

农产品团队

作者：侯芝芳
从业资格证号：F3042058
投资咨询证号：Z0014216
联系方式：010-68578922

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2024年12月01日星期日



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

摘要

2024年棉花期价整体呈现下跌走势，流畅下跌主要集中在4-8月。1-3月棉花期价呈现高位震荡走势。春节前的备货提振市场情绪，企业持续去库进一步支撑现货市场，叠加美棉供需预期收紧，外棉价格表现偏强，国内期价跟随震荡偏强，3月份开始，需求有走淡迹象，市场的持续支撑减弱，期价上行动力减弱，回归震荡整理走势。4-8月，棉花期价表现为明显的下跌走势。4月份，美棉“软逼仓”行情失效，美棉注册仓单数量持续攀升，突破近5年高点至18.36万包，美棉价格转跌，给国内期价带来压力，同时国内棉花市场受到进口棉的冲击，市场情绪偏弱，期价呈现明显的回落走势。5月份开始，市场焦点转向新季预期，USDA供需报告对于新棉预期偏乐观，外棉价格呈现偏弱走势，国内新棉预期同样偏乐观，总体宽松预期带动下，棉花期价延续回落走势。6-8月份主产国以及国内主产区天气良好，而下游需求延续偏弱表现，外棉和国内棉花期价延续下跌走势。9月份开始，随着新季收获的展开，产量进入兑现阶段，美棉以及国内棉花产量兑现不及预期，带动期价的修正，期价表现为低位小幅回升。

展望2025年，供应端预期压力逐步减轻，需求端预期边际好转，棉花期价预期先抑后扬。供应端来看，本年度国内棉花供应来看，期初库存与产量同比增长，构成相对压力，目前新棉加工速度偏快，反映压力释放预期先快后慢；基于种植收益下滑的表现，预期2025年种植面积延续微幅下降态势，产量仍然以天气为主导；棉花进口量端预期有所收敛，相对压力有所减轻，价格端预期在产量稳定以及消费分歧较大的影响下呈现先抑后扬走势。需求端来看，国内经济边际好转预期提振内销预期，不过好转时间以及幅度仍存在分歧；美联储降息带动各国宽松政策，进而对棉花出口需求预期形成提振，不过中美贸易不确定性以及东南亚各国竞争比较激烈，收敛出口端的支撑；此外，原油价格的承压预期，依然会带动涤纶短纤和粘胶短纤对棉花的替代。目前对于棉花2501合约的运行区间预期为13000-14800，对于棉花2505合约维持13000-15500区间预估。结合当前新棉加工速度偏快，使得压力有一定的释放的情况来看，预期棉花期价的波动节奏先抑后扬。操作方面建议整体以区间思路对待，加工企业可以关注区间上沿的卖保机会，下游企业可以关注区间下沿的买保机会。

棉花：欲渡黄河冰塞川 将登太行雪满山

-2024年棉花棉纱市场回顾与2025年展望

第一部分 棉花长期走势与2024年行情回顾.....	3
一、长期历史回顾.....	3
二、2024年期货行情总结.....	4
三、2024年现货行情总结.....	4
四、期货成交与持仓情况.....	5
第二部分 全球棉花市场基本面分析.....	6
一、全球棉花供应市场分析.....	6
（一）本年度产量预期同比增长 相对变量聚焦于澳大利亚.....	6
（二）巴西棉花种植面积增加 棉粮比价维持中上水平.....	7
二、全球棉花需求市场分析.....	8
（一）孟加拉国、越南、印度的需求占比上升.....	8
（二）巴西种植成本优势支撑其抢占市场份额.....	9
三、2024/25年度全球棉花贸易量预期下滑.....	9
第三部分 国内棉花市场基本面分析.....	11
一、国内棉花供应情况分析.....	11
（一）本年度产量同比增长 下一年度种植面积维持微降预期.....	11
（二）2024/25年度进口量预期下滑.....	12
二、国内棉花需求情况分析.....	12
（一）服装销售四季度有一定幅度好转 中美贸易关系扰动仍然比较强.....	13
（二）涤纶短纤和粘胶短纤的替代竞争仍然比较强.....	14
三、国内棉花供需平衡表.....	15
第四部分 套利机会分析.....	15
第五部分 季节性分析与展望.....	16
一、棉花指数价格季节性分析.....	16
二、棉花市场观点总结及操作建议.....	16
第六部分 棉花期权市场分析与操作策略.....	17
一、棉花期权市场情况.....	17
二、棉花期权操作策略.....	18
第七部分 相关股票涨跌幅.....	18

图目录

图1: 棉花期货长期走势.....	3
图2: 棉花期货活跃合约收盘价.....	4
图3: 棉花3128B现货价格.....	5
图4: 棉花期货累计成交额.....	5
图5: 棉花期货累计成交量.....	6
图6: 棉花期货月末持仓量.....	6
图7: 全球棉花产量.....	6
图8: 棉花主产国2024/25年度产量变化.....	6
图9: 全球各国棉花作物时间表.....	7
图10: 巴西棉花种植面积.....	7
图11: 美棉/美豆比价.....	8
图12: 美棉/美玉米比价.....	8
图13: 全球棉花主消费国分布.....	8
图14: 全球棉花主消费国占比情况.....	8
图15: 全球棉花国内消费总量情况.....	9
图16: 全球棉花主要消费国2024/25年度消费量同比变化.....	9
图17: 中美棉花种植成本对比.....	9
图18: 全球棉花进出口贸易量.....	10
图19: 全球棉花主要进口国分布.....	11
图20: 全球棉花主要出口国分布.....	11
图21: 国内棉花产量.....	12
图22: 棉花种植面积.....	12
图23: 棉花进口量.....	12
图24: 国内棉花进口来源国分布.....	12
图25: 纺织业规模以上企业工业增加值当月同比.....	13
图26: 全国化学纤维产量.....	13
图27: 服装产量当月值.....	13
图28: 服装鞋帽、针、纺织品类零售当月值.....	14
图29: 服装及衣着附件出口金额当月值.....	14
图30: 部分国内服装出口国家金额情况.....	14
图31: 棉涤价差.....	15
图32: 棉粘价差.....	15
图33: 国内棉花供需平衡表.....	15
图34: 棉花1-5.....	16
图35: 棉花5-9.....	16
图36: 棉花期货指数价格涨跌变化.....	16
图37: 棉花期货主连日K线图.....	17
图38: 棉花期权期权成交量.....	18
图39: 棉花期权期权持仓量.....	18
图40: 60天历史波动率.....	18
图41: 加权隐含波动率.....	18
图42: 棉花行业相关股票涨跌幅棉花行业相关股票涨跌幅.....	19

第一部分 棉花长期走势与2024年行情回顾

一、长期历史回顾

图1：棉花期货长期走势



资料来源：wind，方正中期研究院

棉花期货不仅受到经济周期影响较大，此外还受到天气及政策的强烈的影响，这一点在棉花中长期走势上可能更加明显的看到，从郑棉2004年上市以来的长期走势图来看，棉花总体波动较大，历史最低为在9800附近，最高达到过34870，整体波动非常大。在棉花达到较低位置时，政府往往会收储或补贴等手段支撑棉花价格，稳定棉花生产，但当棉花价格到高位时，政府往往会抛储，或者放宽进口等手段促进棉花价格回落。图中标出了重要的政策节点的时间点以及重要的经济因素对于棉花走势的影响，供读者参考。

从郑棉指数长期走势看，大致可以将走势分成以下几个阶段：

第一阶段：2004年至2007年，为供需总体平衡阶段。这段时间棉花供需总体维持平衡态势，从走势上也可以看出，棉花总体在11000-14000区间波动，其中政策及天气影响对于棉花短期走势影响较大。在此期间棉花合约规则仍然处于初级阶段，交割棉花品级亦无明确要求，这导致进口棉泛滥，到2007年末，仓单数量增加，为2008年的下跌埋下伏笔。

