紫金天风期货

立足产业 研究驱动

棉花：近月合约的困境

棉花周报 2026.11.16

作者：王琪瑶

从业资格证号：F03113363

交易咨询证号：Z0018762

研究联系方式：wangqiyao@zjtfqh.com

审核：李文涛

交易咨询证号：Z0015640

我公司依法已获取期货交易咨询业务资格



观点小结

棉花	定性	解析
核心观点	中性	外盘因印度CAI调减产量偏强震荡；国内下游偏空，但是01仓单问题是目前主要矛盾，解决之前盘面偏强。
月差	中性	关注做空期权市场波动率。
现货	中性偏多	棉花现货交投刚需成交，优质皮棉销售基差仍暂持稳。
进口棉	中性	9月进口5万吨。
进口棉纱	中性偏空	港口库存继续累积，贸易商让利出货，关注潜在风险。
库存	中性偏空	1）纺企原料库存随采随用、棉纱成品累库；2）织厂原料小幅补库、坯布累库。下游疲弱。
新年度种植预期	中性偏空	2026/27年度全球棉花平衡表较10月下调产量、消费量、期初库存及期末库存，贸易量小幅上调。2026/27年度美国棉花平衡表显示，产量、消费量及期末库存均较上月下调，影响中性偏多。
全球终端消费	中性偏多	美国服装及服装面料批发商库存小幅补库，但零售商去库为主（中性），我国棉纺出口东南亚及欧美日韩份额维持，关税影响较小（偏多）。出口市场拓展非洲、俄罗斯、拉丁美洲等（偏多）。
宏观	中性偏空	宏观风险仍未完全释放，加息预期延续到明年上半年，此外市场对科技板块叙事存在阶段性担忧。国内以稳为主，刺激政策非常有限。

01仓单的解决路径

主题

01合约的掣肘

■ 当前的最大问题是01仓单如何生成的问题。

■ 首先仓单就是对应非标流动最差的货，当前的格局形成分化，好货走现货成交，差货走仓单+现货成交。

■ 本质问题：如何缩基差？基差=现货-期货

1、现货价格下跌：主要矛盾在消费，短期下游进入淡季，消费端形成负反馈，承接力有限。但是从长期看，要关注出口需求，如果出口需求能够给予支撑，下游的承接力依然在，这点在近期外盘表现上也得以印证。

2、期货价格上涨：主要看盘面有多强的意愿接01仓单。01仓单大概率对标哈密货，1-5正套接货，一旦基差再度下滑，面临持仓成本等硬亏损无法覆盖。（接到好货是运气，不讨论。）15500-16000又有大量套保盘等待解放。

■ 困境：

1、空头：虽然紧跟基本面，但是很可能交不出仓单，退路有限；

2、多头：理论上可以逼仓，但是却没那么想要仓单，那这力度就会弱很多。叠加下游、产量多方考量，这个头寸并不顺。

3、最终大概率导致价格僵持，期货与现货各走各的路，哈密货等重新定价。

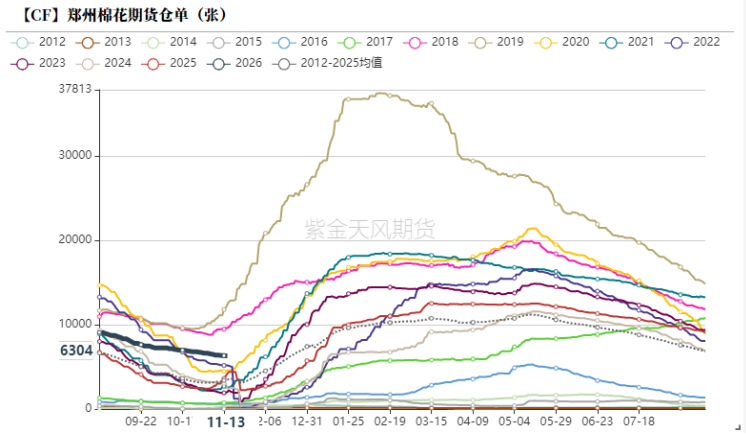
■ 重新定价，谁让步：

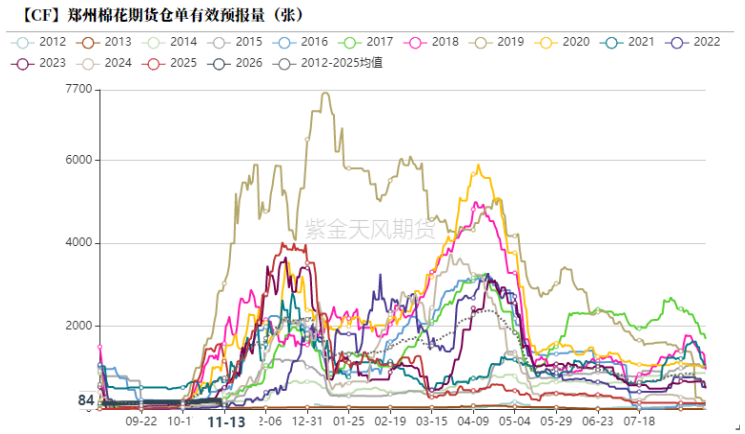
多方承担。1、基差亏损一部分；2、盘面让步一部分；3、通过多种期货期权工具操作弥补一部分。

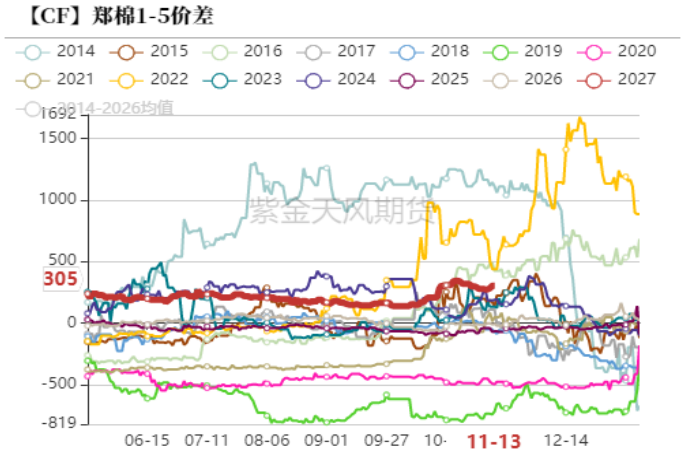
数据来源：紫金天风期货研究所

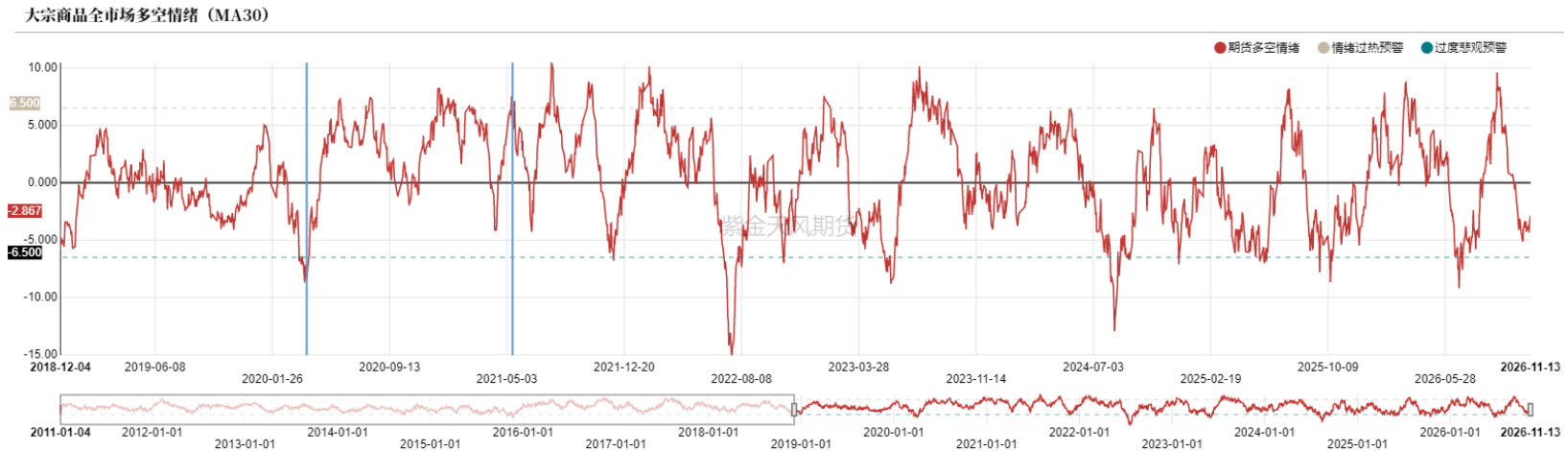
僵持之下，时间流逝

- 01合约仓单注册与有效预报均显著低于同期水平。但是可能本季度仓单注册整体水平下移，期现分流。
- 下游虽然表现疲弱，但是时间流逝，做空的时间窗口在关闭，12月存在节前备货的可能，存在下方支撑。
- 宏观悲观情虽然尚未全面转向，但是短期存在反弹修复的可能。









本图重在观察全市场共振与分化的情况。方法论：重点关注极端情绪演变。长期来看，极端情绪很难持久。

数据来源：USDA 紫金天风期货研究所

纱线端：堰塞湖

主题

USDA上修国内棉花产量

- 对于新季，USDA11月对中国产量上修10.9万吨，影响中性偏空。当前的产量预估与国内此前预期比较接近，因此对国内盘面影响较小。
- 据中储信息中调查，2026年全国棉花产量同比降5.3%至733.7万吨，其中新疆产量696.6万吨，同比下降5.7%。

