



潜在利多因素助推棉价，郑棉寻求低位入场机会

-----2019年棉花投资策略报告

联系人：秦政阳

从业资格编号：F3040083

E-mail: qinzy@cifutures.com.cn

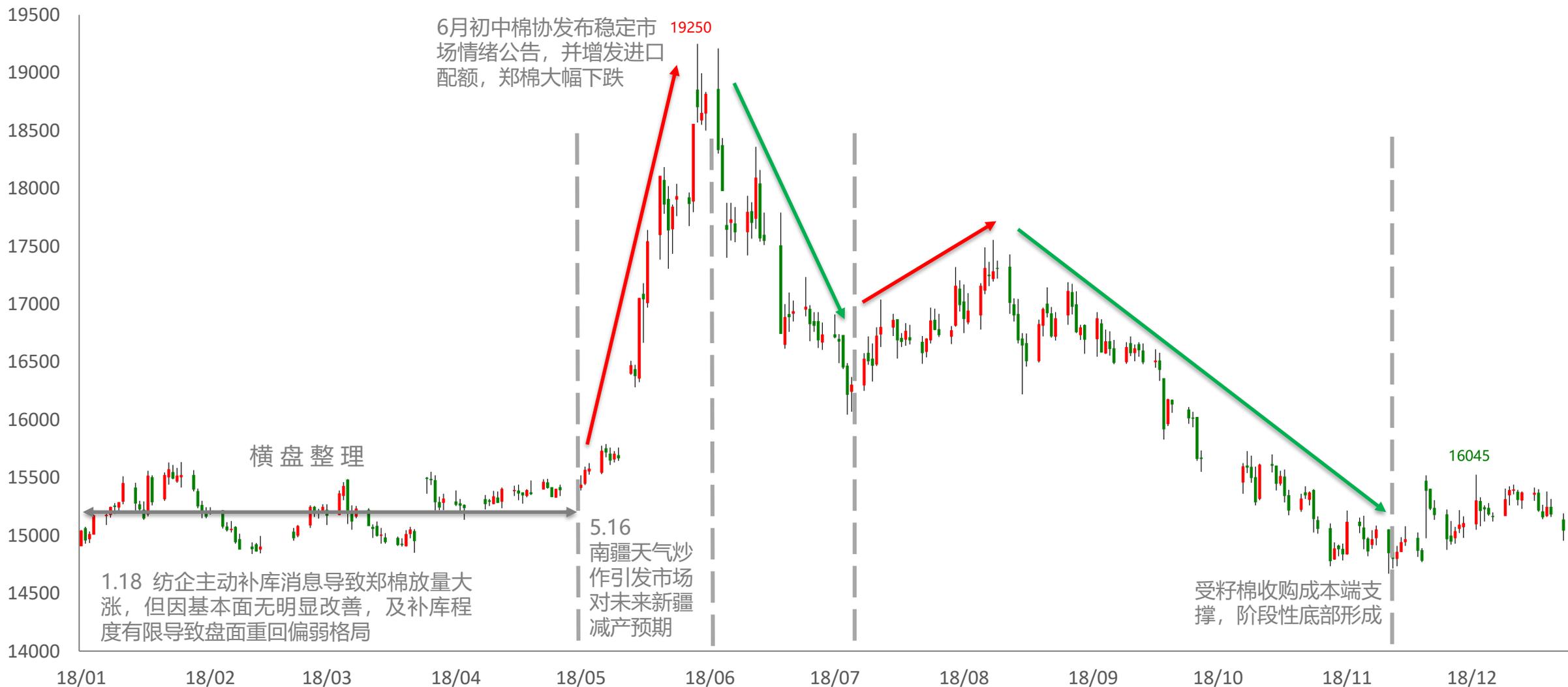
Tel: 021-80220137

(本研报仅供参考，投资有风险，入市需谨慎)

- **美元上行空间有限：**2018年的美元令所有人大跌眼镜，强势美元对非美经济体造成了显著的冲击，我们认为，2019年美国失业率大概率触底，但薪资结构将产生变化，仍将对未来通胀有一定支撑，在失业率仍处低位、通胀仍有支撑的前提下，当前市场对于美联储未来加息路径的预期过于鸽派，更加数据依赖的美联储的加息次数有较大概率超预期，这仍将对美元产生提振，但日元的强势也有望延续至2019年，叠加处于繁荣周期后半程的美国经济动能的逐渐减弱，美元上方空间也将有限；
- **中美贸易争端缓解：**中美贸易90日期内的谈判于2019年1月7、8两日展开，最后结果延长半天，且根据特朗普对外发布的讯息上看，预测将有积极进展，未来中美贸易缓和可期；
- **政策调整带来的影响：**1.抛储延期使得整体国储库存水平偏低，如若19年度确定进行新一轮抛储，收储政策出台的安全边际将进一步提高；2.调整后的配额外进口棉花滑准税将使进口成本有所减少，或将使得整体供应压力后移，从而对远月合约形成一定利空；
- **籽棉收购价格：**从成本支撑角度看，继续下行的空间已有限，且结合近3年的新疆手摘及机采籽棉收购价格看，本年度整体处历史低位水平，对期货盘面的底部支撑已基本形成；
- **郑棉仓单量：**陈棉仓单压力逐步消除，5月合约虽仍有较大仓单压力，但在新棉可展期的条件下，9月承压将更为明显，且在未来中美贸易预期向好的情况下，需求逐步回暖将使得期现库存均得到有效释放；
- **需求端变量：**1.2018年四季度随全球油价逐步走低后涤纶短纤价格有较为明显的下跌，棉涤价差得到了一定的修复，但相较近两年看整体价差依旧偏低，可替代效应呈现中性，未有明显提升趋势；2.从历年出生率变化情况看，自我国二胎政策放开后，出生率近年有所改善，未来可持续性保障纯棉童装的消费增长。整体上看，内需上仍有较大动能等待释放；
- **供需平衡：**从目前市场认可的新年度需求700万吨来测算，仍有明显缺口存在，因此在未来USDA调减整体需求的条件下，新年度填补缺口的途径不外乎抛储与进口两种，而因目前进口预测量尚可弥补缺口，新年度依靠轮出国储剩余库存的可能性偏低；

- **单边策略：**随棉花加工接近尾声，籽棉收购价格继续下行空间有限，下方成本端支撑明显，且考虑到厄尔尼诺现象可能引发的减产预期，结合国储库存逐步消耗至相对低位水平，利多性政策出台的概率偏高，一季度来看对郑棉主力1905合约相对偏强，建议激进者逢低介入CF905合约；
- **组合策略：**主要有4个支撑因素，一是从棉花资源上看，新棉上市将使5月合约比9月更“缺棉花”；二是从历年仓单量上看，市场更偏好注册仓单，大量陈棉仓单会具体映射至CF909合约上；三是5-6月的天气灾害较9月来更频繁，也更具有“破坏性”，且今年已有厄尔尼诺预警，对近月利多较为显著；四是国储库存处于相对低位水平，未来推出收储等利多性政策的概率偏高，因此整体上CF905将会相对偏强，可将CF909作为防守介入买5-卖9的正套组合，建议持有至一季度结束。
- **套保策略：**现阶段基差处合理区间内震荡，从季节性角度看，基差位于相对低位水平，未来走强的概率偏大，建议在超出1个标准差后介入买保头寸，目标基差为981.41。目前郑棉30日滚动波动率为4.13%，建议最优套保比率建议为17.12%，因波动范围有明显缩窄趋势，未来可逐步调低对应套保比率。
- **点价策略：**据测算，以河南3128现货为例，5月合约点价基差（升贴水）合理水平区间在-633.18至981.41范围内，9月合约点价升贴水合理水平区间则在-444.37至870.18之间，目前9月合约基差在合理区间之内，但未来进一步走强的空间较大。

1.1 2018年郑棉走势回顾

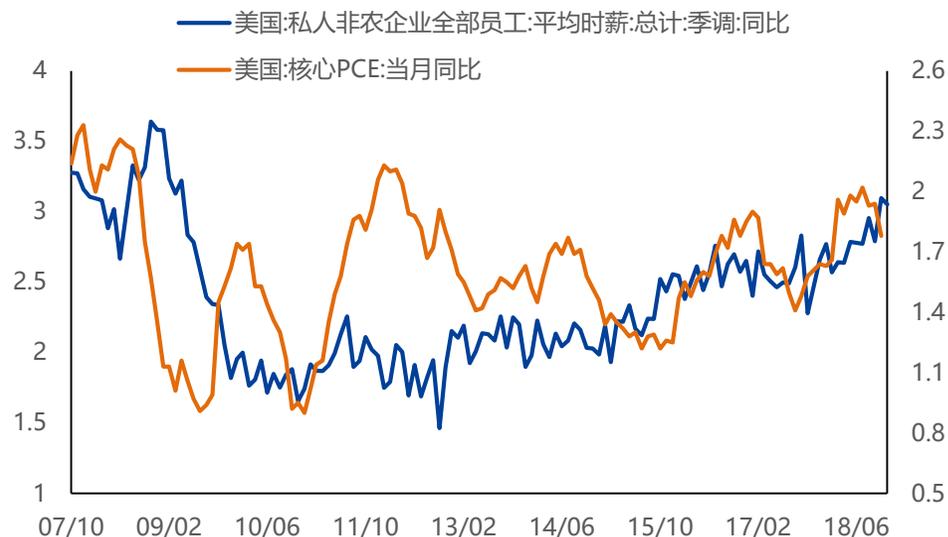


资料来源：兴业期货研究咨询部

2.1 预期差：将给予2019年的美元阶段性提振

- 预期2019年薪资增速将不会出现显著回落，其对于未来通胀的支撑也将继续存在，失业率大势触底、通胀仍有支撑的前提下，断言美联储2019年将大幅放缓加息，甚至停滞显然是有过度预期之嫌，预计更加数据依赖的美联储加息次数将在2-3次左右；
- 目前过度price-in美联储放缓加息步伐的市场预期，与美联储的仍处收紧周期的预期存在差异，这样的差异将反映在2019年，给予美元阶段性的提振，但来自外部的压力也将令美元难以“更上层楼”。

