

# 棉花宽幅震荡，期权有所作为

## 摘要

### 期货策略

国内棉花期货价格仍有进一步下跌的可能性。技术面去看，CF1509 以及 CF1601 合约挑战前低概率大。目前近远期合约价差都在 200~400 点区间波动。2 日，CF1505 合约价格位于 12790 上下波动。用棉企业在期货上买入，应该较为划算。而 CF1509 与 CF1601 合约，做空动能犹存。但时机上面要进行选择。可待价格回升至 13500~14000 区间做空。

### 期权策略：

处于震荡市当中，较为适宜的策略是卖出跨式套利与熊市价差策略。激进者可进行买入看跌期权。



智慧创造奇迹

一流的咨询，卓越的服务  
First class consultancy Excellent services

南华期货研究所

傅小燕

0571-87839259

[fuxiaoyan@nawaa.com](mailto:fuxiaoyan@nawaa.com)

## 目录图表

第 1 章 一季度行情回顾 .....	3
1.1. 结束单边下挫，进入平台震荡 .....	3
1.2. 节前补库不畅，下游需求不旺 .....	3
1.3. 总结 .....	5
第 2 章 二季度棉花展望 .....	5
2.1. 新年度棉花种植面积预测 .....	5
2.2. 纺织行业用棉分析 .....	7
2.3. 新疆棉调价的影响 .....	8
第 3 章 棉花资金流分析 .....	10
第 4 章 棉花投资策略 .....	13
4.1 棉花期货策略 .....	13
4.2 棉花期权策略 .....	13
4.2.1 卖出宽跨式套利 .....	13
4.2.2 熊市价差策略 .....	14
南华期货分支机构 .....	16
免责声明 .....	18
图 1.1.1 农产品指数波动率与棉花价格指数波动率 .....	3
图 1.2.1 棉纱线进口量与进口价格 .....	4
图 1.2.2 棉花现货价格与下游库存 .....	5
图 2.1.1 2015 年棉花种植面积预估 .....	6
表 2.1.2 2015 年美棉种植面积预估 .....	6
图 2.2.1 下游成品库存 .....	7
图 2.2.2 内外纱线价格走势 .....	8
图 2.3.1 疆内外棉花价差 .....	8
图 2.3.2 疆棉用量上升 .....	9
图 2.3.3 疆棉用量上升 .....	9
图 3.1CF15053 月初资金动向 .....	10
图 3.2CF15054 月初资金动向 .....	11
图 3.3CF15093 月初资金动向 .....	11
图 3.4CF15094 月初资金动向 .....	12
图 3.5CF16013 月初资金动向 .....	12
图 3.6CF16014 月初资金动向 .....	13
图 4.2.1 卖出跨式套利策略 .....	14
图 4.2.2 熊市卖权套利 .....	15

## 第 1 章 一季度行情回顾

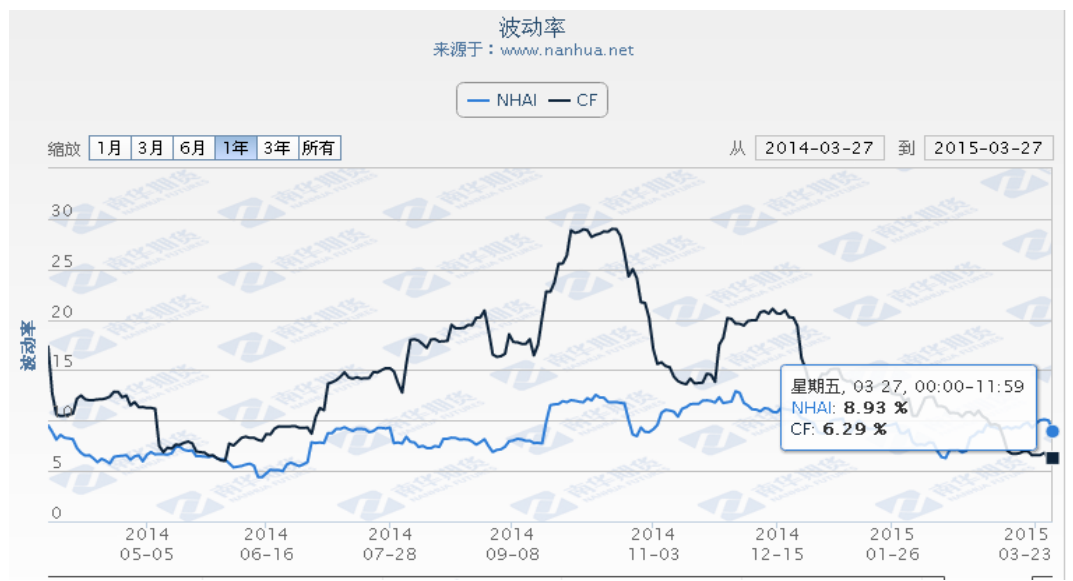
### 1.1. 结束单边下挫，进入平台震荡

2014 年，国内棉花经历一场单边下挫行情，跌幅达到 31.5%。ICE 棉花亦疲软，跌幅达到 27.06%。2014 年年底，棉花期价触底反弹，2015 年一季度国内棉花维稳，围绕均价 13134 上下波动。ICE 期棉则围绕均价 62.56 上下波动。从当前价格看，美棉波动重心小幅上移。

国内棉花经历 3 年低迷的量价行情之后，2015 年一季度量能有所恢复，显示出投资者对棉花期货开始关注。统计来看，2015 年一季度国内棉花期货成交量为 10683586 手，其中主力成交占比 81%；持仓量为 332862 手，其中主力持仓占比 66.4%。从南华棉花价格指数涨跌情况看，2015 年一季度棉花价格指数微跌 0.42%，而农产品指数上涨 2.06%；与 2014 年一季度比较，该指数下跌 3.15%，农产品指数上涨 0.91%，由此可见，棉花为农产品板块中拖后腿的品种之一。

波动率方面。2015 年一季度南华棉花价格指数波动率呈现向下趋势，并与 3 月下旬回到历史波动率（0~20%）的下半段 0~10% 区间运行。与南华农产品价格指数波动率对比，棉花指数波动率呈现相反方向。

