棉花：警惕人声鼎沸时

北京时间 7 月 30 日凌晨，美联储公布 7 月议息会议决议，将联邦基金利率目标区间维持在 3.5%至 3.75%不变，为年内连续第五次按兵不动。但本次决议呈现明显鹰派底色，12 名投票委员中有 3 人反对维持利率不变，主张加息 25 个基点，为 2016 年以来首次出现三张同向反对票，反映美联储内部加息压力持续升温，政策转向时点进一步延后。决议落地后，美债收益率延续上行态势，长端利率表现尤为突出。本轮长端利率走高由实际收益率与期限溢价共同驱动。10 年期美债实际收益率持续攀升至一年高位，实际利率溢价幅度显著走阔，反映投资者正为更高的长期通胀中枢与政策不确定性重新定价；同时供给压力与地缘风险推升期限溢价，进一步加剧长端利率上行斜率。

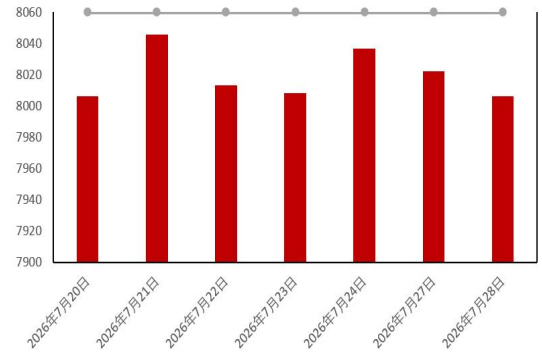
长端利率中枢持续抬升，将从宏观层面对大宗商品形成系统性压制。一方面，实际利率走高直接提升持有商品的机会成本，削弱商品资产的配置吸引力；另一方面，美债收益率上行支撑美元指数走强，以美元计价的大宗商品面临估值回调压力。在美联储鹰派立场未转向、长端利率易上难下的背景下，商品整体上行空间受限，宏观层面的调整风险持续累积。

回归棉花基本面，2026 年度抛储工作于 7 月 20 日正式开启，截至第二周每日基本稳定在 0.8 万吨的投放量，成交均价呈现出高开低走的特征。

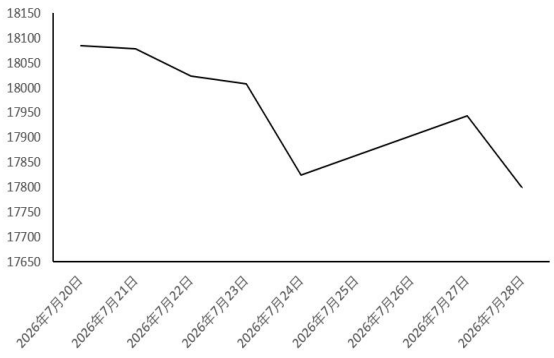
图表 1：2016 年以来抛储郑棉价格波动幅度

抛储时间	抛储开始前一周价格变动	抛储开始后一周价格变动	抛储整个周期价格变动
2016.05.03-2016.09.30	-5.99%	-3.29%	19.01%
2017.03.06-2017.09.30	2.61%	-7.15%	-8.09%
2018.03.12-2018.09.30	-0.10%	-1.09%	3.84%
2019.05.05-2019.09.30	-1.76%	-9.76%	-21.55%
2020.07.01-2020.09.30	-1.81%	2.76%	8.57%
2021.07.01-2021.11.30	3.15%	2.96%	26.25%
2023.7.31-2023.11.14	0.26%	-1.89%	-9.17%

图表 2：2026 年抛储每日挂牌数量及成交率



图表 3：2026 年抛储折 3128B 成交均价



资料来源：同花顺 iFind；BCO；华安期货研究院

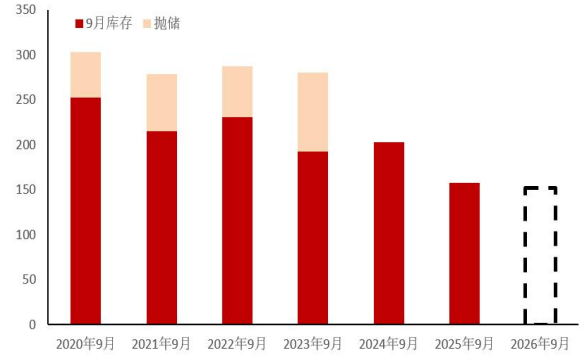
复盘历年储备棉投放节奏，正常年度抛储多以 9 月 30 日为截止时点；仅 2021 年受棉价显著上行驱动，抛储周期延期至 11 月 30 日。基于常规政策调控逻辑，本文假定 2026 年度抛储截止时间为 9 月 30 日，以此为基准测算其对棉花供需平衡表的影响。近 3 次抛储日均数量在 0.75-1.6 万吨，7 月 20 日-9 月 30 日共计 52 个工作日，则本轮抛储数量预估在 40-83.2 万吨之间，中值位于 61.6 万吨。

