

经济复苏与产能增长并行，聚酯原料曲折上行

2020年12月21日 星期一

兴证期货·研发中心

能化研究团队

刘倡

从业资格编号：F3024149

投资咨询编号：Z0013691

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

赵奕

从业资格编号：F3057989

孙振宇

从业资格编号：F3068628

联系人：刘倡

电话：021-20370975

邮箱：liuchang@xzfutures.com

内容提要

● 2021 年展望

就国内纺织服装消费和出口而言，2021年预计将呈现逐步恢复格局。1.疫苗逐步落地，全球经济活动有望回暖；2.随拜登当选美国总统，中美贸易摩擦存在边际改善预期。考虑海内外纺织服装类企业存货在20年的消化情况，21年或随经济复苏，出现一定的补库存需求。

聚酯方面，20年产量先低后高，下半年产量增长较高，总体毛利情况尚可，年末产品库存也处于低位，预计21年产量增速将恢复至往年6-10%的水平，产量预估在5570-5770万吨，对应PTA和MEG需求量分别在4760-4930万吨，和1970-2050万吨。

PTA方面，按20年TA产能利用率估计，则21年TA产量或达5600万吨，假使需求按偏乐观的10%计算，TA也过剩约420万吨。因此，21年TA产能利用率至少降低11%的负荷率，即每个月均有2套200万吨的装置左右检修，整体供求才相对平衡，若仅降低6%，即每个月仅检修1-2套200万吨装置，则库存增速将与20年相似。

成本端PX，预计随PTA产能落地，PX有逐步改善预期，但因浙石化二期仍有投放预期，改善时间窗口主要集中在PTA产能集中落地的上半年，对应PXN会有所回暖，但幅度有限。

MEG方面，21年名义产能增速按投产时间加权，产能增速约在11%，产量预估在1150万吨。供求格局与TA相似，EG总体负荷率需维持60%偏下，供求才有望平衡。结合往年现金流和开工率对应情况看，21年EG各路线现金流将维持20年的亏损水平。

从供需面看，TA&EG过剩仍严重，但同时估值偏低，大幅上行或下行概率均不高。从成本端看，随全球经济复苏，原油等大宗商品有望延续上行。因此，PTA及MEG价格重心仍有可能随原油上涨而曲折上移。

- **风险提示**

原油持续上涨；产能投放不及预期；进口出现波动。

标题目录

1.PTA：新产能仍在路上，加工差仍有走跌可能.....	5
1.1 价格和毛利回顾：筑底震荡，四季度波幅略有加剧	5
1.2 产量回顾：产能、产量增长迅猛，库存创历史新高	6
1.3 来年展望：新产能仍在路上，加工差仍有走跌可能	6
2.PX：供需弱改善，但 PXN 上方空间有限.....	7
2.1 毛利回顾：筑底盘整	7
2.2 供应回顾：产量延续高增长	8
2.3 来年展望：供需弱改善，但 PXN 上方空间有限	8
3.MEG：过剩格局依旧	9
3.1 价格和毛利回顾：筑底震荡，进口扰动，四季度波幅加剧.....	9
3.2 供应回顾：产量增速创新高	10
3.3 来年展望：过剩格局依旧	11
4.聚酯及终端：全球经济复苏，中美存改善预期	12
4.1 聚酯产量、毛利和产销回顾：下半年发力，产量增速回正.....	12
4.2 来年聚酯及纺服展望：全球经济复苏，中美存改善预期.....	14
4.2.1 聚酯	14
4.2.2 服装和纺织制品.....	15

图目录

图 1：PTA 主力和原油指数	5
图 2：PTA 基差走势（元/吨）	5
图 3：PTA 毛利走势（元/吨）	5
图 4：PTA 产量（万吨）和累计同比.....	6
图 5：PTA 负荷（%）	6
图 6：PTA 社会库存可用天数（天）	6
图 7：PX 和石脑油走势（美元/吨）	8
图 8：亚洲地区 PX 负荷走势（%）	8
图 9：PX 产量、进口（万吨）和累计同比.....	8
图 10：MEG 主力和原油指数.....	10
图 11：MEG 基差走势（元/吨）	10
图 12：MEG 不同路线毛利走势.....	10
图 13：MEG 产量和进口量（万吨）和累计同比	11
图 14：MEG 负荷（%）	11
图 15：MEG 港口库存可用天数（天）	11
图 16：聚酯产量（万吨）和累计同比.....	12
图 17：长丝、短纤、瓶片负荷走势（%）	13
图 18：POY 库存天数（天）	13
图 19：FDY 库存天数（天）	13
图 20：DTY 库存天数（天）	13
图 21：涤短库存天数（天）	13
图 22：瓶片月度库存天数（天）	14

图 23: 切片库存天数 (天)	14
图 24: 长丝毛利情况 (元/吨)	14
图 25: 瓶片和涤短毛利情况 (元/吨)	14
图 26: 服装类内外需	15
图 27: 纺织业、纺织服装服饰业存货同比	16
图 28: 美国批发商服装及服饰面料库存销售比	16

表目录

表 1: 2021 年待投产的 PTA 产能	7
表 2: PTA 装置成本曲线 (下划线为长停装置)	7
表 3: 2021 年待投产的 PX 产能	9
表 4: 2021 年亚洲 PX 装置检修预报	9
表 5: 2021 年待投产的 MEG 产能	11
表 6: 2021 年待投产的聚酯产能	14

