

外需的故事可以讲起来

观点概述

受 2023 年新投产装置滞后效应影响，明年短纤供应端由新增产能带来的实际影响仍处高位，不过考虑到短纤生产利润逐年承压的状态，存量装置低开工一定程度抵消高产能投放对于供应端的压力。需求端明年美国服装行业批发商可能进入补库阶段，而国内服装行业主动补库动作大概率要等到一季度之后，由于外需值得期待，需求端并不十分悲观，但供需无法看到明显的共振趋势，盘面价格可能类似 2023 年偏震荡的走势。阶段性走势方面，结合新增产能投放节奏、服装行业库存周期节奏、成本驱动节奏以及估值情况来看，明年一季度中前期短纤价格可能仍处于承压状态，后续会逐步改善。

风险关注

国内迅速出台宽松财政政策、成本端出现极端行情。

研究员：章正泽

邮箱 zhangzz@ghlsqh.com.cn

TEL: 0571-85135825

从业资格号：F3085804

投资咨询资格号：Z0016442

2023 年 12 月 8 日

一、短纤盘面大波段行情仍以成本驱动逻辑为主

短纤期货上市以来，年内大部分大波段行情基本在交易成本驱动逻辑，今年也不例外，基本一波行情的开始，都会看到短纤盘面价格和基差、自身利润以及下游制品利润出现劈叉走势。而短纤成本端影响来自两方面，一方面是化工端影响，通过原油影响石脑油，再影响芳烃、TA 价格，最终影响短纤价格，另一方面是调油端影响，通过成品油利润的变化来影响芳烃调油需求，进而影响芳烃、TA 价格，最终影响短纤价格。今年调油端的影响仍旧很大，但无论是调油端逻辑，还是化工端逻辑，最终都会影响复杂炼厂利润情况，我们可以通过简化跟踪复杂炼厂利润情况来监控成本端对短纤的影响。

虽然年内大部分大波段行情都是由成本驱动，但把时间轴拉长看，在长周期大趋势上，短纤的价格也在反应供需大的格局变化，随着近年来下游聚酯端包括短纤的投产力度不断加大，短纤价格整体趋势走弱。

展望 2024 年，受 2023 年新投产装置滞后效应影响，明年短纤供应端由新增产能带来的实际影响仍处高位，不过考虑到短纤生产利润逐年承压的状态，存量装置低开工一定程度抵消高产能投放对于供应端的压力。需求端明年美国服装行业批发商可能进入补库阶段，而国内服装行业主动补库动作大概率要等到一季度之后，由于外需值得期待，需求端并不十分悲观，但供需无法看到明显的共振趋势，盘面价格可能类似 2023 年偏震荡的走势。阶段性走势方面，结合新增产能投放节奏、服装行业库存周期节奏、成本驱动节奏以及估值情况来看，明年一季度中前期短纤价格可能仍处于承压状态，后续会逐步改善。

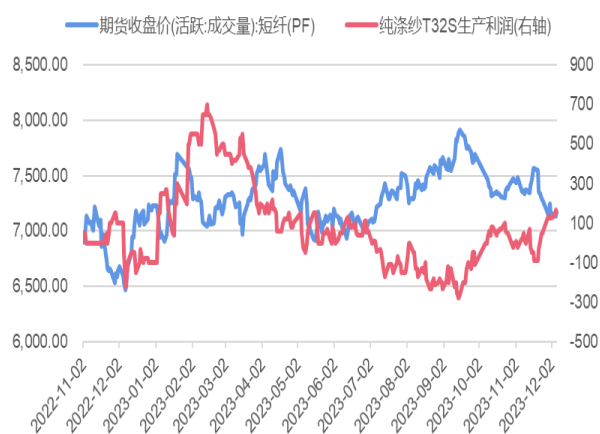
图 1 短纤期货收盘价与基差



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 2 短纤期货收盘价与短纤生产利润


数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 3 短纤期货收盘价与下游制品利润


数据来源：国海良时期货研究所、ifind

二、 供需驱动趋势不明确 成本驱动转向还需时间

（一） 供应端新增产能带来的实际影响仍处高位

2024 年短纤只有下半年一套 30 万吨的新装置投产，但考虑到在 2023 年底投产的两套共计 50 万吨的新增装置，其对供应端的实际影响将在 2024 年显现，所以把这两套装置也计入 2024 年新投产装置中。2024 年新投产装置共计 80 万吨，产能增速来到 8%，属于近年来产能投放的高位。

表 1 2023 年四季度及 2024 年直纺涤短装置投产计划表

| 2023年四季度及2024年直纺涤短装置投产计划表(万吨) | | | |
|-------------------------------|------|--------------|----------|
| 工厂 | 投扩产能 | 产品 | 时间 |
| 仪化 | 13 | 低熔点 | 2023年10月 |
| 富威尔 | 20 | 低熔点 | 2023年10月 |
| 新疆中泰 | 20 | 棉型 | 2023年12月 |
| 四川吉兴 | 30 | 棉型、中空、无纺用 | 2023年12月 |
| 江苏逸达 | 30 | 中空、低熔点等差别化产品 | 2024年10月 |

