

宏观与中观碰撞，预期和现实交织

投资观点： 震荡

报告日期 2024-09-30

- **宏观（偏多）**：国际方面，美联储9月议息会议宣布降息50BP，为2020年3月以来首次降息，声明强调对通胀回落至2%更有信心，但就业下行风险已经加重，这一措辞的转变意味着美联储开始更加关注就业下行风险，也表明美国经济的实际情况可能弱于经济数据表现，需求预期不甚乐观。国内方面，美联储降息落地为国内政策进一步走向宽松打开了空间，随着多重刺激政策落地，市场预期和风险偏好边际回暖，但当前内销和出口表现仍然疲软，地产下行拖累仍然存在。总体来看，未来欧美经济可能从放缓走向衰退，后期关注美国经济数据及降息路径；而国内或呈现“强预期、弱现实”的局面，后期仍需关注国内逆周期调节政策以及实体需求改善情况。
- **供给（偏空）**：全球棉花供应维持宽松预期，其中，北半球主产国产量增减不一，整体预期增产，南半球丰产已经落地，出口对美棉形成挤压效应。具体来看，三季度美棉产区天气不佳，对新作产量及品质形成一定扰动，叠加国际棉价大跌导致大量弃收，总产量低于此前预期，但同比预计仍为丰产。印度受种植面积下降影响存在减产预期，但不同棉区天气情况差异较大，导致整体单产情况不甚明朗，实际减产幅度需持续跟踪。中国新疆天气良好，虽然种植面积同比略降，但单产预计明显回升，仍然维持丰产预期。
- **需求（偏空）**：国际方面，在高利率压制下，欧美纺服需求预期不甚乐观，终端零售库存维持高位，难以去化。虽然美棉价格持续回落，但出口改善程度较为有限，表明亚洲纺织国家使用和储存需求的疲软。国内方面，近期终端消费数据呈现边际回暖的迹象，但纺织工厂补库相对谨慎，市场观望心态较浓，轧花厂因近年亏损和需求悲观的预期，收购心态同样较为谨慎，预计新作籽棉低开平走概率较大。近期股市大涨，宏观情绪和风险偏好明显回暖，后期关注潜在政策出台对于内需的调节及其对棉价产生的影响。
- **投资建议**
国庆节后，随着新棉大量上市，现货供应转向宽松，预计郑棉维持区间宽幅震荡，建议采用期货逢高做空与领口看跌期权相结合的策略，规避在手现货潜在的跌价风险。
- **风险提示**
新棉开秤，下游消费

棉花（CF）

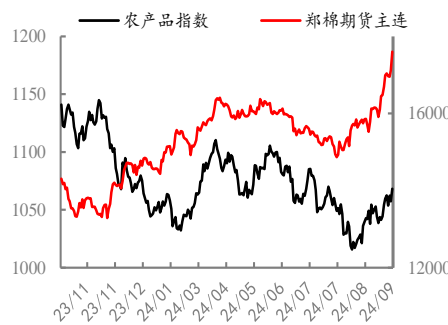
季度报告

分析师：谢威

从业资格证号：F03087820

投资咨询证号：Z0019508

农产品指数与棉花期货价格走势



数据来源：Wind

往期相关报告

1. 下游旺季不旺，关注新棉开秤
2024.09.12
2. 8月 USDA 供需报告解读及近期美棉出口情况
2024.08.13
3. 进口配额减量下发，利多效果有限
2024.08.06
4. 7月 USDA 供需报告解读及近期美棉出口情况
2024.07.15

1 行情回顾

在 2024 年前三季度，国内外棉花价格经历了一个典型的 A 型波动，即年初大幅上涨后转为更大幅度下跌。

年初，受到海外市场强劲的主动补库预期和阶段性的溯源订单影响，加之美棉旧作供应紧张的宣传，美棉期货市场出现增仓并推动价格上升，上演了一幕逼仓行情。美棉 03 合约价格一度冲破 100 美分/磅大关，这一趋势带动了全球棉价的普遍上涨。然而，棉价的急剧上涨导致用棉需求出现负反馈，以越南为首的东南亚纺织国家开机率持续下降，外棉基差也快速走弱。

从 4 月份开始，ICE 美棉仓单数量的大幅增长导致美棉价格从高位回落，CFTC 持仓数据显示出多头的恐慌性撤退。随着美棉进入播种季节，产区天气状况良好，新棉播种进展顺利，期货市场的天气升水被挤压，美棉价格快速下行，跌破 70 美分/磅，但由于中国内外价差不断扩大，中国进口贸易商积极开展多外空内的内外套利操作，外棉现货价格相对扛跌，外棉基差恢复至正常水平。与此同时，郑棉期货的走势与美棉大体相似，但波动幅度相对较小。在美棉市场逼仓期间，郑棉价格虽有所跟随上涨，但受国内市场需求不旺和套保盘的抛售压力影响，上涨势头遭遇重重阻力，最终在 16500 元/吨一线停滞不前。随后，随着美棉价格的下跌，内外价差距缩小，郑棉价格也随之回落。进入 4 月下旬，国内下游需求季节性转淡，叠加新疆产区天气同样表现良好，同时棉价也处于高位，共同导致产业链出现了持续负反馈，在此背景下，郑棉开启暴跌模式。5-8 月，市场持续交易供需过剩的年度平衡表，在此期间，美棉从 80 美分/磅以上最低跌至 66 美分/磅，郑棉从 15500 元/吨最低跌至 13200 元/吨。

8 月中旬开始，随着前期美棉现货价格大幅崩跌，新作出现大量弃收的情况，叠加主产区降水减少，美棉收获面积和单产均有所减少，USDA 连续两个月下调新作产量，ICE 美棉触底反弹。与此同时，国内轧花厂未点价多单由于郑棉前期崩跌而集中止损，郑棉逼多行情告一段落，同时临近新棉开秤及节日长假，空头获利减仓离场，郑棉跟随外盘反弹。在此期间，美棉从 66 美分/磅最高反弹至 75 美分/磅附近，郑棉从 13200 元/吨反弹至 14600 元/吨。

