

# 内强外弱格局强化，关注海外宏观风险

投资观点： 震荡

报告日期 2025-4-5

4月4日，为了反制美国对等关税政策，国务院关税税则委员会发布公告，对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征34%关税，于4月10日12时01分起实行。据此，进口美国棉花关税税率由目前的15%增加到49%。

全球贸易体系持续瓦解、供应链逐步脱钩重组，将对内外宏观经济环境、内外棉市形成持久而深远的影响。

- **美棉进口成本抬升对国内供应成本影响有限**：国内农产品稳价提质的大背景下，国内棉花进口配额或继续控量，进口总量的下降反映出我国棉花供应的对外依赖度下降。国内签约和进口美棉占总进口量的比重已经明显下降，巴西棉、澳棉进口占比继续提高。
- **棉市内强外弱格局强化**：美国对等关税措施对美棉影响相对于新疆棉更大。中方关税反制措施则强化了棉市的内强外弱格局。此外，超预期的内需刺激政策可能加快落地，以对冲出口减量，或对国内棉价形成较强支撑，关注政策落地具体细节。
- **关注海外宏观风险对国内棉市的扰动**：全球关税大战长期抬升通胀中枢，短期利空本就疲弱的宏观需求。棉纺制品需求是宏观需求的典型代表之一，同样可能受到冲击。当前国内棉纺需求成色一般，宏观冲击下，本就偏弱的棉纺市场需求预期和终端消费信心可能受到波及。种植端，基于植棉收益的悲观预期或导致地租存在下行压力，原油、工业金属等原料价格的下行带动化肥、农用薄膜、自动化机械购置和运行费用等植棉可变成本下行，从而导致成本支撑弱化。
- **静待尾部风险释放后的抄底机会**：对等关税利空超预期，叠加海外宏观风险释放，内外盘正在对此进行计价，随着棉花估值的再次下移，左侧抄底的窗口有望逐步打开。但利多驱动匮乏仍是阻碍右侧抄底的主因。需求端，内需刺激政策的落地效果最终将反映在终端成交量和中下游加工利润上。种植端，纵观历史，每年4-5月种植期有天气炒作传统，但新疆产区气候对新疆棉最终单产的实际影响通常有限；今年中下游加工利润低迷，中下游贸易商囤货需求寡淡，中下游环节对上游原料涨价的接受度不得而知，这可能是抑制季节性天气炒作力度的主要因素。
- **投资建议**  
震荡筑底或偏弱。
- **风险提示**  
中美贸易政策，国内宏观政策，下游消费。

棉花（CF）

专题报告

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

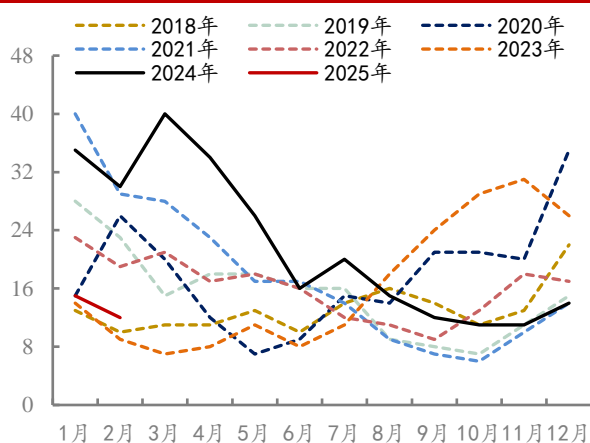
- 1、2025年二季度投资报告：棉市震荡筑底，关注宏观波动 20250331
- 2、金三银四棉纺市场概况及新年度棉花种植展望 20250327
- 3、国内关税反制措施落地，棉市内强外弱格局延续 20250305

