

国联期货研究所

研究所

交易咨询业务资格编号
证监许可[2011]1773号

分析师:

林菁

从业资格证号: F03109650

投资咨询号: Z0018461

联系人: 丁家吉

从业资格证号: F03117223

相关研究报告:

《芳烃与调油系列专题
报告(一)》

《芳烃与调油系列(二)
风口上的乙苯调油》

芳烃下游行业库存周期的演绎与展望

➤ 摘要

本文围绕芳烃产业链中的“纯苯、苯乙烯、PX”等重要品种,对产业链下游主要行业的库存周期,分门别类地进行分析。其中,苯乙烯下游ABS、PS对应家电、汽车行业,纯苯下游己内酰胺、纯MDI和PX下游聚酯对应纺织服装行业。

白色家电:国内空调主动补库周期或已见顶,政策周期红利渐尽,后期库存压力较大。冰箱和洗衣机的行业库存经过一轮去库后,库存压力较小,洗衣机后期仍存主动补库的可能性。美国家电零售商补库以消化批发商库存的可能性不高。

汽车行业:若国内新能源车财政补贴政策不退出,则四季度乃至明年厂商主动去库的可能性较小。美国汽车行业库存正处于1967年以来的大周期底部,度过芯片、工人短缺的产业瓶颈期后,高制造业投资增速或推动厂商主动补库。

纺织服装:国内前端化纤库存已完成一轮主动去库,末端服装库存中枢亦下移,中端坯布主动补库的可能性较小。美国纺织服装库存出现由批发商向终端的零售商堆积的情形,2023年服装零售端消费者支出水平较2021-2022年出现明显下滑,这意味着零售商或在被动累库。

➤ 结论

综上所述,我们认为汽车行业未来出现国内外主动补库周期共振的逻辑最为明显。未来汽车行业需求对苯乙烯下游的驱动力将逐年递增,利好我国ABS和PS的出口预期。

人民币贬值及海外高通胀推动产品价格居高不下的影响下,空调出口预期或使国内产销保持较强的韧性。建议关注家电外需变化的投资者,可跟踪美国周度家电零售消费者支出水平,及消费者信心指数等高频数据。

目录

一、白色家电库存周期:	- 5 -
1.1 家电政策周期效应临近尾声	- 5 -
1.2 国内空调主动补库阶段或已见顶	- 6 -
1.3 国内冰箱、洗衣机库存压力不高	- 8 -
1.4 美国家电库存向贸易商堆积, 零售表现较弱	- 10 -
二、汽车行业库存周期	- 12 -
2.1 国内汽车开始主动去库, 厂家库存压力较大	- 12 -
2.2 美国汽车行业进入主动补库的基钦周期	- 14 -
三、纺织服装行业库存周期	- 16 -
3.1 国内上游完成去库, 整体库存压力中性	- 16 -
3.2 美国纺服库存向下堆积, 零售库存压力较大	- 18 -
四、库存周期与需求变量的总结	- 20 -

图表目录

图 1: 中国年度家用电器零售额及增速 (亿元, %)	- 5 -
图 2: 城镇及乡村家庭每百户家庭空调保有量 (台)	- 5 -
图 3: 国内主要&其他品牌空调库存走势 (万台)	- 7 -
图 4: 主要&其他品牌空调库存季节性分析 (万台)	- 7 -
图 5: 国内主要&其他品牌空调库销比 (%)	- 7 -
图 6: 中国 36 大城市日用品空调平均价格 (元/台)	- 7 -
图 7: 国内空调行业渠道库存季节性分析 (万台)	- 7 -
图 8: 房地产竣工同比增速 VS 新开工同比增速 (%)	- 7 -
图 9: 国内洗衣机主要&其他品牌库存走势 (万台)	- 8 -
图 10: 国内洗衣机行业库存季节性分析 (万台)	- 8 -
图 11: 中国 36 大城市洗衣机平均价格 (元/台)	- 8 -
图 12: 国内洗衣机行业库销比季节性分析 (%)	- 8 -
图 13: 国内冰箱行业库存走势 (万台)	- 9 -
图 14: 国内冰箱行业库存季节性分析 (万台)	- 9 -
图 15: 中国 36 大城市冰箱平均价格 (元/台)	- 9 -
图 16: 国内冰箱行业库销比季节性分析 (%)	- 9 -
图 17: 美国家用电器零售商库存金额 (百万美元)	- 10 -
图 18: 美国家用电器零售商库销比 (%)	- 10 -
图 19: 美国家用电器批发商库存金额 (百万美元)	- 11 -
图 20: 美国家用电器批发商库销比 (%)	- 11 -
图 21: 美国家用电器店零售消费者支出水平 (%)	- 11 -
图 22: 美国密歇根大学消费者信心指数 (点)	- 11 -
图 23: 中国汽车企业库存走势 (万辆)	- 12 -
图 24: 乘用车渠道库存&库销比走势 (万台, %)	- 12 -
图 25: 乘用车厂家库存&库销比走势 (万台, %)	- 13 -
图 26: 国内汽车经销商库存预警指数 (点)	- 13 -
图 27: 乘用车内销增速&出口增速走势 (%)	- 13 -

图 28: 国内乘用车月度销量 (万台)	- 13 -
图 29: 美国 BEA 估算汽车库存水平 (千辆)	- 15 -
图 30: 美国 BEA 估算汽车行业库销比 (%)	- 15 -
图 31: 美国汽车行业批发商库存 (美元)	- 15 -
图 32: 美国汽车新车价格指数 (点)	- 15 -
图 33: 长丝 FDY 企业库存可用天数 (天)	- 16 -
图 34: 长丝 DTY 企业库存可用天数 (天)	- 16 -
图 35: 长丝 POY 企业库存可用天数 (天)	- 17 -
图 36: 国内坯布企业库存可用天数 (天)	- 17 -
图 37: 长丝 POY 价格指数 (点)	- 17 -
图 38: 长丝 FDY 价格指数 (点)	- 17 -
图 39: 长丝 DTY 价格指数 (点)	- 17 -
图 40: 柯桥纺织坯布价格指数 (点)	- 17 -
图 41: 中国纺织服装业存货金额 (万元)	- 18 -
图 42: 中国 & 越南纺织服装出口增速 (%)	- 18 -
图 43: 美国纺服批发商存货金额 (百万美元)	- 19 -
图 44: 美国纺服零售商存货金额 (百万美元)	- 19 -
图 45: 美国纺服批发商库销比 (点)	- 19 -
图 46: 美国纺服零售商库销比 (点)	- 19 -
图 47: 美国纺服零售消费支出水平 (点)	- 20 -

一、白色家电库存周期：

1.1 家电政策周期效应临近尾声

国内的家电政策周期可以追溯到2008-2012年的第一轮“家电下乡”政策，我国对冰箱、空调、洗衣机等十余种家电实行财政资金直接补贴，大幅推动了家电在城镇和农村的保有量增长，同时实现了国内年均两位数的销售高增速。

图1：中国年度家用电器零售额及增速（亿元，%）

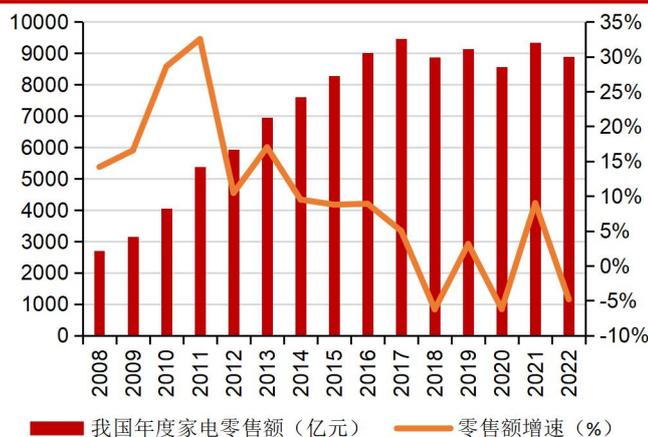
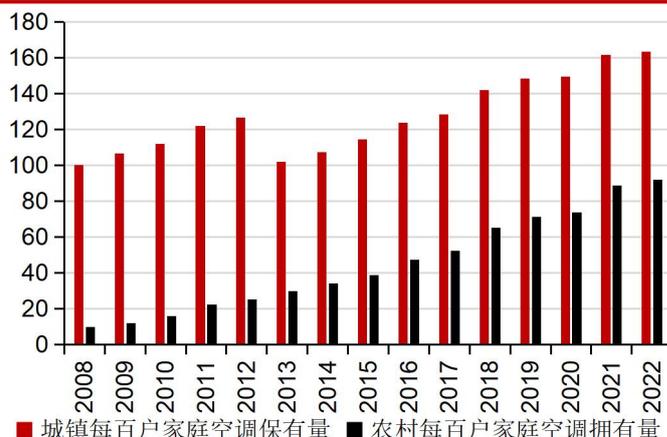


图2：城镇及乡村家庭每百户家庭空调保有量（台）



来源：国联期货研究所 国家统计局 WIND

根据2020年中国家用电器协会制定的《家用电器安全使用年限》标准，属于白色家电的空调、洗衣机安全使用年限最少在8年，冰箱安全使用年限最少在10年。考虑到家电寿命周期大约在8-15年，为刺激家电替换消费以拉动经济，2019年1月，发改委等十部门发布了《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019年）》。文件中明确提出有条件的地方可对新型绿色、智能化家电产品销售给予消费者适当补贴。

