

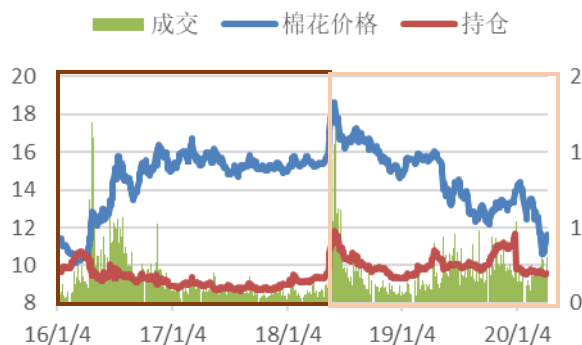
# 棉花走势复盘

--杜少伦

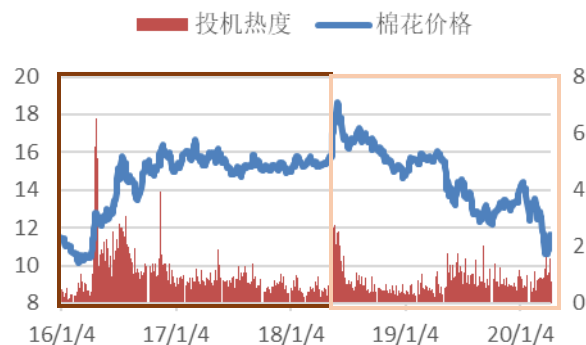
2020-04-10

\*这是复盘系列的其中一篇，在这个系列里面我会逐个品种的进行历史复盘。主要针对海红投资最常用的几个指标进行复盘解析，商品盘面数据，和股市相关性数据，市场宏观数据。

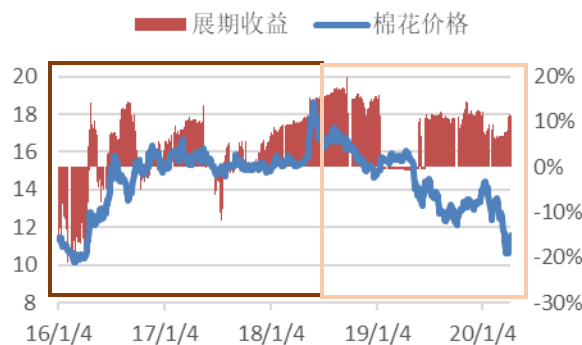
棉花是很多民用，医用和军用的服装原材料，在商品方面棉花和 PTA 有相互替代作用，同时由于需求端的用途十分广泛而且不是必需品，所以需求端的弹性很大。这就造成了棉花对通胀率有很好的预期反映，投资者常说的棉花糖来反应通胀就是这个道理。棉花在历史上多次被投机者暴力炒作，主要原因也是他不是民用刚需品同时它的用途广泛导致通胀反应敏感，价格容易大起大落。对比与粮食品种，这种服装品种受到政府价格调控力度更低一点。下面我们还是从盘面角度复盘棉花从 2016 年到现在的走势，然后再从宏观面来讨论棉花对不同宏观因素的关联性，最后再看一下棉花的它的替代品 PTA 价格的相关性。



