

· 纸浆期货专题 ·

走进纸浆期货 (I)

——期货市场规模及目前纸浆期货运行情况

纸浆期货上市以来,引起业内广泛关注。我国的期货市场已平稳运行多年,发展较为成熟。但纸浆期货还是一个新生事物,纸浆生产商、贸易商以及最终用户的造纸厂,对其尚不了解。为方便广大造纸从业人员更多地了解、参与纸浆期货,本期的“纸浆期货专题”特邀请到永安期货股份有限公司分析师姚沁源、银河期货首席策划分析师沈恩贤、大地期货有限公司吕悦、一德期货有限公司能源化工分析师李冻玲等专业人士,为广大读者介绍期货市场规模,并分析目前纸浆期货运行情况。

01

什么是期货? 期货的特点是什么?



姚沁源
永安期货

19世纪30年代末的芝加哥是全美最大的谷物集散地。农产品与生俱来有周期性和季节性的特点,受制于交通、仓储以及信息传播条件有限等问题,在收获的季节,价格大幅度下跌,农场主被迫降低价格销售;而在青黄不接时期,由于供给短缺,农产品价格又会大幅上涨。剧烈的价格波动使当时所有的农场主、农产品贸易商、加工商都感到头痛。

为了解决这些问题,1848年,包括农场主、贸易商和加工商在内的82位商人自动发起设立了芝加哥谷物交易所,即芝加哥期货交易所(CBOT)的前身。1851年交易所推出现货远期合约交易,买卖双方先就远期交易进行一对一谈判,订立一份在未来进行钱货交割的合同。但在实际运作中这种交易方式对商品的质量和交货期规定没有统一标准,导致交易双方违约现象时有发生。因此,芝加哥谷物交易所于1865年推出一种被称为期货合约的标准化协议,以取代远期合约。

相比普通远期合约没有固定交易场所,期货交易会在专门的期货交易所内进行的。期货合约的合约规模、交割日期、交割地点等都是标准化的,一切按照合同规定来进行,价格是期货合约的唯一变量。在期货交易中,期货交易所充当期货交易的中介,既是卖方的买方。交易所自身则进一步通过保证金等制度设计防止信用风险。交易到期时,远期合约一般会发生实物或现金交割。而期货合约通常在到期前就会被平仓。



沈恩贤
银河期货

借助期货合约这一金融工具,市场参与者得以抵消或承担资产价格随时间变化的风险。期货合约标准化和交易所场内交易是商品生产者、消费者、贸易商和投资者参与期货交易的首要前提。

期货是金融衍生品中的一种很重要的工具,最主要的功能是发现价格和套期保值功能,在世界上很多发达国家,大宗商品的定价都会参考期货的价格,第二,套期保值功能是期货最重要也是最基本的功能,实现实体企业在生产经营中规避价格风险的功能。

期货相对于现货而言，期货市场交易主体是以现货商品为标的的可交易合约，例如上期所的纸浆期货是以漂白硫酸盐针叶木浆为交易标的，所交易的合约有一定的时间限制，可以提前平仓或者选择到期交割。从交易规则来看，相比股票市场，期货具有双向交易的特征，既可以买入也可以卖出；另外，期货市场采用保证金制度，纸浆期货的最低交易保证金比例为合约价值的 7%，因此期货具有以小博大的杠杆效应，但杠杆效应在放大收益的同时也可以放大亏损，参与者应该注意控制仓位，避免过度投机。



吕悦
大地期货

02

与其他期货相比，纸浆期货有何特别之处？

纸浆期货的交割标的是漂白硫酸盐针叶木浆，进口依赖度接近于百分之百，且上游供应商集中，导致上游议价权很强，而我国产业处于价格被动接受，利润难以把握。纸浆期货上市从根本上也是为了改变我国的被动地位，加强定价话语权。与橡胶等一些成熟的期货品种相比，传统的纸浆产业链从浆厂到纸厂贸易长约为主，中间贸易环节少，市场可流通的现货资源更少，一方面导致产业透明度低，期货从业者对真实的市场情况认知不清，此外对一些有兴趣进入该市场的期现从业者提出了更高的要求。现在纸浆面临的问题，也是橡胶等许多高进口依赖的品种都经历过的，从传统贸易模式到期货定价模式需要一定的时间，也需要所有参与者的共同努力，纸浆现在的与众不同，相信在经历过市场的反复打磨后也会变为相同。