图 1.1.1 农产品指数波动率与棉花价格指数波动率



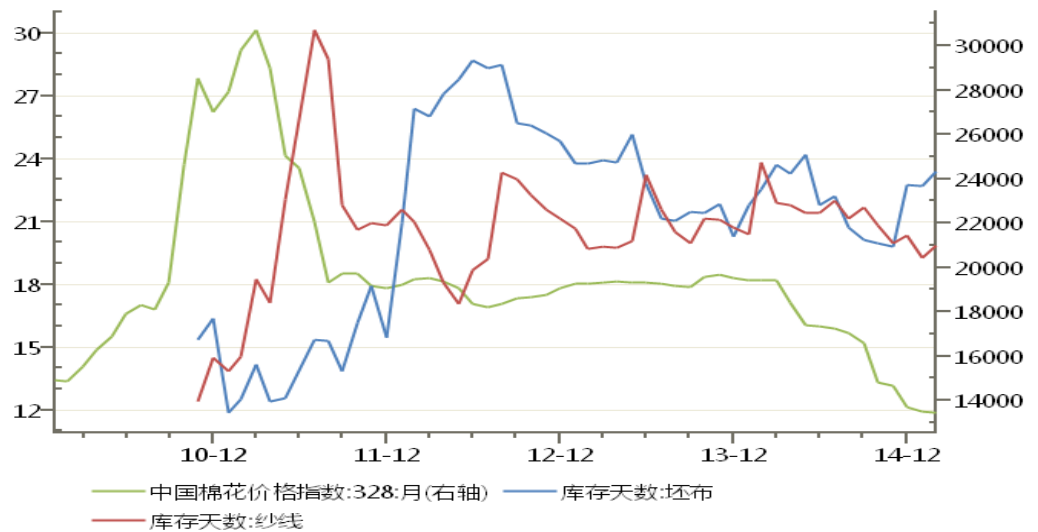
资料来源：南华智创 南华研究

### 1.2. 节前补库不畅，下游需求不旺

现货市场跟随期货市场下跌，中国棉花 328 价格指数下跌幅度为 1.4%；进口棉花价格指数 S 下跌幅度为 1.21%，分别同比跌幅扩大 0.8%、-7.9%。可以看出，国内外棉花现货市场强弱不一，表现为外盘强劲，国内疲弱。



图 1.2.2 棉花现货价格与下游库存



资料来源：WIND 南华研究

### 1.3.总结

从价格上看，棉花，包括国内众多商品价格都已经跌至谷底，并且创出新低，价格大幅下跌动能在衰退。一旦市场预期发生改变，甭管基本面如何再差，期货市场又会重新火起来。棉花的重新“火起来”需要量的配合，一季度数据显示有些许好转，但还未达到理想状态。现货行情显示，要达到理想状态，需要时间配合，短期之内，至少在下游坯布库存处在相对高位的情况下，棉市不会有大作为。行情也许就在不温不火当中度过。

然而，目前的市场又比较敏感，一方面棉市较 2014 年有些活跃的兆头，资金想进入。二是进入之后，担心没太大利润空间。对于政策，也是迷迷糊糊，猜测为主。眼下，本人也无交易策略，只是静静等待，等待行情启动的那一天，等待方向确定的时刻，一旦行情来临，拿出手中有利“武器”，稳稳抓住。在这里，有利“武器”可以理解为需要关注的以下几点：

- (1) 新年度棉花种植面积
- (2) 纺织行业用棉情况
- (3) 疆棉价格走势
- (4) 资金动向

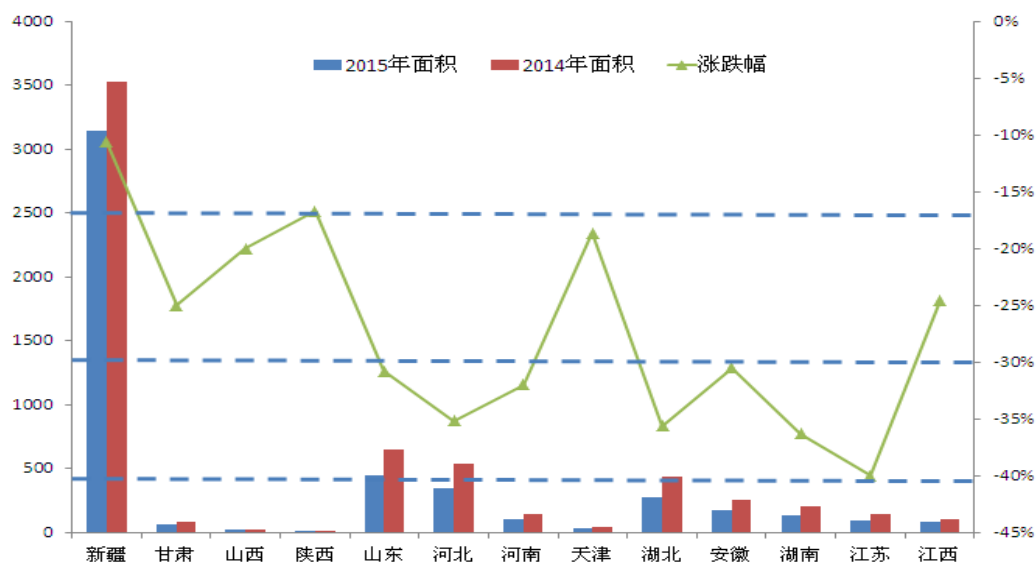
## 第 2 章 二季度棉花展望

### 2.1.新年度棉花种植面积预测

2014 年棉花价格大跌以及棉农对目标价格补贴的不理解，15/16 年度全国棉花种植面积预估减少。

据中国棉花信息网 2 月份生产调查结果显示，新年度棉花种植面积预估为 4980 万亩，较 14/15 年度减少 20%。产量预估为 571 万吨，同比减少 10%。其中内地产区植棉面积降幅最大，山东、河北、河南、湖北、安徽以及江苏降幅超过 30%。新疆地区 2015 年面积预估为 3150 万亩，降幅为 11%。产量预估为 413 万吨，降幅为 4%。虽然种植面积调减，但是产量占比从去年的 67% 提升至 72%。所以后市新疆地区棉花价格更值得市场关注。

图 2.1.1 2015 年棉花种植面积预估



资料来源：中国棉花信息网 南华研究

3 月 31 日，USDA 发布 15/16 年度美国棉花种植面积意向调查报告。据预计，15/16 年度美棉种植面积为 954.5 万英亩，同比减少 13.5%。其中陆地棉 939.9 万英亩，同比减少 13.3%；皮马棉面积为 15 万英亩，同比减少 21.9%。此次预估数据较 2 月份农业展望论坛上减少 15 万英亩，比 2 月初 NCC 发布的预估多出 12 万英亩。14/15 年度国外多数农产品价格大跌，从而导致 15/16 年度种植面积调减，那么美棉调减的概率较大，只是后期机构会在数据上不断进行调整，令市场预期跟着数据发生变化。