根据 BCO 剔除保税区库存后的社会库存数据，截至 6 月底仅有 342.14 万吨，推算到 9 月底社会库存为 152 万吨，与去年相比少 5 万吨，与 2023 年度社会库存相比减少 40 万吨。考虑抛储后的 9 月末库存如下表列示：

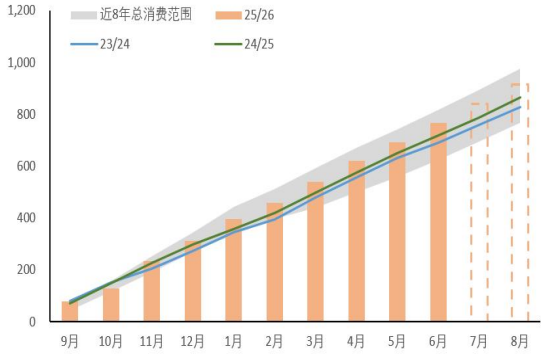
图表 4：考虑抛储前提下 2026 年 9 月库存预估

项目	预估下限情形	中值情形	预估上限情形
库存数量	192	213.6	235.2
同比绝对增量	34.18	55.78	77.38
增幅	21.66%	35.34%	49.03%
近7年同期库存水准	第二低位	第二低位	第三低位

图表 5：各年度 9 月社会库存+抛储情况



图表 6：棉花表观消费预估



资料来源：BCO；钢联；华安期货研究院

注：2021 年度 10 月开启第二轮抛储数量计入 2022 年度 9 月库存

通过观察棉花表观消费，可以发现 25/26 年度棉花表观消费出现明显增长，新疆棉纺产能持续扩张，新增产能逐步落地释放，直接带动棉花原料采购需求的刚性增长；另一方面，内地棉纺产能未实现有效出清，存量产能仍维持一定开工水平，两者共同推高了整体用棉需求规模。预计 25/26 年度月均棉花表观消费量达 76 万吨，同比增加 4 万吨；累计消费预计达到 915 万吨，同比增加 50 万吨，仅次于 20/21 年度消费量。

图表 7：2026 年 9 月库-消差预估

项目	预估下限情形	中值情形	预估上限情形
库存同比绝对增量	34.18	55.78	77.38
消费同比绝对增量	50		
库-消绝对增量差	-16	5.78	27.38

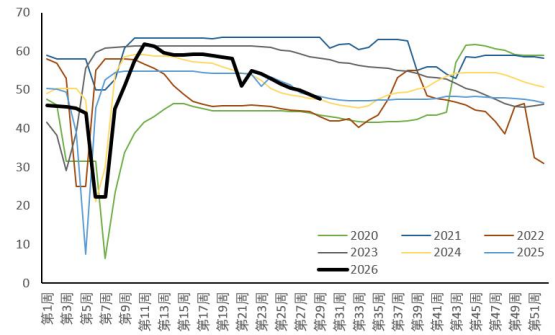
资料来源：BCO；华安期货研究院

若根据 BCO 的供需平衡表，25/26 年度期末库存为 640 万吨，26/27 年度期末库存为 610 万吨，二者之间有 30 万吨的差额。这或许是每日投放量维持在 0.8 万吨附近的原因。但根据笔者估算，55 万吨或是本轮抛储改变供需偏紧格局的临界阈值。55 万吨对于国储库存来说，并不构成显著压力。

