

国信期货 2026 年投资策略报告

棉花

郑棉开局不易 终局可期

2025 年 11 月 23 日

主要结论

国际市场小结：2025/26 年度全球棉花供应增加，美国单产大幅增加，各主产国保持较高供应水平。消费方面预计勉强实现微幅增长，全球经济仍需面临下行风险，支撑来自各国逆周期操作政策。贸易流方面，由于美国对各国经贸谈判取得一定进展，利好美棉出口，巴西面临的竞争压力较大，印度棉花出口或有所增加。宏观方面，美联储进入降息周期，对于全球棉花消费来说存在一定支撑。但需要持续关注全球贸易政策变化，如果再度出现紧张，仍会导致棉价的短期下行。总体来看，供需矛盾并不突出，2025/26 年度全球棉价预计宽幅震荡。

国内市场小结：2025/26 年度国产棉供应显著增加，新棉成本较上一年度变化不大，相对往年来看，轧花厂套盘难度不大，成本支撑效应或在本年度后期显现。纺织企业成品库存持续下降至相对健康水平，内销销售额同比增加，展现出一定韧性，消费或在经济刺激政策下持稳，但行业整体盈利空间有限，能够接受的上游成本增加较低。出口端 2026 年面临的局面或好于 2025 年，同时国内企业正逐步开辟新的出口市场。总体来看，当前棉价处于偏低水平，在进口不大量增加的情况下，若能稳住内需，叠加出口转好，棉价重心有望上移。

分析师：侯雅婷
从业资格号：F3037058
投资咨询号：Z0013232
电话：021-55007766-305169
邮箱：15227@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、行情回顾

ICE 期棉全年走势分为两个阶段。

第一阶段：宽幅弱势震荡（年初至9月底）。上半年国际棉市震荡走低。2月28日加征关税利空棉价，疲弱的基本面叠加宏观利空，ICE 美棉主力合约跌至66美分/磅，此后修复性回升。4月4日再度下挫，因贸易紧张局势升级，跌至60.8美分/磅的低位。随后震荡回升，但受限于70美分/磅一线。整体维持弱势震荡。7-8月，巴西2024/25年度棉花出口创283万吨历史新高，印度免除进口关税刺激国内纺织业需求，全球供应宽松预期主导市场。USDA虽在8月报告中将美棉产量下调至287.7万吨，但市场质疑数据“矫枉过正”，美国主产棉区天气好转及弃收率下调预期压制反弹空间。8月中旬ICE主力合约一度跌至65.88美分/磅，基金净多单持续减少，显示需求疲软。进入9月，美联储降息25个基点至4.00%-4.25%，美元走弱提振商品市场。同时，美国主产棉区干旱面积扩大至32%，优良率降至47%，美棉反弹至68美分/磅附近，但巴西新棉上市及全球库存消费比仍处高位，限制上行空间。

第二阶段：进一步走弱（10月至年底）。国际市场在10月下旬至11月重回下跌通道，并不断创下新低，宏观利空叠加供需基本面疲弱。市场当时对于中美关系的预期较为悲观，宏观方面承压明显，直到中美谈判达成阶段性成果才转为乐观。基本上美国棉花丰产得到确认，USDA在11月的报告显示产量高于预期且期末库存大幅增加。

郑棉期货全年走势分为四个阶段。

第一阶段：震荡后快速下挫（年初至4月上旬）。年初，郑棉主力合约价格在13330-13930元/吨之间运行。宏观利空打破这一平衡，美国特朗普政府公布对全球范围加征关税，且幅度远超市场预期，市场情绪崩溃。郑棉价格大幅下挫，于4月9日跌至12315元/吨的阶段低点。

第二阶段：超跌反弹（4月中旬至7月中旬）。在4月初棉价快速大幅下跌后，郑棉开启修复式反弹。中美开启贸易谈判，谈判结果超预期，市场情绪转乐观。国内本年度末棉花供应偏紧的预期也对盘面形成支撑。郑棉价格自低位展开反弹，最高回升至14375元/吨。

第三阶段：震荡整理（7月中旬至9月下旬）。郑棉呈现震荡格局，主力合约价格区间大致在13500-14350元/吨。7-8月，新疆棉花生长良好，市场对2025/26年度丰产预期强烈，但国内商业库存处于低位但新棉预售规模扩大。8月下旬，中美关税暂缓期延长90天及美联储降息预期升温，推动郑棉短暂反弹至14300元/吨附近，但新棉增产预期压制上行空间。进入9月中下旬，新疆手摘棉采摘启动，市场对丰产共识进一步强化，郑棉重心下移。

第四阶段：再度走弱（9月下旬至年底）。新年度大丰产的预期以及“金九银十”的消费旺季不及预期，郑棉破位下行。9月30日郑棉最低跌至13155元/吨。但随着新棉上市进程推进，南疆单产不及预期，新疆估产下调。郑棉价格企稳回升。不过在供应压力下，郑棉期货价格上方空间也有限，整体在13400-13650元/吨的区间震荡。

图：美棉主力合约走势

图：郑棉主力合约走势



数据来源：博易云 国信期货



数据来源：博易云 国信期货

二、国际市场分析

1、2025/26 年度全球供需略有转松

2025/26 年度全球供需情况整体变动幅度不大，略有转松。库存消费比为 63.9%，较 2024/25 年度上升 1.3 个百分点。2025/26 年度全球棉花产量上升 30 万吨，全球消费量微幅上调 9 万吨。全球棉花期末库存上升，较 2024/25 年度增加 39 万吨。

