

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

熊市短期难以结束，关注下游备库节奏

郑邴飞

资深分析师

投资咨询证号：Z0010566

一德产业投研部

李冻玲

橡胶分析师

期货从业资格号：F3038311

一德产业投研部

电话：(022) 58298788

网址：www.ydqh.com.cn

地址：天津市和平区万通中心 8 层
802-804

■ 内容摘要

下半年的大概率会是先扬后抑再平。具体节奏看，7月或继续走强，高度判断在5000-5200，此时下游少量补库，显性库存或小幅下降，套保数量不断增加。进入8月，临近09合约交割，预期仓单增加，交割压力趋显，或迎来一次深度下跌，结合此前初步探底的点位以及历史价格来看，大概率会到4200-4300左右，解决仓单压力并刺激下游备货，减小显性库存压力。在交割行情结束预计将会有所反弹，此后价格运行区间预计在4400-5000。

■ 核心观点

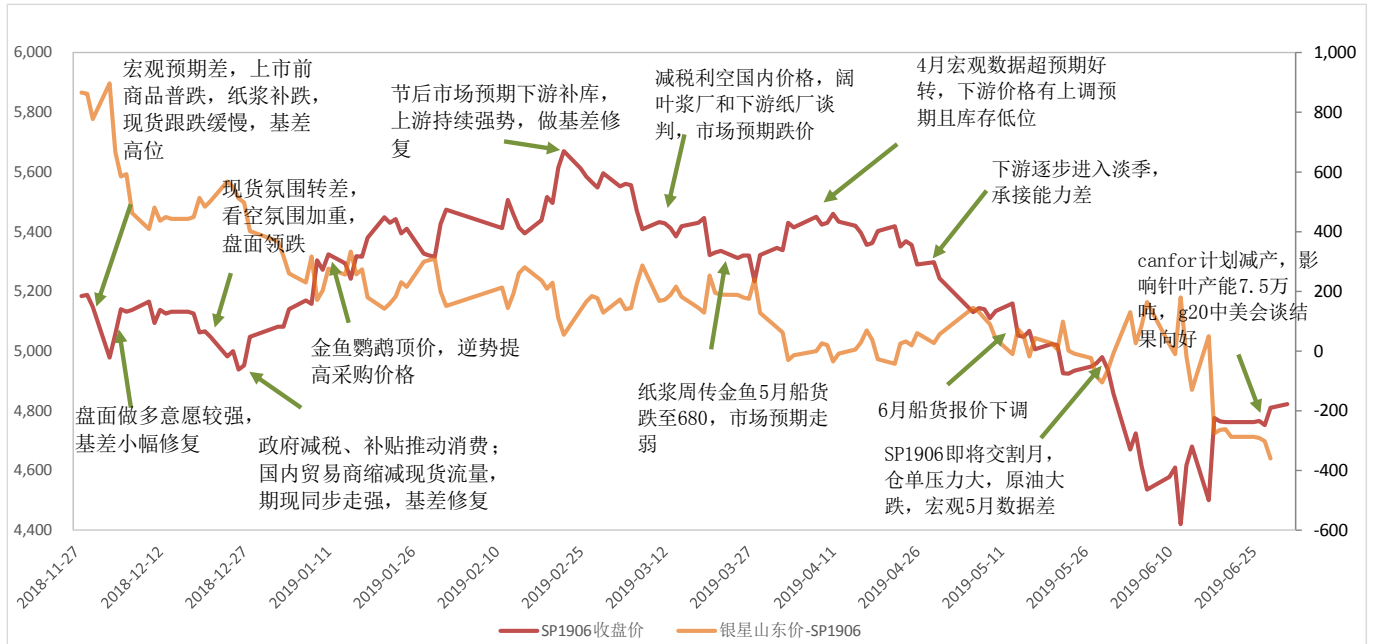
- 供应端，低价导致部分针叶浆厂发出检修信息，加之针叶浆欧洲库存以及生产商库存压力本就较小，下半年预计供应压力会更小。但阔叶浆本身库存压力大，加之目前还没有看到浆厂采取有效的减产措施，预计下半年供应压力大，出运量仍将增加。
- 需求端，从8月开始随着春季教材开始招标，备货以及印刷，文化纸需求逐步进入旺季。生活纸产量也从三季度开始有增加趋势，此外今年的减税降费力度大，预期促进居民消费水平提升，对生活纸以及包装纸消费有拉动，同比增速预期提高。
- 依赖终端需求的拉动去库缓慢，应关注下游的备库，低价或对价格的上涨预期会导致显性库存隐性化，前者发生概率较大，后者需要依赖上游的减产。
- 操作方面，主要关注期现无风险套利以及在09合约交割前的九一套利机会。

