

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

# 【中信期货软商品（纸浆）】 供应强驱动再临，纸浆或向上运行 ——专题报告20220421

中信期货研究部 软商品及特殊品种组



中信期货有限公司  
CITIC Futures Company Limited

研究员：

李青

021-60812970

liqing@citicsf.com

从业资格号：F3056728

投资咨询号：Z0014122

吴静雯

021-60812970

wujingwen@citicsf.com

从业资格号：F3083970

投资咨询号：Z0016293

高旺

010-58135947

gaowang@citicsf.com

从业资格号F3004611

投资咨询号Z0013482

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。  
我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；  
市场有风险，投资需谨慎。

## 报告概览：

---

- 事件：4月19日，市场消息称，ilim宣布本月针叶浆对中国市场无量供应
- 我们分析后得到的结论：
  - 1、俄针无量供应以及UPM罢工的延长改变了5月的进口量同比减少幅度的判断。预估同比降幅将会扩大。
  - 2、需求有节点偏弱，尤其是内需、利润、市场信心方面。但需求还没有形成确定的下行驱动。
  - 3、供需两端结合看，往后1个月左右的时间，纸浆的供需驱动会偏向于向上。
  - 4、外盘报价提升速度决定了盘面可以上涨的高度。最新的5月合约报价表现一般。这让上涨的高度预判受到压制。
  - 5、综合驱动与边界的判定，当前我们对于纸浆的判断是，驱动已经开始向上，但是上行的边界暂时没有巨幅的打开。因此操作上，我们会建议逢低交易。同时，按照一定的技术标准进行止损。即，跌破20日均线止损。
- 操作策略：逢低偏多交易，跌破20日均线止损。
- 风险因素：供应端出现利空或之前利多消息出现缓和变化；文化纸开始持续下跌。

## 目录:

1、我们为什么看重这次的供应缩减信息

2、需求的疲弱还未形成明确的下行驱动

3、未来纸浆走势的研判



中信期货有限公司  
CITIC Futures Company Limited

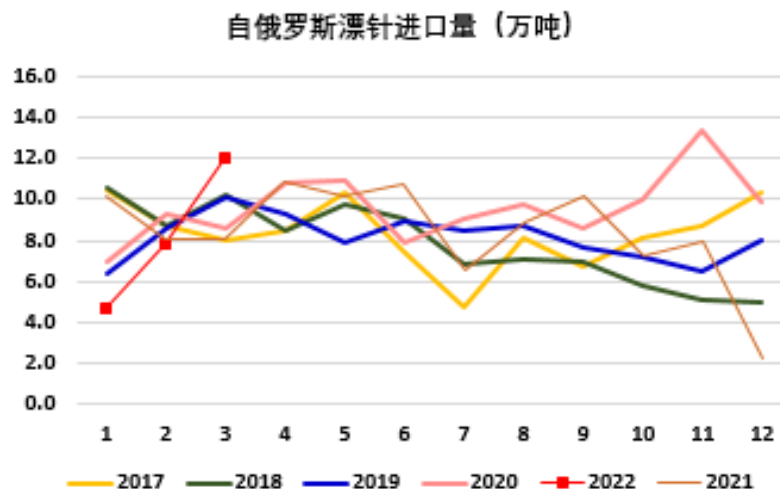
## 俄罗斯在中国针叶浆供应占比重要：

- 2022年4月19日，市场消息显示，Ilim宣布本月针叶浆对中国市场无量供应。而我们认为这一消息的出现可能会预示着。中国从俄罗斯进口的针叶浆将会形成较长时间的极低供应。
- **原因一：**此次的Ilim减产或源自于3月开始且持续到至今没有结束的俄乌地缘冲突。从3月开始，这不是Ilim第1次公布减量，只是这一次的程度最为严重，停供的量最为彻底。而在过去的发展中，减少的数量也是在逐步增加。但即使如此，这一次的完全无量供应也较为突然，此前市场完全没有预期到过如此巨大的减量。
- **原因二：**俄乌的局势以及俄罗斯与欧美之间的制裁并没有在4月出现向好的转变。因此，地缘冲突带来的Ilim原料供应的不正常并不一定能在短期缓解。那么，Ilim装置的恢复就变成了一个难以确定的状态。

