

供需依然宽松 把握波段机会

主要内容：

第一部分：内外棉行情回顾

第二部分：国际棉花供需格局

第三部分：国内棉花供需格局

第四部分：行情展望与应对策略

徐亚光 F03093235 Z0017169

2024 年 12 月

摘要

全球新年度供需大基调为供强需弱，产业逻辑限制了投机资金对棉花炒作热情。市场情绪仍偏悲观，新年度全球棉花供应格局偏宽松；2. 受全球经济放缓影响，终端压价自下而上传导，棉纺出口量增价跌特征越发明显；3. 因人口结构变化及国内资产负债表衰退，棉纺织品内需增速逐渐放缓，纺织链条过剩产能仍处被动淘汰出清过程中。总体来看，新年度供应端的变数相对较小，需求端面临的问题是结构性的，2023 年以后中国进入老龄化而且人口开始负增长，国内目前尽管有各种刺激对冲资产负债表衰退，整体中国债务压力已经非常巨大，而且刺激也会是渐进式刺激，单靠中央政府加杠杆对于经济刺激效果都会大打折扣，而且短期都很难见到实质性好转，棉纺终端消费的好转预计更为艰难。

就 2025 年度国内棉花的运行逻辑而言，当下供应看不论是从本年度产量抑或是从加工进度来看，还是从产业套保意愿角度，都预示着压力相比以往来的更早。阶段在需求短期难以有效改善的前提下，终端降价出货是为数不多的选择，产业链自下而上的负反馈持续。而宏观层面川普上台后的关税灰犀牛仍未充分发酵，特朗普的胜选将为我国纺织产业带来更大的不确定性，对应产业也在为面对寒冬做着准备，国内棉纺产业产能的升级出清在持续进行之中。棉价在未充分计价这些利空前仍难乐观，节奏看上半年反弹就将面临巨大套保压力，后点价盘压力也大，大概率向下还有一波跌势，但真大跌后也不应过于低估需求面的弹性，全球纺织企业环节原料库存较低、中国贸易商棉纱库存也低、且美国纺服还处于补库周期的背景下，下半年若产业内外投机需求回升，隐性需求将会增加需求弹性，预估全年有望呈现先抑后扬态势，波动区间 12000-15000。

一、24 年内外棉行情回顾

回顾 2024 年内外棉行情，总体处于下行趋势。主导外棉运行逻辑的主要是旧作库存偏紧与新季增产预期的走强。美棉在年初大幅上涨带动郑棉跟涨行情，进入到 3 月之后，美棉随着可交割资源的不断增加而宣告逼仓失败，并随即开启了大幅下跌模式。由于美棉的大幅波动，导致内外棉价差在上半年的变化较为剧烈，内外棉价差在美棉逼仓阶段步入外棉升水结构，但仅维持较短时间。进入 3 月，内外棉价差则在美棉的大幅回落中进入到了内棉大幅升水的结构。而郑棉在 23 年种植期因天气原因减产，引发市场多头情绪，但 2023 年下半年储备棉的超预期持续抛储，同时在 7 月新增 75 万吨进口滑准税配额，双管齐下释放的新增供应缓解了供需矛盾，压制了棉价的过分上涨。2023 年底下游开始原料补库，开启短暂的补库行情。春节过后，传统旺季金三银四的旺季不旺打压多头情绪，而 4 月关键播种期天气情况良好，并未出现去年大量补种情况，天气交易减产的可能性基本

落空，进而棉价逐渐转空。接下来淡季需求持续疲软，而供应端棉花生长季并未出现较大扰动，新年度增产概率增加叠加需求持续疲软引发棉价进一步下跌。收购前夕因宏观利好频发，叠加轧花产能过剩带来的籽棉温和抢收，推动棉价筑底反弹。随着新棉快速上量，下游传统淡季来临，织厂新增订单减少，需求端支撑不足，棉价再度走弱。

图1 内外棉期货价格走势

单位：元/吨 美分/磅



数据来源：ifind 国联期货农产品事业部

图2 内外棉现货价差

单位：元/吨



数据来源：ifind 国联期货农产品事业部

二、国际棉花供需

1、全球棉市产需格局仍偏宽松

自下半年起棉价定价的权重逐渐向新季逻辑倾斜，而从 USDA 开始公布对于新年度供需预测以来，美国与巴西的增产无疑成了目前对于下一年度主流的判断，随之而来的便是后续宽松预期的不断深入。从 USDA12 月最新供需报告来看，2024/2025 年度全球产量同比增加 95.9 万吨至 2555.8 万吨；消费同比上调 31.9 万吨至 2521.1 万吨；期末库存同比上调 40.4 万吨至 1655.1 万吨。全年度期末库存继续累库，供需处于相对宽松状态。

根据 USDA 给到的 24/25 年度 70 美分/磅的陆地棉农场平均价格和市场普遍调查数据中将 65 美分作为美棉种植成本，那么我们预计美棉在 65 美分区间存在理论支撑，不过需要注意的是 USDA 过去四年来产量、消费高低变动量都会超过 100 万吨，重点应把握报告后续边际变化上，而消费因步入到终端补库周期，USDA 给出 1.2% 的同比增幅，从近两年看 USDA 都对消费从初期的乐观预估进行了彻底修正，我们预估全球终端补库在高利率背景下依然为弱补库，而从世界银行对于中美两国 2024 年度 GDP 实际增长率分别给出了 4.8% 与 2.5% 的预期值；并且在特朗普政府即将上台并收紧贸易政策的评估中进一步下调两国实际 GDP 增长率分别至 4.1% 与 1.8%。中美两国预期 GDP 增速的放缓或将拖累全球棉花消费增速。后期消费有进一步调降可能。而产量端看，增产主要出现在美国、中国和巴西，具体来看美国产量增加 47 万吨，中国产量增加 19 万吨，巴西产量增加 51 万吨。而根据当前中国的加工量看，中国的新年度产量是被低估的，根据 BCO 在 12 月发布的数据，我国 2024/25 年度棉花产量为 675 万吨，较 USDA 给出的 614 万吨高出 61 万吨，后续 USDA 预计将继续上调新年度产量。

图 3 USDA 全球供需平衡表

全球	2020/21 年度	2021/22 年度	2022/23 年度	2023/24 年度	2024/25 年度	同比
期初库存（万吨）	1716	1583	1543	1651.6	1614.7	11
产量（万吨）	2483	2494	2539	2459.9	2555.8	95.9
进口（万吨）	1060	940	820	958	919.9	-38.1
总供应量	5259	5017	4902	5069.5	5090.4	20.9
出口（万吨）	1057.6	932	797.9	971	920	19

消费（万吨）	2704	2520.3	2452.5	2489	2521	32
总消费	3761.6	3452.3	3250.4	3460	3441	103
期末库存（万吨）	1583	1543	1651.6	1614.7	1654.9	40.2
库存比	58.54%	60.38%	67.50%	64.87%	65.64%	0.77%

图4 全球主产国产量变化

单位：万吨

产量	中国	美国	印度	巴基斯坦	澳洲	巴西	全球	全球同比
2019/2020	597.7	433.6	620.5	135	13.6	283.04	2594.8	-4.41%
2020/2021	644.5	319	598.7	98	61	300	2473.5	-4.67%
2021/2022	581.3	381.5	529.07	130.6	127.4	235.58	2486	0.51%
2022/2023	669.5	315	572.62	84.9	126.28	255.17	2532.3	1.86%
2023/2024	595.5	262.7	553	152.4	108.9	317.2	2459.5	-2.87%
2024/2025	614	310.4	544.3	119.7	108.9	368	2555.8	3.92%
同比	3.11%	18.16%	-1.57%	-21.46%	0.00%	16.02%	3.92%	

