

农产品部

宋焕（分析师-软商品）

010-85113150

sh@yafco.com

F0282948

多空谁人定，涨跌岂无凭

摘要：

2021 年，延续 2020 年 4 月以来的疫情之后经济逐渐恢复，而商品筑大底后反弹走牛的逻辑，棉花价格整体是上涨行情。内外棉价的上涨除了宏观因素，还有利好的产业因素支撑。美棉是减产和出口增加后带来的低库销比，而国内则是疫情管控红利带来的内外需求双好加持，同时进口的棉花有一部分转为国储也导致可用资源的紧张。但同时，无论是美棉还是国内，最后一波大涨其实已经脱离基本面，走的更多是博弈行情。而从博弈行情的角度，美棉由于高基金净多持仓和高 ONCALL 在 3 月合约上延续，因此美棉的博弈行情还未结束。而国内伴随抢收结束，高成本筹码集中于轧花厂手中，较难顺畅转嫁，因此国内价格的顶部基本已确立。

展望后市基本面，高价格或较难持续。首先供需格局来看，去库格局面临扭转局面，尤其 22/23 市场年度迎来增产预期。终端需求增速已明显下滑，高价格导致需求趋弱（疫后复苏也近尾声）是不容忽视的事实，而历史高位的棉及非棉纤维价差等都待修复。

但利空提前兑现，导致目前价差结构上存在较大的矛盾，国内本市场年度内的期货合约贴水过大，因此价格的下跌肯定不顺畅，甚至阶段性因跌过头而出现较大反弹性修复。而美棉对标 22/23 年度的 12 月合约亦存在较大贴水，这也会导致新年度增产压力看起来没那么小。此外，增产压力还要继续看天气，而美国主产区目前还笼罩在干旱阴影里。消费上，春夏订单也会引发需求端小阳春的出现。而在收购加工季抛储后，国储后期的收储动作亦引入遐想。

综上，棉价在 2021/2022 年转势预期相对明确，但需结合宏观、价差、产业矛盾把握节奏，更多关注反向操作机会，顺势而为。

前言

2021 在喧嚣中逐渐落幕，棉价在一个高价位区迎来新的一年。2022 年既是 21/22 市场年度的后半段，也将迎来 22/23 市场年度的首段。回望 2021 年，有伴随疫后消费逐渐复苏和供应紧张而产生的棉价确定性上涨，有因宏观节奏变化而引起的棉价起起伏伏的跌宕，也有内外棉价不同参与主体博弈而导致的棉价大涨以及大涨之后的悬而未决。展望 2022 年，确定性的开端是美棉博弈行情依然在延续，而国内则横亘了一个巨大的基（价）差。消费端，在度过了一个严寒的冬季后，是否能迎来一个小阳春也未可知。但同时，高价格带来的供需两端的利空又不容忽视。棉价在众多矛盾与纠结中，会走出一个什么样的方向和节奏？

价格是产业变奏的体现。经历了 2020 疫情导致的断崖，以及之后的大复苏，纺织产能和纱线库存都经历了一个过度放大的过程，未来如何适时收缩同时又会带来什么影响？伴随棉价高涨和随之而来的高种植收益，2022/23 似乎将迎来一个增产年，但成本的抬升、国内轧花产能过剩的问题又将共同引领价格走向一个怎样的归途？轮储政策灵活而又多维变化，在过去成为价格关键影响因子，又会在新的一年扮演怎样的角色？带着诸多问题，我们进入承前启后的年报篇章。

古人曰，阴阳相生相克，终而复始，无始无终，一如成败，一如兴亡。在产业经营和期货交易上，则一如多空，一如涨跌。我们认为，价格是由各种宏观和产业因素影响而产生，但更主要的，它是人交易的结果，是人心及思想的映射。也因此，价格的运行，往往有大跌就有大涨，大涨而后容易伴随大跌。这是众人对利益（利润）的趋同导致，也是贪则多失，过犹不及的一种映照。而这，也是我们本篇年报的核心：高价的不可持续性。与之的应对策略，我们也希望前人的智慧能给我们以指引，即“四时之大顺，不可失也”！

第一部分 行情回顾及运行逻辑分析

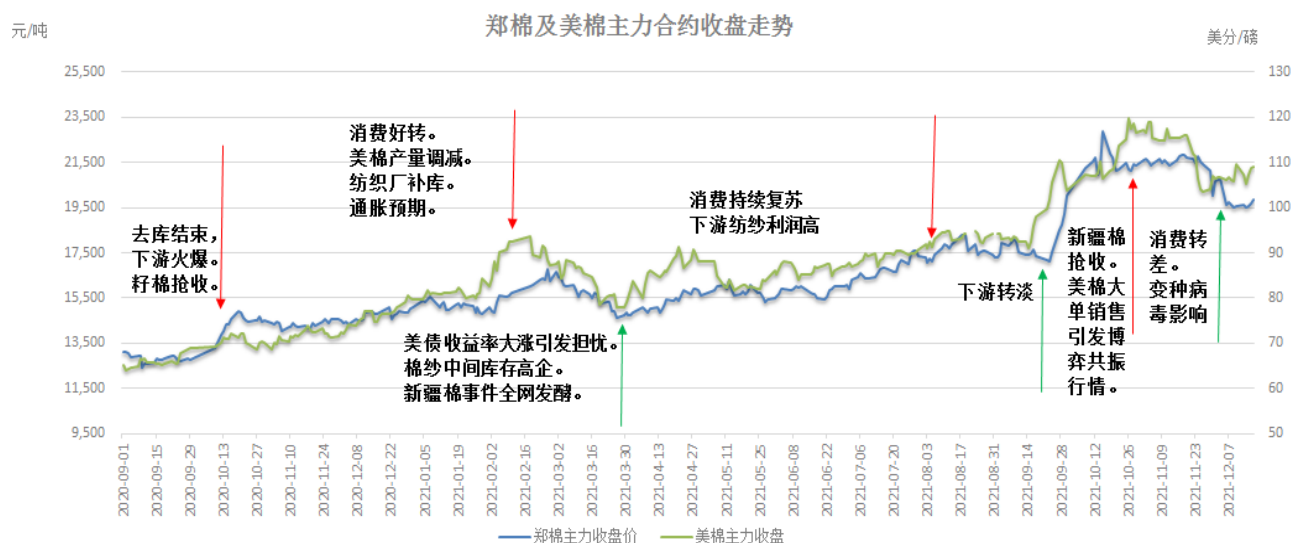
一、价格走势回顾

2021 年，延续 2020 年 4 月以来的疫情之后经济逐渐恢复，而商品筑大底后反弹走牛的逻辑，棉花价格整体是上涨行情。

美棉：主力合约从年初的 79 美分/磅一线，最高至 121 美分/磅，涨幅 53%，最新至 107 美分/磅，涨幅 35%。如果按去年 4 月底低点 48 算，最高点涨幅为 152%。

郑棉价格也主要跟随大宗商品整体走势，以及美棉走势，震荡上行为主。年初价格水平为 15300 元/吨，最高点至 22900 元/吨，上涨幅度 50%，和外盘类似。最新至 19800 元/吨，和年初比涨幅 29%，稍低于美棉同期幅度（主力合约时间略有差异，国内 5 月，美棉 3 月）。如果按去年 4 月底低点算，最高点涨幅 131%，较外盘涨幅略低，缘于去年美棉受疫情影响所致的跌势更猛。

