

纸浆报告：

鱼尾行情是否值得参与？抄底须控制好节奏仓位

陈敏华

纸浆研究员

投资咨询号：Z0012670

电话：

0571-28132578

邮箱：chenminhua@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

杭州市萧山区宁围街道利一路188

号 天人大厦19-20层

全国统一服务电话：

4006-728-728

信达期货网址：www.cindaqh.com

特别感谢杭州、上海、厦门、北京、广州数位纸浆贸易前辈近期的交流指正，也正是你们近期的电话、微信交流，促使我想写这篇文章！

特别提示：本次报告并不是对市场走访、参会的所见所闻进行梳理总结，而是在盘面跌破 4500 元/吨之际，坐在办公室对前期逻辑、观点的再梳理，并结合市场表现做出的一点点思考，希望能与大家产生共鸣！

近期盘面持续阴跌，尽管方向没超预期，但下跌的时间节点和幅度还是略超本人预期。这几天正好没出差，就在办公室边摸鱼边思考，尤其是对前期几篇文章的一些观点和逻辑进行再梳理，发现了不少前期逻辑的漏洞，也有些新的收获。主要有如下几点：

核心观点：

其一：“跳出纸浆看纸浆，跳出期货看期货”可能是对传统贸易商提出的新要求，过于关注现货（甚至是某个品种、品牌），容易以点概面，看似合乎逻辑，但又缺乏整体框架配合。

其二：期现回归与交割压力，是我自衢州特种会议以来，看空的核心押注点，并按当时的现货测算，认为年内必然会创新低。但是本月 7-8 号走访上海传统贸易商的时候，受某些原因的影响，却做了一些修正，尤其是 1 月合约持仓量偏低的背景下，认为 1 月压力会略有减轻。现实情况是忽略了市场情绪，忽略了传统贸易的资金压力，也忽略了工厂买涨不买跌的事实，节奏和幅度都略超本人预期。

其三：界定当下为下跌趋势的鱼尾行情，“美味但刺多”，需要把握好节奏和安全边际，技术突破追空不可取。现在重点关注浆厂能不能挺得住、传统贸易商还能不能接的动、新兴贸易模式增量几何，以及元旦-春节下游工厂的后续停机情况。

其四：抄底是主流意图，但短期明显缺乏驱动，同时，所谓的安全边际并不牢靠，至少浆厂与国内的博弈并未占据上风。短期按 570 美金货测算，5 月合约 4600 元/吨下方略显优势，但需谨慎为之，且仅界定为小级别的反弹，而非反转。

