



让衍生品
成为新的生产力

Make derivatives
the new productivity

中辉期货研究院

贾晖

从业资格证号:

F0232181

投资咨询证号:

Z000183

撰写日期: 2026.3.27

农产品团队:

贾晖 Z000183

曹以康 F03133687

中辉期货有限公司

交易咨询业务资格

证监许可[2015]75号

金三已兑现 关注二季度预期差

摘要

2026 年一季度郑棉在新疆植棉面积调减预期与下游需求修复共同支撑下重心上移，美棉则受出口边际改善与种植面积调减预期驱动呈现 V 型反弹。

二季度，国内新棉仍面临高库存压力，叠加进口配额增发落地，短期供给宽松对棉价形成阶段性压制，价格上行高度依赖库存去化速度。后期随着新疆棉花目标价格补贴政策逐步落地、新季面积调减预期持续兑现，叠加下游阶段性补库需求启动，供需格局边际改善将带动棉价重心稳步抬升。全球市场方面，美国主产区干旱持续、种植意愿偏弱，产量下调概率较高，巴西、印度新棉供给亦难出现大幅增量，厄尔尼诺预期进一步加剧北半球主产国单产波动风险，全球库存缓慢去化格局为棉价提供支撑。需求端国内纺企开工率维持高位，服装零售与纺服出口均实现开门红，但需警惕需求前置带来的后续增速放缓压力。

整体来看，二季度郑棉底部支撑偏强，但基本上短期存在回调风险因素积累，后期进一步的上行突破需等待政策落地效果与下游需求持续跟进。

后市风险点:

1. 宏观异动;
2. 国内产业政策变动;
3. 海内外异常天气;
4. 海内外需求恶化;

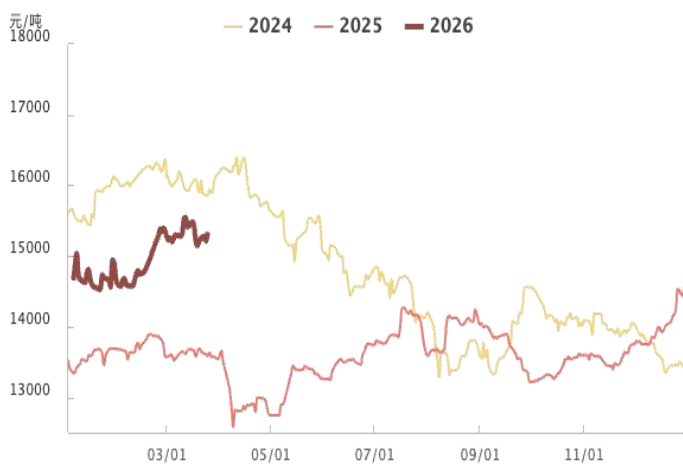
目 录

第一章 市场回顾	3
1.1 期货行情回顾	3
第二章 海外棉花市场供需分析	4
2.1 全球供需平衡总览	4
2.2 全球气候总览——关注厄尔尼诺潜在负面影响	5
2.3 美国市场供需形势	6
2.3.1 面积单产或双降 关注二季度减产幅度	6
2.3.2 出口装运过半 签约或低位好转	7
2.3.3 25/26年度仍旧累库 关注边际改善预期	8
2.4 巴西市场供需形势——新季存减产预期 出口进入下行通道	9
2.5 印度市场供需形势——新季供需格局改善有限 逐步关注产季季风	10
第三章 国内棉花市场供需情况	11
3.1 中国棉花供需平衡表	11
3.2 产业进度——检验临近收官 新花销售进入后期	12
3.3 产量——新季产量大概率调减 利润逻辑下关注预期差	13
3.4 进口——关注进口纱影响 政策压制空间尚存	15
3.5 库存——原料库存仍居高 成品向终端流转	17
3.6 需求——金三已兑现 需求或存前置可能	19
3.6.1 负荷及利润——双厂开机快速回升超同期 纺企利润底部回升	19
3.6.2 零售及消费——终端零售开门红 节后存阶段放缓预期	21
3.6.3 出口——1-2月高速增长 关注海外补库不确定性	22
第四章 行情展望	26

第一章 市场回顾

1.1 期货行情回顾

图1:2026年郑棉主力合约收盘价



数据来源: 同花顺 中辉期货研究院

图 2:2026年美棉主力合约收盘价



数据来源: 同花顺 中辉期货研究院

郑棉市场, 2026 年一季度郑棉主力合约围绕“减产预期”与“需求修复”交易, 外围原油市场及宏观情绪的变化也在一定程度上扰动盘面。年初以来, 新疆植棉面积调减政策逐步明确, 计划2026年将棉花种植面积调减至3600万亩左右(同比减少200万亩-300万亩左右), 叠加 2025/26年度新棉前期偏快销售, 导致现货市场基差坚挺、初期套保顶被早早顶穿, 为盘面提供了核心支撑。需求端, 节后整体市场复苏态势良好, 纺织企业开机率快速回升并超过同期水平, 且开年1—2月不管是对内零售还是对外出口都延续高增长态势。尽管内外棉价差在进入高位后, 进口棉压力兑现以及超预期配额的传闻落地对国内棉价形成了阶段性抑制, 但政策主导的供应收缩预期仍是市场主线, 多空博弈集中于减幅落地验证与需求持续性, 回调空间相对受限, 最终推动郑棉一季度整体重心上移, 本质是新年度供需格局改善预期的提前反映。

美棉市场, 2026 年一季度美棉主力合约不似郑棉走势稳固, 整体呈现“V”型走势, 1月至2月初弱势下探, 2月初后强势反弹, 整体重心较年初抬升。行情逻辑从“终端需求担忧”逐步切换至“供应收缩预期+出口边际改善”。1月至2月初, 美棉受消费疲软与出口低迷压制, 价格震荡走弱: 美国服装零售维持高基数但增速边际放缓, 叠加此前对华关税成本较高, 美棉出口签约与装运数据表现平淡, 市场对需求端的担忧主导盘面, 棉价逐步下探至阶段低位。2月初起, 美棉进入反弹节奏, 核心驱动来自供应收缩预期与出口修复的现实。棉粮比价持续处于低位的现实下, 市场对2026年美棉种植面积调减的预期逐步升温, 为棉价提供支撑。同时, 中美关税政策优化落地, 美棉对华出口综合税率降低, 中方签约量回升, 叠加巴西棉结束出口高峰期与中国增发配额的超预期提前落地, 推动美棉逼近去年高点。

第二章 海外棉花市场供需分析

2.1 全球供需平衡总览

表 1: 3月USDA全球供需平衡表

棉花供需平衡表 (3月)									
项目名称		2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26 (2月)	2025/26 (3月)	环比变化	同比变化
产量	中国	581.3	669.5	595.5	696.6	762.0	772.8	10.9	76.2
	印度	529.1	572.6	553.0	505.1	511.6	511.6	0.0	6.5
	巴西	235.6	255.2	317.2	0.0	408.2	424.5	16.3	424.5
	美国	381.5	315	262.7	313.7	303.0	303.0	0.0	-10.7
	巴基斯坦	130.6	84.9	152.4	0.0	108.9	108.9	0.0	108.9
	澳大利亚	127.4	126.3	108.9	121.9	98.0	98.0	0.0	-23.9
	土耳其	82.7	106.7	69.5	86.0	65.3	65.3	0.0	-20.7
	除中国外	1904.4	1862.4	1864.0	1884.0	1847.4	1861.1	13.7	-22.9
	全球	2485.7	2531.9	2459.5	2580.6	2609.4	2634.0	24.6	53.3
消费	中国	727.2	820.8	847.0	849.0	849.0	859.9	10.9	10.9
	印度	544.3	533.4	555.2	544.3	544.3	544.3	0.0	0.0
	巴基斯坦	233	189.4	211.2	0.0	235.1	230.8	-4.4	230.8
	孟加拉	191.6	167.6	168.7	178.5	176.3	174.2	-2.2	-4.4
	土耳其	187.2	163.3	143.7	154.6	148.0	148.0	0.0	-6.5
	越南	145.9	140.4	143.7	174.2	176.3	174.2	-2.2	0.0
	巴西	69.4	67.8	68.9	0.0	74.0	74.0	0.0	74.0
	除中国外	1792.7	1631.4	1652.5	1740.3	1735.5	1721.6	-13.9	-18.7
	全球	2519.9	2452.2	2499.5	2589.3	2584.5	2581.5	-3.0	-7.8
进口	中国	169.4	135.7	326.1	113.0	121.9	121.9	0.0	8.9
	孟加拉	184	152.4	164.9	175.2	174.2	172.0	-2.2	-3.3
	越南	144.4	140.9	143.4	173.7	176.3	174.2	-2.2	0.4
	土耳其	120.3	91.2	77.6	97.1	98.0	98.0	0.0	0.9
	巴基斯坦	98	98	69.7	0.0	124.1	119.7	-4.4	119.7
	印度尼西亚	56.1	36.2	40.2	43.1	42.5	41.4	-1.1	-1.7
	印度	21.8	37.6	19.3	66.2	69.7	87.1	17.4	20.9
	全球	934.4	821.7	959.1	936.8	951.6	955.9	4.4	19.2
	出口	美国	305.9	271.1	255.8	259.1	261.2	261.2	0.0
巴西	168.2	144.9	268.0	0.0	315.7	315.7	0.0	315.7	
澳大利亚	77.8	134.7	125.0	113.9	119.7	124.1	4.4	10.2	
印度	81.5	23.9	50.3	29.0	30.5	30.5	0.0	1.5	
全球	931.5	797.9	970.8	923.3	951.6	955.9	4.4	32.7	
期末库存	中国	743.9	726.2	799.5	758.5	791.6	791.6	0.0	33.1
	印度	182.8	235.7	202.5	200.7	207.3	224.7	17.4	23.9
	巴西	44.6	87.3	67.7	0.0	93.0	109.3	16.3	109.3
	澳大利亚	108.8	104.7	92.4	104.3	86.0	81.6	-4.4	-22.6
	美国	100.2	101.2	68.6	87.1	95.8	95.8	0.0	8.7
	除中国外	788.4	926.4	806.0	847.3	843.6	871.5	27.9	24.2
全球	1532.3	1652.6	1605.5	1605.8	1635.1	1663.0	27.9	57.3	
库存消费比	中国	102.30%	88.47%	94.39%	89.33%	93.23%	92.05%	-1.18%	2.72%
	除中国外	43.98%	56.79%	48.77%	48.69%	48.61%	50.62%	2.01%	1.93%
	全球	60.8%	67.4%	64.2%	62.0%	63.3%	64.4%	1.15%	2.41%

数据来源: USDA 中辉期货研究院

数据来源: USDA 中辉期货研究院

根据美国农业部3月发布的全球棉花供需平衡表, 本次报告的调整幅度较2月进一步收敛, 对全球市场影响中性略偏空。

从产量数据来看, 2025/2026年度全球棉花产量上修13.7万吨至1861.1万吨, 低于同期水平22.9万吨。其中, 巴西(面积增加)和中国(单产提高)产量增加, 抵消了阿根廷产量的微量减少。具体来看, 中国产量上调10.9万吨至772.8万吨, 巴西产量上调16.3万吨至424.5万吨, 其余国家变动有限。

从消费数据来看, 2025/2026年度全球消费下修3万吨至2581.5万吨, 低于同期水平7.8万吨。其中, 巴基斯坦、孟加拉国、越南的消费下调抵消了中国消费的上调。具体来看, 中国消费上调10.9万吨至859.9万吨,

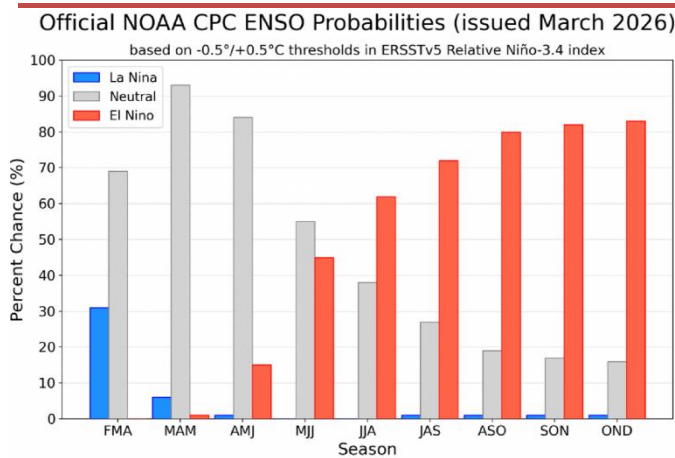
巴基斯坦消费下调4.4万吨至230.8万吨，孟加拉消费下调2.2万吨至174.2万吨，越南消费下调2.2万吨至174.2万吨，其余国家变动有限。

