

棉花：全球供需宽松格局持续，国内或逐渐收紧

研究员：孙成震

年报摘要：

● 2024 年行情回顾

2024 年，内外棉走势大体一致，年初内外棉价重心震荡上移，3 月份开始走弱，三季度创下年内新低，四季度稍有反弹，随后维持震荡走势。ICE 美棉期价运行区间 66.26–103.8 美分/磅，郑棉期价运行区间 13200–16480 元/吨，ICE 美棉区间振幅大于郑棉。

● 2025 年市场分析逻辑

国际市场方面，预计 2025/26 年度全球棉花仍将维持供需宽松格局，美棉将长期承压。展望 2025/26 年度，供应端，全球前四大棉花主产国除中国外棉花产量均预计同比增加。需求端，IMF 预计 2025 年全球经济增速与 2024 年基本持平，预计 2025/26 年度全球棉花需求维持稳定。美国方面，预计供需格局同样较为宽松，宏观层面不确定事件较多，扰动仍然较大。综合来看，预计 ICE 美棉将长时间保持承压态势，预计 2025 年 ICE 美棉运行区间 60–80 美分/磅。

国内市场方面，供需压力会有一定缓解。供应端，预计 2025/26 年度国内棉花种植期天气扰动增加，产量同比下降。需求端，变量主要在于政策刺激力度，预计棉花刚需仍在，大幅好转难度较大，终端消费数据或有一定好转，但增量更多来自非棉纤维制品。分季度来看，预计一季度棉花高库存压力将逐渐开始缓解，但反弹驱动偏弱；二季度，库存压力进一步下降，新棉种植期关注天气；三季度，扰动因素较多，包括天气、需求、库存等。四季度，市场关注重心一般在于新棉上市情况。整体看供需压力较本年度有所缓解。预计 2025 年郑棉期价运行区间 13000–16500 元/吨。

● 风险提示

海外地缘扰动加剧；政策刺激力度不及预期；天气层面出现超预期扰动。

一、2024 年棉花行情回顾

图表 1: 郑棉及 ICE 美棉期货主力合约价格走势（单位：元/吨，美分/磅）



资料来源：ifind、光大期货研究所

2024 年内外棉价均先涨后跌，走势可以分为以下三个阶段。

第一阶段（1-2 月），内外棉价重心上移，ICE 美棉涨幅大于郑棉。

美棉产量创下 30 年来新低，非商业性持仓与可交割库存不匹配。2023/24 年度美棉产量约 262.8 万吨，是 1983 年以来的最低值。美棉非商业性净多单持仓自 1 月中旬开始快速增加，3 月初就达到近年来峰值，快速增加的多单与可交割库存在阶段性失衡，推动美棉价格飙升。

国内棉花减产，春节前后棉纺需求超预期改善。2023/24 年度国内棉花减产超 70 万吨，春节前棉纺下游企业订单出现非季节性好转，供减需增情况下，郑棉期价重心上移。

第二阶段（3-8 月），美棉率先回落，郑棉随后走弱，内外棉价均在 8 月份创下年内新低。

多空力量转变，叠加新棉增产预期及宏观扰动，美棉快速走弱。CFTC 非商业性持仓净多单从近年来新高（3 月）到新低（8 月）仅花费 5 个月。新棉种植初期，2024/25 年度新棉产量预计值曾超 370 万吨，增产预期抑制棉价。此时，美联储降息节点不断延后，长时间维持高利率状态。

国内新棉种植初期，市场普遍预计减产，导致郑棉期价重心上移，后续在增产预期及需求偏弱情况下，内外棉价均创下年内新低。

第三阶段（9-12 月），宏观扰动持续。

美联储终于开始降息，但海外宏观扰动不断。美联储 9 月议息会议超预期降息 50BP，但海外地缘冲突不断，11 月特朗普胜选，市场对美元指数、美国关税政策、美联储后续降息路径、海外

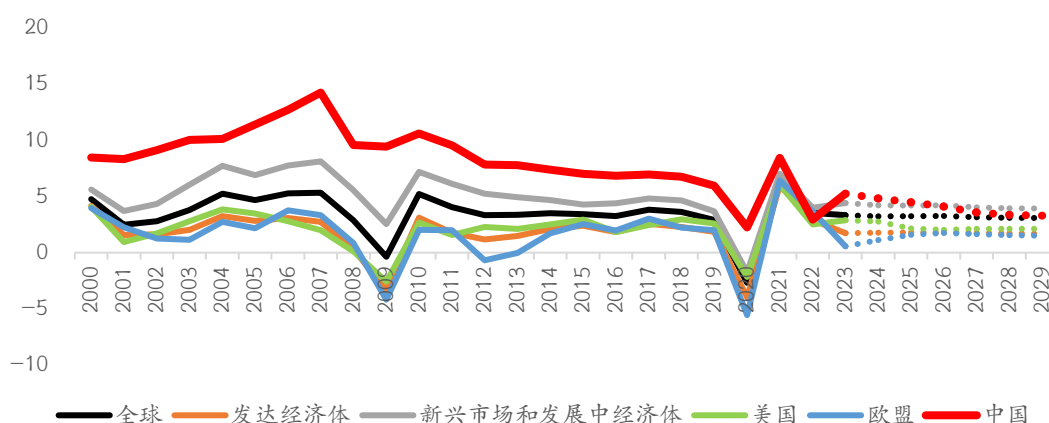
地缘冲突等均重新定价。

国内消息不断，提振市场预期。三季度以来，国内政策密集发布，修复市场信心，棉价跟随商品普涨。但新棉上市后，增产预期叠加偏弱下游需求，国内郑棉价格重心回落。

二、国际棉花市场分析

1、全球经济增速预测

图表 2: IMF 对主要经济体经济增速预测（单位：%）



资料来源：IMF、光大期货研究所

2025 年全球经济增速预计同比基本持平。据 IMF10 月预测数据，2024 年全球 GDP 实际增长率为 3.23%，较 2023 年下降 0.1 个百分点。美国 2024 年 GDP 实际增长率为 2.77%，较 2023 年下降 0.12 个百分点。预计 2025 年全球 GDP 实际增长率小幅增加 0.02 个百分点至 3.25%，但美国 GDP 实际增速预计会同比下降 0.62 个百分点至 2.15%，为 2020 年以来的最低值。对于中国，IMF10 月份预测数据显示，2024 年-2029 年中国 GDP 实际增长率预计持续下降，预计 2024 年我国 GDP 实际增长率为 4.82%，2025 年-2029 年分别为 4.48%、4.1%、3.58%、3.37%、3.29%。