未来通胀仍有支撑



资料来源: Wind, 兴业期货研究咨询部

2019年美联储预计加息2-3次



资料来源: Wind, 兴业期货研究咨询部

2.2 日元：或在2019年间接施压美元

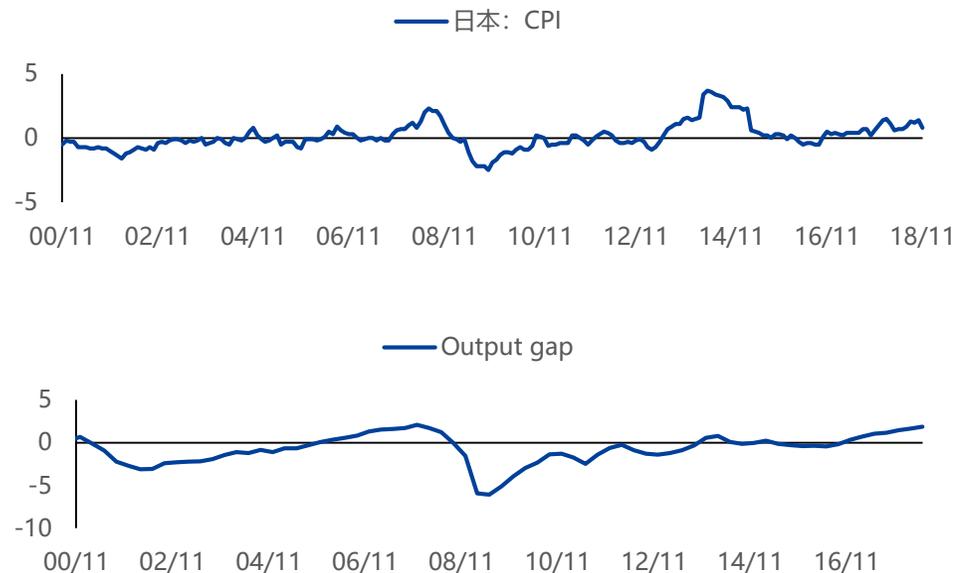
- 无论是9月份GPIF所表态的即使央行所持日债已到达区间下限，且不会再为了保持在区间内而将到期的开放式基金份额转化为国债头寸，还是黑田东彦再度强调的“灵活的”国债操作策略，都表明了日央行将逐渐释放日本国债泡沫、减少国债购买的决心，这有望令未来日本国债收益率上限提高，从而对日元产生正向推动作用；
- 而从产出缺口、通胀的角度看，正值扩张的日本产出缺口对通胀滞后的、正向的作用将逐渐地体现在通胀未来的上行中，综合而言，日元有望在2019年再度成为表现相对最佳的货币之一，且避险驱动也将在2019年继续驱动日元。

日本国债收益率上限预计提高



资料来源：Wind，兴业期货研究咨询部

日本产出缺口扩张或驱动通胀上行

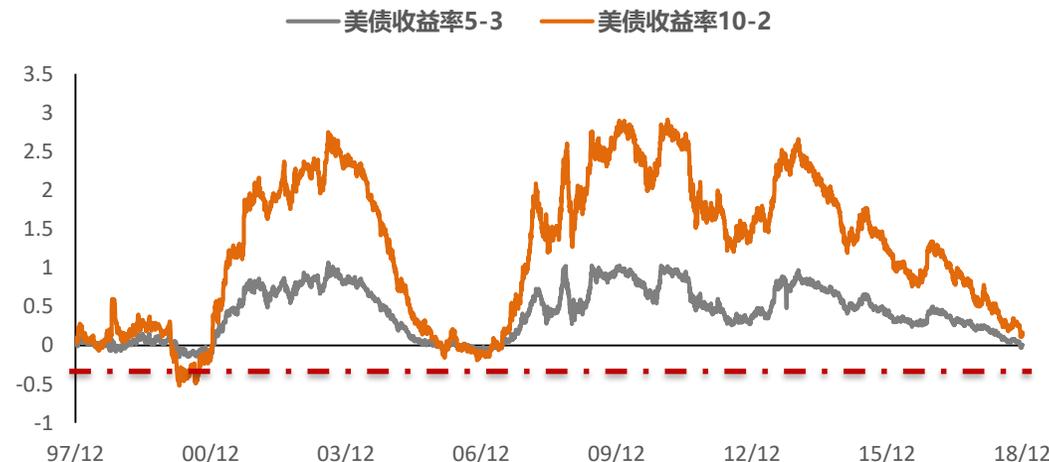


2.3 接近扩张周期末端的美国经济限制美元上方空间

失业率触底往往是衰退前的征兆



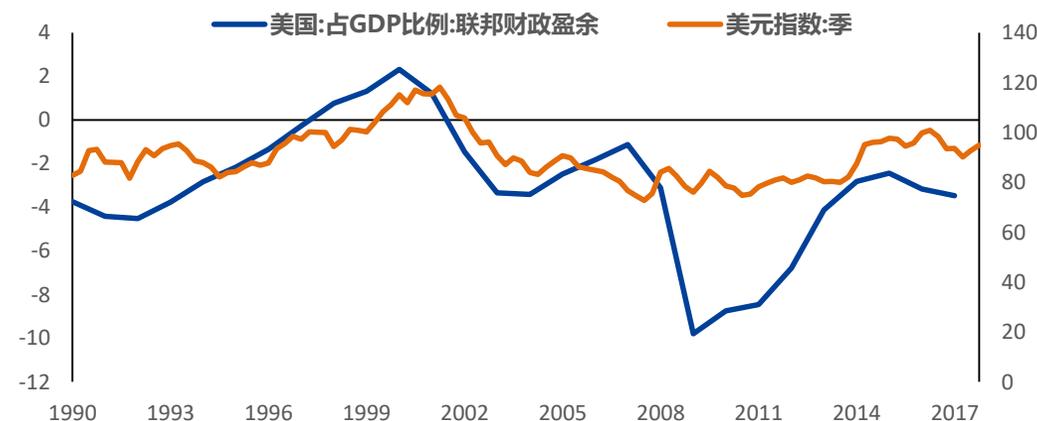
收益率倒挂往往领先衰退一年左右



美国信用利差也在抬头，大幅抬升企业融资成本，预兆经济扩张末期



财政赤字也是悬挂在美元上的利刃，这往往领先美元走势一年左右



资料来源: Wind, 兴业期货研究咨询部

资料来源: Wind, 兴业期货研究咨询部



3.1 中美贸易冲突：详细梳理

3.22 美方

根据301调查结果，特朗普签署总统对中国贸易相关的总统备忘录

4.3 美方

对中国商品加征25%的关税，包含大约1333个独立关税项目，涉及500亿美元出口

4.5 美方

特朗普发布声明，考虑再对中国1000亿美元的出口商品加征关税

4.17 中方

对原产美国进口高粱实施临时反倾销

4.2 中方

公布了对进口美国的128项产品征收15%或者25%的关税

4.4 中方

对原产于美国的大豆、棉花等农产品采取加征关税措施，税率为25%，涉及约500亿美元进口

4.16 美方

宣布未来7年内禁止向中兴通讯销售零部件、商品、软件和技术

5.3-6.2 中美

中美就贸易问题分别进行三轮磋商

7.6 中美

第一轮340亿美元商品互征25%关税正式启动

8.3 中方

中方决定，将依法对原产于美国的5207个税目约600亿美元商品，加征5%-25%不等的关税

9.18 美方

对2000亿美元的中国进口商品征收额外关税，18年年底为10%，19年1月1日起增至25%

12.1 中美

中美两国一致同意贸易战停火90日，美方维持征收10%的关税，且明年1月1日起税率不会提高到25%

6.15-16 中美

互相对500亿美元商品加征25%的进口关税

7.10 美方

发布2000亿美元商品加征10%关税清单，其中涉及部分纺织服装类

8.7-8 中美

决定将从8月23日起，相互对160亿美元产品加征25%的关税

9.18 中方

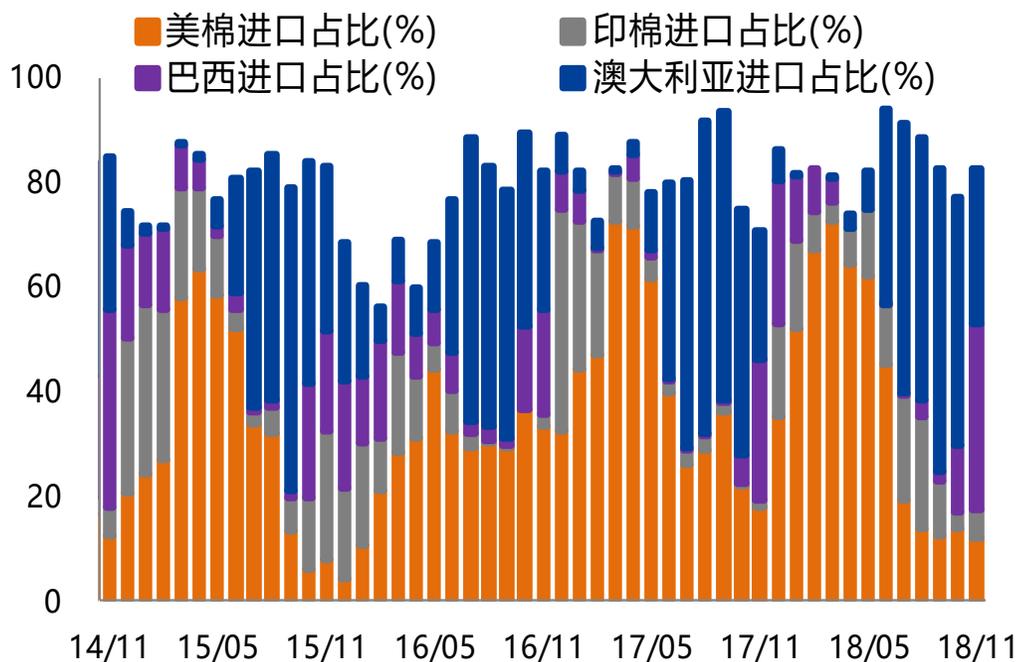
中方对原产于美国的5207个税目、约600亿美元商品，加征10%或5%的关税，自2018年9月24日起实施

