

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告



下方空间减小，短期建议观望

李冻玲 证书号：F3038311

郑邮飞 投资咨询证号：Z0010566

核心逻辑

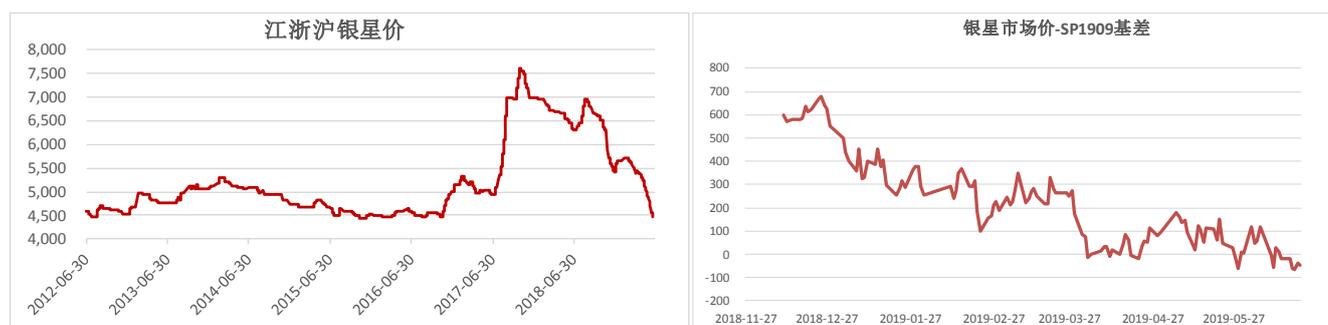
上周宏观氛围好转，习特通话加强了市场对于 G20 会议中美贸易会谈成功的预期，且美联储暂不加息等使得货币宽松，以及原油去库存和美伊地缘冲突加强等使得原油触底反弹，在一系列利好因素加持下，商品集体反弹，而纸浆却一直保持弱势，未有像样的反弹。我们认为此时追空橡胶已经意义不大，目前处于上下皆可状态，向下空间较小，或在 200-300 元左右，目前浆价已经处于正常水平，但鉴于库存高以及下游尚未有抄底氛围，可能继续下跌。但亦有可能迎来一波反弹，在一系列宏观利好中我们认为最大的利好在于货币宽松，将会直接导致商品价格的上涨，而纸浆基本面来看，也已经有好转迹象，首先是下游利润，目前已经修复至正常水平，且文化纸近期发布涨价函，后期有望继续调涨。此外是库存没有持续上涨，且经历过深跌之后，纸浆价格已经处于正常价格水平。在宏观带动下，资金如果拉涨浆价，或会带来一波反弹，且下游在利润尚可情况下可接受小幅反弹，且可能会带来一定的补库需求，从而导致去库速度加快；现货可能跟涨缓慢从而出现无风险期现套利机会，套利需求加强，现货流动性减弱。但我们认为，无论以上哪种情况，均不支持较大幅度，低价常态去库存才是合理走势。

通过以上的分析我们认为，纸浆短期需保持波段操作思路，下方空间在 200-300，而在接下来的半年若宏观不出现重大利好，上方空间也较小。上周纸浆 09 合约持续增仓，持仓量从 22.4 万手增加至 34 万手，增幅 52%，而价格跌幅仅为 1%，表明多空矛盾较大，空头略占优势。在目前跌势未止情况下不建议抄底和追空，等待跌至 4200-4300 附近可开始分批做多。

月间价差看，上周九一价差拉大到 90 附近再度缩小，接近我们的目标点位，反套止盈出场等待新的介入机会，而九一反套的触底也表明次轮下跌行情或将面临结束，尤其货币宽松逐步利好 09 合约。

期现方面，上周盘中一度出现人民币现货的卖出套保机会，现货跌至 4450-4500，盘面高于 4600 可做卖出套保，根据前述分析，近期或会再次出现人民币货和船货对盘面的无风险套利机会，建议关注。

核心图表



漂针浆卖出交割成本核算	
现在日期	2019/6/23
交割月份	2019/9/15
现货价格	4475
期货价格	4512.0
期现价差	37.0
交易费用	0.4
交割费用	1.0
检验费用	11.6
出入库费用	20.0
仓储费	24.0
现货利息	62.7
保证金利息	6.3
增值税	0.0
交割成本合计	126.0
套保收益	-89.0

基本面要点

价格价差

现货成交差，价格再度下跌，银星主流成交价格 4475 左右，较前一周下降 100，现货成交没有明显改善，主流外盘报价尚未出炉，市场传言价格版本较多，多数传闻在 570 附近。关注最终价格和成交情况，这关系下次外盘是否能止跌。

