

2015 年 4 月 9 日

棉花期货套利

研究服务中心

刘鹏 农产品分析师 lp@mfc.com.cn 15377509937

9-1 正向套利现良机

套利策略：

- 50%仓位，多 CF509，空 CF601。获利 500 点左右可分批平仓
 - 下游需求改善，是套利成功与否的关键
 - 棉花 1-9 价差偏高
 - 种植面积减少成必然
 - 短期抛储可能性不大
 - 套利空间较大

目录

一、套利机会说明	3
二、郑棉跨期套机现机会	4
(一) 棉花 1-9 价差偏高	4
三、历史不会简单重演	5
(一) 种植面积减少成必然	6
(二) 短期抛储可能性不大	6
(三) 企业补库需求带来的棉市支撑	7
(四) 未来不确定因素依然存在	9
四、价差以及建仓收益情况	11
免责条款	12

一、套利机会说明

2014 年开始，国内棉价快速下行，但 1509 合约自上市以来，振幅明显缩小。自 2014 年 11 月下旬探底之后，郑棉开启了一段短暂的上行之路，但在 14000 点附近明显承压，此后下行之路再次打开。

外盘方面，由于此前美棉出口数据持续强劲，签约销售进度较好，美棉在 60 美分附近受到强烈支撑，近期由于低位的注册库存引发逼仓预期同时市场预测美棉出口有望调高，推高美棉创下 9 个月高位。

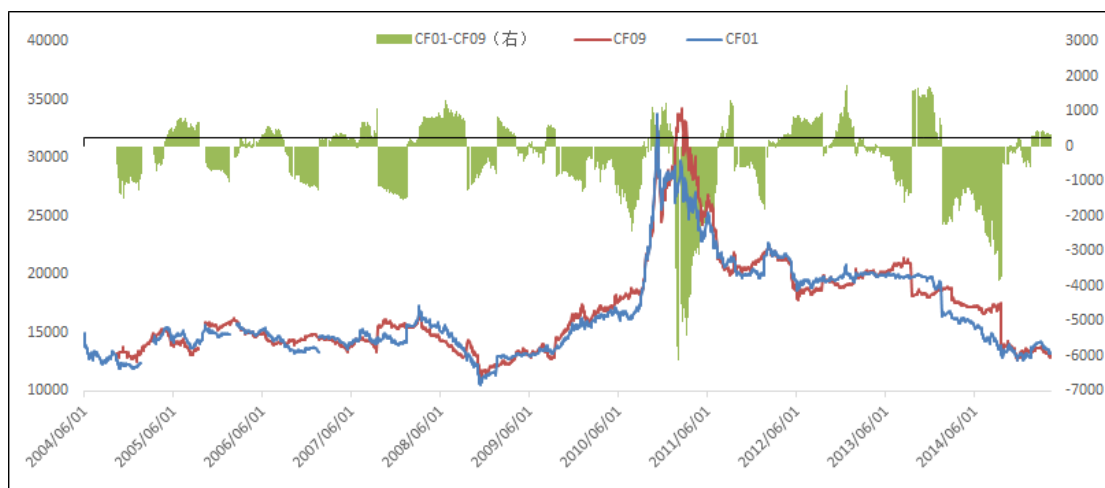
年后以来，郑棉 1601 合约与 1509 合约的价差逐渐缩小，从高点 的 440 点缩小至目前的 240 点。

