

2024/二季报

## 华安期货

投资咨询业务资格

证监许可[2011]1776

### 棉纺研究组

姚禹 分析师

从业/投资咨询证号:

F3078315/Z0018225

电话: 0551-62839161

Email: tzzx@haqh.com

网址: [www.haqh.com](http://www.haqh.com)

华安期货温馨提示:

学期货, 明规则

识风险, 保权益

## 花欲飞, 春如醉

——2024年二季度棉花市场展望

2024年03月21日

### 要点提示:

1. 美棉种植意愿增长, 产量预期或先涨后降;
2. 国内高成本压力, 棉农种植意愿不足;
3. 国内旧作供应呈现宽松格局;
4. 美国终端市场库存压力尤在;
5. 国内“金三”旺季证伪, 订单忧虑

### 市场展望:

二季度天气题材将再次粉墨登场, 棉价在该阶段内抗跌性较强。美棉当下处于高估值状态, 7月再次发生挤仓概率不高; 同时新棉供应端压力, 或致使美棉在二季度内向下修正价格。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。考虑到国内前期多头获利了结持仓以及套保盘的压力影响, 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。预计二季度棉价主力合约运行区间或在15200-16700之间。

## 目录

● 供给篇.....	1
1. USDA3月维持偏紧格局观点.....	1
2. 美棉种植意愿增长，产量预期或先涨后降.....	2
3. 国内高成本压力，棉农种植意愿不足.....	4
4. 国内旧作供应呈现宽松格局.....	6
● 需求篇.....	8
5. 美国终端市场库存压力尤在.....	8
6. 国内“金三”旺季证伪，订单忧虑.....	9
● 盘面篇.....	12
7. 国内盘面仍处于 Contango 结构，波动率偏低.....	12
8. 中美仓单增速分化，国内基差预计收敛.....	12
● 二季度展望.....	13
免责声明.....	14

## 图表目录

图表 1: 全球主要国家棉花供需平衡表调整 (万吨) .....	1
图表 2: 美棉周度出口数据 (万吨; 截至 03.07) .....	2
图表 3: 美棉与玉米、大豆竞争作物比价 .....	3
图表 4: 美棉种植成本与播种面积 .....	3
图表 5: 24/25 年度美棉供需预计.....	3
图表 6: 24/25 年度美棉播种情况预计.....	3
图表 7: Official NOAA CPC ENSO Probabilities .....	4
图表 8: Model Predictions of ENSO from Feb 2024 .....	4
图表 9: Seasonal Temperature Outlook .....	4
图表 10: Seasonal Predictions Outlook .....	4
图表 11: 中国棉花播种面积 (万亩) .....	5
图表 12: 中国棉花产量 (万吨) .....	5
图表 13: 籽棉收购价 (元/斤) .....	5
图表 14: 国内棉花价格竞争力 .....	5
图表 15: 2018-2023 新疆植棉成本 (元/亩) .....	6
图表 16: 棉花: 加工率: 全国 .....	7
图表 17: 棉花: 销售率: 全国 .....	7
图表 18: 皮棉: 加工量: 全国: 累计值 .....	7
图表 19: 棉花累计公检量 .....	7
图表 20: 棉花商业库存 .....	8
图表 21: 我国棉花进口量 .....	8
图表 22: 美国服装及服装配饰店销售额 .....	8
图表 23: 美国批发商与零售商库存比 .....	8
图表 24: 美国密歇根大学消费者信心指数 .....	9
图表 25: 美国: 供应管理协会 (ISM): 制造业 PMI .....	9
图表 26: 纱线库存 .....	9

图表 27: 库存天数: 坯布: 终端织造 .....	9
图表 28: 盘面纺纱利润估算 .....	10
图表 29: 开工率: 织机: 江浙地区 .....	10
图表 30: 2024 年 1—2 月份社会消费品零售总额主要数据 .....	11
图表 31: 服装类商品零售类值: 当月值 (2 月累计填充) .....	11
图表 32: 服装及衣着附件: 出口金额 (美元计价): 当月值 .....	11
图表 33: 棉花连续合约波动率 .....	12
图表 34: 1-5 价差 .....	12
图表 35: 5-9 价差 .....	12
图表 36: 1-9 价差 .....	12
图表 37: CFTC 基金净多头持仓 (张) .....	13
图表 38: ICE2 号棉仓单 (张) .....	13
图表 39: 国内棉花主力合约基差 .....	13
图表 40: 国内仓单数量 .....	13

## ● 供给篇

### 1. USDA3月维持偏紧格局观点

图表 1：全球主要国家棉花供需平衡表调整（万吨）

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%	17.05%
	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%

数据来源：USDA；华安期货研究院

在3月的USDA供需报告中，进一步上调全球消费与出口量，产销差扩大，期末库存收缩。其中，对于美国产量调减7.2万吨，而出口目标维持不变，期末库存环比下调6.6万吨。因中国23/24年度进口预计大幅增长19.6万吨，故该报告环比上调全球贸易量10.5万吨。整体来看，3月供需报告中性偏多，但ICE2号棉却应声下跌。尤其还是在本次报告中认为美棉产量与期末库存都收紧的背景下，都难以阻挡美棉由高位回落，该现象的发生是值得关注的。

