坐看云起时

——2026棉花市场展望

2026年报

2025年12月15日

华安期货

投资咨询业务资格

证监许可[2011]1776号

棉纺研究组

姚 禹 高级分析师

从业/投资咨询证号：

F3078315/Z0018225

电话：0551-62832897

Email:tzzx@haqh.com

网址：www.haqh.com

华安期货温馨提示：

学期货，明规则

识风险，保权益

要点提示：

1. 中美26/27年度植棉面积有望缩减；
2. 25/26年度美棉出口目标仍有一定的下调空间；
3. 美国消费终端出现弱补库现象，持续性存疑；
4. 2026年度纯棉表观消费仍有支撑，期末库存压力或不及预期；
5. 我国服装出口压力不减，出口市场结构或缓慢重塑；
6. 内需市场对于价格驱动作用有限；
7. 降息周期下对棉价形成宏观利好。

市场展望：

2026年度，在种植收益收缩、作物争地以及政策调整等因素的影响下，中美植棉面积预期减少，总产有望缩减。国内因新疆产能持续扩张，纯棉表观消费仍有支撑。考虑我国棉制品出口结构调整将是长期过程，新兴市场的增量贡献更多是缓解出口压力，而非完全对冲核心市场的需求萎缩；内需市场在储蓄意愿的提升以及消费意愿降低的多重因素制约下，难以有效改善。因此，2026年度我国棉价的提升更多的是依赖供应端的波动以及上游的棉花消费，终端消费缺乏内生动力对于价格拉动作用有限。预计2026年度国内棉价或在13000-15500之间运行。

美棉市场需求端面临同样的问题，终端出现弱补库现象，但持续性存疑。此外出口受巴西、澳大利亚的冲击明显；以及买家需求约束，面临出口预期下调的压力。上述因素均限制美棉上方空间，在降息周期以及供应端压力缓解的预期下，预计2026年度美棉价格或在62-72之间运行。

目录

一、2026 年棉价运行逻辑推导图 1
二、2025 年行情走势回顾 1
三、基本面分析 3
2.1 全球棉花供需格局展望 3
2.1.1 全球 26/27 年度种植面积或小幅下降 3
2.1.2 去库存依然是 26/27 年度全球主旋律 5
2.2 主产国棉花基本面 6
2.2.1 美国篇 6
2.2.1.1 26/27 年度美国种植意愿或维持在 400 万公顷之下 6
2.2.1.2 25/26 美棉产量存下调空间，新年度美棉产量或低于 300 万吨 9
2.2.1.3 25/26 年度出口目标仍有一定的下调空间 11
2.2.1.4 美国消费终端出现弱补库现象，持续性存疑 13
2.2.2 中国篇 16
2.2.2.1 26/27 年度国内棉花种植面积有望迎来缩减 16
2.2.2.2 2026 年度纯棉表观消费仍有支撑，期末库存压力或不及预期 18
2.2.2.3 25/26 年度棉花进口量预计年末回升，来源呈现多元化格局 21
2.2.2.4 外纱进口仍有吸引力，2026 年纱线进口预计仍以越纱为主 22
2.2.2.5 2026 年下游刚需补库为主，主动补库行为难现 24
2.2.2.6 我国服装出口压力不减，出口市场结构或缓慢重塑 27
2.2.2.7 内需市场对于价格驱动作用有限 31
2.2.3 南半球篇 33
2.2.3.1 25/26 年度巴西棉植棉意向或不及预期，出口创新高 33
2.2.3.2 澳大利亚出口前景良好 35
2.3 美联储降息周期下的宏观价格运行逻辑 36
四、2026 年市场展望 38
免责声明 38

图表目录

图表 1:美棉价格运行逻辑 1
图表 2:郑棉价格运行逻辑 1
图表 3:内外棉期货盘面价格走势（元/吨；美分/磅） 2
图表 4:内外棉盘面价差走势（元/吨） 2
图表 5:全球棉花产量（单位：万吨） 3
图表 6:全球棉花播种面积（单位：百万公顷） 3
图表 7:棉花价格与播种面积关系 4
图表 8:棉花与经济竞争作物比价 4
图表 9:政府为棉花行业提供的支持 4
图表 10:政府支持与棉花价格关系 4
图表 11:全球补贴产量占比变化图 4
图表 12:各国政府对棉花行业的支持 4
图表 13:政府对棉花种植提供补助估计 5

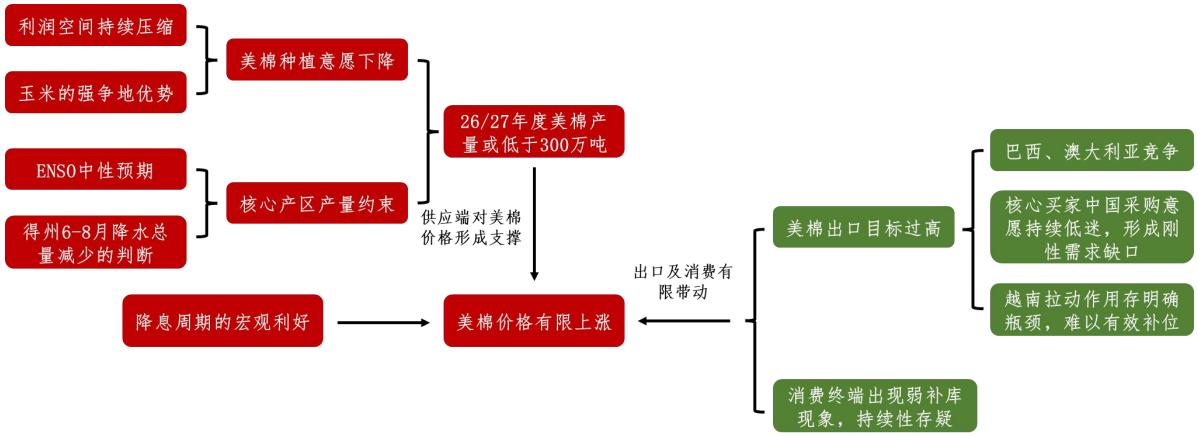
图表 14:全球棉花期末库存（万吨） 5
图表 15:全球棉花消费历程演变及库消比（万吨） 5
图表 16:USDA 全球消费月度调整预计 6
图表 17:中美 GDP 增速与全球棉花消费增速对比 6
图表 18:美棉播种—收获面积（百万公顷） 7
图表 19:美棉净利润波动与植棉面积波动关系 7
图表 20:美棉年度价格（美分/磅） 7
图表 21:美棉净利润走势 7
图表 22: 美棉历年种植成本（美元/英亩） 8
图表 23:美棉/美玉米 8
图表 24:美棉/美豆 8
图表 25:2026 年度种植成本预估同比变化 8
图表 26:竞争作物种植净利润（不含补贴，美元/英亩） 8
图表 27:美棉产量-库存（万吨） 9
图表 28:美棉历年单产(公斤/亩) 9
图表 29:美棉收获进度 9
图表 30:得州干旱 DSCI 9
图表 31:美棉陆地棉累计检验重量（万吨） 10
图表 32:美棉陆地棉累计检验达到仓单标准比例 10
图表 33:Official NOAA CPC ENSO Probabilities 10
图表 34:Model Predictions of ENSO from Nov 2025 10
图表 35:得州产量-降水关系 11
图表 36:Northern Hi Plains Texas 2026 JAS 降水预估 11
图表 37:West-Central Texas 2026 JAS 降水预估 11
图表 38: Texas West of Abilene 2026 JAS 降水预估 11
图表 39:美棉历年出口情况 11
图表 40:25/26 年度 USDA 美棉出口月度调整 11
图表 41:美棉周度签约情况（万吨，截至 11.06） 12
图表 42:美棉销售进度 12
图表 43:美棉当前市场年度总签约量 12
图表 44:美棉当前市场年度总装运量 13
图表 45:全球主要棉花出口国市场份额占比 13
图表 46:美国进口纺服数量月度变动（亿平方米） 13
图表 47:美国进口棉制品数量月度变动（亿平方米） 14
图表 48: 美国进口纺服整体单价变动（美元/平方米） 14
图表 49:美国进口棉制品整体单价趋势（美元/平方米） 14
图表 50:美国服装及面料批发商库存-销售额 14
图表 51: 美国服装及面料批发商库消比 14
图表 52:美国服装及面料零售商库存-销售额 15
图表 53:美国服装及面料零售商库销比 15
图表 54:美国密歇根大学消费者信心指数 15
图表 55: 美国所有银行消费贷款拖欠率:季调 15
图表 56:中国棉花播种面积（万亩） 16
图表 57:中国棉花产需变动（万吨） 16

图表 58:籽棉收购价（元/斤） 16
图表 59:2025 年度南北疆收购价格（元/公斤） 16
图表 60:棉农亩均收入估算（不含补贴，元/亩） 17
图表 61:我国植棉补贴政策 17
图表 62:籽棉亩产推算（公斤/亩） 18
图表 63:补贴前后每亩植棉收益变化趋势 18
图表 64:2025 年度棉花竞争作物利润估算 18
图表 65:国内棉花/小麦 18
图表 66:国内棉花/玉米 18
图表 67:BCO 中国棉花产消存量资源表（12 月） 19
图表 68:全国棉花公检数量（万吨） 19
图表 69:国内棉花商业库存及后续估算（万吨） 19
图表 70:我国纱线产能变动趋势（亿锭） 20
图表 71:我国 5 万锭规模以上企业年度用棉量（万吨） 20
图表 72:25/26 棉花月度表观社会消费估算（万吨） 20
图表 73:国内棉花累计表观消费预估（万吨） 20
图表 74:USDA 中国供需平衡表（12 月） 20
图表 75：2018-2025 滑准税配额信息（万吨） 21
图表 76:棉花进口数量（万吨） 21
图表 77：棉花进口数量总计（按棉花年度） 21
图表 78：2025 中国棉花进口分国别累计占比情况 22
图表 79：近 5 个年度中国棉花进口量分国别占比 22
图表 80：纯棉纱供需平衡表（万吨） 22
图表 81：纯棉纱产-存月度变动（万吨） 22
图表 82：纯棉纱表观累计消费推算（万吨） 22
图表 83：2025 中国棉纱进口分国别累计占比情况 23
图表 84：近 5 个年度中国棉纱进口量分国别占比 23
图表 85：棉纱进口数量（万吨） 23
图表 86：棉纱总进口数量（按棉花年度） 23
图表 87:越南 C32S-内纱价差 24
图表 88：越南 C32S 喷气进口利润(元/吨） 24
图表 89：纱线价格 24
图表 90：C32S 内地盘面纺纱利润（元/吨） 24
图表 91:库存周期示意图 25
图表 92：纺企棉花库存 25
图表 93：纺企棉纱（纯棉纱）库存 25
图表 94：织厂棉纱库存 26
图表 95：织厂坯布库存 26
图表 96:中国棉纺 PMI 26
图表 97:中国棉纺 PMI：新订单 26
图表 98：纯棉纱厂负荷 26
图表 99：全棉坯布负荷 26
图表 100：中国轻纺城累计成交量 27
图表 101：中国轻纺城累计成交量短纤织物：全棉布 27

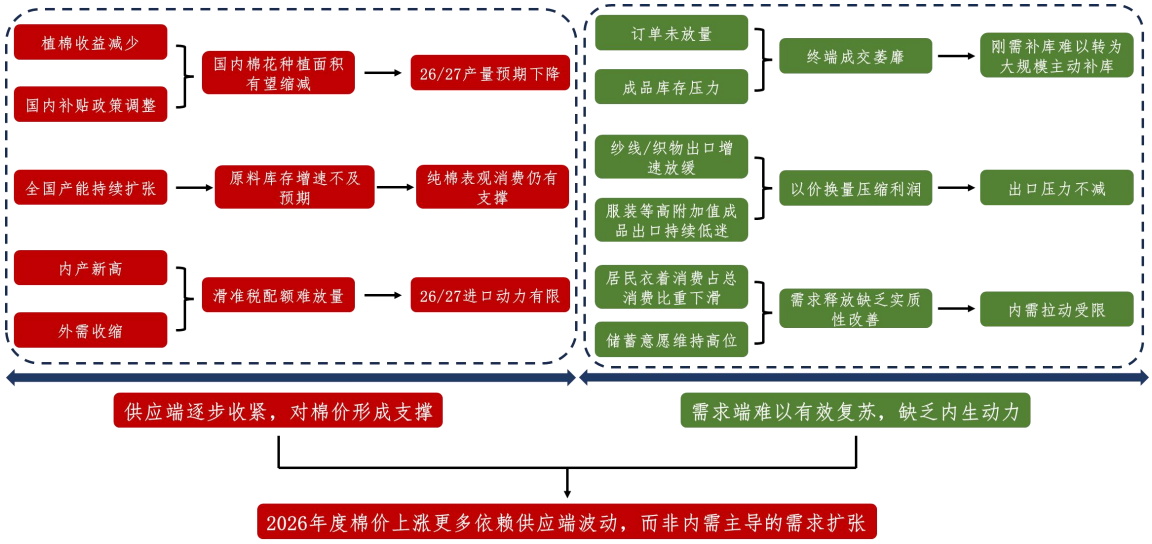
图表 102:纺织纱线/织物及制品出口金额（亿美元） 28
图表 103:服装及衣着附件出口金额 28
图表 104:我国服装出口目的地占比 28
图表 105:2025 年我国主要服装出口目的地月度占比 28
图表 106:美国进口纺服数量——从中国（亿平方米） 29
图表 107: 美国进口纺服数量中国份额变动 29
图表 108:我国棉制品出口按地区划分(占比) 29
图表 109:中国棉制品出口数量统计（万吨） 30
图表 110:中国棉制品出口单价统计（美元/千克） 30
图表 111:美国进口棉制品数量——从中国（亿平方米） 30
图表 112:美国累计进口棉制品数量——从中国 30
图表 113:美国从中国进口棉制品数量占比 31
图表 114: 美国进口棉制品主要来源国单价变动趋势 31
图表 115:服装鞋帽、针、纺织品类商品零售值（亿元） 31
图表 116:服装鞋帽、针、纺织品类商品 1-10 月累计增速 31
图表 117:服装市场规模增速与国内 GDP 增长率比较 32
图表 118:穿类实物商品网上零售额累计增长 32
图表 119:居民衣着人均消费支出累计同比 32
图表 120:居民衣着消费占总消费比重 32
图表 121:倾向于"更多储蓄"的比例 33
图表 122:纺织服装规模以上工业企业利润总额（亿元） 33
图表 123:巴西棉花种植面积（万亩） 34
图表 124:巴西棉花单产（公斤/亩） 34
图表 125:巴西棉花供需平衡表 34
图表 126:马托格罗索棉花销售率 34
图表 127:巴西棉累计出口 34
图表 128:澳棉 25/26 年产量月度调整变动 35
图表 129:澳棉 25/26 年出口月度调整变动 35
图表 130:澳大利亚棉花供需平衡表 35
图表 131:墨累达令盆地总蓄水率 36
图表 132:澳棉累计出口（万吨） 36
图表 133:21 世纪以来美联储调息周期及利率变化 36
图表 134:郑棉主力合约上市以来收盘价与美元调息周期划分 37
图表 135:2024 年至今美联储降息详情 37

一、2026 年棉价运行逻辑推导图

图表 1:美棉价格运行逻辑



图表 2:郑棉价格运行逻辑



资料来源：华安期货研究院

二、2025 年行情走势回顾

2025 年棉价运行之路多为崎岖，宏观环境的巨震，全球贸易保护主义抬头，逆全球化齿轮加速转动；新棉产量的增长进一步加剧了需求的脆弱性。根据棉价在 2025 年运行的价格区间，可将 2025 年棉价走势分为以下五个阶段：

第一阶段（2025.01-2025.03），疲态稍显。年度初始内棉在“金三银四”传统旺季的刚需备货行为的支撑下稳步上行，但关税预期限制上方空间。2 月初美方以芬太尼税为由对中方加征 10%关税，3 月税率首次升级，关税壁垒落地，市场预期对纯棉消费负面影响有限，更多以观望为主。内棉主力合约价格在第一阶段仅有约 400 元/吨的波动。

第二阶段（2025.03-2025.05），恐慌抛售。中美对等关税博弈开始，互加关

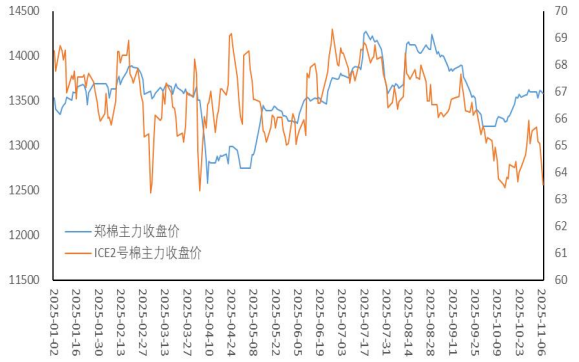
税幅度远超 100%，引发市场对于贸易脱钩担忧，价格恐慌性破位下跌。随着价格回落，市场部分轧花厂后点价盘集中平仓离场，加剧价格下行，创下年度低点。因中美硬脱钩预期持续发酵，棉价在万三附近徘徊。ICE 棉价因中方取消对美棉采购行为同样出现破位下跌，主力合约最低跌破 61 美分。

第三阶段（2025.05-2025.8），触底反弹。中美双方于 5-7 月分别于日内瓦、伦敦、斯德哥尔摩举办 3 次会谈，大幅降低关税壁垒。市场悲观情绪消化，同时在抢出口行为以及国内反内卷政策的带动下，内棉价格从绝对低位开始修复，内棉主力合约累计上涨约 1000 元/吨。ICE 主力合约价格最高突破 69 美分。8 月国内供应端宽松预期对价格产生一定的压制作用，但距离收获季尚早，故价格走势焦点仍聚焦于宏观转暖以及抢收预期，市场在经历短暂回调之后再度上行。

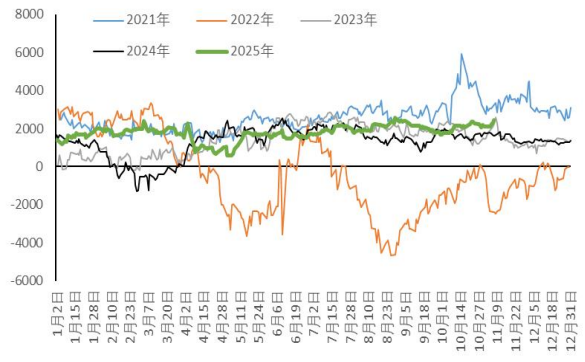
第四阶段（2025.08-2025.10），快速下行。国内新棉增产逐步明晰，轧花厂收花谨慎，银行对于轧花厂收花放贷政策收紧；严查轧花厂收花打白条行为，抢收行为未发生，籽棉价格低开；关税问题未实质性解决引发市场对于产量消化的担忧。内棉主力合约价格跌幅达 1200 元/吨。ICE 棉价因美联储降息周期开启，叠加美国政府停摆关门引发对经济前景担忧，主力合约价格一度跌破 63 美分。

第五阶段（2025.10-至今），低值修复。南疆单产增产幅度不及预期，籽棉收购价格呈现出低开高走格局。但因丰产预期压制，轧花厂收购理性，棉价反弹高度有限。10 月底中美元首于韩国会面，关税进一步减少 10%。当前我国对美商品出口仍被加征 20%的关税，相较于会谈前期关税压力仅减轻 10%，这意味着企业仍需承担远超正常水平的关税成本，出口定价竞争力未得到实质性提升。郑棉绝对价格处于低位，使得部分企业的套保需求尚未在盘面充分释放，巨量套保盘的入市将对盘面形成显著压制，而市场消化这类集中套保压力需要较长时间，期间价格难以形成持续强势运行趋势。

图表 3:内外棉期货盘面价格走势（元/吨；美分/磅）



图表 4:内外棉盘面价差走势（元/吨）



资料来源：同花顺iFind；华安期货研究院

纵观棉价 2025 年度整体走势，我们能够发现，在新棉供应预期创历史新高以及关税争端的双重压力之下，郑棉主力合约的最高价格仅高于 2015 年度，全年偏弱运行。其价格走势的核心在于需求的弱势表现难以消化阶段性充裕的供应，这

一供需格局进一步指向2026年度棉价运行的主线逻辑——需求的边际变化。当前期价已进入其上市以来的相对低值运行区间，宏观为引，产业为根，只有双重共振棉价才有望迎来趋势性修复。

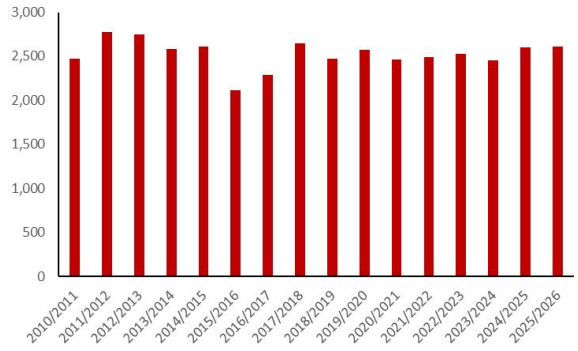
三、基本面分析

2.1 全球棉花供需格局展望

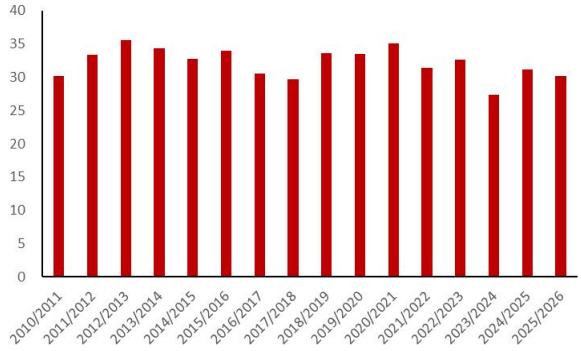
2.1.1 全球26/27年度种植面积或小幅下降

25/26年度全球棉花播种面积同比下降3.2%，但受单产同比提升、弃耕率下降两大短期因素支撑，全球总产并未同步收缩。据USDA数据，25/26年度全球棉花总产量预计达2608万吨，同比增加11.1万吨，其中中国、巴西等主产国丰产贡献显著。需明确的是，单产提升与弃耕率下降更多源于阶段性天气利好与管理优化，不具备长期可持续性，而播种面积的同比下滑已反映出棉农种植意愿的初步弱化，为26/27年度面积进一步调整奠定基础。

图表5:全球棉花产量（单位：万吨）



图表6:全球棉花播种面积（单位：百万公顷）

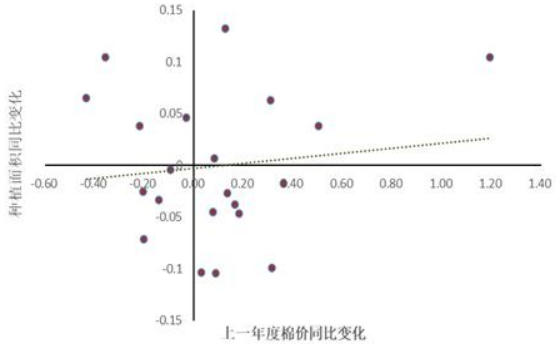


资料来源：USDA；华安期货研究院

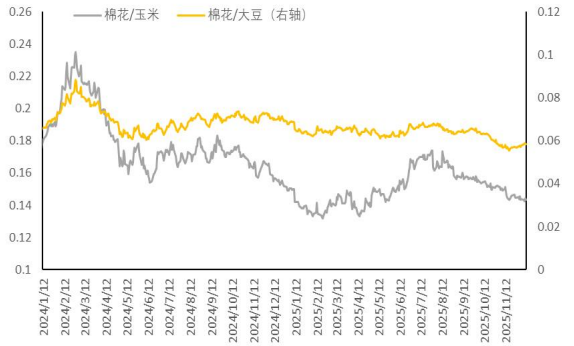
2025年全球棉价延续下行态势，成为抑制种植积极性的核心因素。国际市场上，ICE期棉从年初约70美分/磅跌至年末63美分/磅，累计跌幅达10%，长期处于低位震荡区间。棉价低迷直接压缩棉农收益，美棉24/25年度种植收益已逼近盈亏平衡线，25/26年度收益进一步承压.

