



FUTURE

光期研究：三四季度棉花下游消费恢复前景如何？

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

撰写人：孙成震

撰写日期：

2023 年 6 月 20 日

期市有风险

入市需谨慎

观点：内需向好，但增速或低于预期；外需较弱，纺服出口受阻，但韧性较强。本年度国内纺服零售额大概率会同比增加，但居民储蓄意愿较强，衣着类消费意愿较弱，国内服装零售涨幅或较此前有一定差距，预计年涨幅在 7%—10% 左右。国外主要经济体服装去库缓慢，消费持续下滑，我国纺服出口预期受阻，但韧性较强。预计本年度我国纺服出口累计值同比基本持平或小幅下降。

宏观：居民人均收入与消费支出水平均同比上涨，但人均消费及衣着类消费占可支配收入的比例在逐渐下降，居民储蓄意愿较强，衣着类消费意愿较弱。居民资产中，占比最高的房产类固定资产有缩水迹象，也在一定程度上影响居民消费意愿。

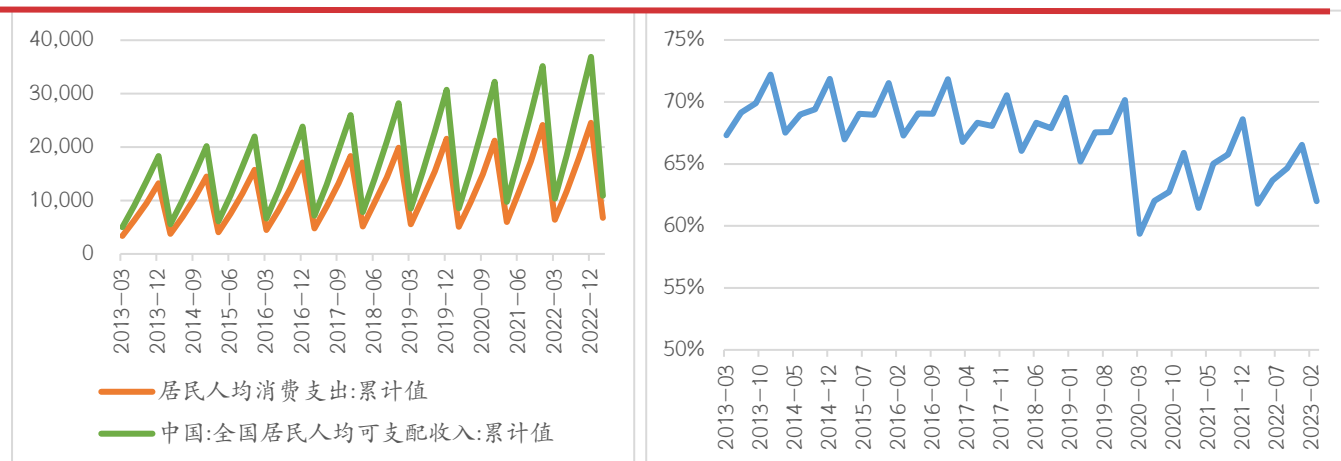
内需：国内经济逐渐复苏，低基数效应下，1—4 月社零增速逐渐增加，纺服零售同比增速大于社零增速，5、6 月份由于基数原因会导致增速有所放缓，7—8 月份为纺服消费季节性洼地，9—12 月纺服消费增速有望再度回升。

进出口：通常自二季度开始，纺服出口当月值持续增加，8—9 月份开始转弱，四季度环比基本持平。在全球经济增速较低、外需恢复缓慢、“疆棉禁令”等事件影响下，5 月我国纺服出口环比转弱，未来仍面临较大压力。我国纺服出口格局正在逐渐改变，东盟超越美国成为我国最大纺服出口国，而 5 月出口欧美纺服金额也环比增加，服装出口仍有一定韧性，预计本年度纺服出口同比基本持平或小幅下降。

光期研究：三四季度棉花下游消费恢复前景如何？

一、宏观层面对棉花消费的影响

图表 1：居民人均可支配收入及消费支出（元） 图表 2：居民人均消费支出占可支配收入比例（%）

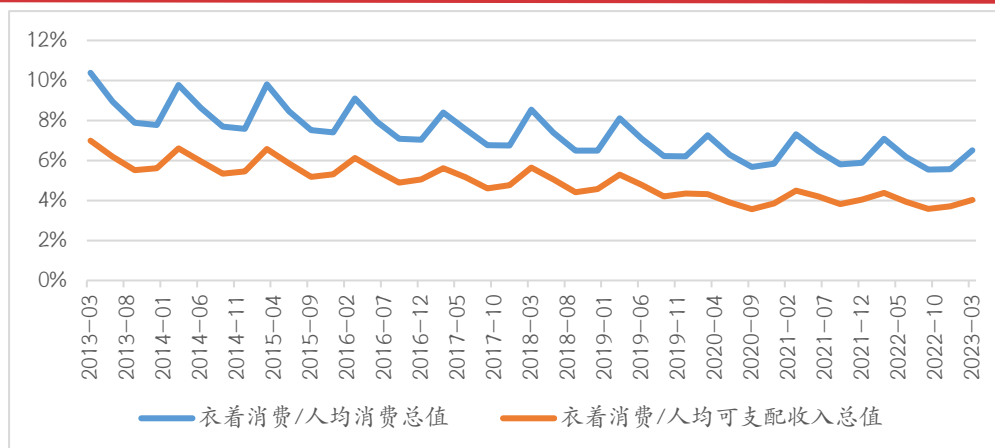


资料来源：Ifind、光大期货研究所

我国居民人均收入、消费支出水平均持续上涨，但涨幅同比下降。据国家统计局相关数据，2023 年一季度，全国居民人均可支配收入为 10870 元，较去年同期上涨 5.07%，涨幅较去年同期下降 1.25 个百分点。2023 年一季度人均消费支出 6738 元，同比上涨 5.4%，人均消费支出随着收入水平的增加而增加，但 2023 年一季度消费支出同比涨幅较去年同期下降 1.6 个百分点。