目 录

一、上半年行情回顾	3
二、下半年库存或去化	3
2.1 供应：关注上游减产情况.....	3
2.2 需求：纸厂利润改善，终端需求稳步回升.....	4
2.2.1 终端需求差，消费或有起色.....	4
2.2.2 政策刺激，关注居民消费水平影响.....	5
2.2.3 造纸利润抬升，纸企资金好转.....	6
2.3 库存：尚未有拐头现象，关注下游备库节奏.....	7
三、价格以及价差关系推演	8
3.1 内外价格持平，进口利润修复.....	8
3.2 期现无风险套利机会.....	8
3.3 月间价差和跨期套利.....	9
四、二季度行情研判及操作建议	9
免责声明	10

一、上半年行情回顾

上半年纸浆行情表现为先扬后抑，春节后由于下游补库，外盘报价保持强势等原因，SP 主力拉涨至 5650，同时进行了基差修复。但从 4 月开始，接踵而至的利空消息开启了纸浆的下跌通道，宏观预期变差，下游需求不佳，上游报价不断下跌，贸易氛围转差，上期所期货合约交割压力等导致盘面持续下跌，到 6 月 21 号主力收盘价 4516。此后在中美贸易氛围转暖，浆厂出现非计划检修等消息的刺激下，盘面触底反弹。



二、下半年库存或去化

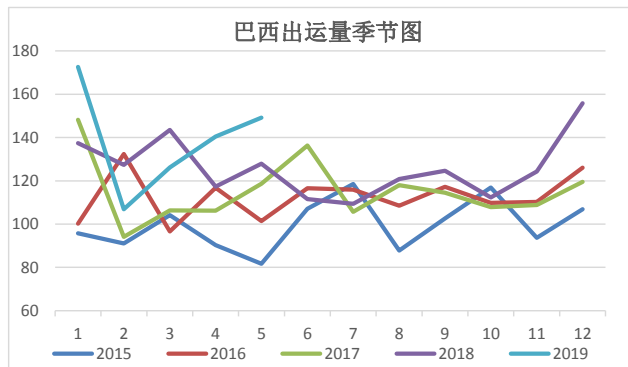
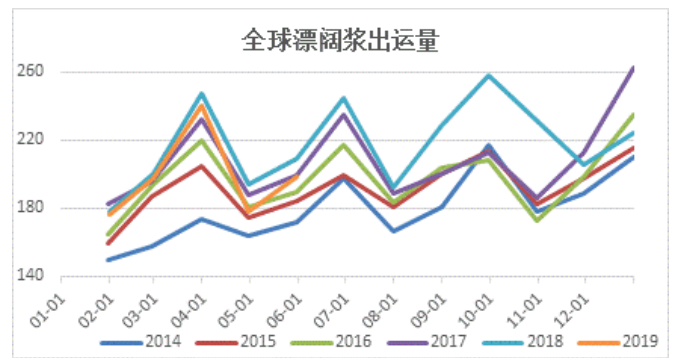
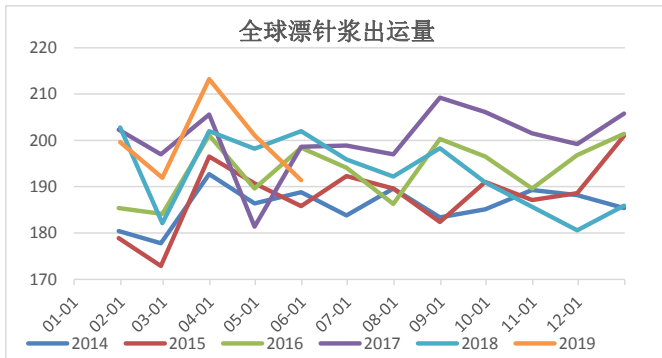
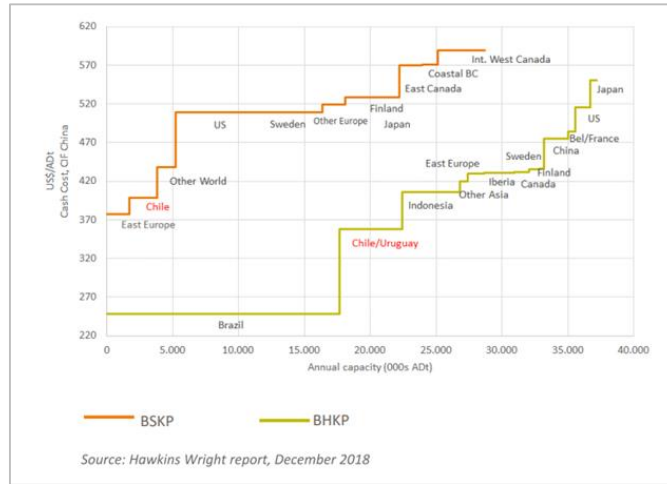
2.1 供应：关注上游减产情况

