

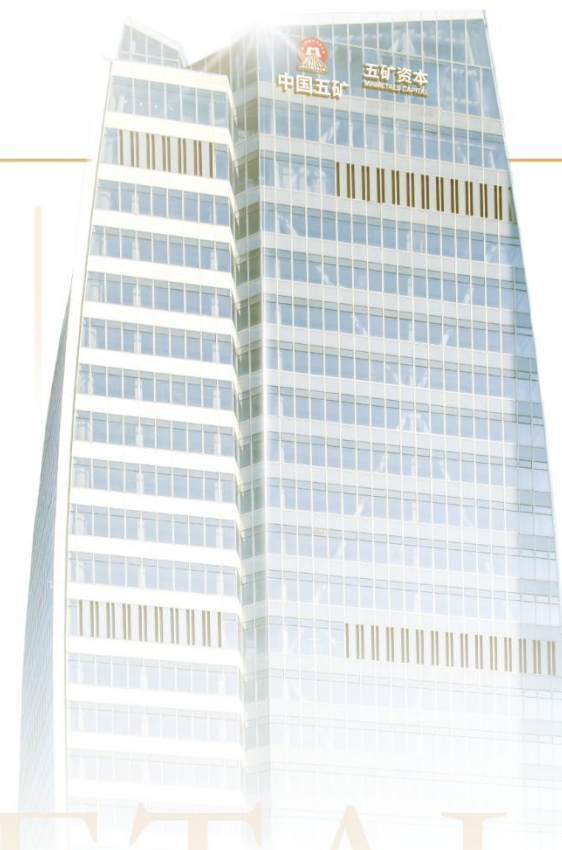


五矿期货有限公司  
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

# 风雨飘摇之中， 静候生机重绽

棉花半年报

2025/06/06



MINMETALS  
FUTURES

杨泽元（农产品组）



13352843071



yangzeyuan@wkqh.cn



从业资格号：F03116327



交易咨询号：Z0019233

# 目录

CONTENTS



01

半年度评估及策略推荐

03

国际市场分析

02

行情走势回顾

04

国内市场分析

01

---

# 半年度评估及策略推荐

- ◆ 国际市场分析：受2024/25年度全球增产影响，今年1月至4月美棉价格一直维持在65-70美分/磅区间震荡。4月初美国政府宣布实施对等关税政策后，美棉价格一度跌破65美分/磅的支撑。展望下半年的行情，从供应来看，虽然USDA最新供需报告数据预估2025/26年度全球小幅减产，但整体产量仍处于近年来的相对高位，且中国是否如USDA预期大幅减产存在较大的不确定性。从需求方面来看，虽然目前美国政府暂缓实施对等关税政策，但90天的暂缓期限即将过半，政策较为反复，对于未来消费预期并不乐观，美棉月间价差也在持续走反套行情。
- ◆ 国内市场分析：从需求来看，今年1月至4月，下游纺织产业链的开机率一直处于近年来的相对低位，国内消费明显变弱，郑棉月间价差也阶段性走出反套行情。不过，由于本年度国内进口量同比大幅减少，形成了供需双弱的平衡，并且在进入3月以后，国内棉花库存开始加速去库，郑棉月间价差也在5月初开始走出一段正套行情。
- ◆ 观点及策略：目前我国内需不足，并且受美国对等关税政策影响，外需也面临挑战，棉价暂时缺乏上涨的驱动。但当前棉价已经跌至历史相对低位，库存也在加速去化，不建议过度看空，而反弹行情需要等待驱动。单边策略建议等待低位尝试买入；套利策略关注郑棉月间价差正套的机会。

02

---

## 行情走势回顾

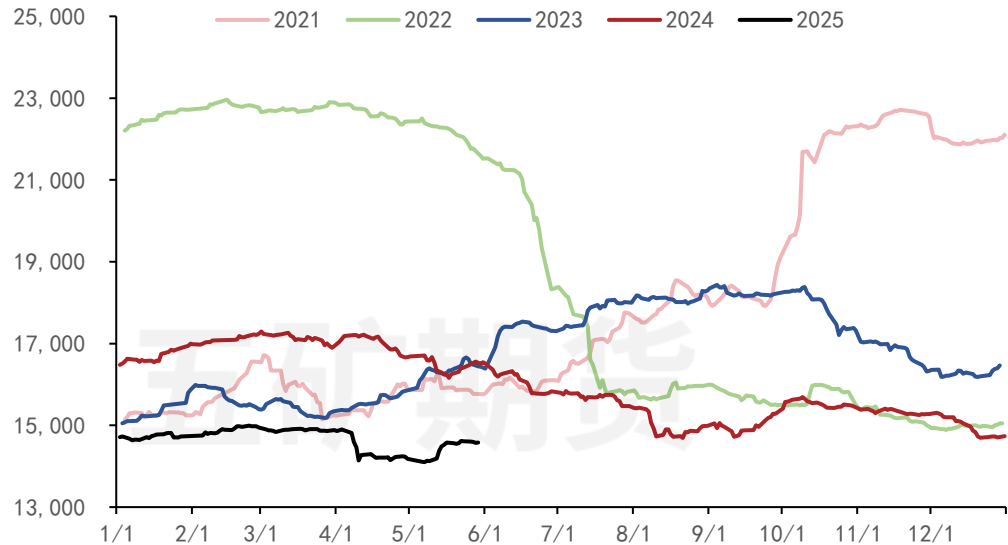
# 国内市场回顾：一季度偏弱震荡，二季度受关税政策影响下跌

图1：郑棉期货主力合约走势（元/吨）



资料来源：郑商所、MYSTEEL、五矿期货研究中心

图2：中国棉花价格指数（元/吨）



资料来源：中国棉花协会、同花顺、五矿期货研究中心

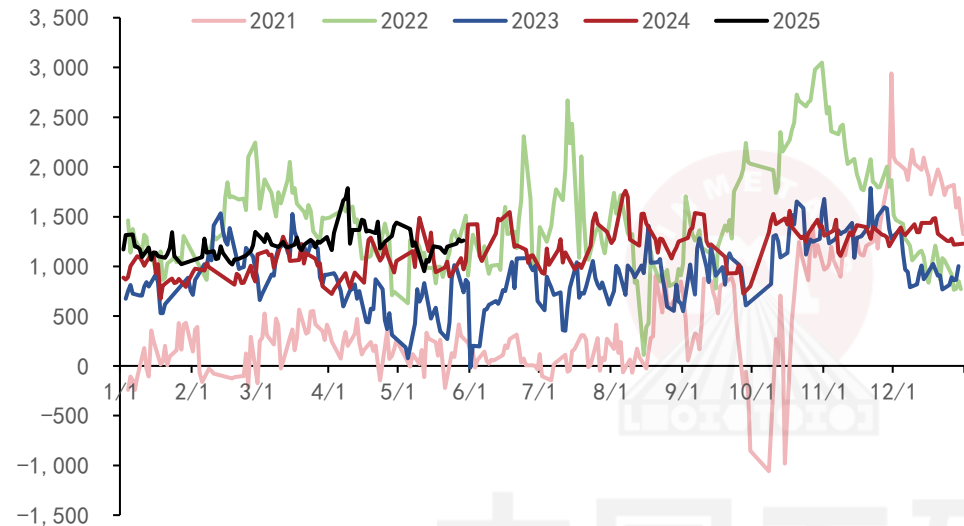
今年一季度，郑棉期货主力合约价格走势维持在13300-14000元/吨区间震荡，基本符合笔者2024年年报的预期：在2025年一季度以前，国内供应宽松且需求或难有起色，并且美国有加征关税的预期，预计郑棉价格弱势运行。

2025年4月2日特朗普政府日宣布对所有贸易伙伴实施 10%的“最低基准关税”，并对部分贸易逆差高的国家加征更高关税。美国平等关税力度超出市场预期，在政策公布后郑棉价格下跌。



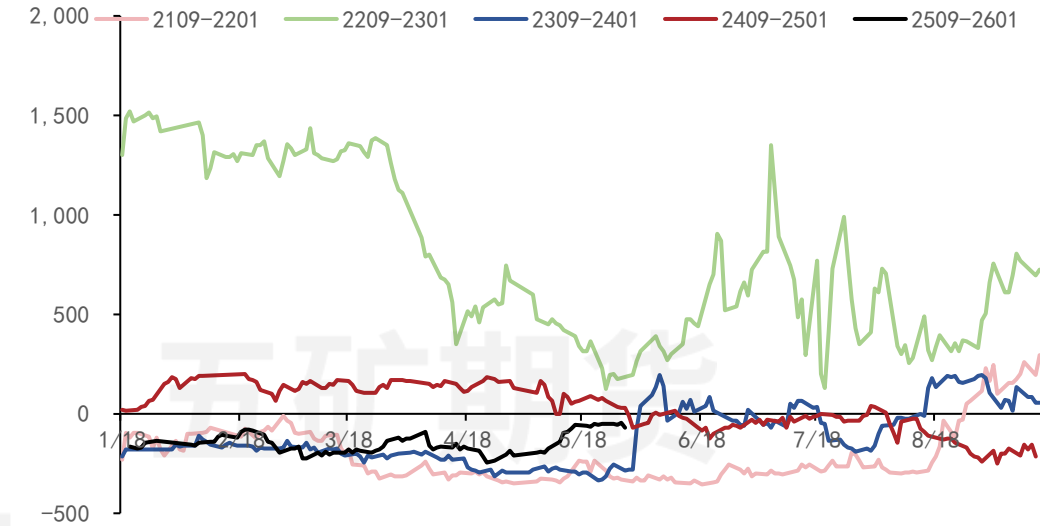
# 国内市场回顾：5月开始价差结构转强

图3: CCIndex3128B - 郑棉主力合约基差(元/吨)