图表 1、2024 年上半年美棉期货走势



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 2、2024 年上半年郑棉期货走势



资料来源：Wind、国贸期货研究院

2 国际棉市

2.1 四季度全球供需或仍过剩

USDA 发布 2024/25 年度 9 月全球棉花供需报告，报告显示全球棉花产量、消费、贸易以及期初和期末库存均呈现下降趋势。由于美国、印度和巴基斯坦的减产预期增强，尽管中国棉花产量有所增加，全球棉花总产量仍环比减少了 26.6 万吨，其中美棉的单产被下调，而种植面积保持不变，反映出产区天气不良及现货大幅下跌对新作收获的不利影响。消费方面，全球棉花消费量环比减少 10 万吨，主要是 USDA 下调了东南亚消费量，其中越南消费减少了 4.4 万吨，孟加拉国和土耳其分别减少了 2.2 万吨。贸易量方面，中国、越南、土耳其和孟加拉国进口减少，抵消了印度进口增加的影响，故世界贸易减少了约 13.9 万吨。库存方面，由于对产量的较大幅度下调，超过了消费量和贸易量的调减量之和，导致期末库存和库销比环比下降。

USDA 对 2023/24 年度的全球供需平衡表也进行了相应调整，主要体现在期初库存和全球棉花消费量上，进而导致期末库存数量的降低，产量和贸易量也有所减少。

总体而言，报告内容中性偏多。产量端已部分反映了天气升水的价格，而需求端的利空因素是否已充分计价还需进一步观察。预计美棉的反弹空间有限，但近期飓风袭击美国东南部，需关注该天气事件对美棉第二大产区佐治亚州的影响。

图表 3、USDA 棉花 9 月供需报告（2024/25 年度）

单位：万吨	期初库存	产量	进口	出口	国内使用	损耗	期末库存	库存消费比	
全球	9月份预估	1646.23	2534.77	936.01	936.01	2520.19	(4.57)	1665.39	48.19%
较环比预估变化	-3.70	-26.56	-13.93	-11.97	-10.02	2.18	-24.39	-0.00	
较环比预估%变化	-0.22%	-1.04%	-1.47%	-1.26%	-0.40%	-32.26%	-1.44%	-0.82%	
上一年度	1654.07	2472.72	952.12	973.46	2463.58	(4.57)	1646.23	47.90%	
中国	9月份预估	819.09	605.28	206.84	1.74	827.36	0.00	802.10	96.74%
较环比预估变化	-0.22	6.53	-10.89	0.00	0.00	0.00	-4.79	-0.01	
较环比预估%变化	-0.03%	1.09%	-5.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.59%	-0.59%	
上一年度	726.34	595.48	326.15	1.31	827.36	0.00	819.09	98.84%	
美国	9月份预估	68.58	315.92	0.22	256.92	41.37	(0.65)	87.09	29.20%
较环比预估变化	0.00	-13.06	0.00	-4.35	0.00	2.39	-10.89	-0.03	
较环比预估%变化	0.00%	-3.97%	0.00%	-1.67%	0.00%	-78.57%	-11.11%	-9.81%	
上一年度	101.24	262.80	0.00	255.83	40.28	(0.65)	68.58	23.16%	
澳大利亚	9月份预估	91.23	108.86	0.00	117.57	0.22	(3.92)	86.22	73.20%
较环比预估变化	0.87	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.09	0.01	
较环比预估%变化	0.96%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.28%	1.28%	
上一年度	104.07	108.86	0.00	125.41	0.22	(3.92)	91.23	72.62%	
巴西	9月份预估	69.02	363.60	0.22	272.16	71.85	0.00	88.83	25.82%
较环比预估变化	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
较环比预估%变化	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
上一年度	87.31	317.23	0.22	268.02	67.50	0.00	69.02	20.57%	
印度	9月份预估	221.43	522.54	50.08	28.30	555.20	0.00	210.54	36.08%
较环比预估变化	-8.71	-10.89	6.53	-4.35	0.00	0.00	-8.71	-0.01	
较环比预估%变化	-3.78%	-2.04%	15.00%	-13.33%	0.00%	0.00%	-3.97%	-3.26%	
上一年度	235.58	561.73	19.16	50.73	544.32	0.00	221.43	37.21%	
巴基斯坦	9月份预估	40.28	124.10	87.09	1.09	209.02	0.00	41.37	19.69%
较环比预估变化	4.35	-6.53	0.00	0.00	0.00	0.00	-2.18	-0.01	
较环比预估%变化	12.12%	-5.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-5.00%	-5.00%	
上一年度	33.31	152.41	69.67	3.92	211.19	0.00	40.28	18.72%	
越南	9月份预估	22.43	0.00	150.23	0.00	150.23	0.00	22.64	15.07%
较环比预估变化	-0.44	0.00	-4.35	0.00	-4.35	0.00	-0.22	0.00	
较环比预估%变化	-1.90%	0.00%	-2.82%	0.00%	-2.82%	0.00%	-0.95%	1.92%	
上一年度	22.86	0.00	143.48	0.00	143.70	0.00	22.43	15.61%	
孟加拉国	9月份预估	34.62	3.48	167.65	0.00	167.65	0.00	37.88	22.60%
较环比预估变化	0.00	0.00	-2.18	0.00	-2.18	0.00	0.00	0.00	
较环比预估%变化	0.00%	0.00%	-1.28%	0.00%	-1.28%	0.00%	0.00%	1.30%	
上一年度	37.67	3.48	158.94	0.00	165.47	0.00	34.62	20.92%	
土耳其	9月份预估	30.70	87.09	102.33	17.42	163.29	0.00	39.41	21.81%
较环比预估变化	-0.44	0.00	-2.18	0.00	-2.18	0.00	-0.44	0.00	
较环比预估%变化	-1.40%	0.00%	-2.08%	0.00%	-1.32%	0.00%	-1.09%	0.10%	
上一年度	57.26	69.67	77.73	30.26	143.70	0.00	30.70	17.65%	