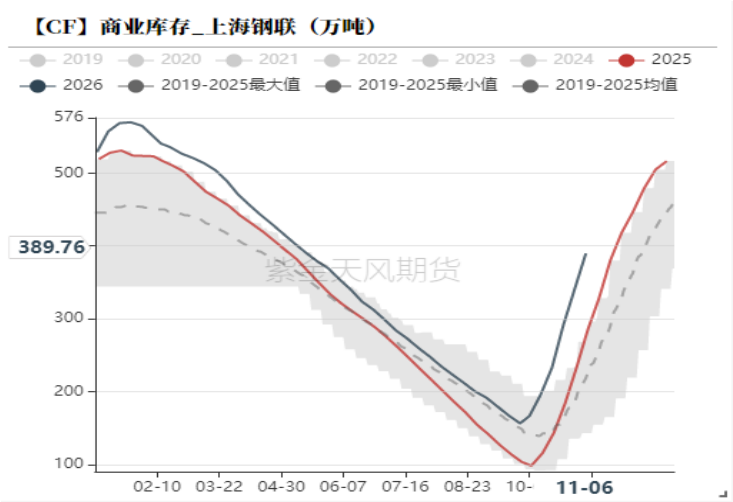
中国	2017/18年	2018/19年	2019/20年	2020/21年	2021/22年	2022/23年	2023/24年	2024/25年	2025/26年	2026/27年（10月）	2026/27年（11月）	变化	单位
期初库存	962.00	778	782	727	737	744	726	800	759	789	789	0.0	万吨
产量	588.61	594	586	638	581	670	596	697	779	729	740	10.9	万吨
进口	124.48	210	155	279	169	136	326	113	157	152	152	0.0	万吨
出口	3.052	5	3	0	3	2	1	2	2	2	2	0.0	万吨
消费	893.80	851	735	901	727	821	847	849	904	915	915	0.0	万吨
期末库存	828.18	782	786	737	744	726	800	759	789	755	766	10.9	万吨
库存消费比	92.34%	91.36%	106.48%	81.72%	101.93%	88.24%	94.25%	89.13%	87.12%	82.36%	83.55%		

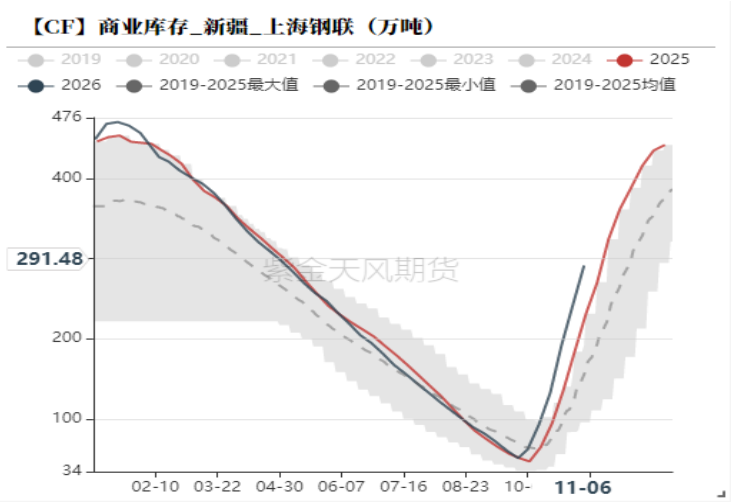
	期初流通库存	产量	棉花进口	抛储	收储国内	总供应	表观消费	期末流通库存
22/23年度	540.29	630.40	143.00	25.60	0.70	1338.58	868.75	470
23/24年度	470	582.37	326.00	62.81	0.00	1441.02	919.17	522
24/25年度	521.85	694.76	106	0	0	1322.61	853.54	469
25/26年度	**469.07**	**760**	**157**	**24**	**0**	**1410.07**	**887.13**	**523**
2026年9月	522.94	2.00	5	8.00	0.00	537.94	39.01	499
2026年10月	522.94	190	5	0	0	717.94	3.61	714
2026年11月	498.93	240	5	0	0	743.93	81.56	662
2026年12月	714.33	184	5	0	0	903.33	97.47	806
2027年1月	662.37	90	20	0	0	772.37	50	722
2027年2月	805.86	20	17	0	0	842.86	73.29	770
2027年3月	722.37	6	15	0	0	743.37	76.64	667
2027年4月	769.57	0	17	0	0	786.57	78.24	708
2027年5月	666.73	0	11	0	0	677.73	71.63	606
2027年6月	708.33	0	10	0	0	718.33	73.33	645
2027年7月	606.10	0	9	0	0	615.10	75.13	540
2027年8月	645.00	0	8	0	0	653.00	76.44	577
26/27年度E	522.94	732	127	8	0	1389.94	796	577
26/27年度E（悲观）	522.94	750	150	16	0	1438.94	900.00	539

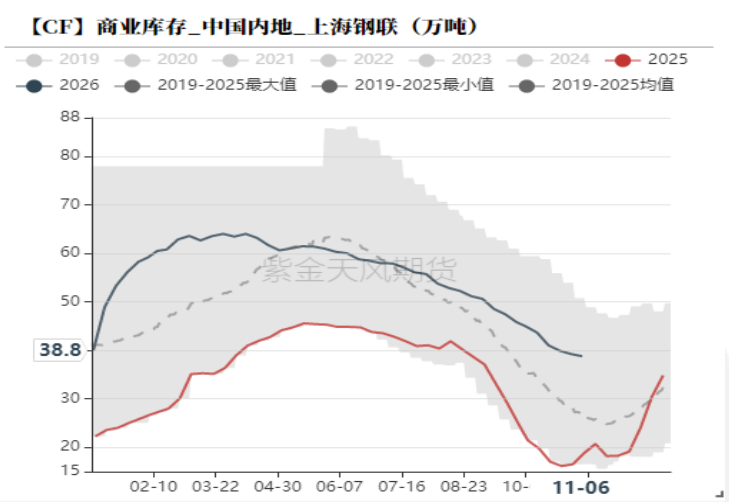
数据来源：紫金天风期货研究所

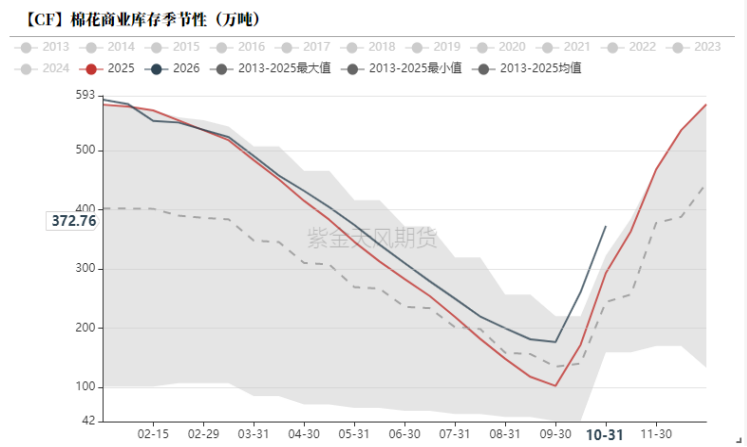
10月消费承压

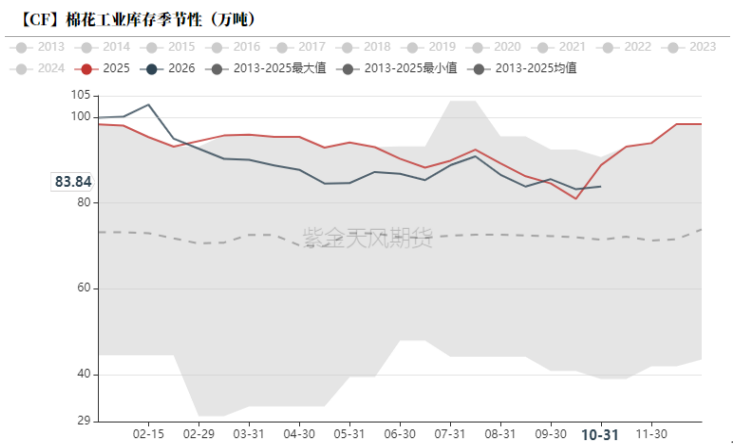
- 25/26年度消费总量在887.13万吨，符合预期。
- 10月商业库存达到历史同期新高。







