

越来越割裂的国产棉和进口棉

---2025 年棉花期货行情展望

傅博

投资咨询从业资格号：Z0016727

fubo025132@gtjas.com

报告导读：

我们的观点：

2025 年的国内外棉花市场目前看缺乏上涨驱动，2024 年第四季度的弱势震荡的局面或将延续。

我们的逻辑：

预计 2025 年国际棉花市场仍然是供强需弱的局面。国际棉花市场的供应仍然聚焦巴西和美国，巴西棉花产量的持续增长预期，使得国际棉花价格缺乏上涨驱动，巴西棉花丰产已经有所计价，关注 2025 年巴西棉花的实际产量和出口，如果巴西棉花产量出现较大的预期差异，将成为国际棉价最强劲的驱动；巴西棉花高产量和高出口的预期下，美棉 2025/26 年度仍将聚焦出口，正常天气情况下美棉的面积下降的影响低于出口疲软的影响。国际棉花需求仍然以中国为主，关注印度、越南的进口需求增长能否抵消中国需求下降。

2025 年中国棉花市场无论是供应端还是需求端都会面临分化的情况。国产棉和进口棉或逐渐分割成两个不可完全替代的市场。供应压力主要来自国产棉，进口棉供应关注配额的发放，需求主要关注政策对内需的影响，产业逻辑上，预计补库需求仍然是市场阶段性上涨的主要驱动。

投资展望：建议等待驱动出现后偏右侧交易，建议关注季节性的波段行情。

风险提示：棉花主产国天气风险、原油大幅波动的风险

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

1. 2025 年棉花期货行情回顾	3
2. 2025 年全球棉花供需分析	4
2.1 2025 年全球棉花供应：巴西棉供应将主导国际棉花市场供应	4
2.1.1 巴西：预期产量继续增长，实际产量和实际出口都有可能低于市场预期，降幅如果不大则影响不大	4
2.1.2 美国：出口不仅是 2024/25 年度，也是 2025/26 年度美棉的决定性因素	6
2.1.3 印度和巴基斯坦：减产、新旧作交替阶段供应紧张导致进口利润好转，关注高进口量的持续性	7
2.2 2025 年全球棉花需求：关注印度、越南的进口需求增长能否抵消中国需求下降	9
3. 2025 年中国棉花市场供需分析	12
3.1 2025 年中国棉花供应：总供应充足，国产棉和进口棉的供应两极分化	12
3.2 2025 年中国棉花消费：关注内需，关注阶段性补库行情	14
4. 结论与投资展望	16

1. 2024 年棉花期货行情回顾

2024 年内外盘棉花期货均是先涨后跌的走势，但是上涨的时间非常有限，总体是弱势局面。

第一阶段：1 月-4 月初，ICE 棉花交易了一波美棉供应，郑棉交易了一波需求季节性好转。3 月份之前资金交易美棉 2023/24 年度低产量和库存紧张的预期，推动 ICE 棉花一度上冲至 100 美分/磅上方，但是 90 美分/磅以上时，全球棉花消费受到显著抑制，3 月下半月 ICE 棉花高位回落，ICE 棉花仓单增加。1 月和 2 月，受 ICE 棉花大幅上涨以及对全球棉花需求复苏的乐观预期推动，国内棉花期货上涨，3 月到 4 月中旬，国内传统的“金三银四”旺季，由于订单情况较好，棉花需求有保障，郑棉期货维持稳定。

第二阶段：4 月初到 9 月初，内外盘棉花期货共振下行。ICE 棉花在 4 月份跌破 60 日均线后出现多头踩踏，郑棉在上涨到 16000 元/吨以后套保盘开始陆续进场，但是由于没有达到新棉完全成本上方，大部分现货并没有套保，由于担忧 4 月下半月以后下游需求转弱，郑棉跌破 15800 元/吨引发了一波抛压，内外盘出现第一波共振下跌：5 月下半月内外盘棉花期货出现了一波技术性反弹，但是由于中国和美国棉花产区天气都非常良好，新棉天气炒作驱动不足，而下游需求持续变差，国内下游开机率下降，美棉出口不佳导致 USDA 连续下调美棉出口预估，内外棉期货出现第二波共振下跌，8 月初，郑棉期货在跌破 14000 之后触发了止损盘和进口棉的一波抛售，最低跌至 13200 元/吨附近；ICE 棉花期货则是跌破 70 美分创 3 年半新低，并进一步下跌到 66-67 美分/磅。8 月底 9 月初，需求仍然没有起色，新疆棉和美棉都是丰产预期，郑棉再次下探，但是两者均没有跌破 8 月初的低点。

第三阶段：9 月下旬至今，内外盘棉花期货震荡偏弱。9 月底受国内政策预期以及新作籽棉收购价格高于预期推动，郑棉期货出现一波反弹，ICE 棉花也受到美棉产量下调和逢低买盘推动反弹。但是中国和美棉需求一直未能给到进一步上涨的动能，随着商业买盘的一点点被消耗，内外盘棉花期货震荡下行。

图 1：2023 年内盘棉花期货前三季度持续走强，四季度走弱；ICE 棉花期货全年偏震荡走势



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

2. 2025 年全球棉花供需分析

关注 2025 年巴西棉和美棉的供应，全球棉花消费前景仍然不乐观。国际棉花市场仍然聚焦巴西和美国，巴西棉花产量持续增长令全球棉花供应保持稳定、对美棉出口的担忧强于对美棉 2025 年面积下降的担忧；国际贸易形势可能恶化令全球经济增长前景不明朗，纺织服装的原料需求持续从纯棉转向混纺和化纤，宏观背景叠加终端消费的结构性转型令全球棉花消费前景仍然不乐观。

2.1 2025 年全球棉花供应：巴西棉供应将主导国际棉花市场供应

2024/25 年度全球主要产棉国供应都没有出大问题，2025/26 年度全球主要产棉国的棉花种植面积并没有大幅收缩的预期。2024/25 年度全球棉花产量处于偏高水平，主要出口国当中巴西棉花创纪录的产量、美国棉花产量恢复，由于巴西和美国棉花产量的基数较高，所以其他次产棉国（巴基斯坦、土耳其、西非法郎区、中亚产棉国、澳大利亚等）的单个国家的产量波动的影响非常有限。目前看棉花种植收益仍然好于其他谷物，所以预计 2025/26 年度全球主要产棉国的棉花种植面积不会有大幅收缩，其中巴西棉产量持续增长的预期更是令国际棉花价格在供应端没有上涨驱动。

24/25 年度巴西和美棉增产令全球棉花供应宽松，供应的驱动看 2025/26 年度的巴西产量实际情况。根据美国农业部（简称 USDA，下同）数据显示，2024/25 年度全球棉花产量预计将达到 2556 万吨，是近 10 年来的第二高，根据中国的加工进度以及印度棉花上市进度，预计 USDA 后续有继续上调中国和印度棉花产量的可能，2024/25 年度全球棉花总产量或超过 2600 万吨，所以 2024/25 年度全球棉花供应非常宽松。市场在供应端的关注点早早转向 2025 年巴西种植，如果确认了 25/26 年度巴西棉花产量维持增长，则 25/26 年度全球棉花市场的供应仍将充足，并且会继续影响美棉出口，进而继续令 ICE 棉花缺乏上涨驱动。另外，2024/25 年度全球棉花减产主要发生在南亚的印度和巴基斯坦，关注印度和巴基斯坦的减产会增加多少的进口需求。

表 1：2024/25 年度除巴基斯坦外其他主要产棉国产量均稳定，巴西和美国棉花产量同比增幅较大

国家	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023	2023/2024	2024/2025	同比	比5年均值
中国	469	588	593	586	638	581	669	595	614	19	0
印度	588	631	566	621	599	529	573	553	544	-9	-30
巴西	129	153	201	283	300	236	255	317	368	51	90
美国	374	456	400	434	318	382	315	263	310	48	-32
巴基斯坦	168	179	165	135	98	131	85	152	120	-33	0
澳大利亚	88	105	48	14	61	127	126	109	109	0	21
西非法郎区	88	99	97	101	81	106	67	84	80	-5	-8
中亚三国	134	137	89	86	99	92	100	91	94	2	0
土耳其	70	87	82	75	63	83	107	70	87	17	8
阿根廷	18	24	24	30	30	32	25	36	39	3	8
希腊	22	27	31	36	30	30	32	21	23	2	-7
墨西哥	17	34	38	34	22	27	34	19	18	-1	-9
其他	123	130	142	145	134	131	144	149	151	1	10
全球	2288	2648	2476	2579	2473	2486	2532	2460	2556	96	50
中国以外	1819	2060	1882	1993	1835	1905	1863	1864	1942	77	50

