

## 宏观主导棉价方向，震荡僵局待打破

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669 号

### 报告要点

棉价处于中低估值，但不论是宏观面抑或是基本面，目前均缺乏上行驱动。美联储开启降息周期、中国出台多项经济刺激政策，利于商品需求复苏，但国际贸易关系的不确定性为棉花需求的恢复增添阴影。同时，若明年天气适宜、面积稳定，供给端也缺乏实际利多。棉价可能在较长一段时间处于震荡格局当中。

### 农业组研究团队

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  
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

### 摘要：

#### 1、国际市场

24/25 年度，全球棉花预计增产，美棉产量及库销比均同比增加。长期来看，ICE 棉价预计维持宽幅震荡，增产的背景下，棉价上方空间受限，而由于利空已在此前持续的下跌中逐步消化，下跌驱动也减弱。节奏上看，在北半球新棉集中收割、加工期，供应逐步增加，国际棉价预计承压走弱；明年 2 季度起，关注新棉种植前景，巴西预计延续增产格局，美棉关注粮棉比价对植棉面积的影响；2-3 季度，或是美国加税政策落地的重要时点，明年宏观因素主导价格运行方向。

#### 2、国内市场

当前，国内棉花供增需减，估值由新棉加工成本决定，棉价预计维持震荡格局，难以走出趋势性行情。10 月-1 月，新棉集中加工，供应增量，压力不小，而需求从“金九银十”后逐步转淡，12 月-1 月为海外及国内季节性补库期，需求若边际好转，将给予棉价反弹动力，但产业资金的套保压力制约棉价上行空间。

供给端。24/25 年度，新疆植棉面积及单产均提升，全国棉花增产；因进口利润提升及国储大量采购进口棉，23/24 年度进口量大增，24/25 年度进口量预计同比下降。

需求端。美国经济软着陆，美联储开启降息周期，或推动商品需求复苏，明年全球棉花消费或缓慢增加。但特朗普 2.0 “对外加税”的政策主张使得明年海外经济前景和棉花消费存在不确定性。中美棉纺织贸易关联紧密，加税政策利空棉价，但相比特朗普 1.0 时期，2.0 对中国棉花消费量的影响和对棉价的利空将有所弱化。

综合来看，棉价处于中低估值，但不论是宏观面抑或是基本面，目前均缺乏上行驱动。美联储开启降息周期、中国出台多项经济刺激政策，利于商品需求复苏，但国际贸易关系的不确定性为棉花需求的恢复增添阴影。同时，若明年天气适宜、面积稳定，供给端也缺乏实际利多。棉价可能在较长一段时间处于震荡格局当中。

风险因素：宏观异动、需求变动。

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供参考之用，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。

目录

摘要： ..... 1

一、2025 年行情回顾 ..... 4

二、国际市场维度 ..... 5

    （一）24/25 年度，美国及全球棉花增产，棉价承压 ..... 5

    （二）宏观和国际贸易政策存不确定性，棉花消费增长空间或受限 ..... 7

    （三）明年的海外棉花种植如何变化？ ..... 8

三、国内市场维度 ..... 9

    （一）供给端：新作产量增加，进口预计减少 ..... 9

    （二）需求端：棉纺织需求一般，纺织端维持原料低库存 ..... 11

    （三）库存端：新棉增产且上市进度快，新疆地区棉花商业库存同比增加 ..... 13

四、总结与展望 ..... 14

免责声明 ..... 16

## 图表目录

图 1：ICE、CZCE 棉花主力价格走势：美分/磅、元/吨.....	5
图 2：美国棉花供需平衡表：10 吨、%.....	6
图 3：全球棉花供需平衡表：万吨、%.....	6
图 4：全球棉花供需平衡表：万吨、%.....	6
图 5：美国棉花供需平衡表：万吨、%.....	6
图 6：中国进口棉花来源分布：%.....	7
图 7：中国棉花进口数量及占比：%.....	7
图 8：美国自中国进口服装及衣着附件金额占比：%.....	8
图 9：美国棉制品进口来源国占比：%.....	8
图 10：巴西棉花供需平衡表：万吨、%.....	9
图 11：棉花与大豆期货比价.....	9
图 12：棉花与玉米期货比价.....	9
图 13：新疆皮棉日加工量：万吨.....	10
图 14：新疆皮棉累计加工量：万吨.....	10
图 15：棉花累计进口量：万吨.....	11
图 16：棉花单月进口量：万吨.....	11
图 17：纺织纱线、织物及制品：出口金额：当月值：万美元.....	11
图 18：服装及衣着附件：出口金额：当月值：千美元.....	11
图 19：零售额：服装鞋帽、针纺织品类：当月同比：%.....	11
图 20：零售额：服装鞋帽、针、纺织品类：当月值：亿元.....	11
图 21：纯棉纱厂开机率：%.....	12
图 22：全棉坯布开机率：%.....	12
图 23：纺企棉花库存：天.....	13
图 24：织厂棉纱库存：天.....	13
图 25：纺企棉纱库存：天.....	13
图 26：全棉坯布库存：天.....	13
图 27：全国棉花商业库存：万吨.....	14
图 28：新疆棉花商业库存：万吨.....	14
图 29：内地棉花商业库存：万吨.....	14
图 30：保税区棉花商业库存：万吨.....	14