中美贸易90日期内的谈判于2019年1月7、8两日展开，最后结果延长半天，且根据特朗普对外发布的讯息上看，预测将有积极进展，未来中美贸易缓和可期。

3.2 中美贸易冲突：对美棉签约情况的影响

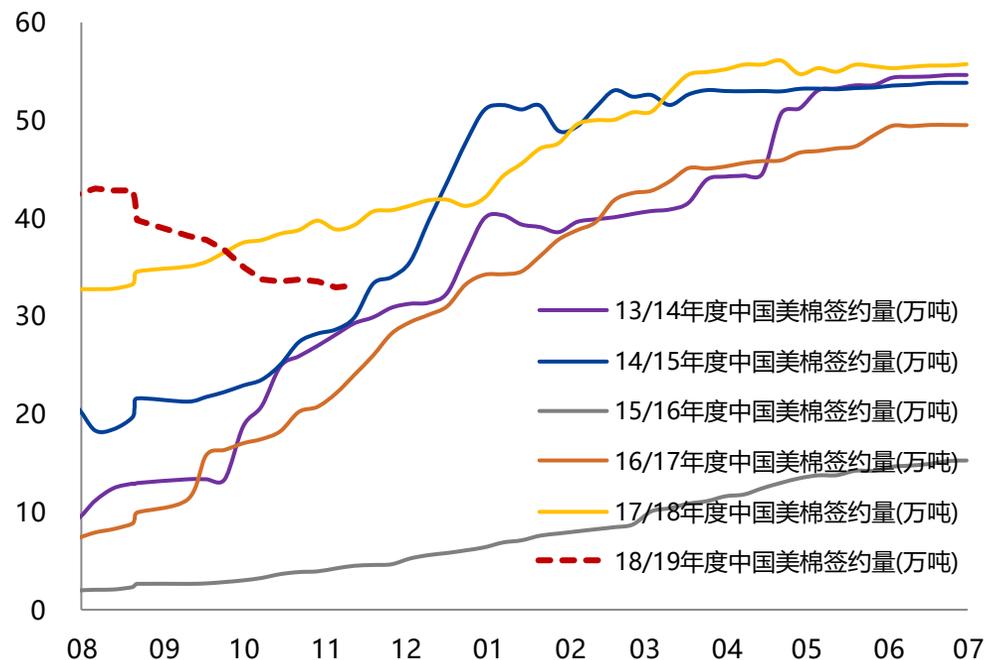
- 自6月中美贸易摩擦起，我国的美棉进口占比大幅降低，巴西棉进口占比同比大幅增高，可替代性逐步增强。
- 18/19年度中国的美棉签约量不断走低，已逼近14/15年度的同期水平，若后续贸易谈判中仍未就关税问题达成一致，新年度签约量或进一步下降，届时ICE盘面价格将再度承压。

国内进口各国的外棉占比



资料来源: Wind, 兴业期货研究咨询部

中国美棉签约量历史年度季节性对比

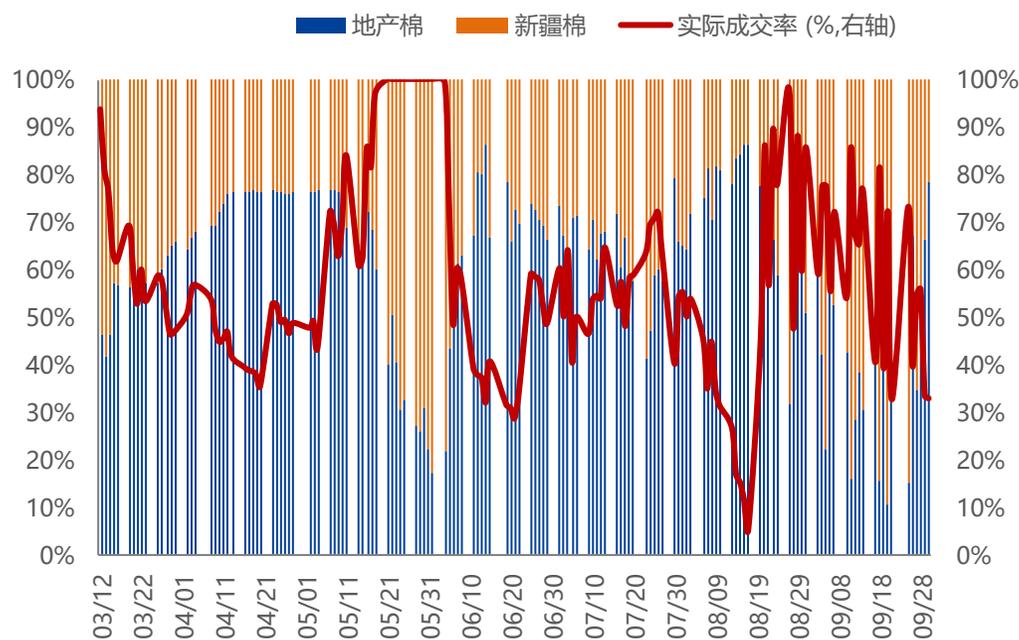


资料来源: USDA, 兴业期货研究咨询部

4.1 政策调整-抛储延期

- 为抑制非理性需求，6月初中储棉通过禁止贸易商参与拍储，另外跟随纺企需求将国储轮出时间延长至9月底，从整体实际成交率看，相对保持稳定；从历年收抛储情况上看，2011-2013年为集中收储期，主要原因可归结为期末库存偏低，如若19年度确定进行新一轮抛储，收储政策出台的安全边际将进一步提高。

18年抛储情况概览及实际成交率



资料来源：兴业期货研究咨询部

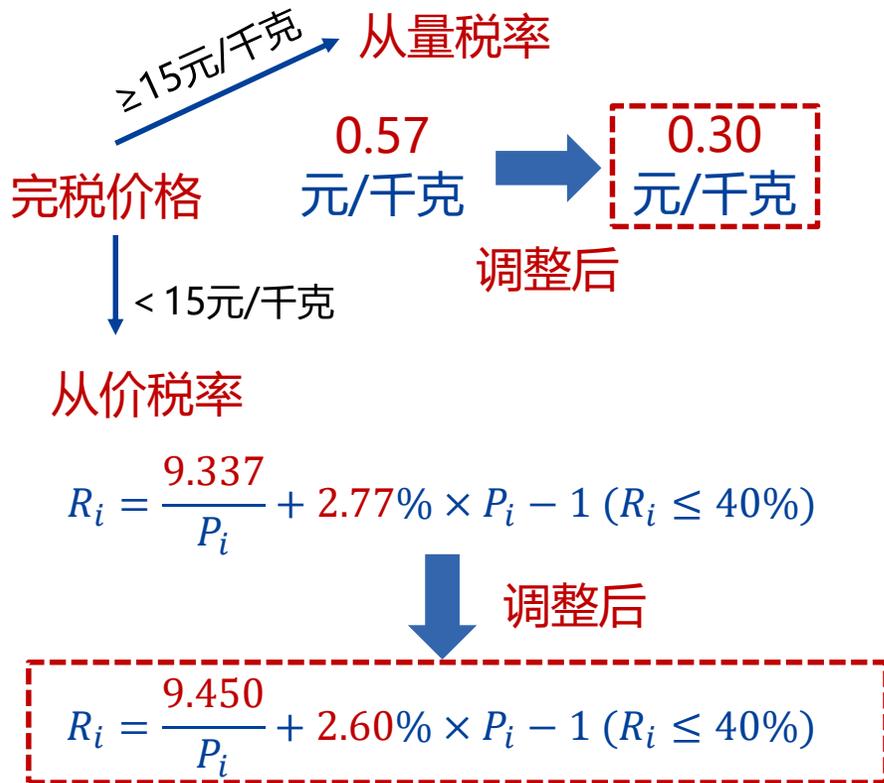
历年收抛储数据分析

年度	期初储备	收储	抛储	期末库存
	(万吨)	(万吨)	(万吨)	(万吨)
2008/2009年度	325	155.7	210.3	270.4
2009/2010年度	270.4	0	96.13	174.27
2010/2011年度	174.27	325	0	499.27
2011/2012年度	499.27	662	49.36	1111.91
2012/2013年度	1111.91	658	374.5	1395.41
2013/2014年度	1395.41	0	265.4	1130.01
2014/2015年度	1130.01	0	6.34	1123.67
2015/2016年度	1123.67	0	267.07	856.6
2016/2017年度	856.6	0	322.52	534.08
2017/2018年度	534.08	0	250.59	283.49
2018/2019年度	283.49	0	100*	183.49*

资料来源：兴业期货研究咨询部

4.2 政策调整-滑准税变化

- 国务院关税税则委员会决定自19年1月1日起对部分商品的进出口关税进行调整，其中对配额外的进口棉花滑准税进行了相应调整，而调整后的进口成本均有所减少，刺激进口政策下或将使得整体供应压力后移，从而利空远月合约。