第二阶段：2008年，欧债危机爆发，需求端萎靡加上棉花供应的充足使得棉花供应大于需求难以改变，棉花跟随大宗商品暴跌，从14000跌至10000以下，创下上市以来新低。在低位国家启动收储政策，此外，棉花价格下跌使得棉农种植意愿大幅下降，种植面积减少。为2010年棉花牛市奠定基础。

第三阶段：2009年-2010年，棉花大牛市开启，由于棉花供应大幅减少，加上天气因素影响新棉花生长，国储前期抛储量大增，至2010年无储可抛，对于棉花的价格难以起到抑制作用。此外，2008年随着美联储启动QE，货币发行大增，国内启动4万亿投资计划，通胀有重新抬头态势，“蒜你狠”等基本农产品全面涨价，棉花亦跟随宽松的货币政策出现大涨，涨势持续一年，创下历史新高34000点。

第四阶段：2011-2015年，棉花大熊市。2011年以后，高价的棉花的负面作用凸显，一方面抑制消费，另一方面，高价也促进企业囤积棉花，充足的供应在价格回落之后显现，棉花开始持续回落，此外，2012年40%关税实现通关也使得外棉进口数量大增。2012年欧债危机持续发酵也使得需求端出现严重滑坡，棉花库存高企，种植持续上升，使得棉花价格持续回落，于2015年再次跌破10000点关口，创下新低。

第五阶段：2016-2018年初，随着欧债危机的缓和、持续的去库存及需求的恢复，棉花出现探底回升。国家目标价格补贴政策及收储政策亦对棉花价格起到托底作用。棉花价格持续恢复，到2018年初，棉花减产预期促使市场预计棉花供应出现缺口，棉花价格大涨，回升至18300价格上方。但随着2018年贸易战的启动以及供应缺口的证伪，棉花价格冲高回落。

第六阶段：2018年中-2020年初，棉花走势更多受到中美经贸关系及经济下滑等宏观基本面的影响，供需基本面的影响居于第二位。随着中美贸易关系由缓和到紧张，棉花价格也不断出现回落，贸易争端对于棉花需求具有直接影响。在贸易冲突未缓解前，棉花料难以出现大幅上涨行情。

第七阶段：2020年中-2021年，小幅上涨。美国、巴西、印度以及巴基斯坦主产区遭遇天气扰动，减产担忧提振外棉情绪，需求端表现出一定的复苏，USDA多次下调全球棉花产销差，外棉价格上涨明显，给国内棉价带来外溢支撑。国内市场来看，天气扰动，进口收紧，供应端扰动增强，增加了下游抢收情绪，同时下游需求过渡平稳，带动国内棉花期价持续上涨。

第八阶段，2022年，小幅回落。美联储加息、全球经济衰退担忧，对美棉以及国内棉花价格形成压制。供应端来看，全球棉花主产国天气平稳，新季棉花产量预期波幅不大，整体市场指向供需宽松，对价格形成压制。国内市场来看，新疆棉事件以及疫情的扰动也比较强，需求忧虑比较大，期价呈现回落走势。

第九阶段，2023年，小幅上涨。国内疫情管控放开之后，市场对于需求预期偏乐观，囤货情绪有所增加，此时，供应端表现为种植面积下滑、生长期天气不佳，减产预期比较强烈，供需收紧预期提振利多，产业抢收预期愈演愈烈，期价呈现明显的上涨走势，9月份开始抛储政策出台，新棉采购不及预期，期价高位略有回落。

第十阶段，2024年，小幅回落。全球棉花种植面积呈现稳中增长的表现，同时天气端变化较为平稳，整体产量预期偏乐观，而消费端来看，整体表现比较疲弱，供需宽松预期带动下，美棉价格呈现冲高回落走势，国内市场来看，同样是产量预期增长与需求疲弱的博弈，内外盘共同压制下，棉花期价呈现明显回落走势。

二、2024年期货行情总结

图2：棉花期货活跃合约收盘价



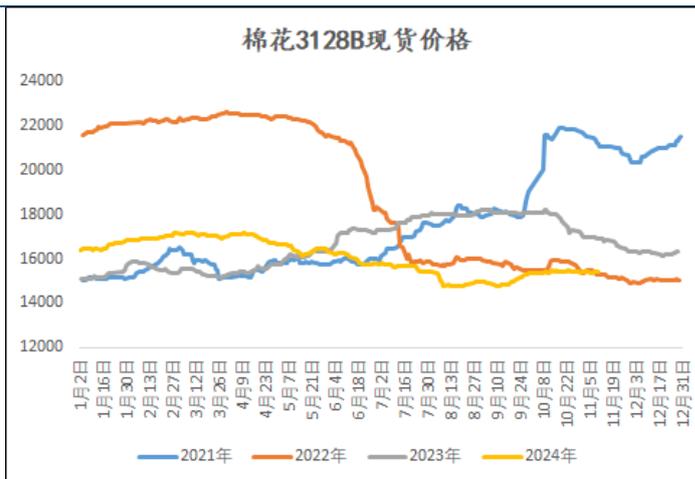
资料来源：wind，方正中期研究院

棉花期价2024年整体呈现下跌走势，流畅下跌主要集中在4-8月。1-3月棉花期价呈现高位震荡走势。春节前的备货提振市场情绪，企业持续去库进一步支撑现货市场，叠加美棉供需预期收紧，外棉价格表现偏强，国内期价跟随震荡偏强，3月份开始，需求有走淡迹象，市场的持续支撑减弱，期价上行动力减弱，回归震荡整理走势。4-8月，棉花期价表现为明显的下跌走势。4月份，美棉“软逼仓”行情失效，美棉注册仓单数量持续攀升，突破近5年高点至18.36万包，美棉价格转跌，给国内期价带来压力，同时国内棉花市场受到进口棉的冲击，市场情绪偏弱，期价呈现明显的回落走势。5月份开始，市场焦点转向新季预期，USDA供需报告对于新棉预期偏乐观，外棉价格呈现偏弱走势，国内新棉预期同样偏乐观，总体宽松预期带动下，棉花期价延续回落走势。6-8月份主产国以及国内主产区天气良好，而下游需求延续偏弱表现，外棉和国内棉花期价延续下跌走势。9月份开始，随着新季收获的展开，产量进入兑现阶段，美棉以及国内棉花产量兑现不及预期，带动期价的修正，期价表现为低位小幅回升。

三、2024年现货行情总结

2024年棉花价格整体呈现下跌走势。参照同花顺的数据来看，截至11月中旬，棉花(3128B级)的现货均价为15365元/吨，较年初下降998元/吨，同比下降1522万吨。具体走势来看，1-5月呈现窄幅波动，6-7月表现为刘畅下跌，8月-11月再度回归震荡。2023/24年度国内棉花市场来看，产量同比下降对市场构成一定的支撑，年初的时候，受到春节备货的影响，企业去库比较明显，现货价格表现为稳中偏强波动，基于春节的备货表现，市场对于3-4月需求预期偏乐观，现货价格表现为有支撑，不过随着时间的推移，需求端的分歧增加，同时供应端扰动也有所增加，新季种植面积预期增加，给市场带来压力，5月底的时候，现货价格出现松动，6月份现货价格表现出明显的下跌走势，之后新季种植以及生长推进比较顺利，市场预期偏乐观，同时需求端表现持续偏弱，现货价格表现为明显的下跌走势，跌势一直延续到7月底。8月份开始市场矛盾回归平缓，季节性供需偏紧的支撑增强，同时市场对于新季产量预期出现分歧，产量预期增幅收敛，现货价格跌势有所放缓，再度回归震荡整理。