居民人均消费支出占可支配收入比例逐渐下降。2020 年疫情爆发导致消费支出占收入比例锐减，近年来逐渐回升，但仍低于疫情爆发之前水平。截止 2023 年一季度，人均消费占可支配收入比值为 61.99%，环比上季度下降 4.54%，较上年同期上涨 0.19%，绝对值来看，人均消费占比处于历史同期较低水平，居民消费支出意愿仍然较低。

图表 3：衣着类消费占人均消费及人均收入比例（%）

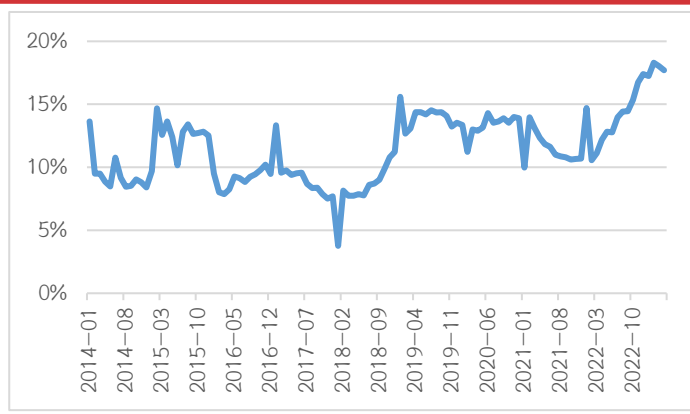
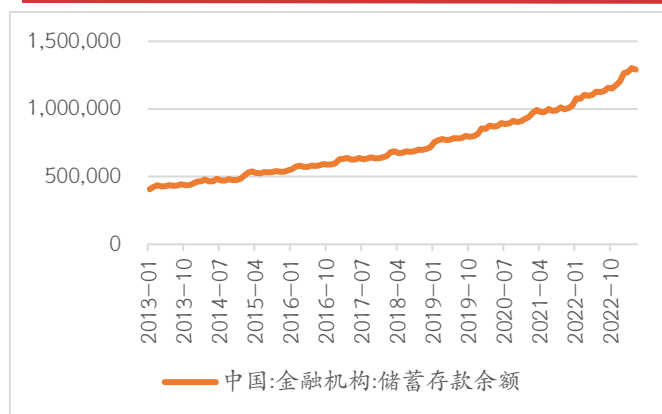


资料来源：Iifind、光大期货研究所

衣着类消费占比震荡下行。过往 10 年中，衣着类消费占比逐渐下降，2023 年一季度，衣着消费占人均消费总值比例为 6.5%，位于近十年来历史同期最低值，同比下降 0.59 个百分点。衣着类消费占人均可支配收入比例降幅稍低，2023 年一季度，我国居民衣着类消费占人均可支配收入比例为 4.03%，同样位于近十年来历史同期最低位，同比下降 0.35 个百分点。

图表 4：金融机构储蓄存款余额（亿元）

图表 5：金融机构储蓄存款余额同比（%）

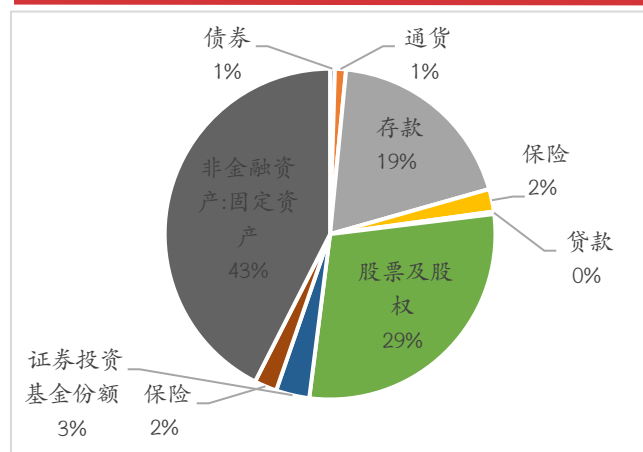


资料来源：国家统计局、光大期货研究所

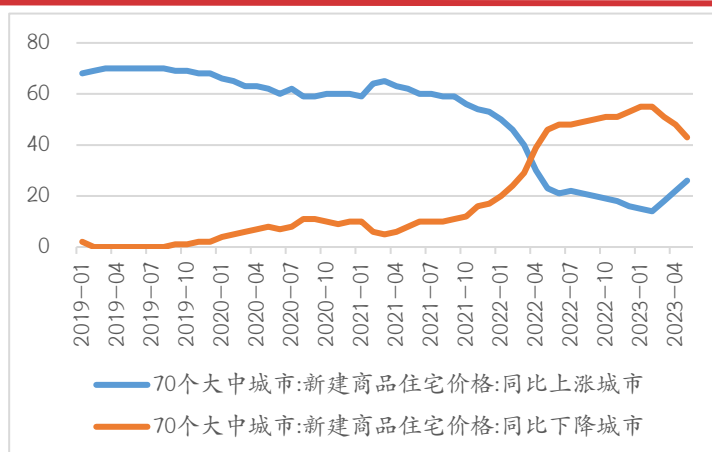
金融机构储蓄存款余额持续增加。据国家统计局相关数据显示，截止 2023 年 5 月，中国金融机构储蓄存款余额为 129.6 万亿元，环比 4 月末小幅上涨 0.42%。自 2022 年 3 月以来，我国金融

机构储蓄存款余额同比涨幅就在持续增加，截至 2023 年 5 月，金融机构储蓄余额同比涨幅达到 17.41%，位于历史高位水平，表明当前我国居民储蓄意愿较为强烈。

图表 6：中国居民资产构成



图表 7：70 大中城市房价同比变动（个）



资料来源：中国社会科学院、光大期货研究所 资料来源：国家统计局、光大期货研究所

房产类固定资产是我国居民资产最重要组成部分，该部分资产正在逐渐缩水。依据中国社科院公布的 2019 年中国居民资产负债情况显示，中国居民金融资产占比为 57%，金融资产中，又以股票及股权和存款为主。上文介绍，居民储蓄意愿正在不断增强，对于股票等理财收益，我们通常愿意进行再投资或进行消费，但近年来银行存款、理财收益等利率水平逐渐降低，会在一定程度上影响居民消费意愿。固定资产中，房产占比最高，但从 2022 年 4 月以来，70 大中城市中，新建商品住宅同比下降城市数量反超同比上涨城市数量，居民固定资产有缩水迹象，同样会影响居民消费意愿。需要从政策端进行刺激，例如降息，降准等政策的出台。

