

## 【棉花：宏观扰动上升，棉价压力持续】2025年度报告

作者：万晓泉

投资咨询证号：Z0016961

本报告完成日期：2024年12月15日

### 观点概述

2024年棉花价格在需求疲软主导下呈现出走弱态势。对于2025年棉花价格，宏观环境仍旧严峻，需求预计难有提振，2024/25年度棉花显著增产，2025/26年度棉花种植面积预计稳定，产区天气不确定性影响仍存但对产量影响力度或下降，预计2025年棉花价格主导因素仍在需求端，供给充足需求提振有限下，偏弱走势将延续，反弹空间或有限，棉价可能运行区间12000-15000元/吨。

### 【策略推荐】

- 单边建议：反弹沽空为主，上方15000以上进入高估值区间，下方支撑12000附近；
- 价差建议：反套为主；
- 套保建议：

下游纺织企业，根据生产计划进行库存管理，随买随用为主，可以买入虚值看涨期权以防极端上涨控制采购成本，如买入行权价为15200的看涨期权。

皮棉加工企业，可以积极地按比例卖出期货套保，并卖出一定比例看涨期权增强收益或锁定卖出价格，如14500以上介入卖出套保，并卖出行权价为15000的看涨期权。

### 【风险提示】

1、棉花产量变化超预期；2、终端需求变化超预期；3、宏观政策风险等。

## 一、行情回顾

### 行情回顾

2024年，棉花价格在需求疲软下呈现走弱态势。



## 一、全球棉花供需情况

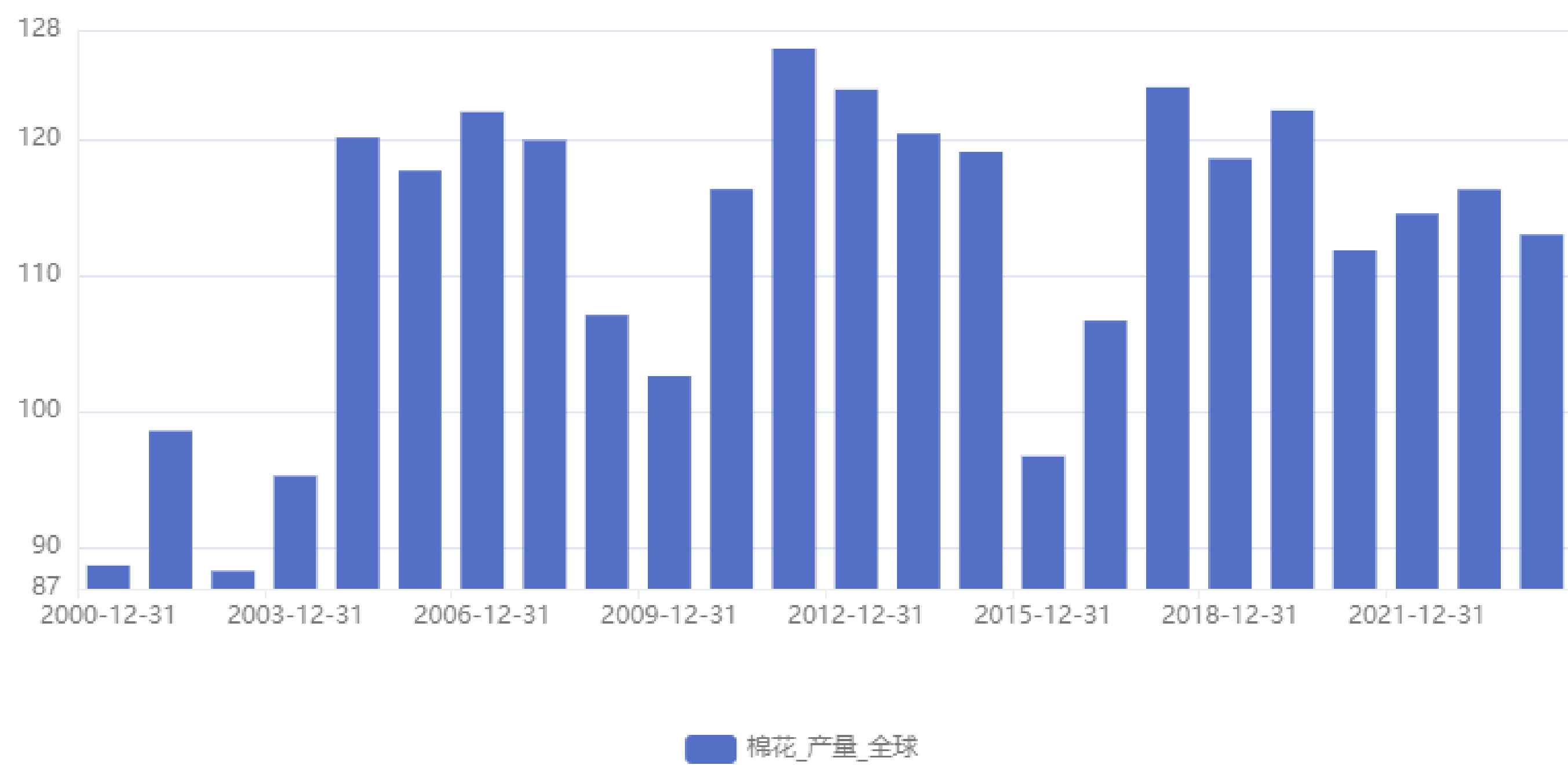
## 1、不利天气扰动有限，供给呈宽松态势

### 主产国普遍丰产，全球供给显著增加

2024年，因种植收益下降，全球棉花种植面积有所减少，但各产区天气普遍较好，棉花产量乐观，尽管中后期部分地区因不利天气发生产量存在减产情况，但全球棉花产量仍显著回升，2024/25年度全球棉花产量预计为2555.8万吨，同比增加95.9万吨，增幅3.9%。

对于2025年全球棉花种植，尽管棉价重心下移，植棉效益继续下降，但是粮棉比价仍处于中值水平，预计种植面积或平稳，产区天气仍是产量的重要影响因素，若各产区天气基本正常，2025/26年度棉花产量可能2560万吨左右。

全球棉花产量 2023-12-31



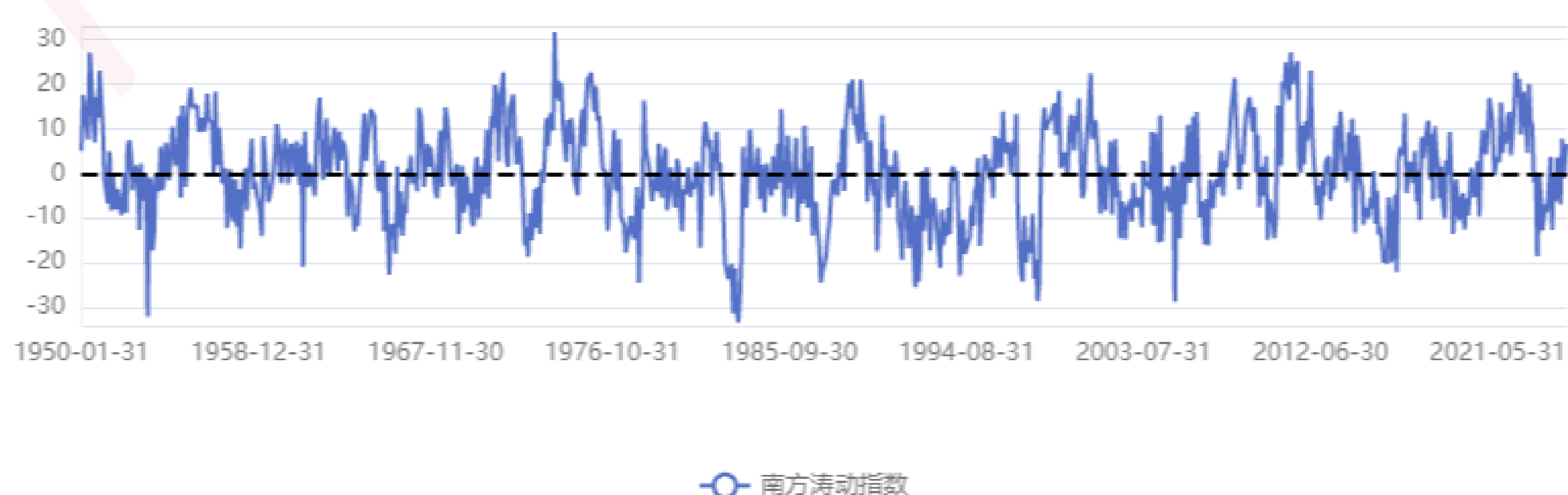
粮棉比价情况



厄尔尼诺指数 2024-10-31



南方涛动指数 2024-11-30



### 干旱影响美棉产量，巴西棉产量创新高

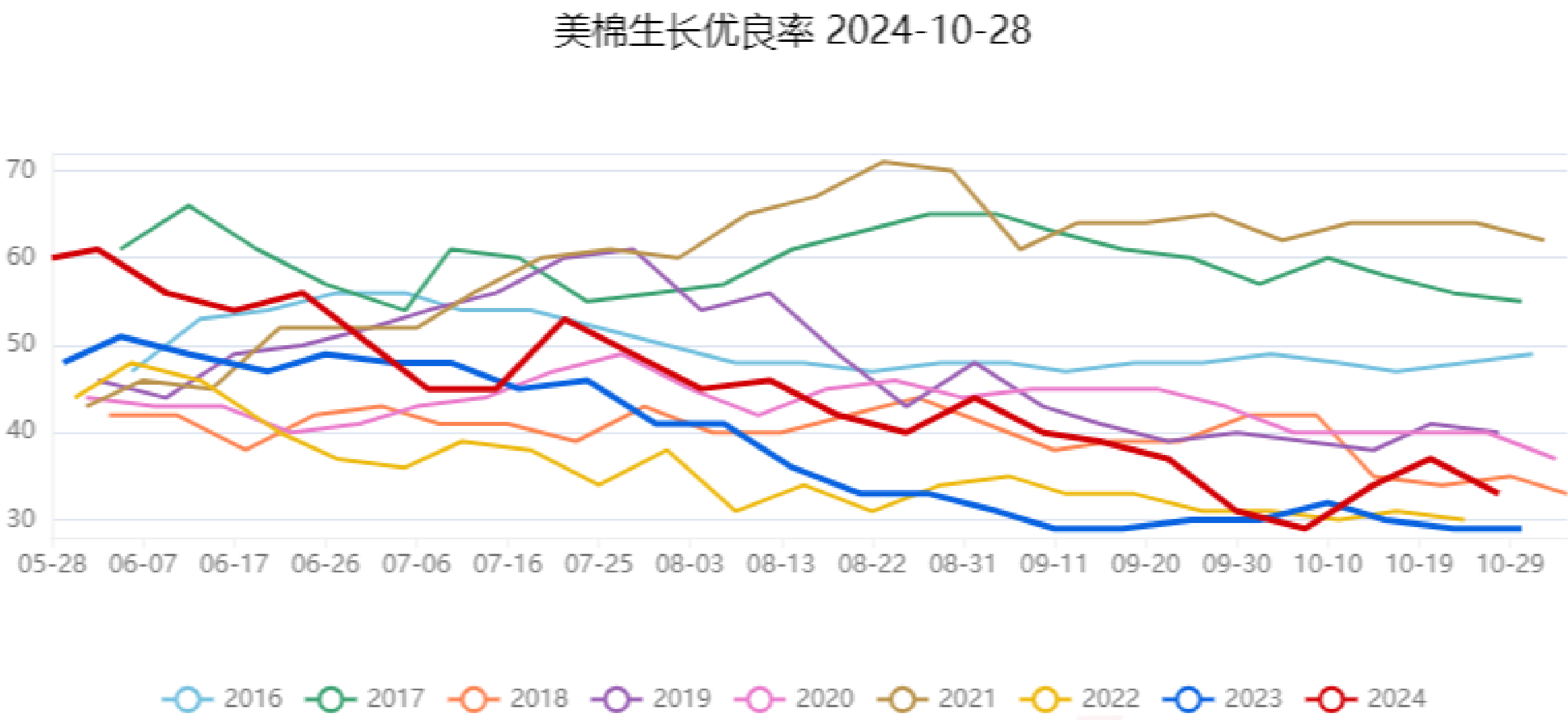
**美国产量增加：**2024/25年度，美棉种植生长期天气良好，种植面积增加，尽管中后期干旱问题有所加剧，单产显著下滑，但收获面积大幅增加下，棉花产量仍有明显增幅；对于2025/26年度，美棉下跌，种植收益收缩，但因粮棉比中性，预计棉花种植面积减幅有限，若主产区天气有所改善，产量有望进一步增长。