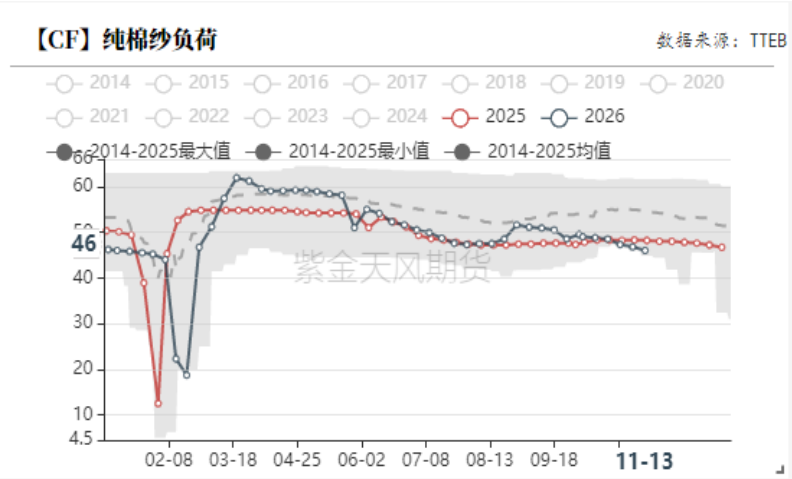


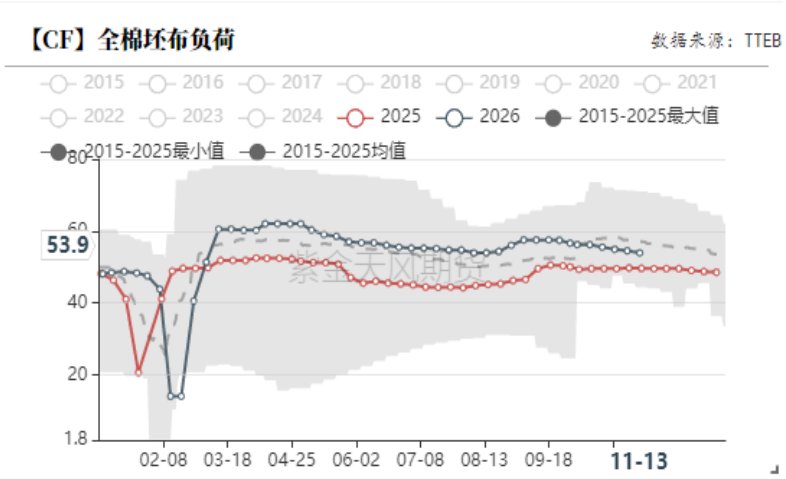


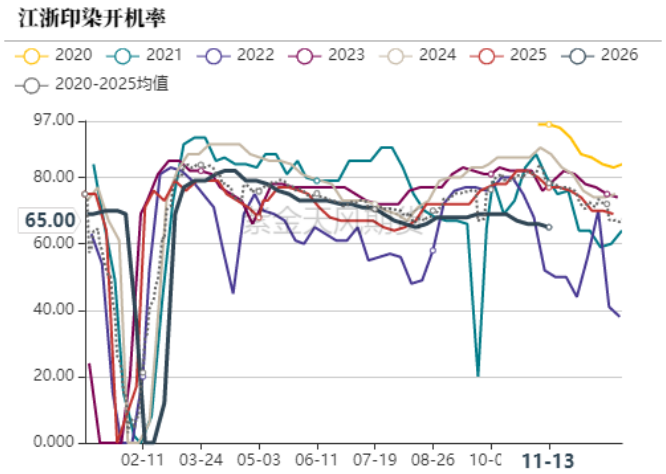
数据来源：上海钢联 中国棉花信息网 紫金天风期货研究所

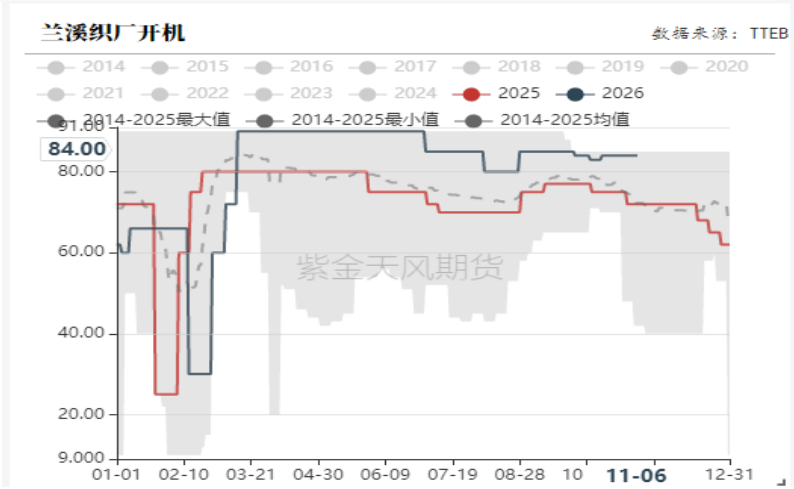
下游负荷：纱、布端开机继续边际下降

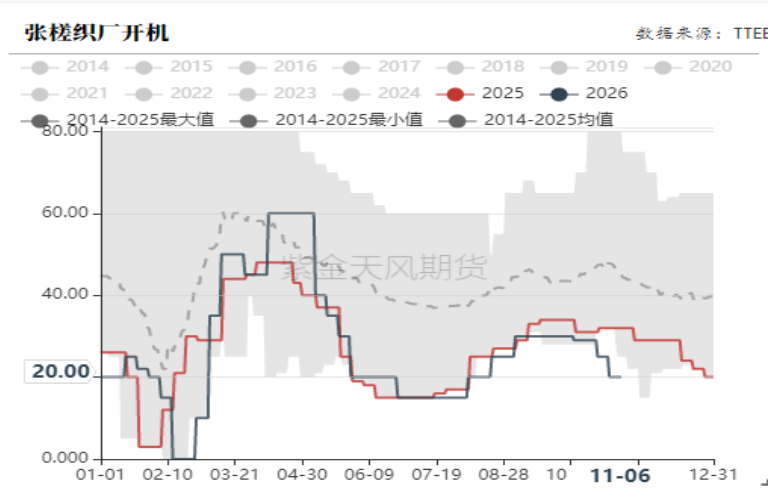
■ 截至11月13日，棉纱厂开机负荷为46%，其中新疆维持较高开机，内地限产。织厂整体开机率稳中有降，目前开机水平小幅下降至53.9%。







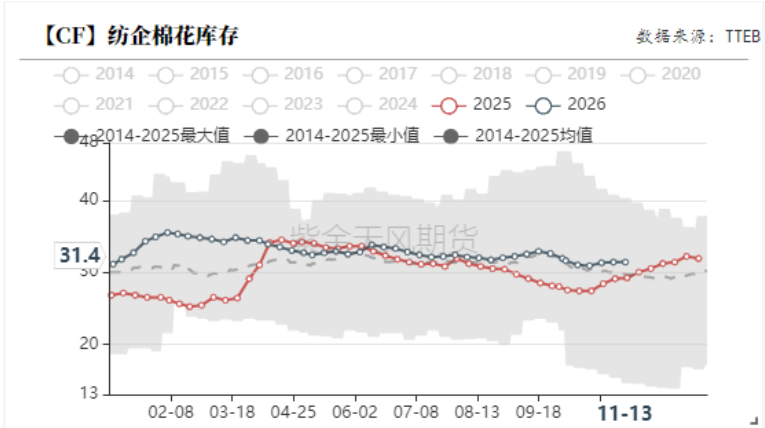


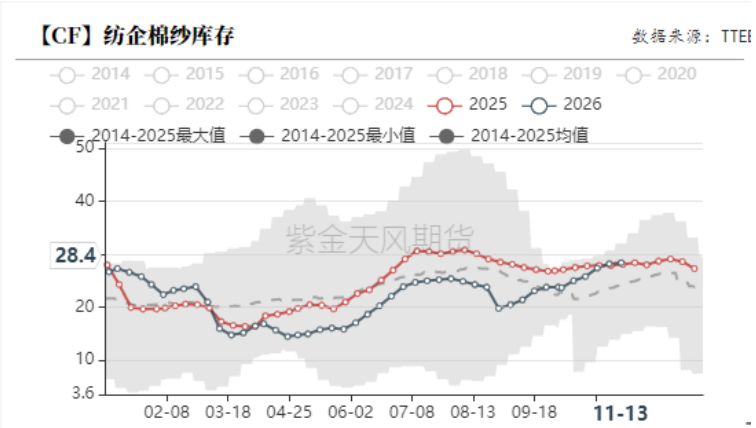


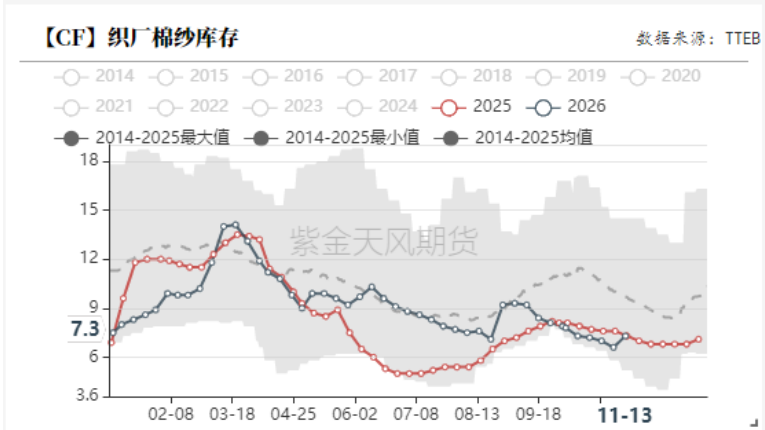
数据来源：紫金天风期货研究所

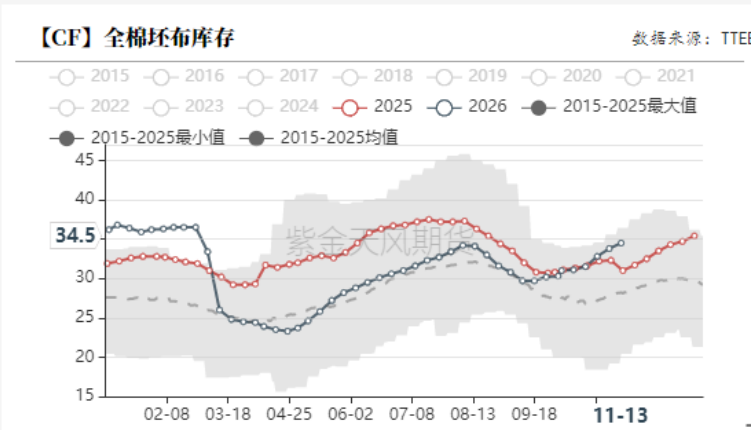
纺织产业链库存：下游库存压力较大

- 截至11月13日，纺纱厂原料库存为31.4天，随采随用，成品库存28.4天，棉纱库存累积。织布厂棉纱库存在7.3天，边际小幅补库，织布厂全棉坯布成品库存34.5天，织厂库存量压力较大，已经超过去年同期。