1-5 月木浆累计出运量 2059 万吨，同比下降 1%，其中针叶浆出运量 997 万吨，同比下降增加 1%，阔叶浆出运量 992 万吨，同比下降 3%。

阔叶主产国巴西出运量并没有下降，1-5 月出运量总计 695 万吨，同比增加 6.4%。但鉴于库存压力大以及价格的低位，传 2019 年金鱼集团计划减少 100 万吨左右产能，总产能预计在 900-940 万吨，下降幅度占产能比重 9-14%，检修在年内完成，但目前为止尚未看到有效的执行，若真的执行则下半年金鱼出运量增速有望下降。但就目前看不到实际动作下，阔叶浆出运预计仍会增加。

针叶浆今年二季度出现部分非计划内检修，主要是一些成本较高的浆厂，加拿大 Canfor 公司的生产成本 590 美元/吨左右，且木片可用于其他产品的加工。其在 6 月 28 日宣布计划 7-8 月份将位于 BC 省的 Intercontinental 和 Northwood 两座 NBSK 浆厂减产，预计减少 7.5 万吨，计划在 9 月份恢复正常生产。近期市场逐步出现各类

减产信息，但有些是计划内减产，并不会造成供应缺口，我们建议关注下半年的非计划检修。但针叶浆的欧洲库存小，后期出运量压力不大，若检修增加，下半年的出运量可能同比持平下降。