2、全球棉花供需情况分析

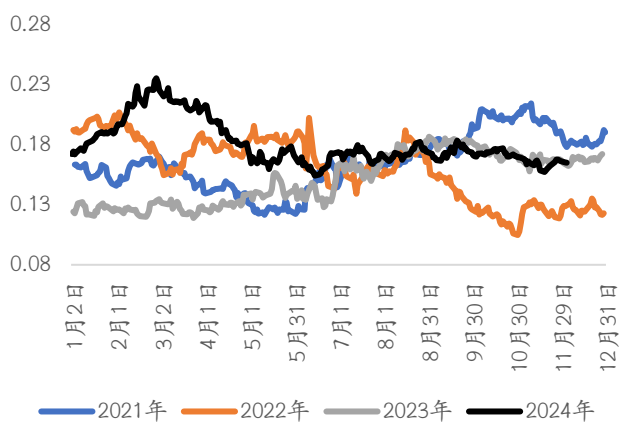
图表 3:全球棉花供需平衡表 (单位: 万吨、%)

全球	期初库存	产量	进口	国内消费总计	出口	期末库存	库销比
2020/21	2113	2434	1068	2656	1057	1902	71.6%
2021/22	1691	2493	935	2528	943	1662	65.7%
2022/23	1543	2532	822	2452	798	1653	67.4%
2023/24	1653	2460	958	2489	971	1615	64.9%
2024/25*	1615	2556	920	2521	920	1655	65.7%
同比	-38	96	-38	32	-51	40	0.8%

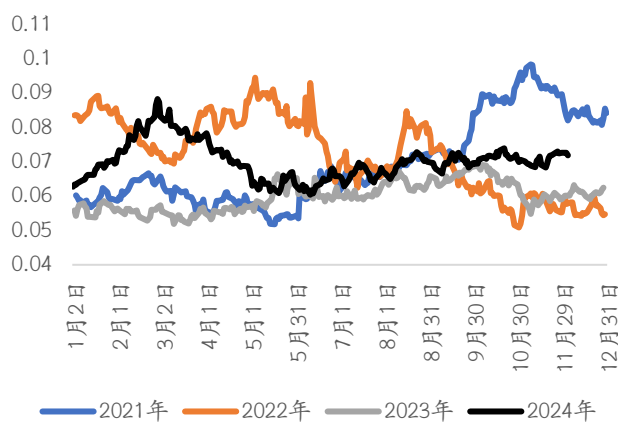
资料来源: USDA、光大期货研究所

本年度全球棉花产需双增, 供需格局较为宽松。据 USDA11 月报告, 预计 2024/25 年度全球棉花产量同比增加 96 万吨至 2556 万吨, 是近 5 年来同期最高值。全球棉花消费量预计值为 2521 万吨, 同比增加 32 万吨, 位于近五年来同期中位水平。全球棉花进出口量预计值为 920 万吨, 仅高于 2022/23 年度水平, 该年俄乌冲突爆发, 新冠疫情尾声。全球棉花期末库存预计值环比增加 40 万吨至 1655 万吨, 库销比虽同比增加 0.8 个百分点至 65.7%, 但低于近年来均值。整体来看, 2024/25 年度全球棉花产量位于近年来高位, 消费位于中位, 供需同比双增, 供应总量大于需求总量, 供需格局相对宽松, 但矛盾并不剧烈。

图表 4: 棉花与玉米比价



图表 5: 棉花与大豆比价

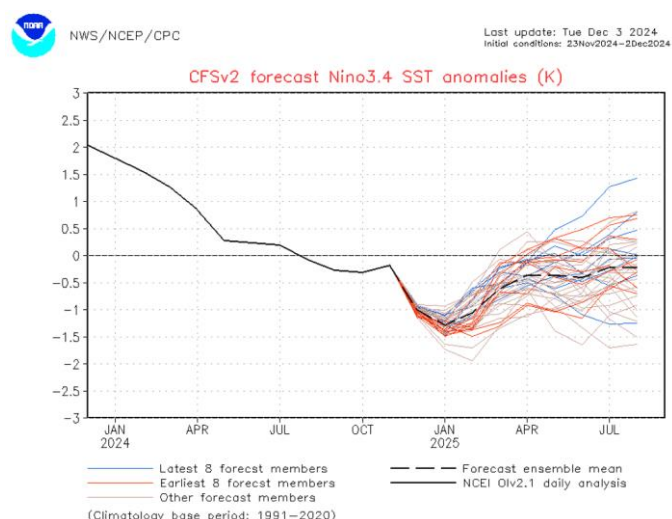


资料来源: Wind、光大期货研究所

目前棉粮比正常, 预计新年度全球棉花种植面积不会有太大变化。依据上图数据显示, 棉花

与玉米比价目前大约是 0.165，位于近四年来均值水平。棉花与大豆比价约为 0.072，虽较去年同比增加，但也处于历史同期正常区间内，棉粮比并无明显优劣势，对棉花种植意愿预计不会产生较大影响。

图表 6：Niño-3.4 指数展望



图表 7：拉尼娜现象发生时各地区天气变化

	拉尼娜冬季	拉尼娜夏季
降水较往年减少	厄尔瓜多沿海、秘鲁西北部、赤道东非	巴西南部、阿根廷中部、中国南方地区
降水较往年增加	南美洲北部、非洲南部	澳大利亚南部、中国北方地区
温度较往年下降	非洲东南部、日本、阿拉斯加南部、加拿大中部及西部、巴西东南部、中国中东部地区气温偏低	印度、东南亚、几内亚湾、南美洲西海岸、南美洲北部、中美洲部分地区
温度较往年上升	美国与墨西哥沿岸	

资料来源：NOAA、光大期货研究所

资料来源：依据公开资料整理、光大期货研究所

2025 年厄尔尼诺或拉尼娜现象影响预计有限。根据 NOAA 数据显示，预计 2025 年初，Niño-3.4 (170° W-120° W, 5° S-5° N) 的 SST (平均海温距平指数) 会达到年内最低值，约为 -1°C 到 -1.5°C 之间，随后 Niño-3.4 的 SST 指数会逐渐向 0 值回归，在北半球新棉种植及生长期，发生厄尔尼诺或拉尼娜现象概率不算高，即使发生，预计影响也并不算大。

3、美国棉花相关情况分析

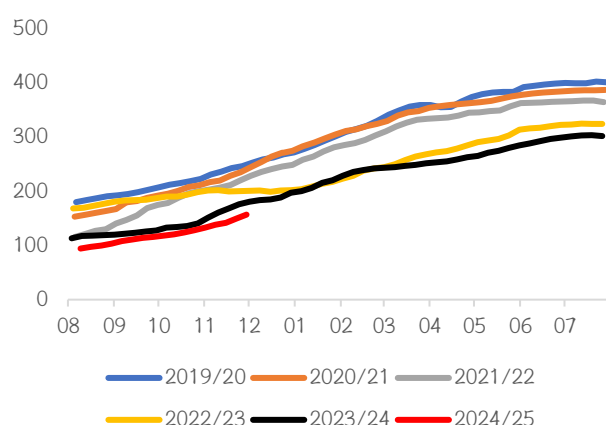
图表 8：美国棉花供需平衡表 (单位：万吨、%)