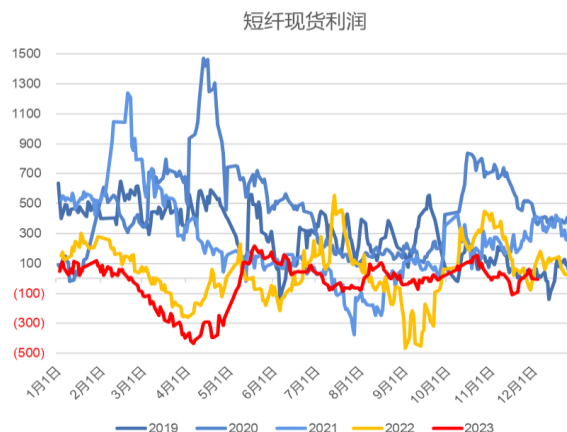
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 4 短纤产能情况



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

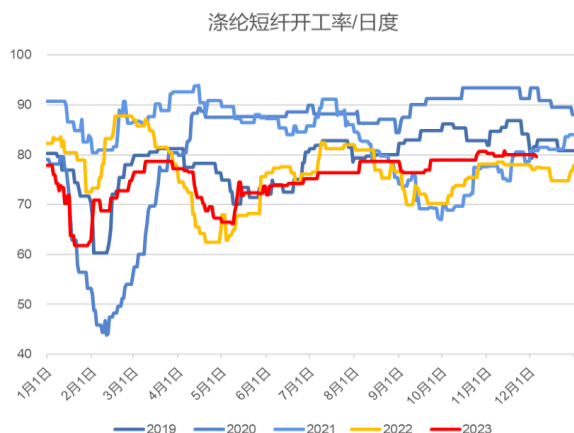
图 5 短纤现货利润



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

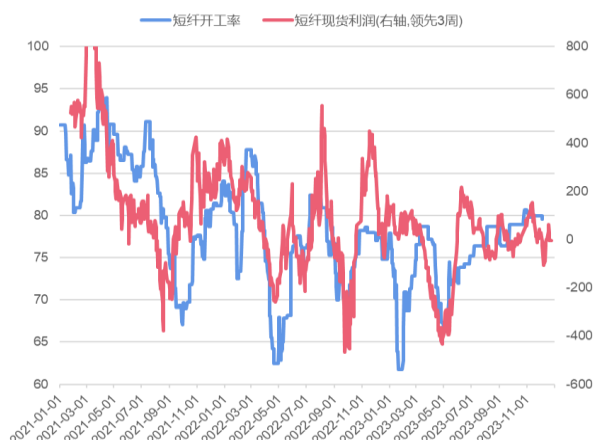
随着近年来的产能投放，可以看到短纤利润也有被逐年压缩的趋势，在 2024 年短纤仍旧维持高产能投放的背景下，预计短纤利润相较往年仍旧维持压缩态势，这就直接影响存量装置开工率的情况，低利润带来存量装置开工率低于往年同期，可能一定程度抵消高产能投放对于供应端的压力。阶段性的存量装置开工率追踪，可以通过短纤现货利润的领先性去把握。

图 6 短纤开工率



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 7 短纤利润对开工率的领先性



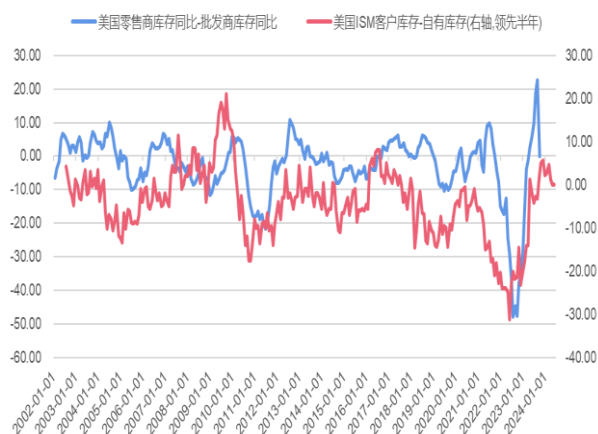
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

（二） 内需恢复还需等待 外需值得期待

宏观趋势层面，美国服装需求情况。我们以美国 ISM 制造业 PMI 的客户库存项-自有库存项，来表征终端补库状态，在终端补库状态的指引下可以判断美国服装库存是属于由渠道批发商向终端零售商转移（终端开始补库），还是终端开始去库的过程。目前美国 ISM 制造业 PMI 的客户库存项-自有库存项从高位开始回落，终端进入去库状态，在其指引下，至少明年上半年美国服装行业也仍处于去库状态。

伴随着终端开始去库，历史上大多同步呈现的是终端开始降价，相应的会看到美国服装行业 CPI 同比开始走弱。终端开始降价又会反过来刺激服装消费，而服装消费又会带动偏中上游的渠道批发商库存发生变化，随着服装消费的持续增加最终刺激批发商出现补库动作。从领先指标判断明年将进入美国服装行业批发商补库阶段，外需值得期待。