## 1 美棉进口成本抬升对国内供应成本影响有限

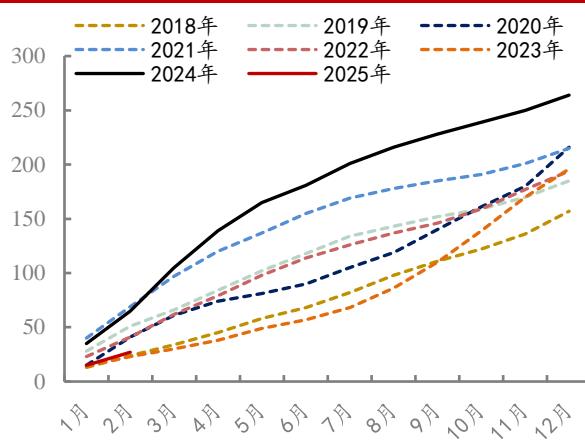
国内农产品稳价提质的大背景下，国内棉花进口配额或继续控量。今年1-2月棉花进口量26万吨，同比减少61%，进口总量的下降反映出我国棉花供应的对外依赖度下降。

国内签约和进口美棉占总进口量的比重明显下降。自去年特朗普上台后，本年度我国签约美棉数量已经大幅降低，今年1-2月中国进口美棉仅5.35万吨，同比减少73%。与此同时，今年以来巴西棉、澳棉进口占比有所提高，其中，巴西棉进口累计占比升至60%，同比增长9个百分点。

