

中美关税政策下棉花市场将如何演绎

核心观点：

在 90 天加征关税暂缓期间，下游市场或出现“抢出口”订单，目前棉花基差持续偏强，纺企逢低补库，但短期随着旺季步入尾声，下游工厂或面临降负荷的压力，纺企棉花库存也已有明显回升，后续补库力度或下降。关税对棉价的利空虽在盘面已有所体现，棉价也在低估值下表现出一定的抗跌性，但政策对国内外销市场的影响仍将持续发酵，棉花需求前景难言乐观，需关注美国对外关税政策的进一步调整，短期仍处于承压探底阶段。

南华研究院
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1290 号

陈嘉宁 Z0020097

电 话：
0571-89727574

请务必阅读正文之后的免责条款部分



一、美国对纺织国家进口关税政策的演变

1、对中国的关税政策

中国于 2001 年加入 WTO，美国根据《纺织品与服装协定》逐步取消了纺织品进口配额，但通过关税和反倾销措施限制中国纺织品，2001-2004 年，美国对华纺织品关税保持平均约 10%-15%，并对中国实施反倾销调查。2005 年，美国全面取消纺织品进口配额，中国对美出口飙升，但美国通过“特保条款”限制中国纺织品，中美签署《纺织品和服装贸易备忘录》，美国对中国 21 类纺织品重新设定年度进口增长率（7.5%-10%）。2008 年金融危机后，美国对华纺织品发起多起反倾销/反补贴调查，关税水平保持稳定，但质量认证、环保标准等非关税壁垒逐渐增多。

2018 年，“特朗普 1.0”时代到来，美国对华发起“301 调查”，7 月对 340 亿美元中国商品关税从原平均 10% 提升至 25%，但纺织品和服装未被纳入，8 月对 160 亿美元中国商品也加征至 25% 关税，化纤、纱线等纺织原料首次被纳入清单，但成衣类产品仍未加征，而后 9 月美国又对 2000 亿美元中国商品加征 10% 额外关税，税率从原平均 10%-15% 提升至 25%，其中包含床单、窗帘等部分家用纺织品、无纺布等工业用纺织品、纺织机械。2019 年，美国对约 3000 亿美元中国商品加征 10% 关税，首次覆盖了绝大部分服装和家用纺织品，2020 年此类商品关税从 10% 降至 7.5%。至此，纺织服装类商品面临 7.5%~25% 的额外关税，且美国海关要求越南、柬埔寨出口商提供“非中国原产证明”，以限制中国的转口贸易。拜登政府基本延续了特朗普时期的对华关税框架，仅对防疫物资等少数商品提供临时豁免，但未系统性取消关税。美国对华纺织服装关税调整历经了配额取消、贸易保护、全面加征、局部豁免四个阶段，以遏制中国产业升级并重塑全球供应链。

2025 年，特朗普再度上台，重挥关税大棒，以芬太尼为由接连对所有中国输美商品加征了两次 10% 关税。面对中国的反制，美国继续发布行政令，宣布对中国（包括香港、澳门）加征 34% 的额外关税，并终止 800 美元以下来自中国内地和香港进口商品的免税待遇。随着中美贸易摩擦进一步升级，美国对中国的额外关税继续加至 84%，并接连进一步提高到 125%，同时将中国内地和香港的小额包裹关税由 30% 增至 90% 后，再度上调至 120%。直至 4 月 15 日，特朗普宣布对中国输美商品最高加征 245% 关税。

2、对中国转口贸易国家的关税政策

除中国外，纺织品与服装的生产主要集中在南亚与东南亚地区，其中以印度、越南、孟加拉、巴基斯坦、柬埔寨为主。美国自 2018 年起对中国纺织品加征 7.5%-25% 的附加关税，而东南亚多国享有对美出口普惠制或自贸协定下的低关税甚至零关税待遇，同时南亚劳动力成本优势显著，叠加当地出口退税政策，可进一步降低

综合成本，因此在中美地缘政治紧张下，跨国企业推动“中国+1”战略，将部分产能转移至东南亚以降低风险，近年来中国纺织品及服装通过东南亚转口至美国的贸易模式也显著增加。

2025 年，在特朗普推行的“对等关税”下，美国对柬埔寨加征 49% 关税，对越南加征 46% 关税，对孟加拉加征 37% 关税，对印度尼西亚加征 32% 关税，对巴基斯坦加征 30% 关税，对印度加征 27% 关税，对马来西亚加征 24% 关税，目前美国对这些国家实施 90 天的关税暂缓，并在此期间降低对等关税至 10%，因此二季度东南亚国家或出现“抢出口”订单。

