



FUTURE

## 光期研究：节后纺织品及服装需求改善能否持续？

研究总监：张笑金

研究员：孙成震

### 棉纺产业链库存及消费现状：

1、棉花消费较去年同比好转，纺企棉花库存有下降趋势；

2、2023 年纯棉纱消费较去年同比好转，但棉纱产量同比涨幅大于消费量涨幅，纯棉纱持续累库，12 月份出现拐点，环比下降；

3、坯布开机负荷较去年好转，但库存天数同比下降，表明消费较好；

4、本年度服装鞋帽、针、纺织品类商品零售持续好转，且处于补库阶段；

5、本轮需求改善自下而上，由终端服装消费改善从而带动上游消费，而棉花、棉纱、棉布三者联系十分紧密，周期基本重叠，目前棉纺产业链消费仍在同比改善周期中。

### 可持续性：本轮纺服需求改善周期仍未结束

1、居民人均消费支出及可支配收入均持续增加，但消费增长幅度低于收入增幅；

2、中国 OECD 综合领先指数处于上行区间，中国经济增长仍有较强动能；

3、工业企业产成品库存同比涨幅处于波谷，利润总额同比自低位开始回升；工业企业利润同比变动周期与产成品库存周期错配接近一年时间；

4、综上所述，预计 2024 年工业企业利润处于同比上升周期中；纺织品及服装零售额同比涨幅再创新高有较大压力，但仍处同比改善周期中，下半年同比增幅或有放缓。

光大期货研究所

资源品研究团队

研究总监：张笑金

品种：动力煤、白糖

分析师：张凌璐

品种：尿素、纯碱

助理分析师：孙成震

品种：棉花

撰写日期：

2024 年 2 月 1 日

期市有风险

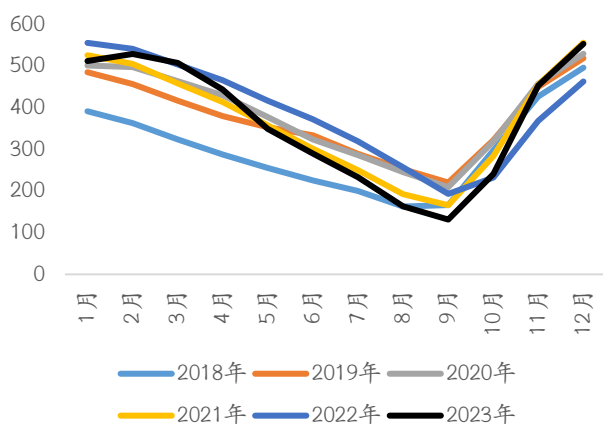
入市需谨慎

## 光期研究：节后纺织品及服装需求改善能否持续？

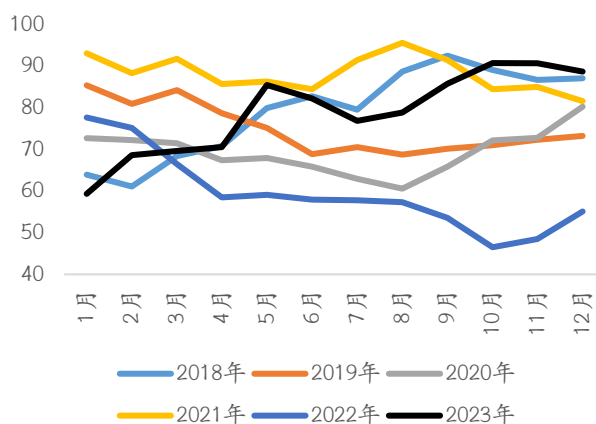
### 一、棉纺产业链下游需求改善程度

#### 1.1、棉花库存及消费变动

图表 1：我国棉花商业库存（单位：万吨）