李冻玲
一德期货

从1997年芬兰 FOEX 初次尝试至今，全球范围内至少进行了6次在纸浆上推出期货合约的尝试，但每次都受到不同程度的限制，并以失败告终。纸浆期货合约难以推出的原因总结如下：

- 纸浆品质等级繁杂，在标准品裁定问题上分歧较大；
- 撮合交易中，大量存在交易对手不接受标准品的情况，仅在个别交易中支持增加保费或减去基准折扣的交易策略；
- 目前全球林业尚不支持透明定价；
- 目前全球主要林业公司在行业内有充分的话语权，且资金充足，对冲价格风险的需求并不充分。



沈恩贤
银河期货

03

从市场规模及流动性、价格有效性、参与主体以及功能发挥方面谈一下纸浆期货上市以来的运行情况？



姚沁源
永安期货

纸浆期货从上市以来一直具有相对较高的市场参与度，在上市之初纸浆的日度成交量一度超过150万手，之后慢慢趋于20万至30万手的成交量，从整体成交量来看属于一个小品种期货。而纸浆整体在价格有效性上和现货保持着紧密的联系，虽然在纸浆上市初期基差曾一度达到900元/t左右，但是随着期货现货价差的逐步回归，目前基差逐步缩小。期货的价格也反映了现货市场的情绪与预期，期货与现货价格基本属于同向波动。目前期货参与主体还是贸易商与投资机构，产业的参与度还不是非常高，其中主要原因是产业对于远期预售与远期定价的接受程度依旧偏低，基本维持着原先一口价的采购模式。目前纸浆上市时间还不到半年，而其他期货品种上市改变产业贸易模式也都有一个时间的磨合，并不会一蹴而就，预计纸浆期货在未来能够起到更好的服务实体经济的作用。



沈恩贤
银河期货

上期所纸浆期货于2018年11月27日正式挂牌交易，上市初期现货市场基本面情况不佳，期价大幅下跌，投机资金占据主导地位，日内交易频繁。随着纸浆期现货市场相互影响程度逐渐加深，期价回归基本面，基差逐渐收敛，近期临近交割，截至4月23日，纸浆主力合约结算价与山东地区现货银星浆价格基差缩至16元/t。上市运行至今（4月23日），纸浆主力合约总成交达4080万手，总成交额为21575亿元，日均成交量41万手，日均成交额2201518万元，日均持仓量13万手。纸浆期货上市至今保持了相当高程度的活跃度，市场参与者热情较高，日均成交量保持在3倍于日均持仓量的水平，市场流动性较强。

木浆是全球主要的大宗贸易商品中极少数没有成熟期货市场交易的商品，上期所纸浆期货正在逐渐走向完善，参与者覆盖整个造纸产业链，从上游的纸浆企业、纸浆贸易环节，经造纸企业、纸品贸易环节，到纸品下游消费终端。未来纸浆期货价格发现、套期保值等重要功能都将逐渐完善，有望形成具有行业公信力的价格，帮助国内纸浆使用企业及贸易企业锁定价格、对冲风险、平稳经营。



纸浆期货自2018年11月27日上市以来，截至2019年4月23日，共经历了98个交易日，总成交量达2105万手（以下均为单边计算），总成交额达到11130亿元，日均成交量为21.48万手，日均持仓量7.78万手。日均成交为日均持仓的2.76倍，反映纸浆期货在商品市场上有较高的流动性和活跃度，市场参与氛围浓厚。从期货价格有效性来看，在纸浆期货上市前，木浆市场在高库存、弱需求的背景下，由于上游市场有较高的定价权，纸浆现货价格居高不下，严重挤压产业链下游利润。在期货上市后，期货市场充分发货价格发现功能，上市初期期货价格即出现大幅回落，充分反映市场悲观预期，同时带动现货价格快速下跌。随着纸浆期货市场贸易商及产业链上下游参与度的提高，期现基差逐渐收窄，期现货价格联动性亦逐渐增强。