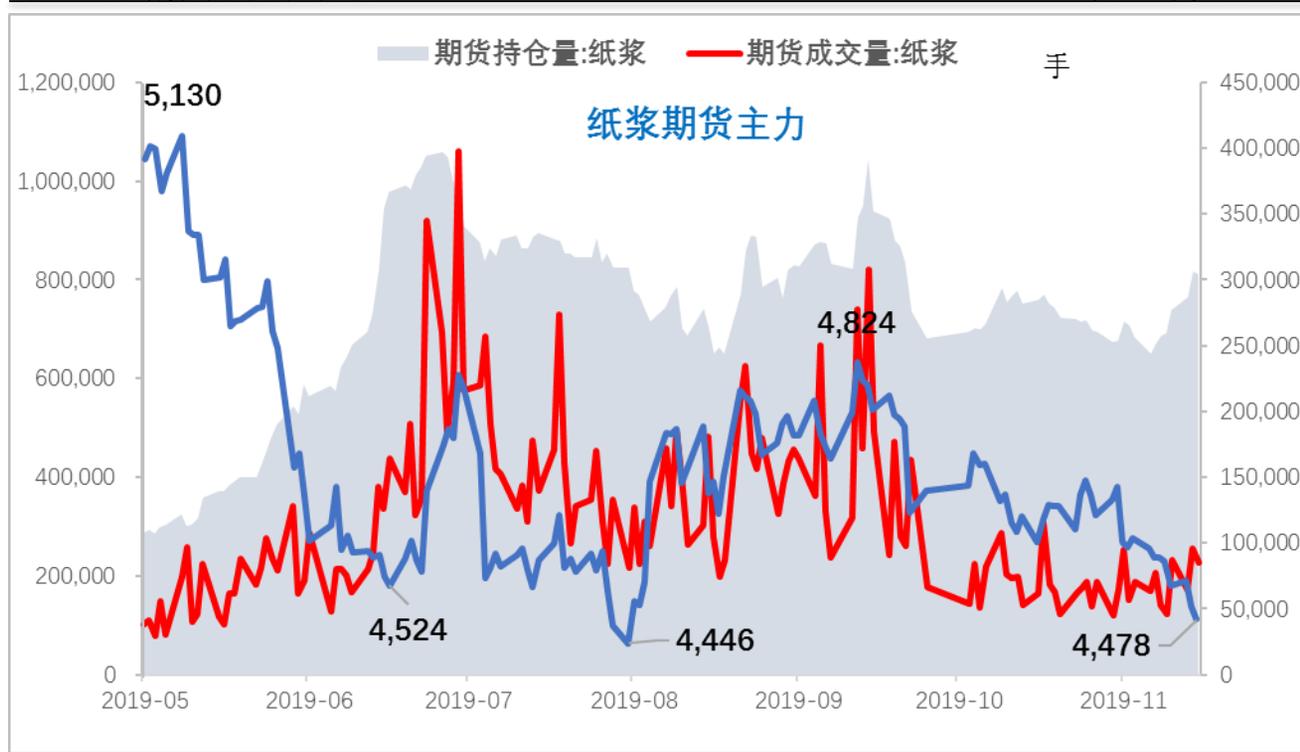
一、从盘面的视角寻找一些端倪

从11月3日一根大阴线跌破4600元/吨支撑后，纸浆期货呈现持续的震荡阴跌走势，直至跌破4500元/吨支撑后，市场关于盘面继续下跌空间的讨论突然增多起来，至少在此前，少有人明确看跌至4500元/吨下方，一定程度上行情开始略超预期。从期货博弈的角度看，4500元/吨是多空分歧开始激化的一个关键位置。那么，我们从盘面及持仓等指标看看，是否有些其他信号。

从持仓量和成交量来看，11月12日纸浆期货开始呈现持续的增仓势头，但是增仓的力度相对于6月份那次大量多单在4500元/吨附近集中涌入而言，新增资金明显偏少。从日内盘面跟踪也非常直观发现，这轮下跌多头表现的非常无力，市场抄底氛围远没有6月份那次来的集中和猛烈。不过，一个多星期以来，增仓近6万手，至少反映出在这个阶段这个价格，多空的分歧已经在加大，价格继续下行的阻力也在加大。若后续价格震荡而持仓明显增加，或指示主力低位积极买入反弹预期出现；反之，持仓不增反降，要么陷入无序震荡，要么继续震荡下行，直至更低价位后多单再度涌入持仓增加。（备注：该指标是验证指标，是在有观点的基础上跟踪验证我们的判断）

图1：纸浆期货持仓量与成交量

单位：手，元/吨



资料来源：Wind，信达期货研发中心

二、期现回归、交割压力，是否还值得交易？

在10月18日发布的《纸浆报告：衢州特种纸会议见闻分享》一文中，我们基于当时的供需现状及未来一段时间的供需预测，**认为期现回归和交割压力将是主导后续纸浆期货价格走势的关键因素**，也正是基于这一判断，**大胆预测浆价将继续下跌并于年内创新低**。目前浆价已经下跌至4500元/吨下方，基差也有一定程度回归。那么，此时此刻，是否还应押注这两点呢？短期的交易逻辑会不会有其他变化呢？

