

胶合板、纤维板交易策略

通联期货研究发展中心

胶合板、纤维板交易策略

联系人：张鹰 zhangying@tlqh.com.cn

一、胶合板期现套利：

目前，胶合板交割的固定费用大致为交易所手续费、交割费、入库费、现货资金占用、仓储费、检验费、期货资金占用与增值税几项。假设合约的最后交割日距套保日的时间 T （假设 $T=150$ ），其中：

现货价格	105 元/张
贴水	20 元/张
天数	150 天
厂库仓储费	0.035 元/张*天
交割费	0.01 元/张
检验费	1 元/张
入库费	0.325 元/张
理论价格	131.59 元/张

胶合板 1405 理论价格在 125 元——131.59 元之间

现货资金占用=现货价格×资金利率× $T/360$ ，（实际情况由于交割直接支付而不考虑）

期货资金占用=期货价格×资金利率×10%× $T/360$ （ $131 \times 12\% \times 10\% \times 150/360 = 0.66$ 元/张）

增值税=(期现价差)×0.17/1.17，由于涉及税收返还，实际成本为 3%—5%。（ $(131-125) \times 0.17/1.17 = 0.87$ 元/张）

综上，期现价差大于 8.12 元/张的时候，可以参与买现货卖期货的期限套利。

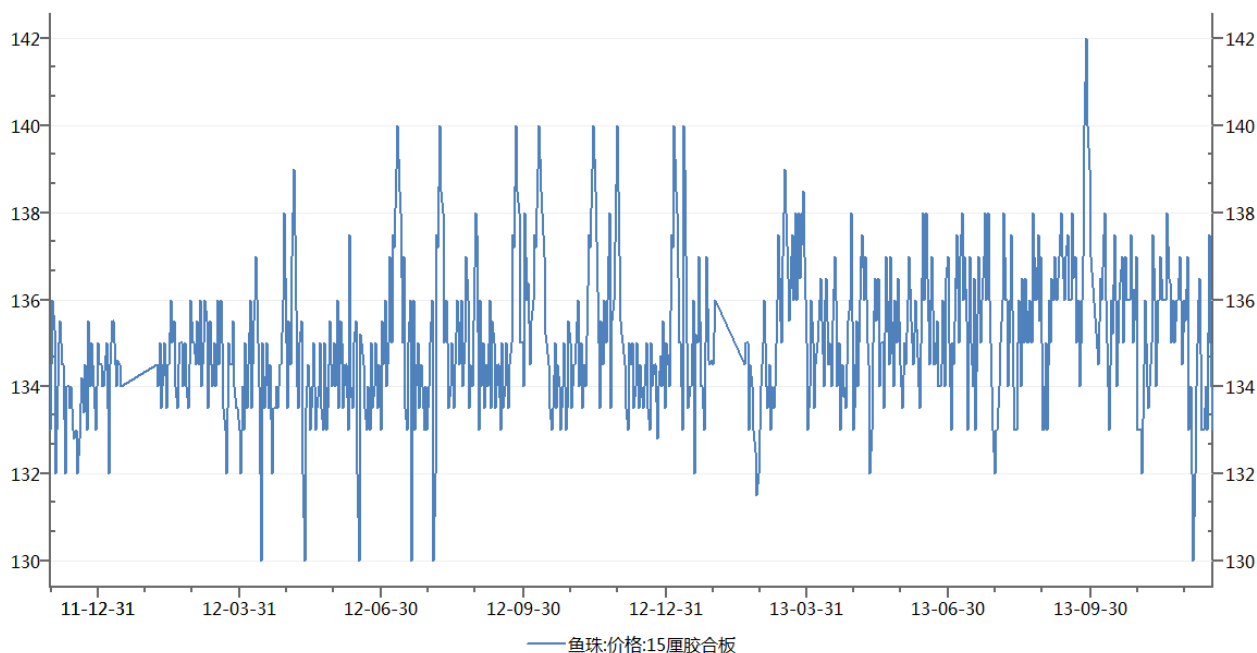
我们认为当主力合约价格大幅高于现货价格，则可以考虑逐步介入期现价差套利。正常情况下，期货价格较现货价格贴水的概率不大，如果贴水超过 2 元/张，则可以直接将期货市场视为采购方式之一。