美国	期初库存	产量	国内消费总计	出口	期末库存	库销比
2020/21	162	318	51	349	79	19.8%
2021/22	79	382	55	306	100	27.7%
2022/23	100	315	43	271	101	32.2%
2023/24	101	263	40	256	69	23.2%
2024/25*	69	310	37	246	96	33.8%
同比	-33	48	-2	-10	27	10.6%

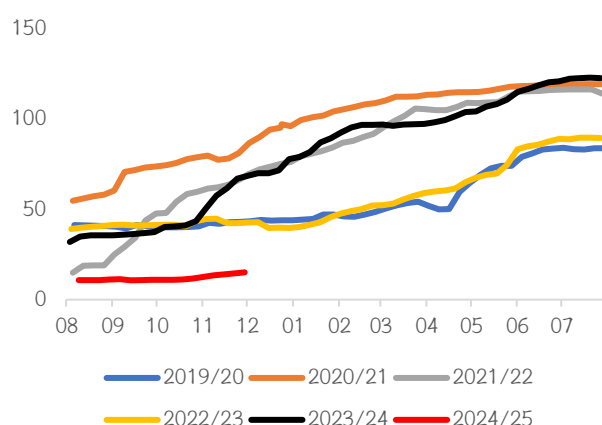
资料来源：USDA、光大期货研究所

2024/25 年度美棉供需宽松，库销比偏高。与上一年度相比，2024/25 年度美棉产量同比增加、国内消费与出口同比下降、国内消费和出口量均创下近五年来新低。期末库存同比增加，本年度美棉库销比预计为 33.8%，将创下近年来新高。仅从供需层面来看，本年度美棉价格将长期承压，预计转折点在于后续宏观扰动及新棉种植情况。

图表 9：美棉总签约量（单位：万吨）



图表 10：美棉出口中国总签约量（单位：万吨）



资料来源：USDA、光大期货研究所

资料来源：USDA、光大期货研究所

美棉出口遇到挑战，中国签约量降幅较大。由上图可以清晰看出，截止 11 月末，2024/25 年度美棉出口签约总量约 156.8 万吨，创下近年来同期新低，较去年同期下降 23.9 万吨。美棉出口签约总量下降主要减少部分来自中国，截止 11 月末，2024/25 年度美棉出口中国总签约量仅有 15.1 万吨，较去年同期下降 53.4 万吨，远低于历年正常水平。后续中国进口美棉数量预计不会有超预期改善，美棉出口多转向东南亚等国，若后续美棉价格上升，导致性价比降低，美棉出口受到的挑战会更为严峻，基于此角度来看，后续美棉价格上方空间有限。

4、印度棉花相关情况分析

图表 11：印度棉花供需平衡表（单位：万吨、%）

印度	期初库存	产量	进口	国内消费总计	出口	期末库存	库销比
2020/21	341	599	18	566	135	258	36.8%
2021/22	258	529	22	544	81	183	29.2%
2022/23	183	573	38	533	24	236	42.3%
2023/24	236	553	19	555	50	202	33.4%
2024/25*	202	544	50	566	28	202	34.1%
同比	-33	-9	31	11	-22	0	0.6%

资料来源：USDA、光大期货研究所

印度棉花产量预期下降，库销比中位水平。据印度棉花协会（CAI）称，2024/25 年度印度棉花产量预计同比下降 7.4% 至 3020 万包，约 513.4 万吨，低于 USDA 预估数据，USDA12 月报环比调增印度棉花产量预期值 21.8 万吨至 544.3 万吨。CAI 认为 2024/25 年度印度棉花产量降幅较大是因为农民改种豆类、玉米、花生等利润更高作物，导致棉花种植面积下降，且本年度印度棉花生长期，印度降雨过多影响棉花生长，导致印度棉花减产。2024/25 年度印度棉花进口量预计增加，出口量预计下降，期末库存预计为 202 万吨，库销比为 34.1%，同比略有增加，但低于近五年来均值，本年度印度棉花供需矛盾不大。

对于上述影响印度棉花产量的问题，预计 2025 年会有一定好转。首先是棉花性价比偏低，2024 年印度 MSP（最低支持价格）同比涨幅在 7% 以上。从棉粮比角度来看，目前棉粮比位于历史同期中位水平，预计 2025 年印度棉花种植面积会有一定增加。天气方面，预计全球整体扰动会减弱，但具体某国某地某段时间天气情况上尚不能准确预测，需持续关注。按照概率来看，预计同样会有一定好转。

5、巴西棉花相关情况分析

图表 12：巴西棉花供需平衡表（单位：万吨、%）

巴西	期初库存	产量	进口	国内消费总计	出口	期末库存	库销比
2020/21	56	300	0	71	240	46	14.9%
2021/22	46	236	1	69	168	45	18.8%
2022/23	45	255	0	68	145	87	41.0%
2023/24	87	317	0	69	268	68	20.1%
2024/25*	68	368	0	72	272	92	26.7%
同比	-20	51	0	3	4	24	6.6%

资料来源：USDA、光大期货研究所

巴西棉花产量持续刷新历史新高。2024 年巴西棉花产量已经创下历史新高，主要原因还是因为种植面积大幅增加，由于 2024 年巴西相对干旱，影响农作物生长，而棉花喜温耐旱，因此转种棉花的土地增加。2024 年巴西棉花产量、国内消费量、出口量、期末库存均为近五年来最高，库销比是近五年来第二高位。巴西已经超过美国成为全球第三大产棉国，也超过美国成为全球最大棉花出口国。据巴西棉花生产者协会（Abrapa）称，农户对棉花种植信心较强，预计 2025 年巴西棉花种植面积将达到 214 万公顷，同比增加 7.4%，2025 年巴西棉花产量预计为 397 万吨，同比增加 8%，将会再度创下巴西棉花产量历史新高。

6、小结

预计 2025/26 年度全球棉花供需格局仍相对宽松。

美国：2024/25 年度美棉产量虽同比增加，但低于历史正常水平，若天气扰动减弱，预计 2025/26 年度美棉产量仍将同比增加。

印度：印度 2024/25 年度播种面积及预期收获面积均同比大幅下降，2025/26 年度同样有回升预期。

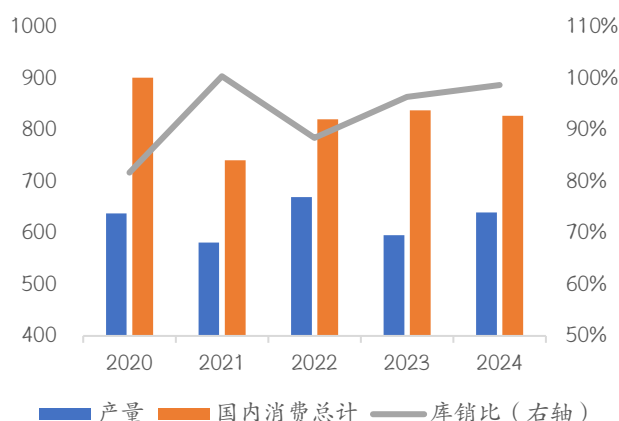
巴西：虽然 2024/25 年度巴西棉花产量已经达到历史峰值，但据巴西国内相关机构预期，2025/26 年度巴西棉花产量仍将继续增加，预计将达到 397 万吨，同比增加 8%。