图：全球棉花平衡表（单位：万吨、%）

全球棉花供需平衡表

市场年度	期初库存 (万吨)	产量 (万吨)	进口量 (万吨)	国内总消费 (万吨)	出口量 (万吨)	损耗 (万吨)	期末库存 (万吨)	库存消费比
2013/2014年	1,998	2,613	895	2,385	887	-8	2,232	93.6%
2014/2015年	2,242	2,584	773	2,391	768	2	2,428	101.5%
2015/2016年	2,436	2,099	764	2,414	766	1	2,107	87.3%
2016/2017年	1,969	2,315	818	2,521	823	5	1,745	69.2%
2017/2018年	1,750	2,686	893	2,664	902	3	1,752	65.8%
2018/2019年	1,768	2,573	921	2,614	904	1	1,735	66.4%
2019/2020年	1,743	2,650	884	2,234	900	-1	2,135	95.6%
2020/2021年	2,116	2,426	1,065	2,648	1,053	1	1,895	71.6%
2021/2022年	1,693	2,485	932	2,519	940	-13	1,656	65.7%
2022/2023年	1,545	2,524	819	2,444	795	-6	1,647	67.4%
2023/2024年	1,655	2,443	956	2,495	962	-5	1,593	63.8%
2024/2025年	1,600	2,588	934	2,583	921	-5	1,616	62.6%
2025/2026E11	1,624	2,618	959	2,592	959	-5	1,655	63.9%

数据来源：USDA 国信期货

2、美棉单产上调 供需转松

美国农业部（USDA）在 11 月供需报告中称，美国 2025/26 年度棉花产量预估为 1412 万包，较 9 月报告预估的 1322 万包上调 90 万包，环比增加 6.81%。消费量和进口量较 9 月报告持平。美国棉花出口量预计增加 20 万包，至 1220 万包。受产量增加的影响，美国期末库存上调 20%，至 430 万包。

图：美棉供需平衡表（单位：十吨、万吨）

美国棉花供需平衡表

市场年度	期初库存 (万吨)	产量 (万吨)	进口量 (万吨)	国内总消费 (万吨)	出口量 (万吨)	损耗 (万吨)	期末库存 (万吨)	库存消费比
2013/2014年	82,840	280,125	282	83,371	228,501	6,336	50,995	61.2%
2014/2015年	51,230	354,122	260	82,135	244,038	4,557	79,205	96.4%
2015/2016年	79,570	279,670	716	78,511	198,620	3,646	82,460	105.0%
2016/2017年	82,840	372,589	152	71,827	323,699	1,302	59,675	83.1%
2017/2018年	59,950	454,029	65	69,332	353,298	-651	91,140	131.5%
2018/2019年	91,560	398,564	65	63,364	318,990	-1,194	107,415	169.5%
2019/2020年	107,910	432,112	65	45,917	332,010	-738	161,665	352.1%
2020/2021年	162,410	316,994	43	51,212	348,285	-868	79,205	154.7%
2021/2022年	79,570	380,249	109	54,858	304,885	-477	99,820	182.0%
2022/2023年	100,280	313,956	43	42,749	270,165	-1,736	100,905	236.0%
2023/2024年	101,370	261,832	43	39,451	254,975	-694	68,355	173.3%
2024/2025年	68,670	312,762	65	36,152	258,230	-738	86,800	240.1%
2025/2026E11	87	308	0	37	266	-2	94	252.9%
Proj.+/-		19.62	0.00	0.00	4.36	-0.22	15.26	0.41

数据来源：USDA 国信期货

美棉单产大幅上调，超出市场预期。总体来看，上调单产的原因主要是天气方面配合。

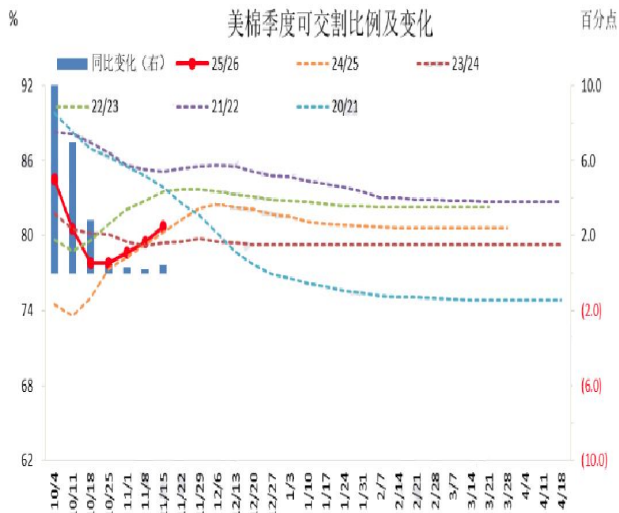
美棉主产区飓风高发时间段为 8-10 月，2025 年该时间段热带风暴、飓风等灾害显著减少。亚拉巴马州、佐治亚州、北卡罗来纳州、南卡罗来纳州等州棉花生长相对适宜，预计单产有一定幅度的提升。另外，2025 年前期对于美棉主产区旱灾的影响预估偏悲观。截至 2025 年 11 月 11 日当周，约 47% 的美国棉花产区受到干旱影响，前一周为 44%。虽然旱情持续扩大，但自 9 月中旬美棉采收就已经展开，至 11 月中下旬西南棉区、西部棉区已基本结束，旱情对 2025/26 年度棉花单产和总产的影响基本可以忽略。