二、胶合板跨期套利

我们预计BB1405合约为主力合约，BB1409合约可能成为下一个主力合约，正常的逻辑是考虑BB1405合约与BB1409合约的跨期套利。不过，所有的胶合板标准仓单在每年的3、7、11月份最后一个工作日之前必须进行标准仓单注销，所以，我们实际只能采用类似于BB1404合约与BB1407合约进行计算。假设BB1404合约价格为125元/张，BB1407合约价格为128元/张，持有3个月。按照上述的计算方式，我们持有BB1404合约仓单并交割到BB1407合约的综合成本为6.63元/张。因此，如果BB1407合约与BB1404合约的价差大于6.63元/张，就可以进行买BB1404合约卖BB1407合约的跨期套利操作。

总体上，胶合板现货价格一直比较稳定（图1），交割成本以及存储时间周期的差异将使期货价格较现货价格升水成为常态，当期货价格贴近现货价格，或者较现货价格贴水时，则是较为理想的买入机会。

图1 胶合板现货价格



数据来源:Wind资讯

数据来源: Wind—通联期货

三、纤维板期现套利:

目前，纤维板交割的固定费用大致为交易所手续费、交割费、入库费、现货资金占用、仓储费、检验费、期货资金占用与增值税几项。假设合约的最后交割日距套保日的时间T（假设T为150），其中：

现货价格	78 元/张
天数	150 天

厂库仓储费	0.035 元/张*天
交割费	0.01 元/张
检验费	1.4 元/张
入库费	0.325 元/张
理论价格	84.99 元/张

纤维板 1405 理论价格在 78 元——84.99 元之间

现货资金占用=现货价格×资金利率×T/360，（实际情况由于交割直接支付而不考虑）

期货资金占用=期货价格×资金利率×10%×T/360（78×12%×10%×150/360=0.39 元/张）

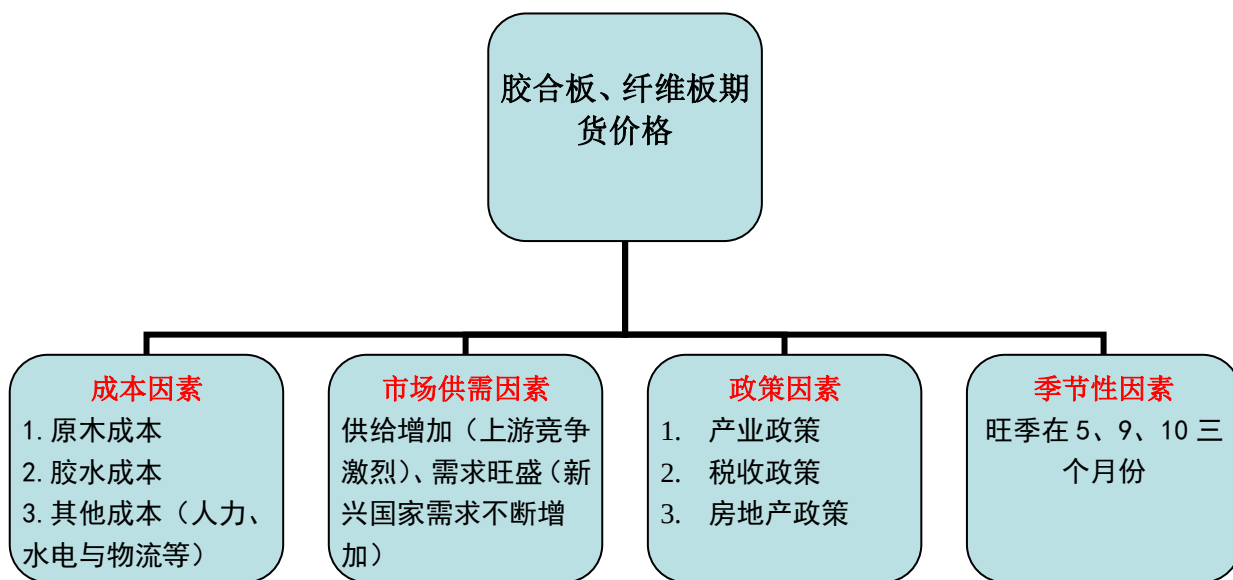
增值税=(期现价差)×0.17/1.17，由于涉及税收返还，实际成本为 3%—5%。（78-73.3）*0.17/1.17=0.68 元/张）