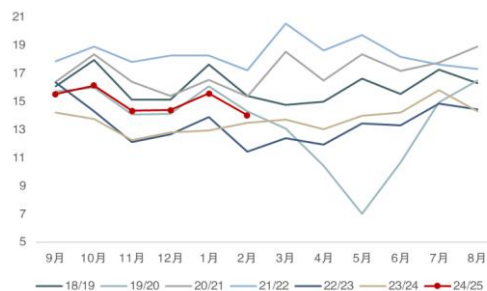
二、中国对美国关税加征的反制措施

面对美国关税的加征，中国也采取了相应的反制措施。2025 年 2 月 4 日，中国对原产美国的能源商品及部分机械汽车加征 10% 额外关税，未涉及棉花，3 月 4 日，中国对部分农产品加征 10%-15% 的关税，其中对棉花加征 15% 额外关税，4 月 4 日，随着特朗普进一步提高关税，中国对原产美国的所有商品加征 34% 额外关税，并于 9 日上调至 84%，于 11 日继续上调至 125%，并表示若美方后续对中国输美商品继续加征关税，将不予理会，至此中美贸易已基本“脱钩”。

三、中美纺服贸易受到严重打击

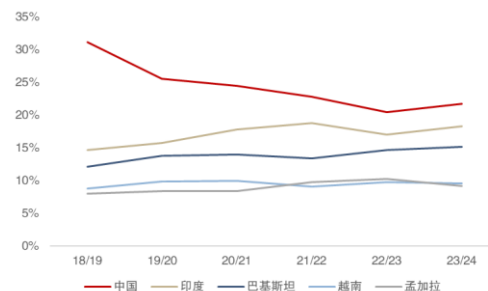
从美国进口市场来看，截至 2 月，美国 24/25 年度累计进口棉制品 89.92 亿平方米，其中从中国进口 19.83 亿平方米，占比 22.05%，从印度进口 16.55 亿平方米，占比 18.41%，从巴基斯坦进口 13.75 亿平方米，占比 15.30%，从越南进口 9.02 亿平方米，占比 10.03%，从孟加拉进口 8.65 亿平方米，占比 9.62%。截至 2 月，美国服装零售库存为 610.26 亿美元，始终维持在一个历史较高的水平，而批发商库存为 279.93 亿美元，在连续两年的去库下，批发商库销比已有明显回落，存在一定的补库需求。因此，若中美关税维持高位，则部分订单将分流至东南亚国家，在 90 天暂缓政策后，若东南亚对等关税被重新执行，或抑制美国纺服企业的补库需求，不利于全球棉花的消费，但美国批发商库存或进一步回落。

图 1：美国棉制品进口量（亿平方米）



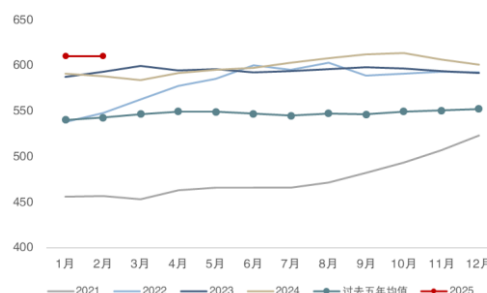
资料来源：USDA 南华研究

图 2：美国棉制品年度进口量来源占比



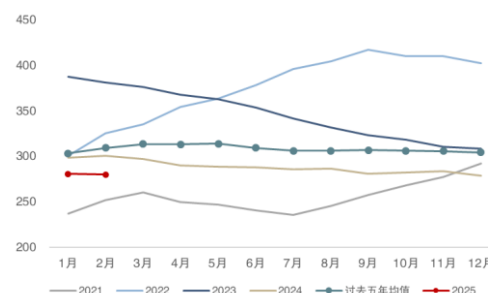
资料来源：海关总署 南华研究

图 3：美国服装零售商库存（亿美元）



资料来源：USDA 南华研究

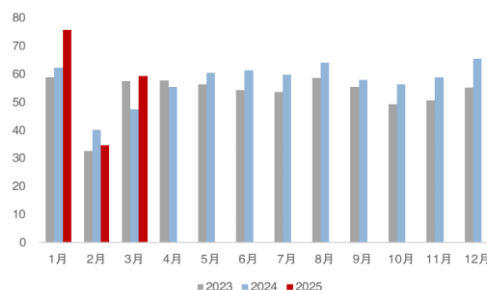
图 4：美国服装批发商库存（亿美元）



资料来源：USDA 南华研究

从中国出口市场来看，截至 2 月，中国 24/25 年度累计出口棉制品 354.18 万吨，其中出口至越南 41.98 万吨，占比 11.85%，出口至美国 40.46 万吨，占比 11.42%，出口至孟加拉 30.45 万吨，占比 8.60%。在关税政策落地前，下游存在部分“抢出口”订单，国内一季度外销表现整体良好，但在目前的关税水平下，中美贸易已基本处于“脱钩”状态，中国至美国的出口市场受到严重打击，部分出口企业或转向内销，中国棉纺产能扩张速度或放缓，内地部分低产的老旧产能或加速出清。