## 一、2025 年行情回顾

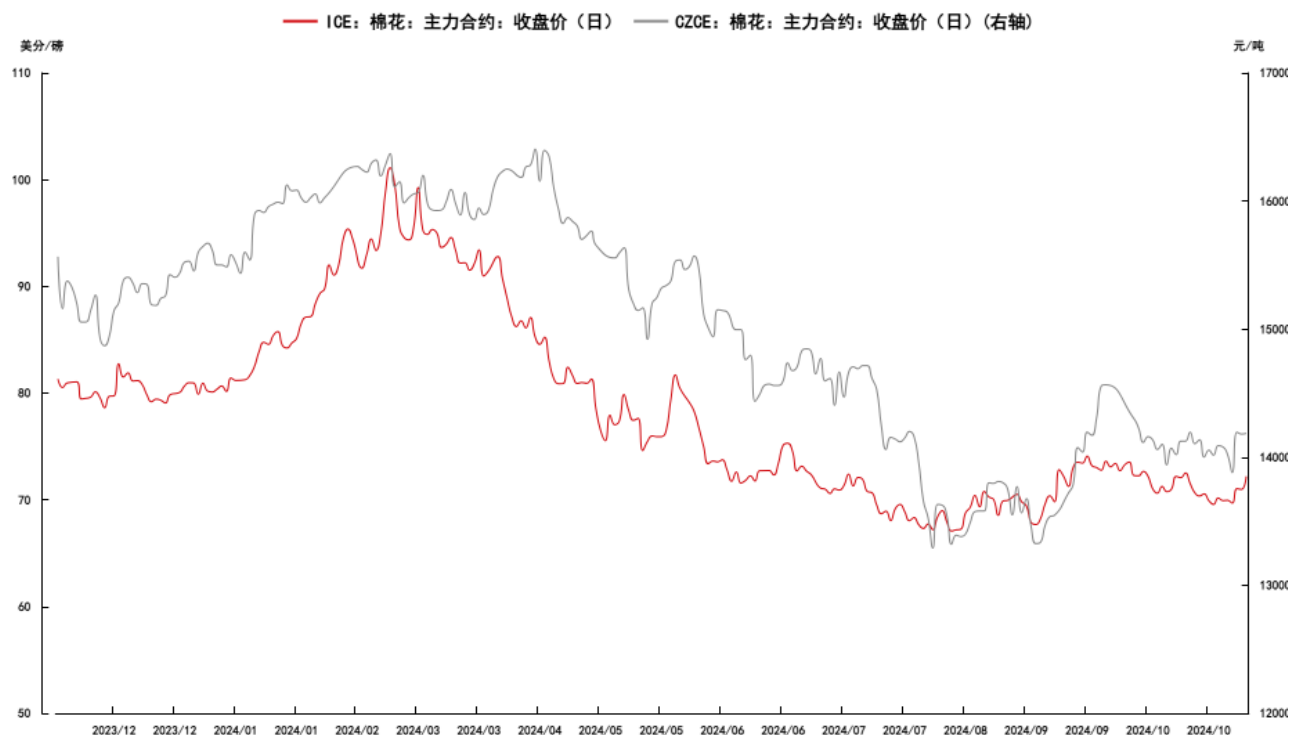
2024 年，内外棉花期货价格呈现先涨后跌的走势，外盘引领内盘运行。

1 月-2 月，上涨。外盘方面，23/24 年度，美棉大幅减产，期末库销比大幅下降，同时可交割数量不足，吸引做多资金大量涌入，持仓自 1 月份快速增长，引发“挤仓”行情，最高涨至 103.8 美分/磅。内盘方面，12 月起出口订单集中性下达，下游补库，纺织成品快速去化，带动棉价走强；但春节后需求不及预期，棉价继续上涨受阻，内盘最高涨至 16480 元/吨。

3 月-8 月，趋势性下跌。外盘方面，美棉期价趋势性下行，主力合约最低触及 66.26 美分/磅。下跌原因有，其一，3 月起可交割库存量快速攀升，管理基金净多持仓快速下降，“多逼空”向“空逼多”转变；其二，市场开始交易 24/25 年度美棉及全球棉花增产、累库的预期。内盘方面，内盘下跌时点晚于外盘，因前期，内外价差偏低，外盘下跌对内盘影响相对有限，但随着外盘快速下跌，内外价差走强至高位，内盘开始跟随外盘下行；此外，24/25 年度，中国棉花产量预计增加，种植期天气适宜，缺乏天气炒作，需求疲弱，共同推动棉价走弱；8 月份，23/24 年度，国内上游后点价止损了结，内盘在暴跌过程中寻底。

9 月至今，重心上抬，区间震荡。宏观与产业共振，带动内外棉价触底反弹。宏观面，美联储宣布降息 50 个 bp，美国货币政策从紧缩向宽松转变，国内出台多项经济刺激政策，带动大宗商品价格反弹。产业面，8 月份起，美棉干旱指数持续增加，生长优良率下滑，引发市场对美棉增产不及预期的猜想，USDA 从 8 月份起持续将美棉新年度产量进行下调，目前来看，新作增产及累库预期值较 7 月份已有所缩窄，故，内外棉价估值上抬。四季度，处于北半球新棉上市期，供应增加，棉价存在套保压力及增产的现实压力，目前。内外棉价区间震荡。

图 1：ICE、CZCE 棉花主力价格走势：美分/磅、元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

## 二、国际市场维度

### （一）24/25 年度，美国及全球棉花增产，棉价承压

根据 USDA 11 月供需预测报告，24/25 年度，全球棉花预计产量同比增加 69 万吨至 2529 万吨，消费同比增加 30 万吨至 2508 万吨，期末库存同比增加 25 万吨至 1649 万吨，库销比略增 0.22%。

根据 USDA 11 月供需预测报告，24/25 年度，美国棉花预计产量同比增加 46 万吨至 309 万吨，出口同比减少 10 万吨至 246 万吨，期末库存同比增加 25 万吨至 94 万吨，库销比增加 9.66%至 32.82%，与 22/23 年度近乎持平。