二、国内棉纺产业链

2.1 国内纺织企业产销现状

（注：下文数据中，2023 年 6 月数据均为截至 6 月初数据）

图表 8：国内纺织企业经营现状统计表

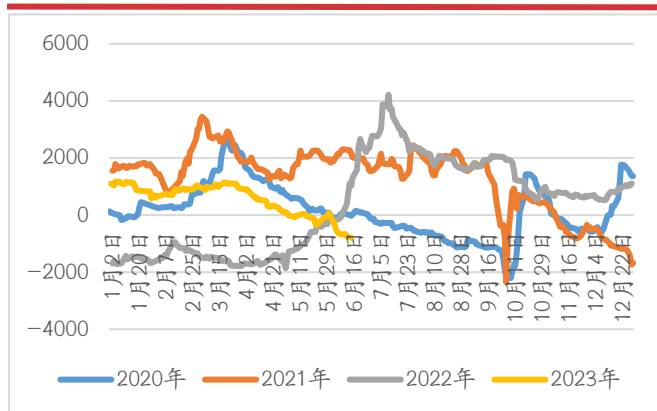
日期	纺织企业开机率			纺织企业纱产销率			纺织企业布产销率			纺织企业纱库存折天数			纺织企业布库存折天数		
	当月	同比	比三年平均水平	当月	同比	比三年平均水平	当月	同比	比三年平均水平	当月	同比	比三年平均水平	当月	同比	比三年平均水平
2023年06月	89.60	10.00	—	94.80	6.60	0.20	95.60	12.90	4.90	21.50	-11.50	0.70	42.00	-9.00	-1.70
2023年05月	91.04	14.43	34.31	95.56	8.28	5.90	97.08	17.99	14.45	20.93	-10.08	-3.23	39.85	-8.30	-5.06
2023年04月	91.91	12.33	34.69	102.07	15.36	13.83	100.89	18.03	16.14	20.68	-7.39	-4.37	38.92	-6.31	-6.10
2023年03月	84.56	3.38	29.93	104.21	16.89	16.68	101.32	16.74	17.77	26.38	-1.17	0.16	41.12	-3.66	-6.64
2023年02月	69.70	-10.89	12.24	106.87	17.28	20.88	102.11	15.83	24.89	29.64	9.21	4.79	48.90	6.29	1.46
2023年01月	75.05	-11.09	10.50	98.93	11.27	5.19	92.14	7.13	4.70	35.38	14.65	4.14	54.40	9.59	1.92
2022年12月	76.23	-12.48	46.66	90.00	4.74	-1.97	90.16	6.21	5.69	35.36	13.15	12.12	53.39	7.23	7.13
2022年11月	80.46	-8.27	50.88	92.50	4.05	-0.53	97.19	13.03	10.76	34.07	15.84	12.04	52.58	6.66	7.08
2022年10月	85.24	-5.36	26.47	101.02	12.43	8.44	105.65	21.46	18.47	32.86	16.02	10.90	52.26	8.83	7.63
2022年09月	74.14	-17.47	43.60	92.62	1.80	0.54	90.98	6.30	4.18	38.22	23.34	15.27	59.05	17.28	13.63
2022年08月	68.49	-25.24	9.75	89.84	-3.56	-2.30	85.52	0.69	-1.99	37.63	24.46	15.70	57.67	16.28	13.97
2022年07月	75.53	-18.18	44.29	88.18	-5.21	-3.13	83.02	-1.91	-4.63	35.17	22.25	13.00	59.67	20.13	15.92
2022年06月	79.67	-13.32	48.67	88.48	-6.57	-1.05	82.68	-2.30	-4.70	32.97	21.21	9.07	51.00	12.41	6.42
2022年05月	76.61	-16.96	45.42	87.28	-9.20	-4.98	79.09	-6.29	-10.17	31.01	19.51	10.18	48.15	10.41	8.19

资料来源：中国棉花网、光大期货研究所

纺织企业淡季特征逐渐显现。纺织行业传统淡季周期内，订单数量逐渐下降，6月初纺织企业开机率为89.6%，环比小幅下降。纺织企业纱、布产销率虽然同比上涨，但较2月份高位水平已经连续三个月环比下降。纺织企业纱、布库存天数位于近年来同期低位水平，但已经连续两月环比上涨，纱、布库存有逐渐累库趋势，淡季特征逐渐显现。