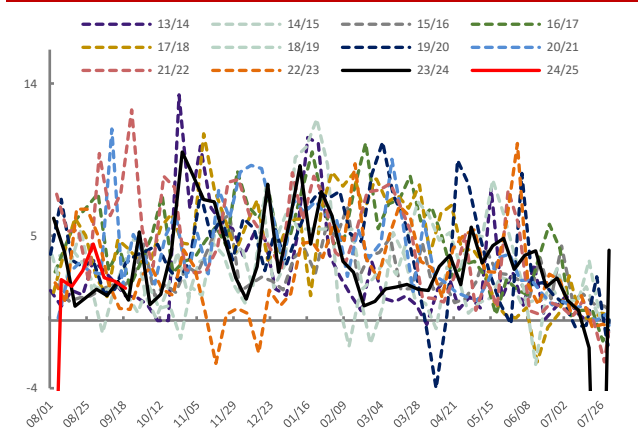
资料来源：USDA、国贸期货研究院

2.2 美国：新作维持供需过剩

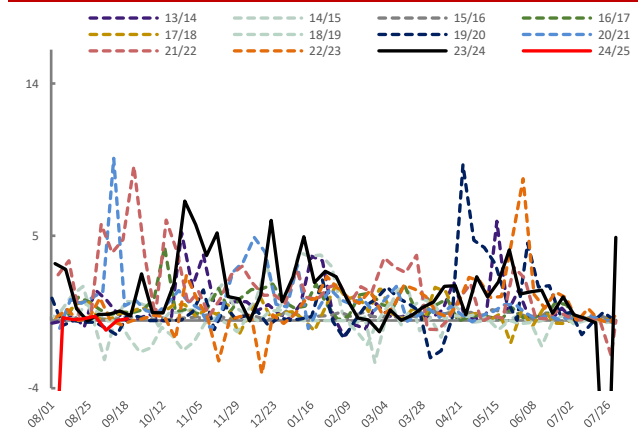
出口方面，近期美棉出口需求表现持续不佳。新作签约进度处于近 5 年以来的最低位，较去年低 10 个百分点左右。作为美棉第一大出口国，中国的进口滑准税配额下放数量仅 20 万吨，远低于往年 40-80 万吨水平，这导致进口贸易商的采购意愿不高，进而影响到美棉新作签约量；另一方面，其他棉花主产国巴西和澳大利亚的丰产也在相当程度上对美棉市场形成挤压效应。装运方面，旧作装运进度也处于近 5 年以来的低位，较去年低 10 个百分点左右。USDA 大幅下调美棉产量预期后，市场反应平平，新作签约和装运的实际情况也从侧面印证了市场反应的合理性，反映出全球棉花消费疲软和供应端压力增加。USDA 最新的出口周报显示，2024 年 9 月 13-19 日，2024/25 年度美国陆地棉出口签约量 19931 吨，较前周下降 18%，较前 4 周平均水平下降 38%，主要买家土耳其（7151 吨）、巴基斯坦（7060 吨）、越南（3019 吨）、中国（1067 吨）、秘鲁（817 吨）。2024/25 年度美国陆地棉出口装运量 18047 吨，较前周下降 39%，较前 4 周平均水平下降 43%，主要运往巴基斯坦（4109 吨）、印度（2769 吨）、中国（2066 吨）、墨西哥（1453 吨）、洪都拉斯（1385 吨）。

新作生产方面，美棉已经进入收获期。从面积来看，8月公布的 USDA 供需报告对美棉预估收获面积调减 50 万英亩，同时调增弃种率 5.6 个百分点至 22.74%，最终使得美棉产量预估较 7 月份大幅下调 41 万吨，一方面是因为美棉大跌影响了棉农的种植积极性，另一方面在于美棉主产区得州不利的降水情况拖累了美棉优良率。从产区天气来看，近期得州东部气温逐渐降低，伴随小雨，但土壤表层和底层仍面临水分不足的问题，表层土壤缺水区域面积周环比有所减少，但仍处于近年中等偏差水平，底层土壤缺水区域面积占比继续扩大，处于近年来中等偏差水平。得州南部也有小雨，收获工作接近尾声，而得州西部则是晴朗且多风，部分地区遭遇雷雨。从作物进度来看，根据 USDA 最新统计，截至 9 月 22 日，全美棉花吐絮率为 63%，采摘进度为 14%，均高于去年同期的水平和近五年均值。得州的吐絮率和采摘进度虽然略低于去年同期，但仍然处于近年来的较快水平。全美棉株偏差率为 33%，得州高达 48%，均显示出现上升，但低于去年同期。进入四季度，随着美棉新作开始上市，市场关注重点将转向美棉实际产量以及棉花品质，考虑到海外纺服需求不佳的实际情况，年底节日需求成色同样不容忽视，从海外经济周期运行规律来看，疲弱的终端需求或将成为压制美棉价格中枢的中长期因素。