2025 年 9 月至 11 月中旬，美国西南棉区与中南棉区的天气条件十分理想。这段时间降雨偏少，且秋末出现回暖态势，为秋桃、盖顶桃的生长创造了有利环境。这一利好天气直接推动秋桃在棉花总产量中的占比提升，超出了 USDA 此前的预测水平。从相关报告来看，USDA 11 月供需报告上调棉花产量预期，主要还是依赖于西南棉区与西部棉区的良好生产表现。

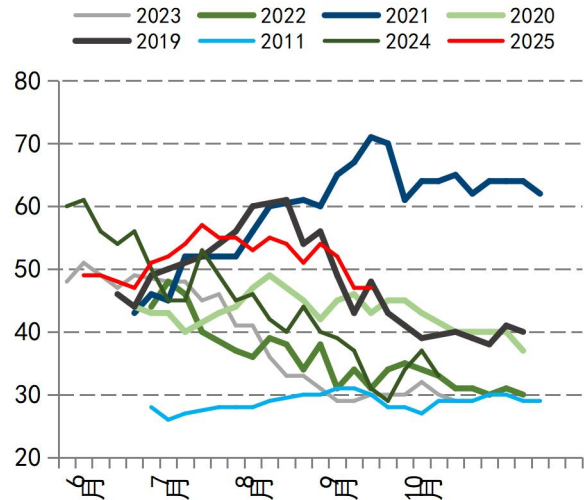
良好的天气下不仅单产上调，预计棉花等级、品质指标也大概率好转。美棉新花长度、断裂比强度指标处于五年均值偏上水平，颜色级、马克隆值稍差。

图：美棉季度可交割比例及变化（单位：%）

图：美棉优良率（单位：%）



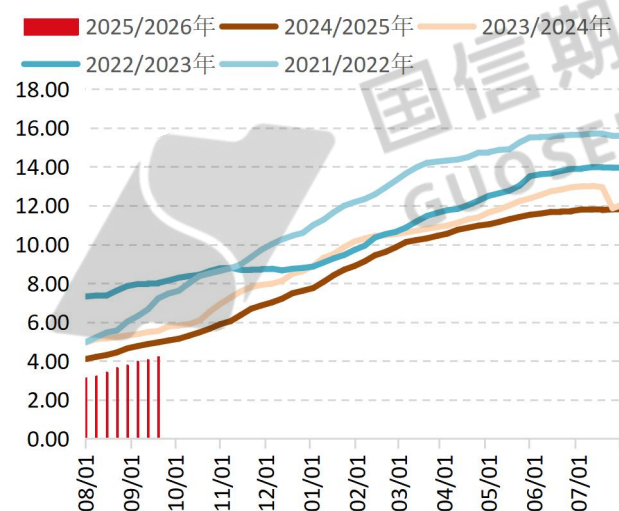
数据来源：TTEB 国信期货



数据来源：USDA 国信期货

美国农业部上调了美棉年度出口预期，预估2025/26年度美棉出口量为37万吨，较上一年的36.15万吨上调0.85万吨。关税政策落地，对美国棉花消费利好，一方面终端纺织品服装订单修复，使得棉花采购恢复，另一方面关税附加协议通常包括美国商品的采购目标，有利于棉花的出口。

图：美棉累计出口订单（单位：百万包）



数据来源：USDA 国信期货

图：美棉向各国累计出口签约及装运量（单位：万吨）

表1 美棉向各国累计出口签约及装运量							
各国/万吨	25/26年总签约	同比%	25/26年累计装运	同比%	本年度未装运	同比%	26/27年总签约
总共	98.2	-15	24.8	8	73.4	-21	0.4
越南	24.4	83	8.3	106	16.1	78	0.4
中国	1.8	-83	0.3	-93	1.6	-77	1.0
土耳其	7.8	-27	1.8	56	6.0	-37	0.0
印尼	4.5	47	0.5	52	4.0	48	0.0
巴基斯坦	11.0	-54	2.4	-43	8.6	-56	0.0
印度	5.8	-28	2.5	48	3.3	-48	0.0
孟加拉	7.0	21	2.1	72	4.9	11	0.0

数据来源：TTEB 国信期货

3、巴西供应继续扩张 出口表现亮眼

美国农业部（USDA）11月月度供需报告显示巴西棉总产量预期为409万吨，环比上调11万吨，上调巴西出口4万吨至316万吨。

巴西国家商品供应公司（Conab）11月份供需预报数据显示，2025/26年度巴西棉花种植面积预估为213.71万公顷，同比增加2.4%，2024/25年度为208.61万公顷。2025/26年度巴西棉花单产预估为1885千克/公顷，同比减少3.6%，2024/25年度为1954千克/公顷。2025/26年度巴西棉花产量预估为402.79万吨，同比减少1.2%，2024/25年度为407.69万吨。2025/26年度巴西出口量预估为306万吨，同比增加