更关键的是，棉花与竞争作物的比价优势持续走弱。美棉主产区得州的棉花与玉米种植面积重合度高，25/26年度玉米因利润优势已开始替代棉花种植，NCC数据显示该年度美棉陆地棉种植面积预期下降14.4%。巴西主产州马托格罗索州同样面临玉米价格上涨带来的争地压力，导致棉花扩种幅度较上一年度明显收窄。尽管印度因粮棉比价下行出现短期“减粮增棉”意愿，但全球范围内棉花相对玉米、大豆的比价劣势已形成普遍约束，直接削弱棉农种植倾向。

图表 7:棉花价格与播种面积关系



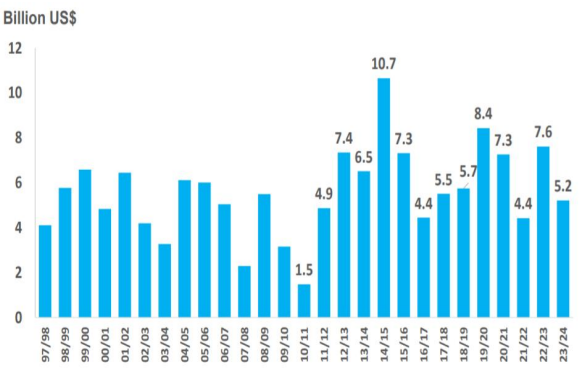
图表 8:棉花与经济竞争作物比价



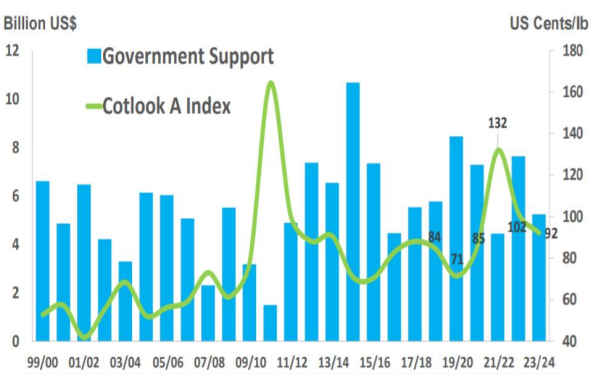
资料来源：USDA；同花顺iFind；华安期货研究院

全球主要产棉国的补贴政策多以“价格托底”为主，无法完全抵消收益下滑对种植意愿的冲击。美国推行的 MAL 与 LDP 机制，仅能对棉价形成基础支撑，难以保证棉农绝对收益，在种植成本近年上涨 26.67%-42.5%的背景下，补贴对种植积极性的拉动作用持续减弱。印度虽在 25/26 年度大幅上调棉花 MSP，刺激部分棉区扩种，但这一政策红利已部分释放，且依赖季风降雨等天气条件配合，26/27 年度难以持续加码。巴西棉花缺乏针对性补贴支持，25 年棉价下跌近 40%后，新农户种植意愿低迷，扩种主要依赖现有大农场主，增长弹性受限。整体来看，全球棉花补贴政策难以形成统一的种植激励，无法逆转棉价与比价带来的核心约束。

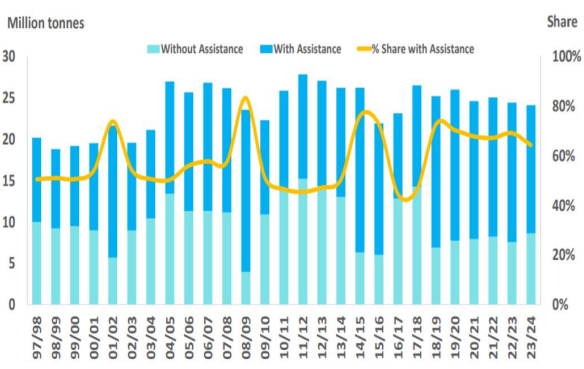
图表 9:政府为棉花行业提供的支持



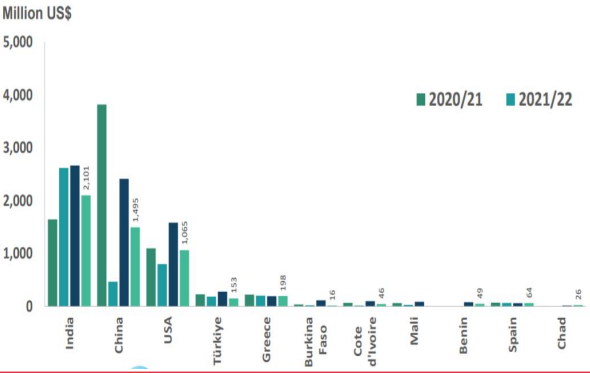
图表 10:政府支持与棉花价格关系



图表 11:全球补贴产量占比变化图



图表 12:各国政府对棉花行业的支持



图表 13:政府对棉花种植提供补助估计

Country	2020/21			2021/22			2022/23			2023/24		
	Lint Production	Average Assistance per Pound of Lint Produced	Total Assistance	Lint Production	Average Assistance per Pound of Lint Produced	Total Assistance	Lint Production	Average Assistance per Pound of Lint Produced	Total Assistance	Lint Production	Average Assistance per Pound of Lint Produced	Total Assistance
	Thousand tonnes	US cents	US$ Million	Thousand tonnes	US cents	US$ Million	Thousand tonnes	US cents	US$ Million	Thousand tonnes	US cents	US$ Million
China	5,910	29.3	3,816.0	5,730	3.7	467.0	5,980	18.3	2,413.0	5,600	12.1	1,495.3
USA**	3,181	15.7	1,097.7	3,815	9.5	801.3	3,150	22.8	1,583.0	2,627	18.4	1,064.5
India	5,992	12.5	1,645.0	5,290	22.4	2,618.1	5,722	21.1	2,664.3	5,493	17.3	2,100.9
Türkiye	656	15.9	230.1	833	10.1	186.0	887	14.3	280.0	700	9.9	153.0
Greece	321	31.7	224.1	305	30.4	204.5	305	28.8	193.6	200	45.0	198.2
Spain	56	58.7	72.8	58	51.6	66.4	41	70.4	62.9	21	139.0	64.4
Cote d'Ivoire	238	13.2	69.0	216	3.6	17.0	106	43.1	101.0	150	14.0	46.2
Mali	63	46.2	63.8	311	4.4	30.1	176	22.8	88.3	280	0.0	
Burkina Faso	215	8.1	38.2	208	4.9	22.5	185	28.7	117.1	170	4.4	16.5
Chad	51	4.9	5.5	54	4.5	5.3	46	16.2	16.4	49	24.4	26.3
Benin			n.a			n.a	265	15.2	88.5	220	10.2	49.4
Mozambique				23		1.6	23		4.1			n.a
Senegal	8	9.7	1.7			n.a			n.a			n.a
Total	16,690	19.7	7,263.8	16,841	11.9	4,419.7	16,885	20.4	7,612.2	15,510	15.3	5,214.6

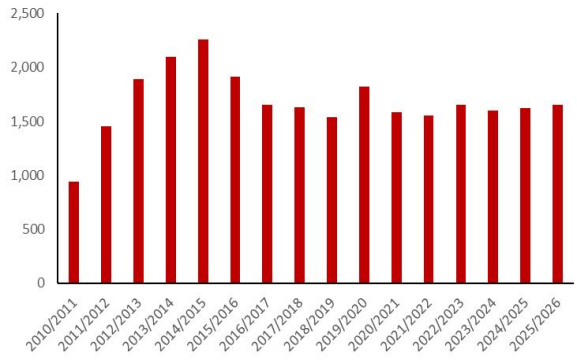
资料来源：ICAC；华安期货研究院

25/26 年度全球植棉面积已出现同比下降，26/27 年度又将面临棉价低迷、竞争作物比价优势凸显、补贴托底乏力的三重压力。尽管部分区域可能因局部政策或天气因素出现小幅扩种，但全球范围内棉农种植积极性难以显著回升，最终或推动全球棉花种植面积小幅下降。

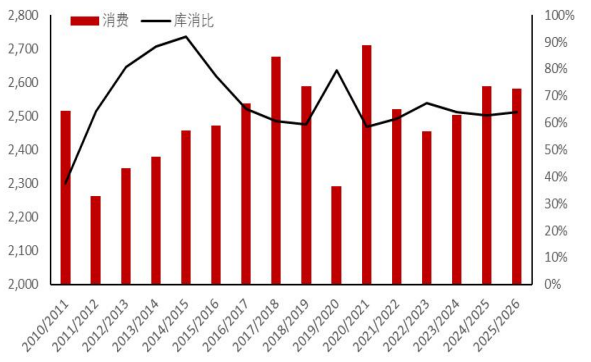
2.1.2 去库存依然是 26/27 年度全球主旋律

25/26 年度全球棉花市场呈现产量增、消费弱的供需错配格局，导致期末库存同比微涨，去库效果不及预期。这一核心矛盾不仅限制了 25/26 年度棉价上行空间，更将延续成为 26/27 年度棉花定价的核心逻辑主线，且其对价格的影响权重将高于供给端因素，去库存依然是 26/27 年度全球棉花市场的主旋律。

图表 14:全球棉花期末库存（万吨）



图表 15:全球棉花消费历程演变及库消比（万吨）



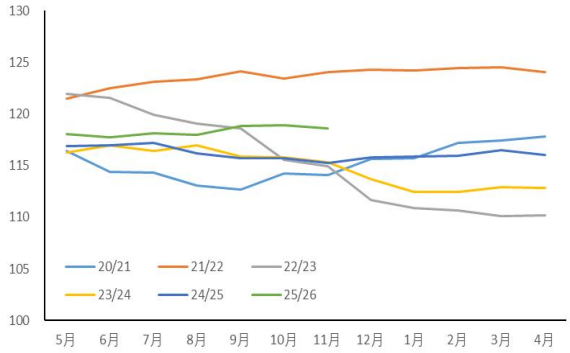
资料来源：USDA；华安期货研究院

25/26 年度全球棉花产量同比增长，而终端消费复苏乏力，供需失衡直接导致期末库存同比微涨，去库进程受阻。从关键指标来看，24/25 年度全球棉花库消比为 62.74%，25/26 年度进一步升至 64.06%，同比增加 1.32 个百分点。这一数据清晰表明，即便市场对消费增速有同比增长的预估，但实际消费并未形成有效支撑，库存压力并未得到实质性缓解。库存高企与库消比上升的格局，已成为压制棉价的核心矛盾，也为 26/27 年度设定了以去库为核心的市场基调。

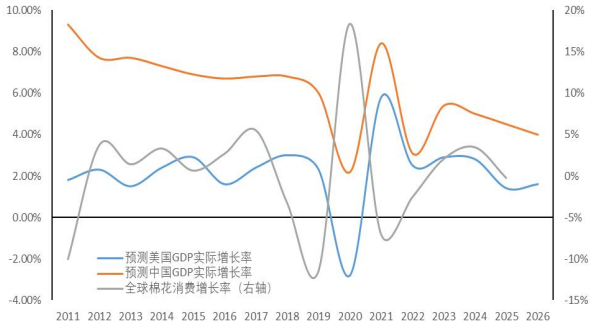
全球棉花消费增速与中美两国经济增速存在明确的传导逻辑。中美作为全球棉花生产、消费与终端进口的核心经济体，其 GDP 增速走势高度一致，且对全球

棉花消费增速大致呈现滞后一期的影响。世界银行预测，2026 年度中国 GDP 实际增长率为 4%，美国为 1.6%，两国增速均处于低位运行区间。经济增长动能减弱将直接传导至消费端。中国作为全球最大棉花消费国，内需疲软将抑制原料采购需求；美国作为全球主要纺服进口消费国，经济增速放缓将压缩终端服装消费，进而拖累全球棉花产业链需求扩张。在这一背景下，26/27 年度全球棉花消费增速难以出现实质性提升，为去库存进程带来刚性约束。

图表 16:USDA 全球消费月度调整预计



图表 17:中美 GDP 增速与全球棉花消费增速对比



资料来源：USDA；世界银行；华安期货研究院

除经济增速拖累外，日益紧张的地缘政治关系将进一步加剧全球棉花市场的需求疲软与供应链波动。地缘冲突可能导致全球贸易流动性下降、物流成本上升，叠加贸易保护主义抬头，进一步抑制全球纺服贸易规模扩张，间接削弱棉花终端消费需求。同时，地缘风险引发的市场避险情绪，可能导致企业保持保守的库存策略，延缓补库节奏，进而延长去库存周期。多重不确定性因素叠加，使得 26/27 年度全球棉花去库存进程面临更大挑战，难以在短期内实现库存压力的根本性缓解。

综上，25/26 年度遗留的高库存压力、26/27 年度全球棉花消费受中美经济增速拖累、地缘政治带来的额外不确定性，三大因素形成共振，决定了去库存仍将是 26/27 年度全球棉花市场的核心任务，市场整体将围绕去库逻辑展开。

2.2 主产国棉花基本面

2.2.1 美国篇

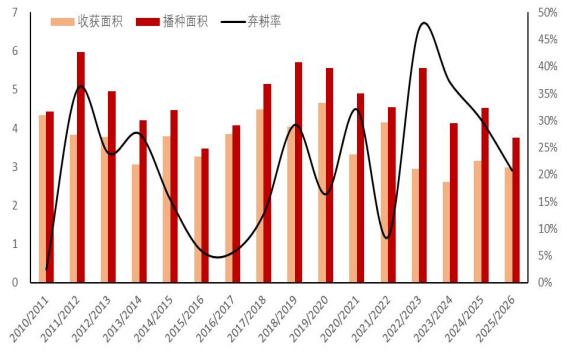
2.2.1.1 26/27 年度美国种植意愿或维持在 400 万公顷之下

25/26 年度美国棉花种植呈现显著收缩态势，结合利润前景与作物竞争格局判断，26/27 年度其植棉意愿仍将维持低位，预计维持在 400 万公顷之下。这一判断论并非短期波动所致，而是成本、价格、作物替代的多重长期因素共振的必然结果。

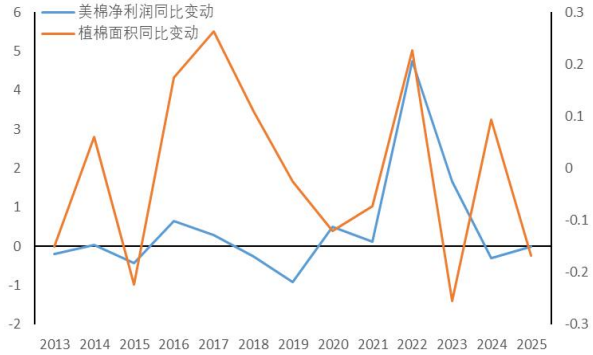
25/26 年度全美棉花播种面积仅为 376 万公顷，较 2024/25 年度大幅下降

16.82%，较近 10 年平均播种面积低 95 万公顷，处于中等偏下水平。在近 10 年的种植周期中，仅有 2015/16 年度植棉面积低于 400 万公顷，可见当前美国棉农的种植积极性已降至历史低位区间。

图表 18:美棉播种—收获面积（百万公顷）



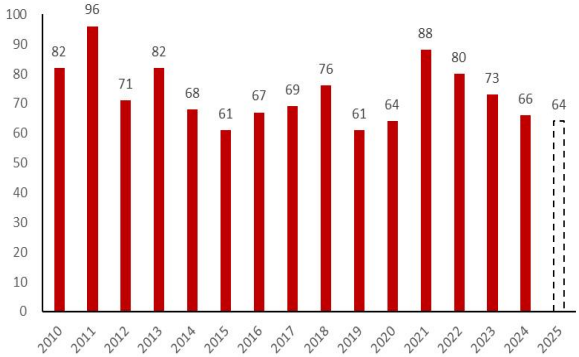
图表 19:美棉净利润波动与植棉面积波动关系



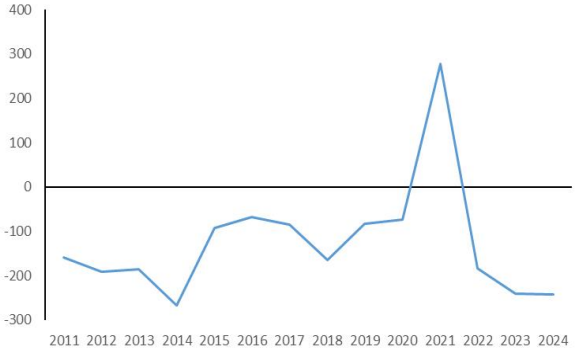
资料来源：USDA；华安期货研究院

利润空间持续压缩是制约植棉意愿的核心内因，且这一逻辑将延续至 26/27 年度。从历史规律来看，美棉净利润波动与植棉面积波动存在滞后一期的正相关关系，即当期利润变化会直接影响下一期的种植决策。当前美棉正面临“成本上涨、价格下跌”的双向挤压。USDA 预估 2026 年美棉种植成本将达 956.09 美元/英亩，较 2016 年上涨 32.24%；而价格端却持续疲软，2016 年美棉均价为 67 美分/磅，USDA 预估 25/26 年度美棉均价仅 64 美分/磅，较 2016 年下降 4.48%。成本与价格的反向走势已大幅压缩美棉种植利润，这也是 25/26 年度植棉面积锐减的核心原因之一，而 26/27 年度利润端难有实质性改善，将直接抑制棉农的种植热情。