1.PTA：新产能仍在路上，加工差仍有走跌可能

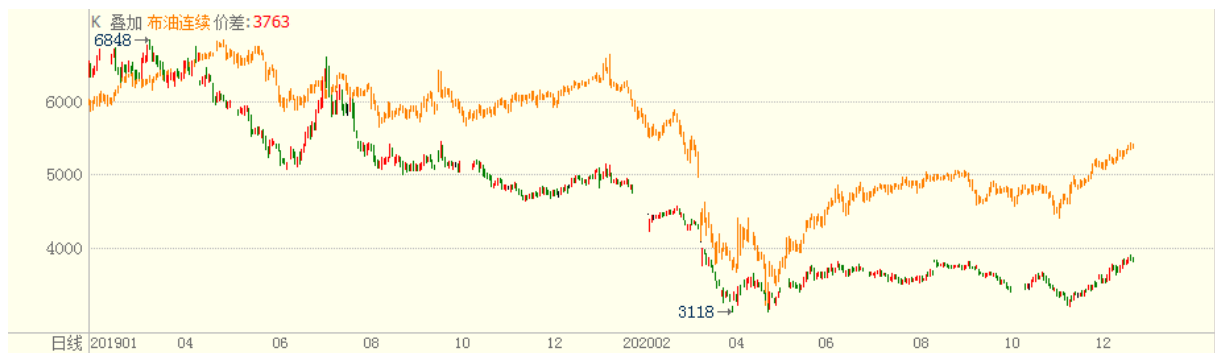
1.1 价格和毛利回顾：筑底震荡，四季度波幅略有加剧

受新冠肺炎导致的全球需求萎缩影响，PTA 价格在 2020 年一季度跌出了历史大坑，而后随经济复苏和原油回暖逐步爬升，但因 TA 正处于新一轮产能投放期，产量增速远超需求增速，TA 的价格反弹力度在工业品中属最弱一档，在二三季度基本呈现窄幅的横盘震荡，与之相似的还有同属聚酯原料的 EG。而三季度末起，新凤鸣投放、纺织订单放量、流通货收紧和原油回暖等因素，轮番从供应、需求、成本端驱动 TA，TA 也因此走出了宽幅震荡，但在加工差偏低和产能投放难改的背景下，TA 总体波动幅度有限。

TA 基差方面，全年走势基本与供需过剩背景的背景相符，快速走弱后围绕无风险套利成本线波动，在四季度，受交割库库容影响，基差在流通货宽紧变化下，波动幅度略有加剧，但整体仍维持在无风险套利成本上下。

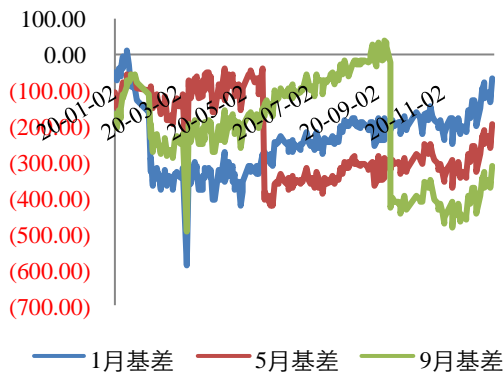
TA 加工差方面，一二季度在原油和 PX 让利，以及抄底的投机需求提振下，TA 加工差震荡走升，并超过国内绝大部分装置的现金流成本，对应上半年 TA 检修量低于预期。进入三四季度，恒力 5#顺利投放，加工差开始走低，同时装置检修量开始增多，对冲了部分产量增长，托底加工差在 500 元/吨附近震荡。

图 1：PTA 主力和原油指数



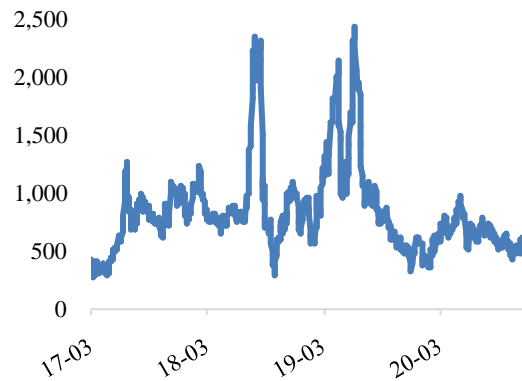
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：PTA 基差走势（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：PTA 毛利走势（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

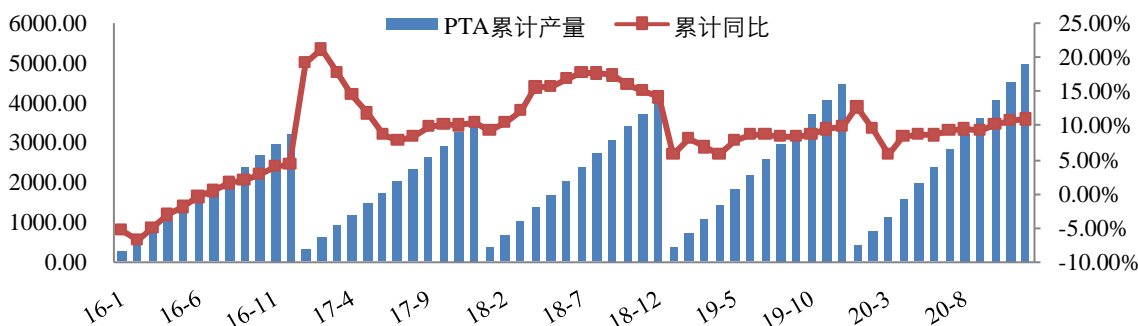
1.2 产量回顾：产能、产量增长迅猛，库存创历史新高

2020年，国内PTA产能增长为840万吨，名义产能增速16%，加权增速为10%，全年产量预估在4949.7万吨，同比增长10.8%，产量增速基本和产能增速相当。产量增长主要由新凤鸣一二号线、恒力四五号线以及中泰化学提供。产量减量方面，蓬威、天津石化、汉邦、扬子石化等装置长停。

从负荷变化看，3-4月因新冠疫情影响，有明显降负，下半年在加工差压缩后，每月也有一定检修量出现，再结合部分装置长停，总体负荷低于2019年。

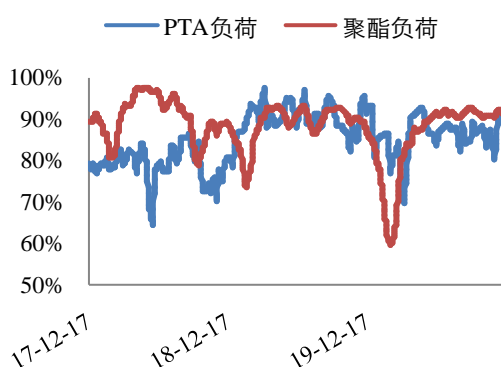
库存方面，新冠疫情打乱了上下游生产节奏，TA库存重心虽显著上抬，总增长约270万吨，但积累时段主要在4-5月前，而后在检修和需求补生产的情况下，保持匀速小幅增长。从结构上看，积累主要集中在聚酯工厂和交割库，反应历史低价下的抄底需求，以及远月升水的期货蓄水池功能。

