

# 关税冲突下的棉花市场：历史复盘、贸易流重塑与平衡表推演

## 报告要点

本篇报告分成五部分，第一部分对关税冲突 1.0 进行复盘，从棉花直接贸易和终端需求两方面回顾贸易摩擦对其的影响；第二部分梳理当下关税冲突 2.0 的贸易政策；第三部分对比当下与 1.0 时期棉纺织产业国际贸易关系的变化，展望 2.0 对其的影响；第四部分梳理当下国内外棉花基本面，并对下年度平衡表进行推理预测；第五部分为总结和后市展望。

## 摘要

### （一）关税冲突 1.0 对中美棉花供需、贸易流的复盘

关税冲突 1.0 时期，美棉出口减少，有美棉减产的因素，也有中国减少购买的原因，虽然部分东南亚国家增加购买，但仍未能完全弥补中国减少的量；经估算贸易摩擦层面使得 18/19 年度美棉出口减少 7 万吨。

关税冲突 1.0 时期，中国快速减少对美进口量，并从其它国家增加进口弥补美棉份额的减量。

关税冲突 1.0 时期，全球及中国棉花消费均下滑，中国降幅最大，越南消费增加。

### （二）关税冲突 2.0 对中美棉纺织贸易的影响展望

24/25 年度美棉签约目标已完成，但还剩 85 万吨未装运。美国对非中国地区，尤其东南亚各国谈判结果对美棉出口需求尤为关键，从近期东南亚签约情况来看，预计乐观。

即使中国完全不进口美棉，巴西棉充裕的供给量也能满足中国棉花进口需求。

美国自中国棉制品进口数量占比从 2020 年下半年起趋势性下滑，目前为 22%。

中国对美出口纺服产品占比 16-17%，耗棉量估算在 70 万吨左右。

### （三）国内外棉花当下基本面及下年度平衡表推演

3 月棉花商业库存去化速度快于往年同期，但 4 月需求或季节性转淡，关注 2 季度棉花库存去化速度。

## 农业组

### 研究员：

刘高超

从业资格号：F3011329

投资咨询号：Z0012689

王聪颖

从业资格号：F0254714

投资咨询号：Z0002180

吴静雯（棉系）

从业资格号：F3083970

投资咨询号：Z0016293

李艺华

从业资格号：F03086449

投资咨询号：Z0019380

程也

从业资格号：F03087739

投资咨询号：Z0019480

周重廷

从业资格号：F03093821

投资咨询号：Z0020578

**重要提示：**本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

美棉新作种植面积下降，4 月棉粮比价下降或促使最终面积进一步减少，后续弃耕率为重要变量。剔除严重干旱和不干旱的情景，美棉产量落在 272~300 万吨区间，同比减量在 14~42 万吨之间。

若美棉减产，美国与东南亚各国谈判顺利，美棉出口不减反增，25/26 年度美棉供需平衡表由松转紧的概率较大。

中国新作面积预计增长，若天气正常，新作可能维持高产；消费因国际贸易关系与全球经济增速变化存在不确定性。

#### （四）行情观点

虽然内外棉价估值低，但基本面供需驱动暂不强，同时宏观是重要的扰动因素。

**2 季度利多暂缺乏，棉价反弹缺乏动力，同时因宏观风险未除，棉价预计偏弱运行。**一方面，新疆棉花面积预计增长，目前天气尚可，而美棉天气炒作一般在 3 季度，因此 2 季度供给端利多驱动暂不足；另一方面，2 季度需求或边际转淡。此外，关注商业库存去化速度，若 2 季度延续当前速度，对棉价将形成一定支撑。

长期来看，宏观是重要变量，美棉下年度供需平衡表存在转好的可能，中国的平衡表不确定性更强，需关注产量变动以及宏观经济、国际贸易关系的动态。

**风险因素：**1) 天气扰动；2) 宏观扰动；3) 国际贸易关系恶化。

## 目录

<b>一、 关税冲突 1.0 复盘：中美棉纺织贸易影响回溯</b>	<b>6</b>
（一）关税冲突 1.0 关税政策回顾	6
（二）关税 1.0 时期美棉出口量下降，原因何在？	7
（三）关税 1.0 时期中国自美进口棉花数量及占比均显著下降	8
（四）关税 1.0 时期全球及中国棉花消费同比下滑，越南棉花消费增加	9
<b>二、 关税冲突 2.0 贸易政策梳理</b>	<b>10</b>
<b>三、 关税冲突 2.0：中美棉纺织贸易影响展望</b>	<b>12</b>
（一）24/25 年度美棉签约目标已完成，但还剩 85 万吨未装运	12
（二）若完全损失中国市场，东南亚市场能否承接美棉出口需求？	12
（三）如果不进口美棉，巴西棉能否满足中国进口需求？	13
（四）中美棉制品贸易占比相较 1.0 时期明显下滑	14
1. 美国自中国进口棉制品数量占比近年来显著下滑	14
2. 中国对美国出口纺服产品耗棉量估算	14
<b>四、 国内外棉花基本面分析</b>	<b>15</b>
（一）3 月棉花商业库存去化速度较快，但 Q2 需求或边际转淡，关注去库速度变化	15
1. 国内 3 月棉花商业库存去化速度快于往年同期，关注 2 季度去化速度	15
2. 纺织开机或即将季节性下降，成品库存绝对值暂不高	16
（二）ICE 棉管理基金空头持仓减少，跌势减弱，但上方压力依旧较大	17
（三）美棉新作预计减产，下年度平衡表转紧的概率较大	18
1. 美棉新作意向面积同比下降 12%，但 4 月棉粮比价继续下降或促使面积降幅扩大	18
2. 基于不同情境下弃耕率和面积的美棉产量估算	18
3. 美棉供需平衡表估算：25/26 年度预计较 24/25 年度好转	19
（四）下年度中国棉花供需平衡表存在较大的不确定性	20
<b>五、 总结与展望</b>	<b>21</b>

## 图表目录

图表 1： 关税冲突 1.0 关税政策及细分税率回顾.....	6
图表 2： 全球棉花及主要出口国出口同比（万吨）.....	7
图表 3： 美棉出口量与总供给量的趋势性.....	8
图表 4： 美棉总供给、产量及出口量（万吨）.....	8
图表 5： 美棉总出口量及对主要目的地出口量同比.....	8
图表 6： 美棉出口量各渠道国分布.....	8
图表 7： 中国棉花总进口量及自各国进口量同比（万吨）.....	9
图表 8： 中国自各国进口棉花占比.....	9
图表 9： 全球棉花消费及主要国家消费同比（万吨）.....	9
图表 10： 全球棉花消费及主要国家消费同比（%）.....	9
图表 11： 中国棉花消费同比与全球棉花消费同比趋势基本一致.....	10
图表 12： 全球棉花消费与全球经济具有正向关系.....	10
图表 13： 4 月 2 日特朗普宣布新加征税率超 10% 的国家分布.....	10
图表 14： 关税冲突 2.0 中美相互贸易措施梳理.....	11
图表 15： 美棉向各国累计签约及装运情况（万吨）.....	12
图表 16： 24/25 年度美国向各国累计签约的占比.....	12
图表 17： 各年度美国对各国出口棉花数量（万吨）.....	13
图表 18： 巴西产量、出口及出口占总供给比重（万吨、万吨、%）.....	14
图表 19： 24/25 年度（8-3 月）巴西棉花累计出口分布.....	14
图表 20： 美国自中国进口服装及衣着附件金额占自 20 年趋势性下滑.....	14
图表 21： 美国棉制品进口来源国占比.....	14
图表 22： 美国国内棉花消费：总量和人均.....	15
图表 23： 我国纺服主要市场占比变化.....	15
图表 24： 全国棉花商业库存.....	15
图表 25： 新疆棉花商业库存.....	15
图表 26： 内地棉花商业库存（BC0）.....	16
图表 27： 保税区棉花商业库存（BC0）.....	16
图表 28： 纯棉纱厂负荷.....	16
图表 29： 纺企棉花库存.....	16
图表 30： 纺企棉纱库存.....	16