价差方面，银星现货和 1909 合约基差在 0 至-100 区间窄幅震荡，日内曾出现无风险套利机会，激发套利盘买现货。

跨期方面，九一先走反套后走正套，价差一度达到 90 后收窄，九一价差的短期触底反弹或表明短期行情将触底反弹，九一反套止盈等待新的入场机会。

供应端

PPPC 数据显示，2019 年 4 月全球纸浆（木浆）发运量 393.2 万吨，同比下降 3%，环比下降 16%，可以看到，纸浆供应端压力犹存。巴西 5 月出口 79 万吨，环比下降 44%，同比下降 38%，但目前国外库存压力大，后期巴西出口能否持续下降存疑，此前巴西宣布年内减产 100 万吨左右，但目前看尚未采取有效行动，近期宣布检修的涉及 12 万吨产量的 TRES LAGOAS 浆厂的 1 号生产线实为 1 季度就确定的计划内减产。

我国 5 月进口纸浆 245.3 万吨，同比增加 10%，环比增加 16%，1-5 月累计进口 1014 万吨，累计同比下降 2%。5 月。

下游需求

卓创消息，生活纸价格继续下调，幅度为 200 元左右，需求疲软，纸企库存高位，短期消化库存为主。文化纸价格持稳，近期纸厂库存压力增加，终端需求差，纸厂库存略有上升但整体压力不大，近期几大文化纸厂携手上调价格，若执行较好表明需求较好，对浆价带来支撑。包装纸方面，价格持稳，但下游需求较差。5 月份纸厂开工率均有所走低，其中生活纸表现最差，下降 8%。

5 月纸及纸板产量 1064.8 万吨，同比增长 3%，前 5 个月合计产量 4865.9 万吨，同比增长 0.3%。上半年文化纸需求尚可，而生活纸表现差，下半年随着利润的改善以及节日的增加三季度需求预期好转。

库存

中纸在线消息，5月国内库存下降，三港库存总量159.4万吨，环比下降3%，同比高63%。其中青岛港库存109万吨，环比下降4%，其中西港库存68万吨，阔叶51万吨，保定库存3.8万吨，略有走高，常熟库存46.6万吨，下降3%。4月欧洲木浆港口库存199.6万吨，环比下降1%，其中针叶浆库存22.5万吨，环比上升1%。4月全球木浆生产商库存天数50，环比增加2天，其中针叶浆库存天数37天，环比持平，阔叶浆65天，环比增加6天。

上期所交割库纸浆库存32700吨，环比下降3.7%，其中仓单量26905吨，上周交割后库存下降1000吨，短期预计库存仍会有下降。

SP 期货多空关注点

	指标	状态	研判
供应	全球出运量	4月出运量同环比下降，巴西5月出运量下降	中性偏多
	我国进口量	5月进口同环比双增	中性偏空
需求	短期需求	纸需求差，价格持平有下调	中性偏空
	长期需求	国内消费不佳，出口预期差	利空
库存	欧洲	欧洲库存下降，生产商库存天数走高	利空
	中国	5月我国港口库存小幅下降	中性
	上期所	库存持平，临近交割	中性
下游利润	双胶纸	价格持平，利润提高	利多
	铜版纸	价格持平，利润提高	利多
	白卡纸	价格持平，利润回升	中性
	生活纸	价格下调，利润持稳，库存高位	中性
价差	针叶浆-阔叶浆	内盘针叶升水阔叶50左右，外盘阔叶价格下跌	中性偏多
	基差	SP1909与银星价格持平	中性
	内外价差	银星内盘贴水外盘200	利多

一、 价格-价差

期货市场价格				
		2019/6/21	2019/6/14	周涨跌幅
收盘价	SP1906	4762	4680	0.02
	SP1909	4524	4568	-0.01
持仓量	SP1906	8	5020	-1.00
	SP1909	334404	223322	0.50
期现基差	银星-SP1906	-287	-130	1.21

国内市场价						
	品牌	2019/6/21	2019/6/14	2019/5/21	周涨跌幅	月涨跌幅
漂针浆-山东	银星	4475.00	4550.00	5025.00	-0.02	-0.11
	月亮	4550.00	4625.00	5075.00	-0.02	-0.10
	乌针、布针	4500.00	4565.00	5025.00	-0.01	-0.10
漂针浆-江浙沪	银星	4475.00	4600.00	5025.00	-0.03	-0.11
	月亮	4550.00	4675.00	5100.00	-0.03	-0.11
	乌针、布针	4490.00	4575.00	5025.00	-0.02	-0.11
漂阔浆-山东	亚太森博出厂价	4400.00	4600.00	5200.00	-0.04	-0.15
	鸚鵡	4225.00	4525.00	4850.00	-0.07	-0.13
	明星	4525.00	4525.00	4875.00	0.00	-0.07
漂阔浆-江浙沪	鸚鵡	4225.00	4550.00	4875.00	-0.07	-0.13
	明星	4225.00	4550.00	4875.00	-0.07	-0.13