综上，全球最主要的四大产棉国 2025/26 年度棉花预期产量，除中国外均有一定增加，供应端的压力仍然不容小觑。

三、国内棉花市场分析

1、中国棉花供需平衡表

图表 13：我国棉花产、需及库销比（万吨、%） 图表 14：不同机构对 2024 中国棉花产量的预测



不同机构预测数据		
机构	产量 (万吨)	同比 (%)
中国棉花网	630.2	6.8
中国棉花信息网	675	12.3
中国棉花协会	635.5	8.1
USDA	614.0	7.5
均值	638.7	8.7

资料来源：Wind、光大期货研究所

资料来源：Wind、光大期货研究所

中国棉花同比大幅增产。本年度新棉种植期天气状况良好，虽然后续新疆地区高温天气对棉花生长稍有扰动，但单产还是位于历史级别高位，不同机构对 2024 年我国棉花产量预计值稍有不同，预计增幅均在 6-13% 之间，国内机构预计值普遍在 630-675 万吨，本年度新棉丰产是确定的。

我们取上述均值来测算国内棉花供需平衡表

图表 15：中国棉花供需平衡表（单位：万吨、%）

中国	期初库存	产量	进口	国内消费总计	出口	期末库存	库销比
2020/21	722	638	279	901	0	737	81.7%
2021/22	737	581	169	741	3	744	100.4%
2022/23	744	670	136	821	2	726	88.5%
2023/24	726	595	326	838	1	808	96.4%
2024/25*	808	639	185	816	2	814	99.7%
同比	82	44	-141	-22	0	6	3.3%

资料来源：USDA、光大期货研究所

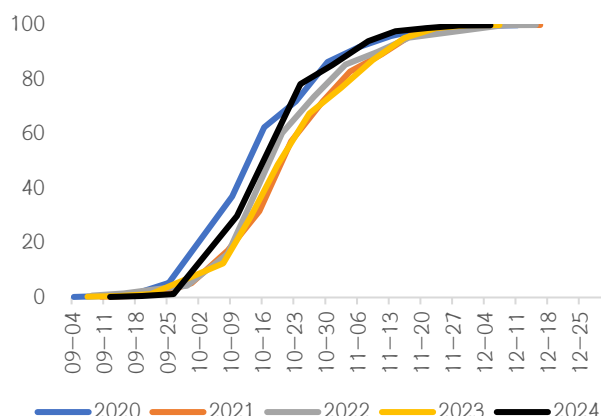
供需格局较为宽松，库销比为近五年来第二高位。上文已经对 2024/25 年度中国棉花产量有介绍，不在赘述。值得注意的是，由于本年度新增滑准税配额数量不多，2024/25 年度中国棉花进

口总量预计值仅有 185 万吨，同比大幅下降，低于近五年来均值水平。国内棉花消费量同比也有一定回落，仅好于 2021/22 年度。期末库存创下近五年来新高，库销比约为 99.7%，近五年来第二高位，2024/25 年度国内棉花供需宽松已成定局。

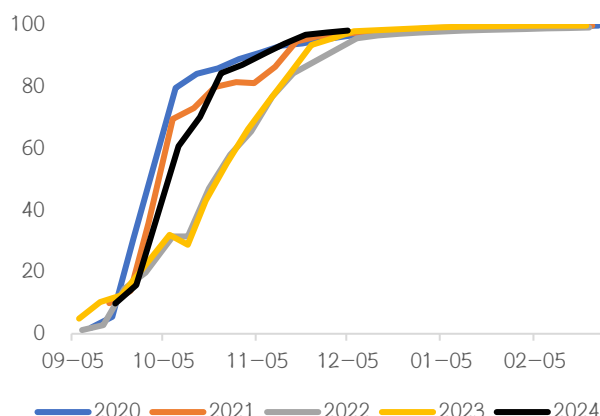
预计 2025/26 年度中国棉花产量同比小幅下降。目前我国政策已经明文指出，“采取有效措施，积极有序推动次宜棉区退出”，预计 2025/26 年度中国棉花种植面积维持同比小幅下降走势，本年度天气状况近乎完美，下一年度中国棉花单产或有下降，在产量、单产均预期同比下降的情况下，预计 2025/26 年度我国棉花产量会有一定下降，但考虑到目前 USDA 对本年度我国棉花产量本就存在一定低估，预计 2025/26 年度 USDA 对中国棉花产量预估值不会有太大调减。

2、新棉供应压力前移

图表 16: 棉花采摘进度 (单位: %)



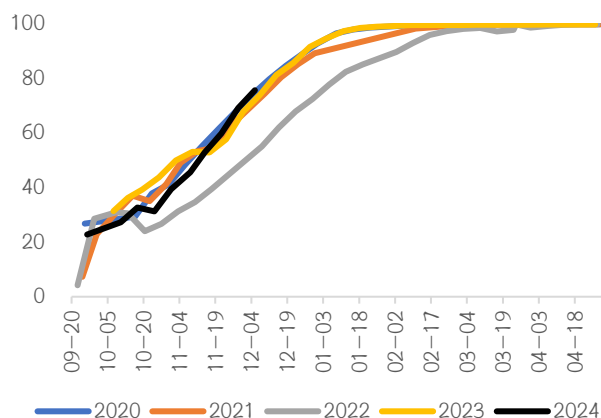
图表 17: 棉花交售进度 (单位: %)



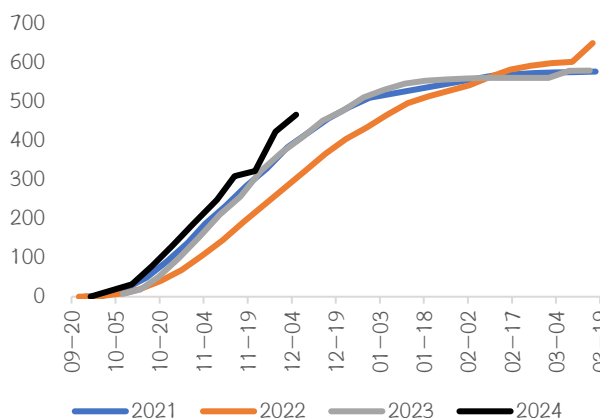
资料来源: 中国棉花网、光大期货研究所

资料来源: 中国棉花网、光大期货研究所

图表 18: 棉花加工率 (单位: %)



图表 19: 棉花加工量 (单位: 万吨)