表 2.1.2 2015 年美棉种植面积预估

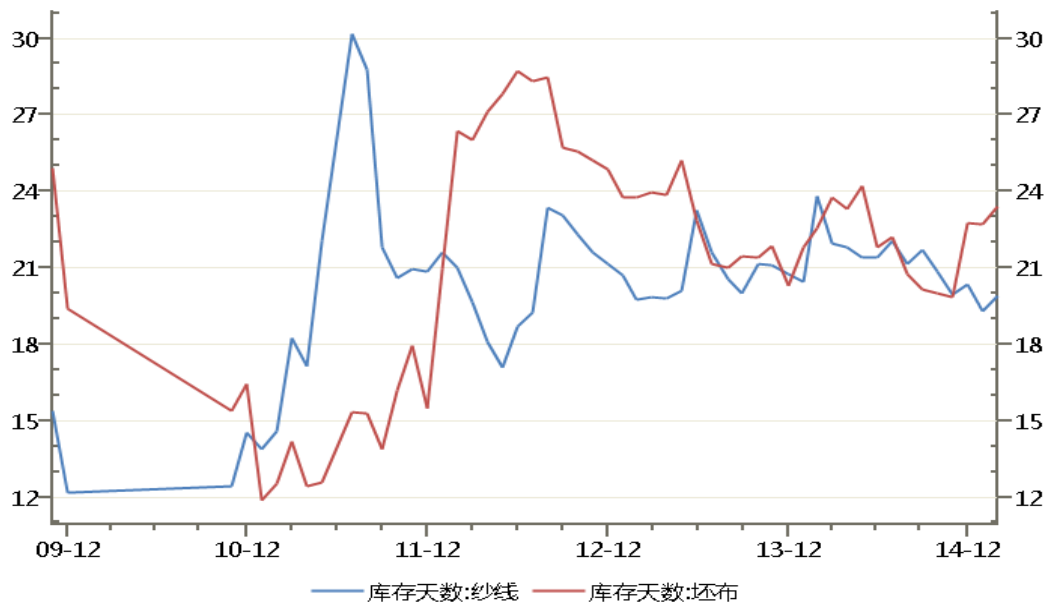
		14/15 年度	15/16 年度	同比增减幅度	NCC 预估	USDA VS NCC
陆地棉	东南棉区	266.9	218.5	-0.18134	238.6	-20.1
	中南棉区	145.5	105.5	-0.27491	107.8	-2.3
	西南棉区	647.1	598.4	-0.07526	559.5	38.9
	西部棉区	25	17.5	-0.3	13.4	4.1
	总计	1084.5	939.9	-0.13333	919.2	20.7

资料来源：中国棉花信息网 南华研究

## 2.2. 纺织行业用棉分析

纺织企业用棉量的萎缩是持续的，除了受涤纶、黏胶等替代品影响外，还有进口棉纱的挤兑冲击。另外，棉花产业的下游库存尚处于高位，因此，小于行业，比如坯布企业需要继续去库存。据数据显示，2014 年一季度纱线库存天数维持在 21 天左右，坯布库存维持在 22 天左右。2015 年一季度纱线库存天数维持在 19.5 天，坯布库存依旧维持在 22 天上下。从历史上去看，这样的数据显示出纺织行业整体需求疲软，节前备货不充分。假若二季度，纱线库存回升，坯布库存维持平衡，那么意味着需求有所启动。

图 2.2.1 下游成品库存



资料来源：WIND 南华研究

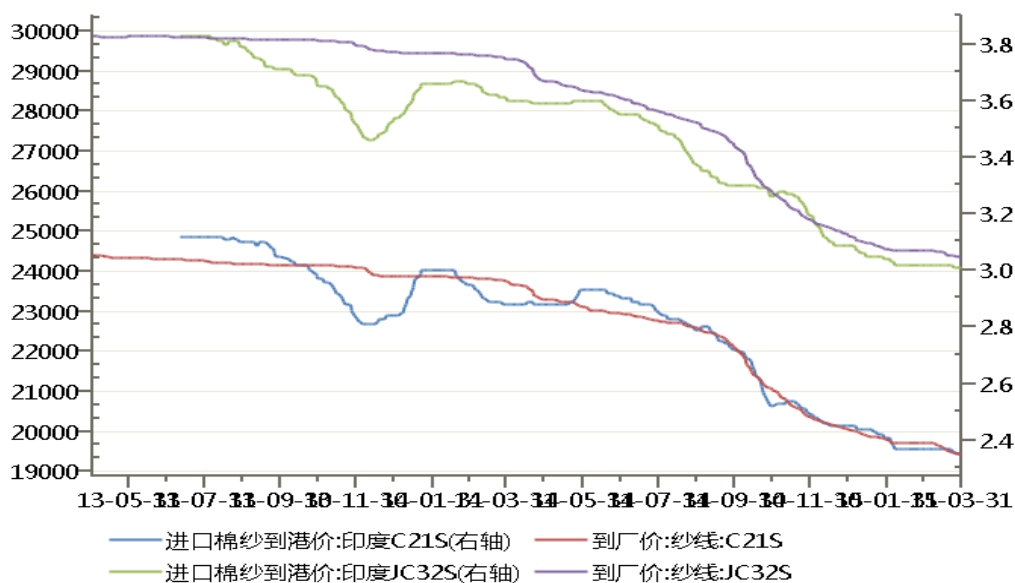
2015 年 2 月，我国棉纱进口 12.4 万吨，环比大幅减少 43%，同比减少 19%。2015 年 1~2 月份我国进口棉纱量为 341943.01 吨，同比增加 2.2%。3~6 月份棉纱进口量会先增后减，但单月进口量不会超过 1 月份。诱使国内企业愿意进口棉纱的主要原因在于内外棉纱价差的存在。

目前国内 C21S 纱线价格已经跌至 19400 元/吨附近，JC32S 跌至 24300 元/吨附近。然而，国外同规格纱线价格，比如印度，纱线报价明显低于国内市场。前者价差在 4000~5000 元/吨左右。后者纱线价差在 5000~6000 元/吨。据港口数据显示，低端纱线走货不佳，中高端纱线走货较好，纺织企业有些许利润。