11.7 万吨。

美国农业部相对巴西国家商品供应公司来看，产量和出口量均略高，但总体差距不大，较此前年份有明显改善。

根据巴西海关数据，2025 年 1-10 月巴西棉累计出口 219.3 万吨，表现亮眼。2025 年前三季度得益于竞争对手的疲软与自身性价比优势，巴西棉花出口势头强劲。美国加征关税为巴西棉让出了市场空间，澳大利亚棉花的销售季渐近尾声，巴西棉成功吸引了包括中国、越南、孟加拉等国买家的采购兴趣，使其销售途径显著多元化。但随着釜山会晤及吉隆坡经贸磋商，中国与美国在关税、出口管制、海事航运等方面达成了积极共识，印度与美国关税谈判也取得进展，后期美棉对于巴西棉出口的排挤或提升。对于 2025/26 年度巴西棉出口不宜过分乐观。

图：USDA 巴西棉花平衡表（单位：十吨、万吨）

巴西棉花供需平衡表								
市场年度	期初库存 (万吨)	产量 (万吨)	进口量 (万吨)	国内总消费 (万吨)	出口量 (万吨)	损耗 (万吨)	期末库存 (万吨)	库存消费比
2013/2014年	43,709	130,634	3,190	86,258	48,369	0	42,706	49.5%
2014/2015年	42,902	172,732	521	82,981	84,934	0	48,044	57.9%
2015/2016年	48,265	155,806	1,975	72,435	93,570	0	39,820	55.0%
2016/2017年	40,003	128,464	4,101	67,227	60,500	0	44,659	66.4%
2017/2018年	44,864	152,334	1,779	69,136	90,598	0	39,038	56.5%
2018/2019年	39,218	200,074	369	70,937	130,612	0	37,932	53.5%
2019/2020年	38,106	282,100	109	70,026	193,933	0	56,181	80.2%
2020/2021年	56,440	299,026	260	70,525	238,960	0	45,982	65.2%
2021/2022年	46,194	234,794	521	69,136	167,676	0	44,485	64.3%
2022/2023年	44,690	254,324	174	69,310	144,435	0	85,238	123.0%
2023/2024年	85,630	316,169	130	73,086	267,127	0	61,324	83.9%
2024/2025年	61,607	368,900	87	75,950	282,556	0	71,805	94.5%
2025/2026E11	72	409	0	76	316	0	89	116.0%
Proj.+/-		10.90	0.00	0.00	4.36	0.00	6.32	0.08

数据来源：USDA 国信期货

图：CONAB 巴西棉花平衡表（单位：千吨）

年度	期初库	产量	进口	供应	消费	出口	期末库存
2019/20	1,427.30	3,001.60	2.2	4,431.10	690	2,125.40	1,615.70
2020/21	1,615.70	2,359.00	4.6	3,979.30	720	2,016.60	1,242.70
2021/22	1,242.70	2,554.10	2.3	3,799.10	675	1,803.70	1,320.40
2022/23	1,320.40	3,173.30	1.7	4,495.40	710	1,618.20	2,167.20
2023/24	2,167.20	3,701.10	1.1	5,869.40	750	2,774.30	2,345.10
2024/25	2,345.10	4,076.90	1	6,423.00	730	2,943.00	2,750.00
2025/26 (out/25)	2,750.00	4,030.60	1	6,781.60	725	3,005.00	3,051.60
2025/26 (nov/25)	2,750.00	4,027.90	1	6,838.90	730	3,060.00	3,048.90

数据来源：CONAB 国信期货

4、印度棉花供需转松 出口或有所增加

印度棉花协会（CAI）发布的 2025/26 年度首份产量预估显示，受上年度棉花进口量显著放量的影响，2025/26 年度印度棉花期初库存预计攀升至 103 万吨左右，同比增幅约 55%，有望创下近五年同期新高。基于 11 个棉花种植邦协会及行业相关方数据，本年度棉花产量预计为 519 万吨，较 2024/25 年度减少 13 万吨，下降 2.37%；而国内消费量预计从上年 534 万吨放缓至 510 万吨，降幅 4.46%，显著高于产量降幅。进口量增加 7 万吨，国内需求减少 24 万吨，出口量减少 2 万吨，多重因素叠加导致期末库存增加 56 万吨。

消费端收缩幅度大于供应端减量，使得国内棉花供应呈现充足格局。莫迪政府将原定从 2025 年 8 月 19 日-9 月 30 日的棉花进口关税豁免期延长至 2025 年 12 月 31 日，导致印度棉花进口大幅增长。供应充足叠加进口大增，加工企业以及贸易商只能通过扩大出口来降压。中印关系持续回暖，2025 年 8 月底，印度总理莫迪时隔 7 年来华出席上合峰会。印度棉花出口至中国也存在政治环境的支持。

图：印度棉花供需平衡表（单位：万吨）

图：印度棉花供需平衡表（单位：十吨、万吨）

印度棉花供需平衡表

	2025/26 年度		2024/25 年度
项目	9 月	10 月	10 月
期初库存	103	103	67
产量	519	519	531
进口	77	77	70
国内需求	510	510	534
出口	29	29	31
期末库存	159	159	103