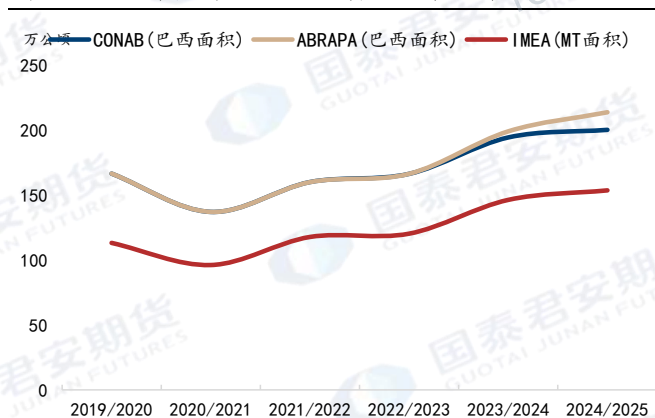
资料来源：USDA，国泰君安期货研究

2.1.1 巴西：预期产量继续增长，实际产量和实际出口都有可能低于市场预期，降幅如果不大则影响不大

市场预期巴西 2025 年棉花种植面积继续增长，关注 2025 年巴西棉花实际产量及后续出口和装运情况。由于种植收益较好，巴西棉花面积继续增长，巴西国家商品供应公司（简称 CONAB，下同）预估 2025 年度巴西棉花种植面积将同比增 3%，达到 200.28 万公顷；巴西棉花种植者协会（简称 ABRAPA，下同）预估 2025 年度

巴西棉花种植面积将同比增 7%，达到 213.8 万公顷。无论是 CONAB 还是 ABRAPA 的数据，巴西棉花的种植面积都是连续第四年增长。从种植分布来看，马托格罗索州（简称 MT，下同）和巴伊亚州（简称 BA，下同）仍然是最主要的产区，根据 CONAB 的数据 MT 和 BA 的面积占全巴西面积的 72%和 18%。根据马托格罗索州农业经济研究所(IMEA)的数据显示，2025 年 MT 将种植 153.5 万公顷的棉花，同比增 5%。目前市场普遍已经给了 2025 年巴西棉花产量超过 370 万吨的预估，需要注意的是：1、MT 的大豆今年播种偏晚，虽然最终播种进度赶上了，但是可能导致收割晚于往年同期，这样会导致棉花的播种也偏晚。2、MT 过去 30 天降雨开始低于正常值，偏干的区域接近 MT 棉花种植产区，如果后续降雨持续偏少，可能会对 MT 今年的棉花产量有影响。

图 2：巴西棉花种植面积预期连续第四年增长



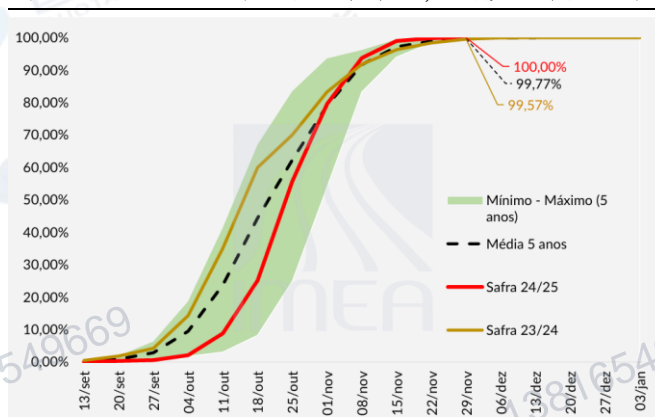
资料来源：CONAB, ABRAPA, IMEA, 国泰君安期货研究

表 2：巴西棉花种植成本下降

Safra	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25
运营成本	8991	12477	9802	9539
维护成本	293	538	853	1049
税费	380	373	388	470
金融成本	389	520	639	716
后期成本	4198	4104	1588	833
其他费用	112	120	137	187
租赁	204	320	287	253
现金流成本	14567	18451	13694	13046
折旧	260	350	697	903
家庭劳动	26	27	20	25
机会成本	1200	1273	1806	1644
总成本	16053	20102	16218	15617
单产 (吨/公顷)	2.33	2.33	2.05	2.20
汇率 (雷亚尔/美元)	5.29	5.18	4.95	5.62
单位成本 (美分/磅)	59	75	73	57

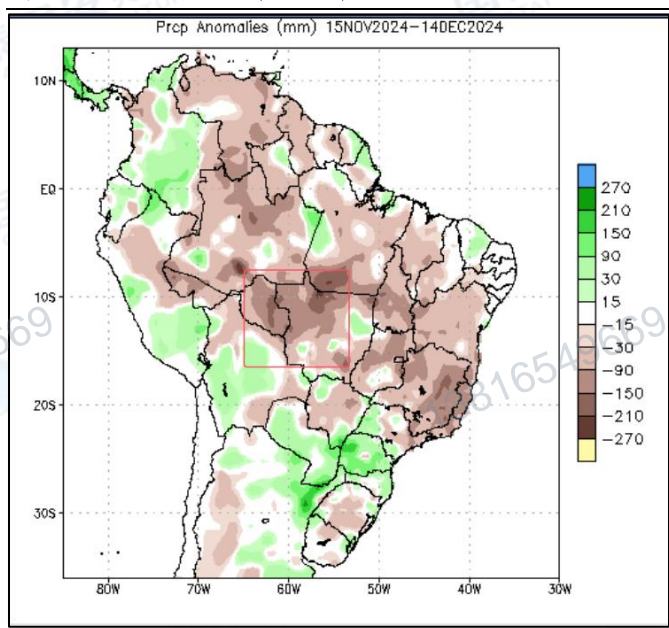
资料来源：IMEA, 国泰君安期货研究

图 3：巴西大豆播种晚于正常年份，或影响棉花播种



资料来源：IMEA

图 4：MT 过去 30 天降雨距平数据偏低

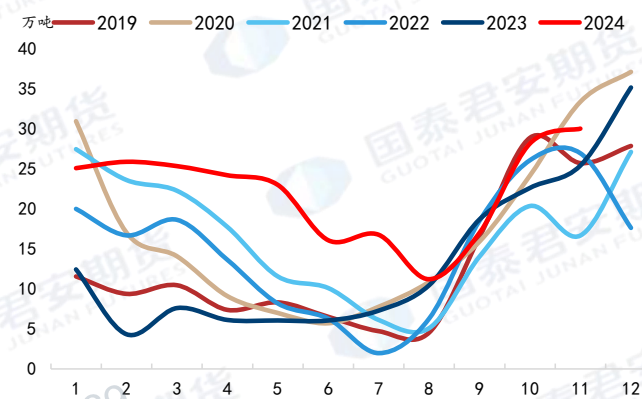


资料来源：NOAA

巴西月度出口数据仍然强劲，但是 24/25 年度出口或低于预期，2025 年新作的销售进度偏慢。根据巴西海关数据显示。2024 年 1-11 月巴西棉花出口 242.1 万吨，同比大增 115.4 万吨；按照 USDA 的市场年度（8-

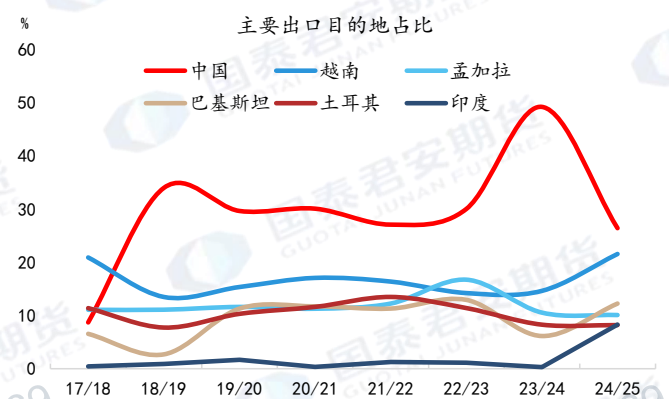
7月), 2024/25 年度前 4 个月(8-11 月)的出口量是 86.2 万吨, 同比增 9.2 万吨。巴西棉花出口强劲, 但是按照目前的出口进度, 2024 年的出口可能达不到 CONAB 预估的 285 万吨的出口量, 也就是说 2024 年的作物的结转库存可能会高于预期。另外, 根据 ABRAPA 的数据, 截至 11 月底, 2025 年新作的销售进度低于去年同期。分国别来看, 巴西 2024/25 年度前 4 个月的出口中, 对中国的出口占比从 49% 下降到 26%, 越南、巴基斯坦和印度的占比明显上升, 后续要关注越南、巴基斯坦和印度的进口增量能否持续弥补中国的需求下降。由于 2024 年作物的销售进度已经超过 7 成, 所以巴西暂时来说供应压力还不大, 但是由于 2024 年 1-5 月份的出口基数较高, 如果 2025 年上半年出口出现同比放缓的话, 2025 年巴西棉丰产的压力会越来越大, 或者说出口的压力上升可能会部分抵消产量下降风险。