2014 年国内纱线产量增幅明显较 2013 年度放缓，2015 年 2 月份最新数据显示，我国纱线产量同比增幅在扩大，表明市场在经历 2014 年的调整之后，2015 年开始逐渐明朗。明朗的含义可以有两点：一是涤纶等其他纱线同比增幅较大；二是棉纱产量开始增加。如果进口棉纱线继续减少，那么后者出现的概率也在增加。



图 2.2.2 内外纱线价格走势

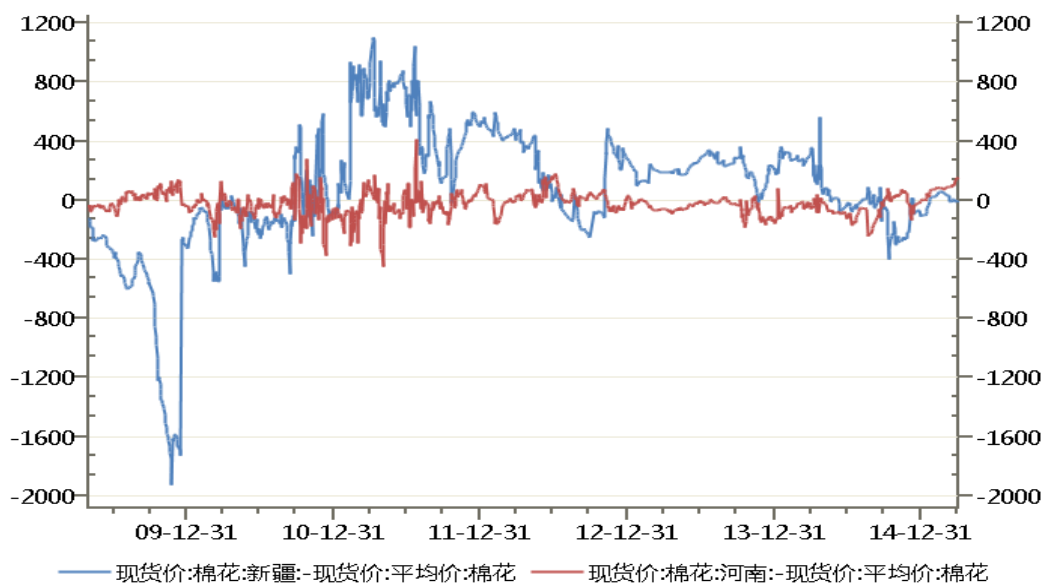


资料来源：WIND 南华研究

### 2.3.新疆棉调价的影响

直补政策的实施，进一步压缩了内地棉花占全国棉花产量比例，新疆棉对棉价的指导作用越来越强。比如下图，2014 年，新疆棉价与全国棉价均价差距不断缩小，2015 年年初已经位于 0 附近上下波动。而在 2014 年以前，两者价差波动剧烈。与此相反的是内地棉价与全国棉价价差有所增大，从向上翘起的价差趋势去看，已经打破了原来价差稳定的局面。

图 2.3.1 疆内外棉花价差

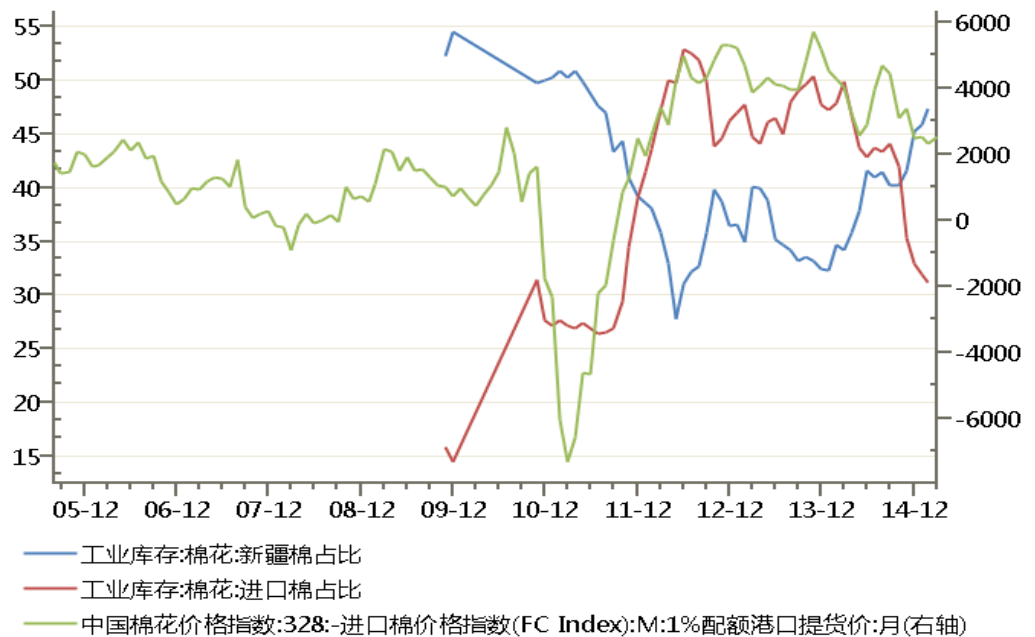


资料来源：WIND 南华研究



国内纺织企业配棉情况也在 2014 年三季度发生改变，由原来的进口棉占比大的局面变成以新疆棉为主的配棉情况。2015 年 2 月，纺织企业工业库存新疆棉占比扩大到 47%，进口棉占比缩减为 31%。由于内外棉花价差的不断缩窄，在国内市场需求疲软的情况下，对进口棉依赖有所减弱，疆棉成为纺织企业的最佳选择。