数据来源：USDA 国联期货农产品事业部

图5 全球主需国需求变化

单位：万吨

消费	中国	印度	巴基斯坦	孟加拉	土耳其	越南	全球	全球同比
2019/2020	740.3	446	206.8	152.41	155.67	143.7	2284.84	-13.11%
2020/2021	892.7	566	235	189.4	181.8	159	2711.4	18.67%
2021/2022	727.2	544.3	233	191.6	187.24	146	2520.3	-7.05%
2022/2023	820.8	533.4	189.42	167.6	163.29	140.4	2452.4	-2.69%
2023/2024	828.2	555.2	211.2	168.7	143.7	143.7	2489.2	1.50%
2024/2025	816.5	566.1	215.5	169.8	152.4	154.6	2521.1	1.28%
同比	-1.41%	1.96%	2.04%	0.65%	6.05%	7.59%	1.28%	

数据来源：USDA 国联期货农产品事业部

全球增产的主要原因是棉花播种和生长期天气情况总体良好，且部分国家种植面积有所增加。其中需要重点关注的是巴西，过去十年，随着转基因棉种技术的改进，棉花单产提高，棉花收获面积也明显增加。叠加良好的天气情况和稳定的生产投入，今年巴西棉花产量创下历史新高。并且其巨大的增产潜力在未来有可能进一步被挖掘，这将为全球带来新的供应压力。而在对全球出口贸易的影响上，冲击最大的无疑是美棉，棉花种植在美国农产品生产中占有重要地位，并且以其优良的质量和较大的产量在国际棉市中有着很大影响力，出口总量自上世纪中叶以来一直处于全球第一的位置，在今年这一状况发生了变化。随着巴西棉花种植技术的进步以及种植面积的增长，今年打破纪录地取代了美国成为全球最大出口国。

对未来预期看，全球 2024/25 年度棉花播种面积处于历史相对低位，在近 15 年中仅有三年播种面积低于该年度。虽然 2024 年度棉价整体处于下行趋势，但由于 2024 下半年大豆为代表的经济竞争作物价格同期转弱，棉花比价优势凸显；另外棉花补贴政策也是影响棉农种植积极性的一个重要因素。若考虑到补贴因素则棉农实际所售棉价相对稳定，这在农产品价格普跌时棉农能保持相对较高的收益。在 2024 年农产品价格普遍走弱的背景下，种植棉花的比较优势凸显，会进一步提高棉农种植积极性。

图 6 巴西和美棉出口占比

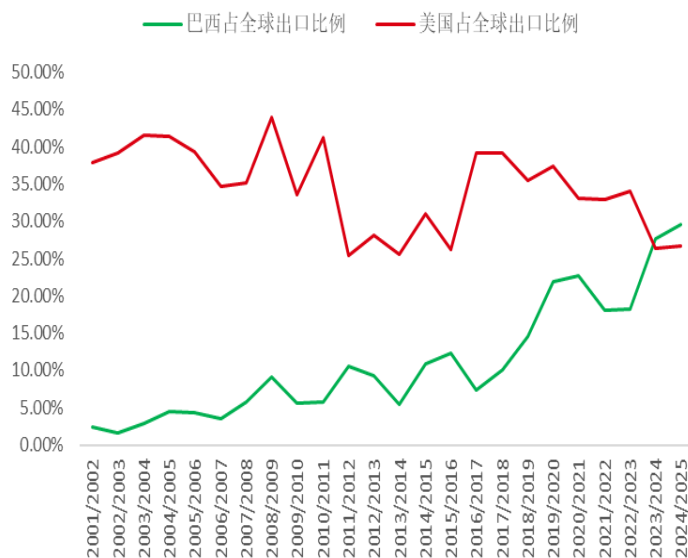
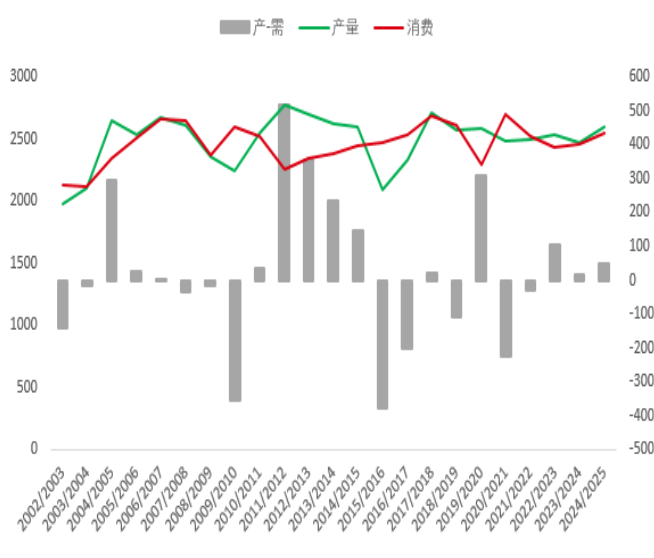


图 7 全球棉花产需历年格局 单位：万吨



数据来源：USDA、国联期货农产品事业部

数据来源：USDA、国联期货农产品事业部

2、美棉 2025 年展望：出口签约压力较大 新季种植面积有望增加

美棉产量方面本年度预计在 310 万吨附近，预计后期继续调整的可能性不大。USDA 在 8、9、10 月报告连续下修美棉估产（8 月主要通过下修面积、9/10 月主要通过下修单产），作物已进入收获

期，估产继续下修的空间不大，甚至可能小幅上修。市场关注点将逐渐转向出口需求方面，新年度 USDA 在 2 月将会公布全球棉花产销预测以及 3 月公布的美棉新年度棉花种植意向，这将对市场产生一定影响。

需求端从美棉签约情况来看，根据 USDA 最新出口销售数据，截至 12 月 12 日，美棉累计签约量为 163.45 万吨，当前签约进度为 68%，较五年均值落后 7 个百分点；美棉累计装运情况来看，美棉累计装运 54.69 万吨，当前装运进度为 23%，较五年均值落后 5 个百分点，目前签约进度仍处于历年同期较低的位置。23/24 年度中国进口的大幅增加在很大程度上支撑了美棉出口需求。但中国在经过 23/24 年度大量的进口后，24/25 年度进口需求料明显下降（保税区高库存+配额可能减少，商业进口+政府进口弱化）。东南亚纺织企业采购需求虽有提升，但毕竟体量远不及中国，叠加巴西创纪录产量下的出口供应竞争，24/25 年度美棉出口压力预计较大，后期 USDA 不排除进一步调减美棉出口。

新年度来看当前棉花与经济竞争作物的比价优势有所抬升，这是影响次年度棉农种植意愿的一个核心因素。此外，天气因素对于产量会产生直接性的影响，24/25 年度美棉产量大增主要原因在于种植季内土壤墒情并未发生明显不利变化，虽然年初 NOAA 预计会发生拉尼娜现象，但最终发生时间已经后移至年末。根据 CPC 对于 2025 年度 ENSO 气候展望报告显示，拉尼娜现象预计于 2024 年底出现，于 2025 年春季结束，并认为此次拉尼娜现象表现微弱，持续时间也比其他历史事件短。2025 年全年维持 ENSO 中性气候判断为主，目前看 2025 年度出现极端天气情况的概率较低。