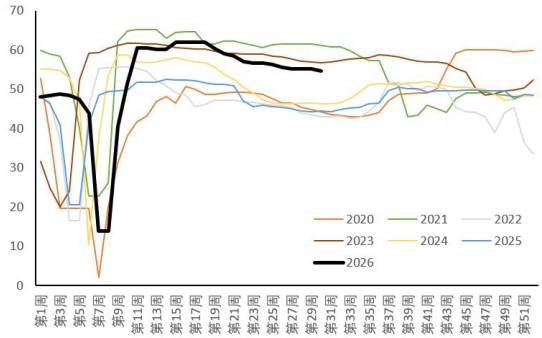
当前新季棉花减产预期可拆解为两层逻辑：植棉面积缩减带来的减产预期已基本被盘面充分定价，边际驱动逐步弱化；新疆主产区高温引发的单产不确定性，叠加天气升水下的减产幅度预期分歧，成为当前盘面运行的核心扰动项。前期市场已围绕国内植棉面积同比缩减的主线完成计价，故价格进一步向上驱动的空间相对有限。

下游呈现明显的淡季特征，进一步弱化棉价向上驱动。从中游生产环节来看，纺织企业开工负荷季节性走弱，成品库存持续回补，负向传导至原料需求。纯棉纱厂与全棉坯布厂开工负荷均呈现回落态势，2026 年当前开工水平处于近年同期偏低区间。受终端订单不足拖累，织造企业接单意愿低迷，纺纱企业按需排产、主动降负，对棉花原料多维持随用随采的刚需采购策略，补库动力严重不足，直接削弱棉花的刚需支撑。与此同时，纺企棉纱库存自年内低位持续回升，织厂坯布库存同样呈稳步累积态势，成品去库不畅倒逼生产端进一步收缩产能，淡季压力持续向上游原料端传导。

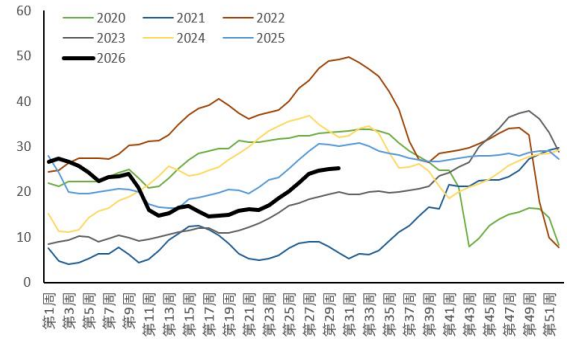
图表 8：纯棉纱厂负荷



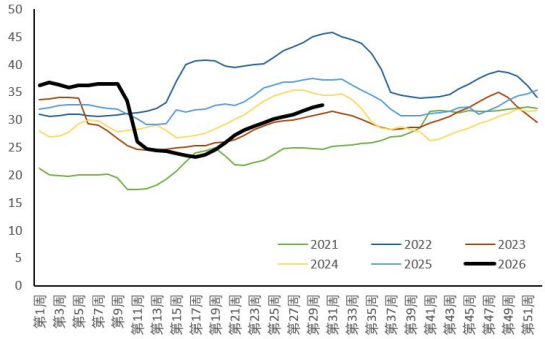
图表 9：全棉坯布负荷



图表 10：纺企棉纱（纯棉纱）库存



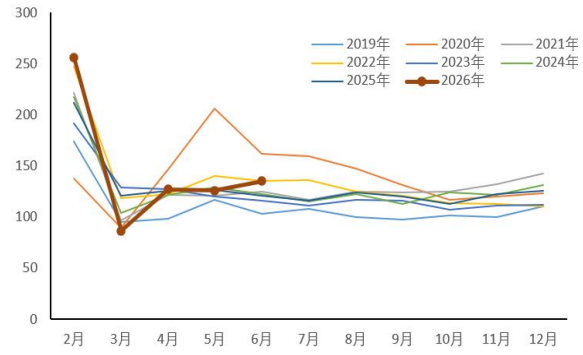
图表 11：织厂坯布库存



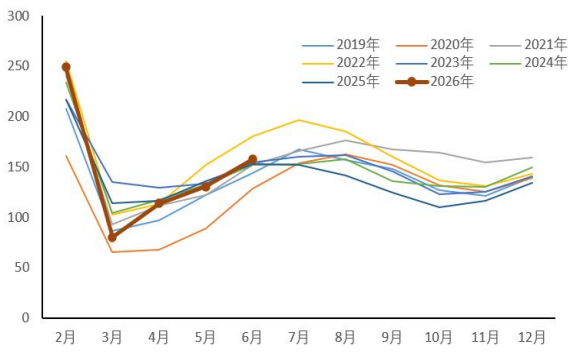
资料来源：TTEB；华安期货研究院

从终端消费维度来看，纺服消费修复节奏放缓，需求端缺乏向上弹性。线下渠道方面，服装鞋帽针纺织品类零售额当月同比增速逐月走低，消费复苏力度边际减弱，传统消费淡季下终端需求疲软特征明显；线上渠道方面，穿类实物商品网上零售额累计增速持续下行，电商拉动效应逐步消退，线上线下消费均未出现超预期表现。终端消费缺乏增量支撑，无法向产业链上游传导有效补库需求。