吕悦
大地期货

04

纸浆期货合约标的物为漂白硫酸盐针叶木浆，而实际的漂白硫酸盐针叶木浆产品因为原料、产地、品牌等在性能方面存在很大的差异，在实际运行过程中是否会遇到问题？

市场普遍认为上期所选择漂针浆为纸浆期货合约标的主要考虑到漂针浆现货市场体量较大，具有代表性和产业基础；其产品和生产工艺的高标准化；产品的稳定性能在仓库储存与运输上存在优势，利于交割；其高波动率满足产业避险需求。

但漂白针叶木浆也存在一定的局限性，相对阔叶木浆而言，交割针叶木浆品种目前在现货市场流通量偏少，交割品与某些生产企业所需的产品又存在一定差异性，此外交割品牌间不设升贴水，但在现货市场中，北木最贵，乌针、银星相对便宜，其余的品牌价格处于中档，品牌价差历史上最大可以到700元/t左右，后期交割实际价格可能会涉及到品牌升贴水。导致6月首次交割成为纸浆期货悬而未决的大戏。截至4月23日，SP1906盘面持仓75668手，交割仓单注册情况为20手，考虑到大部分实体企业还未形成有效的交割风险管理机制，且目前的交割量恐怕也不能满足企业生产需要，因此交割参与者构成尚不明朗，金融资本与产业资本博弈仍然值得期待。



沈恩贤
银河期货



姚沁源
永安期货

纸浆期货的交割品牌有11种，分别来自加拿大、智利、芬兰、俄罗斯4个国家。交割品牌包含了一等浆至三等浆，在普通的贸易流通环节，虽然各个品牌之间的价差并不固定，但是依旧会存在一定的价格差异。此次交易所纸浆合约并未设立品种间的升贴水，这使得想要从盘面接货的厂家会有所顾虑能不能接到自己想要的品牌。根据其他期货品种交割规律来看，一般参与交割的事物都是符合交易所交割规定的最便宜的交割品，在纸浆上对应着银星和俄针，想要通过期货交割接货的产业主体需要考虑是否需要银星和俄针。这是否意味着不使用银星和俄针的纸厂或贸易商就不能使用期货工具了呢？其实事实并非如此，期货交易中的实物交割只占期货交易总量的一小部分，更多的产业主体是使用期货工具对原料或下游价格进行一个锁定，而纸浆的11个品种价格基本同向波动，都是可以使用期货工具进行套期保值的操作。

05

目前纸浆期货的指定交割仓库设置情况如何，是否满足市场需要？



沈恩贤
银河期货

交割品种涉及到11个主要品牌，根据海关数据，2018年我国针叶木浆进口量794.74万t，青岛港进口针叶木浆215.64万t，占总进口量的27%；常熟港进口量106.3万t，占比13.4%；上海港进口量68.44万t，占比8.6%；黄埔港和广州港总进口量66.43万t，占比8.4%。因此上市初期交割仓库主要围绕青岛港、常熟港和上海港设置。根据目前对产业交割意愿的了解，大部分产业对交割库到厂的运输费用存在顾虑，不同交割地点对应着不同的运输费用，运费差异较大，且需要叠加质检费、交割费、出入库、短倒费等附加费用，综合核算下来，成本偏高，因此产业普遍认为性价比较低，不如现货市场接货划算。



姚沁源
永安期货

目前纸浆仓库交割地设置在上海、浙江、江苏和山东4个地区，这4个地区基本上是纸浆进口量相对集中的地域。广州虽然在纸浆进口量与整体造纸的产量上仅次于山东，但广州仓库基本属于厂库，并非像山东的贸易模式，所以目前为止广州尚未设置交割仓库。从地域覆盖上来讲纸浆期货的纸浆交割仓库基本覆盖了主要的港口城市，但是内陆地区例如保定交割还是比较不方便。目前上期所设置的交割品牌基本覆盖了大部分纸厂的用浆原料需求品牌，但是最终的交割是否满足纸厂需求还是要等纸浆品种交割过后进行市场询问，对于交割需求较大的地区依旧可以申请增加交割仓库。