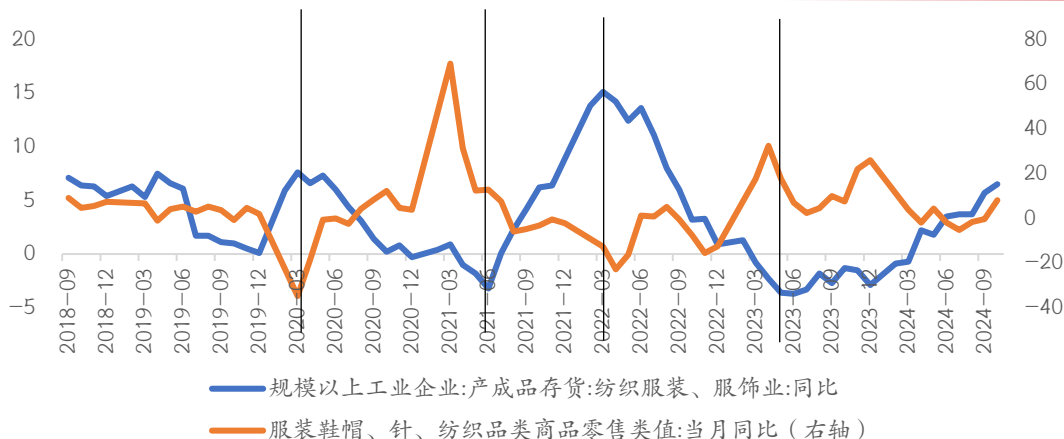
资料来源：中国棉花网、光大期货研究所

资料来源：中国棉花网、光大期货研究所

本年度新棉采摘、交售、加工进度均快于往年同期。本年度棉花成熟时间稍早于去年，棉农在 2023 年新棉上市前期惜售、挺价并没有取得较好效果，且 2024 年新棉上市时，天气不利于储存，市场对棉价后市预期也不甚乐观。因此 2024 年新棉上市时，棉农多顺价销售，可以看到 2024 年新棉交售进度明显快于去年，10 月下旬交售进度就已经近 9 成。新棉加工量更是创下近年来同期新高，根据中国棉花网相关数据，截止 12 月 5 日，皮棉加工量累计值约 467.1 万吨，同比增加近 60 万吨，在本年度棉花丰产的情况下，收售进度较快，累计加工量较高，因此导致本年度新棉供应压力前移，待新棉加工上市高峰期过后，棉花库存供应的压力减弱可能会早于往年同期到来。

3、从周期角度看需求与库存

图表 20: 纺织品及服装的库存周期（单位：%）



资料来源：国家统计局、光大期货研究所

库存周期一般可以分为 4 个阶段：主动补库、被动补库、主动去库、被动去库。

主动补库：需求增加，企业主动增加库存。

被动补库：需求下降，企业库存被动累积。

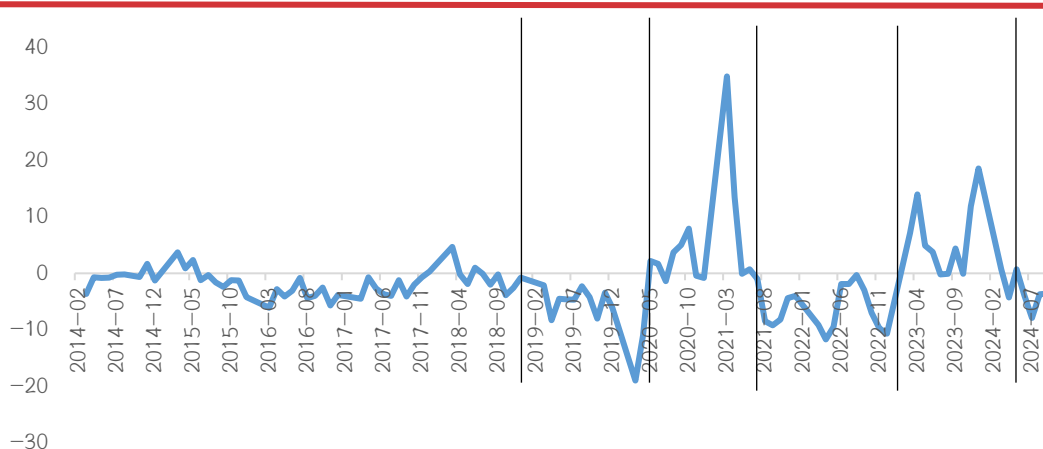
主动去库：需求下降，企业主动降低库存。

被动去库：需求增加，企业库存被动减少。

目前我国纺织品及服装正处于主动补库阶段。据统计，纺织品及服装一轮完整的周期时间大约 24-28 个月左右，相对较短。依据上图，我国纺织品及服装库存周期自 2024 年 6 月进入主动补库阶段，即需求同比开始好转，产成品库存逐渐累积的阶段。通常情况下，零售或者库存的周

期性顶部到底部的时间约 1 年左右，但现在库存周期更容易出现阶段性偏离往常趋势的波动，上一轮库存同比曲线的底部出现在 2023 年 6 月，至今仍在持续累库。服装零售同比增速更是在 1 年时间内走出两个波峰，因此我们对于当前纺服周期，更多需要关注整体、长期走势。我们认为，当前纺服库存累积已经持续较长时间，累库现象再持续超过半年时间难度较大。纺服零售同比曲线阶段性底部已现，预计未来半年到一年时间，纺服零售会保持同比小幅增加态势，但增幅预计有限。而且需要注意，终端纺服零售增幅并不一定全部来自于棉纺织产品。

图表 21:服装鞋帽、针、纺织品类商品零售类值:当月同比减去社零同比 (单位: %)



资料来源：国家统计局、光大期货研究所

服装鞋帽、针、纺织品类零售额当月同比增速超过社零同比增速。上图可见，纺服终端零售当月值同比增速与社零同比增速的差的曲线有一定季节性规律，自 2019 年以来，二者之差逐渐放大，周期性规律也更为明显。若我们以二者之差由正转负或由负转正为一个周期来计算，①2019 年 2 月-2020 年 4 月、②2020 年 5 月-2021 年 6 月、③2021 年 7 月到 2022 年 12 月、④2023 年 2 月-2024 年 5 月，以上是 4 个不同周期。2024 年 6 月重新转为负值，按照季节性规律来看，负值应该持续至少约 1 年左右的时间，但是在 2024 年 10 月便由负转正。我们认为，导致该现状出现的原因若非偶发性因素，则主要是政策端对消费刺激所致。从目前现状来看，政策端的刺激仍在持续，而且我们通过上文库存周期已经判断未来半年到 1 年时间，终端纺服零售同比预计为正，我们有一定理由相信，目前纺服终端消费已经进入为期一年左右的同比增速高于社零增速的阶段。

