

巴西的高产预期使得全球棉花产量维持高位，而全球疲软的需求并未明显改变，24/25 年度全球棉花供需预期仍偏宽松，国际棉价上行空间受到压制。国内新棉采收进入尾声，增产确定性较强，短期上方套保压力仍存。淡季下游需求有所走弱，纺企原料库存维持低位。国内终端内销增长空间预计有限，特朗普上台后外需中长期将受到压制……

农产品组行业研究报告

产业供强需弱，棉价反弹之路受阻

本期分析研究员



邓绍瑞

从业资格号: F3047125
投资咨询号: Z0015474



李馨

从业资格号: F03120775
投资咨询号: Z0019724

联系人



白旭宇

从业资格号: F03114139



薛钧元

从业资格号: F03114096



产业供强需弱，棉价反弹之路受阻

研究院 农产品组

研究员

邓绍瑞

☎ 010-64405663
 ✉ dengshaorui@htfc.com
 从业资格号: F3047125
 投资咨询号: Z0015474

李馨

✉ lixin@htfc.com
 从业资格号: F03120775
 投资咨询号: Z0019724

联系人

白旭宇

☎ 010-64405663
 ✉ baixuyu@htfc.com
 从业资格号: F03114139

薛钧元

☎ 010-64405663
 ✉ xuejunyuan@htfc.com
 从业资格号: F03114096

投资咨询业务资格:
 证监许可【2011】1289号

策略摘要

巴西的高产预期使得全球棉花产量维持高位，而全球疲软的需求并未明显改变，24/25 年度全球棉花供需预期仍偏宽松，国际棉价上行空间受到压制。国内新棉采收进入尾声，增产确定性较强，短期上方套保压力仍存。淡季下游需求有所走弱，纺企原料库存维持低位。国内终端内销增长空间预计有限，特朗普上台后外需中长期将受到压制。综合来看，当前棉花估值进入偏低区间，棉价在收购成本支撑下预计也难有深跌，短期关注“抢出口”及春节前下游补库对订单的提振，或有阶段性补库行情出现；但中长期国内供需预期偏弱，关税预期也将压制远月 05 及之后合约，棉价缺乏持续利好驱动，反弹空间或将受限。

核心观点

■ 市场分析

国际方面，供应端，天气扰动下 24/25 年度美棉产量持续下调，增产幅度不及市场预期，不过由于巴西产量有望再创新高，24/25 年度全球棉花产量仍旧维持在近几个年度高位。需求端，USDA 持续下调美棉出口预期，尽管近期美棉出口签约明显回升，但签约进度仍位于近五年低位。虽然美联储开启了降息的步伐，但对于降息速度和节奏仍存分歧，终端品牌的补库力度和持续性并不强，需求低迷并未明显改变，全球棉花供需格局预期仍偏宽松，压制国际棉价上方空间。

国内方面，供应端，24/25 年度国内新棉丰产确定性较强，当前加工量同比显著增加。随着新棉采收进入尾声，国内收购成本逐渐固化，短期套保资金或持续压制盘面。需求端，伴随着旺季结束，下游需求呈现回落态势，不过纱厂仍维持正常开工，对原料逢低刚需采购为主。由于当前原料库存水平普遍不高，而春节放假时间较早，关注下游提前补货对于订单的提振。终端需求来看，随着国内政策不断加码，国内消费长期信心得到改善，但市场短期更倾向于继续交易弱现实；外需仍面临复杂严峻的国际形势，特朗普上台带来的短期“抢出口”对棉价形成一定支撑，但中长期将持续压制我国的纺织品服装出口订单。

综合来看，当前棉花估值进入偏低区间，棉价在收购成本支撑下预计也难有深跌，短期关注“抢出口”及春节前下游补库对订单的提振，或有阶段性补库行情出现；但中长期国内供需预期偏弱，关税预期也将压制远月 05 及之后合约，棉价缺乏持续利好驱动，反弹空间或将受限。

■ 策略

单边中性，预计区间震荡，建议高抛低吸为主。

■ 风险

宏观及政策风险、主产国天气风险

目录

策略摘要.....	2
核心观点.....	2
一、2024 年棉花行情回顾	6
二、国际棉市供需分析	7
2.1、全球：24/25 年度全球棉花供需格局仍偏宽松.....	7
2.2、美国：美棉增产幅度不及预期，出口量也持续下调	7
2.3、印度：新棉上市进度缓慢，产量预期同比下降	9
2.4、巴西：新年度增产确定性较强，出口竞争更加激烈	9
三、国内棉市供需分析	10
3.1、产量：国内新棉维持丰产预期，收购成本逐渐固化.....	10
3.2、平衡表：24/25 年度供需预期偏宽松，期末库存预计小幅累库	11
3.3、进口：滑准税配额数量有限，新年度进口量预计显著下滑	12
3.4、库存：商业库存呈现季节性回升，工业库存环比小幅增加	12
3.5、直接下游：纺织企业补库意愿不强，成品库存持续累积.....	13
3.6、终端消费：内需增长空间有限，外贸订单中长期承压.....	14
四、2025 年棉花行情展望	16

图表

图 1: ICE 2 号棉花主力收盘价 单位：美分/磅	6
图 2: 郑棉主力收盘价 单位：元/吨	6
图 3: 美棉本年度周出口签约量 单位：万吨	8
图 4: 美棉周出口装运量 单位：万吨	8
图 5: 棉花月度进口量 单位：万吨	12
图 6: 棉花累计进口量 单位：万吨	12
图 7: 全国棉花商业库存 单位：万吨	13
图 8: 新疆棉花商业库存 单位：万吨	13
图 9: 全国棉花工业库存 单位：万吨	13
图 10: 棉花工商业库存 单位：万吨	13
图 11: 纯棉纱厂负荷 单位：%.....	14
图 12: 全棉坯布负荷 单位：%.....	14
图 13: 纱厂棉花库存 单位：天.....	14