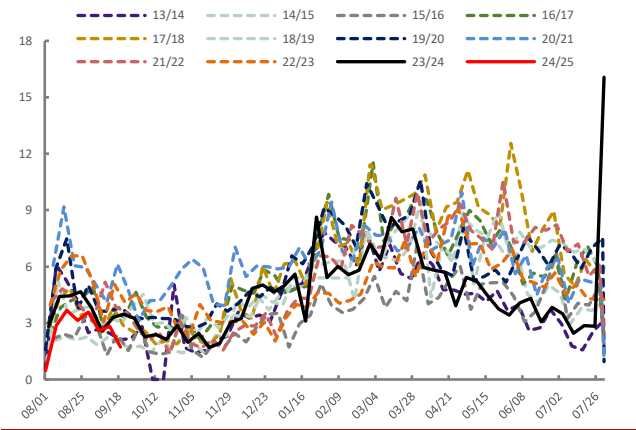
图表 4、美国陆地棉本年度签约量（万吨）



图表 5、美国陆地棉本年度对华签约量（万吨）

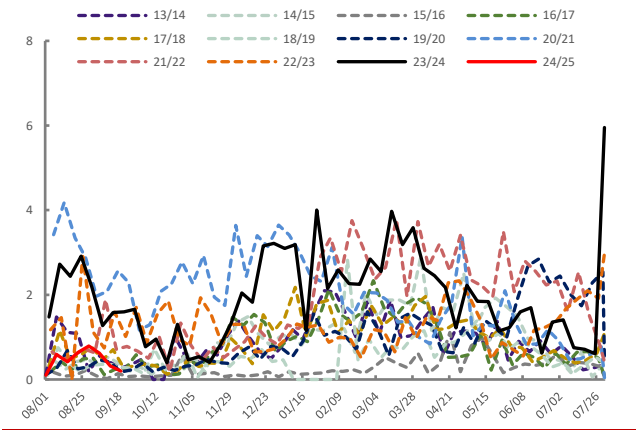


图表 6、美国陆地棉本年度装运量（万吨）



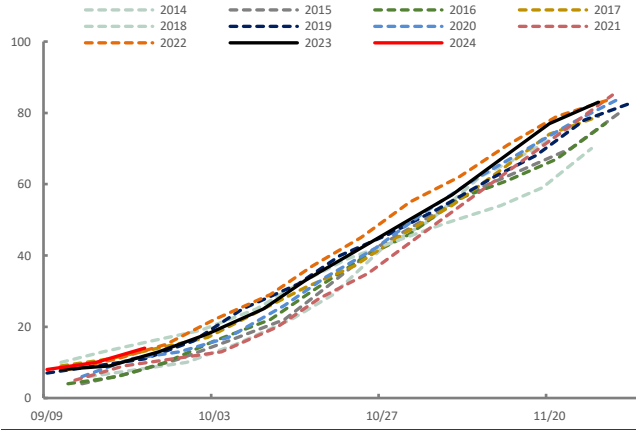
资料来源：USDA、国贸期货研究院

图表 7、美国陆地棉本年度对华装运量（万吨）



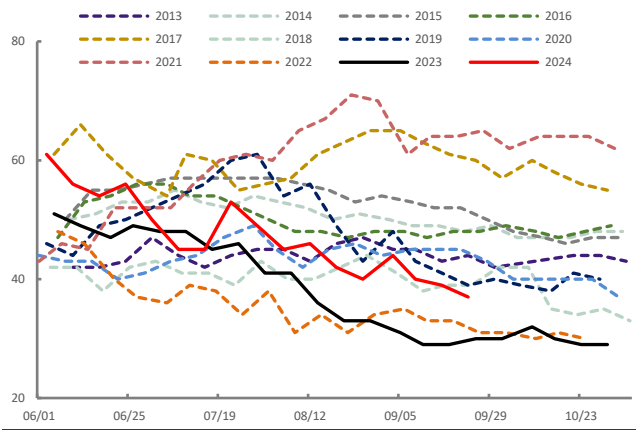
资料来源：USDA、国贸期货研究院

图表 8、美棉收获率（%）



资料来源：USDA、国贸期货研究院

图表 9、美棉优良率（%）



资料来源：USDA、国贸期货研究院

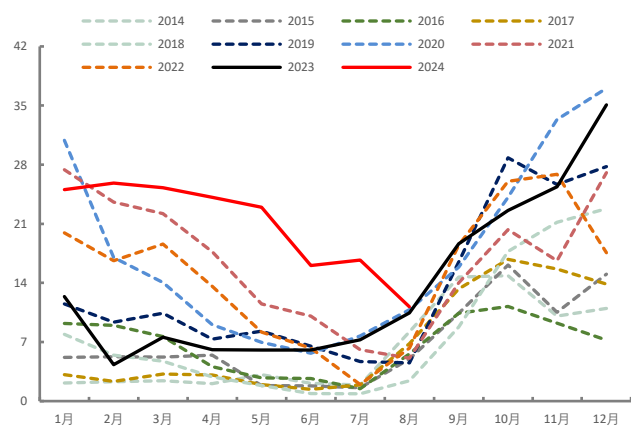
2.3 巴西：供销双增

供应端，2024/25 年度巴西棉花产量预计为 1660 万包（约 360 万吨），同比增长 170 万包，增幅 11%，这一增长主要得益于播种面积的增加，这是由于巴西中西部种植玉米的农户转向种植棉花所致。2024/25 年度巴西植棉面积达到 196 万公顷，同比增长 19%，其中两个主产区马托格罗斯州和巴伊亚州的面积增幅较大，均为 20% 左右。2024/25 年度巴西棉单产达到 1844 公斤/公顷，但同比仍下降 6%，低于上年度的历史最高记录，主要受厄尔尼诺气候影响。截至 9 月底，巴西棉区的收获工作基本完成，马托格罗索州的收获工作预计 10 月上中旬结束，巴伊亚州的旱地田收获也进入最后阶段。

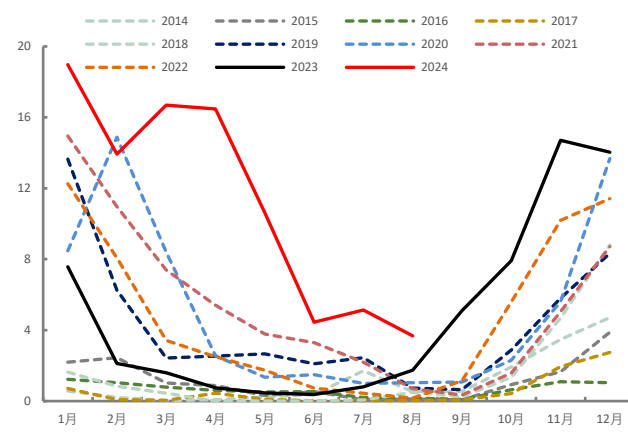
需求端，2024/25 年度巴西棉花出口量预计上调至 1200 万包（约 260 万吨），同比增长近

90%，其中对中国的出口量同比增长超 200%，主要在于中巴合作关系的进一步深化，这使得中国进口棉来源成规模地从美国转向巴西，同时，巴西国内丰产格局也是奠定巴西棉出口供应的重要基础。