ICE 棉价与美棉库存消费比存在反向关系，一般，美棉库存消费比增加，往往带动 ICE 棉价下行，而美棉库存消费比下降，往往带动 ICE 棉价上行。因此，由于 24/25 年度，美棉增产、累库，库销比提升，ICE 棉价有下行压力。但增产预期已提前在盘面反应，二季度起，ICE 棉价已经开始交易增产预期而下跌，最低触及 66 美分/磅附近，目前运行至 70 美分/磅附近。USDA 从 8 月-10 月，持续三个月对美棉产量进行下调，库销比从 7 月份预估的 35.6%下调至 11 月份预估的

32.8%。总体而言，长期来看，ICE 棉价预计处于宽幅震荡格局当中，增产的背景下，棉价上方空间受限，而由于利空已在此前持续的下跌过程中得到逐步消化，下跌驱动也减弱。

图 2：美国棉花供需平衡表：10 吨、%

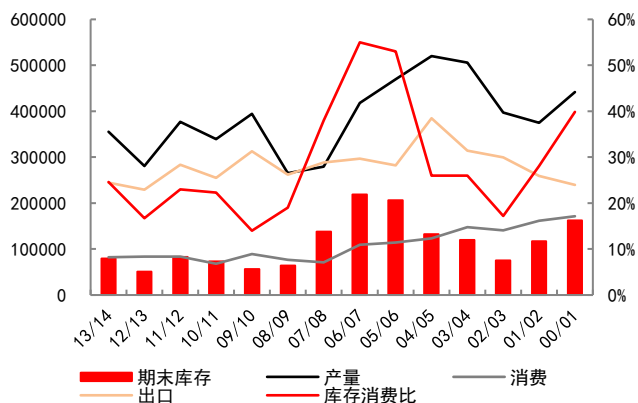
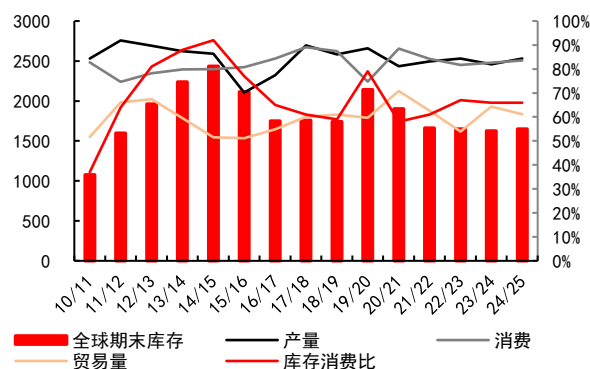


图 3：全球棉花供需平衡表：万吨、%



资料来源：USDA 中信期货研究所

图 4：全球棉花供需平衡表：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	1543	2529	822	2452	798	1650	67.28%
2023/24	1650	2461	958	2478	971	1624	65.53%
2024/25	1624	2529	918	2508	918	1649	65.74%
2024/25（11 月调整）	-13	-10	-7	-11	-6	-13	-0.21%
2023/24 同比	107	-69	136	26	173	-26	-1.75%
2024/25 同比	-26	69	-40	30	-53	25	0.22%

资料来源：USDA 中信期货研究所

图 5：美国棉花供需平衡表：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	32.07%
2023/24	101	263	0	40	256	69	23.16%
2024/25	69	309	0	39	246	94	32.82%
2024/25（11 月调整）	0	0	0	0	-4	4	2.00%
2023/24 同比	1	-52	0	-4	-15	-33	-8.91%
2024/25 同比	-33	46	0	-1	-10	25	9.66%

资料来源：USDA 中信期货研究所

## （二）宏观和国际贸易政策存不确定性，棉花消费增长空间或受限

美国经济软着陆，美联储开启降息周期，或推动商品需求复苏，明年或能看到全球棉花消费缓慢增加。但特朗普第二任期下的政策主张使得明年的海外经济前景和棉花消费存在不确定性。

特朗普 2.0 主张“对内减税、对外加税”。特朗普多次宣称将对各国普遍征收 10% 的关税，并对特定国家征收 60% 关税。若实施对华加征关税，中美贸易将再受冲击，纺织服装板块将受波及。

### （1）中国自美国进口占比仍较高

近些年，中国自巴西棉花进口占比明显增加，但美棉占比仍较高。2019 年以前，中国进口棉花前三大来源国分别为美国、澳洲、巴西。2019 年受贸易摩擦影响，美国占比大幅萎缩，降至 19%；2020 年随着中美第一阶段贸易协定的签署，我国自美国进口棉花数量及占比大幅增加，增至 45%。澳洲占比经历萎缩目前有所复苏，但仍未恢复到 2020 年之前的水平。近五年，巴西占比趋势性增加，目前已排名第一，增至 42%。目前，美国占比约 40% 左右，仅次于巴西。

图 6：中国进口棉花来源分布：%

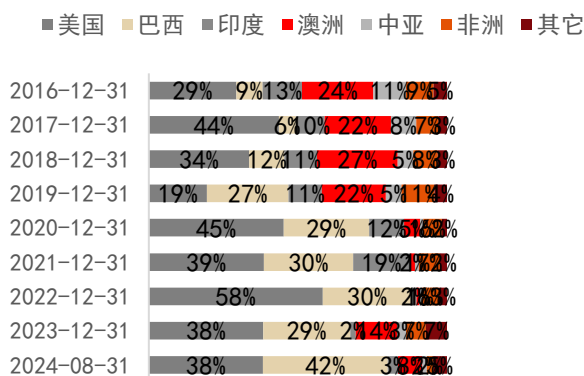
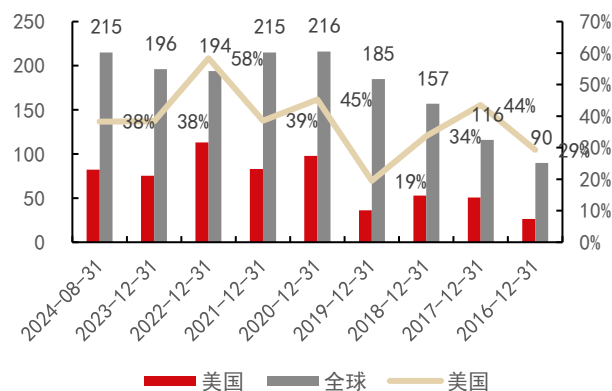