图表 22：2023 年棉与非棉纤维产量及增速

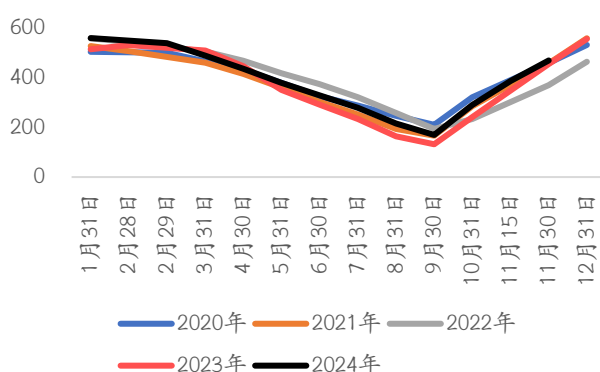
原料	2023 年产量 (万吨)	同比 (%)
棉纤维	595	-11.2
化学纤维	6872	8.5
再生纤维素纤维	479.4	12.3
其中：粘胶纤维	416.8	8.2
短纤	398	8.8
长丝	18.8	8.6
莱赛尔纤维	33.6	138.3
合成纤维	6393	8.2
其中：涤纶	5702	8.7
短纤	1193	9.2
长丝	4509	8.5
锦纶	432	5.4
腈纶	60.4	6.7
维纶	8.5	2.4
丙纶	41.8	1.2
氨纶	96	11.6

资料来源：国家统计局、中国化学纤维工业协会、光大期货研究所

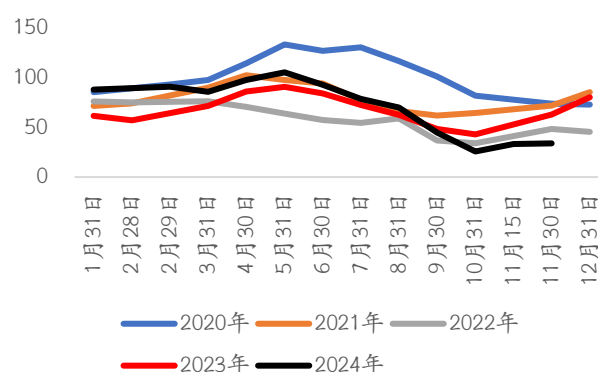
近年来非棉纤维对棉的替代作用在不断增强。2023 年粘胶纤维、莱赛尔纤维、合成纤维产量均有较高增速，而棉花方面，除新疆外其余地区种植面积在不断下降。依据化纤协会预计，2024 化纤产能保持增长态势，但增速将有所放缓，化纤制造业营收及利润情况仍好纺织业及纺织服装、服饰业。综合考虑消费需求、消费偏好、消费替代等多方因素，我们对于棉花未来需求的看法是：刚需仍在，但竞争压力逐渐增加。

4、棉花及纺织企业库存

图表 23：棉花商业库存 (单位：万吨)



图表 24：棉花内地商业库存 (单位：万吨)



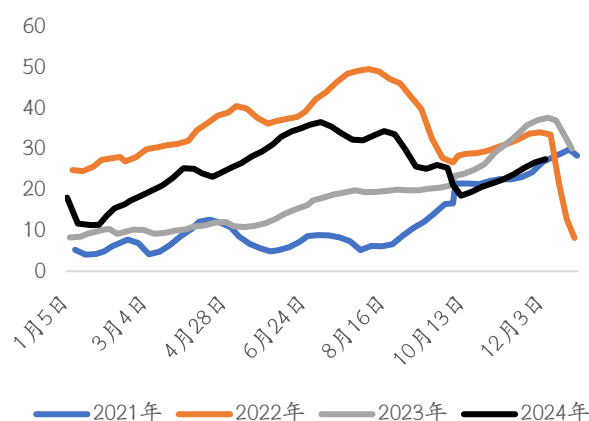
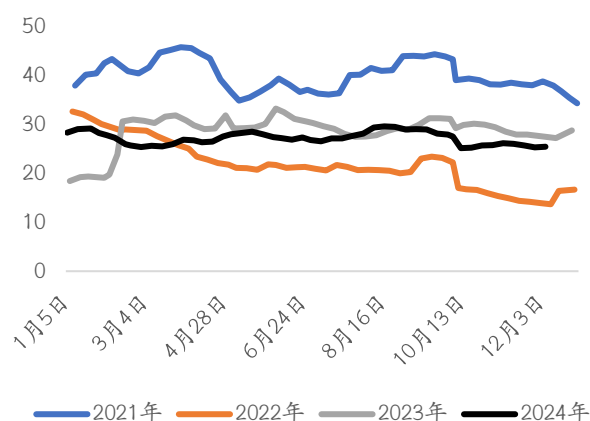
资料来源：中国棉花信息网、光大期货研究所

资料来源：中国棉花信息网、光大期货研究所

棉花库存压力增加，内地商业库存创下历史低位。依据中国棉花信息网相关数据，截止 11 月末，棉花工商业库存合计值 559.88 万吨，同比增加 16.13 万吨，再创近年来同期新高，棉花库存快速累积。依据作者预测，棉花高库存压力将至少维持到 2025 年一季度，由于棉花收售、加工进度较快带来的库存压力逐渐体现。需要注意的是，本年度内地棉花商业库存处于历史同期较低水平，截止 11 月底，内地棉花商业库存仅有 33.87 万吨，同比下降 28.77 万吨，2025 年或有内地棉花库存相对偏紧的担忧，对疆内外棉价或有一定扰动。

图表 25：纺企棉花库存（单位：天）

图表 26：纺企棉纱库存（单位：天）

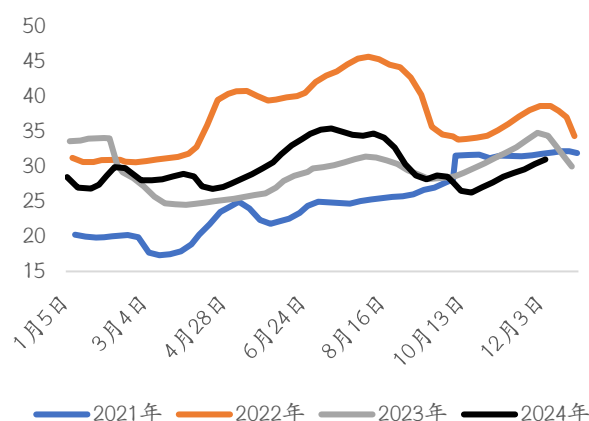
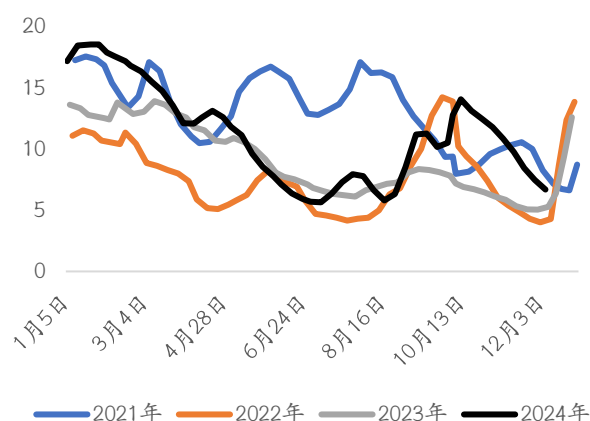


