

## 前途光明，道路曲折

投资观点： 震荡

报告日期 2024-12-23

- **宏观（偏多）**：国际方面，随着美国经济软着陆，美联储开启降息周期，有利于棉花在内的全球商品需求复苏。但随着全球贸易保护主义的抬头，各国之间贸易壁垒增加，将导致全球棉花贸易量下降，全球进出口贸易结构或发生深刻变化，各国国内供需格局以及国内价格波动面临更多不确定性。国内方面，多项重磅刺激政策已经出台，包括全方位扩大内需等财政政策以及适度宽松的货币政策，有助于提振远期棉花需求。后期重点关注国内政策具体落地情况以及实体需求改善情况。
- **供给（偏空）**：国际方面，2024/25 年度全球棉花产量预计同比增长，中国、美国、巴西、土耳其等主产国产量均出现不同程度增长，宽松的供应预期压制了国际棉价上行空间。从国内来看，产量端，2024/25 年度国内棉花产量预计同比增加，主要受新疆棉花增产推动。库存端，国内棉花商业库存和工业库存均呈现季节性回升。进口端，国内高供应、弱需求的格局也将压制新年度进口量，有利于国内棉价企稳。
- **需求（偏空）**：尽管美联储降息周期和中国经济刺激政策可能推动商品需求复苏，但国际贸易关系的不确定性为棉花需求的恢复增添阴影。美国对中国以及转口第三国加征关税，在抑制中国对纺织品服装出口的同时，也将导致中国对美国棉花进口量减少。在逆全球化的国际大背景下，国内国外双循环中国内大循环的重要性越发凸显，政策层对于内需的支持力度以及内需的恢复情况将尤为重要。
- **投资建议**  
震荡磨底。
- **风险提示**  
下游消费，中美贸易政策。

棉花（CF）

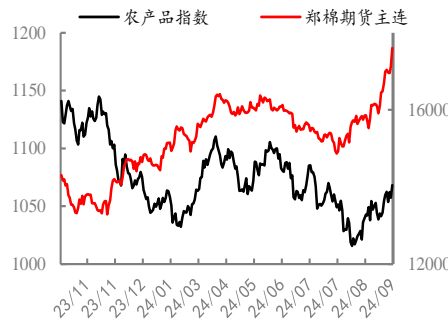
年度报告

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

- 11 月 USDA 供需报告解读及国内棉市展望 2024. 11. 15
- 美国大选结果对棉花的影响 2024. 11. 07
- 产销矛盾温和，郑棉震荡磨底 2024. 10. 31

## 1 行情回顾

2024 年国内外棉花价格先涨后跌，价格重心呈现震荡下移走势，主要经历了以下三个阶段。

### 1.1 春节前备货提振，节后震荡下行（1-3月）

美棉期货市场在海外强劲的主动补库预期和阶段性溯源订单的推动下，经历了逼仓行情。美棉 03 合约价格一度突破 100 美分/磅，带动全球棉价普遍上涨。然而，美棉逼仓引发了需求端的负反馈，东南亚纺织国如越南等国的开机率持续下降，外棉基差也迅速走弱。在此期间，郑棉跟随美棉反弹至 16000-16500 的轧花厂套保区间，受国内市场旺季不旺以及轧花厂套盘的压制，转为区间震荡走势。

### 1.2 内外价差收敛，天气升水回吐（4-8月）

4 月份，美棉“软逼仓”失败，仓单激增，价格转跌。与此同时，郑棉受到内外价差走阔以及种植期天气不及预期的拖累，开始由区间震荡转为下跌。在此期间，市场持续交易供需过剩的年度平衡表，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。

### 1.3 新棉收获逐步兑现，特朗普交易展开（9-12月）

9 月份，随着新作收获展开，产量进入兑现阶段，前期丰产预期充分计价，市场担忧实际产量不及预期，内外期价止跌反弹。进入 11 月，随着特朗普赢得 2024 年美国大选，中美贸易摩擦升温预期再起，导致国内纺织企业节前备货意愿低迷，叠加新棉上量逐步兑现，郑棉再度承压回落，测试前低支撑力度。

图表 1、2024 年美棉期货走势

资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 2、2024 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 全球供需格局宽松

USDA 发布 2024/25 年度 12 月全球棉花供需报告，报告主要调整了全球棉花期初库存、产量、国内消费量、期末库存。其中，印度产销环比双双调增，中国消费量调减导致中国进

口量调减，巴基斯坦国内消费量调增导致进口调增，对冲中国进口减量。本次报告小幅上调巴西产量和出口量，一定程度上反映了未来巴西增产仍具潜力。此外，本次报告下调了印度期初库存。

总体而言，报告内容中性，对于中国以及除中国外的进口量进行调整，与当前美棉出口周报反映的情况较为贴近。随着特朗普上台，中美贸易关系面临更多的不确定性，国内进出口占供需总量的比重或将面临更大波动。