图表 10、巴西棉月度出口量（万吨）



图表 11、巴西棉对华月度出口量（万吨）

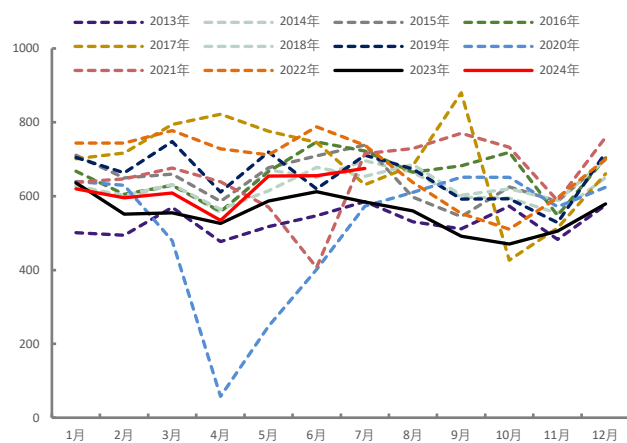


2.4 印度：新作减产，需求尚可

之前市场预期印度 2024/25 年度产量减幅较大，主要受种植面积大幅减少的影响，因原先的植棉农户改种水稻和豆类等其他收益更高的作物。据印度农业部统计，截至目前，印度棉花播种完成 1100 万公顷，同比减少 9%，比近五年同期均值也减少 9%。USDA 预计，2024/25 年度印度棉花种植面积 1180 万公顷，较同比减少 7%，产量 522 万吨，同比减少 7%。据印度气象局的报告，今年印度夏季降水量偏低，导致棉花播种进度缓慢，北部和中部的部分产区出现减产情况，南部产区天气状况良好，预计产量有所提升。

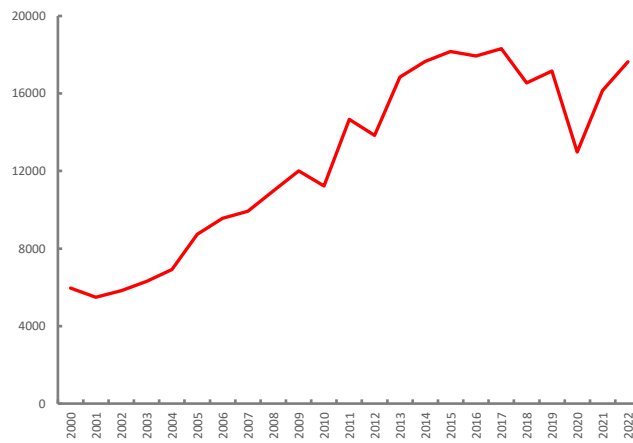
USDA 预计，2024/25 年度印度国内用棉量为 555 万吨，同比增长 2%，主要原因是来自欧美等海外消费市场的需求增加。根据印度商工部数据，截至 7 月，2024/25 年度印度纺织品服装出口额 111.8 亿美元，同比增长 4.3%，印度棉纱出口量也出现了大幅增长，其中，孟加拉国不仅是印度棉纱最大出口目的地，也是采购量增长最快的国家。

图表 12、印度纺织品服装出口金额（百万美元）



资料来源：印度商工部、国贸期货研究院

图表 13、印度年度服装出口金额（百万美元）



资料来源：印度商工部、国贸期货研究院

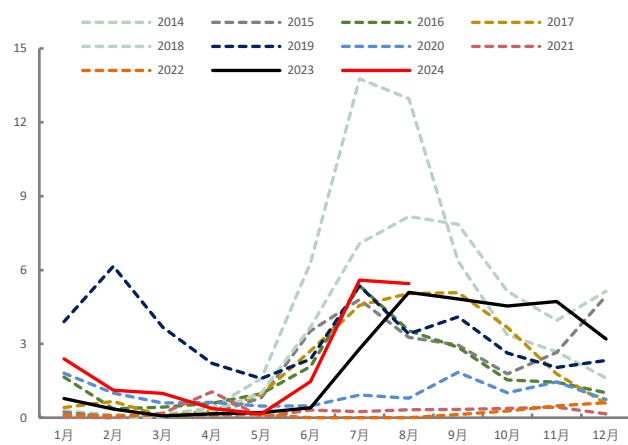
2.5 澳大利亚：产销双旺

USDA 预计，2023/24 年澳大利亚棉花产量为 109 万吨，同比基本持平，处于历史高位。近几个月澳大利亚棉花主产区遭遇持续性降水，部分地区出现洪涝灾害，为丰产奠定了基础，但也导致籽棉采收、运输、收购、加工等环节受到影响。

由于产量逐年攀升，澳棉出口量虽同比下滑，但仍处于高位。据统计，2023 年 9 月-2024 年 7 月，澳大利亚棉花出口 107.42 万吨，累计同比减少 4.2 万吨，累计同比减幅 3.7%。近年来，由于地缘政治因素变化，澳棉出口逐渐向东南亚国家倾斜，2023 年对越出口占比最高，对其他东南亚国家的出口占比也有明显提升。

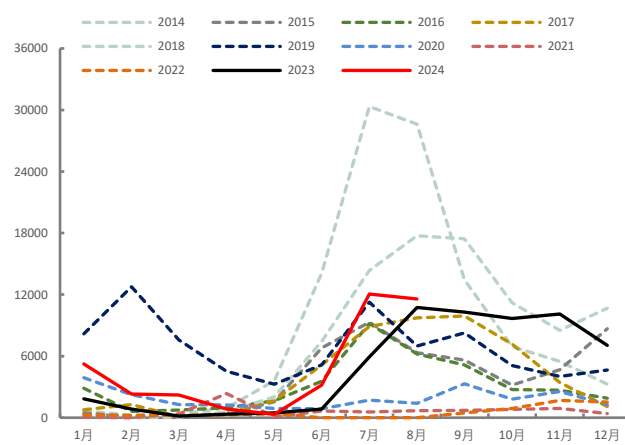
从流向上看，澳大利亚 80% 的棉花流入中国、越南、孟加拉国和印尼四大市场。过去三年，由于中澳关系紧张，澳棉主要流向越南、印尼、印度等东南亚国家，越南进口量连续三年位居首位，2022 年占比最高达 40%。去年中澳关系开始缓和，中国进口占比开始回升。据统计，2023 年 9 月-2024 年 7 月，澳大利亚棉花出口主要目的地包括越南（34.1 万吨，占 31.7%）、中国（29.7 万吨，占 27.6%）、印度尼西亚（11.5 万吨，占 10.7%）、孟加拉国（11.2 万吨，占 10.4%）、印度（6.3 万吨，占 5.8%）、马来西亚（4.9 万吨，占 4.6%）；其中，出口占比同比增加的国家或地区有中国（+18.7%）、孟加拉国（+3.2%）。