图 7：中国棉花进口数量及占比：%



资料来源：万得 中信期货研究所

### （2）中美纺织服装贸易情况

美国自中国进口服装金额占比较 2020 年明显下滑，目前稳定在 17%-27% 区间。美国自中国服装进口金额占比自 2020 年下半年起趋势性下滑，今年 Q2 起有所复苏，截至 2024 年 8 月占比为 27%，近两年基本维持在 17%-27% 区间中。美国自中国棉制品进口数量占比自 2020 年下半年起趋势性下滑，今年 Q2 起有所复苏，截至 2024 年 8 月占比 25%。

中国纺服出口分布中，近些年，流向美国的出口金额占比的趋势性不显著，



目前占比 16%上下。

图 8：美国自中国进口服装及衣着附件金额占比：%

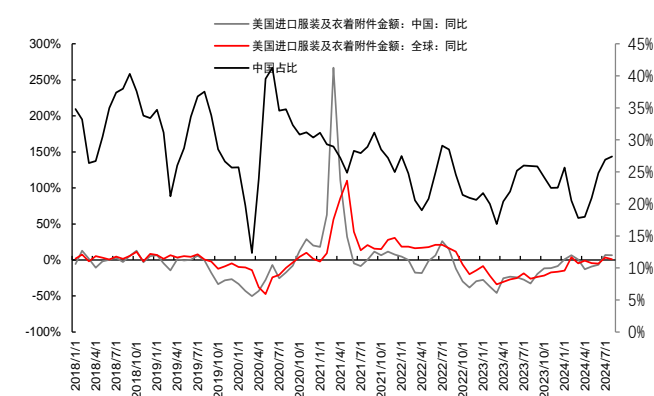
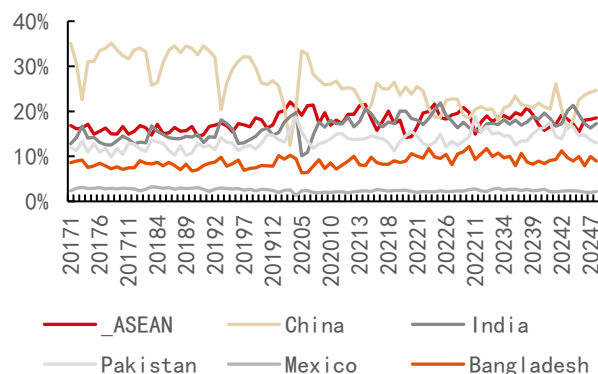


图 9：美国棉制品进口来源国占比：%



资料来源：万得 中信期货研究所

由此可见，中美之间棉纺织服装的贸易联系仍较为紧密，若美国对中国加征关税，同时中国对美国棉花进口也加征关税，那么中国对美国棉花进口，以及中国对美国纺服出口均将受到影响。但相比特朗普 1.0 的中美贸易摩擦时期，特朗普 2.0 对中国棉花消费量的影响和对棉价的利空将有所弱化。原因在于，从 2021 年起，中国出口美国的棉纺织服装逐步以进口棉为原料，因此，若后续加征关税，将影响的是以进口棉和化纤等其它纤维为原料生产的出口至美国的纺服制品，对新疆棉的消费影响有限。此外，市场预期美国关税政策落地时间可能发生在明年 2-3 季度，在此之前，关注是否有中国出口订单在过渡期集中爆发的情况，24/25 年度的国内外棉花消费也不宜过分看空。

### （三）明年的海外棉花种植如何变化？

24/25 年度，全球棉花产量已交易许久，四季度，北半球棉花集中收割，明年 1 季度末，将逐步开始关注 2025 年全球棉花种植情况。

美国方面，需重点关注 1 季度棉粮比价的变化。若棉花相较于大豆、玉米价格更高，或刺激美国棉花面积扩种，譬如 2024 年，棉花较大豆、玉米价格比值处于历史同时高位，24/25 年度，美棉种植面积同比大幅增加。因此，明年美棉面积是增是减需比较棉花与其它竞争作物的比价情况。

巴西方面，根据巴西国家商品供应公司（CONAB）10 月份发布的供需报告。CONAB 与 USDA 对巴西的年度划分不同，CONAB 的 23/24 年度对应 USDA 的 24/25 年度，CONAB 的 24/25 年度展示的是年底即将四季度到 1 季度种植、三季度收获的棉花，因此 CONAB 的数据更领先，展现了对巴西即将种植的新作的预期。23/24 年度，巴西棉花总产量为 367 万吨，同比增产 50 万吨，出口同比增加 117 万吨至



285 万吨，期末库存同比增加 18 万吨。24/25 年度，巴西棉花总产量预计为 367 万吨，出口预计持平为 286 万吨，期末库存预计增至 240 万吨。

图 10：巴西棉花供需平衡表：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
17/18	62.9	200.6	2	70	97.4	98.1	58.60%
18/19	98.1	277.9	0.2	72	161.4	142.7	61.14%
19/20	142.7	300.2	0.2	69	212.5	161.6	57.41%
20/21	161.6	235.9	0.5	72	201.7	124.3	45.41%
21/22	124.3	255.4	0.2	69	180.4	130.5	52.33%
22/23	132	317	0.4	69	168.5	211.9	89.22%
23/24	216.7	367.3	0.1	69.5	285.2	229.4	64.67%
24/25	229.4	366.5	0.1	70	286	240.1	67.44%