综上，纤维板期现价差大于 8.06 元/张时可以介入期现套利。

四、 胶合板、纤维板价格模型：

胶合板与纤维板的价格主要受到成本因素、市场供需因素、政策因素以及季节性因素等几方面影响。所以根据这几方面的因素我们可以把胶合板价格分解成四大板块，如下图：

图 2 胶合板、纤维板价格模型



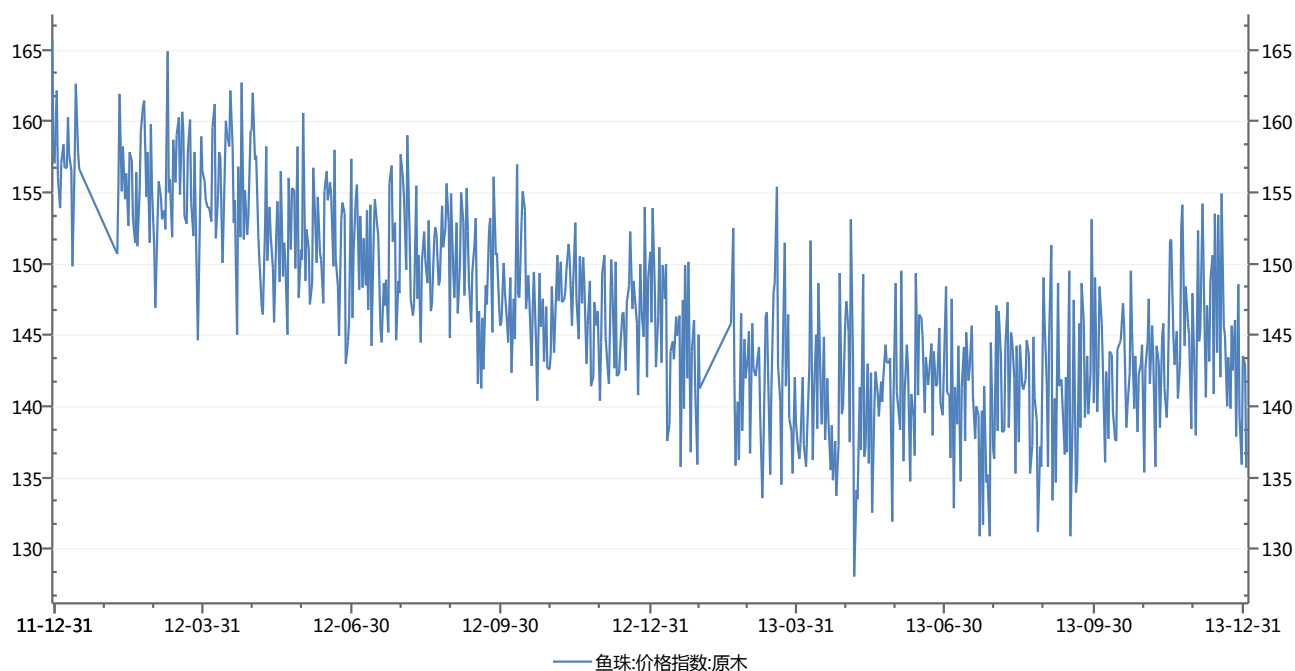
数据来源：通联期货

请务必阅读免责声明

4.1 成本因素

由于纤维板采用的为三剩木料（采伐剩余物、造材剩余物以及加工剩余物），而胶合板以大径原木为主，所以胶合板相对于纤维板来说，对于原木的要求更高，价格也更容易受原木成本的影响。近年来，原木价格一直呈现稳住有降的态势（图3）。