图4：PTA产量（万吨）和累计同比



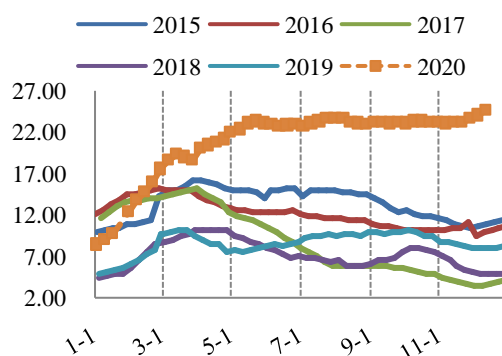
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图5：PTA负荷（%）



数据来源：CCF，兴证期货研发部

图6：PTA社会库存可用天数（天）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

1.3 来年展望：新产能仍在路上，加工差仍有走跌可能

新增产能方面，21年相对比较确定的是福建百宏、逸盛新材料一期、虹港石化二期，对应名义产能增速约在14%，按投产时间加权，产能增速约在10%，与20年相当。

如果按 20 年 TA 产能利用率估计，则 21 年 TA 产量或达 5600 万吨，增速近 13%，假使需求增长按 10% 的 5180 万吨估计，TA 也过剩约 420 万吨。

因此，预计明年 TA 产能利用率将进一步降低，至少降低 11% 的负荷率，即每个月均有 2 套 200 万吨的装置左右检修，整体供求才相对平衡，若仅降低 6%，即每个月仅检修 1-2 套 200 万吨装置，则库存增速将与 20 年相似。

而从 19-20 年加工差与检修量对应情况，并结合目前 PTA 装置的成本曲线，21 年加工差需要长期维持在 500 元/吨偏下，装置才有比较高的检修可能。

表 1: 2021 年待投产的 PTA 产能 (万吨)

企业	产能	时间
福建百宏	250	2020 年底
逸盛新材料一期	330	2021 年 Q1
虹港石化二期	240	2021 年 Q2
逸盛新材料二期	330	2021 年 Q4
台化兴业 (宁波) 改扩建一期	150	2021 年 Q4

数据来源：公开资料，兴证期货研发部整理

表 2: PTA 装置成本曲线 (下划线为长停装置)

350 上下, 共 1940 万吨					
新凤鸣一期	中泰化学	恒力 4 期	恒力 5 期		
220	120	250	250		
新凤鸣二期	福建百宏	逸盛新材料一起	逸盛新材料二期		
220	250	330	330		
550 上下, 共 3940 万吨					
汉邦	逸盛 (宁波)	逸盛 (大连)	逸盛 (海南)	恒力	嘉兴石化
<u>70+220</u>	65+200+220	225+375	200	220+220+220	150+220
BP 珠海	虹港石化	福海创	三房巷	华彬	台化兴业
110+125	150	150+150+150	120+120	140	120
650 以上, 共 703 万吨					
福建佳龙	扬子石化	仪征化纤	利万聚酯	亚东石化	
<u>60</u>	<u>35</u> +60	35+64	70	75	
上海金山石化	洛阳石化	天津石化	乌鲁木齐石化	蓬威	四川能投
40	32.5	<u>34</u>	7.5	<u>90</u>	100

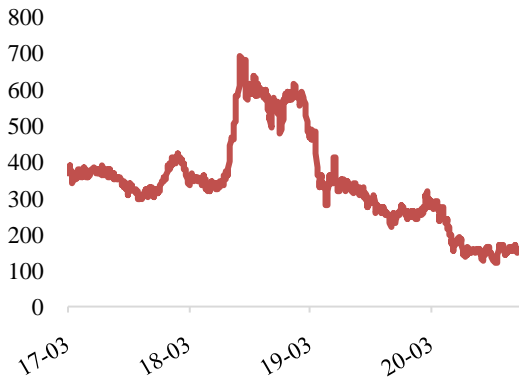
数据来源：公开资料，兴证期货研发部整理

2.PX: 供需弱改善, 但 PXN 上方空间有限

2.1 毛利回顾: 筑底盘整

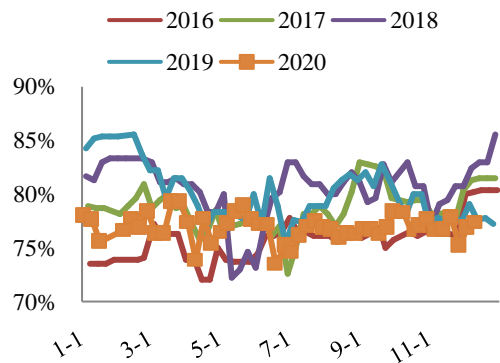
2020 年, PX 在国内产量显著增加的压力下大幅下行。PXN 随价格走弱持续走低, 3-7 月 PXN 自 250 美元/吨一路下行至 150 美元/吨, 而后随恒力、新凤鸣等 TA 装置投放, 以及亚洲范围内的小幅降负, PXN 整体呈现筑底走势, 在三四季度维持在 150 美元/吨上下波动的状态。

图 7: PX 和石脑油走势 (美元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 8: 亚洲地区 PX 负荷走势 (%)



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

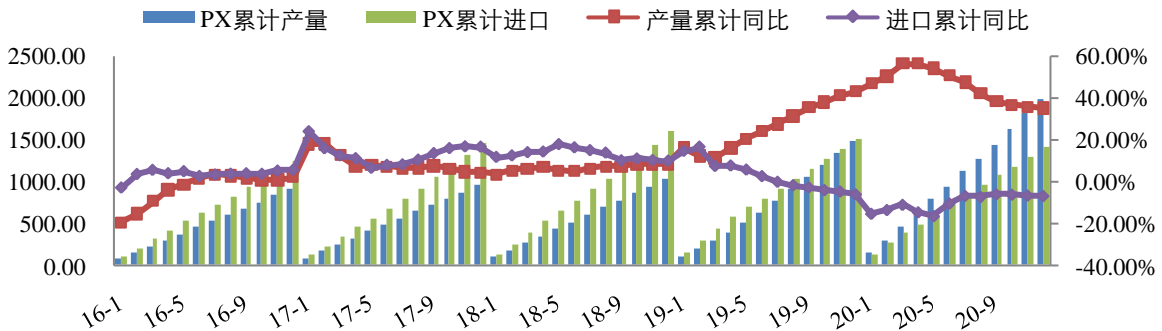
2.2 供应回顾: 产量延续高增长

国内产能方面, 浙石化 400 万吨于年初投放, 东营威联 100 万吨于 10 月投放, 亚洲范围名义产能增速为 9%, 略低于 19 年的 16%。

产量方面, 2020 年国内 PX 产量接近 2000 万吨, 同比增速达 35%, 增量主要来自浙石化 400 万吨产能。负荷方面, 国内 PX 负荷与 19 年相当。