06

目前纸浆期货参与主体都有哪些，来自制浆造纸产业链的参与主体参与的动力是什么，成效如何？

目前纸浆期货参与的主要主体还是投资机构，产业资金对纸浆期货的参与度目前并不是很高。这与纸浆期货品种上市时间较短具有一定的相关性，各个品种上市后从对期货的理解认知到最后使用期货工具控制成品锁定利润都需要一定的时间。纸浆作为一个新品种在2018年10月27日上市，第一次交割定在2019年6月，目前合约还尚未进行第一次交割，产业对于纸浆期货的认知和是否可以使用都在一个试探的阶段。而造纸产业链中纸厂参与纸浆期货的主要目的还是控制成本，相信期货价格相比现货和船货具有一定优势时纸厂还是会考虑参与期货买卖；或在纸浆成本快速上涨时，例如2016年底和2017年中的上涨行情时，纸厂也可能会使用纸浆期货锁定一个远期的原料成本，对冲纸浆价格快速上涨的风险。

姚沁源
永安期货

上期所纸浆期货对标漂针浆，产品市场集合造纸产业链上各类参与主体，作为对纸浆期货参与意愿最强的现货贸易商，该群体在漂针浆占比大，且价格波动敏感度极高。此外，漂针浆进口来源国较分散，现货市场上价格充分竞争，为应对价格波动风险，纸厂参与程度也在逐渐加强。在行业整体氛围带动下，浆企参与期货市场的热情逐渐上升，但产业资本参与程度仍待提高，具体原因归结如下：

- 纸浆期货上市时间较短，还未经历过交割，产业资本仍在观望第一次交割的情况来判断纸浆期货对造纸行业的指导意义；
- 无论是套期保值还是点价交割，对于纸浆产业链来说都十分陌生，产业需要充分的时间组建团队，了解规则；
- 纸浆产业链固守“长协”定价模式，纸浆期货离形成具有公信力且能指导行业交易的价格尚待时日；
- 造纸行业既是原材料产业，也是配套性产业，大型纸厂对于产业链覆盖程度较高，具有充分话语权，盈利情况稳定，因此参与期货市场的需求意愿较弱。

总的来说，产业资本虽然对于新兴金融工具十分感兴趣，但目前并没有深入参与到期货市场中，金融服务机构正在积极推广，产业客户也需要时间来探索实践出适合自己的参与模式。纸浆期货市场正在不断完善，金融服务机构也在为产融结合不懈努力，相信经历6月交割后，产业资本的参与程度将逐渐加深。

沈恩贤
银河期货



吕悦
大地期货

按照参与纸浆期货交易的目的划分,基本上分为套期保值者与套利者。产业人士利用纸浆期货市场进行保值交易,以减少价格波动的风险,确保生产和经营的正常利润。纸浆期货打破原有市场定价权过度集中的局限,使供需关系在价格中更充分的体现,浆价的合理回归有助于造纸企业成本压力逐步释放,企业积极参与期货套期保值更能有效降低产品价格波动对企业生产经营的影响,缓解企业经营过程中的业绩大幅波动风险,达到稳定、健康和持续经营的目的。另外,在高库存阶段下,纸浆期货上市后为现货市场提供了一个回避价格风险的场所和手段。截至4月末青岛港纸浆总库存约114万t,达到去年同期库存的两倍,常熟及保定等主要地区库存亦处于较高位置,高库存导致浆价面临下行压力,贸易商及下游纸厂可利用纸浆期货来进行库存管理,及时在盘面做出相应对冲策略,规避价格大幅下跌带来的货物贬值风险。

07

纸浆期货上市以来遇到哪些问题或者压力?