贸易数据来看，2025/2026年度的进出口数据进行了小幅上调，进口、出口各自上调了4.4万吨，分别高于去年同期19.2万吨、32.7万吨。其中，印度的进口预期的改善抵消了孟加拉、越南、巴基斯坦、印尼的下调，美国、澳大利亚的出口预期得到对应改善。

从期末库存及最终库销比数量来看，2025/2026年度全球期末库存上调27.9万吨至1663万吨，高于同期57.3万吨。从库存消费比来看，全球库销比环比上升1.15%至64.4%，高于同期水平2.41%。其中，中国库销比有小幅改善预期，下调1.18%至92.04%，高于去年同期2.72%。

2.2 全球气候总览——关注厄尔尼诺潜在负面影响

图3: ENSO (厄尔尼诺 - 南方涛动) 概率预报

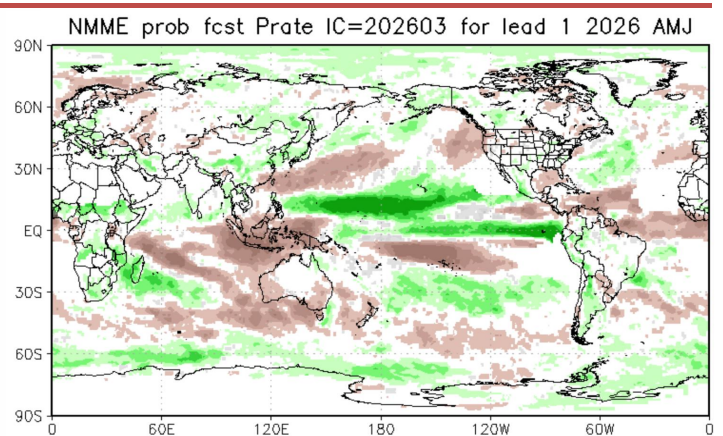


数据来源: NOAA 中辉期货研究院

根据NOAA 2026年3月发布的 ENSO 概率图及同期诊断报告，能对今年年内的大致气候情况有一个基本判断：短期春季（拉尼娜残留 + 中性过渡阶段）美国德州等西南部棉区仍将受干旱困扰不利于春播；印度、巴基斯坦春季降水相对平稳；澳大利亚东部棉区收获尾期仍偏湿或干扰收获进度。而夏季及下半年（厄尔尼诺主导阶段），印度、巴基斯坦夏季季风降水大概率偏少、干旱风险显著上升将冲击棉花铃吐絮关键期单产。美国西南部 / 德州将由偏干转为偏湿，虽缓解春旱但可能引发夏季洪涝干扰棉花生长。澳大利亚东部下一季播种期将面临偏干气候增加播种与出苗难度。巴西东北部降水偏多利于棉花生长、南部棉区降水减少影响有限。中国新疆棉区夏季偏干、灌溉压力抬升。

根据 WMO、美国 CPC 等机构预测，2026 年春夏逐步转厄尔尼诺、秋冬季形成中等偏强概率较高，该现象易引发主产国降水与气温异常。历史相似年份显示，厄尔尼诺年份全球棉花减产概率显著高于增产，2015/16、2018、2023 等年份印度、美国单产普遍下滑 5%-10%，新疆棉区易受高温干旱影响，巴西、澳大利亚则多受益于降水改善。综合来看，2026 年厄尔尼诺将带来北半球减产风险上升、南半球相对利好的分化格局，全球棉花产量或小幅下调。

图 4: 2026 年 4-6 月 (AMJ) 全球降水概率预报

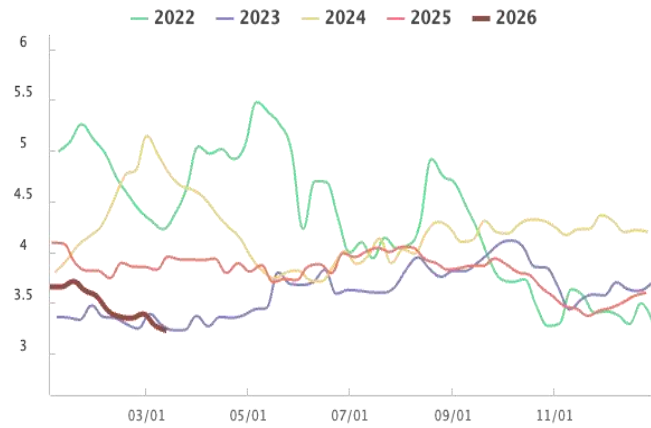


数据来源: NOAA 中辉期货研究院

2.3 美国市场供需形势

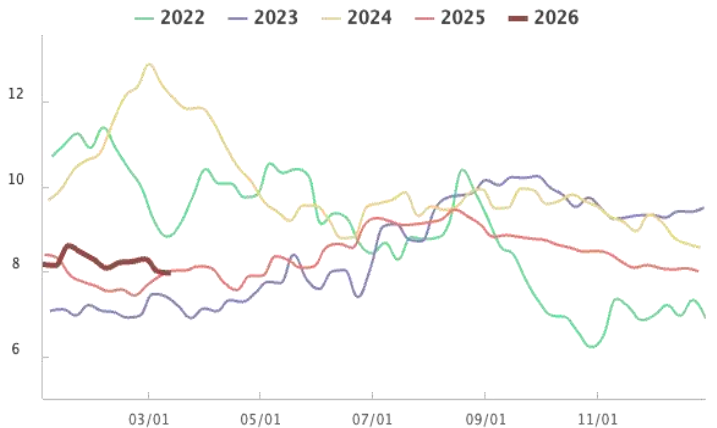
2.3.1 面积单产或双降 关注二季度减产幅度

图5: 美棉美豆比价



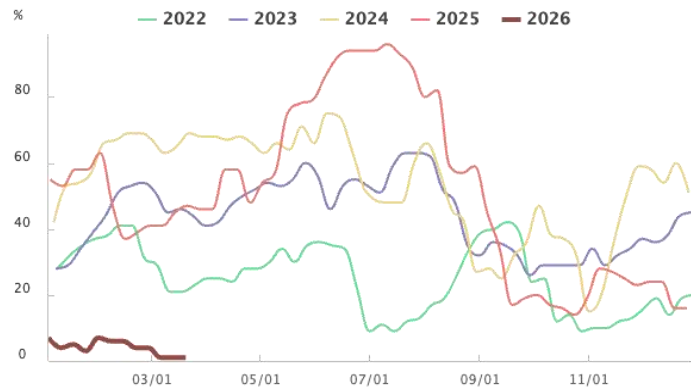
数据来源: ICE 中辉期货研究院

图6: 美棉美玉米比价



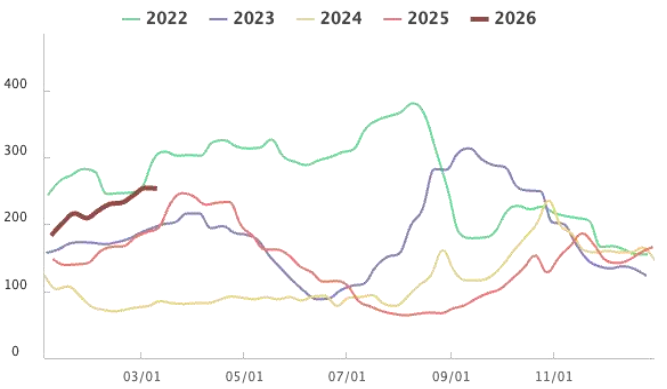
数据来源: ICE 中辉期货研究院

图7: 美棉主产区无干旱率



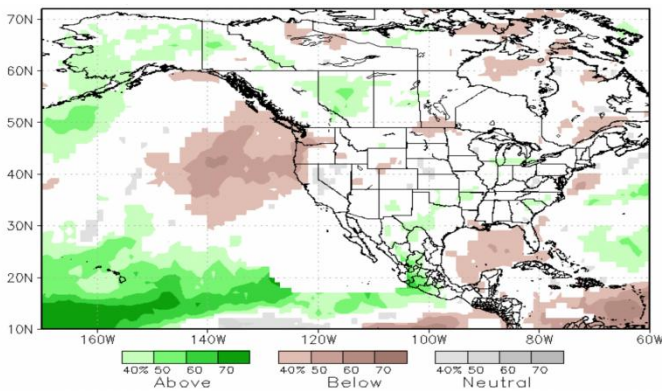
数据来源: 同花顺 中辉期货研究院

图8: 德州干旱指数



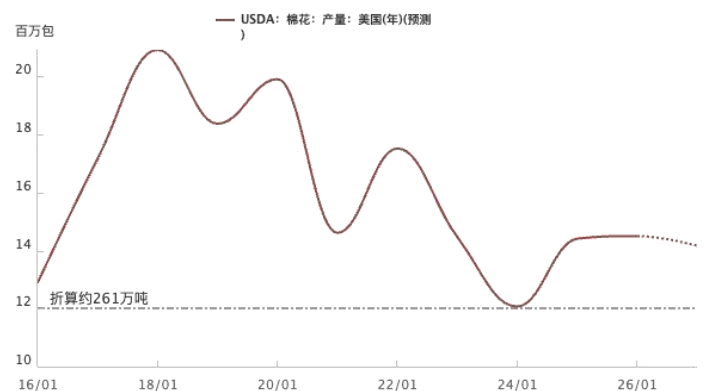
数据来源: 同花顺 中辉期货研究院

图9: 2026年4-6月(AMJ)北美降水概率预报



数据来源: NOAA 中辉期货研究院

图10: 美棉产量预估



数据来源: USDA 中辉期货研究院

目前，美棉减产为大概率事件，市场讨论更多聚焦于减产幅度。首先，根据NCC调查意向，由于东南、中南、西部主产区棉花与大豆比价走低，棉农转向玉米、大豆等替代作物，新年度美国种植面积预计下滑至 900 万英亩，同比下降 3.2%。其次，主产区干旱气候预计将对单产形成核心制约。截至2026年3月20日，全美棉区的无干旱率已降至近五年最低水平，仅为1%，远低于同期的44%。目前，主产区德州干旱指数为253，高于同期水平29.7%。

在天气预期上，根据季度天气展望，4-6 月美国核心产棉区（播种至苗期关键期）降水偏少概率显著偏高，将大概率加剧播种期土壤墒情不足，延缓播种进度、降低出苗率并抑制苗期长势；中南及东南棉带多呈中性或局部偏多，墒情相对温和。但整体来看，主产区得州的降水偏少预期将对 2026 年美棉播种质量及早期单产潜力形成偏空压力。

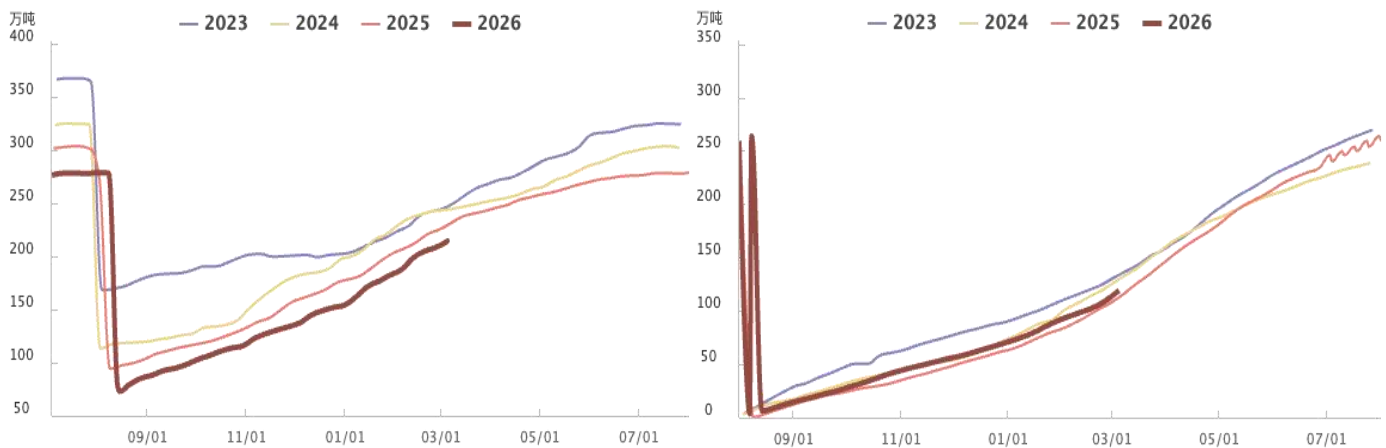
在产量的初步预估上，根据USDA农业展望论坛及多家机构的初步预估，2026/27 年度美棉种植面积预计为 940 万英亩，较 2025 年增加约 1.3%，但为 2015 年以来第二低水平，受弃耕率因素影响，收获面积预计约 760 万英亩，较 2025 年减少约 2%，平均单产预计为 856 磅 / 英亩，与近年平均水平基本持平，综合种植面积、收获面积及单产情况，2026/27 年度美棉总产量预计约296 万吨，同比减少约2.3%。