图 8 ICE 粮棉比价

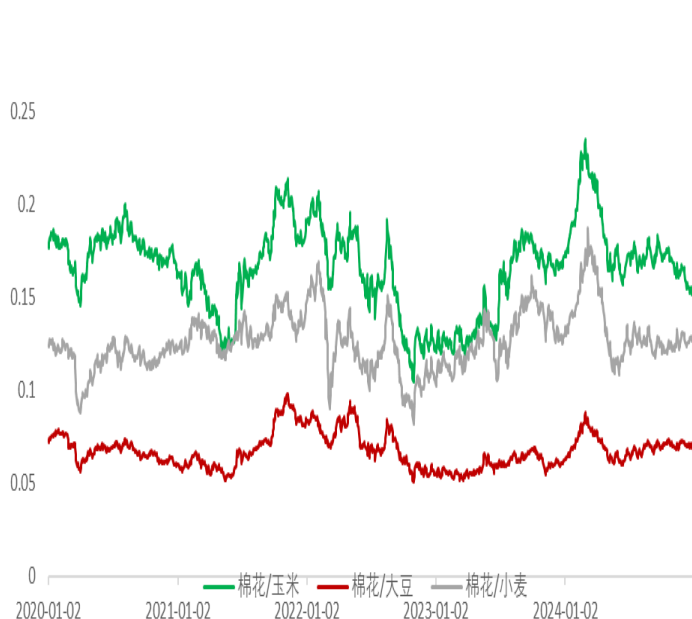
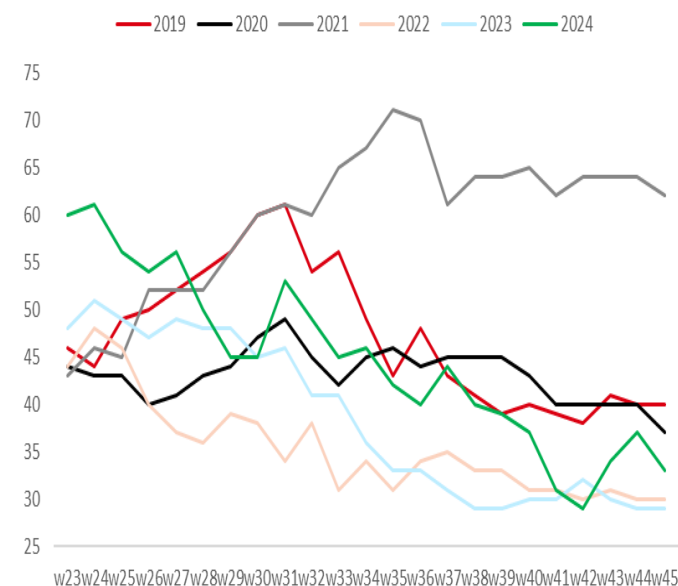