图表 31： 全棉坯布负荷 .....	16
图表 32： 织厂棉纱库存 .....	17
图表 33： 全棉坯布库存 .....	17
图表 34： 管理基金净多持仓占比与 ICE 棉收盘价.....	17
图表 35： 管理基金空头持仓与多头持仓 .....	17
图表 36： 7 月合约未点价采购数量 .....	17
图表 37： 12 月合约未点价采购数量 .....	17
图表 38： 美棉实播与意向比值、最终与意向比值.....	18
图表 39： 棉花与玉米比价 .....	18
图表 40： 棉花与大豆比价 .....	18
图表 41： 得州 7-8 月 DSCI 平均值与美棉弃耕率.....	19
图表 42： 得州 DSC 干旱指数 .....	19
图表 43： 美国产量估算表（万吨） .....	19
图表 44： 美国供需平衡表估计（万吨） .....	20
图表 45： 中国棉花供需平衡表（万吨） .....	20

## 一、关税冲突 1.0 复盘：中美棉纺织贸易影响回溯

### （一）关税冲突 1.0 关税政策回顾

2018 年 3 月 22 日，美国发布“301 条款”调查结果，拉开中美贸易摩擦的序幕，之后至 2018 年年末，美国贸易代表（USTR）对来自中国的 340 亿、160 亿以及 2000 亿美元商品加征 25% 额外关税。中国方面也对此做出反击，分别对美国 340 亿、160 亿以及 600 亿美元的商品加征 5~25% 的额外关税。在 2018 年的贸易摩擦中，美国对中国加征关税的纺织品及服装进口商品主要集中在第三批公布的 2000 亿商品名单中，加征关税税率为 10%，中国对美国加征关税的商品名单中，涉及棉花行业的商品以中上游产品为主，其中包括未梳的棉花、废棉、棉缝纫线、纯棉低支纱等等，并涉及部分纺织服装，按照不同批次加征税率由 25%，10% 不等。

2019 年中美对于经贸摩擦一共进行了八轮磋商，期间摩擦不断升级，随着对更多商品加征更高的关税，棉纺织业进出口遭受的冲击也越来越大，但中美双方最终于 2019 年 12 月 13 日双方达成一定共识，发布有关第一阶段协议的声明，市场重新拾起乐观预期。

**图表1：关税冲突 1.0 关税政策及细分税率回顾**

公布日期	加征 关税 商品 价值	主要涉及商品类别	关税税率	生效日期	中方反制
2018.4.4, 美宣布将对原产于中国的 500 亿美元商品加征 25% 的进口关税 2018.6.15, 美宣布对其中 340 亿商品加征关税措施将于 7 月 6 日实施	340 亿美元	核反应堆、锅炉、机械器具；电机电气、音像设备；光学照相、医疗设备及其附件；车辆及零件；航空器、航天器、船舶；橡胶制品、无机化学品	25%	2018.7.6	2018.4.4, 中国宣布对美 500 亿美元商品加征 25% 关税
2018.8.8, 美公布第二批对价值 160 亿美元中国进口商品加征关税的清单	160 亿美元	塑料及制品；电机电器、音像设备、核反应堆、锅炉、机械器具；车辆及其零件；光学照相、医疗设备及其附件；钢铁、矿物燃料、铝、杂项化学品、玻璃、船舶等制品	25%	2018.8.23	2018.7.6, 中国对同等金额的美国商品加征 25% 关税
2018.9.18, 美宣布实施对从中国进口的约 2000 亿美元商品加征关税的措施，自 2018.9.24 起加征关税税率为 10%，2019.1.1 起加征关税税率提高到 25%	2000 亿美元	化学工业品、纺织原料、贱金属制品；机电、音像设备及零附件；植物产品、食品饮料、酒及醋、烟草、活动物、动物产品、木及制品、木炭、编结品；矿物材料和矿产品、陶瓷品、玻璃制品；箱包、皮革、塑料和橡胶制品；车辆、船舶、光学医疗仪器、贵金属制品	2018 年 9 月起征 10% 2019 年 1 月 1 日提升至 25%	2018.9.24: 10% 2019.1.1: 25%	中国对 600 亿美元美国商品加征 5%-25% 关税
2019 年 8 月	3000 亿美元	纺织原料及制品、食品饮料、贱金属制品、动物产品；机电、音像设	见→	2019 年 9 月:	2019 年 5 月对已加征关税的 600



元 备、光学医疗仪器；植物产品、杂项制品、化工品、鞋帽伞、矿物材料、陶瓷品、动植物油脂、贵金属、橡胶和塑料、箱包皮革、木制品；车辆、航空器、船舶、矿产品、艺术品

10%→15%；  
**2019 年 12 月：**（手机笔记本电脑）：15%

亿美元美国商品提高税率至 10%-25%；8 月 23 日中国暂停购买美国农产品，并公布对美 750 亿美元商品加征 5%-10% 关税。

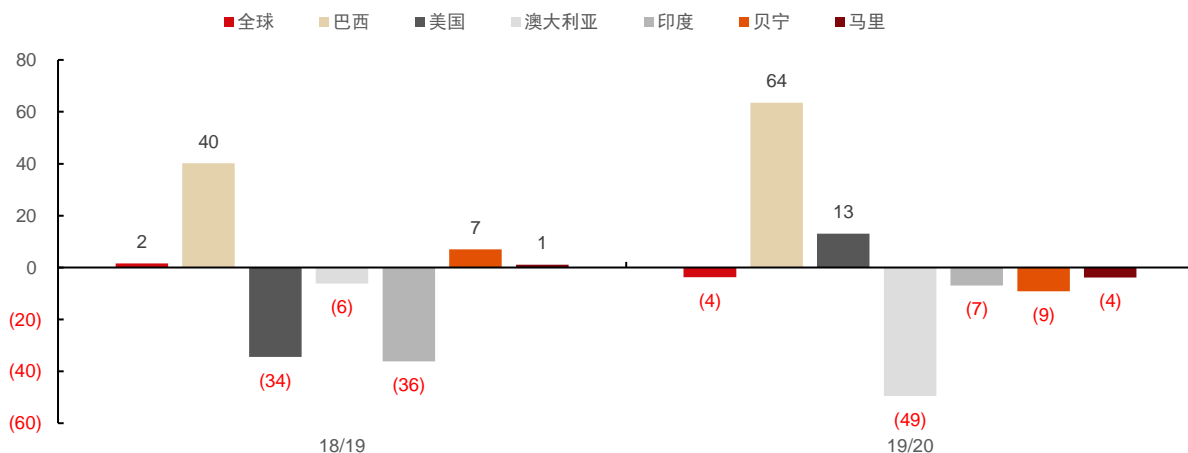
资料来源：美国商务部 中国商务部 中信期货研究所

## （二）关税 1.0 时期美棉出口量下降，原因何在？

**总量：**关税冲突 1.0 时期，全球棉花出口同比持平，美棉出口下滑，巴西出口增加。18/19 年度，全球棉花出口减少 2 万吨，其中巴西增加 40 万吨，美国减少 34 万吨。

美棉出口量受两方面因素影响，一则可供出口量（产量+期初库存），二则出口需求（中国与其它美棉需求国的进口需求）。因此，下文，我们通过分别分析美棉供给和需求，来分析贸易摩擦对美棉出口的实际影响。

图表2：全球棉花及主要出口国出口同比（万吨）



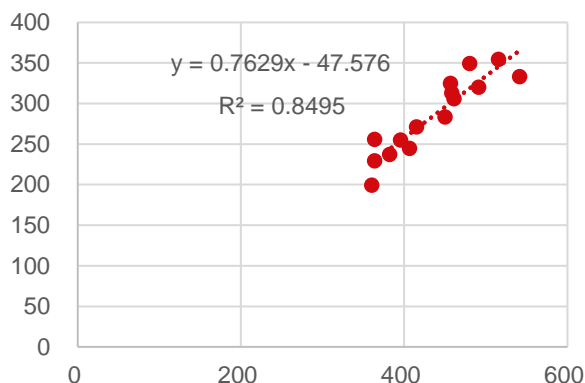
资料来源：Wind 中信期货研究所

### 1. 美棉出口量与总供给量呈现正向关系，大多时候同增同减，但特殊时候两者也会分化

美棉出口量与总供给量呈现正向关系，相关性较高，大多时候同增同减，但近来有两次例外：20/21 年度，美棉产量同比减少 116 万吨，供给量同比减少 61 万吨，出口量同比增加 16 万吨（或与第一阶段贸易协定有关，中国大量买美国农产品）；24/25 年度，美棉产量同比增加 51 万吨，供给量同比增加 18 万吨，出口量同比减少 19 万吨（或与本年度中国棉花进口大幅减少有关）。