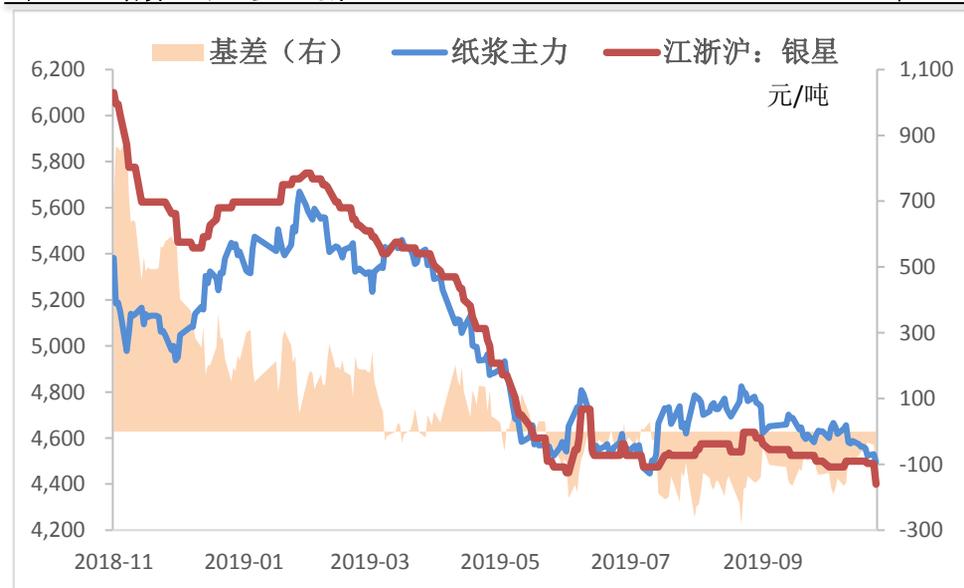
首先，对于**期现回归**这一问题，我们认为随着市场越来越成熟，期现回归将是必然，也正是此才有了期货的“价格发现”和“套期保值”两大功能。目前纸浆期货上市近1年，产业参与日益活跃，但还是以传统贸易商和期现贸易商为主，下游工厂参与极少，且以投机为主，而上游的浆厂更不用说。所以我们可以看到**已经完成交割的1906合约和1909合约，都没有很好地完成期现回归的“最后一公里”**。

但是在2001合约中我们明显看到**一些积极的变化**，首先是期现贸易商的体量越来越大，其次是传统贸易商也在加快拥抱并期货市场。期货与现货的联动越来越紧密，下游的工厂也开始看着期货盘面与国内贸易商进行谈判（但基差贸易还有一段培育过程）。

随着交割月的临近，盘面升水已从此前的130元/吨收窄至目前的不足50元/吨。此外，近一个多月期货震荡下行，期现贸易商的现货也出的不错，套在1月盘面的现货已经大幅减少，从这个角度出发，1月合约的期现回归也算完成的不错，至少相对于1909合约而言，当时期现不回归，期现贸易商的套保盘只能被动的移至2001合约，压力向后推移而非解决。**所以，若要从期现回归的角度，按照目前的测算，跌破4450元/吨概率偏低。**

图2：SP期货主力及基差走势

单位：元/吨



资料来源：卓创资讯，信达期货研发中心

其次，对于交割压力问题，目前期货仓单库存高达 9.7245 万吨，单边持仓近 1 万手，在不考虑 1 月合约的虚实比问题（1 月合约目前总持仓为 25.5 万手，单边 12.75 万手），我们需要清楚是谁在注册仓单，他们的目的在哪？最后又是谁将会愿意接仓单？

注册仓单的群体相对清楚，就是大量的传统贸易商和期现贸易商，而他们进行注册仓单是主动行为。即在盘面出现期现正套机会入场，若后续期现不回归，最坏的情况是拖入交割环节。当然了，目前 1 月合约的大量仓单是有通过买 9 抛 1 正套转移至 1 月合约，这部分持仓也是算好了持仓成本。

那么谁又会接货呢？！理论上接货群体大致分为工厂和贸易商两类，但是目前现货比期货便宜，且交割存在交割地和交割品牌的不确定性，除非给到较大的买交割利润，实际上工厂接货的可能性偏小。那么，最有可能接货的还是传统贸易商和期现贸易商。作为最精明的贸易商，除非有利可图，否则在这个市场情况下很少有人去接盘，当然了，若后续给出 5-1 正套空间，那么接仓单的人也会多起来（类似 9 月合约）。