图3：棉花3128B现货价格



资料来源：同花顺，方正中期研究院

四、期货成交与持仓情况

2024年棉花期货成交量以及成交额有所回落。根据郑商所的数据来看，2024年1-10月棉花期货累计成交量为81148963手，同比下降42.13%，2024年1-10月棉花期货累计成交额为60616亿元，同比下降45.81%。持仓角度来看，2024年整体持仓量表现为略降，截至10月末，棉花期货持仓量为643772手，低于去年同期的1117560手。

图4：棉花期货累计成交额



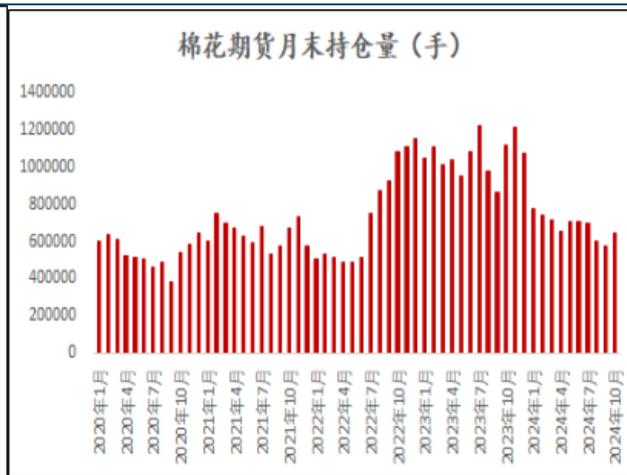
资料来源：郑商所，方正中期研究院

图5：棉花期货累计成交量



资料来源：郑商所，方正中期研究院

图6：棉花期货月末持仓量



资料来源：郑商所，方正中期研究院

第二部分 全球棉花市场基本面分析

一、全球棉花供应市场分析

(一) 本年度产量预期同比增长 相对变量聚焦于澳大利亚

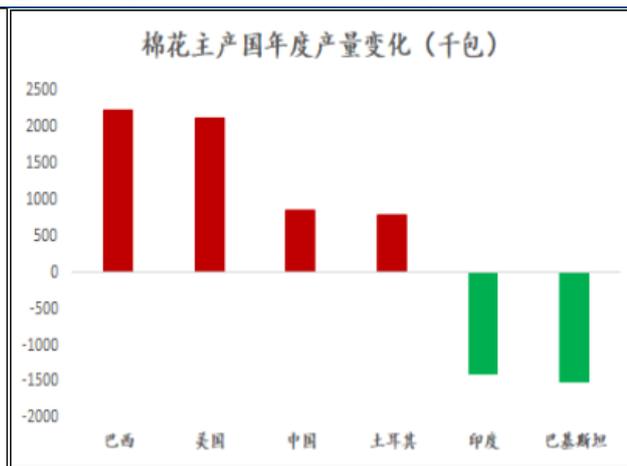
2024/25年度全球棉花产量预期同比增长，整体仍处在近五年波动区间内。USDA预估数据显示，2024/25年度全球棉花产量为1.16亿包，同比增加315万包，增幅为2.79%。具体到各国变化来看，主产国以增产居多，巴西、美国、中国、土耳其表现出一定的增幅，巴基斯坦和印度小幅减产，整体增幅大于减幅，最终表现为相对增产。当前时间段来看，大部分主产国已经收获定产，平衡表中产量端进一步调整空间，未来的不确定性主要在于澳大利亚的产量变化。目前USDA对于澳大利亚产量预估为500万包，基本持平于去年，其在全球棉花产量中的占比为4.3%。另外澳大利亚棉花协会预估2024/25年度澳大利亚棉花产量基本与上一年度持平。目前澳大利亚棉花已经进入种植后期，未来关注澳大利亚棉花产区的天气情况。

图7：全球棉花产量



资料来源：USDA，方正中期研究院

图8：棉花主产国2024/25年度产量变化



资料来源：USDA，方正中期研究院

图9：全球各国棉花作物时间表

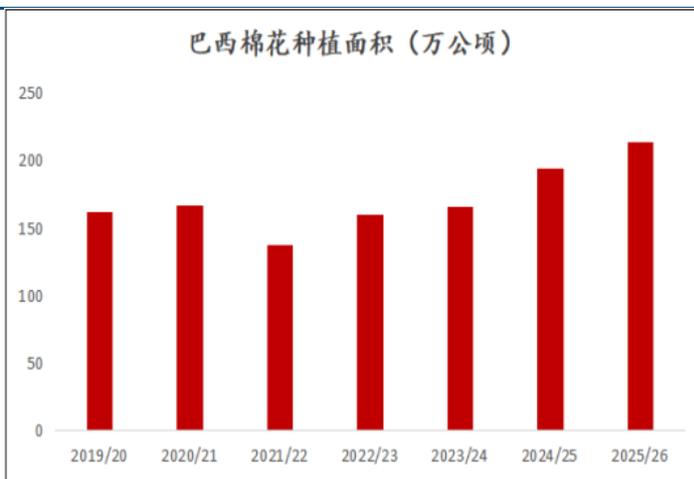


资料来源：USDA, 方正中期研究院

（二）巴西棉花种植面积增加 棉粮比价维持中上水平

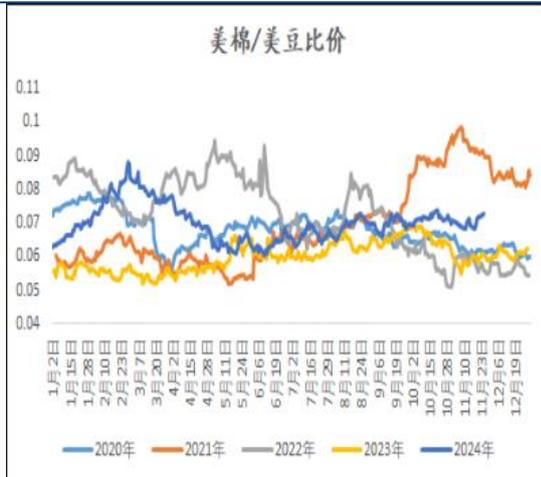
下一年度棉花产量预期来看，暂时维持稳中略增预期。初步支撑主要是两个方面，一是巴西已经开始种植，种植面积维持同比增加的预期，二是美棉与美豆以及美棉与美玉米比价维持中高位水平，暂时不认为对棉花种植构成不利影响。巴西棉花种植者协会(Abrapa)发布的报告显示，预计2025/26年度巴西棉花种植面积为213.8万公顷，同比增加7%，预计2025/26年度棉花产量为397万吨，同比增长8%。目前巴拉那州和圣保罗州已经开始播种。对于其他主产国的产量预期，我们主要通过棉粮比价关系来做参考分析，目前主产国棉花的主要竞争作物是大豆和玉米，对比美棉/美豆以及美棉/美玉米的比价关系来看，美棉表现相对偏好，对其种植面积稳定略增有一定的支撑。具体来看，美棉与美豆比价目前处于近五年同期的高位水平，美棉/美玉米比价处于近五年同期主流水平。