数据来源：CAI 国信期货

印度棉花供需平衡表

市场年度	期初库存 (万吨)	产量 (万吨)	进口量 (万吨)	国内总消费 (万吨)	出口量 (万吨)	损耗 (万吨)	期末库存 (万吨)	库存消费比
2013/2014年	200,451	672,700	14,648	500,185	200,964	-4,340	185,730	37.1%
2014/2015年	186,586	640,150	26,604	531,650	91,118	0	229,716	43.2%
2015/2016年	230,775	562,030	23,262	537,075	125,079	0	152,855	28.5%
2016/2017年	153,559	585,900	59,371	528,395	98,735	0	170,996	32.4%
2017/2018年	171,784	629,300	36,391	537,075	112,449	0	187,163	34.8%
2018/2019年	188,025	564,200	39,060	527,310	76,406	0	186,707	35.4%
2019/2020年	187,567	618,450	49,476	444,850	69,440	0	340,343	76.5%
2020/2021年	341,911	596,750	18,315	564,200	134,301	0	256,906	45.5%
2021/2022年	258,090	527,310	21,700	542,500	81,223	0	182,193	33.6%
2022/2023年	183,033	570,710	37,476	531,650	23,848	0	234,881	44.2%
2023/2024年	235,963	551,180	19,205	553,350	50,127	0	201,788	36.5%
2024/2025年	202,718	520,800	65,990	542,500	28,753	0	217,326	40.1%
2025/2026E11	218	523	61	545	28	0	229	42.1%
Proj.±	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.09	0.00

数据来源：USDA 国信期货

5、全球经济面临下行风险 美国逆周期操作存在支撑

国际货币基金组织（IMF）发布最新《世界经济展望》报告指出，面对规则和政策的大幅波动，全球经济在今年上半年实现了充满韧性和活力的开局，但随着韧性表现背后的支撑因素逐渐褪色，当前全球经济正在显示出增速温和放缓的迹象，且这一趋势将长期保持。报告预计，2025 年全球经济增速为 3.2%，2026 年增速为 3.1%。

美联储货币政策，总体处于宽松周期。同时，特朗普政府经贸政策扰动美国劳动力市场和物价水平，致使美联储价格型和数量型货币政策工具将协同使用。2026 年，美联储仍然有降息空间，但是降息幅度或受制于停止“缩表”的影响，进而降息节奏和幅度或放缓。更重要的是，特朗普政府经贸政策、美国劳动力市场、美国物价水平以及美联储独立性等多个因素相互交织，也将左右美联储降息操作。考虑到美联储独立性受到的挑战，2026 年大幅降息的潜在可能性仍在。综合来说，中性预计，2026 年美联储累计降息幅度或为 50 个基点。

全球纺织供应链或再度重构：关税政策变化使得美国部分纺织服装产品进口来源地再度转向，尤其棉类产品受到的影响可能大于化纤类。印度、孟加拉、越南等市场机会或再度转向中国。

三、国内市场分析

1、2025/26 年度供需情况转松

2025/26 年度国内供需情况来看，产量大幅增长，美国农业部对棉花产量的预估为 730 万吨，较上一年度大幅增加 35.6 万吨。进口量维持低位，2025/26 年度预计为 118 万吨，同比增加 5.5 万吨。消费预估小幅低于上一年度，同比下降 7 万吨。总需求方面，预计为 839 万吨。基础消费仍将稳定在 800-820 万吨，但消费增长空间也将受到企业利润情况，贸易环境稳定性的一定制约。期末库存略有增加。整体供需情况小幅转松。

图：国内棉花供需平衡表（单位：万吨）

中国棉花供需平衡表

市场年度	期初库存 (万吨)	产量 (万吨)	进口量 (万吨)	国内总消费 (万吨)	出口量 (万吨)	损耗 (万吨)	期末库存 (万吨)	库存消费比
2013/2014年	1,097,870	710,675	306,447	748,650	564	0	1,360,742	181.8%
2014/2015年	1,367,013	651,000	179,763	748,650	1,541	0	1,441,314	192.5%
2015/2016年	1,447,956	464,380	95,610	781,200	2,778	0	1,217,327	155.8%
2016/2017年	1,222,936	467,635	109,368	835,450	1,324	0	957,556	114.6%
2017/2018年	961,969	585,900	123,864	889,700	2,951	0	774,668	87.1%
2018/2019年	778,238	591,325	208,928	848,470	4,622	0	721,829	85.1%
2019/2020年	725,155	583,730	154,873	737,800	3,407	0	719,225	97.5%
2020/2021年	722,539	635,810	277,673	898,380	217	0	734,111	81.7%
2021/2022年	737,494	579,390	168,869	738,343	2,604	13,563	741,424	100.4%
2022/2023年	744,841	667,275	135,234	818,090	2,040	0	723,804	88.5%
2023/2024年	727,139	593,495	324,979	844,130	1,345	0	796,802	94.4%
2024/2025年	800,474	694,400	112,536	846,300	1,324	0	756,115	89.3%
2025/2026E11	760	730	118	839	2	0	767	91.4%
Proj.+/-		21.80	4.36	0.00	0.00	0.00	26.16	0.03

数据来源：USDA 国信期货

2、2025/26 年度棉花产量上升，新棉成本偏低

2025/26 年度棉花产量来看，美国农业部的预估为 730 万吨，但国内对于棉花总产量的预估更高，或创历史新高，达到 742 万吨，较上年度增加 57 万吨。其中新疆总产量 711 万吨，继上年度 658 万吨创历史新高位之后再度刷新历史新高，内地总产量预计为 31 万吨。