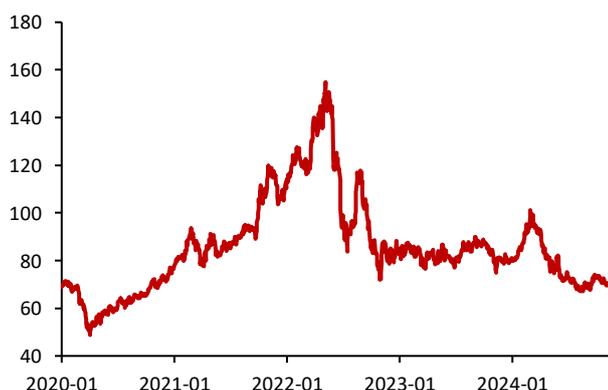
图 14: 纱厂棉纱库存 单位: 天.....	14
图 15: 织厂棉纱库存 单位: 天.....	14
图 16: 全棉坯布库存 单位: 天.....	14
图 17: 服装鞋帽、针纺织品类当月零售额 单位: 亿元.....	15
图 18: 服装鞋帽、针纺织品类累计零售额 单位: 亿元.....	15
图 19: 纺织纱线、织物及制品当月出口额 单位: 万美元	15
图 20: 纺织纱线、织物及制品累计出口额 单位: 万美元	15
图 21: 服装及衣着附件当月出口额 单位: 万美元.....	16
图 22: 服装及衣着附件累计出口额 单位: 万美元.....	16
表 1: 全球棉花供需平衡表 单位: 万吨.....	7
表 2: 美国棉花供需平衡表 单位: 万吨.....	8
表 3: 印度棉花供需平衡表 单位: 万吨.....	9
表 4: 巴西棉花供需平衡表 单位: 万吨.....	10
表 5: 各机构对于国内新年度棉花产量预期 单位: 万吨	11
表 6: BCO 中国棉花产消存量资源表 单位: 万吨.....	11

一、2024 年棉花行情回顾

ICE 美棉全年整体呈现先扬后抑的走势。ICE 美棉在国内春节后由于出口签约强劲以及可交割仓单低，冲破 100 美分/磅并触及涨停板。后因资金获利了结情况增加及需求不足，又重回 80-90 美分/磅震荡区间。4 月，在宏观降息预期延后以及美棉种植进度良好等因素影响下，美棉开启第一轮下跌行情。5 月，受美棉产区干旱天气以及美棉出口数据表现亮眼的影响，美棉期价一度反弹至 83 美分/磅附近。不过月末美棉产区干旱因降雨明显缓解，市场对美联储降息预期再度延后，在美元走强的压力下，美棉大幅下挫。6-8 月上旬，由于 USDA 对全球及美棉供需数据的调整方向偏空，市场交易 24/25 年度全球棉花供应过剩的预期，美棉期价持续下跌至 66 美分/磅附近。不过 8 月中旬之后，由于美棉产区旱情加重，USDA 在 8 月和 9 月报告中连续下调美棉产量，叠加 9 月美联储超预期降息助推棉价上涨，外盘开始止跌反弹。10 月以来，国际市场产业消息相对平淡，棉价波动多与宏观市场情绪变化有关，外盘整体围绕 70 美分/磅附近上下震荡。

国内郑棉全年整体呈现震荡下跌的走势。虽然春节外盘涨幅亮眼，但内盘节后并未跟随美棉大涨的步伐，反而跌至万六下方。随后因新棉供应缩减预期出现过小幅反弹，但整体空间有限。4 月中旬-5 月，随着外盘持续下跌，内外棉价差走扩，对国内棉价形成向下压力，叠加旺季需求不及预期，郑棉快速跌至万五下方，而后超跌反弹。6 月，国内纺织市场淡季特征明显，叠加外盘跌幅扩大，郑棉跌破前期低点，最低跌至 14340 元/吨。7 月-8 月，国内棉价先窄幅震荡后向下突破寻底，由于国内增产预期较强，产业维持供强需弱格局，郑棉价格重心大幅下挫并创下 20 个月新低。9 月受外围宏观利好及外盘反弹的提振，郑棉价格企稳并一度反弹至 14700 元/吨附近。不过随着国庆节后新棉供应压力上升，棉企套保需求集中增加，对盘面价格形成持续压制。另外，国内旺季新增订单不足，也对棉价形成一定拖累。

图 1: ICE 2 号棉花主力收盘价 | 单位: 美分/磅



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 2: 郑棉主力收盘价 | 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

二、国际棉市供需分析

2.1、全球：24/25 年度全球棉花供需格局仍偏宽松

11 月 USDA 供需报告对于 2024/25 年度全球棉花的产量、消费、贸易量、期初库存和期末库存都进行了下调，其中将产量下调了 10 万吨，主要因巴基斯坦和土库曼斯坦产量下调；将消费量下调 11 万吨，主要由于土耳其和巴基斯坦消费量减少。又因期初库存下调，最终期末库存环比调降 13 万吨。

尽管近几月美棉产量持续下调导致全球棉花供应较此前有所缩减，但巴西棉丰产预期使得全球棉花产量依旧维持在近五个年度高位。随着北半球主产国棉花进入集中上市期，全球棉花产量继续调整的空间预计有限。当前期末库存同比仍小幅增加，24/25 年度全球棉花供需格局预期仍偏宽松。