图10：巴西棉花种植面积



资料来源：巴西棉农协会, 方正中期研究院

图11：美棉/美豆比价



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图12：美棉/美玉米比价



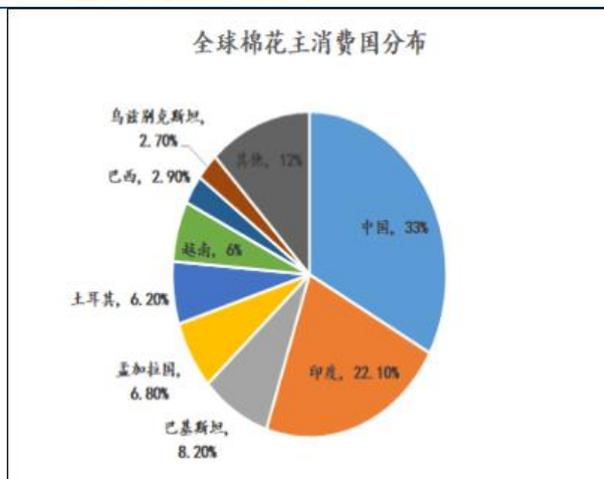
资料来源：同花顺，方正中期研究院

二、全球棉花需求市场分析

（一）孟加拉国、越南、印度的需求占比上升

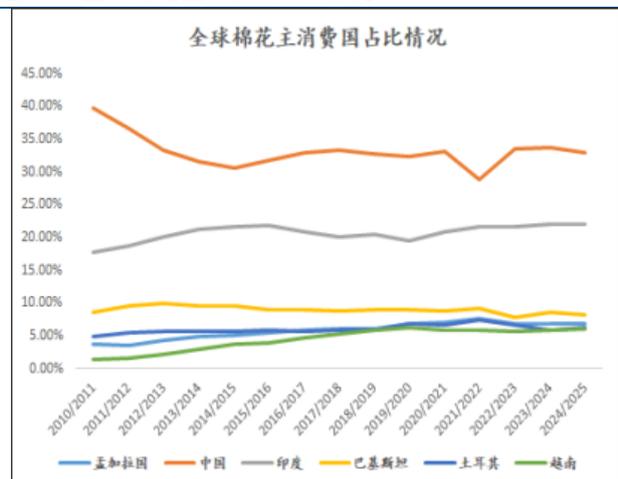
长期趋势来看，孟加拉国、越南、印度的棉花需求占比呈现上升的趋势，中国棉花需求占比呈现下降趋势。USDA的预估数据来看，近十五年的需求占比变化为，中国由39.81%降至32.98%，印度由17.78%上升至22.13%，孟加拉国由3.63%上升至6.77%，越南由1.41%上升至5.99%，土耳其由4.85%上升至6.16%。短期波动来看，主要需求国的占比相对稳定，年度之间受到需求国自身产量差异的影响。2024/25年度全球棉花的需求分布来看，中国占比为33%，印度占比为22.1%，巴基斯坦占比为8.2%，孟加拉国占比为6.8%，土耳其占比为6.2%，越南占比为6%，巴西占比为2.9%，其他占比为14.8%。USDA对于2024/25年度全球棉花国内总消费量预估为1.152亿包，同比增加1.23%，增量主要来自于印度、土耳其、越南、印度尼西亚、巴西等国家，中国和巴基斯坦有一定的减幅。

图13：全球棉花主消费国分布



资料来源：USDA，方正中期研究院

图14：全球棉花主消费国占比情况



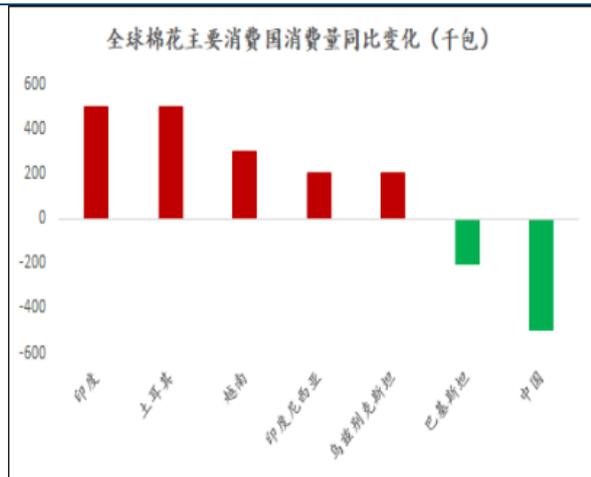
资料来源：USDA，方正中期研究院

图15：全球棉花国内消费总量情况



资料来源：USDA，方正中期研究院

图16：全球棉花主要消费国2024/25年度消费量同比变化



资料来源：USDA，方正中期研究院

（二）巴西种植成本优势支撑其抢占市场份额

长期趋势来看，巴西种植成本优势将继续支撑其抢占市场份额，中国种植成本高企不利于其形成竞争优势，进而抑制其需求。棉花的下游主要是服装和家纺等产品，这些产品已经处在全球化的发展阶段中，那么也就意味着从产业角度，市场更加着力于成本的竞争。USDA数据显示，2024/25年度全球棉花主产国的分布为，中国24.2%，印度20.6%，巴西14.4%，美国12.2%，巴基斯坦4.9%，澳大利亚4.3%，土耳其3.4%。参照相关数据来看，中国、印度的种植成本处于较高水平，而美国、巴西、澳大利亚的种植成本相对于中国和印度的种植成本要低一些，尤其是巴西，近几年表现比较亮眼，带动了其种植面积的增长。参照USDA的数据以及中国棉花网的数据预估，当前美国棉花的种植成本在15000元/吨附近，中国棉花种植成本在18000元/吨附近。不过成本差异的这个影响，更倾向于是一个长期过程，短期受限于棉纺产业发展历史、各国棉纺织相关技术以及政策等因素，且有的时候也会被天气扰动打破，因此这个因素对于短期市场变化影响预期相对有限。

图17：中美棉花种植成本对比

中美棉花种植成本预估对比 (元/吨)		
	美国	中国
2020	11568	12037
2021	13465	15054
2022	13526	18042
2023	14828	18740

资料来源：USDA，中国棉花网，方正中期研究院

三、2024/25年度全球棉花贸易量预期下滑

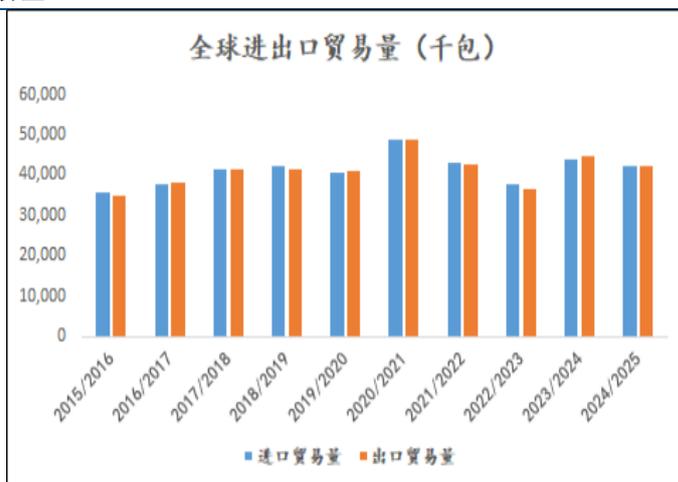
2024/25年度全球棉花贸易量呈现同比下滑的预期。USDA数据显示，2024/25年度全球棉花进口量预估为4215万包，同比下降185.4万包，2024/25年度全球棉花出口量预估为4217.6万包，同比下降242.9万包。进出口贸易预期的下滑，既有整体经济预期的影响，也有主要消费国中国自身产量的增长等的影响。目前USDA的预估数据显示，进口贸易量的下滑主要是中国进口量预估同比下降597.6万包，出口贸易量的下滑则分散于印度、土耳其、

美国、澳大利亚等国家。目前全球棉花的产销格局来看，整体分布表现为区域集中化，2024/25年度全球棉花主要进口国继续聚焦于中国、孟加拉国、越南、土耳其、巴基斯坦、印度等国家，2024/25年度全球棉花的主要出口国继续聚焦于巴西、美国、澳大利亚。