图1： 棉花价格走势及影响要素



数据来源：Wind、永安期货

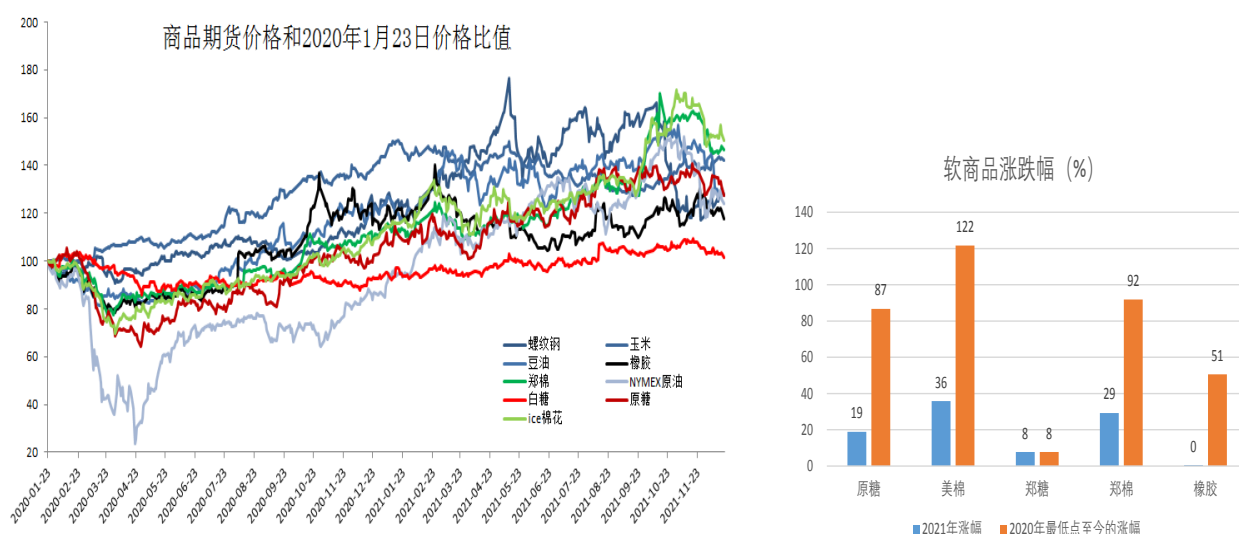
二、 上涨的宏观背景

棉价上涨首先是依托在一个大的宏观背景里的，在这个大宏观年份里，商品整体上涨，棉价上涨有跟随同步上涨的因素。

2020 年 1 月底以来，宏观因素主要是围绕疫情和疫后消费复苏来展开。包括资金上巨量流动性宽松以及流动性收紧或收紧延后(及相关预期)、通胀预期/通胀新高/通胀调控、补库节奏及物流扰动、疫情反复等等。

我们以疫情前价格为基数，来观察价格的变动。可以看到在 2021 年上半年，棉价的涨幅在商品中算偏小的，但是经历了 9 月底到 10 月初的大涨后，即使有最近的回调，但棉价在商品中的价格涨幅都算是偏高的。

图2： 棉价及其他商品变动比较



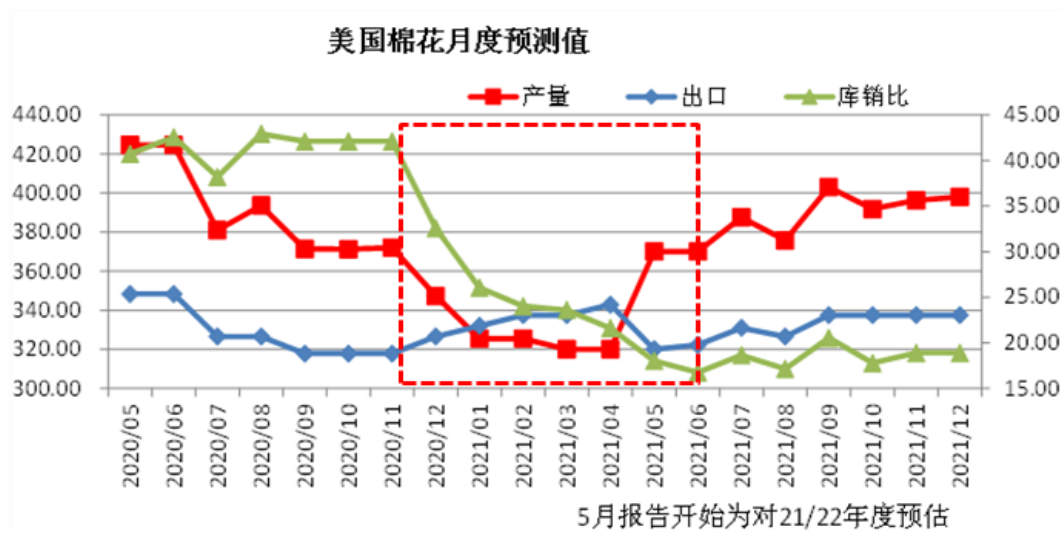
数据来源：Wind、永安期货

三、 美棉市场：

1、美棉的上涨有其基本面支撑

美棉 2021 年的上涨有其基本面支撑：美棉 20/21 年度出现明显减产，加之出口增加，导致其库销比降至 20% 以下。与之相匹配，价格趋势性上行至 90-100 美分，与其供需格局匹配。但最新的价格上涨已与之出现劈叉，有超涨嫌疑。

图3： 美棉供需数据变动



数据来源：USDA、永安期货

图4： 美棉库销比与价格走势关系



数据来源：Wind、USDA、永安期货

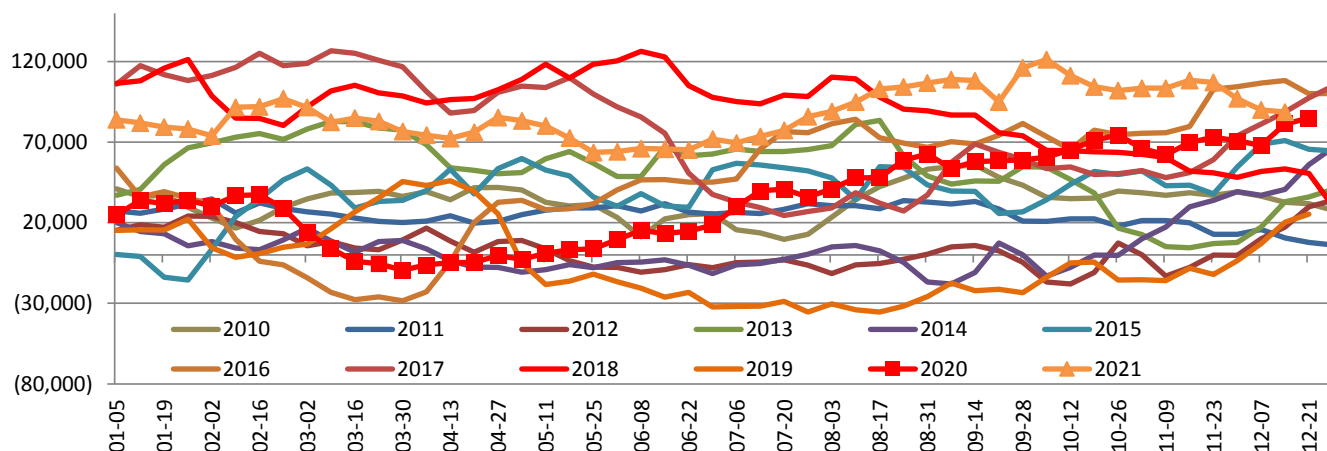
2、博弈基础增强了美棉上涨幅度

行情的不确定性及价格不断上涨催生了历史最高的美棉 ONCALL 数量，与之相对的是历史高位的基金净多持仓。共同形成了博弈行情的基础，形成了美棉 9 月底到 10 月初的轧空行情，放大了上涨幅度。

伴随 12 月合约退市，美棉 3 月合约的 oncall 仍是历史最高值，即 3 月合约再次发生博弈行情的基础仍在。

图5： 基金净多持仓

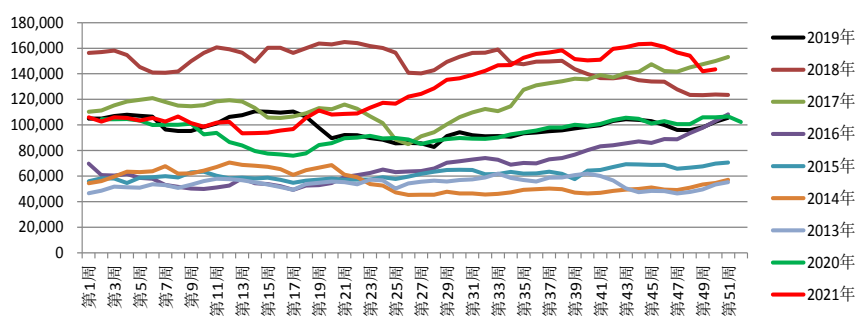
CFTC棉花持仓(基金净多)