表 1: 全球棉花供需平衡表 | 单位: 万吨

年度	期初库存	产量	进口	消费	出口	期末库存	库存消费比
2020/21	1822	2474	1058	2711	1058	1583	58.39%
2021/22	1583	2486	934	2520	932	1543	61.23%
2022/23	1543	2530	822	2452	798	1650	67.28%
2023/24	1650	2461	958	2478	971	1624	65.53%
2024/25 (10 月)	1637	2540	925	2520	925	1662	65.95%
2024/25 (11 月)	1624	2530	918	2509	918	1649	65.74%
2024/25 环比	-13	-10	-7	-11	-6	-13	-0.21%
2024/25 同比	-26	69	-40	30	-53	25	0.22%

资料来源：USDA 华泰期货研究院

2.2、美国：美棉增产幅度不及预期，出口量也持续下调

今年下半年美棉主产区旱情有所加重，导致美棉优良率一路下滑，引发了美棉产量下滑的担忧，8 月以来 USDA 报告持续大幅下调 24/25 年度美棉产量。10 月飓风又接连登陆美国，预计对美棉质量和产量带来一定影响，10 月 USDA 因此再度下调美棉产量 7 万吨至 309 万吨，同比仍增加 46 万吨。11 月 USDA 对美棉产量未做调整，但继续下调了美棉出口量，最终调整后的美棉期末库存小幅调增 4 万吨，累库幅度增加，整体调整中性偏空。

不过当前市场对于美棉最终产量仍存疑虑，后市仍需持续关注美棉加工公检进度。据 USDA，截至 2024 年 11 月 7 日当周，美陆地棉+皮马棉累计检验量为 124 万吨，占美棉产量预估值的 40.1%。美陆地棉检验量 122.54 万吨，检验进度达到了 40.7%，同比快 23.1%；皮马棉检验量 1.46 万吨，

检验进度达到了 10.3%，同比快 98.9%。周度可交割比例在 86.5%，季度可交割比例在 81%，同比高 0.1 个百分点。

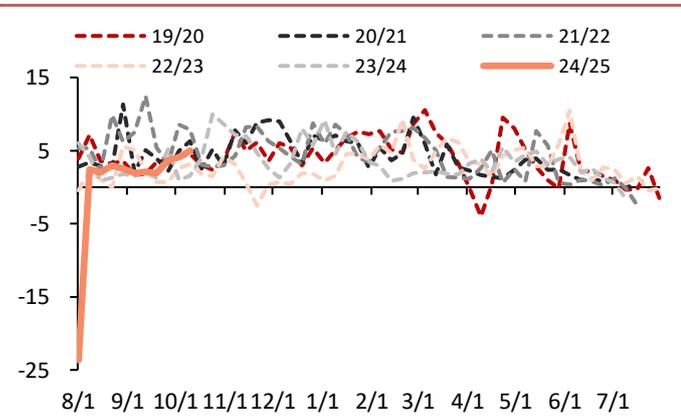
表 2: 美国棉花供需平衡表 | 单位: 万吨

年度	期初库存	产量	进口	消费	出口	期末库存	库存消费比
2020/21	162	318	0	51	349	79	19.83%
2021/22	79	382	0	55	306	100	27.75%
2022/23	100	315	0	43	271	101	32.25%
2023/24	101	263	0	40	256	69	23.22%
2024/25 (10月)	69	309	0	38	250	89	30.93%
2024/25 (11月)	69	309	0	38	246	94	32.96%
2024/25 环比	0	0	0	0	-4	4	2.03%
2024/25 同比	-33	46	0	-2	-10	25	9.74%

资料来源: USDA 华泰期货研究院

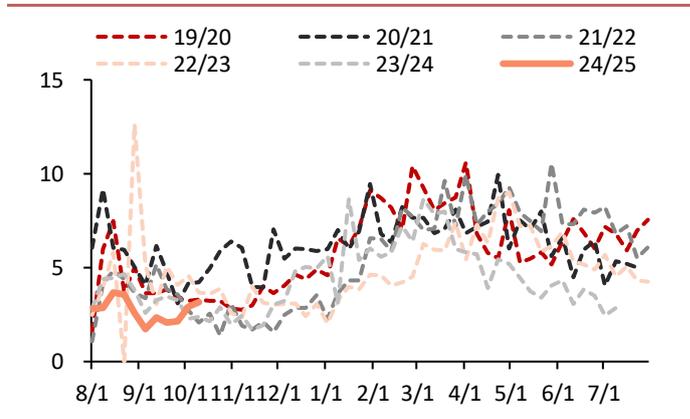
最近几周的美棉出口签约有所回暖，由于巴基斯坦国内棉花上市量同比大幅下滑，巴基斯坦成为美棉签约的主力军。装运方面，目前以巴基斯坦、越南、印度这几个国家为主，最近装运量较此前也有明显提升。据 USDA，截止 10 月 31 日当周，2024/25 美陆地棉周度签约 5.19 万吨，周增 21%，同比下降 42%，较前四周平均水平增 51%；其中巴基斯坦签约 1.64 万吨，越南签约 1.63 万吨，中国签约 0.85 万吨；2025/26 年度美陆地棉周度签约 0 万吨；2024/25 美陆地棉周度装运 3.31 万吨，周增 9%，同比上升 61%，较前四周平均水平增 51%，其中巴基斯坦装运 1.14 万吨，越南装运 0.48 万吨。2024/25 美棉陆地棉和皮马棉总签售量 138.2 万吨，占年度预测总出口量的 55%；累计出口装运量 38 万吨，占年度总签约量的 28%。