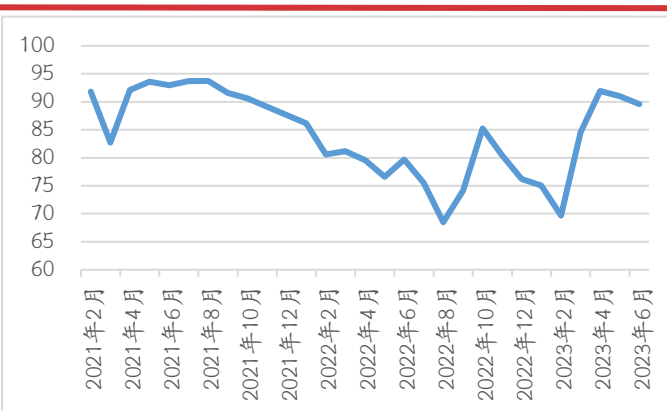
2.1.1 纺织企业开机下降、利润下滑

图表 9：纺织行业纺纱即期利润（元/吨）



资料来源：Ifind、光大期货研究所

图表 10：纺织企业开机率（%）

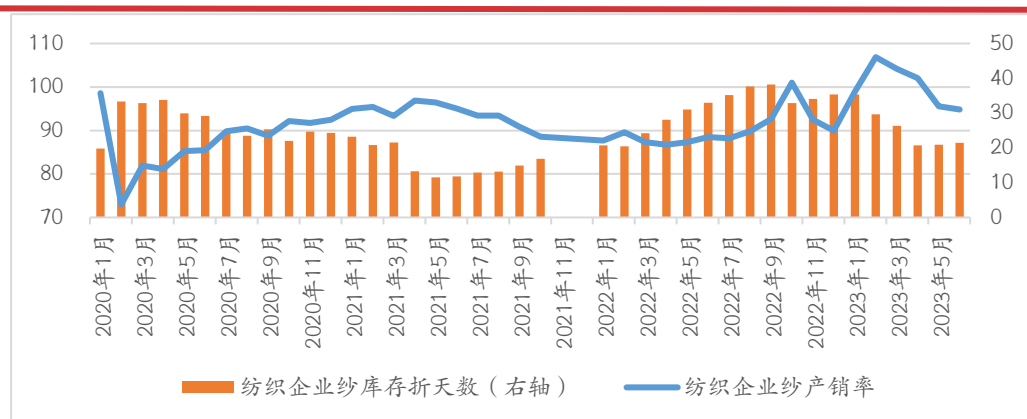


资料来源：中国棉花网、光大期货研究所

随着郑棉价格的快速反弹，纺纱即期利润持续下降，开机率也随之降低。按照纺纱原材料消耗比 1: 1.1，加工费用及各项杂费合计 5500 元/吨进行估算，纯棉普梳 32 支纺纱利润自 4 月以来持续下降，在 5 月初，纺纱即期利润基本为零，6 月份再度下降。当前纺纱利润分化，高支纱利润尚可，中低支纱利润较低，纺纱利润的降低，较大程度上影响纺织企业开机意愿。5 月及 6 月纺织企业开机率均环比下降，6 月初我国纺织企业开机率为 89.6%，环比下降 1.44 个百分点，预计随着纺织利润的降低，开机率会持续下降，在 8-9 月份止跌反弹，迎接新的纺服消费旺季。

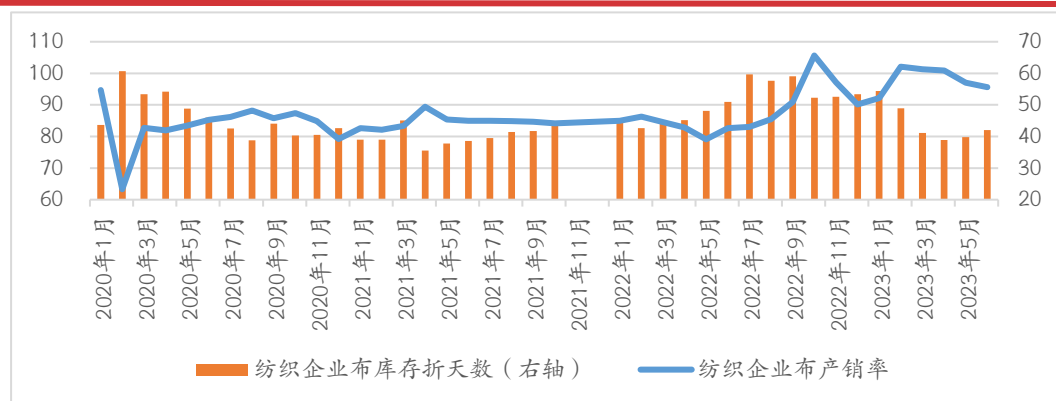
2.1.2 纱、布产销率环比下降，库存小幅累库

图表 11：纺织企业纱产销及库存情况（%、天）



资料来源：中国棉花网、光大期货研究所

图表 12：纺织企业布产销及库存情况（%、天）

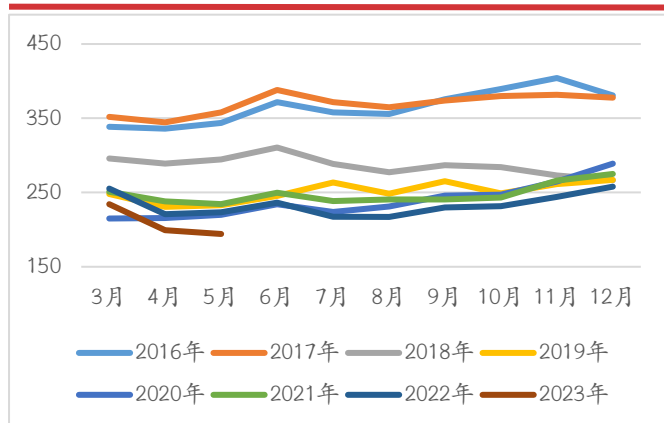


资料来源：中国棉花网、光大期货研究所

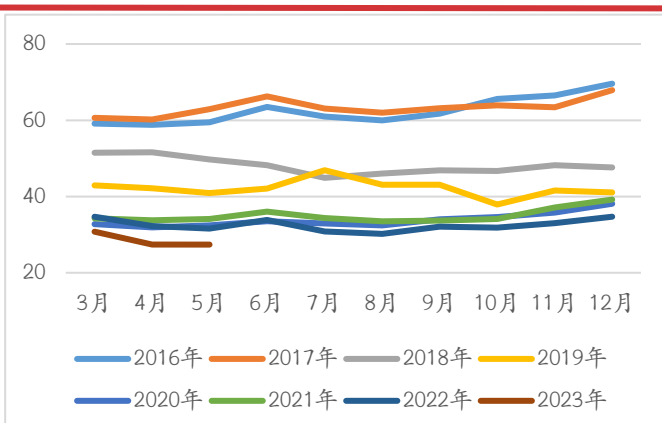
纺织企业纱、布产销率持续下降，库存水平环比上升。2023 年 2 月，即春节过后的第一个月，纺织企业产销率均达到年内最高值，随后开始逐渐回落，截至 6 月初，纺织企业纱产销率为 94.8%，较 2 月峰值下降 12.07 个百分点，布产销率为 95.6%，较 2 月峰值下降 6.51 个百分点，产销率持续下降。6 月初纱库存天数为 21.5 天，布库存天数为 42 天，环比上月均小幅增加，但纱库存数量仍相对偏低，表明纺企原材料补库意愿仍然较低。但库存天数环比增加，纱、布已经有类库趋势，预计该现象仍将维持 1-2 月，在 8-9 月份，传统消费旺季到来之前，预计纱、布产销水平会有所回升。