资料来源：中国棉花协会、同花顺、五矿期货研究中心

图4: 郑棉9-1合约价差(元/吨)



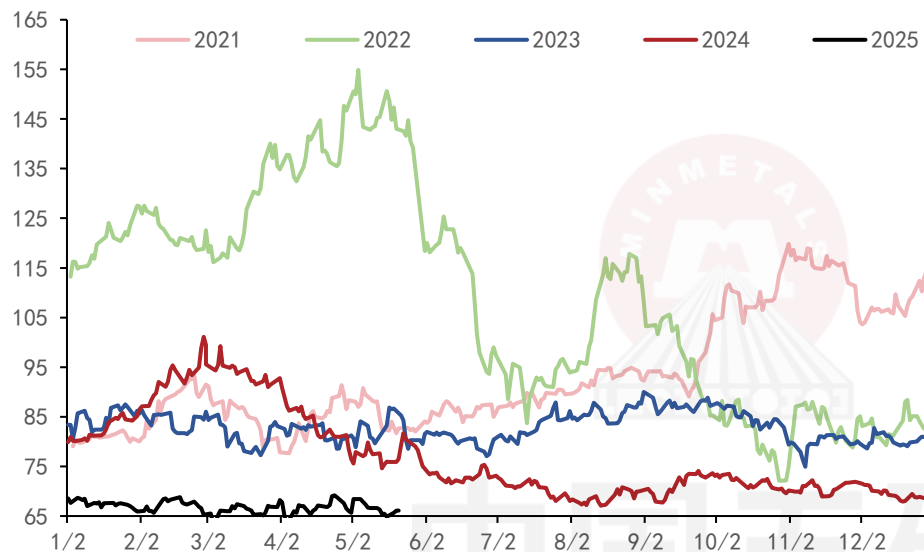
资料来源：郑商所、MYSTEEL、五矿期货研究中心

今年一季度郑棉价格持续偏弱震荡，而郑棉基差则持续偏强震荡，意味着一季度国内消费较为一般。直到5月初基差才开始小幅走弱，消费边际略有好转。

从郑棉月间价差来看，郑棉5-9合约月差在今年一季度持续在低位震荡，并且在4月中旬开始走出一小段反套行情，同样意味着现实消费较弱。不过在5月12日，据商务部新闻发言人发表谈话，中美经贸高层会谈取得实质性进展，大幅降低双边关税水平，郑棉9-1合约月差开始走出正套行情，也是反映出消费边际开始好转。

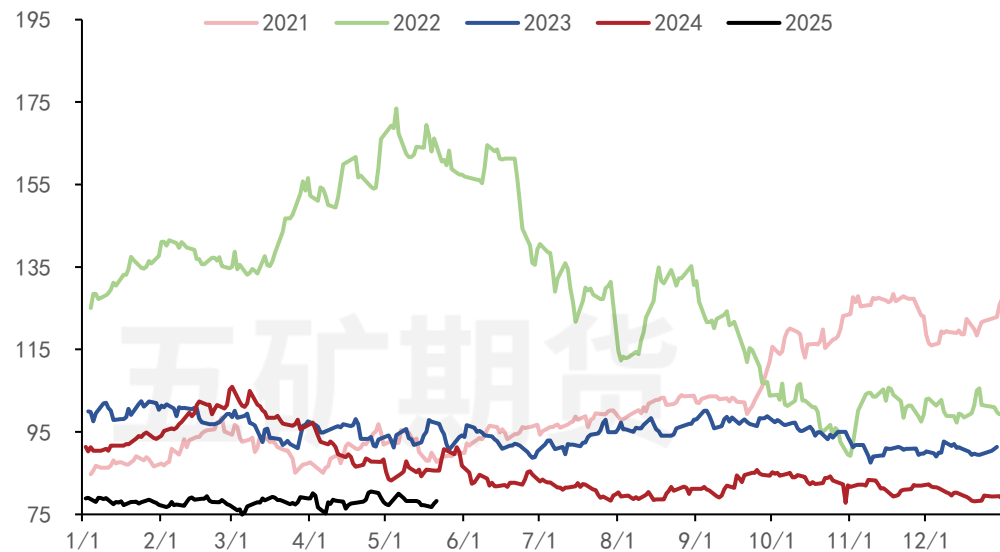
# 国际市场回顾：底部支撑相对明显，但向上缺乏驱动

图5：美棉花期货主力合约走势（美分/磅）



资料来源：ICE交易所、MYSTEEL、五矿期货研究中心

图6：Cotlook A指数（美分/磅）



资料来源：中国棉花协会、同花顺、五矿期货研究中心

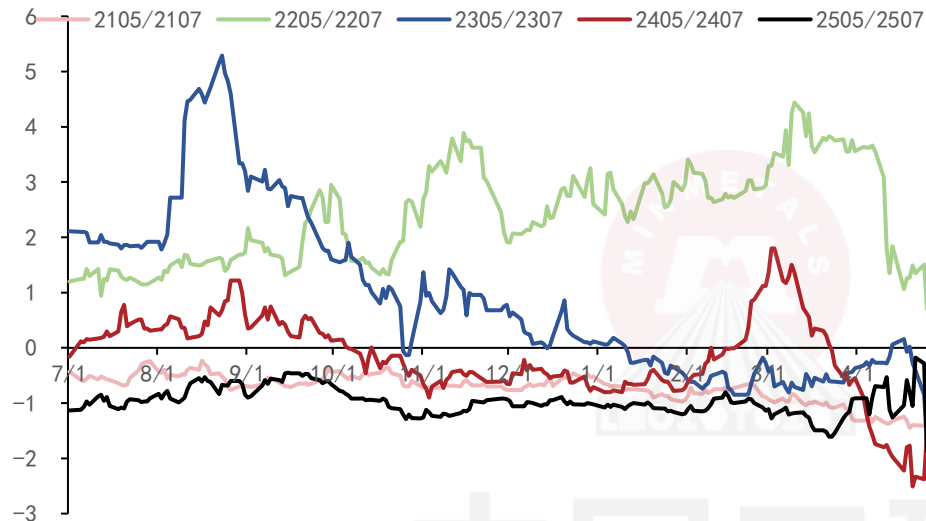
今年一季度，美棉花期货主力合约价格走势维持在65-70美分/磅区间震荡，与笔者2024年年报的预期：“预计美棉价格将围绕71美分附近区间震荡，下方支撑在65美分”，有部分不同，底部支撑基本符合预期，但整体走势相较于预期走得更弱一些，主要还是美棉种植面积没有出现较大幅度下调，棉价缺乏向上的动力。

2025年4月2日特朗普政府日宣布对所有贸易伙伴实施 10%的“最低基准关税”，并对部分贸易逆差高的国家加征更高关税。美国平等关税力度超出市场预期，在政策公布后美棉价格一度跌至62美分/磅附近，但随后很快再次收复至65美分/磅上方。



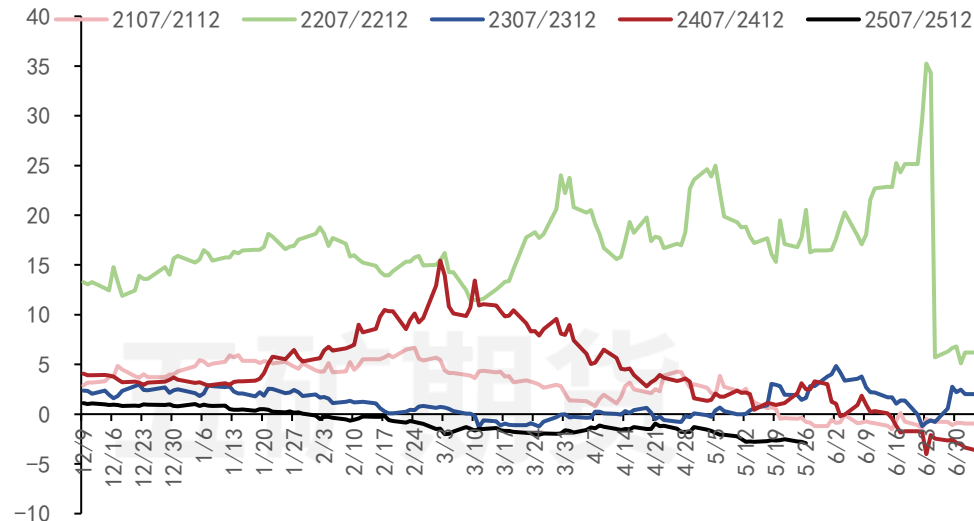
# 国际市场回顾：美棉月差持续走反套

图7：美棉5-7合约价差(美分/磅)



资料来源：ICE交易所、五矿期货研究中心

图8：美棉7-12合约价差(美分/磅)