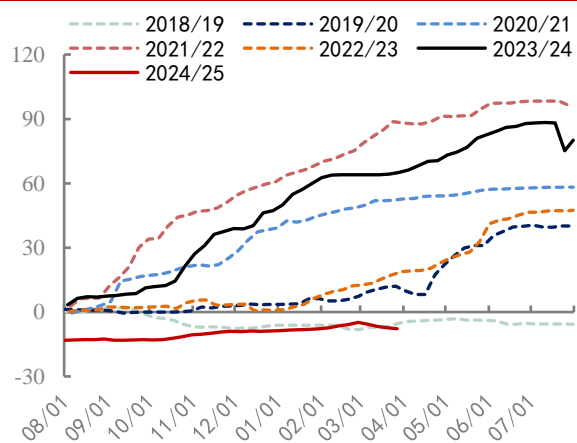
图表 1、国内棉花月度进口数量（万吨）



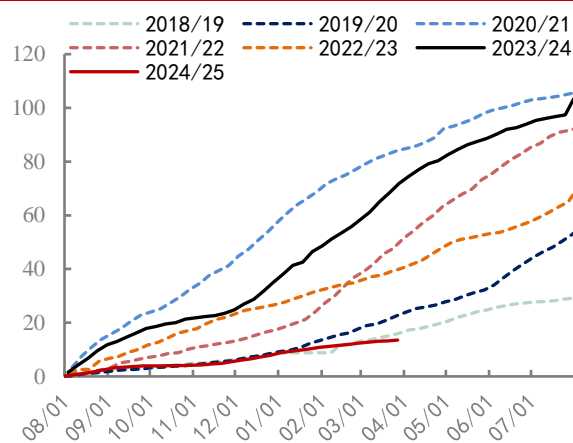
图表 2、国内棉花累计进口数量（万吨）



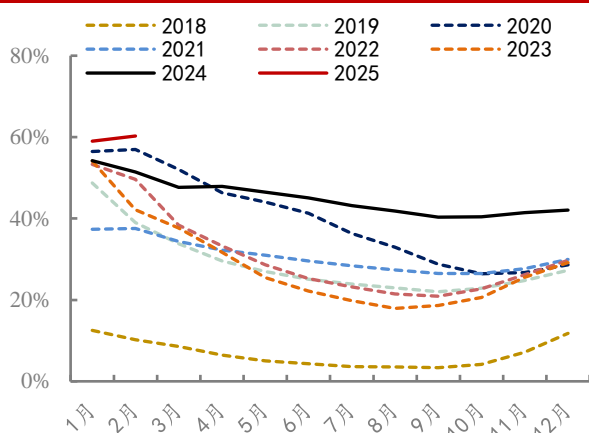
图表 3、美棉当前年度累计签约量-中国（万吨）



图表 4、美棉当前年度累计装运量-中国（万吨）

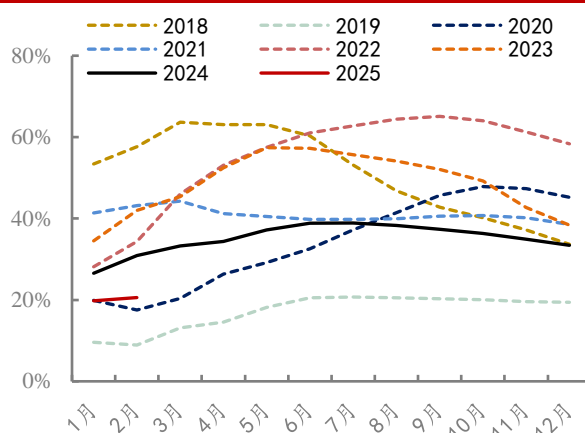


图表 5、巴西棉累计进口占比 (%)



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 6、美棉累计进口占比 (%)



资料来源：Wind、国贸期货研究院

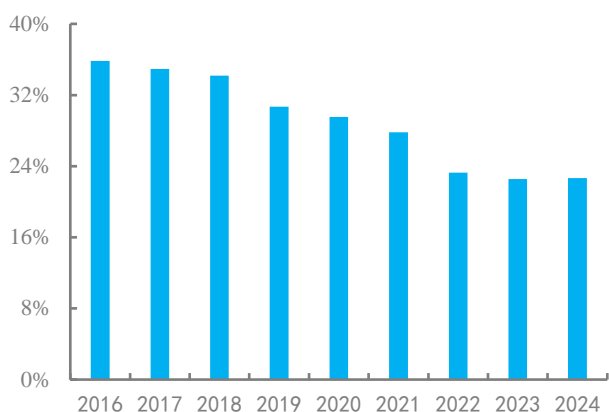
## 2 内强外弱格局强化

美国对等关税措施对美棉影响相对于新疆棉更大。近年来，中美棉纺织贸易流逐步走向脱钩，新疆棉禁令更是大幅减少了输美棉制品中新疆棉的含量，美国对等关税措施对新疆棉需求影响有限；同时，美国对中国以及东南亚转口贸易国的棉纺产品加征关税，也变相削弱了美国消费者的购买力，从而打击溯源订单的加工利润，进而严重打击美棉的采购需求。

中方关税反制措施强化棉市的内强外弱格局。美棉进口成本抬升或将导致进口供应进一步减量，国内总供应对国内棉价的压力预期减轻；对于国内纺织出口企业而言，美棉采购减量及成本抬升也将削弱溯源订单的加工利润，从而对美棉采购需求形成冲击。

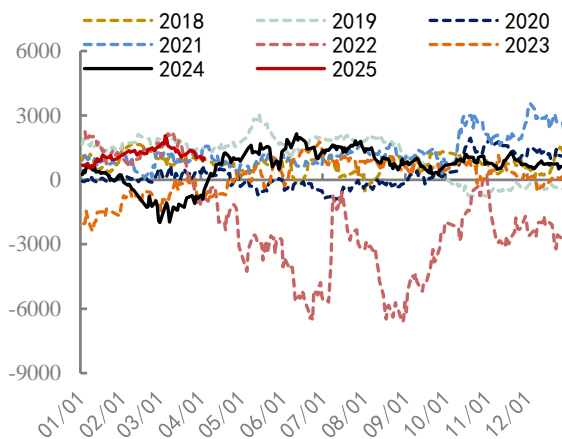
由于本次关税加征幅度超预期，超预期的内需刺激政策可能加快落地，或将对国内棉价形成较强支撑，但仍需关注政策落地具体细节，如时点、力度等。