2.1.3 纱、布产量当月值位于历史低位

图表 13：全国纱产量当月值（万吨）



图表 14：全国布产量当月值（亿米）



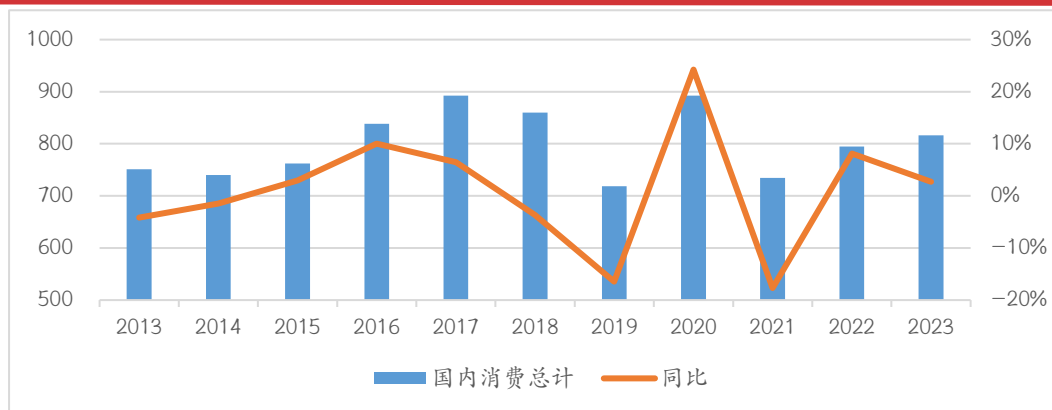
资料来源：国家统计局、光大期货研究所

资料来源：国家统计局、光大期货研究所

全国纱、布产量当月值位于历史低位。2023 年 3 月份以来，我国纱、布产量当月值持续下降，目前已经降至近年来最低水平。5 月我国纱产量 194.17 万吨，环比下降 2.52%，同比下降 13.04%，布产量当月值为 27.4 亿米，环比持平，同比下降 13.29%，纱、布产量当月值均同比大幅下降，棉花消费量也应有同比降幅。按照季节性规律来看，通常二季度纱、布产量逐渐增加，7、8 月份环比下降，9 月份产量会再度回升，按照目前情况来看，6 月份纱、布产量环比增加难度较大，关注 3 季度末，纱、布产量能否遵循季节性规律回升。

2.2 棉花及服装类商品消费改善预期较强

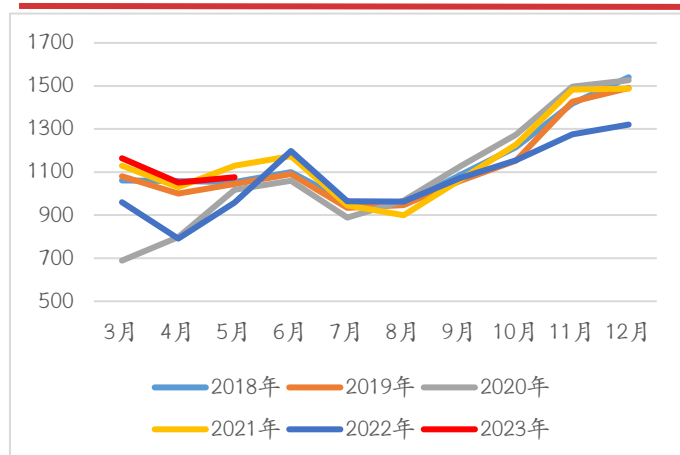
图表 15：我国棉花国内消费预期变动走势图（单位：万吨、%）



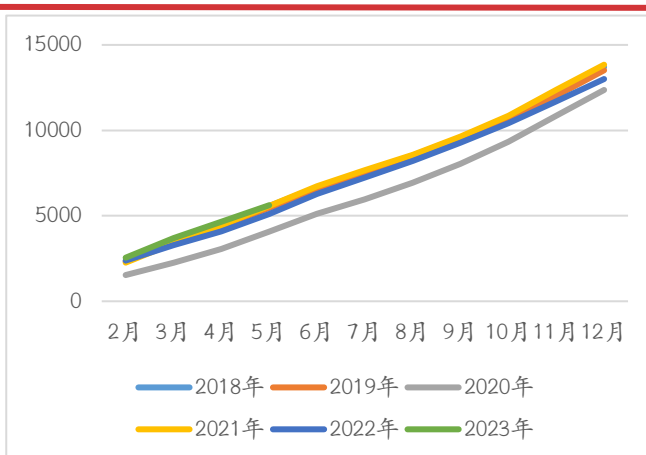
资料来源：国家统计局、光大期货研究所

2023/24 年度我国棉花消费量预期值同比上涨。自 2021 年新冠疫情得以初步控制以来，我国棉花消费量预期值连续两年同比上涨，2022/23 年度，我国棉花消费量预期值为 794.7 万吨，同比上涨 8.1%，涨幅较大主要是因为前期基数较低。2023/24 年度，我国棉花消费量预期值再度突破 800 万吨，达到 816.5 万吨，同比涨幅为 2.7%，位于近 10 年来中位水平，国内棉花消费改善预期较强，但改善幅度相对有限。

