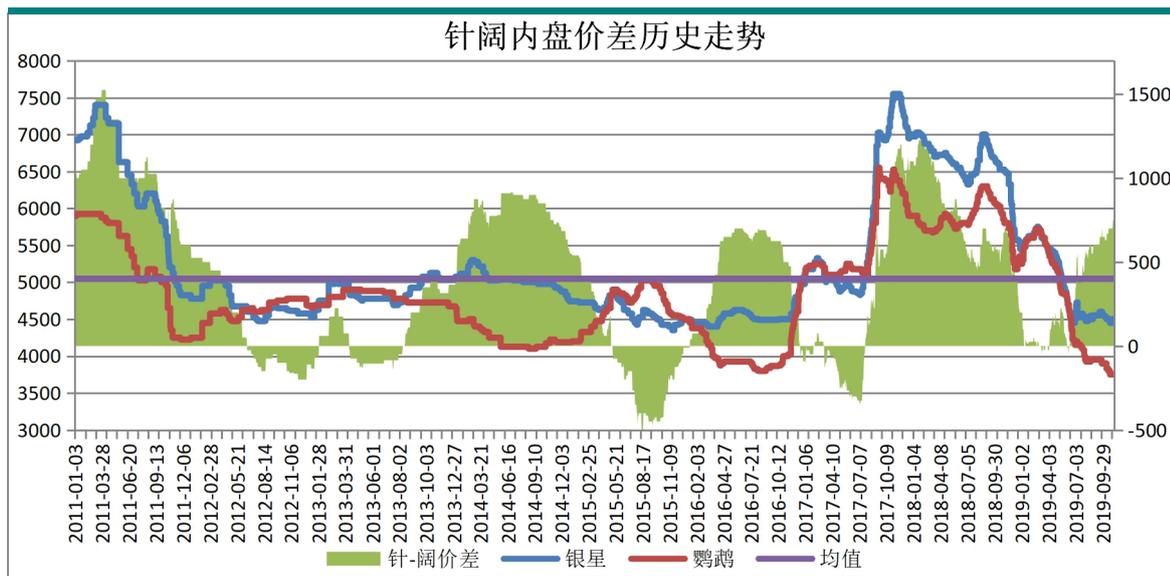


针阔价差分析

一、针阔历史价差分析

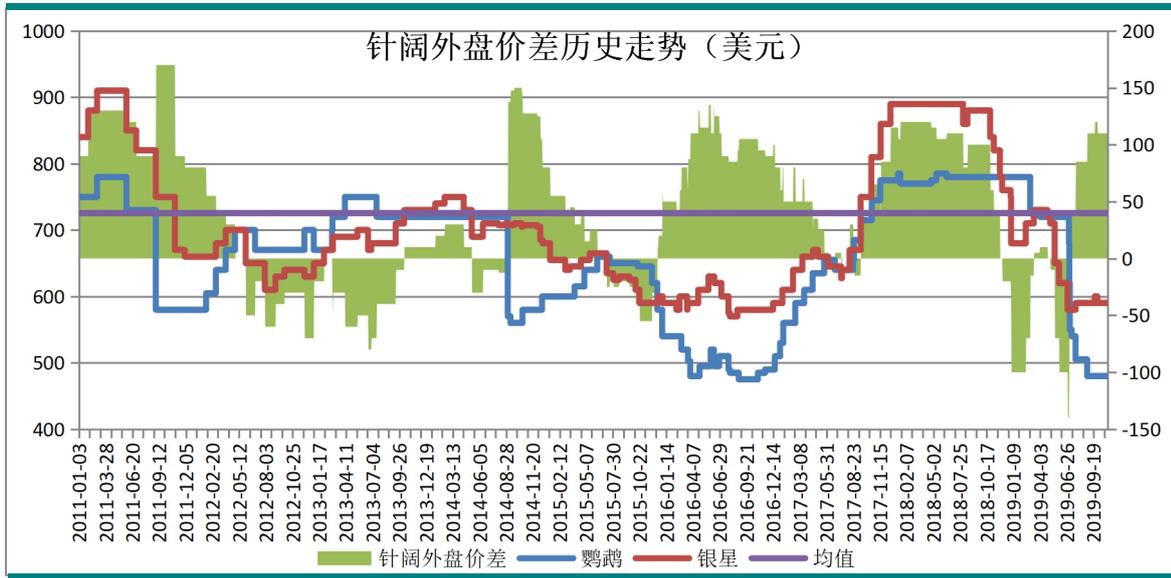
从历史的针阔价差来看，针阔内盘价差，以银星以及鸚鵡为例，价差在-500到1500之间波动，历史均值为400元，目前针阔内盘价差750元，处于一个历史相对高位水平，历史上均值达到700以上的概率为25%，而达到1000以上的概率更小，10%不到。从工艺上来看，针阔到达一定的价差存在替代性，长远来看，针阔内盘价差会回归。从外盘价差来看，历史价差在-100到170美元之间波动，历史均值为40美元，目前针阔外盘价差为110美元，也是处在一个相对高位水平，历史数据来看，均值达到110美元以上的概率为20%。无论是针阔的内盘价差还是外盘价差，目前都处在高位水平，从长远周期来看，价差都要回归，那目前的高价差是否适合做价差回归，也就是非标套，买非标现货空盘面。