图 3: 美棉本年度周出口签约量 | 单位: 万吨



数据来源: USDA 华泰期货研究院

图 4: 美棉周出口装运量 | 单位: 万吨



数据来源: USDA 华泰期货研究院

2.3、印度：新棉上市进度缓慢，产量预期同比下降

受播种面积下降及部分地区遭遇大范围降雨的影响，24/25 年度印度棉花产量预期同比下降。但由于印度新棉上市较慢，市场对于印度棉花产量预估仍存在一定的分歧。11 月 USDA 报告对印度棉供需数据未有明显调整，产量预估为 523 万吨，同比减少 30 万吨。印度农业部近期发布了 2024/25 年度棉花产量的首次预测，预计产量为 508 万吨，比 2023/24 年度减少了 8%。印度棉花协会（CAI）10 月首次公布 24/25 年度棉花供需平衡表，2024/25 年度产量预期 513.8 万吨，同比减少 7.1%；进口预期 42.5 万吨，同比增加 42.9%。需求端来看，消费预期 532.1 万吨，同比持平；出口预期 30.6 万吨，同比减少 36.8%。印度棉花期末库存减至 44.9 万吨，减幅 12.4%。

表 3: 印度棉花供需平衡表 | 单位：万吨

年度	期初库存	产量	进口	消费	出口	期末库存	库存消费比
2020/21	341	599	18	566	135	258	45.53%
2021/22	258	529	22	544	81	183	33.58%
2022/23	183	573	38	533	24	236	44.18%
2023/24	236	553	19	544	50	213	39.20%
2024/25 (10 月)	222	523	50	555	28	211	38.04%
2024/25 (11 月)	213	523	50	555	28	202	36.47%
2024/25 环比	-9	0	0	0	0	-9	-1.57%
2024/25 同比	-22	-30	31	11	-22	-11	-2.73%

资料来源：USDA 华泰期货研究院

2.4、巴西：新年度增产确定性较强，出口竞争更加激烈

2024/25 年度巴西总产预期有望再创新高。USDA 预估新年度巴西总产预期为 366 万吨，同比增加 49 万吨。据巴西国家商品供应公司(CONAB)发布的 2024/25 年度产量预测数据：本年度巴西棉花总产预期为 366.5 万吨，较上一年度上升 0.8 万吨。新年度种植面积升至 200.13 万公顷，产量小幅增加，单产较上一年度有所下滑，降至 122.1 公斤/亩。

截至 2024 年 10 月 24 日，巴西新棉加工进度 71.01%，较去年同期略落后约 3 个百分点。其中主产区马托格罗索州加工进度 66%，同比落后 2 个百分点，巴伊亚州加工进度 87%，同比略慢 3 个百分点。

表 4: 巴西棉花供需平衡表 | 单位: 万吨

年度	期初库存	产量	进口	消费	出口	期末库存	库存消费比
2020/21	56	300	0	71	240	46	14.86%
2021/22	46	236	1	69	168	45	18.78%
2022/23	45	255	0	68	145	87	41.02%
2023/24	87	317	0	69	268	68	20.11%
2024/25 (10月)	68	366	0	72	268	94	27.70%
2024/25 (11月)	68	366	0	72	268	94	27.70%
2024/25 环比	0	0	0	0	0	0	0.00%
2024/25 同比	-20	49	0	3	0	26	7.59%

资料来源: USDA 华泰期货研究院

三、国内棉市供需分析

3.1、产量: 国内新棉维持丰产预期, 收购成本逐渐固化

尽管各机构对于 24/25 年度新疆棉花实播面积的变化仍有一定分歧, 但由于今年天气表现良好, 棉花长势总体好于常年, 单产增幅较大, 因此新疆总产量较去年增产是基本确定的, 且增产幅度要高于此前市场的预期。据棉花信息网 (BCO) 11 月最新发布的生产调查报告, 目前新疆大部分地区棉花亩产符合较高预期, 籽棉收购仍有增量空间, 但衣分高低一定程度上影响最终皮棉产量, 还需持续关注; 内地棉区大部分单产仍维持减少态势。BCO 将本年度新疆棉花产量小幅上调 12.5 万吨至 618.6 万吨, 同比增幅 10.6%; 全国总产上调至 652.5 万吨, 同比增幅 8.6%。

当前新棉采收进入尾声, 截至 2024 年 11 月 11 日, 新疆棉花采摘进度 99%, 较前一周增加 5 个百分点。北疆和东疆棉区采摘已基本结束, 其中, 北疆五师零星棉田因受灾棉桃未完全开裂, 采摘或将持续到月底, 但所占北疆总面积不足 1%, 对整体影响不大。南疆棉区采摘进度约 98%, 较前一周增加 8 个百分点。随着籽棉收购进入后期, 新疆机采棉收购价稳定在 6.2-6.4 元/公斤区间, 收购成本也逐渐固化, 折皮棉成本多在 14500-15000 元/吨。

新棉加工量和公检量同比也显著增加, 短期郑棉上方仍面临较强的套保压力。据全国棉花交易市场数据统计, 截止到 2024 年 11 月 12 日, 新疆地区皮棉累计加工总量 289.16 万吨, 同比增幅 28.01%。

表 5: 各机构对于国内新年度棉花产量预期 | 单位: 万吨

机构	预估时间	全国棉花产量	同比变化	新疆棉花产量	同比变化
棉花信息网 (BCO)	2024 年 11 月	652.5	8.6%	618.6	10.6%
中国棉花协会	2024 年 10 月	620.1	5.5%	587.0	6.5%
国家棉花市场监测系统	2024 年 9 月	638.4	8.2%	598.2	8.9%

资料来源: BCO 中棉协 国家棉花市场监测系统 华泰期货研究院

3.2、平衡表: 24/25 年度供需预期偏宽松, 期末库存预计小幅累库

根据 BCO 最新公布的中国棉花供需平衡表来看, 11 月国内棉花产量上调 13 万吨, 进口量由于当前不确定性较强, 仍维持 200 万吨, 总供应上调 13 万吨至 1534 万吨; 本月消费量并未调整, 总需求稳定在 815 万吨。最终调整后的期末库存增加 13 万吨至 719 万吨, 较上一年度增加 38 万吨。