全球棉花主要进口国来看，2024/25年度中国进口量预期下滑比较明显，孟加拉国、越南、巴基斯坦、印度等国家呈现增长预期，不过中国下滑量超过这些国家的增量，整体呈现收缩预期。近几年受益于成本优势以及中美贸易关系的影响，东南亚国家的纺织产业呈现增长态势，与之对应的，其棉花进口量也是高位运行。孟加拉国、越南等国的产业结构来看，自身棉花产量较低，棉花供应主要依靠进口，两国的棉花进口依赖度超过90%。USDA预估2024/25年度孟加拉国棉花进口量为770万包，同比增加12.5万包，2024/25年度越南棉花进口量预估为690万包，同比增加31.5万包。孟加拉国棉花进口来源国主要是西非、印度、巴西和美国。越南棉花进口来源国主要是巴西、美国、澳大利亚、印度。巴基斯坦的产业结构来看，自产与进口在供应中的占比接近五五分，2024/25年度巴基斯坦棉花产量小幅下降，其棉花进口量小幅增长，USDA预估其进口量为400万包，同比增加80万包。印度的产业结构来看，棉花供应主要以自产为主，进口作为补充，占比不超过10%，2024/25年度其产量同样小幅下降，其棉花进口量小幅增长，USDA预估其进口量为230万包，同比增加141.5万包。

全球棉花主要出口国来看，2024/25年度巴西、美国、澳大利亚的出口预期都是同比下滑的态势。巴西、美国的产业结构来看，两国棉花自用的占比较低，基本上接近80%用于出口，2024/25年度的产量情况来看，巴西、美国产量预估都是同比增长的，其出口量更多体现为被动下滑，最终年度表现为一定幅度的累库。USDA预估2024/25年度巴西棉花出口量为1230万包，同比下降1万包，美国棉花出口量预估为1130万包，同比下降45万包。澳大利亚的产业结构来看，其棉花超过90%用于出口，2024/25年度产量预期同比持平，其出口量量虽然同比下降，但是数值表现是要高于产量预估，因此其表现出一定幅度的去库，不过目前澳大利亚的产量仍未落定，因此其出口预期仍存在变化的可能。USDA预估2024/25年度澳大利亚棉花出口量为540万包，同比下降34.1万包。

图18：全球棉花进出口贸易量



资料来源：USDA, 方正中期研究院

图19：全球棉花主要进口国分布



资料来源：USDA，方正中期研究院

图20：全球棉花主要出口国分布



资料来源：USDA，方正中期研究院

第三部分 国内棉花市场基本面分析

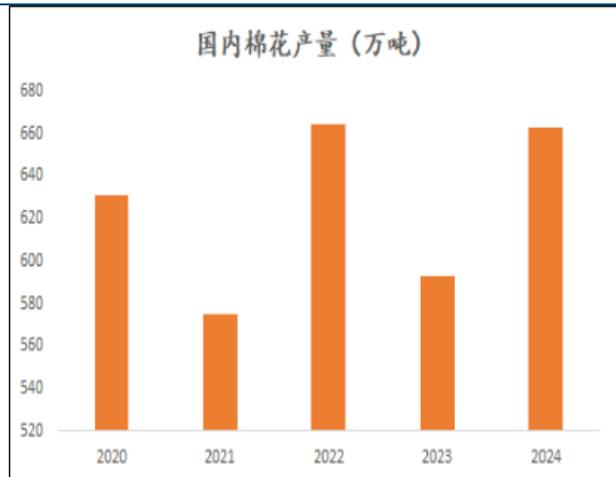
一、国内棉花供应情况分析

（一）本年度产量同比增长 下一年度种植面积维持微降预期

本年度国内棉花产量同比增长。目前国内棉花已经收获完毕，本年度棉花产量已经落定，参照各个机构的预测数据来看，市场基本认可产量同比增加，分歧主要在于增加幅度。农业农村部预估棉花产量为572万吨，同比增加10万吨，中国棉花网预估棉花产量为630.2万吨，同比增加40.2万吨，中国棉花协会预估棉花产量为635.5万吨，同比增加47.5万吨，中国棉花信息网预估棉花产量为653万吨，同比增加52万吨。综合各个机构的预估来看本年度产量的增幅预估在10-50万吨这个区间。从单产和种植面积的贡献率来看，本年度产量增长主要是得益于单产的增长，市场对于种植面积的预估基本都是微幅下降的预期。国内主产区分布来看，基本以新疆为主，参照中国棉花网的数据，今年新疆棉花的产量预估为590.9万吨，在全国的占比为93.8%。整体来看，本年度产量预期同比略增，构成一定的压力，不过增幅有限，也将收敛其施压幅度。

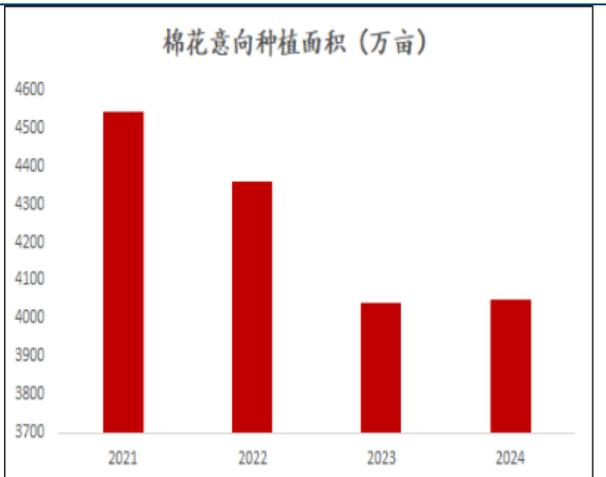
下一年度棉花种植面积预期延续微幅下降的态势。近十年国内棉花种植平均收益大部分时候处在负区间，棉花种植面积呈现下降态势，虽然说近几年表现出一定的修复预期，比如2021年和2023年，但是持续性表现一般，且修复幅度也比较有限，对棉花种植面积的长期支撑仍然不足，2023/24年度棉花价格再度呈现偏弱波动，进一步收敛前期修复支撑，对于2025年种植面积，初步预期来看，依然维持微幅下滑的预期。种植区域来看，将继续以新疆种植为主，基于土地效益以及种植习惯来看，内地棉花种植面积恢复难度较大，因此2025年种植区域将继续以新疆为主。单产角度来看，基于近几年产量数据来看，可以看到技术进步所带来的产量的上升，不过天气依然是主导因子，因此2025年国内棉花产量的主导因子依然是产区天气波动。

图21：国内棉花产量



资料来源：棉花信息网，方正中期研究院

图22：棉花种植面积



资料来源：中棉网，方正中期研究院

（二）2024/25年度进口量预期下滑

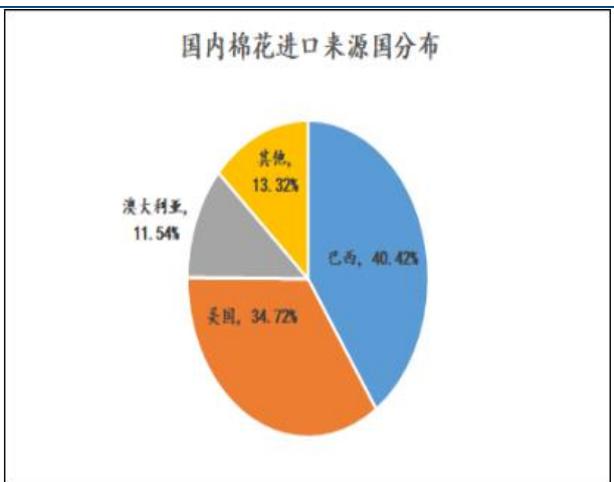
2024年棉花进口量同比增长。海关总署数据显示，2024年1-10月棉花累计进口量237万吨，同比增加71.4%。进口来源国分布来看，巴西棉花占比40.47%，美国棉花占比34.72%，澳大利亚棉花占比为11.54%。今年棉花进口量受到了2023年国内棉花减产的影响，上半年进口量明显高于下半年。我国棉花进口实行配额管理制度，2024年棉花进口配额为89.4万吨，滑准税配额外为20万吨，其余为配额外进口。目前已经公布2025年的进口配额，具体量为89.4万吨，与2024年配额持平，考虑到2024年国内棉花产量有所增加，2024/25年度棉花进口量预期有所下滑，目前市场对于2024/25年度棉花进口量维持200万吨的预估，相比2023/24年度下降超过100万吨。