新年度以来，丰产预期持续强化，对新疆产量的预期从 680 万吨附近提高到 700 万吨，最高阶段达到 750 万吨之上。但随着采摘推进，特别是南疆集中采摘开始后，单产下降的情况反馈强烈，产量预期下降到 710 万吨附近。近期随着南疆采摘收尾单产下降情况逐渐确认，但由于面积增加，以及整体气象条件适宜，大幅增产的格局不变。

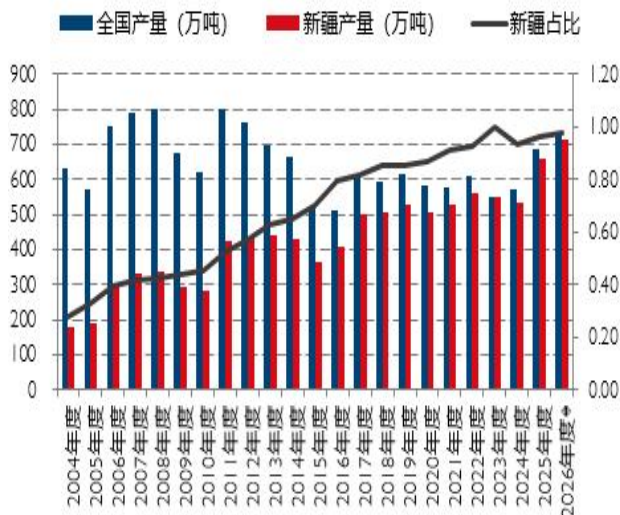
新疆棉区面积显著扩张，面积增加主要源于三方面：①南疆喀什地区荒地植棉面积增量高于预期；②和田地区、昌吉部分非主产棉区植棉面积大幅提升；③北疆作物改种棉花的面积增量超预期。

2025 年新棉播种以来，全国棉区综合气象条件较为适宜，棉花长势总体好于上年，单产预测得以调升的基础。良好的光温水条件尤其有利于新疆棉花的生长发育和品质提升。虽然新疆棉花在生长期面临极端天气的威胁，如播种期北疆的低温、南疆的风沙，但影响有限。

2025/26 年度籽棉收购已经基本完成，新疆地区新棉成本固化。本年度籽棉收购价格低开后震荡走高。全疆机采棉籽棉平均收购价格在 6-6.5 元/公斤之间，对应新棉成本基本处于 14000-14800 元/吨之间。相对于上一年度皮棉成本变化不大。

图：全国及新疆棉花产量（单位：万吨）

图：籽棉收购价格（单位：元/公斤）



数据来源: Wind 国信期货



数据来源: 中国棉花信息网 国信期货

3、2025/26 年度进口预期小幅增加 关税下调或有提振作用

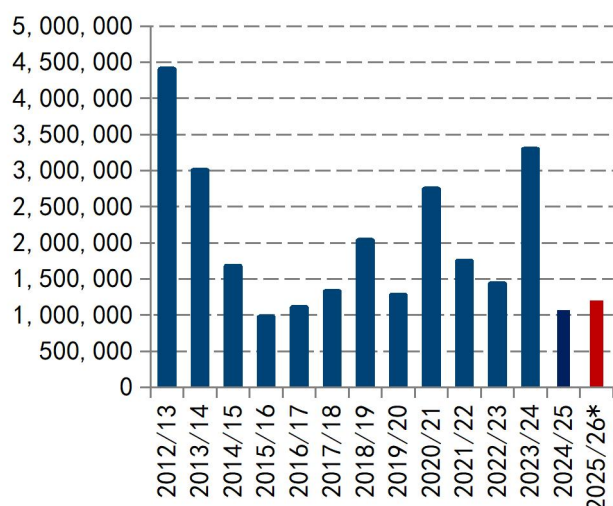
由于中美贸易摩擦,我国对美纺织品服装出口从上半年抢出口到近期逐步趋弱,叠加滑准税配额量少时间推迟等因素的影响,2024/25 年度我国棉花进口量出现大幅下降,总计进口 106 万吨,同比大幅减少 223 万吨。随着进口棉滑准税配额增发,8 月我国棉花进口量开始恢复,澳棉进口占比增长比较显著。

预计 2025/26 年度棉花进口量略有上升,为 120 万吨,较上年度略增 14 万吨。2025 年 10 月中美吉隆坡磋商取得成果,我国对美棉进口加征关税已从 25%下降 10%至 15%,关税下降预计对 2025/26 年度美棉进口有所促进。中美贸易关系转暖在政策上也会支持美棉的采购,11 月初的进博会上,中棉、中纺等多家国企也签订了美棉或外棉采购合同。