### 3月以来部分俄针装置、供应消息

- 0327：Ilim旗下Ust-Ilimsk工厂暂停向中国市场供应漂白针叶浆，恢复供应时间待定。Ust-Ilimsk目前拥有3条浆线，前期有4万-4.5万吨/月的漂白针叶浆销往中国。
- 0413：Ilim宣布，因装置延长检修时间，5月针叶浆供应量再次减半
- 0419：Ilim宣布本月针叶浆对中国市场无良供应

### 我国针叶从俄罗斯进口量



## 供应量变动对波段的影响是显著的：

- 供应端的驱动在纸浆的历史上有着较为明显的行情方向指引。从2019年至2021年都表现出了明显的指引。
- 而俄罗斯针叶浆缩减的情况可能会带来未来国内针叶浆进口同比进一步的恶化。

供应的增减更能对价格有指引（2019~2020年）

针叶进口同比



## 供应量变动对波段的影响是显著的：

### 供应的增减更能对价格有指引（2021年）



- 2021年行情指引依旧显著。

## 供应缩减会带来盘面向上的驱动：

- 2022年1~3月的针叶浆进口来源国数据可以看出，我国从俄罗斯进口的针叶浆数量分别为4.66、7.84、11.89。正常时间段内，每年4~6月份俄罗斯的进口量分布在8~11万吨左右。而在之前的消息影响下，我国从俄的针叶进口量可能下降到5万吨，甚至更低的水平。那么从边际上来说，4~6月我国从俄的进口量数据会明显缩减，这就影响了中国针叶浆的进口总数。
- 针叶浆其他来源国的供应也依旧没有明显的好转，加拿大内部的物流不畅，带来的浆厂停产情况还在继续。upm的罢工进一步延迟。因此可以模糊的看出，针叶浆的进口没有明显的增量。
- 我们对4~6月的进口量进行预估，将5~6月的进口量分别按照55万吨与50万吨进行测算，可以发觉，无论在哪个情况之下5、6月份的进口同比都会比1~3月以及4月有进一步的下降。那么在全面的数据观测得到的经验之下。供应端驱动在四五月份是会转变为有明显的向上驱动的。

### 针叶进口同比变化预估

	进口数量：漂针木浆：当月值	针叶浆进口同比		进口数量：漂针木浆：当月值	针叶浆进口同比
2021/01	78.98	8.8%	2021/01	78.98	8.8%
2021/02	64.27	-8.9%	2021/02	64.27	-8.9%
2021/03	75.95	-4.4%	2021/03	75.95	-4.4%
2021/04	73.60	-1.4%	2021/04	73.60	-1.4%
2021/05	76.76	15.6%	2021/05	76.76	15.6%
2021/06	73.08	-4.0%	2021/06	73.08	-4.0%
2021/07	70.50	1.5%	2021/07	70.50	1.5%
2021/08	65.25	-3.4%	2021/08	65.25	-3.4%
2021/09	70.61	-8.8%	2021/09	70.61	-8.8%
2021/10	64.50	-11.7%	2021/10	64.50	-11.7%
2021/11	70.43	-12.2%	2021/11	70.43	-12.2%
2021/12	58.39	-25.8%	2021/12	58.39	-25.8%
2022/01	63.54	-20%	2022/01	63.54	-20%
2022/02	54.75	-15%	2022/02	54.75	-15%
2022/03	59.50	-22%	2022/03	59.50	-22%
2022/04	55.00	-25%	2022/04	55.00	-25%
2022/05	55.00	-28%	2022/05	50.00	-35%
2022/06	55.00	-25%	2022/06	50.00	-32%

### 针叶进口同比逆序图表现（55万吨进口量结果）



## 目录:

1、我们为什么看重这次的供应缩减信息

2、需求的疲弱还未形成明确的下行驱动

3、未来纸浆走势的研判



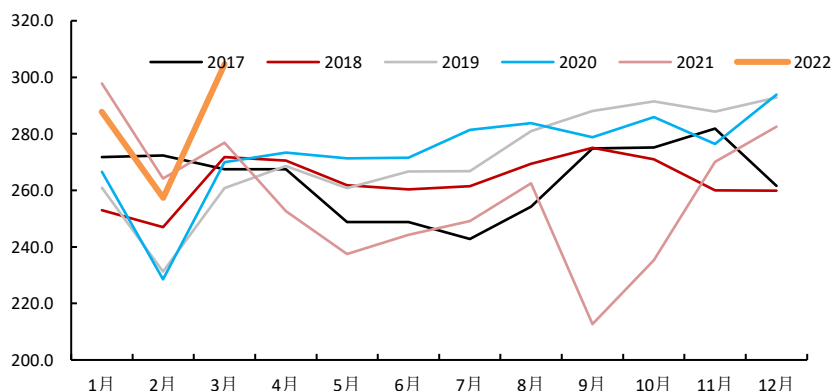
中信期货有限公司  
CITIC Futures Company Limited