图1：针阔内盘价差走势



资料来源：卓创资讯、新湖期货研究所

图 2：针阔外盘价差走势

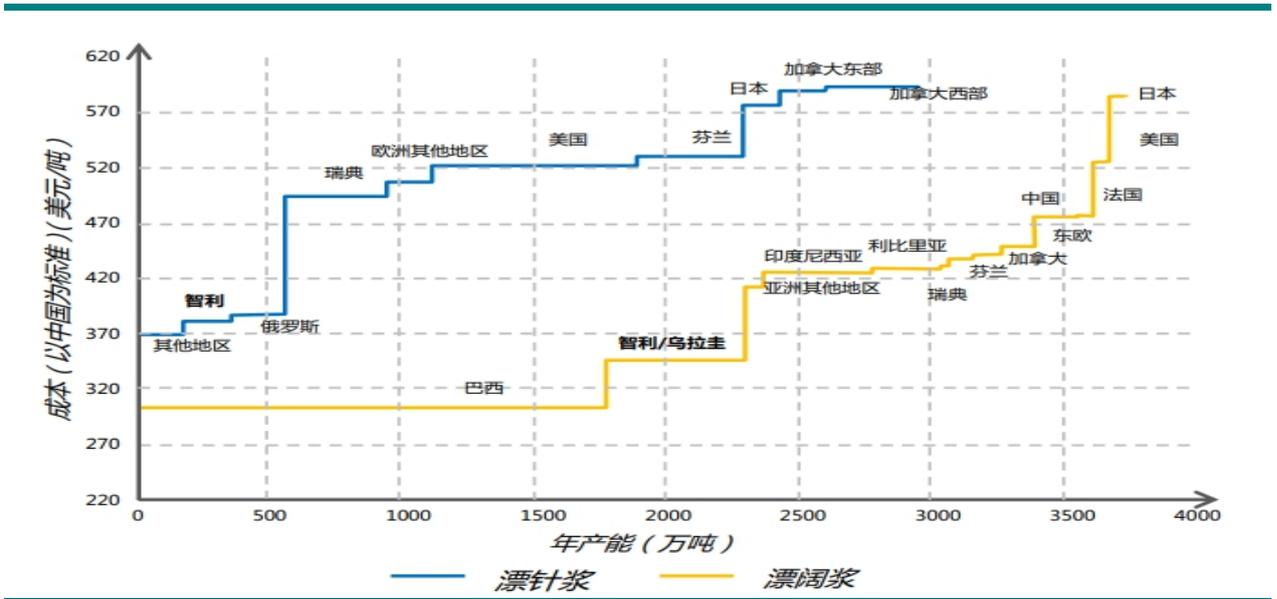


二、从针阔供需面看非标套的可实施性

类似与橡胶，纸浆非标套，是指用非标准交割品与期货合约进行套利，阔叶浆作为非标准交割品，上面分析价差中看到，目前针阔价差处于历史高位水平，是否可以通过买入阔叶浆现货空盘面，来做价差回归呢。我们还需要分析下针阔自身的供需面。

1. 成本对阔叶浆支撑远不如针叶浆

图 3、针叶浆高成本支撑



国内针叶浆主要进口来自加拿大、智利、美国等国，阔叶浆最大进口来自于巴西。从成本角度看，针阔叶浆的成本支撑有所差异。加拿大针叶浆成本主要集中在 550-570 美元，而巴西阔叶浆成本远低于 400 美元。针叶浆的高成本，决定针叶浆价格下跌有限。但阔叶浆目前鸚鵡以及金鱼外盘报价 480 美元，离成本还很高，成本也决定了针叶浆价格支撑力度强于阔叶浆。