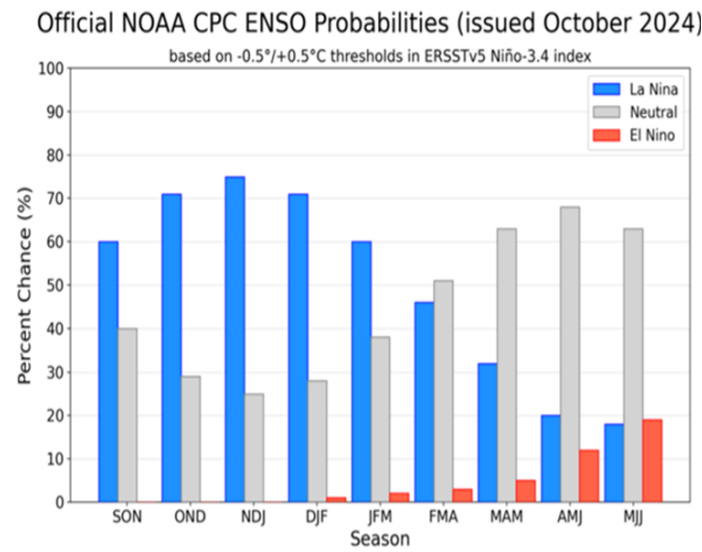
图 9 美棉优良率



数据来源：NOAA、国联期货农产品事业部

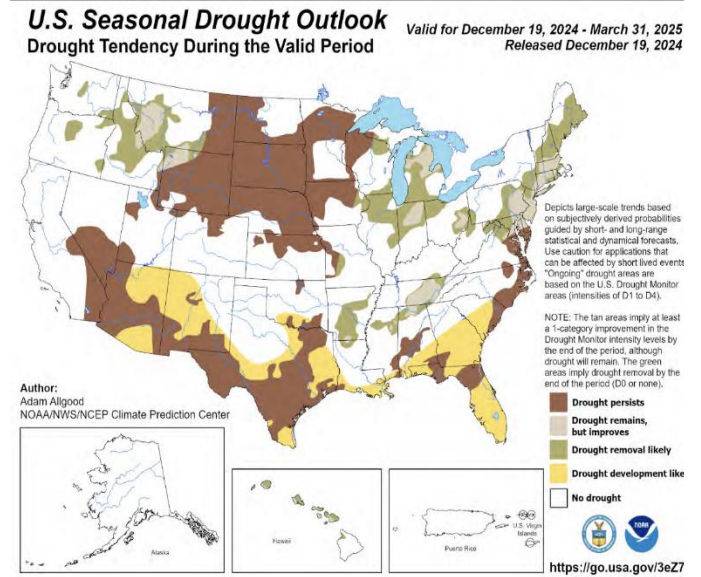
数据来源：USDA、国联期货农产品事业部

图 10 拉尼娜预测



数据来源：NOAA、国联期货农产品事业部

图 11 季度干旱展望



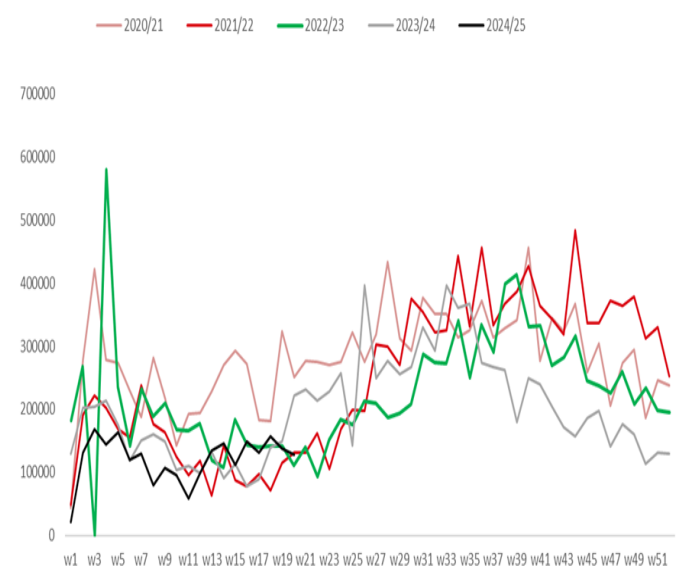
数据来源：NOAA、国联期货农产品事业部

图 12 美棉出口签约



数据来源：NOAA、国联期货农产品事业部

图 13 美棉出口装运



数据来源：NOAA、国联期货农产品事业部

图 14 美国供需平衡表预估

美棉供需	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/2024	2024/2025	同比
种植面积（百万英亩）	13.74	12.12	11.22	13.75	10.23	11.17	0.94
收获面积（百万英亩）	11.61	8.27	9.97	7.29	6.44	8.63	2.19
单产（磅/英亩）	823	847	849	953	899	789	-110
期初库存（万吨）	105.6	157.9	95.3	100.2	101.2	68.6	-32.6
产量（万吨）	433.5	318.1	381.5	315.1	262.8	310.44	47.64
进口（万吨）	0	0	0.2	0.2	0	0	0
总供应量	539.3	476	477	415.2	364	379	15
国内消费（万吨）	46.8	52.3	55.5	44.6	40.3	39.19	-1.11
出口（万吨）	338.1	328.4	321.1	271.1	255.8	246	-9.8
总使用量	384.9	380.7	376.7	315.7	296.1	285.19	-10.91
期末库存	157.9	95.3	100.2	101.2	68.6	95.79	27.19
库销比	41.02%	25.03%	26.60%	32.06%	23.17%	33.59%	10.42%

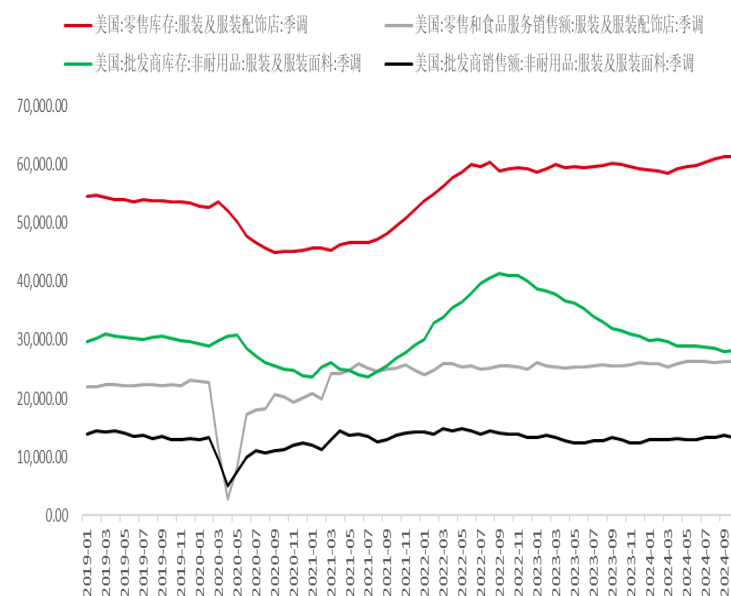
数据来源：USDA 国联期货农产品事业部

图 15 美棉播种面积和弃耕率

时间	美棉种植面积3月	6月实播面积	6月较3月变化	实际收获面积	弃耕率
2009年	881	905	2.72%	753	17.00%
2010年	1051	1091	3.81%	1070	2.00%
2011年	1257	1373	9.23%	946	31.00%
2012年	1316	1264	-3.95%	937	26.00%
2013年	1003	1025	2.19%	754	26.00%
2014年	1110	1137	2.43%	935	18.00%
2015年	955	900	-5.76%	807	10.00%
2016年	956	1002	4.81%	951	5.00%
2017年	1223	1206	-1.39%	1021	15.00%
2018年	1347	1352	0.37%	1021	26.00%
2019年	1378	1372	-0.44%	1161	15.00%
2020年	1370	1219	-11.02%	827	29.00%
2021年	1204	1172	-2.66%	1027	20.00%
2022年	1223	1376	12.51%	789	43.00%
2023年	1126	1109	-1.51%	645	41.00%
2024年	1067	1167	9.37%	913	22%
平均值	1154	1166	1.30%	928	18%

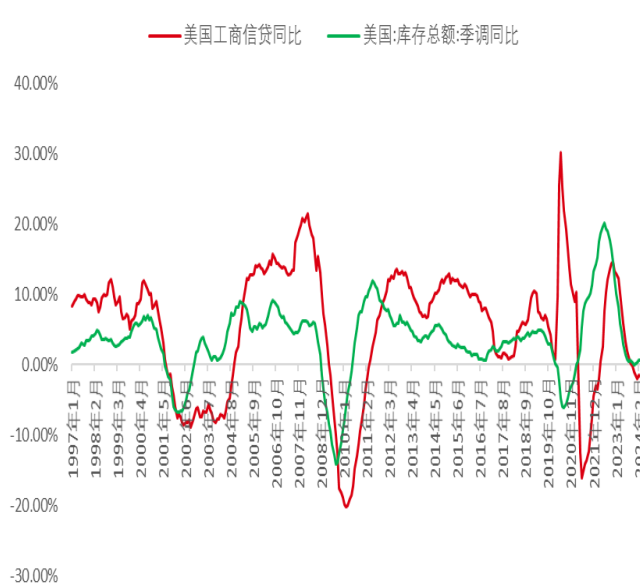
数据来源：USDA 国联期货农产品事业部

图 16 美国服装零售、批发库存和销售



数据来源：Ifind、国联期货农产品事业部

图 17 美国服装零售、批发商库销比



数据来源：Ifind、国联期货农产品事业部

美国总体库存周期正由被动去库向主动补库过渡，而从美国批发商、零售商服装库存情况看，今年 4 季度前后有望由被动去库转向主动补库。截至 2024 年 10 月，批发商库存连续 25 个月去库至 290 亿美元以下，较 2022 年 9 月最高峰 411 亿美元下降 32%，而批发商销售额近 1 年基本稳定在 130 亿美元上下，较疫情期间及疫情前略低 5% 左右，库销比降至 2.23，创 2022 年 1 月以来最低水平。零售商库存自 2023 年 9 月 600.5 亿美元历史次高水平持续去化，但去化偏慢，近期又回升至历史高点，从目前的情况来看，批发商库存去化较为顺畅，但零售端仍偏缓慢，这表明弱补库现象仅发生在批发端，零售端仍面临库存压力，库存矛盾是在内部之间的转移，并未得到有效消化。这与我们在半年报预期中预期一致，此轮补库周期我们暂时定义为弱补库，美国在连续加息背景下强劲的主动补库条件包括流动性充裕、经济强劲复苏，未来显然较难看到，疫情期间积累的超额储蓄正受到自然减量、持续通胀和高利率的侵蚀，家庭支出面临弱化的风险。