**巴西产量高位：**近年来巴西棉产量快速扩张，2024/25年度在产区天气良好条件下，巴西棉花种植面积继续增长且单产较好，棉花产量继续创新高，达370.1万吨；对于2025/26年度，巴西国内对于产量预期仍旧乐观，预计仍将维持高位在370万吨左右。

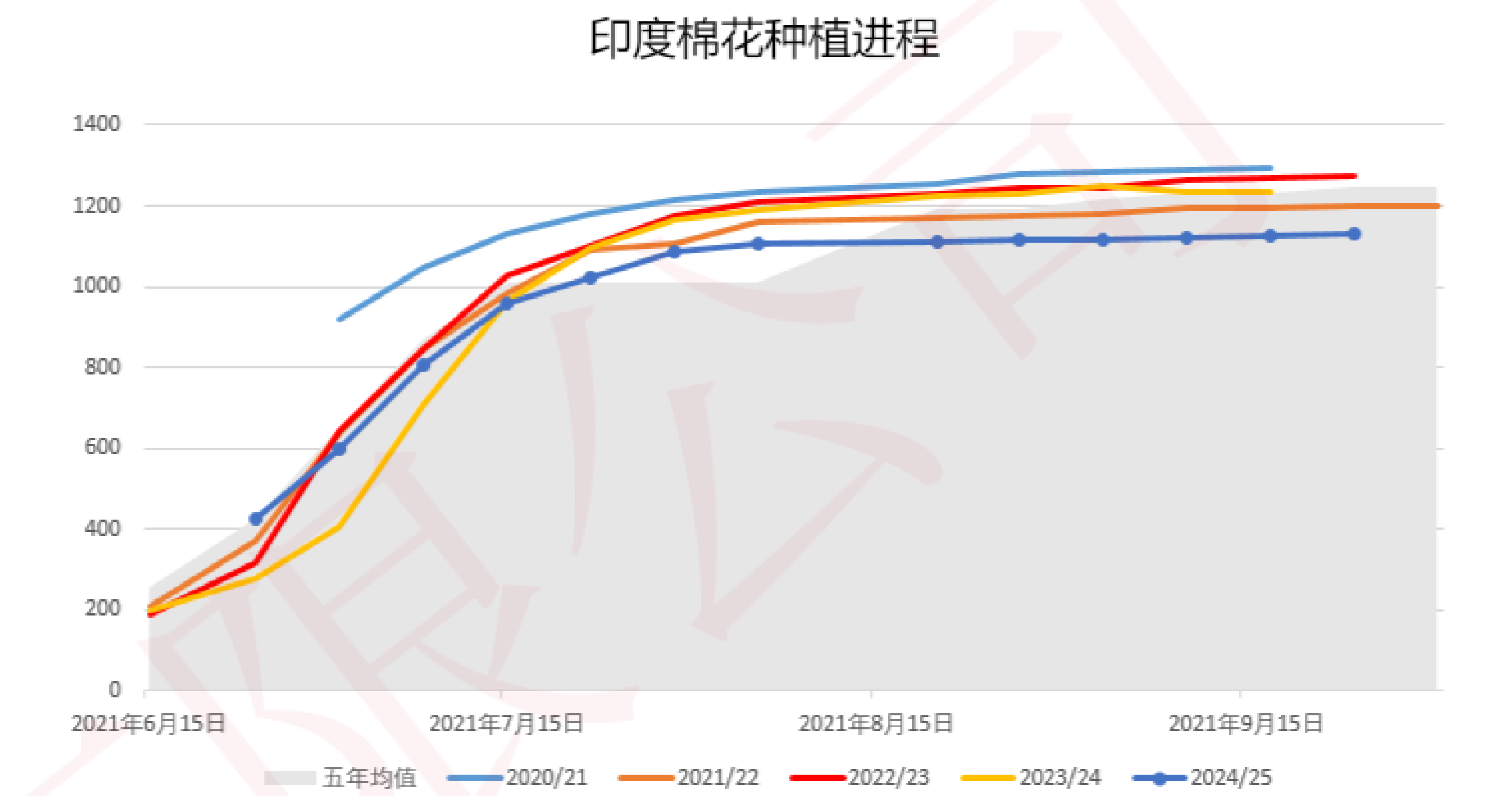
**印度棉花减产：**2024/25年度，印度在种植面积下降以及产区雨水过多影响下，产量有较大幅度的下降，CAI预测513.8万吨，环比下降7.2%；对于2025/26年度，印度国内棉花种植仍依赖于季风降雨情况，但在大气候基本正常背景下，预计印度棉花产量或有恢复。

1、不利天气扰动有限，供给呈宽松态势

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
1	美国棉花平衡表USDA									
2										
3		2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2024/25		
4						12月	11月	12月		
5	期初库存	105.6	157.9	68.6	88.2	101.2	68.6	68.6		
6	种植面积（万亩）	8337.6	7339.8	6807.8	8345.6	6209.6	6782.0	6782.0		
7	收获面积（万亩）	6978.9	4987.4	6235.3	4424.8	3908.8	5241.2	5241.2		
8	单产（公斤/亩）	62.1	63.7	61.2	71.2	67.2	59.0	59.2		
9	总产量	433.5	318	381.5	315.0	262.7	309.0	310.4		
10	出口量	337.7	356	321.1	277.9	255.8	246.0	246.0		
11	消费量	46.8	52.3	55.5	44.6	40.3	39.2	39.2		
12	总需求	384.5	408.3	376.7	322.6	296.1	285.2	285.2		
13	期末库存	157.9	68.6	74	92.5	68.6	93.6	95.8		
14	库存消费比	41.07%	16.80%	19.64%	28.67%	23.17%	32.82%	33.59%		
15										



	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
1		印度棉花供需平衡表 (CAI)								
2										
3		期初库存	产量	进口	消费	出口	期末库存	库存消费比		
4	2015/16	114	573	39	546	117	62	9.35%		
5	2016/17	62	573	53	528	99	61	9.73%		
6	2017/18	61	621	26	542	117	48	7.28%		
7	2018/19	56	530	54	530	71	40	6.66%		
8	2019/20	54	612	26	425	85	183	35.88%		
9	2020/21	213	600	17	575	133	122	17.23%		
10	2021/22	122	522	24	541	73	54	8.79%		
11	2022/23	40.8	542.1	21.3	528.7	26.4	49.1	8.85%		
12	2023/24	49.1	553.0	29.8	532.1	48.5	51.3	8.84%		
13	2024/25	51.3	513.8	42.5	532.1	30.6	44.9	7.98%		
14										
15	数据来源：印度棉花协会 (CAI)									
16	单位：万吨									
17										
18										
19										
20										
21										
22										
23										
24										



数据来源：印度农业合作和农民福利部

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
1		巴西棉花供需平衡表USDA								
2										
3		期初库存	产量	进口	出口	消费	期末库存	库销比(%)		
4	2013/2014	43.70	131.10	3.20	48.50	86.50	42.80	31.70		
5	2014/2015	42.80	173.30	0.50	85.20	83.30	48.20	28.60		
6	2015/2016	48.20	156.30	2.00	93.90	72.70	40.00	24.00		
7	2016/2017	40.00	128.90	4.10	60.70	67.50	44.80	35.00		
8	2017/2018	44.80	152.80	1.80	90.90	69.40	39.20	24.40		
9	2018/2019	39.20	200.70	0.40	131.00	71.20	38.10	18.80		
10	2019/2020	38.10	283.00	0.10	194.60	70.30	56.40	21.30		
11	2020/2021	56.40	300.00	0.30	239.80	70.80	46.10	14.90		
12	2021/2022	46.10	235.60	0.50	168.20	69.40	44.60	18.80		
13	2022/2023	44.60	255.20	0.20	144.90	67.80	87.30	41.00		
14	2023/2024	87.30	317.20	0.10	268.00	68.90	67.70	20.10		
15	2024/2025	67.70	368.00	0.20	272.20	71.80	91.90	26.70		
16										
17	数据来源：USDA									
18	单位：万吨									



数据来源：USDA

2、消费恢复仍存变数，全球需求或不及预期

全球宏观环境仍存变数，需求恢复进程或不及预期

2024年，全球宏观由加息周期向降息周期转变，主要经济体纺织服装去库接近尾声，补库迹象有所显现，但对于2025年，宏观降息进程与节奏仍有反复，叠加美国特朗普胜选后，全球贸易环境变数增多，预计需求恢复进程或不及预期。