图 5: 巴西棉花出口强劲



资料来源: 巴西海关, 国泰君安期货研究

图 6: 巴西棉出口中, 中国占比下降, 越、印占比上升

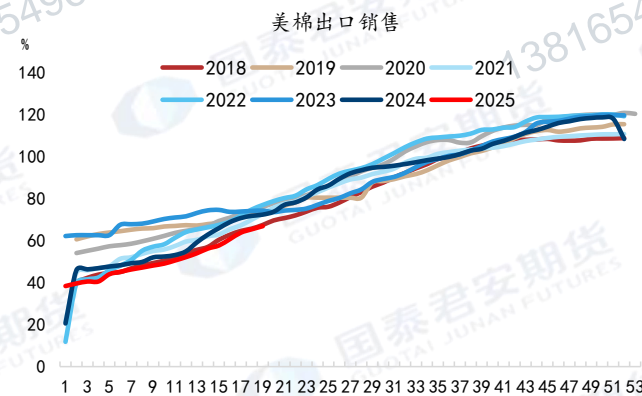


资料来源: 巴西海关, 国泰君安期货研究

2.1.2 美国: 出口不仅是 2024/25 年度, 也是 2025/26 年度美棉的决定性因素

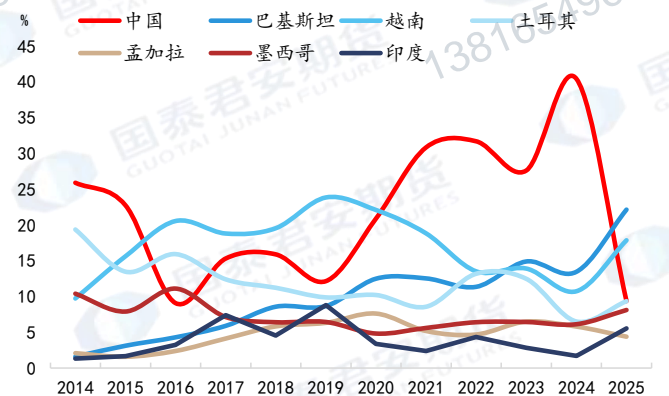
美棉旧作主要关注出口。美棉出口情况仍然不乐观, 2024/25 年度前 19 周美棉累计出口 164.5 万吨, 同比少 20.5 万吨, 完成年度销售目标的 69%, 去年同期是 72%; 累计出口装船 54.8 万吨, 同比少 6.4 万吨, 装船进度 33%, 和去年同期持平。分国别来看, 主要是对中国出口大幅减少, 2024/25 年度前 19 周, 美棉出口中, 对中国的出口占比从 23/24 年度的 40.9% 大幅下降到 9.4%, 2019-2022 年的 5 年均值是 24.6%; 巴基斯坦、越南、印度、土耳其的占比上升。美棉出口能否完成年度目标甚至超过年度目标, 关键点可能还是在于对中国出口能否增加, 关注 1 月份中国配额发放后以及 1 月底美国新总统上任后美棉的出口情况。

图 7: 2024/25 年前 19 周美棉出口落后去年同期



资料来源: USDA, 国泰君安期货研究

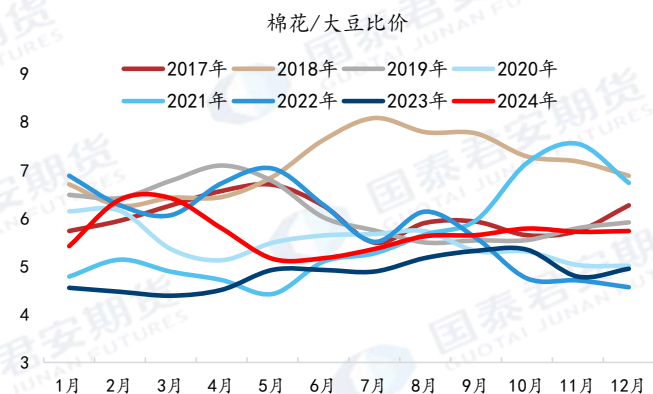
图 8: 对中国出口大幅下降是美棉出口疲软的主因



资料来源: USDA, 国泰君安期货研究

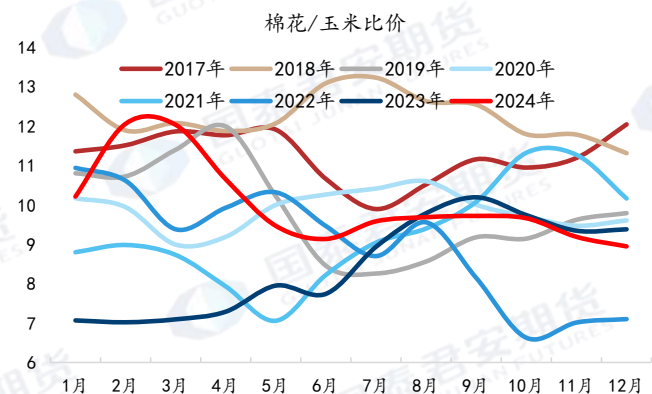
美棉新作面积难大幅下降，新作仍然需要关注出口情况。根据 USDA 的数据，美国棉花种植的运营成本预计和上一年度持平，目前棉花/大豆比价处于历史中等水平但是大幅高于去年，所以籽棉收入/棉籽收入预计较高，对棉花价格有支撑，以上两个因素来看，支持棉花面积保持稳定。但是，棉花/玉米比价低于去年同期，而且 ICE 棉花期货价格在美棉全成本左右波动，这不利于棉花种植面积扩大。综合考虑来看，预计 2025 年美国棉花种植面积小幅下降的概率较大。不过，在正常天气情况下，即使美国棉花 2025 年种植面积减少 10%，只要美棉出口保持疲软，美棉的结转库存仍将上升（见表 3 最右侧两列）。所以，2025/26 年度美棉的供需情况能否改善仍然取决于出口能否改善。

图 9：棉花/大豆比价中等水平但高于去年



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 10：棉花/玉米比价偏低，且低于去年同期水平



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

表 3：2024/25 年度美豆出口不佳导致库存消费比偏高，2025/26 年度正常天气情况下仍然主要关注美棉出口

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	2023/24 (12月 USDA)	2024/25 (12月 USDA)	2025/26 (预测1)	2025/26 (预测2)
播种面积(百万英亩)	14.10	13.74	12.09	11.21	13.75	10.23	11.17	10.80	10.00
弃耕率	29.2%	16.4%	32.1%	8.5%	47.0%	37.1%	22.7%	17.7%	17.7%
收获面积(百万英亩)	9.98	11.49	8.21	10.26	7.29	6.44	8.63	8.89	8.23
单产(磅)	883	832	854	820	953	899	792	835	835
期初库存(百万包)	4.20	4.95	7.45	3.65	4.60	4.65	3.15	4.40	4.40
产量(百万包)	18.37	19.91	14.61	17.52	14.47	12.07	14.26	15.46	14.32
进口(百万包)	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01
总供应(百万包)	22.57	24.87	22.06	21.18	19.07	16.72	17.41	19.87	18.73
出口(百万包)	14.70	15.30	16.05	14.05	12.45	11.75	11.30	12.50	12.50
国内消费(百万包)	2.98	2.15	2.40	2.55	2.05	1.85	1.80	1.90	1.90
损耗(百万包)	-0.06	-0.03	-0.04	-0.02	-0.08	-0.03	-0.09	-0.15	-0.15
国内总消费(百万包)	17.62	17.42	18.41	16.58	14.42	13.57	13.01	14.25	14.25
期末库存(百万包)	4.95	7.45	3.65	4.60	4.65	3.15	4.40	5.62	4.48
库存消费比(%)	28.09	42.78	19.83	27.75	32.25	23.22	33.85	39.45	31.41

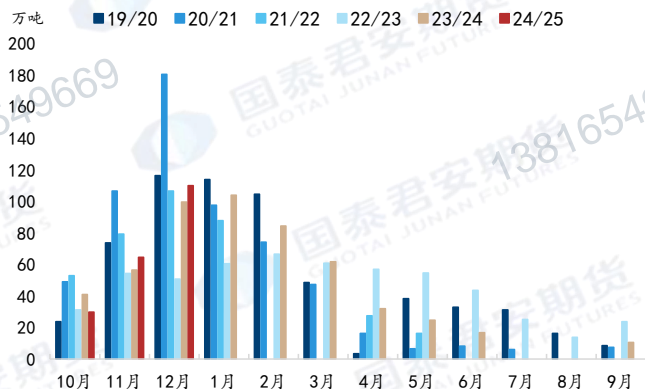
资料来源：USDA，国泰君安期货研究

2.1.3 印度和巴基斯坦：减产、新旧作交替阶段供应紧张导致进口利润好转，关注高进口量的持续性

上市进度较快，印度产量或高于市场预期。由于种植面积同比减少超过 7%，市场普遍认为 2024/25 年度印度棉花产量将下降，但是 11 月和 12 月印度棉花的上市进度快于 2022/23 和 2023/24 年度同期，按照目前的进度，到 12 月底印度棉花上市量有望超过 200 万吨。22/23 和 23/24 年度印度棉花产量分别是 542 和 552