资料来源：ICE交易所、五矿期货研究中心

今年以来美棉月差持续震荡走出反套行情，意味着市场需求仍然是偏弱的。

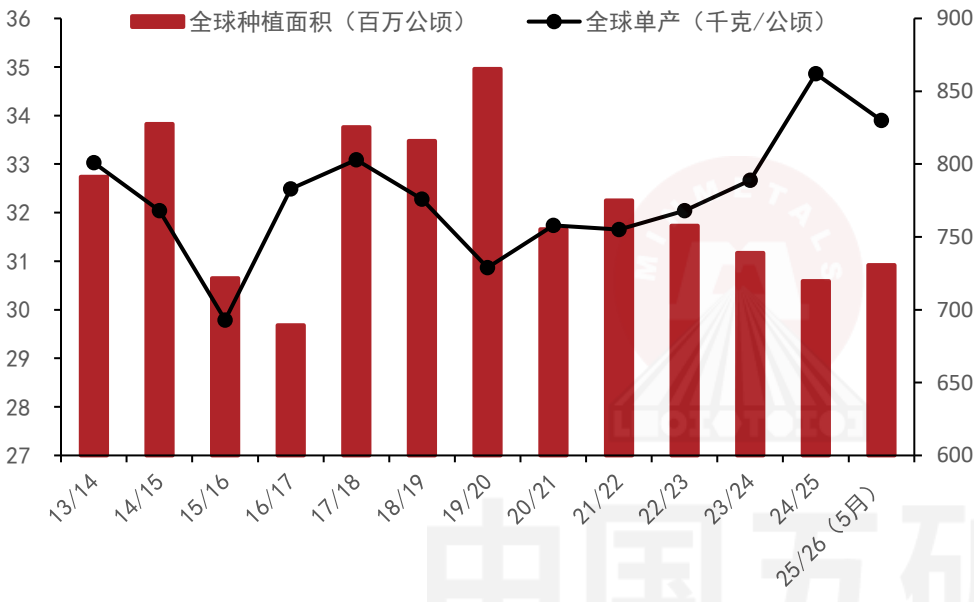
03

---

# 国际市场分析

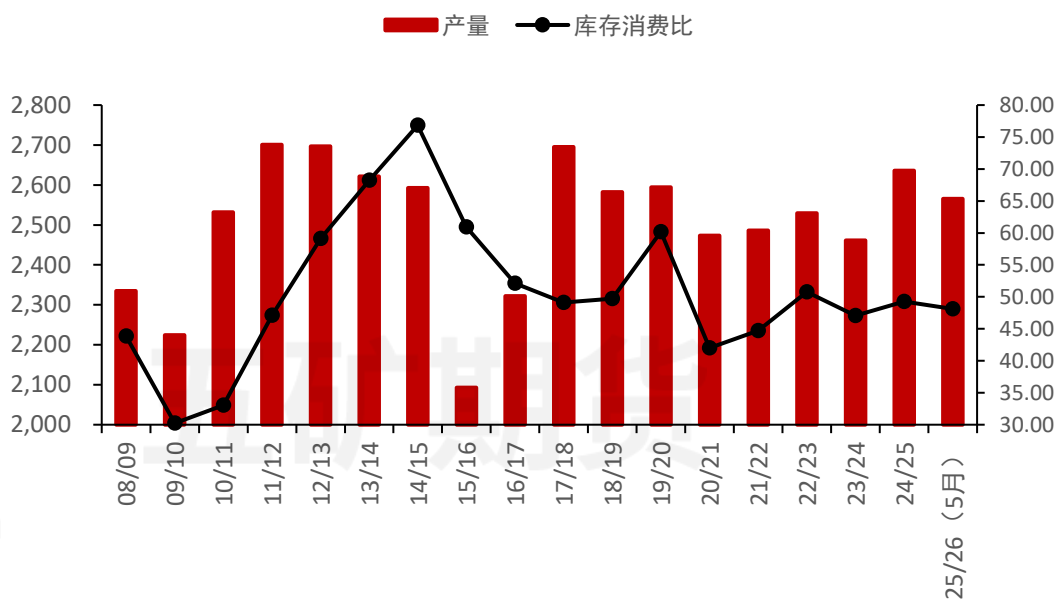
# 2025/26年度全球供需暂时看不到起色

图9：全球棉花种植面积和单产（百万公顷、千克/公顷）



资料来源：USDA、五矿期货研究中心

图10：全球棉花产量和库存消费比（万吨、%）



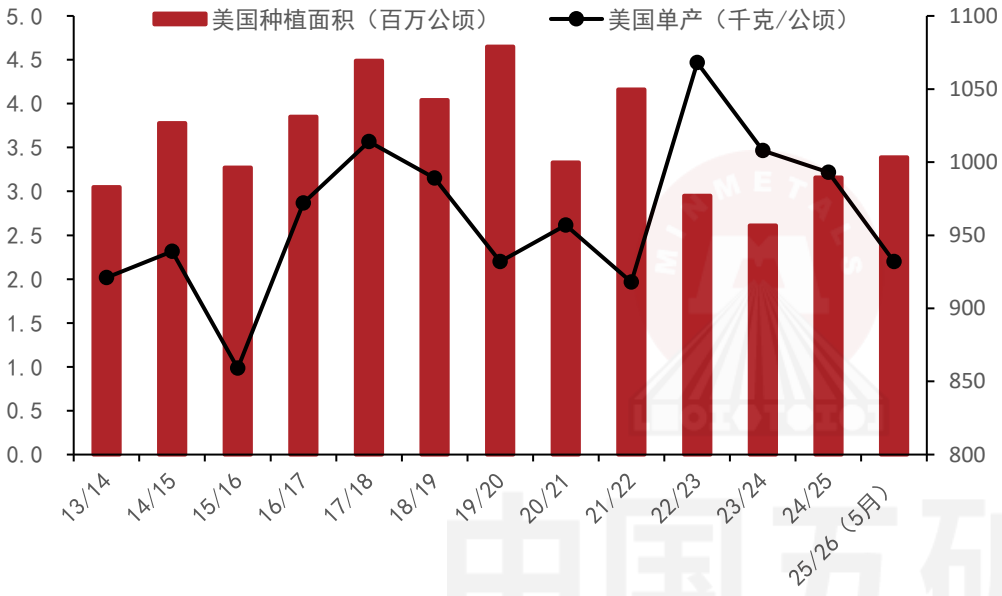
资料来源：USDA、五矿期货研究中心

据美国农业部（USDA）最新供需报告数据预估2025/26年度全球棉花种植面积小幅增加0.33百万公顷至30.92百万公顷，同比增幅1.07%；但预估全球棉花单产减少32千克/公顷至830千克/公顷，同比减幅3.71%。

预估全球棉花产量小幅减少71万吨至2565万吨，同比减幅2.76%；全球棉花消费小幅增加30万吨至2571万吨，同比增幅1.18%；全球库存消费比小幅下降1.16个百分点至48.11%。