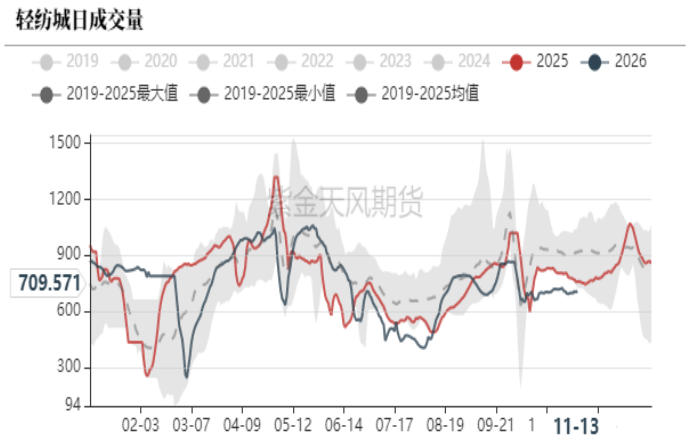


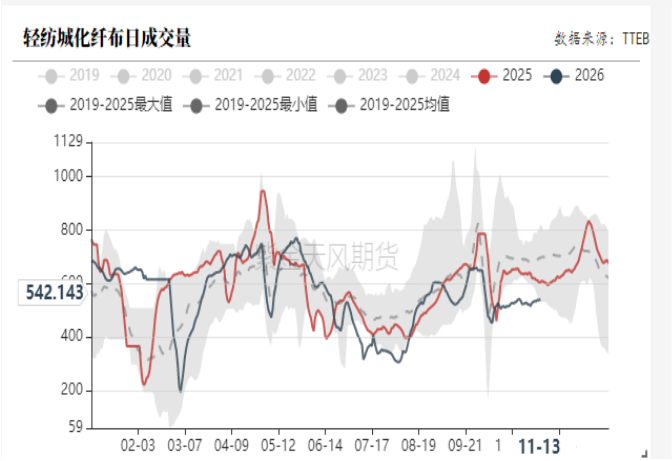


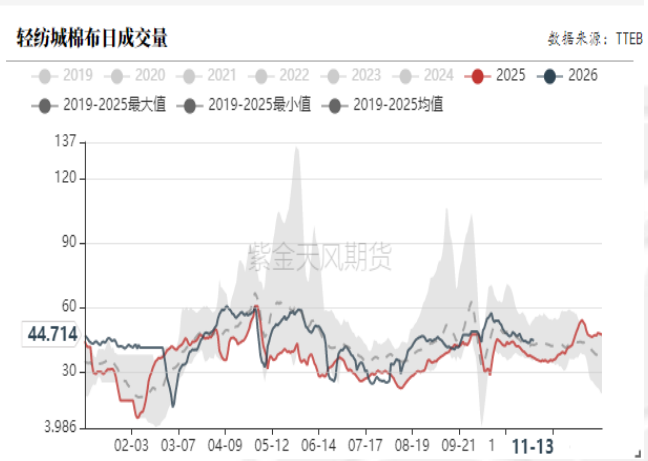
数据来源：紫金天风期货研究所

轻纺城成交情况

- 轻纺城成交明显弱于同期水平，主要来自于化纤布的疲弱，棉布成交较同期尚可。
- 全棉坯布市场变化不大，交投维持疲弱。市场维持淡季行情，需求不足，内销订单增量有限，多数织厂表示近期订单小幅增加，总体走货速度平缓，预计后市改善不佳。外销订单方面局部地区织厂反应外销订单询价、落单尚可。



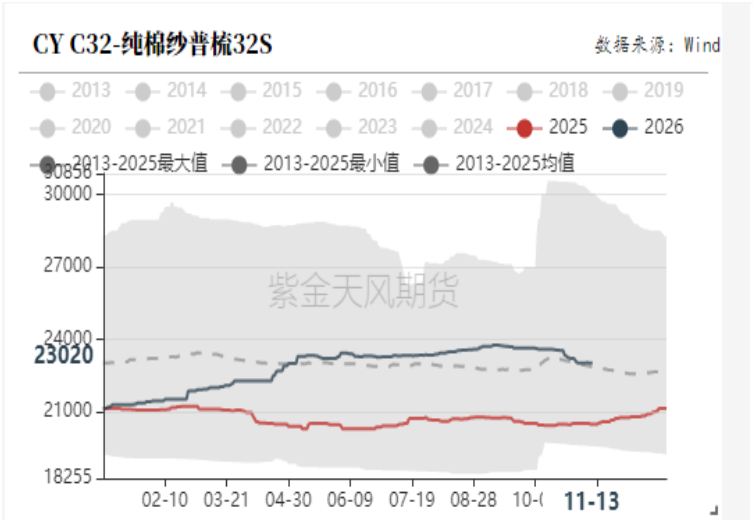


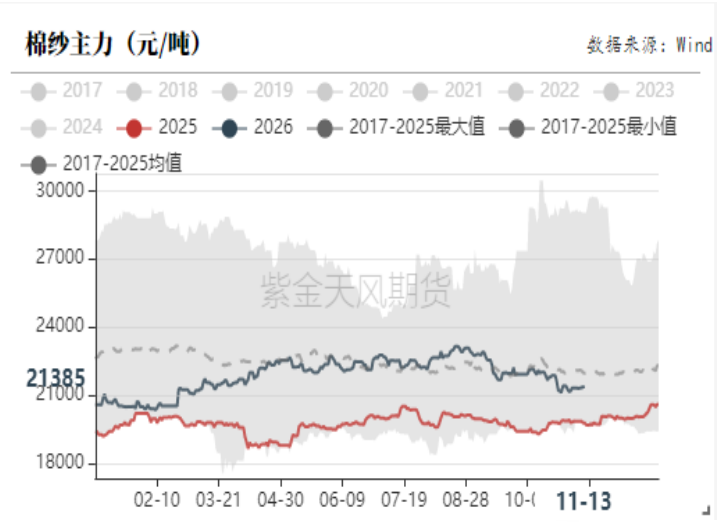


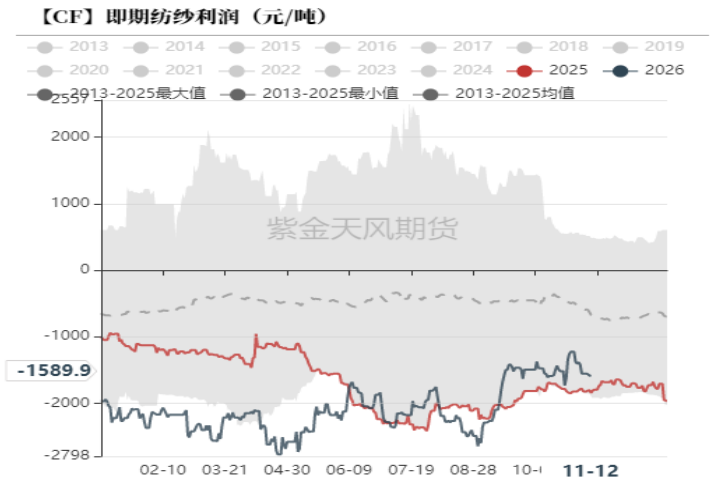
数据来源：紫金天风期货研究所

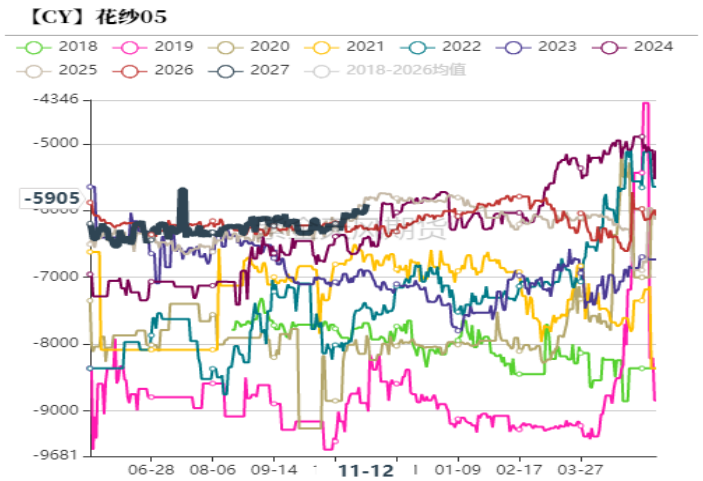
棉纱：交投边际改善，新疆走货好于内地

- 纯棉纱市场交投边际有所改善，纱价略有回升 ，内地纺企询价增多，但整体刚需为主。市场依旧以新疆出货为主，内地纺企维持有价无市状态，零星小单出货。品种方面，出货有一定好转，低支气流纺需求也有所改善；常规普梳品种也有一定好转。
- 利润方面，内地纺企即期现金流在-362元/吨左右，新疆纺企即期利润在44元/吨左右。