资料来源：CONAB 中信期货研究所

图 11：棉花与大豆期货比价

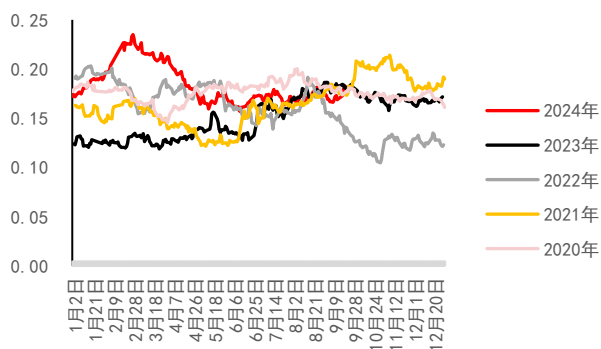
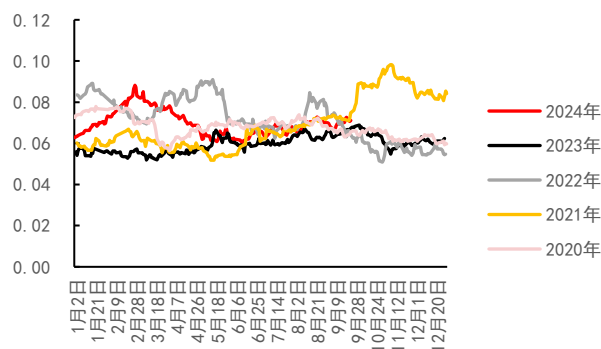


图 12：棉花与玉米期货比价



资料来源：万得 中信期货研究所

## 三、国内市场维度

### （一）供给端：新作产量增加，进口预计减少

#### 1、产量：面积和单产均增，新作新疆棉花产量增加

新作新疆棉花预计同比增产近 60 万吨。根据中国棉花信息网 11 月调研情况，其预计 2024 年新疆棉花种植面积为 3910 万亩，同比增加 6.7%，新疆棉花产量预计为 619 万吨，同比增 10.6%，增量 59 万吨；内地种植面积 400 万亩，同比减少 11.4%，产量为 34 万吨，同比减少 18%；全国棉花种植面积为 4310 万亩，同比增加 4.7%，产量为 653 万吨，同比增加 8.6%。

**当前加工进度近半。**根据全国棉花交易市场数据，截至 11 月 12 日，新疆地区皮棉累计加工量为 289 万吨，同比增 28%；其中，自治区皮棉加工量为 193 万吨，同比增 37%，兵团皮棉加工量为 96.52 万吨，同比增 12.69%。

图 13：新疆皮棉日加工量：万吨

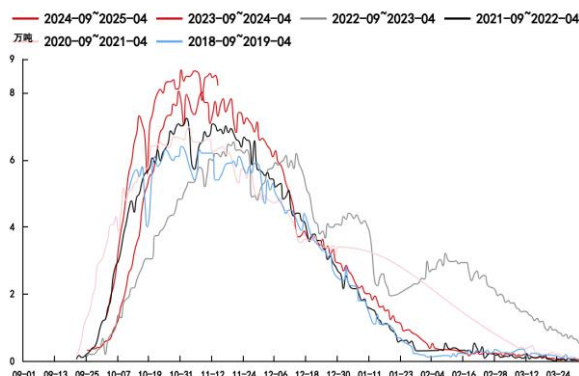
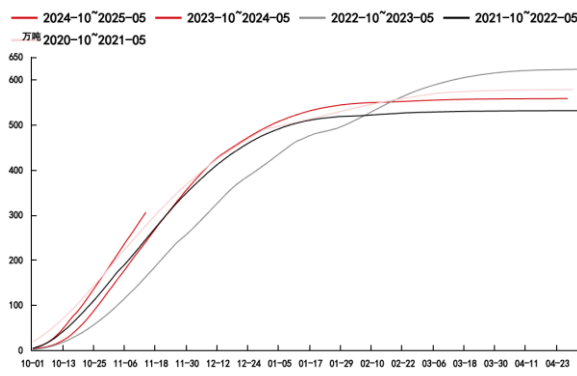


图 14：新疆皮棉累计加工量：万吨



资料来源：中国棉花信息网 中信期货研究所

## 2、进口：24/25 年度，进口量预计大幅缩减

**23/24 年度，进口利润提升叠加配额外采购增多，棉花进口量大增。**23/24 年度以来，除 8 月份之外，其中每个月的进口量均维持同比正增长，23/24 年度累计进口 326 万吨，同比+183 万吨。棉花进口实行关税配额制度，每年固定 1%关税的配额 89.4 万吨，此外还有不固定的滑准税配额进行补充。2023 年 7 月 21 日，滑准税配额公告发布，数量为 75 万吨。2024 年的滑准税配额公告发布时间在 7 月 31 日，数量为 20 万吨。假设去年的 89.4 万吨剩下 40 万吨用于 23/24 年度，今年的 89.4 万吨在 23/24 年度前全部用完，叠加去年 75 万吨的滑准税配额，总共 204 万吨，距离 23/24 年度累计进口量仍有 122 万吨的差距，因此，23/24 年度进口量大增有国储大量买入进口棉的关系。

**24/25 年度，配额外采购或降，棉花进口量预计大幅缩减。**评估下来，23/24 年度进口棉轮入国储的量至少在 100 万吨以上。经过近些年进口棉或多或少的持续轮入，当前国储库存已达到能够调节国内棉花库存的安全水平，明年继续大量进口棉花轮入国储的可能性将降低。24/25 年度使用配额的可进口数量=2024 年固定的 89.4 万吨在 9 月之前没用完的量+2024 年滑准税配额 20 万吨+2025 年固定的 89.4 万吨+2025 年滑准税配额在 8 月底之前下发的数量。假设明年滑准税配额下发时间和今年相同，那么 24/25 年度进口量将不使用明年的滑准税配额。21/22 年度和 22/23 年度，棉花总进口量为 174 万吨和 143 万吨。综合评估，24/25 年度进口量预计为 150-170 万吨，少于 23/24 年度进口量（剔除国储）。