图表 3、USDA 棉花 12 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	12月份预估	1614.66	2555.89	919.89	920.11	2521.06	(5.88)	1655.16	48.10%
	较环比预估变化	-9.36	26.34	2.18	1.74	12.41	-0.87	5.88	-0.00
	较环比预估%变化	-0.58%	1.04%	0.24%	0.19%	0.49%	17.39%	0.36%	-0.06%
上一年度		1652.54	2459.87	958.21	971.28	2489.27	(4.57)	1614.66	46.66%
中国	12月份预估	808.20	613.99	185.07	1.74	816.47	0.00	789.04	96.43%
	较环比预估变化	0.00	0.00	-10.89	0.00	-10.89	0.00	0.00	0.01
	较环比预估%变化	0.00%	0.00%	-5.56%	0.00%	-1.32%	0.00%	0.00%	1.33%
上一年度		726.34	595.48	326.15	1.31	838.25	0.00	808.20	96.27%
美国	12月份预估	68.58	310.48	0.22	246.03	39.19	(1.96)	95.80	33.59%
	较环比预估变化	0.00	1.52	0.00	0.00	0.00	-0.87	2.18	0.01
	较环比预估%变化	0.00%	0.49%	0.00%	0.00%	0.00%	80.00%	2.33%	2.33%
上一年度		101.24	262.80	0.00	255.83	40.28	(0.65)	68.58	23.16%
澳大利亚	12月份预估	91.45	108.86	0.00	117.57	0.22	(3.92)	86.44	73.38%
	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		104.07	108.86	0.00	124.98	0.22	(3.92)	91.45	73.04%
巴西	12月份预估	67.71	367.96	0.22	272.16	71.85	0.00	91.88	26.71%
	较环比预估变化	0.00	2.18	0.00	4.35	0.00	0.00	-2.18	-0.01
	较环比预估%变化	0.00%	0.60%	0.00%	1.63%	0.00%	0.00%	-2.31%	-3.55%
上一年度		87.31	317.23	0.22	268.02	68.80	0.00	67.71	20.10%
印度	12月份预估	202.49	544.32	50.08	28.30	566.09	0.00	202.49	34.07%
	较环比预估变化	-10.89	21.77	0.00	0.00	10.89	0.00	0.00	-0.01
	较环比预估%变化	-5.10%	4.17%	0.00%	0.00%	1.96%	0.00%	0.00%	-1.83%
上一年度		235.58	553.03	19.38	50.29	555.20	0.00	202.49	33.44%
巴基斯坦	12月份预估	40.28	119.75	97.98	1.09	215.55	0.00	41.37	19.10%
	较环比预估变化	0.00	0.00	10.89	0.00	8.71	0.00	2.18	0.00
	较环比预估%变化	0.00%	0.00%	12.50%	0.00%	4.21%	0.00%	5.56%	1.31%
上一年度		33.31	152.41	69.67	3.92	211.19	0.00	40.28	18.72%
越南	12月份预估	22.43	0.00	152.41	0.00	152.41	0.00	22.64	14.86%
	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%	1.45%	0.00%	1.45%	0.00%	0.00%	-1.43%
上一年度		22.86	0.00	143.48	0.00	143.70	0.00	22.43	15.61%
孟加拉国	12月份预估	37.23	3.27	167.65	0.00	169.83	0.00	38.32	22.56%
	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		37.67	3.48	165.04	0.00	168.74	0.00	37.23	22.06%
土耳其	12月份预估	30.70	87.09	93.62	17.42	154.59	0.00	39.41	22.91%
	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		57.26	69.67	77.73	30.26	143.70	0.00	30.70	17.65%

资料来源：Wind、国贸期货研究院

2.2 美国：出口结构调整

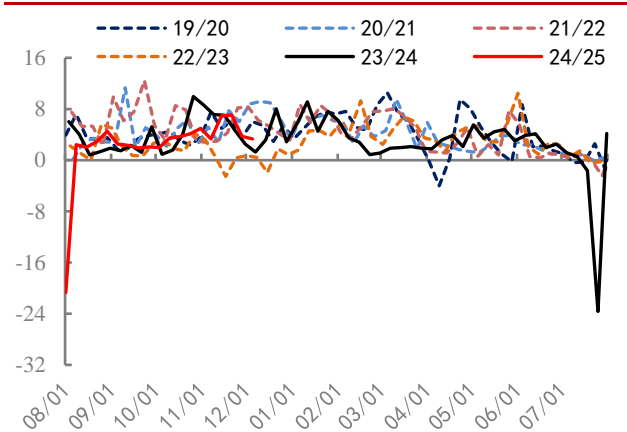
新作生产方面，USDA 发布的 12 月供需报告将 2024/25 年度美棉单产上调 3 磅/英亩，导

致美棉产量预期顺势上调至 310 万吨，月环比小幅上调 2 万吨，略高于市场先前预期。目前美棉基本完成收获工作，收获进度较往年同期明显偏快，但优良率处于同期偏低的水平，主要原因在于产区的天气扰动。得州主产区旱情持续发展，东南产区遭遇多轮飓风降水侵袭，西南产区局地遭遇霜冻，均导致棉花优良率出现不同程度下降。

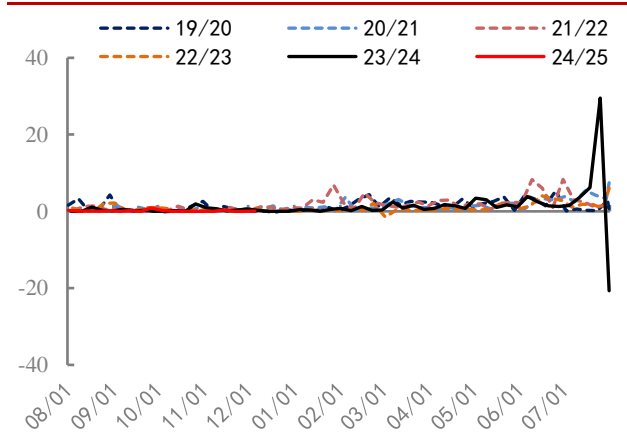
出口方面，当前年度美棉签约和装运表现较为一般，累计量处于同期低位。分项来看，中国和孟加拉国签约和装运量远低于往年同期，同比大幅减少。越南签约和装运情况稍好于去年同期。巴基斯坦签约和装运量远高于往年同期。美棉出口结构的改变一定程度上反映了一种悲观预期，即中美贸易关系恶化对于美棉对华出口的冲击。当前年度以来，巴基斯坦签约美棉的总量位居首位，远超中越两国，主要原因在于巴基斯坦对国内生产的棉花、棉纱征收了高额的销售税，导致纺织厂转向进口免税的外棉以满足用棉需求。

USDA 美棉出口周报显示，2024 年 11 月 29 日-12 月 5 日，美国 2024/25 年度陆地棉净出口签约量为 3.47 万吨，较前周减少 10%，较前四周平均值减少 37%。签约量净增来自越南、巴基斯坦、马来西亚、土耳其和孟加拉国。签约量为净负数的是中国香港地区(1111 吨)和中国(953 吨)。美国 2024/25 年度陆地棉装运量为 3.12 万吨，较前周减少 13%，与前四周平均值持平，主要运往巴基斯坦、中国(6305 吨)、越南、墨西哥和危地马拉。

