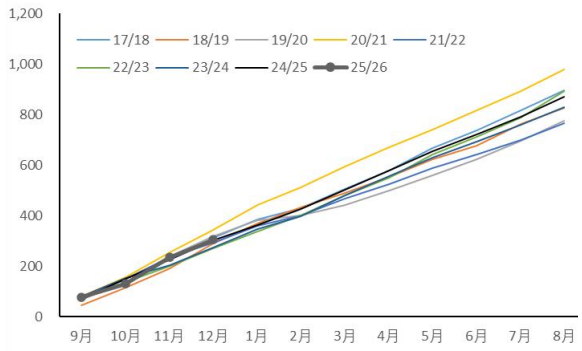
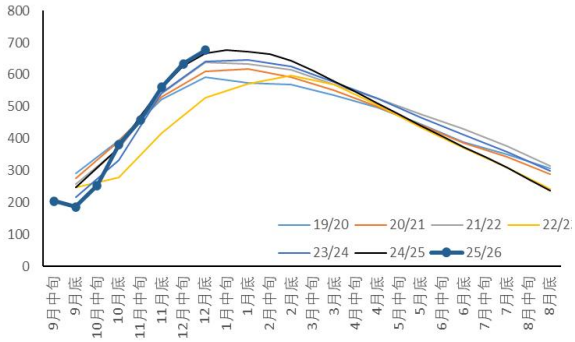
棉花：短期上行驱动衰减

自 1 月上旬郑棉主力合约价格冲破 15000 元/吨触及近一年半以来的高点后，便迎来一波明显调整。此轮价格上涨主要受以下两点因素影响。其一，新年度种植面积调减预期。2025 年 12 月 23 日，自治区棉花产业发展领导小组办公室召开调减新疆棉花种植面积专题会议。会上指出，调减棉花种植面积是适应市场需求变化、优化区域农业资源配置、缓解水资源环境压力、保障重要农产品稳定安全供给的关键举措。供应端的预期收紧是此轮上涨的核心驱动。根据 BCO 调研统计，25/26 年度全国产量预计 773 万吨，创历史新高。但根据工商业库存数据，推算至 12 月底，表观累计消费 304.6 万吨，较去年同期水平增加 2.25 万吨。这直接缓释了对于 25/26 年度期末库存压力的判断。

图表 1：棉花社会消费累计估算



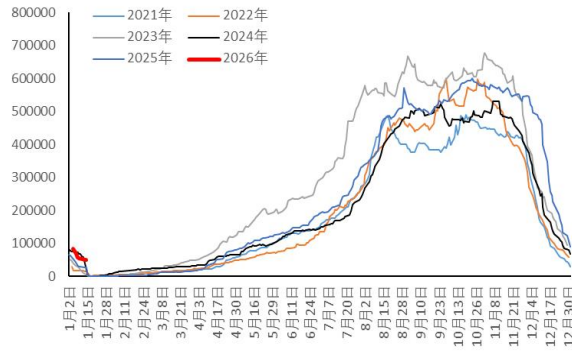
图表 2：棉花社会库存（万吨）



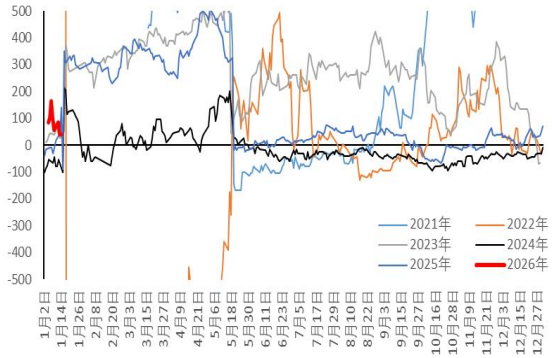
资料来源：BCO；华安期货研究院

其二，01 合约进入交割月的影响。在 12 月下旬以及 1 月上旬，01 合约持仓量达同期最高值，表明较强的交割意愿。此轮郑棉上涨的一个核心标志便在于近月与远月合约涨幅明显高于中间月份合约，市场结构呈现出“U”型特征。除前文提到的新年度种植预期引发远月合约涨幅较大之外，交割意愿是引领近月合约上涨的重要原因，其 1-5 价差也出现了较为明显的发散。