图 2.3.2 疆棉用量上升

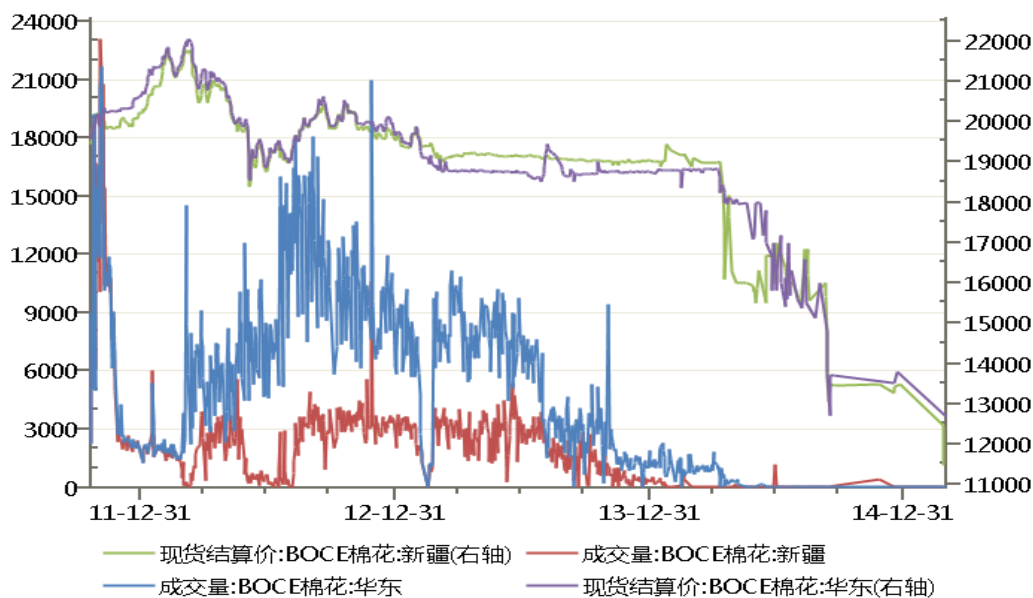


资料来源：WIND 南华研究

所以关注新疆棉花价格走向对期货市场价格有指引作用。

据调查，3 月 29 日~30 日，库尔勒等地监管库站台 2128 (2129)、3128 (3129) 级皮棉毛重报价集中在 13500~13700 元/吨、13100~13500 元/吨，各轧花厂报价差距仍较大。内地仓库皮棉报价与疆内监管库的差价缩小至 300~400 元/吨（12 月、1 月内地和疆内报价差距在 800 元/吨以上）。由于汽油价格的不断下跌，疆内棉花买卖较内地活跃。据中国棉花信息网发出的通告显示，为满足纺织企业采购成本，全国棉花交易市场于 4 月 1 日起通过竞卖交易系统推出部分团购棉花。卖方承诺每天参与团购的棉花成交数量达到 500 吨及以上时，每批团购棉花在成交价基础上自动下调 100 元/吨作为最终成交价。所以，最终成交量完全有可能落在 13000 下方。期货价格有进一步下跌的可能。尤其是远期合约。

图 2.3.3 疆棉用量上升

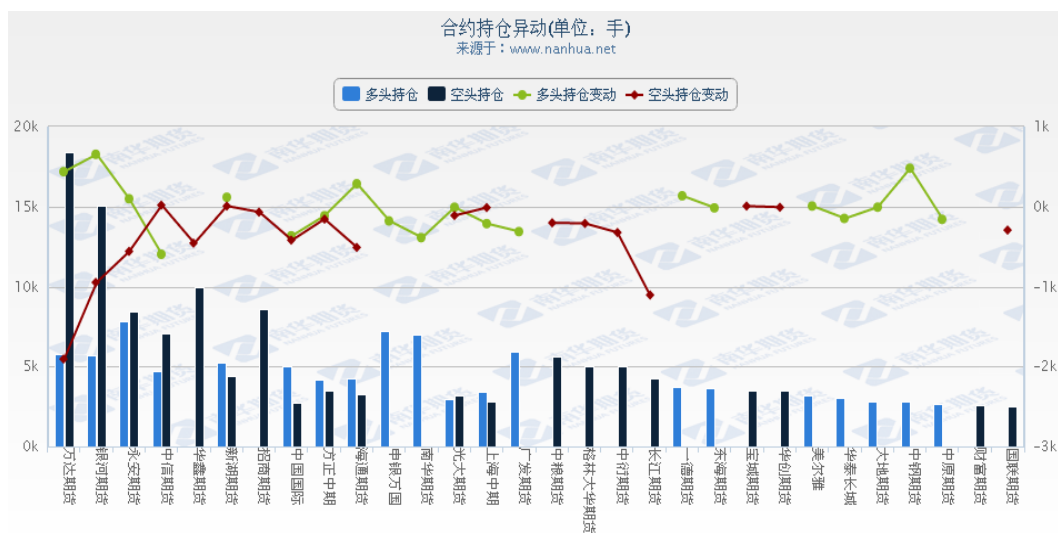


资料来源：WIND 南华研究

### 第 3 章 棉花资金流分析

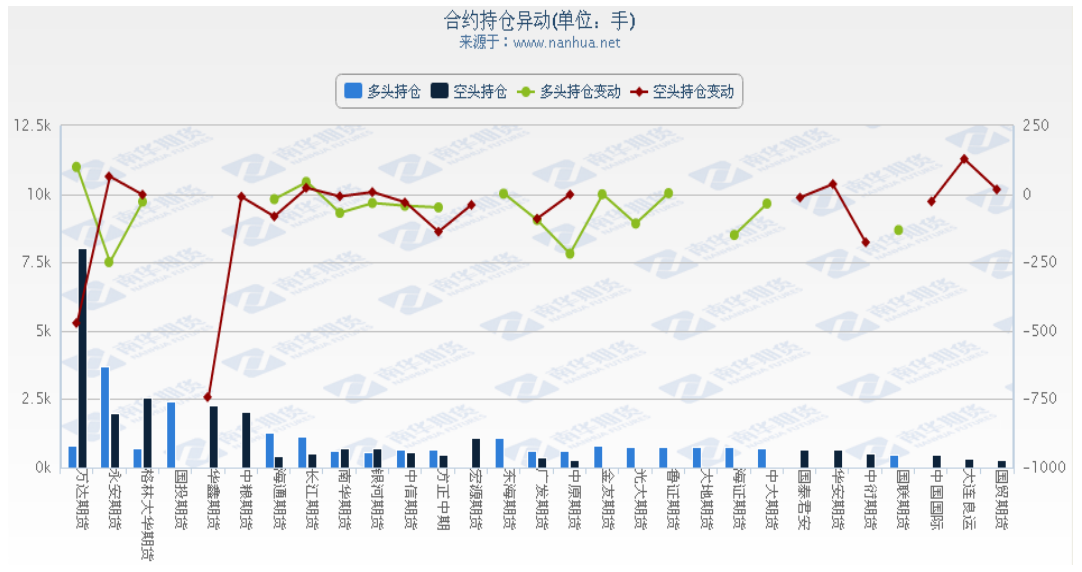
下图分别显示 CF1505/1509/1601 三个合约 3 月初、4 月初各机构多空对比情况。3 月初主要机构做空近月合约，比如 CF1505、CF1509；做多远期合约 CF1601。4 月初，机构持仓发生变化，CF1505 合约由于即将进入交割月，持仓快速萎缩，但部分机构减空头持仓量大于减多头持仓量。并且从方向上看，空头持仓应该移至远期合约。