图表 4、美国陆地棉当前年度周签约量（万吨）

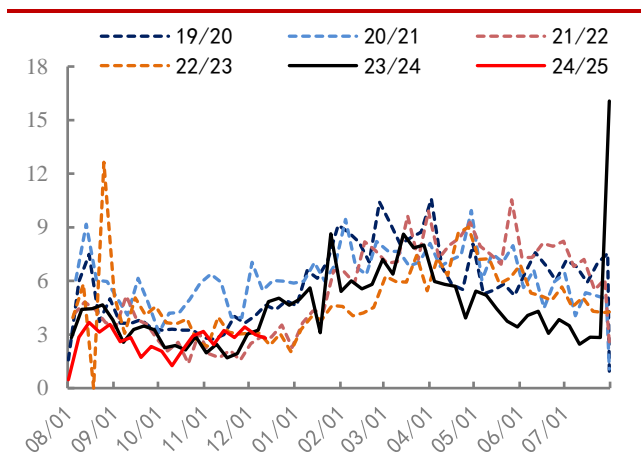


图表 5、美国陆地棉下一年度周装运量（万吨）

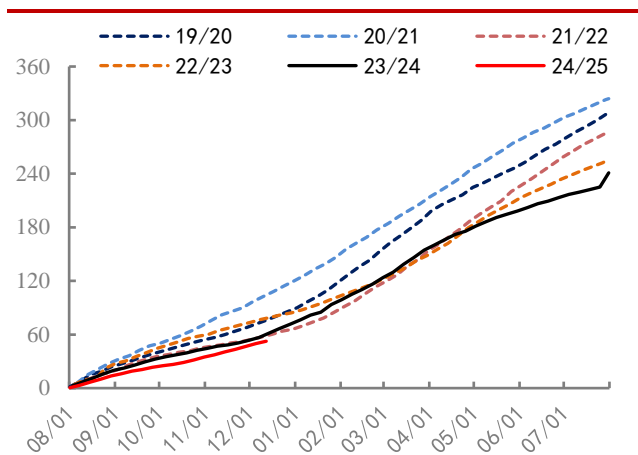


图表 6、美国陆地棉当前年度周装运量（万吨）

图表 7、美国陆地棉当前年度总装运量（万吨）

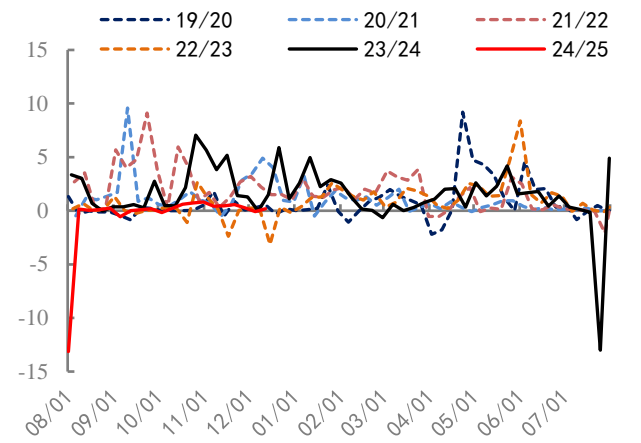


资料来源：USDA、国贸期货研究院



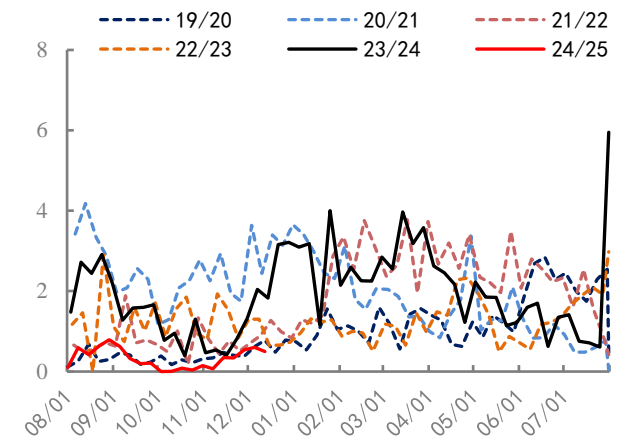
资料来源：USDA、国贸期货研究院

图表 8、美国陆地棉当前年度周签约量-中国（万吨）



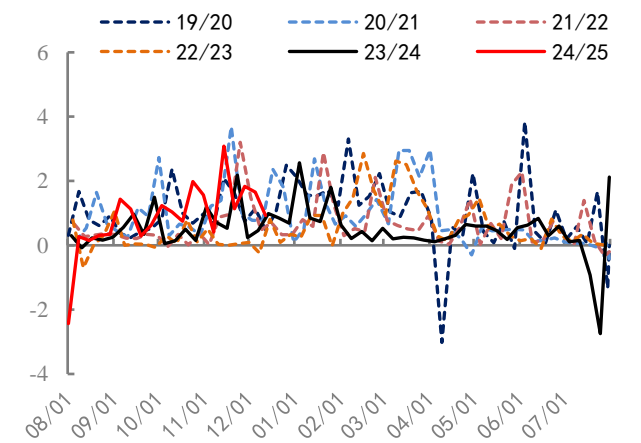
资料来源：USDA、国贸期货研究院

图表 9、美国陆地棉当前年度周装运量-中国（万吨）



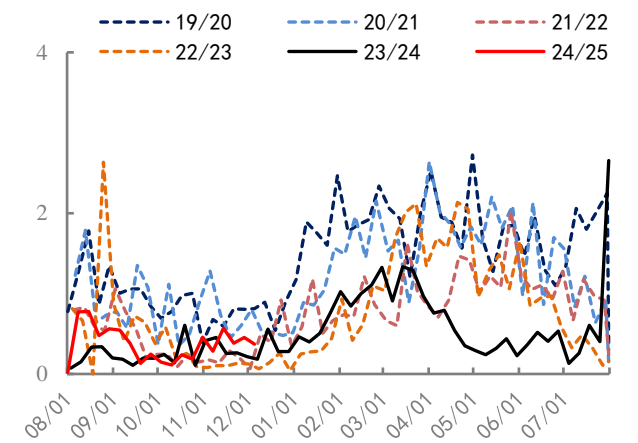
资料来源：USDA、国贸期货研究院