图表 7、美国服装进口总额的中国占比（%）



资料来源：美国人口普查局、国贸期货研究院

图表 8、山东新疆棉-1%关税配额美棉（元/吨）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

### 3 关注海外宏观风险对国内棉市的扰动

全球关税大战长期抬高全球通胀中枢，但短期在商品普遍相对宽松的供需格局下，可能利空全球需求，棉纺制品需求是宏观需求的典型代表之一，同样可能受到冲击。原油作为“大宗商品之母”，其对宏观需求具有较强指引作用。前期美股开启技术性反弹，俄乌战火重燃一定程度上提振原油价格，贵金属和铜的节节攀升也对宏观情绪起到了一定支撑。二季度，随着美国对等关税措施超预期落地，海外衰退重新计价，宏观情绪再次转弱，或对棉价形成新的冲击。

国内需求基础暂时不牢，宏观冲击下，本就偏弱的市场需求预期和终端消费信心可能受到波及。当前国内棉纺需求成色一般，主要是高产能投放后，为了维持开机而产生的刚性用棉需求，下游成品以价换量现象普遍，除了新疆占成本优势能够维持正利润以外，内地工厂加工利润普遍较低。

成本下行预期升温或导致成本支撑弱化。基于植棉收益的悲观预期，地租存在下行压力；原油、工业金属等原料价格的下行预期带动化肥、农用薄膜、自动化机械购置和运行费用等植棉可变成本下行。

图表 9、原油价格与郑棉价格顶底相关度高



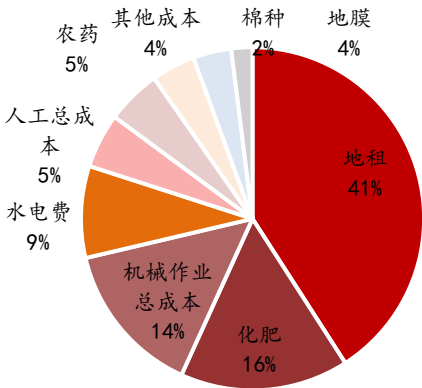
资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 10、原油价格与美棉价格顶底相关度高



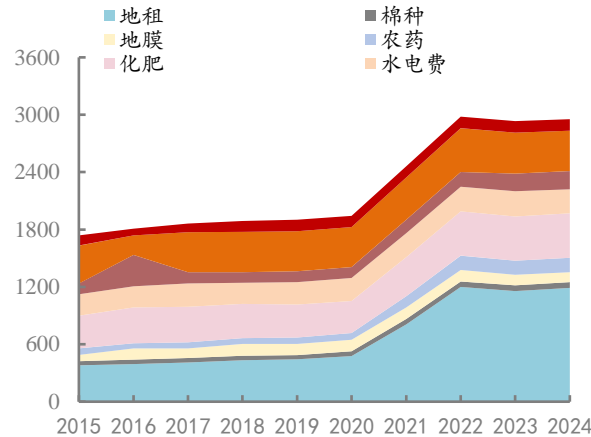
资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 11、2024 年新疆兵团机采棉种植成本结构