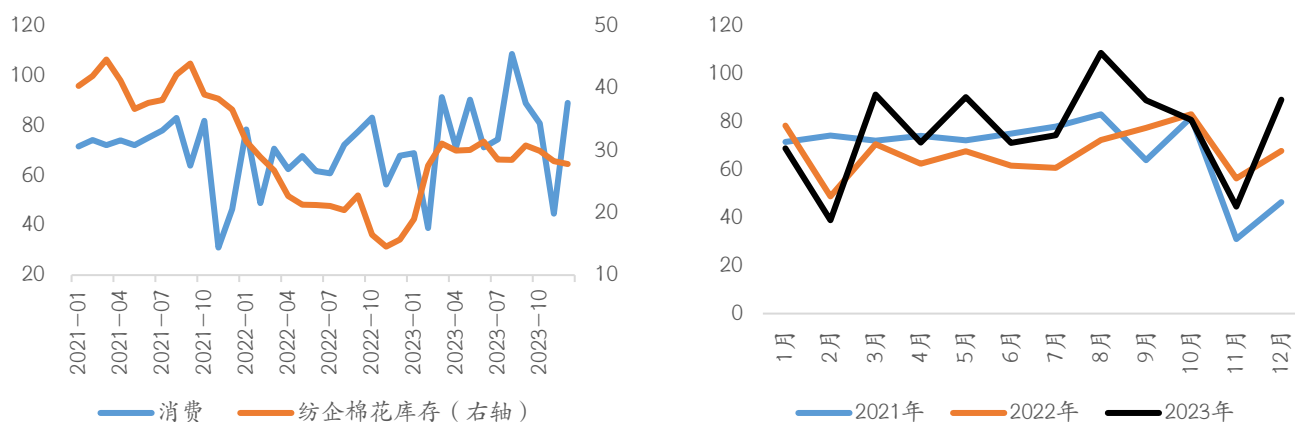
图表 2：我国棉花工业库存（单位：万吨）



资料来源：中国棉花信息网、光大期货研究所

棉花工、商业库存均创下近年来历史同期新高。截止 2023 年 12 月底，我国棉花商业库存 553 万吨，月环比上涨 99.93 万吨，较去年同期增加 90.6 万吨。新棉大量加工上市，进口棉到港增加，棉花商业库存不仅累库速度较快，库存总量也创下近年来新高。截止 12 月底，我国棉花工业库存为 88.66 万吨，虽较上月环比下降 2.02 万吨，仍位于历史同期高位，较去年同比增加 33.54 万吨，我国棉花总库存供应充裕。

图表 3：棉花消费及纺企棉花库存（单位：万吨、天） 图表 4：棉花消费季节性图表（单位：万吨）



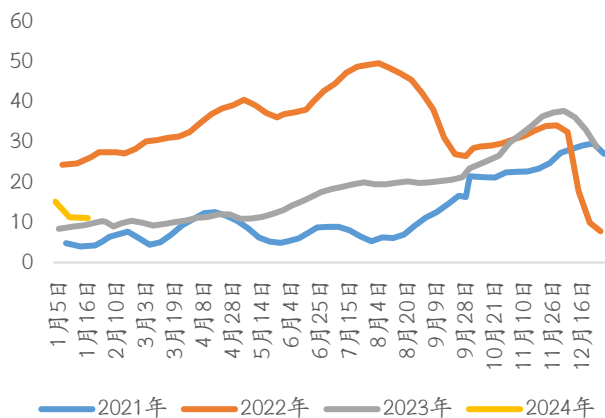
资料来源：TTEB、光大期货研究所

依据库存变动推断月度棉花消费量。棉花消费是通过库存及加工数据反推得出，期初库存+加工量+进口量+抛储-收储-出口-消费=期末库存。在棉花加工停止、无抛储、无收储、进口量相对稳定阶段，可简单理解为棉花消费=棉花工业库存消耗量+棉花商业库存消耗量+棉花进口量。棉花工业库存与纺企棉花库存二者概念相近，可通过纺企棉花库存数据反推实际棉花消费水平，理论上棉花消费量一定的情况下，纺企棉花库存下降，实际被消化的棉花量增加。

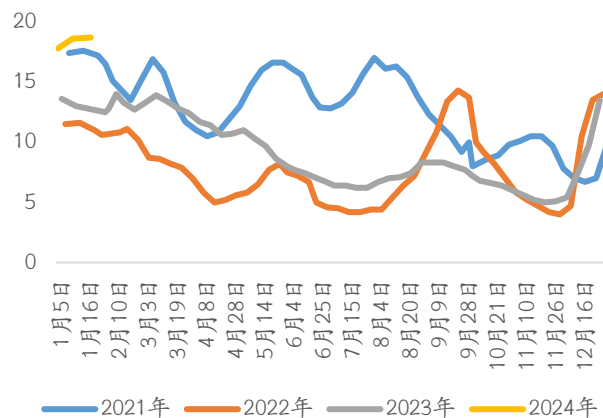
棉花消费较去年同比好转，纺企棉花库存年内呈下降趋势。上图可以明显看出，2021-2023年间，纺企棉花库存先降后增，而棉花消费量变动趋势与之相同，2023年棉花消费较去年同期确实有较大幅度好转。从数据层面来看，依据反推数据，2023年全年棉花消费量为918万吨，消费量偏高，或有几十至近百万吨棉花仍以库存形式存在。