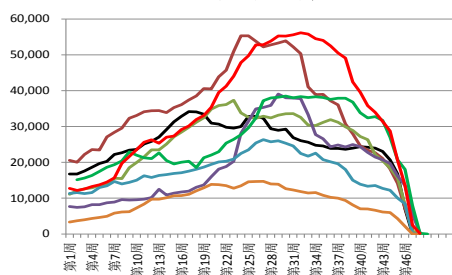
数据来源：Wind、永安期货

图6： 美棉 ONCALL 数量

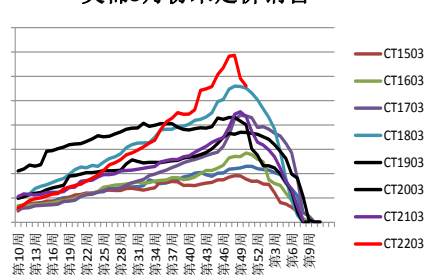
未定价销售总量



12月未点价销售



美棉3月份未定价销售



数据来源： CFTC、永安期货

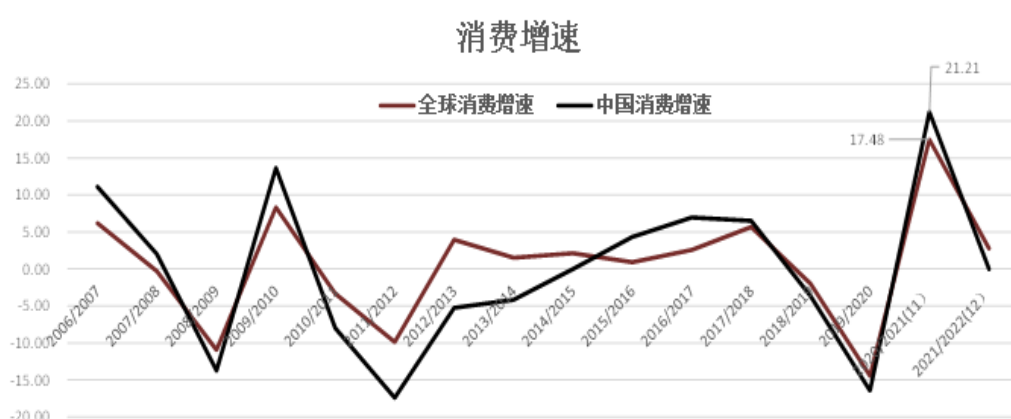
四、 国内市场：

1、需求好，供应偏紧，带动棉价趋势上行

在疫情管控红利之下，国内棉花需求比全球需求表现更好，同时由于国内本身就存在较大产需缺口，且国储有补充资源的需求，因此国内棉花资源供应偏紧。以上从工商业库存同比出现下降体现出来。且供应端因配额延迟发放，致保税区库存明显增加，也就导致市场的有效供给（即工商业

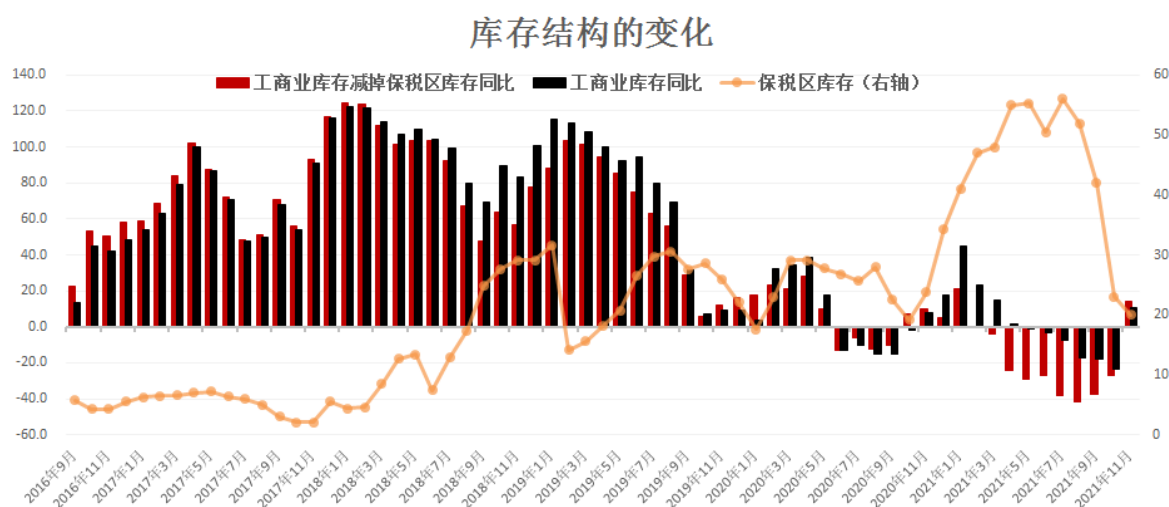
库存减去保税区库存) 同比减幅更加明显, 导致 9 月交割前, 仓单成为抢手资源, 也是价格上涨推动因素之一。

图7: 棉花消费增速



数据来源: Wind、永安期货

图8: 棉花库存变化



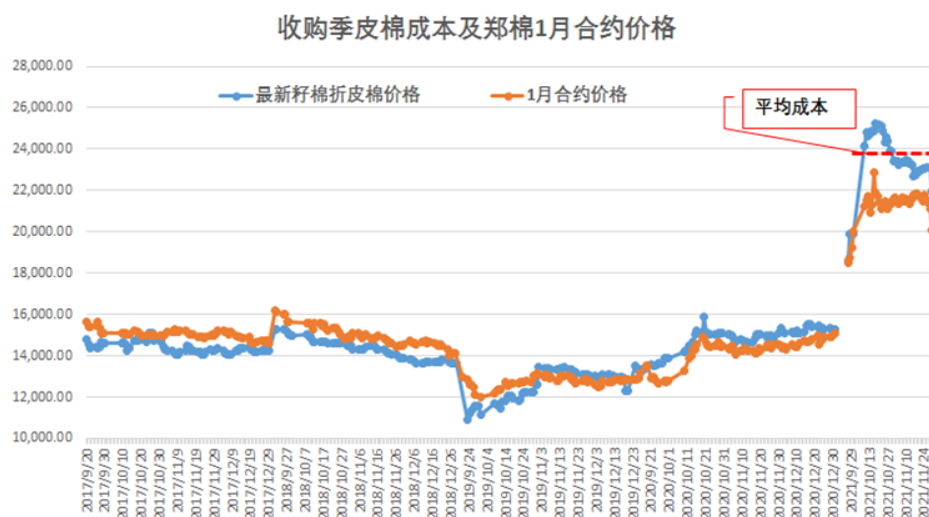
数据来源: Wind、永安期货

2、“抢收”带动新花成本大幅抬升

国内供需面尚可, 叠加新疆轧花产能严重过剩 (轧花厂数量增至 1 千余家, 新增条线约 200 条, 按新疆较短的加工期去测算加工产能, 也有 1000 多万吨, 而新疆产量只有产能的 50%), 产生了“棉农”与轧花厂的博弈, 棉农借助互联网工具联合涨价, 部分轧花厂在盘面贴水籽棉倒推的皮棉成本下又买入期货, 最终形成收购期间, 期现互推助涨的大涨行情, 进而导致新花成本大幅抬升。

根据收购期籽棉价格，测算新疆平均成本在 23500-24500 元/吨之间。但是由于各个厂家防控风险手段和衍生品运用的不同，其成本差距较大。因此新疆在售皮棉最低价不到 22000 元/吨。