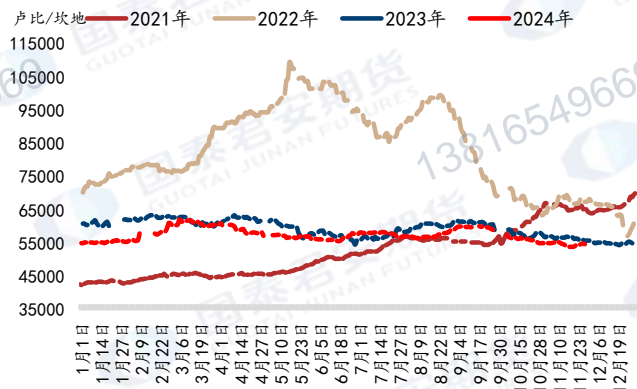
万吨，按照上市进度估算，2024 年印度棉花产量有可能将高于 CAI 目前预估的 513.4 万吨，甚至有可能高于 USDA 预估的 544 万吨。不过，由于本年度新作上市以来，印度国内棉花价格持续下行，这可能也一定程度上导致了上市量的增加。所以，印度最终的产量情况或还有待观察。

图 11：印度棉 10-12 月上市进度快于过去 2 年



资料来源：CAI，国泰君安期货研究

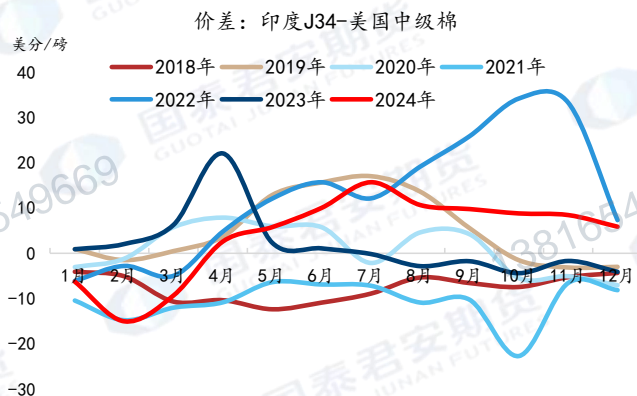
图 12：新棉上市以来印度国内价格偏弱



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

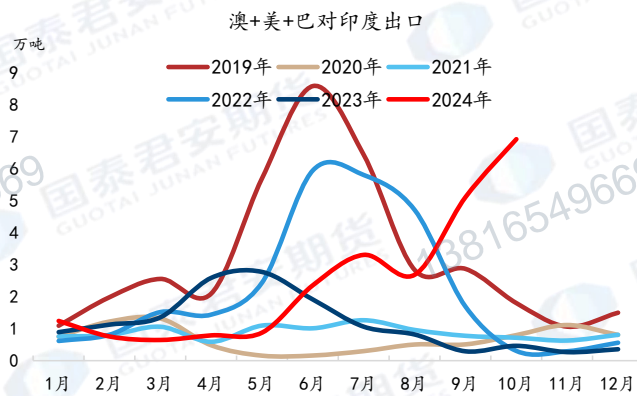
印度国内棉花价格仍然较高，有利于棉花进口增加，2024/25 年度印度很有可能转为净进口国。虽然 9 月份以来印度国内棉花价格下行，但是印度和国际棉花价格的差仍然处于历史偏高水平，这导致印度棉花进口量上升，根据 CAI 的数据，9 月份印度进口棉花 6.1 万吨，同比去年同期多 4.7 万吨，是历史同期较高水平。从巴西、澳大利亚和美国的出口数据可以发现，9、10 月份，印度的棉花出口需求强劲。印度目前的内外棉价差堪比 2019 和 2022 年，而且高价差维持的比较平稳，但是如果今年棉花产量和上一年相比差别不大，即并没有 2018/19 年度和 2021/22 年度那种产量同比大幅下降，预计印度 2024/25 年度棉花进口或不会超过 2018/19 年度的 60 万吨，初步按照 50 万吨进口量估算；如果 2024/25 年度印度棉花产量和上一年度基本持平，则出口有望和上一年度持平在 48 万吨左右。这样，2024/25 年度印度有可能转为棉花净进口国。

图 13：印度棉花价格和美棉价差处于历史高位



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 14：主要出口国数据显示印度棉花进口强劲



资料来源：巴西海关，澳大利亚农业部，USDA，国泰君安期货研究

受减产影响，巴基斯坦 2024/25 年度棉花进口或将同比增长，但增幅或受限于实际需求。根据美国农业部的数据，2024/25 年度巴基斯坦棉花产量将同比下降 33 万吨，为全球同比减产幅度最大的主产国，减产加上需求小幅增长，USDA 预计 2024/25 年度巴基斯坦将进口 98 万吨棉花，同比增 37 万吨。2024/25 年度前 3 个月巴西、澳大利亚和美国对巴基斯坦的棉花出口达到 18 万吨，远超历史同期，但是这波大幅进口可能和巴基斯坦请务必阅读正文之后的免责条款部分

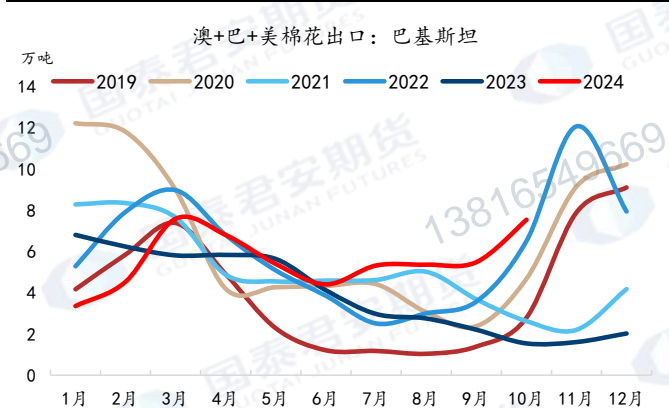
斯坦国内价格高企有关，巴基斯坦本年度纺织企业的需求并不强劲，所以对高进口量的持续性持一定的怀疑态度。我们认为巴基斯坦 2024/25 年度棉花进口或同比增 35 万吨左右，基本接近 USDA 的预估。

表 4：24/25 年度巴基斯坦棉花减产，进口将增加

	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25
期初库存	56	70	47	42	33	40
产量	135	98	131	85	152	120
进口	87	118	98	98	70	98
总供应	278	285	276	225	255	258
出口	1	1	1	2	4	1
消费	207	237	233	189	211	216
总消费	208	238	234	192	215	217
期末库存	70	47	42	33	40	41