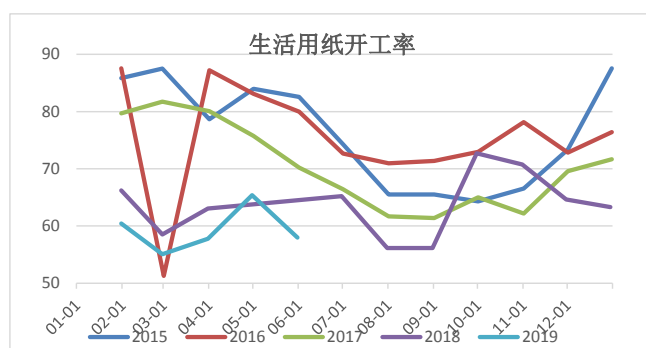
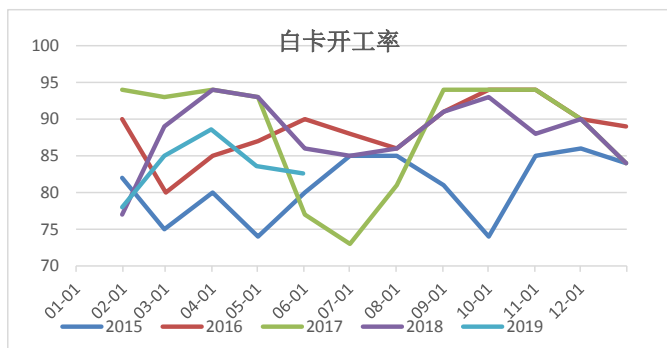
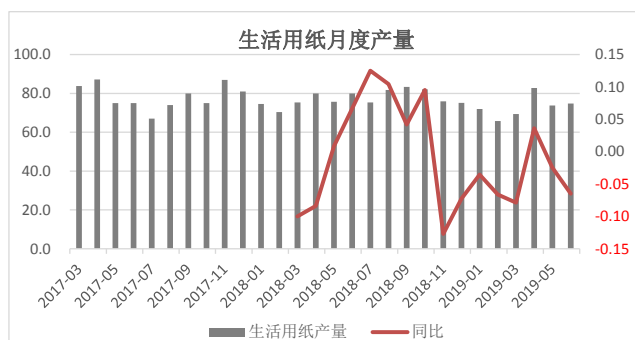
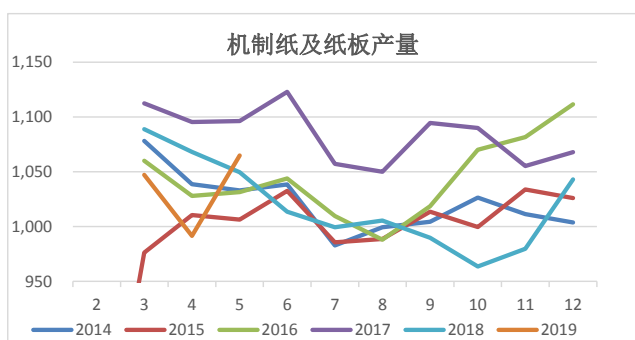
2.2 需求：纸厂利润改善，终端需求稳步回升

2.2.1 终端需求差，消费或有起色

环比来看，上半年机制纸及纸板累计产量 4865.9 万吨，同比增加 0.3%。分类看，其中新闻纸产量下滑明显，累计 49.8 万吨，生活纸总产量累计 438.49 万吨，同比下降 4%，大型企业因价格导致订单较差，小型企业尚可。而文化纸需求偏好，上半年除去春节期间，3-5 月一直处于旺季，且今年总需求稳定增加，纸企提价难度也较小。

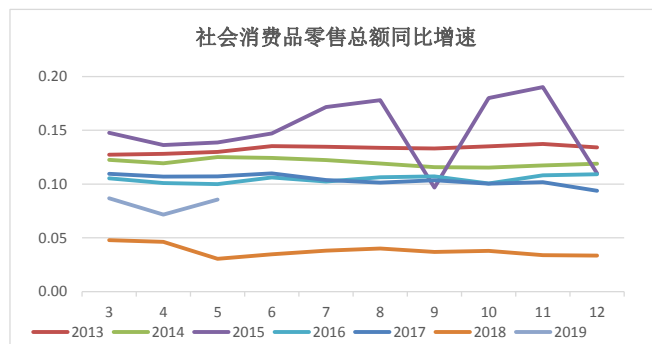
生活纸全年没有明显季节性变化，而文化纸呈现出较强的季节性，下半年从8月开始企业将会逐步进入春季教材的招标，后期逐步备货以及开印，文化纸需求逐步进入旺季。从产量季节性图表可以看出，机制纸及纸板产量在3到6月以及9月到12月拥有比较高的产量。

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
双铜	旺	淡	旺		平	平转淡	淡	淡转旺	旺			
	节日宣传画用量大	春节	节后印刷厂运作，大量进货		印刷厂工人放假				商品销售及促销，印刷厂广告传单，以及春节教材封面备货			
双胶	平	淡	旺			平		淡转旺	旺			旺转淡
	节日期间用量减少		3-5月秋季学生教辅材料备货			教辅材料备货尾期		8月招标，9-11月为春季教辅材料备货及开印				教材尾期



