



永安期货
YONGAN FUTURES

棉花：增产较为确定，需求等待验证

永安期货研究中心农产品团队

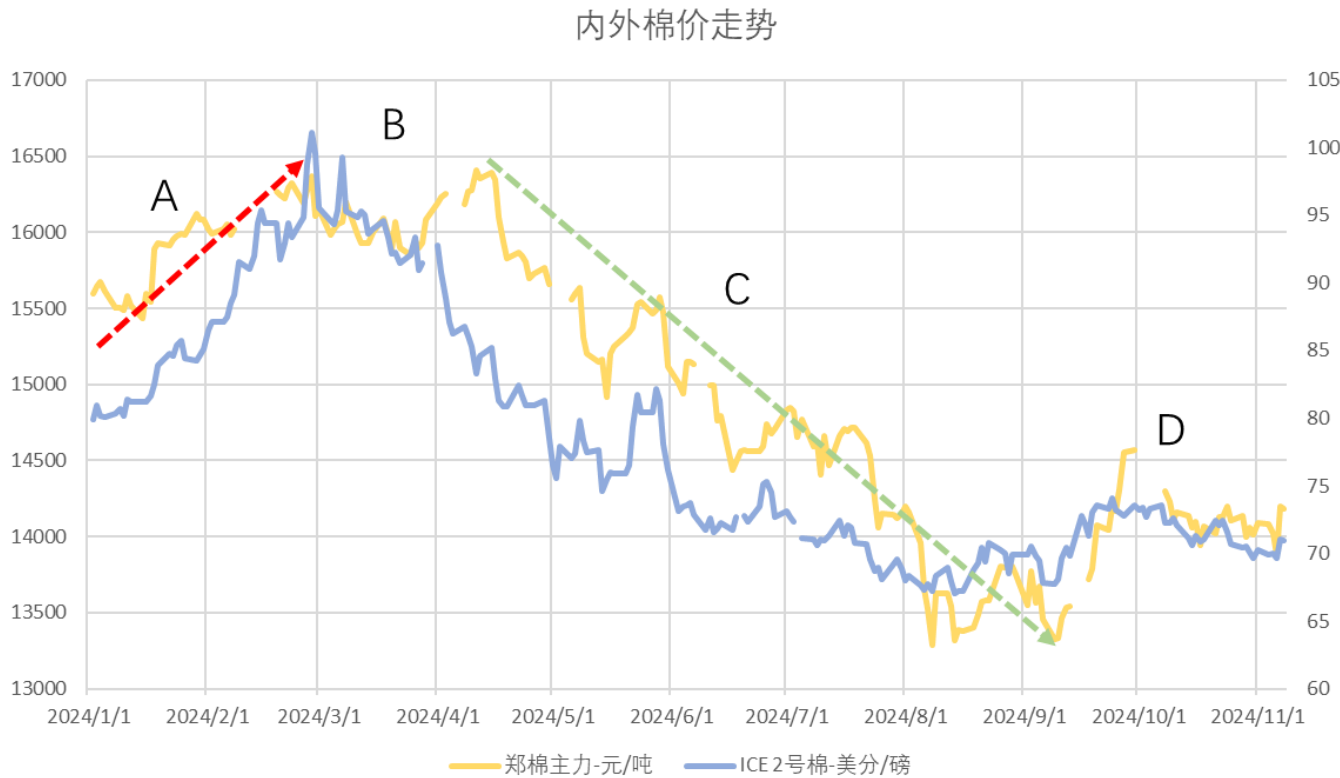
摘要：

对于 2024/25 年度，供应端棉花增产确定，增产幅度需持续跟踪，不排除创下历史新高记录的可能。需求端，国内消费可能受到此前一系列利好政策的提振而出现回暖，出口端则预期表现一般或受外部环境变差而减弱，所以我们认为整体需求端的回暖或较为有限，格局大概率相对上一年度宽松，棉价或长期承压。

短期仍需注意可能存在上行风险。下游企业库存中性偏低，12 月进入年底备货期，下游可能出现阶段性回暖。同时在上游企业套保留有敞口的情况下，上方套保量可能减少，促进阶段性上涨。