资料来源：国泰君安期货研究

图 15：主要出口国数据显示巴基斯坦棉花进口强劲

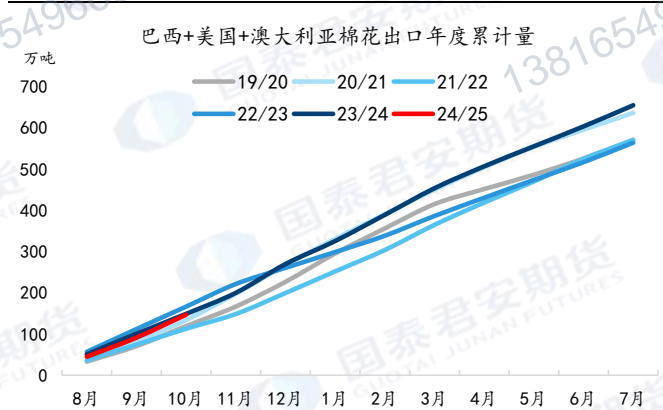


资料来源：巴西海关，澳大利亚农业部，USDA，国泰君安期货研究

2.2 2025 年全球棉花需求：关注印度、越南的进口需求增长能否抵消中国需求下降

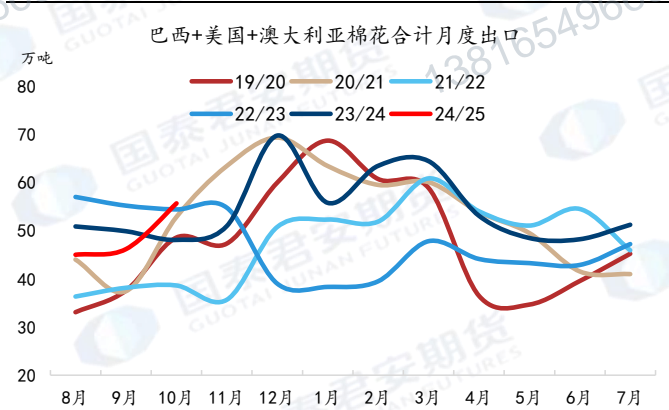
全球棉花进口需求取决于中国需求是否强劲，印度、越南、巴基斯坦的棉花需求增长的持续性有待观察。西非、中亚的棉花产量和出口相对稳定，印度的棉花出口逐年下降，这样巴西+美国+澳大利亚（简称三国为 E3 国家，下同）的棉花出口越来越能够代表全球的棉花进口需求。从数据来看 2023/24 年度巴西+美国+澳大利亚的棉花出口不错，主要原因是 2023/24 年度的前 9 个月中国大量进口（商业+政策性需求），2023/24 年度中国的占比达到 40%，比中国棉花需求强劲的 2020/21 年度还要高 11%。2024/25 年度前三个月（2024 年 8-10 月）E3 国家对中国的棉花出口下降了 33 万吨，中国占比下降到 20%；但是 E3 国家对巴基斯坦出口同比增了 12 万吨，对印度出口同比增了 12 万吨，对越南出口同比增 5 万吨，巴基斯坦+印度+越南的进口合计同比增了 29 万吨，基本抵消中国的减量，这使得 2024/25 年度前 3 个月 E3 国家出口仅同比下降 2 万吨。上文提到过，印度和巴基斯坦的进口增加主要源于国内价格高于国际棉花价格，这和印、巴两国棉花减产担忧以及新旧作交替阶段国内供应紧张有关，印度和巴基斯坦的棉花进口能否保持强劲还有待观察。越南的棉花进口虽然同比增长但仍然在合理范围内，并没有超预期。而另一方面，中国的进口减少可能是实实在在的，因为配额提前透支且新增配额是未知数，再加上政策性需求预计下降。中国需求不乐观情况下全球棉花进口需求不看好。

图 16：23/24 年度 E3 国家棉花出口强劲



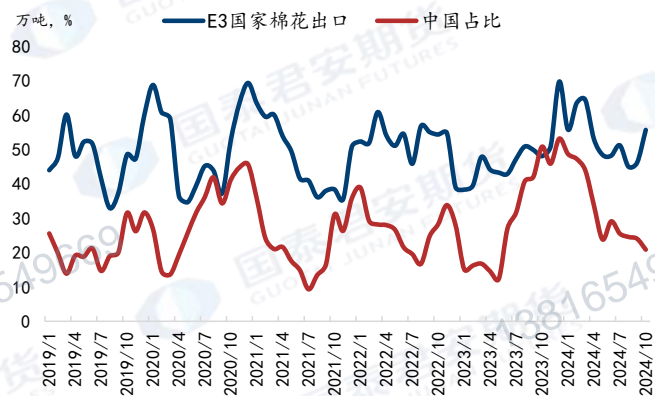
资料来源：巴西海关，澳大利亚农业部，USDA，国泰君安期货研究

图 17：24/25 年度前 3 个月 E3 国家棉花出口同比持平



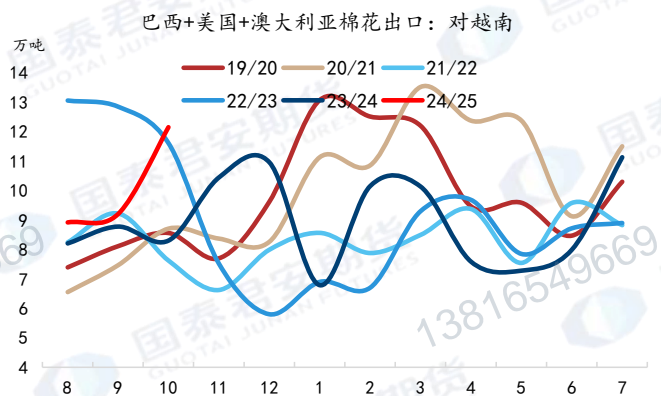
资料来源：巴西海关，澳大利亚农业部，USDA，国泰君安期货研究

图 18：23/24 年度中国进口需求强劲带动 E3 出口强劲



资料来源：巴西海关，澳大利亚农业部，USDA，国泰君安期货研究

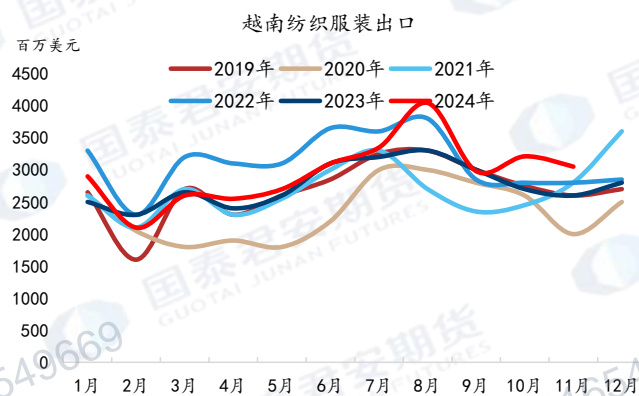
图 19：24/25 年度 E3 对越南出口同比增但未超预期



资料来源：巴西海关，澳大利亚农业部，USDA，国泰君安期货研究

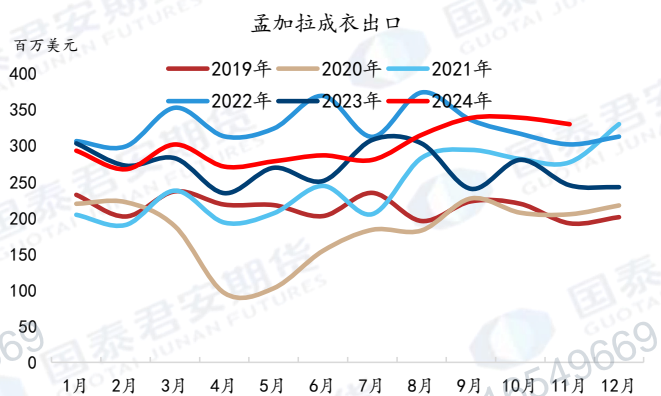
美元强势导致的汇率贬值有利于出口增加，纺织生产国的出口总体稳定，东南亚纺织企业的开机率比较平稳，预计中国以外地区的棉花需求稳定，但是增幅并不大，主要增长在印度和越南。2023 年以来，美元指数在 100-108 之间波动，美元保持强势令其他货币贬值，有利于出口，纺织生产国的纺织服装出口基本都稳定，其中越南、孟加拉和印度的出口保持小幅增长势头，巴基斯坦和土耳其的出口保持平稳，总体来看这些纺织生产国的出口算是稳定的。从纺织企业的开机率情况来看，基本和出口情况类似，印度的纺织企业的开机率处于较高的水平且整体高于去年；越南的纺织企业开机率处于中等水平，下半年高于去年同期；巴基斯坦的纺织企业开机率整体平稳，但是下半年以来比去年同期要低。所以，单纯从纺织服装出口和下游开机率来看，没有考虑原料替代，预计中国以外地区的棉花需求稳定，但是增幅不大，主要增长还是来自于印度和越南。

图 20：越南纺织服装出口仍然强劲



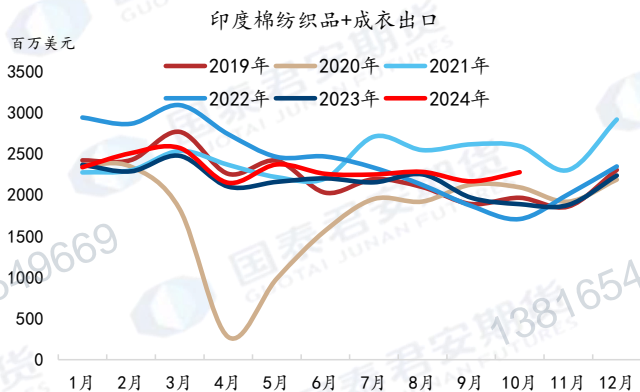
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 21：孟加拉的成衣出口仍然强劲