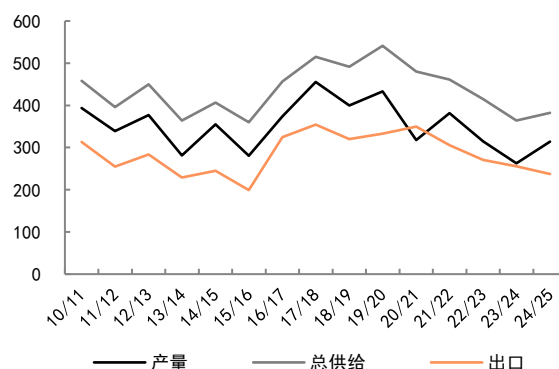
**产量减少导致可供出口量下滑：**18/19 年度，美棉产量同比减少 55 万吨，总供给同比减少 24 万吨，出口同比减少 34 万吨。

图表3：美棉出口量与总供给量的趋势性



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表4：美棉总供给、产量及出口量（万吨）



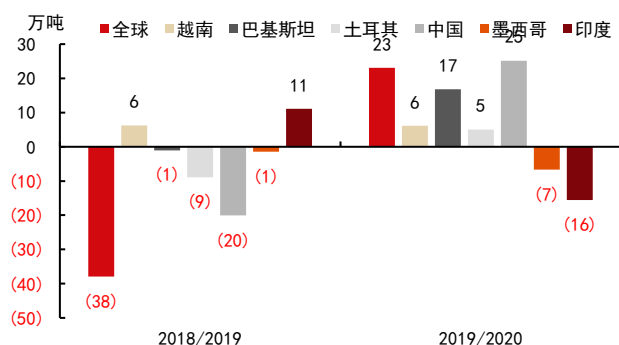
资料来源：Wind 中信期货研究所

## 2. 关税 1.0 时期影响美棉出口减少量估计为 7 万吨

**美棉出口分析：总量减少，中国占比下降，东南亚占比提升。**（1）同比：18/19 年度，美棉出口同比减少 38 万吨，-11%，其中出口中国同比减少 20 万吨，-40%，出口非中国地区同比减少 18 万吨，-6%，越南和印度（减产导致进口增加）分别增加 6 万吨和 11 万吨。（2）占比：出口中国占比从 15% 降至 10%，越南占比从 20% 提高至 25%，印度占比从 4% 提高至 8%。

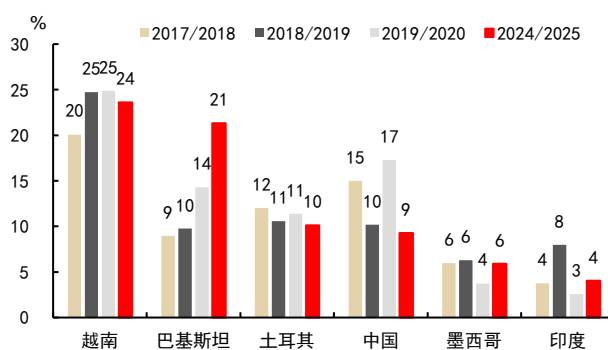
**结论：**关税冲突 1.0 时期，美棉出口减少，有美棉减产的因素，也有中国减少购买的原因，虽然部分东南亚国家增加购买，但仍未能完全弥补中国减少的量；根据前文出口与总供给回归公式，预计贸易摩擦使得 18/19 年度美棉出口减少 7 万吨。

图表5：美棉总出口量及对主要目的地出口量同比



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表6：美棉出口量各渠道国分布



资料来源：Wind 中信期货研究所

## （三）关税 1.0 时期中国自美进口棉花数量及占比均显著下降

**从总量看：**18/19 年度，中国进口棉花累计值为 203 万吨，同比增加 71 万吨；中国进口美棉累计值为 36 万吨，同比减少 19 万吨；中国进口巴西棉累计值为 48 万吨，同比增加 39 万吨；仅自美进口量显著下滑，自非美国家进口增加 90 万吨。

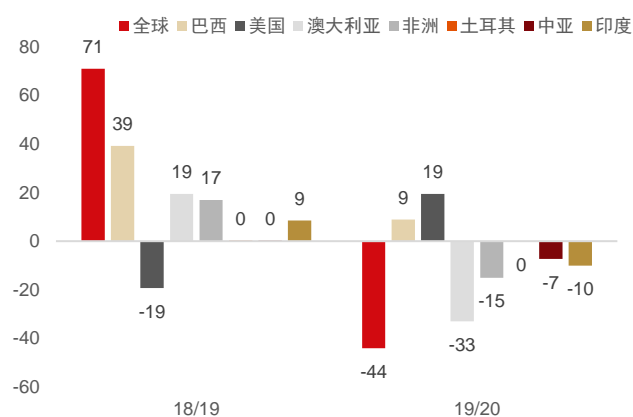
**从占比看：**18/19 年度，美国占比从 42% 降至 18%，巴西占比从 7% 提高至 24%，澳大利亚和印度基本持



平，非洲从 6%提高至 12%，中亚从 8%降至 5%。

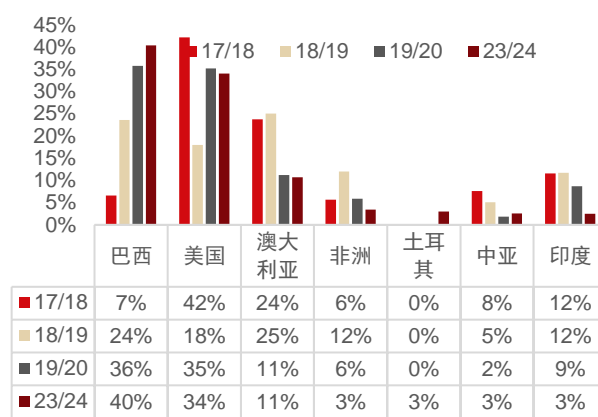
**结论：关税冲突 1.0 时期，中国快速减少对美进口量，并从其它国家增加进口弥补美棉份额的减量。**

**图表7：中国棉花总进口量及自各国进口量同比（万吨）**



资料来源：Wind 中信期货研究所

**图表8：中国自各国进口棉花占比**



资料来源：Wind 中信期货研究所

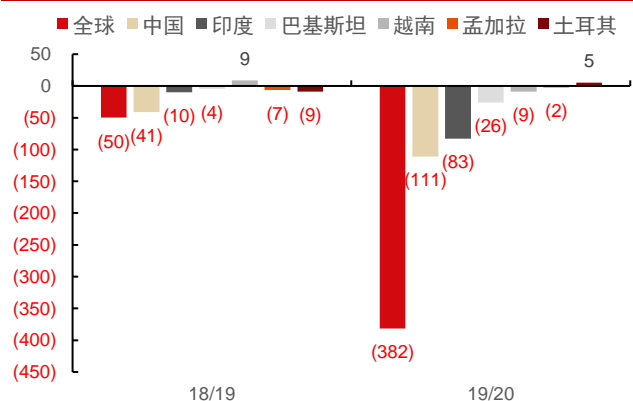
#### （四）关税 1.0 时期全球及中国棉花消费同比下滑，越南棉花消费增加

**从总量同比看：**18/19 年度，全球棉花消费同比减少 50 万吨，其中中国减少 41 万吨，非中国地区减少 9 万吨，印度减少 10 万吨，巴基斯坦减少 4 万吨，越南增加 9 万吨，孟加拉减少 7 万吨，土耳其减少 9 万吨。

**从百分比看：**18/19 年度，全球减幅 2%，中国和土耳其减幅最大，为 5%，越南增幅为 6%。

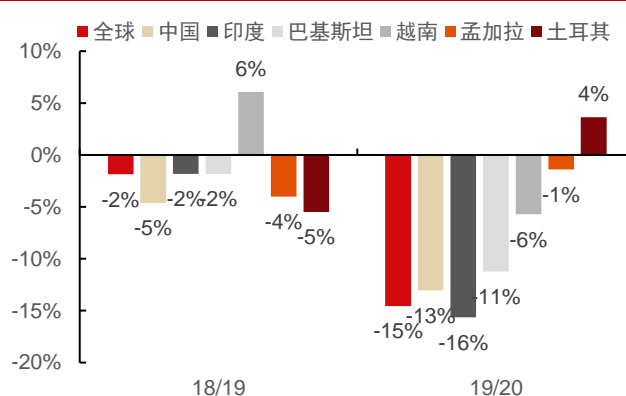
**结论：关税冲突 1.0 时期，全球及中国棉花消费均下滑，中国降幅最大，越南消费增加。**