23/24年度美棉供应偏紧是否真的存在，就笔者看来，该问题是值得商榷的。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，中国大量取消合同，这主要原因为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 39.32%。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 2：美棉周度出口数据（万吨；截至 03.07）

2023/24年度出口目标：267.8		剩余每周装运目标：6.08 剩余每周装运目标：1.42				
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	——	88.37%	——	56.65%	——	——
中国大陆	39.32%	——	46.87%	67.53%	0.00%	——
巴基斯坦	13.61%		8.80%	36.63%	29.87%	
越南	10.14%		10.79%	60.28%	0.54%	
墨西哥	7.06%		7.16%	57.47%	14.83%	
孟加拉国	6.44%		6.01%	52.88%	0.00%	
土耳其	6.68%		4.15%	35.18%	11.08%	
印尼	2.29%		2.30%	56.85%	3.92%	
危地马拉	2.00%		1.67%	47.25%	14.17%	
萨尔瓦多	1.75%		1.44%	46.65%	4.27%	
洪都拉斯	2.01%		1.79%	50.50%	5.55%	
其他	8.71%		9.03%	58.70%	15.78%	

数据来源：USDA；华安期货研究院

## 2. 美棉种植意愿增长，产量预期或先涨后降

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

图表 5: 24/25 年度美棉供需预计

Attribute	Unit	2023/24	2024/25	Change (%)
Beginning Stocks	mil. Bales	4.25	2.8	-34.1
Area Harvested	mil. HA	2.86	3.8	31.4
Production	mil. Bales	12.43	16	28.7
Imports	"	0.01	0	0
Total Supply	"	16.69	18.8	12.6
Exports	"	12.3	13.8	11.8
Use	"	1.75	1.8	0
Total Use	"	14.05	15.5	10.3
Ending Stocks	"	2.8	3.5	25
Stock to Use %	%	19.9	22.6	2.7
Farm Price	cents/lb.	77	80	3.9

图表 6: 24/25 年度美棉播种情况预计

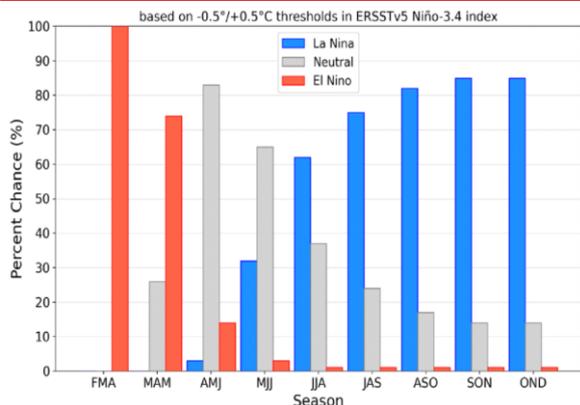
	Unit	2023/24	2024/25	Change (%)
Planted area	mil. acres	10.23	11	7.5
Harvested area	"	7.07	9.29	31.4
Abandonment rate	%	30.9	15.5	-15.4
Yield/harvested acre	lbs./acre	845	827	-2.1
Production	mil. bales	12.43	16	28.7

数据来源: USDA; 华安期货研究院

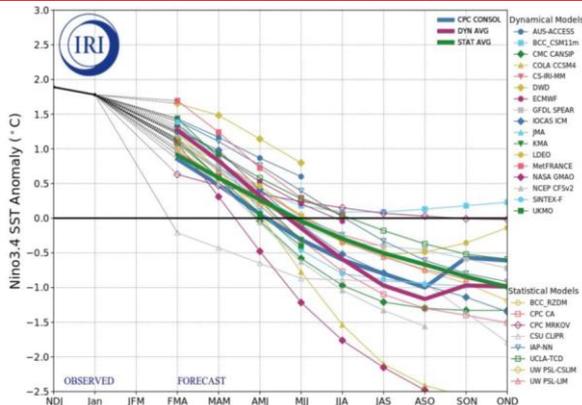
美国农业展望论坛认为新年度美棉播种面积将同比增加 7.5%。同比大幅上调收获面积与产量, 弃耕率降低至 15.5%。根据 CPC3 月最新的动态估计, 2024 年春季 El Niño 将向 ENSO-neutral 转变, 该现象在 4-6 月有 83% 的可能性会发生。这将有利于棉花的播种与初期生长。因此我们预计在 6 月前 USDA 将维持美棉高产的预期。但 La Niña 有一个历史趋势, 它会跟随强烈的 El Niño 事件。La Niña 在随后 6-8 月发生的概率达到 62%, 这也是棉花生长的关键期。由于 La Niña 的发生会给全美主要植棉区带来高温少雨的影响, 因此在该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 7: Official NOAA CPC ENSO Probabilities