我国外盘报价						
	品牌	2019/6/21	2019/6/14	2019/5/21	周涨跌幅	月涨跌幅
漂针浆	银星	620.00	620.00	650.00	0.00	-0.05
	月亮	600.00	590.00	700.00	0.02	-0.14
	乌针、布针	630.00	630.00	725.00	0.00	-0.13
漂阔浆	鸚鵡	720.00	720.00	720.00	0.00	0.00
	明星	570.00	570.00	630.00	0.00	-0.10

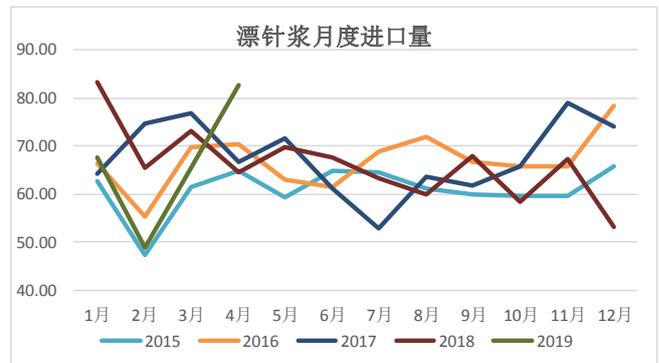
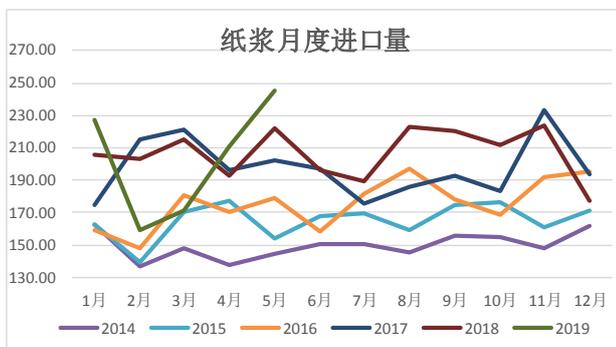
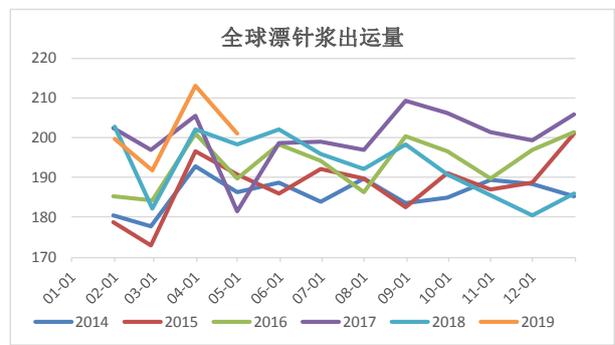
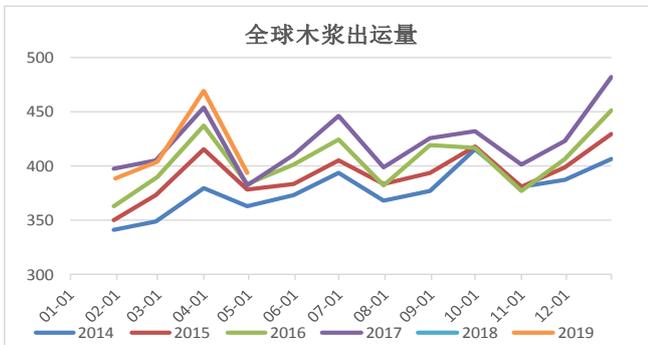
数据来源：一德能化，卓创资讯