图表 14、中国月度进口澳棉数量（万吨）



资料来源：海关总署、国贸期货研究院

图表 15、中国月度进口澳棉金额（万美元）



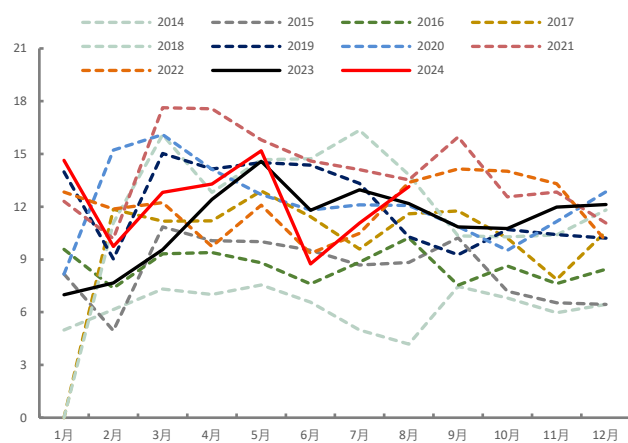
资料来源：海关总署、国贸期货研究院

2.6 东南亚：出口预期难言乐观

今年以来，受益于全球供应链格局重塑以及欧美纺服行业主动补库周期的到来，越南纺织工业景气度有所改善，纺织品服装贸易体量稳中有升。越南海关数据显示，2024 年 1~7 月，越南向全球出口纺织品服装金额为 228.1 亿美元，同比增长 6.1%。但从下半年开始，随着欧美补库周期接近尾声，越南纺服出口受到冲击，开机率持续回落，市场预期开始转向悲观。

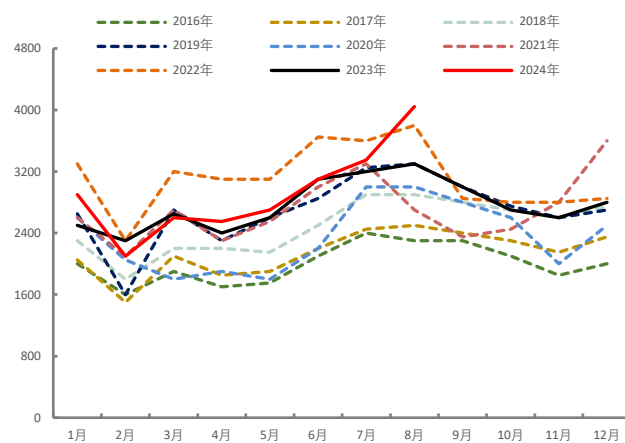
类似地，在全球供应链格局重塑的大背景下，今年上半年孟加拉国纺织品服装贸易规模及贸易韧性同步提升。但受到经济大幅衰退和社会局势动荡的影响，今年以来，孟加拉国频繁出现大量纺织厂停摆的情况，导致其国内供应链混乱，纺织服装业接连面临工厂关闭、营业受阻、部分港口运营中断等风险挑战，许多国际买家因担忧局势取消订单，一些国际买家正在考虑将生产转移到其他社会发展更为稳定的东南亚国家。孟加拉国统计局数据显示，1~5 月孟加拉国向全球出口纺织服装金额为 195.4 亿美元，同比增长 13.4%，增速较上年同期放缓 9 个百分点。

图表 16、越南棉花进口数量（万吨）



资料来源：越南海关、国贸期货研究院

图表 17、越南纺织品服装出口额（百万美元）



资料来源：越南统计局、国贸期货研究院

3 国内棉市

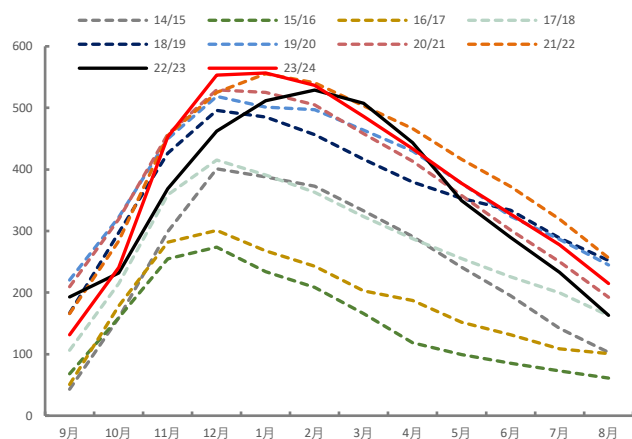
3.1 供应：宽松格局难改

从库存来看，全国棉花工商业库存正处于新棉上市前的季节性去库尾声，与往年同期相比维持高位。截至8月底，全国商业库存215万吨，同比增长32%，其中新疆商业库存103万吨，同比增长30%，全国工业库存85万吨，同比增长7%。

进口方面，2023/24年度国内棉花进口量创下近年记录，达到惊人的326万吨，同比增长28%。三季度滑准税进口配额发放，配额总量为20万吨，低于市场此前40-70万吨的预期，更是远低于往年水平，这导致当前保税区棉花库存居高不下，难以去化。截至8月底，全国棉花保税区库存42万吨，同比增长93%。