资料来源：兴业期货研究咨询部

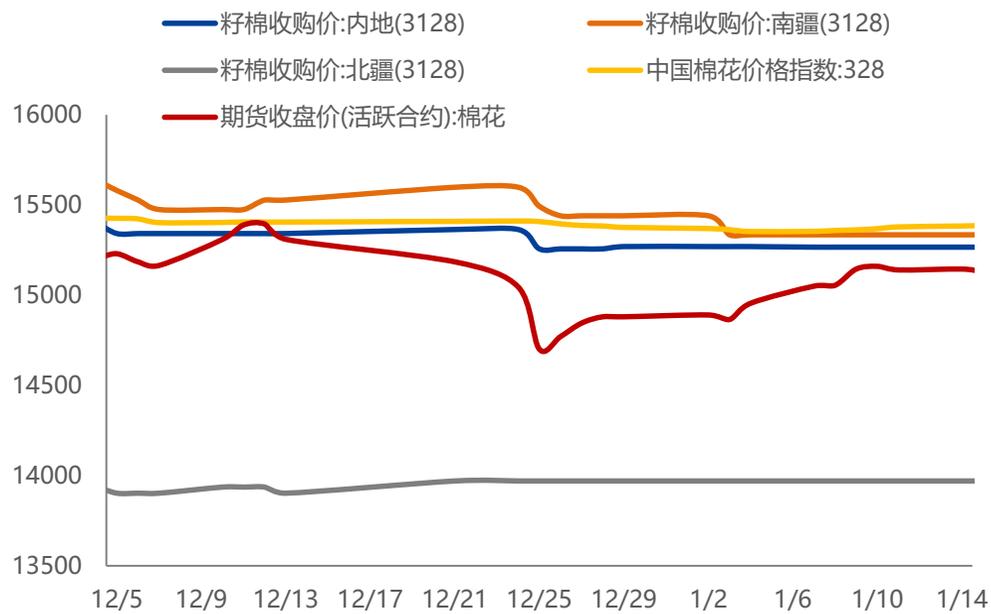
进口棉价 (美分/磅)	完税价Pi (元/千克)	2018税率标准	2019税率标准	2018滑准税到港价 (元/吨)	2019滑准税到港价 (元/吨)	调整后的变化额 (元/吨)	进口棉价 (美分/磅)	完税价Pi (元/千克)	2018税率标准	2019税率标准	2018滑准税到港价 (元/吨)	2019滑准税到港价 (元/吨)	调整后的变化额 (元/吨)
52	7.86	40.00%	40.00%	12297.99	12297.99	0.00	77	11.63	12.49%	11.48%	14593.88	14465.13	-128.75
53	8.01	38.79%	38.84%	12424.15	12428.56	4.41	78	11.78	11.88%	10.83%	14701.67	14566.31	-135.36
54	8.16	37.05%	37.05%	12498.56	12498.41	-0.15	79	11.93	11.29%	10.21%	14810.85	14668.79	-142.06
55	8.31	35.39%	35.33%	12574.36	12569.56	-4.81	80	12.09	10.73%	9.61%	14921.42	14772.58	-148.85
56	8.46	33.80%	33.70%	12651.55	12642.01	-9.54	81	12.24	10.20%	9.04%	15033.39	14877.67	-155.72
57	8.61	32.28%	32.13%	12730.14	12715.77	-14.37	82	12.39	9.69%	8.49%	15146.74	14984.06	-162.68
58	8.76	30.83%	30.63%	12810.11	12790.84	-19.27	83	12.54	9.20%	7.97%	15261.49	15091.77	-169.72
59	8.91	29.44%	29.20%	12891.48	12867.21	-24.27	84	12.69	8.73%	7.46%	15377.62	15200.78	-176.85
60	9.06	28.12%	27.82%	12974.23	12944.89	-29.35	85	12.84	8.28%	6.98%	15495.15	15311.09	-184.06
61	9.22	26.85%	26.50%	13058.38	13023.87	-34.51	86	12.99	7.85%	6.52%	15614.07	15422.71	-191.36
62	9.37	25.63%	25.24%	13143.92	13104.16	-39.76	87	13.14	7.45%	6.07%	15734.38	15535.64	-198.74
63	9.52	24.47%	24.04%	13230.84	13185.75	-45.10	88	13.29	7.06%	5.65%	15856.08	15649.87	-206.21
64	9.67	23.35%	22.88%	13319.16	13268.65	-50.52	89	13.45	6.69%	5.24%	15979.17	15765.4	-213.76
65	9.82	22.28%	21.77%	13408.87	13352.85	-56.02	90	13.60	6.33%	4.85%	16103.65	15882.24	-221.40
66	9.97	21.26%	20.70%	13499.97	13438.36	-61.61	91	13.75	6.00%	4.48%	16229.52	16000.39	-229.13
67	10.12	20.28%	19.68%	13592.47	13525.18	-67.29	92	13.90	5.68%	4.13%	16356.78	16119.84	-236.94
68	10.27	19.34%	18.70%	13686.35	13613.3	-73.05	93	14.05	5.37%	3.79%	16485.44	16240.6	-244.84
69	10.42	18.45%	17.76%	13781.62	13702.72	-78.90	94	14.20	5.09%	3.47%	16615.48	16362.66	-252.82
70	10.58	17.58%	16.86%	13878.29	13793.46	-84.83	95	14.35	4.81%	3.16%	16746.92	16486.03	-260.88
71	10.73	16.76%	15.99%	13976.34	13885.49	-90.85	96	14.50	4.55%	2.87%	16879.74	16610.71	-269.03
72	10.88	15.97%	15.16%	14075.79	13978.84	-96.95	97	14.65	4.31%	2.59%	17013.96	16736.69	-277.27
73	11.03	15.21%	14.36%	14176.62	14073.48	-103.14	98	14.81	4.08%	2.32%	17149.57	16863.97	-285.59
74	11.18	14.49%	13.60%	14278.85	14169.44	-109.41	99	14.96	3.86%	2.07%	17286.57	16992.56	-294.00
75	11.33	13.79%	12.86%	14382.47	14266.7	-115.77	100	15.11	570	300	17148.12	17148.12	0.00
76	11.48	13.13%	12.16%	14487.48	14365.26	-122.22							

资料来源：兴业期货研究咨询部

5.1 籽棉收购价格

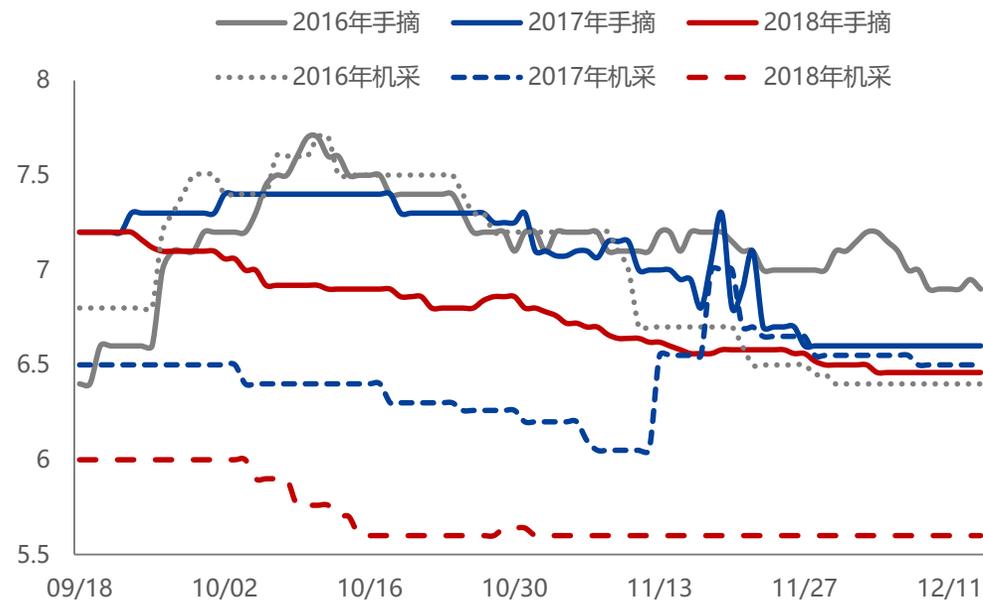
- 现阶段的郑棉主力合约价格已低于目前所有地区的籽棉收购价格，因此从成本支撑角度看，继续下行的空间已有限；
- 从近3年的新疆手摘及机采籽棉收购价格看，本年度整体处历史低位水平，继续下行的空间有限，对期货盘面的底部支撑已基本形成。