一、行情回顾

图 1 棉花 2024 年行情走势



数据来源：Wind、永安期货研究中心

2024 年棉花整体为趋势下跌行情，回顾这一年走势，我们可以将其大体分为四个阶段。首先是在年初趋势上涨的 A 阶段，时间持续到 2 月底，此前订单回暖，市场对旺季抱有期待，织厂、布行及贸易商备货积极，棉纱流动性恢复，纱厂及棉纱贸易商资金部分回流，纱厂纺纱利润也有一定改善，带动棉价上行。同期美国农业部 USDA 接连调紧美国棉花平衡表，管理基金净多持仓持续增加，美棉最高达到 103.8 美分/磅。此阶段内外共振，棉价达到年内高点。

B 阶段表现为趋势性行情前的震荡，国内“金三”旺季后续接单强度及持续性逐步显示出不足，同时美棉方面的管理基金多头在下一年度意向种植面积增加的情况下减仓，美棉带动郑棉震荡走弱。进入 4 月后，国内下游订单出现回升，叠加去年倒春寒影响仍历历在目，郑棉上行给出一部分天气升水。

C 阶段表现为趋势性下跌，天气暂无明显问题，且“金三银四”基本结束，已确认本轮旺季需求不佳，郑棉开始进入下行通道。行至 5 月中旬，市场预期房地产市场政策

出台，商品整体上涨带动棉价同步上行反弹，后又随商品整体情绪退坡而下行。另外，本年度轧花厂环节积攒了大量“后点价”单，即轧花厂与贸易商的交易中未确定最终价格，需等待轧花厂点价，此时贸易商在期货端进行买入套保。8月5日，美国失业率不及预期，引发商品和股市下跌，棉价下破“后点价”单的追保线，大量“后点价”单平仓带动棉价快速下行。

D阶段受宏观影响震荡，虽然“金九银十”初期订单较弱，但下游成品库存已相对去年有明显去化，棉价小幅下滑。随后迎来美联储降息以及国内各项利好政策出台，市场预期向好，商品及股市均快速上行。国庆节后，热烈的情绪有所缓和，价格出现一定修正。随后在美国大选、国内各大型政策会议、美联储议息会议等事情中，棉花维持弱现实与强预期格局，棉价向上有新棉套保压力，向下则有买盘支撑，叠加基本面边际变化有限，价格以震荡为主。

二、2024/25 年度平衡表

图 2 国内棉花平衡表

| 9月-次年8月 | 19/20 | 20/21 | 21/22 | 22/23 | 23/24 | 24/25 | | | |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| | | | | | | 预测1 | 预测2 | 年度变化1 | 年度变化2 |
| 期初工商业库存 | 321 | 306 | 288 | 314 | 242 | 300 | 300 | 58 | 58 |
| 产量 | 575 | 633 | 583 | 679 | 601 | 644 | 644 | 43 | 43 |
| 新疆产量 | 517 | 579 | 532 | 626 | 560 | 610 | 610 | 50 | 50 |
| 内地产量 | 58 | 54 | 51 | 53 | 41 | 34 | 34 | -7 | -7 |
| 轮出 | 60 | 51 | 80 | 26 | 63 | 0 | 0 | -63 | -63 |
| 进口 | 159 | 274 | 174 | 143 | 326 | 170 | 170 | -156 | -156 |
| 总供应 | 1115 | 1264 | 1125 | 1161 | 1232 | 1114 | 1114 | -118 | -118 |
| 消费 | 809 | 976 | 811 | 914 | 930 | 780 | 830 | -150 | -100 |
| 出口 | 3 | | 1 | 1 | 2 | 1 | 1 | -1 | -1 |
| 国内轮入 | 37 | | 6 | 3 | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 总需求 | 849 | 976 | 818 | 918 | 932 | 781 | 831 | -151 | -101 |
| 期末工商业库存 | 306 | 288 | 314 | 242 | 300 | 333 | 283 | 33 | -17 |
| 库消比 | 36.00% | 29.52% | 38.37% | 26.37% | 32.13% | 42.59% | 34.01% | 10.45% | 1.88% |