图 8 ISM 客户-自有库存与零售商-批发商库存



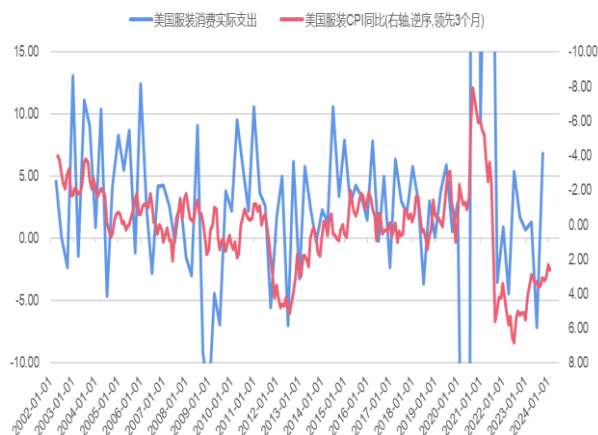
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 9 零售商-批发商库存与服装 CPI



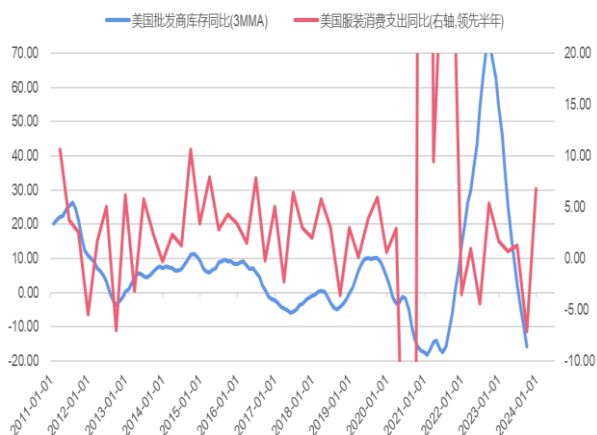
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 10 美国服装 CPI 同比与服装消费实际支出



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

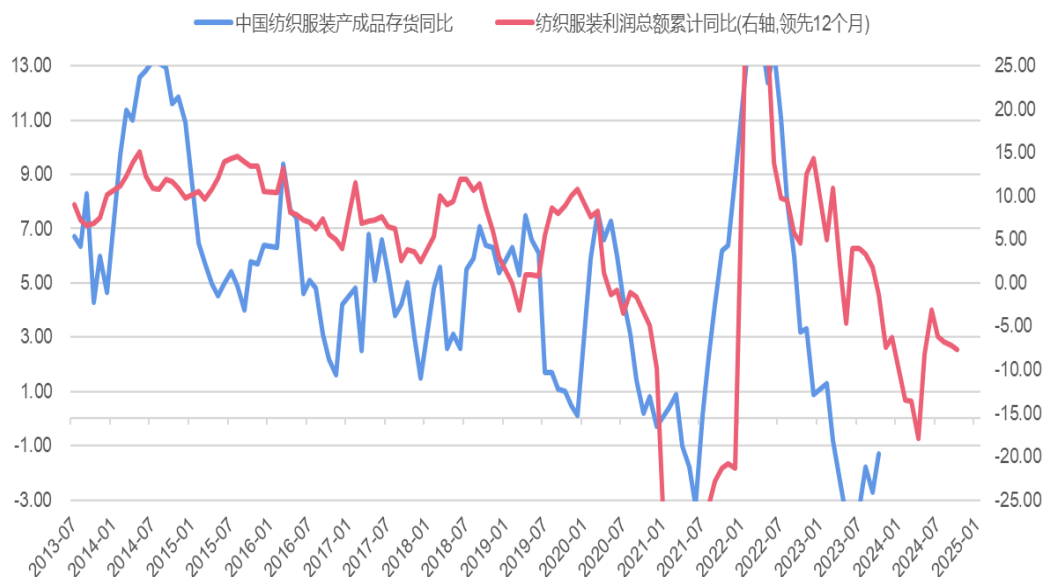
图 11 美国服装消费支出与批发商库存



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

宏观趋势层面，国内服装需求情况。一般商品的利润对于库存据有一定领先性，对于国内服装行业的库存周期节奏可以通过整个行业的利润进行领先性预判。从纺织服装利润总额累计同比对中国纺织服装产成品存货同比一年的领先性上看，目前还处于去库阶段，明显的主动补库动作可能要等到一季度之后才能看到，在此之前国内服装需求情况可能都不容乐观。