整体来看, 国内新年度棉花增产幅度较大, 而需求受到外部形势影响预计难有亮眼的表现, 24/25 年度供需预期偏宽松, 期末库存预计小幅累库。

表 6: BCO 中国棉花产消存量资源表 | 单位: 万吨

项目	2022/23	2023/24	2024/25
总供应	1386 (0)	1496 (0)	1534 (+13)
其中: 期初库存	564 (0)	569 (0)	681 (0)
产量	679 (0)	601 (0)	653 (+13)
进口	143 (0)	326 (0)	200 (0)
总需求	817 (0)	815 (0)	815 (0)
其中: 纺棉消费	770 (0)	774 (0)	775 (0)
其他消费	45 (0)	40 (0)	38 (0)
出口	2 (0)	1 (0)	2 (0)
期末库存	569 (0)	681 (0)	719 (+13)

资料来源: BCO 华泰期货研究院

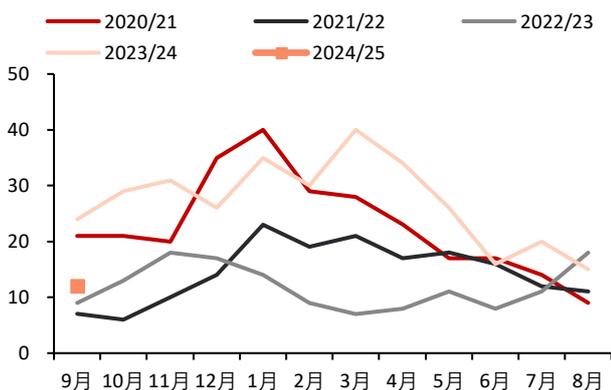
3.3、进口：滑准税配额数量有限，新年度进口量预计显著下滑

7月底发改委发布公告，2024年滑准税配额发放数量为20万吨，是自2018年以来的最小数量。由于当前国内供应相对宽松，本次配额的发放更多是满足出口型企业对进口棉的结构性需求，同时减少了对新疆棉销售的冲击。

据海关总署数据，2024年9月我国棉花进口量12万吨，环比（15万吨）减少3万吨，减幅16.7%；同比（24万吨）减少12万吨，减幅50.3%。2024年1-9月我国进口棉花约227万吨，同比增长约106.7%。2023/24年度我国累计进口棉花量为326万吨。

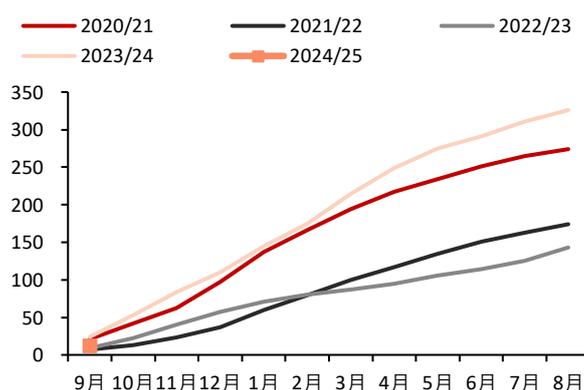
9月国内棉花进口量继8月后再次同比、环比大幅下降。一方面虽然9月滑准税配额陆续下发，但此次发放量仅为20万吨，仍有较多港口棉花清关较难；另一方面9月随着外盘持续反弹，内外价差显著收窄，企业进口意愿下降。由于23/24年度国储轮入较多外棉入库，新年度中国继续大幅进口的可能性较低，24/25年度我国棉花进口量预计较上一年度明显下降。

图 5: 棉花月度进口量 | 单位: 万吨



数据来源: 海关总署 华泰期货研究院

图 6: 棉花累计进口量 | 单位: 万吨



数据来源: 海关总署 华泰期货研究院

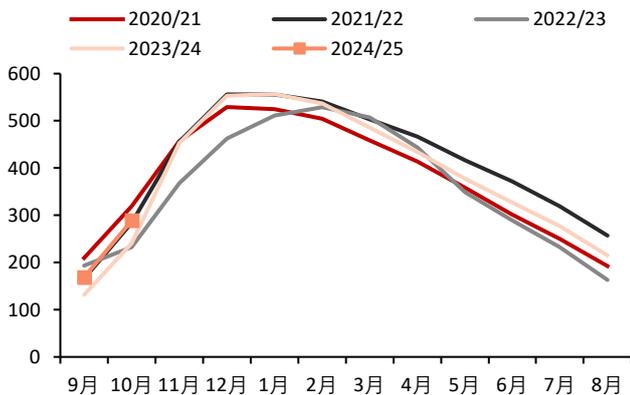
3.4、库存：商业库存呈现季节性回升，工业库存环比小幅增加

10月国内新棉陆续上市，全国棉花市场资源较为充足，月内国内棉花商业库存环比大幅增加，且高于去年同期。据棉花信息网，截止2024年10月底，国内棉花商业库存288.72万吨，较上月增加119.86万吨，增幅70.98%，高于去年同期48.2万吨，增幅20.04%。其中，新疆疆内棉花库存为217.89万吨，环比增加138.52万吨，高于去年同期47.12万吨；内地棉花商业库存为25.63万吨，环比减少19.06万吨，低于去年同期17.12万吨；进口棉保税库存合计为45.2万吨，环比增加0.4万吨，较去年同期增加18.2万吨。