图 15：棉花累计进口量：万吨

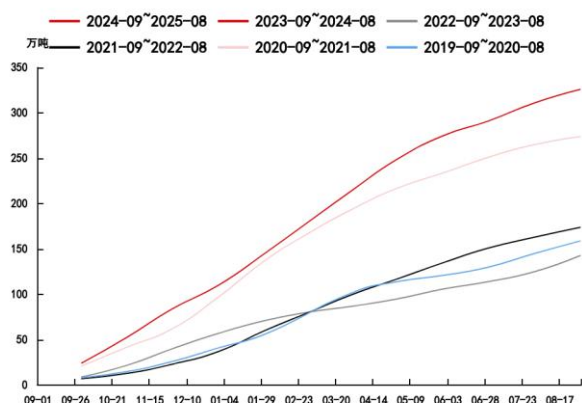
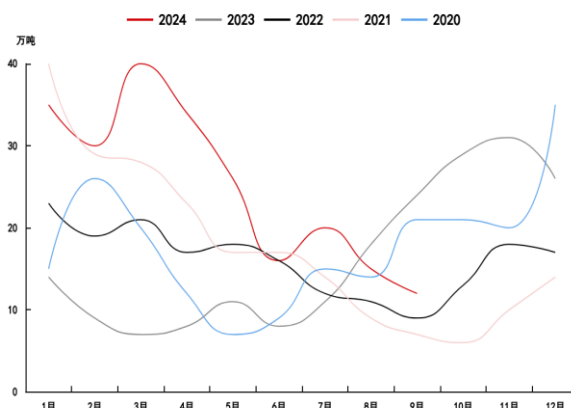


图 16：棉花单月进口量：万吨



资料来源：万得 中信期货研究所

## （二）需求端：棉纺织需求一般，纺织端维持原料低库存

今年以来，纺服内需及出口整体同比略增，但具体到棉纺织制品需求一般。2024 年 1-10 月，服装及衣着附件出口金额为 1312 亿美元，同比下滑 0.7%，纺织纱线、织物及其制品出口金额为 1167 亿美元，同比增加 4.1%。2024 年 1-10 月，服装鞋帽、针、纺织品类商品零售额为 11571 亿元，同比增加 1.1%。

图 17：纺织纱线、织物及制品：出口金额：当月值：万美元

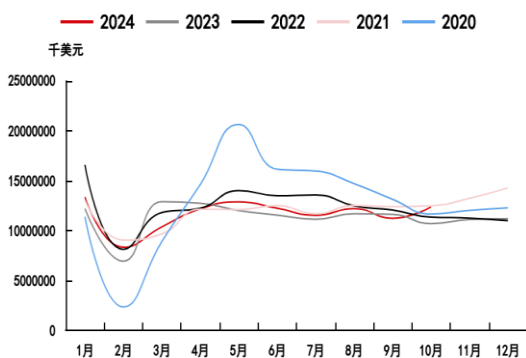


图 18：服装及衣着附件：出口金额：当月值：千美元

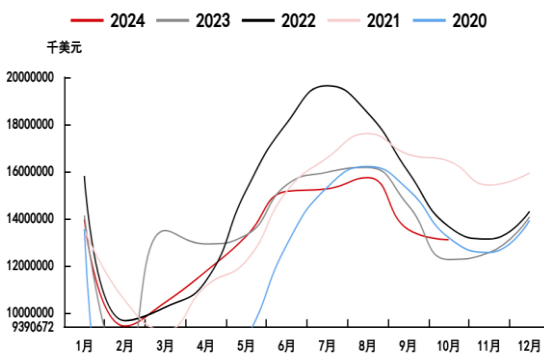
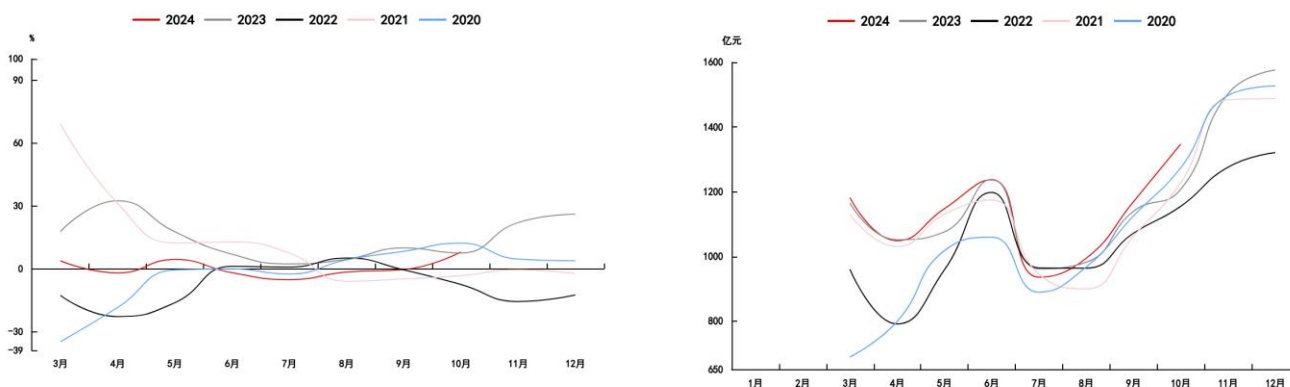