图表 3：01 合约持仓量



图表 4：1-5 价差



资料来源：同花顺 iFind；华安期货研究院

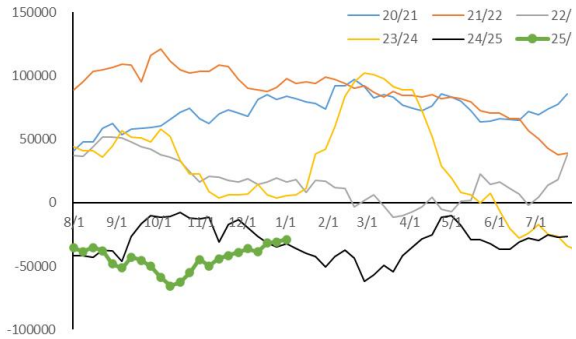
1 月 USDA 供需报告偏多观点，对于美棉的支撑也在一定程度上延缓了郑棉调整的步伐。在 1 月供需报告中 USDA 调减美棉产量至 303.1 万吨，出口不做调整，期末库存较上月下调 6.5 万吨至 91.4 万吨。此次供需报告与 CFTC 基金净多持仓不断恢复的表现一致。但美棉周度出口数据显示，截至 1 月 8 日当周，美棉累计签约 162.31 万吨，较去年同期水准减少 10.53%。从目前美棉签约情况来看，美棉出口签约进度与规模双双创近年低位，直接印证出口动能不足。核心买家中国采购意愿持续低迷，形成刚性需求缺口。中美贸易争端的持续扰动，使得

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 23 周，中国当周签约量仅 7.97 万吨，同比大幅减少 8.39 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。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 1 月 8 日，三国累计进口美棉 67.4 万吨，同比增加 20.08 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 65%-77%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，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。

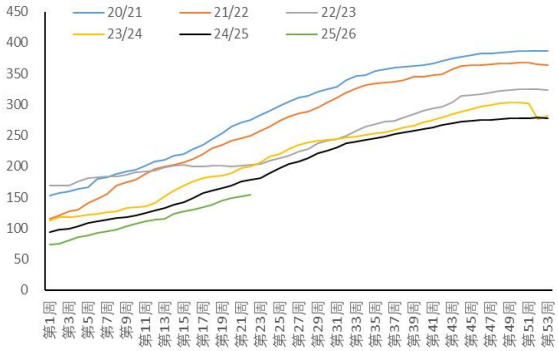
巴西棉、澳棉的市场份额持续提升，进一步挤压美棉出口空间。近年巴西棉与澳棉凭借产量优势与价格性价比，于全球市场占有率不断提升。在全球棉花需求整体疲软的背景下，美棉面临的替代竞争压力持续加大，这将进一步制约其出口目标的兑现。