2.2.2 政策刺激，关注居民消费水平影响

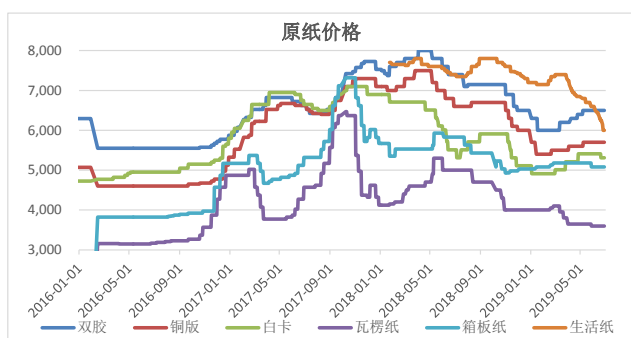
消费情况的改善有望拉动纸浆终端消费，今年我国出台的减税降费政策力度大，可提高居民收入，促进消费回升。据海通宏观预测，居民部门减税降费规模在1万亿左右，提升消费增速2%，消费的回升也将带动经济的企稳。消费水平的提高或会带动生活纸以及包装纸的消费，因而下半年生活纸以及白卡纸等需求增速预期提高。



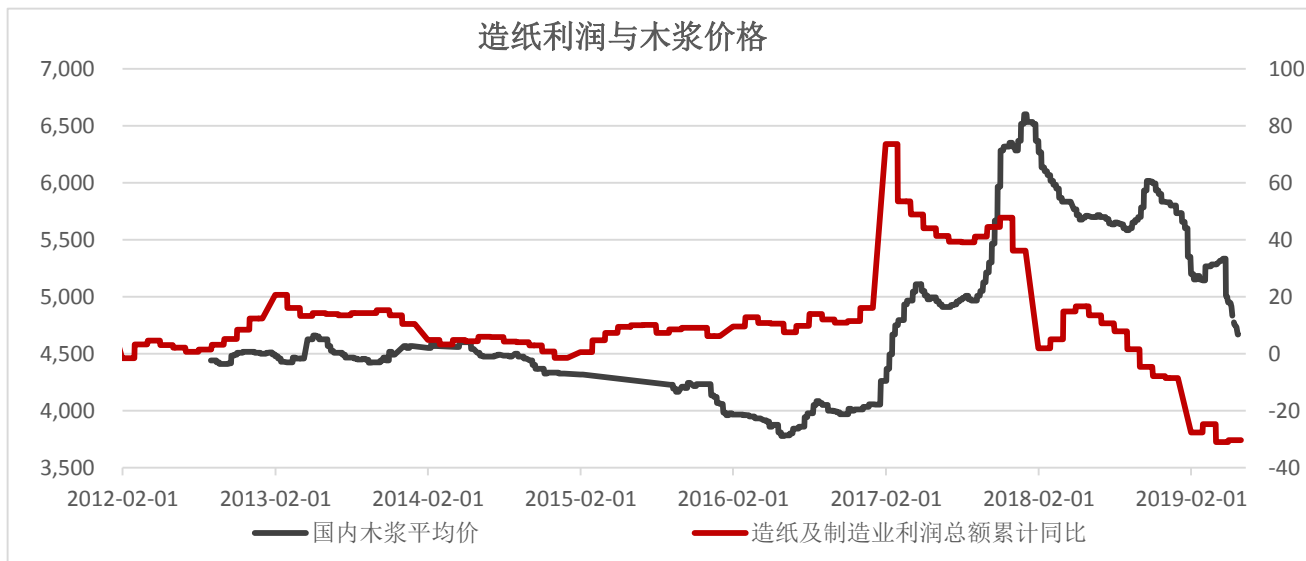
2.2.3 造纸利润抬升，纸企资金好转

今年上半年由于浆价的持续下降，以及文化纸需求旺季带来的不断涨价使得文化纸价格不断上调，导致文化纸利润提高。华夏太阳 23#70g 双胶纸价格从 3 月底 6000 元上涨至 6 月底 6500，晨鸣雪兔 157g 铜版纸价格从 3 月的 5500 上涨至 6 月底的 5700，6-8 月偏淡季，价格持平或小幅下跌。包装纸方面，白卡纸去年由于投产等问题导致竞争激烈，价格下跌，而今年上半年情况略有好转，价格小幅抬升，博汇 250-400g 白卡从 3 月底的 5000 上涨至 5400，在 6 月再次出现下跌趋势，下半年在 9 月之前预计较淡。