图 19：零售额：服装鞋帽、针纺织品类：当月同比：%

图 20：零售额：服装鞋帽、针、纺织品类：当月值：亿元

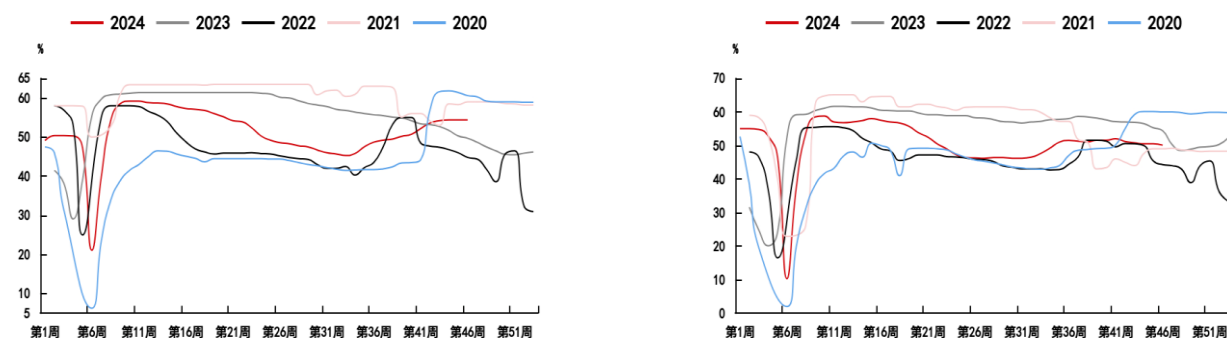


资料来源：同花顺 中信期货研究所

**2024 年的纺织端具有较强的季节性特点。**2024 年，纯棉纱厂维持低原料库存的状态，由于纺纱利润自去年下半年起下滑降至同期低位，纯棉纱厂一直保持随用随买的心态，故棉花库存始终保持低位。织厂棉纱库存存在一定的季节性，去年底至春节前是备货季，织厂在此期间大量采购原料，棉纱库存明显增加，“金九银十”前是另一波备货季，这一期间棉纱库存也明显提升，其它时间段棉纱库存去化。伴随着订单集中下达、下游原料集中采购，棉纺织企业的成品库存去化，其余时间累库。由此可见，2024 年，由于终端纺服需求一般，棉价缺乏强上涨预期，且纺织企业利润不佳，纺织厂保持随用随买的心态，维持尽可能的低原料库存的状态，需求端对棉价的潜在利空及利多均不强；同时，季节性特点强，需求的淡旺季带来的成品累库、去库给予棉价阶段性的小幅度的利空和利多。

图 21：纯棉纱厂开机率：%

图 22：全棉坯布开机率：%



资料来源：TTEB 中信期货研究所

图 23：纺企棉花库存：天

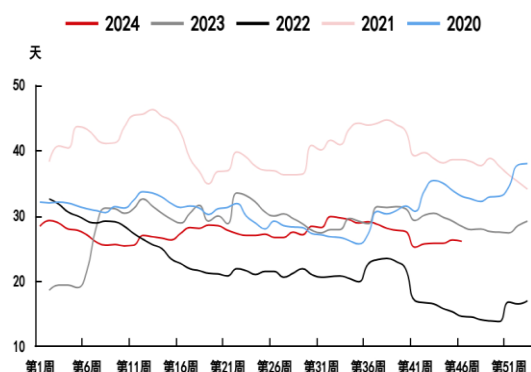
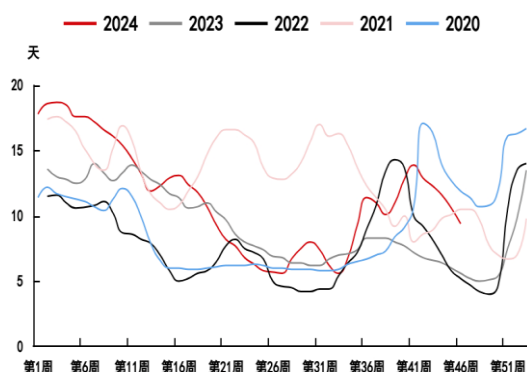


图 24：织厂棉纱库存：天



资料来源：TTEB 中信期货研究所

图 25：纺企棉纱库存：天

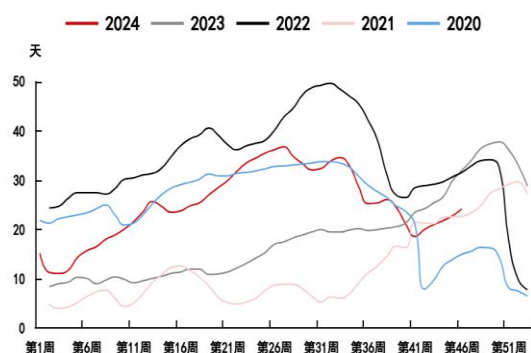
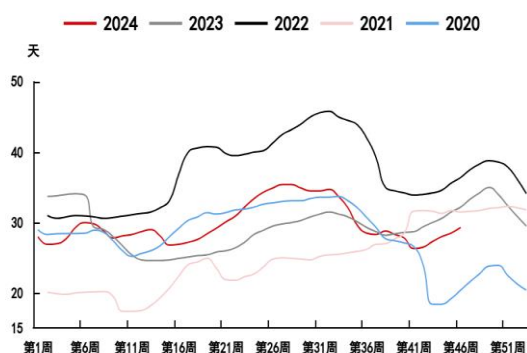


图 26：全棉坯布库存：天



资料来源：TTEB 中信期货研究所

### （三）库存端：新棉增产且上市进度快，新疆地区棉花商业库存同比增加

**10 月底全国棉花商业库存同比增长。**根据中国棉花信息网，截至 10 月底，全国棉花商业库存 289 万吨，同比+48 万吨；新疆仓库棉花商业库存为 218 万吨，同比+47 万吨；内地仓库棉花商业库存 26 万吨，同比-17 万吨；进口棉保税仓库棉花 45 万吨，同比+18 万吨。