第二轮家电下乡的侧重点在于对淘汰旧家电并对绿色智能家电给予补贴，推动城乡用户选择能效级别更高的家电产品。同时，发改委印发《绿色高效制冷行动方案》，目标到2022年，家用空调的市场能效水平提升30%，绿色高效制冷产品市占率提高20%。2023年7月，发改委印发《关于促进电子产品消费的若干措施》，提出持续推动家电下乡和以旧换新政策。

我们认为2023年达到了本轮家电政策周期的高峰，原因如下：（1）第一轮政策推动的旧家电保有量存在替换需求；（2）绿色家电以旧换新政策，叠加空调新国标下的高能

效产品市占率目标，推动空调新产能淘汰落后产能，产销齐增；（3）2022年因疫情多地长时间封控，导致房屋竣工和装修的累积量，集中于2023年投放，成为家电增量消费的潜在因素。

而2023年后，随着在第一轮政策消费的旧家电迭代完成，国内高能效空调渗透率达到阶段性目标，政策周期对白色家电需求的影响或进入尾声。

1.2 国内空调主动补库阶段或已见顶

从国内空调库存的历史走势来看，国内空调的累库时间段大约在每年的三季度末至次年的一季度，处于空调行业内常说的“冷年”时间段内。

上一轮空调行业的库存中枢上移的启动点在2019年的冷年开端，即第二轮家电政策的开端。从近5年国内主要品牌的空调库存季节性分析来看，上一轮累库的高点在2021-2022年的冷年。

而自2022年三季度至今，空调行业基于前两年的库存水平之上转为去库，库存回落至近5年中位水平。本轮去库的过程中，国内空调销量同比增速较高，库销比达到近5年较低水平。

再结合全国空调均价走势来看，2023年至今空调均价虽较2022年四季度有所回升，但仍处近5年同期最低水平，可以初步推断出空调行业本轮是主动去库，且龙头企业贡献了主要的去库量。

最后从不同环节的角度来看，渠道库存自2021年以来库存中枢逐年抬升，说明2022年三季度以来，空调行业库存自上游厂家向中游贸易商转移。

展望后市，进入2023年冷年后，第二轮家电下乡政策和旧家电替换周期的影响均濒临尾声。且2024年国内房地产竣工端数据，或受到2022年开工端大幅下滑的负反馈，竣工、装修带来的家电增量预期将减弱。

2023年8月空调内销的高频数据转弱、库销比拐头上行，厂商四季度的排产预期同比下滑。国内渠道库存累至高位难以被消化、压力较大，而厂商经过一轮去库后，年底主动补库的可能性不高。我们认为，国内空调行业自2019年受政策推动的主动补库阶段或已见顶，空调的内需高峰已过。

图3: 国内主要&其他品牌空调库存走势 (万台)

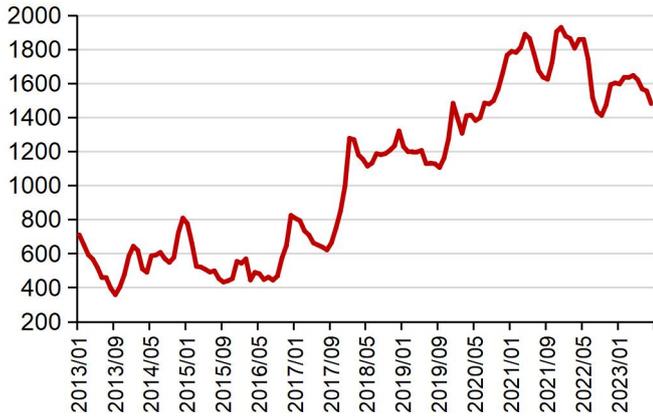
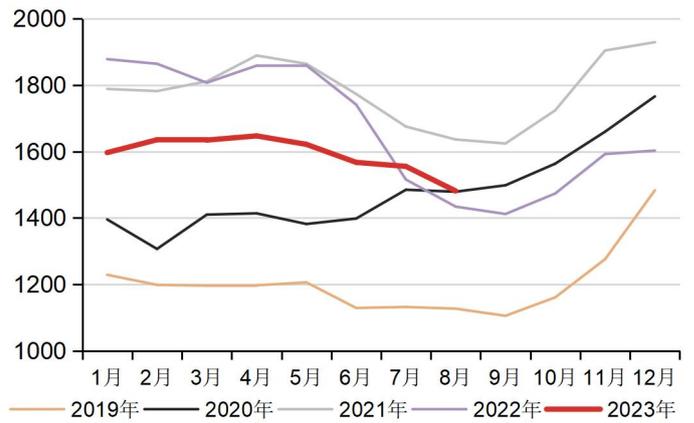


图4: 主要&其他品牌空调库存季节性分析 (万台)



来源: 国联期货研究所 产业在线 钢联

图5: 国内主要&其他品牌空调库销比 (%)

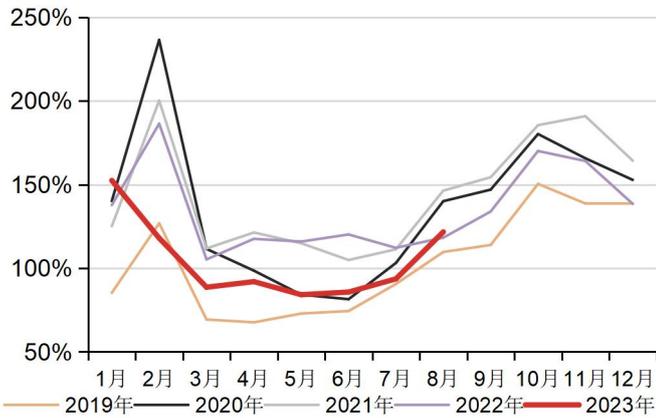
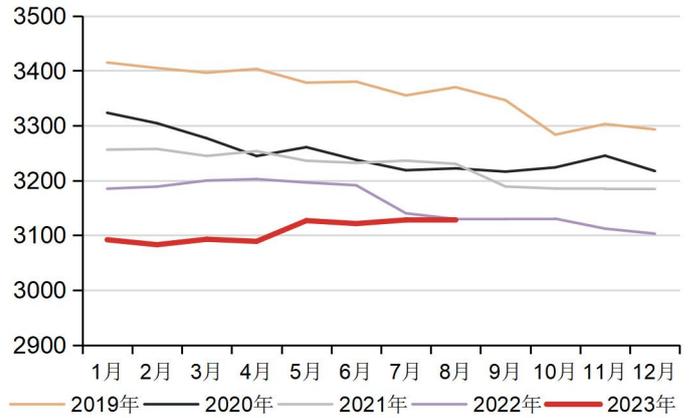


图6: 中国36大城市日用品空调平均价格 (元/台)



来源: 国联期货研究所 产业在线 钢联 WIND

图7: 国内空调行业渠道库存季节性分析 (万台)

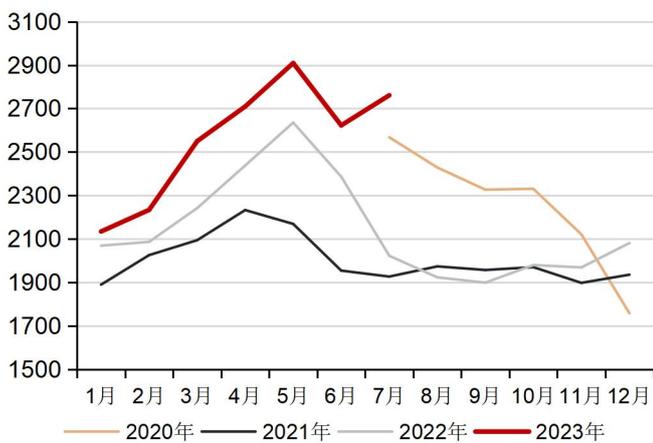
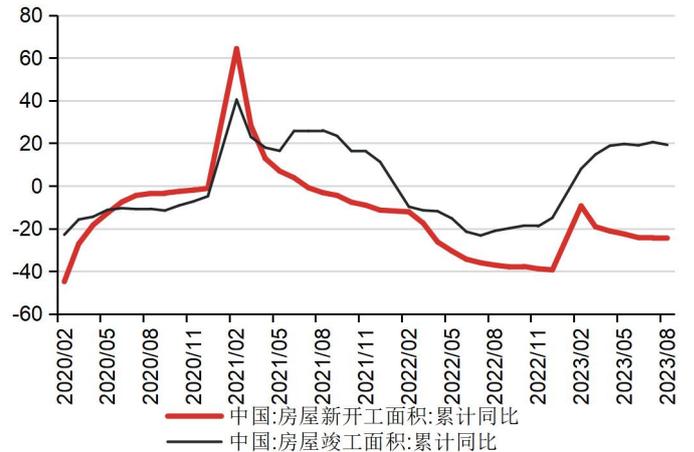


图8: 房地产竣工同比增速 VS 新开工同比增速 (%)



来源: 国联期货研究所 产业在线 钢联 WIND

1.3 国内冰箱、洗衣机库存压力不高

国内洗衣机行业历史库存高点在2015年，2016年后呈现去库趋势。2020年四季度因欧美在解除疫情封控后施行宽松的财政政策，国内厂商在外需回暖的预期下主动补库（同期国内洗衣机的均价和销量呈上行趋势），直至2021年1月后再度去库至今。