图表 10、美国陆地棉当前年度周签约量-越南（万吨）



资料来源：USDA、国贸期货研究院

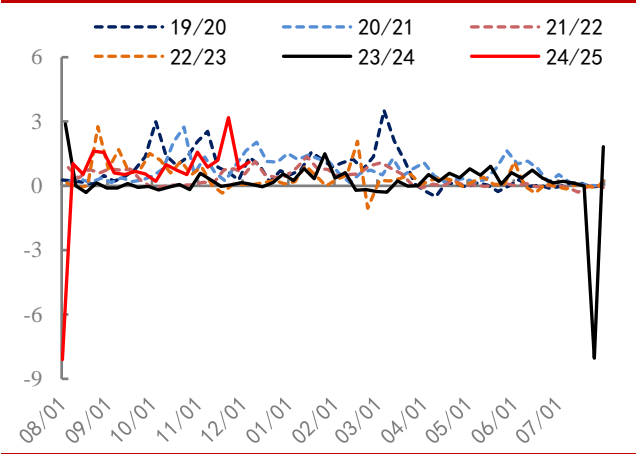
图表 11、美国陆地棉当前年度周装运量-越南（万吨）



资料来源：USDA、国贸期货研究院

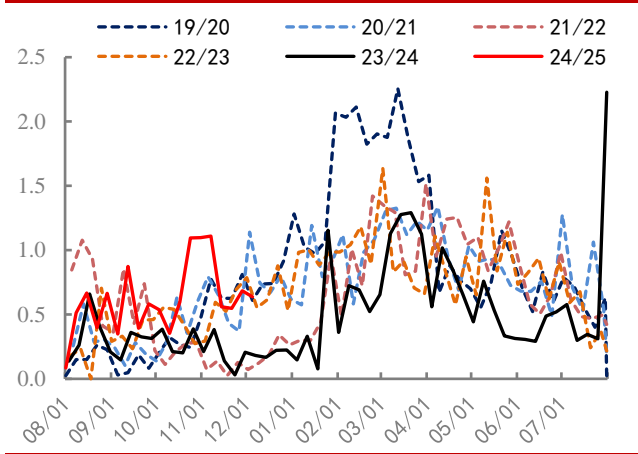


图表 12、美国陆地棉当前年度周签约量-巴基斯坦 (万吨)



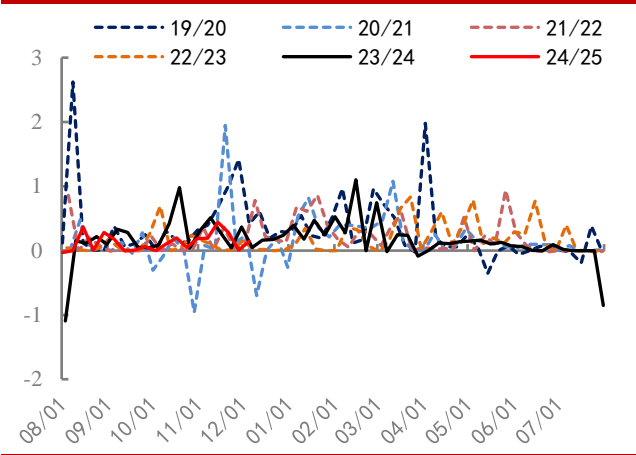
资料来源：USDA、国贸期货研究院

图表 13、美国陆地棉当前年度周装运量-巴基斯坦 (万吨)



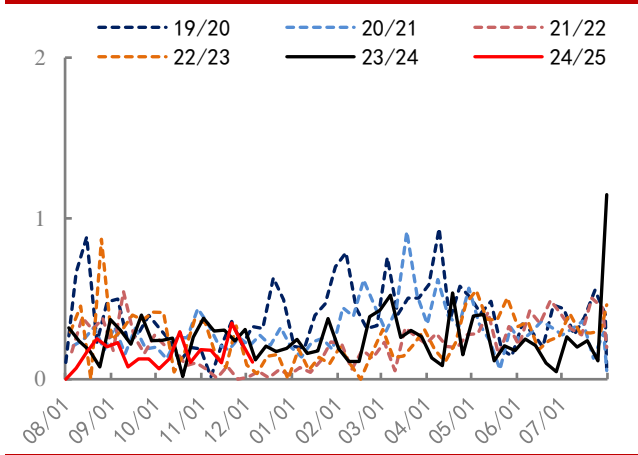
资料来源：USDA、国贸期货研究院

图表 14、美国陆地棉当前年度周签约量-孟加拉国 (万吨)



资料来源：USDA、国贸期货研究院

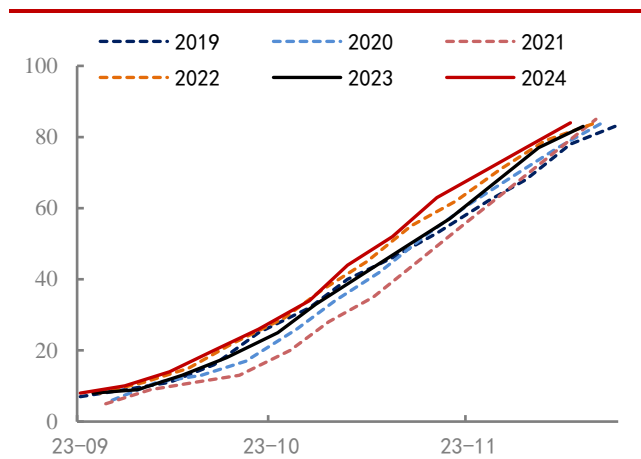
图表 15、美国陆地棉当前年度周装运量-孟加拉国 (万吨)