## 1.2、棉纱库存及消费变动

图表 5：纺企棉纱库存（单位：天）



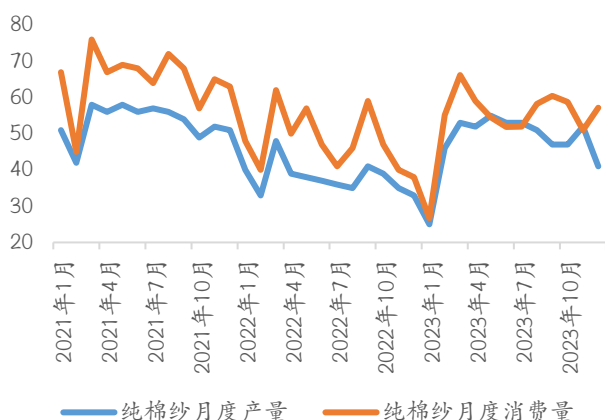
图表 6：织厂棉纱库存（单位：天）



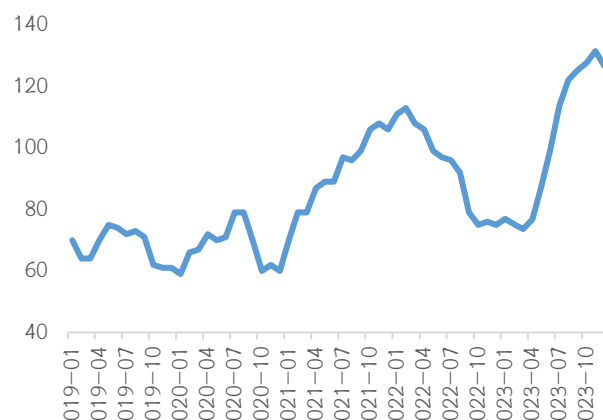
资料来源：TTEB、光大期货研究所

纺企棉纱库存转移至织厂，成为原材料库存。2023 年 12 月以来，纺企棉纱库存持续下降，然而这部分下降的库存并不是被直接消化掉，而是转移为下游织厂的原材料库存，织厂棉纱库存自 2023 年 12 月以来就快速上升，截止 2024 年 1 月中旬，织厂棉纱库存已经创下近三年来新高。

图表 7：纯棉纱月度产量及消费量（单位：万吨）



图表 8：纯棉纱总库存库存（单位：万吨）



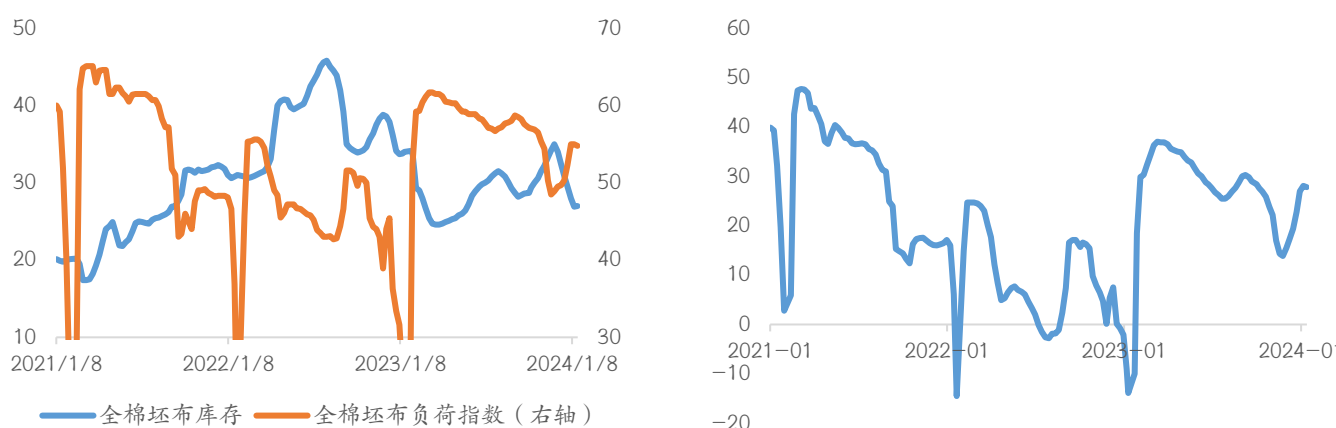
资料来源：TTEB、光大期货研究所

2023 年纯棉纱产量同比涨幅大于消费量涨幅，纯棉纱持续累库，12 月份出现拐点。2023 年全

年纯棉纱产量 560.5 万吨，较去年同比上涨 23.2%，产量同比大幅上涨，导致棉纱库存居高不下。而消费方面，2023 年全年纯棉纱消费量 651 万吨，同比增加 12.6%，消费增幅低于产量增幅。且 2023 年棉纱进口量维持高位，导致纯棉纱库存持续累库，纯棉纱库存创下近年来新高，引发市场担忧。12 月份以来，纯棉纱开机率环比小幅下降，纺企生产其他非棉品种现象增加。12 月下游织厂开机好转，棉纱消费量增加，此消彼长之下，纯棉纱库存于 12 月出现拐点，结束长达半年的快速累库周期。整体来看，2023 年纯棉纱消费较去年同比好转，位于近三年均值水平。