生活纸由于上半年需求差和纸厂库存压力大，价格持续下跌，河北大轴原纸从 3 月底的 7400 持续下跌至 6 月的 6000。

再看纸浆价格，银星从 3 月底的 5500 大幅下跌至 4500，跌幅大于大部分纸价，所以造纸利润有较大幅度的提升。从图中可以看到，双胶纸利润已经恢复，达到 2018 年年中的较高水平，生活纸的利润走低，目前达到 18 年底水平，利润也尚可。但由于现货价格到加工时间存在 2 个左右的时间差，实际测算利润较低，接近 18 年 3 季度水平。



中长期看，由于木浆供应端较为稳定，价格与需求相关性高，当我国造纸及制造业利润较高，往往会导致更多的产能投放，而利润较低则会导致产能的缩减，需求端反向作用于价格，会引起一定周期后的木浆价格变化。从图中可以看出，从 17 年底开始的造纸利润的大幅下跌导致了从 18 年底触顶后的下跌以及 19 年二季度的快速下跌。从 18 年底造纸利润触底后震荡，那么在 19 年下半年可能底部震荡。

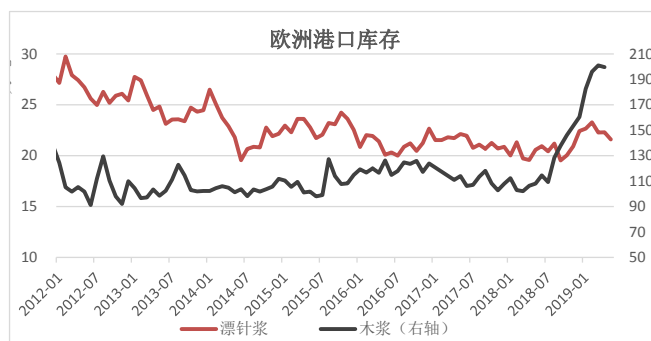
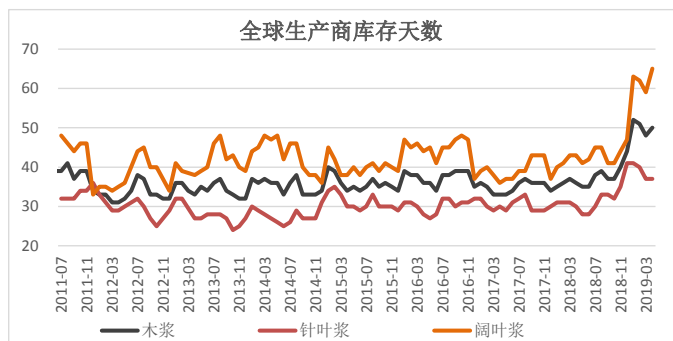