图表 20:美棉年度价格（美分/磅）



图表 21:美棉净利润走势



资料来源：USDA；华安期货研究院

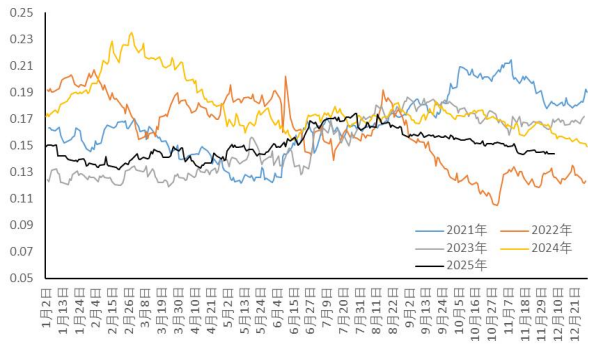
图表 22：美棉历年种植成本（美元/英亩）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
Operating costs											
Seed	69.10	68.35	67.06	84.26	82.41	85.63	95.79	102.75	100.04	103.75	104.39
Fertilizer	62.06	55.77	52.99	72.02	60.99	73.04	135.44	112.42	96.77	102.61	107.75
Chemicals	65.77	64.41	62.06	75.84	68.27	70.28	107.18	107.47	88.58	95.62	98.44
Custom services	18.03	17.75	17.75	27.24	26.37	27.23	30.43	32.56	34.33	35.17	35.87
Fuel, lube, and electricity	38.18	43.27	44.62	34.97	29.41	38.50	55.17	48.10	46.42	43.22	40.31
Repairs	47.51	48.38	49.81	45.58	45.50	48.62	53.90	56.87	58.45	58.41	58.80
Ginning	121.72	117.17	95.94	92.81	78.56	105.10	77.88	93.24	108.72	110.83	113.55
Purchased irrigation water	3.12	3.13	3.02	3.92	3.45	3.07	3.07	3.25	4.08		
Interest on operating inputs	0.98	2.19	4.11	3.54	0.77	0.14	6.82	14.14	12.92	10.56	9.23
Total, operating costs	426.47	420.42	397.36	440.18	395.73	451.61	565.68	570.80	550.31	560.17	568.36
Allocated overhead											
Hired labor	16.40	16.91	17.71	20.54	21.08	21.94	23.58	25.06	27.08	27.60	28.22
Opportunity cost of unpaid labor	37.51	38.36	40.94	20.32	20.90	22.06	23.53	25.08	25.98	26.51	27.11
Capital recovery of machinery and equipment	148.91	152.28	154.24	139.44	138.04	160.59	167.43	182.02	193.27	191.59	195.50
Opportunity cost of land	69.54	70.24	73.03	89.33	86.68	85.96	88.01	93.88	100.46	102.48	104.76
Taxes and insurance	10.28	10.99	11.02	9.31	9.16	9.35	10.22	10.99	12.16	12.74	13.10
General farm overhead	13.88	14.22	14.53	15.32	14.45	15.23	16.72	17.91	18.93	18.91	19.03
Total, allocated overhead	296.52	303.00	311.47	294.26	290.31	315.13	329.49	354.94	377.88	379.82	387.73
Costs listed											
Total, costs listed	722.99	723.42	708.83	734.44	686.04	766.74	895.17	925.74	928.19	940.00	956.09

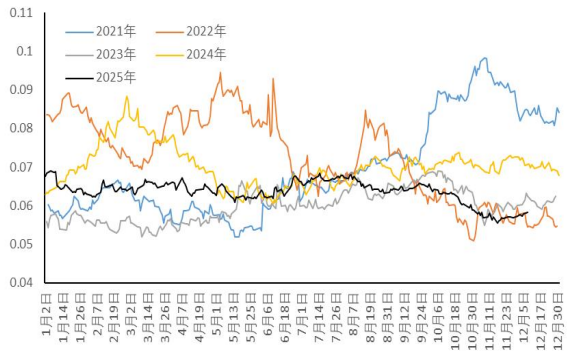
资料来源：USDA；华安期货研究院

玉米的强争地优势则进一步锁定了植棉面积的下行空间。25/26 年度美棉面积缩减的重要推手是棉农转种玉米，这一趋势在 26/27 年度仍将持续。当前美棉与美玉米的价格比值不断走弱，表明棉花的价格竞争力正持续衰退；成本端对比更凸显玉米优势，USDA 预估 2026 年度玉米种植成本同比增幅仅比棉花高 0.4 个百分点，近乎持平，但在不含补贴的前提下，玉米种植利润却显著高于棉花。对于逐利的棉农而言，在两种作物种植成本差异极小、玉米利润优势明确的情况下，选择转种玉米成为更优决策，这使得 26/27 年度玉米的争地优势依然突出，进一步限制了棉花种植面积的回升空间。

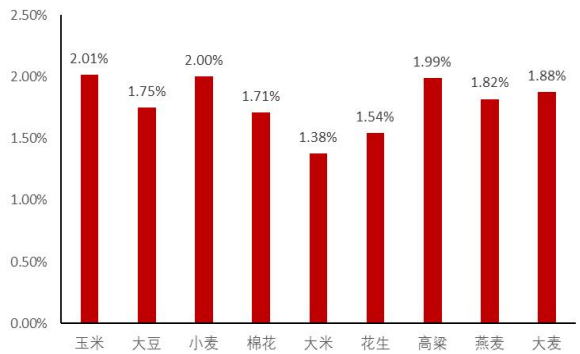
图表 23：美棉/美玉米



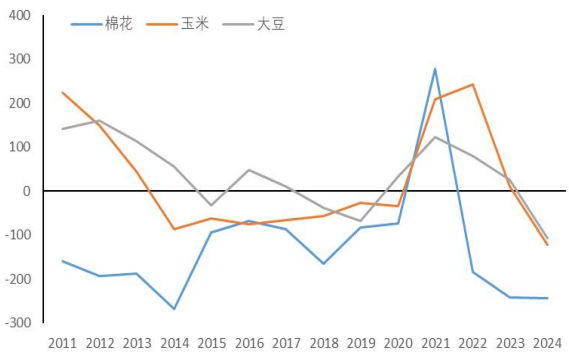
图表 24：美棉/美豆



图表 25：2026 年度种植成本预估同比变化



图表 26：竞争作物种植净利润（不含补贴，美元/英亩）



资料来源：同花顺iFind；华安期货研究院

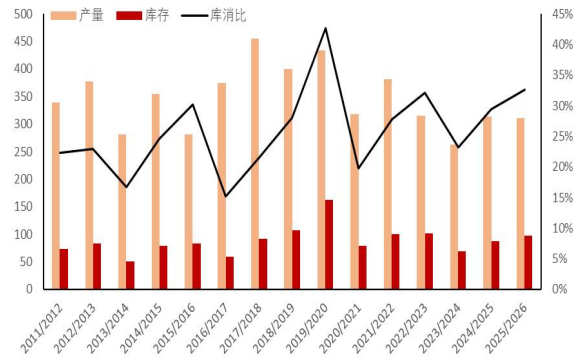
25/26 年度美棉种植已进入低位区间，而 26/27 年度将持续面临“利润压缩抑

制意愿、玉米争地分流面积”的双重制约，叠加种植决策的路径依赖性，美国棉花种植意愿难以出现大幅反弹，大概率维持在 400 万公顷之下。

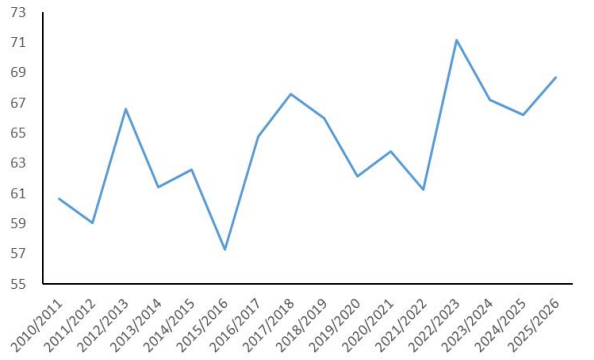
2.2.1.2 25/26 美棉产量存下调空间，新年度美棉产量或低于 300 万吨

USDA 在 12 月供需报告中预估 25/26 年度美棉产量 310.7 万吨，同比减少 3.2 万吨。从 25/26 年度 USDA 月度产量调整来看，自 9 月开始已连续 3 次上调美棉产量，核心逻辑在于面积稳定的背景下单产不断上调。

图表 27:美棉产量-库存（万吨）



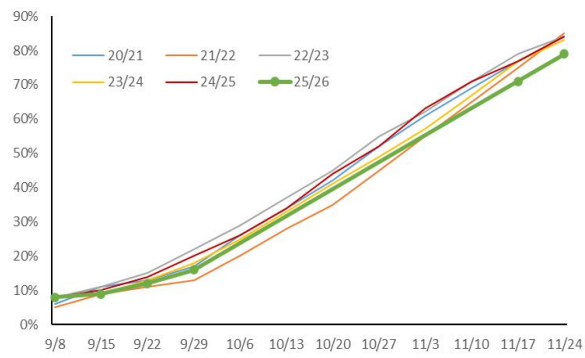
图表 28:美棉历年单产(公斤/亩)



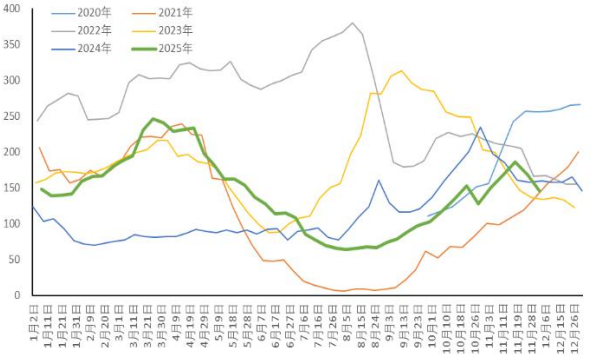
资料来源：USDA；华安期货研究院

但 USDA 作物周度收割报告显示，截至 11 月 23 日，美棉累计收获进度仅 79%，较去年同期落后 4 个百分点，较近五年均值落后 1 个百分点。关键在于，干旱 DSCI 指数表明收获季尾期降水未明显增长，可排除降水导致收割滞后的可能；同时全美弃耕率维持稳定，也不存在“弃耕率上升推高平均单产”的被动提升逻辑，单产上调缺乏现实基础。

图表 29:美棉收获进度



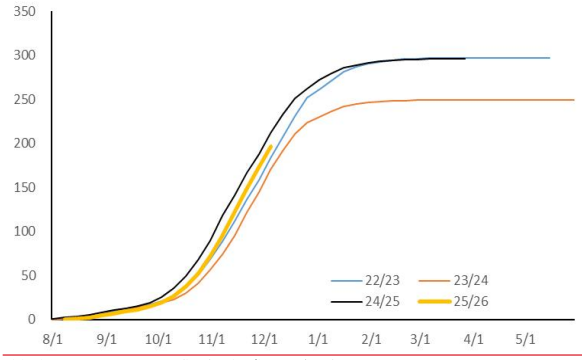
图表 30:得州干旱 DSCI



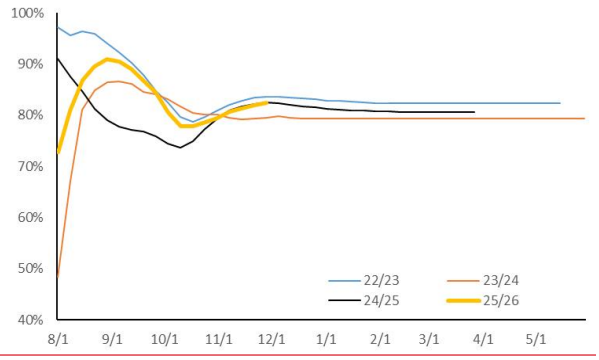
资料来源：USDA；U.S.Drought Monitor；华安期货研究院

分级检验数据是验证产量的核心指标。截至 2025 年 12 月 4 日，美棉累计分级检验量 200.85 万吨，同比减少 24.05 万吨；其中陆地棉检验 196.46 万吨，同比减少 23.9 万吨；皮马棉检验 4.39 万吨，同比减少 0.15 万吨。结合当前公检速度放缓的趋势，参照去年后期平均检验增速推算，25/26 年度美棉总产约为 296 万吨，较 USDA12 月预估低 14 万吨。

图表 31:美棉陆地棉累计检验重量（万吨）



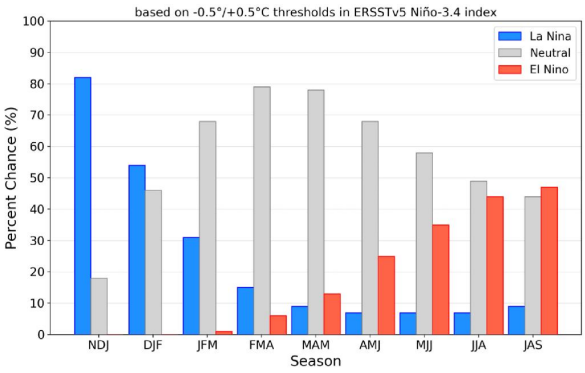
图表 32:美棉陆地棉累计检验达到仓单标准比例



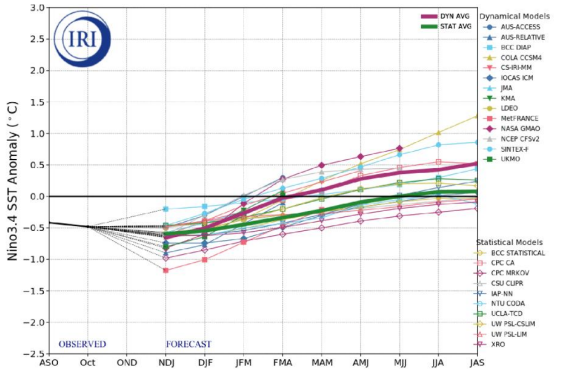
资料来源：USDA；华安期货研究院

根据 CPC 对于 2026 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，并开始转为 enso 中性。这与 2025 年度全美整体气候条件相似，因此 2026 年度出现极端天气概率不高，但核心产区得州面临降水不足的约束。

图表 33:Official NOAA CPC ENSO Probabilities



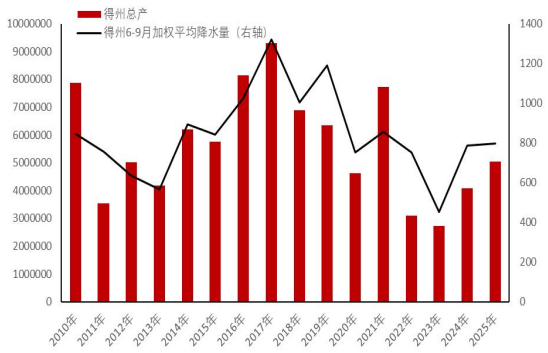
图表 34:Model Predictions of ENSO from Nov 2025



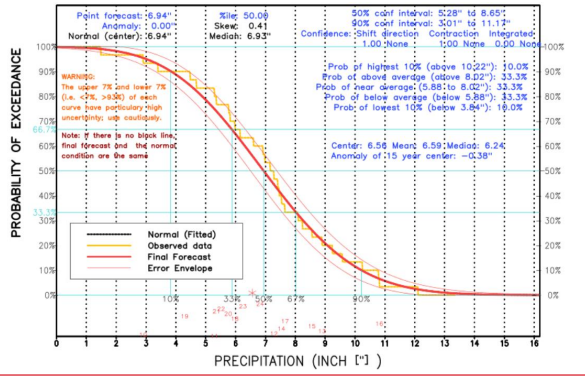
资料来源：CPC；华安期货研究院

得州作为美棉核心产区，其产量与 6-8 月降水量的相关系数高达 0.79，充足降水是单产保障的关键。根据 NOAA 展望，2026 年得州核心植棉区 6-8 月降水量同比略低，而该时段正是棉花生长需水关键期，将直接抑制总产提升。考虑前文对于 26/27 年度美国棉花种植意愿或维持在 400 万公顷之下的判断，叠加得州降水不足导致的总产下滑，双重因素将形成共振。参考近 10 年美棉 “面积-单产-产量”的联动关系，在当前约束条件下，新年度美棉总产量难以突破 300 万吨，大概率维持在 280-295 万吨区间。

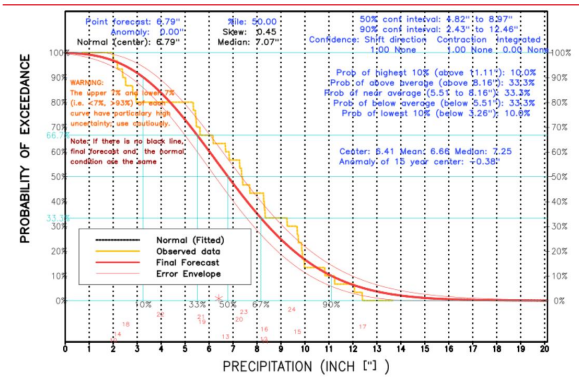
图表 35:得州产量-降水关系



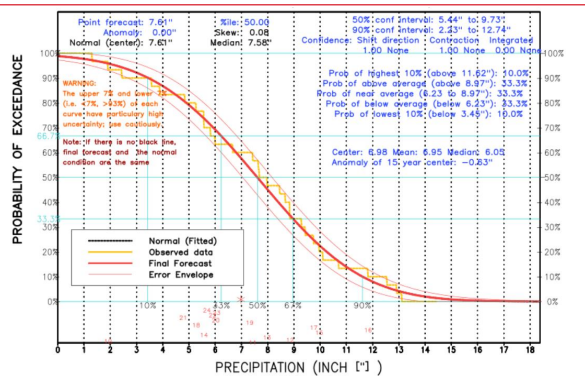
图表 36:Northern Hi Plains Texas 2026 JAS 降水预估



图表 37:West-Central Texas 2026 JAS 降水预估



图表 38: Texas West of Abilene 2026 JAS 降水预估

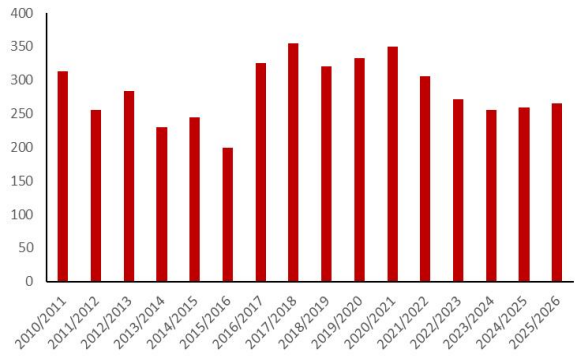


资料来源：USDA；CPC；华安期货研究院

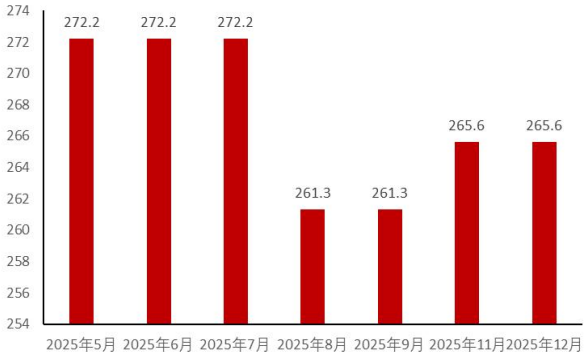
2.2.1.3 25/26 年度出口目标仍有一定的下调空间

USDA 在 12 月供需报告中对于 25/26 年度美棉出口目标维持 265.6 万吨的观点，同比增加 6.5 万吨。这是自 24/25 年度以来 USDA 连续两次上调美棉出口目标。但结合当前美棉出口签约的核心数据、买家需求约束及替代竞争格局判断，这一目标与市场实际情况存在一定的偏差，25/26 年度美棉出口目标仍有明确的下调空间。

图表 39:美棉历年出口情况



图表 40:25/26 年度 USDA 美棉出口月度调整



资料来源：USDA；华安期货研究院

从目前美棉签约情况来看，美棉出口签约进度与规模双双创近年低位，直接印证出口动能不足。截 2025 年 11 月 6 日，25/26 年度美棉出口销售进度仅为 46.16%，较 24/25 年度同期低 7 个百分点，且销售进度与总签约量均跌至近 6 年来的最低

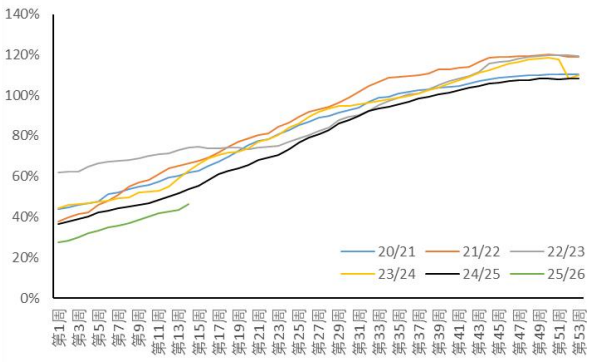
水平。值得注意的是，当期美棉签约量与装运量呈现明显背离。以越南为代表的主要采购国为规避关税政策不确定性，选择加快已签约订单的装运节奏，这种“重装运、轻签约”的特征，本质是对存量订单的消化，而非新增需求的释放，进一步凸显出口签约的内生动力薄弱。

核心买家中国采购意愿持续低迷，形成刚性需求缺口。中美贸易争端的持续扰动，使得中国对美棉的采购积极性进一步削弱。24/25 年度中国累计签约美棉仅 16.84 万吨，而 25/26 年度截至第 14 周，中国当周签约量仅 3.39 万吨，同比大幅减少 10 万吨。回顾 24/25 年度，巴基斯坦、越南等国的采购放量抵消中国签约不足的影响，但 25/26 年度这一“替代补偿”逻辑已难延续。

