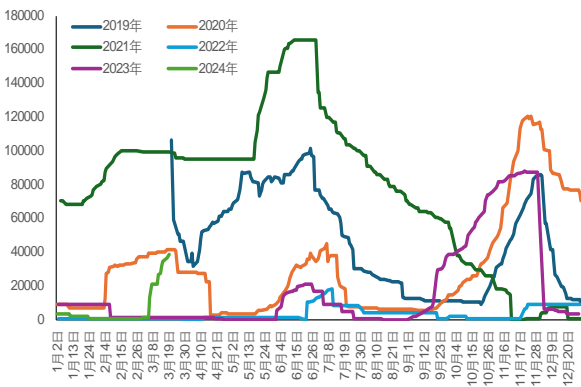
棉花：天气驱动力度不足，棉价上方空间有限

近日随着外盘 3 月合约挤仓行情的结束，ICE2 号棉主力合约价格由 100 美分向下回调至 90 美分区间。虽然 USDA 仍在 3 月报告中指出美棉供应偏紧，但笔者认为，7 月合约再次发生挤仓概率较低。观察近几周美棉出口周报我们可以发现，中国大量取消采购合同，已由之前接近 50%的签约占比下调到当下的 39%。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，因此美棉的出口需求或存一定的下调空间。除此之外，我们观察 ICE2 号棉仓单数量能明显发现，在挤仓行为发生时仓单数量出现一个爆发式增长，这也表明美棉货源不缺，只是缺少一个合适的卖货价格，价格合适，货源自然显现。

图表 1:CFTC 基金净多头持仓（张）



图表 2:ICE2 号棉仓单（张）

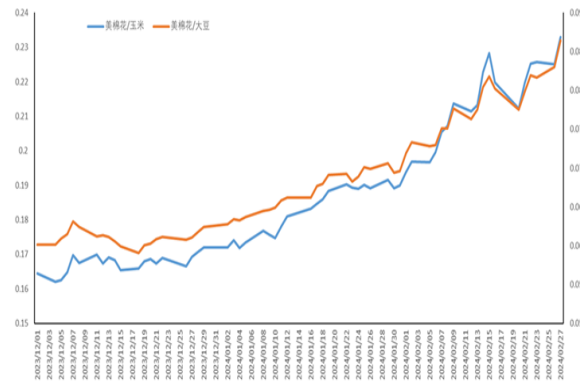


资料来源：CFTC；华安期货研究院

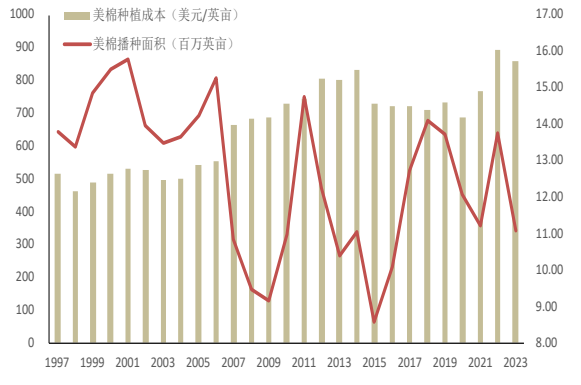
当下逐步进入北半球种植季，对于新棉话题的炒作将再次登场。美棉方面，在 2023 年全年，棉花的相对价格优势并不是太明显，但从 2024 年 1 月底开始，美玉米、大豆的跌幅更深，棉花的比价竞争力逐步增强。虽然现在时间点判断产量为时尚早，但从实际比价情况来看种植意愿，今年棉农的种植意愿大概率不会降低，因此美棉阶段性的供应紧张或无法长时间持续，代表新季合约的 12 月合约并未随着近月合约的挤仓产生明显的涨幅，也暗含市场或修正前期的判断。

从美棉的种植成本与播种面积关系上来看，二者大致上呈现出滞后一期的关系，即当期的种植成本的变化会对下一期的种植面积产生影响。考虑到 2023 年美棉种植成本环比减少，或将从成本端进一步激发棉农种植的积极性。