2024/25年度全球棉花需求预计2508.7万吨，同比增加30.4万吨，增幅1.2%，2025/26年度全球棉花需求预计为2530万吨。

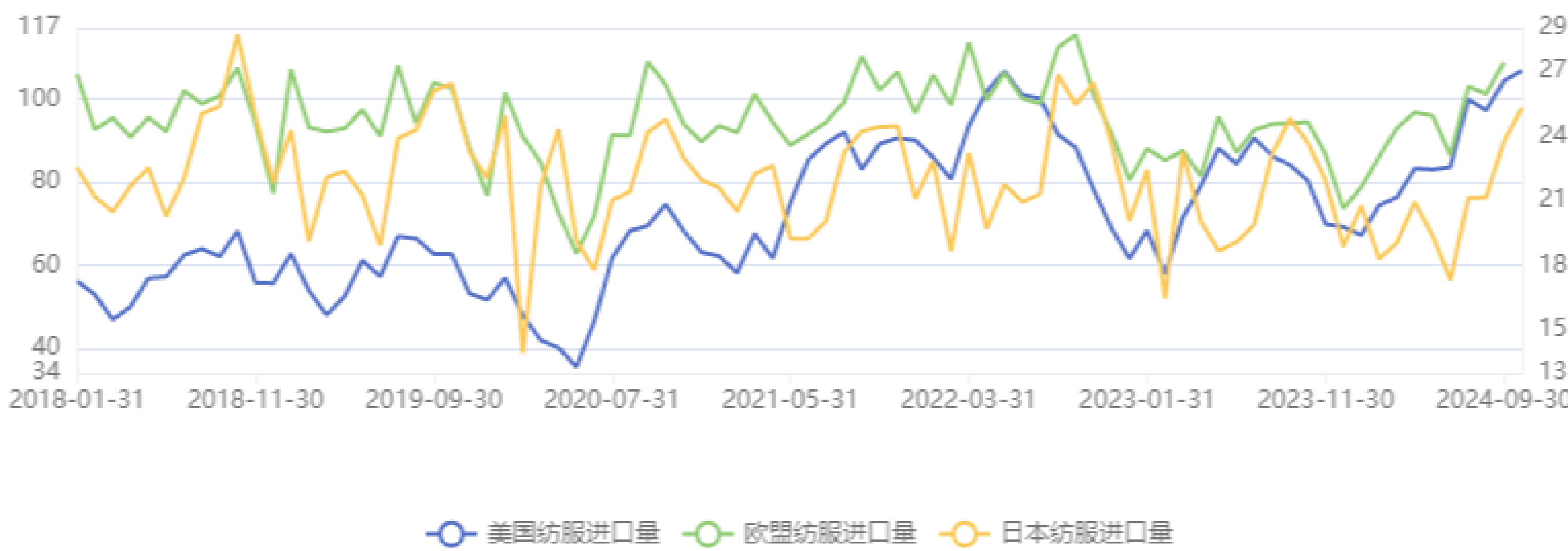
2、消费恢复仍存变数，全球需求或不及预期

棉花\_国内消费总计\_全球 2023-12-31



数据来源：USDA

主要国家纺服进口量 2024-10-31

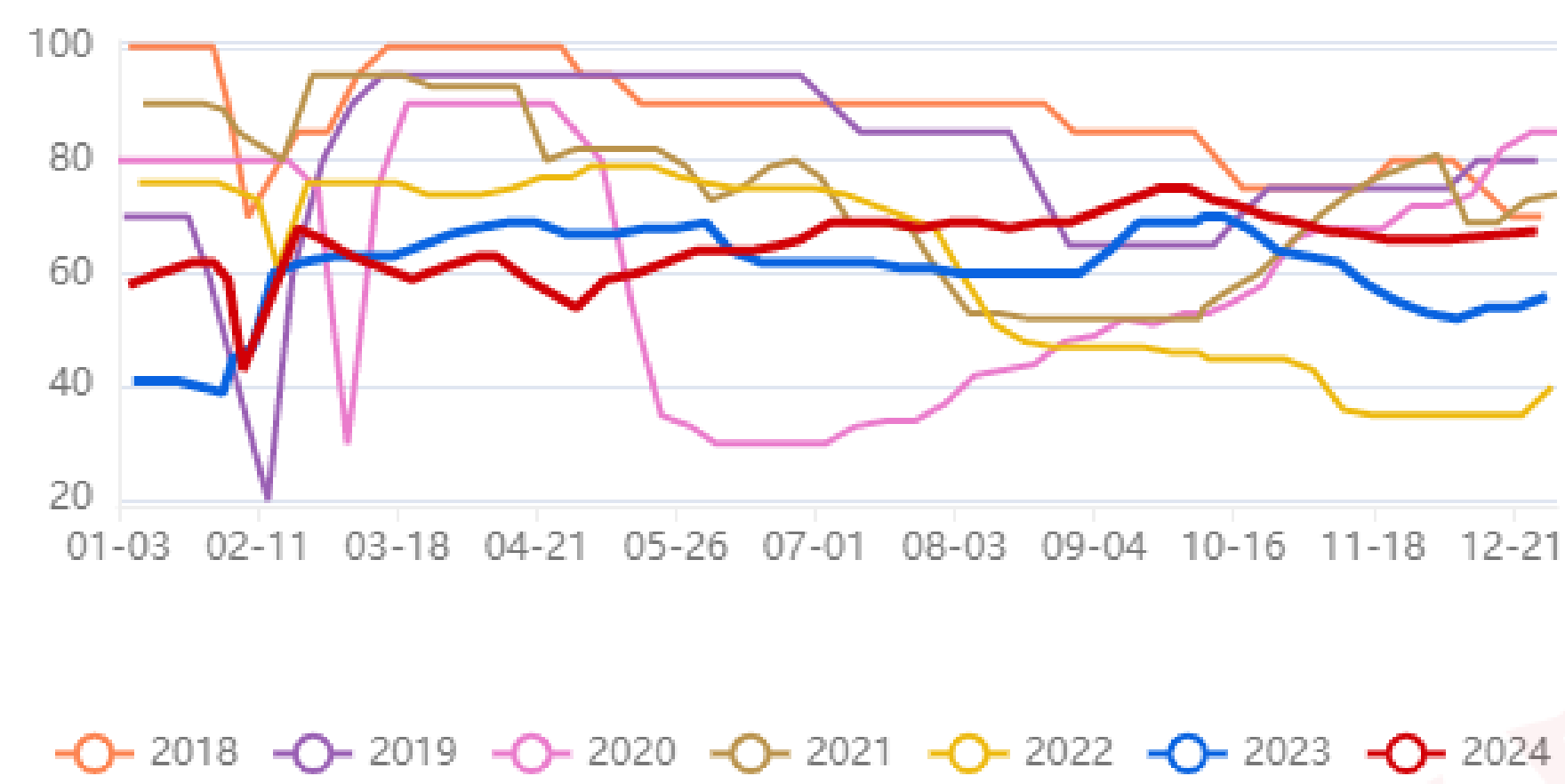


东南亚需求前景承压，全球棉花出口竞争加剧

近年来东南亚地区纺织品服装产业持续发展，但产业情况仍取决于全球主要经济体纺服需求情况，2024年下半年起，欧美纺服库存明显下降，纺织品服装进口有改善现象，东南亚等纺织品出口国订单回升。

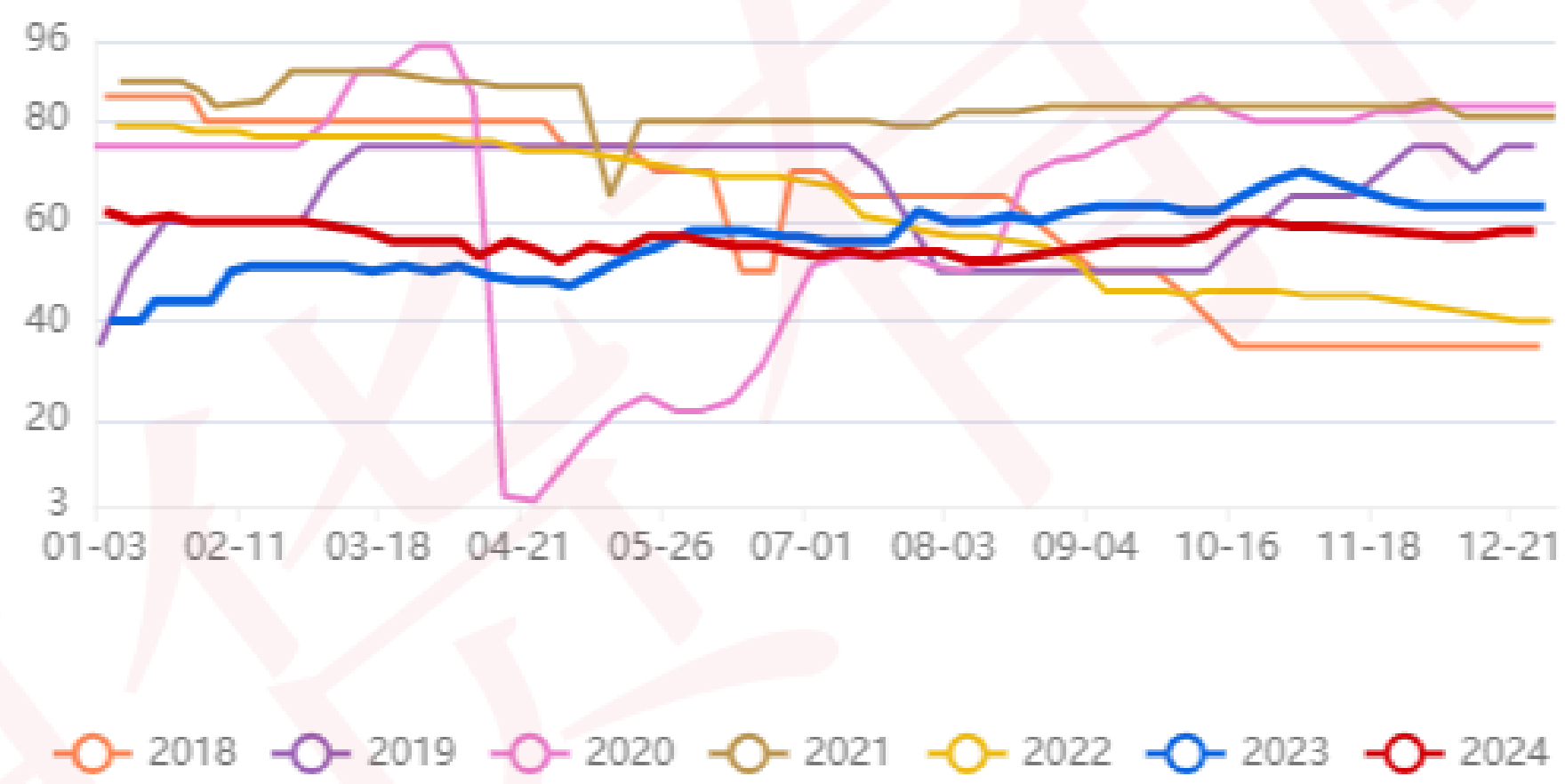
对于2025年，全球纺服需求恢复进程仍有不确定性，且特朗普可能出台加征关税政策，东南亚地区纺服需求增长前景难言乐观，压制全球棉花需求恢复空间。此外，巴西棉高产量，在全球棉花出口市场与美棉形成竞争，故2024/25年度美棉出口销售偏慢，美棉价格持续承压。