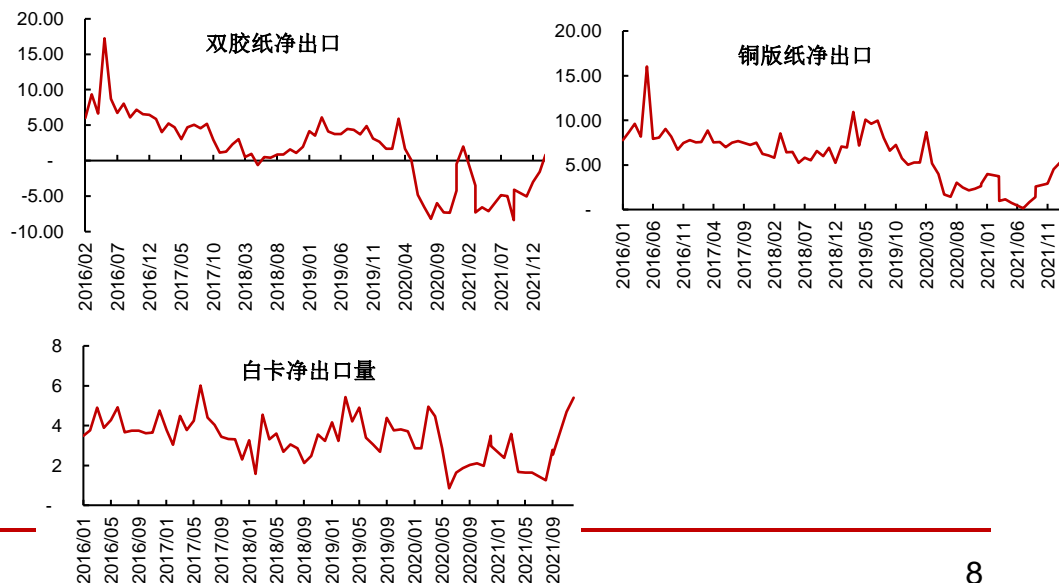
## 当前需求的状态：

- 需求目前的状态可以分为以下几点：
- 第一，内需疲弱。文化纸以及卫生纸均有这一现象。这两个纸种的利润都出现了亏损或者接近亏损的状态。在今年以来的原材料价格上涨过程中，他们的成品价格没能跟上原材料上涨的幅度。
- 第二，部分纸种的出口明显好转，主要出现在双胶纸以白卡纸上。这两个品种的出口好转解决了其近期新增装置带来的产量压力。
- 第三，从产量角度来看，3月份的产量是比较高的。从去年11月开始，整个下游的产量就有了明显的好转，已经修复到了过去的正常甚至略偏高的状态。
- 所以，从结论上来说，在利润、价格、市场信心、采购积极性层面，下游是较为疲弱。站在产量以及出口量层面来看，还是有一定的好的表现。