数据来源：永安期货研究中心

对于 2024/25 年度国内平衡表，根据对需求预估的不同给出两种情景假设。产量端，今年丰产无疑，但是增量不确定，市场上对新疆产量的预估在 600-630 万吨，激进些的预估在 650 万吨，本表暂定 610 万吨，加上 34 万吨的内地产量，全国总产拟定为 644 万吨，同比增产 43 万吨。进口方面，由于上一年度的 326 万吨中有一部分是国储进口，

并未流入流通市场，存在一定虚高，叠加目前进口利润不佳，且配额发放有限，将进口量暂定为历史偏低水平 170 万吨。

需求端，首先需要注意的是 2023/24 年度计算的 930 万吨表需与进口一样存在虚高，虚高的部分即为国储进口量。新年度的需求预估，一方面受国内降息、降准、降存量房贷利率等利好政策刺激，市场对未来内需情况相对乐观。另一方面是特朗普上台引发未来贸易摩擦担忧，外部经济环境存在变差可能，且加关税政策可能直接打压美国国内纺织需求。因此我们设置了两种情景，偏悲观一些的情景假设中（预测 1），强调国内利好政策的传导需要时间，在 2024/25 年度的首个“金九银十”表现较差的情况下，“金三银四”好转也较为有限，同时考虑了海外环境转差的利空。偏乐观一些的情景假设中（预测 2），预期内需恢复较强，海外环境有一定影响但有限。在两种情景下，最终库消比均相对上一年度增加，意味着国内棉花宽松格局难改，棉价可能长期承压。

图 3 国际棉花平衡表

| USDA全球棉花供需 (万吨) | | 20/21 | 21/22 | 22/23 | 23/24 | | | | 24/25 | | | |
|--------------------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| | | | | | 10月 | 11月 | 月度变化 | 年度变化 | 10月 | 11月 | 月度变化 | 年度变化 |
| 产 量 | 中国 | 638 | 581 | 670 | 596 | 596 | 0 | -74 | 614 | 614 | 0 | 19 |
| | 印度 | 599 | 529 | 573 | 562 | 553 | -9 | -20 | 523 | 523 | 0 | -31 |
| | 美国 | 318 | 382 | 315 | 263 | 263 | 0 | -52 | 309 | 309 | 0 | 46 |
| | 巴西 | 300 | 236 | 255 | 317 | 317 | 0 | 62 | 366 | 366 | 0 | 49 |
| | 澳大利亚 | 61 | 127 | 126 | 109 | 109 | 0 | -17 | 109 | 109 | 0 | 0 |
| | 巴基斯坦 | 98 | 131 | 85 | 152 | 152 | 0 | 68 | 124 | 120 | -4 | -33 |
| | 全球 | 2476 | 2490 | 2536 | 2475 | 2461 | -14 | -75 | 2540 | 2530 | -10 | 69 |
| 消 费 | 中国 | 904 | 732 | 821 | 838 | 838 | 0 | 17 | 827 | 827 | 0 | -11 |
| | 印度 | 566 | 544 | 533 | 544 | 544 | 0 | 11 | 555 | 555 | 0 | 11 |
| | 巴基斯坦 | 237 | 233 | 189 | 211 | 211 | 0 | 22 | 209 | 207 | -2 | -4 |
| | 孟加拉 | 189 | 192 | 168 | 169 | 169 | 0 | 1 | 170 | 170 | 0 | 1 |
| | 土耳其 | 182 | 187 | 163 | 144 | 144 | 0 | -20 | 163 | 155 | -9 | 11 |
| | 越南 | 159 | 146 | 140 | 144 | 144 | 0 | 3 | 150 | 150 | 0 | 7 |
| | 全球 | 2714 | 2525 | 2452 | 2479 | 2478 | -1 | 26 | 2520 | 2509 | -11 | 30 |
| 出 口 | 美国 | 356 | 315 | 278 | 256 | 256 | 0 | -22 | 250 | 246 | -4 | -10 |
| | 巴西 | 240 | 168 | 145 | 268 | 268 | 0 | 123 | 268 | 268 | 0 | 0 |
| | 澳大利亚 | 34 | 78 | 135 | 125 | 125 | 0 | -10 | 118 | 118 | 0 | -7 |
| | 印度 | 135 | 82 | 24 | 50 | 50 | 0 | 26 | 28 | 28 | 0 | -22 |
| | 全球 | 1067 | 944 | 808 | 974 | 971 | -3 | 164 | 925 | 918 | -6 | -53 |
| 进 口 | 孟加拉国 | 183 | 184 | 152 | 165 | 165 | 0 | 13 | 168 | 168 | 0 | 3 |
| | 中国 | 279 | 169 | 136 | 326 | 326 | 0 | 190 | 196 | 196 | 0 | -130 |
| | 越南 | 159 | 144 | 141 | 143 | 143 | 0 | 3 | 150 | 150 | 0 | 7 |
| | 巴基斯坦 | 118 | 98 | 98 | 70 | 70 | 0 | -28 | 87 | 87 | 0 | 17 |
| | 土耳其 | 116 | 120 | 91 | 78 | 78 | 0 | -14 | 102 | 94 | -9 | 16 |
| | 印尼 | 50 | 56 | 36 | 40 | 40 | 0 | 4 | 44 | 44 | 0 | 3 |
| | 全球 | 1058 | 934 | 820 | 957 | 958 | 1 | 138 | 925 | 918 | -7 | -40 |
| 期 末 库 存 | 中国 | 734 | 737 | 720 | 808 | 808 | 0 | 89 | 789 | 789 | 0 | -19 |
| | 巴西 | 46 | 45 | 87 | 68 | 68 | 0 | -20 | 94 | 94 | 0 | 26 |
| | 印度 | 258 | 183 | 236 | 222 | 213 | -9 | -22 | 211 | 203 | -9 | -11 |
| | 美国 | 69 | 88 | 93 | 69 | 69 | 0 | -24 | 89 | 94 | 4 | 25 |
| | 澳大利亚 | 55 | 108 | 104 | 92 | 92 | 0 | -13 | 86 | 86 | 0 | -5 |
| | 全球 | 1572 | 1528 | 1639 | 1637 | 1624 | -13 | -15 | 1662 | 1649 | -13 | 25 |
| 库消比 | 全球 | 57.94% | 60.50% | 66.82% | 66.05% | 65.53% | -0.52% | -1.29% | 65.95% | 65.74% | -0.20% | 0.21% |