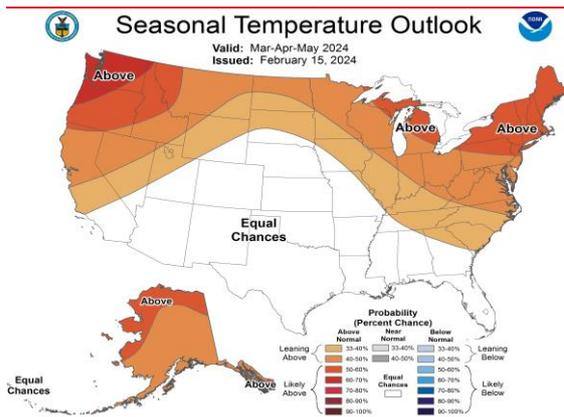


图表 8: Model Predictions of ENSO from Feb 2024

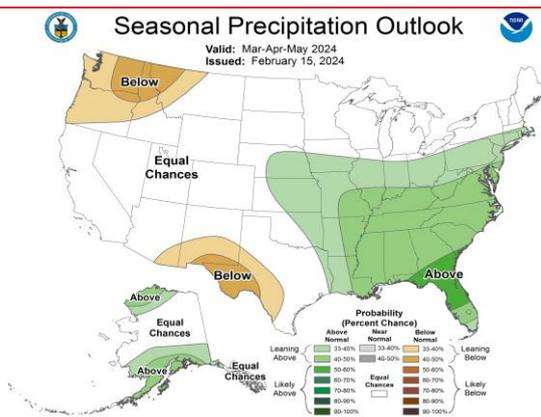


资料来源: CPC; 华安期货研究院

图表 9: Seasonal Temperature Outlook



图表 10: Seasonal Precipitation Outlook

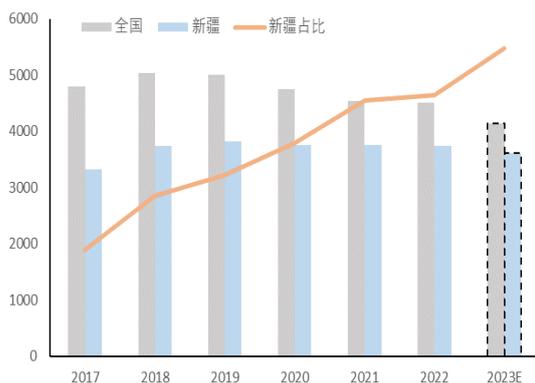


资料来源: CPC; 华安期货研究院

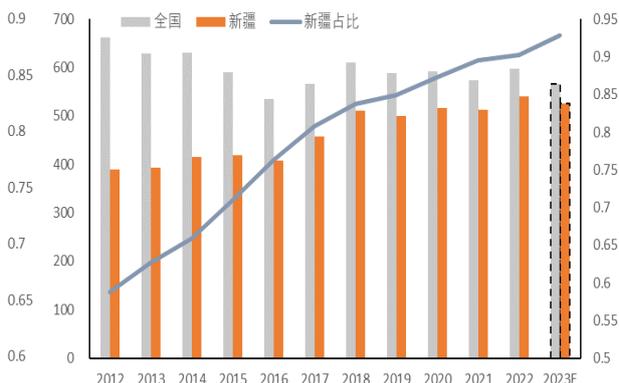
### 3. 国内高成本压力，棉农种植意愿不足

由于受到政策倾向性的影响，我国棉花种植的集中化趋势愈发明显。截至 2023 年，新疆地区棉花播种面积占全国总播种面积 85% 以上，其地区产量接近全国总产量的 95%。近年来我国种植面积呈现出波动下降的特征，2023 年全国棉花实播面积 4140.2 万亩，同比减少 476.8 万亩，减幅 10.3%；其中新疆棉花实播面积为 3616.3 万亩，同比减少 315.5 万亩，减幅 8.0%。

图表 11: 中国棉花播种面积 (万亩)

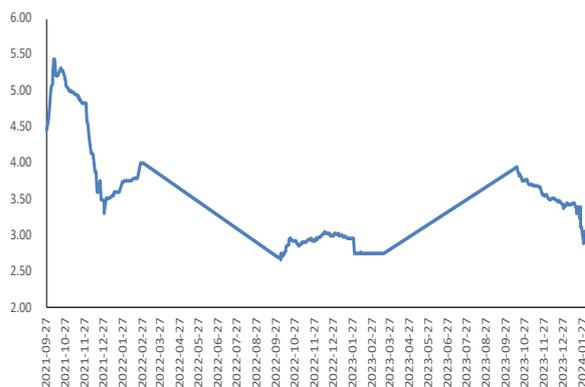


图表 12: 中国棉花产量 (万吨)



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

图表 13: 籽棉收购价 (元/斤)



图表 14: 国内棉花价格竞争力



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

对于今年国内棉花的播种面积,我们认为出现增长的可能性不高,会维持小幅回落趋势,主要原因有以下三点:

第一,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。除此之外,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。

第二,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。

第三,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。

图表 15：2018-2023 新疆植棉成本（元/亩）

主要费用明细	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 (仅限北疆)
土地承包费	539-588	600-800	700-900	900-1000	1000-1300	1000-1400
棉种	63	40	40	40	46-50	50-60
肥料	262-315	300	300-400	352	490-600	500-620
农药	104	80	80-100	90	110	100
水电费	190	230	230	230	230-300	230-300
机械费用	150	210	210	260	275	270-280
机采费用	200	150-170	110-150	散花机 180-220 打包机 240-280	散花机 160-180 打包机 220-260	打包机 220-240
人工费用	217-232	220	270	230	230	260
机采棉总成本 (含承包费)	1785-1792	1980-2160	2040-2280	2429-2529	2685-3279	2630-3260