图 5：中国棉制品出口量（万吨）



资料来源：海关总署 南华研究

图 6：2024 年中国棉制品主要出口国分布

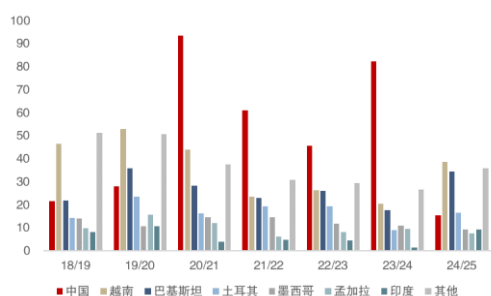
国家	数量（万吨）	占比
美国	73.01	10.51%
越南	67.45	9.71%
孟加拉	52.52	7.56%
柬埔寨	26.72	3.85%
日本	20.98	3.02%
菲律宾	20.49	2.95%
俄罗斯	20.34	2.93%
马来西亚	16.89	2.43%
墨西哥	16.66	2.40%
印度尼西亚	15.59	2.24%
哈萨克斯坦	15.54	2.24%
尼日利亚	14.61	2.10%
韩国	14.1	2.03%
泰国	12.19	1.76%
巴基斯坦	12.02	1.73%

资料来源：海关总署 南华研究

四、美棉新年度平衡需如何演绎

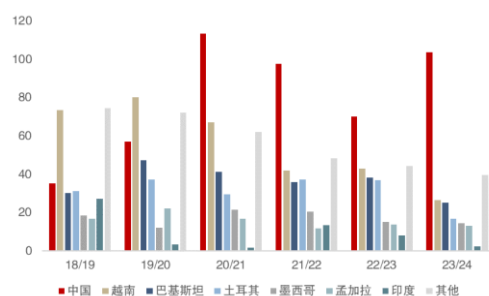
从美棉出口情况来看，自 8 月 1 日起至第 37 周，24/25 年度美棉装运量共 167.4 万吨，其中中国累计装运美棉仅 15.5 万吨，占比 9.26%，越南累计装运美棉 38.8 万吨，占比 23.18%，巴基斯坦累计装运美棉 34.5 万吨，占比 20.61%，土耳其累计装运美棉 16.6 万吨，占比 9.92%，墨西哥累计装运美棉 9.3 万吨，占比 5.56%，印度累计装运美棉 9.2 万吨，占比 5.50%，孟加拉累计装运美棉 7.7 万吨，占比 4.60%。根据各国对美棉进口量的历史数据来看，考虑到 2020-2022 年受到疫情影响，近年来东南亚产能继续扩张，若后续美国对其余国家取消高关税的加征政策，我们假设其余各国对美棉的进口量处于近年偏高水平，即假设越南对美棉的年度装运量约 60 万吨，巴基斯坦对美棉的年度装运量约 40 万吨，土耳其对美棉的年度装运量约 40 万吨，墨西哥对美棉的年度装运量约 20 万吨，印度对美棉的年度装运量约 20 万吨，孟加拉对美棉的年度装运量约 20 万吨，其余国家对美棉的年度装运量约 50 万吨，因此，若各国美棉进口情况均以乐观形式估计，则除中国外全球对美棉的年度装运量约 275 万吨。

图 7：各国至 37 周累计美棉装运量（万吨）



资料来源：USDA 南华研究

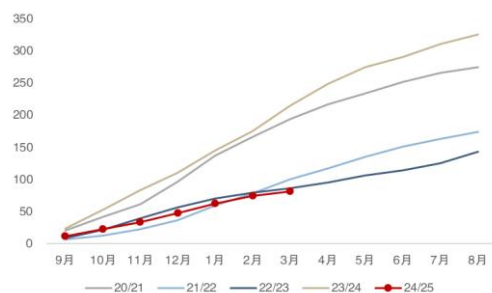
图 8：各国年度累计美棉装运量（万吨）



资料来源：USDA 南华研究

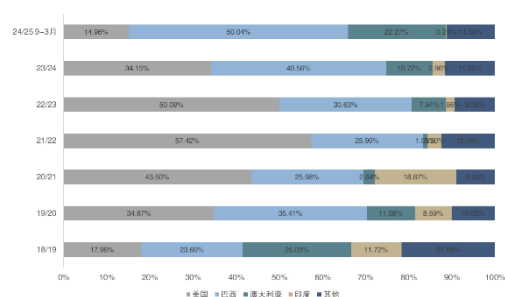
于中国而言，截至 3 月，24/25 年度中国累计进口棉花 82 万吨，同比大幅减少 133 万吨，主要源于本年度进口配额发放量较少，去年仅增发了 20 万吨滑准税配额，但从进口来源来看，24/25 年度中国共进口美棉 12.07 万吨，占比 14.96%，共进口巴西棉 40.37 万吨，占比 50.04%，共进口澳棉 17.97 万吨，占比 22.27%，因此中国对巴西棉与澳棉的进口需求大幅提升，未来在巴西棉与澳棉继续增产下，或对美棉形成进一步的替代。因此，若中美关税持续维持高位，我们暂不考虑中国对美棉的进口装运量。