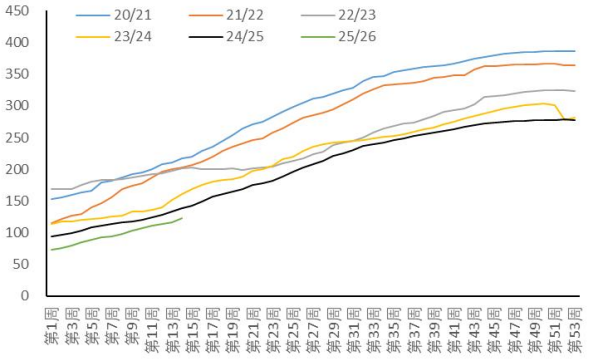
图表 41:美棉周度签约情况（万吨，截至 11.06）

2025/26年度产量预计：307.3 2025/26年度出口目标：265.6			剩余每周签约目标：3.67 剩余每周装运目标：5.62			
国家和地区	2025/26年度				2026/27年度	
	签约占比	签约进度	装运占比	装运进度	签约占比	签约进度
总计	——	46.16%	——	37.79%	——	
中国	2.77%		2.37%	32.35%	14.80%	
巴基斯坦	10.53%		9.78%	35.10%	1.97%	
越南	28.82%		30.00%	39.33%	4.26%	
墨西哥	9.96%		7.92%	30.04%	43.76%	
孟加拉国	6.07%		7.42%	46.16%	0.00%	
土耳其	7.90%	——	6.40%	30.61%	0.00%	——
印尼	3.95%		1.59%	15.19%	0.00%	
危地马拉	3.36%		2.17%	24.43%	9.91%	
萨尔瓦多	3.44%		1.88%	20.70%	11.11%	
洪都拉斯	4.58%		3.55%	29.29%	6.95%	
其他	18.62%		26.92%	54.62%	7.25%	

图表 42:美棉销售进度



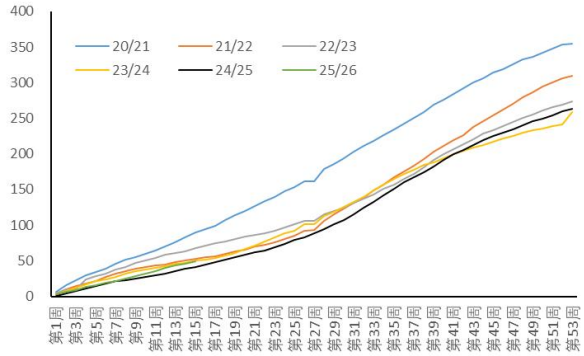
图表 43:美棉当前市场年度总签约量



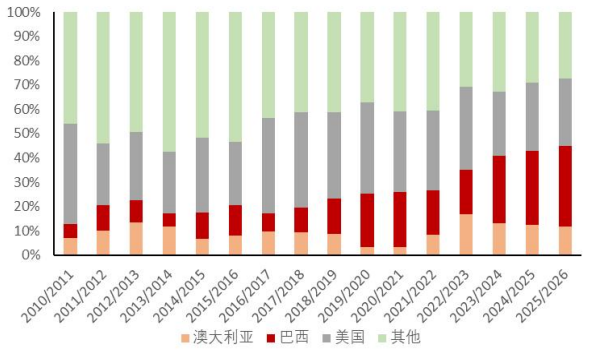
资料来源：USDA；华安期货研究院

增长主力市场的拉动作用存在明确瓶颈。25/26 年度美棉出口的增量主要依赖越南、孟加拉、印尼三国，截至 11 月 6 日，三国累计进口美棉 47.61 万吨，同比增加 17.16 万吨。但作为 24/25 年度美棉出口第一大国的越南，其拉动能力已触顶：一方面，越南本土纱线产能存在物理上限，25 年以来纱厂开机率始终维持在 60%-70%的中等水平，未出现产能扩张信号；另一方面，全球纺服终端需求未现实质性复苏，越南纺服出口增速从 24 年的 10%回落至 25 年的 88.4%，用棉需求的增长缺乏终端订单支撑，难以持续承接美棉出口增量。

图表 44:美棉当前市场年度总装运量



图表 45:全球主要棉花出口国市场份额占比



资料来源：USDA；华安期货研究院

巴西棉、澳棉的市场份额持续提升，进一步挤压美棉出口空间。近年巴西棉与澳棉凭借产量优势与价格性价比，于全球市场占有率不断提升。在全球棉花需求整体疲软的背景下，美棉面临的替代竞争压力持续加大，这将进一步制约其出口目标的兑现。

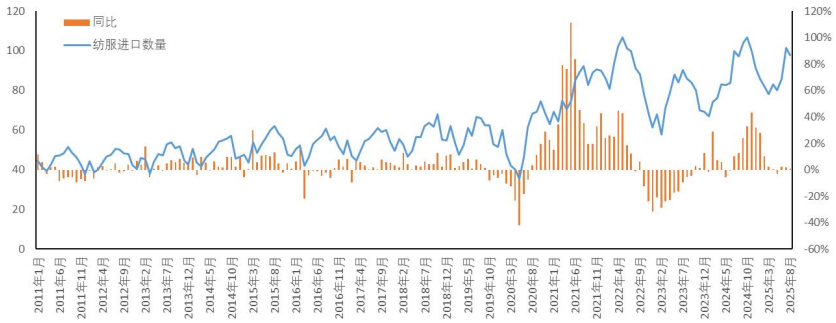
USDA 的出口目标高估了美棉的实际签约动能，也忽视了核心买家缺位、增长市场瓶颈与替代竞争加剧的三重约束。结合当前签约的绝对低位与市场格局，25/26 年度美棉出口目标的下调具备充分的现实依据。

2.2.1.4 美国消费终端出现弱补库现象，持续性存疑

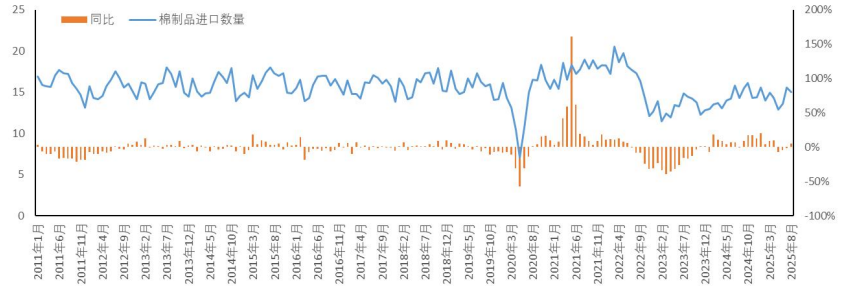
补库的重要标志是库存增速低于销售增速，即库销比回落。弱补库的核心特征是销售未实现实质性扩张、库存压力仍未根本缓解，且缺乏持续推进的强大动力。

2025 年度美国纺服及棉制品进口量虽有小幅回升，但同比增速并未形成持续正向态势，尤其棉制品同比增速始终未能实现显著转正，反映进口端的复苏缺乏稳定性。

图表 46:美国进口纺服数量月度变动（亿平方米）



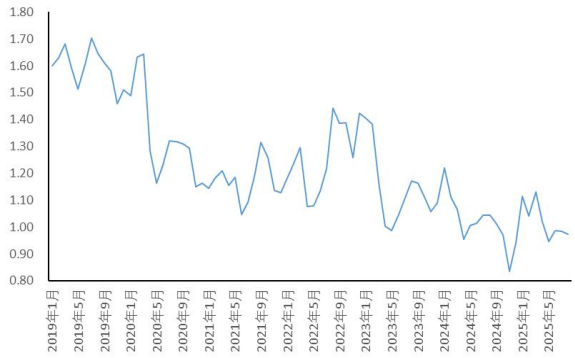
图表 47:美国进口棉制品数量月度变动（亿平方米）



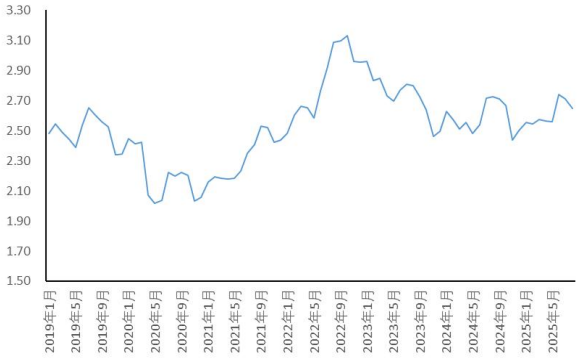
资料来源：OTEXA；华安期货研究院

价格端同样缺乏支撑。纺服单价持续处于低位区间，棉制品单价未出现持续上行趋势，叠加成本端无明确利好信号，进一步印证进口供给的回升仅为阶段性调整。这种量增乏力、价稳难升的格局，决定了进口端仅能支撑基础层面的弱补库行为，无法推动补库力度从弱向强升级。

图表 48：美国进口纺服整体单价变动（美元/平方米）



图表 49:美国进口棉制品整体单价趋势（美元/平方米）



资料来源：OTEXA；华安期货研究院

批发端库存数据清晰反映弱补库特征。2023 年后美国纺服批发商库存从 400 亿美元左右逐步回落至 2025 年 9 月的 280 亿美元附近，但销售额始终维持在 140 亿美元左右的低位水平，并未随库存回落出现同步扩张。库销比虽从近 3 的高位小幅降至 2.1 左右，但仍显著高于 2021 年前 1.9 以下的常态区间。这意味着批发端库存的回落本质是被动去库后的小幅补库，并非基于销售改善的主动补库。销售端的持续疲软，导致补库力度始终处于极弱水平，难以形成有效突破。

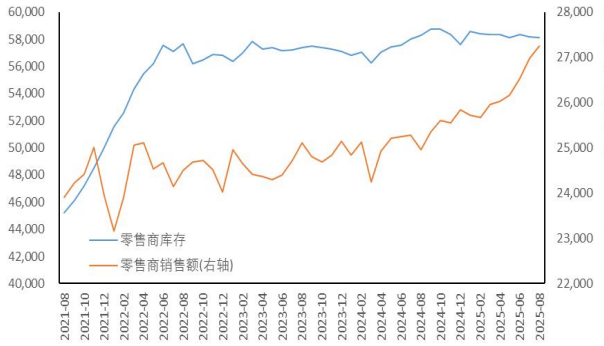
图表 50:美国服装及面料批发商库存-销售额



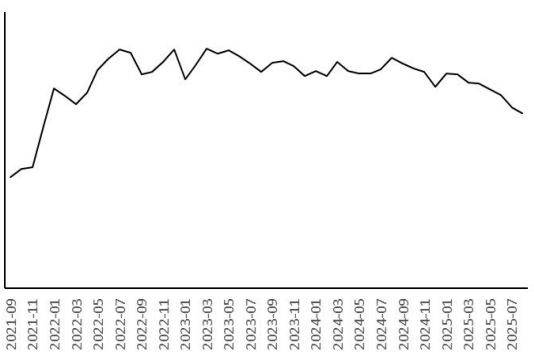
图表 51：美国服装及面料批发商库消比



图表 52:美国服装及面料零售商库存-销售额



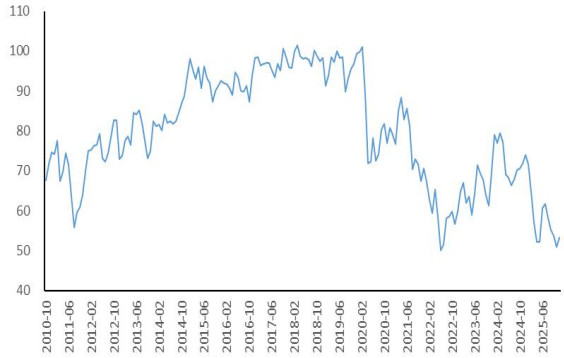
图表 53:美国服装及面料零售商库销比



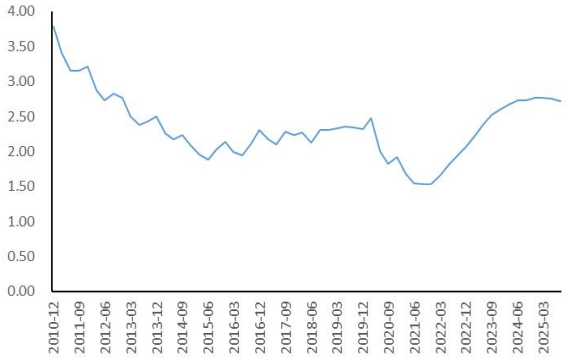
资料来源：同花顺iFind；华安期货研究院

零售端同样未出现实质性补库动能。纺服零售商库存仍处于上升通道，从 450 亿美元升至 580 亿美元左右，而销售额仅从 235 亿美元增至 270 亿美元，14.9%的销售增幅远低于 29%的库存增幅；库销比仅从 2.4 微降至 2.2，仍高于历史常态水平。这一数据表明，零售端仅实现库存增速放缓，并未进入主动补库阶段，补库行为更多是应对短期销售的临时性调整，而非基于对未来需求的乐观预期。

图表 54:美国密歇根大学消费者信心指数



图表 55：美国所有银行消费贷款拖欠率:季调



资料来源：同花顺iFind；华安期货研究院

补库的持续推进需满足两大前提：终端消费实质性扩张+库存处于历史低位，但当前美国纺服终端均不满足这两个条件。消费端来看，2025 年美国消费者信心指数持续处于 50-60 区间，为 2010 年后的低位水平，反映消费者消费意愿持续低迷；2021 年后消费者拖欠率持续回升至 2.5%以上的近年高位，印证消费者实际还款能力与消费能力受限，终端需求难以形成有效扩张。库存端来看，无论是批发端还是零售端，当前库销比均高于 2021 年前的常态水平，库存压力未得到根本缓解，仅需弱补库即可覆盖短期销售，批发商与零售商均无动力持续扩大补库规模。若消费疲软态势延续，终端企业为规避库存积压风险，将停止补库行为。

综上，美国消费终端当前的补库行为是阶段性、弱力度的被动调整，缺乏销售扩张与低库存的双重支撑，弱补库特征明确，其持续性存疑。

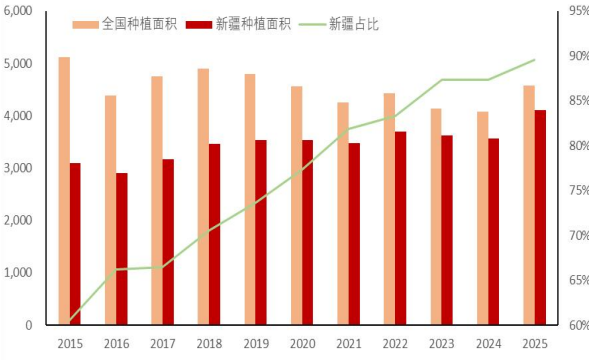
2.2.2 中国篇

2.2.2.1 26/27 年度国内棉花种植面积有望迎来缩减

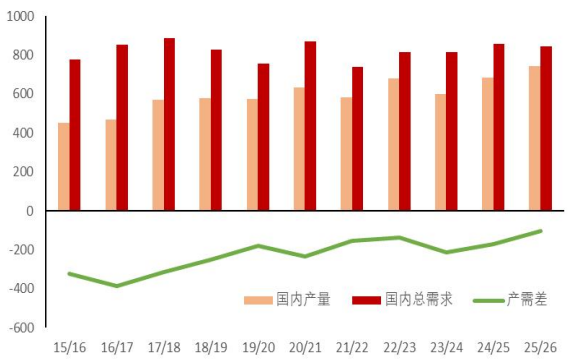
影响植棉面积的核心因素在于棉农的当年度收益；此外，政策的变动以及与竞争作物的比价情况也是必须要考虑的两个因素。

根据国家棉花市场监测系统数据显示，2025 年我国植棉总面积 4580.3 万亩，同比增加 6.3%，达到 2020 年以来的最高点；新疆植棉面积 4102 万亩，同比增幅 8.2%，延续上升趋势。因 2025 年度植棉期内未长时间大范围出现灾害天气，根据 BCO 的调研结果显示，全国棉花产量预计将来到创纪录的 742 万吨。产需差的持续收窄表明国内供应宽松格局的固化，虽然可以通过调整年度棉花进口关税及滑准税配额数量来影响国内总供应，但产需差收窄的压力负反馈于棉价最终会在棉农收益上得到反映，从而影响下年度植棉意愿。

图表 56:中国棉花播种面积（万亩）



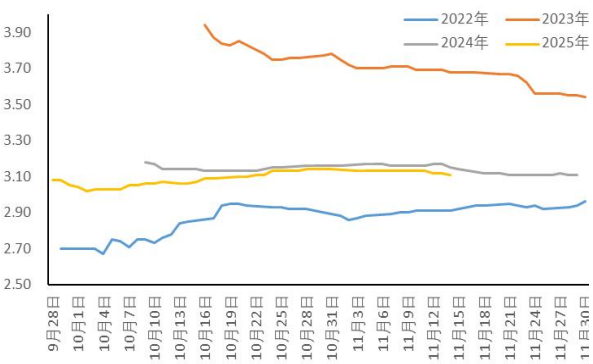
图表 57:中国棉花产需变动（万吨）



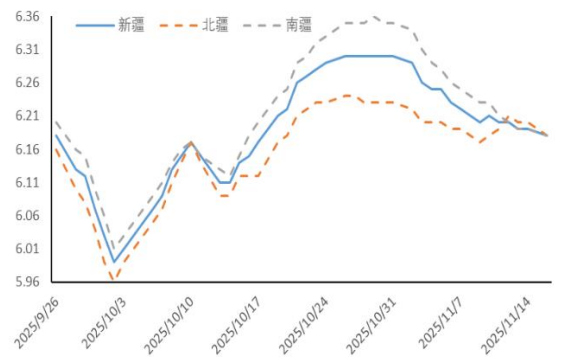
资料来源：国家棉花市场监测系统；BCO；华安期货研究院

2025 年度虽然籽棉收购价格呈现出低开高走的局面，但较同期水准明显偏低，仅高于 2022 年度，这直接当年度影响棉农收益。2025 年度南疆地区因炒作增产不及预期，引起当地轧花厂抢收苗头，收购均价显著高于北疆地区，带动全疆收购均价上涨；但受制于丰产压制以及轧花厂风险偏好低，未引发大规模抢收行为。值得注意的是，2025 年有一定数量的籽棉在收购工作正式开始前棉农进行了预售，价格在 6.1-6.3 元/公斤左右，这也在一定程度上反映出棉农的心理预期售价。

图表 58:籽棉收购价（元/斤）



图表 59:2025 年度南北疆收购价格（元/公斤）



图表 60:棉农亩均收入估算（不含补贴，元/亩）

棉花年度	皮棉亩产	衣分按38%推算籽棉亩产	收购均价	亩收入	种植成本	亩均收入
2014/15	119.50	314.47	6.02	1893	1800	93
2015/16	110.00	289.47	5.52	1598	1760	-162
2016/17	130.00	342.11	7.11	2432	1780	652
2017/18	136.40	358.95	6.71	2409	1860	549
2018/19	136.50	359.21	6.44	2313	1972	341
2019/20	138.20	363.68	5.22	1898	2160	-262
2020/21	156.30	411.32	6.48	2665	2280	385
2021/22	147.90	389.21	10.36	4032	2529	1503
2022/23	158.00	415.79	6.04	2511	3279	-768
2023/24	152.60	401.58	7.62	3060	3295	-235
2024/25	160.50	422.37	6.23	2631	3200	-569
2025/26	163.10	429.21	6.19	2657	3258	-601

资料来源：同花顺 iFind；上海国际棉花交易中心；BCO；华安期货研究院

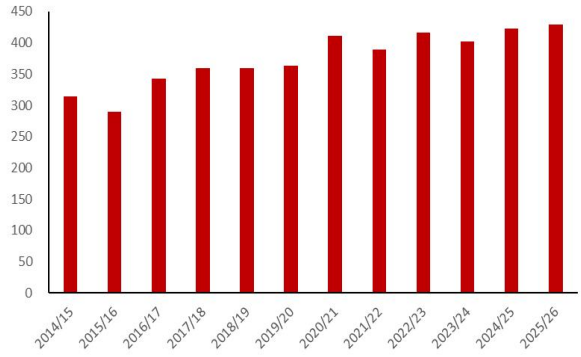
植棉成本的居高不下仍是挤压利润空间的重要因素，近 4 年来种植成本维持相对稳定，多数地块种植成本在 2900-3300 元/亩，其中土地承包费占比最大，约 1300-1500 元/亩，占总成本近 50%。按 25/26 年度 6.19 元/公斤的籽棉交售均价来计算，在不考虑政府补贴的情况下，亩产最低需要达到 526 公斤才能勉强实现保本。对于棉农植棉收益的保障仍靠政策补贴为主，但从近三年来看，即使考虑到补贴因素，棉农净收益也在不断被挤压。