图9： 籽棉价折算皮棉成本和 1 月合约比较

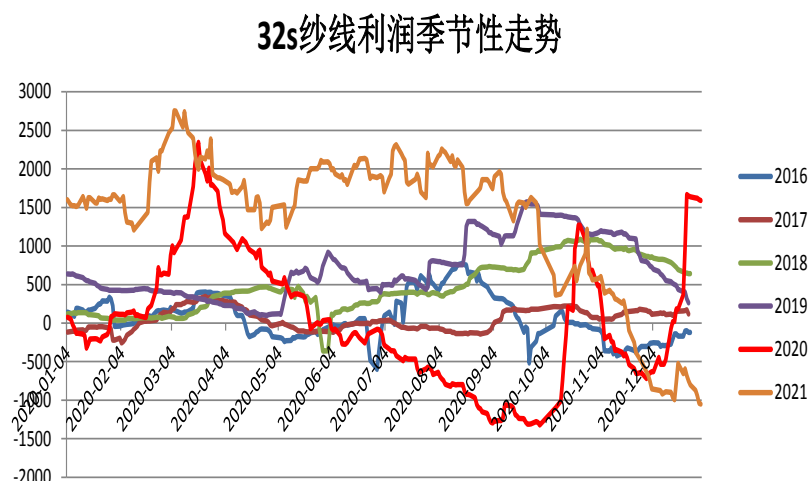


数据来源：公开数据整理、永安期货

3、高价向下游的转嫁难，是涨后趋弱的主因。

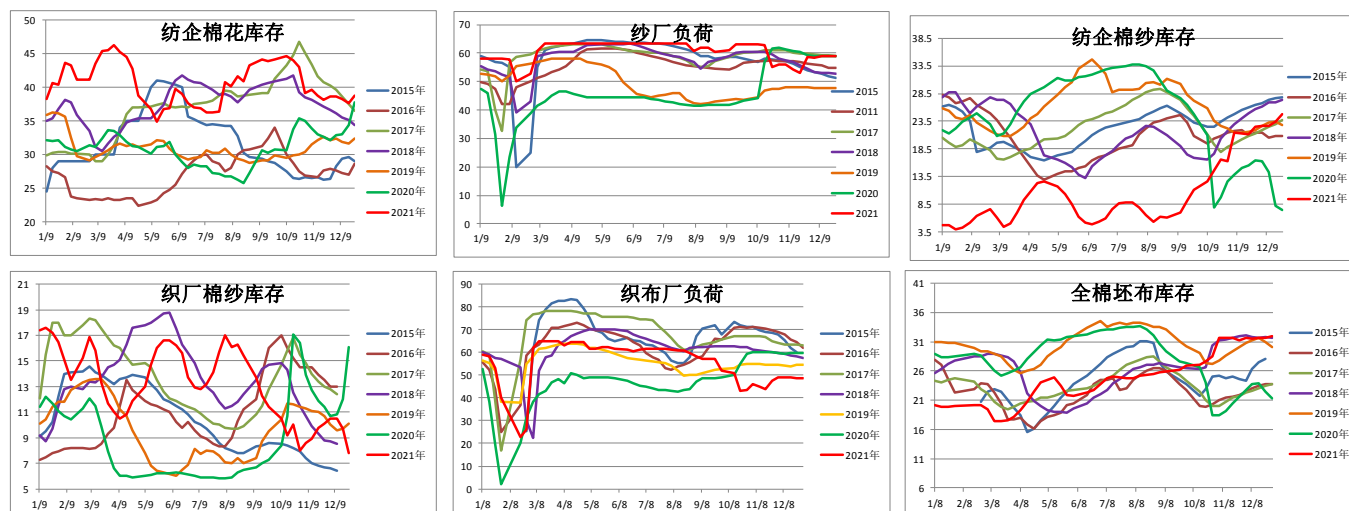
棉价大涨后，下游却面临清淡局面。因为高价侵蚀了下游利润，直观表现出高棉价传导的困难。此外，虽然棉纺环节因新建产能的缘故而暂时维持高开工，但是再往下游的坯布环节，其开工一直不高。且无论是纺织环节还是织布环节，产成品库存压力均较大，而市场反馈的主要原因就是订单的不足。

图10： 纺纱利润（以 32s 为例）



数据来源： Wind、永安期货

图11： 棉花下游开工及库存状况



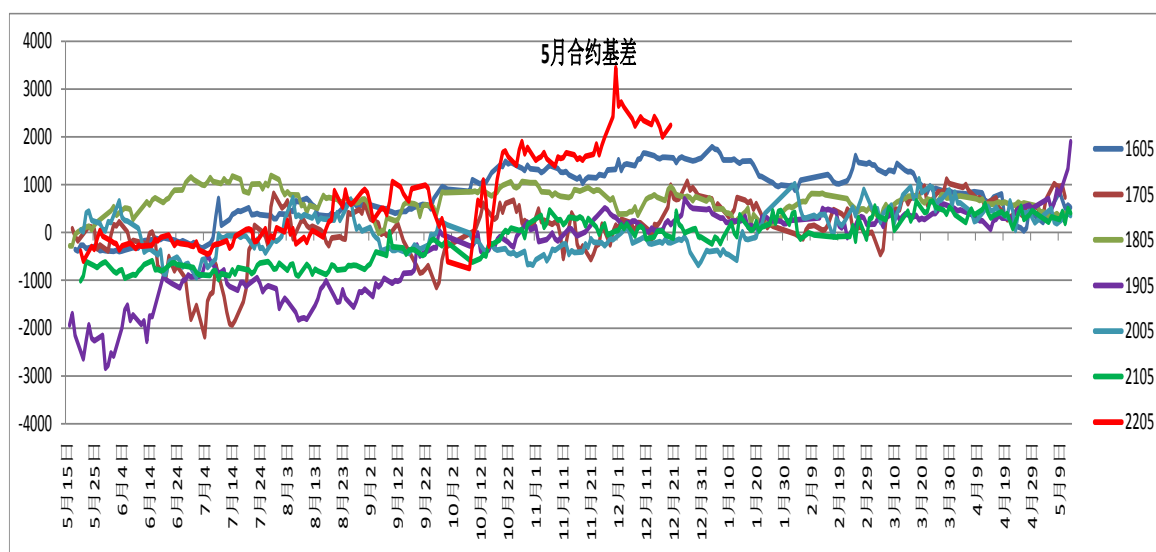
数据来源：华瑞信息、永安期货

4、基差/价差的现实矛盾大：

由于轧花厂成本高企，在高成本逐渐确立后，即使下游转差，但轧花厂出现较强挺价行为。形成了多方博弈和僵持的现实（轧花厂、纱厂、服装终端、期货多头、期货空头等），以及期限结构上的 super back 结构。例如当下而言，轧花厂成本（23500-24500）> 在售现货价（21700-22500）> 进口棉（19700-20200）> 纱厂心理价（20000 甚至以下）> 05 合约 40 万持仓的空头平均成本（19621）。

由于这种高基差/价差的存在，轧花厂不愿意低价卖，纱厂不愿意高价买，期货多头认为现货不会崩塌，因而想做期货上涨收敛基差的钱，期货空头认为消费差想赚趋势下跌的钱，同时轧花厂认为期货空头没货最终要买货交货因而在博弈纱厂补库之外还博弈期货空头。但同时期货价格远月大贴水下，纱厂不愿意备货导致轧花厂实货压力大，一些低成本现货逐渐流出，成为现货趋弱的压力。显然，未来有段时间仍是基差利多和消费利空角逐的拉力。