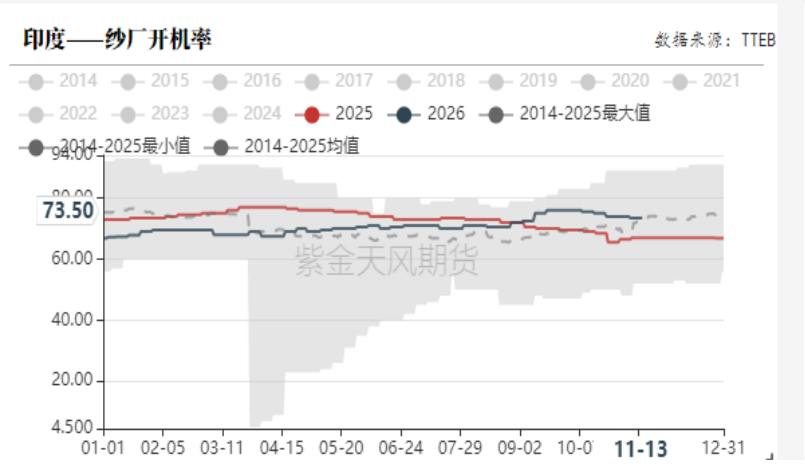


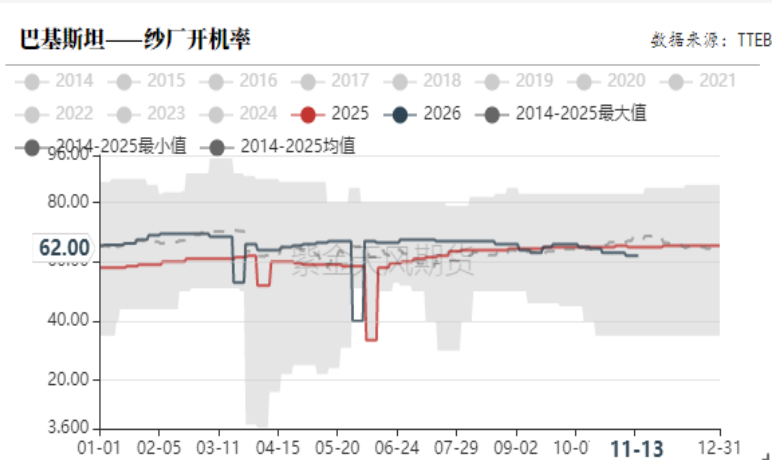


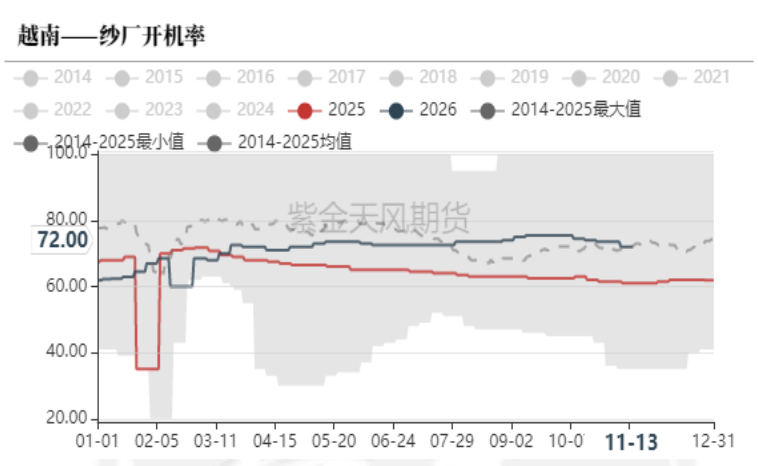
数据来源：紫金天风期货研究所

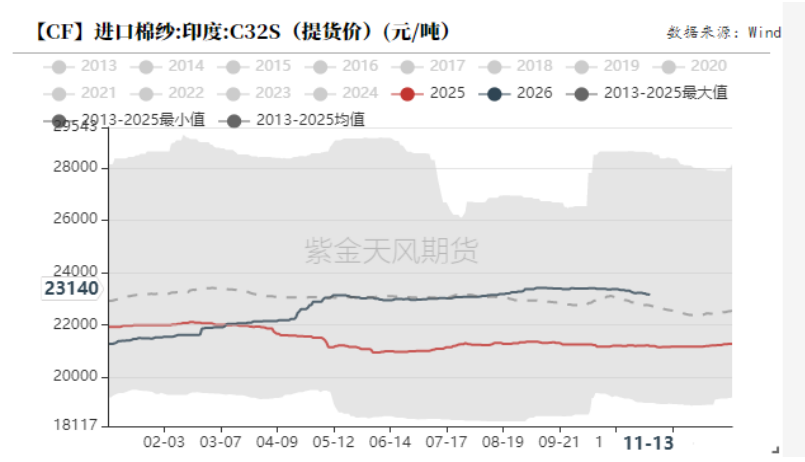
东南亚纱线情况

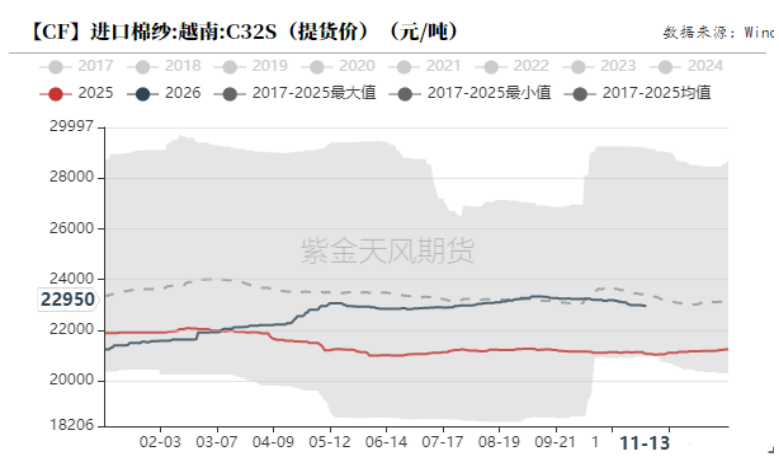
- 开机方面，印度受排灯节影响开机下滑，节后陆续回升，越南、巴基斯坦开机稳中有降。
- 巴纱受淡季影响订单一般，个别赛络纺品类报价较低。海外原棉成本支撑增强，外纱议价空间略有收窄。但因淡季氛围浓厚，买家因担忧棉价下行，多只签近月短单。