新年度籽棉收购价分地区对比



资料来源：兴业期货研究咨询部

历年籽棉收购价季节性对比

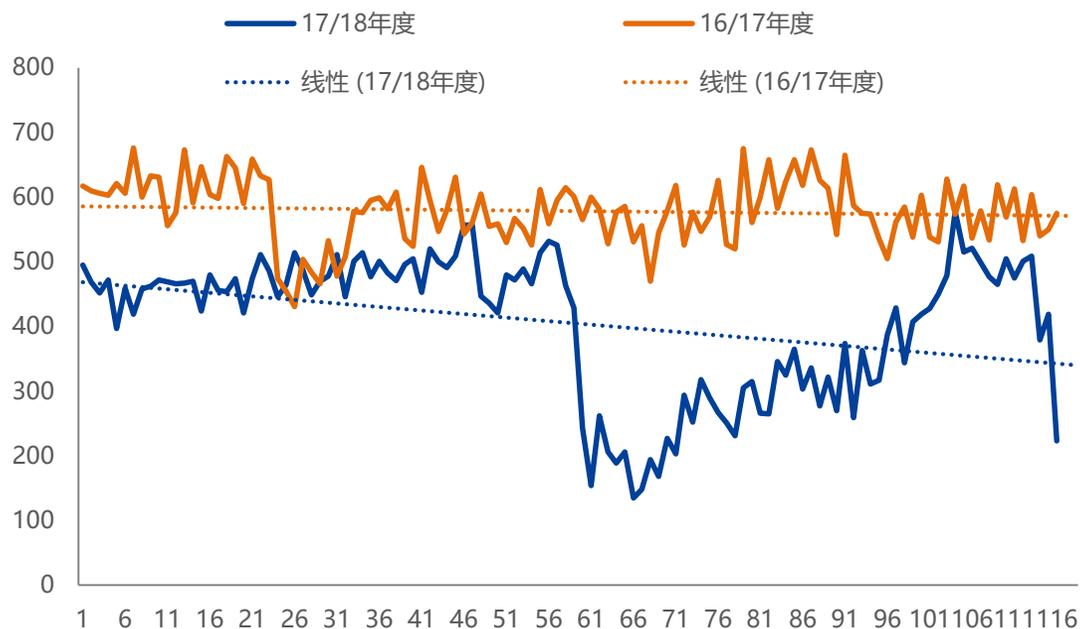


资料来源：兴业期货研究咨询部

5.2 国储剩余库存质量情况分析

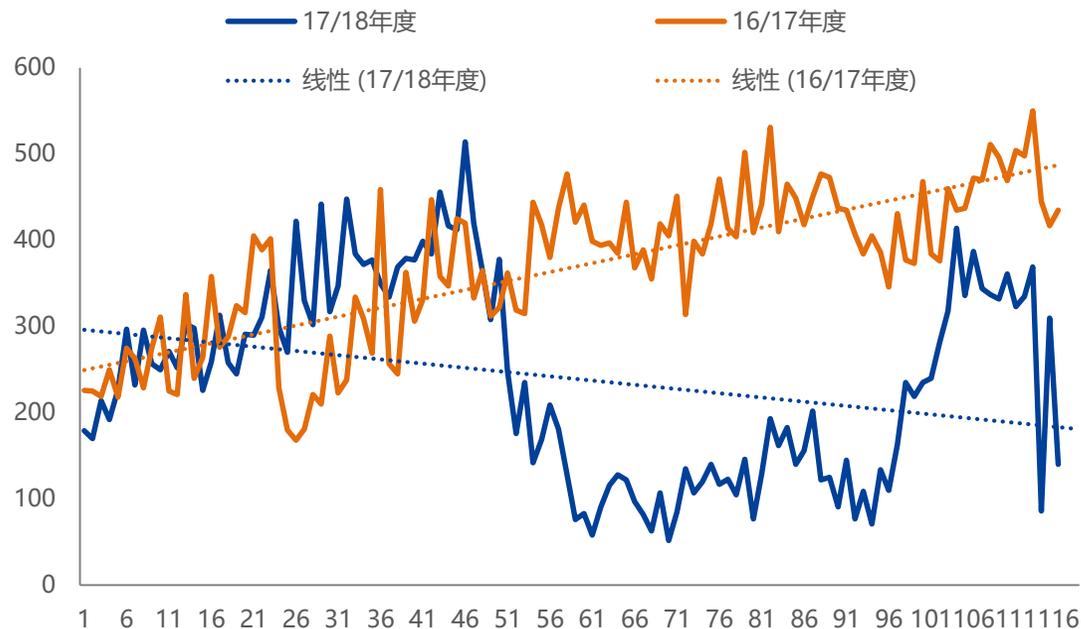
- 根据每日轮出结果分析，从长度看，16/17年度长度在28-29mm的轮出量均在17/18年之上；从强度上看，16/17年度强度在29-31cN/tex的轮出量亦在17/18年之上。且从其他各项细分指标上看，整体轮出质量低于上一年度轮出水平，由此可大致上判断库存质量随时间的推移确有下降的趋势，轮入政策推出的可能性随之逐步增加。

17/18国储轮出中28-29长度对比



资料来源：兴业期货研究咨询部

17/18国储轮出中29-31强度对比

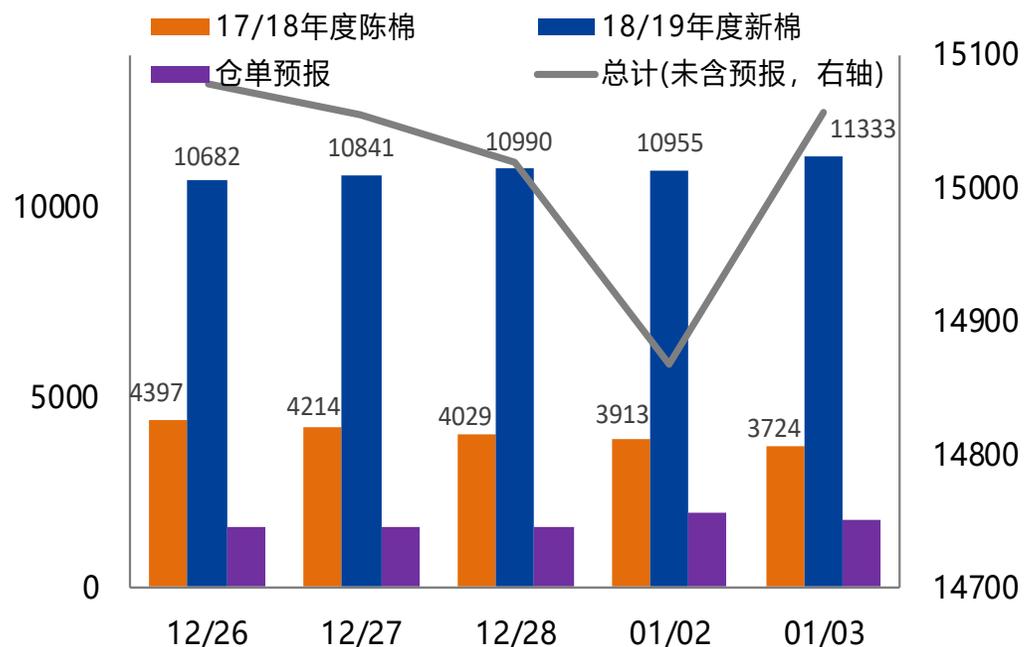


资料来源：兴业期货研究咨询部

5.3 郑棉仓单量分析

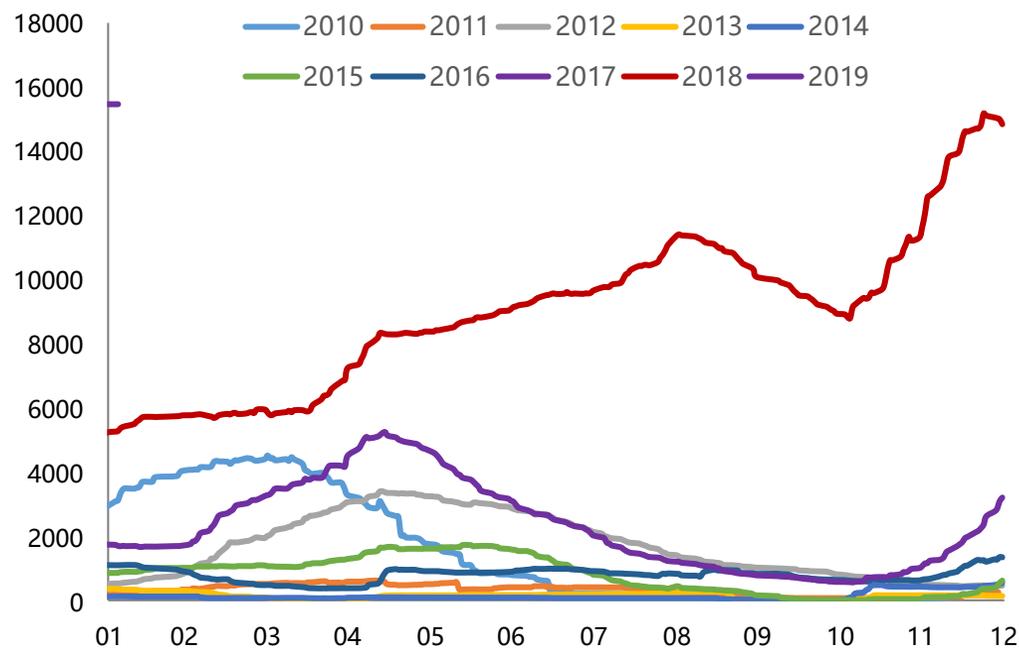
- 2018年郑棉仓单远超历史同期水平，归结其原因主要有以下几点，其一是5月期货盘面大幅上涨，市场预期未来有较大下跌空间，大量卖保盘进场；其二是期现货升贴水差异性的原因，使得现货盘面出货不利的品种可以抛至期货上赚取收益；其三是因为中美贸易摩擦导致的供需结构性转弱，从产业保值角度出发，企业选择套保+点价模式锁定利润更为合理；
- 2019年随陈棉仓单压力逐步消除，5月合约虽仍有较大仓单压力，但在新棉可展期的条件下，9月承压将更为明显，且在未来中美贸易预期向好的情况下，需求逐步回暖将使得期现库存均得到有效释放。