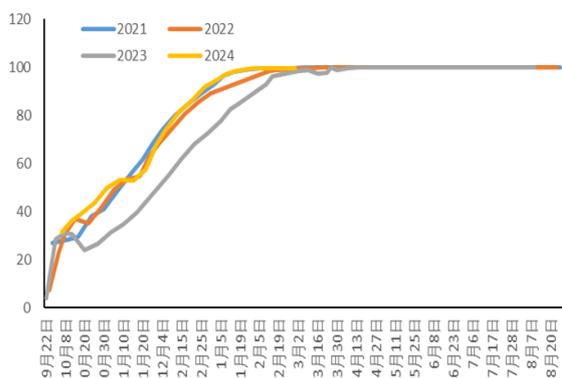
资料来源：中国棉花信息网；华安期货研究院

此外，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。

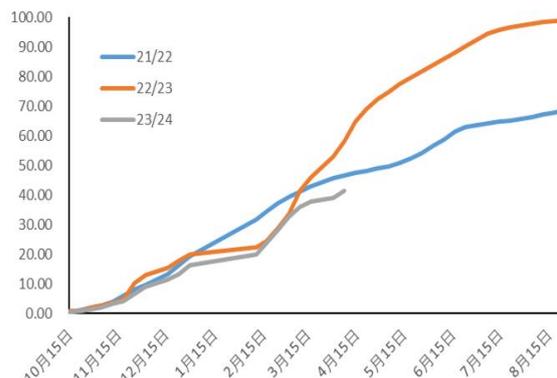
#### 4. 国内旧作供应呈现宽松格局

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。根据国家棉花市场监测系统数据显示，截至 3 月 14 日，全国加工率为 99.7%，同比增长 2.4 个百分点，较过去四年均值增长 0.3 个百分点；全国销售率为 45.8%，同比下降 7.3 个百分点，较过去四年均值下降 10.1 个百分点。累计公检量也同比减少。截至 2024 年 3 月 18 日 24 点，累计公检 2520.4 万包，合计 569.01 万吨，同比减少 5.13%，新疆棉累计公检量 555.2 万吨，同比减少 5.85%；其中，锯齿细绒棉检验数量 2506.75 万包，皮辊细绒棉检验数量 9583 包，长绒棉检验数量 12.7 万包。