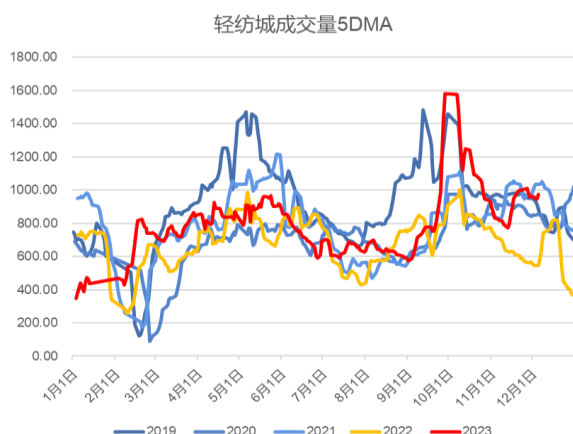
图 12 纺织服装利润总额与纺织服装产成品存货



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

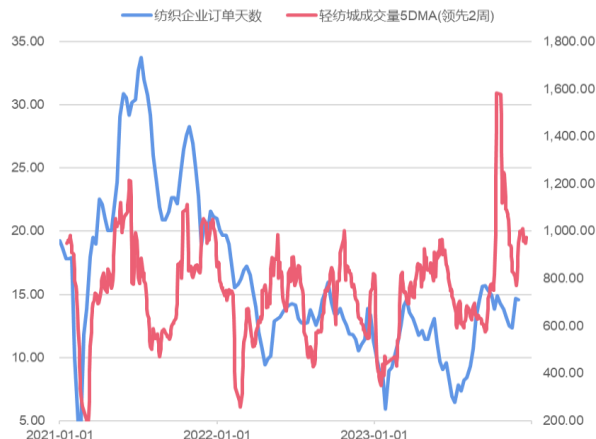
微观终端织造层面，今年以来，纺织企业订单与产成品库存天数差值一直处于历年同期偏低水平，这与宏观指标展现的状态基本吻合。从季节性来看，春节前夕轻纺城成交量与纺织企业开机率都会有一轮季节性回落，大部分年份给到纺织企业订单与产成品库存天数差值的影响也是季节性回落。终端需求的弱势会带来下游制品如纯涤纱利润的压缩，降低下游开工率，不利于短纤需求。

图 13 轻纺城成交量 5DMA



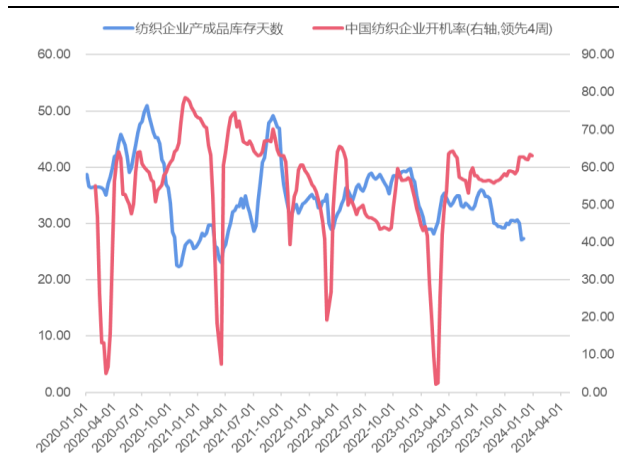
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 14 轻纺城成交量与纺织企业订单天数



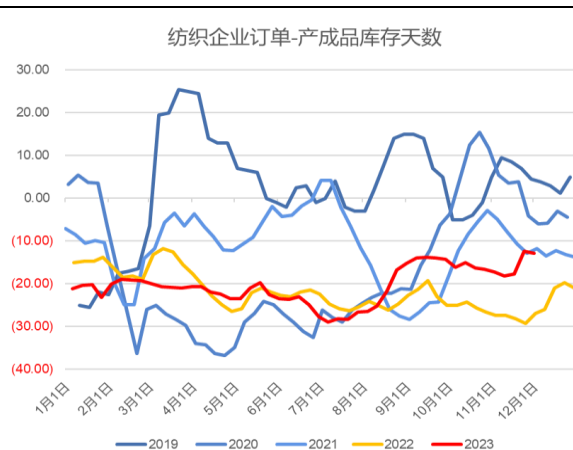
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 15 纺织企业开机率与产成品库存天数



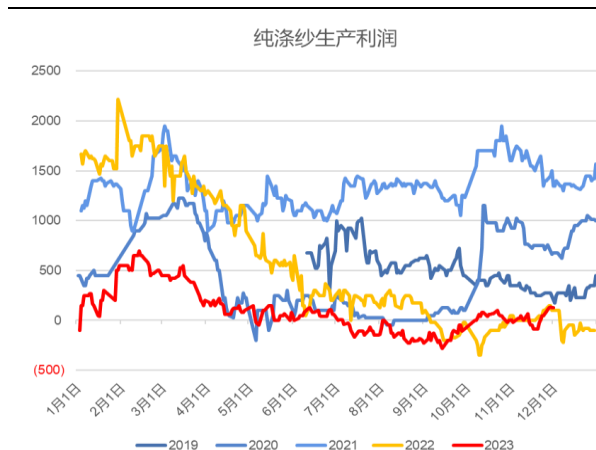
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 16 纺织企业订单-产成品库存天数