通过交割逻辑分析，我们认为，最后进入交割的量大概率会比 1909 合约要小，主要理由在于近近期期现回归，部分期现正套的持仓也已经获利出局。而最后实际进入交割的量，需要重点关注三个点：1、近近期期现能否继续回归释放套保盘；2、1-5 价差能否在 12 月中旬左右扩大，将 1 月压力再度后移；3、交割月最后是给买交割利润还是卖交割利润？

图 3：纸浆期货仓单

单位：吨

纸浆				单位：吨	
地区	仓库	期货	增减		
上海	中储临港	18332	0		
	上海远盛	0	0		
	象屿速传	0	0		
	合计	18332	0		
江苏	中供南通	2363	0		
	常熟威特隆	0	0		
	合计	2363	0		
浙江	建发物流平湖	512	0		
山东	青岛国际物流	46997	0		
	外运华中胶州	9984	0		
	青岛青银	0	0		
	建发物流黄岛	19057	0		
	合计	76038	0		
总计		97245	0		

资料来源：上海期货交易所，信达期货研发中心

三、产业链格局背景下的的上下游博弈天平的摇摆

大家都知道，期货是个博弈的市场，其实只要有人的地方就会存在博弈。造纸产业链上下游之间，虽然说是合作共赢，但更多的时候也是相互博弈的关系。

从产业链格局来看，上游浆厂在产业链中占据着最大的话语权，国内纸厂和贸易商大部分处于相对弱势低位，而下游的纸制品生产企业那更是被动地接受价格，话语权极低。所以一般的情况下，浆厂获得绝大部分的产业链利润，贸易商收获甚少，且受价格周期影响巨大，下游的纸厂则获得偏低的生产毛利。

图 4：浆厂生产成本

单位：美元/吨

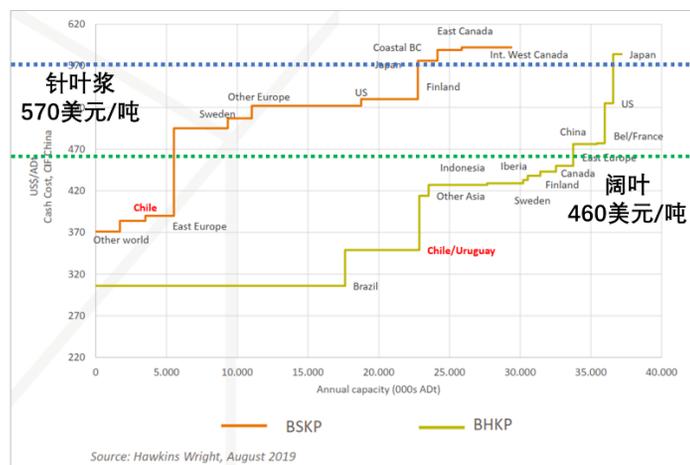


图 5：国内纸制品毛利率

单位：%



资料来源：Arauco 官网，信达期货研发中心

资料来源：卓创资讯，信达期货研发中心

不过，经过一年多的价格持续下行，产业链各环节也在经历新的一个轮回。其中，上游浆厂面临生产成本，纸浆还处于艰难的主动去库阶段；中游贸易在价格下行周期持续亏损，且国内目前还处于进口倒挂传统贸易商生产环境艰难；下游造纸厂年初就完成了行业的主动去库，随着原材料木浆价格下跌纸制品价格涨价，行业利润已处于历史同期高位，整个产业链的利润向下游造纸企业集中。所以我们可以发现，现阶段的产业链博弈的天平已经完全倾向于下游纸厂，**木浆市场处于一个买方市场**，那么，对于未来产业供需的再平衡，我们就必须考虑产业结构的一些细微变化着手。

关于对现在至明年一季度的行情，在此我并不想给出一个武断的结论，不过可以从以下几个维度思考：其一，上游浆厂目前还未完全打到生产成本，减产意愿不是很大，且从最近几轮的外盘报价可以发现，浆厂还在挺价，而国内企业实难接盘，**后续浆厂能挺多久，其库存压力如何解决？**其二，经过一年多的持续亏损，国内贸易商已经无法继续承受倒挂 200 以上的外盘报价，年底又有长协压力，如何去妥协？其三，纸厂利润丰厚，但中小型纸厂其实订单并不是很好，考虑到淡季已至，后面元旦，又紧接着春节，如果订单不足，是否会提前放假，且假期延长，拖累本就表现平平的消费呢？