郑棉仓单情况分析



资料来源: Wind, 兴业期货研究咨询部

18年郑棉仓单处历史绝对高位

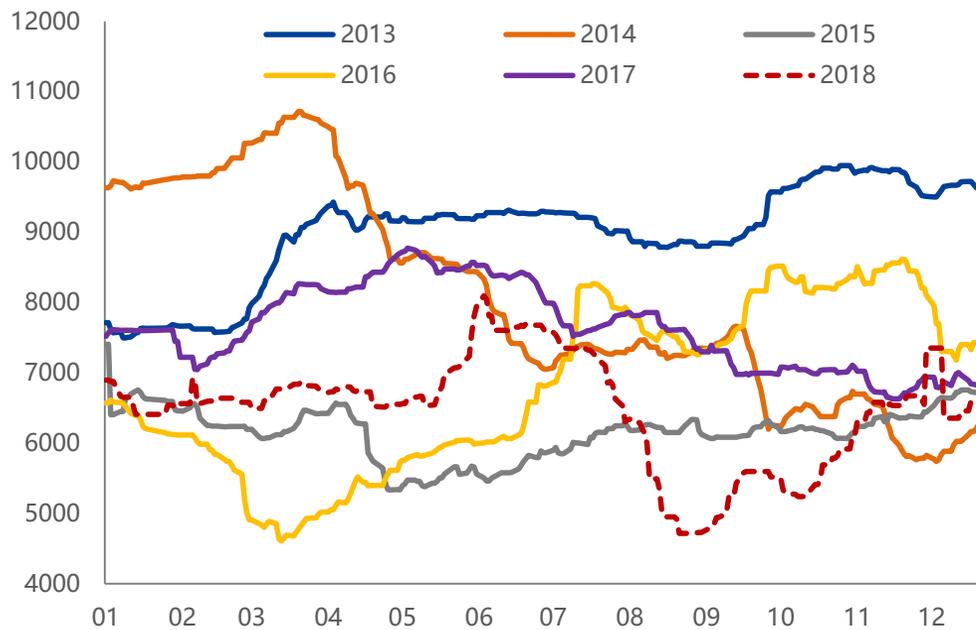


资料来源: Wind, 兴业期货研究咨询部

6.1 替代品需求影响有限

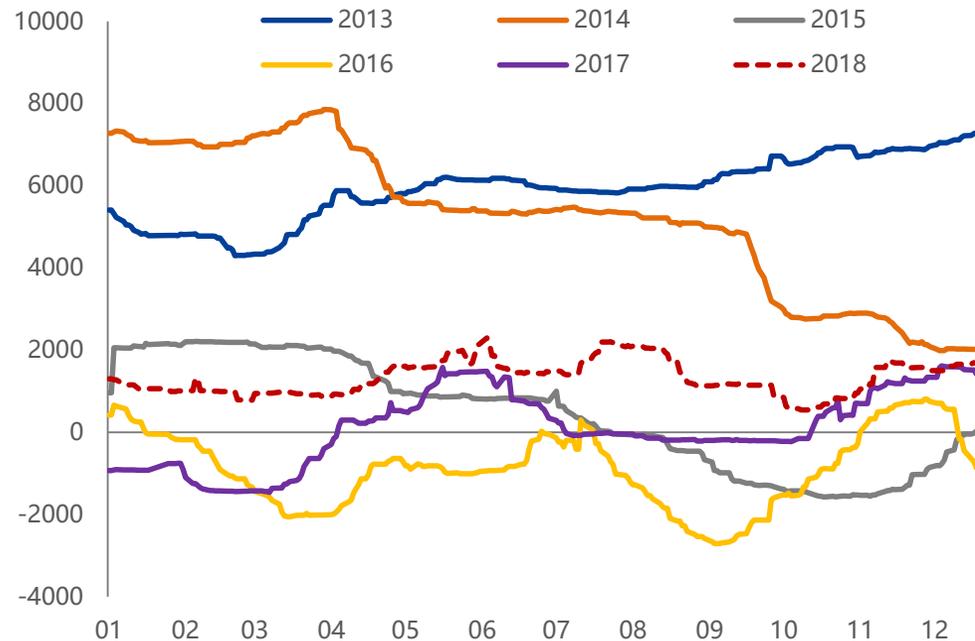
- 2018年四季度随全球油价逐步走低后涤纶短纤价格有较为明显的下跌，棉涤价差得到了一定的修复，但相较近两年看整体价差依旧偏低，可替代效应呈现中性，未有明显提升趋势；
- 就棉粘价差上看，全年走势较为平稳，与17年末的价差水平基本持平，亦未见明显的替代性增强。

历年棉涤价差比较(元/吨)



资料来源: Wind, 兴业期货研究咨询部

历年棉粘价差比较(元/吨)

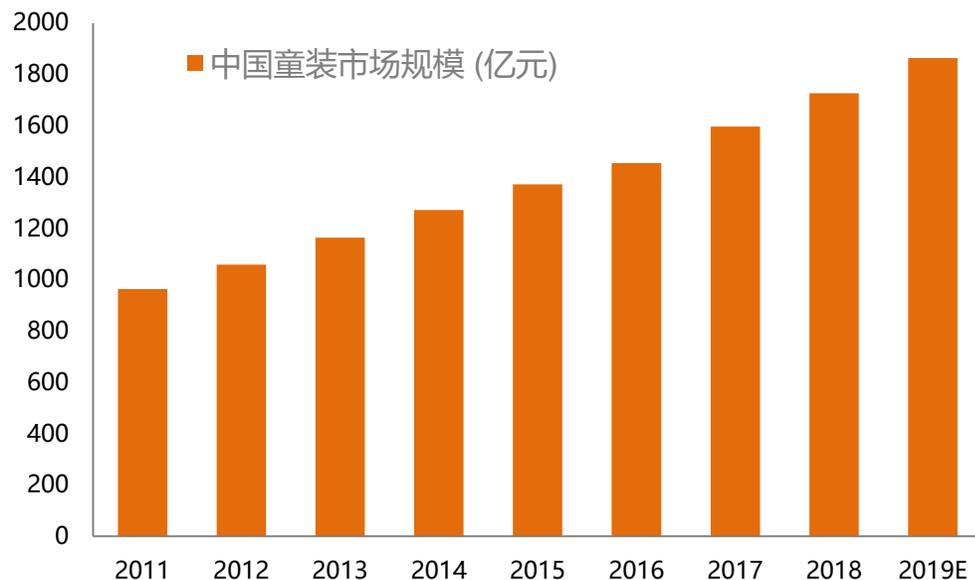


资料来源: Wind, 兴业期货研究咨询部

6.2 潜在内需能量等待释放

- 国内童装市场规模呈逐年上升态势，而童装市场未来主要消费增长点仍以纯棉为主，预计在2020年有望突破2000亿元；
- 从历年出生率变化情况看，自我国二胎政策放开后，出生率近年有所改善，未来可持续性保障该群体的消费增长。整体上看，内需上仍有较大动能等待释放。

童装市场仍保持快速增长



资料来源：兴业期货研究咨询部

历年出生率变化情况及预测

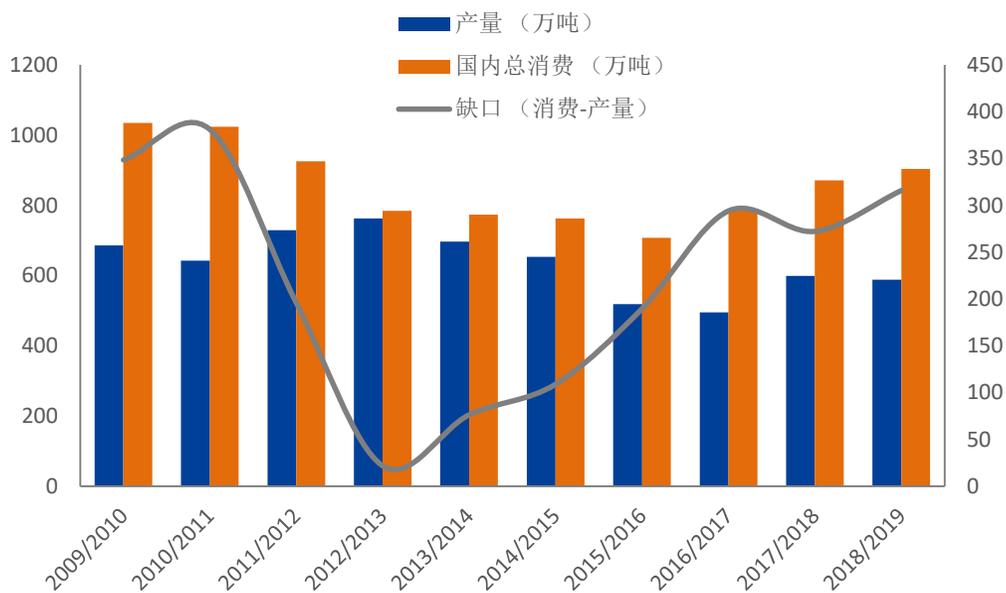


资料来源：兴业期货研究咨询部

7.1 供需平衡-棉花产需缺口

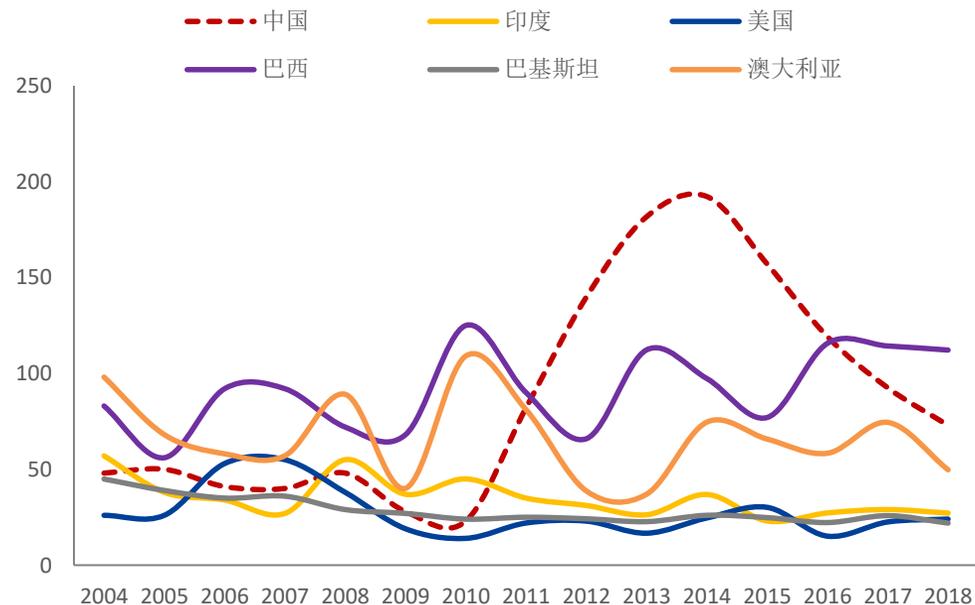
- 按照美国USDA最新测算的平衡表看，国内18/19年度供需缺口相较17/18年度有进一步的扩大，但市场对于其高位的国内总消费预测仍持保留态度，市场目前认可的新年度需求为700万吨左右，仍有明显缺口存在，因此在未来USDA调减整体需求的条件下，新年度填补缺口的途径不外乎抛储与进口两种，而因目前进口预测量尚可弥补缺口，新年度依靠轮出国储剩余库存的可能性偏低。
- 我国库存消费比虽已保持连续5年下降，但相较其他国家来看仍处高位，继续下行空间可期。