图 3.1CF15053 月初资金动向



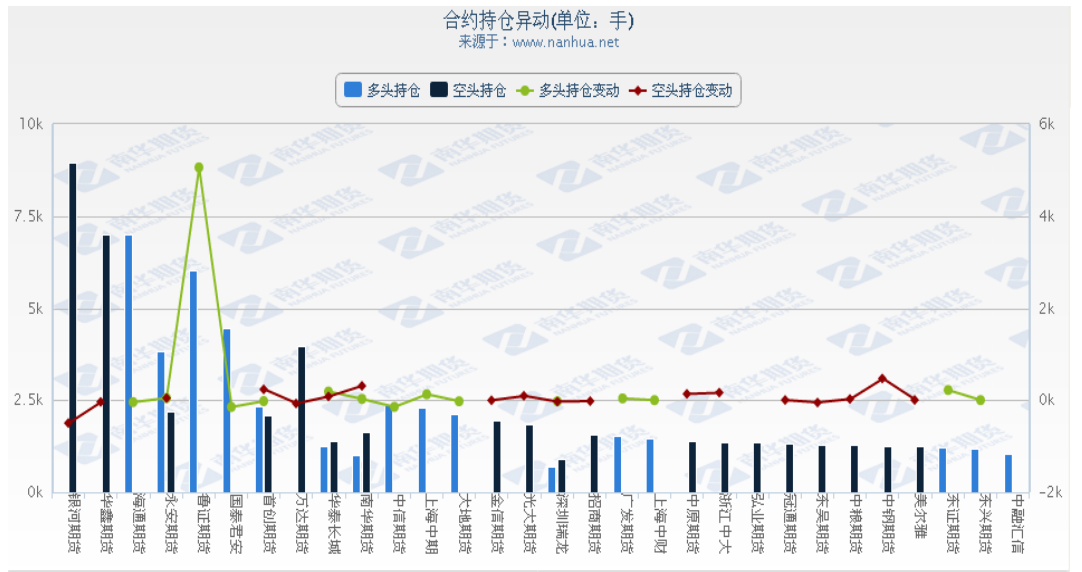
资料来源：南华智创 南华研究

图 3.2CF15054 月初资金动向



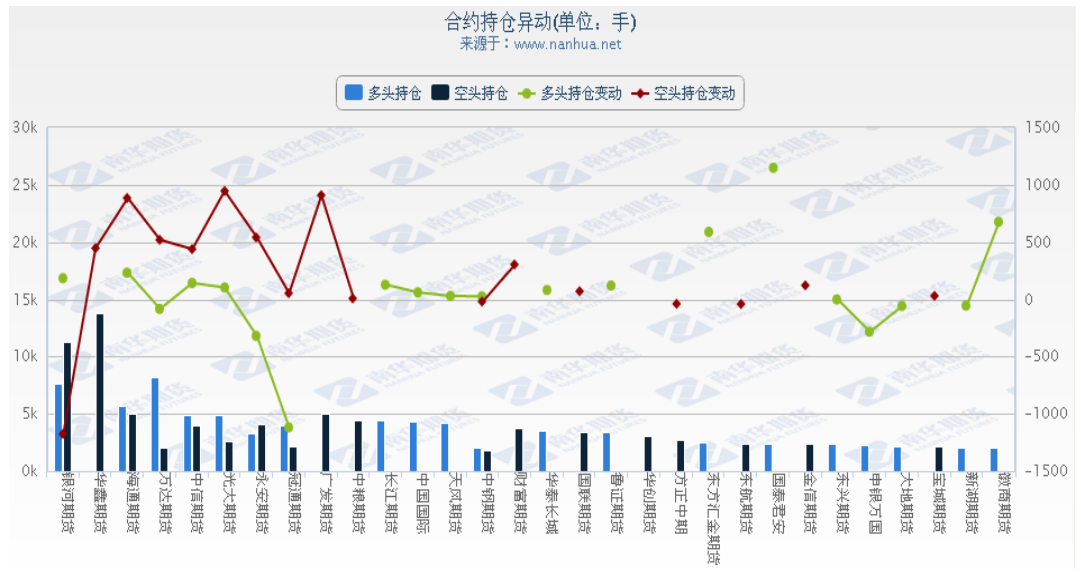
资料来源: 南华智创 南华研究

图 3.3CF15093 月初资金动向



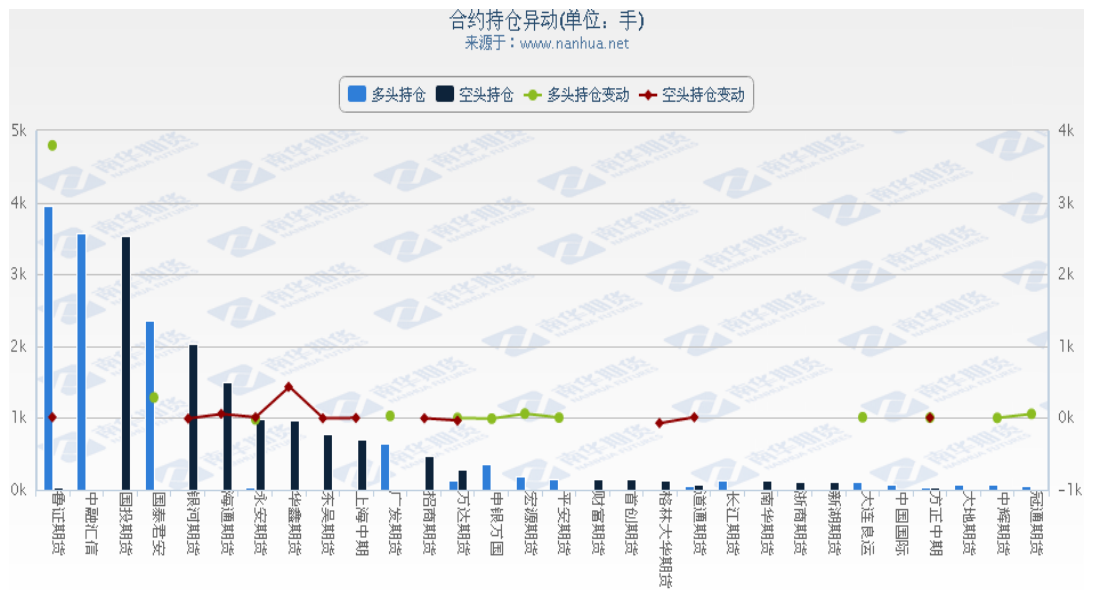
资料来源: 南华智创 南华研究

图 3.4CF15094 月初资金动向



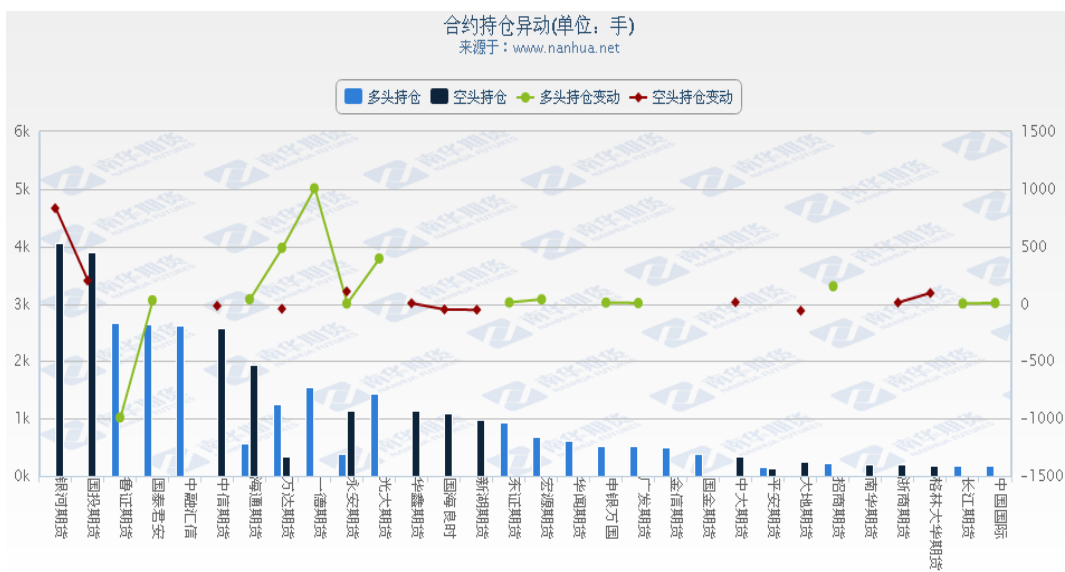
资料来源: 南华智创 南华研究

图 3.5CF16013 月初资金动向



资料来源: 南华智创 南华研究

图 3.6CF16014 月初资金动向



资料来源：南华智创 南华研究

## 第 4 章 棉花投资策略

### 4.1 棉花期货策略

通过以上关注点分析，国内棉花期货价格仍有进一步下跌的可能性。技术面去看，CF1509 以及 CF1601 合约挑战前低概率大。目前近远期合约价差都在 200~400 点区间波动。2 日，CF1505 合约价格位于 12790 上下波动。用棉企业在期货上买入，应该较为划算。而 CF1509 与 CF1601 合约，做空动能犹存。但时机上面要进行选择。可待价格回升至 13500~14000 区间做空。