### 1.3、坯布库存及消费变动

图表 9：我国全棉坯布库存及全棉坯布开机负荷指数（单位：天、%） 图表 10：坯布开机减库存



资料来源：TTEB、光大期货研究所

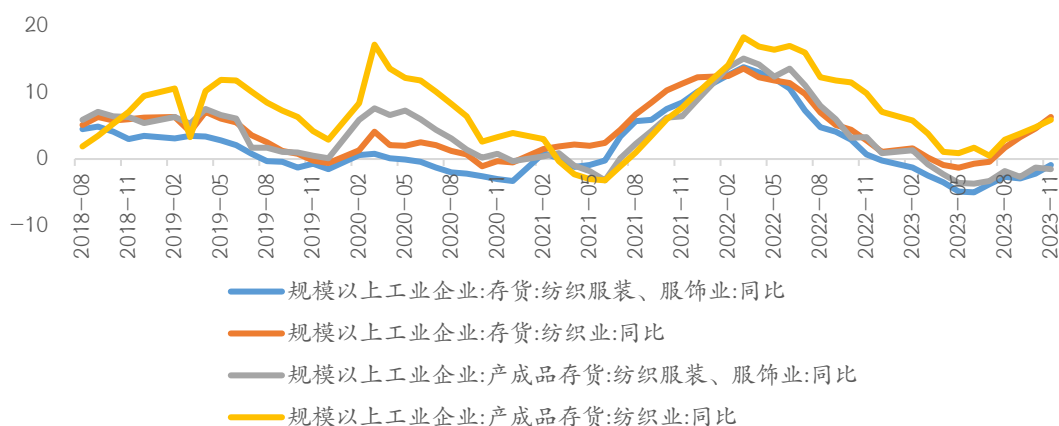
坯布开机负荷较去年好转，但库存天数同比下降，表明消费较好。理论上讲，开机负荷增加，即产量增加，此时库存应该逐渐累库，但从上图可以明显看出，中国坯布负荷指数与全棉坯布库存二者有明显负相关性，2023 年中国坯布负荷指数均值约 55%，2022 年均值约 47%，同比上涨 8 个百分点。而 2023 年全棉坯布库存天数同比下降 7.9 天至 29.4 天，坯布开机负荷增加的同时，库存天数却同比下降。依据总供应-总需求=库存，对需求进行反推，用开机负荷减去库存来判断需求走势变动，在供应增加、库存下降的情况下，需求也是同比增加的，且需求端

的增幅大于产量的增幅。即 2023 年全棉坯布的消费好转程度大于产量增幅。从 2023 年全年趋势来看，开机负荷逐渐震荡下降，库存指数低位回升，即 2023 年全棉坯布消费在同比好转，但好转幅度逐渐下降。2023 年末，坯布开机负荷环比增加，坯布库存转向下行，年末坯布消费再度迎来阶段高峰。

下游需求变好，市场信心提振，未来预期向好，企业才会增加开机负荷。简要分析为何在产量增加的同时，库存会同比下降，我们认为主要原因需要探究坯布负荷指数为何变化，2023 年相关调控政策放开后，需求出现井喷式爆发，是需求端的好转带动企业开机负荷的增加，需求好转与开机负荷增加二者之前存在一定时滞性，且幅度或有一定差异，从而出现开机负荷增加，库存指数却同比下降的情况。

#### 1.4、服装库存及消费变动

图表 11：我国纺织业、纺织服装、服饰业存货及产成品库存同比（单位：%）

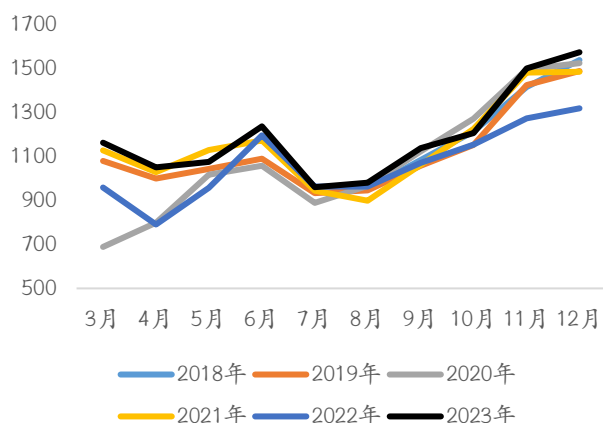


资料来源：国家统计局、光大期货研究所

纺织业、纺织服装、服饰业处于补库阶段。国家统计局数据显示，截止 2023 年 11 月，规模以上纺织业存货及产成品库存分别同比增长 6.3%及 5.9%，涨幅较上月环比增加；规模以上纺织服装、服饰业存货及产成品库存分别同比下降 0.9%及 1.5%，降幅较此前环比收窄。并且从上图

能够看出，自 2023 年 6 月起，库存同比变化就有触底回升态势，能够说明目前纺织业及纺织终端存货及产成品库存目前处于补库阶段，趋势相同。

图表 12: 服装、纺织类商品零售额当月值(单位: 亿元) 图表 13: 服装类商品零售额当月同比(%)