**图表9：全球棉花消费及主要国家消费同比（万吨）**



资料来源：Wind 中信期货研究所

**图表10：全球棉花消费及主要国家消费同比（%）**



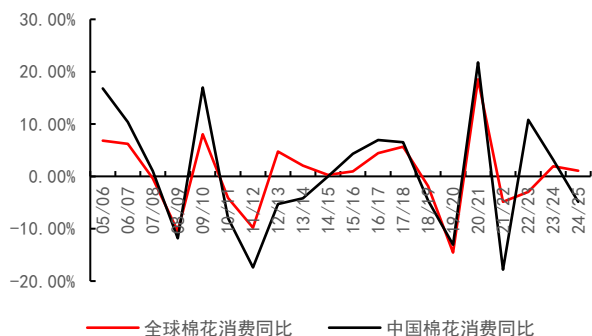
资料来源：Wind 中信期货研究所

**全球棉花消费与全球经济增速具有正向关系：**当全球经济增速增加时，往往带动全球棉花消费增长；当全球经济增速下滑，可能带动全球棉花消费萎缩。

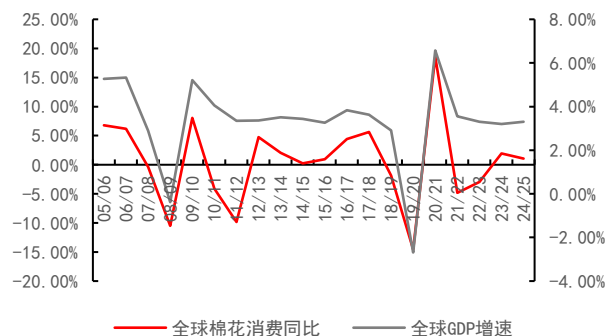
**中国棉花消费与全球棉花消费呈现正向关系：**大多数时间里，中国棉花消费与全球棉花消费同增同减，

个别时候分化。

图表11：中国棉花消费同比与全球棉花消费同比趋势基本一致



图表12：全球棉花消费与全球经济具有正向关系



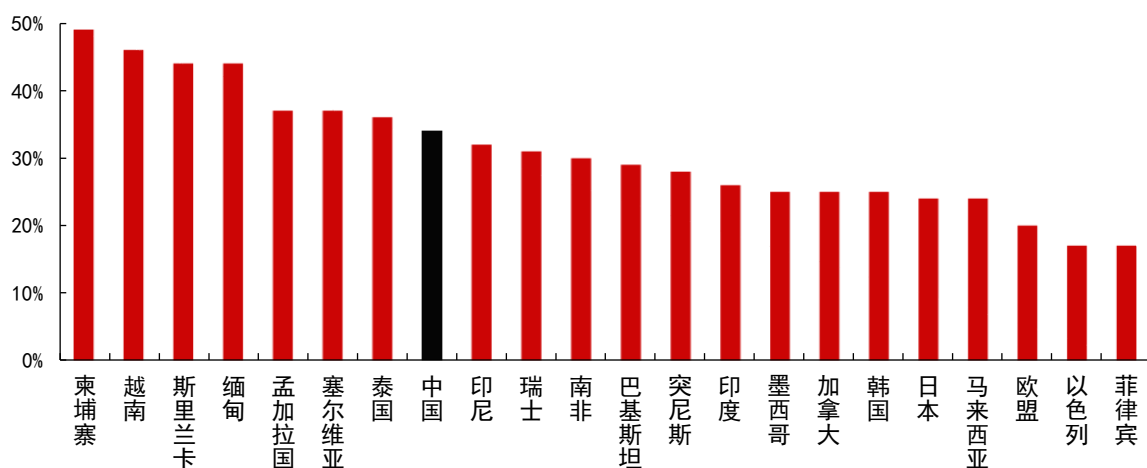
资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

## 二、关税冲突 2.0 贸易政策梳理

美国在全球范围内施行“对等关税”。4月2日当天，特朗普宣布：对40多个贸易逆差贸易伙伴设立10%的“最低基准关税”，4月5日生效；对大约60个对美国贸易逆差较高的国家/地区的商品征收更高的关税（最高税率达49%），于4月9日生效：其中对其前三大贸易伙伴中的欧盟、中国分别额外加征20%、34%的新关税；对来自墨西哥、加拿大的不符合《美国-墨西哥-加拿大协定》的商品征收25%的关税将继续有效；而亚洲地区受此次关税冲击最为严重，集中在柬埔寨、越南、斯里兰卡、缅甸、孟加拉、泰国、印尼等，分别将被加征49%、46%、44%、44%、37%、36%、32%。

图表13：4月2日特朗普宣布新加征税率超10%的国家分布



资料来源：Wind 中信期货研究所

**中美相互关税政策。**特朗普2025年上任以来对中国征收税率从54%、上调至104%，进一步上调至145%。对此，中国方面也进行了相应的反制措施。中国对美商品加征税率由84%提高至125%，并表示如果美方后

续对中国输美商品继续加征关税，中方将不予理会。

**图表14：关税冲突 2.0 中美相互贸易措施梳理**

当地时间	4月2日以来美国对华关税加征	4月2日以来中国对美关税反制
4月2日	<p>美东时间4月2日,下午4时,特朗普签署行政命令:</p> <p>1) <b>宣布对中国新征34%的对等关税、于4月9日生效;</b></p> <p>2) 以合成阿片类药物非法流入美国为借口,从美国东部时间2025年5月2日凌晨12:01开始,将<b>终止对来自中国大陆和中国香港的受管制商品的免税最低限度待遇</b>。对于包含通过国际邮政网络寄送的货物且价值等于或低于800美元且符合最低限度豁免条件的所有相关邮件,均需缴纳其价值30%或每件25美元的关税(2025年6月1日之后,每件增加至50美元)。</p>	/
4月4日	/	<p>北京时间4月4日,我国宣布对原产于美国的所有进口商品,在现行适用关税税率基础上加征34%关税。</p>
4月8日	<p>1) 特朗普再度上调关税、<b>将对中国对等税率征收从34%上调至84%</b>(2025年上任以来对华新征税率达到104%);</p> <p>2) 并提高对中国大陆及中国香港800美元以下小件包裹的征税,相关商品需缴纳税率<b>从30%提高到90%</b>,或在5月2日至6月1日之间缴纳税率<b>从25美元提高至75美元</b>,在6月1日以后关税<b>从50美元提升至150美元</b>。</p>	<p>4月8日当天,中国宣布经国务院批准,自2025年4月10日12时01分起,调整对原产于美国的进口商品加征关税措施,由34%提高至84%。</p>
4月9日	<p>1) 美东时间4月9日,对于已经生效的对等关税,特朗普宣布称已授权对不采取报复行动的国家实施<b>90天的关税暂停、在此期间对等关税下调至10%,暂停措施立即生效,但对中国的关税提高至125%</b>;</p> <p>2) 特朗普表示,并未暂停对汽车进口征收的25%关税以及即将对汽车零部件征收的关税,<b>并宣称美国将对药品征收关税</b>。</p>	/
4月11日	宣布将对中国征收税率幅度从125%上调至145%	<p>调整对原产于美国的进口商品加征关税税率,由84%提高至125%。<b>鉴于在目前关税水平下,美国输华商品已无市场接受可能性,如果美方后续对中国输美商品继续加征关税,中方将不予理会。</b></p>

资料来源: Wind 中信期货研究所

**面对特朗普关税加征威胁,海外经济体应对分化。**中国、欧盟、巴西、加拿大等国家表现较强硬,日本、韩国、印度以及东南亚国家等多数经济体整体态度偏让步。关税冲突2.0相较关税冲突1.0时期,涉及商品范围更广,涉及国家也更多,不仅中国和美国两个国家。**因此,后续,一方面需关注美国与中国谈判结果,还需关注美国与海外多国、以及海外多国对中国的多边关系。**