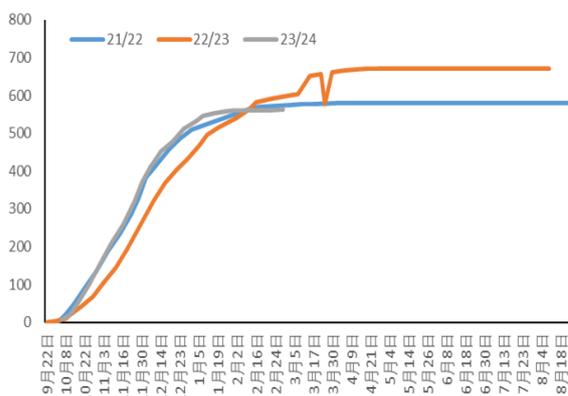
图表 16: 棉花: 加工率: 全国



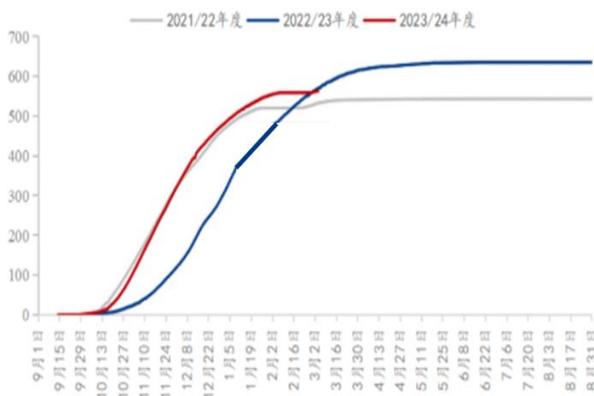
图表 17: 棉花: 销售率: 全国



图表 18: 皮棉: 加工量: 全国: 累计值



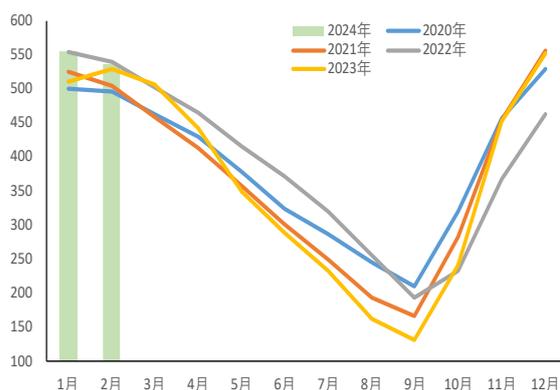
图表 19: 棉花累计公检量



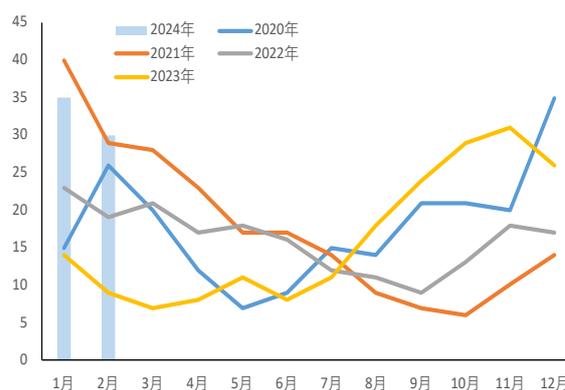
资料来源: 国家棉花市场监测系统; 钢联; 华安期货研究院

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 569 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 20: 棉花商业库存



图表 21: 我国棉花进口量



资料来源：同花顺iFind；海关总署；华安期货研究院

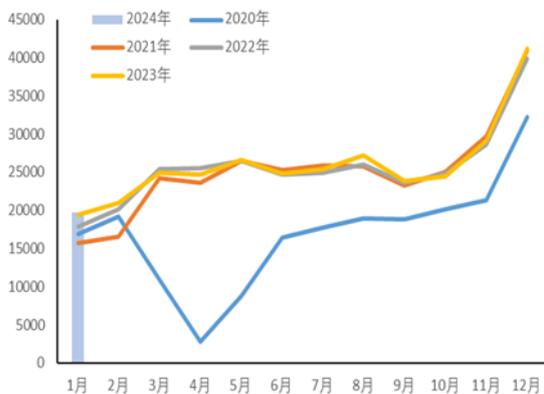
今年 1-2 月我国棉花进口同比明显增加，主因 2023 年底我国新棉产量减少，而同期订单抢跑造成市场对于原料需求增加的判断，故在当时大量进口棉花。但当下受需求疲软影响，国内旧作供应基本无忧，考虑到现阶段美棉出口周度数据中我国出现大量毁约的情况，故未来我国棉花进口量或呈现明显下滑的局面。

## ● 需求篇

### 5. 美国终端市场库存压力尤在

2023 年末受到美国传统节假日的影响，服装零售数据处于季节性高位，虽然 2024 年 1 月服装销售额环比出现大幅下滑，但同比仍表现良好。从美国终端服装库存与销售数据来看，去库进程有一定的效果。其批发商与零售商库消比在 2023 年末出现了明显下降，批发商绝对库存数额同比与环比均出现了减少，但零售商库存同比仍处于高位，相较去年同期水平增加 24.76%。12 月美国零售商库存基本都处于一年之中的极低值，因此环比下降并无过多的实际意义。从 2021 年开始，美国服装零售库存水平便逐渐攀升，2023 年达到顶峰，其同比水平一直呈现出增长态势。由此可见，美国终端消费市场依然有一定压力，消化库存积压之路并不顺畅。