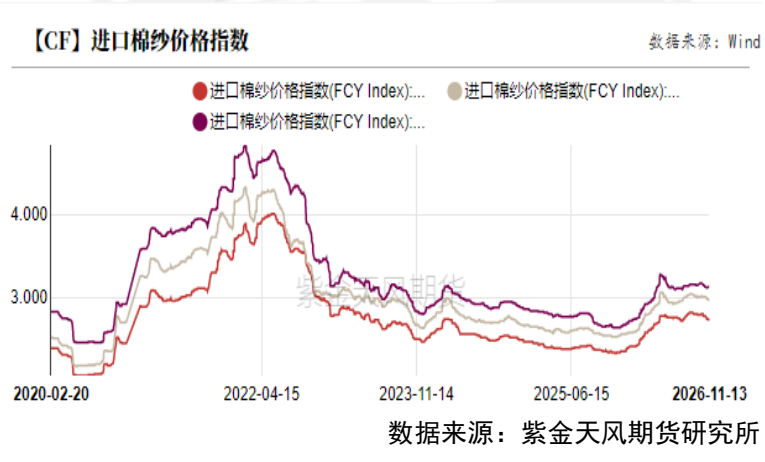








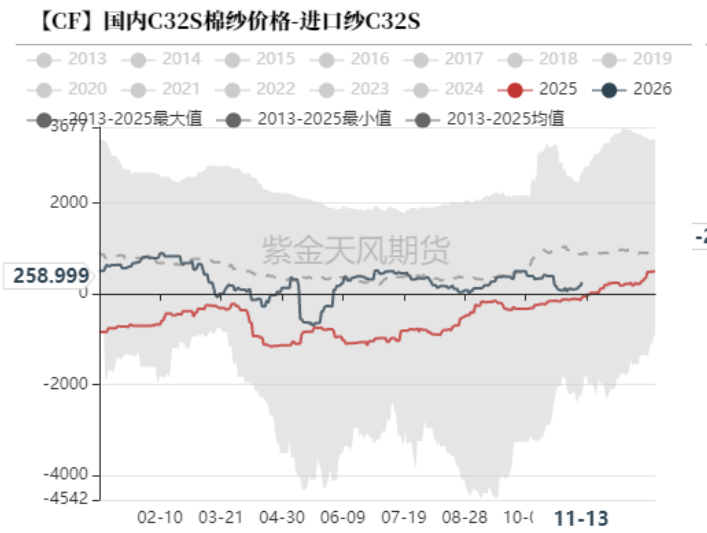


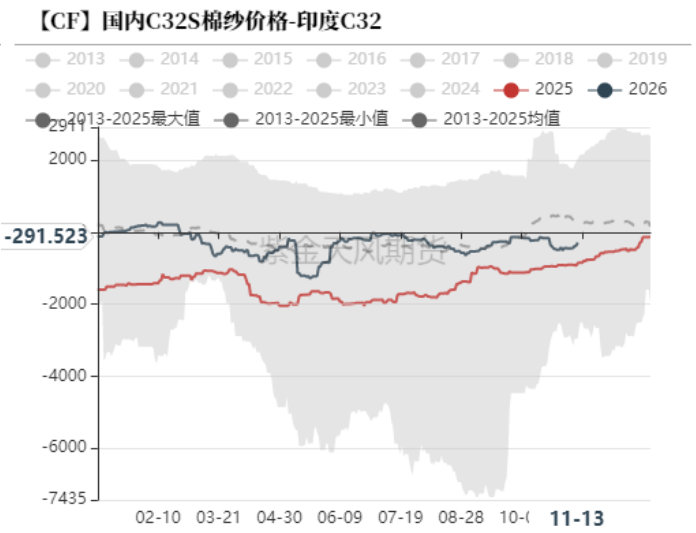


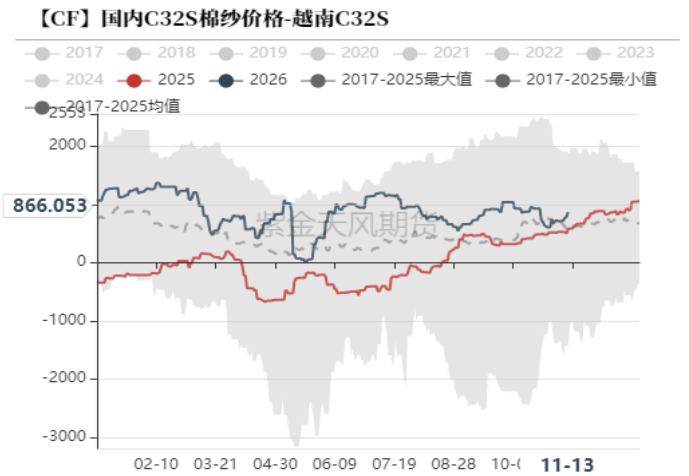
数据来源：紫金天风期货研究所

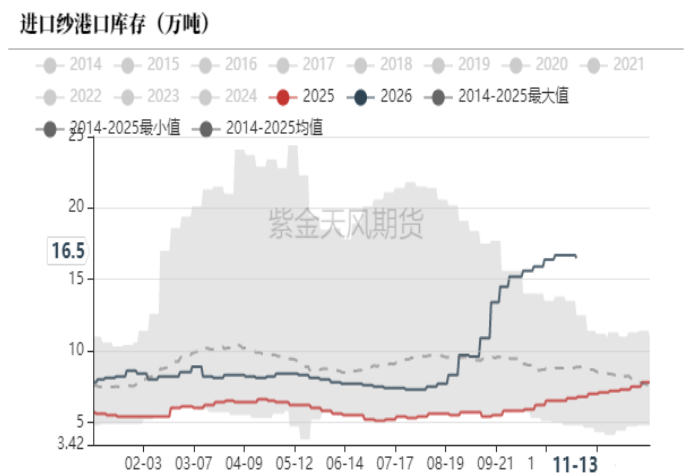
进口棉纱：让利去库

- 巴纱赛络纺、印度紧密纺等品种时有降价促销现象，吸引布厂逢低采购，带动局部去库。整体来看，海外纱厂发货积极，但下游消化缓慢
- 当前港口库存压力仍存，处于历史同期高位水平。贸易商心态谨慎、积极让利出货去库。









数据来源：紫金天风期货研究所

USDA11月报告中性偏强

主题

全球-产量下调，影响偏多

- 11月USDA报告，2026/27年度美国棉花平衡表显示，产量、消费量及期末库存均较上月下调；出口、进口与期初库存预估维持不变。产量下调10.3万吨，主要由于平均单产下调 2%至775磅/英亩。消费预估下调3万吨。整体期末库存下调2.1万吨。
- 2026/27年度全球棉花平衡表较10月下调产量、消费量、期初库存及期末库存，贸易量小幅上调。产量下调超10.3万 吨，因印度、土耳其、阿根廷、美国产量下调，降幅超过澳大利亚与中国的增产增量。消费下调7.3万 吨，主要来自孟加拉国与美国需求调减。全球期末库存小幅下调2.5万吨。

全球	2019/20年	2020/21年	2021/22年	2022/23年	2023/24年	2024/25年	2025/26年	2026/27年（10月）	2026/27年（11月）	变化	单位
期初库存	1532.43	1815.49	1583.4	1547.8	1651	1603	1634.4	1648.1	1646.9	-1.2	万吨
产量	2581	2474	2489	2524	2448	2603	2657	2568	2558	-10.3	万吨
进口	886.8	1057.7	934.4	821.7	959	937	980	974	976	2.2	万吨
总供应	3467	3531	3424	3346	3407	3539	3637	3542	3534	-8.1	万吨
出口	896.96	1057.6	929.9	795.9	959	923	998	973	976	2.4	万吨
消费	2290.84	2711.4	2518.7	2454.3	2500	2590	2630	2680	2673	-7.3	万吨
期末库存	1815.49	1583.4	1547.8	1651	1603	1634	1647	1539	1536	-2.5	万吨
库存消费比	56.95%	42.01%	44.88%	50.80%	46.33%	46.52%	45.40%	42.12%	42.11%		

美国	2018/19年	2019/20年	2020/21年	2021/22年	2022/23年	2023/24年	2024/25年	2025/26年	2026/27年（10月）	2026/27年（11月）	变化	单位
期初库存	92	105.6	157.9	68.6	81.6	92.5	68.6	87.1	90.4	90.4	0.0	万吨
产量	399.9	433.6	318.1	381.5	315	262.7	313.8	302.6	292.7	286.9	-5.8	万吨
进口	0	0	0	0	0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	万吨
出口	323	337.7	356	318.4	277.9	255.8	259.1	267.8	267.8	267.8	0.0	万吨
消费	63	44	50	56	44.6	38.1	37	37	33	30	-3.0	万吨
期末库存	105.6	157.9	68.6	81.6	92.5	68.6	87.1	90.4	82.7	80.6	-2.1	万吨
库存消费比	27.36%	41.37%	16.90%	21.79%	28.68%	23.34%	29.42%	29.66%	27.49%	27.07%		

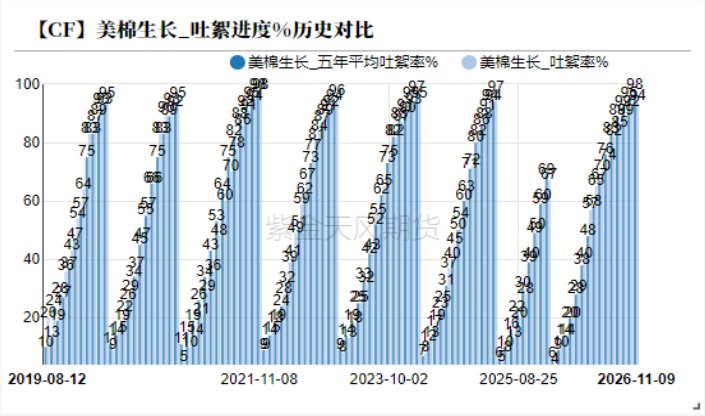
数据来源：USDA 紫金天风期货研究所

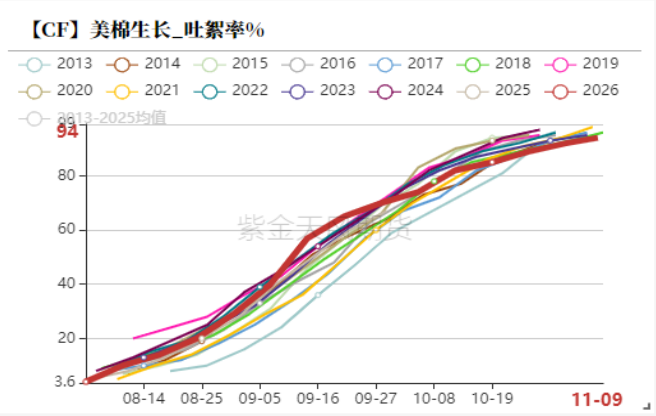
美棉收获进度加快

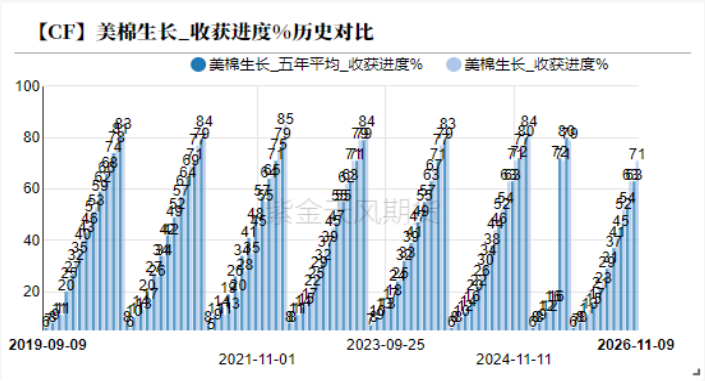
- 截止11月8日，美棉15个棉花主要种植州棉花吐絮进度94%；近五年同期平均水平在98%，较均值偏低4个百分点。

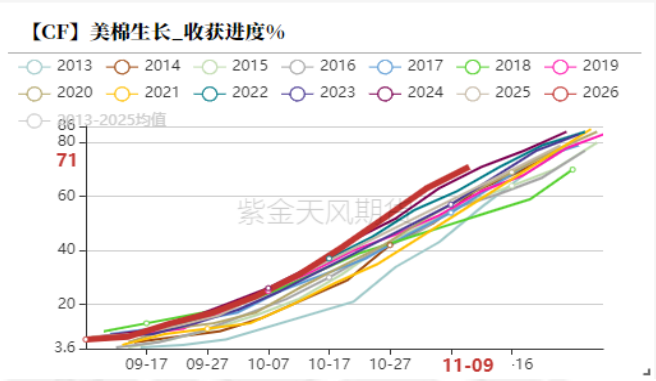
- 美棉15个棉花主要种植州棉花收获进度71%；较均值快8个百分点。

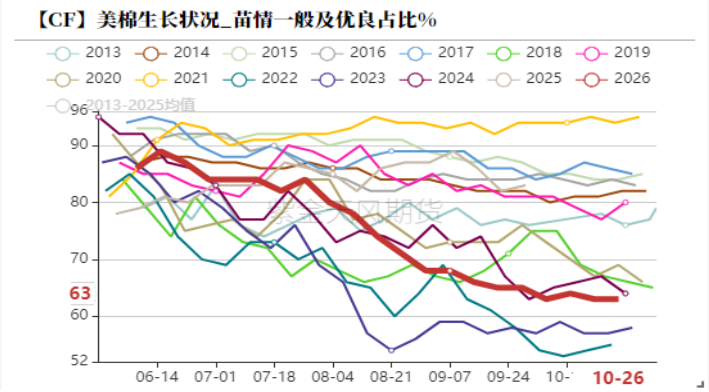
- 整体生长收获进度稳健，主要受干旱影响，单产下滑，当前usda给出的286-290万吨的范围已经比较公允。