数据来源：USDA、永安期货研究中心

对于国际棉花平衡表，美国农业部 USDA 在 11 月公布的预测中，2024/25 年度全球产量增加 69 万吨，主要来自中国、美国和巴西，而印度和巴基斯坦存在一定减量。需求方面，其预期全球消费量增加 30 万吨，低于产量增量。最终期末库存累积 25 万吨，库消比同比略增，表现偏宽松。从前述对我国平衡表的推算得知，USDA 对我国产量的预估偏低，未来有调增空间，全球平衡表有向宽松调整的可能。

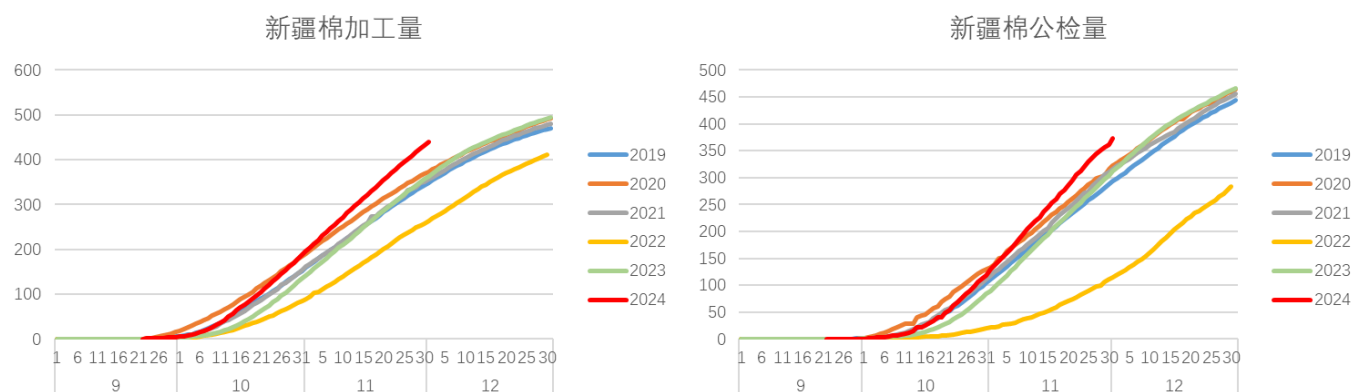
三、后续行情走势关键因素

3.1 上游套保留有敞口，新作增产幅度待确定

北疆采收早于南疆，恰逢当时国内利好政策接连出台，商品整体上涨，因此北疆收购价格也较南疆高一些。北疆综合收购成本大致在 15100-15200 元/吨附近，南疆综合收购成本大致在 14700 元/吨附近，在郑棉达到 14200 元/吨时存在一定的套保压力。不过，产业内也仍有相当一部分企业对后市存在较好预期，因此套保量有限，留有了一定的敞口。若后续再出利好政策，或下游出现好转，带动市场氛围以及对明年的较好预期，可能导致上方套保量减少。