10月国内仍处消费旺季，纱厂开机相对稳定，对原料逢低补库，用棉量较上月略有好转，棉花工业库存环比小幅增加。据棉花信息网，截止2024

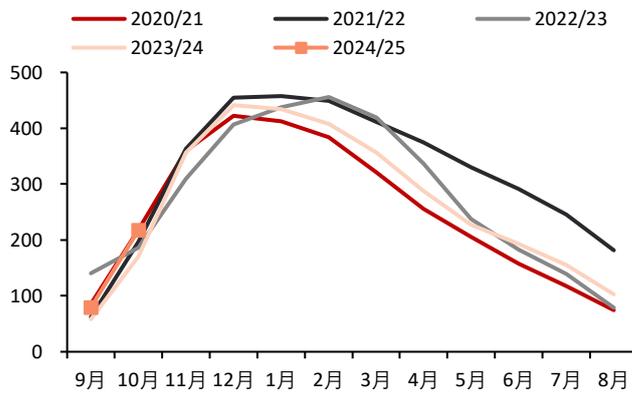
年 10 月底，国内棉花工业库存为 82.26 万吨，环比增加 3.75 万吨。

图 7: 全国棉花商业库存 | 单位: 万吨



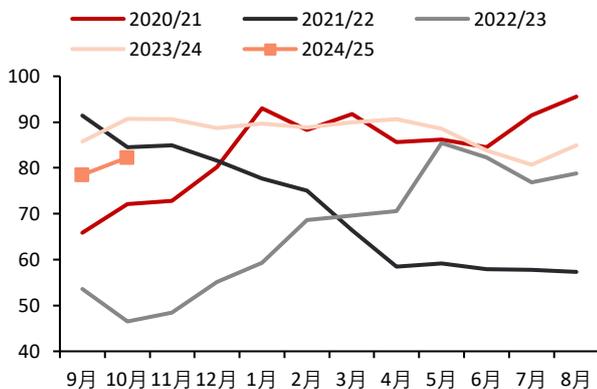
数据来源: 中国棉花信息网 华泰期货研究院

图 8: 新疆棉花商业库存 | 单位: 万吨



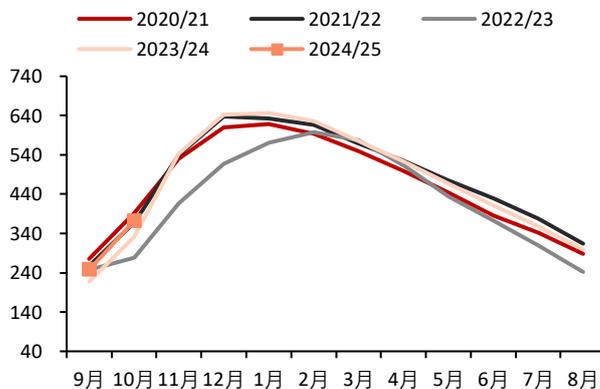
数据来源: 中国棉花信息网 华泰期货研究院

图 9: 全国棉花工业库存 | 单位: 万吨



数据来源: 中国棉花信息网 华泰期货研究院

图 10: 棉花工商业库存 | 单位: 万吨



数据来源: 中国棉花信息网 华泰期货研究院

3.5、直接下游: 纺织企业补库意愿不强, 成品库存持续累积

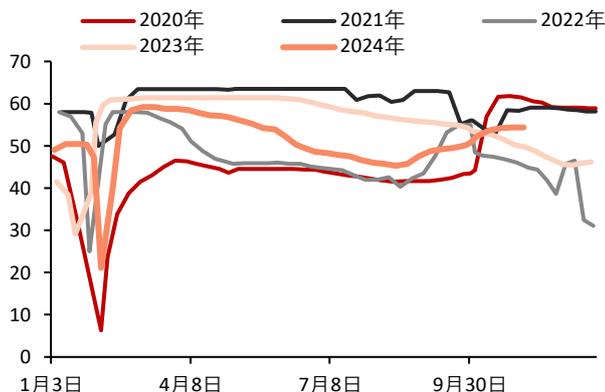
据 TTEB, 截止 2024 年 11 月 8 日, 纯棉纱厂开机率稳定在 54.4% 左右, 纱厂棉花库存为 26.3 天, 棉纱库存继续累积至 22.8 天。截止 2024 年 11 月 8 日, 全棉坯布负荷降至 50.5%, 织厂棉纱库存继续下降至 10.6 天, 全棉坯布库存缓慢累积至 28.5 天。

纱厂方面, 随着前期棉价下跌, 纺纱厂利润水平稍有修复, 推动纱厂开机率稳中有升, 但近期也有部分小型纺企反馈开机率有收缩趋势。随着旺季收尾, 纺企多反馈新订单呈现乏力态势, 逢低采购为主, 追涨采购信心不足。由于产销率走低, 近期成品库存持续增加。织厂方面, 近期织厂订单继续减少, 全棉坯布出货一般, 织厂开机率开始出现下滑, 淡季预期下企业以刚需采购为主, 成品坯布库存继续累积, 不过压力尚可, 暂未出现降价抛货现象。

整体来看, 虽然旺季结束后产业下游需求不强, 但当前纺织企业整体累库情况并不严重, 库存尚未形成明显压力。当前纺企原料库存偏低, 关注春

节前下游备货情况，或阶段性提振国内棉价。

图 11: 纯棉纱厂负荷 | 单位: %



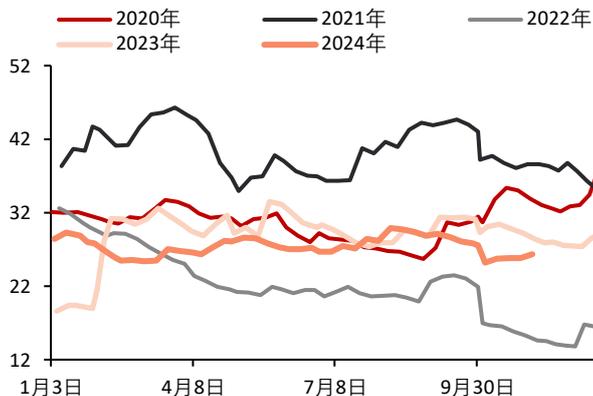
数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 12: 全棉坯布负荷 | 单位: %