2、供给驱动

从全球木浆新增产能图，18-19 年阔叶浆的新增产能都远高于针叶浆，阔叶浆供给压力大于针叶浆。

图 4、阔叶浆新增产能大于针叶浆

图表：2016-2020 年全球木浆新增产能（万吨）

公司地区	浆厂	2016	2017	2018	2019	2020	合计
加拿大	Various	0.5	0	0	0	0	0.5
Nordie	瑞典 Sodra (Varo 浆厂)、芬兰 Aane Koski 纸厂、瑞典爱生雅 (SCA)	-4	42	89.5	32	0	159.5
欧洲	Poels	18.5	0	0	0	0	18.5
其他		0	27	23	10	0	60
美国	Ashdown (Domtar)、Riegelwood、Jesuso	9	44	0	-3	0	50
拉美	Arauco、Klabin Puma	26	14	-10	-20	-10	0
其他	ARPIL 日照、Various	4.5	10	0	0	0	14.5
	针叶浆合计	54.5	137	102.5	19	-10	303
公司地区	浆厂	2016	2017	2018	2019	2020	合计
西班牙 Iberia	ENCE、Alvi、PortuoeI	7	3.5	3	2	0	15.5
巴西 Suzano	Sao Paulo、Maranhao	9.5	5	23	0	0	37.5
巴西 Klabin	Puma	64	44	2	0	0	110
巴西 CMPC	Guaiba	70	5.5	0	0	0	75.5
巴西 Fibria	Tres Lagoas	0	17.5	165	12.5	0	195
巴西 Eldorado	Tres Lagoas	0	0	0	60	145	205
巴西其他		-8.5	-0.5	0	0	0	-9
乌拉圭	Monies Dei Plata	7	0	0	0	0	7
智利	Arauce & CMPC	13	0	-12	0	0	1
中国	王子纸业 (南通)、April 日照	-1	-10	0	0	0	-11
印尼	APP (OKI、Kerinci、Toba)	-11.5	130	32.5	5	-5	151
东欧	Ilim	0	0	10	0	0	10
西欧	Paper Excellence	18.5	3	13	0	0	34.5
北美	Sappi、Woodland、Old town、Resolute	-20.5	-8	0	0	0	-28.5
	阔叶浆合计	147.5	190	236.5	79.5	140	793.5

资料来源：新闻整理、新湖期货研究所

而针叶浆的高成本，导致今年有很多浆厂主动减产，但这对于阔叶浆存在一定难度，目前阔叶巨头鸚鵡以及金鱼的价格离成本线还很远，企图通过减产来消耗其自身高库存存在一定难度。所以，我们看到今年 6 月份以来，不断有国外浆厂宣布检修，提前检修或者延长检修计划，属于非计划性检修，这其中大部分是以生产针叶浆为主，这也是为什么针叶浆价格走势强于阔叶浆，价差一再扩大的一个原因。