2017 年开始对新疆享受目标价格补贴的棉花数量进行上限管理，超出上限的不予补贴。在 2023-2025 年新一轮三年评估周期中对新疆棉花按照 18600 元/吨的价格以固定产量 510 万吨进行补贴，并配套完善质量补贴标准引导优质棉花生产。2026 年为新一轮棉花目标价格政策的初始年，当前新的目标价格政策官方并未公布。考虑到目标价格政策的制定与前一政策周期棉价运行区间有关，而自 2023 年开始内棉主力合约期价最高并未突破 18000 元/吨；此外，我国棉花供应宽松格局的固化可以通过相关政策的优化，以供应端作为切入点引导产量适时调整。故笔者据此判断 2026 年度棉花目标价格或低于 18600 元/吨。这对以靠政策补贴为主的植棉收益来说其利润空间进一步受限，从而压制棉农种植积极性。

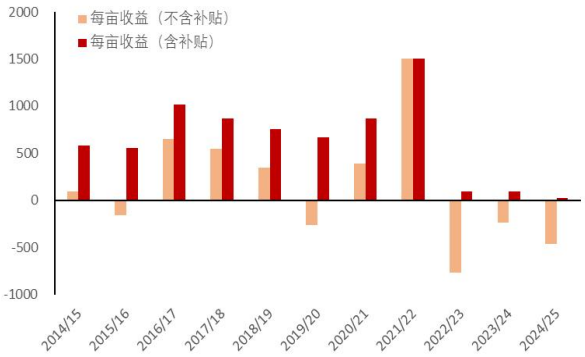
图表 61:我国植棉补贴政策

棉花年度	面积补贴	交售量补贴				质量补贴	
		陆地棉		特种棉			
		自治区	兵团	自治区	兵团	自治区	兵团
2014/15	267.63	0.688		0.893		——	
2015/16	141.75	1.99		2.58			
2016/17	70.4	0.85		1.11			
2017/18	57	0.63		0.82		0.2	——
2018/19	86.268	0.918		1.194		——	0.2
2019/20	188.42	1.91	2.26	2.49	2.94	0.3	0.2
2020/21	——	1.18	1.356	1.65	1.898	——	
2021/22		——				——	0.3起
2022/23		1.93	2.154	2.71	3.016	0.29起	——
2023/24		0.65		0.975		0.35	北疆、东疆：25元/亩 南疆：30元/亩
2024/25		0.91				0.35	

图表 62:籽棉亩产推算（公斤/亩）



图表 63:补贴前后每亩植棉收益变化趋势



资料来源：国家发改委；BCO；华安期货研究院

小麦与玉米作为新疆的核心农作物，与棉花存在争地现象。单从比价情况来看，当前棉花价格相对优势并不明显，较去年同期出现明显回落。考虑到土地承包费较低，小麦、玉米种植成本在 1200-1500 元/亩左右，显著低于棉花；此外小麦每亩补贴 230 元，玉米每亩补贴 18 元的政策，扩大了小麦与玉米种植利润空间。相对于棉花最新补贴政策的不确定性，小麦、玉米补贴政策的延续性，进一步催化棉农种植意愿的转变。

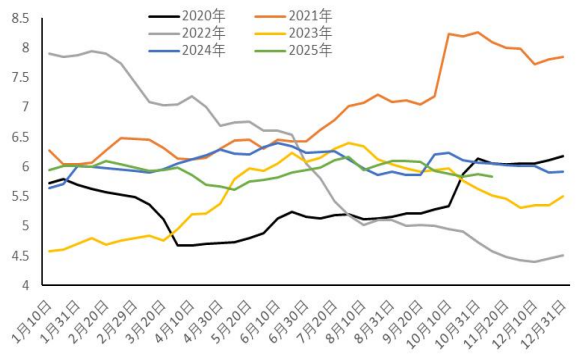
图表 64:2025 年度棉花竞争作物利润估算

项目	小麦	玉米	籽棉
亩均成本（元）	1200-1500	1200-1500	2900-3200
亩均产量（公斤）	400-550	800-1000	450-530
亩均产值（元/公斤）	2.4-2.5	2.2-2.4	5.9-6.4
亩均补贴（元）	230	18	400-500
亩均净利润估算（元）	70-405	278-556	100-190

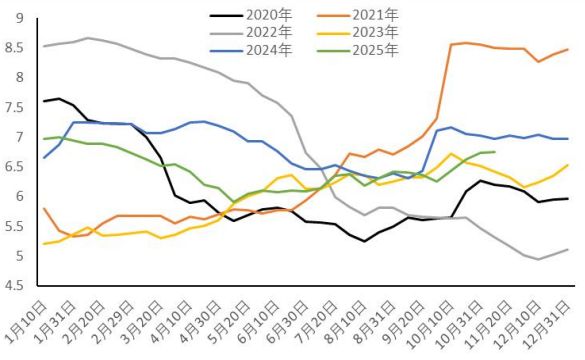
注：1、净利润估算按亩均产量估算，未考虑高产田利润情况

2、25/26 年度棉花补贴按上一年度棉花补贴进行估算

图表 65:国内棉花/小麦



图表 66:国内棉花/玉米



资料来源：同花顺 iFind；华安期货研究院

2.2.2.2 2026 年度纯棉表观消费仍有支撑，期末库存压力或不及预期

当前国内棉花丰产信号已高度明确。据 BCO12 月供需报告，25/26 年度国内棉花总产预估达 768 万吨，较上一年度大幅增加 83 万吨，增幅达 12.1%；公检数据

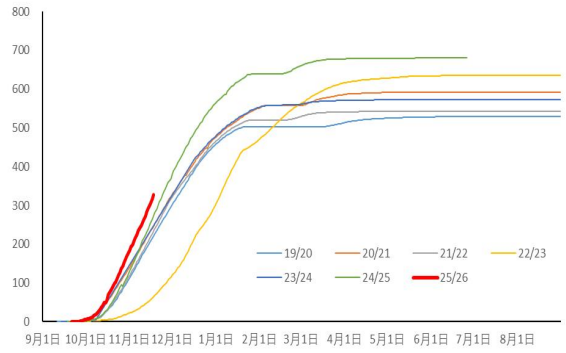
进一步佐证丰产进度。截至 2025 年 12 月 12 日，全国棉花累计公检量 524.16 万吨，同比增长 14.45%，且公检仍处于提速阶段，预示后续产量落地将持续放量。

但丰产并未带来商业库存的同步高增，反而凸显消费消化能力。截至 2025 年 11 月底，国内棉花商业库存为 468 万吨，仅较上一年度同期高出 1 万吨，增幅不足 0.3%。“总产增 83 万吨”与“商业库存仅增 1 万吨”的强烈反差，清晰指向一个核心事实，即丰产带来的增量产能已被消费有效消化，纯棉表观消费的韧性成为平衡市场的关键力量。

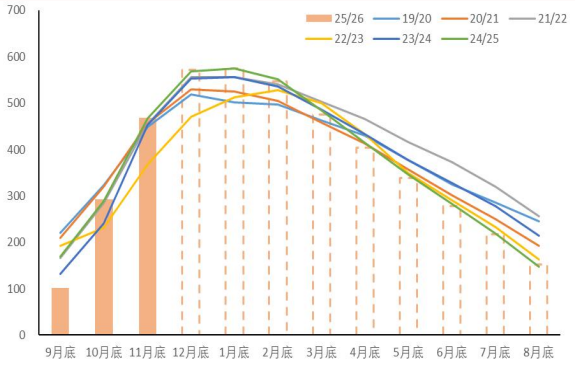
图表 67:BCO 中国棉花产消存量资源表（12 月）

项目	2023/24	2024/25	2025/26
总供应	1496 (0)	1472 (0)	1504 (+26)
其中：期初库存	569 (0)	681 (0)	616 (0)
产量	601 (0)	685 (0)	768 (+26)
进口	326 (0)	106 (0)	120 (0)
总需求	815 (0)	856 (0)	858 (+13)
其中：纺棉消费	774 (0)	817 (0)	821 (+13)
其他消费	40 (0)	38 (0)	35 (0)
出口	1 (0)	1 (0)	2 (0)
期末库存	681 (0)	616 (0)	646 (+13)

图表 68:全国棉花公检数量（万吨）



图表 69:国内棉花商业库存及后续估算（万吨）

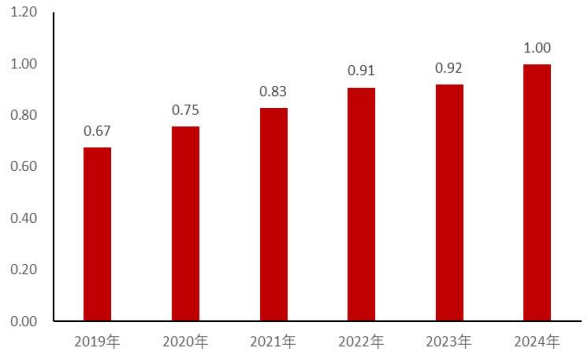


资料来源：中国棉花信息网；华安期货研究院

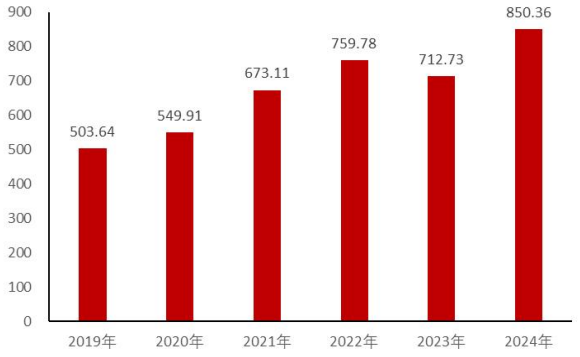
纯棉表观消费的支撑并非短期偶然，而是依托于产业端的刚性增量。新疆纺纱产能的持续扩张，为纯棉需求提供了长期动力。近年来新疆棉纺产能已突破 3000 万锭，且仍向 4000 万锭目标稳步推进，庞大的产能基数直接拉动纯棉原料采购需求。据新疆棉纺行业协会数据，2025 年新疆纱厂纯棉纱产量同比增长 15%，带动当地棉花消费量同比提升 13.8%，这一增长态势将延续至 2026 年度，成为纯棉消费的核心支撑点。

结合 BCO 工商业库存数据及历史规律推算，25/26 年度纯棉消费与库存格局已清晰可见。从短期数据看，2025 年 11 月国内棉花表观消费预估达 100.58 万吨，截至 11 月的 25/26 年度累计表观消费已达 229.78 万吨，单月消费规模显著高于往年同期均值。

图表 70:我国纱线产能变动趋势（亿锭）



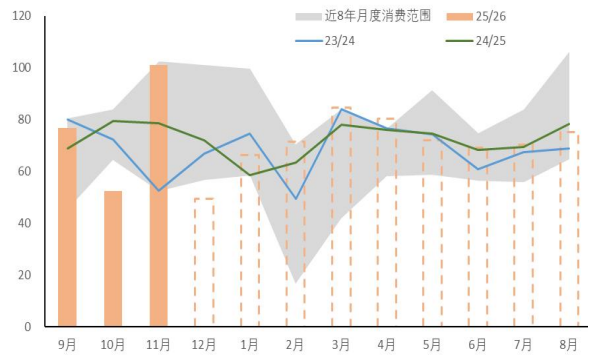
图表 71:我国 5 万锭规模以上企业年度用棉量（万吨）



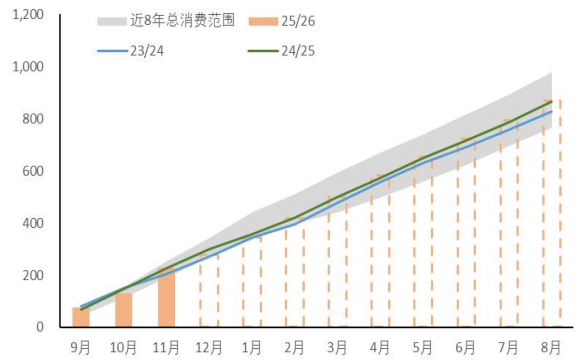
资料来源：发改委；华安期货研究院

从全年维度看，尽管中美互加关税带来贸易扰动，但订单前置现象有效对冲了部分负面影响。下游企业为规避关税不确定性，将部分订单提前执行，推动纯棉消费同比上升。参考 24/25 年度 865 万吨的累计表观消费规模，结合季节性工商业库存变动规律推算，25/26 年度全年纯棉消费总量预计达 868.23 万吨，较上一年度微增 0.4%。

图表 72:25/26 棉花月度表观社会消费估算（万吨）



图表 73:国内棉花累计表观消费预估（万吨）



图表 74:USDA 中国供需平衡表（12 月）

年度	收获面积	期初库存	产量	进口	总供应	出口	国内消费	损耗	期末库存	库消比
2010/2011	7,875	310	664	261	1,235	3	1,002	0	231	23
2011/2012	8,250	231	740	534	1,505	1	827	0	677	82
2012/2013	7,950	677	762	443	1,881	1	784	0	1,097	140
2013/2014	7,200	1,097	713	308	2,117	1	751	0	1,365	182
2014/2015	6,600	1,365	653	180	2,199	2	751	0	1,446	192
2015/2016	4,575	1,446	466	96	2,008	3	784	0	1,221	155
2016/2017	4,200	1,221	469	110	1,800	1	838	0	961	114
2017/2018	4,800	961	588	124	1,673	3	893	0	777	87
2018/2019	4,800	777	593	210	1,580	5	851	0	724	85
2019/2020	4,725	724	586	155	1,465	3	740	0	722	97
2020/2021	4,575	722	638	279	1,638	0	901	0	737	82
2021/2022	4,425	737	581	169	1,487	3	727	14	744	102
2022/2023	4,650	744	670	136	1,549	2	821	0	726	88
2023/2024	4,275	726	596	326	1,648	1	847	0	800	94
2024/2025	4,350	800	697	113	1,609	1	849	0	759	89
2025/2026	4,575	759	729	118	1,606	2	838	0	766	91
同比	5.17%	-5.12%	4.69%	4.16%	-0.22%	23.08%	-1.28%	0.00%	0.94%	2.25%

资料来源：中国棉花信息网；USDA；华安期货研究院

消费的稳定增长直接缓释了期末库存压力。根据历史商业库存数据变动趋势测算，至 25/26 年度末期，国内棉花商业库存或达 152 万吨，仅比 24/25 年度末

期高出 4 万吨，增幅仅 2.7%。这一库存水平不仅远低于“丰产背景下库存大增”的市场担忧，更处于近五年同期库存的中等偏下区间，进一步印证库存压力不及预期的判断。

2.2.2.3 25/26 年度棉花进口量预计年末回升，来源呈现多元化格局

我国棉花进口实现关税配额+滑准税配额双重配额制。2026 年我国棉花进口关税配额为 89.4 万吨，维持稳定。2024、2025 年连续两年我国滑准税配额发放数量仅为 20 万吨，从政策层面限制了我国进口棉花的积极性。其本质是政策对供需平衡与产业保护的双重考量。一方面，国内棉花库存仍处相对充裕水平，消费端因关税冲击存在不确定性，无需通过扩大滑准税配额增加进口；另一方面，滑准税配额主要服务加工贸易，而当前纺织出口形势严峻，20 万吨配额已能匹配企业实际需求，凭合同申领的发放方式更实现了精准调控，避免资源浪费与市场冲击。

图表 75：2018-2025 滑准税配额信息（万吨）

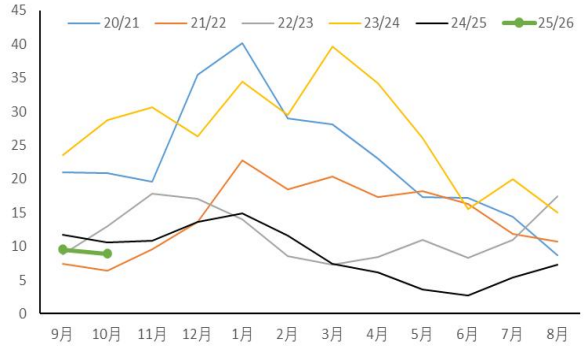
年份	发布时间	发布数量	发放对象	配额申请时间
2018	6月12日	80	全部为非国营贸易配额	06/15-06/19
2019	4月12日	80	全部为非国营贸易配额	04/1-04/29
2020	8月31日	40	全部为非国营贸易配额，限定用于加工贸易方式	09/01-09/15
2021	4月30日	70	全部为非国营贸易配额，40万吨限定用于加工贸易方式，30万吨不限定贸易方式	05/06-05/18
2022	3月11日	40	全部为非国营贸易配额，限定用于加工贸易方式	03/14-03/25
2023	7月21日	75	全部为非国营贸易配额	07/24-08/04
2024	7月31日	20	全部为非国营贸易配额，限定用于加工贸易方式	08/01-08/07
2025	8月21日	20	加工贸易配额，凭合同申领方式发放	至12/31

资料来源：国家发改委；华安期货研究院

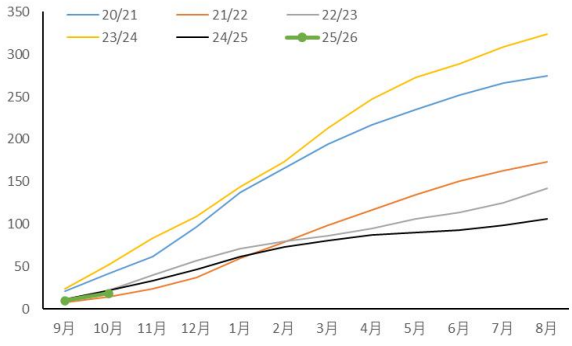
因中美关税贸易争端，在 2025 年度我国明显减少对美棉采购。截至 2025 年 10 月，我国累计进口美棉仅 10.43 万吨，大幅低于历史同期水准。从 2023 年开始，美棉在我国棉花进口占主导地位的结构发生改变，巴西棉、澳棉占比明显上升。

24/25 年度我国棉花累计进口量 105.77 万吨，同比减少 217.73 万吨，减幅 67.3%。25/26 年度前两个月我国进口棉花总计 18.47 万吨，同比减少 3.84 万吨。虽然美棉进口关税由 26%降至目前 11%，但进口成本较去年高 1200 元/吨左右；每吨价格较同质量标准巴西棉、澳棉高 600-1000 元不等，基本限制了我国采购美棉的动力。

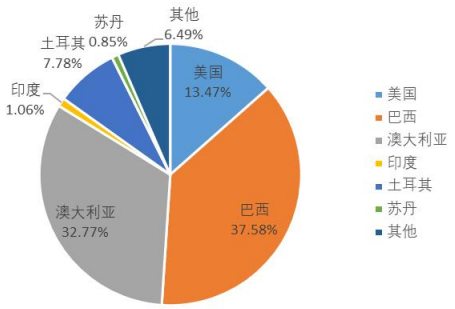
图表 76：棉花进口数量（万吨）



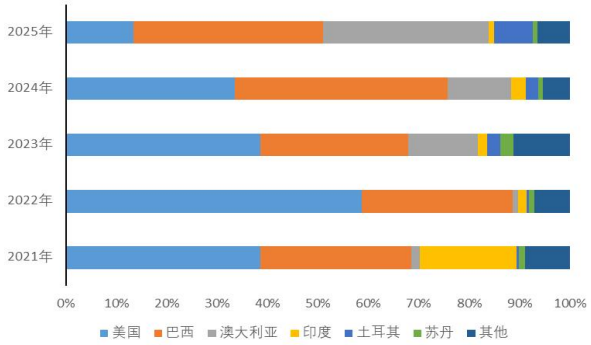
图表 77：棉花进口数量总计（按棉花年度）



图表 78：2025 中国棉花进口分国别累计占比情况



图表 79：近 5 个年度中国棉花进口量分国别占比



资料来源：海关总署；华安期货研究院

25/26 年度供应再创历史新高格局已基本成型，考虑到棉制品出口压力短期难以得到有效逆转，因此进口量大幅增加概率不高。但根据前文判断，在产能不断提升的背景下推动棉花基础消费的增加，以及 26/27 年度供应端减产的叙事或在 2026 年下半年登场，进口需求或同步配合，故 25/26 年度总进口量预计小幅抬升至 110 万吨附近。

2.2.2.4 外纱进口仍有吸引力，2026 年纱线进口预计仍以越纱为主

受益于纱线产能的持续释放，纯棉纱产量稳中略增。尽管表观消费小幅下滑，但我国纱线出口量逆势上涨，尤其以精梳高支纱为核心的高附加值产品，凭借技术与品质优势构建了核心竞争力，扩大纱线出口海外市场，有效对冲了内需波动。自 22/23 年度初始，纱线进入去库阶段，库消比显著下降，库存压力得到缓解。

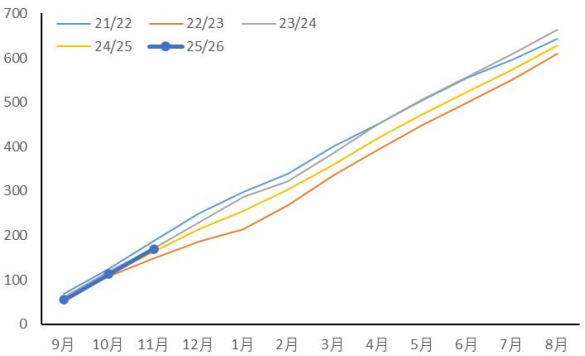
图表 80：纯棉纱供需平衡表（万吨）

年份	期初库存	纯棉纱产量	进口	出口	消费	期末库存	库消比
21/22	97	509.3	142.7	15.9	642.6	90.5	13.74%
22/23	90.5	534.3	121.7	14.4	610.1	122	19.54%
23/24	122	509.1	152.8	15.7	663.5	104.7	15.42%
24/25	104.7	513.8	126	22.5	628.5	93.5	14.36%