图3 原木价格指数

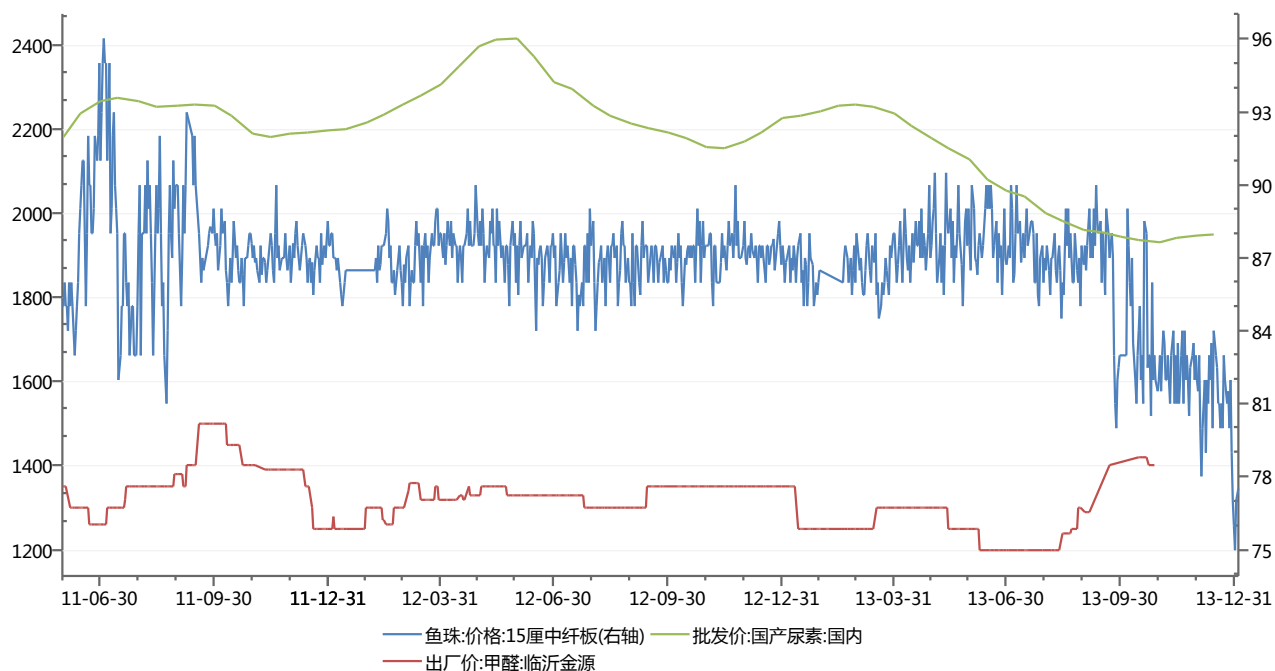


数据来源: Wind资讯

数据来源: Wind—通联期货

纤维板和胶合板中使用的胶水主要为脲醛树脂，是尿素、甲醛和胶得宝在催化剂作用下，缩聚成初期脲醛树脂，然后再在固化剂或助剂作用下，合成的一种无色透明的胶粘剂。胶合板一般以多层木材压合而成，用胶量比较少，受胶水价格波动影响较小。而纤维板（又称密度板）是依靠大量胶水和锯末、土等固体物搅拌高压而成，所以用胶量非常大，且纤维板密度越大使用胶水量越多，一般每立方米纤维板所需的胶水用量约0.2吨左右。所以胶水价格的波动对于纤维板的价格影响更大（图4）。