整体来看，种植面积下滑叠加主产区持续干旱，产量下调幅度仍待进一步跟踪，后续仍需关注种植季气候改善情况及棉农实际种植调整。

2.3.2 出口装运过半 签约或低位好转

图11: 美棉总签约量

图12: 美棉总装运量



数据来源: USDA 中辉期货研究院

数据来源: USDA 中辉期货研究院

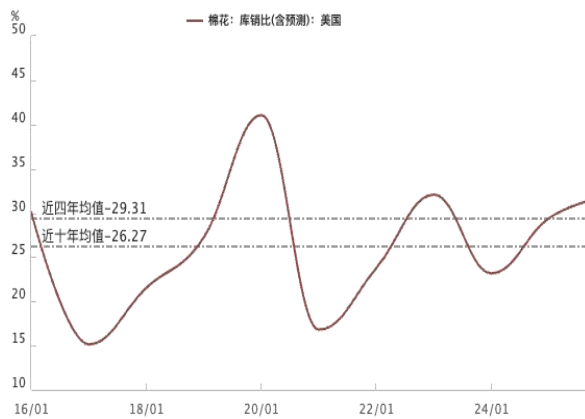
截至3月19日，美棉总签约量218.9万吨，低于同期签约量18.1万吨，签约进度达83.8%；总装运量125.4万吨，高于同期1.1万吨，占签约总量的57.2%。

25/26年度美棉签约总量低位运行的核心原因是，过去一年大多国家实现丰产且需求未有超预期增量，中国等传统大买家采购大幅缩减，巴西棉等竞品也凭性价比抢占市场份额；叠加贸易政策不确定性，纺纱厂普遍采取“按需采购”策略，不愿提前锁价囤货，新单签约意愿低迷。

从后市预期来看，我们对美棉出口前景持改善态度，核心原因是：全球纺织终端需求逐步进入旺季，中国采购意愿随着价差优势正在逐步改善，且中国较往年更早、更多地增发了加贸配额。叠加巴西棉出口进入季节性下滑通道，美棉出口性价比与份额预期将逐步回升。

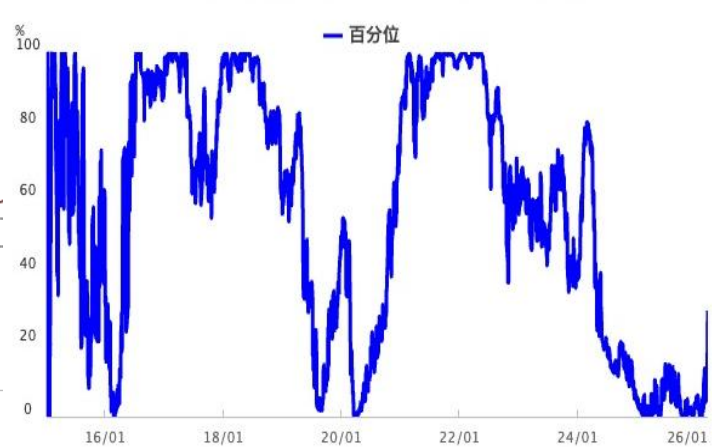
2.3.3 25/26年度仍旧累库 关注边际改善预期

图13：美棉库销比



数据来源：USDA 中辉期货研究院

图14：美棉估值百分位情况



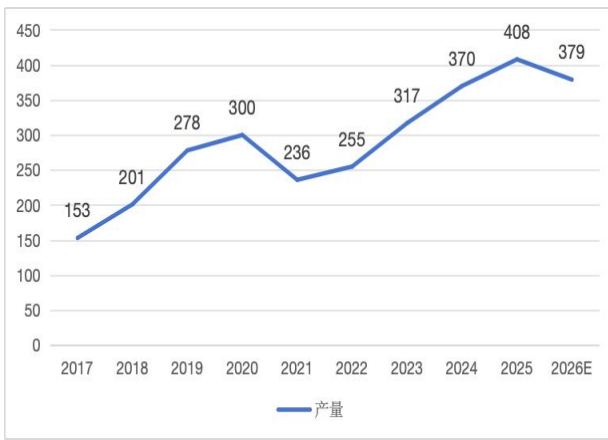
数据来源：ICE 中辉期货研究院

落实到定价核心指标库销比上，2025/26年度美棉整体仍维持累库格局，USDA 数据显示最新库销比升至32%，供应宽松压力尚未扭转，市场更多围绕预期交易上行（大逻辑类郑棉，但驱动不同）。这一局面的形成，根源在于全球棉市供给端的宽松格局：过去一年多国棉区实现丰产，全球棉花供给整体充裕，而终端纺织需求并未出现超预期增量，供需错配导致美棉去库进程受阻。但是，考虑到全球纺织终端需求进入季节性回暖趋势，中国采购意愿随价差优势修复而改善，且中国较往年更早增发加工贸易配额，美棉在该配额下可豁免 10% 额外关税，出口竞争力显著提升；叠加巴西棉出口即将进入季节性下滑通道，美棉的出口性价比与市场份额预期均将逐步回升。

综上，尽管 25/26 年度美棉累库现实存在，但在上述利好预期下有望推动库销比逐步改善，累库压力存边际缓解空间，或逐步改善美棉定价空间，后续需持续跟踪出口需求兑现情况及 USDA 供需调整节奏。

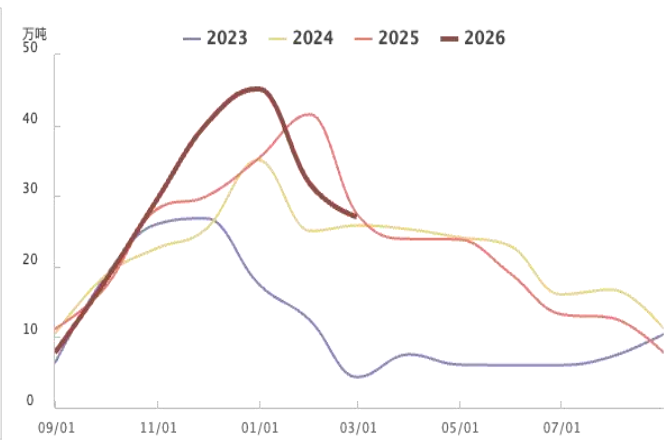
2.4 巴西市场供需形势——新季存减产预期 出口进入下行通道

图15: 巴西棉花产量(含预估)



数据来源: CONAB 中辉期货研究院

图16: 巴西棉花月度出口合计



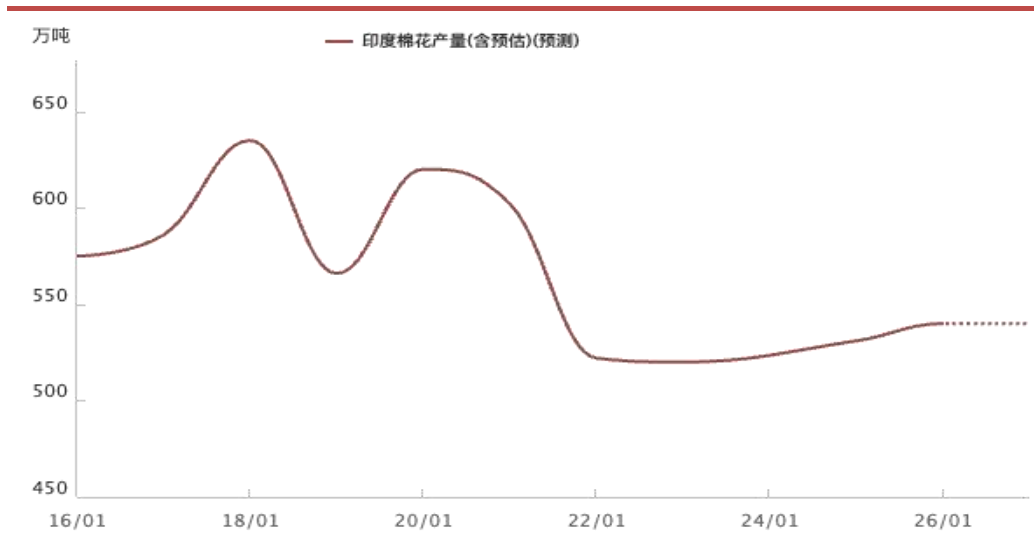
数据来源: CONAB 中辉期货研究院

巴西2026/27年度棉花种植工作已接近结束, 根据USDA预估, 由于巴西棉价低和货币升值影响棉农种植热情, 预计种植面积将缩减5%至200万公顷。平均单产预计将下降2%至1905公斤/公顷, 虽不及2025/26年度的历史纪录, 但仍是历史第三高。因此, 预计棉花产量为1750万包(350万吨左右), 较2025/26年度减少130万包, 但仍是历史第二高产。另一口径下, 根据CONAB的最新预测, 巴西2025/2026年度(对应USDA26/27年度)棉花产量预计为379.5万吨, 该数据较1月、2月预测分别下调2.3万吨、0.8万吨, 同比降幅达6.9%, 下调原因同样为棉价低迷压制种植意愿。

巴西棉国内纺织消费保持平稳, 暂无显著增量, 出口仍是核心需求支撑, 前期凭借高性价比持续抢占国际市场, 出口规模维持高位, 当前旧季库存仍有一定待消化压力, 出口节奏逐步放缓。国际竞争层面, 中国增发30万吨加工贸易进口棉配额, 美棉豁免10%额外关税后竞争力显著提升, 虽分流部分巴西棉国际市场份额, 但总体利多巴西棉出口。本季巴西棉将于2026年6—9月集中收获上市, 新季供给收缩将逐步兑现, 叠加全球棉花主产国面积调减、供需转向偏紧的大背景, 巴西棉价获得基本面支撑。后续需重点关注主产区收获期天气、出口装运进度, 以及与美棉的国际竞争格局变化。

2.5 印度市场供需形势—新季供需格局改善有限 逐步关注产季季风

图17: 印度棉花产量



数据来源: USDA 中辉期货研究院

印度 2026/27 年度棉花即将进入种植周期, 北部灌溉棉区 4-5 月率先播种, 中部、南部主产区 6-7 月随西南季风集中种植。截至 2026 年 3 月中旬, 印度棉花协会 (CAI) 尚未发布新年度官方预估, 当前市场预期核心依据美国农业部 (USDA) 2026 年 2-3 月最新数据及国际棉花咨询委员会 (ICAC) 3 月月报。

供给端, USDA 预测新年度印度棉花产量约 510 万吨, 与上年度持平; 受 MSP 托底提振棉农种植意愿, 种植面积或小幅增长 3% 至 1150 万公顷, 但单产受病虫害、非法种子等因素制约, 预计下降 3%。需求端, 国内纺织消费随终端订单回暖稳步修复, 形成刚性支撑; 出口端则面临美棉、巴西棉价格优势挤压, ICAC 预计出口量维持当前水平, 若内需持续增长可能进一步下调。政策层面, 印度自 2026 年 1 月起恢复 11% 棉花进口关税, 虽利好国内棉价, 但增加纺织企业成本, 叠加旧季结转库存偏高, 新年度棉价上行空间受限。