产需缺口始终存在



资料来源：USDA，兴业期货研究咨询部

库存消费比仍有下行空间



资料来源：USDA，兴业期货研究咨询部

7.2 USDA供需预测推演

美国农业部历史预测回顾

年度	单位: 万吨	期初库存	产量	进口	需求	出口	期末库存
10/11	May	431.97	718.49	250.38	1066.85	0.65	387.98
	Jun	449.38	718.49	250.38	1066.85	0.65	405.40
	Jul	446.12	718.49	253.65	1066.85	0.65	405.40
	Aug	419.77	718.49	272.16	1088.62	0.65	364.91
	Sep	408.89	707.60	277.60	1088.62	0.65	348.58
	Oct	397.35	685.83	283.04	1088.62	0.65	320.49
	Nov	332.03	653.17	326.59	1023.30	0.65	287.83
	Dec	332.03	653.17	326.59	1023.30	0.65	287.83
	Jan	332.03	653.17	326.59	1023.30	0.65	287.83
	Feb	332.03	653.17	326.59	1023.30	0.65	287.83
	Mar	332.03	642.29	337.47	1023.30	1.09	287.40
	Apr	332.03	642.29	326.59	1023.30	1.09	276.51
11/12	May	264.97	718.49	348.36	1045.08	1.09	285.65
	Jun	254.08	718.49	348.36	1034.19	1.09	285.65
	Jul	253.00	718.49	332.03	1012.42	1.09	290.01
	Aug	253.00	718.49	326.59	1001.53	1.09	295.45
	Sep	252.56	740.26	315.70	1001.53	1.09	305.90
	Oct	252.56	729.38	304.81	990.65	1.09	295.02
	Nov	252.56	729.38	304.81	990.65	1.09	295.02
	Dec	252.56	729.38	337.47	979.76	1.09	338.56
	Jan	252.56	729.38	348.36	957.99	1.09	371.22
	Feb	252.56	729.38	370.13	957.99	1.09	392.99
	Mar	252.56	729.38	402.79	947.10	0.65	437.19
	Apr	252.56	729.38	446.33	925.33	0.65	502.51
12/13	May	535.17	664.06	304.81	892.67	0.65	610.72
	Jun	595.04	664.06	293.93	870.90	0.65	681.48
	Jul	595.04	664.06	293.93	860.01	0.65	692.36
	Aug	637.50	674.95	283.04	849.12	2.18	744.18
	Sep	665.80	674.95	261.27	827.35	1.74	773.14
	Oct	657.09	685.83	239.50	783.81	1.74	797.09
	Nov	657.09	685.83	239.50	772.92	1.74	807.98
	Dec	657.09	685.83	250.38	772.92	1.74	818.86
	Jan	657.09	729.38	272.16	772.92	1.74	884.18
	Feb	657.09	740.26	304.81	772.92	1.74	927.72
	Mar	657.09	762.04	326.59	783.81	1.74	960.38
	Apr	657.09	762.04	359.25	783.81	1.74	993.04

资料来源: USDA, 兴业期货研究咨询部

- 自2010年底期末库存跌至低位以后我国连续3年收储, 美国USDA供需预测报告在此期间不断上调我国期末库存数据, 并连续调减需求数量;
- 18/19年度我国库存再度迎来相对低位, 随轮入政策出台可能性逐步增高, 叠加需求仍处大幅高估的状态下, 明年USDA类似预测基调或将重演, 整体压力将主要施加于或在3月成为主力的9月合约之上。

年度	单位: 万吨	期初库存	产量	进口	需求	出口	期末库存
18/19	May	892.02	587.86	152.41	903.56	1.09	727.63
	Jun	896.37	576.97	152.41	903.56	1.09	721.10
	Jul	820.60	576.97	152.41	925.33	3.27	621.39
	Aug	822.78	576.97	152.41	925.33	3.27	623.56
	Sep	827.79	598.74	152.41	925.33	3.27	650.34
	Oct	827.79	598.74	152.41	925.33	3.27	650.34
	Nov	827.79	598.74	152.41	925.33	3.27	650.34
	Dec	827.79	587.86	152.41	903.56	3.27	661.23
	预测			↑		↓	↑

资料来源: USDA, 兴业期货研究咨询部

8.1 单边策略

- **激进者：**随棉花加工接近尾声，籽棉收购价格继续下行空间有限，下方成本端支撑明显，且考虑到厄尔尼诺现象可能引发的减产预期，结合国储库存逐步消耗至相对低位水平，利多性政策出台的概率偏高，一季度来看对郑棉主力1905合约相对偏强，建议逢低介入CF905合约，入场价格建议在15000关键支撑位附近，目标价位为16000，根据VAR测算资金占用建议为28.55%。



资料来源：兴业期货研究咨询部

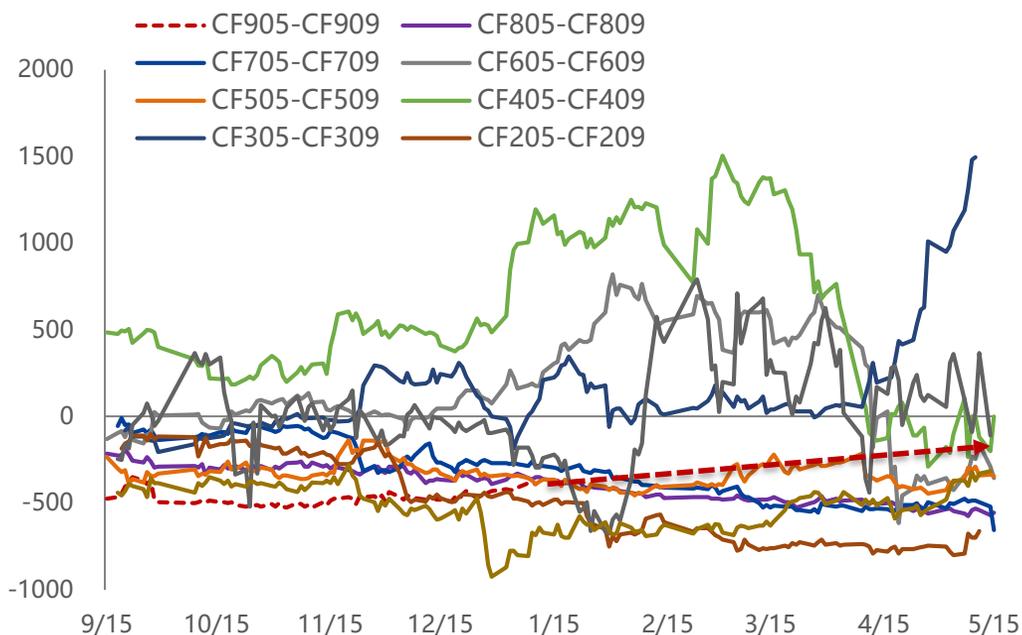
郑棉5月交割
CF05M.CZC

日期 Date	收盘价 close	周涨跌幅	标准差	99%VaR	满仓最大亏损	资金占用 单周资金最大 亏损10%
2018-12-24	15045	-0.92%	0.76%	1.91%	38.12%	26.23%
2018-12-25	14700	-2.29%	0.76%	2.01%	40.14%	24.91%
2018-12-26	14770	0.48%	0.76%	2.01%	40.25%	24.85%
2018-12-27	14845	0.51%	0.76%	1.95%	39.06%	25.60%
2018-12-28	14880	0.24%	0.76%	1.95%	38.94%	25.68%
2019-01-02	14890	0.07%	0.75%	1.88%	37.58%	26.61%
2019-01-03	14865	-0.17%	0.74%	1.88%	37.61%	26.59%
2019-01-04	14955	0.61%	0.74%	1.93%	38.60%	25.91%
2019-01-07	15050	0.64%	0.75%	2.00%	40.03%	24.98%
2019-01-08	15055	0.03%	0.75%	2.02%	40.49%	24.70%
2019-01-09	15145	0.60%	0.73%	1.98%	39.56%	25.28%
2019-01-10	15160	0.10%	0.73%	1.95%	39.10%	25.58%
2019-01-11	15140	-0.13%	0.69%	1.77%	35.34%	28.30%
2019-01-14	15145	0.03%	0.68%	1.76%	35.27%	28.35%
2019-01-15	15130	-0.10%	0.68%	1.75%	35.03%	28.55%