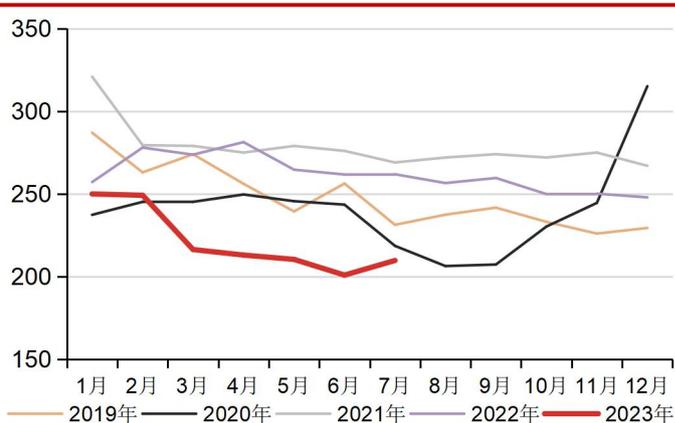
2023年国内洗衣机库存延续下行趋势，去库至2013年以来的最低水平。不过与前两年不同的是，2023年国内洗衣机产销均处于近5年同期最高水平，洗衣机平均价格处于近5年同期最高水平。同时2023年至今洗衣机行业的库销比大幅下滑至近5年最低水平，而2022年的洗衣机库销比处于近5年最高水平。

数据显示，2023年国内洗衣机行业符合被动去库的特征。展望后市，国内洗衣机厂商及渠道商库存均处于历史低位，人民币贬值维系着日用工业消费品出口需求的韧性，我们认为当前国内洗衣机库销比偏低，未来存在厂商主动补库的可能性。

图9：国内洗衣机主要&其他品牌库存走势（万台）



图10：国内洗衣机行业库存季节性分析（万台）



来源：国联期货研究所 产业在线 钢联

图11：中国36大城市洗衣机平均价格（元/台）

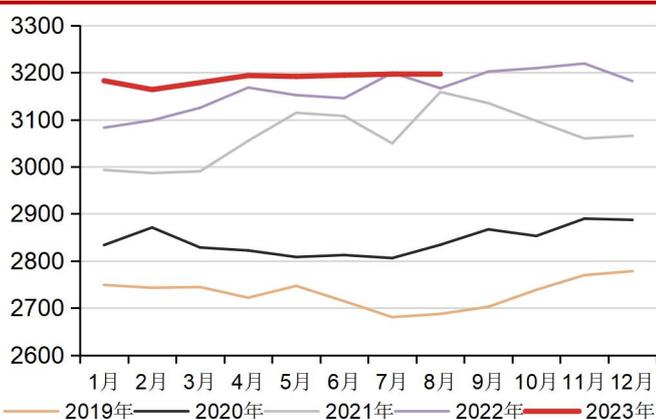
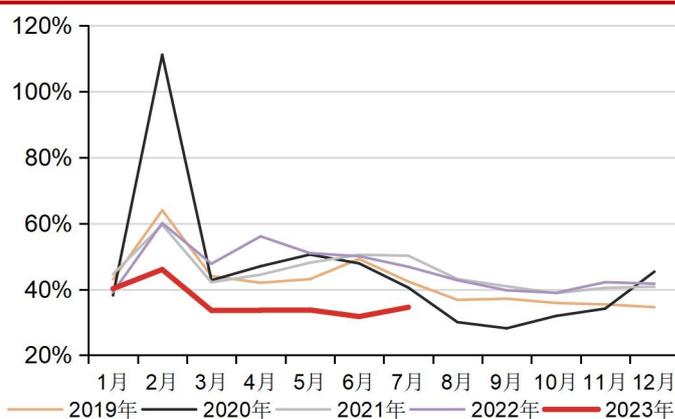


图12：国内洗衣机行业库销比季节性分析（%）



来源：国联期货研究所 产业在线 钢联

国内冰箱行业存在与空调类似的“冷年”累库的季节性，累库周期大约为3-4个月。与洗衣机不同的是，2020年冰箱库存中枢未出现显著上移，历史库存高点出现在2021年一季度。2021-2022年国内冰箱产销自2020年高峰持续滑落，同期冰箱均价在2021年见高后走弱，行业处于主动去库阶段。

2023年一季度，随着冰箱均价上涨至近5年最高水平，产销均较2022年出现明显回升，同时库销比亦回落至近5年均值下方，冰箱行业出现主动补库的迹象。

根据2023年8月的数据来看，冰箱价格回落、库存季节性回升、产销环比季节性下行、库销比回升，出现冷年被动累库的迹象。但展望后市，冰箱亦存在出口需求韧性支撑，国内冰箱库存中枢较2016-2021年的高位已下降近25%，整体库存压力并不大。因此，明年国内冰箱厂商主动去库的可能性较小。

图 13: 国内冰箱行业库存走势 (万台)

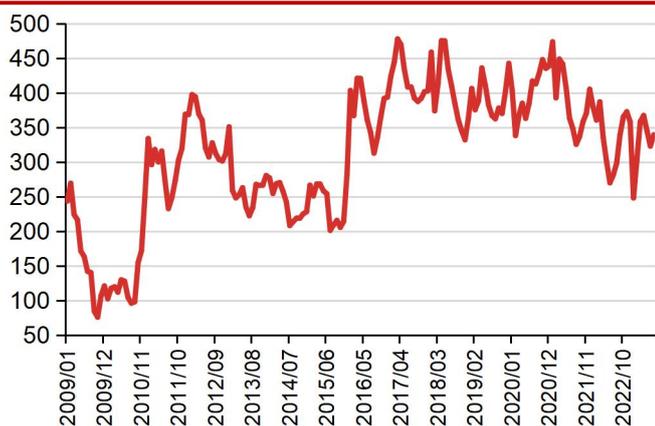
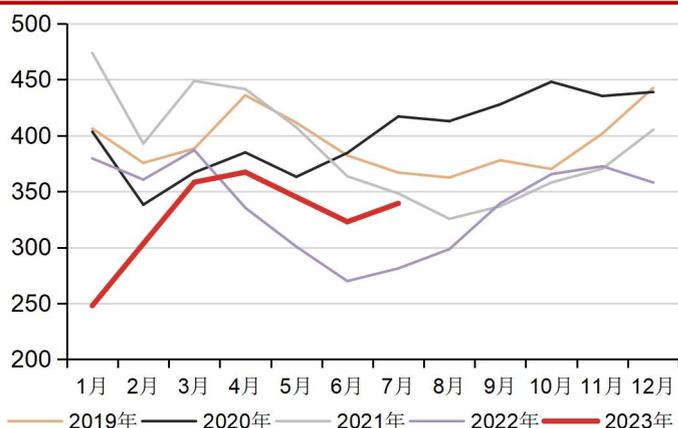


图 14: 国内冰箱行业库存季节性分析 (万台)



来源: 国联期货研究所 产业在线 钢联

图 15: 中国 36 大城市冰箱平均价格 (元/台)

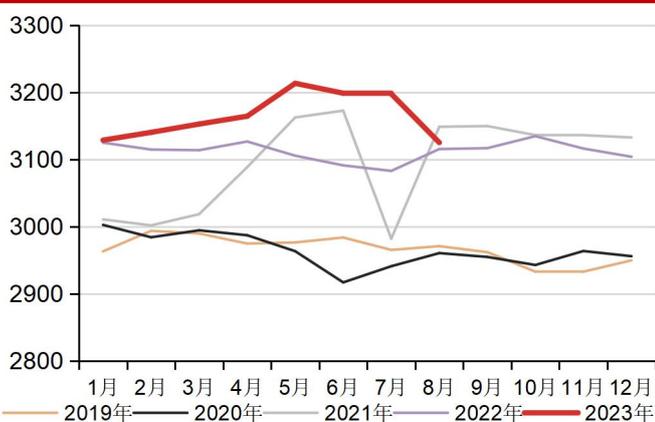
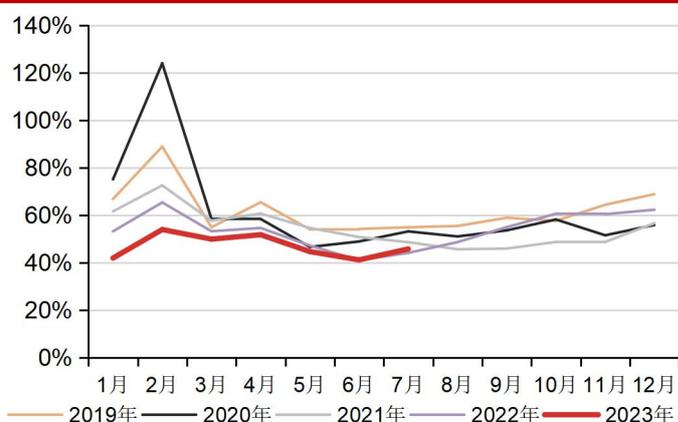


图 16: 国内冰箱行业库销比季节性分析 (%)



来源: 国联期货研究所 产业在线 钢联

综上所述，国内三大白色家电的库存周期各有差异，其中产量占比最大的空调（约

70%) 主动补库周期或已见顶，政策周期红利渐尽，后期库存压力较大；冰箱和洗衣机的行业库存经过一轮去库后，库存压力较小；处于历史低位库存的洗衣机，后期仍存主动补库的可能性，但其占白色家电比例较小（约10%），对聚乙烯下游ABS塑料和HIPS塑料的驱动作用有限。