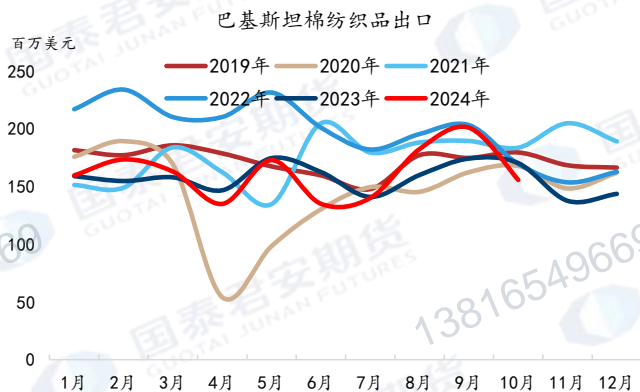
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 22：印度纺织服装出口稳定增长



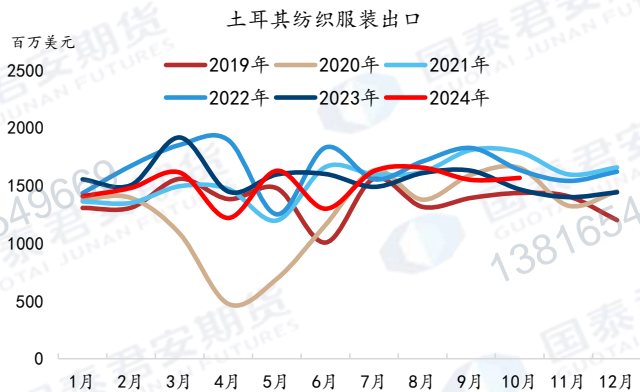
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 23：巴基斯坦棉纺织品出口基本稳定



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 24：土耳其纺织服装出口基本稳定



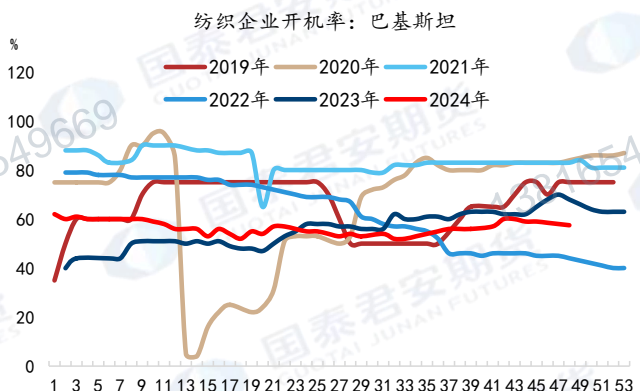
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 25：印度纺织企业开机率高于去年同期



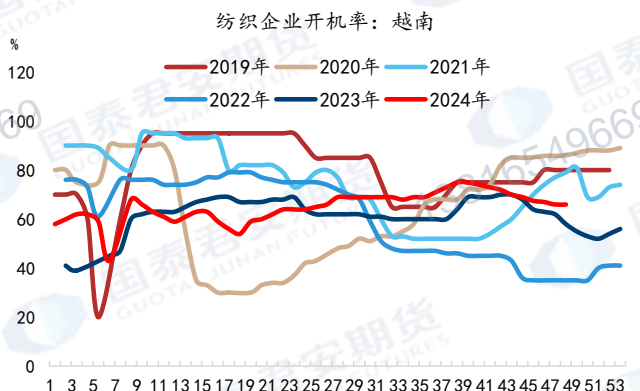
资料来源：TTEB，国泰君安期货研究

图 26：巴基斯坦纺织企业开机率下半年变差



资料来源：TTEB，国泰君安期货研究

图 27：越南纺织企业开机率中性，下半年高于去年

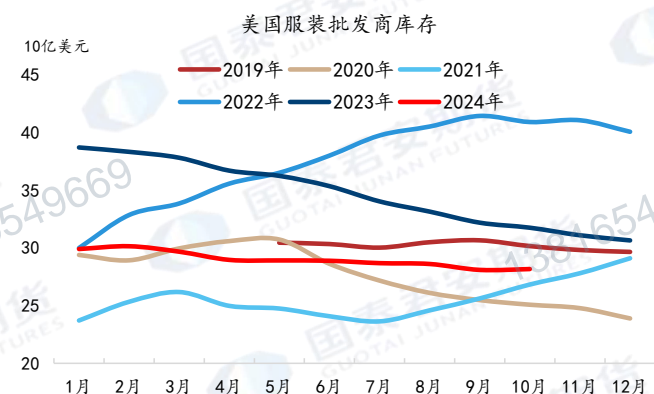


资料来源：TTEB，国泰君安期货研究

从终端补库需求来看，暂时无法给出棉花需求前景乐观的预期。从数据来看，美国服装批发商库存降到相对低位（低于 2019 年的水平），可能存在补库需求，但是一方面，美国利率仍然偏高，会限制终端做库存的意

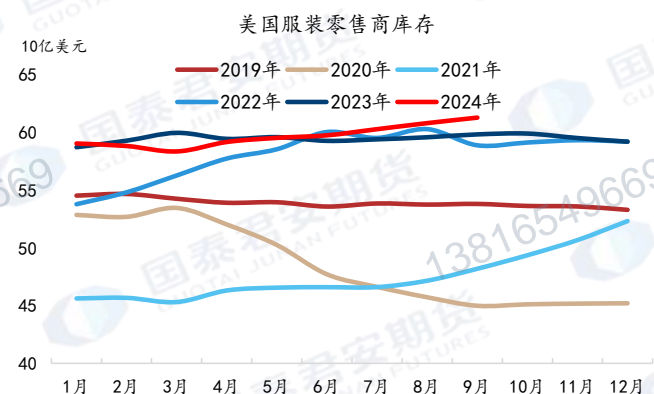
愿，另一方面美国服装零售商库存维持高位，所以目前来看终端的补库需求给不了特别强的预期。

图 28：美国服装批发商库存处于偏低水平



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 29：美国服装零售商库存偏高



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

3. 2025 年中国棉花市场供需分析

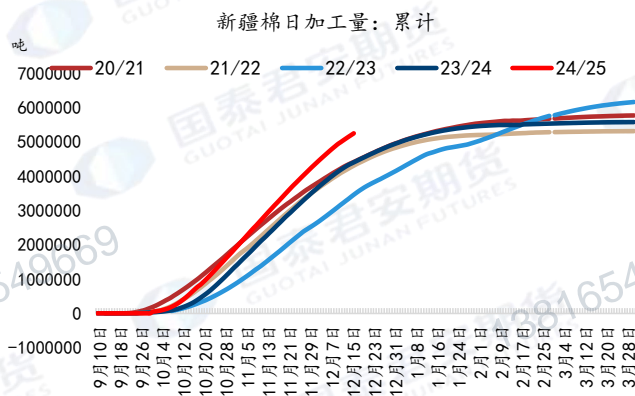
2025 年中国棉花市场无论是供应端还是需求端都会面临分化的情况。国产棉和进口棉或逐渐分割成两个不可完全替代的市场。供应压力主要来自国产棉，预计需求仍然是市场阶段性上涨的主要驱动。

3.1 2025 年中国棉花供应：总供应充足，国产棉和进口棉的供应两极分化

24/25 年国内棉花总供应基本充足，但是国产棉和进口棉供应可能两极分化。24/25 年国产棉产量有望创 10 年新高，国产棉供应充足，甚至过剩。但是进口棉供应受限于配额的发放，阶段性紧张。

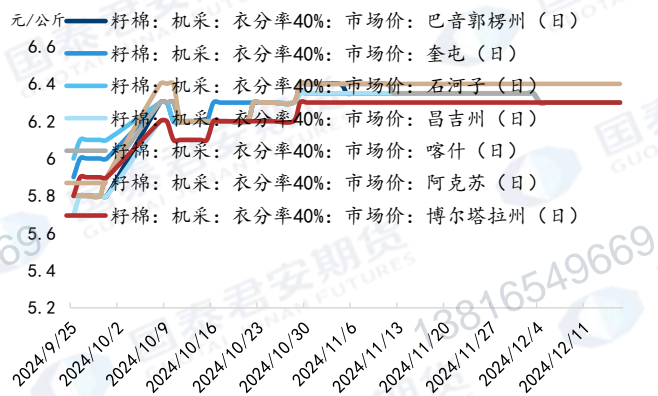
国内新疆棉花产量超预期，国产棉供应压力增加；种植收益稳定，预计 25/26 年度新疆棉种植面积不会降。截止到 2024 年 12 月 16 日，新疆地区皮棉累计加工量 524 万吨，同比增 19.2%，市场对于 24/25 年度新疆棉花产量的预估不断上调，在今年新作棉花开秤初期，由于北疆受到天气影响，市场一度将新疆的产量下调到 550 万吨以下，随着加工的陆续展开，产量上调到 600 万吨左右，11 月中旬左右，随着大家对籽棉收购量有个大致的预估后，把新疆棉花产量进一步上调至 620 万吨以上，根据目前新疆的日加工量推算，新疆产量甚至有望达到 640 万吨左右。加上内地产量 40 万吨左右的棉花产量，全国 24/25 年度的棉花总产量或将超过 22/23 年度，成为近 10 年来最高产量。24/25 年新疆棉的丰产主要因为南疆棉花单产超预期，24/25 年度籽棉收购价格平均收购价在 6.2 元/公斤以上，高于开秤前预期的 5.5-6 元/公斤的预期，即使不算补贴，棉农的种植收益也差不多能打平，如果算上种植补贴和质量补贴，整体种植收益是不错的，另外，据了解，24/25 年度新疆除了核桃以外其他农产品的种植收益都不太好，所以 25/26 年度，预计新疆棉花种植面积将保持稳定。