三、国内棉花供需

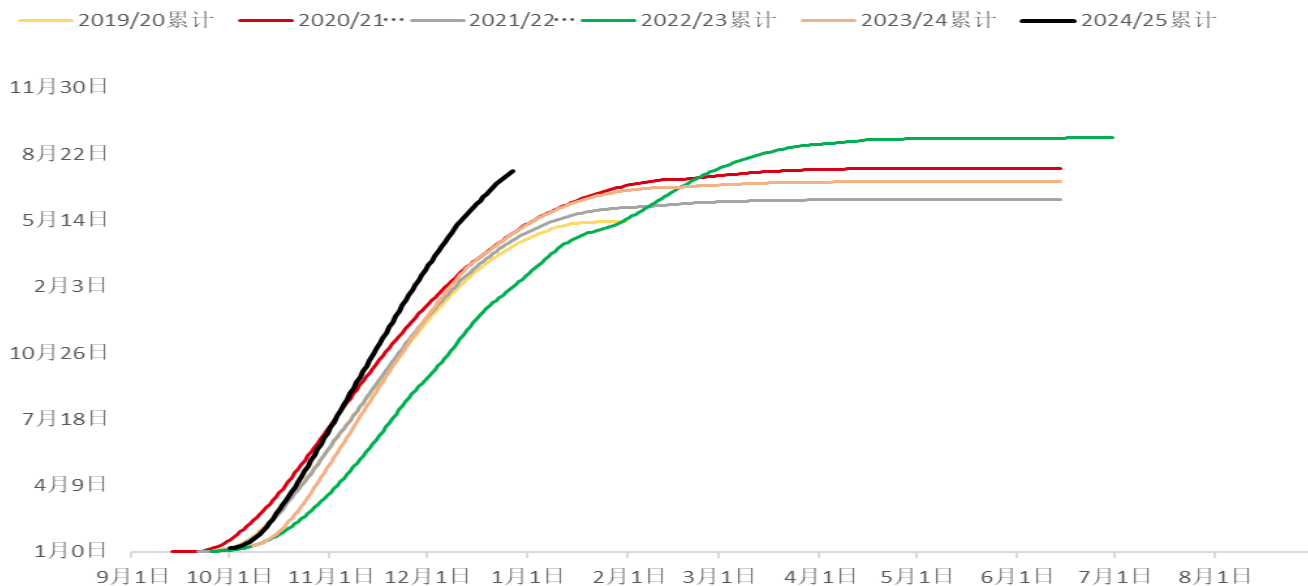
1、加工进度偏快 套保压力大

由于受到政策倾向性的影响，我国棉花种植的集中化趋势愈发明显。截至 2024 年，新疆地区棉花播种面积占全国总播种面积 87% 以上，其地区产量接近全国总产量的 94%。近年来我国种植面积呈现出波动下降的特征。据国家棉花市场监测系统显示，2024 年全国棉花实播面积 4083.3 万亩，

同比减少 56.9 万亩，减幅 1.4%；其中新疆棉花实播面积为 3565.4 万亩，同比减少 50.9 万亩，减幅 1.4%。虽然播种面积下降，但得益于种植期内天气良好，产量明显增产。

据全国棉花交易市场数据统计，截止到 2024 年 12 月 27 日，新疆地区皮棉累计加工总量 577.39 万吨，同比增幅 19.53%。其中，自治区皮棉加工量 400.6 万吨，同比增幅 26.81%；兵团皮棉加工量 176.79 万吨，同比增幅 5.79%。27 日当日加工增量 3.56 万吨，同比增幅 11.81%。

图 18 新疆棉加工量



数据来源：Ifind、国联期货农产品事业部

图 19 收购价折盘面

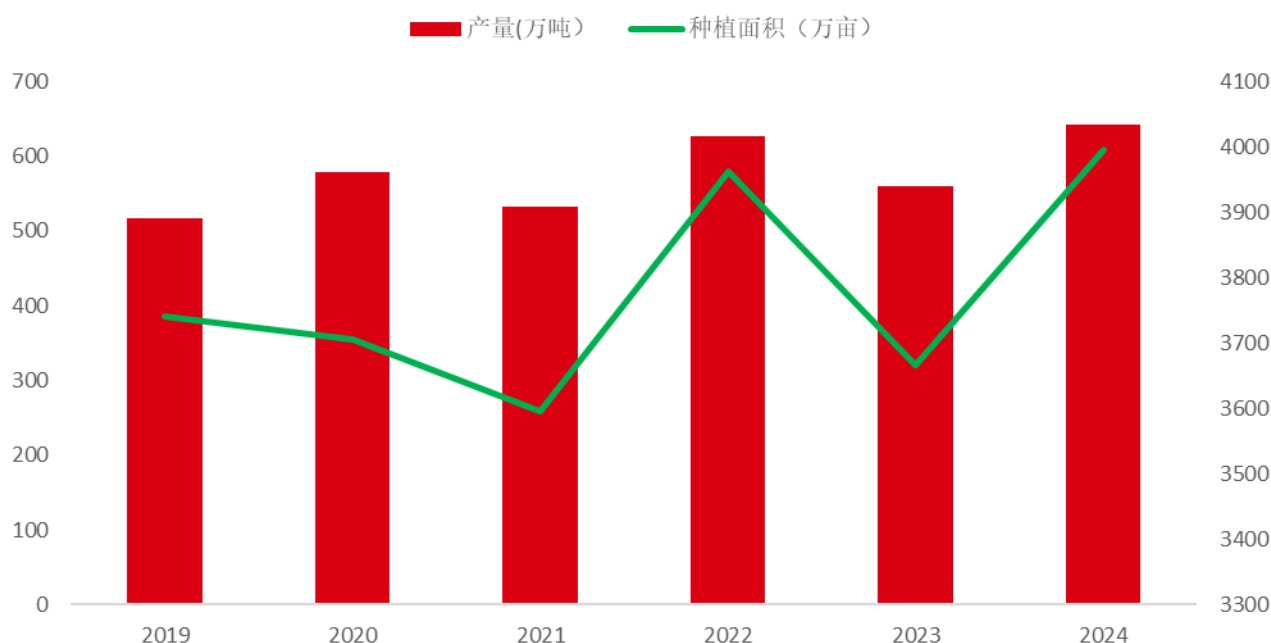
籽棉折盘面（按38衣分，1000加工费，期现倒挂500）											
籽棉\棉籽	1.5	1.7	1.9	2.1	2.3	2.5	2.7	2.9	3.1	3.3	3.5
5	11743	11488	11233	10978	10722	10467	10212	9957	9701	9446	9191
5.2	12270	12014	11759	11504	11249	10993	10738	10483	10228	9972	9717
5.4	12796	12541	12286	12030	11775	11520	11264	11009	10754	10499	10243
5.6	13322	13067	12812	12557	12301	12046	11791	11536	11280	11025	10770
5.8	13849	13593	13338	13083	12828	12572	12317	12062	11807	11551	11296
6	14375	14120	13864	13609	13354	13099	12843	12588	12333	12078	11822
6.2	14901	14646	14391	14136	13880	13625	13370	13114	12859	12604	12349
6.4	15428	15172	14917	14662	14407	14151	13896	13641	13386	13130	12875
6.6	15954	15699	15443	15188	14933	14678	14422	14167	13912	13657	13401
6.8	16480	16225	15970	15714	15459	15204	14949	14693	14438	14183	13928
7	17007	16751	16496	16241	15986	15730	15475	15220	14964	14709	14454
7.2	17533	17278	17022	16767	16512	16257	16001	15746	15491	15236	14980
7.4	18059	17804	17549	17293	17038	16783	16528	16272	16017	15762	15507
7.6	18586	18330	18075	17820	17564	17309	17054	16799	16543	16288	16033
7.8	19112	18857	18601	18346	18091	17836	17580	17325	17070	16814	16559
8	19638	19383	19128	18872	18617	18362	18107	17851	17596	17341	17086
8.2	20164	19909	19654	19399	19143	18888	18633	18378	18122	17867	17612
8.4	20691	20436	20180	19925	19670	19414	19159	18904	18649	18393	18138
8.6	21217	20962	20707	20451	20196	19941	19686	19430	19175	18920	18664
8.8	21743	21488	21233	20978	20722	20467	20212	19957	19701	19446	19191
9	22270	22014	21759	21504	21249	20993	20738	20483	20228	19972	19717