图表 12：纺织品服装出口金额



图表 13：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

外需方面，301 关税于美国东部时间 7 月 24 日 0 时 01 分生效。目前我国纺织品服装出口美国关税包括三部分：

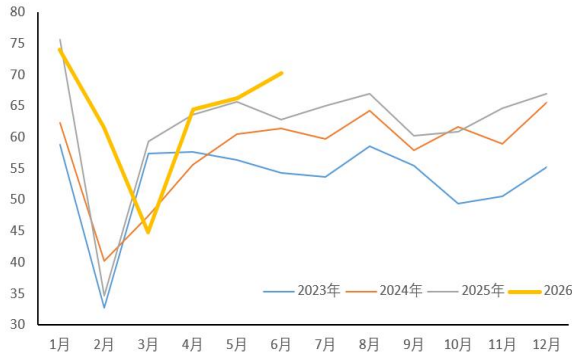
（1）基础关税：美国对棉制纺织品及服装的基础关税税率基本在 5%-17%之间；

（2）301 条款关税：2018 年中美贸易战期间加征的，关税分为 25%（绝大部分纺织原料、半成品）、7.5%（绝大部分服装及家纺产品）、0（个别服装及家纺产品）三档，具体取决于产品类别；

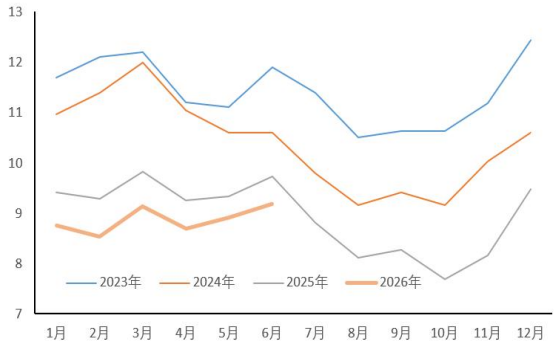
（3）新 301 关税：12.5%

综合关税壁垒、增长动能与政策缓冲空间来看，未来我国服装出口中长期形势依旧严峻，短期表现韧性与贸易边际缓和难以扭转整体承压格局。高关税常态化构成出口的核心长期约束。当前我国对美出口纺服合计关税税率处于 25%-54.5%区间，尽管市场对 301 关税落地已形成充分预期，短期边际冲击相对可控，但持续高企的关税将长期抬升我国纺服产品出口成本，逐步削弱价格竞争优势，倒逼海外订单与产能持续向东南亚等低关税区域转移，侵蚀我国在美纺服进口市场份额，形成结构性、趋势性的出口压力。

图表 14：我国棉制品出口数量（万吨）



图表 15：我国棉制品出口单价（美元/千克）



资料来源：海关总署；华安期货研究院

短期出口增长的内生动能不可持续。上半年纺服出口的稳健表现，尤其是棉制品出口规模的维持，高度依赖以价换量策略，本质是企业通过压缩自身利润空间换取市场份额，并非终端需求实质性回暖。这种模式盈利支撑薄弱，长期难以为继，一旦价格让步空间耗尽，出口规模将直面回落风险。贸易缓和预期的对冲作用相对有限。中美探讨的 300 亿美元规模对等降税框架仅能带来边际缓冲，覆盖范围有限且谈判进程存在不确定性，无法从根本上消解关税壁垒的长期影响，难以扭转出口下行的大趋势。整体来看，多重约束下我国服装出口形势严峻，中长期下行压力将持续释放。

综上，前期市场已围绕国内植棉面积同比缩减的主线完成计价，当前天气端作为扰动项对盘面支撑力度偏弱，抛储持续进行迟滞仓单消化速度，故价格进一步向上驱动的空间相对有限；下游呈现明显的淡季特征，进一步弱化棉价向上驱动。尤其是长端利率中枢持续抬升，将从宏观层面对大宗商品形成系统性压制，宏观层面调整风险持续累积。

编制日期：2026 年 7 月 30 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。