图表 81：纯棉纱产-存月度变动（万吨）



图表 82：纯棉纱表观累计消费推算（万吨）

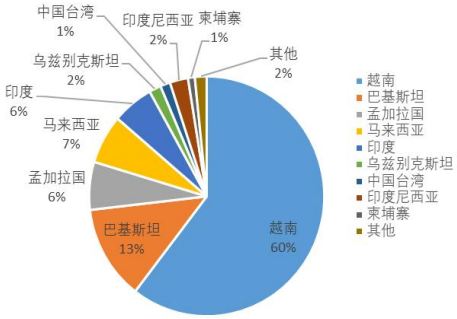


资料来源：TTEB；华安期货研究院

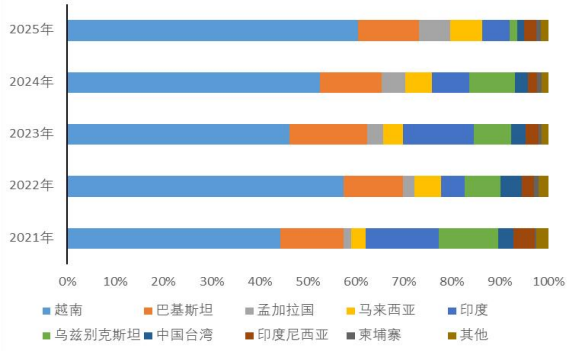
从进口来源看，越南依旧是我国纱线进口的核心主体，这一格局的形成源于越南的多重核心竞争优势的叠加赋能。越南得益于区位与物流优势，依托充足的

低成本劳动力资源，产能规模稳居东南亚前列，产品性价比显著优于其他国家；叠加越南与我国纺织产业分工协作紧密，成为我国纺企补充产能、优化成本结构的优选来源。多重优势的协同作用，使得越南长期占据我国纱线进口市场的主体地位。据此判断，25/26 年度我国纱线进口预计仍以越纱为主，且低支纱占主导。

图表 83：2025 中国棉纱进口分国别累计占比情况



图表 84：近 5 个年度中国棉纱进口量分国别占比

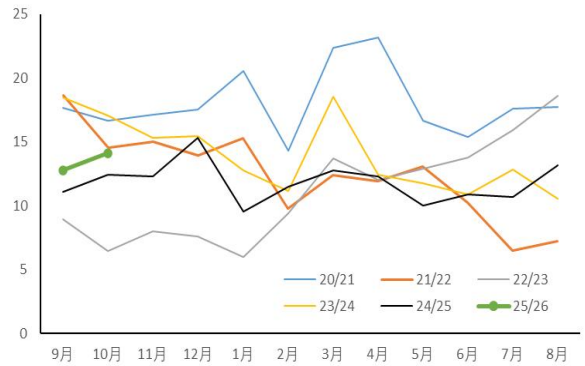


资料来源：海关总署；华安期货研究院

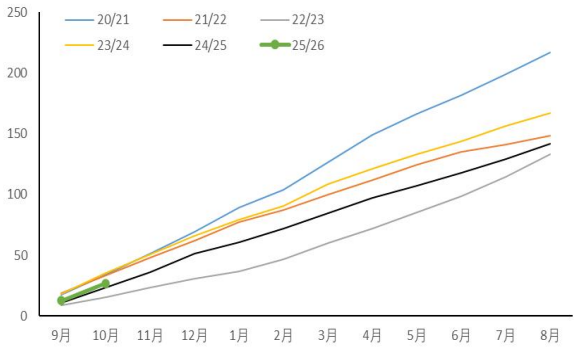
24/25 年度我国累计进口纱线 142.01 万吨，同比减少 25 万吨。2025 年 6 月起我国纱线进口量呈现逐步上升态势。此次进口量上升并非偶然，而是价格机制与市场盈利逻辑共同作用的必然结果。外纱性价比竞争力的提升解决了进口动力问题。2025 年下半年开始，内外纱价差开始走缩，其高性价比优势逐步凸显并持续强化，为进口需求回暖奠定基础。另一方面价差收窄直接打开了纱线进口的利润空间，这一明确的盈利预期显著提振了贸易商的主动采购意愿。

25/26 年度前两个月我国累计进口棉纱 26.9 万吨，高于去年同期，但仍处于 6 年来的中等偏下水准。考虑到中美贸易争端进入缓和期，外贸订单情况或略有好转，纯棉纱消费有所起色。25/26 年度前两个月纯棉纱表观累计消费 112.1 万吨，同比小幅增加 0.5 万吨。在内外纱价差持续走缩、进口利润打开的背景下，或将推动 25/26 年度我国纱线进口数量呈现出温和复苏的局面。

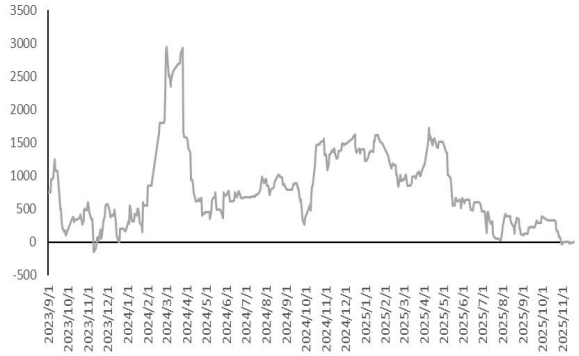
图表 85：棉纱进口数量（万吨）



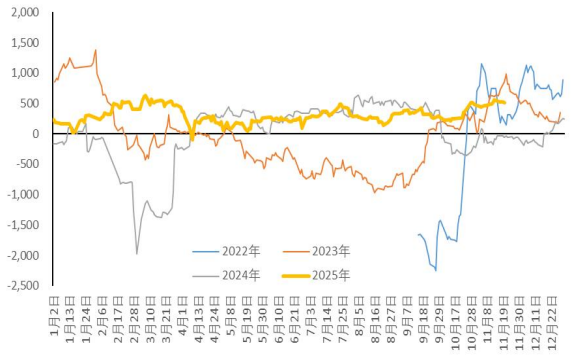
图表 86：棉纱总进口数量（按棉花年度）



图表 87:越南 C32S-内纱价差



图表 88：越南 C32S 喷气进口利润(元/吨)



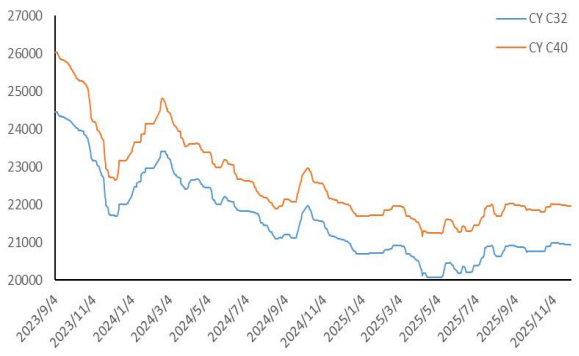
资料来源：海关总署；TTEB；华安期货研究院

2.2.2.5 2026 年下游刚需补库为主，主动补库行为难现

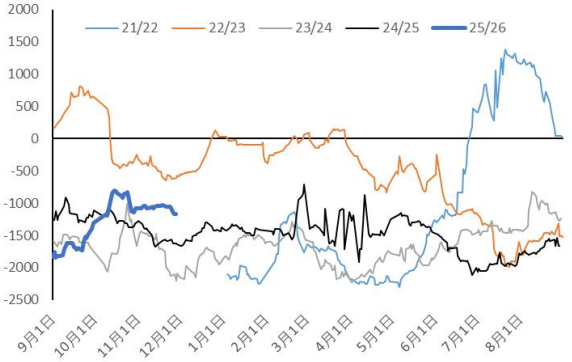
2025 年我国纱线下游市场深陷需求疲软的困局，中美贸易争端的持续扰动，给本就受国内外经济环境压制的下游需求再添重负，织造、服饰等终端企业订单稳定性大幅下降，中小规模企业甚至出现接单即微亏的尴尬处境，需求端的弱势格局贯穿全年。

尽管期间出现阶段性利好信号，海外采购商为规避潜在关税风险提前下达部分订单，叠加中美关税谈判进入冷静期缓解了市场恐慌情绪，共同推动纱线价格出现短暂回升,但这一反弹缺乏坚实需求支撑,纱线均价仍较 2024 年同期低 5%-9%。价格的弱势直接传导至生产端，内地纺纱企业平均利润亏损幅度达 800-1000 元/吨，部分以低支纱为主的中小企业亏损扩大至 60%以上，市场参与热情持续低迷。

图表 89：纱线价格

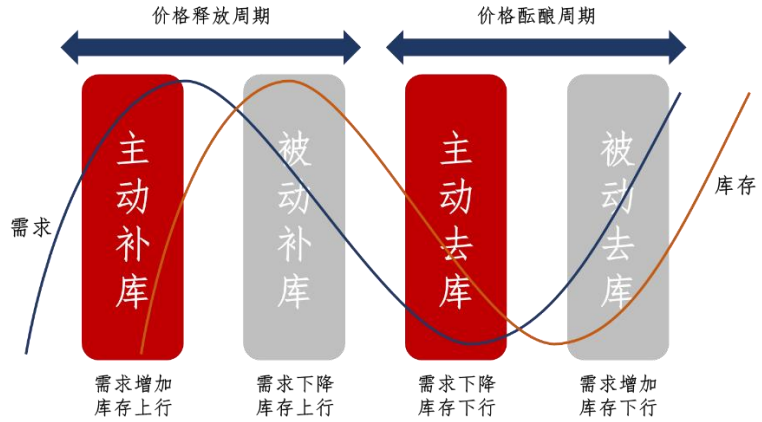


图表 90：C32S 内地盘面纺纱利润（元/吨）



资料来源：TTEB；华安期货研究院

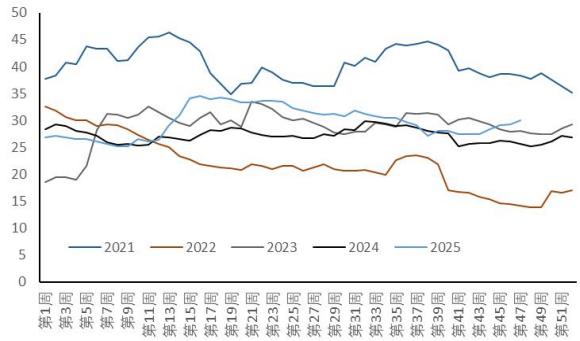
图表 91:库存周期示意图



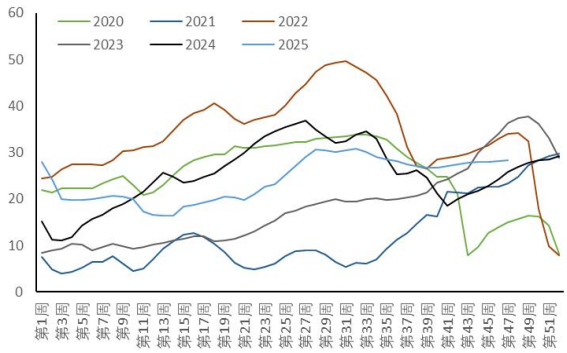
资料来源：华安期货研究院

从 2025 年的市场表现可初窥 2026 年下游补库趋势，下游企业历经一年的需求承压与利润挤压后，资金链韧性减弱，风险偏好显著降低，对市场前景的预判更趋谨慎。基于维持正常生产运转的核心需求，企业会进行阶段性的基础库存补充，以避免因原料断供影响订单交付，这一刚需补库将成为 2026 年补库的主流形态。而主动补库则缺乏形成条件，即需求端尚未出现明确复苏信号，纱线价格与企业利润的不确定性，将促使下游企业保持随用随采的保守策略，主动补库行为难有显现。

图表 92：纺企棉花库存



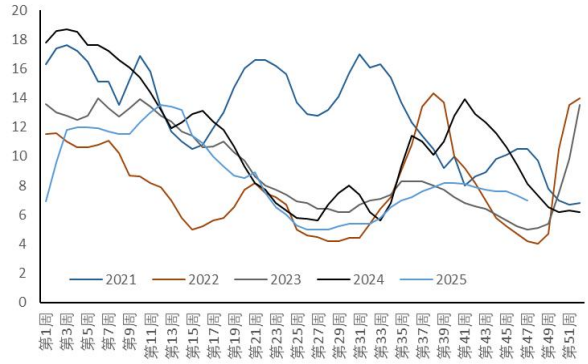
图表 93：纺企棉纱（纯棉纱）库存



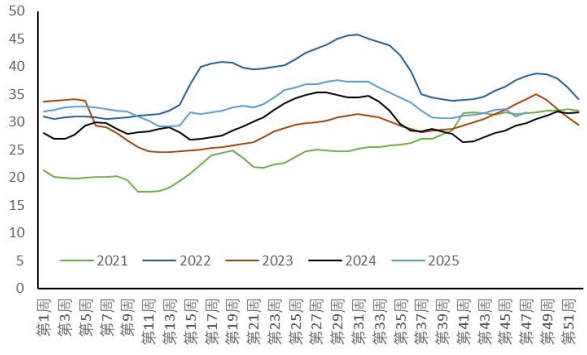
资料来源：TTEB；华安期货研究院

2025 年度，在棉花丰产叠加市场价格低位运行的双重驱动下，纺织企业棉花库存持续维持高位，纱线成品库存亦呈现明显累库趋势，而这一格局的核心成因在于织造厂坯布成品库存高企，直接弱化了织厂对棉纱原料的补库意愿。从这一市场传导逻辑可明确预判，2026 年度下游织厂主动补库行为仍难显现，2025 年坯布库存积压形成的压力尚未得到实质性缓解，企业资金链韧性与市场信心修复节奏缓慢，叠加终端需求复苏乏力，织厂将持续以随用随采的刚需补库为主，缺乏主动扩大原料库存的核心动力，主动补库难以成为市场主流。

图表 94：织厂棉纱库存



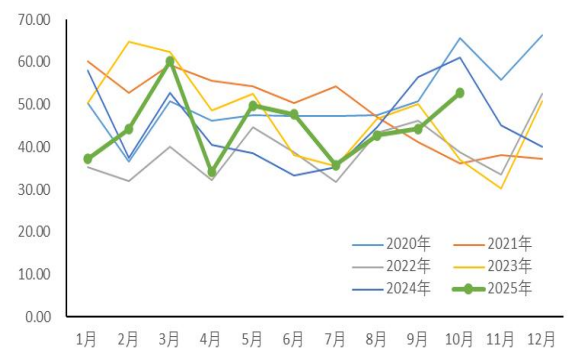
图表 95：织厂坯布库存



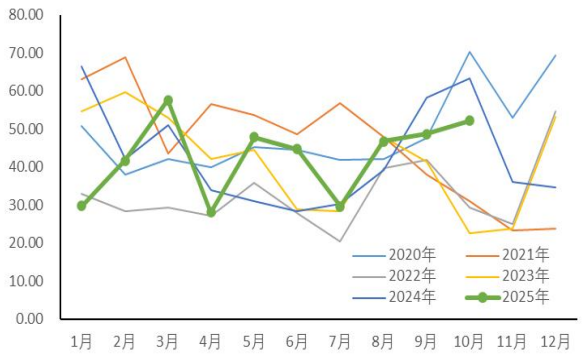
资料来源：TTEB；华安期货研究院

一般而言，棉纱坯布去库需经历以下三步：第一阶段，棉纱市场报价率先下行，价格信号弱化导致纱厂出货节奏放缓，棉纱库存进入加速累库阶段；第二阶段，纱厂为缓解库存积压压力出现踩踏式出货行为，棉纱价格进一步加速下跌，纺纱环节利润持续恶化，倒逼纱厂主动降低开机率，纺纱用棉需求随之减少，进而引发棉花价格再度下探；第三阶段，终端消费需求出现实质性复苏，下游织厂原料补库需求启动，行业进入新一轮补库周期，棉花价格随之止跌企稳。

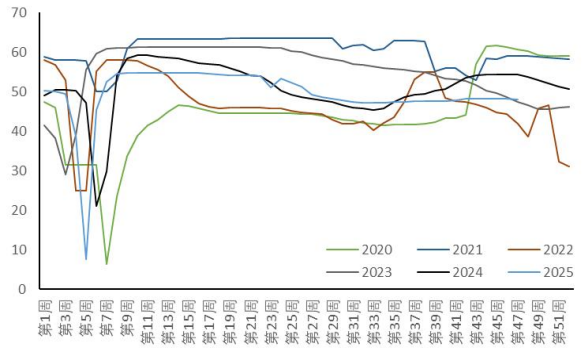
图表 96：中国棉纺 PMI



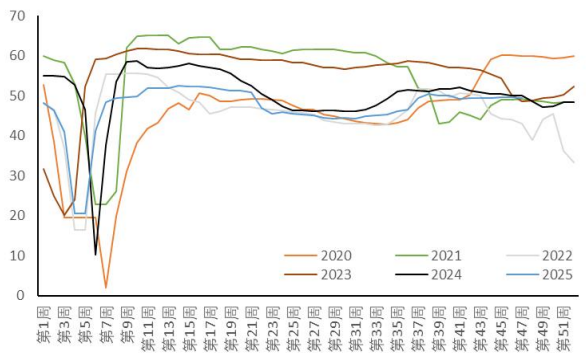
图表 97：中国棉纺 PMI：新订单



图表 98：纯棉纱厂负荷



图表 99：全棉坯布负荷

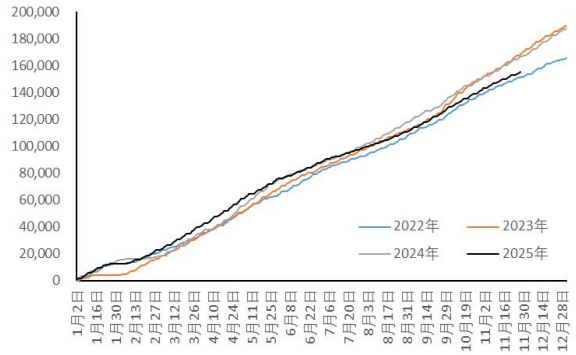


资料来源：BCO；TTEB；华安期货研究院

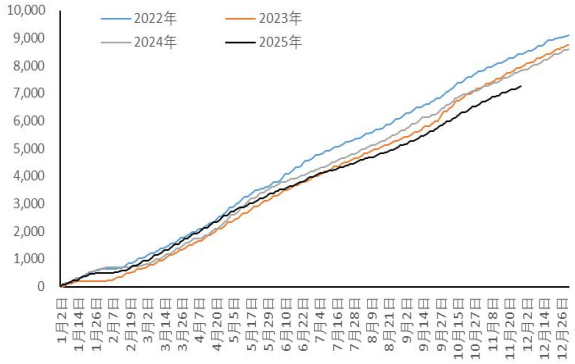
从棉纺 PMI 看到，2025 年 10 月行业景气度出现季节性回暖，该指数时隔 7 个月首次回升至荣枯线以上，这一回暖并非源于下游需求的实质性复苏，而是由短期季节性与临时性因素共同驱动。其一，纺织行业传统“金九银十”旺季叠加“十

一”假期前下游织厂为保障节前生产进行少量刚需补库，带动纺企原料采购与生产端数据阶段性回升；其二，2025 年新棉集中上市，棉价阶段性企稳使得纺企原料采购意愿小幅提升，进一步推高生产端景气度；其三，中美关税谈判进入冷静期的短期利好信号，提振市场情绪，部分企业提前进行小批量备货，助推 PMI 数据反弹。

图表 100：中国轻纺城累计成交量



图表 101：中国轻纺城累计成交量短纤织物：全棉布



资料来源：同花顺iFind；华安期货研究院

但上述回暖仅为短期脉冲式表现，无法掩盖下游需求的核心疲软态势。中国轻纺城纺织品累计成交量较 2024 年同期显著偏低，其中全棉布成交量更是跌至 2022 年以来的历史低位。这一核心成交数据印证，10 月 PMI 回暖对应的订单多为小单、短单，且集中于节前刚需补库范畴，而非终端消费带动的持续性订单增量；同时，截至 10 月底纺织企业坯布库存仍达 32 天，环比增加 0.9 天，纱线库存销售率环比下降 1 个百分点，企业利润端仍处于亏损区间，反映出织厂对后市信心不足，采购行为始终以随用随采为主。

从短期景气回暖的驱动逻辑与核心需求数据的背离可明确推导，2025 年 10 月的行业回暖是季节性备货、原料采购与短期情绪驱动的结果，并未改变终端消费疲软、企业库存高企、利润承压的基本面。在此背景下，下游织厂缺乏扩大原料库存的核心动力，2026 年度主动补库行为仍难显现，刚需补库将持续成为市场主流。