越南开机率 2024-12-27



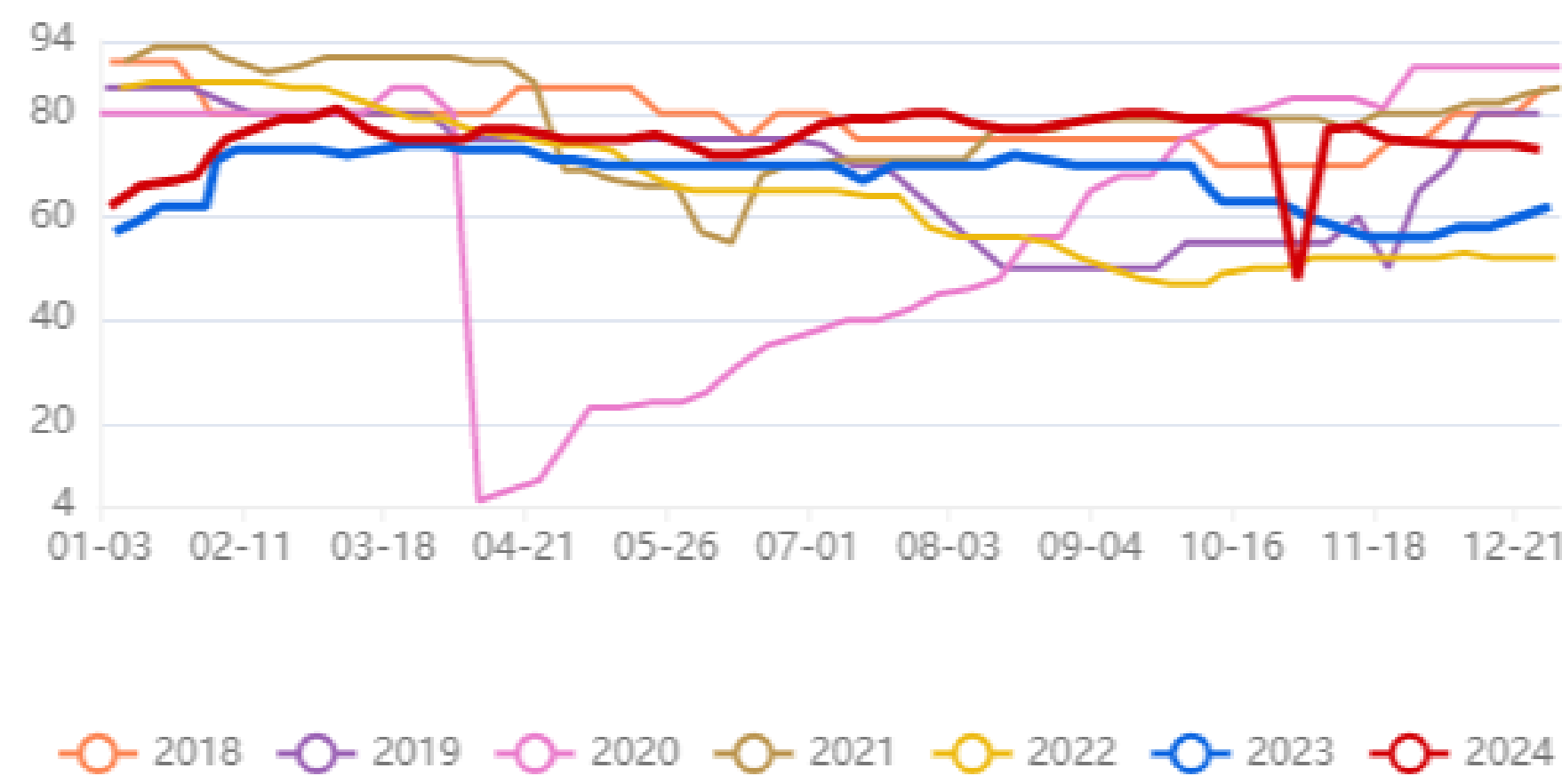
数据来源：华瑞信息

巴基斯坦开机率 2024-12-27



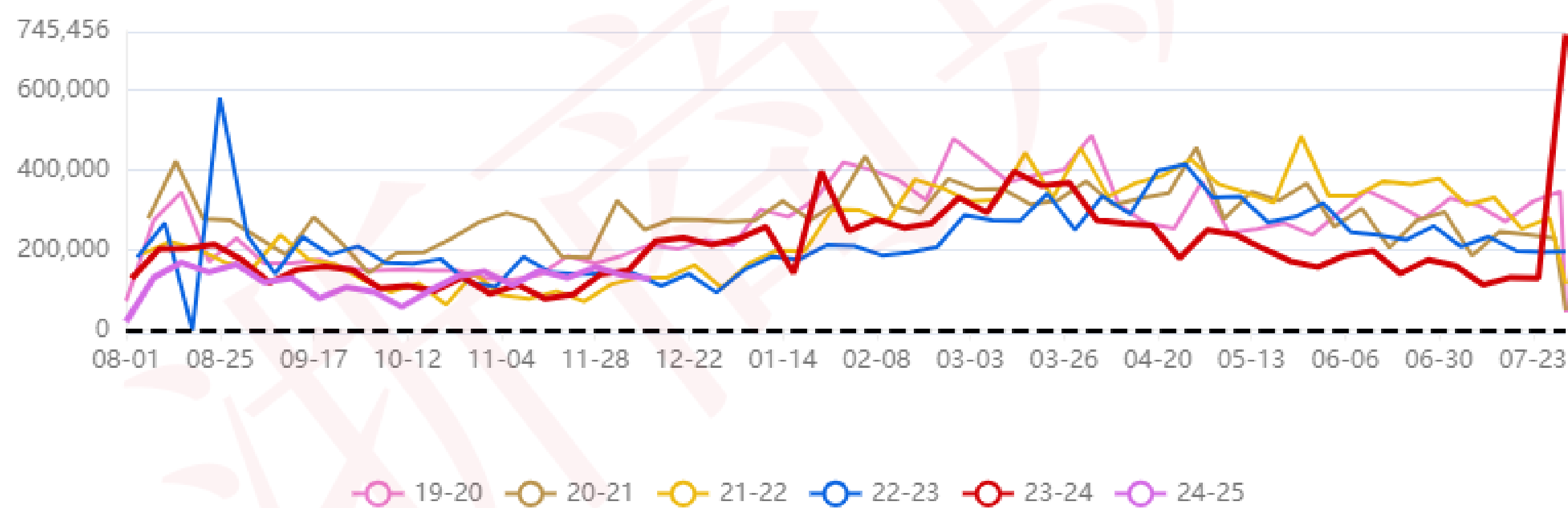
数据来源：华瑞信息

印度开机率 2024-12-27



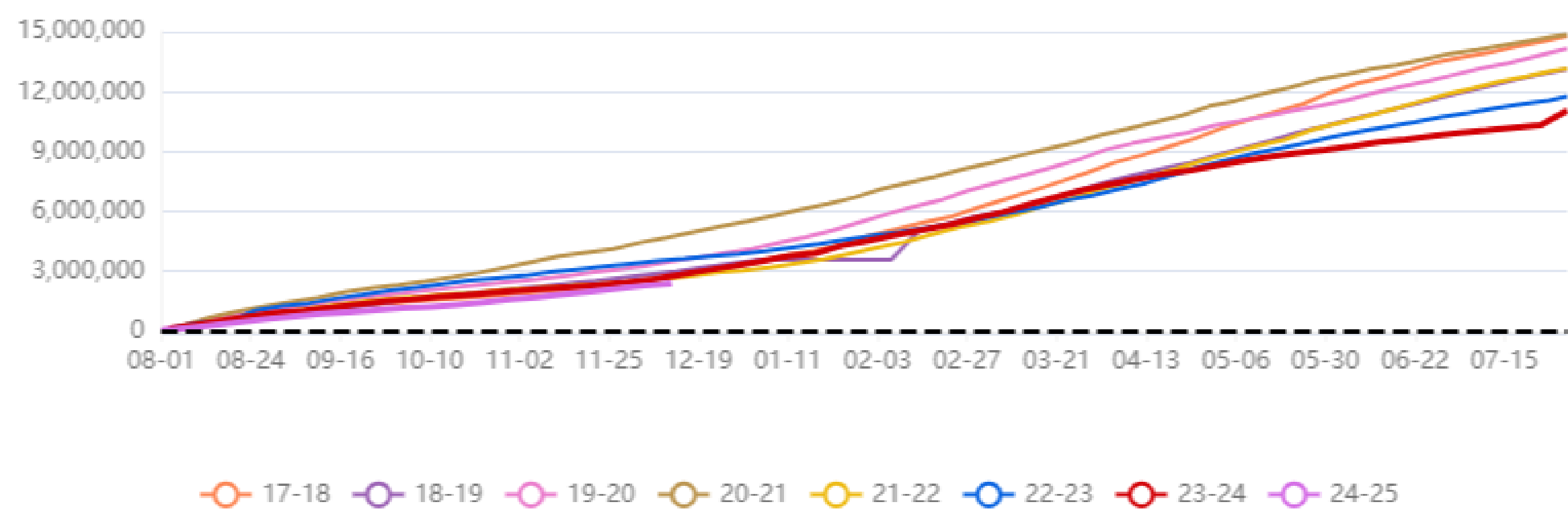
数据来源：华瑞信息

美棉出口\_当周值 2024-12-12



数据来源：USDA

美棉出口\_累计值 2024-12-12



数据来源：USDA



### 3、全球棉花供需小结

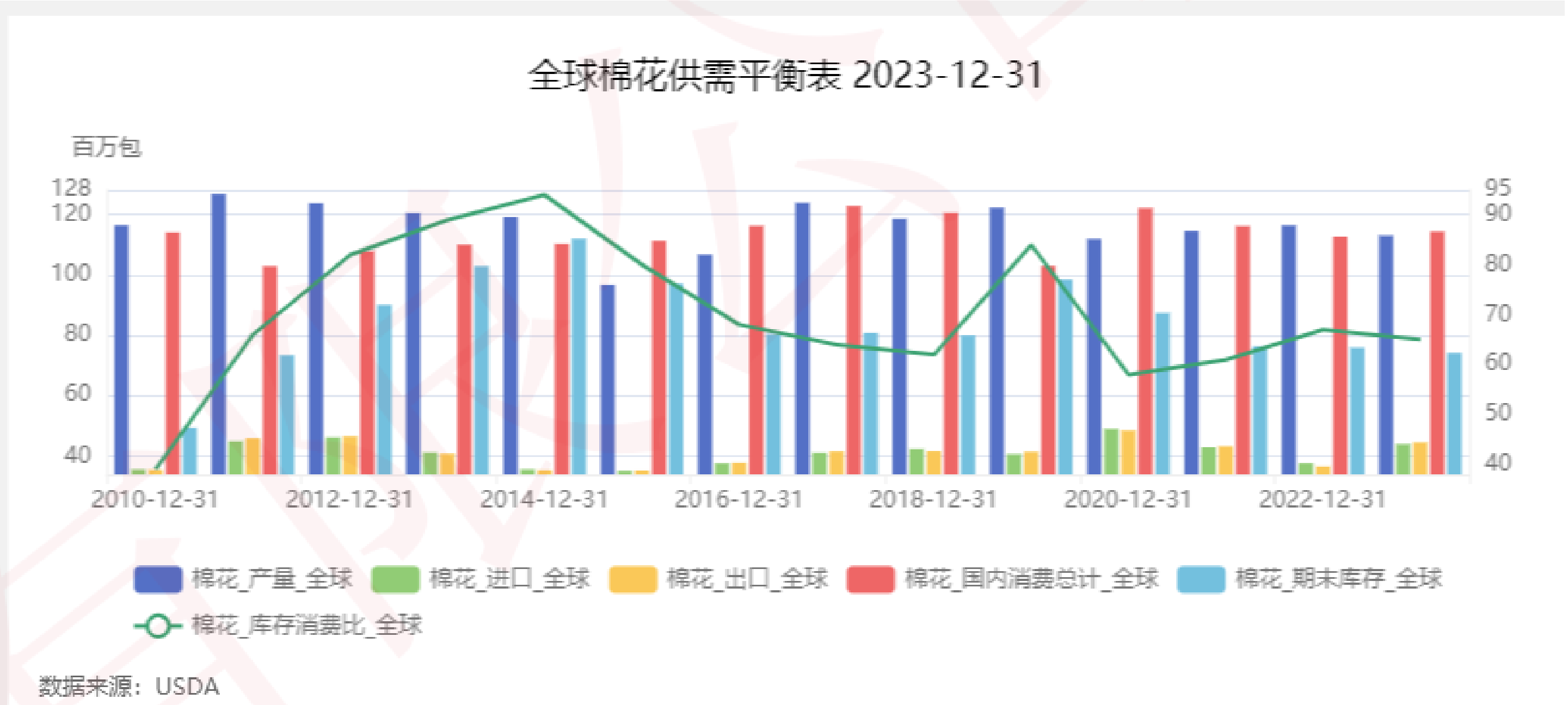
全球消费恢复仍有限制，棉花供需维持宽松态势

2023/24年度，全球棉花因不利天气而减产，受棉纺产业去库周期影响，需求亦偏弱，棉花供需宽松，价格承压走弱；2024/25年度，全球丰产已成定局，纺服需求或逐步迈入补库周期，棉花需求有所恢复但增幅有限，整体供需宽松，库销比增长，压制全球棉价在中短期可能继续低位运行。