图表 22: 美国服装及服装配饰店销售额

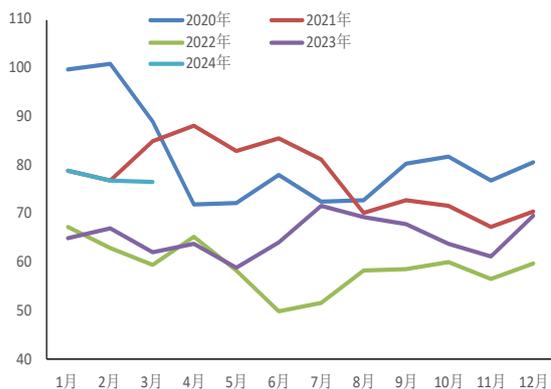


图表 23: 美国批发商与零售商库消比

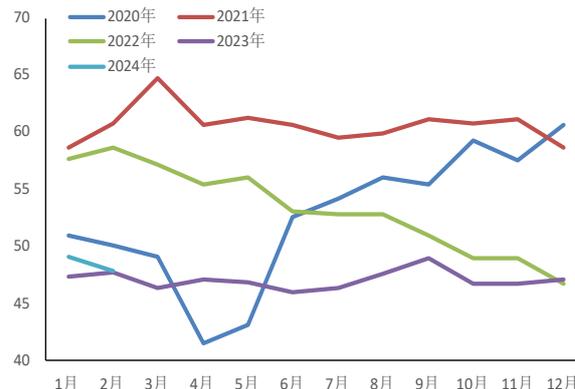


资料来源：同花顺iFind；华安期货研究院

图表 24: 美国密歇根大学消费者信心指数



图表 25: 美国: 供应链管理协会 (ISM): 制造业 PMI



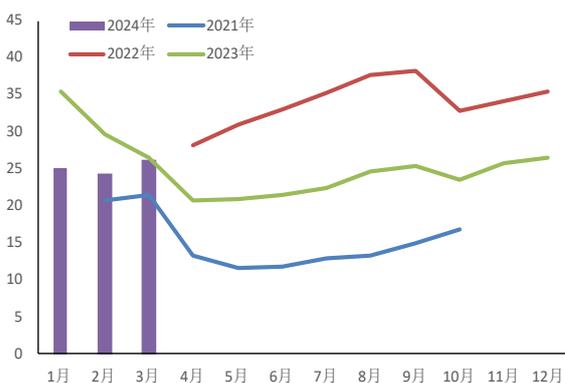
资料来源: 同花顺iFind; 华安期货研究院

当下, 中国及以越南为代表的东南亚国家所承接来自欧美国家的出口订单并不像预期般爆发式增长, 新单衔接性不佳。因此, 我们可以从需求端论证, 外部对于美棉的需求或并不如 USDA 预期般乐观, 故笔者认为未来美棉出口或存小幅下调空间。

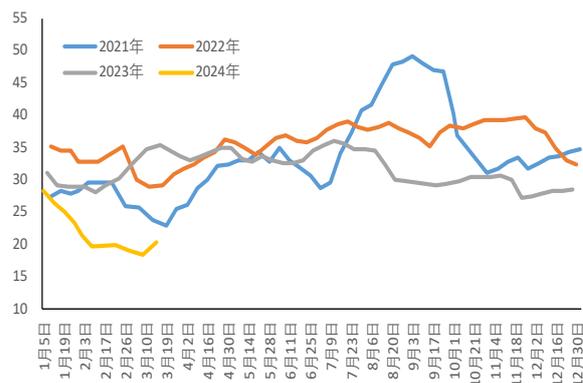
## 6. 国内“金三”旺季证伪, 订单忧虑

国内棉市不温不火, “金三”在平淡中悄然度过。前文我们已经论证得出今年国内供应端资源充足, 但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。

图表 26: 纱线库存

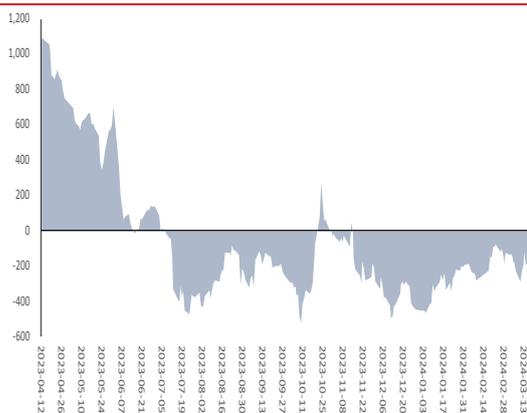


图表 27: 库存天数: 坯布: 终端织造

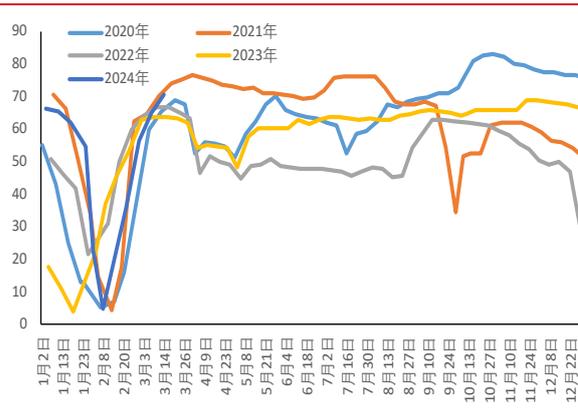


资料来源: 同花顺iFind; 中国棉花网; 华安期货研究院

图表 28: 盘面纺纱利润估算



图表 29: 开工率: 织机: 江浙地区



资料来源: 同花顺iFind; 华安期货研究院

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。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 30：2024 年 1—2 月份社会消费品零售总额主要数据

指 标	1—2月	
	绝对量 (亿元)	同比增长 (%)
社会消费品零售总额	81307	5.5
其中：除汽车以外的消费品零售额	74194	5.2
其中：限额以上单位消费品零售额	29920	6.7
其中：实物商品网上零售额	18206	14.4
按经营地分		
城镇	70437	5.5
乡村	10870	5.8
按消费类型分		
餐饮收入	9481	12.5
其中：限额以上单位餐饮收入	2374	12.4
商品零售	71826	4.6
其中：限额以上单位商品零售	27545	6.2
粮油、食品类	3693	9.0
饮料类	541	6.9
烟酒类	1265	13.7
服装、鞋帽、针纺织品类	2521	1.9
化妆品类	678	4.0
金银珠宝类	708	5.0
日用品类	1283	-0.7
体育、娱乐用品类	193	11.3
家用电器和音像器材类	1310	5.7
中西药品类	1136	2.0
文化办公用品类	543	-8.8
家具类	220	4.6
通讯器材类	1215	16.2
石油及制品类	3935	5.0
汽车类	7112	8.7
建筑及装潢材料类	239	2.1