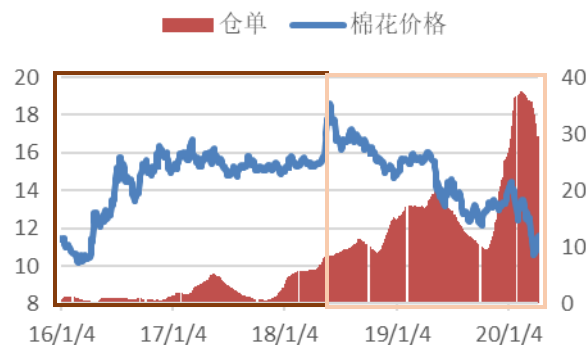
图一、棉花盘面



图三、棉花和投机热度



图二、棉花和展期收益

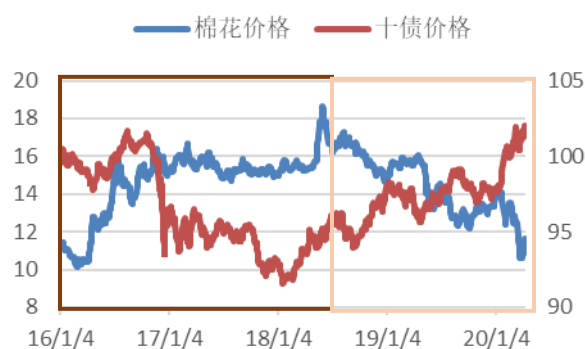


图四、棉花和仓单

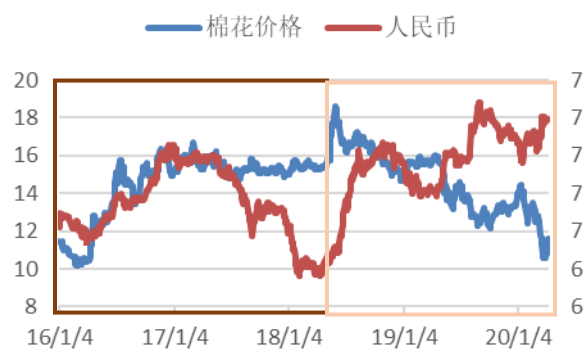
从上图中可以看初，棉花价格从 2016 年起至今基本上呈现两阶段走势：第一阶段从 2016 年到 2018 年第一节度上升周期，其中整个 2017 年都在横盘震荡。第二阶段从 2018 年到现在一路下跌。目前价位已经回到了 2016 年初的启动价格。我们首先看 2016 年开始的大反弹行情，从反弹初期棉花的盘面价格还在深度倒挂结构中没有解放出来，远期的预期价格还是明显看空的。但是

当时的仓单水平已经被盘面完全消化。贸易商也不愿意在这种远期过于低的时候抛售库存。所以当时棉花的盘面并不利于反弹开始，以至于在 2016 年第一季度棉花反而是下跌收场的。从 2016 年第二季度开始，棉花的远期结构明显开始正向，远期结构的修复说明了市场情绪对未来的预期开始转变为乐观，同时仓单特别低。在这个时候才形成了我们一直使用的做多信号：远期升水+小仓单压力=做多信号！棉花价格从这个时候开始真正暴涨并且出现了长期的盘面升水结构。可以看到从 2016 年第二季度开始棉花的远期价格就已经完全准变为了正向，基本上一直维持到了现在。只有在 2017 年中期和 2019 年初期的时候出现了贴水结构。这里可以看到，在 2017 年之后基本上 2016 年的大反弹行情被消化，同时盘面仓单开始逐渐上升，压力在一点点增加。棉花价格开始横盘，这一时期的主要变现就是盘面的升水结构在 2017 年第二季度突然崩塌，出现了短期的贴水结构同时伴随着明显的仓单增大。这里构成了我们一直使用的看空信号：贴水结构+仓单上行=做空信号！但是这一次做空信号最终是失败告终的，因为棉花的贴水结构并没有很好地维持下来，仅仅一个月之后贴水结构突然消失，重新回到了正向结构，棉花的做空失败。紧接着，唉 2017 年末期，棉花再次发出盘面信号：高升水+低仓单压力=做多信号！这一次的做多信号完美把握，棉花在这之后远期升水不断提高，同时仓单继续积累。这里要强调一点的是，仓单上升在远期高升水情况下会上升不构成做空信号或者做多的出场信号。因为贸易商在高升水盘面下合理的仓单套利是正常的行为。只有在盘面贴水时候高仓单才说明利空信息出现。从 18 年之后棉花盘面就再也没有出现过贴水结构了。只有高升水和基本上平水。说明棉花的预期价格其实一直都是相对于高于近期价格的。从这之后盘面在也没有发出过做多信号，但是有一次比较弱的做空信号出现，发生在 2019 年初期第一节度，当时棉花远期高升水突然消失，换成了平水结构，但是仓单压力还在持续上行，甚至出现了历史最高的仓单压力。这里虽然不是远期贴水+高仓单。但是这个时期的平水结构相比于棉花最近几年的高升水就可以算是“贴水”结构了。这里出现了明显的做空信号，随后棉花价格一落千丈，一直跌到现在。从这个历史复盘可以看到棉花基本上是符合我们的做多和做空的基本逻辑的。