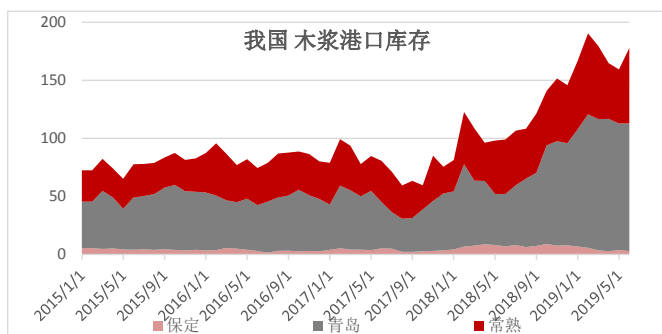
2.3 库存：尚未有拐头现象，关注下游备库节奏

国外供应压力持续增大，生产商库存天数尤其阔叶浆远高于往年正常水平，6月底针叶浆库存天数39天，阔叶浆62天，木浆整体51天。此外欧洲港口库存压力明显，但主要压力在阔叶浆。到5月底欧洲木浆港口库存195.5万吨，同比高81%，其中漂针浆库21.6万吨，同比高5%。近期部分针叶厂商因为成本原因出现非计划检修，但阔叶浆主要供应商金鱼集团虽然已经发出年度减产计划，却仍未采取实际措施，下半年关注其动作，按照目前情况进行分析，针叶浆库存压力持续下降，而阔叶浆则很难缓解。整体评估下半年仍面临较大的库存压力。

我国纸浆显性库存持续增加中，主要原因是供需情况恶化，还有库存显性化。今年上半年在我国需求不佳情况下，国外供应商并未减产，尤其是阔叶浆生产厂商在订单少的情况下持续向我国大量发货，另一个原因是库存显性化，造纸厂持续的低利润以及库存的增加使得下游备货意愿差，除少数大型企业备货在1月左右，其他小型企业多随采随用，备库一周左右，这导致库存显性化严重。到6月底，我国三港库存178万吨，同比去年高80%，6-7月由于价格抬升，下游原料库存增加，短期库存或小幅下降，此外预计需求在下半年也将有所增加（主要是生活纸需求），那么库存或出现去化，但如果发运量不下降或价格未达到下游的大幅采购，很难持续去库。

此外需关注上期所库存，今年6月交割前库存3.4万吨，且处于下跌行情，多头接货意愿差，导致期货大幅跳水，因而需关注下半年09合约交割前上期所的仓单数量，会否对行情造成压力。

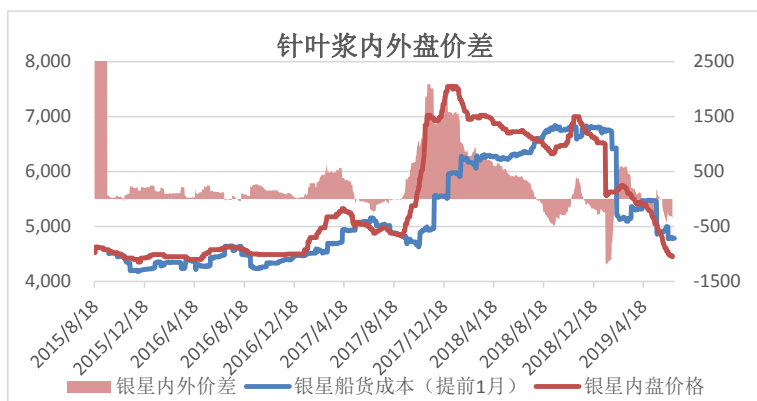




三、价格以及价差关系推演

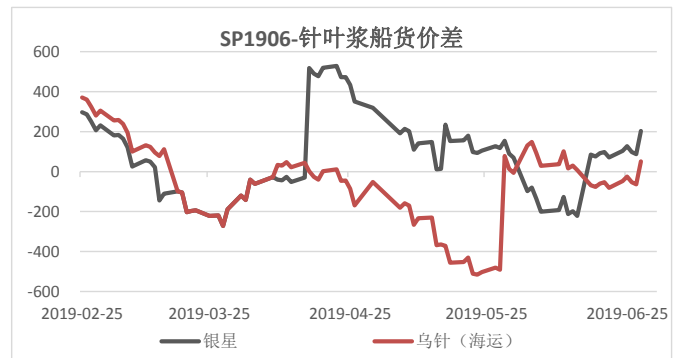
3.1 内外价格持平，进口利润修复

纸浆供应稳定，价格取药是国内驱动，所以国内价格往往会带动后期船货的走势，银星现货价格和船货成本之间的价差图如下，可以看到今年一季度国内现货价格因需求恢复而快速拉涨，而外盘价格低，有进口利润，但二季度国内价格开始下跌，外盘价格跟跌缓慢，所以内外价格倒挂，进口亏损。历史上看，往往都会有一定的进口利润，但是期货上市后可进行买船货抛期现货的进口套利，所以以后的内外升水可能消失。