图 9：中国棉花累计进口量（万吨）



资料来源：海关总署 南华研究

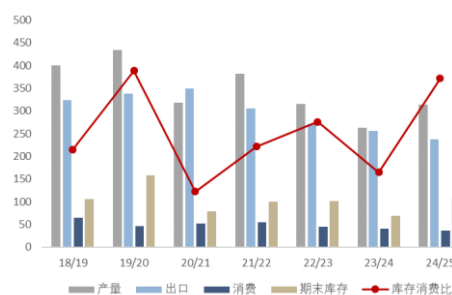
图 10：中国棉花进口来源分布



资料来源：海关总署 南华研究

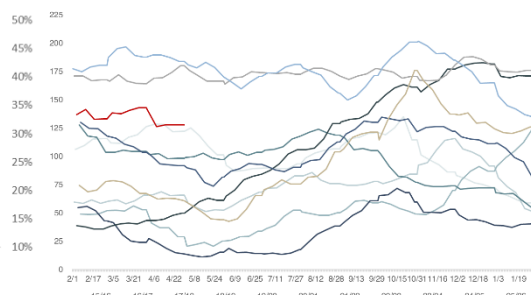
因此整体来看，在东南亚各国进口需求回升的预期下，25/26 年度美棉产量还需维持偏低水平才可使美棉供需平衡得到改善。新年度，由于美国棉粮比价偏低，农户植棉积极性下降，USDA 预测新年度植棉面积或同比下降约一成左右，但其预测新年度美棉弃耕率将有所下调，产量或小幅增加。目前，美国 25/26 年度新棉播种工作已经开始，据美国农业部统计，截至 4 月 20 日全美棉花播种进度 11%，与近五年同期平均进度持平，但据美国旱情最新监测数据，截至 4 月 15 日，全美仍有约 22% 的植棉区受旱情困扰，其中得州约 54% 的植棉区受旱情困扰，当前全美 DSCI 干旱指数仍处于历史偏高水平，未来美棉生长仍将面临天气的挑战。

图 11：美棉供需平衡表（万吨）



资料来源：USDA 南华研究

图 12：美国 DSCI 干旱指数

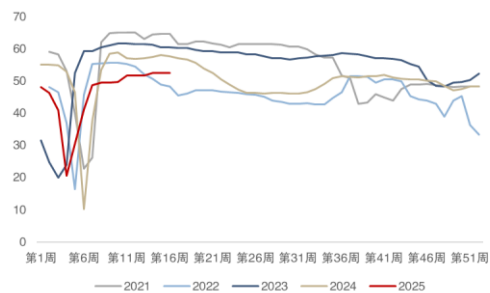


资料来源：USDA 南华研究

五、棉价估值偏低但动力不足

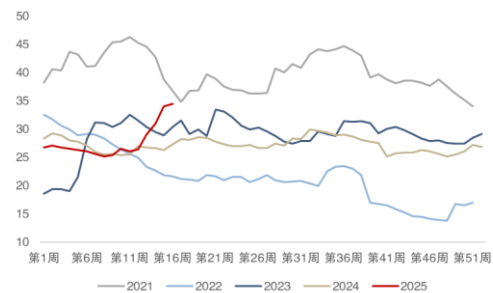
在 90 天加征关税暂缓期间，下游市场或出现“抢出口”订单，目前棉花基差持续偏强，纺企逢低补库，但短期随着旺季步入尾声，下游工厂或面临降负荷的压力，纺企棉花库存也已有明显回升，后续补库力度或下降。关税对棉价的利空虽在盘面已有所体现，棉价也在低估值下表现出一定的抗跌性，但政策对国内外销市场的影响仍将持续发酵，棉花需求前景难言乐观，需关注美国对外关税政策的进一步调整，短期仍处于承压探底阶段。

图 13：全棉坯布负荷



资料来源：tteb 南华研究

图 14：纺企棉花库存（天）



资料来源：tteb 南华研究

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：310008
全国统一客服热线：400 8888 910
网址：www.nanhua.net
股票简称：南华期货
股票代码：603093



南华期货营业网点