图12： 05 合约基差走势



数据来源：Wind、永安期货

第二部分 市场展望

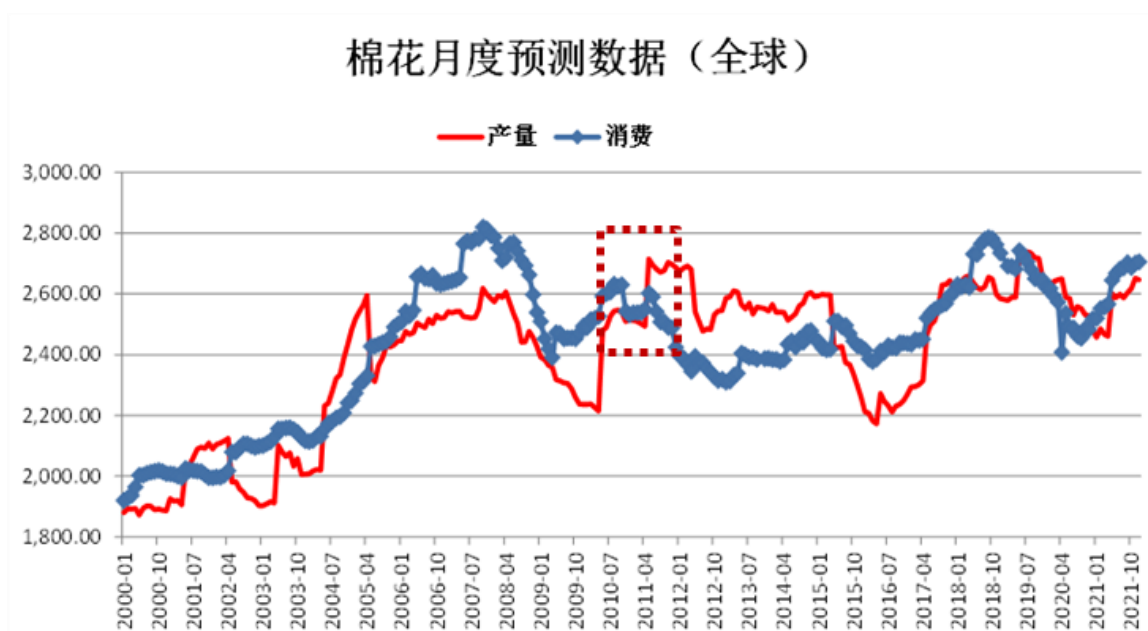
一、供需格局面临扭转：

1、全球供需

全球供需格局用 USDA 月度预测数据为指标来看其变化。自去年 8 月以来，月度预测值基本维持了去库格局，且是逐月调减库存的趋势（2021 年 10 月数值略例外）。需求端是去年 10 月以来维持了每月调增的趋势（2021 年 10 月数值略例外）。

但我们看到当前又走到和 2010/11 相似的拐点上，后期大概率供需向好的局面面临转向。尤其消费预期值已经调到 2700 万吨，这已经接近 10 余年以来消费的顶部，而棉花总消费并看不到新高的可能性。

图13： 棉花月度预测值

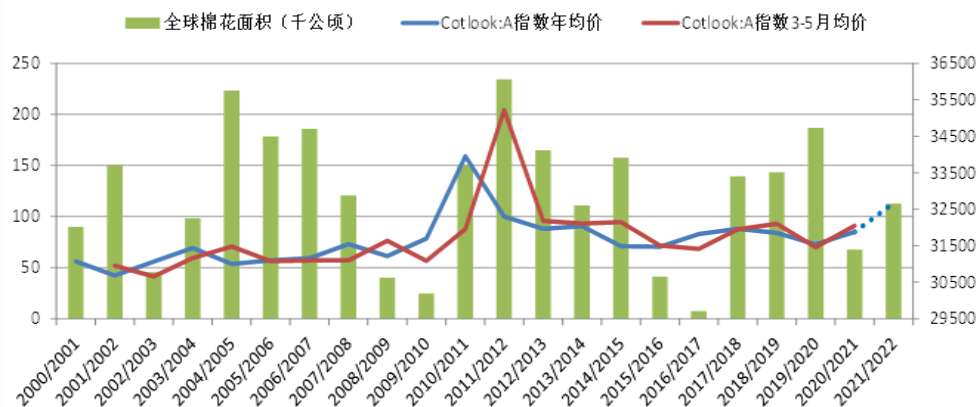


数据来源：USDA、永安期货

2、新的年度面临增面积、增产量预期，但天气需要观察跟进。

按照棉价目前价位，无论是从种植收益（即使是按明显贴水的新年度合约即美棉 12 月合约价格来看）还是从种植比价角度，新年度都会有增面积和增产量预期。所以这进一步说明该价位的不可持续性，而更明显的利空会随着时间的到来变得更明确。只不过全球来看，中国、印度产量偏稳，巴西和澳洲增产已成定局，而美国是重要的变量角色，而且美国也一直以来都是全球棉花产量这一因素上的重要的变量角色（其产量变动从 200 多万吨到 400 多万吨）。目前美国主产区德州等地遭遇了干旱，因此后续需关注后续其天气状况，这也是后续产量预期的关键。

图14： 棉花价格和种植面积

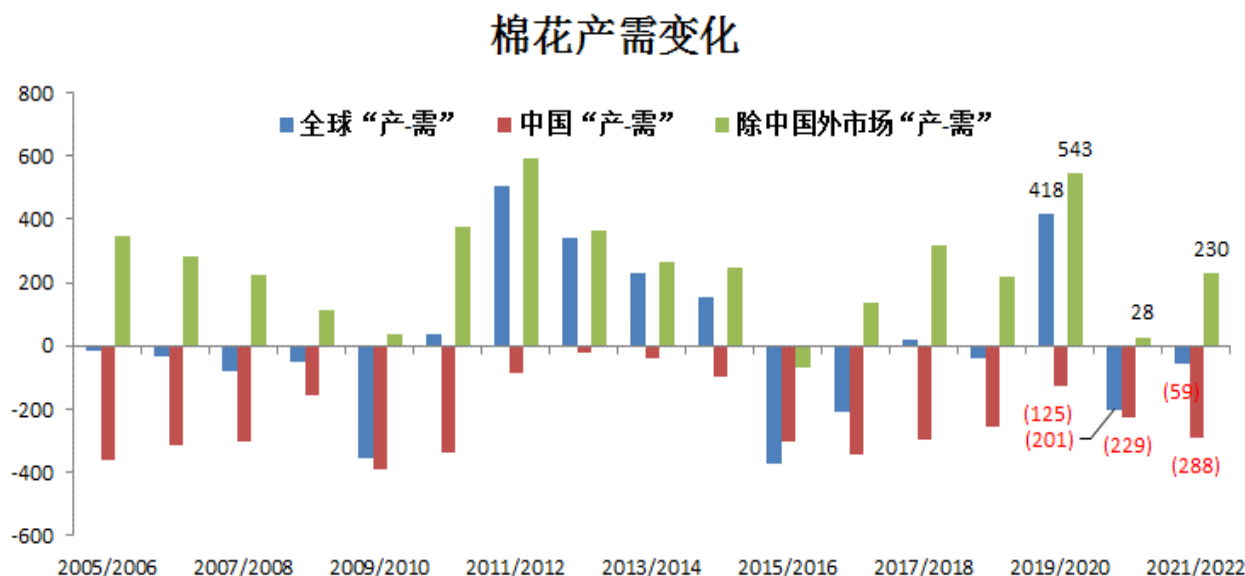


数据来源：USDA、Wind、永安期货

3、国储政策引市场关注

收抛储会减少或增加阶段性流通资源，因此会改变供需的现实和远期，进而影响价格节奏。上个年度，国储购买了部分进口棉进国储，成为价格促涨因素之一，同时 2021 的延抛政策也因给纺织厂提供了相对低价资源而抑制了价格的进一步上涨。而抛储再次成为影响价格的敏感因素主要还是因国储资源已不多，且市场继续关注新年度国储的进一步动作，并认为国储大概率会继续增加国储库存进而保持供应偏紧张局面而支撑价格高位运行。但以上推测不可绕开的问题是，首先国储库存并不是显性表现的还剩 45 万吨，还有未在统计的进口棉，预计超 100 万吨的量。其次，如果不和天量收储期的国储量比较，那么如果国储的可抛量在 200 万吨（以 21/22 年度来算），已经是一个比较高的数值。毕竟我们去回溯历史会发现，价格的牛市和熊市往往就是由年度供需不足或过剩量在 200-300 万吨而引起。最后需要考虑在内外棉价差较高、而无论美棉还是新疆棉都处于价格分位数偏高位置（百分之八九十以上）的情况下，收储又会如何进行，对价格又会有怎样的影响，毕竟此前的不限收储年份，对价格也仅仅是起到了托而不举的影响。当然了，这个也需要进一步关注中美新一轮经贸谈判及达成的结果和具体执行。