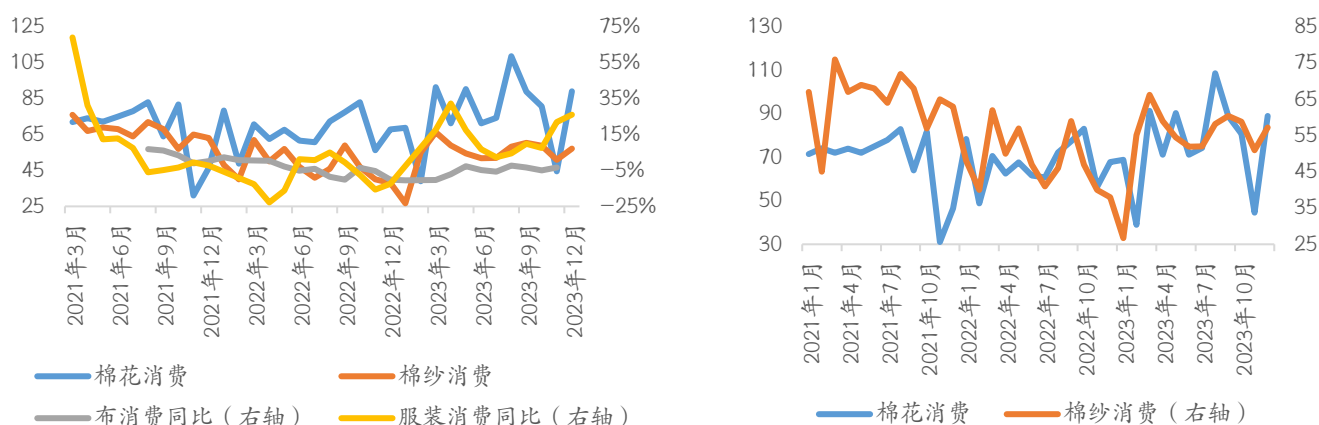


资料来源：国家统计局、光大期货研究所

本年度服装鞋帽、针、纺织品类商品零售持续好转。2023 年服装鞋帽、针、纺织品类商品零售额累计 14094 亿元，累计同比上涨 12.9%，12 月商品零售额当月值 1576.2 亿元，较去年同比上涨 26%，同比涨幅较大。从零售额绝对值来看，12 月零售额创下近年来同期新高，全年累计零售额也持续刷新新高。从同比变动来看，自 2022 年 5 月后，服装类商品零售当月值同比涨幅持续扩大，截止 2023 年年底，整体处于同比回升阶段。综上所述，可以说明本年度终端服装鞋帽、针、纺织品类商品零售持续恢复，表现较好，且目前仍处于改善周期中。