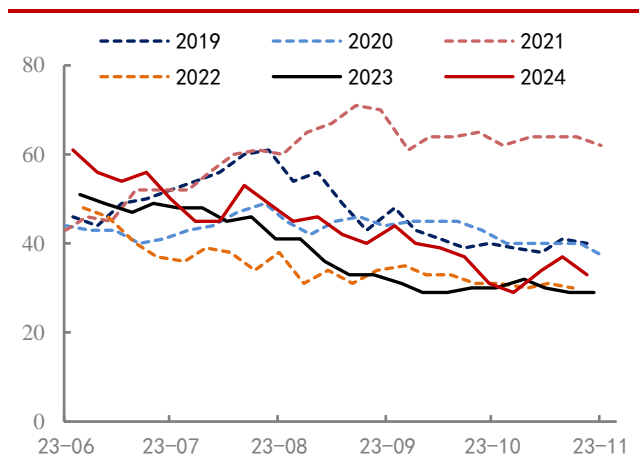
资料来源：USDA、国贸期货研究院

图表 16、美棉收获率 (%)

图表 17、美棉优良率 (%)



资料来源：USDA、国贸期货研究院

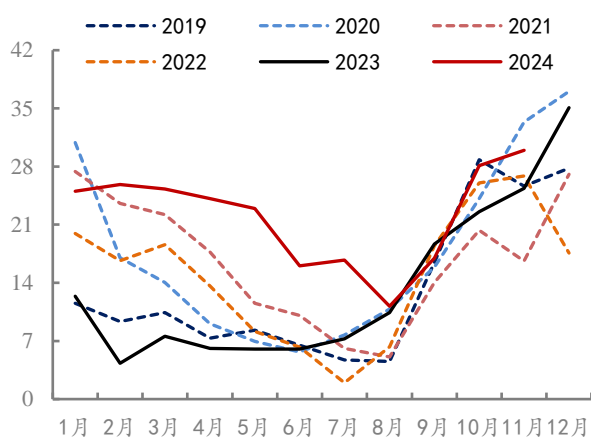


资料来源：USDA、国贸期货研究院

## 2.3 巴西：供销双增

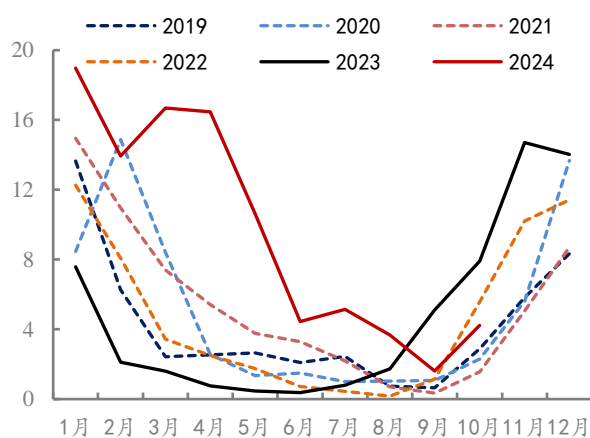
USDA 12 月棉花供需报告小幅上调巴西产量 2 万吨至 368 万吨，小幅上调出口量 4 万吨至 272 万吨。市场预测 2024/25 年度巴西棉花产量将再创新高，主要得益于种植面积的扩大和单产的提升。巴西棉农协会（Abrapa）预计 2024/25 年度巴西棉花种植面积继续攀升，表明巴西将继续巩固其在全球棉花市场中的龙头地位。由于增产预期以及中美贸易摩擦，Conab 预计巴西棉花出口量稳中有增，但随着全球棉花主产国丰产逐渐兑现，巴西棉花出口也将更多面临来自美棉和澳棉的竞争，或对其出口价格形成较大压力。根据巴西棉花种植业协会数据，截至 11 月 21 日，巴西 2024 年新棉加工进度为 84.37%，略低于去年同期，2025/26 年度巴西新棉种植进度为 0.3%。

图表 18、巴西棉出口量（万吨）



资料来源：巴西海关、国贸期货研究院

图表 19、巴西棉对华出口量（万吨）



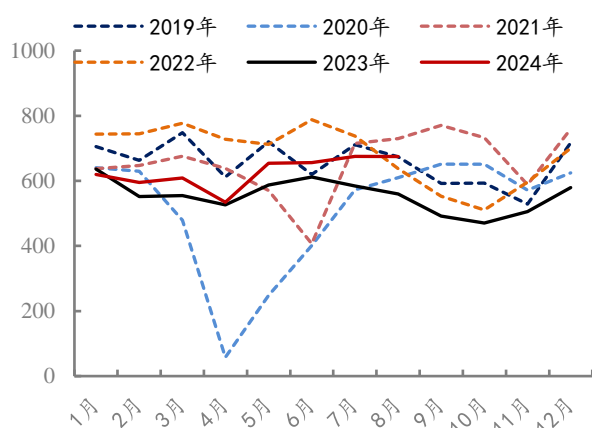
资料来源：巴西海关、国贸期货研究院



## 2.4 印度：新作减产，需求尚可

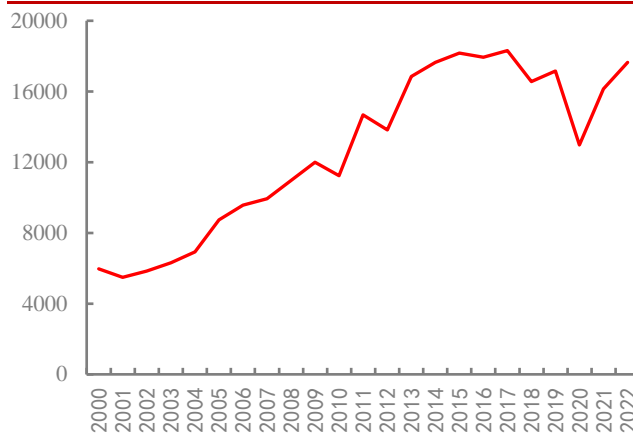
USDA 12 月供需报告显示，2024/25 年度印度棉花产量预期同比减少 30 万吨，预计为 523 万吨，消费量预期 532 万吨，同比持平。新作减产的主要原因在于单产受到播种面积下降和部分地区遭遇持续降水的影响而下降。但当前新棉上市进度较为缓慢，市场对最终产量存在一定分歧。