图15: 21/22 市场年度全球产需近平衡&中国依然有“常规产需缺口”



数据来源：USDA、永安期货

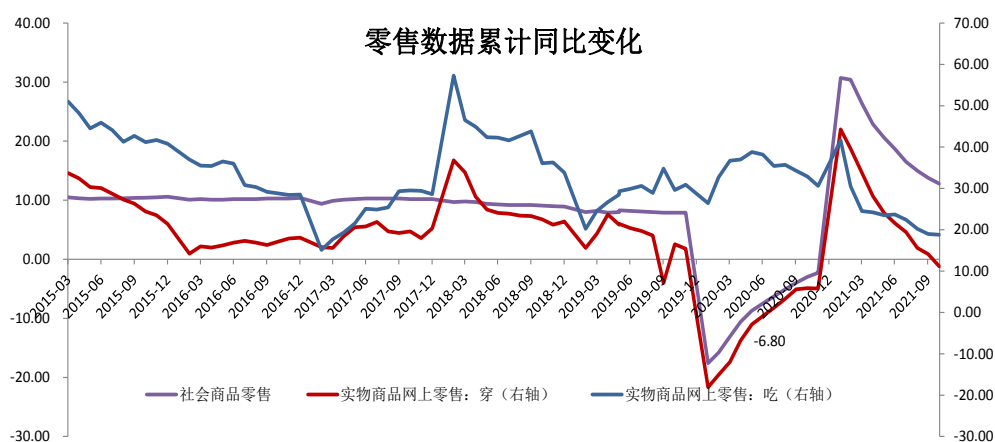
二、终端需求增速逐渐放缓

价格的最终承接方依然要靠真实需求。其他市场主体博弈，更多影响的是价格节奏。最终价格走向取决于其供需格局。当供应因素确定或退后的时候，需求是未来的主影响因素。

1、国内需求转弱

内销市场已率先走弱，出口表现还不错，但据称也是受物流扰动，有透支需求的可能。企业四季度以来已普遍反映订单不足。

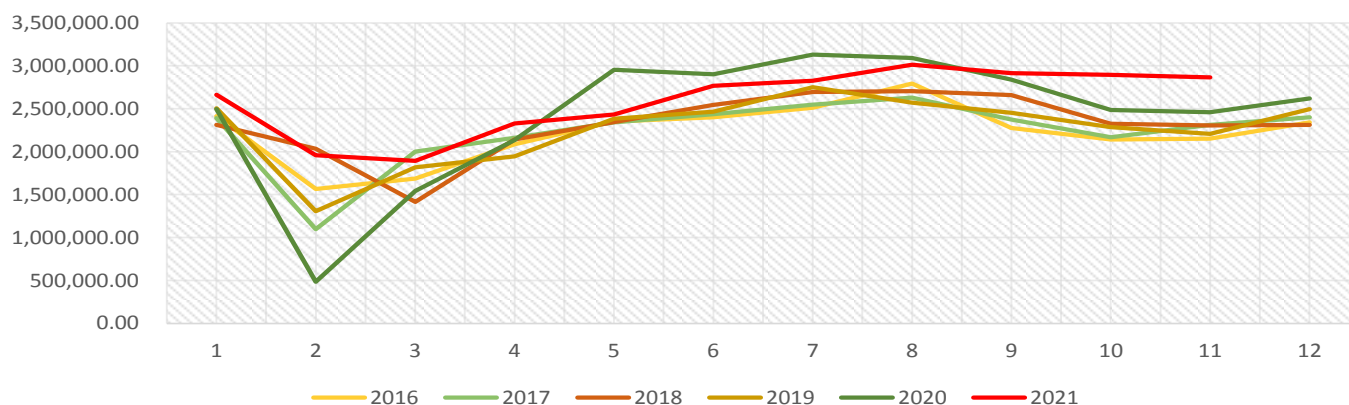
图16： 国内零售及网上销售



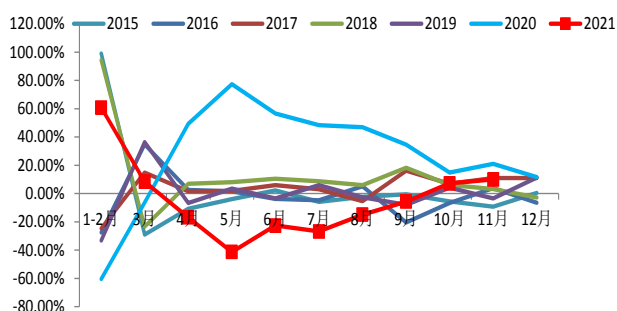
数据来源：Wind、永安期货

图17： 国内纺织服装出口数据

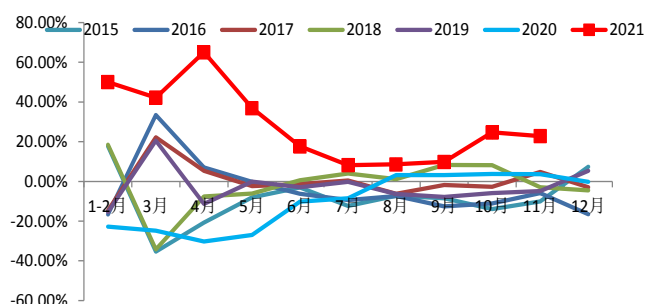
纺织服装出口金额月度值（万美元）



出口纺织品当月同比



出口服装当月同比

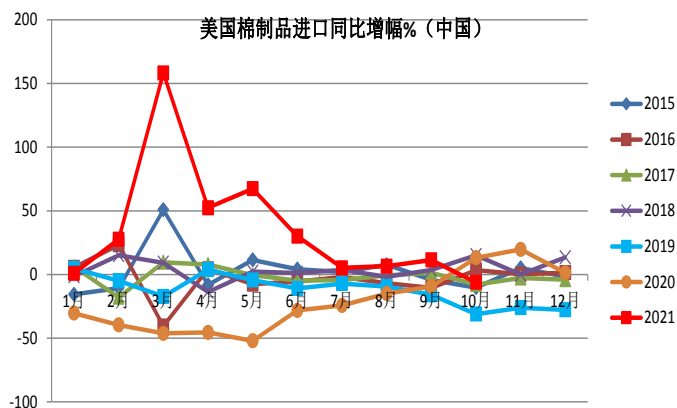
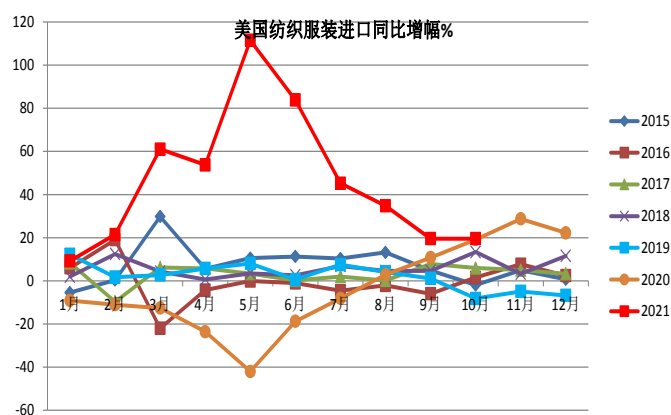


数据来源：Wind、永安期货

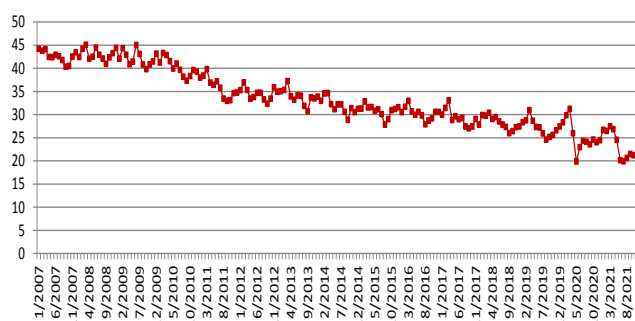
2、全球看，疫后补偿性消费近尾声。

此轮消费爆发主要源于疫情之后的复苏，其中美国的消费增长最为明显，而美国撒钱则是驱动美国消费强劲的主因，而这些促增长因素已经逐渐结束。且中国在发达国家的纺服进口比例依然在下降，这在东南亚疫情好转后或将更明显。