图23：棉花进口量



资料来源：海关总署，方正中期研究院

图24：国内棉花进口来源国分布



资料来源：海关总署，方正中期研究院

二、国内棉花需求情况分析

2024年国内纺织行业表现较去年有所好转。国家统计局数据显示，前三季度规模以上纺织业、化纤业产能利用率分别为78.3%、85.4%，较去年同期分别增长1.9和1.6个百分点，2024年1-10月纺织行业规模以上企业工业增加值呈现同比增长态势，1-10累计同比增长5.1%。去年整体市场处在新冠疫情后的恢复期，今年同比增长，更多反映相比去年的好转，尚不能完全定义为整体局势的全面好转，对于棉花市场来看，除了下游行业整体影响之外，还有与化纤市场的竞争。近十年化纤市场产能以及产量呈现增长态势，其对棉花市场份额的挤占非常明显，2024年纺织行业增速依然是一个偏缓的态势，棉花与化纤的竞争依然比较激烈。

图25：纺织业规模以上企业工业增加值当月同比



资料来源：国家统计局，方正中期研究院

图26：全国化学纤维产量

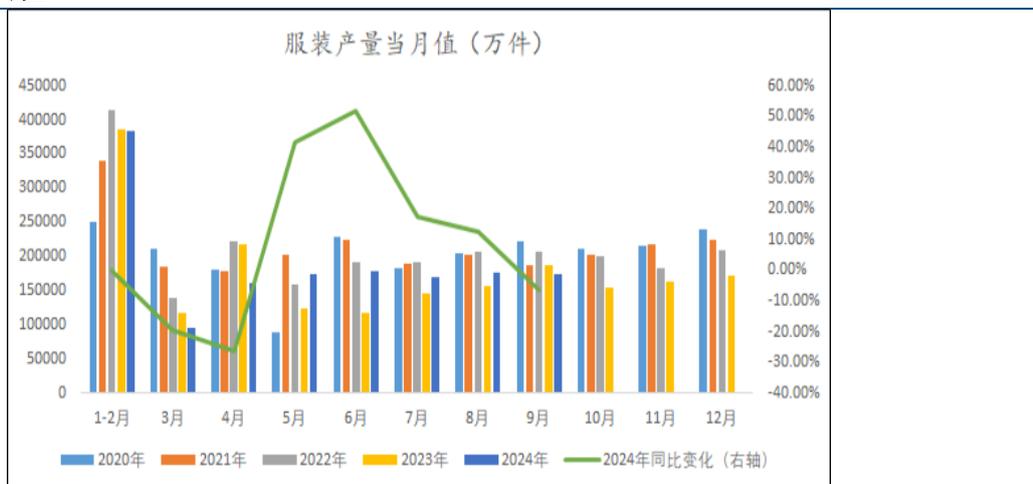


资料来源：国家统计局，方正中期研究院

（一）服装销售四季度有一定幅度好转 中美贸易关系扰动仍然比较强

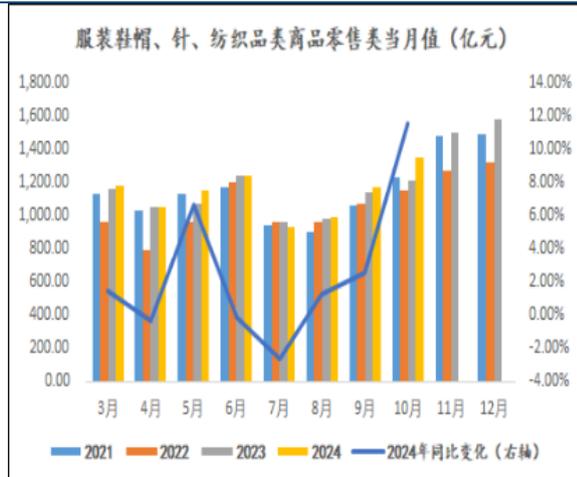
2024年服装产量呈现微幅增长态势。国家统计局数据显示，2024年1-9月服装产量累计值为151.46亿件，同比增长4.39%，分月来看，二季度表现较好，9月份开始市场有一定的转弱迹象。服装销售情况来看，内销表现略好，外销表现偏差。国家统计局数据显示，2024年1-10月，我国服装、鞋帽、针纺织品类商品零售额为11571亿元，同比增长1.1%。分月来看，6、7、8月份表现较差，9、10月份有明显的好转。出口端来看，海关总署数据显示，2024年1-10月我国出口服装及衣着附件1311.994亿美元，同比下降0.7%。分月来看，只有2月和10月份同比增幅表现比较明显，其他月份同比增幅基本都在零轴附近波动。10月份出口的增幅，初步理解为市场对于中美贸易关系的担忧，出口是否持续好转有待进一步观察。对于2025年消费预期来看，国内依然以整体经济预期为主导，出口端则是以主要是贸易政策以及主要出口国的经济预期为主要关注点，特朗普上台之后，贸易端的扰动有所增加，目前对于2025年服装消费维持偏稳态势，不过基于贸易政策的担忧，预期波动幅度仍然比较大。

图27：服装产量当月值



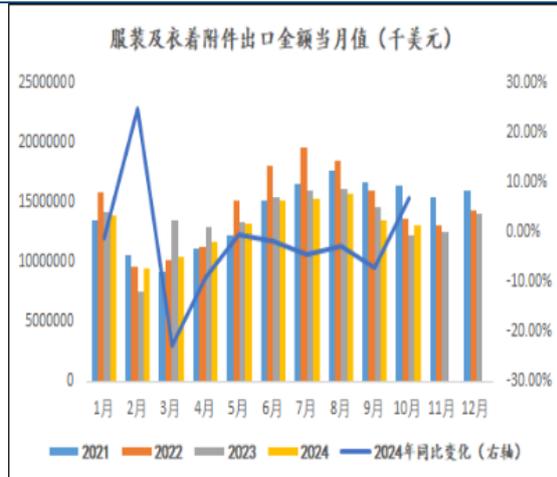
资料来源：国家统计局，方正中期研究院

图28：服装鞋帽、针、纺织品类零售当月值



资料来源：国家统计局，方正中期研究院

图29：服装及衣着附件出口金额当月值



资料来源：海关总署，方正中期研究院

图30：部分国内服装出口国家金额情况

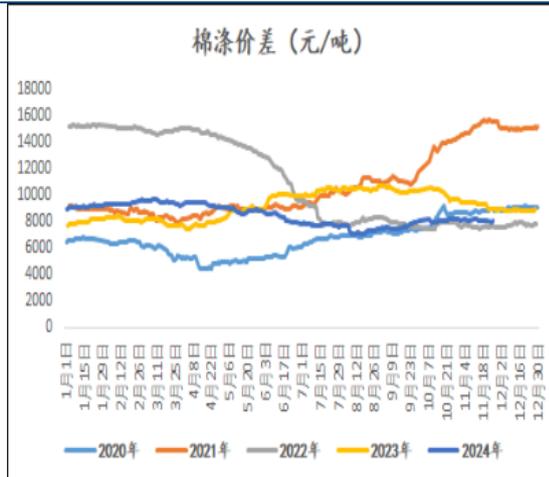
出口国家	1-10月累计出口金额(千美元)	占比
美国	17622258.5	13.43%
欧盟	12051375.28	9.19%
东盟	6222814.222	4.74%
日本	5438384.522	4.15%
哈萨克斯坦	2772439.633	2.11%
韩国	2400887.515	1.83%
英国	2375230.46	1.81%
澳大利亚	2026880.729	1.54%
俄罗斯联邦	1539885.599	1.17%
加拿大	1220679.767	0.93%
总计	131199370	