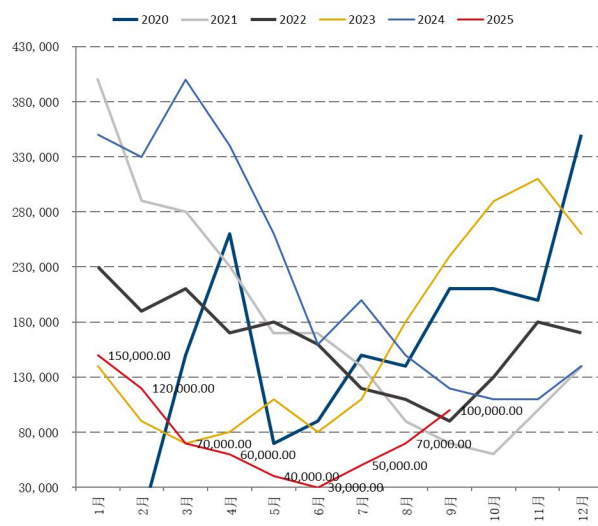
2024/25 年度我国仅进口 105.3 万吨棉花,同比下降 67.5%,创 2016/17 年度以来新低。分国别来看,巴西棉进口量为 46 万吨,同比降幅达到 65.1%。澳棉进口量为 28.3 万吨,同比降幅为 18.8%,下降较少。美棉的进口量为 15.5 万吨,同比降幅达到 86%。而进口印度棉仅 0.25 万吨(仅占年度棉花进口量的 0.24%),同比降幅达到 97.1%,远低于其他国家。不过根据海关统计数据,2025 年 9 月我国进口了 1549.33 吨印度棉,环比增长 215.2%,同比大幅增长 1105.56%,进口量/进口占比重新回到当月我国棉花进口的第五位(占比 1.62%),呈现比较明显的回升势头。2025/26 年度进口结构主要还是参考政策影响,其次是性价比。

图:国内棉花年度进口量(单位:吨)

图:国内棉花月度进口量(单位:吨)



数据来源：中国海关 国信期货



数据来源：中国海关 国信期货

4、纺织产业链相对健康 纺织品行业景气指数上升

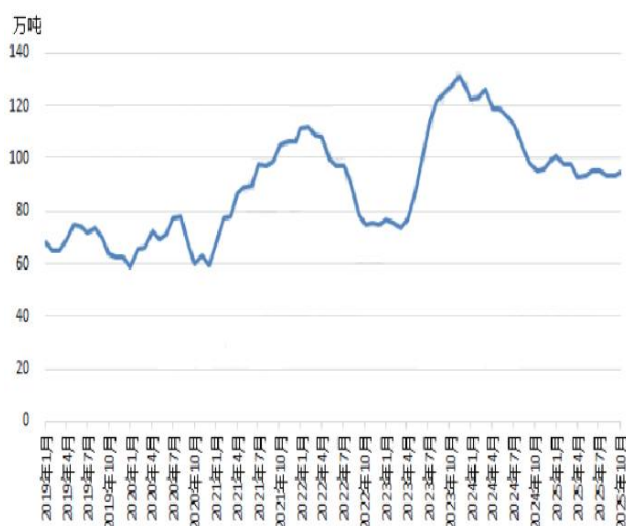
自 2025 年下半年以来，随着纺织企业经历亏损但月度用棉仍保持坚挺后，市场对于棉花的消费预期较此前更为乐观。三季度棉花价格下挫，纺织利润有所好转。产业内新疆产能逐步稳定，内地企业转型进一步提质增效，中美谈判取得阶段性成果，2026 年整体形势或好于 2025 年。

2025 年至 10 月底纯棉纱总库存小幅下降 0.1 万吨至 93.4 万吨水平。在 2025 年 2 月达到年度高点后，2025 年纯棉纱总库存开始震荡下降，在 5 月份达到年内低点 92.9 万吨，随后小幅累积，金九银十消费旺季有所下滑。从年度水平来看，当前的库存水平已经处于相对健康的水平，虽然需求依然偏弱，但没有库存堰塞湖的风险。

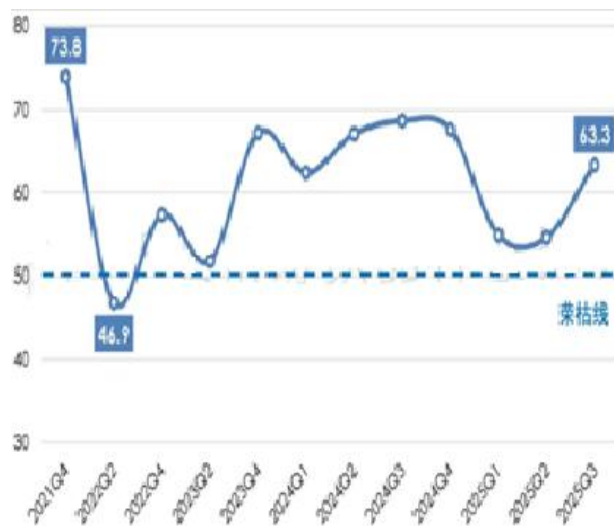
2025 年前三季度纺织品服装内销延续温和增长态势。根据国家统计局数据，限额以上服装、鞋帽、针纺织品类商品零售额接近 1.1 万亿元，同比增长 3.1%，增速较上年同期提高 2.9 个百分点。根据中国产业用纺织品行业协会调研，2025 年前三季度我国产业用纺织品行业景气指数为 63.3，较上半年提升 8.7 个点。