图 5：针叶浆非计划性检修较多

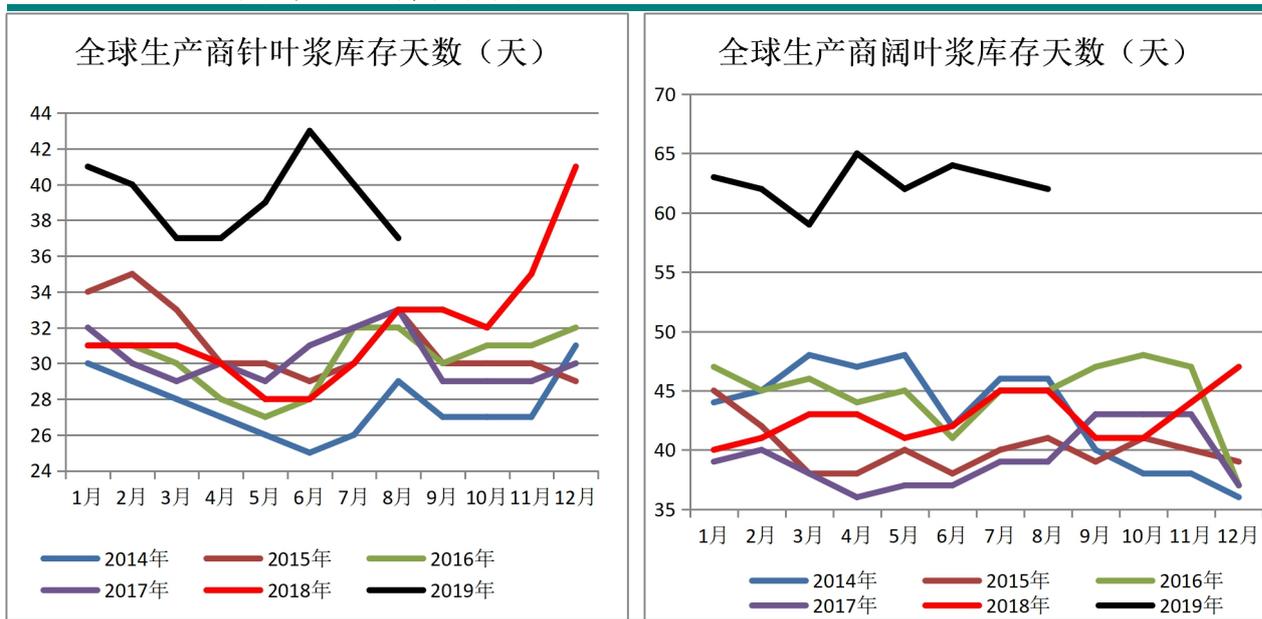
	全年产量变动(万吨)	纸浆种类	停产时间	是否计划性停产
Klabin	-8	针、阔叶浆	7.1（16 天）	否
Canfor	-7.5	针叶浆	7、8 月	否
Suzano	-12	阔叶浆	6.9-19 6.20-7.5	是
Ilim	-16.5	针叶浆	6-10 月	是
Metsä	7.5	针叶浆	36 到 40 周	临时检修与日常维护
CMPC		阔叶浆、针叶浆	11 月份	提前检修
Mondi			2019 年 8 月 31 日开始，维持	检修时间增加
Mercer	3	针叶浆	四季度，22 天	例行检修
MetsaGroup	7.5	针叶浆	36 周到 40 周	临时检修
Arauco	1 号与 2 号线	针、阔叶浆	10 月 8 日开始	罢工停机
Domtar		针叶浆	10 月下旬到 11 月	

资料来源：卓创资讯、新湖期货研究所

3、高库存决定阔叶浆走势弱

全球生产商库存来看，阔叶浆今年整体库存水平在 60-65 天左右，远高于往年水平，针叶浆今年整体库存也是高于往年，8 月份针叶浆库存环比下降明显，库存天数为 37 天，从历史均衡库存天数看，针叶浆为 30 天，阔叶浆为 45 天，从 8 月份库存数据来看，针叶浆的库存高于均衡值 23%，阔叶浆库存高于均衡值 38%。国内港口方面，库存压力也是主要集中在阔叶浆方面。阔叶浆的库存压力要远大于针叶浆。

图 6、阔叶浆库存压力高于针叶浆



资料来源：PPPC、新湖期货研究所

从上面分析来看，针叶浆基本供需面好于阔叶浆，首先，针叶浆成本支撑力度远强于阔叶浆，所以也直接导致浆价下跌后，很多浆厂选择检修针叶浆，针叶浆供给压力缓解，而鸚鵡、金鱼目前价格远高于成本，企图减产，不太现实，针叶浆自身供给压力弱于阔叶浆，另外阔叶浆的高库存压力也决定其价格弱于针叶浆，所以我们看到针阔价差一再阔大，目前来看的话，阔叶浆的高库存压力仍未得到解决，而阔叶浆厂减产来去库似乎尚早，阔叶浆的价格或依然弱于针叶浆，尽管目前针阔价差处于历史高位，但现在仍不适合做非标套利，还需等待时机。

三、针阔价差对盘面的指引

目前的针阔价差尽管处在高位，但从当前基本面来看，阔叶浆高库存压力仍在，仍然是市场能否持稳的一个关键因素，尽管针叶浆有高成本支撑，但如果阔叶浆的高库存得不到有效解决，价格继续下跌，针阔价差持续扩大，也将带动针叶浆价格继续疲弱，所以还需持续关注阔叶浆的库存消化情况。

分析师:

周小燕

执业资格号: F3007430

投资咨询号: Z0012390

电话: 021-22155665

E-mail: zhouxiaoyan@xhqh.net.cn

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。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。



总部及分支机构联系方式



耀宝APP



新湖期货官方微信



新湖期货研究所



新湖期货增值服务

公司总部

地址：上海市裕通路100号洲际商务中心36楼、38层3801-5室
邮编：200070
电话：400-8888-398
传真：021-22155688

上海新湖瑞丰金融服务有限公司
地址：上海市浦东新区浦电路500号期货大厦1801-B
邮编：200120
电话：021-68401847
传真：021-68400281