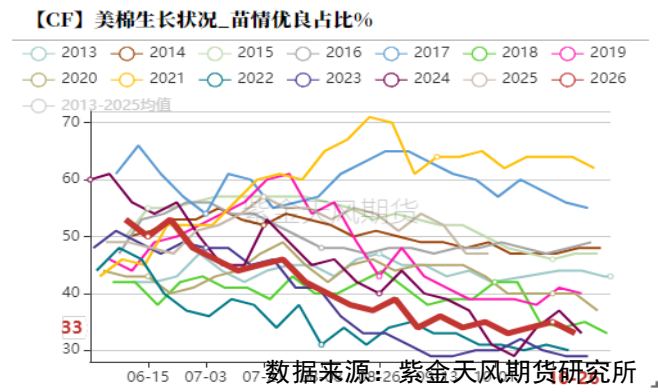












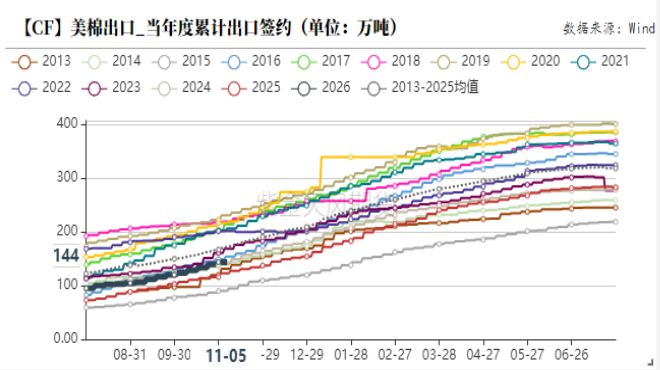
数据来源：紫金天风期货研究所

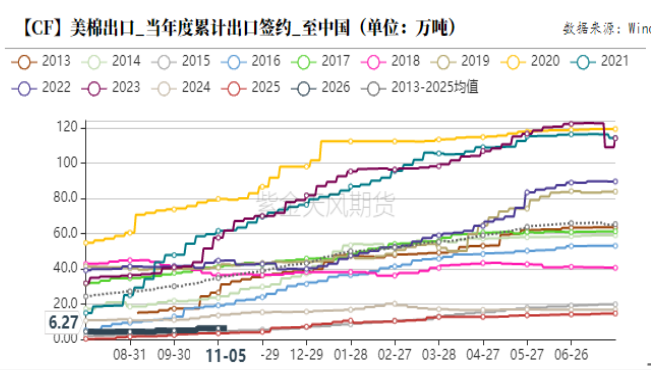
美棉签约增长、装运放缓

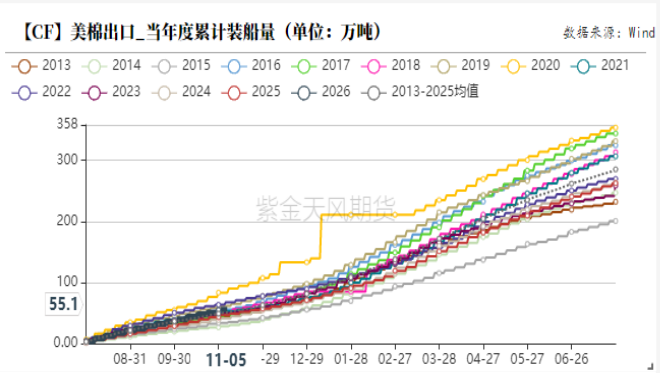
- 截至2026年11月5日当周，2026/27年度美陆地棉周度签约3.57万吨，环比下滑43%，其中越南签约1.27万吨，土耳其签约0.6万吨；2027/28年度美陆地棉周度签约0.7万吨；

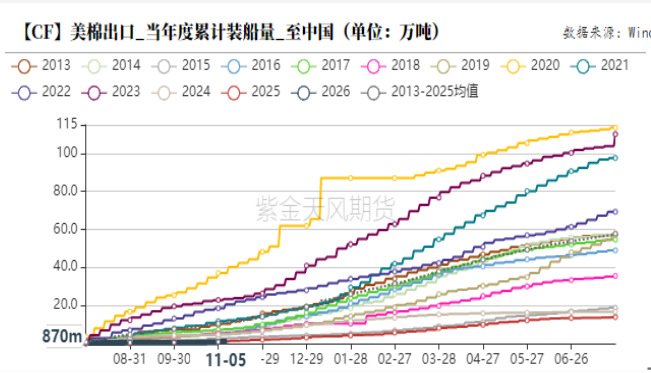
- 2025/26美陆地棉周度装运3.89万吨，环比增加24%，其中越南装运1.47万吨，孟加拉国装运0.45万吨。

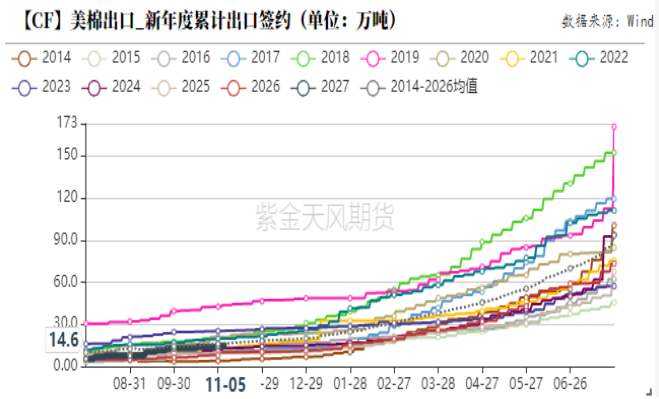
- 因外盘强势，当周出口销售环比大幅下滑，装运继续提速。皮马棉签约放量，印度、孟加拉买盘为主。

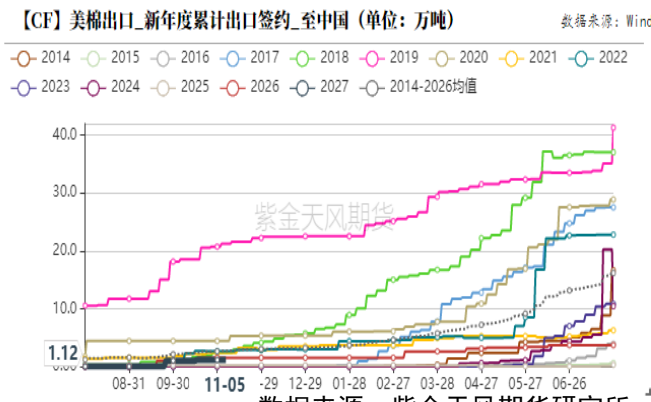










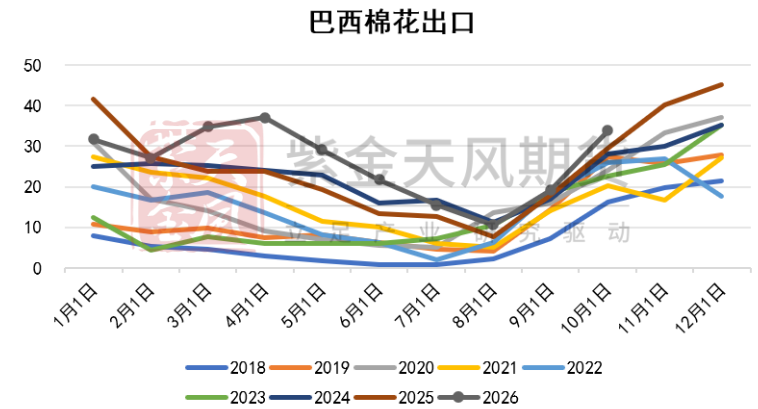


数据来源：紫金天风期货研究所

巴西棉出口旺盛

- USDA11月报告对巴西产需均未作调整。巴西的产量已经明朗。
- 巴西出口旺盛，10月达33.82万吨，东南亚为主要采买方。

巴西	2019/20年	2020/21年	2021/22年	2022/23年	2023/24年	2024/25年	2025/26年	2026/27年（10月）	2026/27年（11月）	变化	单位
期初库存	65.46	56.40	46.10	44.6	85.5	64.7	80.5	78.5	78.5	0.0	万吨
产量	283.00	300.00	235.6	255.2	317.2	370.1	408.2	413.7	413.7	0.0	万吨
进口	0.22	0.65	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0	万吨
出口	194.60	239.80	168.2	144.9	268	283.5	337.4	348.4	348.4	0.0	万吨
消费	70.30	70.80	69.4	67.8	73.3	73.8	73	74	74	0.0	万吨
期末库存	56.40	46.10	44.6	85.5	64.7	80.5	78.5	69.9	69.9	0.0	万吨
库存消费比	21.29%	14.84%	18.77%	40.20%	18.96%	22.53%	19.13%	16.55%	16.55%		



数据来源：紫金天风期货研究所

印度棉花产量预期稳定

- CAI大幅调减印度棉花产量至476万吨，降幅接近100万吨，成为美棉强支撑的重要依据。
- USDA对于印度产量跟随调减10.8万吨，降幅没有CAI那么多。
- CAI的调整未来依然可能摇摆。