图表 3:美棉与玉米、大豆竞争作物比价



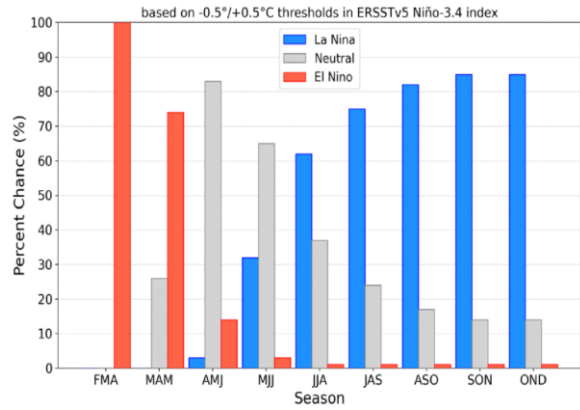
图表 4:美棉种植成本与播种面积



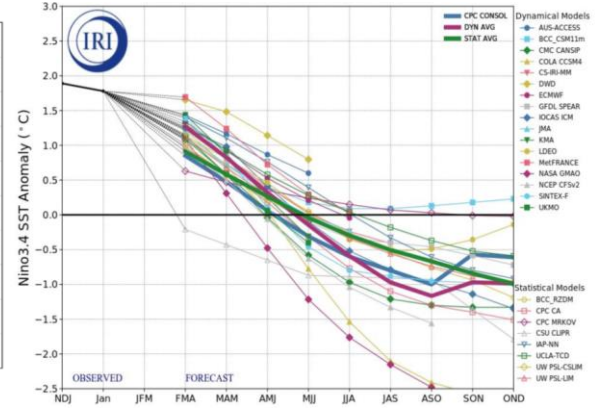
资料来源：同花顺iFind；华安期货研究院

根据 CPC3 月最新的动态估计, 2024 年春季 El Niño 将向 ENSO-neutral 转变, 该现象在 4-6 月有 83% 的可能性会发生。这将有利于棉花的播种与初期生长。因此我们预计在 6 月前 USDA 将维持美棉高产的预期。但 La Niña 有一个历史趋势, 它会跟随强烈的 El Niño 事件。La Niña 在随后 6-8 月发生的概率达到 62%, 这也是棉花生长的关键期。由于 La Niña 的发生会给全美主要植棉区带来高温少雨的影响, 因此在该时间段对于供应收紧、品质担忧的话题或将从底部支撑棉价。在该时间段, USDA 或将向下修正之前的美棉产量, 但考虑到今年植棉面积增加, 总产量或大概率维持同比小幅增加的局面, 即增幅或无法达到美国农业展望论坛所给出的 28.7% 的高预期。

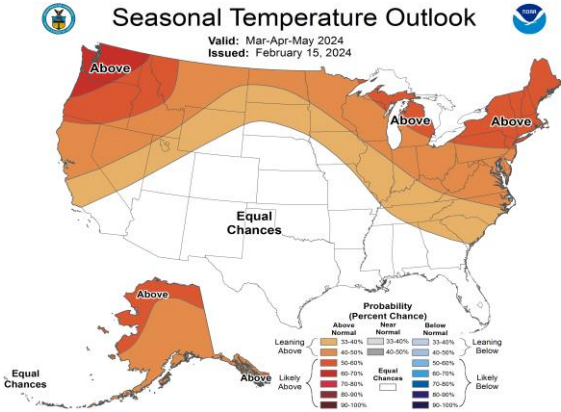
图表 5: Official NOAA CPC ENSO Probabilities



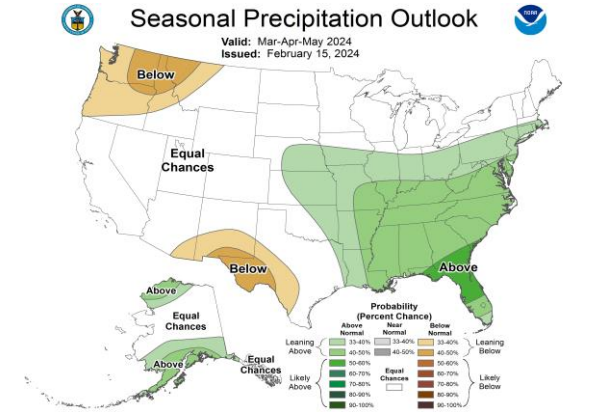
图表 6: Model Predictions of ENSO from Feb 2024