图表 20、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 21、印度年度服装出口金额（百万美元）



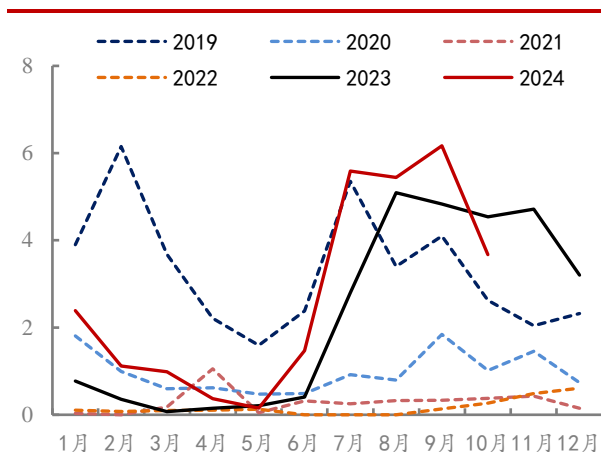
资料来源：印度商工部、国贸期货研究院

## 2.5 澳大利亚：产销双旺

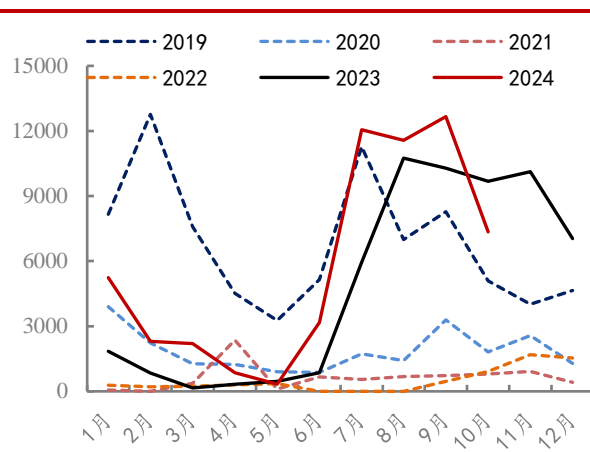
USDA 12 月供需报告显示，2024/25 年度印度棉花产量预期 109 万吨，同比持平，出口量预期 118 万吨，同比略减 7 万吨。目前，澳大利亚棉花播种正在进行。由于农场水库蓄水充足，并且未来拉尼娜现象发生概率提高，市场预计 2024/25 年度澳棉仍将丰产。

图表 22、中国月度进口澳棉数量（万吨）

图表 23、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

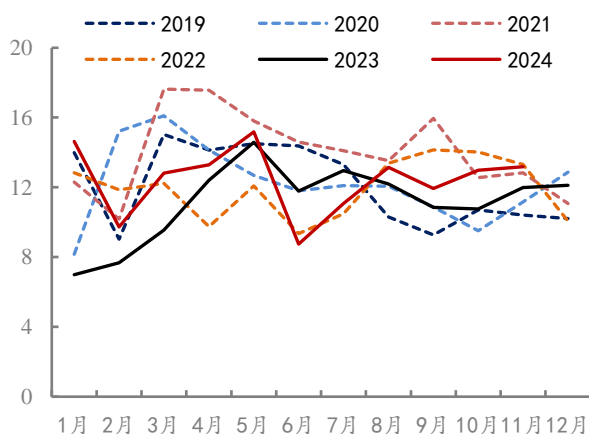


资料来源：海关总署、国贸期货研究院

## 2.6 东南亚：终端有韧性

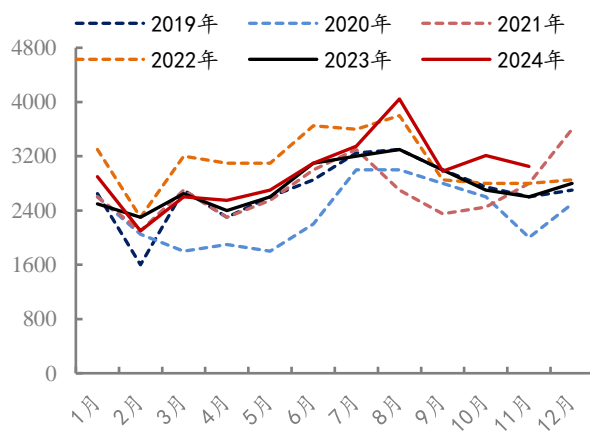
2024年东南亚纺织出口韧性较强。根据最新统计数据显示，2024年1-11月越南纺织服装累计出口额达325.88亿美元，同比增加7.3%。在欧美需求边际下滑的背景下，越南纺织服装产业长期面临内生性不足的问题，目前大企业维持满负荷生产，而小纱厂开机率仅略高于6-7成。为应对终端消费降级趋势，越南纱厂生产品类正逐渐从纯棉转向混纺。今年上半年，孟加拉国出口表现也较为抢眼，2024年1-5月孟加拉服装出口为204.59亿美元，同比增长4.2%。虽然年中孟加拉国发生动荡，导致出口订单外流，但随着政局逐步稳定，其国内的纺服生产也趋于正常。

图表 24、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 25、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

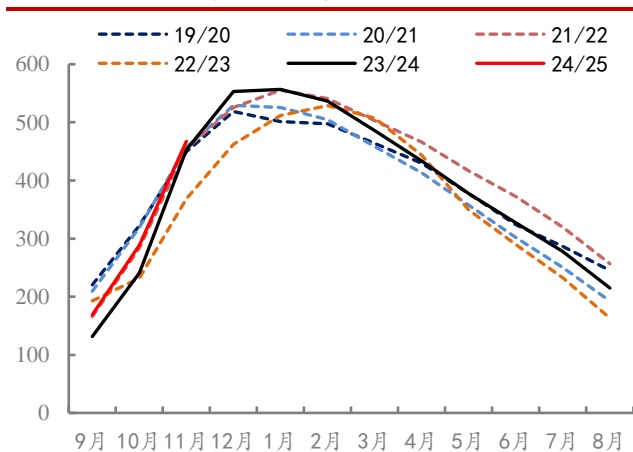
### 3.1 供应：宽松格局延续

从库存来看，全国棉花工商业库存正处于新棉上市后的季节性累库初期，与往年同期相比维持高位。截至11月底，全国商业库存467万吨，同比增长3%，其中新疆商业库存103万吨，同比增长30%，全国棉花工业库存93万吨，同比增长2%。