整体来看, 2026/27 年度印度棉花供需或延续偏宽松格局, 年中开始将重点跟踪西南季风降雨及实际种植进度及主产区天气变化。

第三章 国内棉花市场供需情况

3.1 中国棉花供需平衡表

表2、3：不同口径下中国棉花供需形势（单位：万吨）

USDA中国供需平衡表（3月）						BCO中国供需平衡表（3月）					
项目	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27 (初展望)	同比	项目	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	同比
产量	595.50	696.64	772.84	694.40	-78.435	产量	601.00	685.00	778.00	724.00	-54.00
进口	326.10	112.99	121.91	152.40	30.488	进口	326.00	106.00	120.00	130.00	10.00
消费	847.00	849.03	859.92	855.60	-4.315	消费	815.00	856.00	888.00	885.00	-3.00
期末库存	799.50	758.47	791.56	783.70	-7.8572	期末库存	681.00	616.00	626.00	595.00	-31.00
库销比	94.39%	89.33%	92.05%	91.60%	-0.45%	库销比	83.56%	71.96%	70.50%	67.23%	-3.26%

数据来源：USDA 中辉期货研究院

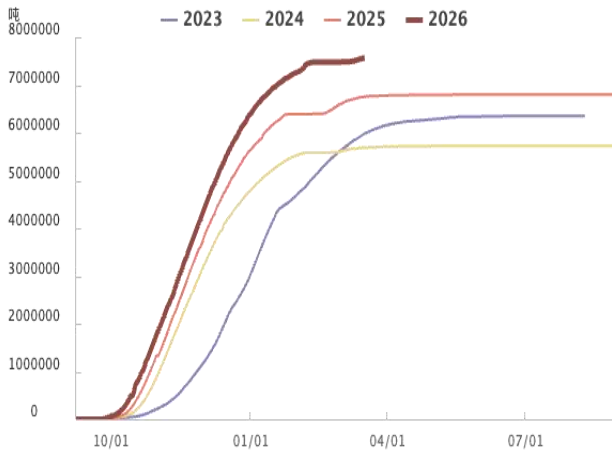
数据来源：BCO 中辉期货研究院

USDA口径下，由于新疆地区较大幅度的增产，3月最新报告中给予25/26年度772.84万吨的产量预估，为近五年最高水平。受到内外消费的差异与中美关税的反复，给予中国25/26年度859.92万吨的消费预估，较年初的中性水平小幅上修。进口端上，由于中国的进口棉政策管控以及国内的供需形势，给予中国25/26年度121.96万吨的进口预估，较2024/25小幅上行，进口端的偏低水平随着中国近期的加贸配额发放，预计4月及后续报告将有边际调增（上限调增30万吨以内）。最终反映在庫销比（92.05%）上，25/26年度的库销比为近三年相对中性的年份，处于近十年均值（96.45%）下方。同样，随着进口端调增预期带来的期末库存变化，最终库销比仍有调增空间，调增上限初步预计在3.5%左右。对于26/27年度，在2月底的USDA农业展望论坛同样给出展望性质的初步、框架性预测。其预计由于种植面积和单产双降，中国2026/27年度棉花产量预计为3200万包，较2025/26年度减少300万包。2026/27年度棉花种植面积预计减少5%，至290万公顷。2026/27年度单产预计略有下降，与2024/25年度持平，但仍将低于2025/26年度的历史最高水平，最终形成库销比小幅收敛的预期。

BCO口径下，3月报告对于25/26棉花年度调整较小，上调了5万吨产量及10万吨消费。对25/26年度，USDA及BCO对于产量预估暂一致，最终造成库销比分位偏低的点在于BCO对内消较乐观。但是，考虑到进口端的调增预期，后续库销比或仍有望调增至去年同期附近。对于26/27年度，产量方面，根据春播意向调查，新疆植棉政策方向已明确但各地落实举措不一，将新年度植棉面积环比略下调，根据三年平均单产测算的总产略降，全国总产环比下降至724万吨。进口方面，考虑国内棉花减产幅度尚可控，国家配额政策存在较大不确定性，暂维持年度进口量预期130万吨不变。需求方面，新年度全球经济交易重心随地缘动荡加剧及美国关税政策频繁调整出现较大反复，外部需求前景面临较大不确定性，但中国产品在当下格局的竞争中仍具有显著优势；国内GDP增长目标降至4.5%—5%，但在促消费政策支持下，内部仍有望保持稳健。据此，将年度纺棉消费量上调7万吨至848万吨；其他消费和出口保持在35万吨和2万吨。最终，本年度期末库存减少16万吨至595万吨，库销比下调至67.23%，为近年来最低水平。

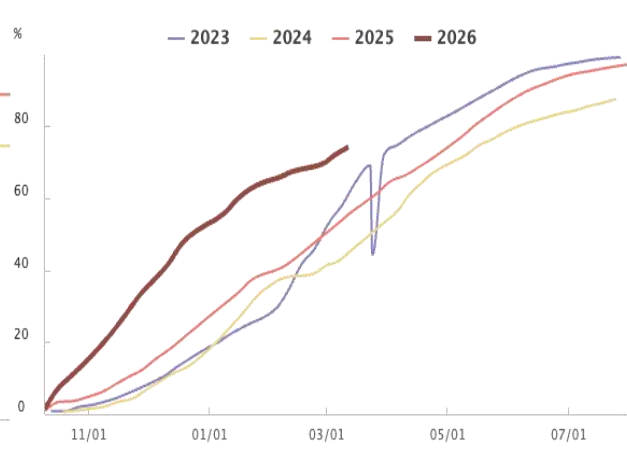
3.2 产业进度—检验临近收官 新花销售进入后期

图18: 棉花检验量



数据来源: BCO 中辉期货研究院

图19: 棉花销售率



数据来源: BCO 中辉期货研究院

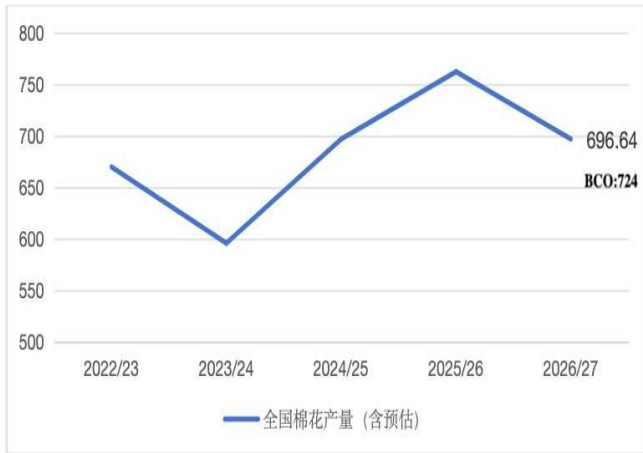
2025/26 年度国内棉花加工工作已于春节前基本完成, 当前产业进程进入公检收官与轧花厂库存去化主导阶段。

截至 3 月下旬, 棉花公检总量突破 755 万吨, 同比增幅超 12%。随着公检工作步入尾声, 新棉供给总量基本定型, 较上年度显著增加。销售层面, 全国新棉销售率升至74% 以上, 同比大幅提升18%, 节后纺企刚需补库带动销售节奏加快, 轧花厂去库进程稳步推进。

整体看来, 当前产业端无新增加工供给压力, 核心矛盾聚焦于轧花厂库存去化速率与下游纺企采购意愿, 该点将于销售情况及商业库存的去化上进一步体现。

3.3 产量—新季产量大概率调减 利润逻辑下关注预期差

图20: 全国棉花产量 (含预估, 单位: 万吨)



数据来源: USDA BCO 中辉期货研究院

表4: 主产区播种时间轴

主产国	地区	月份											
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
印度	印度中南						播种	蕾期	吐絮				
	印度北												
中国	新疆						播种	蕾期	吐絮				
	黄河流域												
	长江流域												
美国	德州												
	加州												
巴基斯坦													

图例: 黄色表示需水较少, 蓝色表示需水较多

数据来源: CZCE 中辉期货研究院

2026/27 年度, USDA与BCO同步下调中国棉花产量预期, 国内新棉供应较2025/26年度高位显著回落。USDA 在农业展望论坛中预计, 中国棉花产量为697万吨, 同比下降8.6%, 主因新疆植棉面积调减; BCO3月最新预估为724万吨, 较上年度778万吨下调54万吨, 核心驱动为新疆受水资源管控、种植结构优化及替代作物收益优势影响, 植棉面积小幅缩减, 单产按三年均值测算保持平稳。两家机构预判方向一致, 均指向新年度国内棉花产量步入下行通道, 为国内棉价提供一定支撑。

上述逻辑支撑下的上涨自2025年年底至今已逐步发酵近3个月, 市场对产量的预期从前期的超10%+的大幅减产到如今的减产预期向8%靠拢。但需知的是, 疆内种植逻辑与国际棉存在差异, 政策属性更强 (除去需长期投入和特定种植条件的作物, 近年来棉花种植收益率显著高于玉米、红枣、番茄、小麦等)。虽然新疆自治区政府工作报告提出2026年新疆棉花总产量稳定在560万吨左右, 较2025年减少9.2%, 但受补贴护航、棉价走高、棉农植棉意愿强烈及改种难度较大等因素影响, 实际调减任务落地执行面临较大考验。若今年新的直补政策去化力度不足, 那么3600万亩的面积调减目标或存在分段完成计划 (预计2~3年), 则可能会引发盘面较大回调。在自治区要求的9.2%的基础上, 结合内地减种的进一步推进, 理论减产幅度或在10%左右, 但是考虑到分段实施的可能, 26年内实际产量减幅或缩减至5~8%, 即初步产量预估基本符合区间上沿。若政策没有超预期力度落地, 后续基于减产逻辑推动的上行同样存在驱动弱化的风险, 能否突破上行将更多依赖需求侧的助力。

天气方面, 国内棉花主产区新疆当前逐步进入春播初期, 天气相关要素不确定性仍旧存在炒作空间, 但是在日趋成熟的植棉技术下, 非极端天气对于产量的影响显著较小。目前, 春季气温整体偏高, 降水呈北多南少分布, 南疆棉区存在一定春旱风险, 对棉花适期播种、出苗及苗期生长存在一定扰动可能, 后续持续跟踪实际影响。

图21：目标价格补贴政策演变历程



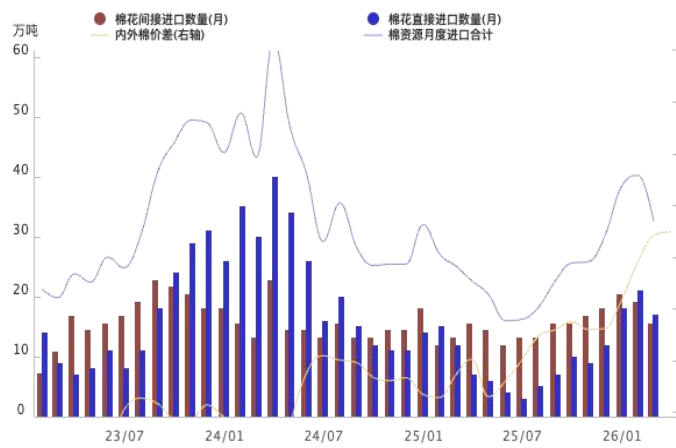
从 2014 年新疆棉花目标价格补贴试点启动，到2017年确立“三年一定价”机制、2020年构建长效调控框架，再到 2023-2025 年锁定18600元/吨目标价并优化补贴范围（集中主产区），过去十余年的直补政策持续支撑新疆棉面积与产量扩张。

当前市场预计2026年3月底或4月初新一轮《目标价格补贴政策实施措施的通知》将落地，市场预期补贴将进一步向“质量导向”倾斜（弱化面积激励），叠加种粮面积保护、水资源保护约束持续显现。直接的价格预期上，目标价格上可能微减至18300元/吨。若新政策收缩补贴额度加大，新疆棉减产力度或超预期抬升，对应盘面在阶段性偏紧情况下的上驱逻辑将进一步夯实，但是考虑到庞大储备棉的潜在压力，对于紧平衡的预期高度同样需要保持谨慎。