### 下游四大纸品产量总和



### 部分纸种净出口量表现



# 历史经验：下游产量的变动，对浆价影响效果不佳

## 为什么不强调需求决定了波段的方向



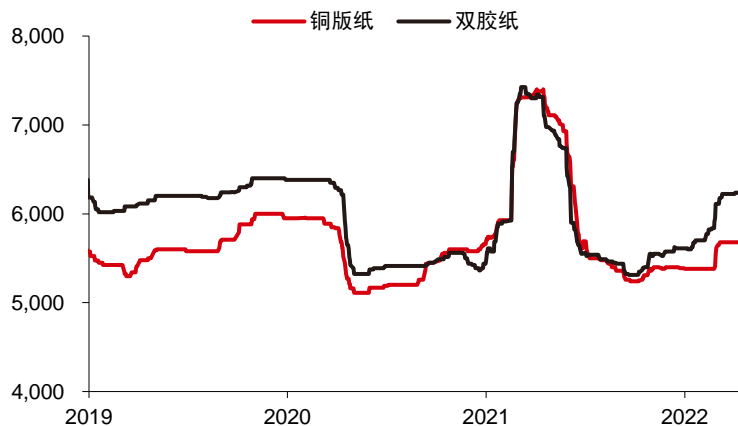
- 回溯来看，2019年与2020年两次需求高峰，并没有对价格形成有力的拉动。
- 2020~2021年的一波跨年度行情中，国内的纸浆消耗是降低的。



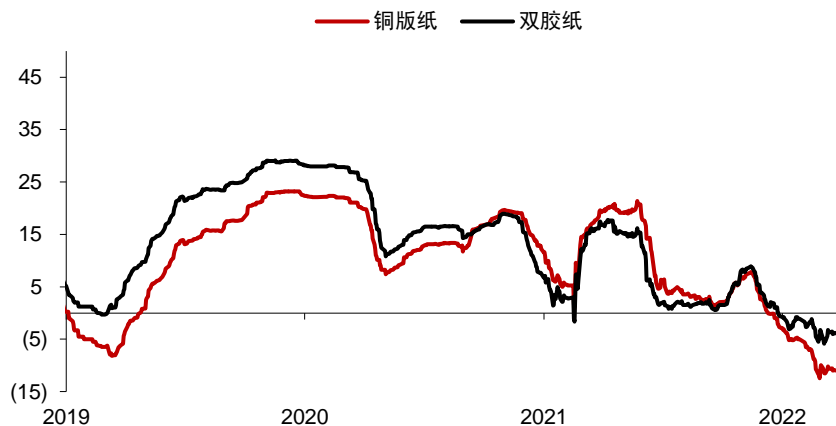
## 需求对纸浆期货价格影响分析：

- 我们为什么说当前的需求还没有到达能够驱动纸浆价格下跌的状态？原因在于：
- 第一，我们在过去无数的经验中发掘，下游品种产量的变动对于纸浆的指引效果并不佳。从季节性来看，5月以后下游的产量可能会迎来季节性压力往下运作，但由于过去的这一经验性结果，因此即使看到了这一情况，我们也不认为它在当前的环境中能够成为一个可交易的下行驱动。
- 第二，同样基于历史行情的观测结果，我们发现，文化纸在淡旺季逆势涨跌是会对纸浆的价格产生影响。站在当前时间点也就是说，如果在4月份到5月中旬之前，文化纸整体出现了明显的价格持续走低，这会变成一个纸浆明显的下行驱动。但到目前来说，由于考虑到其极低的利润、以及出口的好转、进口的减少，我们得不出在剩下的2~3周之内文化纸市场价一定会下跌的结论。所以这一经验性判定也没有给出需求端产生了明确下行驱动的结果。