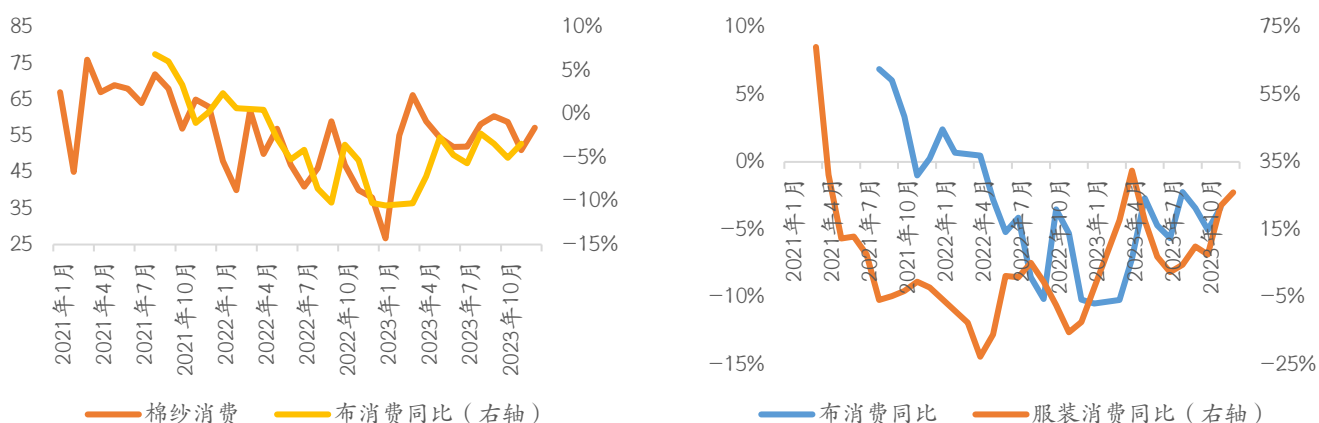
### 1.5、国内棉纺产业链消费综述

图表 14：棉纺产业链消费同比变动（单位：%） 图表 15：棉花、棉纱消费量对比（单位：万吨）



资料来源：国家统计局、TTEB、光大期货研究所

图表 16：棉纱、棉布消费对比（单位：万吨、%） 图表 17：棉布、服装消费对比（单位：%）



资料来源：国家统计局、TTEB、光大期货研究所

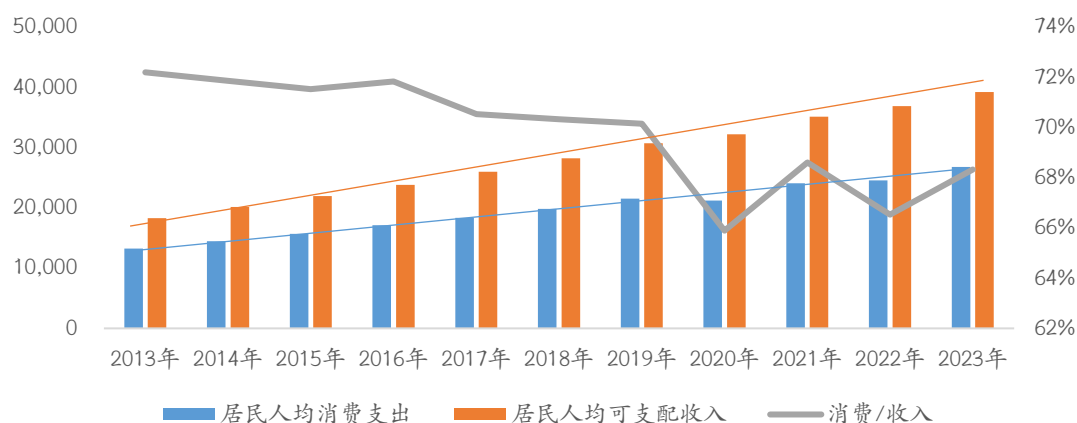
棉花、棉纱、坯布消费变动趋势相似，终端服装消费改善要早于上述环节。从上图可以明显看出，棉花年度消费量虽然大于棉纱年度消费量，但是二者变动趋势基本相同，重叠程度较高。对比棉纱消费量及坯布消费量同比变动情况，可以发现二者趋势也十分相似，说明棉花、棉纱、到坯布之间的消费传导顺畅，周期接近，基本没有时滞性。而对比坯布消费与终端服装消费，能够看到服装消费同比改善时间要早于坯布消费同比改善时间，时间大约半年左右，目

前二者均处于消费同比改善阶段。若上述推论成立，即可表明，本轮需求改善自下而上，由终端服装消费改善从而带动上游消费，而棉花、棉纱、棉布三者联系十分紧密，周期基本重叠，目前棉纺产业链消费仍在同比改善周期中。

## 二、棉纺产业链下游需求改善可持续性

### 2.1、宏观层面影响

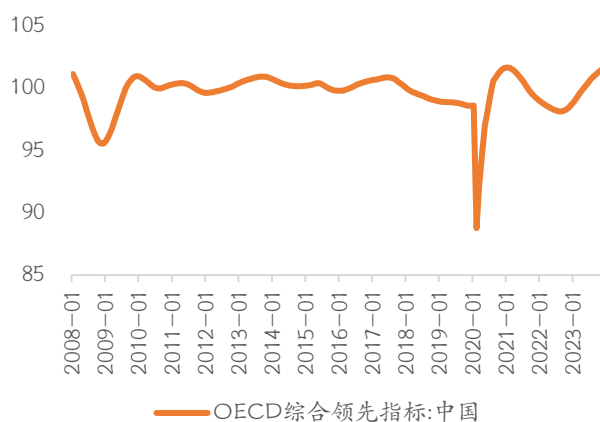
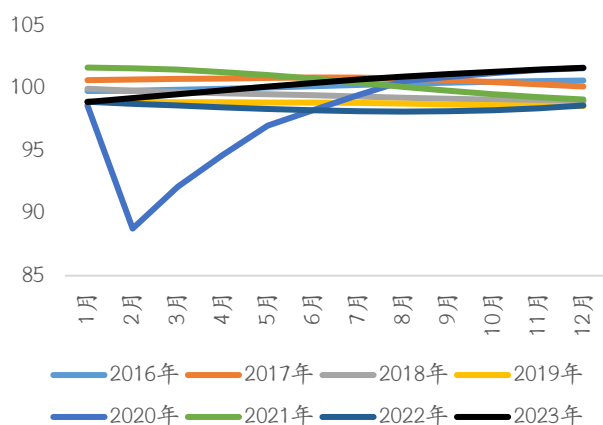
图表 18：我国居民人均消费支出、收入情况及消费与收入比例（单位：元、%）



资料来源：国家统计局、光大期货研究所

居民人均消费支出及可支配收入均持续增加，但消费增长幅度低于收入增幅。2013 年至今，居民人均消费支出由 13220 元上涨至 23000 元，涨幅为 74.19%，年化增长率为 6.63%。居民人均可支配收入由 18310 元上涨至 28500 元，涨幅为 55.70%，年化增长率为 7.17%，收入增幅大于消费支出增幅。从人均消费支出与人均可支配收入比例来看，2013 年至今逐渐下降，2020 年受疫情影响，消费/收入比例降幅较大，2020-2023 年，消费/收入有小幅上升，在 66%-69% 之间波动。依据历史数据测算，预计 2024 年人均消费支出仍同比增加，但消费支出占居民可支配收入比例或较去年同比下降 0.3 个百分点。

图表 19: OECD: 中国综合领先指标季节性季节性 (点) 图表 20: OECD: 中国综合领先指标趋势 (点)