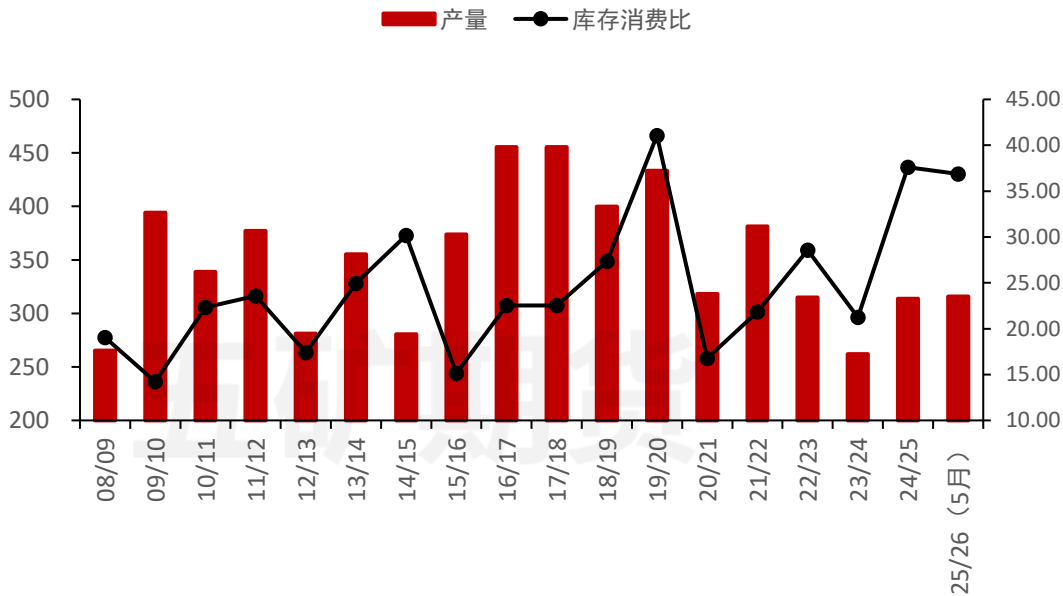
# 2025/26年度美国棉花产量预估基本持平，库消比维持高位

图11：美国棉花种植面积和单产（百万公顷、千克/公顷）



资料来源：USDA、五矿期货研究中心

图12：美国棉花产量和库存消费比（万吨、%）

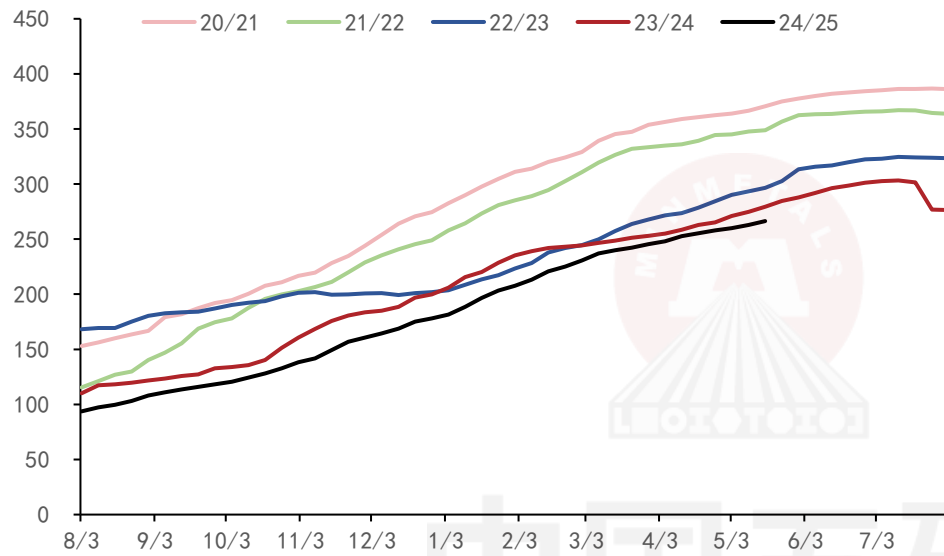


资料来源：USDA、五矿期货研究中心

据美国农业部（USDA）最新供需报告数据预估2025/26年度美国棉花种植面积增加0.23百万公顷至3.39百万公顷，同比增幅7.27%；但预估美国棉花单产减少61千克/公顷至932千克/公顷，同比减幅6.14%。

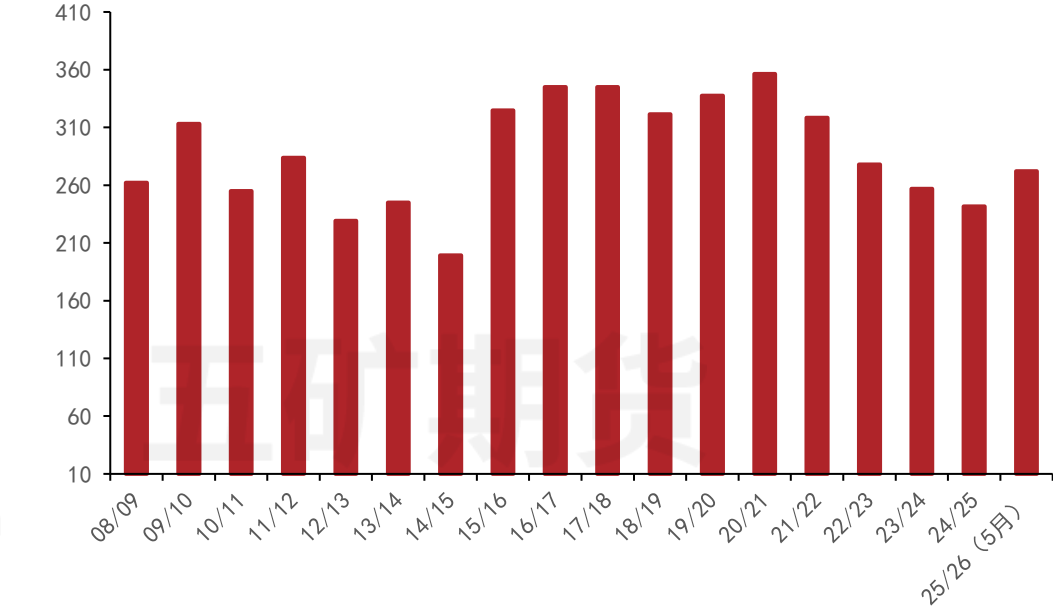
预估美国棉花产量小幅增加2万吨至316万吨，同比增幅0.6%；库存消费比小幅下降0.73个百分点至36.87%，仍维持在历史高位水平。

图13：当前年度美国出口签约量（万吨）



资料来源：USDA、五矿期货研究中心

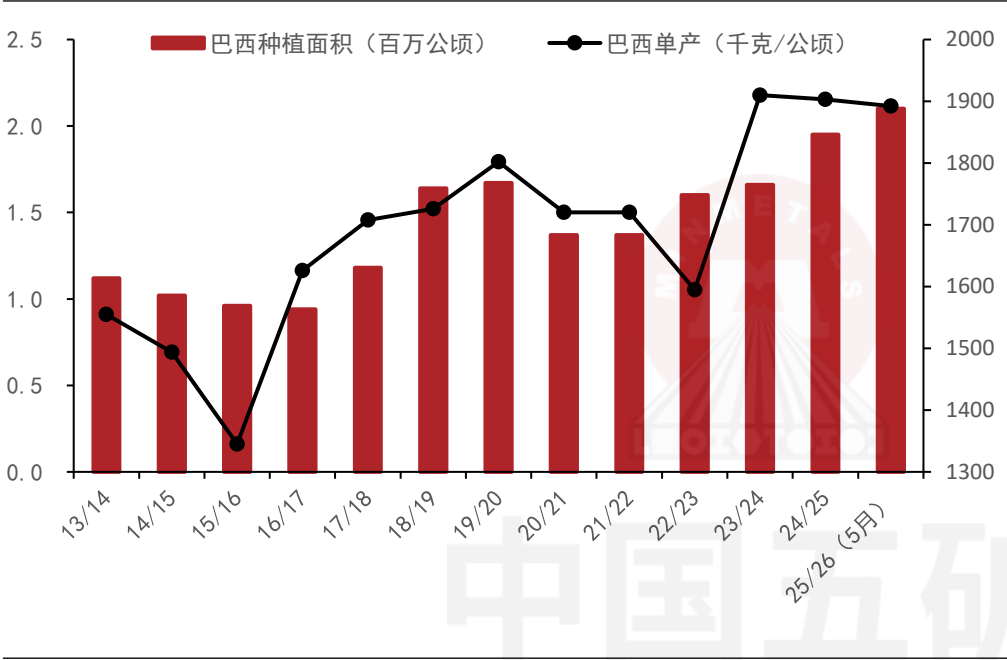
图14：美国年度出口量（万吨）



资料来源：USDA、五矿期货研究中心

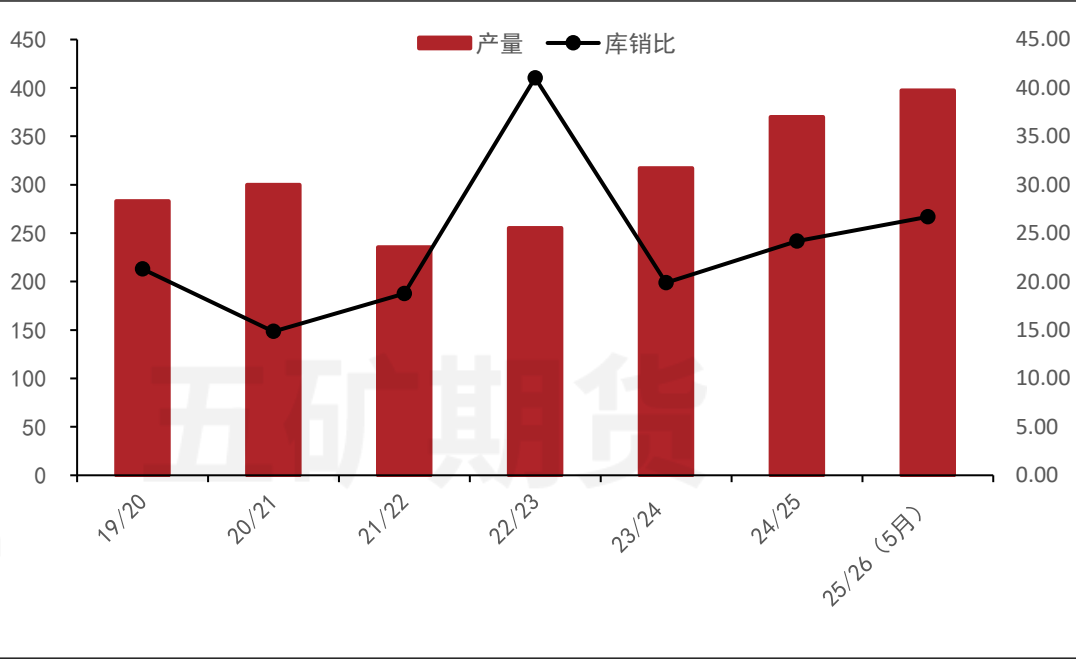
据美国农业部 (USDA) 的出口销售报告数据显示，截至5月15日当周，美国2024/25市场年度棉花出口销售266.39万吨，同比减少13.1万吨，减幅4.68%；但预估美国2025/26年度出口量将小幅增加31万吨至272万吨，增幅12.61%。

图15: 巴西棉花种植面积和单产 (百万公顷、千克/公顷)



资料来源: USDA、五矿期货研究中心

图16: 巴西棉花产量和库存消费比 (万吨、%)