文化纸价格



文化纸利润



## 目录:

1、我们为什么看重这次的供应缩减信息

2、需求的疲弱还未形成明确的下行驱动

3、未来纸浆走势的研判



中信期货有限公司  
CITIC Futures Company Limited

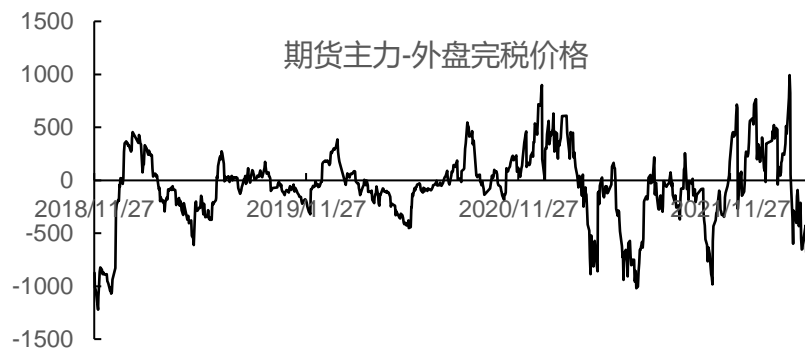
## 纸浆走势的研判：

- 在重点分析了驱动之后，我们得到的结论是：供应端向上的驱动在最近是有所加强或者是发生的概率更高的，而需求某些层面上的弱势还没有形成可以交易的下行驱动。
- 供需上，我们判定向上的驱动更强，但是对于价格上，我们认为当前的市场还是有一定的抑制的。原因是：
  - 当前的供需预期上没有给出非常明显的一致性向好的结果，需求的未来变化是从旺季进入淡季，因此**盘面大概率很难产生对于美金盘报价持续的升水格局**。那么，盘面一旦运行到针叶的美金完税价格附近的时候就会产生压力。
  - 那美金盘能否给盘面带来持续的强劲的上漲动能？仅从最近两天的外盘报价结论上来看，并不具备。5月的报价与4月合约报价差异不大，依旧集中于1000美金上下，虽然近期的人民币贬值带来了完税价格的提升。但是汇率的变动对空间的影响幅度不可能强于报价变动带来的幅度。按照相对平均的1000美金测算，在6.44汇率水平下的完税价格大约在7250元。
- 因此我们得出的、带有主观性的判定是：**如果看不到美金报价的明显上行，例如说报价整体水平突破1050美元，国内盘面要大幅突破前期高点7350也是相对来说存在困难。**

### 近期部分针叶浆报价

- 智利Arauco公布2022年5月份面价报涨：针叶浆银星提涨20美元/吨至1010美元/吨，阔叶浆明星提涨30美元/吨至835美元/吨，本色浆金星提涨30美元/吨至910美元/吨。银星轻微减量，明星不足长协量，金星正常量。
- 加拿大漂白针叶浆2022年4月份月亮外盘报价990美元/吨，持稳于3月份，船期为5月份。此轮外盘供应较正常量偏少。
- 加拿大漂白针叶浆凯利普外盘报价1000美元/吨，持稳于3月份，船期为5月份。
- 月亮4月报价990美金，船期5月。

### 盘面对外盘的升贴水



## 总结及策略：

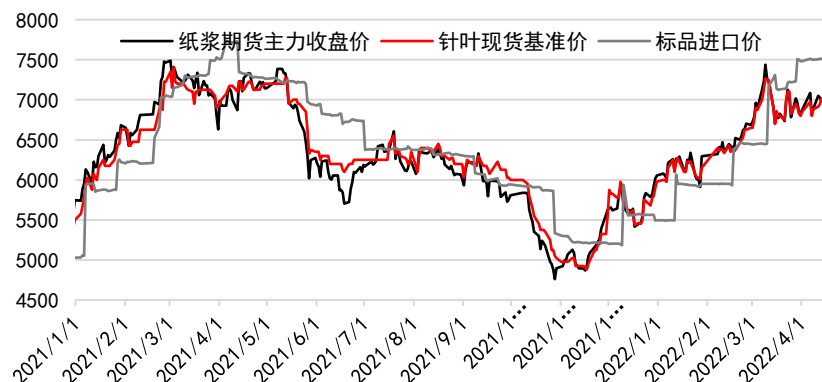
### ■ 核心逻辑：

- 1、俄针无量供应以及UPM罢工的延长改变了5月的进口量同比减少幅度的判断。预估同比降幅将会扩大。
- 2、需求有节点偏弱，尤其是内需、利润、市场信心方面。但需求还没有形成确定的下行驱动。
- 3、供需两端结合看，往后1个月左右的时间，纸浆的供需驱动会偏向于向上。
- 4、外盘报价提升速度决定了盘面可以上涨的高度。最新的5月合约报价表现一般。这让上涨的高度预判受到压制。
- 5、综合驱动与边界的判定，当前我们对于纸浆的判断是，驱动已经开始向上，但是上行的边界暂时没有巨幅的打开。因此操作上，我们会建议逢低交易。同时，按照一定的技术标准进行止损。即，跌破20日均线止损。

### ■ 操作策略：逢低交易，跌破20日均线止损。

### ■ 风险因素：供应端出现利空或之前利多消息出现缓和变化；文化纸开始持续下跌

针叶浆期、现货走势





**中信期货**  
CITIC Futures

中信期货有限公司

**总部地址：**

深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）  
北座13层1301-1305室、14层

**上海地址：**

上海市浦东新区杨高南路799号陆家嘴世纪金融广场  
3号楼23层

致謝

## 免责声明

---

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。