而随着后期种植面积的炒作和下游需求的改善，我们认为跨期套利机会已逐渐浮出水面。

二、郑棉跨期套利机会

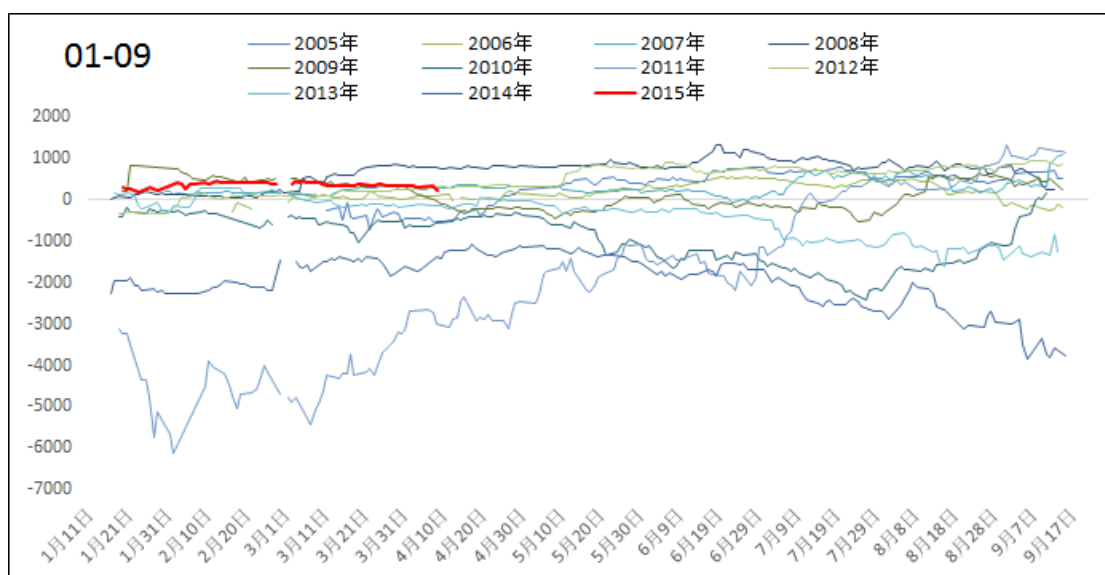
(一) 棉花 1-9 价差偏高

目前棉花期货 1-9 合约最新价差在 240 点，在历史上处于较高水平。从图中我们可以很明显地看到，自从棉花期货上市以来，郑棉期货的 1-9 价差基本上保持在 1000 点下方，从未超过 2000 点。



资料来源：美尔雅期货

下图也显示出来，在下年度 01 合约上市之后，当年度 09 合约上市之前，目前的 1-9 价差处于比较高的水平。



资料来源：美尔雅期货

在下年度 01 合约上市之后，本年度 09 合约交割之前的接近 8 个

月时间里，郑棉期货 1-9 价差运行区间如上图，如果以目前 240 的价差计算进场的话，仅在 07 年和 08 年的情况下盈亏比在 1: 1 以下。

	合约	交易日	价差高低点	与目前点位价差
2005 年	CF601-CF509	129	(-705, 790)	945, -550
2006 年	CF701-CF609	142	(-315, 560)	555, -320
2007 年	CF801-CF709	156	(-55, 1095)	295, -855
2008 年	CF901-CF809	164	(20, 1325)	220, -1085
2009 年	CF001-CF909	162	(-515, 830)	755, -590
2010 年	CF101-CF009	160	(-2435, 155)	2675, 95
2011 年	CF201-CF109	163	(-6125, 1315)	6365, -1075
2012 年	CF301-CF209	161	(-345, 955)	585, -715
2013 年	CF401-CF309	158	(-1615, 270)	1855, -30
2014 年	CF501-CF409	163	(-3835, -1080)	4075, 1320

资料来源：美尔雅期货

而如果时间区间缩小至往年的 4 月份，我们可以看到目前的价差 240 点几乎是处于历史的高位，自从棉花期货上市以来在 07，08 和 12 年的 4 月份价差范围在目前的 240 点以外，而仅在 08 年价差存在较大偏差。

	合约	价差高低点
2005 年	CF601-CF509	(-550, 245)
2006 年	CF701-CF609	(-10, 220)
2007 年	CF801-CF709	(235, 360)
2008 年	CF901-CF809	(730, 835)
2009 年	CF001-CF909	(-295, 240)
2010 年	CF101-CF009	(-655, -315)
2011 年	CF201-CF109	(-3120, -2335)
2012 年	CF301-CF209	(265, 360)
2013 年	CF401-CF309	(-215, 50)
2014 年	CF501-CF409	(-1710, -1080)