1.4 美国家电库存向贸易商堆积，零售表现较弱

国内白色家电在2023年出现超季节性需求增量后，未来基于高基数的增长预期并不乐观。上文提到，在人民币贬值的背景下，出口需求韧性或是白色家电的亮点。然出口需求亦需结合外部的库存周期情况，以分析外需能否延续强劲。

我们以美国为外需的代表国家，采用美国商务部普查局公布的库存金额数据，并使用分行业CPI对价格通胀因素进行处理，观察美国家电行业库存周期。

通过图17-图20，可以发现美国家电行业库存自2020年末与宏观周期共振（联邦政府大规模财政刺激并补贴消费者的收入），走出持续2年的主动补库周期。但进入2023年后，美国家电行业库存出现了分化。

美国家电零售商库存2023年初转为去库，库销比同步下行；而批发商库存却累库至近5年最高水平，批发商库销比亦处于近5年最高水平，库存由下游向中游堆积。结合美国家电零售的消费支出水平来看，随着联邦给予消费者的收入补助临近全部终止，家电零售的购买力在2023年显著走弱。数据显示，美国的家电库存周期或已走至本轮主动补库的高点，今年下游因消费力减弱，开始减少从批发商处拿货，主动去库。

图 17：美国家用电器零售商库存金额（百万美元）

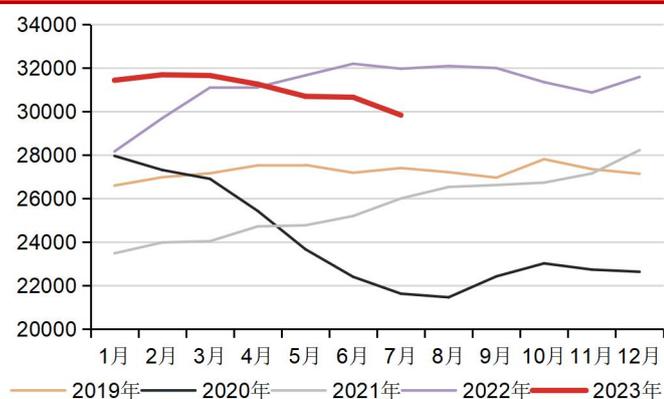
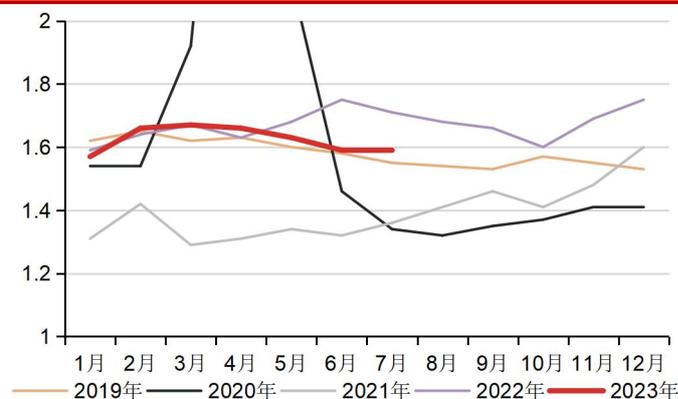


图 18：美国家用电器零售商库销比（%）



来源：国联期货研究所 美国商务部普查局 WIND

图 19: 美国家用电器批发商库存金额 (百万美元)

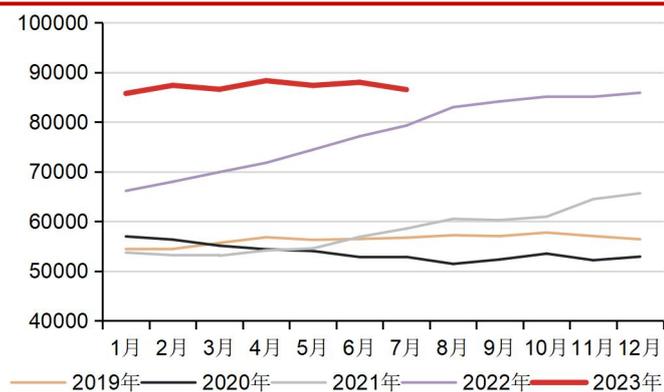
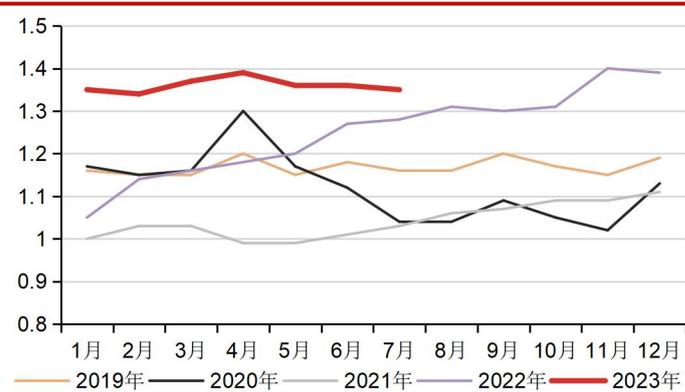


图 20: 美国家用电器批发商库销比 (%)



来源: 国联期货研究所 美国商务部普查局 WIND

图 21: 美国家用电器店零售消费者支出水平 (%)

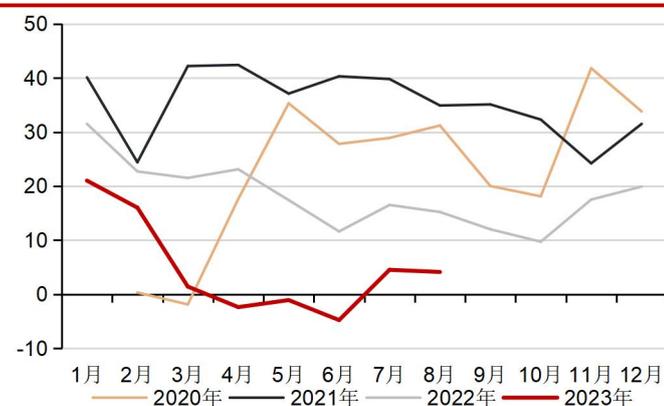
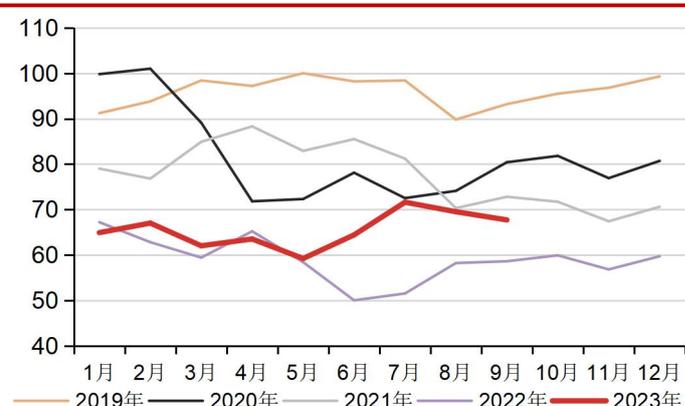


图 22: 美国密歇根大学消费者信心指数 (点)



来源: 国联期货研究所 美国经济分析局 WIND

展望后市, 消费者支出意愿和零售景气度, 或直接影响家电零售商重新补库的意愿。由于联邦财政补贴到期、政府清偿学生贷款的议案被最高法院驳回、物价增速较快等因素, 美国消费者信心进入三季度后持续回落。消费者信心虽然高于2022年通胀爆发期间, 但仍处于近5年均值水平之下。而家电等耐用品对消费者信心的敏感程度较大, 综合来看, 后续零售商补库以消化批发商库存的可能性不高。

二、汽车行业库存周期

2.1 国内汽车开始主动去库，厂家库存压力较大

我国汽车企业库存历史高点在2018年的三季度，此后汽车库存中枢持续下移，于2021年9月见至近7年的库存最低点。经销商库存预警指数亦于2021年三季度降至历史最低点，远低于库存警戒线。

发生这一现象的主因是，2021年国内出现严重的车载芯片供应短缺影响，致使国内以乘用车为代表的汽车生产陷入开工瓶颈。2021年第二、第三季度的国内汽车产销量均处于近5年最低水平，国内汽车行业处于被动去库阶段。

2021年三季度末国内车载芯片供应链恢复，厂商开始加大生产，库存转为上行趋势，同时价格亦在2021年-2022年三季度中处于上升趋势中，我们认为这一阶段属于主动补库。2022年四季度国内汽车价格回落（二手车交易价格回落更明显，2023年已大幅回落至近5年均值下方），汽车内销增速亦开始回落。2023年一季度汽车内销甚至出现大幅负增长，因此我们认为2022年四季度至今国内处于被动累库阶段。

从乘用车的渠道商库存和厂家库存来看，2023年国内渠道商和厂家均在前两年的基础上延续累库，但二者的库销比均呈现回落，其中渠道商的库销比低于2021年的水平，厂家库销比仍高于2021-2022年的水平，渠道商较厂家库存消纳地更为顺畅。从2023年初至今的经销商库存预警指数也能看出，渠道商的库存压力偏低。