新湖国际期货(香港)有限公司
地址：香港湾仔告士打道128号祥丰大厦23楼D座
电话：852-23598188
内地转接香港号码：150225250
传真：852-25298016

北京分公司
地址：北京市朝阳区朝阳门外大街20号联合大厦610室
邮编：100007
电话：010-64008506
传真：010-64006010

大连分公司
地址：大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座2701、3205号
邮编：116023
电话：0411-84807691
传真：0411-84807519

山东分公司
地址：济南市历下区经十路9777号鲁商国奥城3号楼15层1507室
邮编：250102
电话：0531-55767106
传真：0531-55767107

青岛分公司
地址：青岛市崂山区石岭路39号1号楼907户
邮编：266000
电话：0532-85790096
传真：0532-85796000

上海分公司
地址：中国(上海)自由贸易试验区世纪大道1589号1801-02单元
邮编：200000
电话：021-61657561
传真：021-61657211

深圳分公司
地址：深圳市福田区莲花街道金田路4018号安联大厦B1803-1804室
邮编：518035
电话：0755-23811808
传真：0755-23811800

哈尔滨营业部
黑龙江省哈尔滨市道里区上海街6号海上银座A栋4层6号
邮编：150016
电话：0451-58868902
传真：0451-58868902

乌鲁木齐营业部

新疆乌鲁木齐市高新区高新街217号盈科广场A座1801室
邮编：830011
电话：0991-3660759
传真：0991-3660726

沈阳营业部
地址：沈阳市沈河区北站路55号财富中心C座4单元20层2001、2002室
邮编：110013
电话：024-31060016
传真：024-31060013

太原营业部
地址：太原市小店区亲贤北街31号大航世纪23幢4层13号
邮编：030006
电话：0351-2239777
传真：0351-2239771

郑州营业部
地址：郑州市未来大道69号未来大厦806、810、812、910室
邮编：450000
电话：0371-65612628
传真：0371-65612810

西安营业部
地址：西安市高新区高新一路2号国国家开发银行大厦1105室
邮编：710075
电话：029-88377355
传真：029-88377322

苏州营业部
地址：苏州工业园区苏惠路98号国检大厦11楼1116室
邮编：215011
电话：0512-86867711
传真：0512-86867322

上海陆家嘴营业部
地址：上海市浦东新区东方路899号10楼1011-1012室
邮编：200122
电话：021-58207877
传真：021-58207877-810

嘉兴营业部
地址：嘉兴市中环广场东区A-1203室
邮编：314000
电话：0573-82090359
传真：0573-82052419

杭州营业部
地址：杭州市江干区剧院路358号宏程国际大厦1202室
邮编：310020
电话：0571-87782180
传真：0571-87782193

宁波营业部
地址：宁波市江北区江安路钻石商业广场18号1107室
邮编：315020
电话：0574-83068858
传真：0574-87633939

台州营业部

地址：浙江省台州市椒江区市府大道557号万家灯火都市广场6层
邮编：318000
电话：0576-88053555
传真：0576-89892901

温州营业部
地址：浙江省温州市鹿城区新城大道新城大厦801室
邮编：325000
电话：0577-88991588
传真：0577-88988180

成都营业部
地址：成都市青羊区锦里东路2号宏大大厦23楼B2、C1座
邮编：610015
电话：028-61332568
传真：028-66154680

重庆营业部
地址：重庆市江北区建新东路36号平安国际大厦10幢10-1
邮编：404100
电话：023-88518979
传真：023-88518951

武汉营业部
地址：武汉市武昌区和平大道336号金宁国际商厦18层11、12号
邮编：430060
电话：027-88310966
传真：027-88310966

长沙营业部
地址：长沙市芙蓉区五一大道447号湖南投资大厦(泰贞大厦)1804室
邮编：410015
电话：0731-82277979
传真：0731-82776031

福州营业部
地址：福州市鼓楼区古田路60号福晟财富中心12层03、05、06单元
邮编：350005
电话：0591-83337962
传真：0591-83337962

厦门营业部
地址：厦门市思明区厦禾路中国外运大厦1032-1034号A栋802单元
邮编：361000
电话：0592-5835135
传真：0592-5835135

海口营业部
地址：海南省海口市国贸路2号海南时代广场15层A
邮编：571000
电话：0898-36627000
传真：0898-36627135