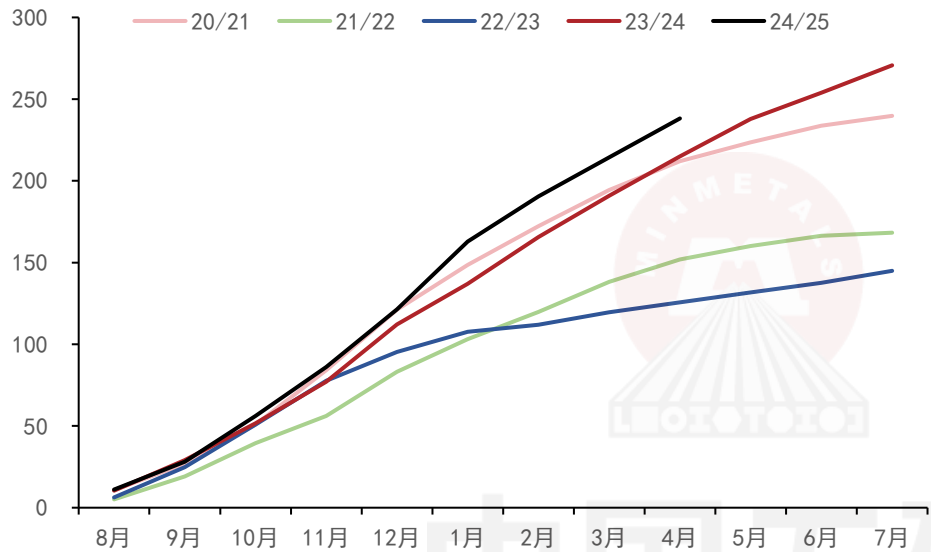
资料来源: USDA、五矿期货研究中心

据美国农业部（USDA）最新供需报告数据预估2025/26年度巴西棉花种植面积增加0.15百万公顷至2.1百万公顷，同比增幅7.69%；预估巴西棉花单产减少11千克/公顷至1892千克/公顷，同比减幅0.58%。

预估巴西棉花产量小幅增加27万吨至397万吨，同比增幅7.38%；库存消费比增加2.51个百分点至26.69%。

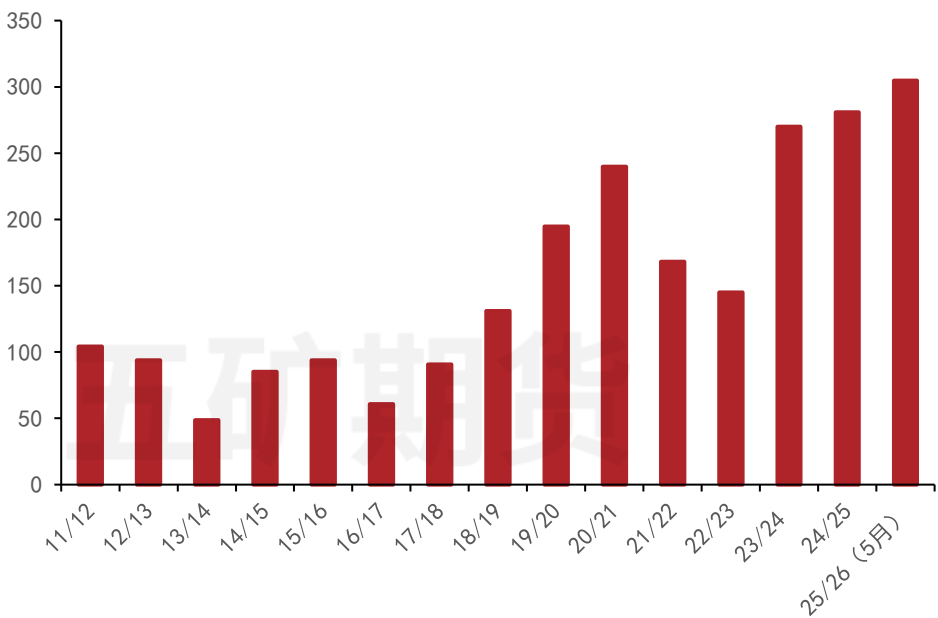


图17: 巴西月度出口量 (万吨)



资料来源: 巴西海关、五矿期货研究中心

图18: 巴西年度出口量 (万吨)

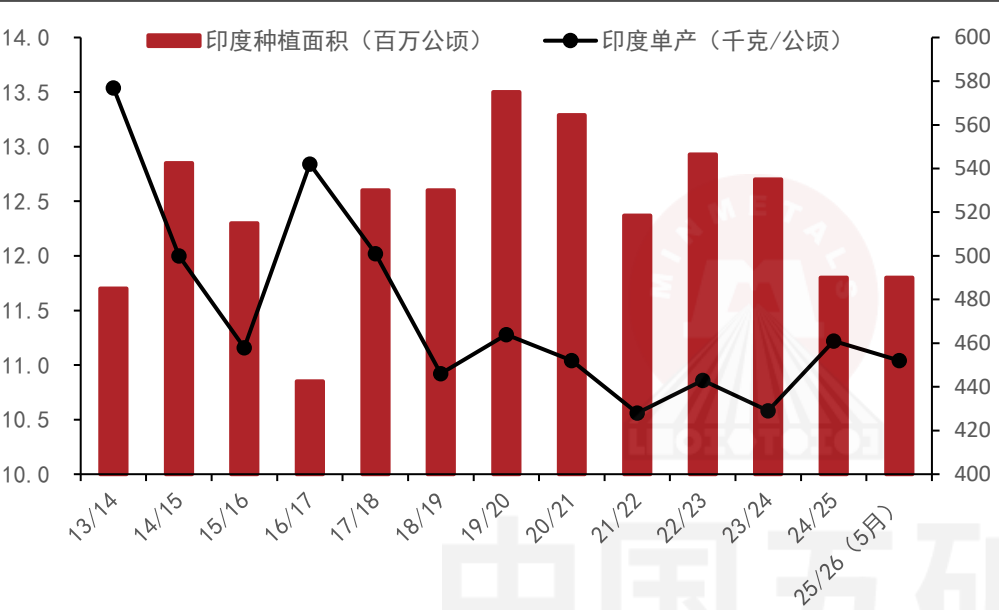


资料来源: USDA、五矿期货研究中心

据巴西海关最新数据显示, 截至4月底2024/25年度巴西累计出口原棉238万吨, 同比增加23万吨, 增幅10.79%。据美国农业部 (USDA) 最新供需报告数据预估2025/26年度巴西棉花出口量将达到305万吨, 同比增加24万吨, 增幅8.5%。