图表 16：服装类商品零售额当月值（亿元）



图表 17：服装类商品零售额累计值（亿元）

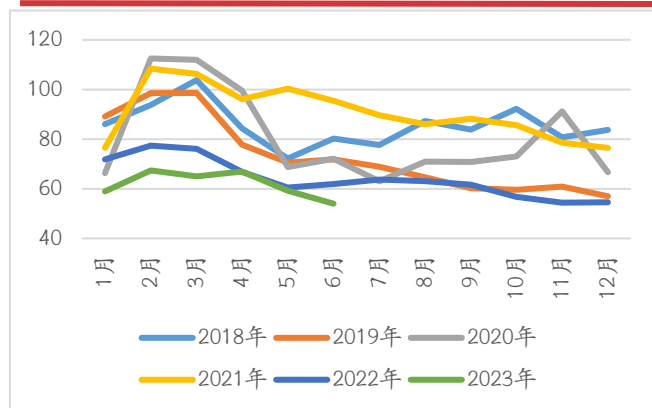


资料来源：Ifind、光大期货研究所

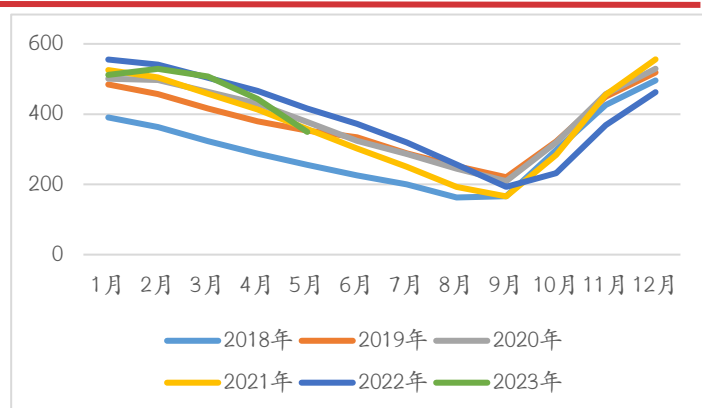
5月服装零售额同比涨幅回落，但仍高于社零平均水平。在过去的“金三银四”传统消费旺季，我国服装鞋帽、针、纺织品零售额当月值同比有较大幅度的上涨，5月我国服装鞋帽、针、纺织品零售额当月值为1075.8亿元，环比上涨2.3%，同比涨幅为17.6%，同比涨幅较上月回落。5月社零平均增速为12.7%，服装类商品零售额当月值同比涨幅大于社零平均涨幅。截至5月，服装鞋帽、针、纺织品零售额累计值5619.1亿元，累计同比上涨14.1%，2023年服装类商品零售额位于历史同期高位水平。展望未来，从季节性规律来看，7、8月为传统消费淡季，预计三季度服装零售增速会逐渐放缓，自9月份开始，至4季度末，服装类商品零售额当月值逐渐增加，预计本年度我国服装类商品内销会维持较好态势，但涨幅较此前预期或有一定差距，预计本年度服装类商品零售累计值同比涨幅在7%—10%左右。

2.3 棉花商业库存环比大幅下降

图表 18：棉花工业库存（万吨）



图表 19：棉花商业库存（万吨）

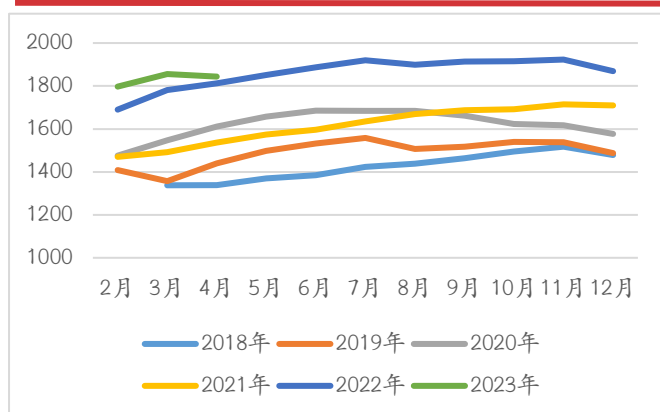


资料来源：中国棉花协会、光大期货研究所

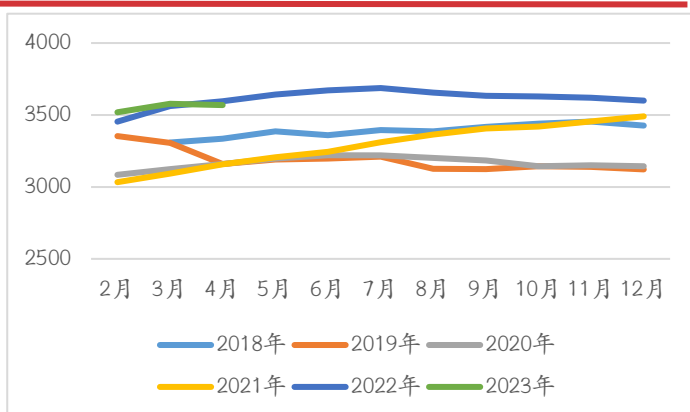
5月棉花商业库存环比大幅下降，市场传言并非空穴来风。此前某机构调研结果显示疆内棉花实际库存数量低于中国棉花信息网公布数据，引发市场对于棉花现货短缺的担忧。5月棉花商业库存报告显示，截至5月末，我国棉花商业库存349.28万吨，环比下降94.2万吨，创下近年来最大单月降幅，但目前商业库存仍位于历史同期中位水平，库存供应仍相对充裕。对于5月棉花商

业库存创下近年来最大单月降幅，中国棉花信息网给出解释称，“5月纺织企业逢低补库，采购意愿较强”，但棉花工业库存显示，6月初棉花工业库存仅有54万吨，折使用天数为26.1天，工业库存环比小幅下降，并未如预期般大幅增加。且国家统计局数据显示，5月我国纱、布产量环比上月均有所下降，即原材料棉花当月消费量也环比下降，棉花商业库存出现如此大的降幅，实在难以理解。作者认为，在棉花当月消费无较大变化、且棉花工业库存小幅下降的情况下，商业库存出现如此大降幅，部分原因是因为5月棉花采购需求增加，一些棉花经历转运后，未被完全统计在内；另外就是对此前数据进行修复，之前市场传言棉花库存短缺并非空穴来风。但目前我国棉花商业库存仍有300余万吨，且市场对于国储棉抛储、进口配额放开也有较大期待，当前棉花库存储备并无较大问题，棉花供应量能够满足我国日常用棉需求直至新棉上市。