截至 2015 年 4 月 8 日收盘，CF601-CF509 价差为 240 元，偏离往年同期，存在较大套利空间。

三、历史不会简单重演

当然以上仅仅是从历史行情和持仓中得到的信息，历史不会简单

重演，下面我们就来分析今年棉花的特殊情况。

（一）种植面积减少成必然

在种植面积方面，3月12日新疆地区有关各部门共同发布了《关于做好新疆棉花种植面积调减工作的通知》，从通知上发布的面积上看，2015/16自治区面积计划净减466.5万亩，同比减少15.72%。兵团方面，2014年种植面积面积1115万亩，2015要把面积压缩到800万亩，也就是要减210万亩左右。

目前相对19100元的目标价格，与2014年的目标价格19800元相比，棉农收益每亩减幅在100元以内，对于棉农的种植意愿影响不大，更多的是地方政府减少种植面积的决心，包括低产田和次棉区的退出。

按照自治区计划净减466.5万亩，单产按照125.5公斤/亩计算，新疆地区合计产量减少达到58.5万吨。

内地方面，前期调查显示棉农种植意愿不高，种植面积调减比例在30%左右，按照目标价格700元的差价，内地以新疆60%的补贴额度计算，对籽棉的影响在0.08元/斤左右，几乎可以忽略不计，而更有可能的情况是，只要新年度棉花价格低于15800元，内地补贴仍将是今年的2000元/吨，目前内地补贴最高的省份是山东的235元/亩，对棉农的吸引力不大，即使不考虑目标价格，内地棉花种植面积的大幅减少也是定局。

（二）短期抛储可能性不大

新年度内地和新疆的种植面积减少已是必然，虽然各机构预测的

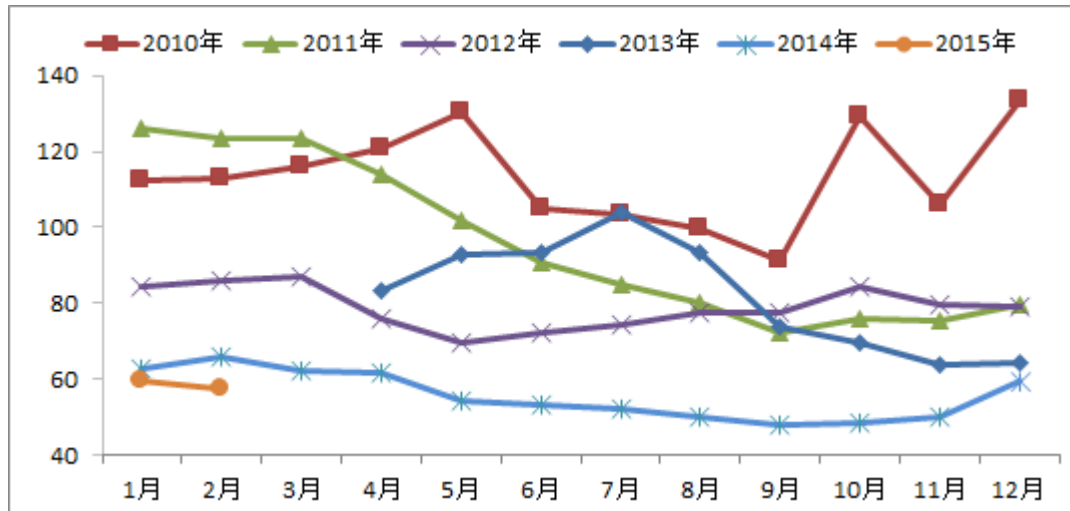
减幅不同，但目前面积产量双减已是共识，而 4 月份以后新棉将会陆续种植，以此为背景下的炒作必然开始，目前市场担忧的是国家抛储政策的不确定性。