图 23：中国汽车企业库存走势（万辆）

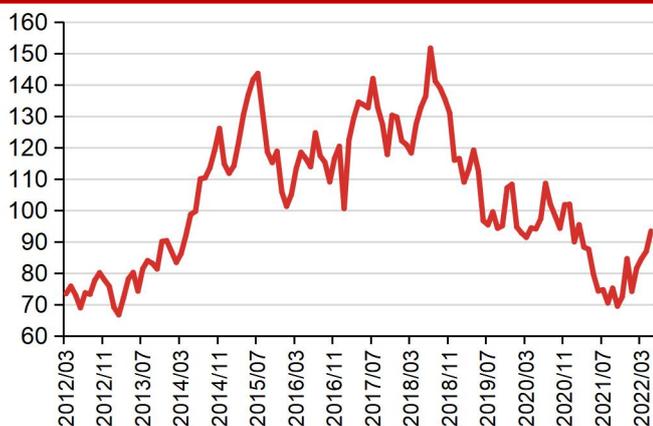
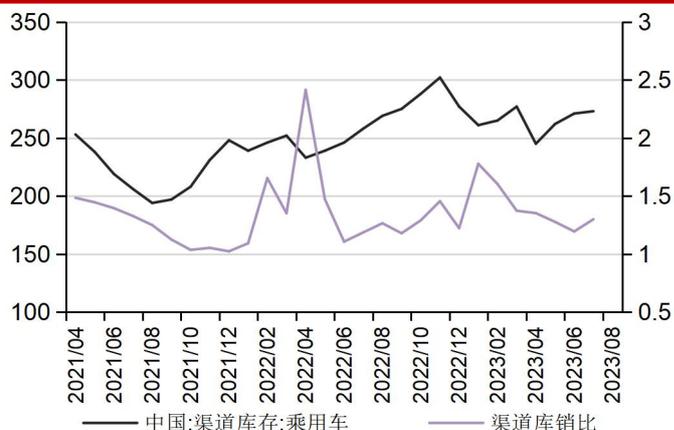


图 24：乘用车渠道库存&库销比走势（万台，%）



来源：国联期货研究所 中国汽车工业协会 WIND

图 25: 乘用车厂家库存&库销比走势 (万台, %)

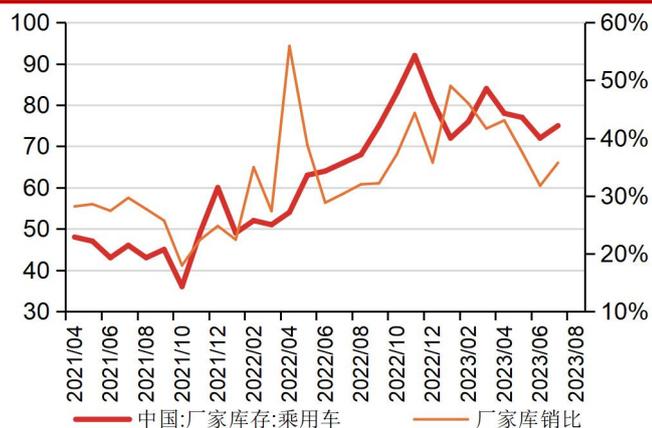
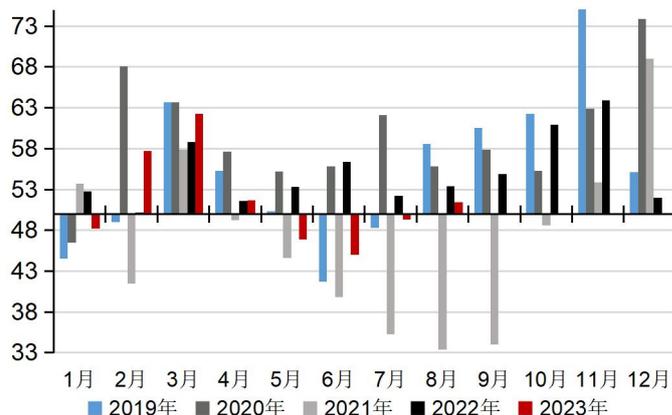


图 26: 国内汽车经销商库存预警指数 (点)



来源: 国联期货研究所 中国汽车工业协会 中国汽车流通协会 WIND

图 27: 乘用车内销增速&出口增速走势 (%)

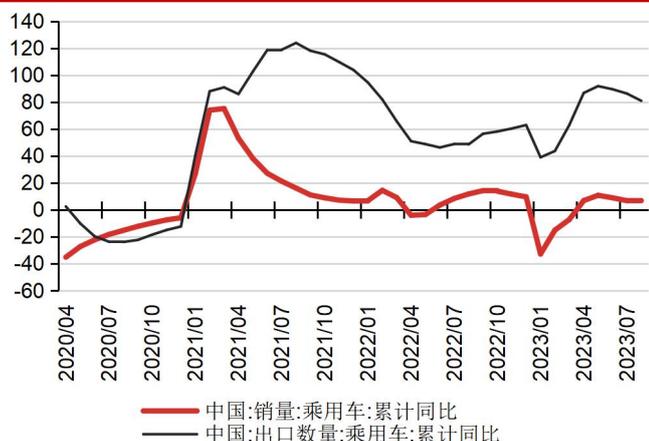
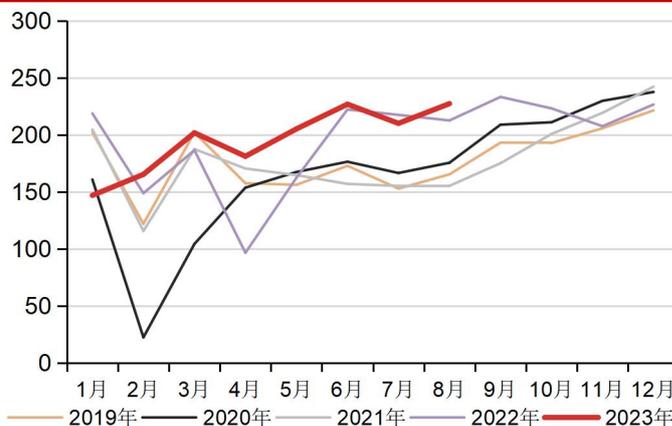


图 28: 国内乘用车月度销量 (万台)



来源: 国联期货研究所 WIND

国内汽车行业经过被动去库、主动补库、被动累库后, 展望后市是继续补库或再度去库, 需综合产业、政策的周期来判断。

首先从新旧产能迭代来看, 2023 年 8 月国内新能源车销量渗透率已达到 36%, 距离 2025 年达到 50% 的目标仍有增量空间, 受政策补贴的新能源车需求仍是行业的补库动力。而国内主动去库的压力来自于国六 B 禁售车型对老旧油车产能的清退。

其次从出口角度来看, 2023 年汽车内销增速虽开始放缓, 不过出口仍保持 80% 高速增长。考虑到北美、欧洲等发达国家均在寻求将新能源智能化汽车产业链转移至本土, 未来中国的新能源车受发达国家实施反补贴调查或提高关税等手段影响, 出口增速或出现回落。但对于国内苯乙烯下游的 ABS、PS 材料来说, 在汽车制造轻量化的趋势下, 欧美国增加汽车产业链投资, 未来仍有望带来进口增量需求。

再次从政策推动周期来看, 2021 年以来, 新能源汽车购置税减免逐年延续、新能源

汽车下乡政策和地方补贴汽车消费的接力出台，彰显了国家在财政上支持汽车制造作为未来工业经济主心骨的决心。

此外，国家亦在智能化汽车无人驾驶的赛道上不断推出支持政策，汽车的电动化和智能化呈现螺旋增长关系，随着电动车渗透率快速提升，智能驾驶和及智能座舱的渗透率也将增加，并带来电动车品牌价值的提升，促进电动化渗透的进一步提升。

综上所述，在汽车行业的朱格拉周期角度下，我国电动化和智能化汽车的投资和产销增长趋势尚在起步阶段。在小库存周期的角度下，渠道商库存压力不大、消纳良好，我们认为如果新能源车财政补贴政策不退出，那么四季度乃至明年厂商主动去库的可能性较小。

2.2 美国汽车行业进入主动补库的基钦周期

上文分析到，即使美欧国家将电动智能化汽车产业链转移至本土，并对我国汽车出口采取遏制手段，但由于欧美国家上游化工材料产能较亚洲相对匮乏，国内苯乙烯下游ABS和PS材料在汽车制造轻量化趋势下未来仍有出口增长潜力。

那么美国当前的汽车库存周期行至何处？从美国经济分析局的数据来看，美国汽车行业自2019年至2022年库存中枢持续下行，而周期内美国新车价格指数持续高速增长，汽车行业库销比水平亦逐年下降。这反映出美国汽车行业在最近的基钦周期（约42个月）中处于被动去库状态，我们认为导致被动去库的主因有二。

其一是美国的汽车保有量本就达到80%以上，作为对比，国家统计局数据显示2020年中国家庭汽车保有量约为41.7%。美国的汽车市场面临的是新旧汰换的问题，而非中国面临的下沉市场问题。

美国在2022年新能源汽车销量达到99.2万辆，渗透率仅达到6.9%，美国尚在汽车电动化的爬坡期。

其二是全球汽车芯片自2020年起陷入短缺。根据罗兰贝格的公开报告，2021年全球汽车芯片缺口达到最大值约为需求量的19%-25%，预计汽车芯片的缺口到2025年才有望缩减至需求量的3%-5%。

图 29: 美国 BEA 估算汽车库存水平 (千辆)