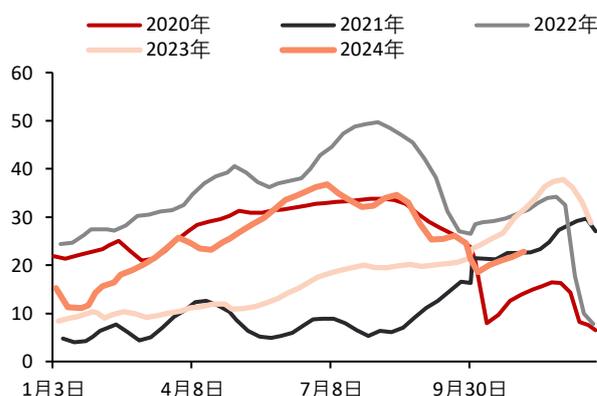
数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 13: 纱厂棉花库存 | 单位: 天



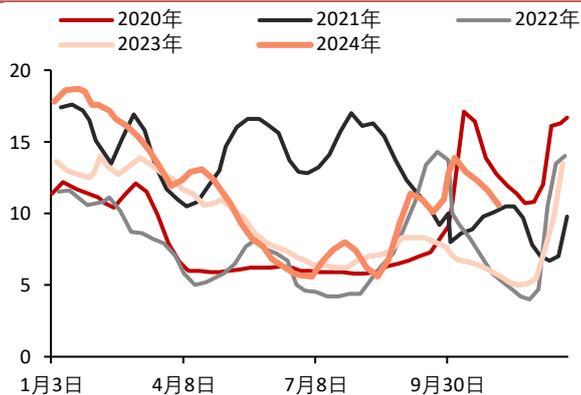
数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 14: 纱厂棉纱库存 | 单位: 天



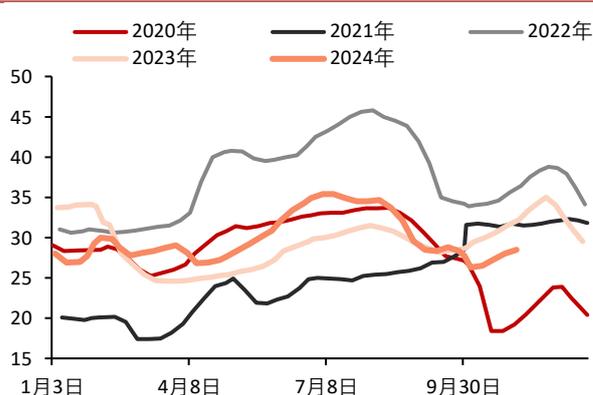
数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 15: 织厂棉纱库存 | 单位: 天



数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 16: 全棉坯布库存 | 单位: 天



数据来源: TTEB 华泰期货研究院

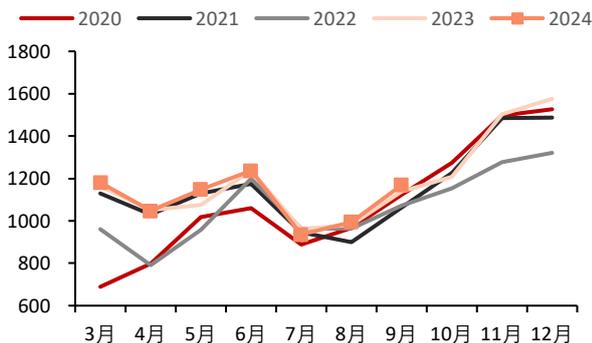
3.6、终端消费: 内需增长空间有限, 外贸订单中长期承压

内销方面, 9 月国内纺服零售额环比呈现季节性反弹, 累计零售额实现 0.2% 增长, 不过单月同比连续 4 个月出现下滑, 内需整体增长空间有限。据

国家统计局数据显示，2024年9月份，我国服装、鞋帽、针纺织品类商品零售额为1169亿元，同比下跌0.4%。2024年1-9月，我国服装、鞋帽、针纺织品类商品零售额为10225亿元，同比增长0.2%。

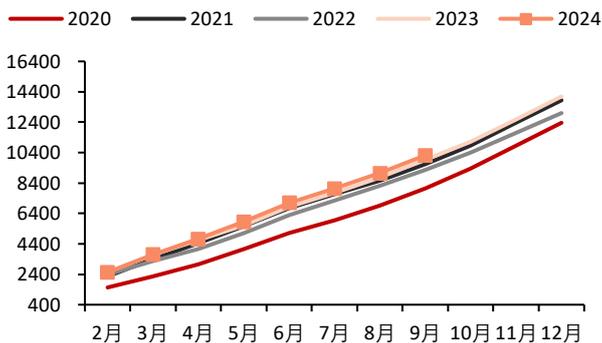
外需方面，10月出口增速超出市场预期，环比同比均实现正增长，不过很大程度上是受低基数效应的影响。当前外部形势依旧严峻，全球经济恢复进度仍缓慢，特朗普当选后2025年或将对我国商品采取更加激进的关税政策，虽然短期我国纺织品服装可能存在一定抢出口需求，但中长期来看，我国的纺织品服装出口订单或将受到不小的冲击。据海关总署，2024年10月，中国纺织服装出口254.8亿美元，同比增长11.9%，环比增长2.8%；其中纺织品出口123.9亿美元，同比增长16.1%，环比增长10.1%；服装出口130.9亿美元，同比增长8.1%，环比下降3.2%。累计数据来看，2024年1-10月，纺织服装累计出口2478.9亿美元，增长1.5%；其中纺织品出口1166.9亿美元，增长4.1%，服装出口1312亿美元，下降0.7%。