图：中国纯棉纱总库存（单位：万吨）

图：2021 年以来我国产业用纺织品行业景气指数



数据来源: TTEB 国信期货



数据来源: 中国产业用纺织品行业协会 国信期货

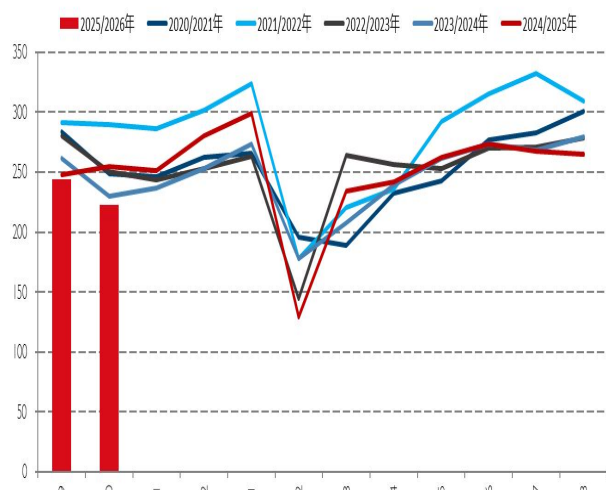
5、关税下调 对美出口压力或减轻

2025年我国纺织品服装出口面临的国际环境尤为复杂严峻。全球关税博弈加剧、纺织供应链重塑,行业外贸形势压力较大。根据中国海关数据,2025年前三季度我国纺织品服装出口总额为2216.9亿美元,同比减少0.3%,累计增速连续两个月呈现负增长态势。分品类来看,其中,前三季度我国纺织品出口额为1064.8亿美元,同比增长2.1%,增幅较上半年扩大0.3个百分点;服装出口额为1152.1亿美元,同比减少2.5%,对比之下服装出口压力加大。服装出口快速下滑的主要原因还是关税提高的影响,2025年7月之前由于担忧加税,抢出口现象明显,除此之外前期已经达成的部分订单不得不执行,因此加征关税的实际影响尚未完全体现,8月之后逐渐显现。除了我国纺织服装出口形势不佳之外,其他市场也有类似表现。

规避高额关税,市场形成了“中国—东南亚—美国”的转口贸易模式。2025年11月开始,随着中美有效税率差距的收窄(2025年加征的关税降至20%,已与越南等东南亚各国基本一致),这一间接路径的成本优势将被抹去,预计中国纺织品服装对美直接出口将显著增加,订单将更多地回归“中国—美国”点对点流动。整体的贸易流来看,东南亚纺织原料出口预计放缓,其相关的原料与中间品需求可能相应减弱,我国纺织品服装出口或出现“纺织品出口减弱,服装出口增加”的局面。

图: 中国纺织品与服装出口额 (单位: 亿美元)

图: 2025年主要地区纺织品服装出口同比



数据来源: Wind 国信期货

	孟加拉服装	越南纺织	巴基斯坦纺织	印度纺服	土耳其纺服	中国纺服
2025年1月	5.60%	1.80%	15.80%	13.90%	0.00%	9.60%
2025年2月	1.70%	20.70%	0.40%	-2.30%	-9.10%	-27.10%
2025年3月	12.40%	14.90%	10.10%	-1.60%	-6.10%	-12.40%
2025年4月	0.40%	18.30%	-1.30%	7.50%	3.10%	1.10%
2025年5月	11.30%	19.00%	-1.70%	3.50%	-5.60%	0.30%
2025年6月	-6.90%	13.90%	7.60%	-0.60%	-3.70%	-0.30%
2025年7月	24.70%	5.30%	32.10%	5.50%	-5.40%	-0.10%
2025年8月	-4.70%	-4.80%	-7.30%	-2.70%	-7.30%	-5.10%
2025年9月	-5.70%	9.40%	-2.00%	-10.30%	-3.50%	-1.40%
2025年10月	-8.40%	-1.00%	—	—	—	-12.60%
2025.1-9/10月	3.30%	8.40%	5.30%	1.30%	-4.40%	-1.80%

数据来源: TTEB 国信期货

四、结论及操作建议

国际市场小结: 2025/26 年度全球棉花供应增加, 美国单产大幅增加, 各主产国保持较高供应水平。消费方面预计勉强实现微幅增长, 全球经济仍需面临下行风险, 支撑来自各国逆周期操作政策。贸易流方面, 由于美国对各国经贸谈判取得一定进展, 利好美棉出口, 巴西面临的竞争压力较大, 印度棉花出口或有所增加。宏观方面, 美联储进入降息周期, 对于全球棉花消费来说存在一定支撑。但需要持续关注全球贸易政策变化, 如果再度出现紧张, 仍会导致棉价的短期下行。总体来看, 供需矛盾并不突出, 2025/26 年度全球棉价预计宽幅震荡。

国内市场小结: 2025/26 年度国产棉供应显著增加, 新棉成本较上一年度变化不大, 相对往年来看, 轧花厂套盘难度不大, 成本支撑效应或在本年度后期显现。纺织企业成品库存持续下降至相对健康水平, 内销销售额同比增加, 展现出一定韧性, 消费或在经济刺激政策下持稳, 但行业整体盈利空间有限, 能够接受的上游成本增加较低。出口端 2026 年面临的局面或好于 2025 年, 同时国内企业正逐步开辟新的出口市场。总体来看, 当前棉价处于偏低水平, 在进口不大量增加的情况下, 若能稳住内需, 叠加出口转好, 棉价重心有望上移。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对其引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。