对于2025/26年度，受粮棉比中性影响，预计棉花种植面积相对稳定，故在全球大气候环境相对正常条件下，预计棉花产量处于偏高水平，而需求仍依赖于宏观环境，就目前来看，海外降息节奏仍有变数且美国大选后全球贸易环境或有所转变，故棉花需求可能难有显著增长，供给仍将维持宽松格局。

美国农业部棉花供需报告显示，2023/24年全球棉花产量2459.9万吨，消费为2489.2万吨，期末库存为1649.3万吨；2024/25年度全球棉花产量2555.8万吨，全球棉花消费为2521.1万吨，期末库存上升至1655.1万吨。

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
1	全球棉花	平衡表USDA								
2										
3	年度	产量	消费	进口	出口	期末库存	库存消费比			
4	13/14	2621.1	2393.9	897.1	889.2	2242.6	93.68%			
5	14/15	2595.7	2443.6	785.2	781.5	2326.6	95.21%			
6	15/16	2093.7	2465.4	771.7	755.5	1962.8	79.61%			
7	16/17	2322.6	2531.4	824.6	829.4	1747.6	69.04%			
8	17/18	2697	2693	904.6	906.6	1769.7	65.71%			
9	18/19	2577.7	2605.8	923.4	906.7	1802.9	69.19%			
10	19/20	2592.6	2295.9	886.7	897.2	1878.5	81.82%			
11	20/21	2473.5	2711.4	1057.7	1057.6	1583.4	58.40%			
12	21/22	2486	2520.3	934.4	931.5	1543.3	61.23%			
13	22/23	2532.2	2452.5	821.7	797.9	1652.6	67.38%			
14	23/24	2459.9	2489.2	958.1	971.2	1614.7	64.87%			
15	24/25	2555.8	2521.1	919.9	920.0	1655.1	65.7%			
16	25/26	2560	2530	920	920	1685.1	67%			



## 二、国内供需情况

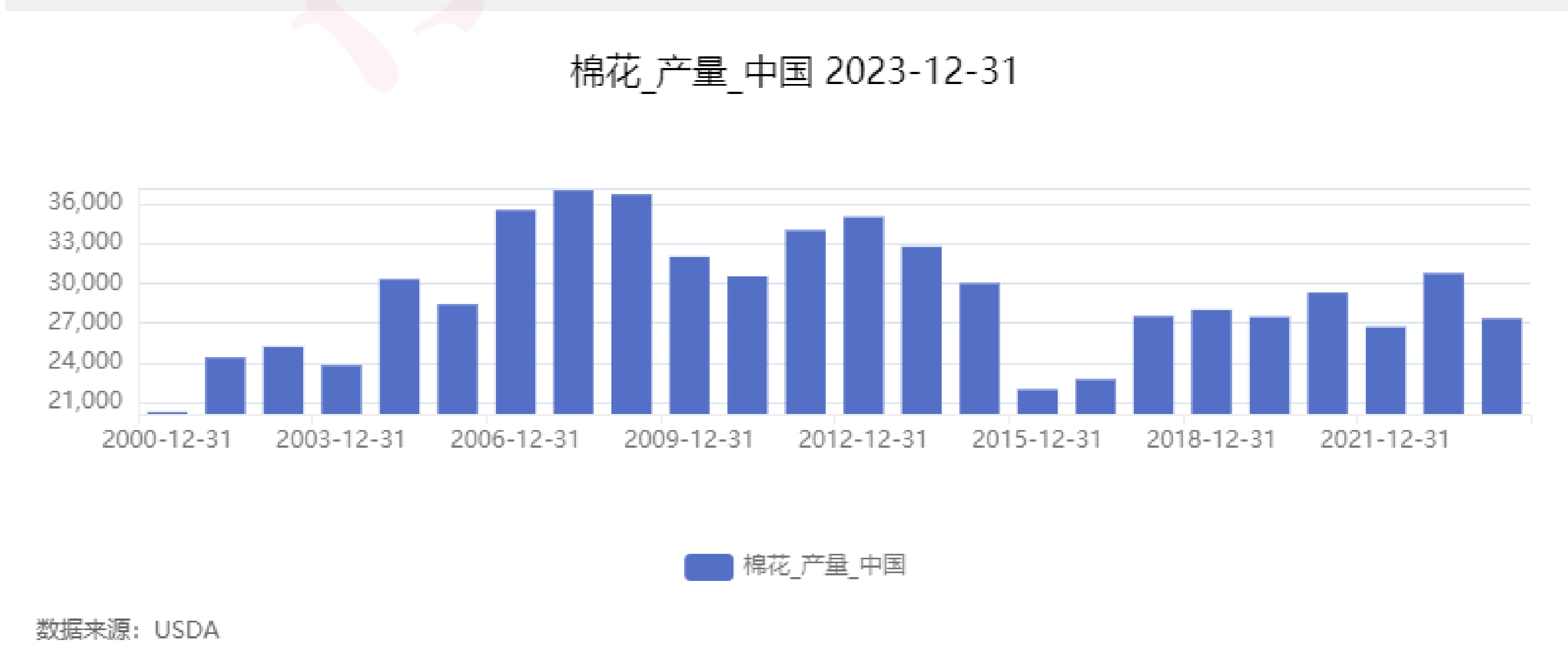
### 1、本年度产量显著增加，新年度产量或缺乏驱动

面积降幅有限单产乐观，本年度棉花增产显著

2024年，在政策及种植收益下降背景下，棉花种植面积继续下降，但受种植习惯、成本调整等因素，降幅相对有限。就国家棉花检测系统数据显示，新疆地区下降1.4%左右，全国下降1.4%左右。

单产方面，今年棉花生长期间产区天气普遍良好，棉花单产显著增加。

因此，综合棉花种植面积与单产水平，预计2024/25年度新疆棉花产量可能在630-640万吨，全国棉花产量预期675万吨左右，上一年度为600万吨，增幅12.5%。



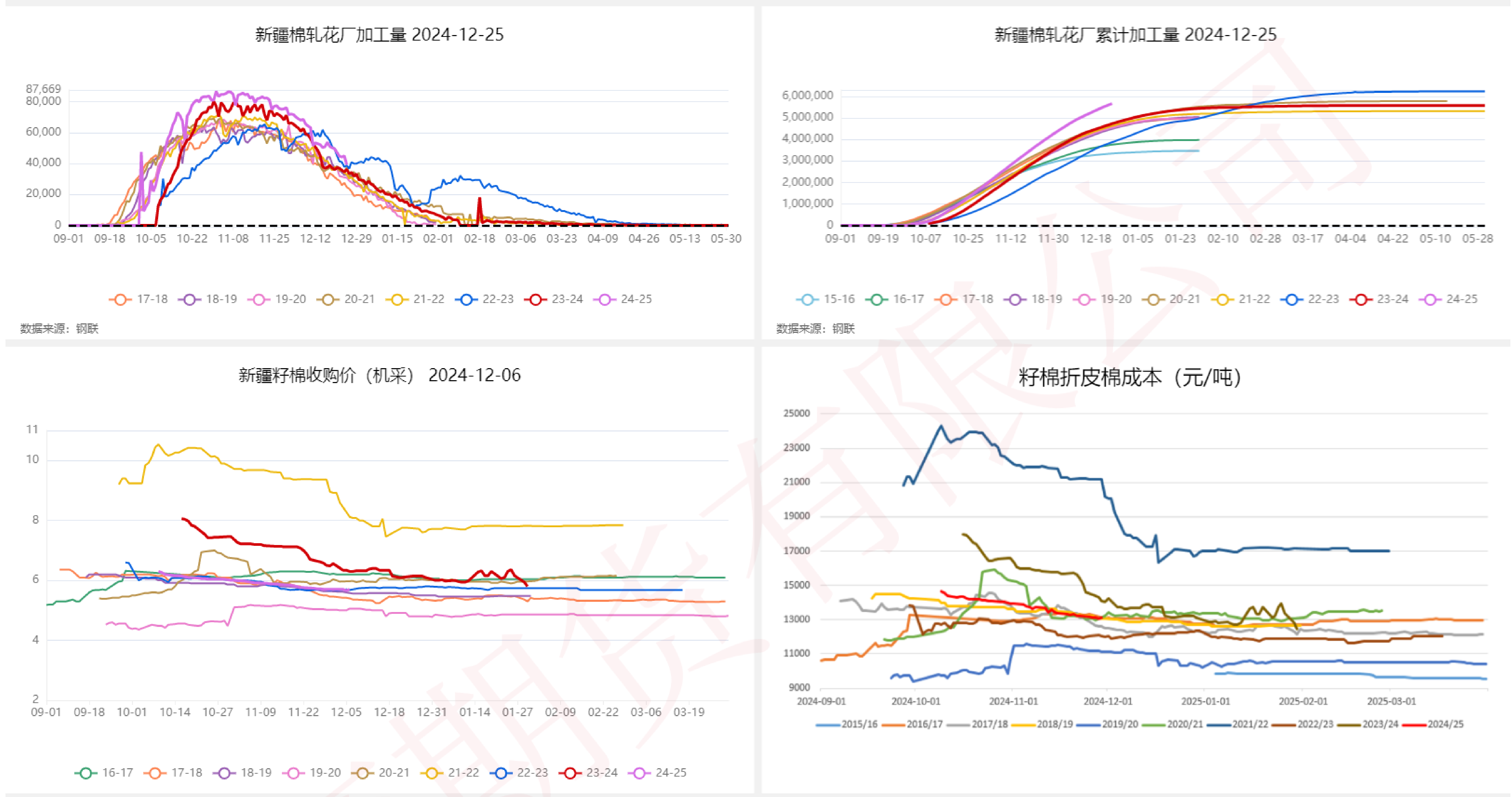
1、本年度产量显著增加，新年度产量或仍缺乏驱动

加工上市进程加快，新棉成本逐步固化

2024年，一方面因棉花丰产且后市预期不佳，新棉采收后棉农交售积极性较好，另一方面因政策引导、风险偏好下降、产业需求不佳等原因，轧花厂籽棉收购继续理性。因此，本年度新棉收购加工进度明显偏快，新棉成本相对平稳。

2024年，籽棉收购价格基本平稳，重心预计在6.2-6.4元/公斤，折皮棉成本14500-15000元/吨。

因此，新棉上市供给增加，成本固化套保需求持续，棉价上方压力较大。



种植面积降幅有限，产量影响逐步弱化

近年来在环保政策以及保粮政策的引导下，次宜棉区退出、种粮面积替代等使得棉花种植面积大方向呈现收缩态势。2023年目标补贴政策调整，尽管目标价格保持不变，但是产量上限定为510万吨，接近几年新疆棉花产量来看，产量基本都在限量以上，一定程度将摊薄棉农补贴。但今年受地租稳定影响种植成本趋于稳定，整体来看相较于其它经济作物，棉花种植效益仍旧较好，故面积减幅预计有限。