进口方面, 国内 PX 累计进口 1390 万吨, 累计同比减少 7%, 各地货源均受到压缩。结构比例上, 仍以日韩印台货源为主。

图 9: PX 产量、进口 (万吨) 和累计同比



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 来年展望: 供需弱改善, 但 PXN 上方空间有限

新产能方面, 21 年 PX 产能相对有限, 相对确定的是中化泉州 80 万吨, 以及浙石化二期的 400 万吨, 总体呈现前低后高的状态。结合 PTA 产能看, 自四季度开始, PX 供求已呈现小幅改善格局, 并有望继续延续一至两个季度。

但新增的 PTA 产能依旧无法完全消化前期的 PX 装置, PX 产能利用率提升空间有限, 且 PTA 明年也面临产能利用率下调的可能, 因此 PX 供应压力仍大。且从 21 年检修安排看, 检修计划仍集中在一二季度, 能对冲一定浙石化二期投产影响, 但总体检修力度有限, 因此 PXN 仍较难有明显改善。

表 3：2021 年待投产的 PX 产能（万吨）

装置	产能	时间
中化泉州	80	2021Q1
浙石化二期	400	3-5 月、6-8 月投产各一条线
盛虹炼化	200	2021H2
宁波中金二期	140	2021H2
大榭石化	160	2022
中委广东石化	260	2022

数据来源：公开资料，兴证期货研发部整理

表 4：2021 年亚洲 PX 装置检修预报

公司名称	产能（万吨/年）	装置运行动态
出光兴产	21.4	9 月 6 日例行停车，计划检修 3 个月
金陵石化	60	11 月 17 日降负至 5 成运行，预计持续 40 天
中金石化	160	11 月 28 日已停车，预计持续 60 天
ExxonMobil	42	2021 年年初计划长停
福化工贸	160	1# 80 万吨装置 12 月底或 2021 年 1 月初计划检修，预计持续 2 个月； 2# 80 万吨装置停车中
JX 1#-水岛	25	2021 年 2-3 月计划检修
青岛丽东	100	2021 年 4 月计划检修，预计持续 45 天
出光兴产	26.5	2021 年 4 月计划检修，预计持续 45 天
SK 能源 1#	40	2021 年 5 月计划检修，预计持续 40 天
韩华化学 2#	120	2021 年 5 月中旬计划检修，预计持续 45 天
JX -Sakai	19	2021 年 5-6 月计划检修
上海石化	85	2021 年 6 月计划检修，预计持续 90 天
GS CALTEX 3#	55	2021 年第二季度计划检修
FCFC(化学纤维)	58	2021 年 7 月计划检修，预计持续 60 天
齐鲁石化	6.5	2021 年 8 月 10 日计划检修，预计持续 45 天
FCFC(化学纤维)	87	2021 年 10 月计划检修，预计持续 20-30 天
福建联合石化 (FREP)	77	2021 年 12 月计划检修，预计持续 60 天

数据来源：公开资料，兴证期货研发部整理

3.MEG：过剩格局依旧

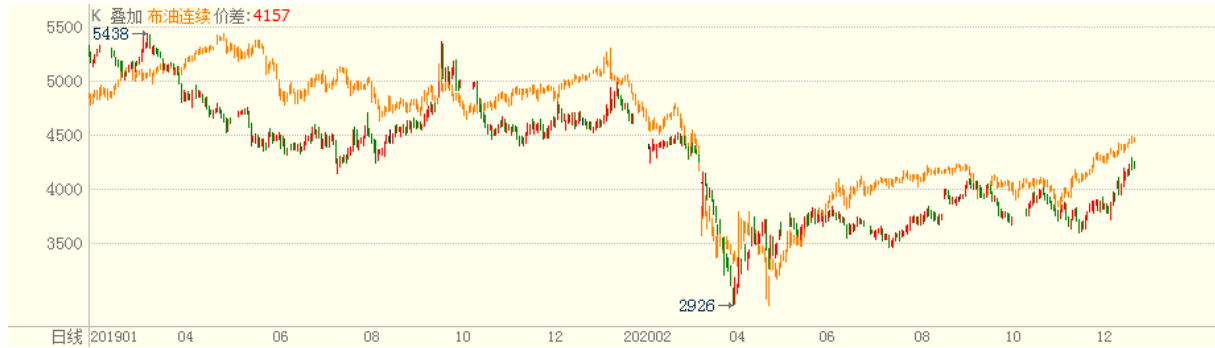
3.1 价格和毛利回顾：筑底震荡，进口扰动，四季度波幅加剧

与 PTA 相似，MEG 年内也面临供应增、需求缩的局面，价格同样在 2020 年一季度跌出了历史大坑，而后窄幅震荡，尽管在三季度末，美国飓风导致北美多套装置停车，国内 EG 进口下滑，但在高库存和沃能、中科、中化的产能投放预期下，EG 总体反弹力度有限，更多呈现宽幅波动。11 月中，EG 随原油、煤炭价格上涨，震荡走高。

EG 基差方面，全年走势基本与供需过剩背景的背景相符，快速走弱后围绕无风险套利成本线波动。

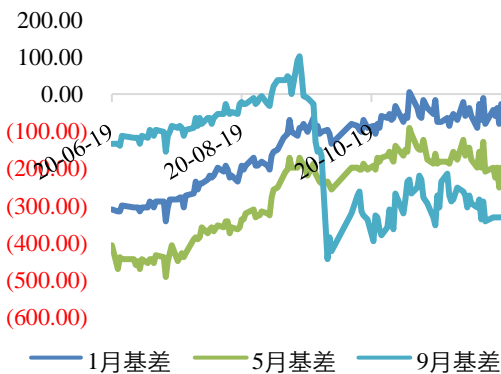
EG 毛利方面，受原油、石脑油让利影响，石脑油路线仍有经济性，但环比 19 年走弱。短流程、合成气制 EG，总体亏损要大于 19 年，年内几无改善。