数据来源：Ifind、国联期货农产品事业部

2、新作种植面积预计稳定

国内来看，今年气候条件相比去年明显不同，新疆风调雨顺的天气给了棉花出苗期极其完美的生长条件，因此即使在今年新疆棉种植面积下降 1.5% 的预期下，产量仍是大幅增加，根据 BCO 数据预估 2024/25 年度（2024 年 9 月 1 日至 2025 年 8 月 31 日）我国新棉产量为 681 万吨，较上一年度增加 112 万吨。其中，新疆棉产量 641 万吨，较上一年度 559 万吨增加 82 万吨，增幅为 14.7%。今年新疆棉 641 万吨的产量再次创下历史新高。另外从收购情况看，第一，今年籽棉收购价格较去年出现明显回落，呈现“低开-反弹-回落”趋势，折皮棉价格北疆成本 14800 附近，南疆成本 14500 附近。若考虑到基差因素，今年轧花厂还是有时间窗口可以实现顺价套保，有一定的利润空间；第二，国内棉花与经济竞争作物的比价优势在 2024 下半年出现明显回升，虽然植棉成本有所上升，但由于 18600 元/吨的植棉补贴政策存在，使得在农产品收购价格普跌的背景下，植棉收益更具有竞争性。政策层面看经历了近几年的次宜棉区退出改种其他粮食作物，棉花种植面积正趋于稳定。

图 20 新疆种植面积及产量变化



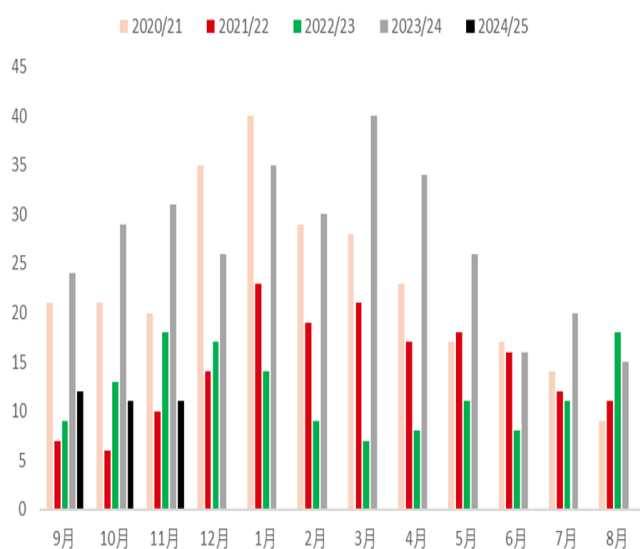
数据来源：Ifind、国联期货农产品事业部

3、棉花上半年进口量偏高 后期进口受限

海关数据显示 23/24 年度我国累计进口棉花 324 万吨，同比增 127%，增 181 万吨。我国 1%关税进口配额为 89.4 万吨加上去年发放的 75 万吨滑准税配额合计 164.4 万吨，BCO 平衡表中 2023/24 年度进口 326 万吨，可以推测除部分未通关棉花处于保税库内，另有较大部分进口棉入储，我们估

计可能在 130 万吨左右。储备棉需求得到很大程度满足，进而新年度再增加进口棉入储的可能性不大。7 月 31 日公布了 20 万吨的滑准税进口配额，且全部为加贸配额，据河南、山东等地纺企反馈 2024 年滑准税进口配额已于 9 月中旬开始陆续下达（该部分进入下年度供应）。国内港口保税区棉花库存高企，库存居高难下。内地库存偏紧亟待配额通关。棉花进口数量的变动也是能够直观体现我国棉花消费情况的重要指标之一。对于 2025 年棉花进口情况，我们认为，在外需减弱、内需尚未完全恢复的背景下，同时考虑到 24/25 年度国内丰产的现状，在新年度我国棉花进口需求量或将缩减。

图 20 月度进口棉花量



数据来源：Ifind、国联期货农产品事业部

图 21 月度进口棉纱量



数据来源：Ifind、国联期货农产品事业部

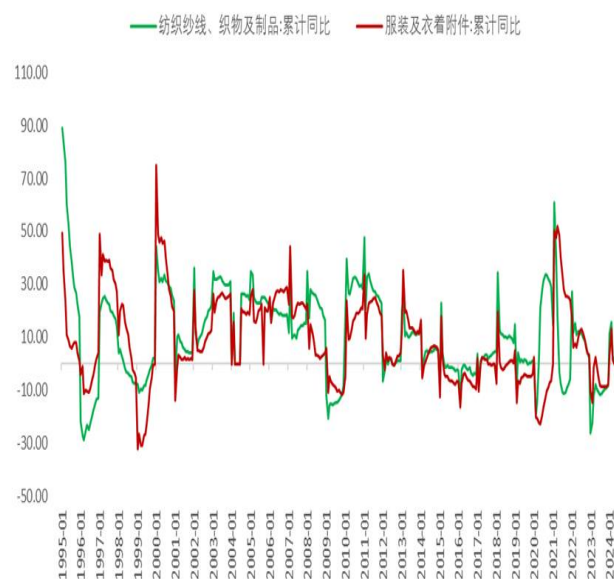
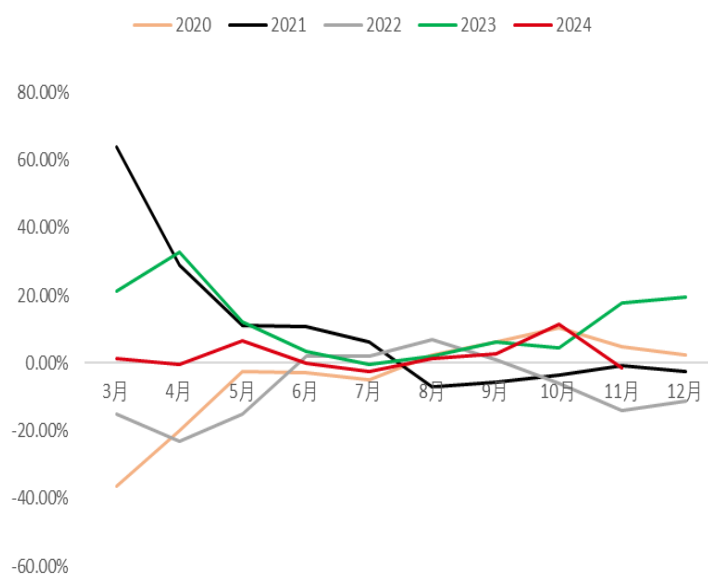
4、内需疲软抑制终端需求 出口量增价跌仍要开拓新兴市场