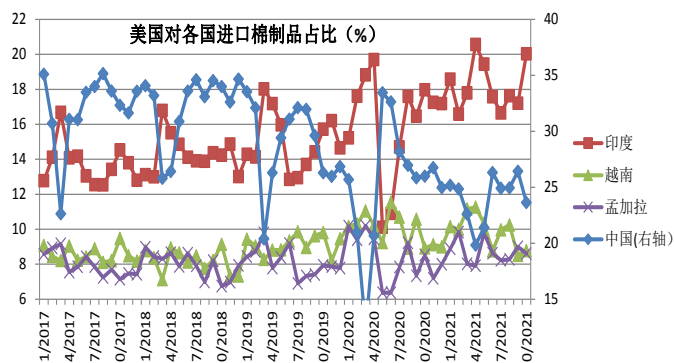
图18： 美国纺服进口数据



棉制品进口占比



美国对各国进口棉制品占比 (%)



数据来源：OTEXA、永安期货

图19： 发达国家纺服进口

欧美日纺织品服装进口量变化						
	总服装进口量同比			进口中国服装量同比		
	欧盟27国	美国	日本	欧盟27国	美国	日本
2015 年	-1.58%	6.99%	-1.96%	-8.46%	8.05%	-6.34%
2016 年	8.21%	-0.95%	2.44%	5.56%	-2.37%	0.59%
2017 年	1.13%	3.27%	2.53%	6.15%	5.36%	2.22%
2018 年	4.81%	5.86%	4.46%	8.48%	6.69%	-0.37%
2019 年	-0.47%	1.56%	-0.93%	-0.81%	-3.01%	-2.62%
2020 年	-7.39%	-3.53%	-5.81%	-3.36%	-4.28%	-0.82%
2021年1-6/8月	15.90%	48.30%	2.80%	12.80%	40.80%	3.60%

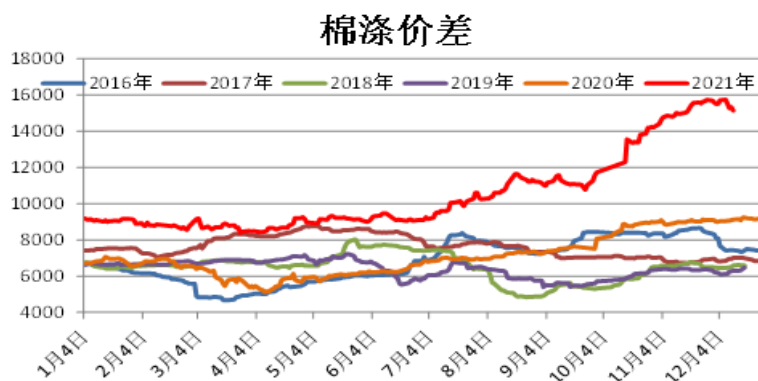
欧美日纺织品服装进口额变化						
	总纺织品服装进口额同比			进口中国纺织品服装额同比		
	欧盟27国	美国	日本	欧盟27国	美国	日本
2015 年	9.48%	4.16%	3.54%	6.75%	3.34%	-0.06%
2016 年	1.70%	-6.44%	-11.67%	-4.44%	-10.84%	-15.41%
2017 年	2.66%	1.25%	4.84%	0.03%	0.56%	2.65%
2018 年	3.17%	5.23%	5.98%	1.72%	5.07%	0.56%
2019 年	3.30%	-0.24%	-3.05%	1.76%	-10.47%	-7.03%
2020 年	5.43%	-19.40%	-5.09%	47.07%	-30.67%	1.30%
2021年1-6/8月	-16.83%	27.93%	-9.59%	-43.06%	25.77%	-13.24%

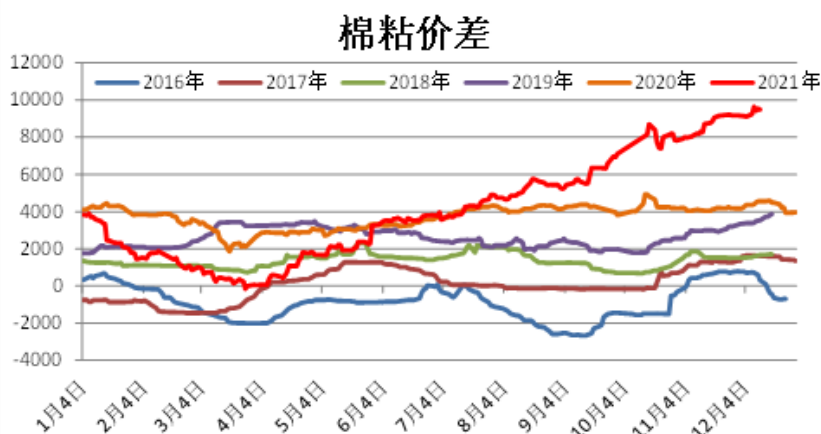
数据来源：华瑞信息、永安期货

4、棉花和非棉纤维价差高位。

非棉纤维对棉花产生明显替代主要发生在上个棉花大涨的 2010/11 年，之后非棉纤维飞速发展，而棉花消费在纤维总量增长但棉纤维占比逐渐下降中寻到了平衡，整体全球消费保持在了一个 2300/2400-2700 万吨的范围内。而此轮棉花和非棉纤维价差的拉开，再次引起了下游的替代反应。因此高价差需要修复来缓解这种矛盾，否则对棉纺需求的边际不利影响就会持续。

图20： 棉花和非棉价差





数据来源：棉花信息网、Wind、永安期货

第三部分 涨跌有期

三国的开篇讲：话说天下大势,分久必合,合久必分。而回看商品走势，也基本是涨久必跌，跌多了必涨，周期式往复。一切人的行为，最终都在遵循人性，所以行情自有其相似性。但因为人会既会反思创新，又会遵循经验，既有人利用人性，又有人迫从于人性，因而行情的发展总会扑朔迷离，多空参差，所以历史总会相似，又不会简单重复。行文的最后，希望借助一些历史的走势，发现一些相似点，找寻一些不同之处，以期抽丝剥茧，寻求核心的矛盾和因循其最可能的走向。

一、历史行情的启示

1、行情和情绪的关系

有句话说行情总是在绝望中开始，在犹豫中前行，在乐观中爆发，在疯狂中见顶。其实这里面的内核是筹码交换问题和群体盲目性。在期货出现以前，这种因情绪转变而导致的行情大涨而后短期内又大跌已经有之。这个大概也是今年远期合约大贴水的原因。

2002 及 2003 年的上涨和 2004 年下跌是棉花价格于 1999 年市场化后经历的第一个大涨大跌行情。2001 年的价格下跌导致 2002 年的种植面积减少、再加上干旱等天气影响，导致价格上涨，拍储的进行也未能抑制价格。2003 年价格继续大涨，期间受非典影响出现回落，但整体不影响涨势，于是在收获期出现了加速。但是 2004 年价格出现了逆转。主要是因高价促成了种植面积及产量的增加，且进口也增加，于是国内棉花供需形势由上年度严重供不足需转变为供需基本平衡。期间国家开始收储，但同时也未能止住价格跌势。因看好后市囤积棉花的棉商损失惨重，而下游纱布市场则几乎用了整整一年的时间来消化棉价暴涨暴跌带来的影响。同年 9 月份进入新花市场年度后，棉花市场由上年度的“狂热”转为“异常冷静”，棉花购销一度出现困难。这是市场情绪带动囤货，进而带动价格暴涨暴跌的一次经典场景呈现。