### 三、关税冲突 2.0：中美棉纺织贸易影响展望

#### （一）24/25 年度美棉签约目标已完成，但还剩 85 万吨未装运

本年度还剩 85 万吨未装运。24/25 年度，截至 4 月 10 日，美棉累计签约量为 253 万吨，年度预测总出口量为 237 万吨；累计装运量达 167 万吨；剩余装运量为 85 万吨，除中国外其它主要国家（加税较高的）剩余装运量在 53 万吨。

4 月 10 日当周，中国继续取消签约，东南亚签约增加。截止 4 月 10 日当周，2024/25 美陆地棉周度签约 4.58 万吨，周增 76%，较四周平均水平增 88%，同比增 38%；其中越南签约 2.06 万吨，印度签约 0.8 万吨，中国取消签约 0.3 万吨。

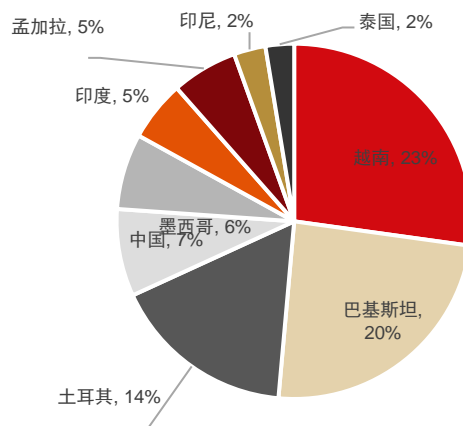
现在较关税 1.0 前与 1.0 时期，中国占比进一步下降。24/25 年度，美棉对中国签约占比已降至 7%，17/18 年度为 15%。

图表15：美棉向各国累计签约及装运情况（万吨）

地区	24/25 年度总签约量	同比：%	24/25 年度累计装运量	同比：%	24/25 年度剩余装运量	同比：%
全部	253	(1)	167	(3)	85	3
越南	58	123	39	98	19	202
巴基斯坦	51	49	35	106	17	(6)
土耳其	35	101	17	97	19	106
中国	17	(83)	16	(81)	1	(94)
印度	12	250	9	263	2	207
孟加拉	13	(22)	8	(18)	5	(27)
印尼	6	3	4	11	2	(14)

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表16：24/25 年度美国向各国累计签约的占比



资料来源：Wind 中信期货研究所

#### （二）若完全损失中国市场，东南亚市场能否承接美棉出口需求？

由于 24/25 年度中国对美国棉花的总签约量仅 17 万吨，因此即使 25/26 年度完全损失中国市场，对美棉出口需求影响也较为有限。关键在于非中国地区购买情况。

用近年来美棉对非中国地区出口量最多年份的出口数量减去本年度签约量估算非中国地区潜在增长量为 76 万吨，假如下年度中国市场全部损失，即扣除 17 万吨，总出口的潜在增长量为 59 万吨。

结论：美国对非中国地区，尤其东南亚各国谈判结果对美棉出口需求尤为关键，从近期东南亚签约情况来看，预计乐观。

图表17：各年度美国对各国出口棉花数量（万吨）

年度	全球	越南	巴基斯坦	土耳其	中国	墨西哥	印度	孟加拉	印尼
2016/2017	314	62	19	41	46	22	18	13	30
2017/2018	336	67	30	40	50	20	13	18	33
2018/2019	298	74	29	32	30	19	24	17	21
2019/2020	321	80	46	37	56	12	8	22	18
2020/2021	338	66	40	29	110	22	2	17	15
2021/2022	299	42	36	38	96	21	10	12	9
2022/2023	267	42	38	37	71	15	6	14	9
2023/2024	251	29	27	17	108	15	2	14	7
2024/2025	253	58	51	35	17	13	12	13	6
除中国外潜在 在增长量	76	22		6		9	12	9	27

资料来源：Wind 中信期货研究所

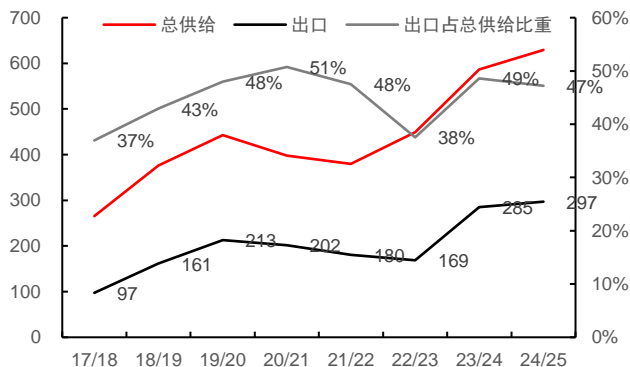
### （三）如果不进口美棉，巴西棉能否满足中国进口需求？

巴西棉产量、总供给量连续四年增加，可供出口量充裕。巴西棉花年度 24/25 年度新棉种植已完成，据 CONAB4 月预估，产量预计同比增加 19 万吨至 389 万吨，总供给同比增加 42 万吨。按照最低及最高的出口比重，24/25 年度，巴西可供出口量为  $629 \times 37\% \sim 629 \times 51\% = 233 \sim 321$  万吨，按照 MAX 值同比预计增加 24 万吨。如果期末库存降至 20/21 年度的低位，124 万吨，出口可达 434 万吨，同比增加 149 万吨，出口比重提升至 67%。

中国、越南、巴基斯坦、孟加拉、土耳其为巴西棉前五大出口国。24/25 年度（8-3 月），巴西累计出口装运量为 214 万吨，同比增加 14%。其中出口至中国 42.9 万吨，占比 20%；越南 42.5 万吨，占比 20%；巴基斯坦 37.5 万吨，占比 17%；其它出口国有孟加拉 13%、土耳其、印度等。

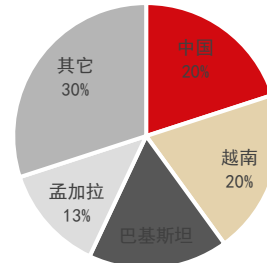
**结论：即使中国完全不进口美棉，巴西棉充裕的供给量也能满足中国棉花进口需求。**

图表18：巴西产量、出口及出口占总供给比重（万吨、万吨、%）



资料来源：CONAB 中信期货研究所

图表19：24/25 年度（8-3 月）巴西棉花累计出口分布



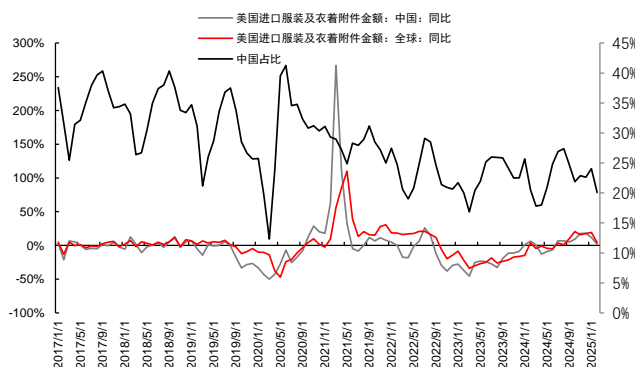
资料来源：CONAB 中信期货研究所

## （四）中美棉制品贸易占比相较 1.0 时期明显下滑

### 1. 美国自中国进口棉制品数量占比近年来显著下滑

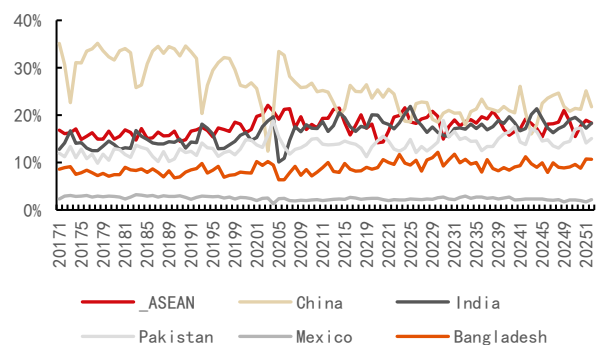
美国自中国服装进口金额占比：目前在 20-25%之间，自 2020 年起趋势性萎缩；美国自中国棉制品进口数量占比：2020 年下半年起趋势性下滑，目前为 22%。