8.2 组合策略

- **稳健者**：主要有4个支撑因素，一是预估19年度整体需求端呈现稳定偏弱态势，且从棉花资源上看，新棉上市将使5月合约比9月更“缺棉花”；二是从历年仓单量上看，需求偏弱环境下，市场更偏好注册仓单，届时大量陈棉仓单会具体映射至CF909合约上；三是5-6月的天气灾害较9月来更频繁，也更具有“破坏性”，且今年已有厄尔尼诺预警，对近月利多较为显著；四是国储库存处于相对低位水平，未来推出收储等利多性政策的概率偏高，因此整体上CF905将会相对偏强，可将CF909作为防守介入买5-卖9的正套组合，建议持有至一季度结束，目标价差为0至-100区间内，按单日资金最大亏损2%测算，资金占用约69.6%。

CF905-CF909价差预测路径



资料来源：Wind，兴业期货研究咨询部

CF905-CF909价差预测路径

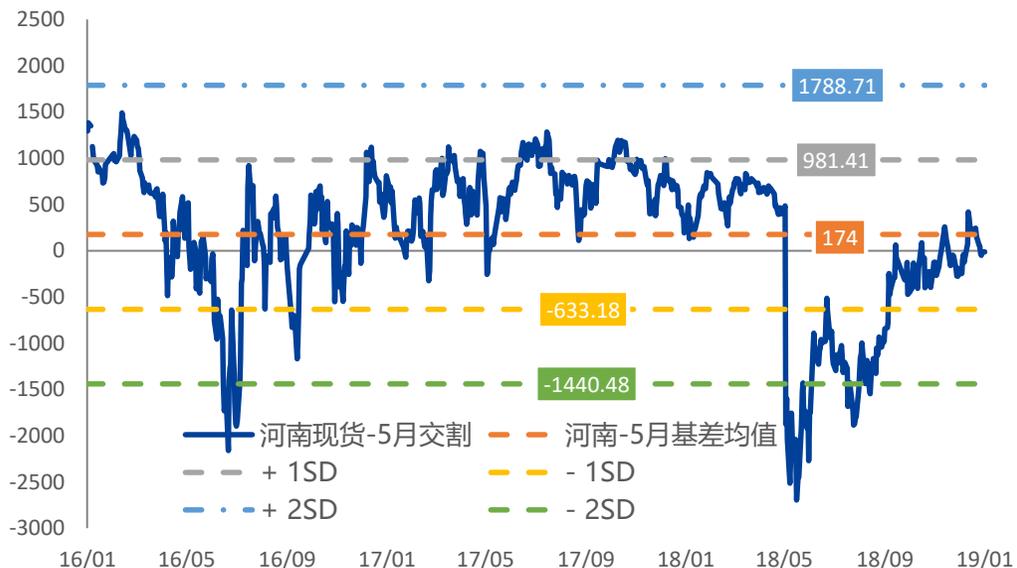
日期 Date	郑棉9月交割 CF09M.CZC		郑棉5月交割 CF05M.CZC		日涨跌幅	标准差	99%VaR	满仓最大亏损	资金占用 单周资金最大 亏损2%
	收盘价 close	收盘价 close	日涨跌幅	标准差					
2018-12-24	15495	15045	0.10%	0.06%	0.14%	2.80%	71.54%		
2018-12-25	15130	14700	0.07%	0.06%	0.14%	2.89%	69.20%		
2018-12-26	15240	14770	-0.13%	0.06%	0.15%	2.91%	68.83%		
2018-12-27	15300	14845	0.05%	0.06%	0.15%	2.99%	66.95%		
2018-12-28	15335	14880	0.00%	0.06%	0.14%	2.88%	69.44%		
2019-01-02	15330	14890	0.05%	0.06%	0.14%	2.87%	69.75%		
2019-01-03	15295	14865	0.03%	0.06%	0.14%	2.86%	70.01%		
2019-01-04	15375	14955	0.03%	0.06%	0.14%	2.85%	70.25%		
2019-01-07	15475	15050	-0.02%	0.06%	0.14%	2.82%	70.95%		
2019-01-08	15480	15055	0.00%	0.06%	0.14%	2.87%	69.68%		
2019-01-09	15555	15145	0.05%	0.06%	0.14%	2.76%	72.35%		
2019-01-10	15545	15160	0.08%	0.06%	0.14%	2.82%	70.98%		
2019-01-11	15525	15140	0.00%	0.06%	0.14%	2.82%	71.00%		
2019-01-14	15555	15145	-0.08%	0.06%	0.14%	2.89%	69.15%		
2019-01-15	15520	15130	0.07%	0.06%	0.14%	2.87%	69.60%		

资料来源：Wind，兴业期货研究咨询部

8.3 产业策略

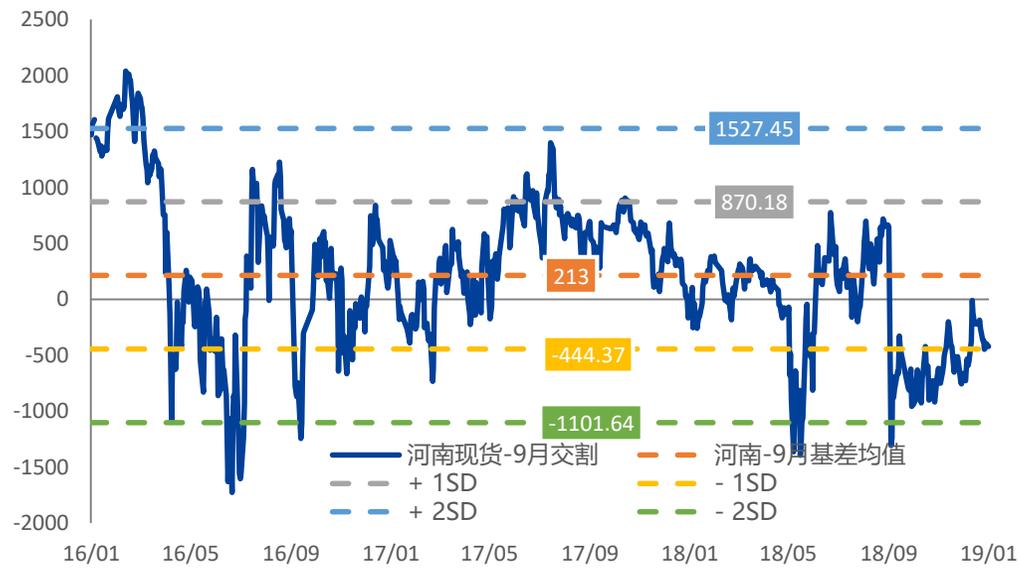
- **套保策略：**现阶段基差处合理区间内震荡，从季节性角度看，基差位于相对低位水平，未来走强的概率偏大，建议在超出1个标准差后介入买保头寸，目标基差为981.41。目前郑棉30日滚动波动率为4.13%，建议最优套保比率建议为17.12%，因波动范围有明显缩窄趋势，未来可逐步调低对应套保比率。
- **点价策略：**据测算，以河南3128现货为例，5月合约点价基差（升贴水）合理水平区间在-633.18至981.41范围内，9月合约点价升贴水合理水平区间则在-444.37至870.18之间，目前9月合约基差在合理区间之内，但未来进一步走强的空间较大。

3128(河南)现货-5月交割合约基差区间



资料来源：Wind，兴业期货研究咨询部

3128(河南)现货-9月交割合约基差区间



资料来源：Wind，兴业期货研究咨询部

负责本研究报告内容的期货分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

本报告的信息均来源于公开资料，我对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已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证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何形式的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为兴业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

公司总部及分支机构



总部

地址：浙江省宁波市中山东路796号东航大厦11楼 邮编：315040

上海市浦东新区银城中路68号时代金融中心31楼

联系电话：0574-87716560/021-80220211

上海分公司

上海市浦电路500号上海期货大厦1501A室

联系电话：021-68401108

浙江分公司

宁波市中山东路796号东航大厦11楼

联系电话：0574-87703291

台州分公司

台州市椒江区云西路399号金茂中心24楼

联系电话：0576-88210778

温州分公司

温州市汤家桥路大自然家园1幢1504室

联系电话：0577-88980635

北京分公司

北京市朝阳区朝阳门北大街20号兴业银行大厦25层

联系电话：010-69000862

深圳分公司

深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦3A层

联系电话：0755-33320775

四川分公司

成都市高新区世纪城路936号烟草兴业大厦20楼

联系电话：028-83225058

江苏分公司

南京市长江路2号兴业银行大厦10楼

联系电话：025-84766979

杭州分公司

杭州市下城区庆春路42号兴业银行大厦1002室

联系电话：0571-85828718

福建分公司

福州市鼓楼区五四路137号信和广场25层2501室

联系电话：0591-88507863

天津分公司

天津市经济技术开发区第三大街金融服务西区51号

联系电话：022-65631658

河南分公司

郑州市未来路69号未来大厦15层1506号1506室

联系电话：0371-58555669

广东分公司

广州市天河区天河路101号兴业银行大厦8楼801自编

联系电话：020-38894240

山东分公司

济南市市中区纬二路51号山东商会大厦A座23层

联系电话：0531-86123800

湖南分公司

湖南省长沙市芙蓉中路三段489号鑫融国际广场28楼

联系电话：0731-88894018

湖北分公司

武汉市武昌区中北路156号长源大厦1楼

联系电话：027-88772413

Thank you!



兴业期货有限公司

CHINA INDUSTRIAL FUTURES LIMITED

地址：宁波市江东区中山东路796号东航大厦11楼 邮编：315040

上海市浦东新区银城中路68号时代金融中心31楼 邮编：200120

网：www.cifutures.com.cn

Add: 11th Floor Eastern Airlines Building, No.796 Zhongshan East Road, Ningbo, 315040, China

Tel: 400-888-5515 Fax:021-80220211/0574-87717386