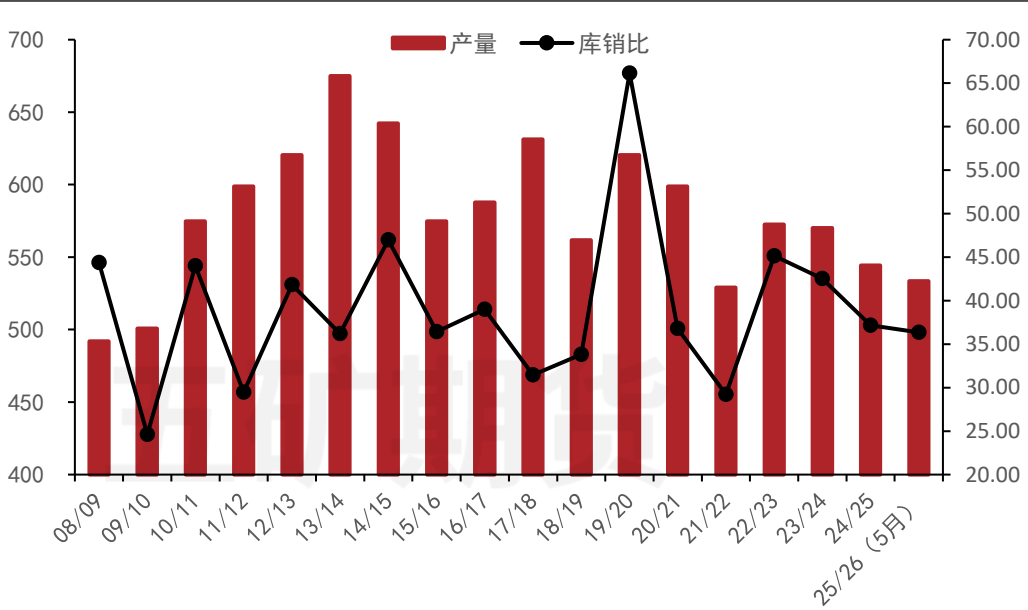
# 印度预估下年度产量持平，库消比小幅下降

图19：印度棉花种植面积和单产（百万公顷、千克/公顷）



资料来源：USDA、五矿期货研究中心

图20：印度棉花产量和库存消费比（万吨、%）



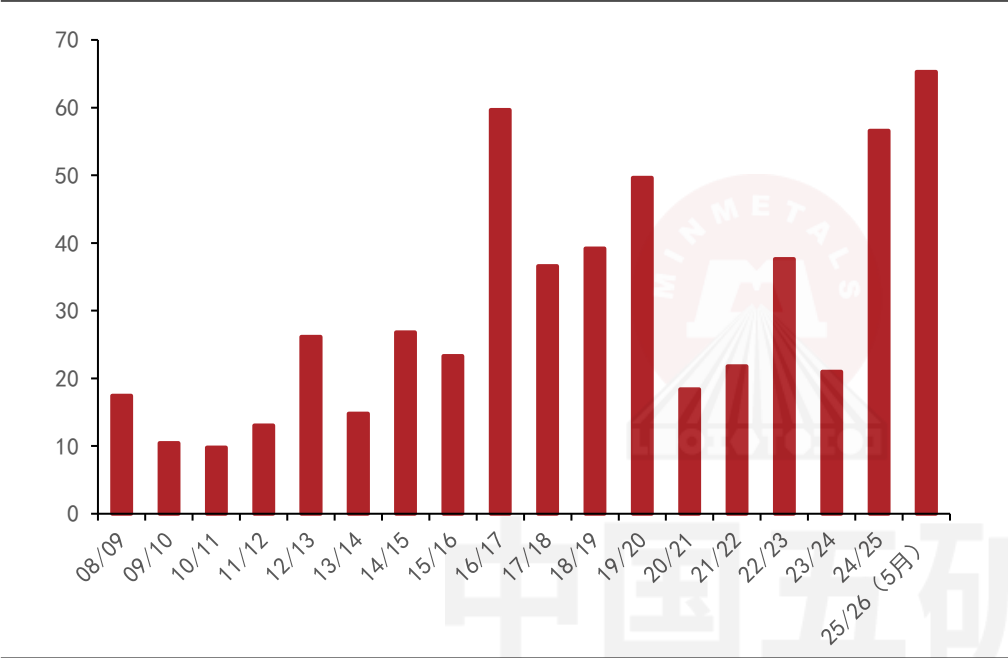
资料来源：USDA、五矿期货研究中心

据美国农业部（USDA）最新供需报告数据预估2025/26年度印度棉花种植面积维持在11.8百万公顷；预估印度棉花单产减少9千克/公顷至452千克/公顷，同比减幅1.95%。

预估印度棉花产量减少11万吨至533万吨，减幅2.02%；库存消费比小幅减少0.81个百分点至36.36%。

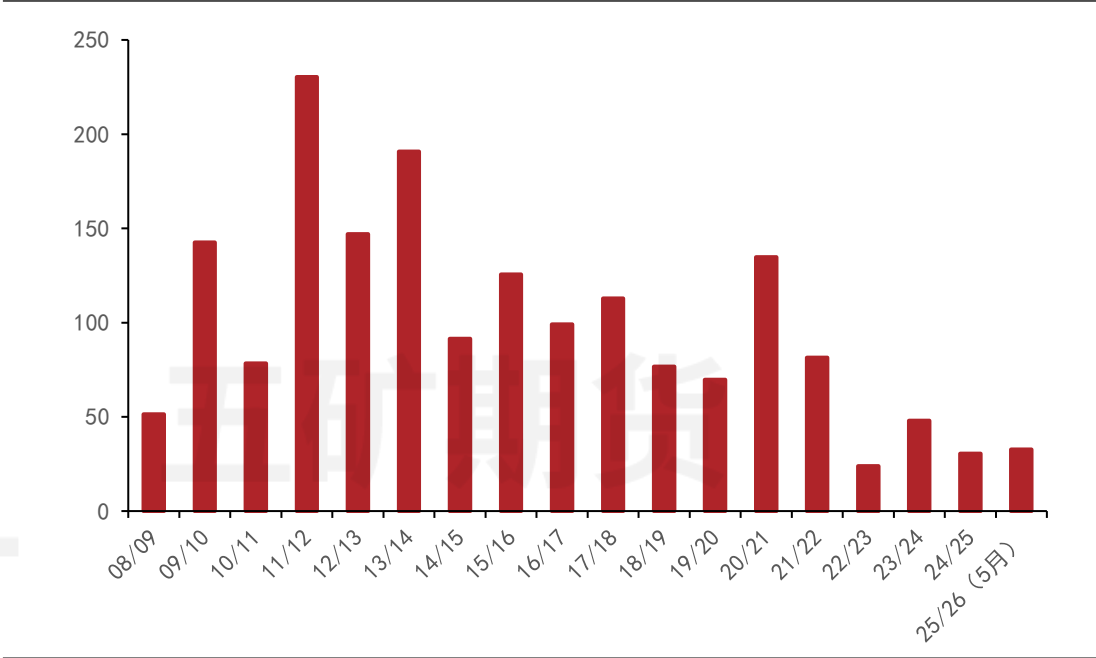
# 印度进出口变化不大

图21：印度进口量（万吨）



资料来源：USDA、五矿期货研究中心

图22：印度出口量（万吨）



资料来源：USDA、五矿期货研究中心

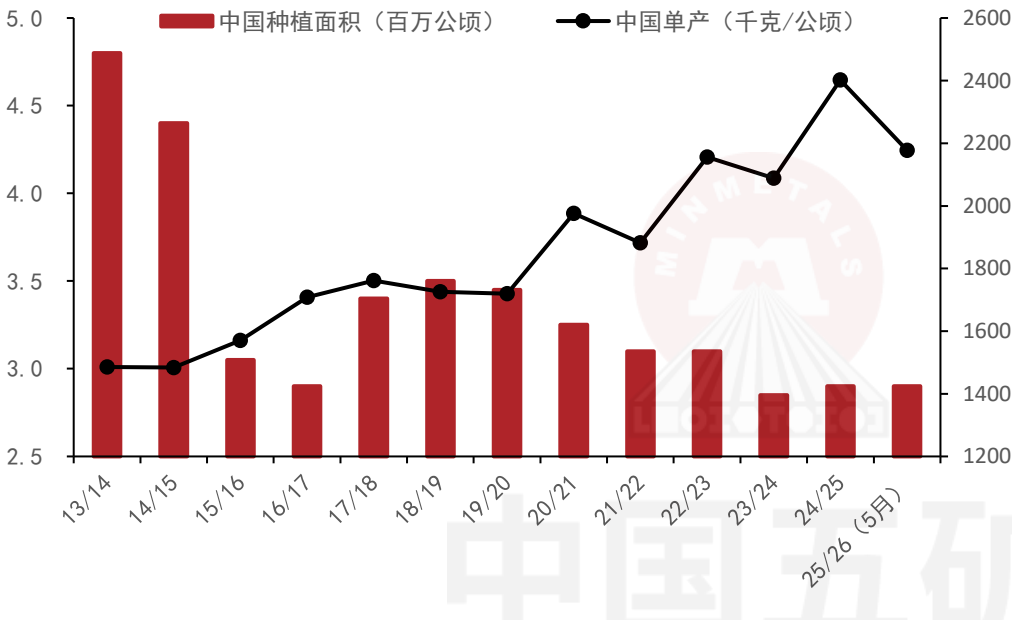
据美国农业部（USDA）最新供需报告数据预估2025/26年度印度棉花进口量为65万吨，同比增加9万吨；预估出口量为33万吨，同比增加2万吨，整体变化不大。