爱棉网数据显示，截至 12 月 1 日，本年度新疆棉累积加工 439.11 万吨，2020/21 年度同期数据为 373.74 万吨，最终全疆棉花产量 579 万吨，当前本年度新疆产量相比 2020/21 年度高 65.37 万吨。新疆产量前高 626 万吨出现在 2022/23 年度，但由于当时恰逢疫情，加工及公检节奏与往年不同，今年难以与 2022 年比较，所以本年度最终增量仍需持续跟踪确认，不排除有创下产量新高的可能。

图 4 新疆棉花供应情况

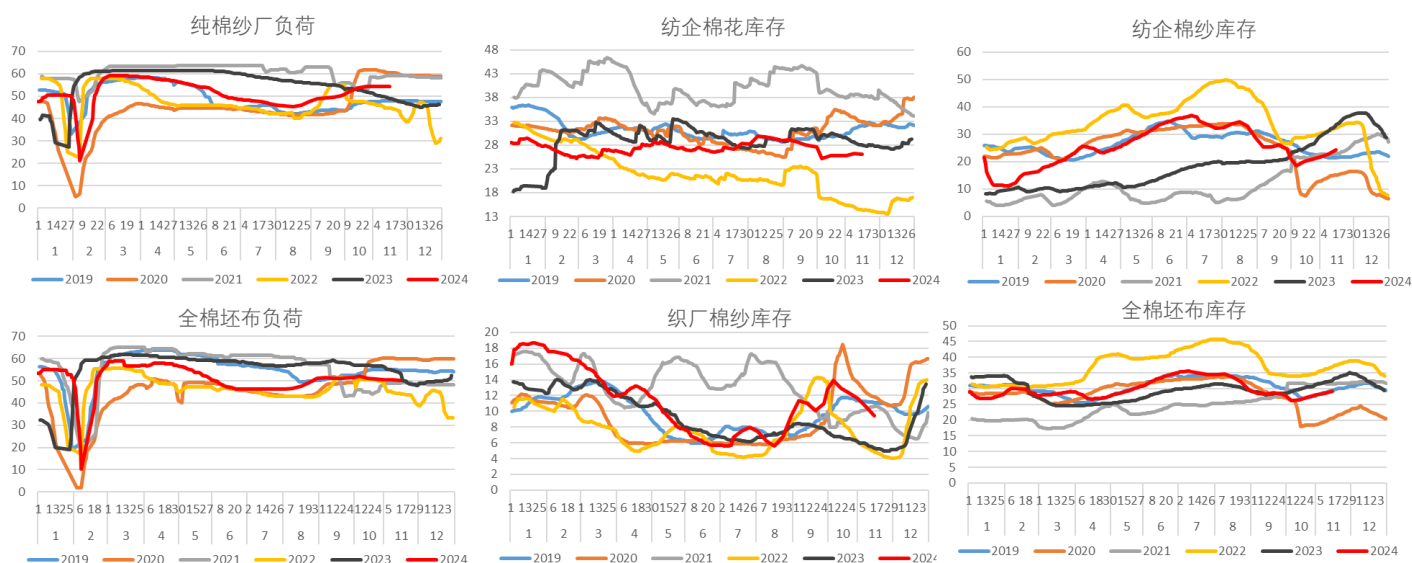


数据来源：爱棉网、永安期货研究中心

3.2 下游库存健康，等待年底备货

下游目前整体偏弱，主要体现在缺乏订单和利润，但成品库存水平相对健康。经过一年时间，下游棉纱库存消化明显，TTEB 数据显示 10 月全国纯棉纱期末库存 95.4 万吨，相对去年同期低 32.3 万吨，考虑到近年来棉纱供应链环节有所扩张，参与资金增多，贸易环节备货需求增多，目前的库存水平属于中性，整体压力相较去年同期有所减轻。