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11月底，全国棉花保税区库存46.8万吨，同比增长3%，处于历史同期高位。

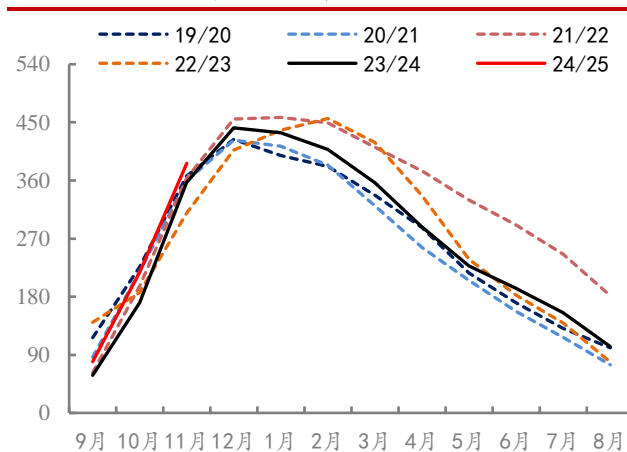
新作方面，今年收货期间新疆产区雨水较多，脱叶剂喷施以及籽棉采收工作受到影响，新棉品质下降。虽然今年种植面积略有下降，但由于生长关键期天气条件适宜，预计仍将实现增产，预估新疆产量将达600万吨以上。加工成本方面，新疆机采棉收购价格低开高走后又回落，籽棉平均价格维持在6.3-6.4元/公斤附近，折算皮棉加工成本14500-15000元/吨。