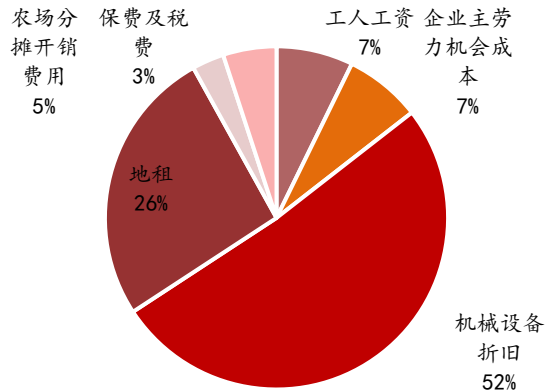
资料来源：中国棉花信息网、国贸期货研究院

图表 12、新疆兵团机采棉成本细项趋势（元/亩）



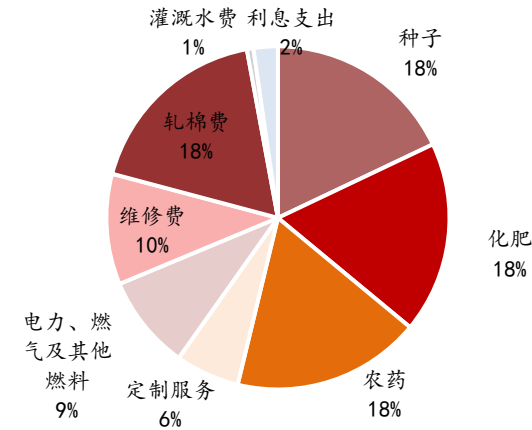
资料来源：中国棉花信息网、国贸期货研究院

图表 13、2024 年美棉固定成本结构



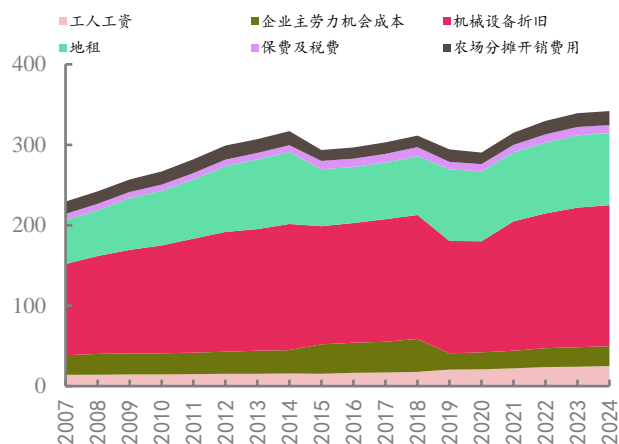
资料来源：Mysteel、国贸期货研究院

图表 14、2024 年美棉可变成本结构



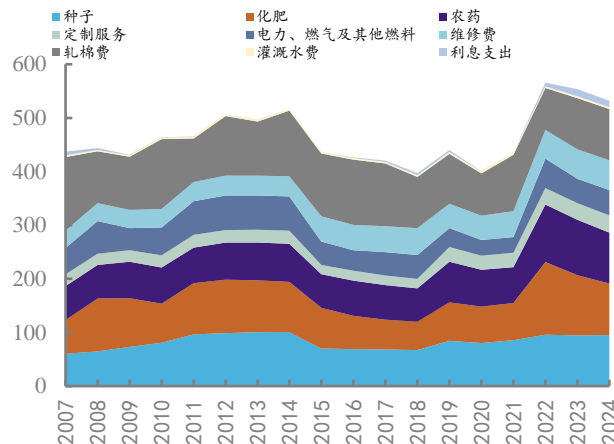
资料来源：Mysteel、国贸期货研究院

图表 15、美棉固定成本细项趋势（美元/英亩）



资料来源：Mysteel、国贸期货研究院

图表 16、美棉可变成成本细项趋势（美元/英亩）



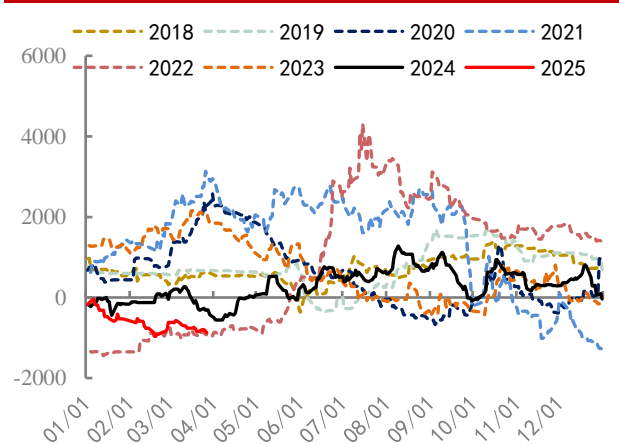
资料来源：Mysteel、国贸期货研究院

## 4 静待尾部风险释放后的抄底机会

利空驱动方面，对等关税利空超预期，叠加海外宏观风险释放，内外盘正在对此进行计价，随着棉花估值的再次下移，左侧抄底的窗口或将逐步打开。