图 10: MEG 主力和原油指数



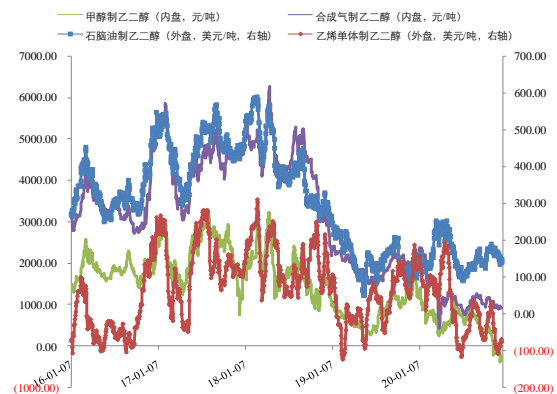
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 11: MEG 基差走势 (元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 12: MEG 不同路线毛利走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2 供应回顾: 产量增速创新高

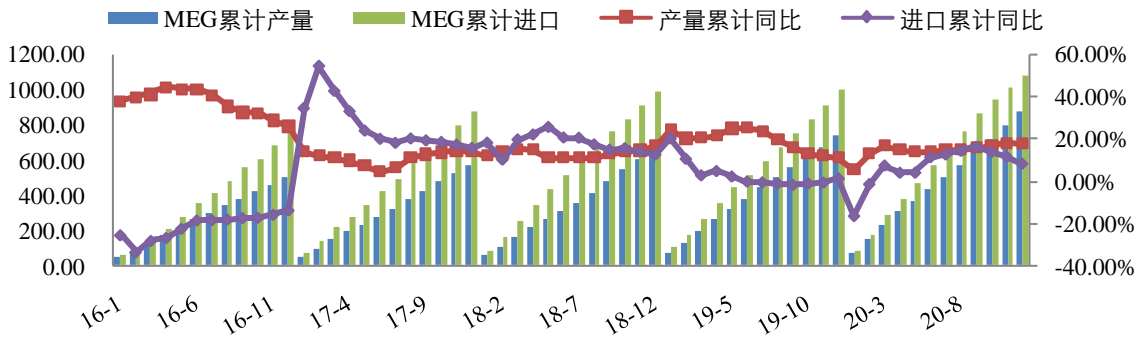
2020 年，国内 MEG 名义产能增长 505 万吨，其中炼化一体化路线增长 355 万吨，煤制增长 150 万吨。名义产能增速约 47%，按时间加权增速约 20%。全年产量预估在 871.44 万吨，同比增长 17%，增速再创新高。增量主要由荣信化工、恒力、中化和中科等贡献。

产能利用率和装置检修来看，全年 EG 产能利用率明显下降，全年产能利用率约在 67%，略低于 19 年 71%。一体化路线和煤制路线均有明显转产和降负。其中，煤制路线负荷率低于 19 年低点。

进口方面，全年累计进口预估为 1080 万吨，同比增长 8%，高于去年 1%。下半年进口增速放缓，主要因美国多套装置在 8 月飓风季后停车。从结构上看，增量主要来自美国和伊朗，与美国新增的乐天、Sasol 和 MEGlobal 等近 175 万吨产能基本对应。

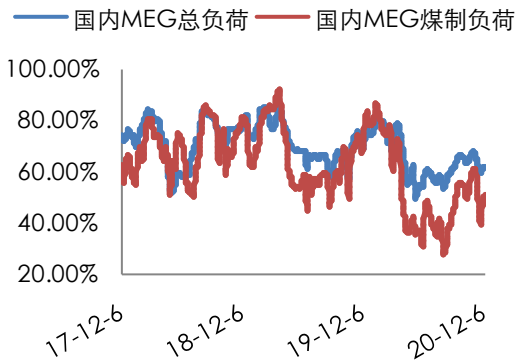
库存方面，全年同样先增后减，但由于今年产量增速远高于去年，因此年内库存拐点较 19 年明显延后，去库幅度也有所下滑。截止 12 月中，港口仍有 97 万吨库存，处于历史同期最高。

图 13: MEG 产量和进口量 (万吨) 和累计同比



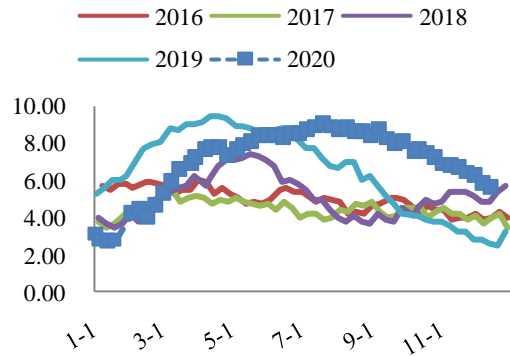
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: MEG 负荷 (%)



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 15: MEG 港口库存可用天数 (天)



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

3.3 来年展望：过剩格局依旧

新增产能方面，21 年国内相对比较确定的是的有卫星石化一期、浙石化二期、古雷炼化一期，对应名义产能增速约在 23%，按投产时间加权，产能增速约在 11%。海外则有美国的南亚 86 万吨装置。

如果按 20 年 EG 产能利用率估计，则 21 年 EG 产量或达 1150 万吨，增速近 30%，假设进口增速不变，维持 1100 万吨上下，同时需求增长按 10% 的 2200 万吨估计，EG 过剩约 50 万吨上下。

因此，与 TA 同样，预计 EG 产能利用率将维持低位，总体负荷率预计维持 60% 上下，煤制负荷预计维持在 50% 上下。结合往年现金流和开工率对应情况看，21 年 EG 各路线现金流将延续 20 年的亏损水平。

表 5: 2021 年待投产的 MEG 产能 (万吨)