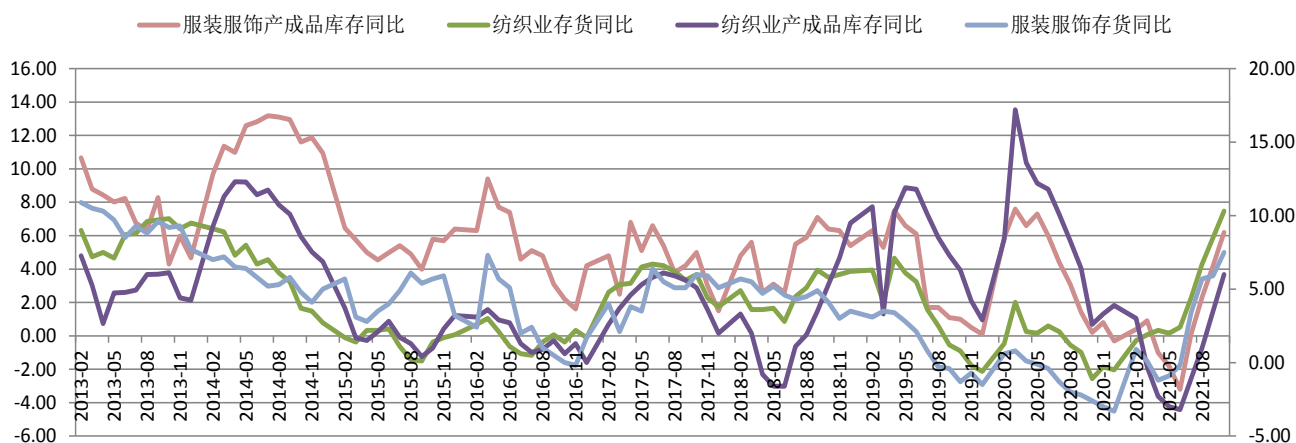
2、行情和库存

棉花产业链很长，下游产业链各环节在价格上涨期增库存，就表现为棉花显性需求的增加。反之，当整个产业开始积极去库存的时候，表现为棉花需求的减弱。因此库存变成对价格促涨促跌的关键因子。2021 年价格上涨，对国内的影响主要是明显增加了棉纱环节库存，这个还和流动性宽松，供应链金融从棉花环节向下延伸到棉纱环节有关。一旦金融环境改变或者价格开启下跌，棉纱贸易环节去库压力会体现，其实目前已经在体现了。而这种增库存转为去库存压力应该不止在国内棉纱环节，甚至包括物流因素导致的港口货物累积等。

此外，库存因素是退居为产能因素之下的，今年的价格上涨也促成了国内棉纺产能的增加，因此可能在投产阶段，对需求和价格都有支撑，但是该因素对价格影响和库存类似，影响节奏而难以影响方向，甚至一定程度上也是促涨促跌。

历史上，价格暴涨导致库存增加最明显的应该是 2010/11 年。2012 年笔者去进行全国性棉纺产业链走访的时候，听到服装端很多企业甚至表示积累的库存可以三年不用生产。由于数据统计所限，对于下游库存无法量化。同时今天也无法和历史上 2010/11 的黄金期相比，至少服装端早已更改了库存模式，刚从疫情缓和后的很多企业也不太会进入大库存模式。但是上涨积累库存的人性未变，供应链金融模式导致棉纱增库存也是事实。而当价格已达到历史高位水平的时候，库存因素很难说不会再次成为转势压力。

图21： 棉花下游库存（仅参考）



数据来源：Wind、永安期货

3、行情和资金

商品价格和资金亦有着密切关联，最简单看，价格就是钱和货的关系，钱多价涨，一如水涨船高。其次，钱代表了经济晴雨表，本身也是产业兴衰的推动因素以及可观测表象。同时，流动性紧与松又和投资者的喜好、风险度紧密相关。如果现在去看 2010 年末的报告，诸如“由于存在下游强劲需求支撑，预计棉花价格将在 2011 年继续高位运行”的论点，但其实需求支撑在宏观转势后也随

之坍塌。一如 2010/11 的大涨大跌离不开流动性的放与收一样，今天的市场依然在面临同样的问题。一旦潮水退却，商品转弱亦是大势所趋，只是时间、节奏问题。

图22： 棉花价格涨跌周期



数据来源：Wind、永安期货

二、 棉花江湖，多空对决

今年的棉花市场，除了基本面因素，充斥了更多人为因素，一如棉花江湖，多空对决，跌宕起伏。多空博弈如果是泾渭对垒的两方，其实更容易分辨对错与胜负。比如美棉的逻辑其实更清晰。但是国内市场目前呈现诸侯混战格局，其实更偏混沌状态。

轧花厂持货待涨，或者预售待上涨点价，属于明确的多头群体。纺织厂大部分随用随买，迫于利润和订单压力等跌（逢低）买货，属于明确的空头群体。但部分纺织厂已经远期买入，希望涨价提升库存溢价，又属于多头群体。看好基差回归者是盘面多头，看空宏观和消费是盘面空头。另有众多贸易商、投机者、短线者伺机而动。

今年的状态是除了棉农已落袋为安之外，目前的参与方都有其需要面临的问题，也是目前“混战”根源。轧花厂因背负亏损，一方面在通过各种办法自救，形成了现货价格缓慢下行的边际力量，导致现货价格是低于成本价的，但是面临期货价格大贴水的局面，套保又不如躺平。纺织厂想买便宜的货，但显然最便宜的是远月的期货，可惜便宜的价格和现实的需求之间横跨了最不可跨越的时间差。投机做多者虽然看好基差回归，但是收益只能靠期货单边上涨，也是在赌。另外，做基差回归显然是近交割月的时候，那么现在去做 5 月的基差回归显然也怕输给时间或中间的波折。投机做空者更不用说，其实是在 1 月已经提前入场，且可能还处于被套过程，但其又笃定时间和宏观是站在自己这一边的。而除以上种种，还有其他一些新的问题需要关注。比如新疆棉花收购资金大多是银行贷款，一旦价格跌破银行风控线，银行会如何处置？甚至会不会处于对银行资金安全考虑而促

成收储托价政策出台？再比如，而经过 1 月合约对买套保的谨慎批复，交易所又会在 5 月如何批复买套保持仓，进而对基差回归行情有什么样的影响？诸如此类。

三、涨有源，跌有周期

古人智慧早有明示，月盈则亏，水满则溢，事物发展其实大都在遵循这样的规律。基本面已经预示了价格高位酝酿的矛盾。而由于我们认为无论是美棉还是国内，最后一波行情已转为博弈行情，所以我们就从博弈行情角度，来看后期走向。

从情绪端或博弈角度看目前行情，美棉的高基金持仓和高 oncall 呈现的是筹码的持有方还在僵持阶段。虽然 12 月合约已经经历了情绪影响行情阶段中的在乐观中的爆发，但是还不能说是疯狂中见顶，毕竟大部分也移仓到 3 月。虽然疯狂不是行情的必经的阶段，或者说疯狂程度会不同，但总归来说，美棉当下确实难言已见顶，还等待落幕。反观国内，现货筹码集中于轧花厂端，且集中的过程算是已经历疯狂阶段，后期或很难看到筹码的再次转嫁，即价格上涨至新疆成本以上，给轧花厂完全解套机会。所以多空面临的复杂问题，就转变一个简单问题，即现货会不会暴跌或阴跌至跌幅超 10%。现货如果不大跌，那么行情在大贴水至平水（成本）间震荡就是大概率，而一旦现货跌幅较大，那么基差矛盾将退位给趋势矛盾。

市场乐观者目前还是会关注消费的节奏转好，关注天气影响，这些也不可避免会很容易在大贴水背景下形成价格反弹。但是价格大方向仍然会明确的向更容易前进的方向进行。反弹之后，多方最理想的自然是在平水附近撤退，这其实变相会转变成做空力量。而且一旦抢跑发生，那么平水都会变成很难发生的事情。

综上，棉花价格在 2021/22 年度重心将下移，但短期又面临博弈因素及价差矛盾。建议顺大势的同时，也避开明显的矛盾，更多关注反向操作机会，逢高（上涨）卖，逢低（下跌）买（减空或买保）。