资料来源：国家统计局、光大期货研究所

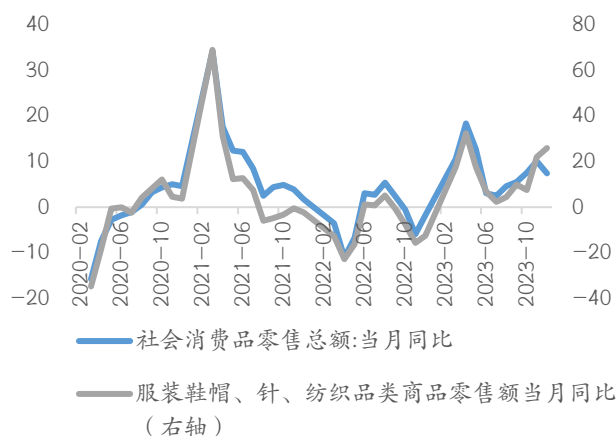
中国 OECD 综合领先指数处于上行区间。OECD 综合领先指标是指一系列引导经济循环的相关经济指标和经济变量的加权平均数，主要用来预测整体经济的转变情况，以及预测未来数月的经济趋势。截止 12 月数据显示，中国 OECD 综合领先指标为 101.6292 点，处于明显上升周期中，自 2022 年 8 月起，该数据处于触底回升阶段，中国经济增长仍有较强动能。

## 2.2、社零与工业品库存周期

图表 21: 社零与纺服零售同比 (2014-至今) (%)



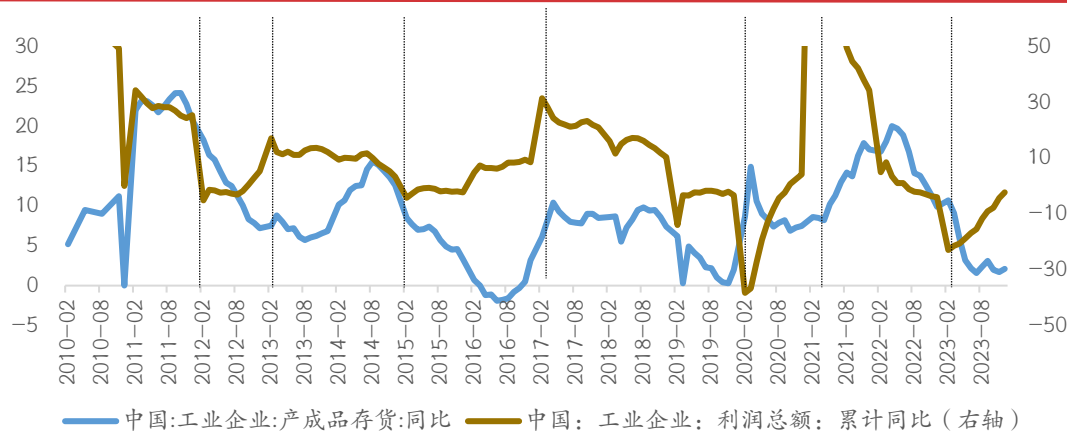
图表 22: 社零与纺服零售同比 (2020 年-至今) (%)



资料来源：国家统计局、光大期货研究所

2020 年至今社零同比振幅增大，服装鞋帽、针、纺织品类商品零售与社零同比变动趋势相同。从上图可以明显看出，回顾过去 10 年，2014-2019 年间，社零同比与纺服零售同比波动区间较小，在 7%-13% 之内。而 2020 年之后，受多重因素影响，二者同比振幅均同比扩大，从振幅绝对值来看，纺服类商品零售振幅大于社零同比振幅，但从趋势性来看，二者基本吻合，目前均处于同比增幅扩大阶段，预计 2024 年上半年纺服类商品零售仍有相对稳定表现。

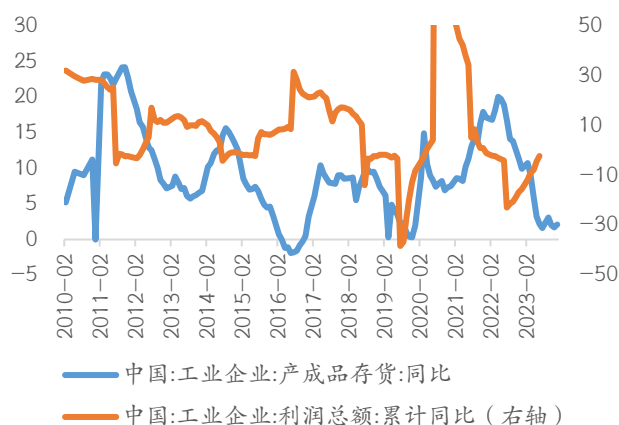
图表 23：中国工业企业产成品库存及利润总额同比变动（单位：%）



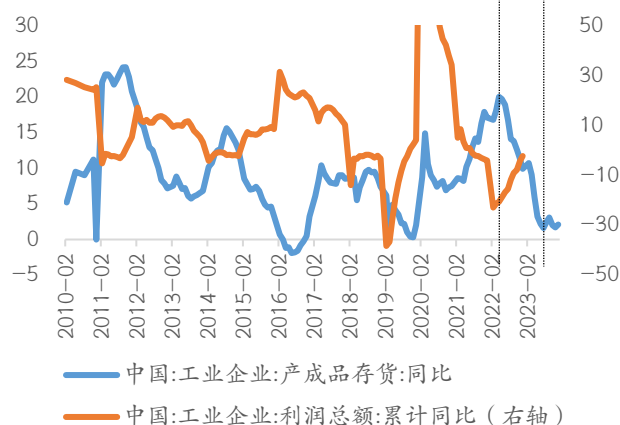
资料来源：国家统计局、光大期货研究所

工业企业产成品库存同比涨幅处于波谷，利润总额同比自低位开始回升。从上图看，中国工业企业产成品存货与利润总额同比有一定相关性，尤其是在产成品存货经历先下降后回升的阶段更为明显（2012.02-2014.08、2015.02-2017.02、2020.02-2022.02）。2023 年年中，工业企业产成品存货同比增幅已经处于周期性低位，再创新低可能性较小，工业企业利润总额同比自 2023 年初开始回升，按照历史规律，一个完整的周期最少经历 1 年半到 2 年时间，预计利润总额同比上升周期还尚未结束，工业企业不会快速开启补库周期。