从供给方面来说，除去国储库存以外，630 万吨的产量以及目前为止 88 万吨的进口量加上后期 89.4 万吨配额带来的部分进口，保守估计年度棉花供应量会超过 700 万吨，而此前市场预计国内棉花年度需求在 650-750 万吨之间，所以即使不算上国家抛储，目前的棉花也基本上能够维持平衡。另外，整体储备棉品质不佳，以中低的三四级等级棉花为主，市场需求不会好。此前印度的抛储可以看到，在本身供给过剩的市场里面抛储效果不会太好。

而低等级的棉花一旦抛储，必须以更低的市场价格才会带动需求，从而变相打压棉价，这显然违背了国家的初衷，总的来看，我们认为在二季度甚至三季度前期国家抛储的可能性不大。

（三）企业补库需求带来的棉市支撑

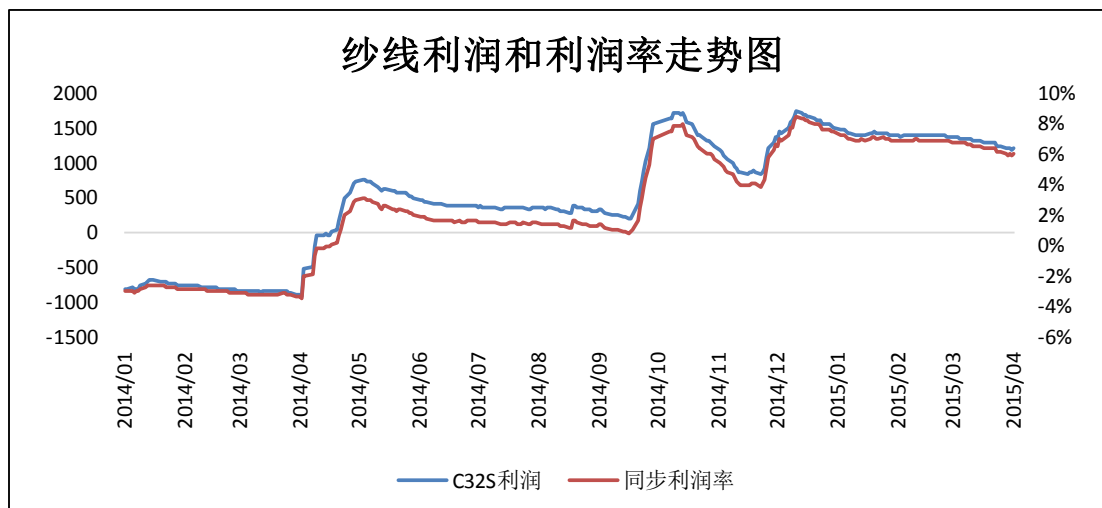
2015 年 2 月纺织企业棉花工业库存和可支配棉花库存数量均出现减少。棉花在库库存和可支配库存减少的主要原因为企业采购意愿不高，持有配额的企业减少，对进口棉采购减少，同时下游需求仍旧一般，企业选择维持低库存策略。数据显示，1，2 月份纺织企业持有棉花库存不足 60 万吨，基本上仅仅够维持 1 个月的生产。



资料来源：美尔雅期货

但是，企业利润方面，按照普梳 32 支的利润来算，从 2014 年 4 月份开始，企业利润便开始逐步好转，至 5 月初开始，吨纱已经有超过 700 元的利润，此后虽然利润有所收窄，但企业能够稳定盈利，在 2014 年 10 月份和年底附近，吨纱利润能够达到 1700 元以上，利润率达到 8%，目前企业盈利稳步保持在 1000 元/吨上方，而如果生产工艺和成本控制较好的企业，利润能够达到 2000 元/吨以上。