由于今年滑准税配额数量仅有 20 万吨，去年为 75 万吨，并且去年下半年国储棉大量销售，而今年没有，故近两个月，内地仓库棉花库存快速去化。

新疆地区，由于新年度，新疆棉花产量同比增加，并且加工上市进度同比加快，故新疆仓库棉花商业库存同比增量明显增加。

进口棉保税仓库，由于滑准税配额数量较少，故进口棉出库速度缓慢，近几

个月库存变化较小。

图 27：全国棉花商业库存：万吨

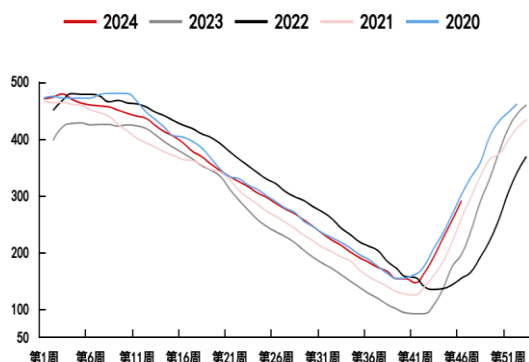
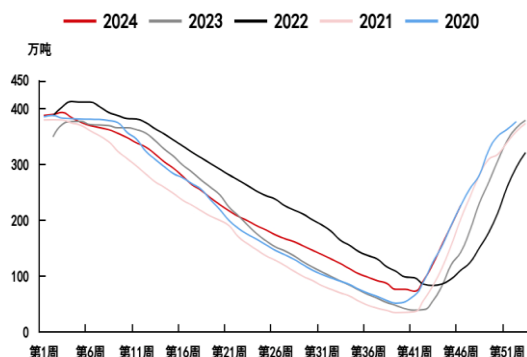


图 28：新疆棉花商业库存：万吨



资料来源：钢联 中信期货研究所

图 29：内地棉花商业库存：万吨

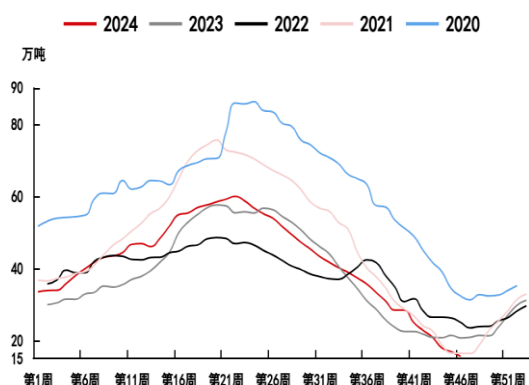
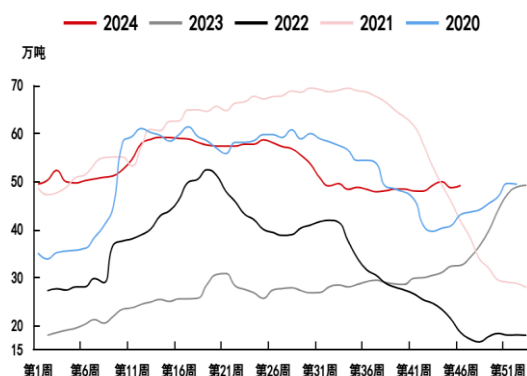


图 30：保税区棉花商业库存：万吨



资料来源：钢联 中信期货研究所

## 四、总结与展望

### 1、国际市场

24/25 年度，全球棉花预计增产，美棉产量及库销比均同比增加。长期来看，ICE 棉价预计处于宽幅震荡格局当中，增产的背景下，棉价上方空间受限，而由于利空已在此前持续的下跌过程中得到逐步消化，下跌驱动也减弱。节奏上看，在北半球新棉集中收割、加工期，供应逐步增加，国际棉价预计承压走弱；明年 2 季度起，关注新棉种植前景，巴西预计延续增产格局，美棉关注粮棉比价对植棉面积的影响；2-3 季度，或是美国加税政策落地的重要时点，明年宏观因素主导价格运行方向。



## 2、国内市场

当前，国内棉花基本面供增需减，估值由新棉加工成本决定，棉价预计维持震荡格局，难以走出趋势性行情。10 月-11 月，新棉集中采摘；10 月-1 月，新棉集中加工。在这一阶段，供应增量，压力不小；而需求从“金九银十”后逐步转淡，12 月-1 月为海外及国内季节性补库期，需求若边际好转，将给予棉价反弹动力，但产业资金的套保压力制约棉价上行空间。

供给端。24/25 年度，新疆棉花种植面积及单产均提升，全国棉花产量预计同比增加；因进口利润提升以及国储大量采购进口棉，23/24 年度进口量大增，24/25 年度，进口量预计同比下降。

需求端。美国经济软着陆，美联储开启降息周期，或推动商品需求复苏，明年或能看到全球棉花消费缓慢增加。但特朗普第二任期下“对外加税”的政策主张使得明年的海外经济前景和棉花消费存在不确定性。中国自美国进口棉花占比近 40%，中国出口纺服至美国占比 16%。加税政策实施利空棉价，但相比特朗普 1.0 时期，特朗普 2.0 对中国棉花消费量的影响和对棉价的利空将有所弱化。

综合来看，内外棉期货价格均处于中低估值，但不论是宏观面，抑或是基本面，目前均缺乏上行驱动。美联储开启降息周期、中国出台多项经济刺激政策，利于商品需求复苏，但国际贸易关系的不确定性为棉花需求的恢复增添阴影。同时，若明年天气适宜、面积稳定，供给端也缺乏实际利多。棉价可能在较长一段时间处于震荡格局当中。

风险因素：宏观异动、需求变动。

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）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>