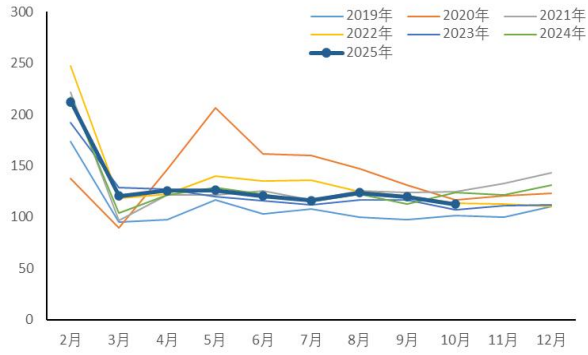
2.2.2.6 我国服装出口压力不减，出口市场结构或缓慢重塑

全球经济下行与贸易环境扰动的双重冲击下，我国服装出口在 2025 年呈现前高后低的显著分化，且这一格局为 2026 年我国服装出口市场走势奠定了需求疲软、增量有限的核心基调。在前文我们已经介绍，因特朗普政府加征关税对于全球贸易的负面影响，WB 下调中国与美国 GDP 增长预期。叠加地缘冲突加剧，全球进入降息周期，经济衰退对于日常消费品影响日益加深，欧美市场对于服装类非刚性消费需求降低。

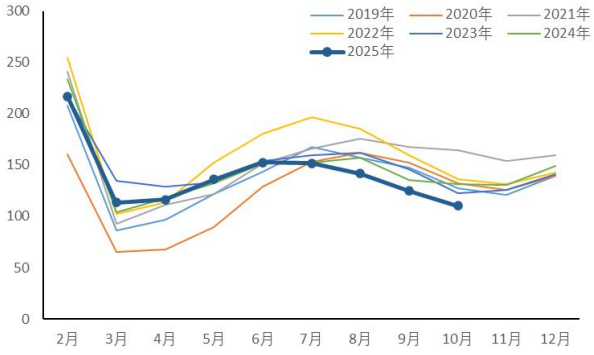
在此背景下，2025 年上半年我国服装出口的相对亮眼并非需求基本面改善的

体现，而是企业基于对后续贸易政策不确定性的担忧，提前释放订单的抢出口行为，本质上是对 2025 年下半年及 2026 年的出口需求进行透支。这一短期脉冲式增长后，市场迅速回归基本面：2025 年 7 月起，我国服装出口金额显著回落，创下 2019 年以来同期最低值，直观印证了终端需求的实质性疲软，也暴露了抢出口模式难以持续的短板。

图表 102:纺织纱线/织物及制品出口金额（亿美元）



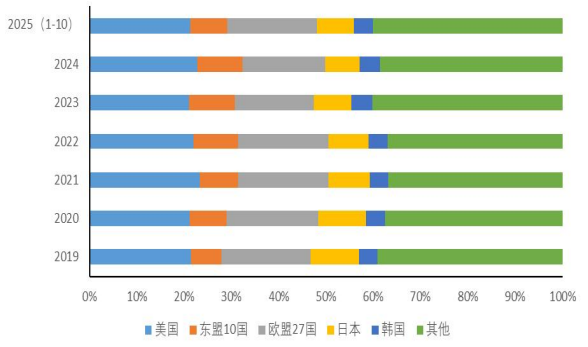
图表 103:服装及衣着附件出口金额



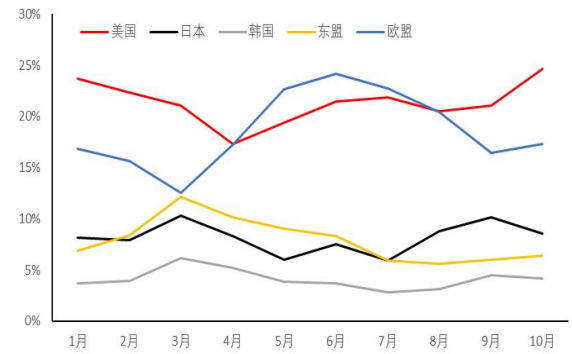
资料来源：海关总署；华安期货研究院

2026 年，考虑到传统主力市场居民消费信心修复缓慢，服装等非刚性消费品的需求弹性较低，进口规模难以出现大幅回升；新兴市场虽有望成为补充，但受限于购买力与市场容量，难以对冲核心市场的需求缺口；此外，特朗普政府关税政策的持续性、地缘冲突对供应链的扰动等变量尚未消除，我国服装企业面临的贸易壁垒与成本压力仍在，接单谨慎情绪将持续影响出口规模扩张。基于上述逻辑推导，2026 年我国服装出口压力不减，市场结构或缓慢重塑。

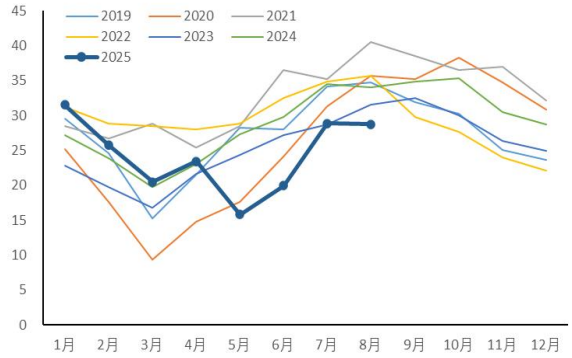
图表 104:我国服装出口目的地占比



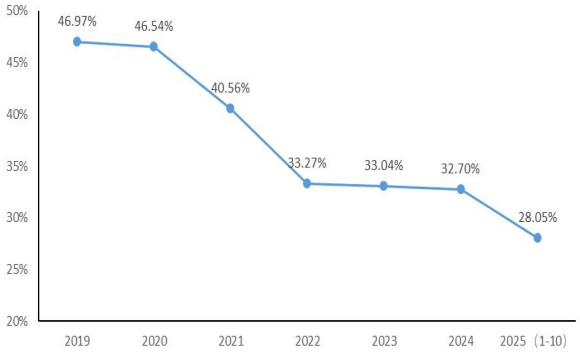
图表 105:2025 年我国主要服装出口目的地月度占比



图表 106:美国进口纺服数量——从中国（亿平方米）



图表 107：美国进口纺服数量中国份额变动



资料来源：海关总署；OTEXA；华安期货研究院

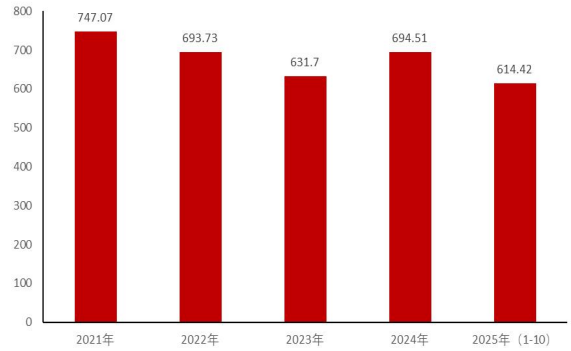
从近 6 年我国服装出口目的地结构来看，美国市场始终稳居我国服装出口第一大市场，其核心地位尚未发生根本性改变，但 2025 年以来的进口数据已明确反映出我国纺服在美国市场面临显著冲击，竞争力呈现持续弱化态势。

根据 OTEXA 统计，截至 2025 年 8 月，美国从我国累计进口纺服数量达 194.68 亿平方米，较 2024 年同期大幅下降 11.26%，这一数值不仅显著低于近年同期水平，更处于近 6 年累计平均进口量的中值偏下区间，直观体现出我国纺服对美出口的规模收缩。更为关键的是，我国纺服在美国进口市场的份额呈现持续性下滑。从 2019 年的 46.97%降至 2025 年 8 月的 28.05%，6 年间下滑幅度达 18.92 个百分点，近乎腰斩。该趋势并非短期波动，而是反映出我国纺服在传统核心市场的竞争力受到多重因素冲击。这既包括东南亚等新兴制造国凭借成本优势的替代效应，也叠加了贸易政策不确定性带来的订单转移影响，最终印证我国服装在传统主力市场正遭遇前所未有的强势冲击，市场份额保卫战面临严峻挑战。

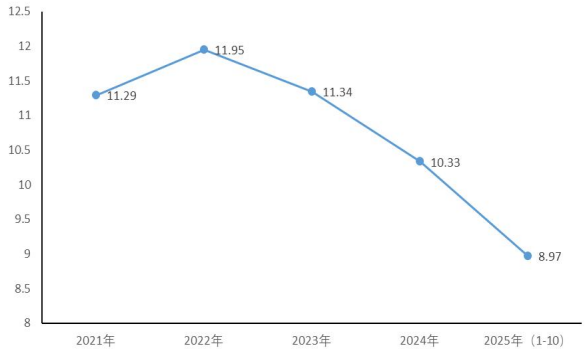
图表 108:我国棉制品出口按地区划分(占比)

	东盟10国	欧盟27国	中亚5国	非洲	美国	其他
2015年	18.49%	8.43%	1.97%	10.76%	12.97%	47.38%
2016年	19.31%	7.91%	2.91%	11.10%	12.04%	46.73%
2017年	20.18%	8.17%	2.77%	12.26%	11.62%	44.99%
2018年	21.65%	8.52%	2.82%	13.62%	11.83%	41.55%
2019年	23.07%	8.42%	2.76%	14.84%	10.40%	40.52%
2020年	25.35%	7.72%	1.94%	16.29%	10.01%	38.68%
2021年	23.94%	8.07%	2.08%	14.57%	10.94%	40.39%
2022年	26.70%	8.56%	2.47%	12.42%	9.68%	40.17%
2023年	25.08%	8.17%	3.87%	13.95%	9.48%	39.46%
2024年	25.24%	8.39%	4.28%	11.82%	10.53%	39.75%
2025年（1-9月）	23.85%	8.02%	4.05%	14.61%	9.18%	40.29%

图表 109：中国棉制品出口数量统计（万吨）



图表 110：中国棉制品出口单价统计（美元/千克）

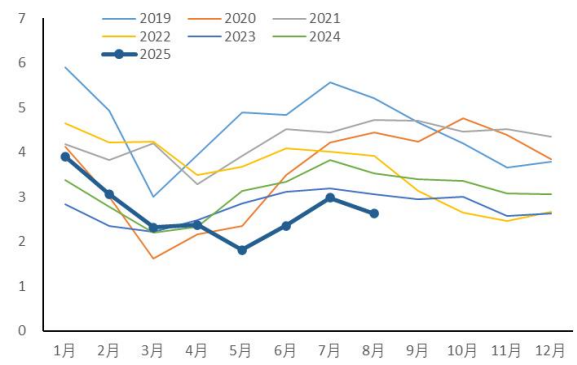


资料来源：BCO；华安期货研究院

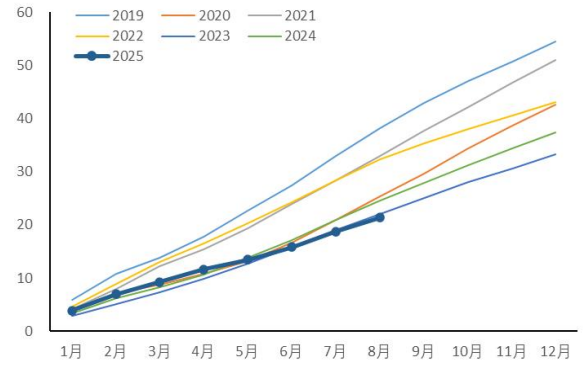
我国棉制品出口近年来在多重外部冲击下呈现显著阶段性特征，市场结构正加速向多元化调整，但核心矛盾与增长瓶颈仍未缓解。2022-2023 年，受疆棉禁令、全球通胀高企及地缘政治冲突的叠加影响，我国棉制品出口量连续两年进入下降通道，2023 年出口量降至 631.7 万吨，延续了 2020 年后的波动下行态势。2024 年欧美市场进入弱补库周期，带动我国棉制品出口量同比增长 9.9%，但出口额仅微增 0.17%，“量增价减”特征持续凸显。这一现象的核心根源在于我国出口企业长期以贴牌代工为主，产品附加值偏低，行业平均利润率仅 3%-8%，缺乏定价权与核心竞争力，难以抵御全球市场波动的冲击。

从非美市场的区域结构来看，我国棉制品出口重心已逐步从传统欧美市场向周边新兴市场转移。其中，对欧盟 27 国的出口数量基本稳定在 7%-8%的区间，成为出口规模的稳定器；东盟 10 国凭借产业链互补优势，已跃升为我国棉制品最大出口市场，越南、印尼等国对我国棉纱、棉布的加工需求持续增长；中亚五国作为 “一带一路”沿线核心节点，2023-2025 年出口增速显著高于传统市场，成为外贸新增长点；非洲市场亦呈现稳步扩容态势，南非等国消费升级带动中高端棉制品需求上升。整体来看，东盟+中亚已形成拉动我国棉制品出口增长的双引擎，市场多元化布局成效初显。

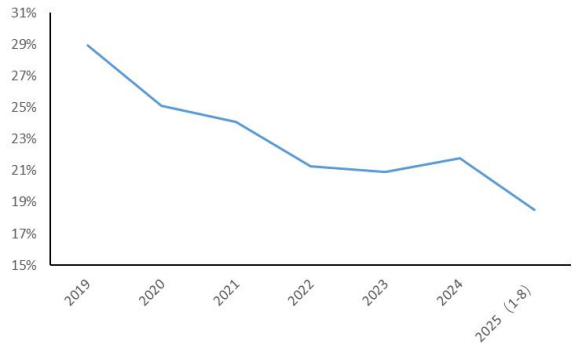
图表 111：美国进口棉制品数量——从中国（亿平方米）



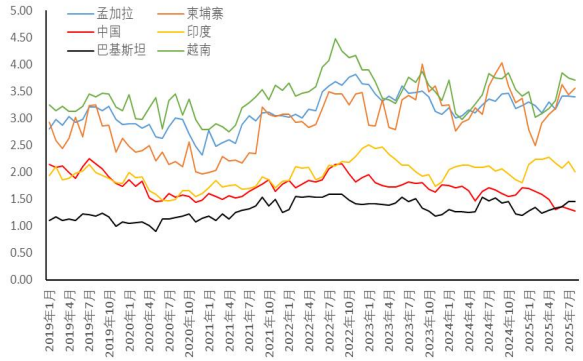
图表 112：美国累计进口棉制品数量——从中国



图表 113:美国从中国进口棉制品数量占比



图表 114：美国进口棉制品主要来源国单价变动趋势



资料来源：OTEXA；华安期货研究院

需明确的是，新兴市场虽能成为出口补充，却难以对冲欧美核心市场的需求缺口，我国棉制品出口市场结构或呈缓慢重塑态势。一方面，新兴市场购买力存在明显短板。东盟市场的增长多依赖当地纺织加工产业的中间品需求，本土终端消费购买力有限；中亚、非洲多数国家人均收入水平较低，对高价值棉制品的承接能力不足，仍以中低端产品需求为主。另一方面，市场容量难以匹配核心市场规模。欧美作为全球棉制品终端消费主力，其单一市场需求规模远超中亚、非洲等新兴市场总和；即便东盟已成为我国最大出口区域，其本土终端需求占比仍较低，更多承担产业链中转角色，难以替代欧美市场的终端消费体量。加之我国企业在新兴市场仍以中低端贴牌产品为主，未能同步实现产品升级与价值提升，进一步限制了新兴市场的替代效应。

我国棉制品出口结构调整将是长期过程，新兴市场的增量贡献更多是缓解出口压力，而非完全对冲核心市场的需求萎缩。

2.2.2.7 内需市场对于价格驱动作用有限

消费是否实质性改善决定了 2026 年度棉价所能达到的高度以及持续的时间。我们认为，2026 年国内纺服消费面临经济增速、消费意愿、行业竞争的多重约束，需求端难以出现实质性改善。缺乏消费支撑的棉花市场，内需对价格的拉动作用将持续受限，棉价上涨更多依赖供应端波动，而非内需主导的需求扩张。

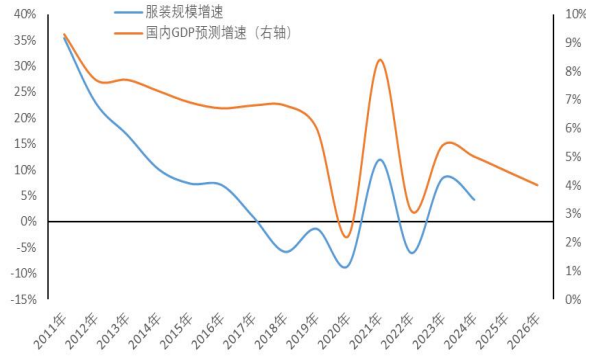
图表 115:服装鞋帽、针、纺织品类商品零售值（亿元）



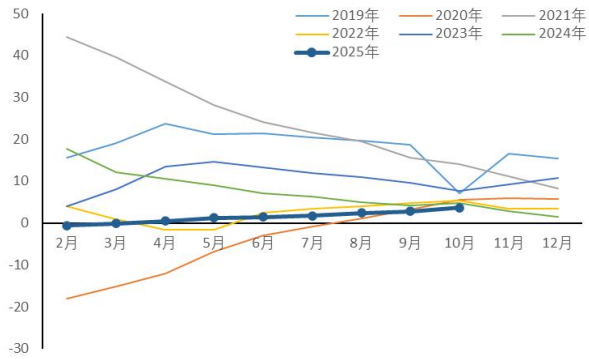
图表 116:服装鞋帽、针、纺织品类商品 1-10 月累计增速



图表 117:服装市场规模增速与国内 GDP 增长率比较



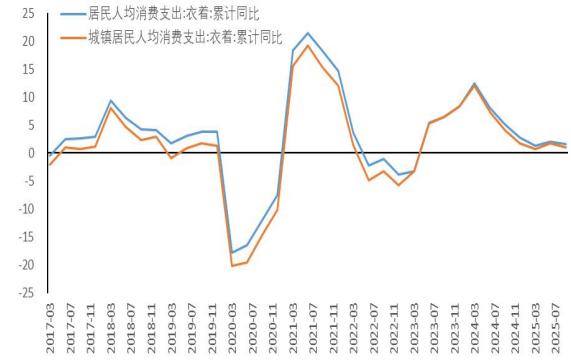
图表 118:穿类实物商品网上零售额累计增长



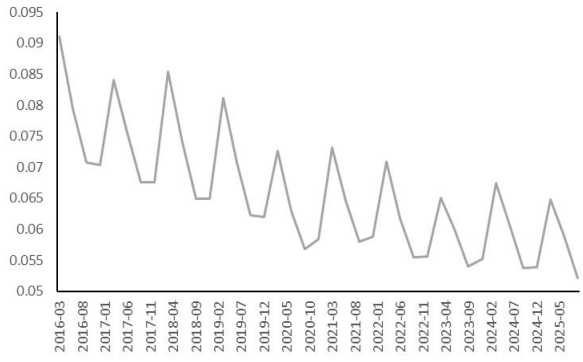
资料来源：同花顺iFind；国家统计局；华安期货研究院

2021 年以来，国内纺服内销市场始终处于增速低迷区间，累计增速持续低于近五年均值，这一态势直接制约了棉价上涨空间。2025 年虽呈现结构性分化的特征，1-10 月服装零售额同比增长 4.17%，但仍弱于同期社会消费品零售总额平均增速 0.4 个百分点；考虑到上文介绍的出口现状，内需并未形成有效补位。从消费细节看，2025 年前三季度全国居民人均衣着消费支出仅增长 1.6%，占总消费支出的比重降至 5.2%，其中城镇居民人均衣着消费增速仅 1.0%，反映出纺服类非刚需消费的疲软本质。这种绝对值高但增速滞后的格局，表明消费复苏缺乏内生动力，难以对棉花需求形成强支撑。

图表 119:居民衣着人均消费支出累计同比



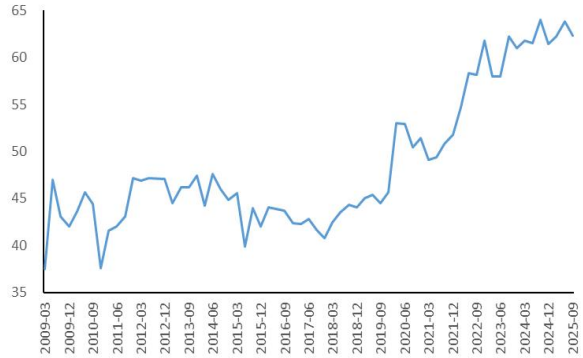
图表 120:居民衣着消费占总消费比重



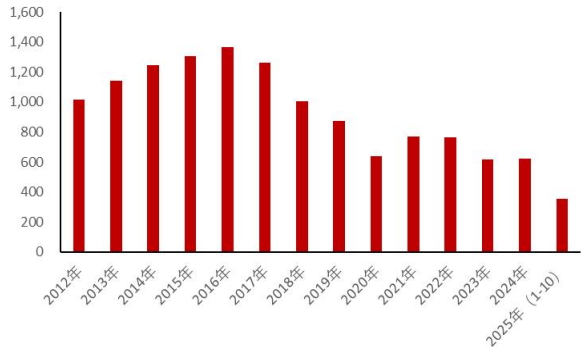
资料来源：同花顺iFind；华安期货研究院

服装消费作为非刚性消费，与 GDP 增速呈现高度正相关关系。经济繁荣期消费者会增加服装消费频次与单价，经济增速放缓时则优先压缩该类支出。2019-2024 年我国服装消费年化复合增速仅 2.2%,远低于同期 GDP6.4%的复合增速，印证了这一关联逻辑。根据世界银行预测，受地缘政治不稳定、全球贸易壁垒加深影响，2026 年中国 GDP 增速将较 2025 年下调 0.5 个百分点至 4%，经济增长动能减弱将直接传导至消费端。叠加居民收入预期偏谨慎，2025 城乡居民消费支出中，衣着类增速显著低于教育文化娱乐、生活用品及服务等品类，储蓄意愿的隐性提升进一步抑制了纺服消费潜力释放，难以催生棉花需求增量。