装置	产能	时间
卫星石化一期	90	2021 年 H1
浙石化二期	65	2021 年 H1
古雷炼化	70	2021 年 H1

湖北三宁	40	2021年
内蒙古久泰	100	2021年
渭河煤化工	30	2021年
建元煤焦	24	2021年
襄矿泓通	20	2021年
延长石油	10	2021年
广汇环保一期	20	2021年

数据来源：公开资料，兴证期货研发部整理

4. 聚酯及终端：全球经济复苏，中美存改善预期

4.1 聚酯产量、毛利和产销回顾：下半年发力，产量增速回正

2020年，聚酯产能方面，累计新增488万吨，至6320万吨，其中长丝245万吨、瓶片145万吨、短纤30万吨、切片68万吨。产量方面，国内聚酯产量预估在5249万吨，累计同比增加4.9%，其中上半年同比减少1%，下半年同比增长10.4%。

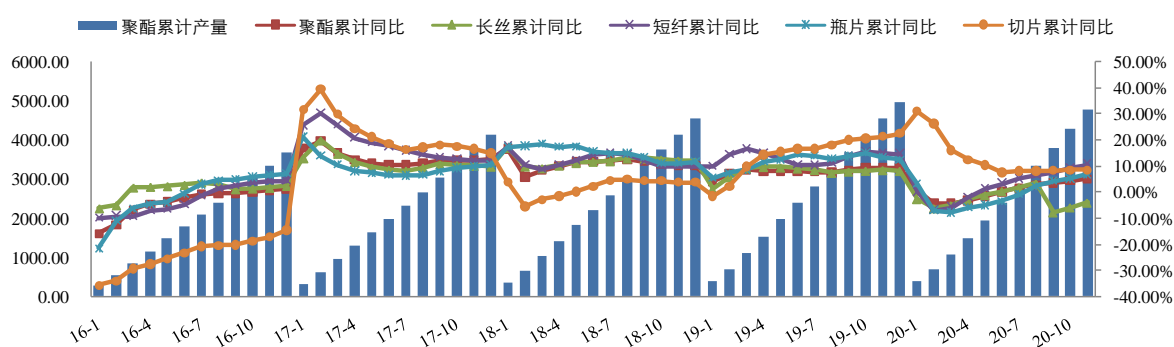
其中，涤短累计产量同比约10.74%，长丝约-4%，瓶片约6.7%，各品种增速均较去年有所下滑。

负荷方面，涤短表现最好，在医疗用品需求增长下，4月后基本保持满负荷状态。瓶片综合负荷水平和19年相近。长丝综合负荷略低于2019年，2020年9月之前，长丝整体库存偏高，负荷偏低，9月后，受订单转移、消费回暖影响，终端集中备货，长丝库存转移至织造环节，支撑长丝负荷。

毛利方面，瓶片、涤短总体好于19年，但长丝相对一般，二季度涤丝毛利同比基本持平，有微薄正盈利，三四季度长期为负。

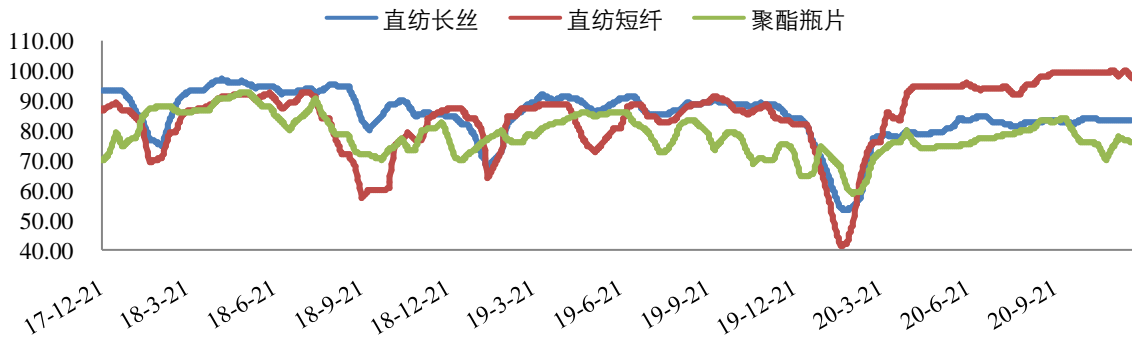
产销方面，年内终端备货偏谨慎，大多在原油或聚酯原料上涨后，以脉冲式提升为主，刚需和投机性兼备，其余时间均呈现疲软态势。

图 16：聚酯产量（万吨）和累计同比



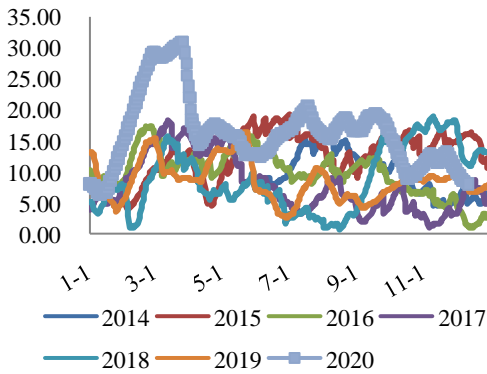
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 17: 长丝、短纤、瓶片负荷走势 (%)



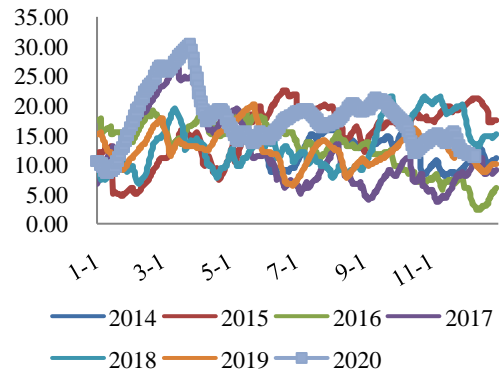
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 18: POY 库存天数 (天)



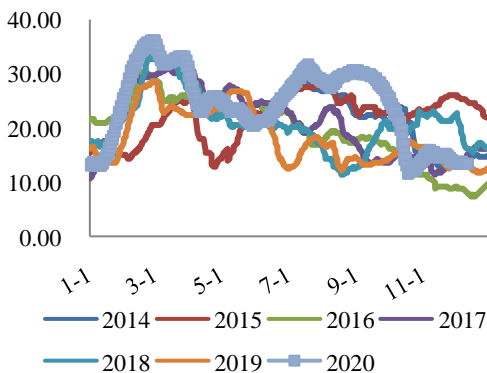
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 19: FDY 库存天数 (天)