而从企业反映的情况来看，目前企业的订单情况良好，随着下游棉纱价格的止跌企稳，我们有理由相信企业的补库热情会逐步回升，带动现货市场皮棉的销售。



资料来源：美尔雅期货

从目前市场来看，中高支纱的表现要明显好于常规纱线，企业对高等级棉的需求较好，造成了目前高品质棉花的供不应求，随着后期高等级棉资源的减少，企业将不得不追求质量略次的棉花，二三季度国内优质新疆棉和部分地产棉必将供不应求，从侧面给棉市带来部分支撑。

（四）未来不确定因素依然存在

近期郑棉持续阴跌，主力合约在 13000 元附近徘徊，近月合约一度来到 12600 元附近，自从年前郑棉期货在 12300 元附近触底反弹之后，量仓均减，主力资金撤离迹象明显，企业在郑棉上接货意愿不高。

由于近半年以来纱线价格持续下跌，虽然近期跌速放缓，但下游纱线需求一般，纺企生产基本上是按照订单随用随买，不愿意保持太高的囤货。加上春节附近的少量补库，目前企业没有太强的补库意愿。

另外，近期大量的新疆棉运至内地，企业可供选择的货源充足，目前郑棉期现价差几乎没有，目前期货市场上的仓单以北疆的机采棉为代表，辅以少量的地产棉，优质货源几乎没有，质量无法得到保证

企业更愿意在现货市场接货，能够在保证棉花质量的同时合理安排生产。

四、价差以及建仓收益情况

2015-4-8 收盘数据，CF601-CF509=240 元。保证金比例为 8%（交割月前一月中旬保证金比例 18%，下旬 28%，交割月 33%），建立一手对冲头寸需要 $13285 * 5 * 8% = 5314$ （元）（11956.5 元，18599 元，21920 元），到 2015 年 9 月 11 日，CF509 合约到期，假设：

如果按照 5 个月的持仓时间计算，期间资金利息最多为 $5314 * 8% * 4/12 + (11956.5 + 18599 + 21920) * 8% * (1/3) / 12 = 258$ 元

开平仓手续费： $8 * 2 * 2 = 32$ 元

因不涉及交割，所以没有其他费用。

合计成本： $258.3 + 32 = 290$ 元

考虑到未来的不确定性，我们可以参考过去几年 9 月合约交割前一个月即 8 月份的 9-1 价差作为止损操作，若按照 240 点的价差进场，进行买 9 卖 1 的套利操作，平均的潜在最大亏损是 610 点，有盈利情况下的潜在最大盈利是 860 点，风险收益比 1.4: 1。（除去 2014 年的绝对盈利情况）

	合约	价差高低点	与目前点位价差
2005 年	CF601-CF509	(400, 660)	-160, -420
2006 年	CF701-CF609	(-160, 500)	400, -360
2007 年	CF801-CF709	(175, 705)	65, -465
2008 年	CF901-CF809	(615, 990)	-170, -750
2009 年	CF001-CF909	(-115, 615)	355, -375
2010 年	CF101-CF009	(-1820, 1015)	2060, -775
2011 年	CF201-CF109	(-225, 1315)	465, -1075
2012 年	CF301-CF209	(650, 955)	-410, -715
2013 年	CF401-CF309	(-1615, 795)	1855, -555
2014 年	CF501-CF409	(-3095, -1995)	3335, 2235

预期收益:

(1) 保守情况: 价差缩小为 0 点, 获利 $240*5-290=910$ (元)

(2) 中性情况: 价差缩小 500 点, 获利 $500*5=2500$ (元)

(3) 乐观情况: 价差修复至-500 点左右, 获利 $(240+500)*5=3700$
(元)

9-1 套利在目前的价位可利用 50%的资金建立首批对冲头寸。价差修复至 0 点附近开始分批加仓。如果价差继续缩小, 则每 100 点按照 10%的仓位加仓, 整体仓位不宜超过 80%。建议在 200 点以上价差建仓。

如在首批建仓后, 价差区间继续扩大, 则可每上升 150 点, 按照 10%的仓位加仓。如果价差扩大至 550 点上方, 我们建议平仓出局。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 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, 投资者据此做出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, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为美尔雅期货研发部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。