

【回望 2020】棉花：病树前头万木春

摘要：2020 年棉花市场呈现先抑后扬的深 V 走势，更为难得的是跌宕起伏的走势中包含了一整个牛熊周期，这对所有的市场参与者均有较好的借鉴意义。鉴往知来，与时偕行，笔者特对 2020 年棉花市场进行粗浅复盘，以供大家参详。具体来看，1-3 月主要是由疫情扩散驱动的消费萎缩熊市，郑棉最大跌幅约 30%，美棉最大跌幅为 32%；3-12 月主要是由放水宽松和消费复苏驱动的牛市，郑棉最大涨幅约 51%，美棉最大涨幅 59%；期间夹杂天气、虫害和政策多空主导着更小级别的波动，共同构成了棉花市场的瑰丽画卷。

一、国内棉花市场复盘

图 1.郑棉复盘

郑棉复盘



数据来源：CZCE、中粮期货整理

2020 年 1 月 15 日，中美签订第一阶段协议，中美贸易战从激烈对抗到逐步缓和，驱动棉花市场修复性上涨，年初的市场还沉浸在偏乐观的氛围中。但是，祸不单行，新冠疫情从天而降，尚未从中

美贸易战中恢复过来的棉花市场再次遭受严酷打击。为控制疫情扩散，1月23日武汉封城，疫情隔离导致棉花消费萎缩的逻辑被市场接受。

不过，此时市场大部分人士认为消费缩减只是在国内。但是，随着疫情全球扩散，2月24日欧美陆续封城，消费萎缩的利空从国内扩大到全球。USDA 预估 2019/20 年度因疫情导致的全球棉花消费萎缩量大概有 382 万吨。但是，USDA 对消费的调降是滞后的。当时，整个市场对突如其来的疫情毫无准备，最开始是把它作为脉冲型利空来对待，扩散以后又进行了剧烈修正，巨大的预期偏差导致棉价短短两个月暴跌 30%。这里面既有基本面巨大的预期偏差推动，也有人性的疯狂。疫情之外的驱动都被覆盖了，比如这期间中国收储了 37 万吨棉花，但市场并不关心这些。不过，物极必反仍然是颠扑不破的真理，市场的利空演绎到极致的时候，利多悄然而至。

面对受疫情冲击崩溃的金融市场，3月底全球政府和央行大力加强逆周期调控，G20 联合公告宣布 5 万亿美元刺激计划。以美联储为例，疫情发生后累计降息 150 基点至 0-0.25%，并启动无限量 QE，联合财政部推出 2 万亿美元刺激计划。商品是以货币计价的，全球天量的货币供应必然会推高资产价格，水涨船高也会刺激棉价上涨。此时，棉价的跌幅已达到大熊市标准，消费萎缩的利空基本出尽，这确立了棉花的年度低点。之后，在宽松政策和消费复苏驱动下，棉价一路震荡上涨。

4月8日，武汉解封，中国和国外先后步入消费复苏。其中，5-8月中国的复苏强于国外，8月以后国内外同步强劲复苏，棉纺开工率大都超过近年同期高点。USDA 预计，2020/21 年度全球棉花消费恢复性增长 286 万吨。7-9 月，我国熔断抛储 50 万吨，对棉价震荡上涨的趋势几无影响。10-11 月国内外消费订单有一次集中爆发，纱价大幅上涨，纺纱利润大增。叠加疆棉抢收，新花成本高启于（14500，15300）元/吨，棉价出现一次急涨。之后，陷入套保压力和消费复苏的拉锯博弈，棉价在（14500，15500）元/吨区间震荡。这个阶段有两个利空，一个是 11 月 30 日美国对兵团棉花的禁令，一个是 12 月 23 日中国下调滑准税导致进口成本下降约 350 元/吨。这都是消费复苏和全面放水下的插曲，棉价小幅下跌后继续恢复震荡上涨走势。

展望 2021 年，笔者认为消费复苏仍然是一条重要的交易主线；同时，粮棉比处于历史高位，下年度植棉面积可能下降，拉尼娜天气又导致德州干旱，减产预期构成另一条交易主线；通胀配置则构成第三条主线；这三大利多会驱动棉价继续上涨，目标指向 17000 元/吨附近。

二、国际棉花市场复盘

美棉的走势和郑棉大同小异，大的驱动逻辑也基本雷同。不过，美棉最大涨幅约 59%，比郑棉的 51% 涨幅要大，这其中人民币升值约 9%，是造成涨幅差异的主要原因。具体驱动上，美棉比郑棉多了印度收储、中国买盘和基金买盘利多。中国买盘和基金买盘利多贯穿 3-12 月，印度收储利多主要在 10-12 月，美棉的驱动比郑棉略强。美棉在收获季节遭遇飓风引发减产也是利多之一，不过笔者理解美棉是全球棉价定价中心，更多的是考虑全球棉花基本面，而不是单独美国棉花基本面。其他细微之处如下图，不再赘述。展望 2021 年，消费复苏、下年度减产预期和通胀配置会驱动美棉继续上涨，目标指向 90 美分/磅附近。

图 2. 美棉复盘

美棉复盘



数据来源：ICE、中粮期货整理