内需形式看去年年末以来订单好转，使得今年下游市场迎来开门红，但之后“金三银四”传统旺季落空，5 月份后市场淡季更淡，纱线持续累库但未到高位，开机总体下滑不大。6 月份之后累库压力叠加高温影响，内地出现一些限产减产，7 月份内地平均开机降至 5-6 成，个别大厂开机降至历史最低，三班只开一班。9 月份传统旺季来临叠加宏观转好，产成品去库较快，开机也出现了较好的修复。10 月中旬之后下游再次转差，贸易商出货也挤压纱厂出货。12 月以来下游小幅备货，32 支和 40 支走货有所好转，但以溯源订单为主，内销仍然较弱。海外出口市场在美国疆棉禁令以及提高关税的背景下依然呈现不断萎靡趋势，欧美纺服市场中来自中国产品的比重收缩，虽然国内向一带一路国家出口占比有所上升，但短时间内代替欧美国家成熟市场依然有较大差距。根据海关总署今日统计快讯，今年 1-11 月，全国纺织品服装出口 2730.6 亿美元，同比增长 2.0%，增幅较前 10

个月扩大 0.5 个百分点。其中，纺织品出口 1288.4 亿美元，同比增长 4.6%；服装出口 1442.2 亿美元，同比微降 0.2%。以人民币计，1-11 月我国纺织品服装出口额为 1.94 万亿元，同比增长 3.2%。其中，纺织品出口 9159.6 亿元，同比增长 6.0%；服装出口 1.03 万亿元，同比增长 0.9%。根据中国服装协会数据，1-9 月，我国针织服装出口增长，梭织服装出口下降。两大类服装出口数量同比增幅均超过 11%，出口价格均下降，梭织服装出口价格降幅更大。针织服装出口 543.5 亿美元，同比增长 2.5%；出口数量 174.6 亿件，同比增长 11.5%；出口价格同比下降 8.1%。梭织服装出口 485.1 亿美元，同比下降 5.3%；出口数量 103 亿件，同比增长 12.2%；出口价格同比下降 15.5%。衣着附件出口 117.1 亿美元，同比下降 3.4%。随着近些年来国际竞争贸易限制的加剧，我国棉花及棉纺织行业都受到波及，终端产品出口的变化尤其体现在欧美订单减少上。欧美是我国棉纺织订单利润最为丰厚的市场，失去欧美市场意味着棉纺产业利润的下降，进而向上负反馈传导。后期川普上台后预计贸易形式更加不容乐观。

图 19 国内服装零售同比

图 20 国内纺织服装出口金额同比增速

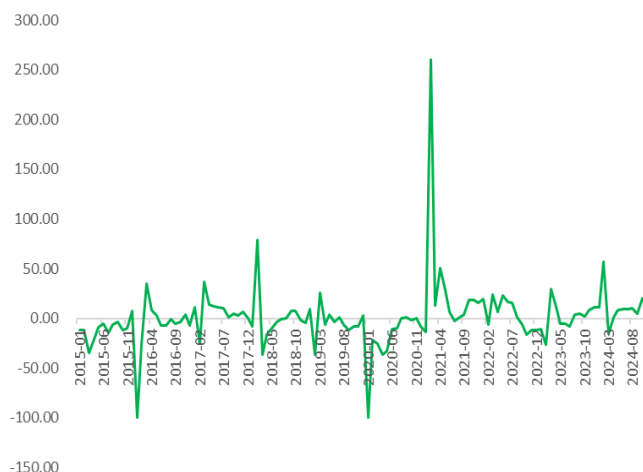
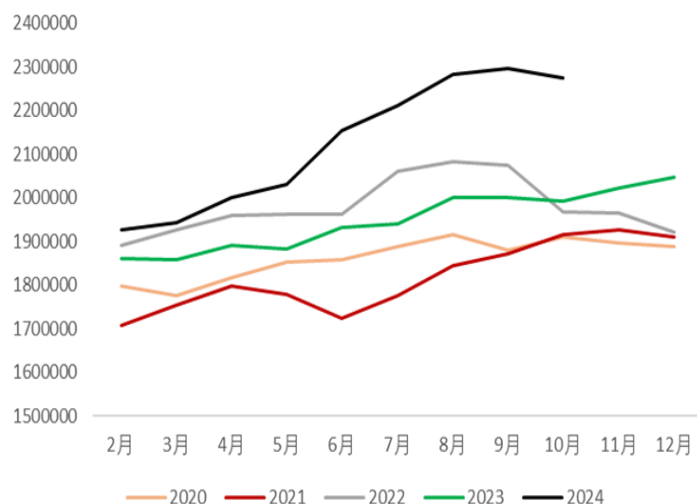


数据来源：Ifind、国联期货农产品事业部

数据来源：Ifind、国联期货农产品事业部

图 19 纺织服装、服饰业:产成品存货

图 20 棉纺出口数量同比



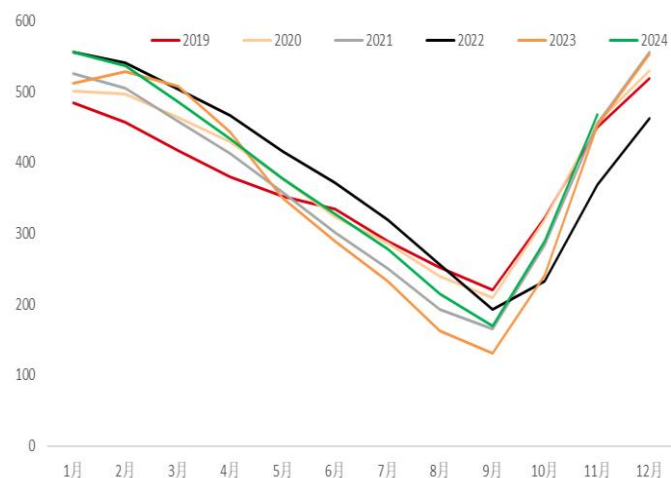
数据来源：Ifind、国联期货农产品事业部

数据来源：Ifind、国联期货农产品事业部

5、下游产成品库存累计 原料库存中性

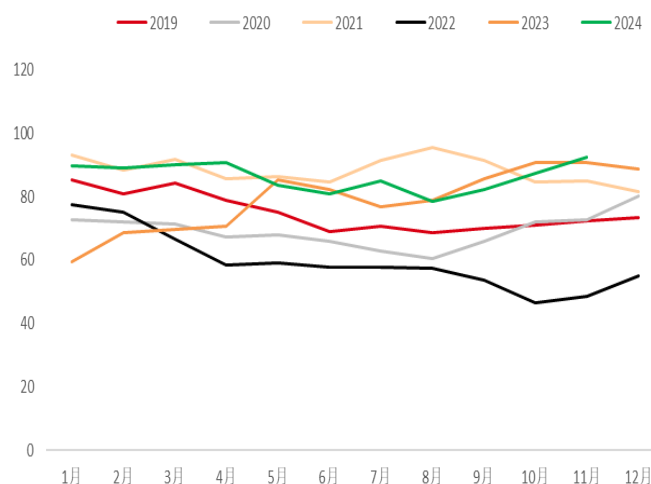
国内在进入5月淡季后，下游走货困难，纺织企业对后市相对悲观多以观望或按需采购为主，纺企纱线库存开始出现累库现象，下游纺织企业经营较为困难，对原料采购不积极。就当前2024年底的短期情况来看，市场淡季特征明显，下游订单继续清淡，溯源外单稍好，拉动进口纱刚需走货，但对内棉需求提振较为有限。在此情况下，几个主要棉纺集散地开机继续走弱，尤其张槌降幅明显。织厂整体资金链紧张，节前备货意愿不足。库存方面因行业对未来预期偏弱，棉花原料备货主动去库，总量控制较好。但与此对应的是终端成品库存继续小幅累积，预示着需求的持续偏弱。