图表 20：纺织业产成品库存期末值（亿元）



图表 21：纺织业存货期末值（亿元）

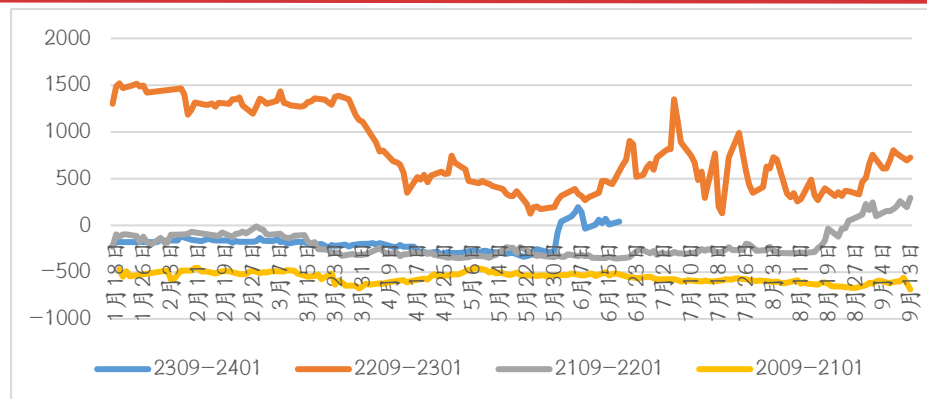


资料来源：Ifind、光大期货研究所

我国纺织业产成品库存与存货水平仍然较高。2023年我国纺织业产成品库存仍位于历史同期高位水平，4月我国纺织业中规模以上工业企业产成品库存期末值1843.5亿元，环比下降0.66%，同比上涨1.73%，仍位于历史同期最高位。纺织业存货进入下降通道，4月我国纺织业存货为3568.2亿元，环比下降0.27%，同比下降0.76%，纺织企业整体库存量逐渐下降，但目前仍处历史高位水平，库存端压力仍存。

2.4 棉花 9-1 月间价差转为倒挂

图表 22：棉花 9-1 价差走势图（元/吨）



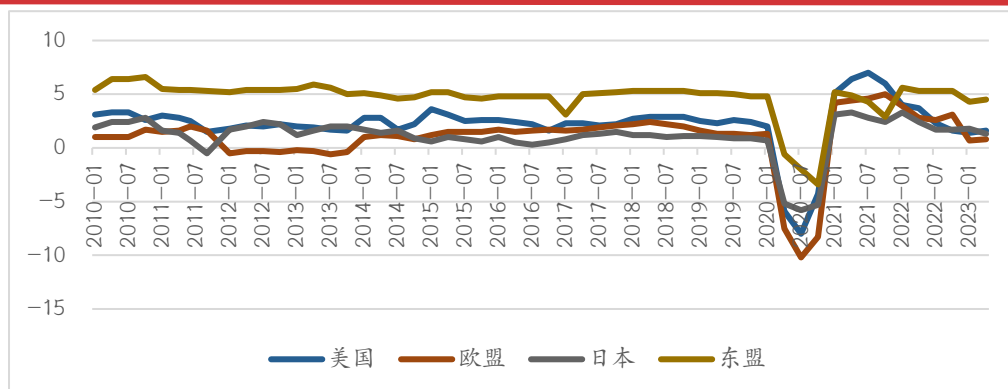
资料来源：Ifind、光大期货研究所

郑棉近月合约涨幅较大，9-1 价差再度倒挂。此前市场传言疆内棉花库存短缺，部分大型纺企扫货，导致郑棉期价再度出现近强远弱的格局，截止 6 月 16 日，郑棉 9-1 合约价差为 10 元/吨，5 月 31 日郑棉 9-1 合约价差为-280 元/吨，半月时间，9-1 价差上涨 290 元/吨，再度倒挂。面对郑棉近月合约价格的大幅上涨，下游纺企实际采购意愿较低，即期利润测算持续亏损，市场交投清淡。1 月合约交割基准品为新年度上市的新棉，市场采购需求较大，且本年度新棉减产导致抢收预期较强，新棉上市前 01 合约仍有较大上行空间。

三、纺织服装出口表现

3.1 我国主要纺织服装出口国经济增速预测

图表 23：IMF 经济增速预测：当年度（%）

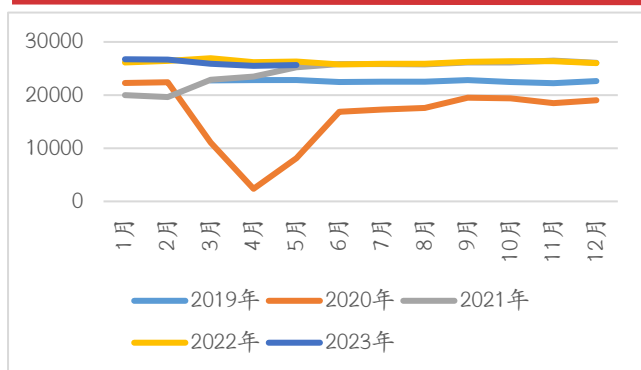


资料来源：Iifind、光大期货研究所

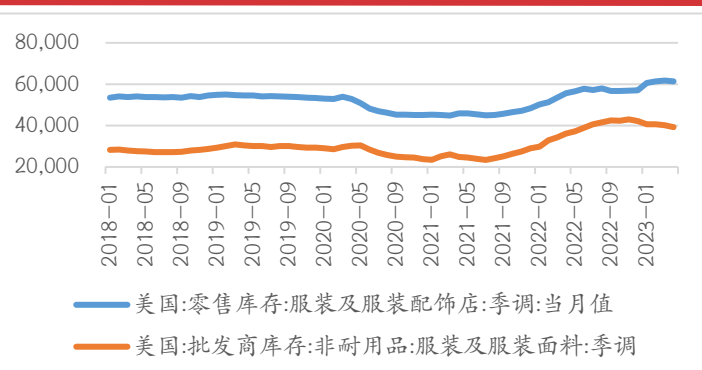
美、欧经济增速预测值环比增加，但仍然较低，东盟经济增速预测位于历史中位水平。国家经济增速决定了该国消费能力的强弱，东盟、美国、欧盟、日本是我国最主要的纺织服装出口国。据 IMF 预测，2023 年美国经济增长速为 1.6%，环比年初预测值增加 0.2 个百分点，欧元区经济增长速为 0.8%，环比上涨 0.1 个百分点，2023 年美国、欧盟经济增长速预计较低，一定程度上影响纺织服装需求。东盟经济增长速预计为 4.5%，较年度预测值上涨 0.2 个百分点，基本位于历史均值水平。