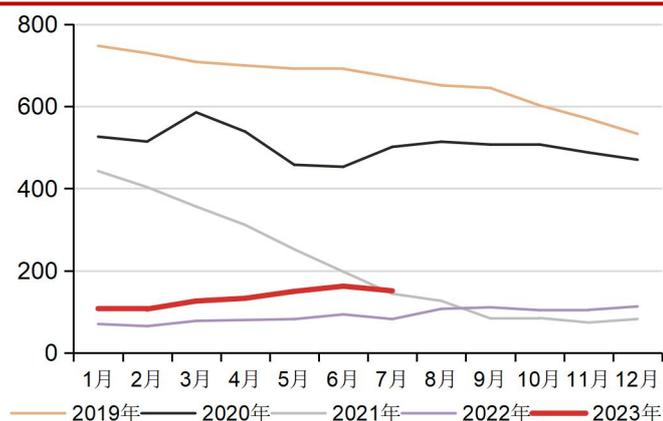
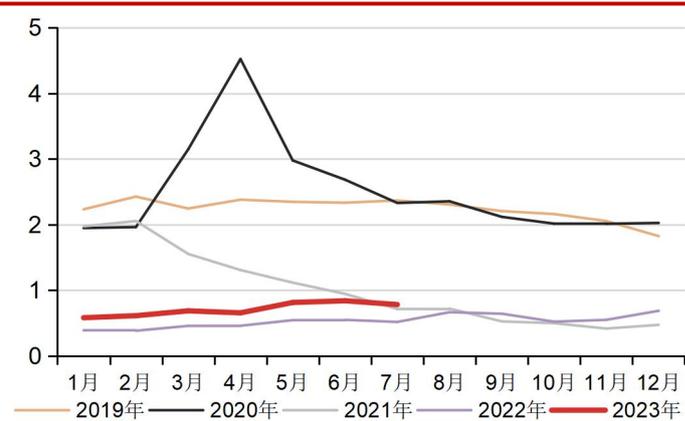


图 30: 美国 BEA 估算汽车行业库销比 (%)



来源: 国联期货研究所 美国经济分析局 WIND

图 31: 美国汽车行业批发商库存 (美元)

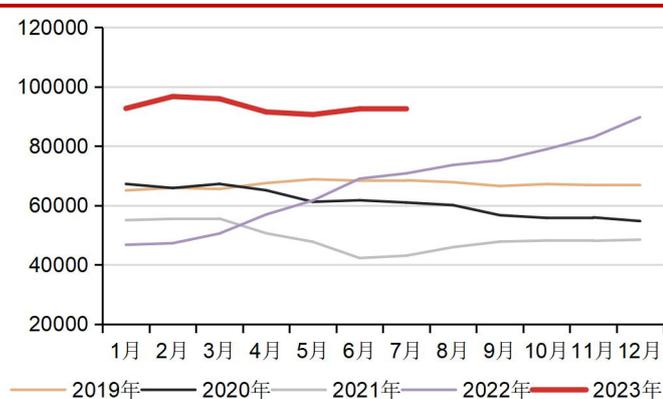
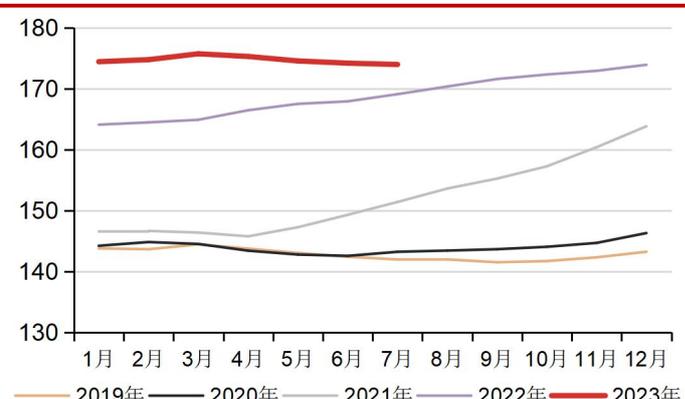


图 32: 美国汽车新车价格指数 (点)



来源: 国联期货研究所 美国经济分析局 WIND

2023 年 1-7 月, 美国汽车行业库存较 2022 年水平出现累库拐点, 而美国汽车批发商库存 (库存金额经过汽车分项 CPI 处理) 的补库节点更早, 发生在 2022 年的三季度。并且, 美国新车价格指数在 2022-2023 年实现了大幅增长。我们认为自 2023 年开始, 美国汽车行业或进入了主动补库的基钦周期。

发生这一变化的驱动力是美国在 4 月通过新能源车相关的 IRA 法案。根据该法案, 电动汽车如果符合在北美组装、电池零部件的采购比例达到 50% 以上等条件, 则每辆车最多可获得 7500 美元的税收抵免, 到 2029 年同条件中的比例将上升到 100%。法案意在激励美国和海外资本在美国本土投资建造电动车产业链, 并减少来自中国的汽车零部件供应, 保护本国的零部件供应商。

展望后市, 在美国财政推动电动化、智能化汽车产业链本土制造的背景下, 7% 不到的电动车渗透率意味着, 美国汽车新旧替换的市场空间极大。但值得注意的是短周期的

扰动，例如当前美国的高通胀水平引发的汽车工人罢工，或导致美国汽车行业库存因开工大幅下滑而被动去库。纵观历史，美国汽车行业库存正处于1967年以来的大周期底部，度过芯片、工人短缺的产业瓶颈期后，高制造业投资增速推动厂商主动补库，或将传导至对全球ABS、PS等汽车零部件原材料的需求激增。

三、纺织服装行业库存周期

3.1 国内上游完成去库，整体库存压力中性

芳烃中纯苯下游己内酰胺向下的尼龙6、聚酯锦纶，纯苯下游纯MDI向下的聚氨酯、氨纶面料，和PX下游PTA向下的聚酯涤纶，均受纺织服装需求直接影响。

纺服产业链的链条较长，我们分析库存需要结合前端的聚酯纤维，中端的坯布库存，和末端的批发商及零售商库存。国内纺服产业的重心主要在前端和终端，作为消费地区的发达国家产业重心主要在末端。

从国内的前端库存来看，2023年以来聚酯长丝库存天数的中枢较前三年明显下移，同期长丝的价格指数也较2021-2022年有所下行，同期长丝产销率处于近5年较低水平，可以判断国内化纤企业2023年经历了一轮主动去库的阶段。一部分原因系宏观经济下行压力，使得厂商累库意愿下降。根据我们9月初咨询国内化纤龙头企业得知，当前行业认可库存天数保持在3-4周的水平，进一步去库的意愿较小。

图 33：长丝FDY企业库存可用天数（天）

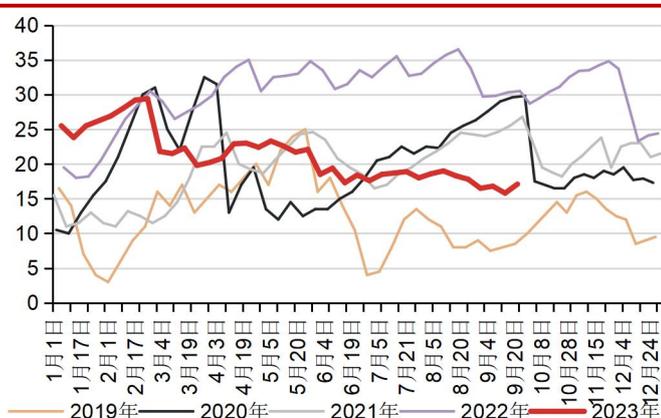
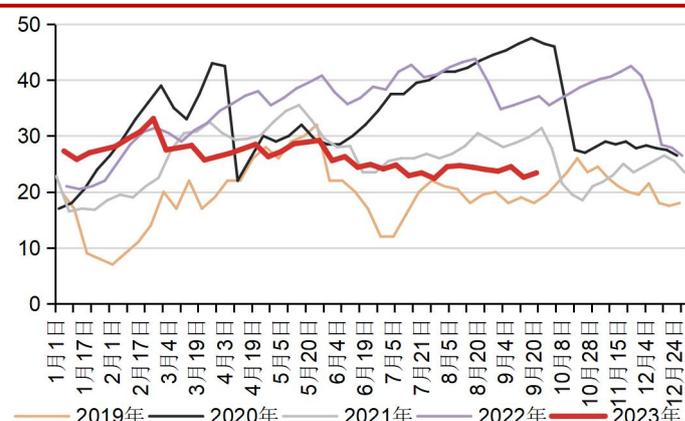


图 34：长丝DTY企业库存可用天数（天）



来源：国联期货研究所 隆众钢联 WIND

图 35: 长丝 POY 企业库存可用天数 (天)