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。

图表 5：ICE2 号棉非商业净多持仓（张）



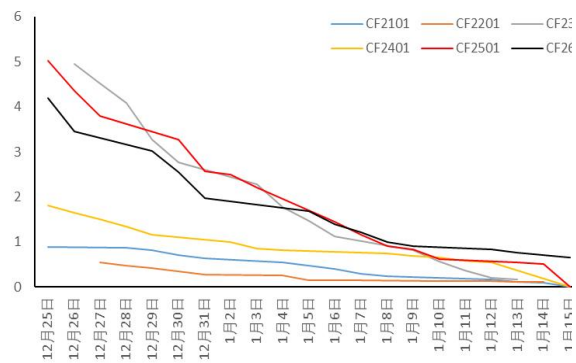
图表 6：美棉当前市场年度总签约量



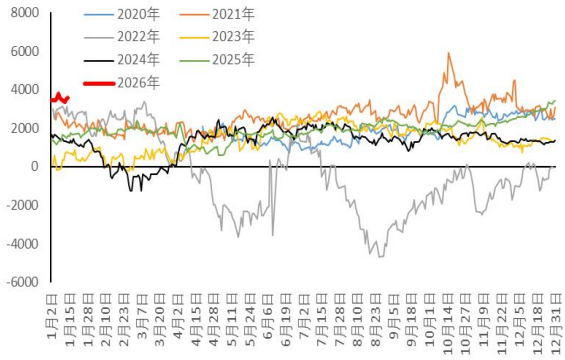
资料来源：同花顺 iFind；USDA；华安期货研究院

内棉市场同样面临上行驱动暂缺的现象。随着 01 合约临近到期，市场交割预期逐步落地，持仓量与注册仓单的比值从高位持续回落，这一关键指标的变化直接印证了交割压力的边际缓解。而交割压力的下降，意味着此前支撑内棉价格短期上行的核心驱动因素出现弱化，价格进一步冲高的动能随之衰减。与此同时，另一重市场变量正在强化内棉的调整预期。前期内棉价格涨幅显著高于外盘棉价，使得内外棉盘面价差扩大至近 7 年同期最高水平。价差的极端偏离吸引大量套利资金入场，在这一套利交易行为的驱动下，内棉市场的卖压预期得到显著强化，对价格形成明显压制。

图表 7：合约持仓/注册仓单比值



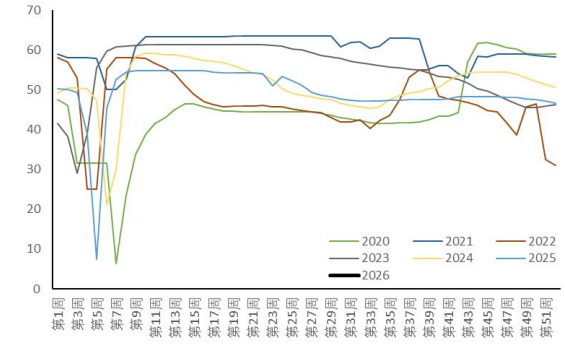
图表 8：内外棉盘面价差



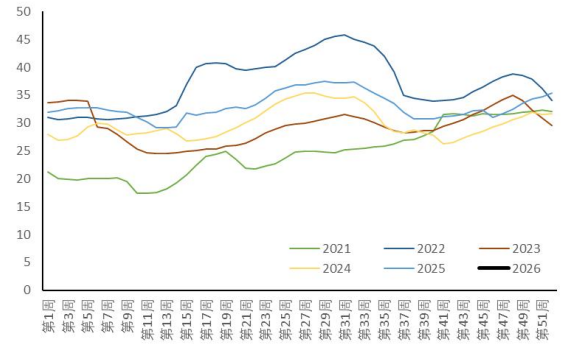
资料来源：同花顺 iFind；华安期货研究院

从产业端需求面来看，随着国内假期节点日益临近，广州地区坯布行业的生产节奏逐步放缓，多数坯布商已陆续启动放假安排，工人返乡与生产停工同步推进，直接引发当地坯布企业开机率出现明显下滑，市场整体供给端活跃度随之降低。更为关键的是，坯布成品库存规模呈持续走强态势，库存积压不仅加重了商家的资金周转压力，还进一步削弱了市场主体的主动补库意愿。多数企业选择以消化现有库存为核心策略，对上游原料的采购意愿降至低位。需求端的疲软状态传导至价格层面，下游市场对棉花价格的支撑力度持续偏弱，难以形成有效的价格提振动力，短期内内棉市场需求侧缺乏向上驱动的支撑条件。

图表 9：纯棉纱厂负荷



图表 10：织厂坯布库存



资料来源：同花顺 iFind；华安期货研究院

综上来看，短期内在多头获利了结持仓行为以及内外价差过大、产业端负反馈三者共同作用下，预计棉价或将试探 1 月低点。中长期来看由于新年度植棉面积调控政策落地，未改变棉价稳中向好的观点。

编制日期：2026 年 1 月 16 日

华安期货 投资咨询业务资格 证监许可[2011]1776 号
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

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。