3.2 美国服装消费下降、去库缓慢

图表 24：美国服装零售当月值（百万美元）



图表 25：美国服装库存（百万美元）

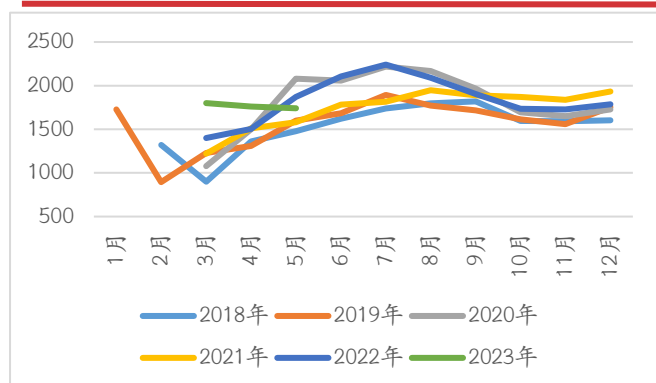


资料来源：美国人口普查局、光大期货研究所

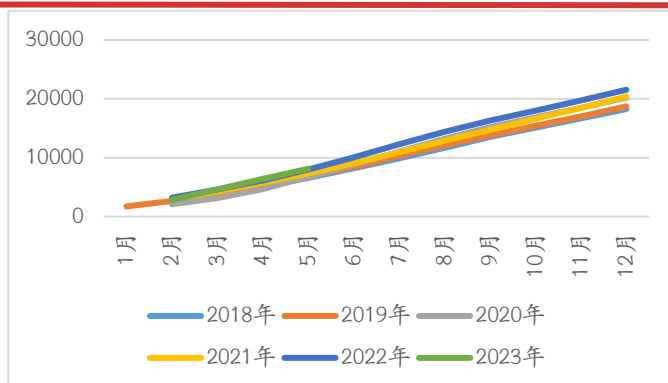
美国服装零售库存仍然较高，零售额环比持续下降。截至 4 月，美国服装及服装配饰零售库存为 613.46 亿美元，较 3 月环比下降 0.7%，仍位于历史高位水平。美国服装批发商库存更早进入下降通道，4 月美国服装批发商库存为 392.09 亿美元，环比上月下降 2.25%，批发商库存降幅更为明显，但库存仍然偏高。5 月美国服装零售额当月值为 256.29 亿美元，连续 4 月环比下降，在美国服装消费逐渐下降，库存去库未见明显成效的情况下，未来美国服装进口需求仍不乐观。美国作为我国主要的纺服出口国之一，美国服装进口需求下降，不利于我国纺服出口。

3.3 5 月纺服出口数据环比下降

图表 26：纺织品及服装出口当月值（万吨）



图表 27：纺织品及服装出口累计值（万吨）

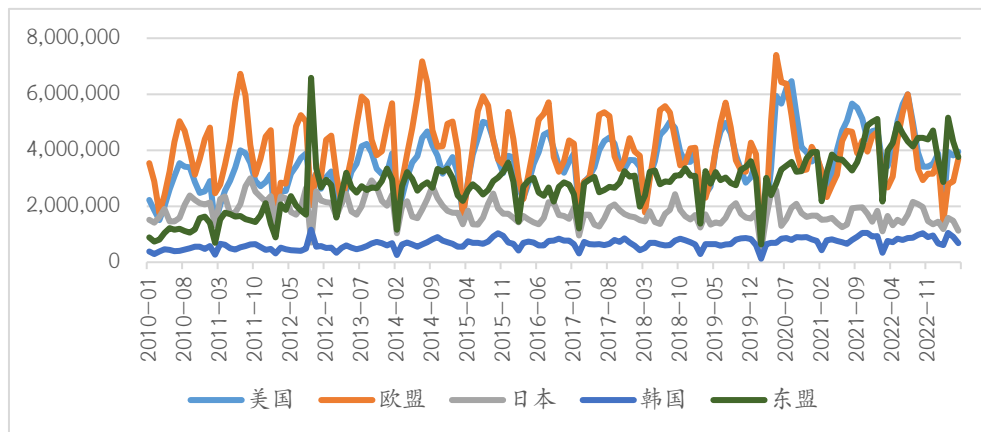


资料来源：海关总署、光大期货研究所

5 月纺织品及服装出口数据下滑，在市场预期范围之内。5 月我国纺织品及服装出口金额为 1740.69 亿元，环比下降 19.68 亿元，降幅为 1.12%，较去年同期同比下降 131.37 亿元，同比下降 7.02%，5 月我国纺织品及服装出口数据下降较为明显，在市场预期范围内。3、4 月份纺服出口数据超预期好转更多是由于前期订单积压后集中释放所致。欧美等国为了应对高通胀而持续加息，当前对纺织品及服装等非必需品消费力度逐渐减弱，5 月我国服装出口当月值回落。

3.4 东盟成为我国最大纺服出口国

图表 28：我国纺织原料及纺织制品出口金额（千美元）



资料来源：Iifind、光大期货研究所

东盟超过美国成为我国纺织原料及纺织制品第一出口目的地。按照我国纺织原料及纺织制品出口金额排名，前五位分别是东盟、美国、欧盟、日本、韩国，上图中可以清晰看到，纺织制品出口东盟金额逐年上升，出口美国及欧盟金额正在逐渐下降，我国纺织原料及纺织制品出口格局发生了较大变化。上文中提到，2023 年东盟经济增速较往年基本持平，东盟又是我国最主要的纺服出口国，东盟经济稳定增长对于我国纺服出口有较强稳定作用。美国及欧盟最为另外两大主要出口国，虽然 2023 年美、欧经济增速预计较低，但均环比增加，世界银行也上调经济增长预期，且 5 月我国出口美国、欧盟服装数量占比均环比回升，我国纺服出口欧美等国仍有一定想象空间。在出口东盟比重逐渐增加，出口欧美金额环比上涨的背景下，作者预估下半年我国纺服出口虽有较大压力，但韧性较强，全年我国纺服出口累计值预计同比基本持平或小幅下降。

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。

期货从业资格号：F0306200

期货交易咨询资格号：Z0000082

• **张凌璐**，光大期货研究所资源品分析师，负责纯碱、尿素等期货品种研究工作，英国布里斯托大学会计金融学硕士学位，ACCA 持证人，曾荣获郑州商品交易所纯碱优秀分析师称号，多次荣获郑州商品交易所纯碱高级分析师称号。

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。