图 5 下游运行情况



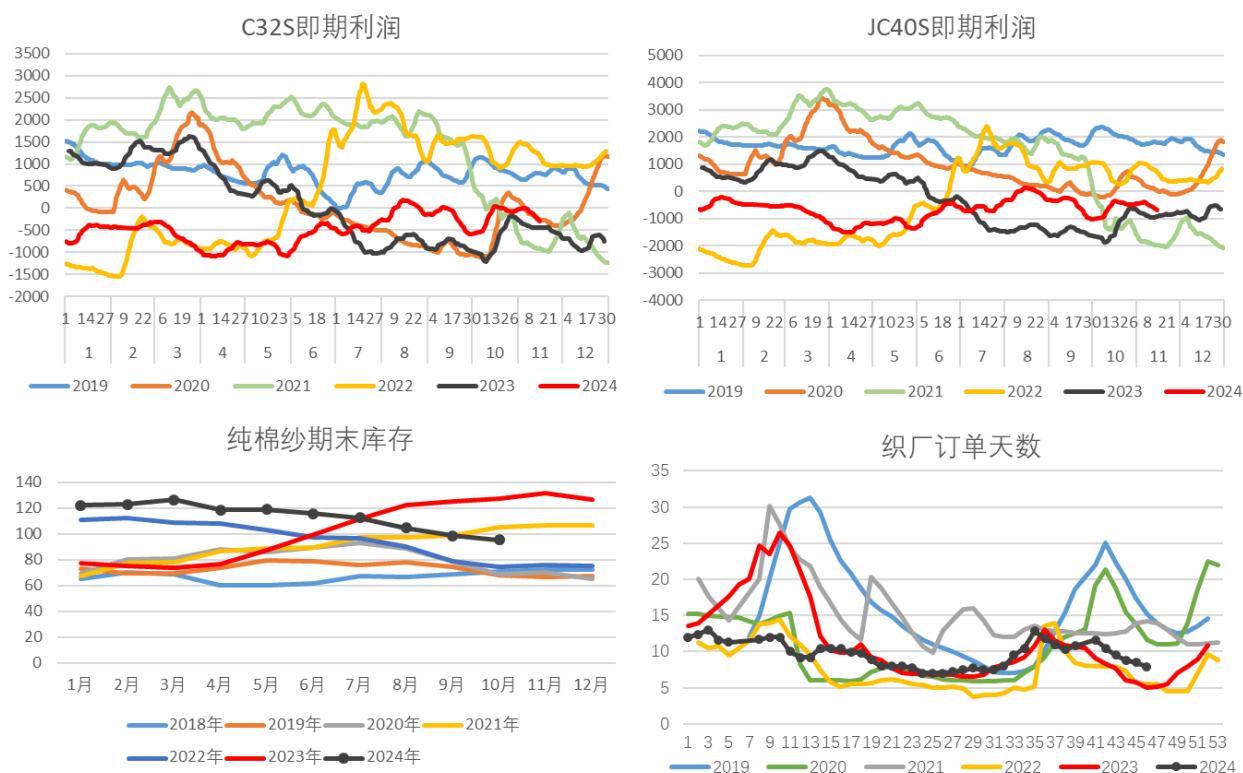
数据来源：TTEB、永安期货研究中心

从纺纱利润的角度看，今年下游企业比较艰难，内地企业大多数时候刚好维持现金流，开机多为维持客户以及留住工人，新疆企业由于电费、人工等成本较低，还有一定利润。

从订单以及库存的高频数据看，每年 12 月将迎来一轮季节性订单回暖，同时各环节进行节前备货，贸易商也在这时进行采购，带动市场流动性好转。

当前下游成品库存水平中性，但纱厂棉花库存较低，织厂棉纱水平自高位快速回落，存在一定备货需求。虽然市场对明年需求存在分歧，但在明年“金三银四”之前无法验证，我们认为今年年底或将有一轮备货行情，叠加今年国内利好政策频出，届时可能刺激投机需求参与其中，加强年底备货热情，带动行情阶段性走强。