### 4.2 棉花期权策略

处于震荡市当中，较为适宜的策略是卖出跨式套利与熊市价差策略，或者激进者买入看跌期权。

#### 4.2.1 卖出宽跨式套利

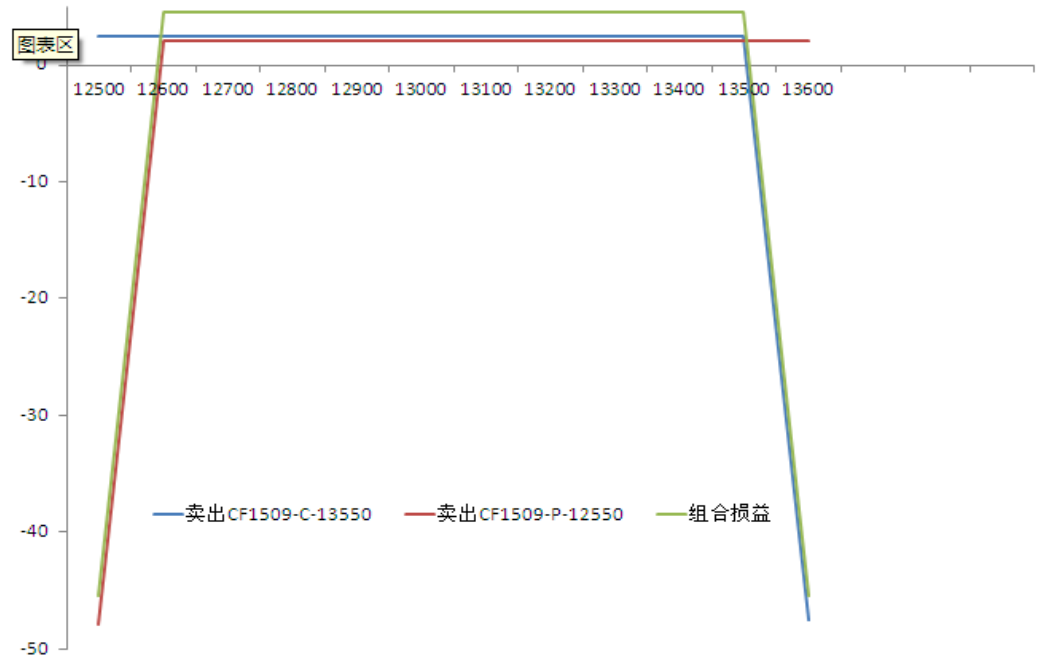
卖出宽跨式套利是一种卖出市场的行为，在市场波动率放大时有利可图。在卖出宽跨式套利中，投资者通过卖出不同行价的买权和卖权，获得初始的两笔权利金收入，并从估值的宽幅波动中稳固盈利。

郑棉期货价格波动率目前在 6% 左右，处于历史波动区间的下端，一般位于 10% 上下波动。

根据南华期权场外报价，选择卖出虚值看涨/看跌期权。卖出 CF1509-C-13550，卖出 CF1509-P-12550，实现权利金收入 4.55 元/吨，按照最小下单 153 吨来算，实现收入 696.15 元。高平衡点为 13554.55，低平衡点为 12545.45。这是一个收益有限，风

险无限的策略。当市场价格下跌或上涨幅度过大时，才会出现该风险。

图 4.2.1 卖出跨式套利策略



资料来源：南华研究

#### 4.2.2 熊市价差策略

熊市套利是以看空为盈利方向的组合策略，利用高低执行价格不同的卖权相反操作。在熊市卖权套利中，投资者预期行情将下跌到一定水平，希望能通过买入一定手数卖权从熊市运行中获取收益。运用该策略的时间周期较长，所以适合长线投资者。