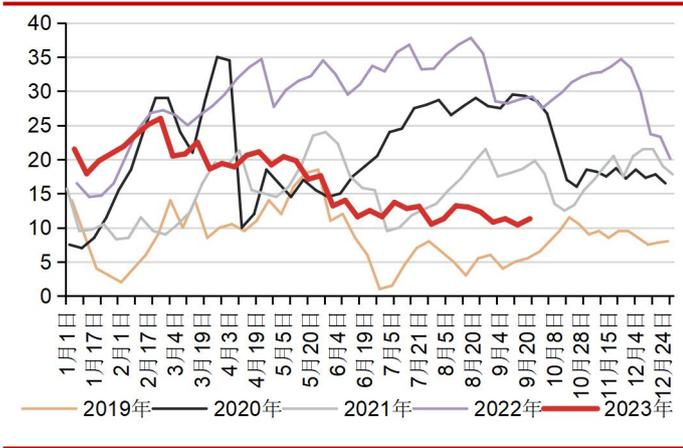
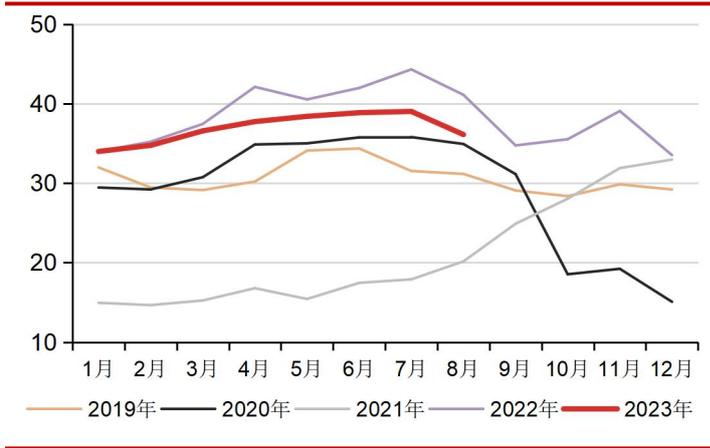


图 36: 国内坯布企业库存可用天数 (天)



来源: 国联期货研究所 隆众钢联 WIND

图 37: 长丝 POY 价格指数 (点)

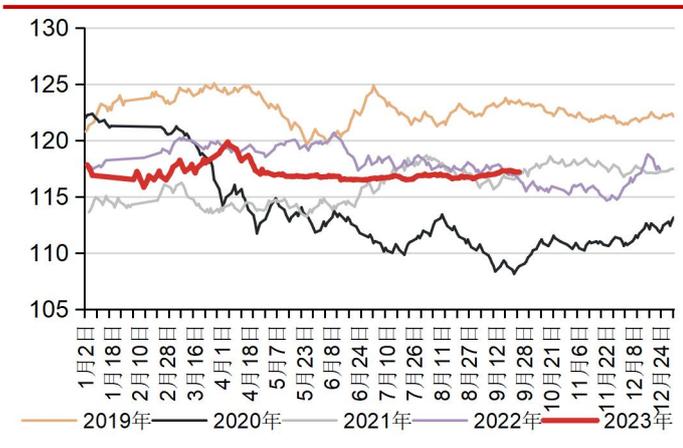
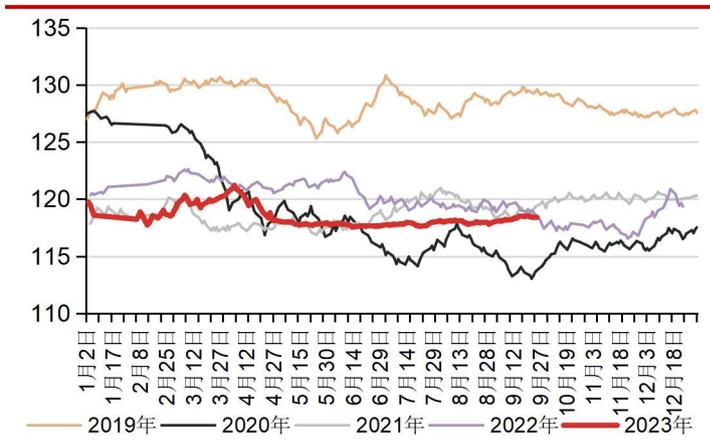


图 38: 长丝 FDY 价格指数 (点)



来源: 国联期货研究所 WIND

图 39: 长丝 DTY 价格指数 (点)

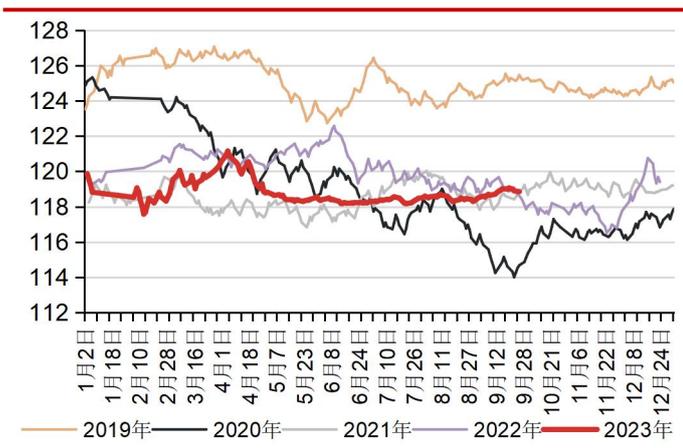
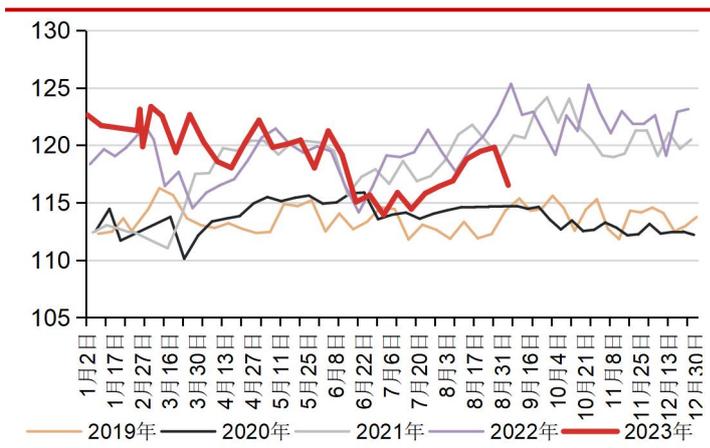


图 40: 柯桥纺织坯布价格指数 (点)



来源: 国联期货研究所 WIND

2023 年至今产业中端的坯布企业库存天数较 2022 年有所下移, 仍处近 5 年均值水平之上, 相对前端化纤库存水平较高。同期坯布价格指数上半年与 2021-2022 年水平差异不

明显，2023年三季度开始价格中枢明显下行。又根据国家统计局，2023年1-8月，坯布的产量累计同比增速为-4.6%，销量累计同比增速为5.17%。数据显示中端坯布也存在短暂主动去库的迹象，但前端化纤主动去库的力度更显著。

中端坯布库存当前处于2010年以来的历史较高水平，前端以长丝为代表的化纤库存水平，经2023年上半年主动去化后回落至历史均值下方。展望后市，中端坯布是否会跟随前端化纤，继续主动去库的不确定性较高。我们认为，在国内末端服装库存中枢下移、服饰价格回落、我国及越南纺织成品出口增速负增长的背景下，中端坯布主动补库的可能性较小。

图 41：中国纺织服装业存货金额（万元）

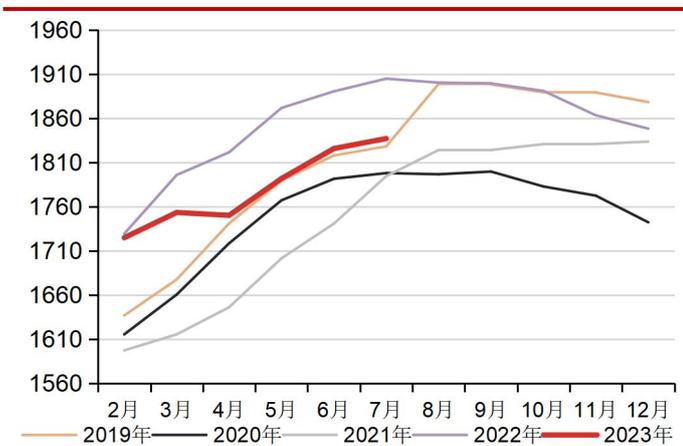
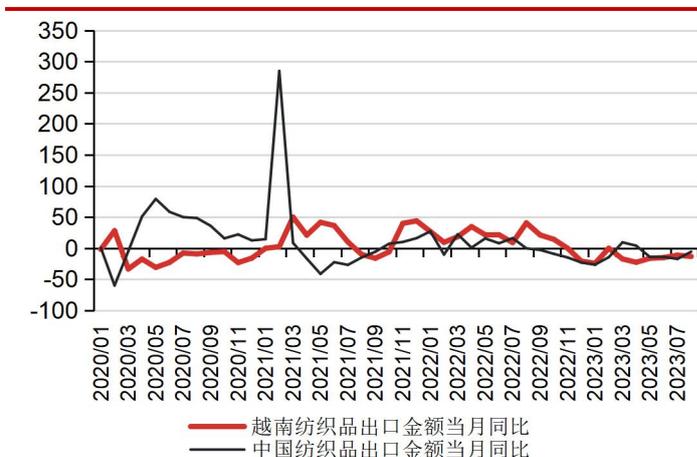


图 42：中国 & 越南纺织服装出口增速（%）



来源：国联期货研究所 WIND

3.2 美国纺服库存向下堆积，零售库存压力较大

上文提及2023年以来，我国及以越南为代表的东南亚国家的纺织服装出口增速转为负增长，或意味着日用消费品的外需正随着西方国家财政补贴退场而减弱。本小节将针对美国纺织服装行业末端环节的库存周期进行分析。

首先我们将美国纺服行业的批发商库存和零售商库存金额，通过分项CPI进行处理后可以发现，2021年四季度开始批发商和零售商均在主动补库。直至2023年二季度末，二者出现了分化，批发商转为去库，而零售商库存水平仍在近5年高位维持累库。