图表 24：将上图利润同比左移半年



图表 25：将上图利润同比左移一年

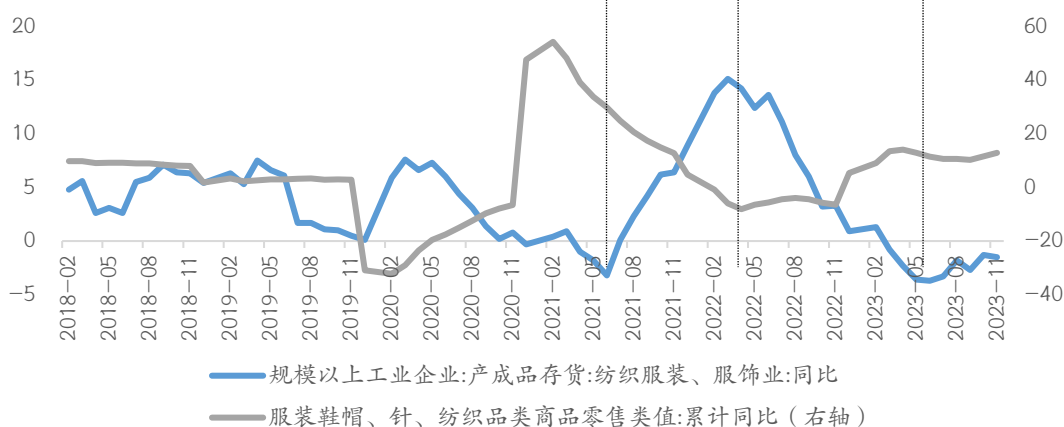


资料来源：国家统计局、光大期货研究所

工业企业利润同比变动周期与产成品库存周期错配接近一年时间。为了更直观分析工业企业产成品存货及利润同比变动周期，将利润同比变动曲线分别向左移动半年和一年，得到上面二图。我们能够明显看出，不论是左移半年还是一年，二者周期性规律均比原图更显著，直观感觉左移 1 年后效果更好，据此给出结论，工业企业利润同比变动与库存同比变动周期错配约 1 年左右。按此趋势来看，目前库存周期同比接近底部，利润同比仍有较大上升空间。

### 2.3、纺织服装、服饰业库存周期

图表 26：我国纺织服装、服饰业库存及消费同比变动情况（单位：%）



资料来源：国家统计局、光大期货研究所

纺织服装库存降幅持续收窄，零售同比处于阶段性高位。对比纺织服装产成品库存以及零售同比数据可以看出，一个完整的纺织品及服装库存周期约两年左右，库存周期性更明显一些。自 2023 年 6 月起，纺织服装、服饰业产成品库存同比降幅逐渐收窄，已经接近转正，而本轮棉纺终端产品零售同比涨幅较预期有一定差距，目前或已经达到阶段性高峰，短期再创新高难度较大。

综上所述，预计 2024 年工业企业利润处于同比上升周期中；纺织品及服装零售额同比涨幅再创新高有较大压力，但仍处同比改善周期中，下半年同比增幅或有放缓。

## 资源品研究团队成员介绍

• **张笑金**，光大期货研究所资源品研究总监，长期专注于白糖产业研究。多次参与郑州商品交易所大型课题、中国期货业协会系列丛书撰写工作。连续多年在期货日报、证券时报最佳期货分析师评选中荣获“最佳农产品分析师”称号。多次荣获郑州商品交易所白糖高级分析师称号，2023 年荣获郑州商品交易所白糖资深高级分析师。

期货从业资格号：F0306200

期货交易咨询资格号：Z0000082

• **张凌璐**，英国布里斯托大学会计金融学硕士学位。光大期货研究所资源品分析师，负责纯碱、尿素期货研究工作，数次参与中国期货业协会、郑州商品交易所大型项目及课题，连续多年在期货日报、证券时报等权威媒体、郑州商品交易所评选中获奖。2023 年荣获郑州商品交易所纯碱资深高级分析师、尿素高级分析师等荣誉称号。

期货从业资格号：F3067502

期货交易咨询资格号：Z0014869

• **孙成震**，光大期货研究所资源品助理分析师，云南大学金融硕士，主要从事棉花、棉纱等品种基本面研究、数据分析等工作。

期货从业资格号：F03099994

## 联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 6 楼

公司电话：021-80212222                      传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979                      邮编：200127

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。