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 17 纯涤纱生产利润



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 18 纺织企业订单-产成品库存天数与纯涤纱利润



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

（三）阶段性成本驱动仍旧向下 观察明年2月前后转向可能

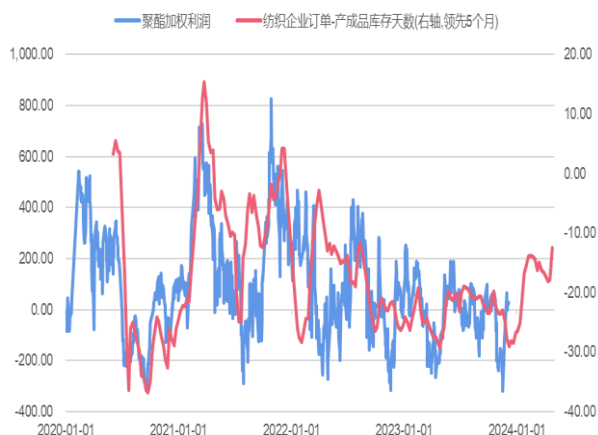
从历史数据看，短纤阶段性的一波一波相对大的行情，基本都由成本驱动逻辑发动。成本驱动，我们的理解，本质上是通过成本端的变化带来利润的变化，通过利润变化带来供需变化，最终影响价格，所以成本驱动研究的核心应该是利润的变化。而且通过供需对短纤利润的领先性预判，可以辅助反推后续是否会开启一波新的成本推动行情，一般成本驱动行情启动，短纤自身利润将会产生一波反向往走势。

目前短纤处于一波成本坍塌带来的下跌行情中，那是否已经跌倒位，或者说什么时候可能开始一波新的成本推涨行情，我们可以通过供需对短纤利润的领先性预判来研判，如果未来可能开启一波成本推涨行情，那在成本推涨的时点将会看到短纤利润出现一波压缩，反之则看不到成本推涨的可能。

从聚酯加权利润来看，纺织企业订单与产成品库存天数差值可以在趋势层面对聚酯加权利润进行

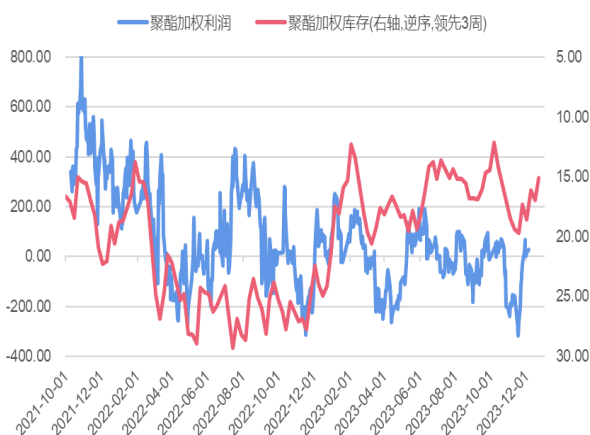
领先性指引，在其指引下，当前至明年年初，趋势层面聚酯加权利润都处于修复阶段。阶段性且相对更高频的跟踪数据，我们可以通过聚酯加权库存对聚酯加权利润的领先性指引进行跟踪，在其指引下，目前聚酯加权利润仍处于修复阶段。

图 19 纺织企业订单-产成品库存天数与聚酯利润



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 20 聚酯加权库存与利润

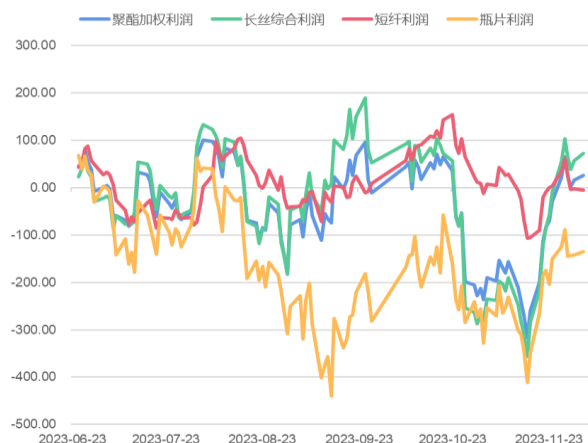


数据来源：国海良时期货研究所、ifind

从聚酯加权利润与各分项行业长丝、短纤、瓶片利润走势来看，走势节奏基本一致，无非强弱有所区别，所以对于短纤利润方向性的判断，可以参考聚酯加权利润走势，同时也可以匹配短纤产销率对短纤利润的领先性指引进行验证。趋势层面，在明年初之前，从纺织企业订单与产成品库存天数差值对聚酯加权利润以及短纤利润的领先性指引看，趋向于反弹修复，从短纤产销率对短纤利润的领先性指引看，也可以得到类似结论，在明年2月之前利润大概率会出现反弹修复，随后才有可能出现一轮承压。