下面再看看棉花对宏观变量和股票指数相关性：



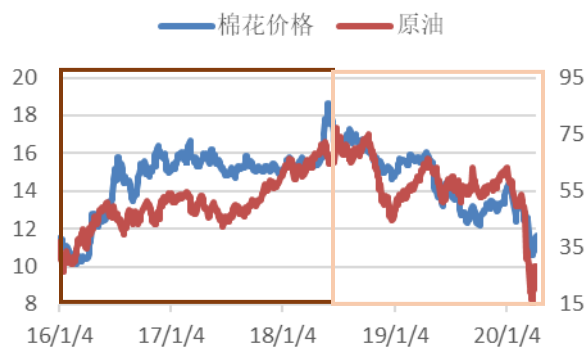
图五、棉花和十债价格



图六、棉花和人民币

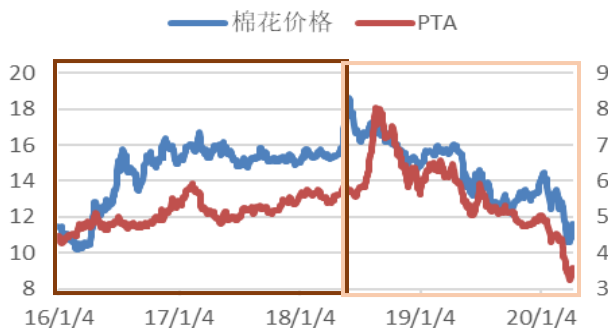


图七、棉花和股票指数



图八、棉花和原油

从我们之前的分析来看，棉花应该对通胀率是最敏感的反应指标。我们首先看图五，棉花十债价格之间的关系，我们用十债价格来反映通胀预期。从 2016 年到 2018 年之间国内通胀预期大幅上行，同一时期的棉花价格明显强势，并在 2018 年中期走出了盘面最高价格。基本上通胀率和棉花呈现完美的正相关性。通胀预期的降温甚至通缩预期的到来直接对应了棉花价格从 2018 年中期以后的一落千丈。但是棉花对于人民币价格就十分不灵敏，基本上没有相关性。从图六就可以看到，棉花对于人民币价格没有直接的联系，以后人民币的变动可以对棉花的影响忽略不计。然后我们看棉花的对应的股票指数相关性。从图七可以看到，棉花对应的股票指数我们分成生产商和消费商两个，从 2017 年处开始生产商明显开始暴跌，一路跌破了 2016 年的低点，但是同一时期的棉花价格行情还能维持横盘，同一时期的消费商指数基本上保持横盘。从 2018 年开始消费商和生产商指数同时下行，破位进入空头，棉花价格同时开始下跌，但是这个下跌其实已经比股票指数晚了将近一年了。所以股票指数会领先于棉花价格的变动，从趋势上来讲具有一定的领先优势。每当股票指数出现了明显趋势之后，棉花价格的启动还需要棉花盘面的修复和配合才行。目前来看，棉花生产商价格指数已经再次启动，明显破位进入多头，但是棉花盘面价格还没有准备好，目前的高升水伴随着历史最高仓单压力，不能形成做多信号，还需要等待。同时目前的十债价格还在历史最高位置，需要至少十债走向有利于棉花做多的区间才行。再看棉花原油价格关系，因为原油价格是目前衡量通胀预期的关键指标，原油的变动基本上高度正相关于通胀预期，所以棉花和原油也保持着高度正相关关系。从图八可以看到，原油崩盘之后棉花跟随崩盘，同时他们的最高点都出现于 2018 年第一节度末端，这种高度重合的趋势性说明他们的基本逻辑都是通胀高度敏感的指标。



图九、棉花和 PTA 价格

最后补充看一看同时和原油高度正相关，还同时是棉花的直接替代品：PTA 的价格相关性。从图九可以看到，PTA 价格和棉花价格高度正相关，他们的底部和头部都出现在基本相同的时间段。并且 PTA 从 2017 年到 2018 年之间也是缓慢爬升，没有大行情，同时棉花在同一时间段呈现出横盘。棉花在 2018 年初爆发了一波行情大幅拉升后开始暴跌，同时 PTA 紧随其后在 2018 年第二季度开始了一轮暴力拉升，之后开始暴跌。走势基本在复刻彼此。从跟随原油的暴跌行情开始来看，棉花和 PTA 也都是难兄难弟的关系，两者分别包揽了能化品种最弱势和农产品最弱势品种。现在来看两者股票端都已经明显抬头，PTA 的股票端一直维持相对强势，棉花的股票端开始暴利拉升，预示着未来两者的行情会开始走强的预期增强。但是目前来看两者的仓单压力都十分巨大，基本上都在历史最高仓单附近，需要盘面对现在的仓单进行消化之后会爆发巨大的行情的。