四、感谢每个认真阅读的朋友 你们的反馈是最大的鼓励

今年春节回来，才开始接触纸浆这个品种，此前一直在做有色金属的研究分析。随着研究的进行，发现纸浆这个品种很好玩，圈子很小，价格不透明，又是完全依赖进口品，且还具备一些农产品的熟悉，我想这应该是个可以赚钱的品种。

真正促使我深入产业链做研究，还是因为一直以来，接触的产业链的前辈都非常好学可爱，对，可爱这个词形容浆圈的很多前辈非常贴切。所以，想去做点事，写点东西给大家。

本次报告，其实没有给出一些明确的操作建议，我也没有特别新的、好的想法。只是最近这一波下跌，认识不少产业的朋友抄底好像也亏了不少，心中多少有点愧疚，尽管我的报告是一直看空的。所以我就在想，问题出在哪里？又有什么地方忽略了？才想去写点感悟类的研究报告。

现在回头看此前的文章，也是漏洞百出，表面上合乎逻辑，实际上还需要做各种打补丁，所以特别感谢那些给我反馈、交流、指正的浆圈前辈，在此不一一指明感谢，有空再去登门拜访！

最后，说一句，虽然我一直想尽可能把研究做好，但是，交易确实是个非常非常独立的事情。每个企业、每个老板，自身资金情况、风险偏好、操盘手法存在各种各样的差异，所以，就算是大家同时看我一篇报告同时做多或者做空，但还是很可能有人赚有人亏。所以，希望能和浆圈前辈多交流学习，一起把这份工作做好！

若有疑问，可来电交流 15868192572（微信同号）

【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378，由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 5 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司全新改版后的新网站 www.cindaqh.com 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您提供最优的服务。公司总部设在杭州，下设 20 家分支机构：包括深圳、金华、台州、苏州、四川、福建 6 家分公司以及上海、北京、广州、大连、沈阳、哈尔滨、石家庄、乐清、富阳、宁波、绍兴、临安、萧山、余杭 14 家营业部，公司将以合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

【雄厚金融央企背景】

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于 1999 年 4 月 19 日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资 100 亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010 年 6 月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012 年 4 月，首家引进战略投资者，注册资本 365.57 亿元人民币。2013 年 12 月 12 日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。

【全国分支机构】



分公司	金华	浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810	0579-82300876
	台州	台州市路桥区银安街 679 号耀江广场商务楼 501-510 室	0576-82921160
	深圳	深圳市福田区福田街道福安社区民田路 171 号新华保险大厦 2305A	0755-83739066
	苏州	苏州工业园区星桂街 33 号凤凰国际大厦 2311 室	0512-62732060
	四川	成都市青羊区横小南街 8 号 1 栋 1 单元 15 层 21 号、22 号、23 号	028-85597078
	福建	厦门市思明区湖滨南路 357-359 号海晟国际大厦 11 层 1101 单元	0592-5150160
营业部	北京	北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室	010-64101771
	上海	上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 11 楼 E 座	021-58307723
	广州	广州市天河区体育西路 189 号 20A2	020-89814589
	沈阳	沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层	024-31061955
	哈尔滨	黑龙江省哈尔滨南岗集中区长江路 157 号欧倍德中心 4 层 18 号	0451-87222486
	石家庄	河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层	0311-89691960
	大连	辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座 2408 房间	0411-84807776
	乐清	温州市乐清市双雁路 432 号七楼	0577-27868777
	富阳	浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室	0571-23255888
	宁波	宁波市江东区姚隘路 792 号东城国际 212-217 室	0574-28839988
	绍兴	绍兴市凤林西路 300 号环宇大厦 1402、1403	0575-88122652
	临安	浙江省临安市钱王大街 392 号钱王商务大厦 8 楼	0571-63708180
	萧山	浙江省杭州市萧山区北干街道金城路 358 号蓝爵国际中心 5 幢 3903-2 室	0571-82752636

【重要声明】

- 报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财政状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。期市有风险，入市需谨慎。
- 未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。