图 30：新疆棉累计加工量远高于过去几年同期



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

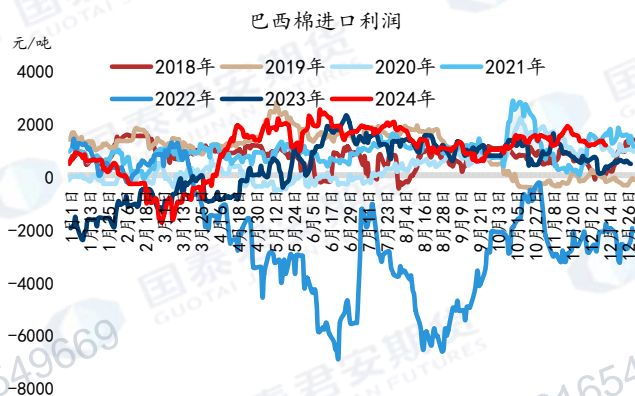
图 31：籽棉平均收购价格在 6.2 元/公斤以上



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

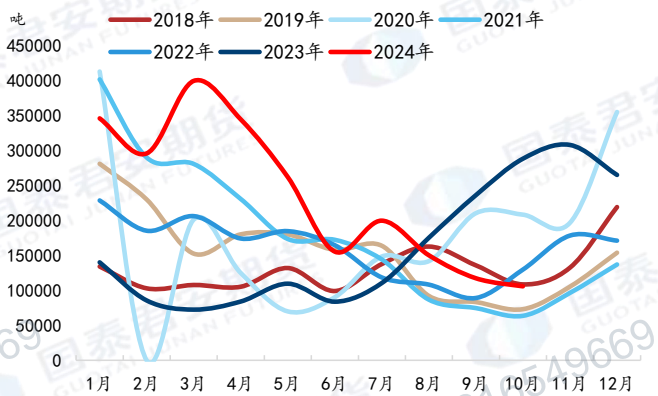
进口棉供应阶段性偏紧，等待一月份 1%关税的配额发放，关注棉花滑准税配额的发放；关注棉纱进口利润，进口纱或对进口棉有所替代。2024 年国内棉花进口前高后低，进口利润较好，前期大量进口导致配额消耗过快，而下半年的滑准税配额发放不及预期导致保税区进口棉库存压力上升，同时，国内有效进口棉供应反而偏紧，进口棉基差大涨，阶段性来说市场主要等待 1 月份 1%关税的发放，可能会阶段性缓解进口棉供应紧张的局面，但是由于有些棉花进口未通过，已经部分透支配额，所以在新的滑准税配额发放之前，国内新增进口棉数量预计非常有限。在这种情况下，需要关注棉纱进口利润是否变好，棉纱进口或对进口棉减少有所补充。受出口订单的溯源要求越来越严格影响，预计进口棉/进口纱将慢慢形成一定量的刚性需求，但是由于溯源要求是最近 2 年多才开始的，目前对于进口棉/进口纱刚性的量还比较难把握。

图 32：1%关税下棉花进口利润好



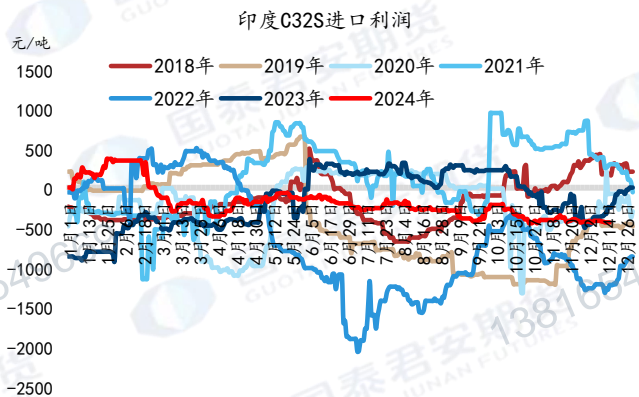
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 33：配额发放低于预期后棉花进口量明显下降



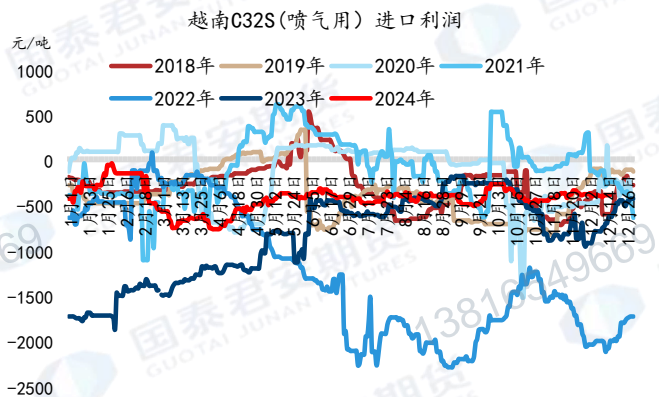
资料来源：海关总署，国泰君安期货研究

图 34：印度纱进口利润下半年以来并没有明显变好



资料来源：国泰君安期货研究

图 35：越南纱进口利润下半年以来并没有明显变好



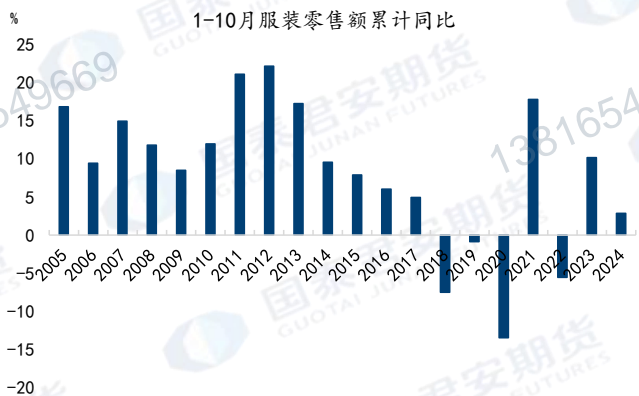
资料来源：国泰君安期货研究

3.2 2025 年中国棉花消费：关注内需，关注阶段性补库行情

国内棉花消费从终端需求来看可能需要更关注内需的增长，从直接需求来看关注阶段性的补库行情。2025 年预计国际贸易环境将更加复杂，加上溯源要求越来越严，棉花的外贸需求或受限，市场和产业更加关注内需。棉花的直接需求一定程度上受益于纱线产能的扩张，但是目前纺织企业的经营情况对棉花价格的波动会非常敏感。

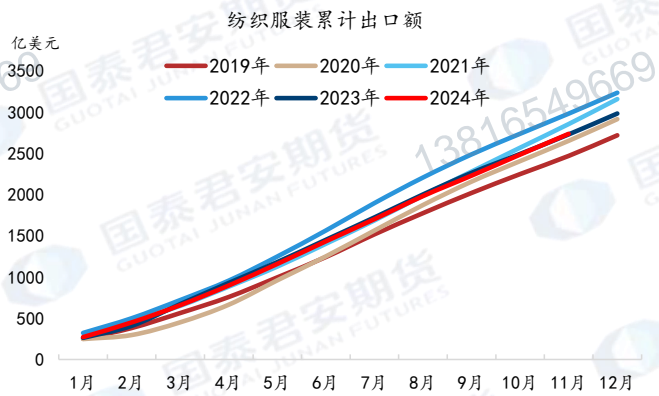
国际贸易环境可能更加复杂，关注内需。2024 年 1-10 月份，国内服装零售销售额累计同比增幅为 2.9%，过去 20 年里面，比 2024 年低的年份是 2018、2019、2020 和 2022 年。1-11 月纺织品、服装累计出口金额 2736 亿美元，略高于去年同期的 2730 亿美元。市场普遍预期 2025 年国际贸易形势将更加复杂，一方面溯源要求导致国产棉和进口棉的替代变得越来越单向，对国产棉消费越来越不利；另一方面，基于国际贸易环境的不确定性，相比期待外贸需求，国内棉花消费可能更需要关注内需的增长。而内需的增长从纺织产业的角度来说，大家更关注政策对终端消费和对产业经营的影响，这导致市场阶段性的预期波动较大。另外，最近 2 年纺织服装的原料的结构性变化也导致棉花需求不乐观，体现在化纤、混纺类的纺织开机率明显高于纯棉类的纺织开机率。