沈恩贤
银河期货

事实上,国内造纸企业参与纸浆期货的积极性很高,目前在向产业推广纸浆期货的过程中,感到最明显的阻力在于产业对于期货市场的了解程度十分有限,专业人士偏少,想参与却不知道期货的原理,所以要普及期货知识,另外由于国企的内部审批流程需要较长时间,导致国企目前参与的较少。

纸浆期货上市后,首轮暴跌的幅度超乎大多数产业人士的预料,对纸浆期货首批产业参与者造成极大影响,由于纸浆期货下跌幅度超出了产业签订长协的信用证保证金比例,对于部分交易经验尚浅的产业参与者而言,大跌直接可能导致资金链断裂,亏损金额超出承受范围。综合影响下,产业对于纸浆期货的参与热情还需培育。



纸浆期货上市以来从开始的过百万手的日度成交量下滑至目前三十万手左右的成交量基本反映出一些纸浆活跃度下滑的事实。从投机的角度来看，纸浆相比其他的期货品种缺少品种间的套利，阔叶木浆或化机浆均不是上市品种。另一方面造纸产业链上纸浆的下游成品纸目前也没有期货品种，这对于产业链锁定利润也相对比较困难。而站在产业的角度，由于上市的纸浆标的品为漂白硫酸盐针叶木浆，其主要来源于进口，而纸浆期货并非国际化期货品种，外国浆厂很难参与到国内期货的套期保值之中，进而对期货带动针叶木浆价格下跌会产生一种抵触心理；国内产业端除了江浙贸易商以外，其余地区的纸厂和贸易商目前对期货的接受度依旧较低，贸易基本维持着一口价和船货模式，这也是纸浆目前活跃度下降的一部分原因。



姚沁源
永安期货

08

对于纸浆期货的未来，您怎么看？

纸浆期货的上市为产业链上各级企业提供了行之有效的价格风险规避渠道，但目前受限于纸浆期货发展阶段和产业对于期货市场的了解程度，产业多以简单的套期保值策略参与期货市场，模式比较单一。但造纸产业链的各个环节在现货交易中呈现出来的特点大不相同，未来产业有望利用纸浆期货形成个性化的产融结合模式，能够灵活运用期货工具降本增效的企业将在造纸产业链上获得突出优势。同时，产融结合的深入也将促进上期所纸浆期货市场参与者的积极性和多样性，使上期所纸浆期货市场成为服务能力更强的商品期货市场。

长远来看，纸浆期货市场的发展是我国造纸产业链争取纸浆国际定价权的第一步，随着上期所纸浆期货价格发现机制不断完善，风险规避功能被企业广泛接纳，期现市场联动更加深入，价格的相互作用更加明显。那么期货交易所形成的价格将综合反应市场信息，体现供需因素的变化，以及市场参与者的价格预期，有助于提高上期所纸浆期货价格的预期性和权威性，提高中国造纸业在国际市场上定价话语权和竞争力，促进我国造纸行业的健康发展。



沈恩贤
银河期货

09

纸浆期货上市以来对现货市场产生了哪些影响？



李冻玲
一德期货

从纸浆期货上市以来，盘面先经历了引领现货快速下跌，又进行预期偏差的修复过程，这也真是发挥了期货的价格发现功能。在上市初期，由于彼时的商品氛围差，大宗商品均经历了一波大跌，并且离交割日期尚早，盘面一度下跌至4900元/t，对现货贴水幅度800元/t左右，远月贴水近月，整体呈现back结构，此后现货快速跟跌，表明产业对于纸浆的悲观预期。高进口依赖度使得上市初期纸浆有外盘价格的支撑，但在上市的半年之后，4月浆厂让步，这表明在期货弱势的指引以及期现套利的的影响之下，传统的定价模式逐步被改变，我国对纸浆的议价权增加。从上市初期至今，盘面对国内现货市场以及外盘价格都表现出了明显的指引作用，相信未来期货盘面以及期现结合也能逐步使得纸浆市场定价趋于供需结构，更加合理。



沈恩贤
银河期货

目前虽然产业没有完全参与到期货市场中，但大部分产业对纸浆期货的价格发现功能保持高度关注，部分企业已经开始利用纸浆期货价格作为近期生产预估的基准。相对于大生产商而言，纸浆期货的标的更加适用于小生产商，不少小生产商已经逐渐参与到纸浆期货市场中进行交易，虽然体量较小，没能对现货市场的定价起到一定规模的影响，但对于小生产商的生产已经起到了一定的规避风险效果。产业普遍认为纸浆期货的上市将改变现货市场的贸易模式，金融工具的纳入将对传统的贸易模式形成较强冲击。虽然目前由于企业参与模式并不成熟，但未来造纸产业链有望形成产融结合下的新型贸易模式，有效对冲价格波动风险。