3.4 进口—关注进口纱影响 政策压制空间尚存

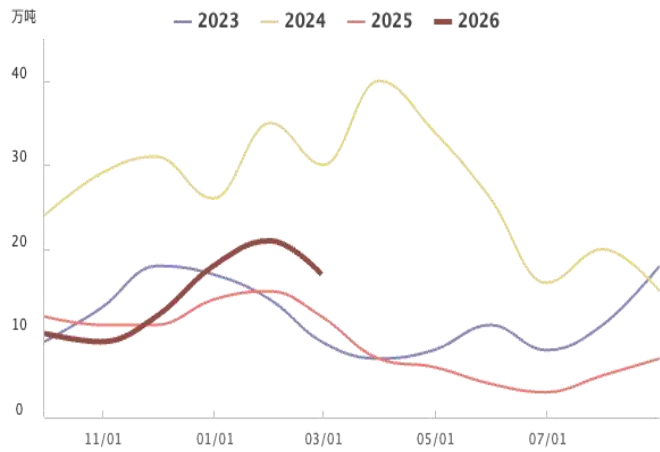
图 22: 进口相关数据总览

图 23: 内外棉价差



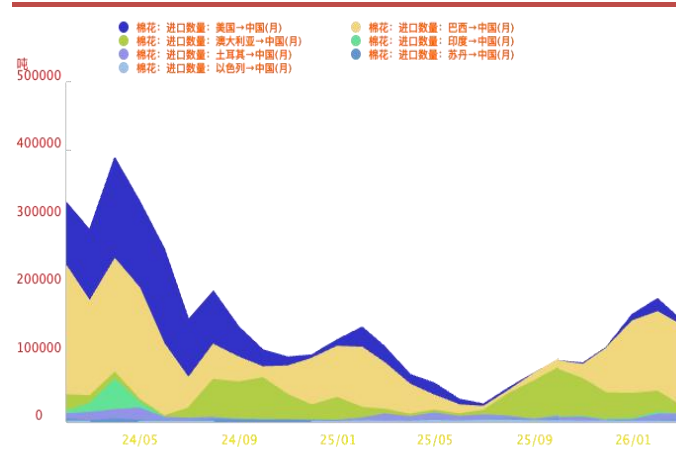
数据来源: 中国海关总署 中辉期货研究院

图 24: 棉花进口数量合计

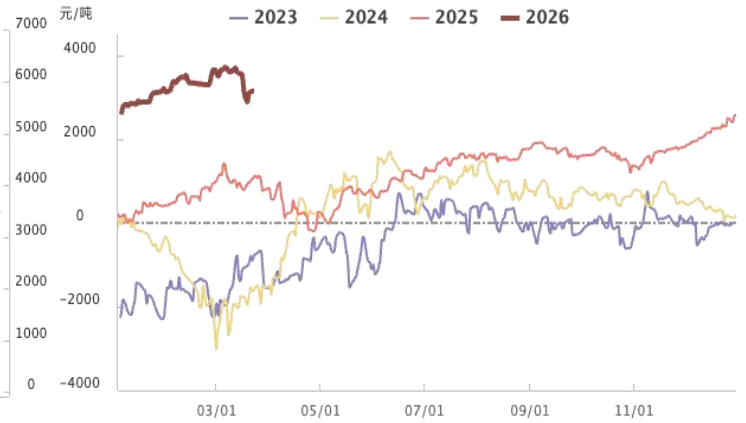


数据来源: 中国海关总署 中辉期货研究院

图 26: 棉资源进口国别分析

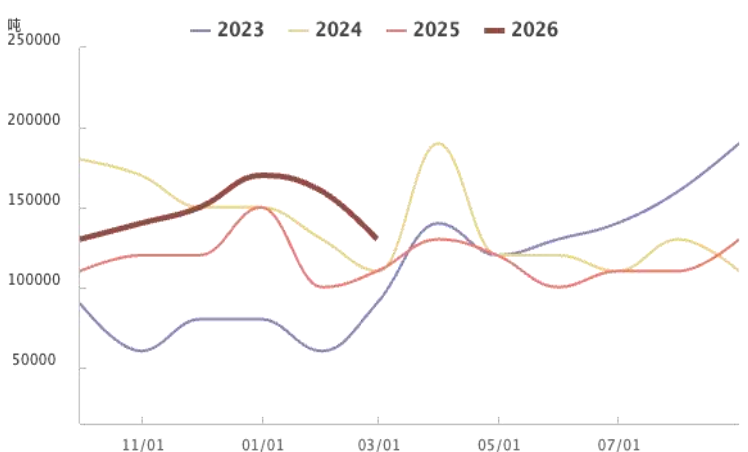


数据来源: 中国海关总署 中辉期货研究院



数据来源: 中国海关总署 中辉期货研究院

图 25: 棉纱进口数量合计



数据来源: 中国海关总署 中辉期货研究院

表7: 进口配额及产需缺口回顾

近年来棉花产需、配额、进口情况一览					
项目 (万吨, 含预期)	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26
产需缺口	145.9	151.3	251.5	152.39	87.1
配额总量	159.4	129.4	164.4	109.4	89.4+20+30
进口总量	173	143	326	113	120~140

数据来源: 中国海关总署 中辉期货研究院

据3月海关统计数据，棉花方面，2026年1月我国棉花进口量21万吨，环比增加3万吨，增幅约18.0%；同比增加约6万吨，增幅约38.5%。2月我国棉花进口量17万吨，环比减少4万吨，减幅约19.1%；同比增加5万吨，增幅在44.1%。**2026年1—2月我国累计进口棉花37万吨，同比增加41.0%。2025/26年度（2025.9-2026.8）累计进口棉花87万吨，同比增加16.0%。**棉纱方面，2026年1月棉纱进口量约16万吨，2月棉纱进口量约13万吨。1-2月棉纱进口量约29万吨，同比增加8万吨，增幅40.2%。2025/26年度（2025.9-2026.2）累计进口棉纱约88万吨，同比增17万吨，增幅约23.94%。进口细则上，2025年12月至2026年1月，美棉、巴西棉、澳棉均呈现环比走高趋势。进入2月后，随着进口总量的回落，除土耳其外的出口国均出口有所回落（巴西棉占比仍旧最高，1、2月占比分别为55%、69%）。

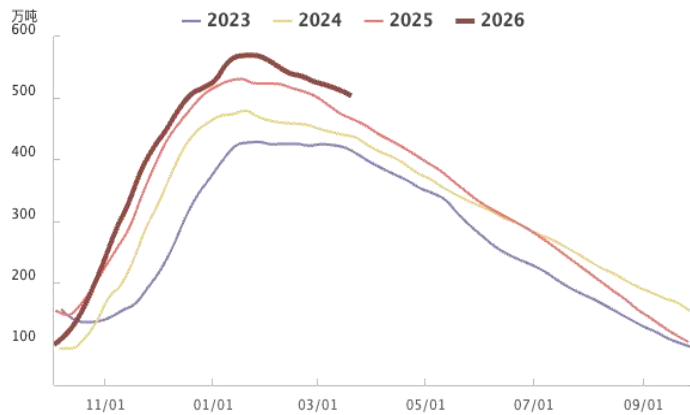
近期，我们能看到由于偏高内外价差的影响，整体棉花的进口表现在2026年初期表现较强。但是回到整个25/26年度的视角审视，我们对于该棉花年度内的进口预期仍旧相对克制，处于近五年次新低的位置。而本年度进口总量受到压制的核心原因仍在于基于偏宽松格局下所发放的配额数量相对偏少，以及大量进口储备棉（市场预计在300万吨以上）、一般贸易配额增发传闻的潜在压制。目前，进口上限的构成主要依据25/26年度的配额汇总得出，其中1%关税配额数量为89.4万吨，25年8月增发的加贸滑准税配额20万吨。以及2026年3月16日国家发改委正式宣布增发的30万吨（较去年增发10万吨，且较往年7—8月的发放时间大幅提前）。但结合市场整体情况来看，2024/25年度棉花期末库存偏紧，2026/27年度也存在去库存的预期，且国内可使用的棉花进口配额较为有限。在此前提下，本次增发的进口棉配额，最多仅能保障本年度期末库存平稳过渡至新棉上市期，对2025/26年度棉花供应紧张的预期起到适度的缓解作用。

与此同时，进口棉纱因不受进口配额管控，成为25/26年度国内棉花市场不容忽视的潜在压力点。当前内外棉价差维持高位，进口棉纱成本优势显著，叠加海外棉纱供给充裕、即期进口利润可观，若后续进口棉纱持续放量涌入，将直接分流国内纯棉纱消费需求，挤压国产纱市场空间与纺企利润，对棉价上行形成明显抑制。

美棉关税方面，目前经多轮调整已降至低位。2025年3月10日起，我国对原产于美国的棉花加征15%关税（依据税委会公告2025年第2号）中华人民共和国财政部；后续关税政策有所调整，2025年11月10日起，我国停止实施对美棉花15%的加征关税，并将24%对美加征关税税率暂停一年。截至目前，美棉进口关税构成为1%最惠国税率+10%对美加征关税，总税率11%。中美贸易关系改善带动进口成本下降，对后续美棉对华出口形成积极支撑。但短期需要注意的是，新年度即将发生首脑会晤事件，中美之间是否存在进一步的涉棉贸易往来仍是未知变数。不过短期明确的是，虽然在配额消息释出后内外棉价差得到一定修复，但目前整体内外棉价差仍旧位于中枢水平之上，即便考虑到国内纺企在能源成本、生产效率等修正因素的影响后，内外棉价差仍旧具有一定修正空间，国际棉进口端压力仍旧难以快速缓解。