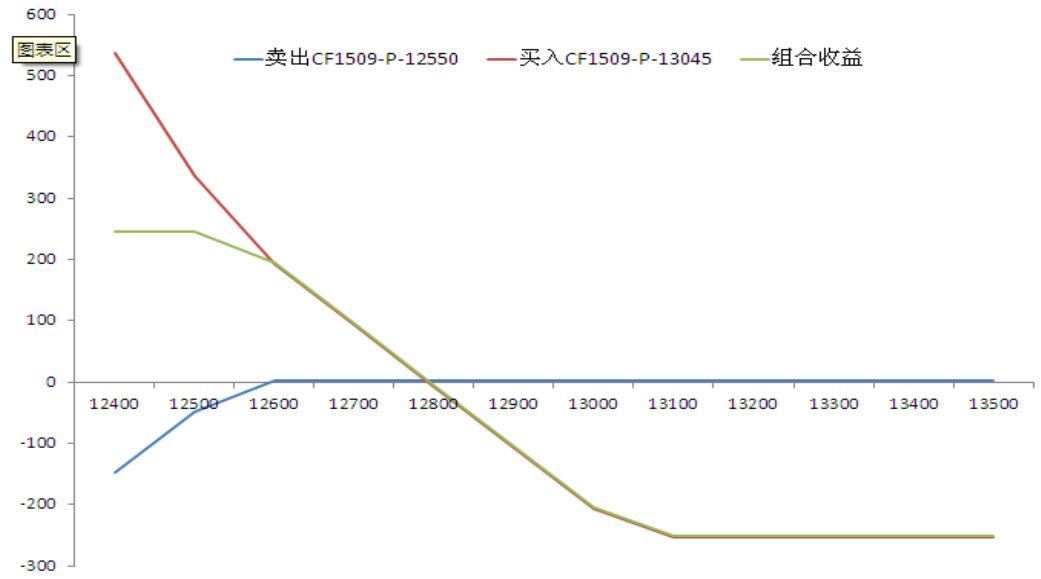
熊市卖权套利

卖低执行价格 CF1509-P-12550，买高执行价 CF1509-P-13045，权利金支出  $-252.37+2.21=-250.25$ ，盈亏平衡点为  $13045-250.25=12794.75$ 。最高收益  $13045-12550-250.25=244.75$ 。

从该组合情况去看，由于卖出的是虚值期权，权利金收入较低。而买入的是平值期权，权利金支出较高，从而该策略期初有净权利金支出。当期货价格下跌时，对该策略是有利的。假若不利，损失也相当有限。通过卖出，抵补了部分权利金支出，较单纯的买入看跌期权要划算。

同样的，投资者可以尝试熊市买权价差策略。

图 4.2.2 熊市卖权套利



资料来源：南华研究



## 南华期货分支机构

### 杭州总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 (310002)  
 电话: 0571-88388524 传真: 0571-88393740

### 嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号粮食大厦东五楼 (314000)  
 电话: 0573-82158136 传真: 0573-82158127

### 宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼 (315000)  
 电话: 0574-87310338 传真: 0574-87273868

### 郑州营业部

郑州市未来路 73 号锦江国际花园 9 号楼 14 层 (450008)  
 电话: 0371-65613227 传真: 0371-65613225

### 温州营业部

温州大自然家园 3 期 1 号楼 2302 室 (325000)  
 电话: 0577-89971808/89971820 传真: 0577-89971858

### 北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B803、B805、  
 B608、B609 室  
 电话: 010-63556906

### 哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号保利科技大厦 201 室  
 电话: 0451-82345618 传真: 0451-82345616

### 深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703 室  
 电话: 0755-82577529 传真: 0755-82577539

### 萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号天汇园一幢 B 座 3 层  
 电话: 0571-87839600 传真: 0571-83869589

### 天津营业部

天津市河西区友谊路 41 号大安大厦 A 座 802 室  
 电话: 022-88371080; 88371089

### 南华期货(香港)有限公司

中国香港上环德辅道中 232 号  
 电话: 00852-28052978 传真: 00852-28052978

### 广州营业部

广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 728-729 室  
 电话: 020-38806542 传真: 020-38810969

### 永康营业部

浙江省永康市丽州中路 63 号 11 楼  
 电话: 0579-89292768

### 余姚营业部

余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601 室  
 电话: 0574-62509001 传真: 0574-62509006

### 厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 幢 2104-2107 室  
 电话: 0592-2120370

### 上海营业部

上海市浦东新区松林路 300 号期货大厦 1701 室 (200122)  
 电话: 021-68400681 传真: 021-68400693

### 台州营业部

台州市椒江区天和路 95 号天和大厦 401 室 (318000)  
 电话: 0576-88205769 传真: 0576-88206989

### 大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大  
 厦第 34 层 3401、3410 号  
 电话: 0411-84378378

### 兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号金地商务大厦  
 11 楼 001 号  
 电话: 0931-8805310

### 成都营业部

成都市下西顺城街 30 号广电士百达大厦五楼 (610015)  
 电话: 028-86532693 传真: 028-86532683

### 绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室  
 电话: 0575-85095800

### 慈溪营业部

慈溪市开发大道 1277 号香格里拉 711 室  
 电话: 0574-63925104 传真: 0574-63925120

### 青岛营业部

青岛市闽江路 2 号国华大厦 1 单元 2501 室 (266071)  
 电话: 0532-85803555 传真: 0532-80809555

### 上海虹桥营业部

上海虹桥路 663 号 3 楼  
 电话: 021-52585952 传真: 021-52585951

### 沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号新港澳国际大厦 15 层  
 电话: 024-22566699

### 芜湖营业部

芜湖市中山北路 77 号侨鸿国际商城 908 室  
 电话: 0553-3880212 传真: 0553-3880218

### 重庆营业部

重庆市南岸区亚太路 1 号 1 幢 1 层 1-2  
 电话: 023-62611588

### 太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号景峰国际 25 层  
 电话: 0351-2118016

### 南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦 6 层 603、604 室  
 电话: 0513-89011160 传真: 0513-89011169

### 普宁营业部

广东省揭阳普宁市流沙镇中信华府小区 1 幢门市 103-104 号

**齐齐哈尔营业部**

黑龙江省齐齐哈尔市龙沙区迈特广场 15 层 1 号、2 号

电话：0452-5883883

电话 0663-2663886

**舟山营业部**

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层 323

2、3233 、 3234、3235 室

电话：0580-8125381

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)