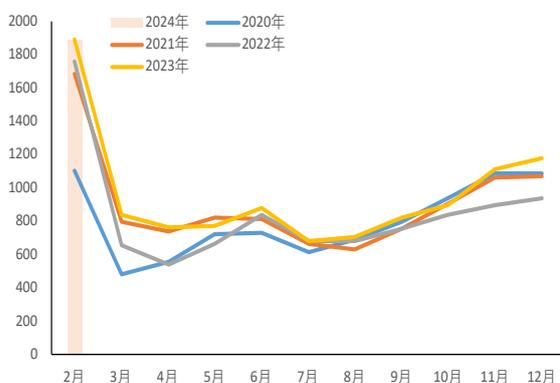
注：

1.此表数据均为未扣除价格因素的名义增速。

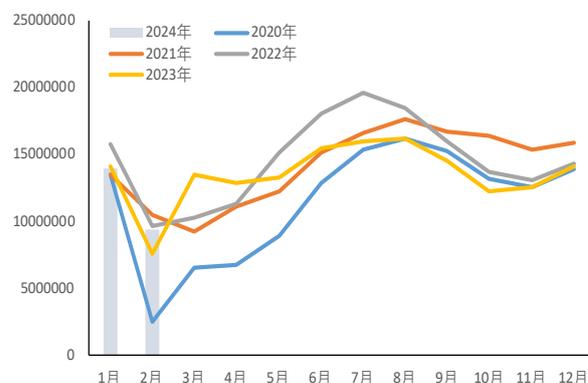
2.此表中部分数据因四舍五入，存在总计与分项合计不等的情况。

资料来源：国家统计局；华安期货研究院

图表 31：服装类商品零售类值：当月值(2月累计填充)



图表 32：服装及衣着附件：出口金额(美元计价)：当月值



资料来源：同花顺iFind；华安期货研究院

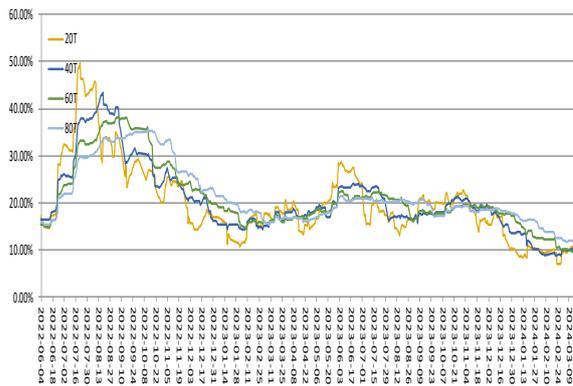
低库存与低需求是下游的主旋律，这是库存周期中主动去库阶段的明显特征，同时也是新一轮价格酝酿周期的起点。因此今年供给端仅能起到锦上添花的作用，对于价格起到一锤定音功效的还是在需求。一般需求改善的初期库存会继续下行，则市场会进入被动补库阶段，也将迎来新一轮的棉价涨势。当下库存下行这个条件正在满足，从“金三”订单来看，需求不足以支持国内市场进入被动补库行情，这也决定了现阶段价格无法走强。虽然从目前市场所给出的反馈来看，今年度订单不尽如人意，但下半年若企业接单情况有所改善，则会给市场注入新的向上驱动力。

## ● 盘面篇

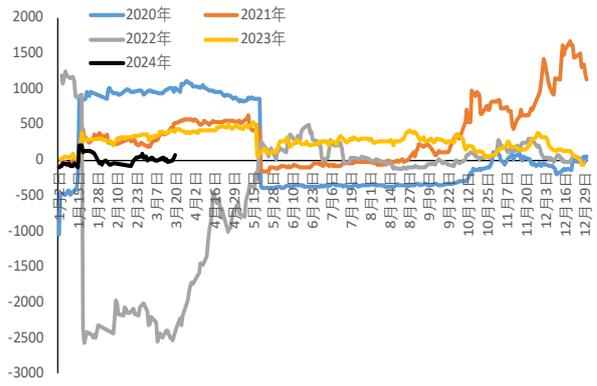
### 7. 国内盘面仍处于 Contango 结构，波动率偏低

当下因供需矛盾并不是过于突出，因此盘面期限结构处于近低远高的 Contango 结构之中。盘面连续合约波动率不高，从合约价差来看，现阶段因各合约价格相近，市场并未给出明显套利机会，观望为主，大稳小动。但天气炒作题材即将来临，或给市场注入新的活力，届时波动率或将有所抬升。