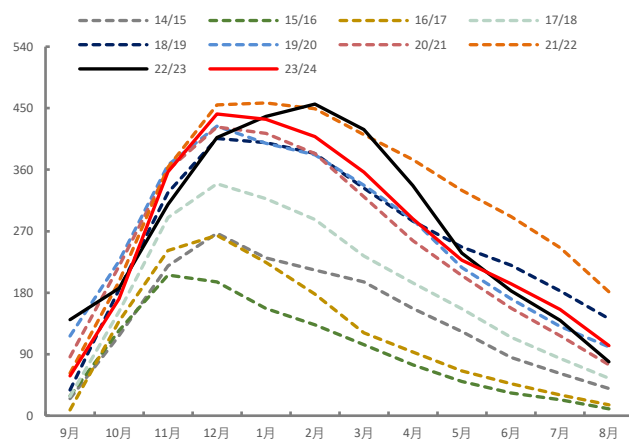
新作方面，今年新疆产区天气风调雨顺，新棉种植顺利。近期产区降水较多，新棉大量上市时点可能延后。虽然今年种植面积略有下降，但由于天气条件适宜，预计仍将实现增产，预估新疆产量将达600万吨以上。由于近年籽棉收购期间，籽棉价格走势不甚理想，轧花厂普遍亏损严重，相当一部分轧花厂退出经营，其余轧花厂收购心态较为谨慎，预计籽棉收购价低开平走概率较大。当前新疆手摘籽棉报价6.7-7元/公斤，机采籽棉尚未开秤，市场预期6-6.3元/公斤，实际开秤价仍需持续跟踪。目前最大的不确定性在于新棉开秤情况，短期关注宏观以及下游实际需求表现。