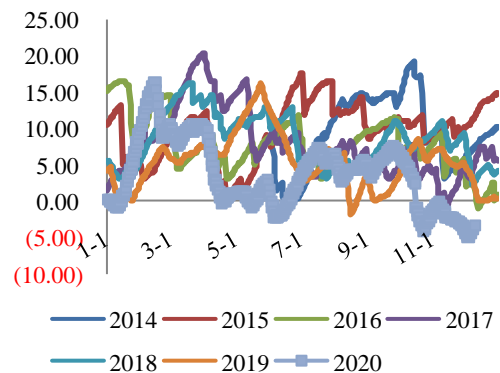
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 20: DTY 库存天数 (天)



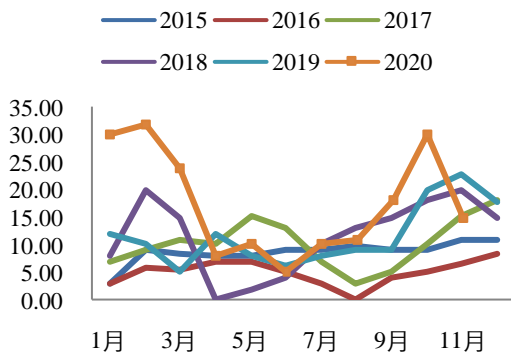
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 21: 涤短库存天数 (天)



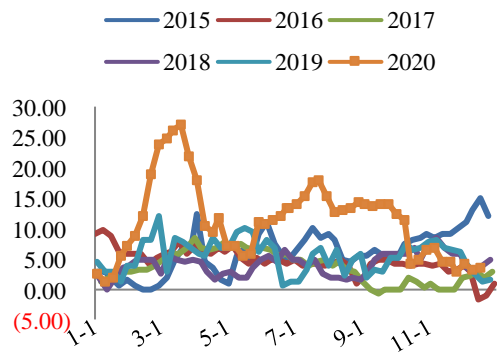
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 22: 瓶片月度库存天数 (天)



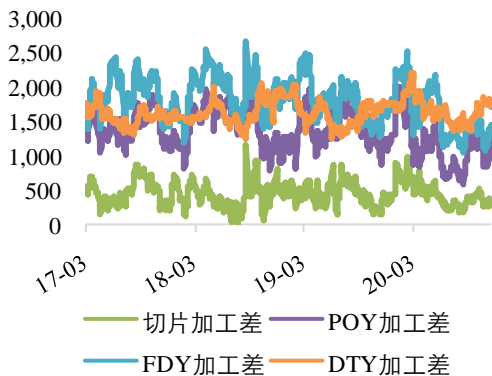
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 23: 切片库存天数 (天)



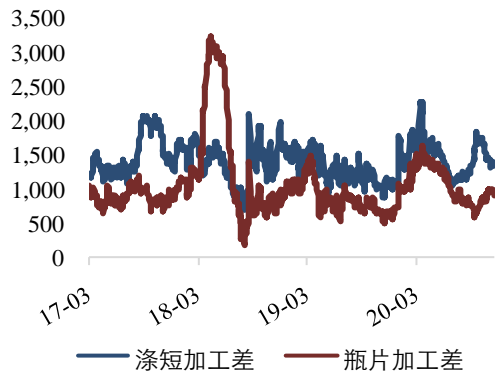
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 24: 长丝毛利情况 (元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 25: 瓶片和涤短毛利情况 (元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4.2 来年聚酯及纺服展望：全球经济复苏，中美存改善预期

4.2.1 聚酯

按目前统计的信息来看, 2021 年约有 455 万吨聚酯装置待投, 名义产能增速约在 7% 以上, 按时间加权下, 预计加权增速约 5% 左右。

从宏观环境看, 新冠疫情预计仍将持续, 但随疫苗落地, 全球经济逐步复苏, 海内外企业补库, 有望使聚酯产量增速, 特别是长丝增速, 回归至新冠前水平。

按 6-10% 的增速估计, 21 年聚酯产量或在 5570-5770 万吨。对应 PTA 和 MEG 需求量分别在 4760-4930 万吨, 和 1970-2050 万吨。

表 6: 2021 年待投产的聚酯产能 (万吨)

装置	产能	时间	品种
恒逸福建逸景	25	2021 年 1 月	FDY
新凤鸣中跃二期	30	2021 年 3 月	POY
华润珠海	60	2021 年 3 月	瓶片

恒逸恒鸣	50	2021年5月	POY
新凤鸣平湖项目	30	2021年5月	POY
恒力南通	40	2021年6月	POY
华西村	10	2021年Q2	短纤
新凤鸣平湖项目	30	2021年Q3	POY+FDY
天龙新材料	20	2021年下半年	切片
恒逸逸达	60	2021年下半年	短纤
宝生四川	50	2021年底	瓶片
新疆中泰	50	2021年底	长丝、短纤维
	455		

数据来源：公开资料，兴证期货研发部整理

4.2.2 服装和纺织制品

受新冠疫情影响，今年服装和纺织制品的消费与出口明显转弱，刨除口罩等医疗用品以外，其它产品消费及出口均呈现负增长。但从边际变化上看，2020年表现前低后高，4月开始逐月恢复，并在四季度达到增速小高峰。