04

---

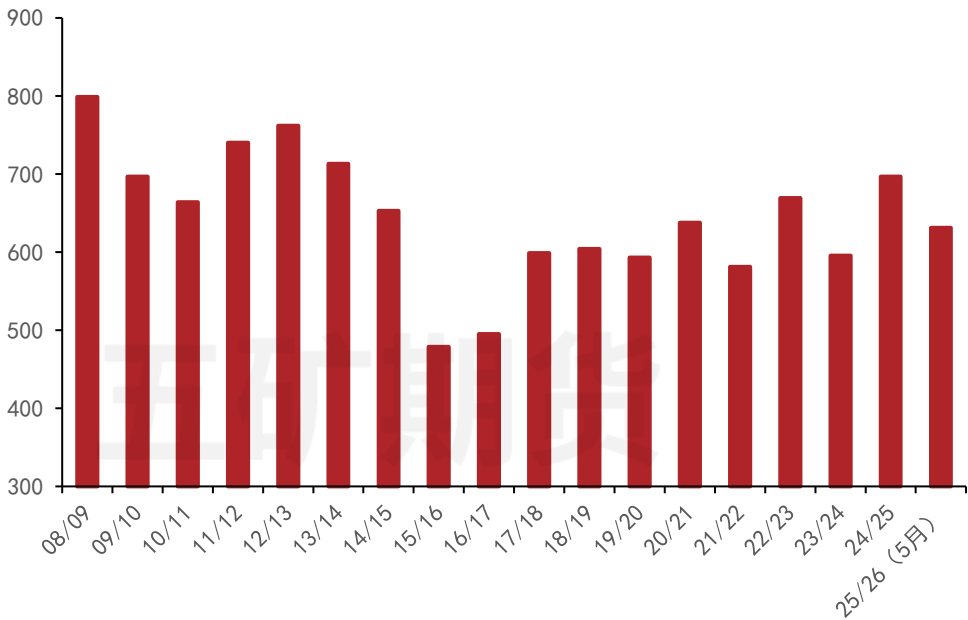
# 国内市场分析

图23：中国棉花种植面积和单产（百万公顷、千克/公顷）



资料来源：USDA、五矿期货研究中心

图24：中国棉花产量（万吨）



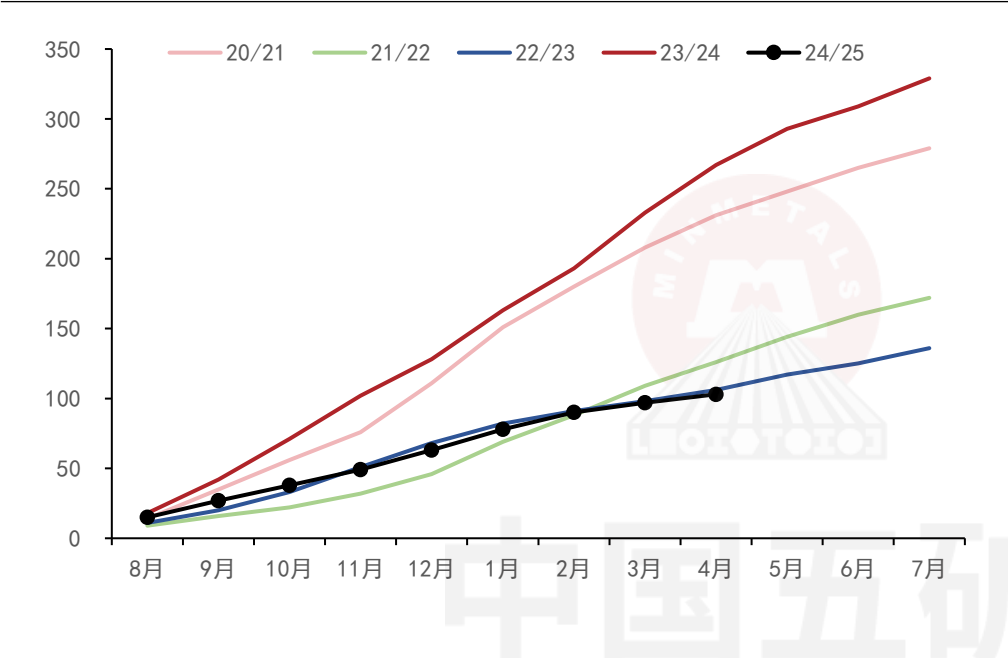
资料来源：USDA、五矿期货研究中心

据美国农业部（USDA）最新供需报告数据预估2025/26年度中国棉花种植面积维持在2.9百万公顷；预估中国棉花单产减少225千克/公顷至2177千克/公顷，同比减幅9.37%；预估中国棉花产量减少65万吨至631万吨，同比减幅9.37%。

国内市场机构调研认为目前天气正常，棉花出苗情况好，新疆单产或小幅提高，并且种植面积预计小幅增加。全国总产量预估在680-700万吨，产量持平或小幅增加的可能性较大。国内外机构对下年度国内产量预估存在较大的分歧。