图 6 下游运行情况 2



数据来源：TTEB、永安期货研究中心

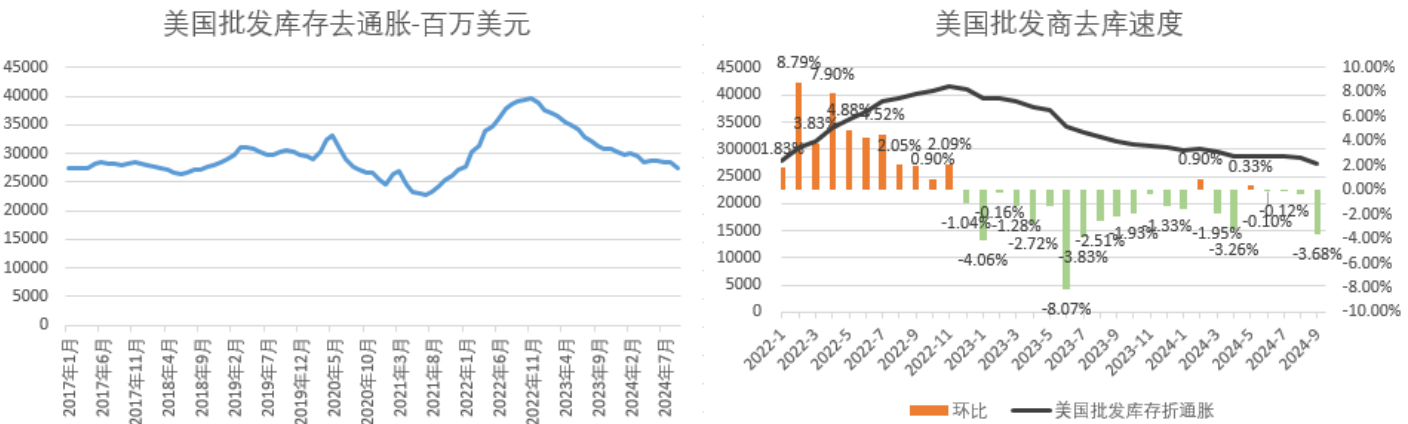
3.3 特朗普上台的影响

美国前总统特朗普的重新当选也是目前市场关注的焦点，在此前的竞选活动中，其多次表示若能重返白宫，将对进入美国市场的所有商品征收 10%的“普遍基准关税”，对来自中国的商品则可能加征 60%关税，这一举措将对棉花产业有诸多影响。我们认为，其一是中长期来看提高的关税最终将转嫁至美国消费者，即美国国内纺服价格提升，打压美国国内需求。长期看将对全球棉价起到利空作用；其二是将造成我国原本以出口为主的企业面临转型回归国内市场的压力，内需市场竞争更加激烈，花纱价差压力更大；其三是若美国订单减少将导致我国进口美棉减少，因为目前相当一部分出口订单不止要求不能使用新疆棉，还限制只能使用美棉，如此国内棉花平衡表中的进口及需求同时出现减量，对国内棉价影响中性，但美棉出口下降将对美棉价格有所拖累，明年郑棉的一部分价格压力或来自美棉。