图表 26、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

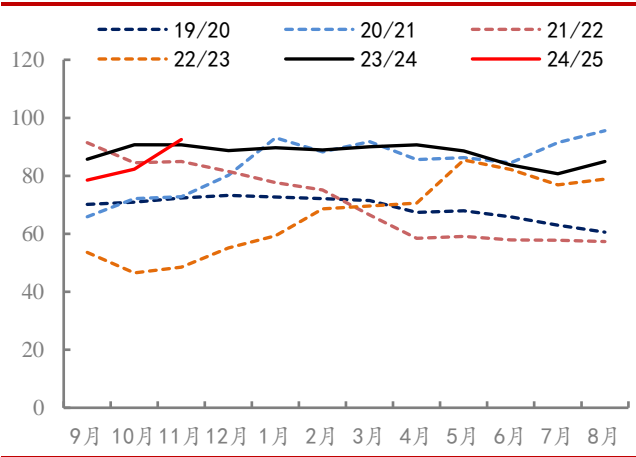
图表 27、新疆棉花商业库存（万吨）



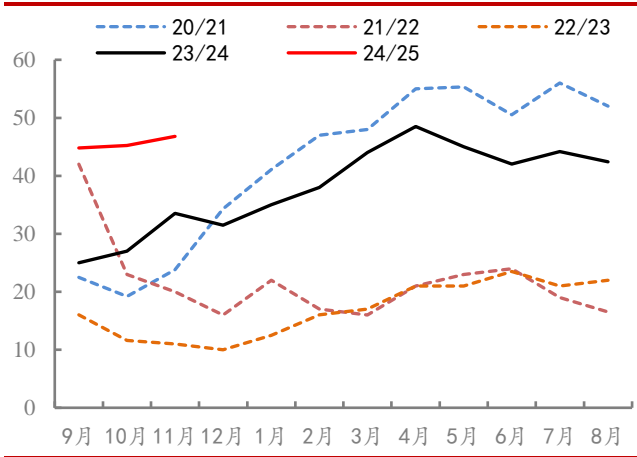
资料来源：中国棉花信息网、国贸期货研究院

图表 28、全国棉花工业库存（万吨）

图表 29、全国棉花保税区库存（万吨）

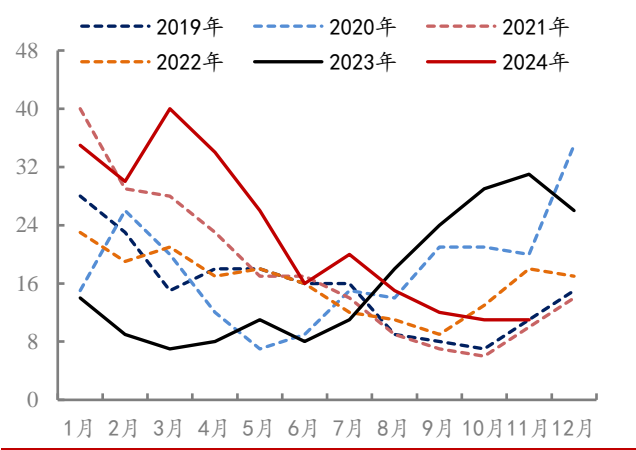


资料来源：中国棉花信息网、国贸期货研究院



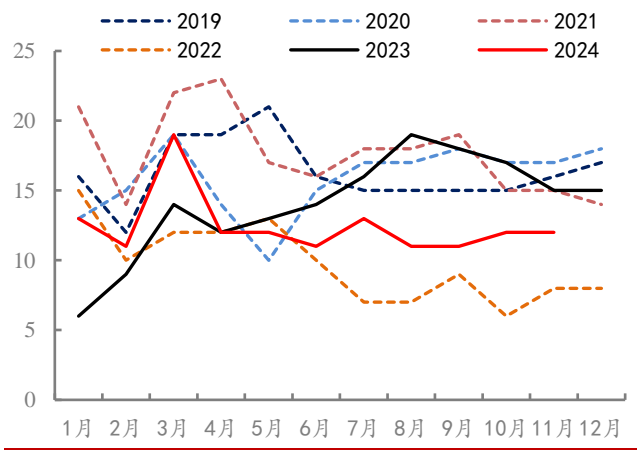
资料来源：中国棉花信息网、国贸期货研究院

图表 30、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 31、中国棉纱月度进口量（万吨）



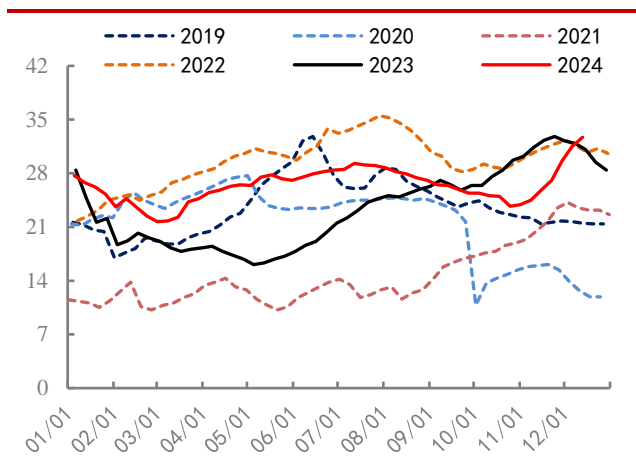
资料来源：海关总署、国贸期货研究院

3.2 需求：内需对冲出口

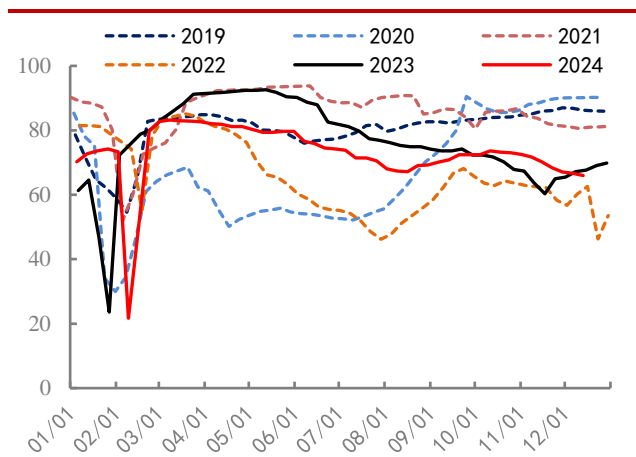
“金九银十”后，国内纺织企业新增订单逐渐减弱，大单难寻，以小单、散单为主，工厂开机持续下滑，成品累库迹象明显；而工厂原料库存持续偏低，反映产业主动补库信心不足，观望心态仍然浓厚。从终端来看，内需韧劲较足，但出口偏弱，服装成品库存高位运行。目前市场对于国内外经济长期下行的预期较强，但国内调节政策出台的呼声渐起，宏观情绪和风险偏好相比今年最差的时候已经有所改善，后期仍需关注潜在政策出台对于内需的调节及其对棉价产生的影响。

图表 32、纱厂纱线库存天数（天）

图表 33、纱厂开机率（%）

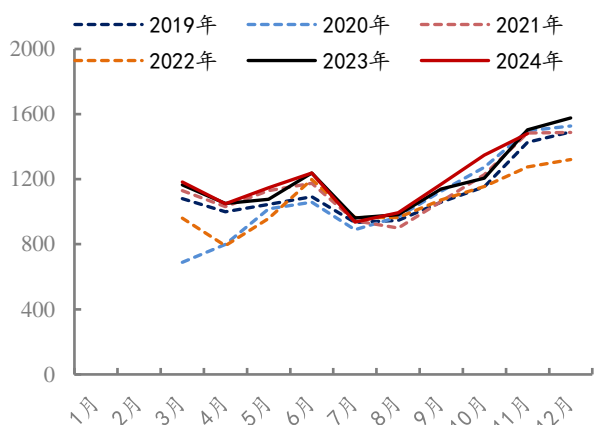


资料来源：Mysteel、国贸期货研究院



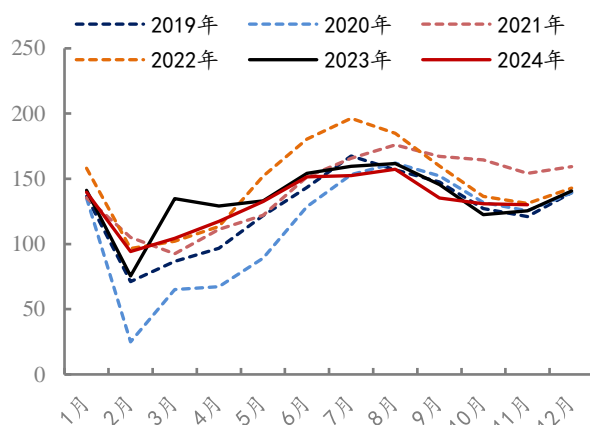
资料来源：Mysteel、国贸期货研究院

图表 34、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 35、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

国际方面，随着美国经济软着陆，美联储开启降息周期，有利于棉花在内的全球商品需求复苏。但随着全球贸易保护主义的抬头，各国之间贸易壁垒增加，将导致全球棉花贸易量下降，全球进出口贸易结构或发生深刻变化，各国国内供需格局以及国内价格波动面临更多不确定性。国内方面，多项重磅刺激政策已经出台，包括全方位扩大内需等财政政策以及适度宽松的货币政策，有助于提振远期棉花需求。后期重点关注国内政策具体落地情况以及实体需求改善情况。

国际方面，2024/25 年度全球棉花产量预计同比增长，中国、美国、巴西、土耳其等主

产国产量均出现不同程度增长，宽松的供应预期压制了国际棉价上行空间。从国内来看，产量端，2024/25 年度国内棉花产量预计同比增加，主要受新疆棉花增产推动。库存端，国内棉花商业库存和工业库存均呈现季节性回升。进口端，国内高供应、弱需求的格局也将压制新年度进口量，有利于国内棉价企稳。

尽管美联储降息周期和中国经济刺激政策可能推动商品需求复苏，但国际贸易关系的不确定性为棉花需求的恢复增添阴影。美国对中国以及转口第三国加征关税，在抑制中国对纺织品服装出口的同时，也将导致中国对美国棉花进口量减少。在逆全球化的国际大背景下，国内国外双循环中国内大循环的重要性越发凸显，政策层对于内需的支持力度以及内需的恢复情况将尤为重要。

总体来看，未来国内外棉价预计维持震荡磨底，关注中美宏观及贸易政策，以及国内下游消费变动情况。

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**