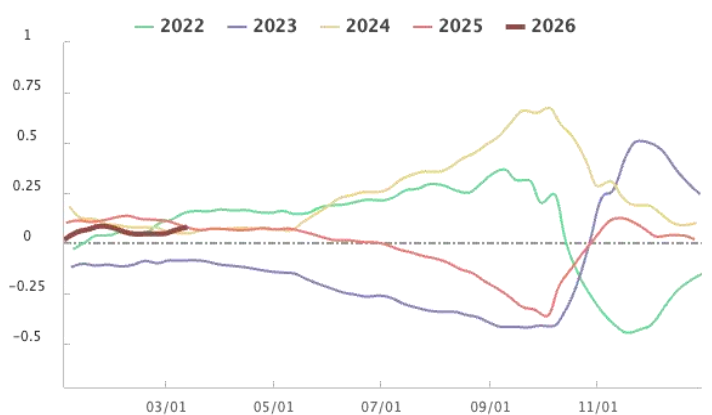
3.5 库存—原料库存仍居高 成品向终端流转

图 27: 中国棉花商业库存



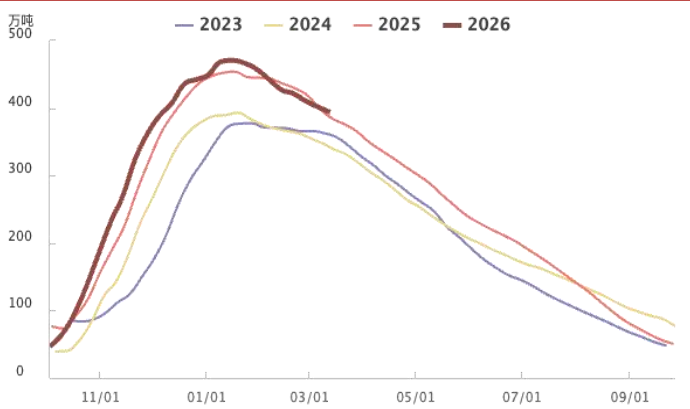
数据来源: Mysteel 中辉期货研究院

图 28: 中国棉花商业库存同比值



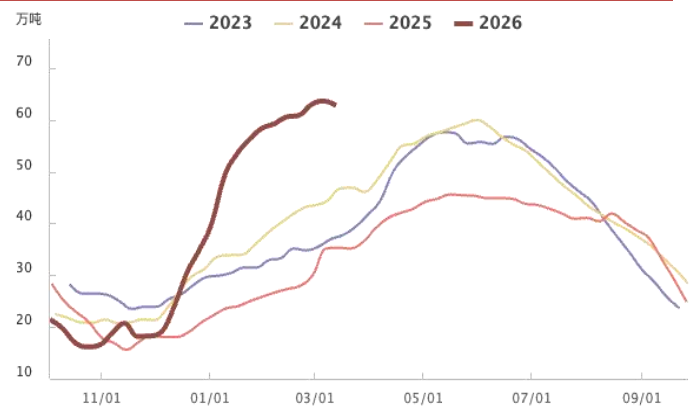
数据来源: Mysteel 中辉期货研究院

图29: 新疆棉花商业库存



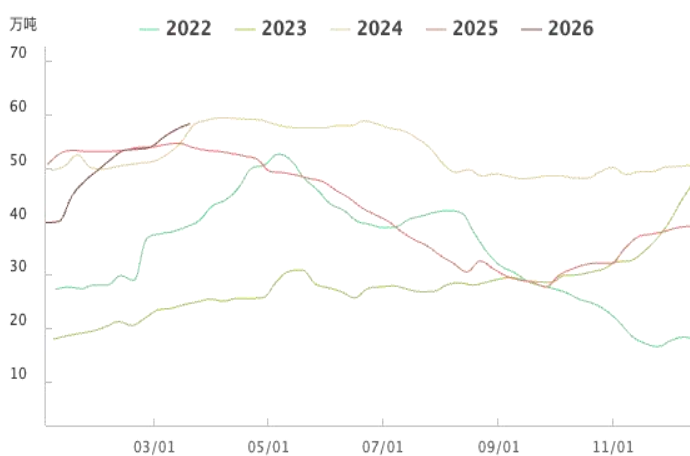
数据来源: Mysteel 中辉期货研究院

图 30: 内地主要省份棉花商业库存



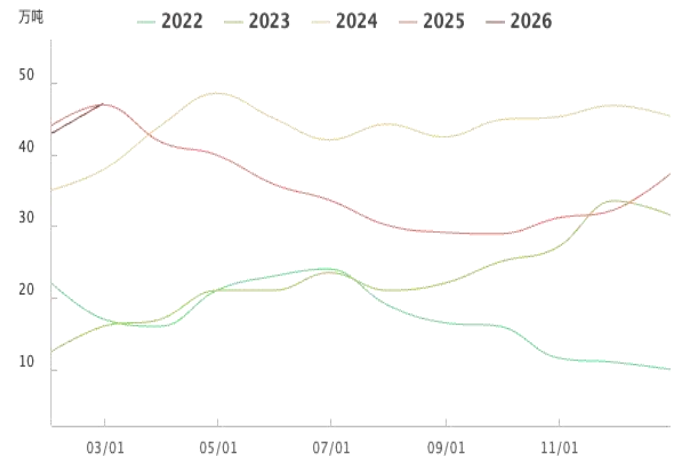
数据来源: Mysteel 中辉期货研究院

图 31: 主要港口棉花商业库存



数据来源: Mysteel 中辉期货研究院

图 32: 保税区棉花库存



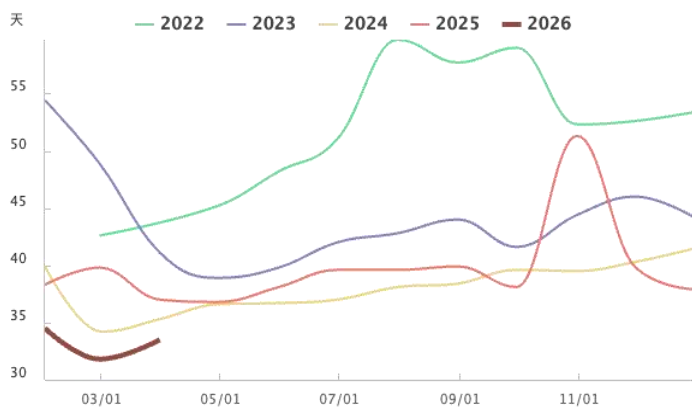
数据来源: 郑商所 中辉期货研究院

受25/26产季的丰产影响，目前中国棉花的商业库存总量维持近年来最高水平，但同比偏高的水平自上市至今已明显缓解。截至3月21日，全国商业库存530.99万吨，高于同期38.87万吨。分区域来看，新疆商业库存393.66万吨，高于同期9.13万吨左右；内地重点五省的商业库存62.7万吨，高于同期27.41万吨左右。外棉方面，主要港口商业库存58.15万吨，高于同期4.36万吨；保税区库存（2月）47.1万吨，高于同期0.2万吨。整体来看，目前全国商业库存同比去化的趋势在新年后有阶段性放缓；较高的库存主要体现在内地及港口、保税区。

在后续的去库预期上，目前仍旧维持较乐观。一方面，虽然今年库存起点偏高，但是经过前期去化后，目前库存相对水平已较去年逐步收敛，市场消费刚性需求支撑下，有望再现去年紧平衡预期。另一方面，今年下游表现在一季度表现较强，零售、出口、开机表现均好于同期，库存数据有望在后续更新中重新收敛同比差值。

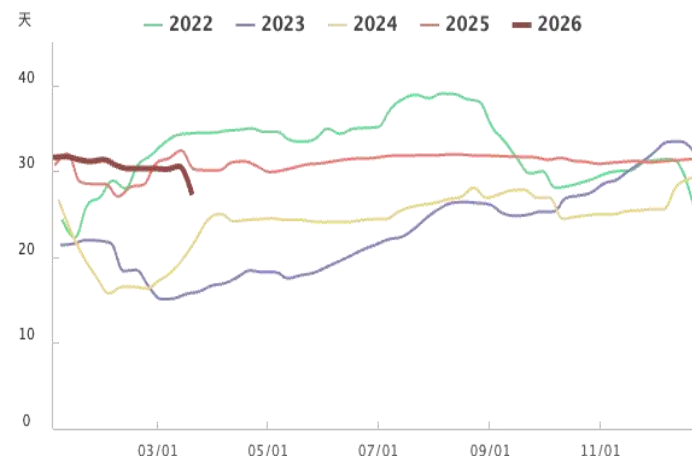
值得注意的风险点是，当前市场主流预估国储棉库存量在300万吨以上，作为棉花市场重要的政策调控工具，其潜在轮出预期不容忽视。若后续商业库存去化节奏超预期，再度复刻去年新棉上市前库存偏紧的格局并推动盘面过快上涨，政策端大概率将适时启动国储棉轮出以平抑价格、稳定原料供应，进而对棉花盘面形成阶段性降温与上行压制，国储棉政策落地节奏将成为后续行情的关键约束变量。

图 33: 中国坯布库存可用天数



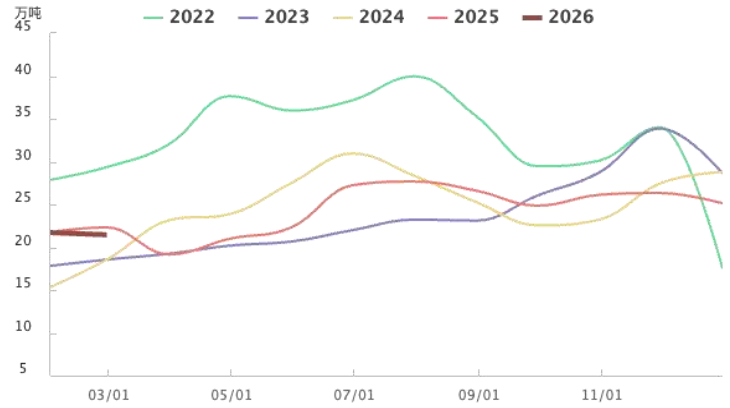
数据来源: 同花顺 中辉期货研究院

图 35: 中国纯棉纱库存可用天数



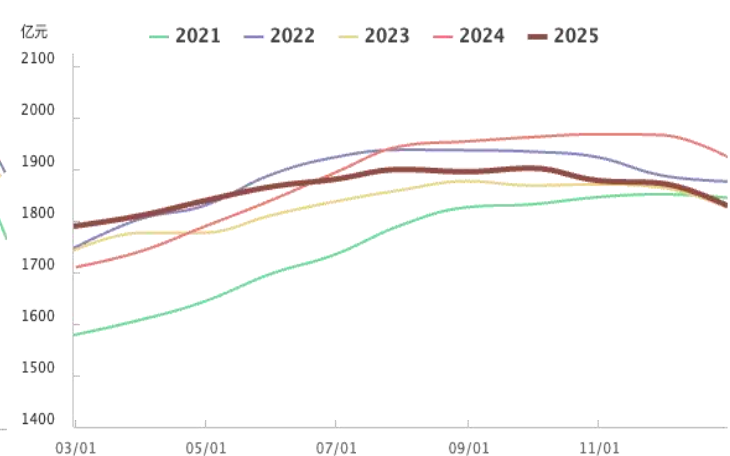
数据来源: 同花顺 中辉期货研究院

图 34: 中国纺企纱线库存可用天数



数据来源: 同花顺 中辉期货研究院

图 36: 中国服装工业企业存货金额



数据来源: 统计局 中辉期货研究院

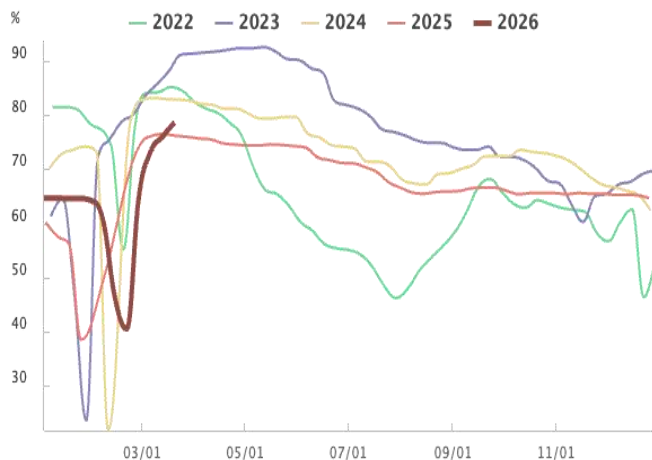
据中国棉花信息网统计，3月国内纺企坯布33.5天，低于同期3.5天；2月纱线库存21.45天，低于同期0.87天；联口径下的高频纯棉纱3月最新库存可用天数下行至27.23天，低于同期3天。从产成品库存上来看，同比水平明显较25年年底有所好转，主要得益于终端需求推动下，低坯布库存带动了中间纱线棉纱环节的去化，该库存去化趋势同样有望体现在3月的纱线库存上。并且，目前终端产品坯布库存水平仍旧偏低，对中间环节拉动的弹性将有望保持较强。

截至2025年12月底，中国服纺服装、服饰业工业企业的存货下行至1828.6亿元，跌至近五年次低点。经过了25年三季度的一波有效行业去库，终端库存压力与跌价风险明显缓解。若下游需求继续回暖，行业温和有序补库将进一步向上游传导，形成棉花原料需求支撑。

3.6 需求—金三已兑现 需求或存前置可能

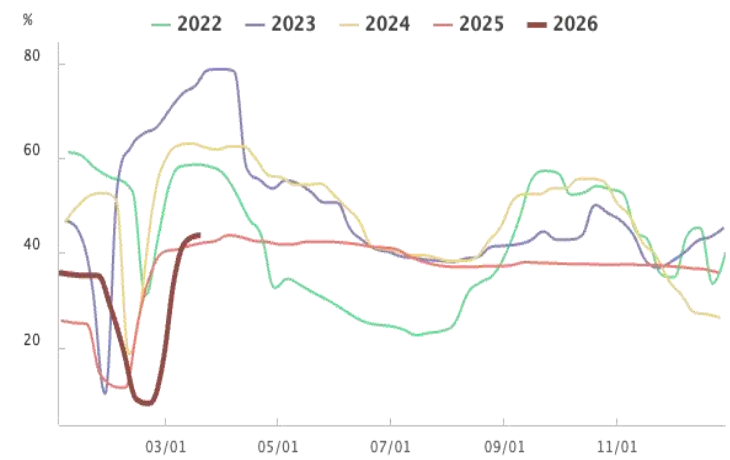
3.6.1 负荷及利润—双厂开机快速回升超同期 纺企利润底部回升

图 37: 中国纺纱厂开机率



数据来源: Mysteel 中辉期货研究院

图 38: 中国织布厂开机率



数据来源: Mysteel 中辉期货研究院

下游负荷情况，截至3月21日，纺纱厂、织布厂开机率分别为78.6%、43.7%，高于同期2.4%、1.6%，均高于25年同期水平。从需求增速来看，节后复工速度显著快于25年同期，接近24年开机增长率。并且，近期疆内纺企开工仍有小幅上调，大型纺企订单可加工至4.5月份，内地开机维持稳定，内地开机6-7成，疆内在9成以上，仍有小幅上调空间。