图表20：美国自中国进口服装及衣着附件金额占比 20 年趋势性下滑



资料来源：USDA TTEB 中信期货研究所

图表21：美国棉制品进口来源国占比



资料来源：USDA TTEB 中信期货研究所

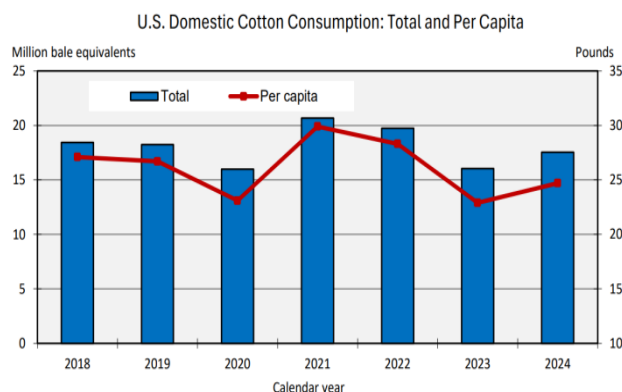
### 2. 中国对美国出口纺服产品耗棉量估算

从中国口径算：中国纺服出口分布中流向美国的占比为 16%，按照中国棉花消费量 800 万吨估算，出口：内需=6:4，中国对美出口纺服产品耗棉量  $800 \times 0.6 \times 0.16 = 77$  万吨。

从美国口径算：根据 USDA，2024 日历年度，美国国内棉花消费量（工厂使用量加净纺织品贸易）同比增长 9%达到 381 万吨，工厂使用量为 37 万吨，美国自中国进口棉制品数量比重为 22%。粗算美国自中国进口纺服产品耗棉量  $(381 - 37) \times 22\% = 76$  万吨。



图表22：美国国内棉花消费：总量和人均



资料来源：TTEB Wind USDA 中信期货研究所

图表23：我国纺服主要市场占比变化

我国纺服主要市场占比变化		
年份	美国	欧盟 27
2017	16.9	14.35
2018	17.66	15.16
2019	16.63	14.8
2020	18.68	18.2
2021	18	15.03
2022	17.47	15.42
2023	15.68	13.06
2024（截至9月）	16.57	13.5

资料来源：TTEB Wind USDA 中信期货研究所

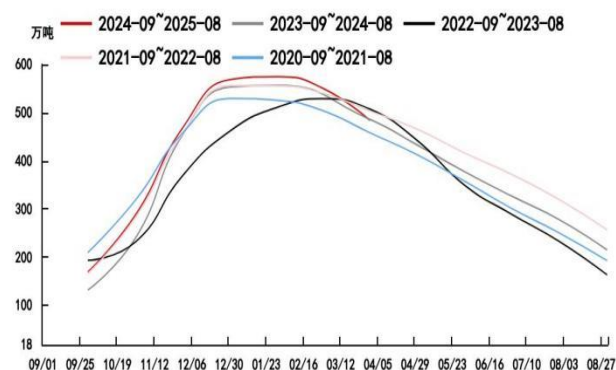
## 四、国内外棉花基本面分析

### （一）3 月棉花商业库存去化速度较快，但 Q2 需求或边际转淡，关注去库速度变化

#### 1. 国内 3 月棉花商业库存去化速度快于往年同期，关注 2 季度去化速度

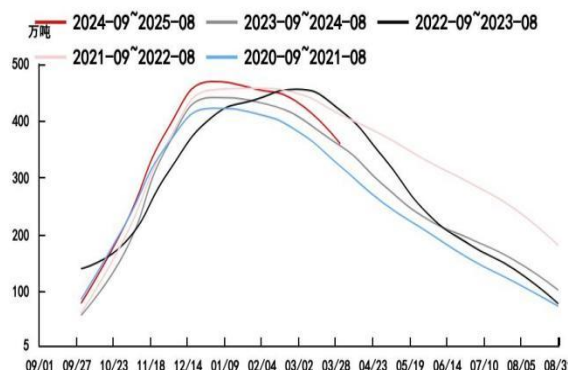
根据 BCO 口径，截止 3 月底全国棉花商业总库存：483.96 万吨，环比 2 月底-67.52 万吨，同比-1.98 万吨；新疆库存：359.84 万吨，环比 2 月底-74.81 万吨，同比+3.4 万吨；内地库存：82.42 万吨，环比 2 月底+12.49 万吨，同比-3.08 万吨；保税区库存：41.7 万吨，环比 2 月底-5.2 万吨，同比-2.3 万吨；

图表24：全国棉花商业库存



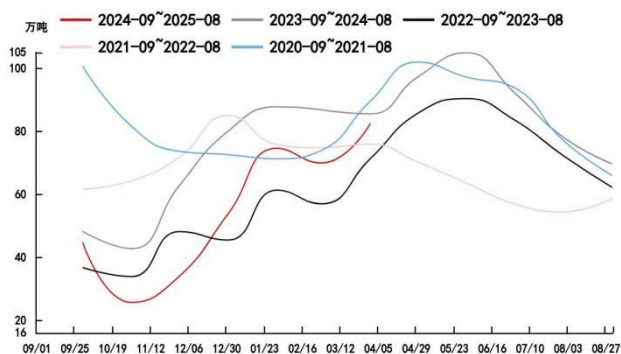
资料来源：中国棉花信息网 中信期货研究所

图表25：新疆棉花商业库存



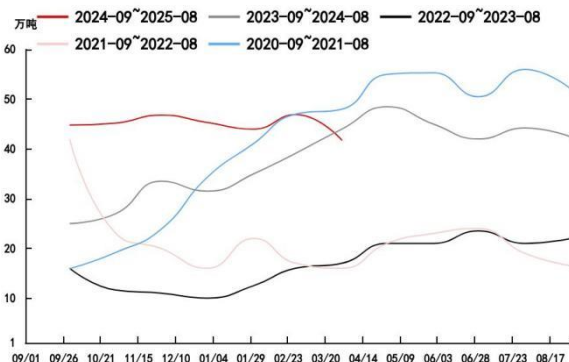
资料来源：中国棉花信息网 中信期货研究所

图表26：内地棉花商业库存（BC0）



资料来源：中国棉花信息网 中信期货研究所

图表27：保税区棉花商业库存（BC0）

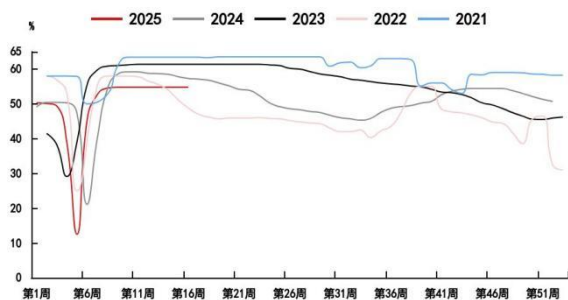


资料来源：中国棉花信息网 中信期货研究所

## 2. 纺织开机或即将季节性下降，成品库存绝对值暂不高

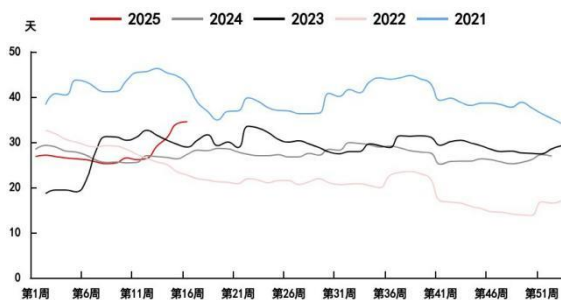
3 月份，下游纺织端进入季节性旺季，开机率环比提升，成品库存去化。但进入 4 月中下旬，下游需求有边际转淡的迹象，或影响棉花商业库存去化速度。