图表 121:倾向于"更多储蓄"的比例



图表 122:纺织服装规模以上工业企业利润总额（亿元）



资料来源：同花顺iFind；华安期货研究院

生产端数据进一步印证内需市场的弱势。2025 年 1-10 月全国规模以上纺织服装、服饰业利润总额同比下跌 23.4%，处于近十年低位；1-6 月规模以上纺织企业营业收入同比下降 3.0%，行业整体面临量增价减的盈利困境。这一现象的核心原因在于终端市场竞争激烈，已形成典型的买方市场。下游织造企业凭借库存压力与订单优势掌握议价权，倒逼上游纺企让利，进而压制棉花采购价格。即便 2025 年新疆纱产能持续扩张，也仅带来阶段性库存波动，并未改变需求弱→定价弱→棉价弱的传导链条，2026 年这一格局难以实质性逆转。

2.2.3 南半球篇

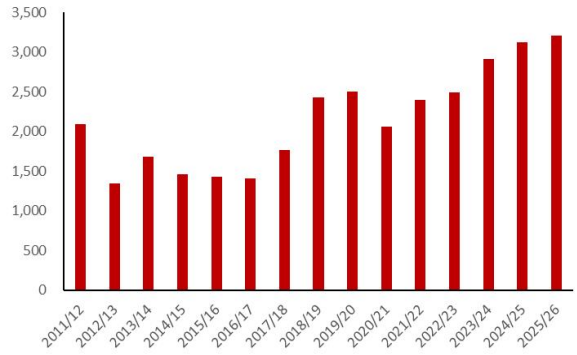
2.2.3.1 25/26 年度巴西棉植棉意向或不及预期，出口创新高

25/26 年度巴西棉在收益劣势、气候风险等因素制约下，植棉意向与实际产情均不及前期预期，总产呈现同比收缩；但依托中国、印度等核心市场的刚性需求，出口实现同比增长，全年出口规模创新高的逻辑清晰。

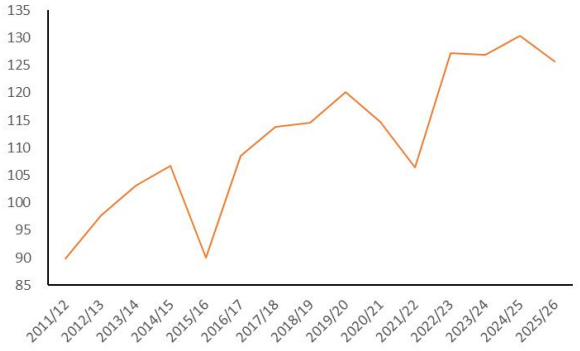
从种植端进度与趋势来看，巴西棉花播种已进入关键阶段但阻力凸显。圣保罗州于 9 月中旬启动播种，主产区马托格罗索州则将在 2026 年 1-2 月迎来播种高峰，而随着南半球植棉进程推进，“整体面积下降”的趋势已明确显现，巴西作为南半球核心产棉国，其植棉意向弱化尤为突出。

巴西植棉意向不及预期的核心逻辑源于三重约束。其一，收益劣势压制种植热情。2024/25 年度巴西棉花价格跌至 2009 年 10 月以来新低，植棉收益相较大豆、玉米等竞争作物差距显著，逐利属性下棉农转种意愿增强；其二，气候风险加剧收成担忧。气象预测显示未来数月可能出现拉尼娜现象，干旱气候将直接威胁棉花生长关键期的产量形成，进一步抑制种植积极性；其三，前期灾害延误播种节奏。2025 年多地暴雨导致大豆收割进度严重滞后，棉花播种被迫推迟，部分棉田甚至面临“错期种植影响单产”的隐患，间接拖累植棉面积落地。

图表 123:巴西棉花种植面积（万亩）



图表 124:巴西棉花单产（公斤/亩）



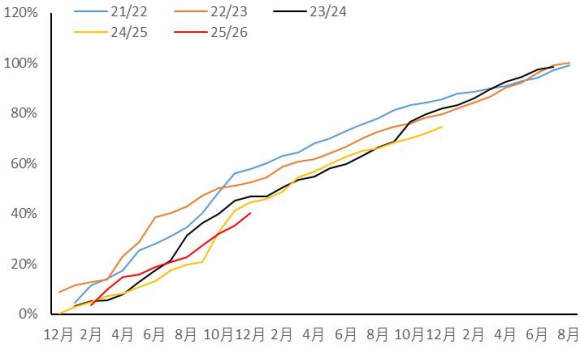
图表 125:巴西棉花供需平衡表

年度	期初库存	产量	进口	供应量	消费	出口	消费量	期末库存	库消比
19/20	142.73	300.16	0.22	443.11	69.00	212.54	281.54	161.57	57%
20/21	161.57	235.90	0.46	397.93	72.00	201.66	273.66	124.27	45%
21/22	124.27	255.41	0.23	379.91	67.50	180.37	247.87	132.04	53%
22/23	132.04	317.33	0.17	449.54	71.00	161.82	232.82	216.72	93%
23/24	216.72	370.11	0.11	586.94	75.00	277.43	352.43	234.51	67%
24/25	234.51	407.69	0.10	642.30	73.00	294.30	367.30	275.00	75%
25/26（10月）	275.00	403.06	0.10	678.16	72.50	300.50	373.00	305.16	82%
25/26（11月）	275.00	402.79	0.10	683.89	73.00	306.00	379.00	304.89	80%
环比	0.00	-0.27	0.00	5.73	0.50	5.50	6.00	-0.27	-1.4%
同比	40.49	-4.90	0.00	41.59	0.00	11.70	11.70	29.89	5.6%

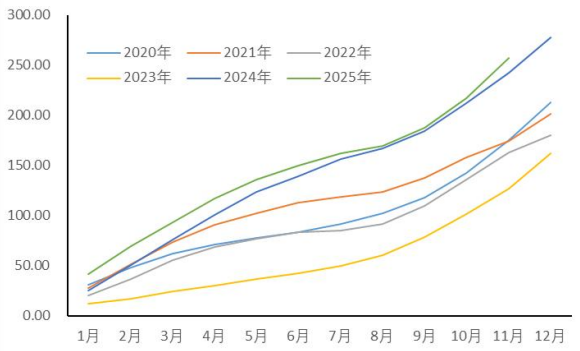
资料来源：Conab；华安期货研究院

IMEA 报告显示，马托格罗索州 25/26 年度棉花播种面积已下修至 143 万公顷，同比减少 7.28%；对应产量预估同步下滑 1.74%至 258 万吨。CONAB 第三次发布 2025/26 年度（对应 USDA2026/27 年度）棉花总产预测数据，2025/26 年度巴西全国植棉面积预期小幅下调至 210.0 万公顷，同比增加 0.7%；全国单产预期维持在 125.7 公斤/亩，同比减少 3.5%。基于此，2025/26 年度巴西棉花总产预期下调至 396.0 万吨，同比减少 2.9%。

图表 126:马托格罗索棉花销售率



图表 127:巴西棉累计出口



资料来源：IMEA；BCO；华安期货研究院

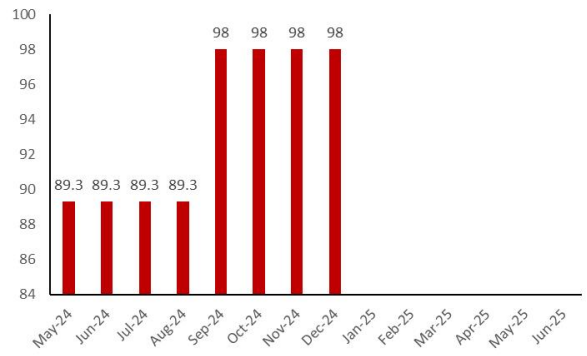
巴西棉出口呈现逆势增长态势，全年创新高可期。截至 2025 年 11 月，巴西 25/26 年度（2025.7-2026.6）累计出口棉花 108 万吨，同比增加 4.9%，增速稳健。从需求端看，出口目的地结构稳固：中国以 22.8 万吨的进口量稳居首位，占比 21.1%；印度（19.1 万吨，占比 17.6%）、孟加拉（16 万吨，占比 14.8%）紧随其后，三大核心市场合计贡献超 53%的出口份额。这一格局表明，全球纺织核心产区对巴西棉

的需求持续旺盛，即便本土总产略有下调，出口端仍具备充足的资源调配与市场承接能力。

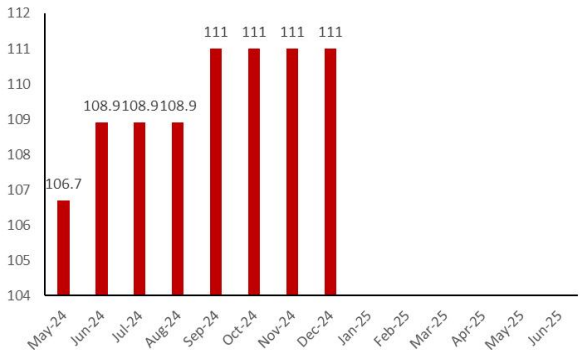
2.2.3.2 澳大利亚出口前景良好

澳大利亚棉花协会预估，25/26 年度植棉面积仅为 39.3 万公顷，较上年度的 63.8 万公顷大幅下滑 24.5 万公顷，降幅达 38.4%；澳大利亚本土涉棉企业及国际棉商的预判与之形成共识，认为年度植棉面积约 40.6 万公顷，同比减少 22%，对应棉花总产量减幅将超过两成。

图表 128:澳棉 25/26 年产量月度调整变动



图表 129:澳棉 25/26 年出口月度调整变动



图表 130:澳大利亚棉花供需平衡表

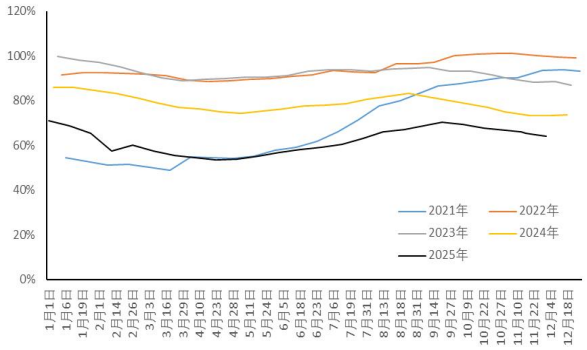
年度	收获面积	期初库存	产量	出口	消费	期末库存	库消比
2011/2012	982.5	60.1	119.7	101	0.9	82.9	81.35%
2012/2013	667.5	82.9	100.2	134.3	0.9	52.2	38.61%
2013/2014	654	52.2	89.3	105.6	0.9	39.3	36.90%
2014/2015	307.5	39.3	50.1	52.3	0.8	38.1	71.75%
2015/2016	468	38.1	62.1	61.6	0.8	40	64.10%
2016/2017	870	40	88.2	81.2	0.8	49.2	60.00%
2017/2018	795	49.2	104.5	85.2	0.7	71.5	83.24%
2018/2019	570	71.5	47.9	79.1	0.2	41.8	52.71%
2019/2020	90	41.8	13.6	29.6	0.2	26.1	87.58%
2020/2021	412.5	26.1	61	34.4	0	54.8	159.30%
2021/2022	952.5	54.8	127.4	77.7	0	108.8	140.03%
2022/2023	975	108.8	126.3	134.7	0	104.7	77.73%
2023/2024	765	104.7	108.9	125	0	92.4	73.92%
2024/2025	900	92.4	121.9	111	0	103.1	92.88%
2025/2026（11月）	720	104.2	98	111	0	94.6	85.23%
2025/2026（12月）	720	104.2	98	111	0	94.6	85.23%
环比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-	0.00%	0.00%
同比	-20.00%	12.77%	-19.61%	0.00%	-	-8.24%	-8.24%

资料来源：USDA；华安期货研究院

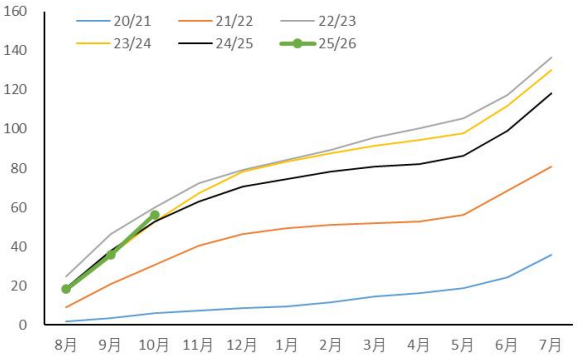
当前澳大利亚棉花播种已进入收尾阶段，而面积大幅下降的趋势已明确显现，核心源于四大刚性约束的叠加影响。其一，灌溉水资源供应持续偏紧。澳大利亚主产棉区近两年降雨量低于均值，农场灌溉蓄水量普遍下降，尽管昆士兰州部分区域近期降雨补充了少量水源，但整体蓄水水平仍难以支撑大规模植棉。其二，播种期土壤墒情偏差。澳大利亚气象局展望显示，播种关键期降雨量低于均值的概率较高，进一步制约了棉田播种条件。其三，植棉成本攀升挤压收益空间。化肥、农机等农资价格上涨，叠加人工成本增加，显著抬高了植棉门槛。其四，竞

争作物收益优势凸显。大豆、玉米等作物因价格稳定、管理成本较低，收益表现优于棉花，导致棉农转种意愿增强。

图表 131:墨累达令盆地总蓄水率



图表 132:澳棉累计出口（万吨）



资料来源：MDBA；BCO；华安期货研究院

出口增长的核心动力源于核心消费市场的刚性需求与澳棉的成本优势。从出口目的地结构来看，截至 10 月，中国以 17.9 万吨的进口量占据 32.6%的份额，稳居澳棉最大出口国，这与我国进口棉结构中澳棉占比持续提升的趋势相契合。2025/26 年度（2025.8-2026.7）澳大利亚棉花累计出口量约为 54.9 万吨，同比（约 51.2 万吨）增加 7.2%。是印度（12.7 万吨）位居第二，占比为 23.2%；越南（9.2 万吨）位居第三，占比为 16.8%。三大市场合计贡献超 55%的出口份额，形成稳定的需求三角。此外，国际棉价低位运行使得澳棉成本优势凸显，进一步激发了下游纺企的采购积极性。

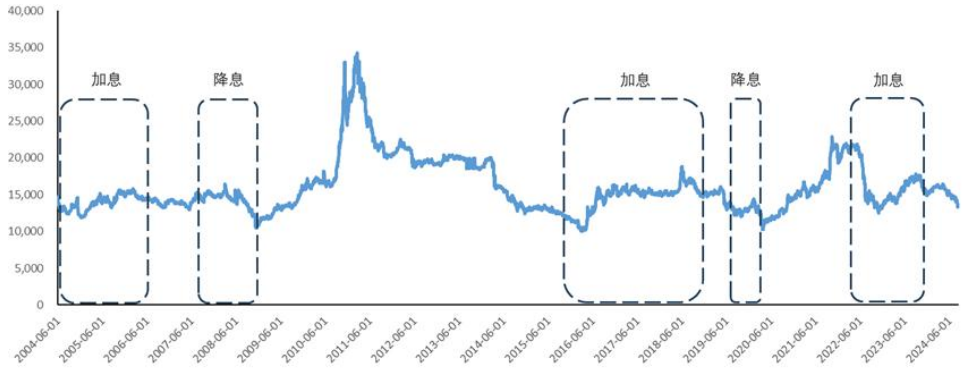
2.3 美联储降息周期下的宏观价格运行逻辑

21 世纪以来，美联储共开启 3 次明确降息周期，郑棉自 2004 年上市后完整经历其中 2 次。值得注意的是，这两轮周期中郑棉价格的波动主导因素并非流动性宽松本身——第一次降息周期（2007-2008 年）受全球金融危机冲击，郑棉价格震荡下行；第二次降息周期（2020 年）遭全球公共卫生事件突袭，郑棉价格先脉冲上涨后回归弱势。两次共性在于，外部极端冲击引发的需求崩塌，完全覆盖了降息带来的流动性利好，导致降息与棉价的常规联动逻辑失效。

图表 133:21 世纪以来美联储调息周期及利率变化

项目	时间段	周期长度及调息次数	利率变化
降息周期	2001年1月至2003年6月	29个月25次降息	6.5%→1%
	2007年9月至2008年12月	15个月10次降息	5.25%→0.25%
	2019年7月至2020年3月	8个月5次降息	2.5%→0.25%
加息周期	2004年6月至2006年6月	24个月17次加息	1%→5.25%
	2015年12月至2018年12月	36个月9次加息	0.25%→2.5%
	2022年3月至2023年7月	16个月11次加息	0.25%→5.5%

图表 134:郑棉主力合约上市以来收盘价与美元调息周期划分



资料来源：同花顺iFind；华安期货研究院

本轮美联储降息周期呈现显著差异化特征，若2026年无重大经济冲击，郑棉需求端的正向作用将更稳定，价格具备震荡上行的基础。从降息节奏来看，本轮属于典型的“渐进式降息”，美联储已将基准利率从5.5%的高位温和下调至3.5%-3.75%区间，避免了过往“急降救市”引发的市场剧烈波动，为经济与产业复苏预留了缓冲空间。这种平稳的政策节奏，使得流动性宽松对棉花市场的传导更顺畅，需求端的修复将成为主导力量，而非被突发风险压制。

图表 135:2024年至今美联储降息详情

降息次数	降息时间	降息幅度	联邦基金利率目标区间
1	2024年9月18日	50BP	4.75%—5%
2	2024年11月7日	25BP	4.5%—4.75%
3	2024年12月18日	25BP	4.25%—4.5%
4	2025年9月17日	25BP	4%—4.25%
5	2025年10月29日	25BP	3.75%—4%
6	2025年12月11日	25BP	3.5%——3.75%

资料来源：同花顺iFind；华安期货研究院

具体来看，美联储延续降息将通过三条清晰路径支撑郑棉市场：

第一，美元流动性宽松夯实国际棉价底部。降息直接推动美元指数温和走弱，以美元计价的国际棉花对全球采购商而言成本降低，刺激印度、越南等主要进口国的采购需求。同时，宽松的美元环境提升大宗商品的金融属性吸引力，国际棉价的底部支撑显著增强，价格企稳将直接减少郑棉的外部下行压力。

第二，经济复苏带动棉花需求稳步提升。降息的核心目标是刺激经济回暖，美国作为全球主要纺服消费国，其经济复苏将拉动终端服装进口需求；国内层面，美联储降息为我国货币政策提供更大空间，纺织行业融资成本有望进一步下降，缓解企业资金压力。

第三，资金流向重构推升郑棉市场活跃度。在利率下行背景下，低收益的固定收益类资产吸引力下降，部分资金将转向商品市场寻求更高回报。棉花作为兼具农产品属性与金融属性的品种，有望吸引增量资金入场，买盘力量将成为推动价格震荡上行的重要助力。

四、2026 年市场展望

2026 年度，在种植收益收缩、作物争地以及政策调整等因素的影响下，中美植棉面积预期减少，总产有望缩减。国内因新疆产能持续扩张，纯棉表观消费仍有支撑。考虑我国棉制品出口结构调整将是长期过程，新兴市场的增量贡献更多是缓解出口压力，而非完全对冲核心市场的需求萎缩；内需市场在储蓄意愿的提升以及消费意愿降低的多重因素制约下，难以有效改善。因此，2026 年度我国棉价的提升更多的是依赖供应端的波动以及上游的棉花消费，终端消费缺乏内生动力对于价格拉动作用有限。预计 2026 年度国内棉价或在 13000-15500 之间运行。

美棉市场需求端面临同样的问题，终端出现弱补库现象，但持续性存疑。此外出口受巴西、澳大利亚的冲击明显；以及买家需求约束，面临出口预期下调的压力。上述因素均限制美棉上方空间，在降息周期以及供应端压力缓解的预期下，预计 2026 年度美棉价格或在 62-72 之间运行。

免责声明

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格。分析师声明：作者具有期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

本报告的信息来源于已公开信息，但我公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的信息、意见仅反映我公司于发布本报告当日的判断，我公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成投资、交易、法律、会计或税务的最终建议。我公司不以任何形式承诺交易收益或保证本金不受损失。任何主体因使用本报告内容所致的任何决策、损失与我公司、我公司员工或者关联机构无关。

华安期货 投资咨询业务资格 证监许可[2011]1776 号

编制日期：2025 年 12 月 15 日

编制：姚禹 高级分析师 F3078315/Z0018225

初审：夏雨辰 F3031745/Z0014542

复审：何濛 F3033829 /Z0014543

终审：闫丰 F0251054/Z0001643