图表 33: 棉花连续合约波动率

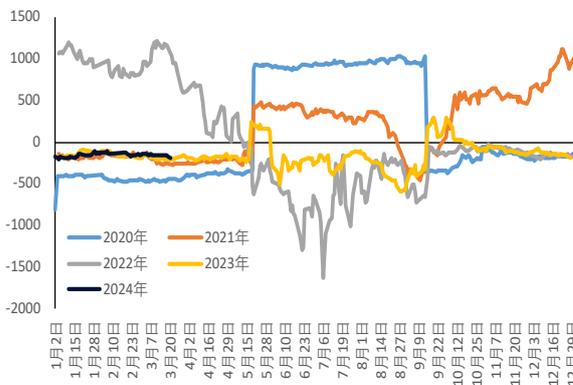


图表 34: 1-5 价差

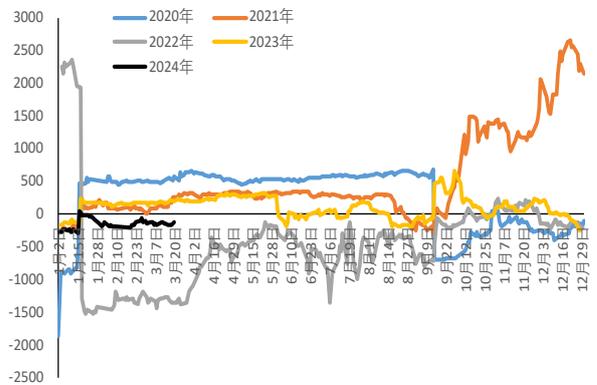


资料来源：同花顺iFInd；华安期货研究院

图表 35: 5-9 价差



图表 36: 1-9 价差

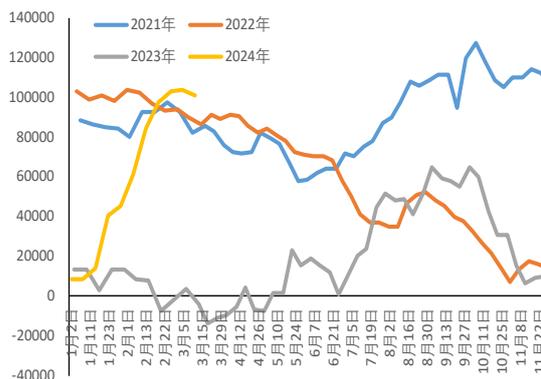


资料来源：同花顺iFInd；华安期货研究院

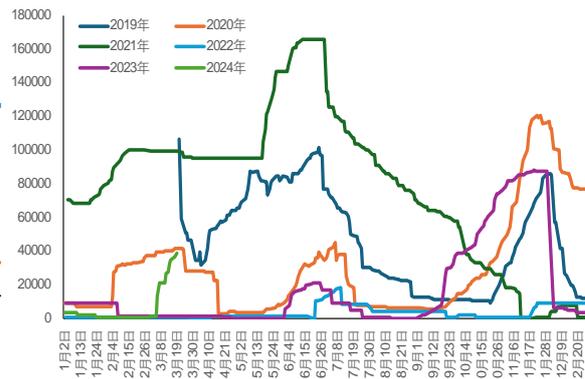
### 8. 中美仓单增速分化，国内基差预计收敛

前期因美棉挤仓行为的发生，导致基金净多头持仓数量快速上涨，随着 ICE2 号棉 3 月合约进入交割流程，资金热情开始褪去。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。除上文论证的美棉出口需求有下调空间之外，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 37: CFTC 基金净多头持仓 (张)



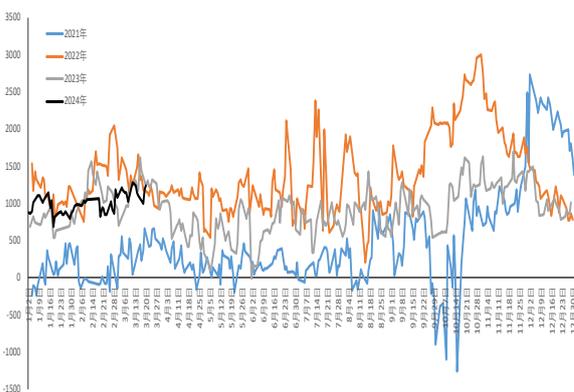
图表 38: ICE2 号棉仓单 (张)



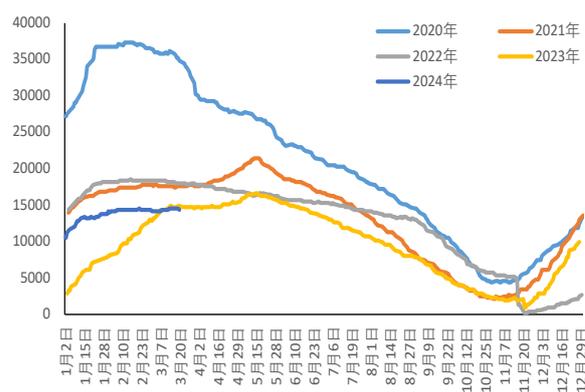
资料来源: CFTC; 华安期货研究院

国内主力合约基差仍维持在千元上下, 市场注册仓单意愿不高。棉花加工基本完成, 商业库存进入去库状态, 随着“金三”落空, “银四”不可期, 市场交投意愿不高。考虑到贸易商资金压力, 为促进销售手中货源, 加快资金回笼, 预计市场基差报价或小幅下调。

图表 39: 国内棉花主力合约基差



图表 40: 国内仓单数量



资料来源: 同花顺iFind; 华安期货研究院

## ● 二季度展望

二季度天气题材将再次粉墨登场, 棉价在该阶段内抗跌性较强。美棉当下处于高估值状态, 7月再次发生挤仓概率不高; 同时新棉供应端压力, 或致使美棉在二季度内向下修正价格。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。考虑到国内前期多头获利了结持仓以及套保盘的压力影响, 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。预计二季度棉价主力合约运行区间或在 15200-16700 之间。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货研究院力求准确可靠，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。