图表 7: Seasonal Temperature Outlook



图表 8: Seasonal Predictions Outlook



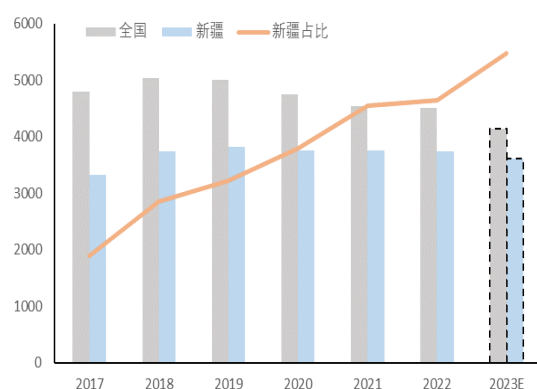
资料来源: CPC; 华安期货研究院

而国内棉花的播种面积或与美棉呈相反趋势。虽然 2023 年度棉价由低谷快速攀升至高位, 但年末价格的回落给予市场更多理性的思考。国内棉花价格竞争的相对优势也开始回落, 内地各省份植棉收益不佳, 以及棉花种植相对地费工费时, 农户更愿意转种其它作物。今年籽棉价格的下行也进一步打击了棉农的积极性。虽然今年是减产年, 但抢收局面并未如 2021 年那般出现, 籽棉价格也高开低走, 与棉农心理预期具有较大差距。此外, 棉花种植成本不断攀升, 棉农的种植绝对收益空间被压缩。近 5 年来, 土地承包费基本翻倍, 水电、人工、机采费用都出现了不同程度的涨幅。虽然 2023 年度机采棉总成本稍有回落, 但仍处于高位。成本的高位维持, 叠加棉价的回落, 都对植棉收益造成了负面影响。另外, 政策引导也有一定影响。2014 年以来, 新疆在目标价格补贴政策的扶持下, 植棉面积整体稳定。但近两年, 由于进行粮棉种植结构调整, 引导次宜棉区退出棉花种植, 新疆植棉面积略有下降。根据《新疆维吾尔自治区 2023—2025 年棉花目标价格政策实施方案》明确 2024 年以后果棉间作模式种植的棉花不再纳入补贴范围, 并积极有序推动次宜棉区退出, 推进棉花种植向生产保护

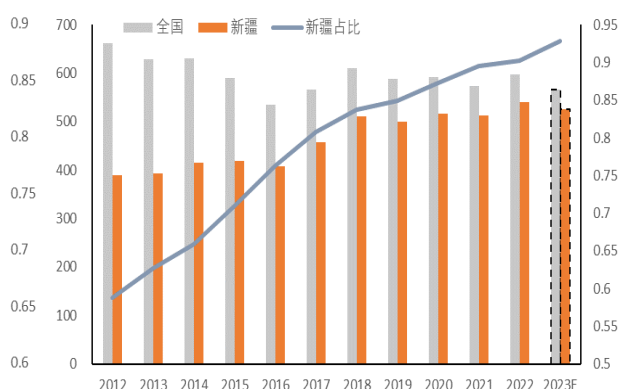
区集中，将全疆棉花产量稳定在 510 万吨左右。

最后，虽然棉花种植有补贴托底，但种植补贴发放时间多集中于次年 5-6 月，而春播之前，植棉户大多是按未补贴前收益进行综合评估种植规模。2023 年上半年已有部分新疆植棉团场确定 2024 年退出棉花种植。这也对棉农种植积极性产生了负面影响。

图表 9: 中国棉花播种面积（万亩）



图表 10: 中国棉花产量（万吨）



资料来源：国家统计局；国家棉花市场监测系统；华安期货研究院

国内新棉种植的利多预期或从底部支持棉价，同时种植期内的天气炒作也会让棉价不断向上蠢蠢欲动。但受制于国内旧作供应充足以及上方套保盘压力这两个表象因素的影响，棉价上方空间有限，其根源依旧在于需求端的负反馈。“金三”在平淡中悄然度过，中下游新单衔接情况却让年前的期待转变为当下的无奈。市场大部分货源仍集中在上游轧花厂、贸易商等手中，难以有效向下进行传导。当下订单周期 7-15 天，4 月份暂无新签订单下达，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花纱价差一直处于收敛局面。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。

整体来看，天气题材将再次粉墨登场，棉价在该阶段内抗跌性较强。但由于旧作供应无压力，需求端负反馈明显，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