对于单产，随着生产技术管理水平不断提升，天气的影响在逐步下降，一般不利天气影响都可以通过科学的田间管理予以弥补，单产在技术发展背景下呈现长周期向上趋势。

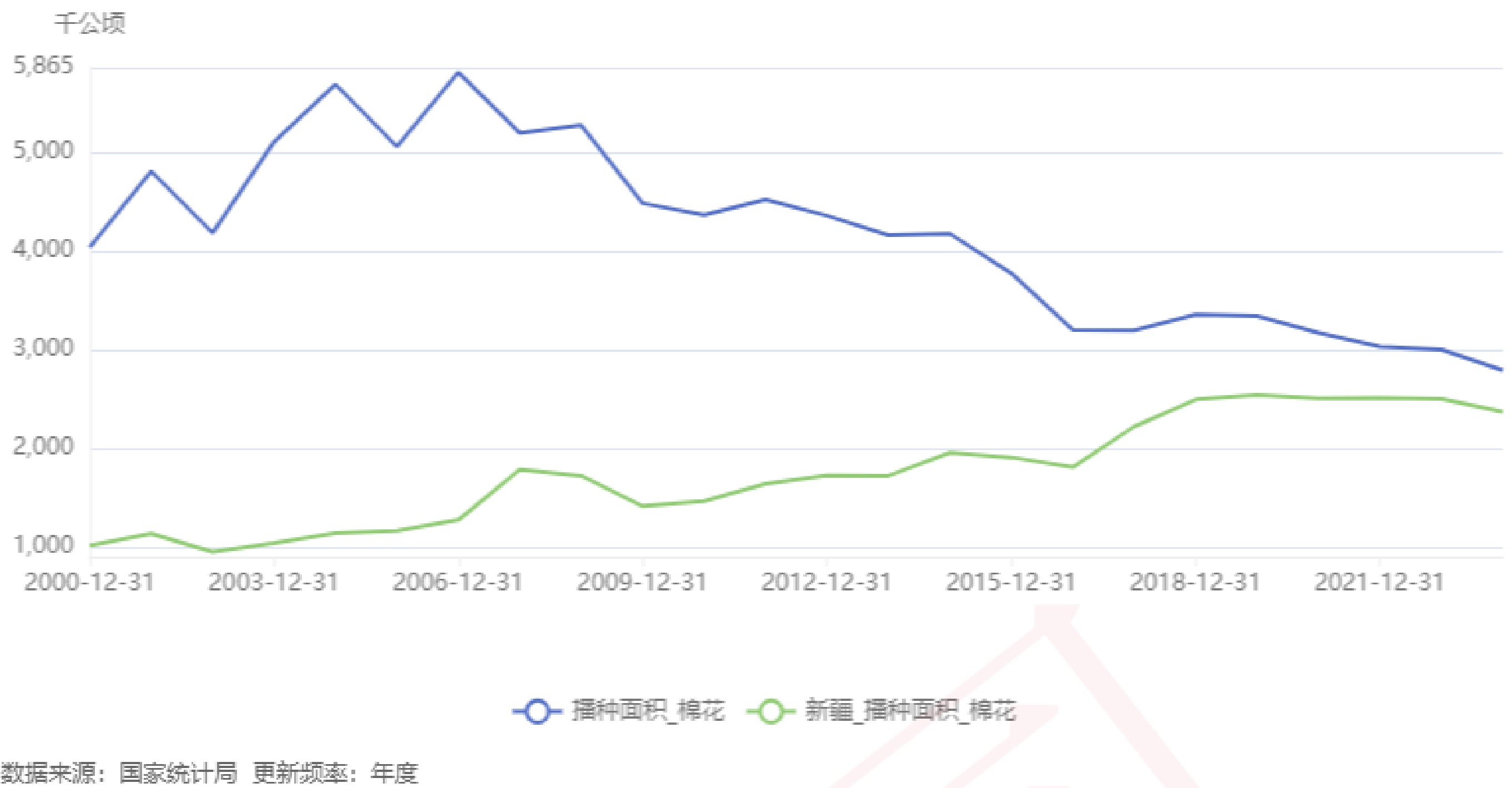
因此，对于2025年新棉种植来说，种植面积大概将继续保持下降趋势，但是减幅预计有限，天气仍有不确定性但炒作空间不大，棉花产量预期相对平稳，对于价格的影响或弱化。

1、本年度产量显著增加，新年度产量或仍缺乏驱动

种植成本

	单产400公斤/亩使用量	2020	2021	2022	2023	2024
种子	2公斤	46	40	56	60	70
地膜	4.5公斤	44	45	42.7	45	55
滴灌带	900米	75	82	75	75	135
尿素	60公斤	102		144		
磷肥	30公斤	90		201		
钾肥	20公斤	70	352	82	580	500-680
滴灌肥	30公斤	114		138		
农药		70	70	90	100	140-200
电费		55	55	60	60	230-280
水费		260	260	260	260	
整地	1次	30		30		
切地	1次	30		30		
耙地	2次	30		20		
打药	12次	35	260	60	260	220-240
播种	1次	23		28		
中耕	3次	21		21		
封土	1次	15		15		
利息		100	100	100	100	100
管理费		240	240	240	240	200-240
脱叶费	2次	40	40	40	40	40
机采费	2次	220	260	340	260	200
种植成本合计		1700	1900	2070	2080	1700-2000
土地承包费		800-1000	900-1000	1200-1500	1000-1400	1000-1500
合计		2500-2700	2700-2800	3200-3500	3000-3400	2750-3600

棉花播种面积 2023-12-31



数据来源：国家统计局 更新频率：年度

2、阶段性供给压力较大，产业链库存有待去化

内外棉价差逐步收缩，进口量或回落至正常水平

国内棉花进口实施进口配额制度，近年来国内棉花产需存在缺口，需要通过进口补充市场供给。因此，棉花进口量与进口配额、内外棉价差密切相关，其中进口配额相对稳定，整体数量有限，一般1%关税进口为89.4万吨，滑准税配额则由有关部门根据市场供需情况择机发放，而内外棉价差则取决于国内外棉花供需基本面情况。

2023/24年度，因国储采购影响，棉花进口量大幅增加，对于2024/25年、2025/26年度，国内棉花产销缺口缩窄，进口棉补充需求下降，外棉供需格局有所改善，内外棉价差走弱，进口棉竞争力下降，预计棉花进口可能恢复至近年来正常水平。

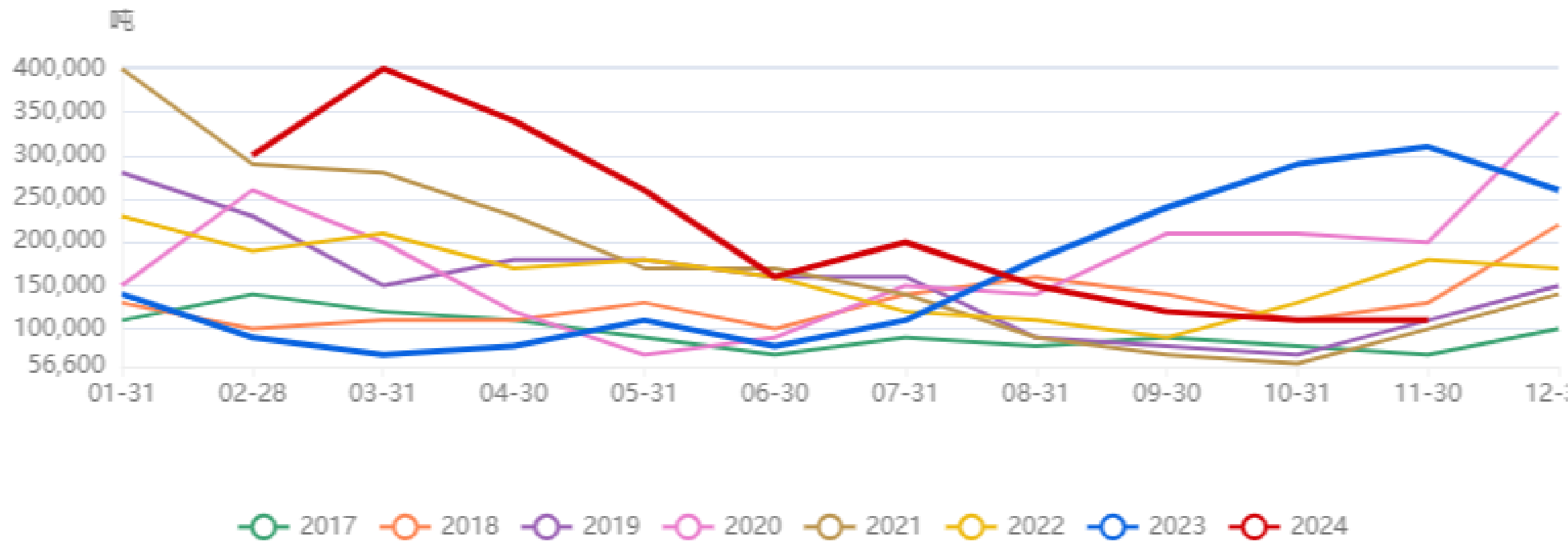
据海关统计数据，截至11月底，2024年我国累计进口棉花237万吨，同比减少71.4%。2024/25年度累计进口23万吨，同比减少56.6%。

内外棉价差 2024-12-27



更新频率：日度

进口数量\_棉花 2024-11-30



数据来源：海关总署 更新频率：月度

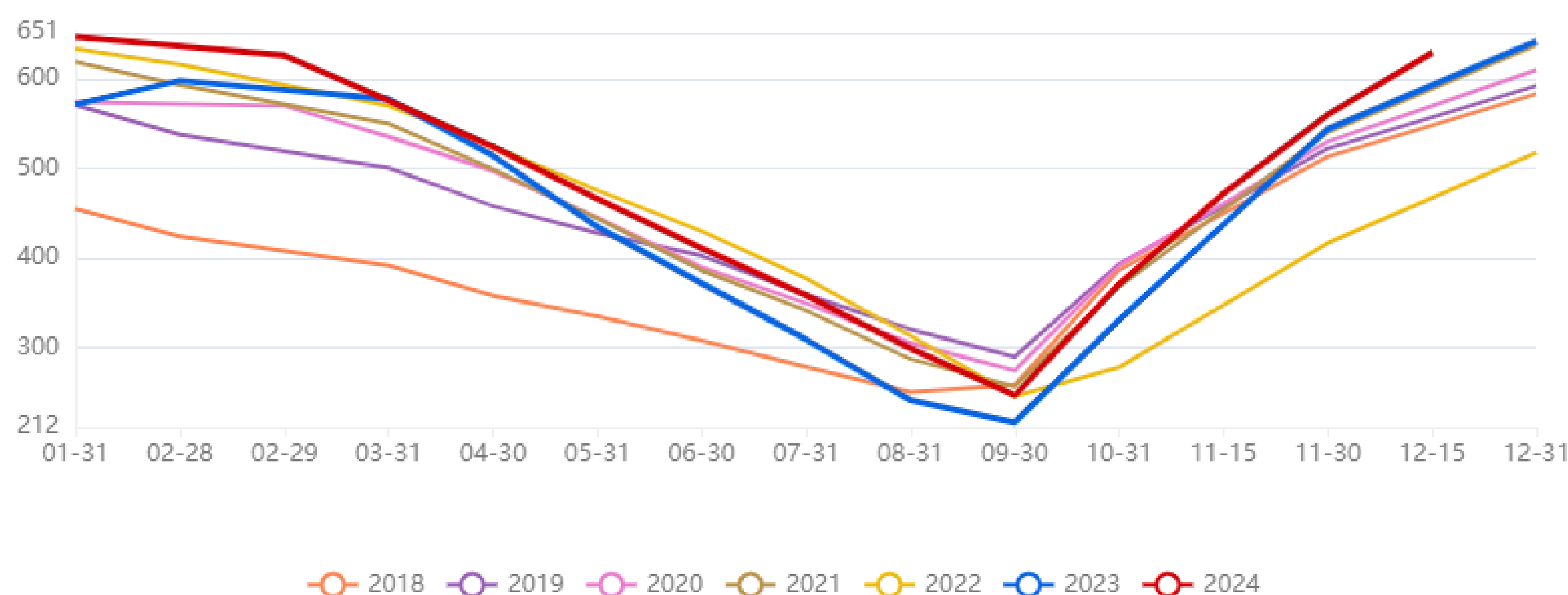
产业链持续承压，库存压力逐步增大

2024年，终端需求增长承压，纺织企业接单情况明显不及预期，产成品库存压力偏大，纺织企业开机负荷持续处于近年来低位，一度接近于疫情期间水平，原料采购意愿较差，尽管滑准税配额收缩且无国储棉轮出，棉花结转库存方面有明显改善，但10月之后，新棉丰产上市，工商业库存快速回升。