图表28：纯棉纱厂负荷



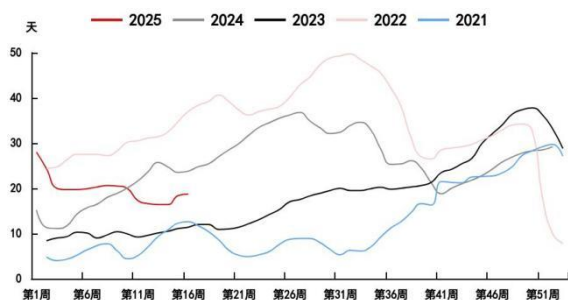
资料来源：TTEB 中信期货研究所

图表29：纺企棉花库存



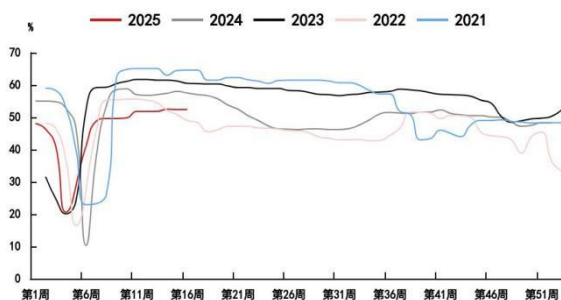
资料来源：TTEB 中信期货研究所

图表30：纺企棉纱库存



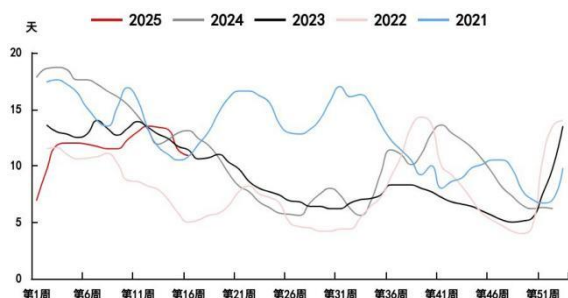
资料来源：TTEB 中信期货研究所

图表31：全棉坯布负荷



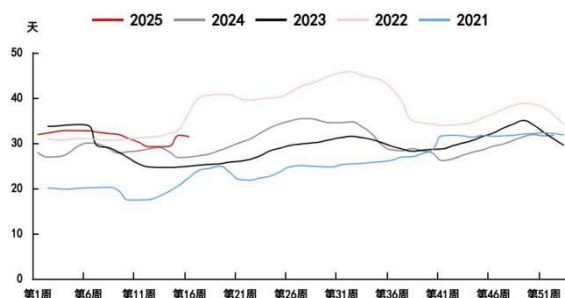
资料来源：TTEB 中信期货研究所

图表32：织厂棉纱库存



资料来源：TTEB 中信期货研究所

图表33：全棉坯布库存



资料来源：TTEB 中信期货研究所

## （二）ICE 棉管理基金空头持仓减少，跌势减弱，但上方压力依旧较大

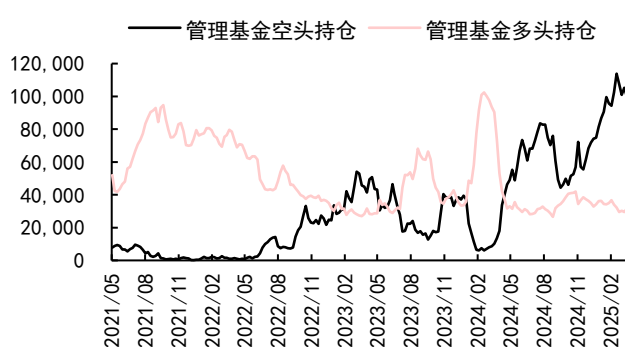
ICE 棉管理基金空头持仓已有明显减少，带动 ICE 棉期货价格跌势暂缓，止跌回升。但未点价采购量依旧居历史同期高位，使得盘面上方压力依旧较大，反弹乏力。

图表34：管理基金净多持仓占比与 ICE 棉收盘价



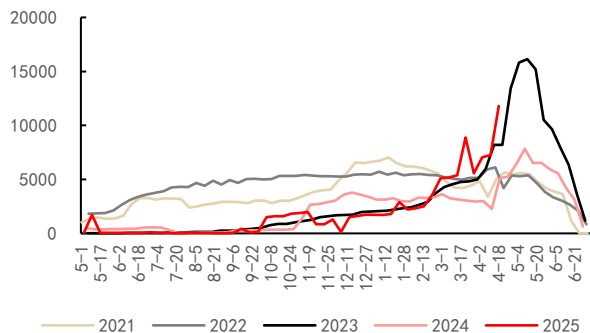
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表35：管理基金空头持仓与多头持仓



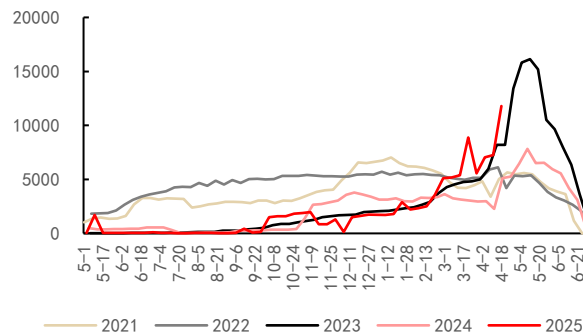
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表36：7月合约未点价采购数量



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表37：12月合约未点价采购数量



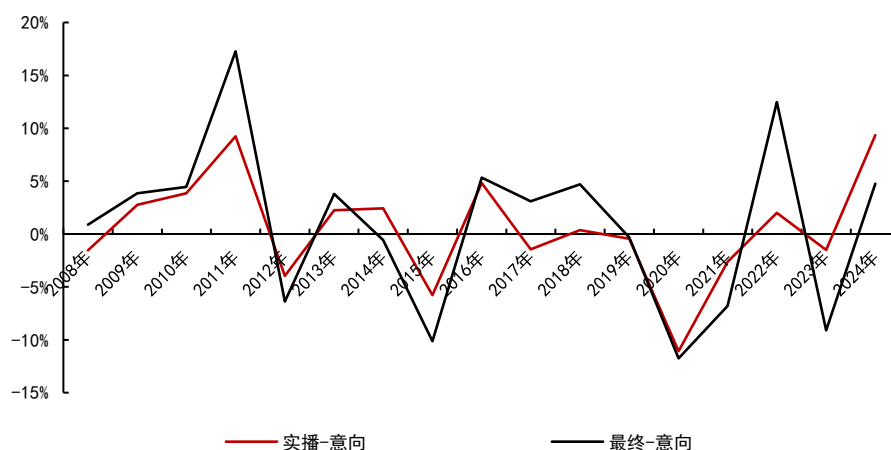
资料来源：Wind 中信期货研究所

### （三）美棉新作预计减产，下年度平衡表转紧的概率较大

#### 1. 美棉新作意向面积同比下降 12%，但 4 月棉粮比价继续下降或促使面积降幅扩大

美棉新作意向面积同比下降 12%，但后续仍有变数。根据 USDA 3 月底意向种植面积报告，25/26 年度植棉面积预计同比减少 12%，但根据历史数据，意向面积与实播面积与最终种植面积均存在差值。最终面积与意向面积的比值在-10%到 17%不等。

图表38：美棉实播与意向比值、最终与意向比值



资料来源：USDA 中信期货研究所

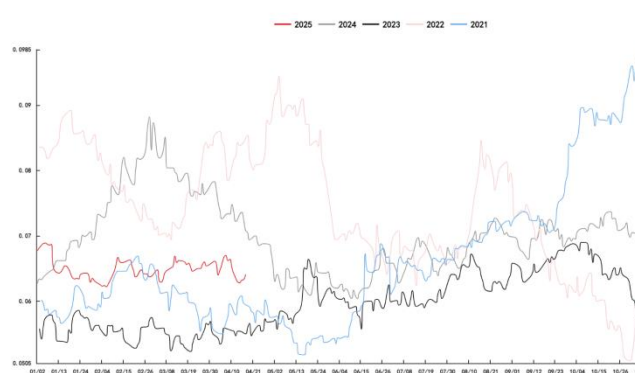
棉粮比价下滑继续降低棉花种植积极性。考虑到 4 月以来，棉粮比价继续下降，后续不排除面积继续减少的可能。预估减幅扩大至 14%-16%。