结合库销比来看，2023年美国纺服批发商库销比仍处于近5年高位，零售商库销比亦高于2021-2022年同期水平。批发商的整体库销比相对零售商较高，或影响了批发商的补货意愿，导致库存出现由批发商向终端的零售商堆积的变化。

展望未来，美国零售商以及批发商是否增大拿货力度或主动补库的意愿，都取决于零售端的消费能力。而根据美国经济分析局的服装零售店数据来看，2023年消费者支出水平较2021-2022年出现明显下滑，这意味着零售商或在被动累库。结合“1.4”小节中对美国短期消费者信心和意愿的分析，我们认为未来一到两个季度零售商和批发商主动补库的可能性较低，纺织服装行业仍需居民实际收入的增长作为支撑。

图 43：美国纺服批发商存货金额（百万美元）

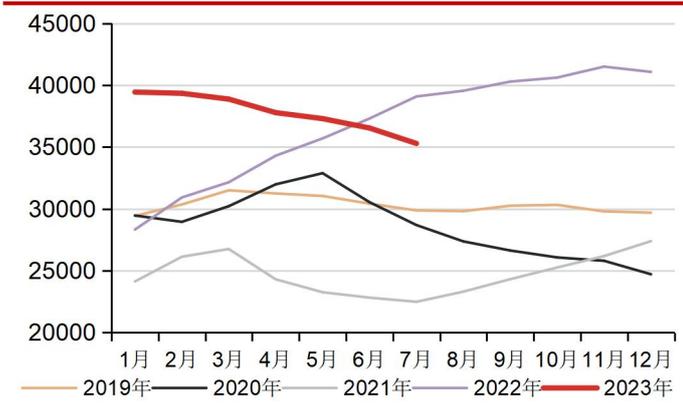
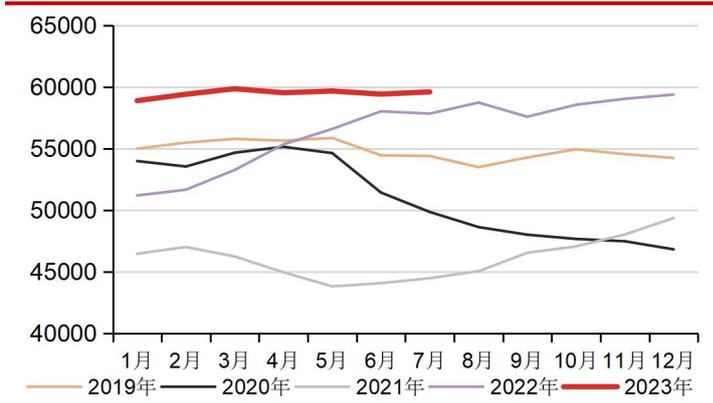


图 44：美国纺服零售商存货金额（百万美元）



来源：国联期货研究所 美国商业部普查局 WIND

图 45：美国纺服批发商库销比（点）

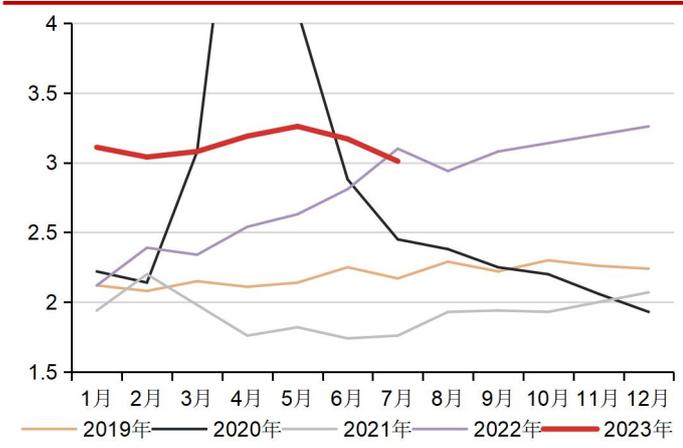
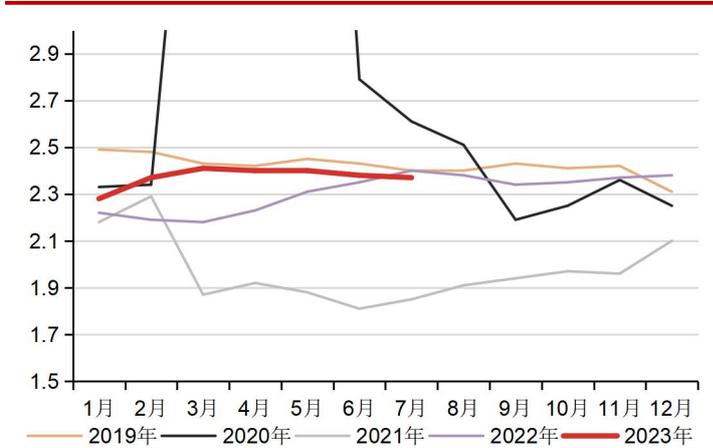
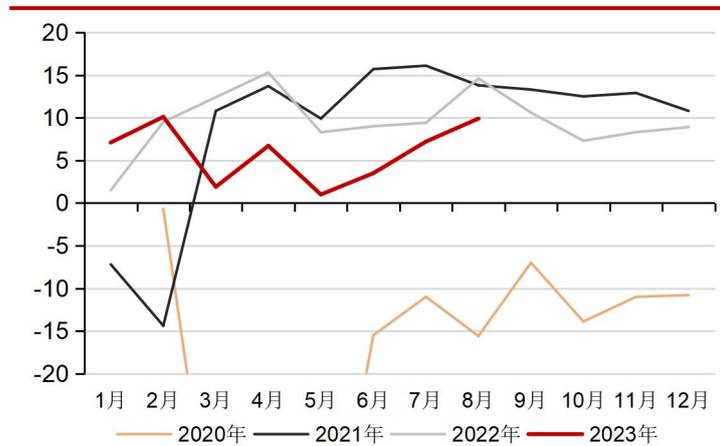


图 46：美国纺服零售商库销比（点）



来源：国联期货研究所 美国商业部普查局 WIND

图 47：美国纺服零售消费支出水平（点）



来源：国联期货研究所 美国经济分析局 WIND

四、库存周期与需求变量的总结

白色家电行业：国内空调主动补库周期或已见顶，政策周期红利渐尽，后期库存压力较大。冰箱和洗衣机的行业库存经过一轮去库后，库存压力较小；洗衣机后期仍存主动补库的可能性，但其占白色家电比例较小（约10%），对苯乙烯下游ABS塑料和HIPS塑料的驱动作用有限。

美国家电库存由下游向中游堆积，结合家电零售的消费支出水平来看，随着联邦给予消费者的收入补助临近全部终止，家电零售的购买力在2023年显著走弱。后市家电零售商主动补库以消化批发商库存的可能性不高。

汽车行业：国内汽车行业自2021年至今，经过被动去库、主动补库、被动累库后，若国内新能源车财政补贴政策不退出，则四季度乃至明年厂商主动去库的可能性较小。

美国汽车行业从上一轮被动去库的基钦周期走出，现正处于1967年以来的大周期底部。值得注意的是，当前美国的高通胀水平引发的汽车工人罢工，或导致美国汽车行业库存因开工大幅下滑而被动去库。在度过芯片、工人短缺的产业瓶颈期后，高制造业投资增速或推动新一轮主动补库的基钦周期。

纺织服装行业：国内前端化纤库存已完成一轮主动去库，末端服装库存中枢亦下移，中端坯布主动补库的可能性较小。美国纺织服装库存出现由批发商向终端的零售商堆积的情形，2023年服装零售端消费者支出水平较2021-2022年出现明显下滑，这意味着零售商或在被动累库。

综上所述，我们认为汽车行业未来出现国内外主动补库周期共振的逻辑最为明显。

电动化和智能化需求螺旋增长的趋势，或推动汽车更新换代的投资和生产高速增长。同时，在新能源车的制造轻量化趋势下，工程塑料硬胶又受益于汽车零部件的更新迭代。

根据隆众资讯和卓创资讯，截至2022年末，汽车零部件需求占苯乙烯下游ABS材料的比重约为13%-20%；汽车零部件需求占纯苯下游尼龙6材料约为13%-15%。另外，PS材料在汽车的大灯灯罩、保险杠、部分齿轮零件上亦有应用，PS和ABS需求占苯乙烯下游比例超过50%。

虽然当前汽车零部件在下游材料中的占比并非主要部分，但鉴于该行业的市场规模增速预期较高，且全球的ABS、PS产能逐渐由西方向亚洲转移，我们认为未来汽车行业需求对苯乙烯下游的驱动力将逐年递增，利好我国ABS和PS的出口预期。

白色家电占ABS、PS的需求比重在60%以上，但该行业库存周期对未来需求影响的不确定性较高。洗衣机虽存在较强的主动补库预期，但其占比较低（约10%），空调的需求仍是最重要的变量。人民币贬值及海外高通胀推动产品价格居高不下的影响下，空调出口预期或使国内产销保持较强的韧性。

建议关注家电外需变化的投资者，可跟踪美国周度家电零售消费者支出水平，及消费者信心指数等高频数据。

纺织服装对于PX产业链和己内酰胺-PA6仍是最核心的需求，但由于该行业存在需求每年稳定增长4%-5%的特点，难以从需求端找到新的变化，以推动化纤布料抬高库存水平，未来的不确定性较大。

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼(214121)

电话：0510-82758631

传真：0510-82757630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