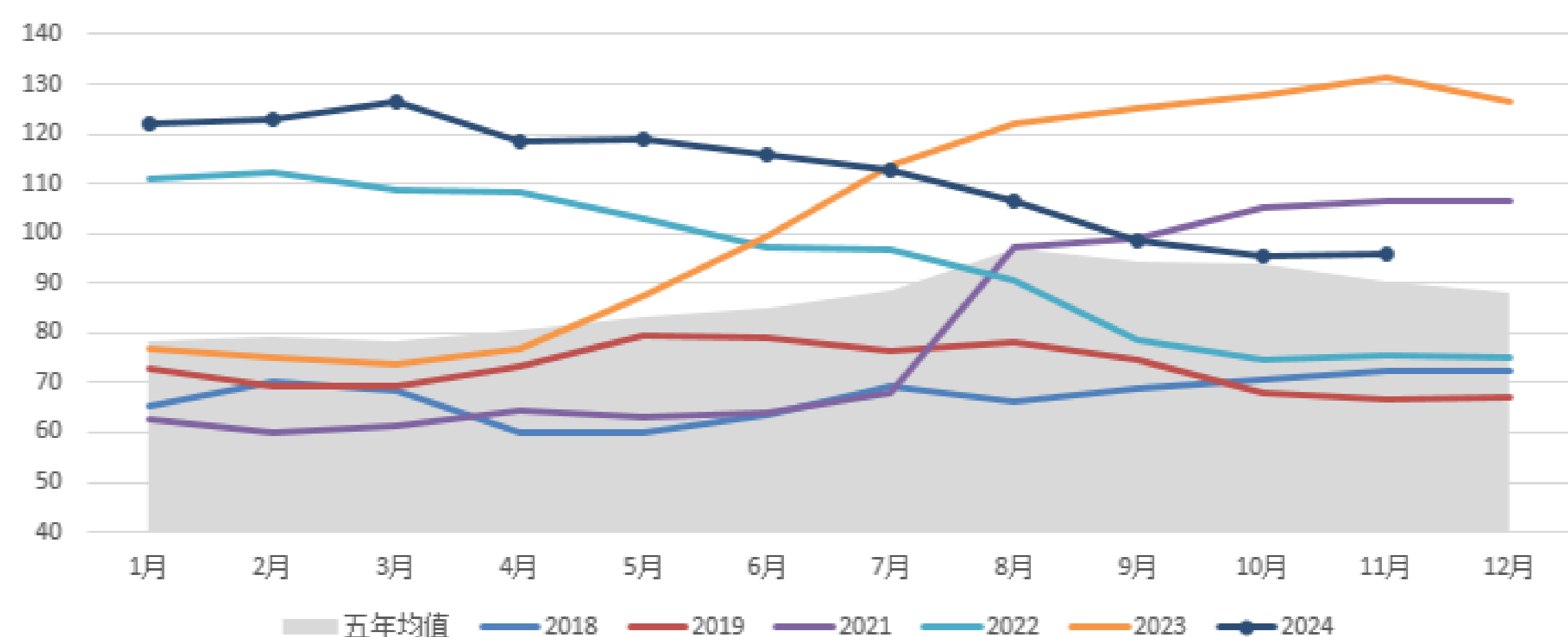
因此，就阶段性来看，棉纱库存仍处于偏高水平，棉花库存季节性回升，整体去库压力仍大。

## 2、阶段性供给压力较大，产业链库存有待去化

棉花工商业库存 2024-12-15



棉纱库存情况



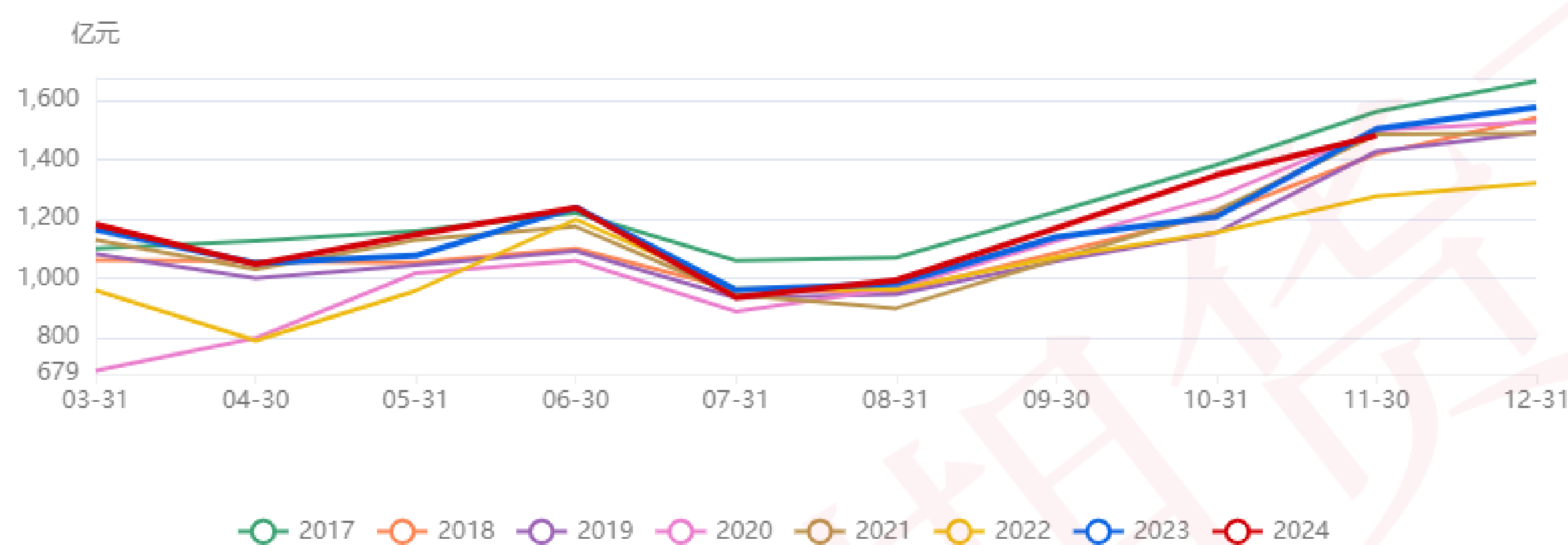
## 3、宏观经济缓慢增长，消费预期维持弱复苏

政策提振需要时间检验，内需预期难有较好表现

2024年，国内经济增长承压，纺织品服装内需亦呈现偏弱态势，9月中下旬起，国家政策出台持续加码以提振国内经济，但对于经济端的实际作用显现还需要时间，预计2025年纺织品服装需求可能仍难有较好表现。

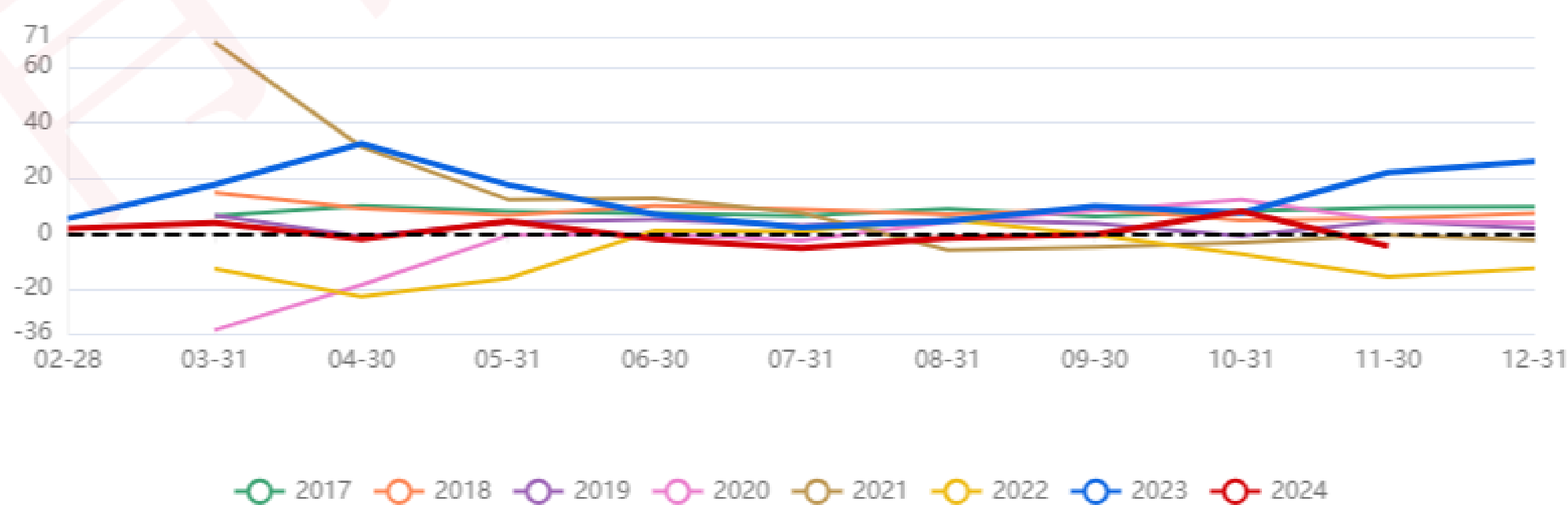
据国家统计局网站消息，1-11月服装、鞋帽、针纺织品类商品累计零售额为13073亿元，同比增加0.4%。

纺织品服装零售额 2024-11-30



数据来源：国家统计局 更新频率：月度

纺织品服装零售额：当月同比 2024-11-30



更新频率：月度

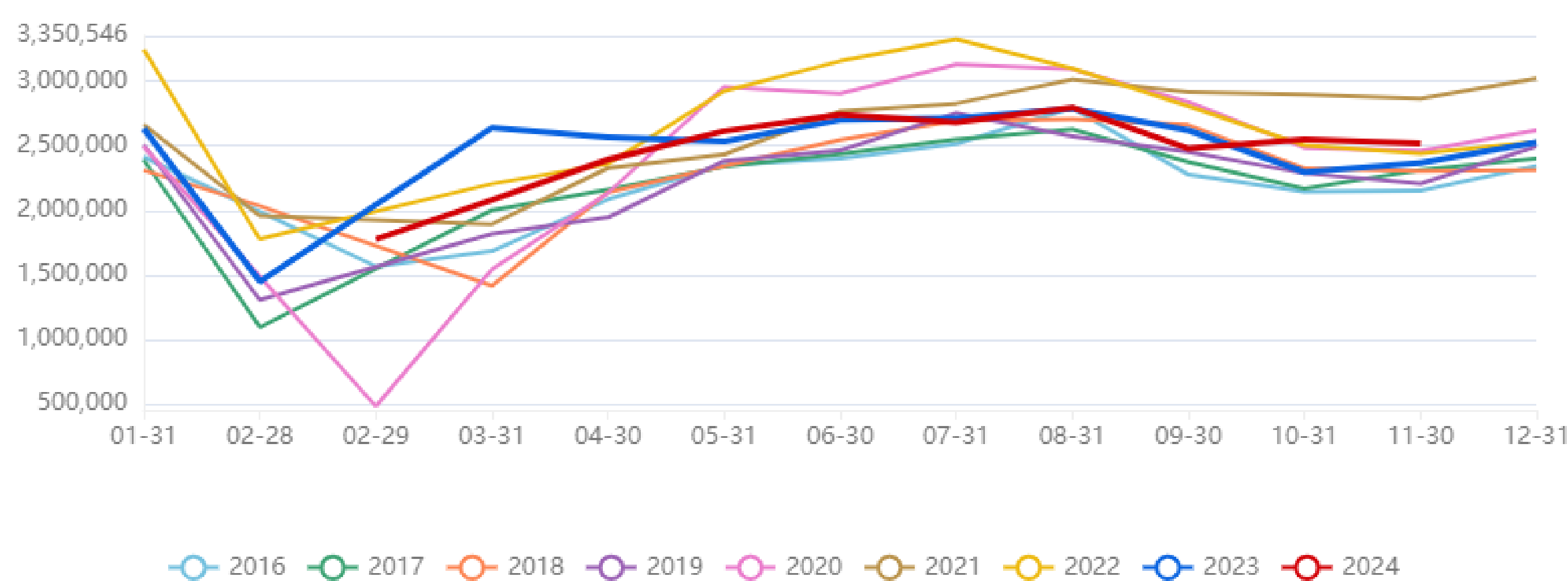
海外需求或逐步回升，国内出口形势仍旧严峻

2024年，海外宏观由加息周期向降息周期转变，但降息进程与节奏仍有反复；此外，美国政府换届后，全球贸易环境或生变数。故海外需求复苏进程存不确定性，补库需求发生仍待进一步跟踪确认。