图 36：24 年 1-10 月国内服装零售累计同比增 2.9%



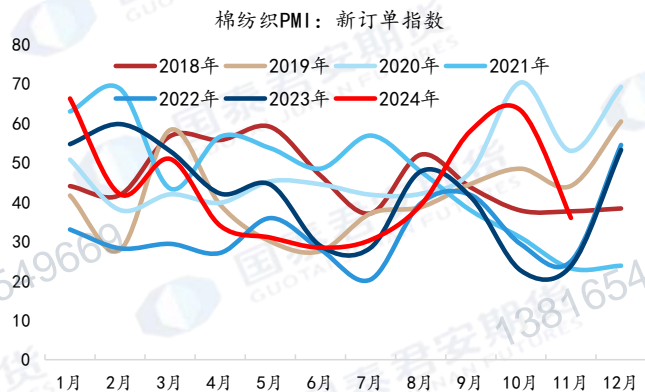
资料来源：国家统计局，国泰君安期货研究

图 37：24 年 1-11 月纺织服装出口额同比小幅增长



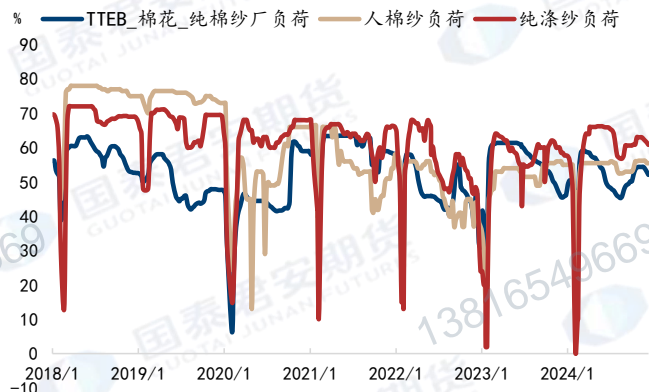
资料来源：海关总署，国泰君安期货研究

图 38：9、10 月份棉纺织 PMI 新订单指数有异常波动



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

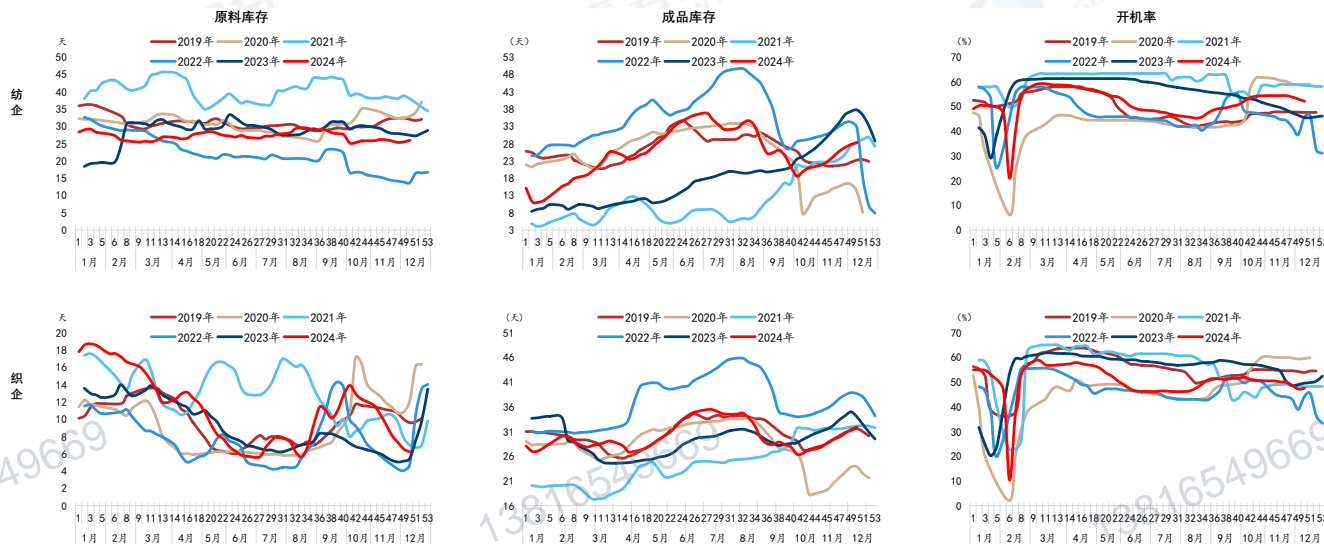
图 39：纯棉纱开机率今年以来一直低于纯涤和人棉纱



资料来源：TTEB，国泰君安期货研究

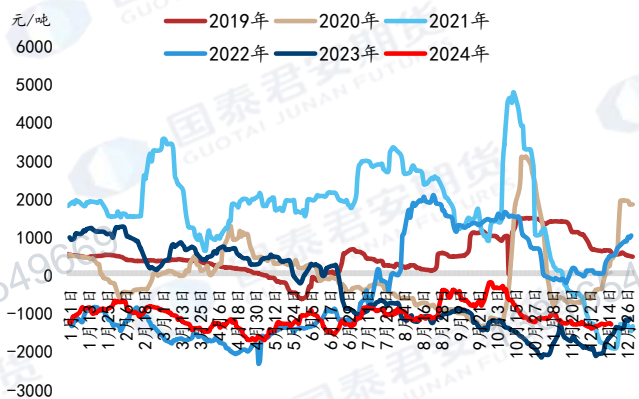
纱线产能继续扩张，低利润、弱订单限制纺织企业的开机率。根据 TTEB 和钢联的数据，2024 年纺织企业呈现整体开机率不高、原料库存维持低位、旺季需求回升但是旺季持续时间不及往年、旺季结束后成品库存上升的特征。新疆的纺纱产能持续扩张，阶段性支撑了棉花的直接消费，但是纺织企业较长时间经营利润不佳，再加上新增订单不及往年、订单向大型企业集中等因素，导致纺织企业屯原料的意愿下降、随用随采和逢低点价成为主流采购策略。这种情况目前来看将在 2025 年持续，除非纺织企业利润或者订单情况出现改善。所以，棉花的直接需求主要关注季节性的补库需求。

图 40：纺织企业开机率中性遵循季节性特征、原料库存偏低，成品库存阶段性有压力



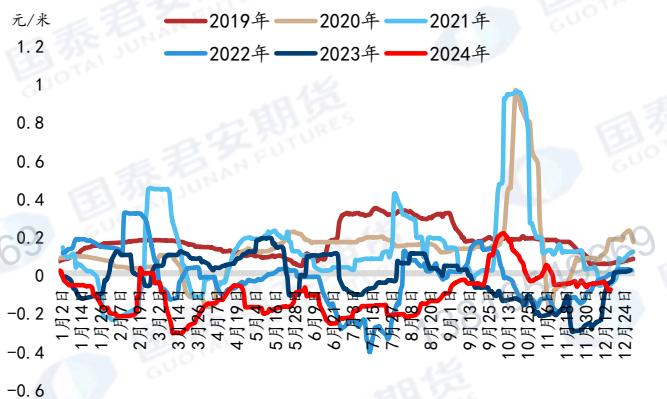
资料来源：TTEB，国泰君安期货研究

图 41：2024 年纱厂利润长时间偏差



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 42：2024 年布厂利润长时间处于偏低水平



资料来源：TTEB，国泰君安期货研究

4. 结论与投资展望

预计 2025 年国际棉花市场仍然是供强需弱的局面。国际棉花市场的供应仍然聚焦巴西和美国，巴西棉花产量的持续增长预期，使得国际棉花价格缺乏上涨驱动，巴西棉花丰产已经有所计价，关注 2025 年巴西棉花的实际产量和出口，如果巴西棉花产量出现较大的预期差异，将成为国际棉价最强劲的驱动；巴西棉花高产量和高出口的预期下，美棉 2025/26 年度仍将聚焦出口，正常天气情况下美棉的面积下降的影响低于出口疲软的影响。国际棉花需求仍然以中国为主，关注印度、越南的进口需求增长能否抵消中国需求下降。

2025 年中国棉花市场无论是供应端还是需求端都会面临分化的情况。国产棉和进口棉或逐渐分割成两个不可完全替代的市场。供应压力主要来自国产棉，进口棉供应关注配额的发放，需求主要关注政策对内需的影响，产业逻辑上，预计补库需求仍然是市场阶段性上涨的主要驱动。

综上所述，2025 年的国内外棉花市场目前看缺乏上涨驱动，2024 年第四季度的弱势震荡的局面或将延续，建议等待驱动出现后偏右侧交易，建议关注季节性的波段行情。

国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为国君期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记，未经国君期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。