另外我们也要考虑特朗普未能如期施行加关税政策的影响，毕竟在美国国内纺织产能不能承接进口缺失的时期，此举将可能造成通胀再起。目前美国纺服库存已去化至正

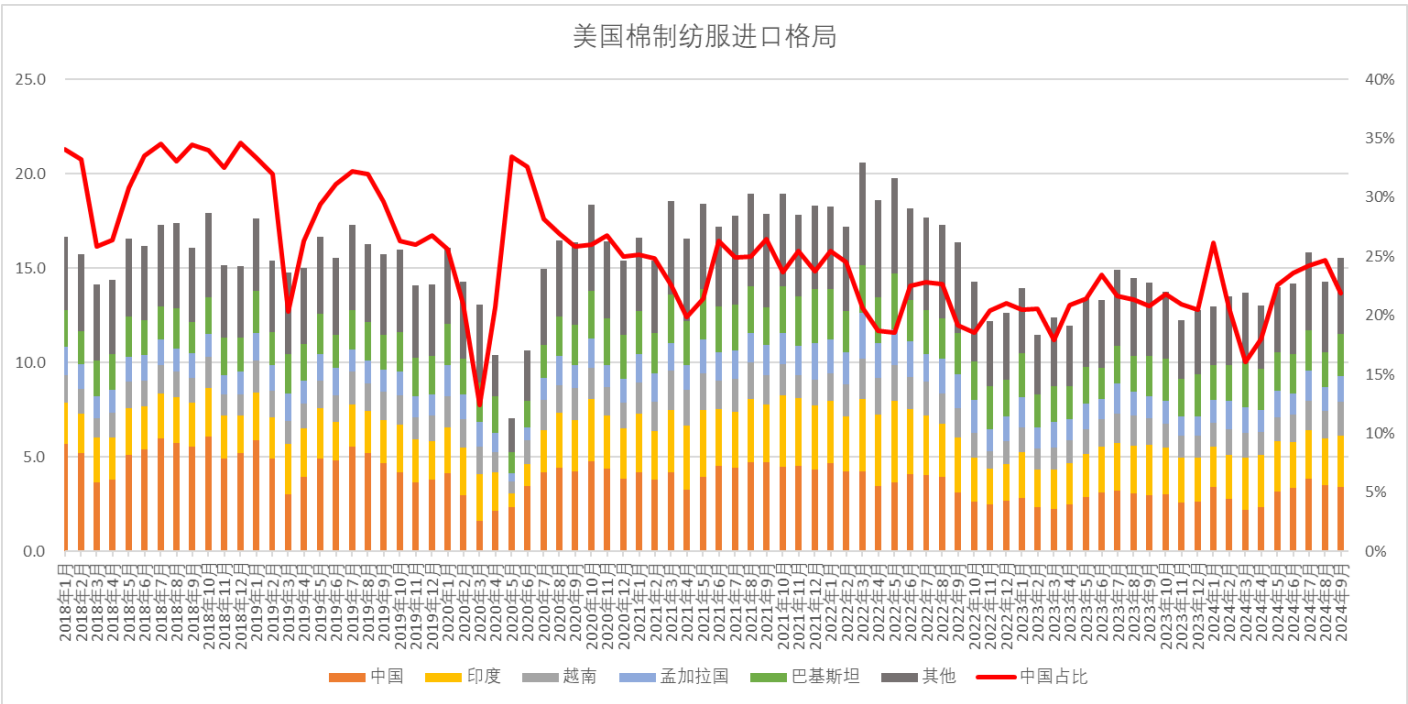
常水平，在没有如此前一般直接发钱的情况下，预计纺服批发商备货动力不强。而且其对我国的针对性举措在近年来从未停止，美国商务部数据显示，棉制品进口来源中，我国的占比已从 2018 年的高点 35%连年下降，至今年 3 月创下疫情后最低点 16%，截至 9 月，该比例略有恢复至 22%。所以在没有加关税政策的情况下，美国也难对我国带动出可观的出口增量。

图 7 美国纺织服装库存情况



数据来源：美国商务部、永安期货研究中心

图 8 美国棉制品进口分国别



数据来源：美国商务部、永安期货研究中心

四、总结

对于 2024/25 年度，新疆增产较为确定，且存在创下产量新高记录的可能。消费端，国内消费可能受到此前一系列利好政策的提振而出现回暖，出口端则预期表现平平或受外部环境变差而减弱，所以我们认为整体需求端的回暖可能较为有限，供需格局大概率相对上一年度宽松，棉价或长期承压。

短期看，棉价仍有一波反弹的可能。当前下游各环节库存水平中性，马上要迎来 12 月开始的春节前备货旺季，且基于国内利好政策对明年需求带动的预期，可能刺激贸易商备货等投机需求加入，或将带来一轮强势的需求回暖。另外，对明年国内的良好预期也存在于上游，轧花厂套保留有敞口，若下游出现好转，上方套保量可能减少，促进此轮阶段性上涨。