海关总署最新数据显示，2024年1-11月，我国出口纺织品服装2730.6亿美元，同比增加1.99%。

因此，尽管海外需求或有改善，但疆棉问题仍未解决，且特朗普2.0下国内出口贸易环境仍存在不确定性，预计2025年出口形势仍旧严峻。

纺织品服装出口 2024-11-30



美国零售批发商库存情况 2024-10-31





国内棉花供需小结

棉花供需基本面宽松，期末库存持续增长

供需概况：1、2024/25年度产量显著增加，2025/26年度产量炒作空间不大；2、消费形势严峻，依赖于政策提振效果；3、供需宽松，期末库存预期持续增长。

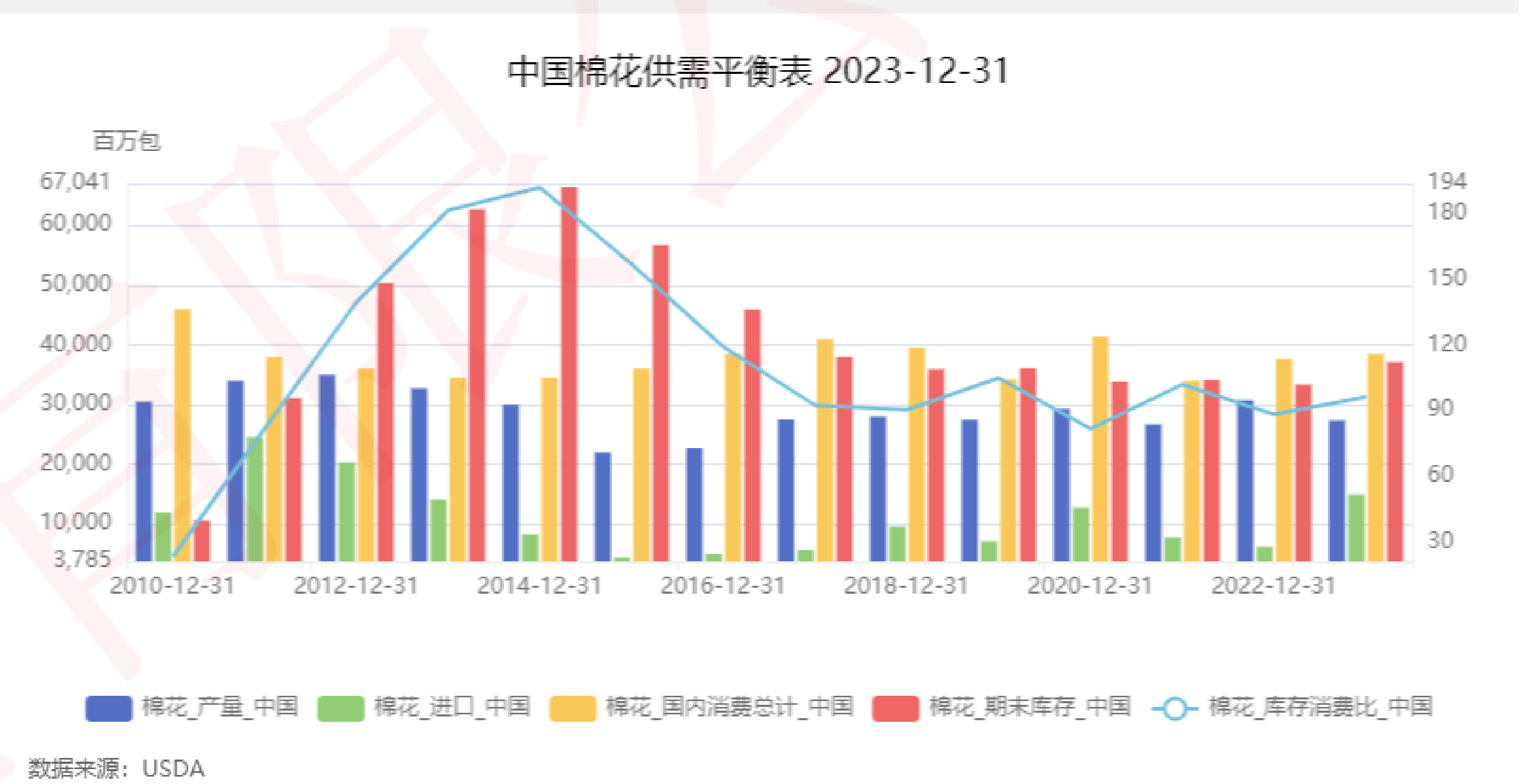
2024/25年度供需情况：

种植面积下降，单产增加，产量增长至675万吨左右，增幅8.3%。  
终端消费弱增长，但产业链去库抵消需求增幅，整体消费相对稳定，预估815万吨；  
进口补充国内供需缺口，但进口配额限制，预计进口维持稳定，预估195万吨；  
期末库存可能增长至719万吨。

2025/26年度供需情况：

政策引导，种植面积可能继续下降，单产有望稳定，整体产量预计维持偏高水平，预估650万吨；  
消费维持弱复苏，考虑宏观经济情况，暂估相对稳定为810万吨；  
进口补充国内供需缺口，考虑进口政策与全球棉花供给格局，暂定预估180万吨；  
期末库存或继续小幅增长。

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	
1	中国供需平衡表									
2										
3	年度	产量	消费量	进口量	(缺口)	抛储量	期末库存	库销比		
4	15/16年度	453	755	96	206	266	1050	139.07%		
5	16/17年度	469	855	111	275	322	775	90.64%		
6	17/18年度	572	888	133	183	250	592	66.67%		
7	18/19年度	577	835	203	55	100	537	64.31%		
8	19/20年度	575	760	160	25	13	512	67.37%		
9	20/21年度	633	874	274	-33	63	545	62.36%		
10	21/22年度	583	738	174	-19	51	564	76.42%		
11	22/23年度	679	817	143	-5	-3	569	69.65%		
12	23/24年度	601	815	326	-112	60	681	83.56%		
13	24/25年度	675	815	195	-55		736	88.22%		
14	25/26年度	650	810	180	-20		756	93.33%		
15										
16	数据来源：棉花信息网、中储棉、浙商期货研究中心									
17	单位：万吨									
18										



四、总结与展望

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
1	全球棉花平衡表USDA									
2										
3	年度	产量	消费	进口	出口	期末库存	库存消费比			
4	13/14	2621.1	2393.9	897.1	889.2	2242.6	93.68%			
5	14/15	2595.7	2443.6	785.2	781.5	2326.6	95.21%			
6	15/16	2093.7	2465.4	771.7	755.5	1962.8	79.61%			
7	16/17	2322.6	2531.4	824.6	829.4	1747.6	69.04%			
8	17/18	2697	2693	904.6	906.6	1769.7	65.71%			
9	18/19	2577.7	2605.8	923.4	906.7	1802.9	69.19%			
10	19/20	2592.6	2295.9	886.7	897.2	1878.5	81.82%			
11	20/21	2473.5	2711.4	1057.7	1057.6	1583.4	58.40%			
12	21/22	2486	2520.3	934.4	931.5	1543.3	61.23%			
13	22/23	2532.2	2452.5	821.7	797.9	1652.6	67.38%			
14	23/24	2459.9	2489.2	958.1	971.2	1614.7	64.87%			
15	24/25	2555.8	2521.1	919.9	920.0	1655.1	65.7%			
16	25/26	2560	2530	920	920	1685.1	67%			
17										

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
1	中国供需平衡表									
2										
3	年度	产量	消费量	进口量	(缺口)	抛储量	期末库存	库销比		
4	15/16年度	453	755	96	206	266	1050	139.07%		
5	16/17年度	469	855	111	275	322	775	90.64%		
6	17/18年度	572	888	133	183	250	592	66.67%		
7	18/19年度	577	835	203	55	100	537	64.31%		
8	19/20年度	575	760	160	25	13	512	67.37%		
9	20/21年度	633	874	274	-33	63	545	62.36%		
10	21/22年度	583	738	174	-19	51	564	76.42%		
11	22/23年度	679	817	143	-5	-3	569	69.65%		
12	23/24年度	601	815	326	-112	60	681	83.56%		
13	24/25年度	675	815	195	-55		736	88.22%		
14	25/26年度	650	810	180	-20		756	93.33%		
15										
16	数据来源：棉花信息网、中储棉、浙商期货研究中心									
17	单位：万吨									

#### 四、总结与展望

##### 总结与展望

2024年回顾，棉花价格在需求疲软主导下呈现出走弱态势。

2025年展望，全球方面，主产国普遍丰产，新年度种植面积预期稳定，大气候正常下单产炒作空间有限，主要国家纺服去库接近尾声，补库需求可能回升，但是在降息节奏与全球贸易环境仍有变数背景下，预计棉花需求提振幅度有限，故全球棉花供需仍将保持宽松态势。

国内方面，宏观环境仍旧严峻，需求预计难有提振，2024/25年度棉花显著增产，2025/26年度棉花种植面积预计稳定，产区天气不确定性影响仍存但对产量影响力度或下降，预计2025年棉花价格主导因素仍在需求端，供给充足需求提振有限下，偏弱走势将延续，反弹空间或有限，棉价可能运行区间12000-15000元/吨。

##### 【策略推荐】

- 单边建议：逢高沽空为主，上方15000以上进入高估值区间，下方支撑12000附近；
- 价差建议：反套为主；
- 套保建议：

下游纺织企业，根据生产计划进行库存管理，随买随用为主，可以买入虚值看涨期权以防极端上涨控制采购成本，如买入行权价为15200的看涨期权。

并卖出一定比例看涨期权增强收益或锁定卖出价格，如14500以上介入卖出套保，并卖出行权价为15000的看涨期权。

##### 【风险提示】

1、棉花产量变化超预期；2、终端需求变化超预期；3、宏观政策风险等。



#### 免责声明

##### 免责声明

本报告的版权归“浙商期货有限公司”所有，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，未经授权的转载本公司不承担任何责任。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“浙商期货有限公司”。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，本公司保留一切权利。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布前已使用或了解其中信息。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。