图表39：棉花与玉米比价



资料来源：USDA 中信期货研究所

图表40：棉花与大豆比价



资料来源：USDA 中信期货研究所

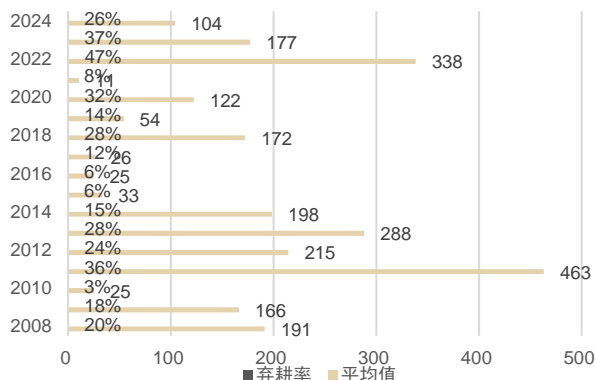
#### 2. 基于不同情境下弃耕率和面积的美棉产量估算

7-8 月主产区尤其得州干旱指数 DSCI 越高，弃耕率越高。

观测历史数据，将干旱情况分成四个等级：DSCI 平均值在 100 以内，弃耕率一般在 10%以下，计 8%；

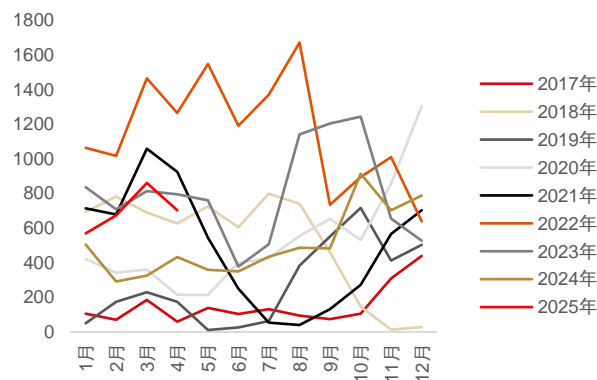
DSCI 平均值在 100~200，弃耕率在 15%~37%，平均 25%，为方便计算十年均值为 22%；DSCI 平均值在 200~300，弃耕率在 24%~28%，计 26%；DSCI 平均值在 300 以上，弃耕率在 36%~47%，计 41%；

图表41：得州 7-8 月 DSCI 平均值与美棉弃耕率



资料来源：USDA 中信期货研究所

图表42：得州 DSC 干旱指数



资料来源：USDA 中信期货研究所

24/25 年度，美棉产量为 314 万吨，按照不同的种植面积及弃耕率对其进行 25/26 年度的产量预估，其中单产按十年均值估算。剔除严重干旱和不干旱的情景，美棉产量落在 272~300 万吨区间，同比减量在 14~42 万吨之间。

图表43：美国产量估算表（万吨）

24/25 年度种植面积 11182 千英亩，单产计十年均值为 862 磅/英亩					
	弃耕率	不干旱	十年均值	较严重干旱	严重干旱
面积降幅		8%	22%	26%	41%
按照意向报告	12%	354	300	285	227
较意向报告小幅下调	14%	346	293	278	222
进一步下调	16%	338	286	272	217
产量同比		40	-14	-29	-87
		32	-21	-36	-92
		24	-28	-42	-97

资料来源：USDA 中信期货研究所

### 3. 美棉供需平衡表估算：25/26 年度预计较 24/25 年度好转

六种情景假设：1、产量 270 万吨，期末库存持平；2、产量 300 万吨，期末库存持平；3、产量 270 万吨，出口增加 40 万吨；4、产量 300 万吨，出口增加 40 万吨；5、产量 270 万吨，出口增加 60 万吨；6、产量 300 万吨，出口增加 60 万吨；

结论：前提假设——美棉减产，美国与东南亚各国谈判顺利，美棉出口不减反增，25/26 年度美棉供

需平衡表由松转紧的概率较大。

**图表44：美国供需平衡表估计（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
2022/23	100	315	0	45	271	101	32%
2023/24	101	263	0	40	256	69	23%
<b>2024/25</b>	<b>69</b>	<b>314</b>	<b>0</b>	<b>37</b>	<b>237</b>	<b>109</b>	<b>40%</b>
2025/26 1	109	270	0	37	233	109	40%
2025/26 2	109	300	0	37	263	109	36%
2025/26 3	109	270	0	37	277	65	21%
2025/26 4	109	300	0	37	277	95	30%
2025/26 5	109	270	0	37	297	45	13%
2025/26 6	109	300	0	37	297	75	22%
同比 1	40	-44	0	0	-4	0	1%
同比 2	40	-14	0	0	26	0	-3%
同比 3	40	-44	0	0	40	-44	-19%
同比 4	40	-14	0	0	40	-14	-9%
同比 5	40	-44	0	0	60	-64	-26%
同比 6	40	-14	0	0	60	-34	-17%

资料来源：Wind 中信期货研究所

#### （四）下年度中国棉花供需平衡表存在较大的不确定性

以中国棉花信息网平衡表作为参考。目前看，25/26 年度供需可能更加宽松，一方面新疆棉花种植面积预计稳中增长，若天气正常，明年预计维持高产；另一方面，全球经济增速如果下滑，中国棉花消费存在萎缩的可能，但宏观存在较大变数，国际贸易形势变局下，全球棉纺织产业如何重构也存在较多未知。目前预判 25/26 年度平衡表还为时尚早，最终种植面积、天气、国际贸易形势、国内产业政策以及全球经济走势均存在不确定性。

**图表45：中国棉花供需平衡表（万吨）**

年度	21/22	22/23	23/24	24/25	25/26 1	25/26 2	24/25 同 比	25/26 同比 1	25/26 同比 2
期初库存	545	564	569	681	681	681	112	0	0
产量	583	679	601	685	673	700	84	-12	27
进口	174	143	326	130	160	130	-196	30	-30



消费	738	817	815	815	808	800	0	-7	-8
期末库存	564	569	681	681	706	711	0	25	5
库存消费比	76.42%	69.65%	83.56%	83.56%	87.38%	88.88%	0.00%	3.82%	1.50%

资料来源：中国棉花信息网 中信期货研究所

## 五、总结与展望

### 关税冲突 1.0 对中美棉花供需、贸易流的复盘

关税冲突 1.0 时期，美棉出口减少，有美棉减产的因素，也有中国减少购买的原因，虽然部分东南亚国家增加购买，但仍未能完全弥补中国减少的量；经估算贸易摩擦层面使得 18/19 年度美棉出口减少 7 万吨。

关税冲突 1.0 时期，中国快速减少对美进口量，并从其它国家增加进口弥补美棉份额的减量。

关税冲突 1.0 时期，全球及中国棉花消费均下滑，中国降幅最大，越南消费增加。

### 关税冲突 2.0 对中美棉纺织贸易的影响展望

24/25 年度美棉签约目标已完成，但还剩 85 万吨未装运。美国对非中国地区，尤其东南亚各国谈判结果对美棉出口需求尤为关键，从近期东南亚签约情况来看，预计乐观。

即使中国完全不进口美棉，巴西棉充裕的供给量也能满足中国棉花进口需求。

美国自中国棉制品进口数量占比从 2020 年下半年起趋势性下滑，目前为 22%。

中国对美出口纺服产品占比 16-17%，耗棉量估算在 70 万吨左右。

### 国内外当下棉花基本面及下年度平衡表推演

3 月棉花商业库存去化速度快于往年同期，但 4 月需求或季节性转淡，关注 2 季度棉花库存去化速度。

美棉新作种植面积下降，4 月棉粮比价下降或促使最终面积进一步减少，后续弃耕率为重要变量。剔除严重干旱和不干旱的情景，美棉产量落在 272~300 万吨区间，同比减量在 14~42 万吨之间。

若美棉减产，美国与东南亚各国谈判顺利，美棉出口不减反增，25/26 年度美棉供需平衡表由松转紧的概率较大。

中国新作面积预计增长，若天气正常，新作可能维持高产；消费因国际贸易关系与全球经济增速变化存在不确定性。

### 行情观点

虽然内外棉价估值低，但基本面供需驱动暂不强，同时宏观是重要的扰动因素。

2 季度利多暂缺乏，棉价反弹缺乏动力，同时因宏观风险未除，棉价预计偏弱运行。一方面，新疆棉花面积预计增长，目前天气尚可，而美棉天气炒作一般在 3 季度，因此 2 季度供给端利多驱动暂不足；另一方面，2 季度需求或边际转淡。此外，关注商业库存去化速度，若 2 季度延续当前速度，对棉价将形成一定支撑。

长期来看，宏观是重要变量，美棉下年度供需平衡表存在转好的可能，中国的平衡表不确定性更强，

需关注产量变动以及宏观经济、国际贸易关系的动态。

风险因素：天气扰动，宏观扰动，国际贸易关系恶化。

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。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中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司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。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

## 中信期货有限公司

### 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>