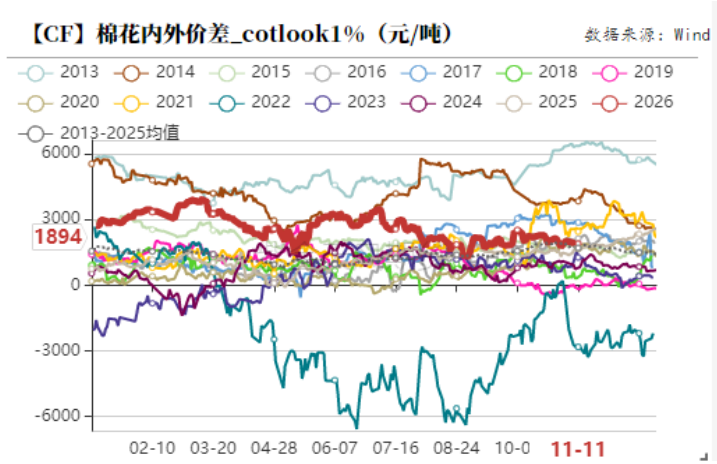
印度	2018/19年	2019/20年	2020/21年	2021/22年	2022/23年	2023/24年	2024/25年	2025/26年	2026/27年（10月）	2026/27年（11月）	变化	单位
期初库存	201	187.3	341.5	259.9	182.8	235.7	202.5	207.2	242.4	242.4	0.0	万吨
产量	566.1	620.5	600.9	529.1	572.6	553	522.5	518.2	522.5	511.7	-10.8	万吨
进口	39.2	49.6	18.4	21.8	37.6	19.3	66.2	112.6	71.8	71.8	0.0	万吨
出口	76.7	69.7	134.8	81.5	23.9	50.3	28.8	24	32.7	32.7	0.0	万吨
消费	529.1	446.3	566.1	544.3	533.4	555.2	555.2	571.5	577	577	0.0	万吨
期末库存	187.3	341.5	259.9	182.8	235.7	202.5	207.2	242.4	227.1	216.2	-10.9	万吨
库存消费比	30.92%	66.18%	37.08%	29.21%	42.29%	33.44%	35.48%	40.71%	37.25%	35.46%		

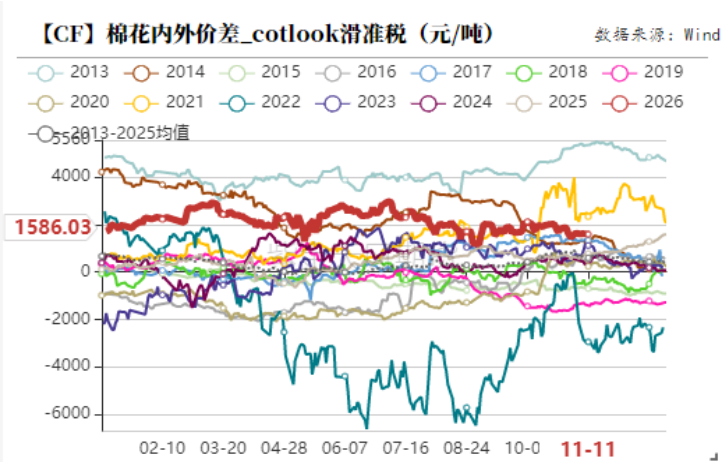
日期	期初库存	产量	进口	出口	消费	期末库存	库存消费比
2016/17	62.1	573.3	45.9	107.1	523.2	51	8.09%
2017/18	61	621	26	117	542	48	7.28%
2018/19	56.1	530.4	54.4	71.4	529.55	39.95	6.65%
2019/20	54.4	612	26.35	85	425	182.75	35.83%
2020/21	211.5	605.2	17	122.4	552.5	159.8	23.68%
2021/22	122	522	24	73	541	54	8.79%
2022/23	41	542	21	26	529	49	8.83%
2023/24	49.13	553	29.75	48.45	538.9	51.32	8.74%
2024/25	66.623	531.08	69.7	30.6	542	95	16.59%
2025/26	95	554	122	26	621	124	19.17%
2026/27*（9月 ）	124	476	111	20	621	69	10.76%

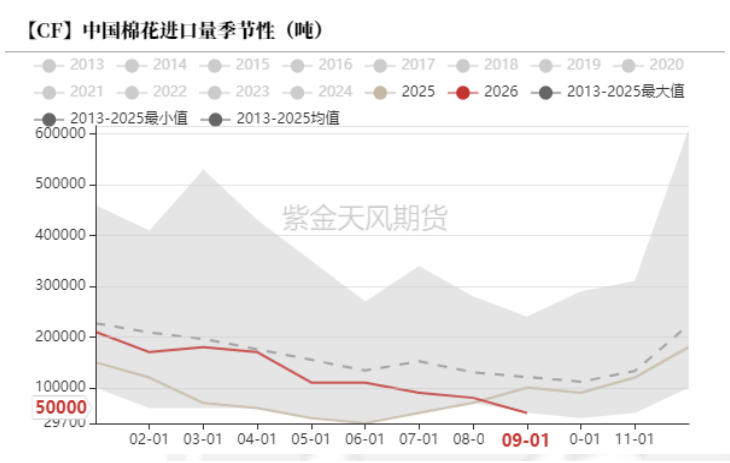
数据来源：紫金天风期货研究所

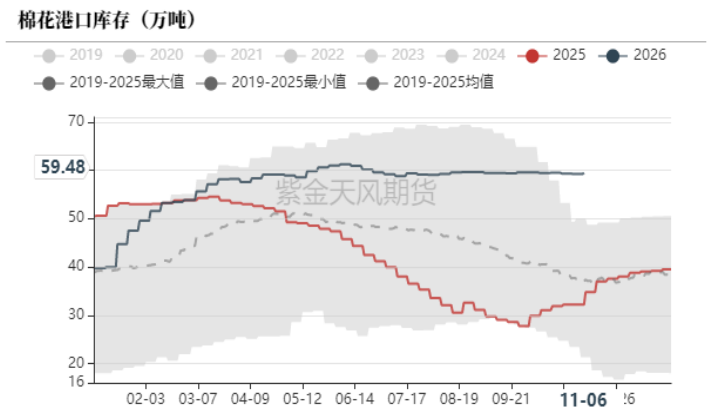
内外价差当前中性，换月挤压了正套空间

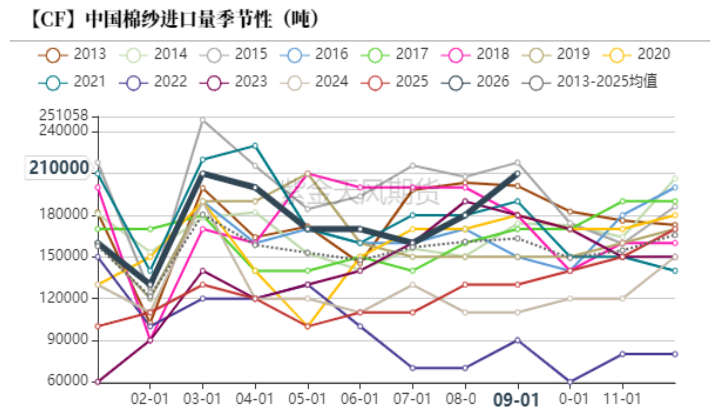
- 印度棉调减给外盘比较强的支撑和驱动，但是落地产量仍存摇摆。整体外盘偏强，问题在于contango结构下换月挤压了上行空间。
- 内盘在仓单问题解决之前偏强运行，解决后才能回归基本面，关注下游与宏观情绪。短期依然处于区间博弈阶段。
- 换月后内外正套的入场点缺乏性价比。

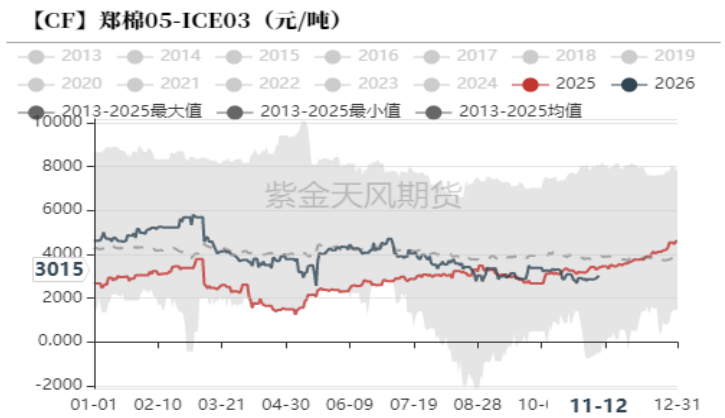












数据来源：紫金天风期货研究所

总结

■ 供应端：

1、国内当前新疆产量预期回升到700万吨以上，全国产量预期在730-740万吨。

2、美棉、巴西棉产量基本明朗，印度产量出现摇摆，印度减产是大概率时间，不确定性在于减产多少。

■ 需求端：

1、内销低迷、出口亮眼，成为今年消费端主旋律。

2、需求走弱明显，国内下游旺季反馈低于预期。

3、外盘在80美分/磅以下存在采购需求。

紫金天风期货
立足产业 研究驱动

■ 结论：目前外盘在80美分附近窄幅震荡偏强，关注印度产量；国内在01合约仓单问题完全解决之前，都比较僵持。解决后看时间窗口，如果下游年前补库启动顺利，会托底盘面。

免责声明

本报告的著作权属于紫金天风期货股份有限公司。未经本公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如征得本公司同意进行引用、刊发的，应在允许的范围内使用，且须注明出处为“紫金天风期货研究”。引用、刊发单位应提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

紫金天风期货股份有限公司不会委托任何单位或个人就本报告收取费用。

本报告基于紫金天风期货股份有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议。

紫金天风期货股份有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与本公司及本报告作者无关。

紫金天风期货

立足产业 研究驱动

感谢！

THANKS FOR YOUR ATTENTION