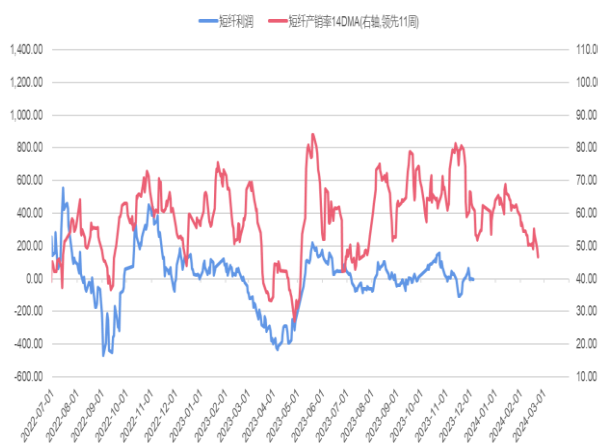
依据短纤利润在明年年初之前仍将维持反弹修复状态来反推盘面单边走势，如果盘面想通过成本推涨开启一轮新的上涨行情，时机并不成熟，在此之前短纤价格趋势层面大概率维持承压状态。

图 21 聚酯加权及各行业利润



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 22 短纤产销率对聚酯利润领先性



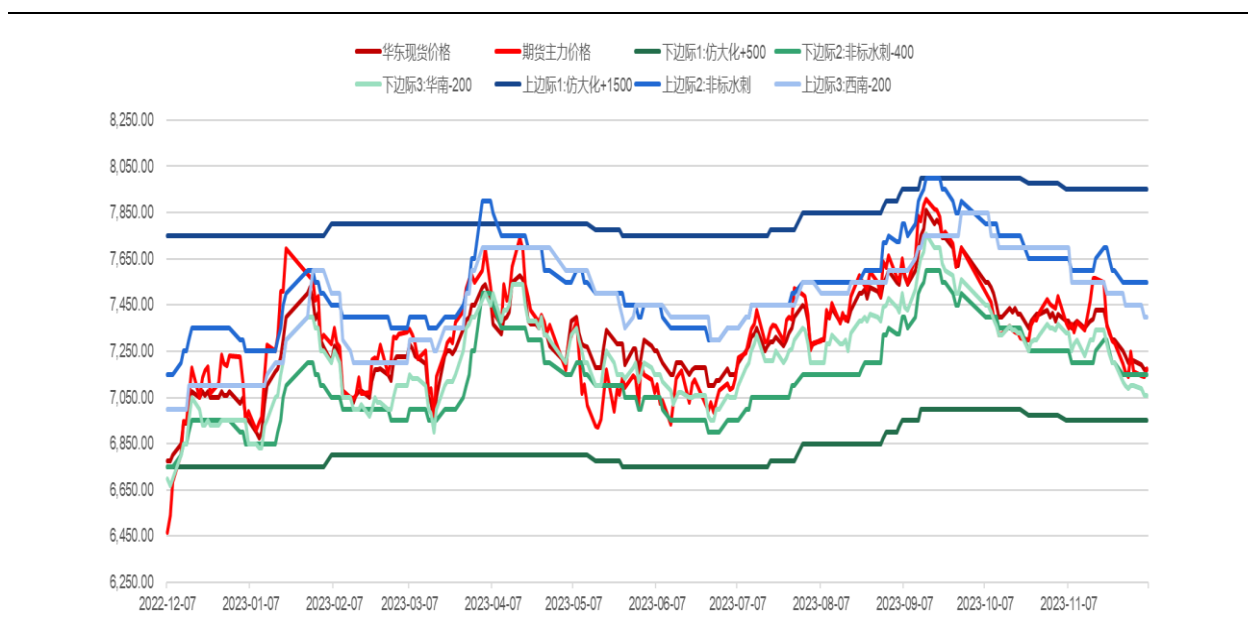
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

三、 盘面价格暂无法给到极端低估值

通过短纤相关品种在供需两端的替代性可以来判断短纤价格估值边际，从历史数据来看，原生与再生之间替代效果最好，可以作为估值极端边际使用，历史上除了成本端的极端行情外，短纤价格来到原生与再生价差给到的估值极端边际附近，基本会看到一波大的波段行情的拐点。非标以及区域价差的合理波动区间也会给到标品与非标品之间的替代，以及区域之间货源的流通，效果虽比原生再生的替代性弱，但也有一定替代性，可以作为估值相对边际使用，从历史经验看，短纤价格来到估值相对边际附近时，原有价格运行趋势不会改变，只是会出现一波反弹或者回调。

目前短纤价格来到由非标以及区域价差给到的估值相对下边际附近，而且价格已经开始向再生料带来的极端估值下边际靠拢，目前短纤的估值水平至少可以给到估值相对偏低的判断，至于是否可以给到估值极度偏低判断，进而得到这波大的波段下跌可能结束，未来可能开始一轮新的大波段上涨的结论呢，还需要观察再生料对于原生料是否已经有开始替代迹象。我们的结论是暂时还未看到再生料对原生料的替代信号，目前短纤估值只能给到相对偏低判断，无法给到极端低估值，从估值角度看，这波大的波段下跌可能尚未结束。