尽管1-2月终端零售与外贸出口均呈现明确改善迹象，为当前高开工与订单排期提供了扎实的基本面支撑，但仍需留意本轮需求景气度中或掺杂部分需求前置因素：受原料价格上涨预期驱动，下游提前锁单、产业投机性需求有所增加，并非完全由终端消费的持续性改善驱动。若后续终端消费复苏斜率放缓、海外补库订单跟进不足，当前较高的开机负荷或面临阶段性回落压力，进而对棉花刚需形成边际弱化（尤其是进入4月中下旬至五月旺季走淡背景下）。

图 39: 节后订单情况



数据来源: TTEB 中辉期货研究院

图 40: 中国纺企即期利润



数据来源: Mysteel 中辉期货研究院

从节后的订单表现来看, 今年“金三”旺季的强劲表现部分源于需求前置效应: 受原料价格大幅上涨及“抢涨”心理驱动, 下游纺企为锁定成本、防范后续价格波动, 纷纷提前下单锁单, 叠加产业投机性补库需求增加, 使得春节后开机率快速冲高、订单排期提前。这种现象并非完全由终端消费实质性复苏支撑的需求前置, 虽然短期有力托底了市场, 但也存在透支了后续时段的增长潜力的可能。若后续终端新增订单跟进不及预期, 当前的高负荷运转或面临回落压力, 进而对棉花刚需形成边际弱化。

利润方面, 在今年一季度棉价的冲高回落及节后需求回温下的纱价逐步跟进下, 走出了一波V型行情。前期棉价快速上行、棉纱涨价滞后导致加工利润快速收缩, 后期棉价企稳回落叠加下游旺季订单逐步落地, 棉纱报价跟进修复, 利润随之快速回升。后市来看, 纺企盈利修复将紧密跟随“金三银四”订单兑现节奏, 若订单“空窗期”兑现, 利润同样可能出现一定回撤。

3.6.2 零售及消费—终端零售开门红 节后存阶段放缓预期

表8:2026年1—2月社零数据

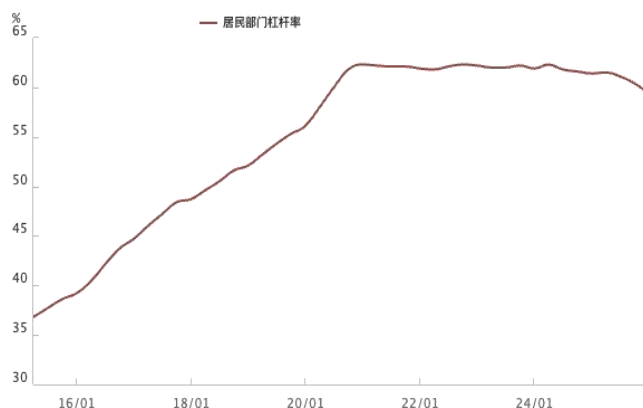
指 标	1—2月	
	绝对量 (亿元)	同比增长(%)
社会消费品零售总额	86079	2.8
其中:除汽车以外的消费品零售额	79827	3.7
其中:限额以上单位消费品零售额	32218	2.7
其中:网上商品零售额	20812	10.3
按经营地分		
城镇	74449	2.7
乡村	11630	3.2
按消费类型分		
餐饮收入	10264	4.8
其中:限额以上单位餐饮收入	2813	4.7
商品零售额	75815	2.5
其中:限额以上单位商品零售额	29405	2.5
其中:粮油、食品类	4507	10.2
饮料类	553	6.0
烟酒类	1581	19.1
服装、鞋帽、针纺织品类	2831	10.4
化妆品类	753	4.5
金银珠宝类	837	13.0
日用品类	1437	6.6
体育、娱乐用品类	265	4.1
家用电器和音像器材类	1572	3.3
中西药品类	1156	0.7
文化办公用品类	694	5.8
家具类	276	8.8
通讯器材类	1875	17.8
石油及制品类	3590	-9.7
汽车类	6252	-7.3
建筑及装潢材料类	204	-2.2

注:此类数据均为未扣除价格因素的名义增速。

数据来源:国家统计局 中辉期货研究院

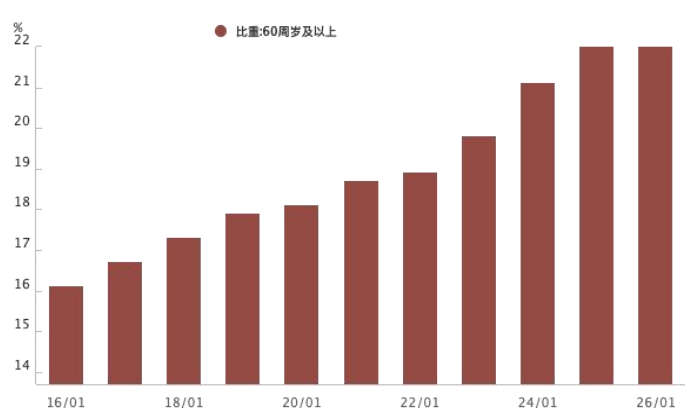
2026年1-2月我国服装、鞋帽、针纺织品类商品零售额表现亮眼,1-2月累计销售额达2831元,同比增长10.4%。如此高增幅的原因集中在两方面:一是春节假期带动,9天超长黄金周叠加返乡探亲、节日换新需求,服装类商品日均零售额同比大幅增长,运动服等品类表现突出。二是促消费政策发力,各地发放消费券,叠加以旧换新补贴,有效降低消费成本、激发消费活力。后市,预计随着春节假期效应消退,节日换新需求回落,但促消费政策持续发力、消费信心稳步修复,叠加春季换装需求释放,预计零售额仍有望维持增长,但增速预计较1-2月略有放缓。

图41:居民部门杠杆率



数据来源:国家统计局 中辉期货研究院

图42:60岁以上占比



数据来源:国家统计局 中辉期货研究院

从长期约束看，人口结构的转折性变化仍在深化：2025 年劳动年龄人口预计降至 9.65 亿人，总和生育率虽小幅回升至 1.1 左右，但是年龄结构的老龄化趋势以及家庭负债压力仍旧将消费偏好向“务实化”推进，这一长期趋势未发生根本改变。中短期维度，2026 年以来居民消费信心边际修复，1-2 月限额以上服纺社零同比增长 10.4%，显著高于整体社零增速，线下商圈客流回暖、节日消费集中释放带动非必需消费阶段性回暖，但居民支出谨慎性仍存，终端涉棉消费仍以刚需为主。与 1990 年代日本经济转型期对比，当前中国同样面临地产下行、人口负增长等共性挑战，服纺消费呈现相似结构特征：可选消费整体仍偏弱，但主打性价比的高性价比服饰与功能性品类保持逆势增长，拼多多等下沉渠道服饰销量维持双位数增长，类似日本优衣库的“务实消费”逻辑持续验证。

当下，地产政策对居民资产负债表的修复、地方化债与财政发力的协同推进、就业改善向收入增长的传导均在边际提速，居民消费倾向稳步回升，国内终端服纺消费短期复苏动能增强，但长期结构约束仍在，大行情的叙事依旧需围绕供给端展开。