图表 18、全国棉花商业库存（万吨）



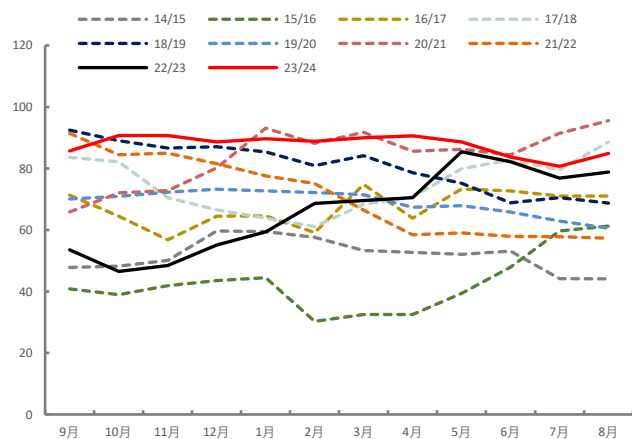
资料来源：中国棉花信息网、国贸期货研究院

图表 19、新疆棉花商业库存（万吨）



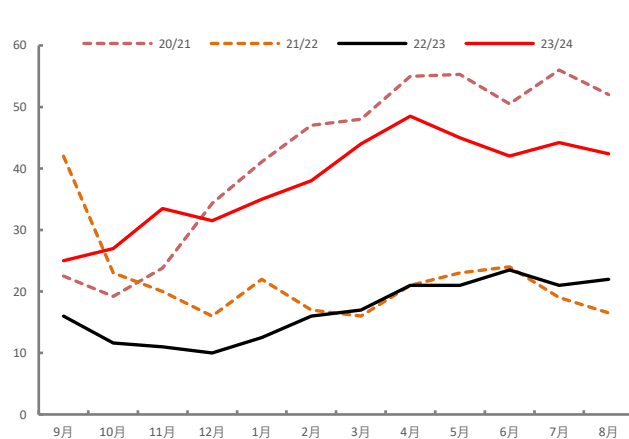
资料来源：中国棉花信息网、国贸期货研究院

图表 20、全国棉花工业库存（万吨）



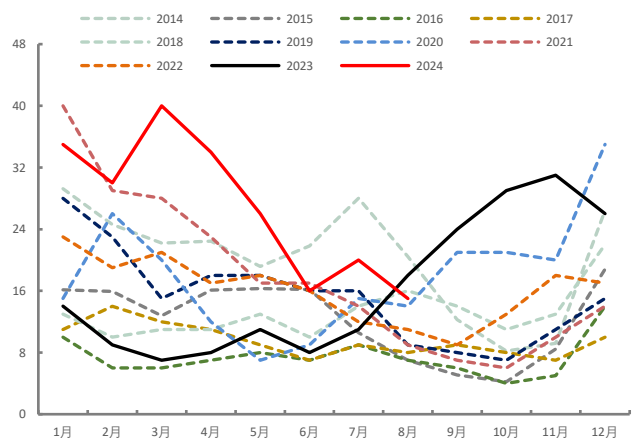
资料来源：中国棉花信息网、国贸期货研究院

图表 21、全国棉花保税区库存（万吨）



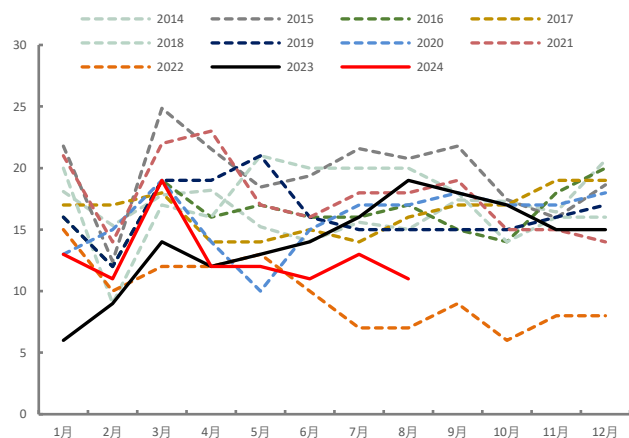
资料来源：中国棉花信息网、国贸期货研究院

图表 22、中国棉花月度进口量（万吨）



资料来源：海关总署、国贸期货研究院

图表 23、中国棉纱月度进口量（万吨）

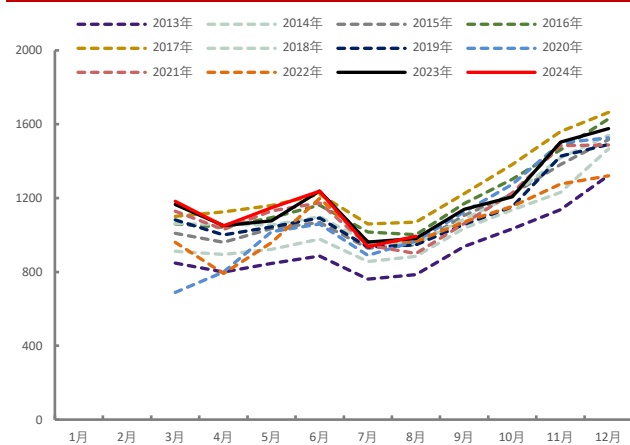


资料来源：海关总署、国贸期货研究院

3.2 需求：边际回暖

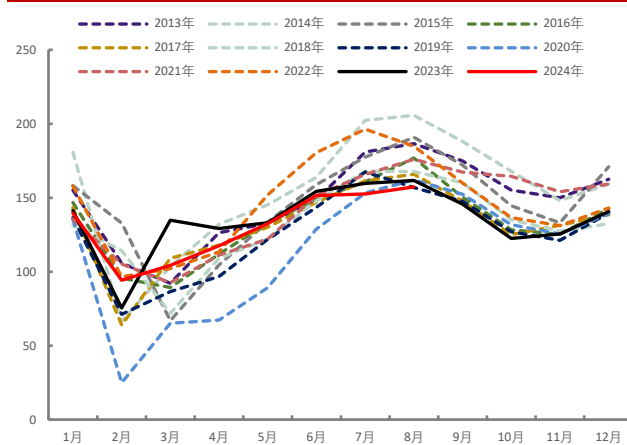
国内下游织厂开机季节性回升，纱厂开机跟随好转。工厂成品库存持续去化，反映旺季消费正在落地，工厂补库相对谨慎，表明市场观望心态仍然浓厚。终端销售不畅的背景下，市场仍然担忧旺季不旺。近期终端消费数据呈现边际回暖的迹象，当前正处于传统消费旺季，消费回暖的可持续性有待进一步观察。国家统计局最新公布数据显示，7月国内服装零售额994亿元，同比增长1.3%，2024年1-8月服装累计零售额同比增长1.1%；8月服装出口额157亿美元，同比下降2.7%，同比跌幅环比收窄；2024年1-8月服装累计出口额892.1亿美元，同比下降3.7%。目前市场对于国内外经济长期下行的预期较强，但国内逆周期调节相关政策出台的呼声渐起。近期股市大涨，宏观情绪和风险偏好明显回暖，后期关注潜在政策出台对于内需的调节及其对棉价产生的影响。

图表 24、中国纺织品服装零售额（亿元）



资料来源：国家统计局、国贸期货研究院

图表 25、中国纺织品服装出口金额（亿美元）



资料来源：海关总署、国贸期货研究院

4 总结

宏观上，国际方面，美联储9月议息会议宣布降息50BP，为2020年3月以来首次降息，声明强调对通胀回落至2%更有信心，但就业下行风险已经加重，这一措辞的转变意味着美联储开始更加关注就业下行风险，也表明美国经济的实际情况可能弱于经济数据表现，需求预期不甚乐观。国内方面，美联储降息落地为国内政策进一步走向宽松打开了空间，随着多重刺激政策落地，市场预期和风险偏好边际回暖，但当前内销和出口表现仍然疲软，地产下行拖

累仍然存在。总体来看，未来欧美经济可能从放缓走向衰退，后期关注美国经济数据及降息路径；而国内或呈现“强预期、弱现实”的局面，后期仍需关注国内逆周期调节政策以及实体需求改善情况。

从供应端来看，全球棉花供应维持宽松预期，其中，北半球主产国产量增减不一，整体预期增产，南半球丰产已经落地，出口对美棉形成挤压效应。具体来看，三季度美棉产区天气不佳，对新作产量及品质形成一定扰动，叠加国际棉价大跌导致大量弃收，总产量低于此前预期，但同比预计仍为丰产。印度受种植面积下降影响存在减产预期，但不同棉区天气情况差异较大，导致整体单产情况不甚明朗，实际减产幅度需持续跟踪。中国新疆天气良好，虽然种植面积同比略降，但单产预计明显回升，仍然维持丰产预期。

从需求端来看，国际方面，在高利率压制下，欧美纺服需求预期不甚乐观，终端零售库存维持高位，难以去化。虽然美棉价格持续回落，但出口改善程度较为有限，表明亚洲纺织国家使用和储存需求的疲软。国内方面，近期终端消费数据呈现边际回暖的迹象，但纺织工厂补库相对谨慎，市场观望心态较浓，轧花厂因近年亏损和需求悲观的预期，收购心态同样较为谨慎，预计新作籽棉低开平走概率较大。近期股市大涨，宏观情绪和风险偏好明显回暖，后期关注潜在政策出台对于内需的调节及其对棉价产生的影响。

附：品种观点评价体系

观点评级	短期（1个月以内）	中期（1-3个月）	长期（3个月以上）
强烈看多	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看多	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-5%	振幅-5%-5%	振幅-5%-5%
看空	下跌 5%-15%	下跌 5%-15%	下跌 5%-15%
强烈看空	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。分析师对信息来源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意见不会发生任何变化，本报告中的信息和意见仅供参考。

免责声明

国贸期货有限公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2012】31号。

本报告由国贸期货有限公司撰写及发布。本报告中的信息均来源于公开资料或合规渠道，国贸期货力求准确、客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述

的意见均不构成对任何人的交易建议。在任何情况下，国贸期货不承诺交易者一定获利，不与交易者分享交易收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。交易者务必注意，其据此做出的任何交易决策与国贸期货无关。

本报告仅供特定客户作参考之用，国贸期货不会因接收人收到本报告而视其为国贸期货的当然客户。未经国贸期货书面授权，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权。如欲引用或转载本报告，务必联络国贸期货并获得书面许可，并需注明出处为国贸期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用或删改。如未经国贸期货授权，私自转载或者引用本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或引用者承担，国贸期货保留追究其法律责任的权利。

风险提示

期货市场具有潜在风险，交易者在进行期货交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险，建议交易者应当充分深入地了解期货市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告提供的全部分析及建议内容仅供参考，不构成对交易者的任何交易建议及入市依据，交易者应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果。

期市有风险，投资需谨慎