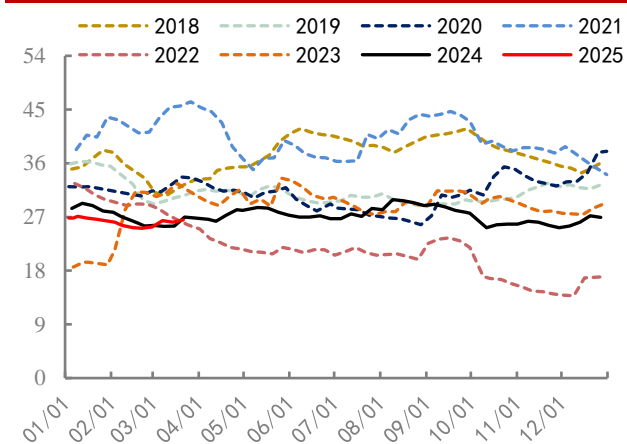
当前利多驱动匮乏是阻碍右侧抄底的主要原因。目前国内棉市存在两大潜在利多驱动。需求端，内需刺激政策的落地效果最终将反映在终端成交量和中下游加工利润上。种植端，纵观历史，每年 4-5 月种植期有天气炒作传统，但新疆产区气候对新疆棉最终单产的实际影响通常有限；今年中下游加工利润低迷，中下游贸易商囤货需求寡淡，中下游环节对上游原料涨价的接受度不得而知，这可能是抑制季节性天气炒作力度的主要因素。

图表 17、纺纱即期利润（元/吨）



资料来源：Mysteel、国贸期货研究院

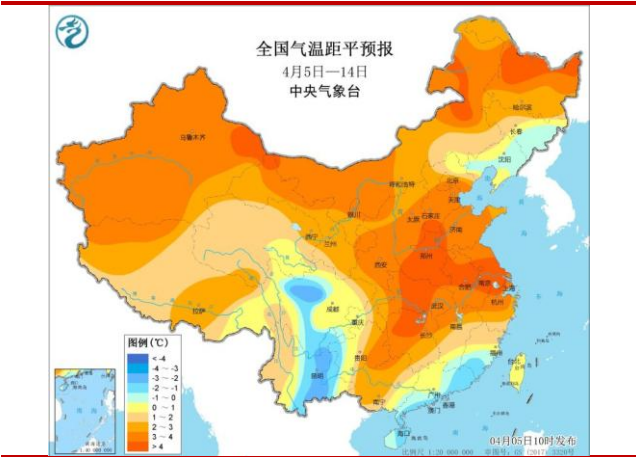
图表 18、纺企棉花库存（天）



资料来源：TTEB、国贸期货研究院

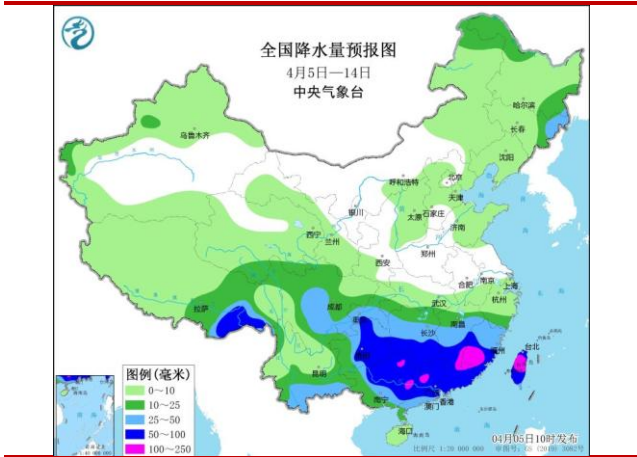


图表 19、未来两周全国气温距平



资料来源：中央气象台、国贸期货研究院

图表 20、未来两周全国降水预报



资料来源：中央气象台、国贸期货研究院

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**