3.2 期现无风险套利机会

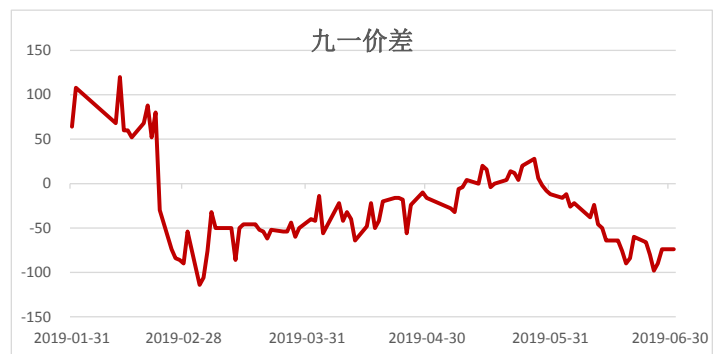
期现套保主要考察期现基差与持仓成本，若期货对船货和现货的升水高于持仓成本可进行买现货和船货抛期现货的套保。今年二季度出现期现无风险套利空间，有许多的现货被锁定流动性，预计三季度临近 09 合约交割套保窗口或关闭，同时需关注对仓单带来的压力。



3.3 月间价差和跨期套利

跨期无风险套利主要在于正套成本的计算，如果远近月价差高于成本，可进行正套，也即买近月抛远月，正套确定性高，但对于高库存而远月预期好于现货的品种，若远月升水过小，则可进行卖近买远的反套，具有一定风险。对于纸浆高库存以及低价的熊市结构，今年5月开始走反套，远月升水不断提高，预期九一价差的项在-150左右，但若7-8月仓单不断增加且价格高于现货，那么09月或面临一定的交割压力，九一基差可能继续拉开或价格下跌。综合来看，可以在合理的价差范围进行正反套的操作，面临交割的反套可结合单边做空近月操作。

SP9-1正套（买9空1）成本		
交割月份	2019/9/15	2020/1/15
期货价格	4722	4796
交易费用	0.2	0.2
交割费用	1.0	1.0
检验费用	0.0	0.0
出入库费用	0.0	0.0
仓储费	0.0	81.0
过户费	0.5	0.0
现货利息	0.0	96.0
保证金利息	0.0	28.8
增值税	0.0	8.5
套利成本合计	217.2	



四、二季度行情研判及操作建议

纸浆下半年的行情我们认为大概率会是先扬后抑再平。具体节奏看，7月或继续走强，高度判断在5000-5200，此时下游产生一定的补库，显性库存小幅下降，套保数量不断增加。进入8月，临近09合约交割，预期仓单增加，交割压力显现，或迎来一次深度下跌，结合此前初步探底的点位以及历史价格来看，大概率会到4200-4300左右，解决仓单压力并刺激下游备货，减小显性库存压力。在交割行情结束预计将会有所反弹，此后价格运行区间预计在4400-5000。具体操作上，建议在交割之前可介入单边做空并结合价差（小于150以下）介入九一反套，而在交割后则可适当参与反弹行情。期现方面，主要关注买银星现货和船货抛盘面的无风险套利机会。

免责声明

- ▶ 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- ▶ 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel: 010-8831 2088

上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel: 021-6257 3180

天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel: 022-2813 9206

天津滨海新区营业部 300457

天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel: 022-5982 0932

天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301
Tel: 022-5822 0902

郑州营业部 450008

郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel: 0371-6561 2079

大连营业部 116023

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2303、2310号房间
Tel: 0411-8480 6701

淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel: 0533-358 6709

宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel: 0574-8795 1915

唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel: 0315-578 5511

烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel: 0535-216 3353/216 9678