图 21 棉花商业库存 单位：万吨



数据来源：ifind、国联期货农产品事业部

图 22 棉花工业库存 单位：万吨



数据来源：ifind、国联期货农产品事业部

图 23 棉花产业链库存

单位：万吨

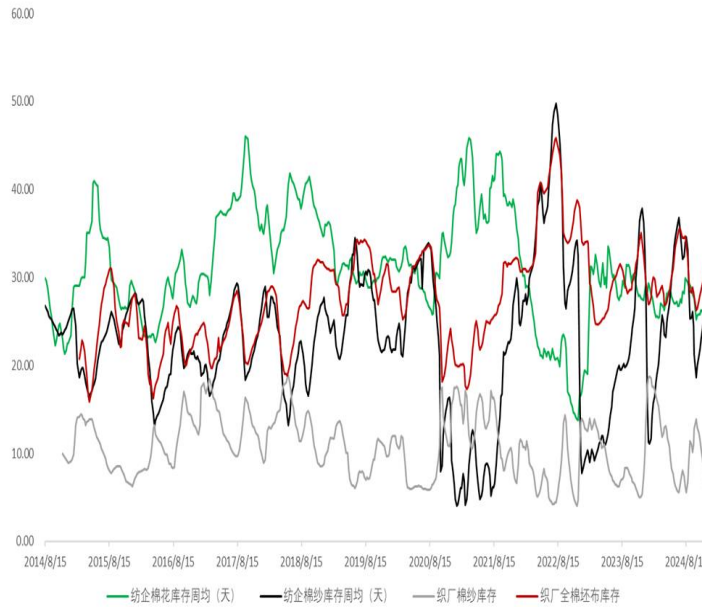


图 24 产业链开机



数据来源：ifind、国联期货农产品事业部

数据来源：ifind、国联期货农产品事业部

图 25 纺纱利润

单位：元/吨

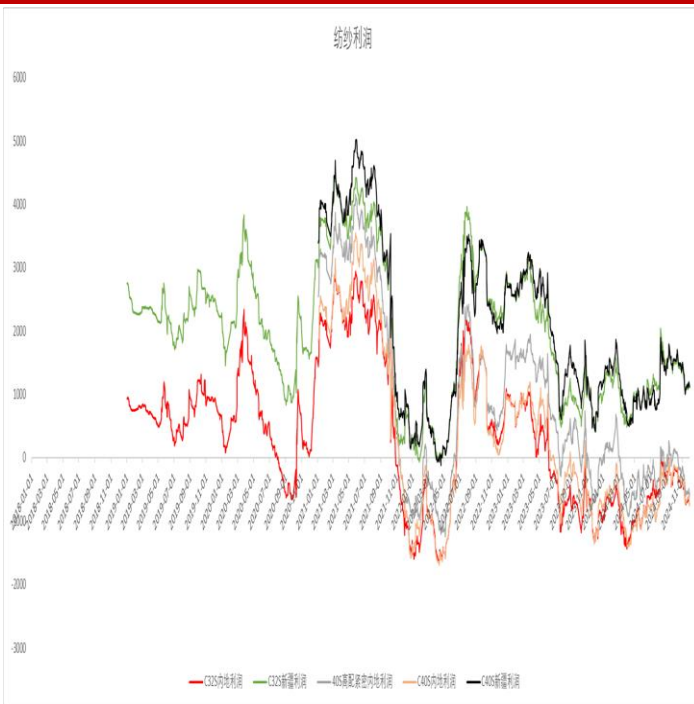
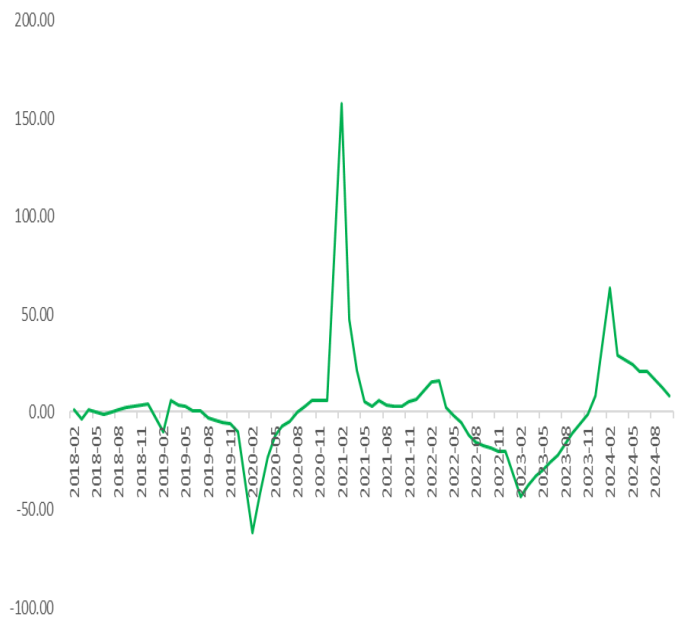


图 26 中国:营业利润:纺织业:累计同比



数据来源：ifind、国联期货农产品事业部

数据来源：ifind、国联期货农产品事业部

四、行情展望与应对策略

全球新年度供需大基调为供强需弱，产业逻辑限制了投机资金对棉花炒作热情。市场情绪仍偏悲观，新年度全球棉花供应格局偏宽松；2. 受全球经济放缓影响，终端压价自下而上传导，棉纺出口量增价跌特征越发明显；3. 因人口结构变化及国内资产负债表衰退，棉纺织品内需增速逐渐放缓，纺织链条过剩产能仍处被动淘汰出清过程中。总体来看，新年度供应端的变数相对较小，需求端面临的问题是结构性的，2023 年以后中国进入老龄化而且人口开始负增长，国内目前尽管有各种刺激对冲资产负债表衰退，整体中国债务压力已经非常巨大，而且刺激也会是渐进式刺激，单靠中央政府加杠杆对于经济刺激效果都会大打折扣，而且短期都很难见到实质性好转，棉纺终端消费的好转预计更为艰难。

就 2025 年度国内棉花的运行逻辑而言，当下供应看不论是从本年度产量抑或是从加工进度来看，还是从产业套保意愿角度，都预示着压力相比以往来的更早。阶段在需求短期难以有效改善的前提下，终端降价出货是为数不多的选择，产业链自下而上的负反馈持续。而宏观层面川普上台后的关税灰犀牛仍未充分发酵，特朗普的胜选将为我国纺织产业带来更大的不确定性，对应产业也在为面对寒冬做着准备，国内棉纺产业产能的升级出清在持续进行之中。棉价在未充分计价这些利空前仍难乐观，节奏看上半年反弹就将面临巨大套保压力，后点价盘压力也大，大概率向下还有一波跌势，但真大跌后也不应过于低估需求面的弹性，全球纺织企业环节原料库存较低、中国贸易商棉纱库存也低、且美国纺服还处于补库周期的背景下，下半年若产业内外投机需求回升，隐性需求将会增加需求弹性，预估全年有望呈现先抑后扬态势，波动区间 12000-15000。

联系方式

国联期货研究所农产品事业部

地 址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼
(214121)

电 话：0510-82758631

传 真：0510-82757630

E-mail: 111@guolian.com



国联期货微信公众号

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。