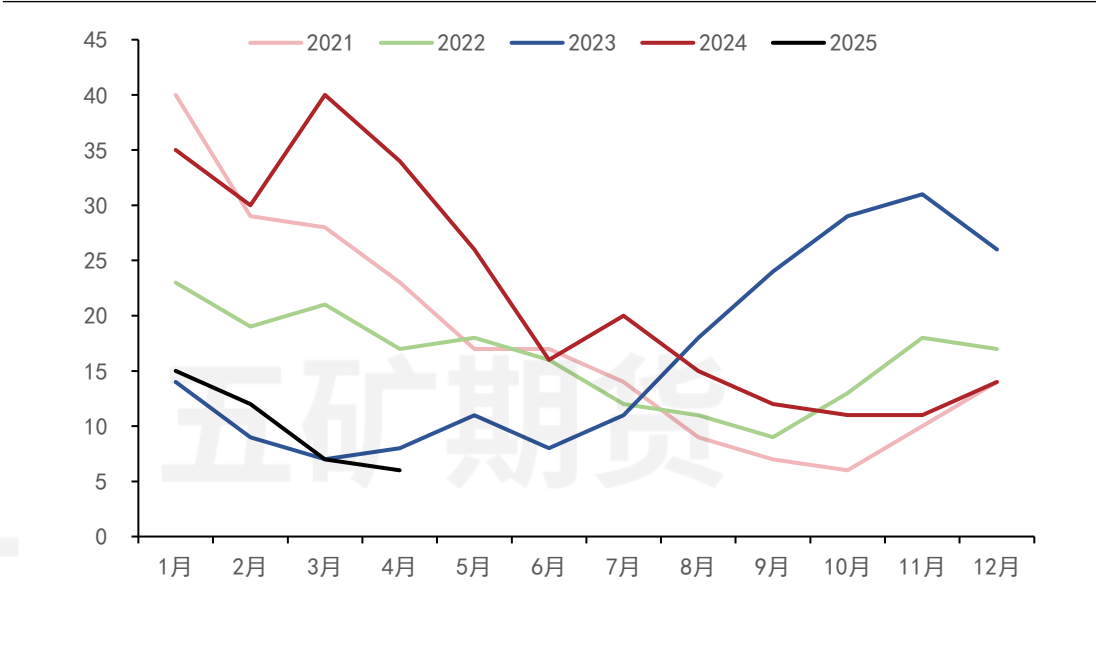
# 本年度国内进口量同比大幅减少

图25：中国棉花累计进口量（万吨）



资料来源：海关、五矿期货研究中心

图26：中国棉花月度进口量（万吨）



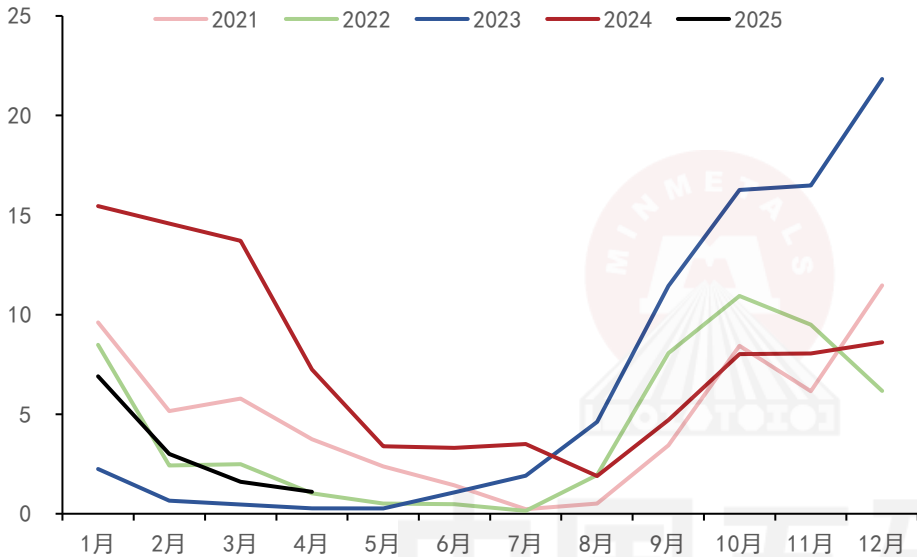
资料来源：海关、五矿期货研究中心

据海关总署最新公布数据显示，2024/25年度（8月至次年7月）截至4月底，我国累计进口棉花103万吨，同比减少164万吨，减幅达61.42%。



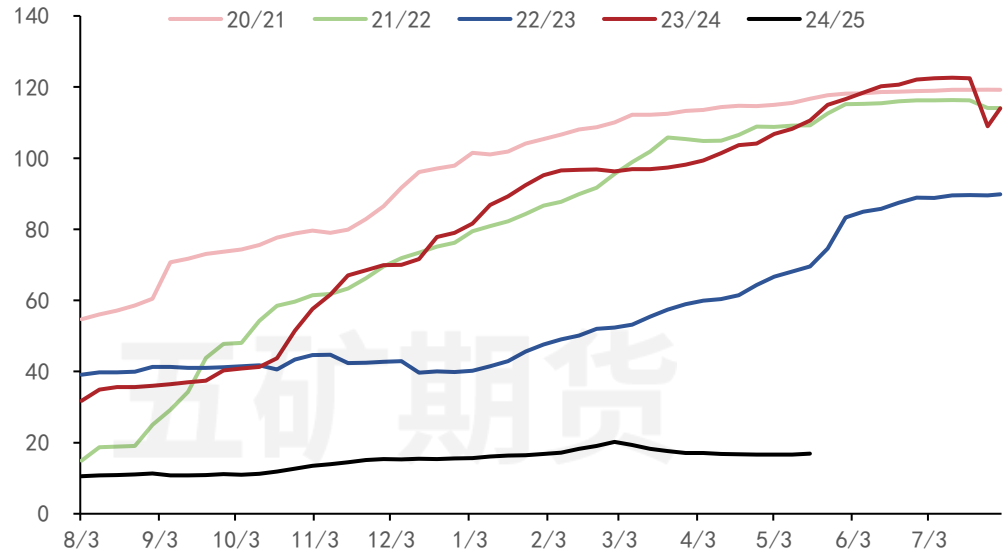
# 本年度国内进口量同比大幅减少

图27：巴西棉花对中国出口数量（万吨）



资料来源：巴西海关、五矿期货研究中心

图28：美国棉花对中国出口签约数量（万吨）



资料来源：USDA、五矿期货研究中心

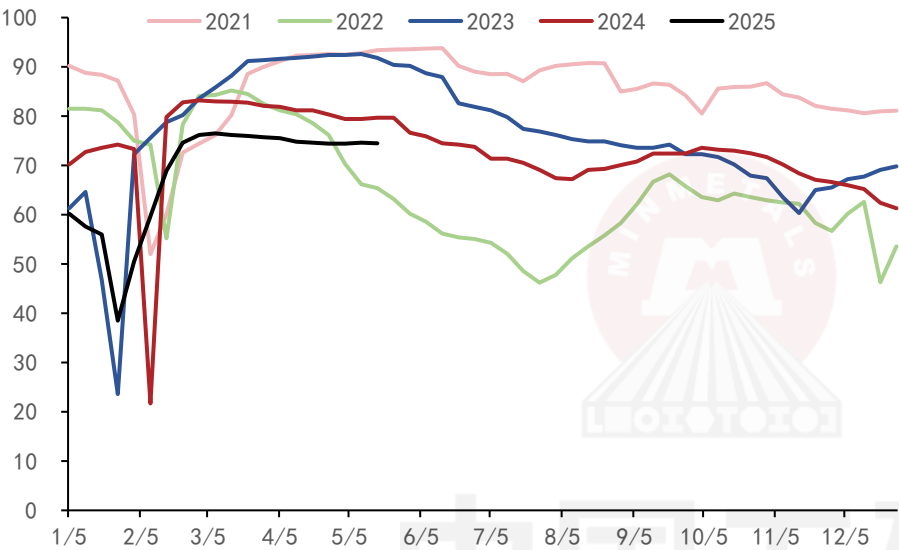
据巴西海关公布的数据显示，今年截至4月底，巴西对中国累计出口棉花12.6万吨，同比减少38.4万吨，减幅75.27%。

据美国农业部（USDA）公布的数据显示，截至5月15日当周，美国2024/25市场年度棉花对中国出口销售16.9万吨，同比减少93.6万吨，减幅84.68%。

从当前巴西、美国对中国出口量来预估下半年国内进口量将维持在低位水平。

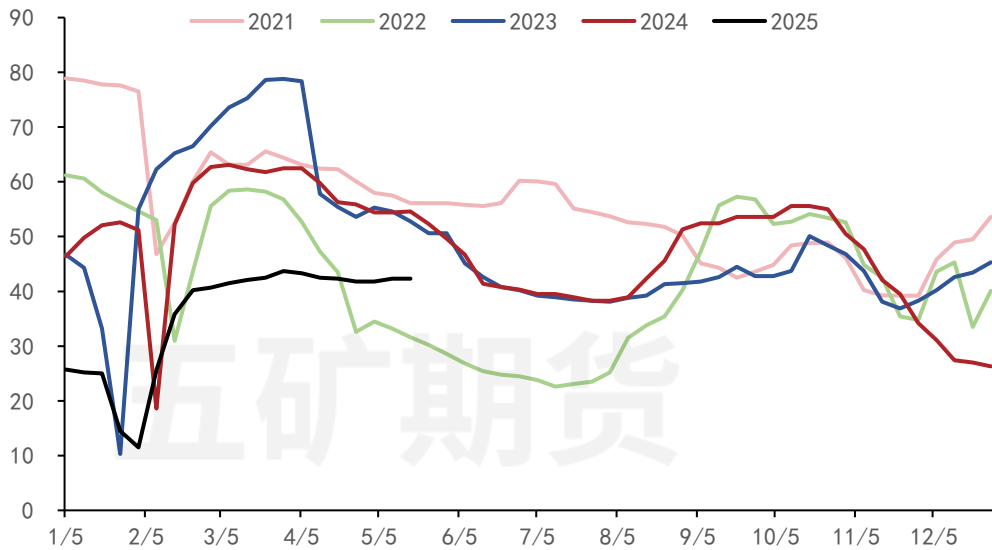
# 下游开机率同比下滑

图29：纺纱厂开机率（%）



资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

图30：织布厂开机率（%）

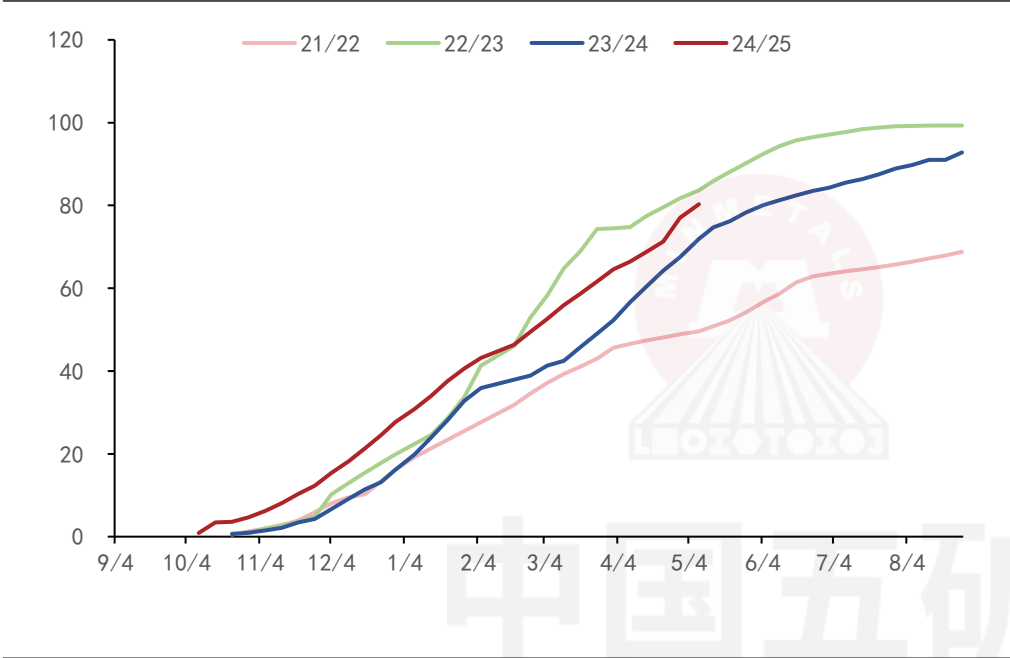


资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

据Mysteel公布的数据显示，截至5月23日当周纺纱厂开机率为74.5%，较去年同期减少5.2个百分点；织布厂开机率为42.3%，较去年同期减少12.3个百分点。

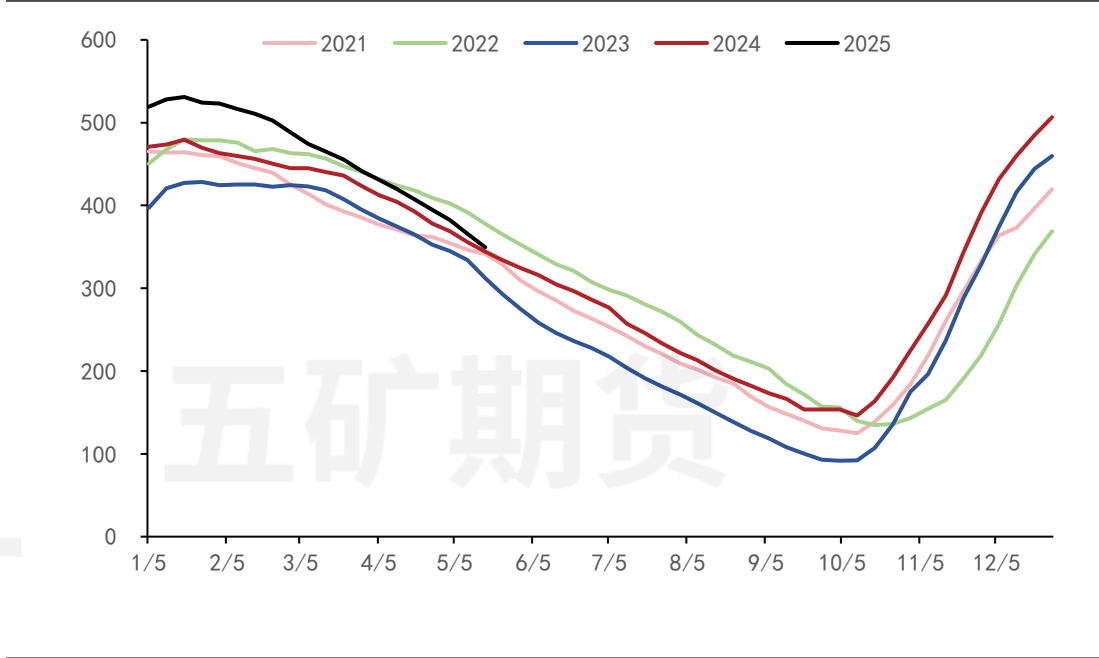
# 供需双弱，库存去化速度加快

图31：全国棉花销售进度（%）



资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

图32：棉花周度商业库存（万吨）



资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

据Mysteel公布的数据显示截至5月16日，2024/25年度全国棉花销售进度达到80.3%，同比增加8.4个百分点。截至5月23日，全国棉花商业库存为349万吨，同比仅增加5万吨；而在今年3月以前，全国棉花商业库存同比增加50万吨以上。虽然今年以来下游开机率同比下降，但进口供应也同比大幅减少，使得国内库存去化速度加快。

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者寻求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

**版权声明：**本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

# 产融服务专家 财富管理平台

网址 [www.wkqh.cn](http://www.wkqh.cn)

全国统一客服热线 400-888-5398

总部地址 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务



官方微博