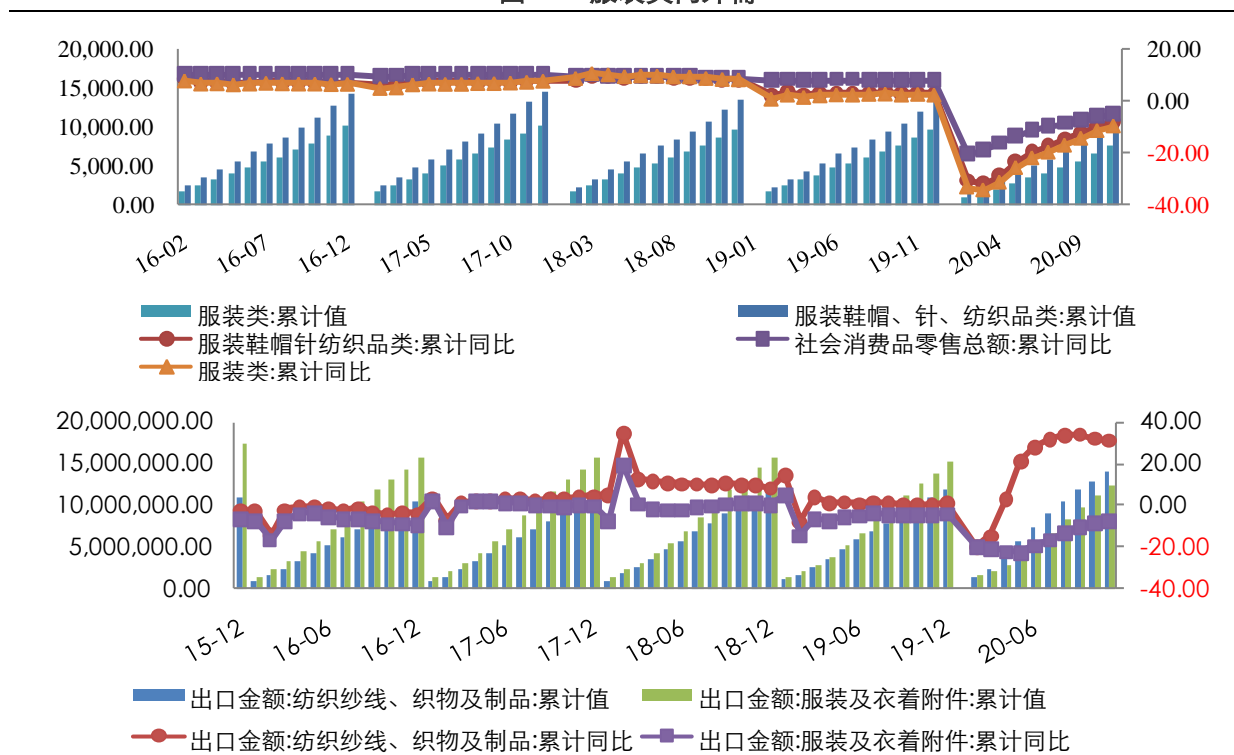
展望2021年，我们认为服装及纺织制品行业总体仍有复苏空间。

其一，疫苗逐步落地，海内外制造业存补库需求。

2020年，欧美地区反复受新冠疫情影响，经济活动开展有限，进口受阻。以典型数据为例，美国批发商的服装库销比已降至中美贸易摩擦之前的水平。

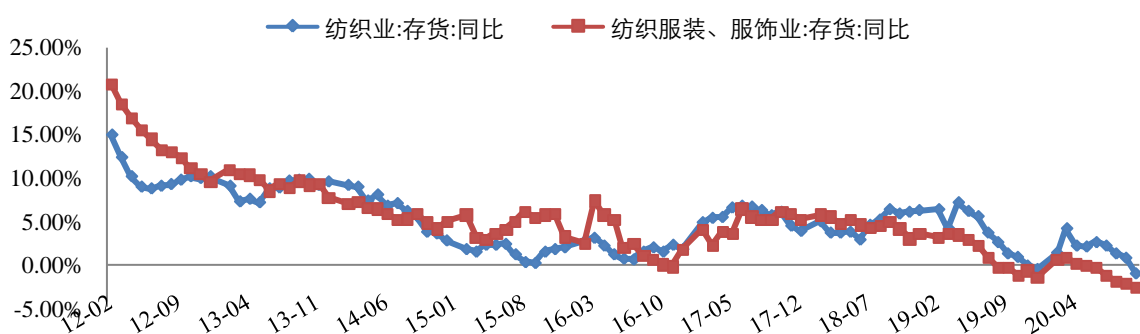
而目前，多个新冠疫苗落地，欧美等地加速审批进程，后续随着疫苗大规模接种，海外经济活动有望恢复，订单或出现增多，促使海内外企业补库。

图 26：服装类内外需



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 27：纺织业、纺织服装服饰业存货同比



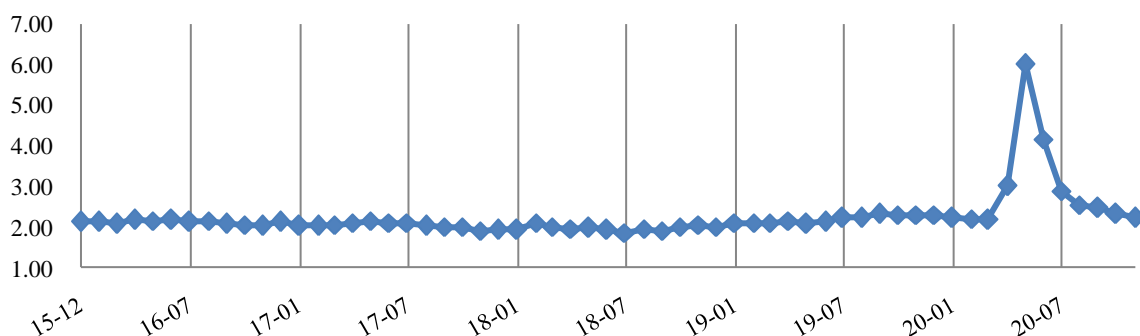
数据来源：Wind，兴证期货研发部

其二，拜登上台，中美贸易摩擦存边际改善预期。

纺织服装需求在 19 年显著回落，主要因素在于中美贸易摩擦加剧，美国部分纺织服装需求转移至越南等地，致使国内出口显著回落。

而随着 2020 年美国大选结果揭晓，拜登当选美国总统。尽管从拜登目前的表态看，其第一年精力将主要处理新冠疫情、恢复美国领导地位，暂维持与中国的第一阶段贸易协议，不会立即采取取消关税等行动。但与反复无常、咄咄逼人的特朗普政府相比，拜登政府总体更倾向联合盟友对中国施压，对关税武器持排斥态度，这有利于稳定全球贸易格局，降低企业面临的不确定性。稳定经贸环境同样有利于海内外企业增备库存。

图 28：美国批发商服装及服饰面料库存销售比



数据来源：Wind，兴证期货研发部

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

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。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。