图 17: 服装鞋帽、针纺织品类当月零售额 | 单位: 亿元



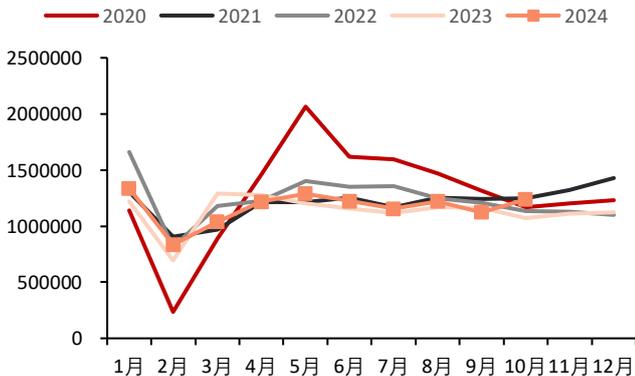
数据来源: 国家统计局 华泰期货研究院

图 18: 服装鞋帽、针纺织品类累计零售额 | 单位: 亿元



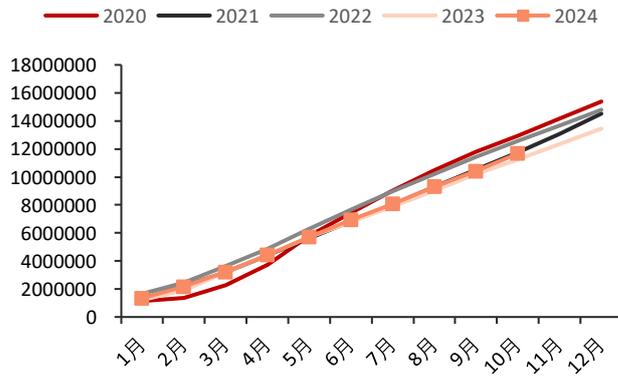
数据来源: 国家统计局 华泰期货研究院

图 19: 纺织纱线、织物及制品当月出口额 | 单位: 万美元



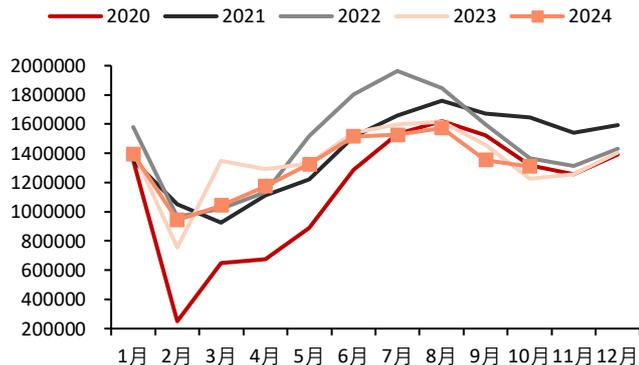
数据来源: 海关总署 华泰期货研究院

图 20: 纺织纱线、织物及制品累计出口额 | 单位: 万美元



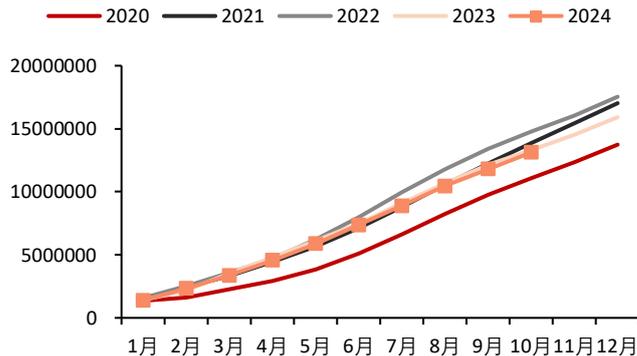
数据来源: 海关总署 华泰期货研究院

图 21: 服装及衣着附件当月出口额 | 单位: 万美元



数据来源: 海关总署 华泰期货研究院

图 22: 服装及衣着附件累计出口额 | 单位: 万美元



数据来源: 海关总署 华泰期货研究院

四、2025 年棉花行情展望

国际方面，供应端，天气扰动下 24/25 年度美棉产量持续下调，增产幅度不及市场预期，不过由于巴西产量有望再创新高，24/25 年度全球棉花产量仍旧维持在近几个年度高位。需求端，USDA 持续下调美棉出口预期，尽管近期美棉出口签约明显回升，但签约进度仍位于近五年低位。虽然美联储开启了降息的步伐，但对于降息速度和节奏仍存分歧，终端品牌的补库力度和持续性并不强，需求低迷并未明显改变，全球棉花供需格局预期仍偏宽松，压制国际棉价上方空间。

国内方面，供应端，24/25 年度国内新棉丰产确定性较强，当前加工量同比显著增加。随着新棉采收进入尾声，国内收购成本逐渐固化，短期套保资金或持续压制盘面。需求端，伴随着旺季结束，下游需求呈现回落态势，不过纱厂仍维持正常开工，对原料逢低刚需采购为主。由于当前原料库存水平普遍不高，而春节放假时间较早，关注下游提前补货对于订单的提振。终端需求来看，随着国内政策不断加码，国内消费长期信心得到改善，但市场短期更倾向于继续交易弱现实；外需仍面临复杂严峻的国际形势，特朗普上台带来的短期“抢出口”对棉价形成一定支撑，但中长期将持续压制我国的纺织品服装出口订单。

综合来看，当前棉花估值进入偏低区间，棉价在收购成本支撑下预计也难有深跌，短期关注“抢出口”及春节前下游补库对订单的提振，或有阶段性补库行情出现；但中长期国内供需预期偏弱，关税预期也将压制远月 05 及之后合约，棉价缺乏持续利好驱动，反弹空间或将受限。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道 1 号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com



客服热线：400-628-0888

官方网址：www.htfc.com

公司总部：广州市南沙区横沥镇明珠三街 1 号 10 层 1001-1004、1011-1016 房