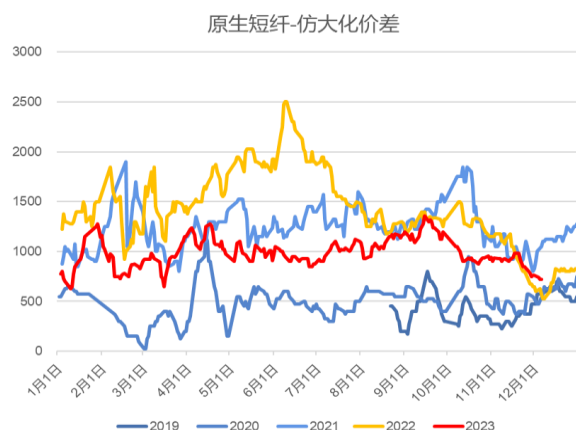
图 23 涤纶短纤价格估值上下边际



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

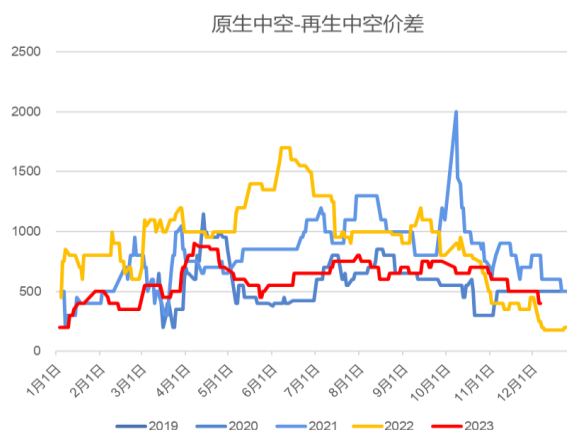
原生和再生是否发生替代，可以通过原生与再生的开工率（可以用利润的领先性提前预判）以及库存是否发生反向变化进行大致判断。目前短纤价格来到估值下边际，估值下边际是否有效，需要观察是否出现原生对再生的替代。目前看两个再生品种，再生普纤与再生中空均没有出现累库现象，再生普纤甚至还出现大幅去库，在库存没有累库甚至去库的指引下，后续再生料的利润可能迎来反弹，从而支撑再生开工率，整体看目前再生的库存、利润、开工率等情况并未受到原生的替代影响，原生对再生并未发生实质替代，暂时也就无法给到短纤价格极端低估值。

图 24 原生短纤-仿大化价差



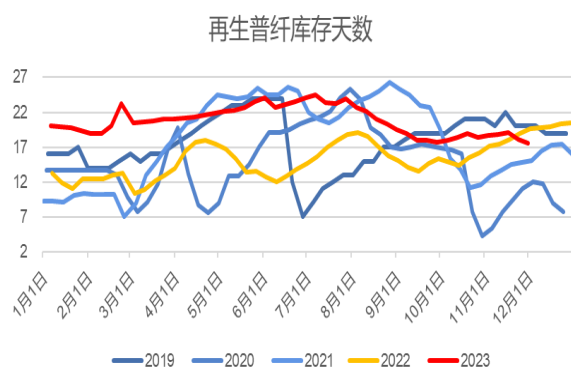
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 25 原生中空-再生中空价差



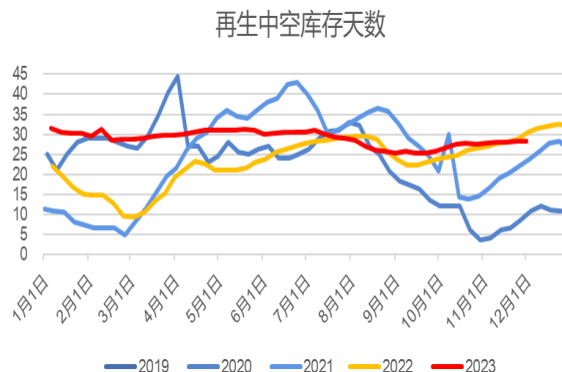
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 26 再生普纤库存天数



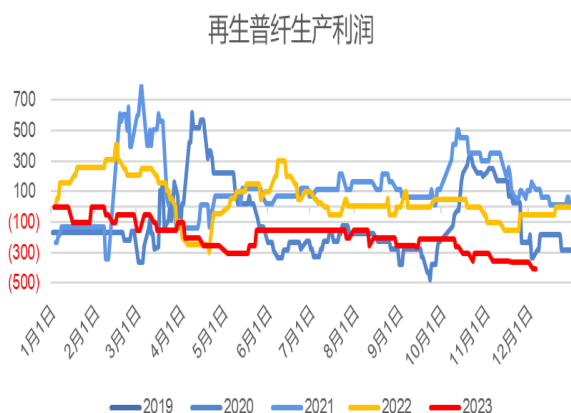
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 27 再生中空库存天数