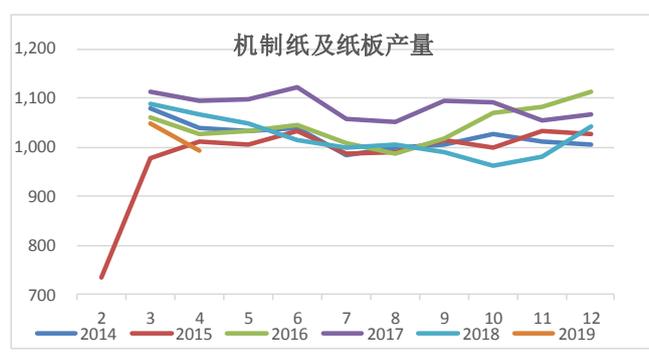
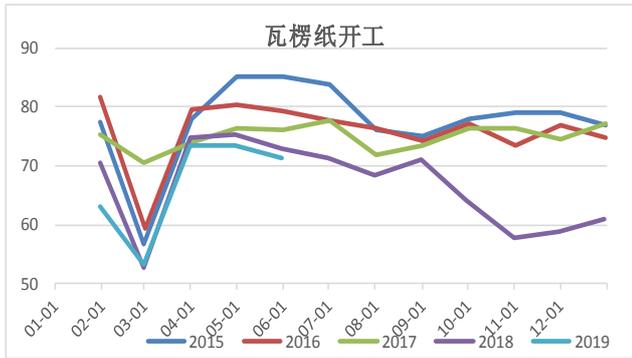
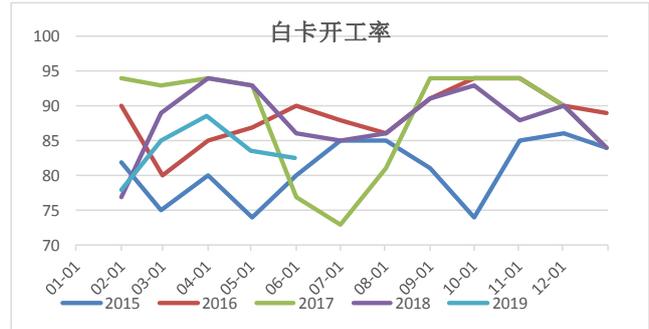
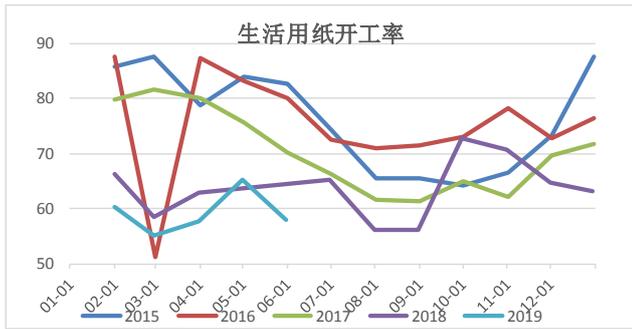


数据来源：一德能化，wind，卓创资讯

二、供应端

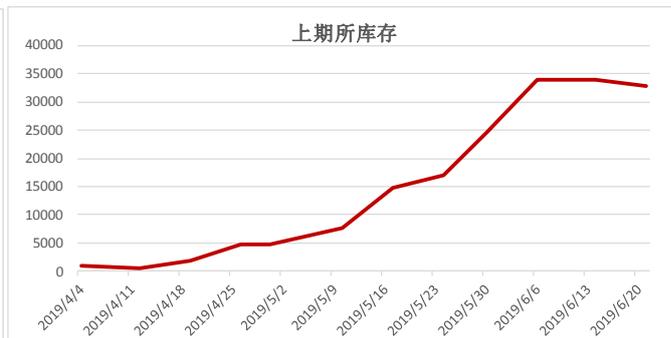
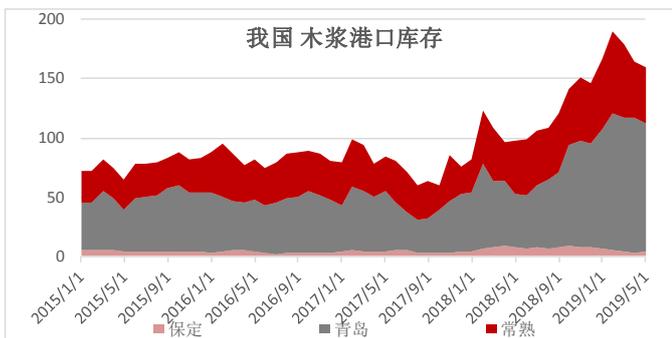
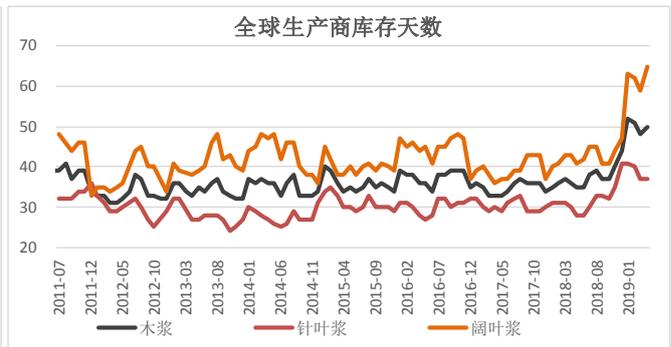


三、下游需求



数据来源：一德能化，卓创资讯

四、库存



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