资料来源：海关总署，方正中期研究院

（二）涤纶短纤和粘胶短纤的替代竞争仍然比较强

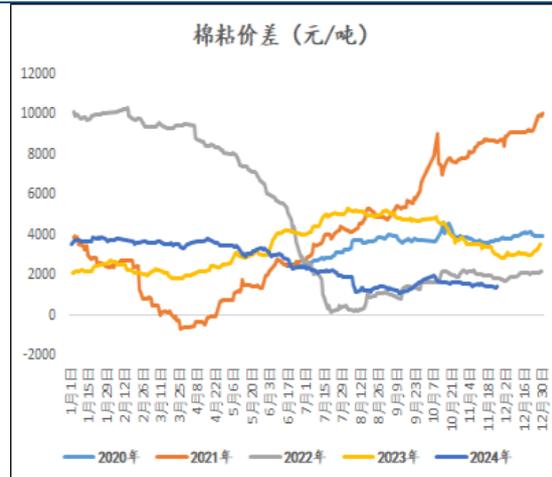
棉花、涤纶短纤和粘胶短纤为纺织三大原料。近年来，涤纶短纤和粘胶短纤以性价比优势，对棉花的替代比较明显，棉花在纺织原料的中比例呈现下降态势，涤纶短纤和粘胶短纤在纺织原料中的占比呈现上升态势。根据棉纺织信息网的统计数据来看，目前纺织原料中棉花的消费占比在45%左右，涤纶短纤的消费占比在34%左右，粘胶短纤的消费占比在21%左右。今年棉花和涤纶短纤的价差以及棉花和粘胶短纤的价差都有所收敛，目前价差处于近五年低位区间，收敛了涤纶短纤和粘胶短纤对棉花的替代压力。2025年来看，价差的影响因素聚焦于原油价格波动以及棉花供应预期变化，基于原油价格承压的预期来看，2025年价差或小幅回升，涤纶短纤和粘胶短纤对棉花的替代压力仍然比较大。

图31：棉涤价差



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图32：棉粘价差



资料来源：同花顺，方正中期研究院

三、国内棉花供需平衡表

国内棉花市场来看，2024/25年度继续供需预期呈现相对宽松的态势。供应端来看，2023/24年度国内棉花有一定的累库，2024/25年度期初库存较2023/24年度明显增加，2024/25年度，受益于单产的增加，国内产量呈现同比增长，最终产量预估为653万吨，同比增加52万吨，进口端预期有所下降，棉花信息网对于2024/25年度棉花进口量预估为200万吨，同比下降126万吨，整体来看，期末库存以及产量的增加弥补了进口量的下降，2024/25年度总供应量相比2023/24年度有所增加。需求端来看，目前对于2024/25年度需求维持平稳预期，2024/25年度棉花消费量基本与2023/24年度持平，总消费量都是815万吨。整体来看，2024/25年度国内棉花市场相对于2023/24年度略有宽松，期末库存继续表现为一定幅度的累库。

图33：国内棉花供需平衡表

国内棉花供需平衡表（万吨）			
	2022/23	2023/24	2024/25
期初库存	564	569	681
产量	679	601	653
进口量	143	326	200
总供应量	1386	1496	1534
纺棉消费	770	774	775
其他消费	45	40	38
出口量	2	1	2
总需求量	817	815	815
期末库存	569	681	719

资料来源：中国棉花信息网，方正中期研究院

第四部分套利机会分析

棉花月间价差来看，当前基本面情况对1月的施压最大，原因主要是两点，一是1月仍处在新季棉花的集中上市季，二是1月份受到春节的影响，消费预期有一定幅度的下降。历史统计数据来看，棉花1-5价差波动范围-1000-1000，目前价差为-185，处于中位区间，棉花5-9价差波动范围-2000-1600，目前价差为-30，处于中位区间，统计角度驱动不明显。基本面角度来看，1月、5月和9月对比来看，1月预期偏弱，5月和9月的分歧比较大，既有供应端的扰动，也有消费预期扰动，整体强弱区分不明显，因此套利操作暂时建议关注1-5的缩小机会。

图34：棉花1-5



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图35：棉花5-9



资料来源：同花顺，方正中期研究院

第五部分 季节性分析与展望

一、棉花指数价格季节性分析

图36：棉花期货指数价格涨跌变化



资料来源：同花顺，方正中期研究院

棉花期货指数季节性图表来看，4月、12月上涨的概率较大，2月、5月下跌的概率比较大。结合棉花自身的特点来看，4月份市场关注点主要在于新季棉花的种植面积，近几年种植面积下滑，提振利多情绪，棉花价格在4月份上涨的概率高，12月一般是棉花消费的旺季，棉花价格在12月份上涨的概率较高。2月份受到春节的影响，阶段性消费情绪下降，5月份棉花消费开始进入淡季，棉花价格下跌的概率较高。

二、棉花市场观点总结及操作建议

图37：棉花期货主连日K线图



资料来源：同花顺，方正中期研究院

供应端，2025年关注点包括三个方面，一是棉花的加工节奏；二是新季棉花种植面积以及产量预期变化；三是进口棉花的政策以及价格波动。本年度国内棉花供应来看，期初库存与产量同比增长，构成相对压力，目前新棉加工速度偏快，反映压力释放预期先快后慢。新季棉花预期来看，基于种植收益下滑的表现，预期2025年种植面积延续小幅下降态势，产量仍然以天气为主导。棉花进口端来看，量端预期有所收敛，相对压力有所减轻，价格端影响主要受到澳大利亚天气变化、下一年度全球棉花产量预期以及全球棉花消费预期这三方面影响，目前市场延续产量稳定以及消费分歧较大的预期，外盘价格预期先抑后扬。整体来看，供应端维持压力逐步减轻的预期。

需求端，2025年关注点继续围绕三个方面，一是内销市场变化，二是出口市场的变化，三是替代端的变化。内销市场来看，主要跟国内经济预期有关，当前市场有边际好转预期，但是好转时间以及幅度仍存在分歧。出口市场来看，主要是三个方面，一是贸易政策变化，比如中美贸易关系等，二是孟加拉国、越南等东南亚国家的竞争压力，三是欧美、日本、东盟等产品出口国的经济预期，目前来看，美联储降息带动各国未来宽松政策预期，对市场有边际好转的提振，不过时间以及幅度仍然存在分歧，此外，中美贸易关系以及东南亚国家的竞争仍然比较激烈，将削弱宽松预期的支撑。替代端来看，主要还是关注棉花与涤纶短纤和粘胶短纤的价差变化，也就是原油价格波动，所带来的扰动，目前市场对于原油价格维持承压预期，相应地，替代端的扰动依然比较强。整体来看，2025年需求端存在边际好转预期，但是这个幅度依然受到替代端以及东南亚等竞争国的制约。