资料来源：TTEB、光大期货研究所

资料来源：TTEB、光大期货研究所

图表 27：织厂棉纱库存（单位：天）

图表 28：全棉坯布库存（单位：天）



资料来源：TTEB、光大期货研究所

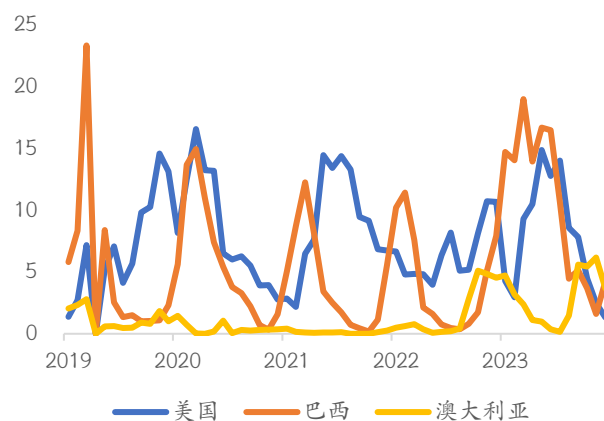
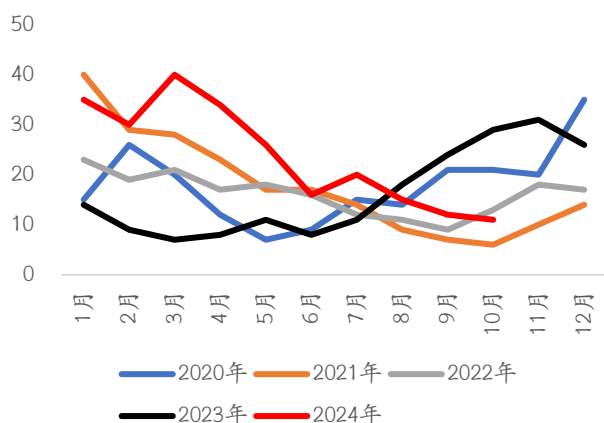
资料来源：TTEB、光大期货研究所

纺织企业原料补库意愿不强，产成品库存累积主要是由于季节性。自 10 月份新棉上市以来，

纺织企业的产成品库存就开始季节性累积，纺企棉花库存保持稳定，波动不大，纺企的棉纱库存存在逐渐累积。织厂的季节性特征更为明显，原材料库存持续下降，表明备货意愿不强，这也是纺企棉纱库存累积的原因，全棉坯布库存累积速度偏快。仅从当前情况来看，棉花下游纺织企业表现相对较弱，但是更多是由于季节性因素导致，上述现象多为季节性特征，且从绝对值来看，当前纺企与织厂的产成品库存均位于近年来同期低位，一方面是企业自身意愿，另一方面也表明其实目前下游产需偏弱，也与目前正处于纺织服装消费淡季有关。展望 2025，棉纺下游需求迅速扭转颓势难度较大，但当前或已经接近阶段性底部，预期 2025 会有阶段性好转，或将继续呈现“旺季不旺、淡季不淡”的表现。

5、进出口情况

图表 29：中国棉花进口量当月值（单位：万吨） 图表 30：中国棉花进口量分国别（单位：万吨）



资料来源：海关总署、光大期货研究所

资料来源：Iifind、光大期货研究所

中国棉花进口量当月值持续下降，中国进口美棉当月值创下 2019 年中美贸易摩擦以来新低。上图可以清晰看出，2024 年我国棉花进口量当月值几乎逐月下降，USDA12 月报再度调减 2024/25 年度我国棉花进口量预计值，目前预计为 185 万吨。从进口来源国看，我国进口棉花最主要的三个来源国是美国、巴西及澳大利亚，目前进口巴西、澳大利亚棉花数量基本正常，符合季节性规律，进口美国棉花数量降幅较为明显，11 月我国进口棉花 10.6 万吨，进口美棉数量仅有 1.32 万吨，进口美棉数量创下 2019 年中美贸易摩擦以来新低。美棉性价比偏低是一方面原因，另一方面，市场对特朗普上台之后的关税政策有一定担忧，因此棉花进口总量、进口美棉数量均环比下降，按照当前情况来看，2025 年难有明显好转，具体仍需关注特朗普上台之后的相关政策。

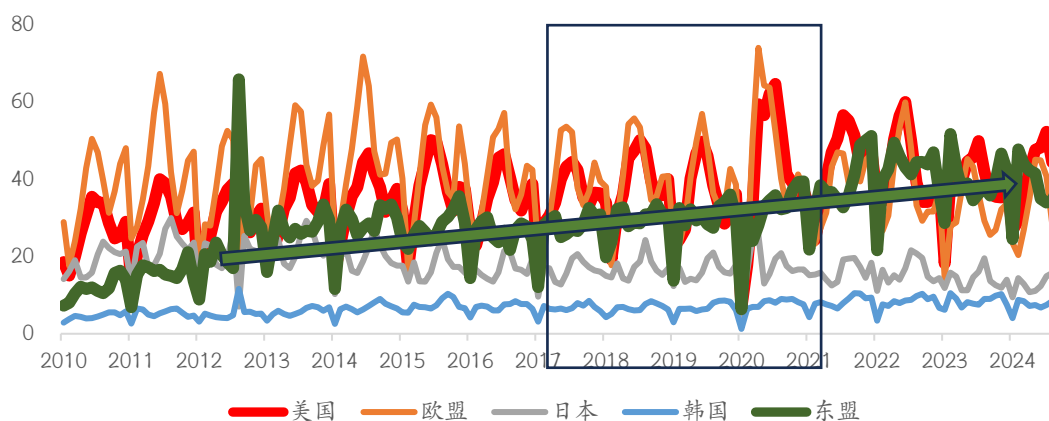
图表 31：特朗普与拜登任内我国纺织原料及纺织制品出口美国金额占比的对比（单位：%）

（注：拜登任内统计截止 2024 年 3 季度末）	美国	欧盟	日本	东盟	韩国	其他
拜登任内	16.3%	13.9%	5.8%	13.7%	3.2%	47.0%
特朗普任内	17.0%	18.0%	7.5%	11.4%	3.1%	43.0%
拜登任内-特朗普任内	-0.7%	-4.1%	-1.6%	2.3%	0.1%	4.0%

资料来源：Wind、光大期货研究所

特朗普与拜登任内，我国纺织原料及纺织制品出口美国金额占总出口金额比例并无明显变化。当前市场普遍对特朗普上台之后的关税政策有一定担忧，但是据统计，其实在特朗普上一任期内，与截止到 2024 年三季度末的拜登任期内，我国纺织原料及纺织制品出口美国金额占比并没有发生较大变化。拜登任内，我国出口美国金额占比进一步下降，出口东盟占比增加，这与当前我国纺服出口格局变化相符。预计特朗普上台后，我国纺服制品仍将维持出口美国、欧盟比例下降，出口东盟比例增加的状态，出口比例变化程度会受特朗普关税政策影响偏大。