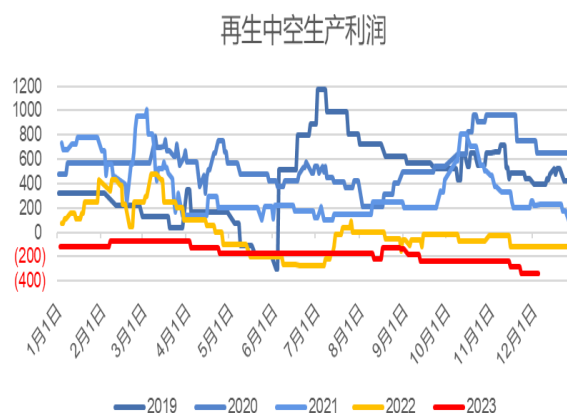
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 28 再生普纤生产利润



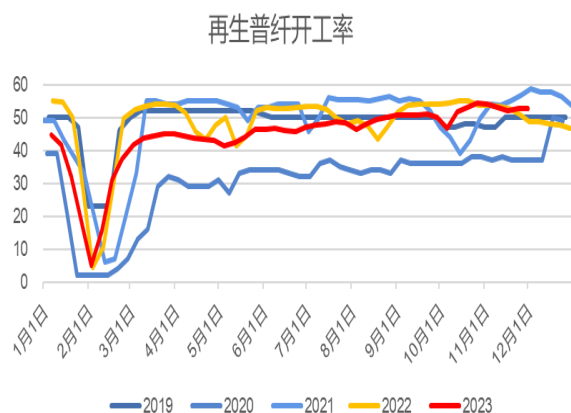
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 29 再生中空生产利润



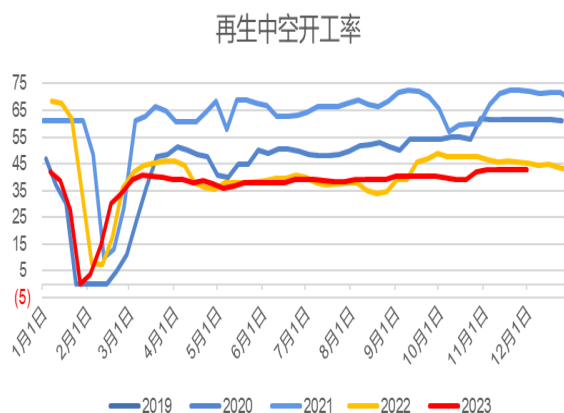
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 30 再生普纤开工率



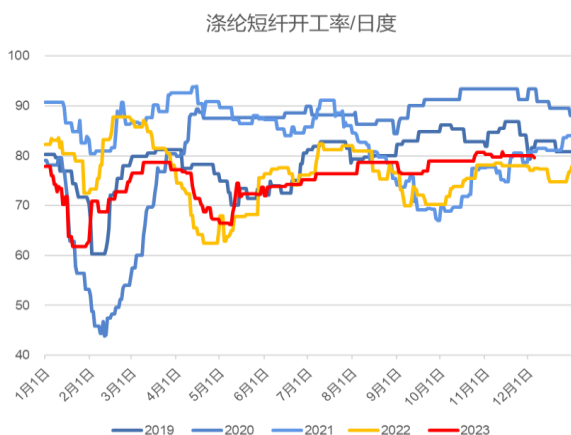
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 31 再生中空开工率



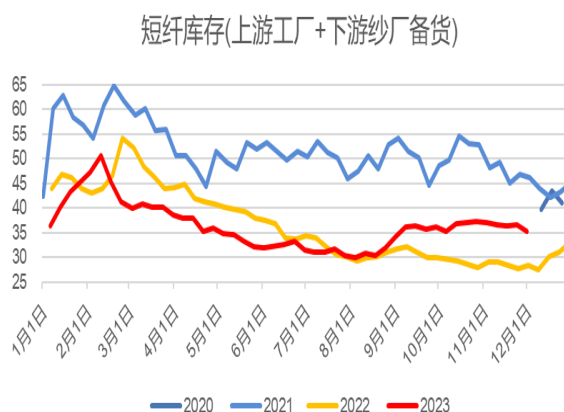
数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 32 涤纶短纤开工率



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

图 33 短纤库存(上游工厂+下游纱厂备货)



数据来源：国海良时期货研究所、ifind

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的数据,国海良时期货有限公司对这些公开数据获得信息的准确性、完整性及未来变更的可能性不做任何保证。

由于本报告观点受作者本人获得的信息、分析方法和观点所限,本报告所载的观点并不代表国海良时期货有限公司的立场,如与公司发布的其他信息不一致或有不同的结论,未免发生疑问,所请谨慎参考。投资有风险,投资者据此入市交易产生的结果与我公司和作者无关,我公司不承担任何形式的损失。

本报告版权为我公司所有,未经我公司书面许可,不得以任何形式翻版、更改、复制发布,或投入商业使用。如引用请遵循原文本意,并注明出处为“国海良时期货有限公司”。

如本报告涉及的投资与服务不适合或有任何疑问的,我们建议您咨询客户经理或公司投资咨询部。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议,或担保任何投资及策略契合个别投资者的情况。本报告并不构成给予个人的咨询建议,且国海良时期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

国海良时期货有限公司具有期货投资咨询业务资格。