基于当前预期来看，棉花2025年预期呈现先抑后扬的走势，重点关注国内经济政策、中美贸易关系、新季棉花产量预期以及欧美、日本、东盟等国的经济政策变化，是否会出现对市场形成重大扰动因子。目前对于棉花2501合约的运行区间预期为13000-14800，对于棉花2505合约维持13000-15500区间预估。结合当前新棉加工速度偏快，使得压力有一定的释放的情况来看，预期棉花期价的波动节奏先抑后扬。操作方面建议整体以区间思路对待，加工企业可以关注区间上沿的卖保机会，下游企业可以关注区间下沿的买保机会。

第六部分 棉花期权市场分析与操作策略

一、棉花期权市场情况

图38：棉花期权期权成交量

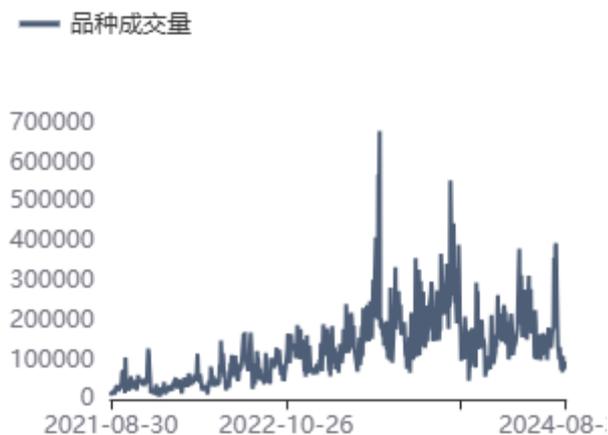
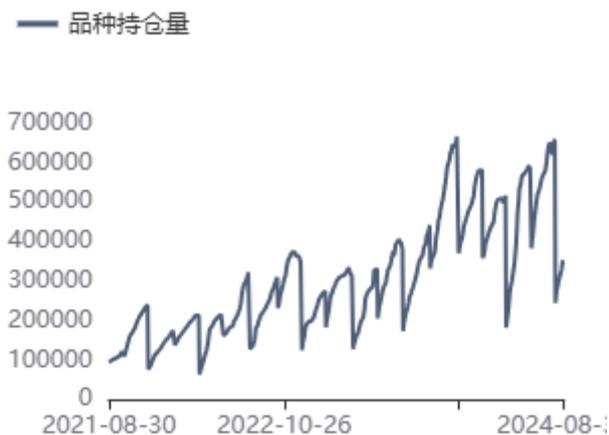


图39：棉花期权期权持仓量



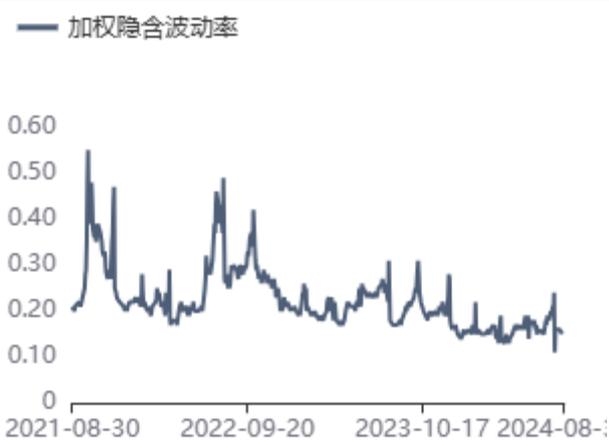
资料来源：同花顺，方正中期研究院

资料来源：同花顺，方正中期研究院

图40：60天历史波动率



图41：加权隐含波动率



资料来源：同花顺，方正中期研究院

资料来源：同花顺，方正中期研究院

二、棉花期权操作策略

基于前面的基本面因素分析，对于棉花2505合约维持13000-15500区间波动的判断，期权操作策略建议如下：

- 1、对于上游企业来说，主要担心棉花价格下跌影响收益，考虑玉米2505合约当前价格靠近区间中下水平，建议可以考虑卖出虚值看涨期权收取权利金来弥补收益下滑。
- 2、对于下游企业来说，主要担心棉花价格上涨影响成本，考虑玉米2505合约当前价格靠近区间中下水平，建议可以考虑卖出虚值看跌期权收取权利金来弥补成本增加。
- 3、对于投机者来说，基于棉花2505合约在13000-15500区间波动的预期来看，建议可以考虑卖出宽跨式组合策略。

第七部分 相关股票涨跌幅

图42：棉花行业相关股票涨跌幅棉花行业相关股票涨跌幅

证券代码	证券名称	相关产品	2024/1/2	2024/11/29	涨跌幅
002042.SZ	华孚时尚	棉纺织业	4.36	4.56	4.59%
002394.SZ	联发股份	棉纱	8.50	8.15	-4.12%
300087.SZ	荃银高科	皮棉	8.42	11.70	38.95%
600251.SH	冠农股份	棉花产品	8.74	7.74	-11.44%
600448.SH	华纺股份	棉纱	3.41	2.99	-12.32%
600540.SH	新赛股份	皮棉	4.92	4.69	-4.67%
600805.SH	悦达投资	棉纱	5.07	4.73	-6.71%
000726.SZ	鲁泰A	纺织服装	6.58	6.78	3.04%
000782.SZ	恒申新材	纺织印染行业	5.62	4.97	-11.57%
000850.SZ	华茂股份	纺织	3.92	4.63	18.11%
000936.SZ	华西股份	纺织化纤	8.07	7.34	-9.05%
001209.SZ	洪兴股份	纺织服装	18.22	19.50	7.03%
001234.SZ	泰慕士	休闲服装	24.47	18.09	-26.07%
001323.SZ	慕思股份	床品	29.51	40.02	35.62%
002003.SZ	伟星股份	其他服装辅料	10.84	13.75	26.85%
002006.SZ	精工科技	纺织机械	15.20	18.66	22.76%

资料来源：同花顺，方正中期研究院

联系我们

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881312
期货研究院	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881111
交易咨询部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881108
业务发展部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881295
机构业务部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578910
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-82868098
北京朝阳分公司	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881205
北京望京分公司	北京市朝阳区阜通东大街6号院3号楼8层908室	010-82868050
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396860
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012600
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-85530971
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦716室	0512-65105067
上海分公司	上海市浦东新区长柳路58号604室	021-50588186
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811208
湖北分公司	湖北省武汉市武昌区楚河汉街总部国际F座2309号	027-87267728
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84313486
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区观沙岭街道滨江路53号楷林商务中心C座1606、2304、2305、2306房	0731-84312376
湖南第三分公司	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-84319733
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
山东分公司	山东省青岛市崂山区香岭路1号4号楼1706户	0532-85706107
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号经津塔字楼2909室	022-58308206
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210527
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心T6塔楼13层1305房间	0310-2053696
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889626
西安营业部	西安市高新区唐延南路东侧逸翠园二期(i都会)6幢10101	029-81870836
上海自贸试验区分公司	上海市浦东新区南泉北路429号1502D室	021-68401347
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号1106室	021-50581277
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861627
宁波营业部	浙江省宁波市鄞州区扬帆路71号扬帆广场2栋西单元5-1	0574-87096853
杭州营业部	浙江省杭州市萧山区宁围街道宝盛世纪中心1幢1801室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室	025-58065918
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990210
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881001
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831589
株洲营业部	湖南省株洲市天元区珠江南路599号神农太阳城商业外圈703号(优托邦第3号写字楼第7层C-704号)	0731-28102771
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2812007
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7319919
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区4号楼1105	021-20778818
上海际丰投资管理有限责任公司	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881188

重要事项

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，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，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。