图表 32：中国纺织原料及纺织制品出口金额：分国别（单位：亿美元）



资料来源：Wind、光大期货研究所

2022 年以来我国纺服出口美国数量明显下降，出口东盟数量仍在持续增加。上图黑框范围内是特朗普上一任期内我国纺服出口的情况，能够看出，特朗普任期内我国纺服出口美国金额波峰仍然较高，但与此同时，出口东盟金额也在增加，这说明我国纺服出口总额在逐渐扩大。2022 年之后，我国纺服出口美国的波峰出现在 2022 年 7 月，随后出口美国比例有相对明显下降，出口东

盟数量增速也有所放缓，但已经东盟超过美国成为我国最大的纺服出口地。展望未来，若特朗普上台后提高关税税率，我国纺服制品出口或将继续加大向东盟等国转移的力度。但是需要注意的是，近些年来东盟等国的纺服制造水平也在快速增长，势必会对我国纺服制造、出口产生一定影响。

四、总结与展望

1、国际市场方面

2024/25 年度全球棉花供需双增，供应略大于需求。细数全球棉花主产国，2024/25 年度仅印度和巴基斯坦两国棉花产量同比下降，其余棉花主产国产量均有不同幅度增加，2024/25 年度全球棉花产量预计值为 2555.8 万吨，消费量预计值为 2521.1 万吨，供需同比双增，供应略大于需求，整体供需格局偏宽松。

预计 2025/26 年度全球棉花仍将维持供需宽松格局。依据 NOAA 预测结果，预计 2025 年全球发生高强度的厄尔尼诺或拉尼娜现象概率较低，天气扰动预期减弱。供应端，中国棉花 2025/26 年度产量预计较本年度小幅下降；美国、印度棉花产量预计向均值回归，同比增加；巴西棉花产量预计将持续刷新历史新高，全球棉花产量预计同比增加。需求端，IMF 对 2025 年全球经济增速并没有给出特别乐观的预期，预计 2025 年全球经济增速与本年度基本持平，地缘冲突仍在持续，贸易壁垒预期增加，对于 2025/26 年度全球棉花需求，持谨慎态度。库存端，依据现有预测，2025/26 年度期初库存同比增加，综合产增需弱的预期，期末库存增幅预计较大。

预计美棉将长期承压。不论是 2024/25 年度还是 2025/26 年度，预计美棉供需格局均较为宽松，库销比维持高位，基本面支撑有限。宏观层面来看，特朗普上台后，后续美联储降息或受到一定阻碍，特朗普的施政策略对美棉价格的影响将加剧。综合来看，预计 ICE 美棉将长时间保持承压态势，预计 2025 年 ICE 美棉运行区间 60-80 美分/磅。

2、国内市场方面

棉花增产、需求偏弱是本年度影响郑棉价格的主要因素。2024/25 年度我国棉花产量预计在 630-675 万吨之间，同比至少增加 30 万吨，全国棉花消费量预计值 816 万吨，同比下降超 20 万吨，供需格局宽松，拖累郑棉价格。

展望 2025/26 年度，供需压力预计会有一定好转，政策端的刺激或是最大驱动因素。上文已有表述，预计 2025/26 年度国内棉花产量同比下降。本年度棉花生长期天气十分适宜，2025/26 年

度天气或回归正常，供应端压力会小幅下降。需求端，我们认为变量主要在于政策刺激力度，仅从目前已有消费数据来看，预计棉花刚需仍在，但不会有大幅增量，终端消费同比预计会有一定好转，但增量或更多来自非棉纤维制品。预计 2025 年郑棉期价运行区间 13000—16500 元/吨。

以下是对 2025 年国内棉花走势分季度展望。

一季度，棉花高库存压力将逐渐开始缓解，但反弹驱动偏弱。据测算，2024/25 年度国内棉花工商业库存巅峰或在 2025 年 1 月出现，随后高库存的压力将逐渐缓解，但库存下降速度或偏缓，一方面是春节假期临近，另一方面，目前消费改善预期仍相对偏弱，预计一季度承压为主，反弹乏力。

二季度，库存压力进一步下降，新棉种植期关注天气。由于本年度棉花供应压力前移，二季度棉花库存下降斜率或快于往年。二季度初我国新棉也将开始种植，此时市场目光会聚焦于新棉种植面积及后续天气，预计 2025 年新棉种植面积将同比小幅下降，气候条件或不如本年度这么乐观，或将带动棉价震荡上行。

三季度，新棉生长期扰动因素较多，天气、需求、库存均可能引领行情走势。三季度是新棉生长期，此时天气状况最易引发市场关注。此外，年内棉花商业库存低位一般出现在 9 月，三季度通常情况下还有“金九银十”的预期，该阶段扰动因素较多，棉价更易受到预期带动阶段性上行。

四季度，市场关注重心一般在于新棉上市情况。四季度初，新棉陆续上市，此时新棉预估产量、新棉收售价格是棉价主要影响因素。我们预计 2025/26 年度中国棉花产量同比小幅下降，基于对后市需求的预测，我们认为 2025 年新棉收购期大概率不会出现抢收现象，叠加新棉供应阶段性高位，四季度棉价或承压为主。

资源品研究团队成员介绍

· **张笑金**，光大期货研究所资源品研究总监，长期专注于白糖产业研究。多次参与郑州商品交易所重大课题、中国期货业协会系列丛书撰写工作。多次在期货日报、证券时报最佳期货分析师评选中荣获“最佳农产品分析师”称号。多次荣获郑州商品交易所白糖高级分析师称号，2023 年荣获郑州商品交易所白糖资深高级分析师称号。2024 年在证券时报、期货日报第十七届中国最佳期货分析师评选中荣获“最佳农副产品首席期货分析师”称号。

· 期货从业资格号：F0306200

期货交易咨询资格号：Z0000082

· **张凌璐**，英国布里斯托大学会计金融学硕士学位。现任光大期货研究所资源品分析师，负责尿素、纯碱玻璃等期货品种研究工作，数次参与中国期货业协会、郑州商品交易所大型项目及课题，多次在郑州商品交易所、期货日报及证券时报等权威媒体及评选中获奖。2023 年荣获郑州商品交易所纯碱资深高级分析师、尿素高级分析师等荣誉称号，2024 年荣获第十七届最佳工业品期货分析师荣誉称号。

· 期货从业资格号：F3067502

期货交易咨询资格号：Z0014869

· **孙成震**，光大期货研究所资源品分析师，云南大学金融硕士，主要从事棉花、棉纱、铁合金等品种基面研究、数据分析等工作。曾参与郑商所相关课题撰写，长期在期货及现货网站发表文章。2024 年荣获郑商所纺织品类高级分析师称号。

· 期货从业资格号：F03099994

期货交易咨询资格号：Z0021057

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 6 楼

公司电话：021-80212222 传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979 邮编：200127

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。