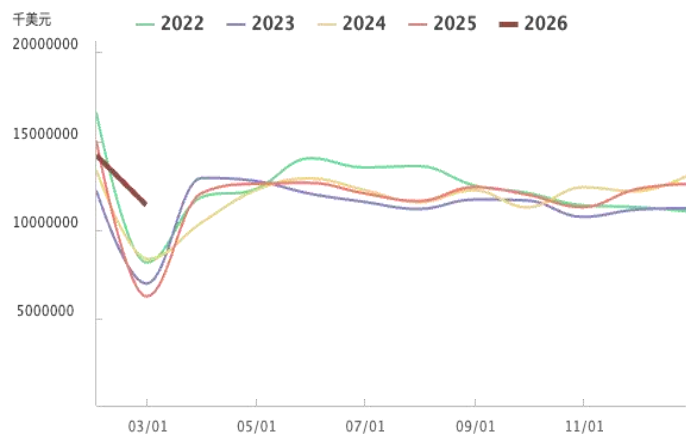
3.6.3 出口—1-2月高速增长 关注海外补库不确定性

表9: 中国服纺出口情况总览

纺织服装出口		单位：亿美元
项目	1-2月累计	累计同比%
纺织服装	504.5	17.6
纺织品	255.7	20.5
服装	248.7	14.8

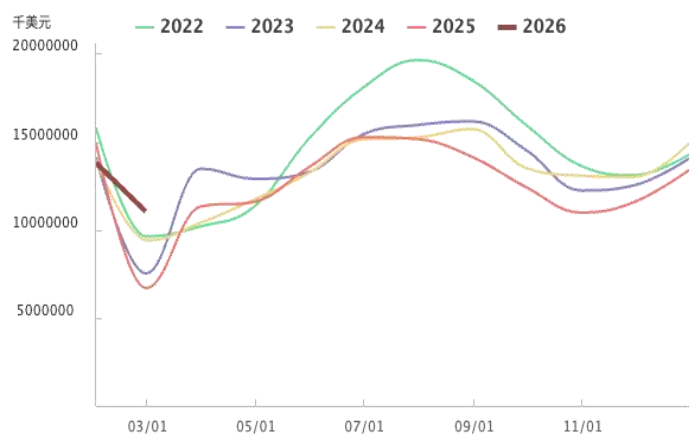
数据来源：海关总署 中辉期货研究院

图 43: 纺织纱线、织物及制品出口金额



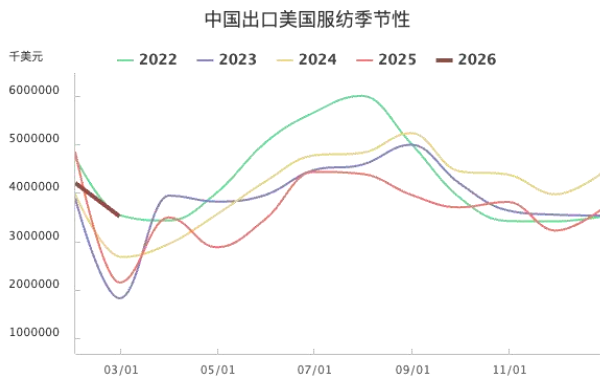
数据来源：海关总署 中辉期货研究院

图 44: 服装及衣着附件出口金额



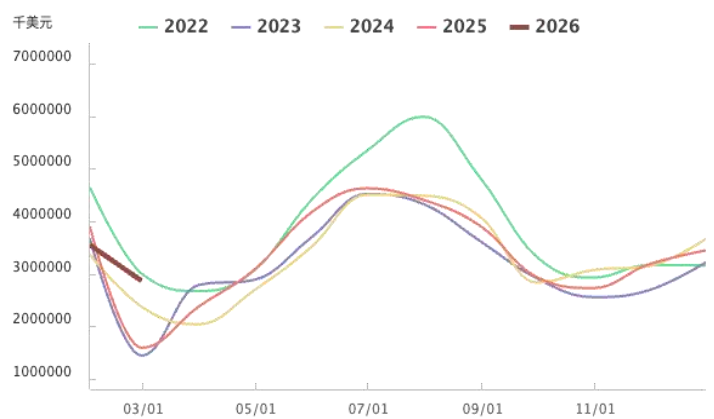
数据来源：海关总署 中辉期货研究院

图 45: 出口美国服纺产品金额情况



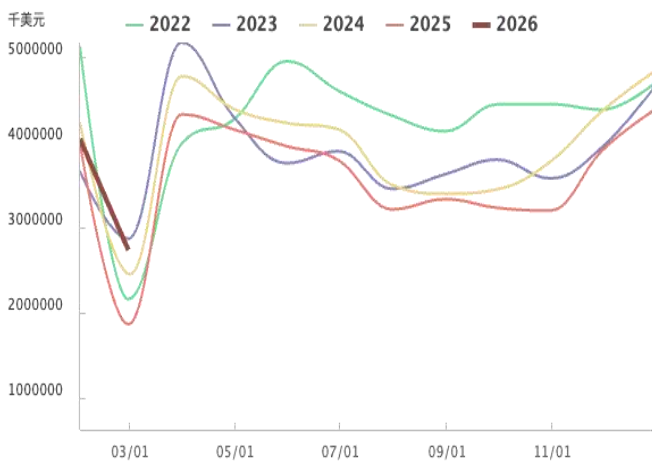
数据来源: 海关总署 中辉期货研究院

图 46: 出口欧盟服纺产品金额情况



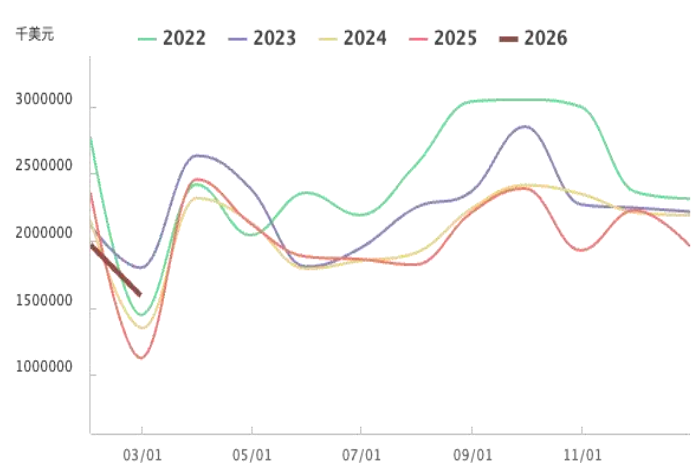
数据来源: 海关总署 中辉期货研究院

图 47: 出口东盟服纺产品金额情况



数据来源: 海关总署 中辉期货研究院

图 48: 出口日韩服纺产品金额情况



数据来源: 海关总署 中辉期货研究院

出口表现上，2026年1-2月我国纺织服装出口实现开门红，规模创同期新高；累计出口504.5亿美元，同比增长17.6%，其中纺织品出口255.7亿美元（同比+20.5%）、服装出口248.7亿美元（同比+14.8%），纺织品与服装均实现两位数增长。本轮高增得益于春节较晚带动节前集中出货、去年低基数、全球需求回暖与海外补库支撑。

出口细则上，2026年1-2月我国服纺出口呈现“整体修复、分化收缩”，1-2月各主流市场出口金额环比均有所回落，但同比维度表现明显改善。截至2026年2月数据，美国、欧盟、日韩、东盟服纺出口金额均回升至历年同期偏高水平，均为同期的次新高水平。其中，欧盟市场的稳健得益于国内头部企业通过优化生产工艺形成了差异化竞争优势；美国市场在中美关税缓和下，出口弹性修复，一定程度上消解了此前政策扰动带来的压力；东盟市场受区域经贸合作深化及需求边际改善带动，回升至近五年次高水平；日韩市场则在终端需求回暖推动下，修复至近五年次高位。

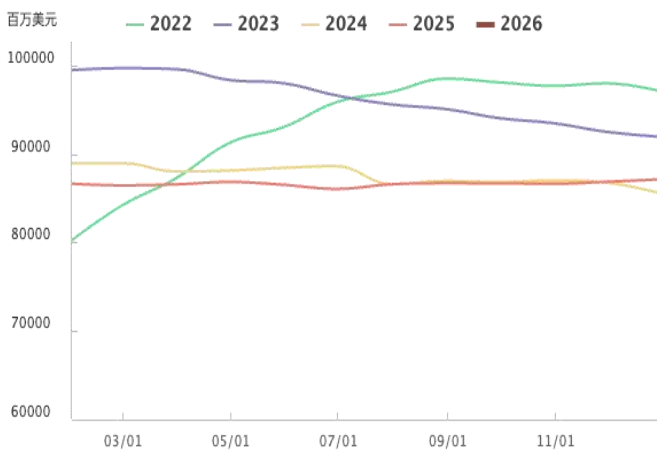
整体来看，2026年1-2月出口分化格局明显收敛，四大主流市场同比全面修复共同托底棉花消费，后续需重点关注中美关税优化落地情况、欧盟国内消费持续性及东盟等新兴市场拓展进度，在关税缓和背景下，出口对棉价的支撑预期将向更均衡的温和修复方向演进。

表 10: 中美贸易战发展历程

阶段	背景	时间节点	措施	实际关税
第一阶段：最惠国待遇关税	作为 WTO 成员，享受最惠国待遇	贸易摩擦开始前	税率多处于 0-10% 低位区间	为后续关税加征的基准参照
第二阶段：301 关税	依据《1974 年贸易法》第 301 条款，指称中国存在不公平贸易行为	2018 年特朗普政府时期起（拜登政府延续）	纺织品与服装加征 7.5%-25% 税率	该税率持续生效至今
第三阶段：芬太尼关税	援引《国际紧急经济权力法》，以芬太尼供应链问题为由	2025 年 2-3 月	对中国产品（含纺织品服装）累计加征 20% 关税	2025 年 10 月下调至 10%
第四阶段：“对等关税”的提出与回调	以“贸易平衡”为名义，援引 IEEPA 等法律	2025 年 4 月起（5 月 12 日回调）	先加征 10% 基准对等关税，后上调至最高 125%；回调后保留 10%，24% 关税延期 180 天	2025 年 10 月 24% 关税暂停一年
第五阶段：芬太尼关税下调	中美贸易代表吉隆坡磋商	2025 年 10 月	将 20% 芬太尼关税减至 10%，暂停 24% 对等关税一年	当前实际关税处于 35%-50% 区间（中间品约 50%、服装约 45%、家纺及制品约 35%）
第六阶段：IEEPA 关税终止与 122 临时关税实施	美国最高法院裁定依据 IEEPA 加征的芬太尼关税与对等关税违法，美方依据《1974 年贸易法》第 122 条款启动全球临时关税以替代原 IEEPA 关税	2026 年 2 月 24 日起（临时关税有效期至 2026 年 7 月 24 日）	1. 终止依据 IEEPA 加征的 10% 芬太尼关税与 10% 对等关税； 2. 对全球进口纺织品加征 10% 临时附加税（拟提至 15%，尚未生效）； 3. 301 条款加征关税（7.5%-25%）持续生效	综合税率边际下行，当前中国纺织输美实际关税为「基础关税 + 301 关税 + 122 临时关税」，中间品约 40%-45%、服装约 35%-40%、家纺及制品约 30%-35%（较 2025 年 10 月水平下降 5-10%）

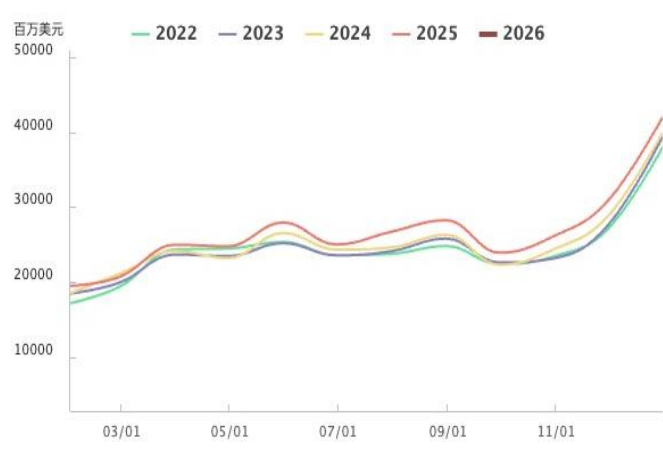
数据来源：公开新闻整理 中辉期货研究院

图 49: 美国零售及批发商服装库存金额



数据来源：同花顺 中辉期货研究院

图 50: 美国服装及配饰零售金额



数据来源：同花顺 中辉期货研究院

从美国终端消费与库存维度看，当前海外需求对出口的持续性支撑仍存约束：美国服装及服装配饰店零售额自 2025 年以来始终维持在 190 亿 -420 亿美元的高位平台，2026 年 1 月销售额为 202.5 亿美元，虽未出现明显回落，但增速已边际放缓，消费复苏弹性有所转弱。与此同时，美国批发商及零售商库存合计自 2025 年初持续累积，截至2026年1月升至 872.4 亿美元，由此前中低位转至历史中位区间，高于去年同期6亿美元。绝对水平来看，目前整体渠道库存并未形成明显过剩压力，后续新增补库订单空间仍存，更多将关注外部关税环境及竞争市场影响。

短期来看，受节前集中出货透支影响，3 月出口或阶段性承压；中长期而言，美国终端消费弱复苏与库存中位运行并存，叠加全球需求稳步修复、关税扰动弱化，我国纺服出口有望保持韧性，但增速中枢将较 1-2 月明显回落，对国内棉花下游消费的支持力度仍需跟踪渠道补库意愿与订单变化。

第四章 行情展望

展望后市，当前棉价低估值修复至历史中位偏上位置，后市继续上涨核心驱动将继续围绕新疆政策落地节奏、需求跟进力度及海外棉价驱动展开，同时需关注中东地缘冲突与原油波动带来的宏观扰动。预计郑棉底部支撑偏强，但随着风险因素的逐步积累，盘面同样存在阶段性调整需求，进一步突破上行仍待各方要素配合。

供应端，2025/26 年度的中国新棉已全部上市，高库存压力仍待中期逐步消化，对棉价构成阶段性压制。进口端，2026 年滑准税加工贸易配额增发至 30 万吨，进口压力略有增加，但年度内整体进口规模仍受限于产需缺口收窄、国储棉高位库存等因素，进口压力相对有限。当前临近新赛季种植窗口期，新疆新一轮棉花目标价格补贴政策或仍以“控面积、提质量”为核心导向，有望通过非宜棉区有序退出推动供应收缩预期逐步强化，但实际落地效果仍待春播期确认。此外，由于新疆本地纺企产能持续扩张形成的原料刚需消化，新棉库存累积压力有望复刻上一年度新棉上市前供应偏紧的格局，届时需密切关注国储政策及其余“政策工具”的影响。全球维度，美国受棉粮比价长期低位制约，棉农种植意愿偏弱，产量增长空间受限；巴西虽凭借出口成本优势维持全球市场份额，但进一步增产受种植收益与气候条件双重约束；印度供需基本维持相对平衡，新年度增产动力有限。整体来看全球棉花供应难有大幅增量，前期过剩库存的缓慢去化将推动全球供需格局有所改善。

需求端，国内纺企在高产能投放的背景下仍有较强消费韧性，终端零售虽短期超预期增量后存在一定回调预期，但政策托底作用仍限制其回调空间。并且，纺企成品库存处于合理区间内，阶段性补库空间仍存有望为后续行情提供支撑。2026年1—2月我国纺服出口创历史同期新高，但美国服装零售呈高基数弱复苏特征、渠道库存处于近五年中位水平，后续补库订单空间受限，出口增速或逐步回落，同时全球宏观宽松预期将支撑欧美终端服装消费逐步修复，但需求端的改善更偏向“循序渐进”，而非快速反弹。后续叠加中美贸易环境阶段性缓和趋势能否延续、海外主流市场经济及消费复苏情况将决定后市出口需求的边际改善力度。

行情节奏上，二季度前期，新棉库存压力仍存、进口配额增发落地，尽管纺企利润处于反弹修复阶段，棉价短期仍以承压运行为主，上行高度视后续去库速度而定。二季度后期至三季度，随着新疆棉花目标价格补贴政策逐步兑现、下游补库需求有望启动，叠加全球库存去化推进，供需边际改善将推动棉价重心逐步抬升；四季度若供需紧平衡格局巩固，棉价有望进一步修复估值，但届时全球存量库存及国储棉政策等外部因素或仍将构成重要约束。后续，需重点警惕宏观环境异动、新疆政策落地节奏与力度不及预期、主产国异常天气及海内外终端消费复苏乏力等潜在风险，全年核心机会源于政策驱动下的供需重构，建议紧扣新疆政策动向与下游需求修复节奏，把握震荡中的结构性机会。

风险提示： 1.宏观异动；

2.国内产业政策变动；

3.海内外异常天气；

4.海内外需求恶化；

免责声明

本报告由中辉期货研究院编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。

本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。

中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

期货有风险，投资需谨慎！

中辉农产品团队

贾晖 Z000183

曹以康 F03133687