图4 纤维板价格与甲醛尿素价格关系



数据来源:Wind资讯

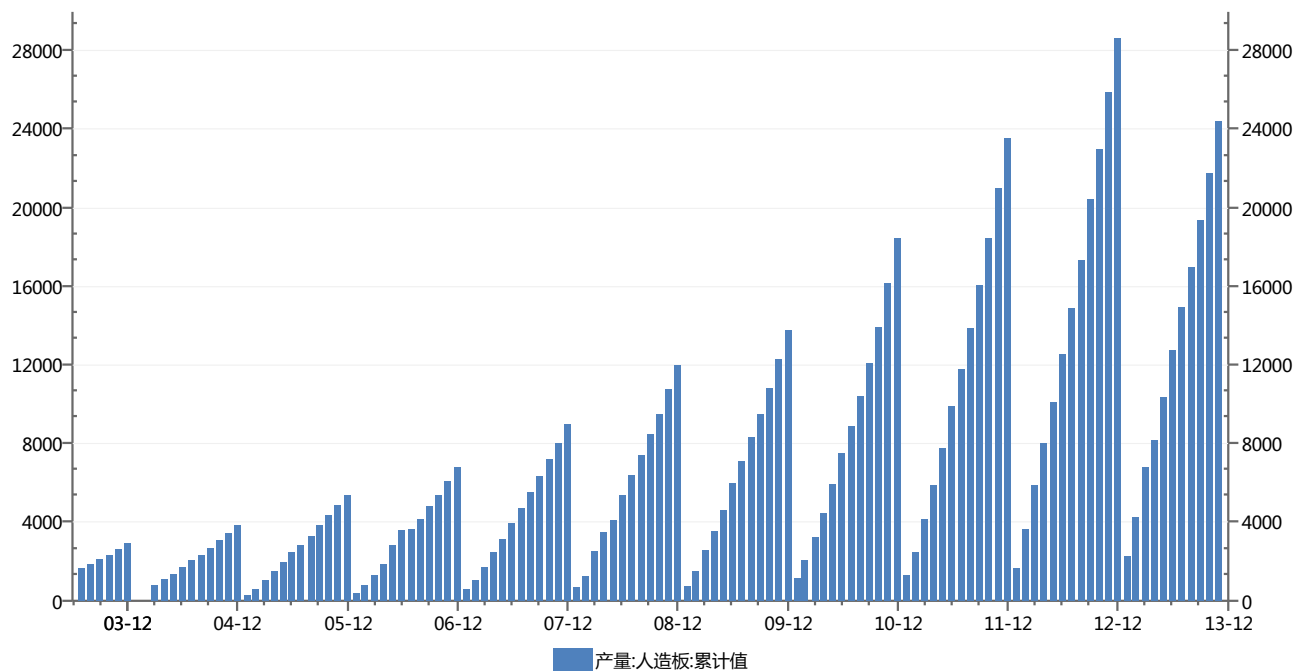
数据来源: Wind—通联期货

胶合板价格更多受到原木价格的驱动，而纤维板的价格与甲醛及尿素的价格波动有更大的相关性。在分析价格的时候我们可以更多从这两方面考虑。

4.2 市场供需因素

近年来，我国人造板产量不断增加（图 5），由于人造板市场进入门槛较低，从而导致大量民营资本进入，市场竞争激烈，其中大多数企业是年产 1 万立方米以下的中小企业，仅有少数年产 2 万立方米以上的大型企业。

图 5 人造板产量

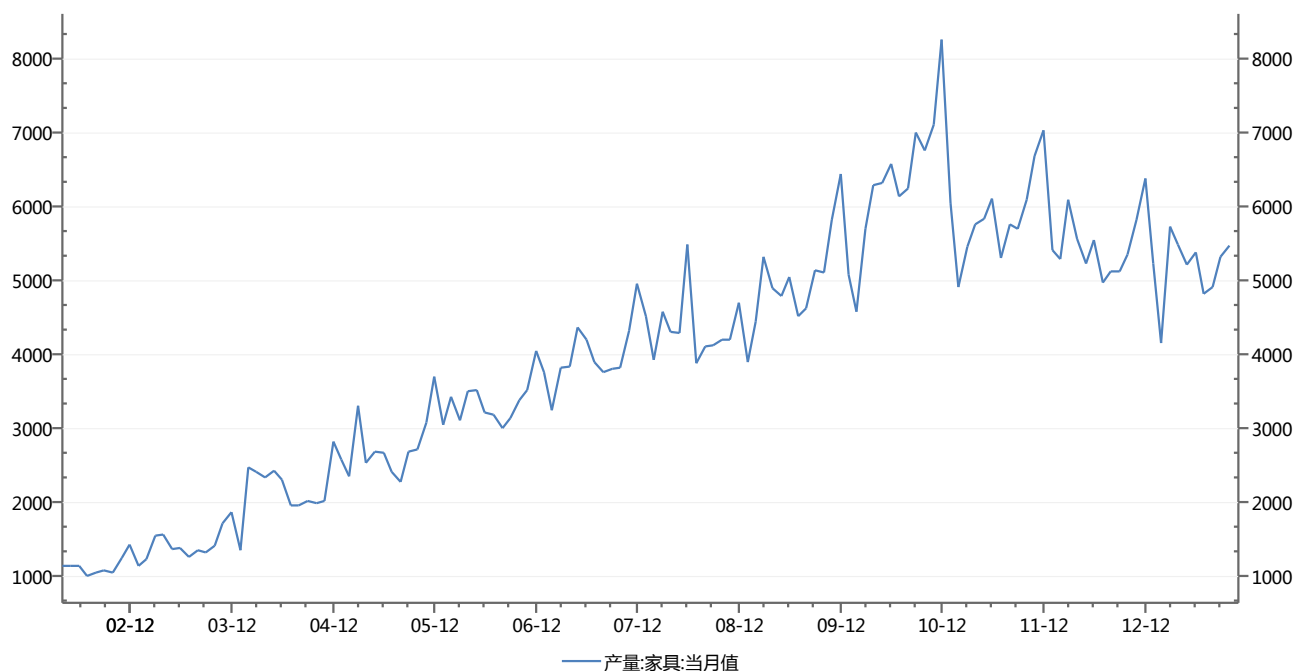


数据来源:Wind资讯

数据来源: Wind—通联期货

需求上看来,由于家具制造消耗人造板大部分(图6),因此家具需求对人造板市场的影响较大。在新型城镇化和保障房建设等战略的刺激下,长期来看木材加工业需求将保持旺盛,预计到2020年木材需求量将达到8亿立方米左右,木材供给缺口将达到4亿立方米。另一方面,则是来自于家具出口市场,传统意义上讲,我国家具出口主要以欧美、日本等发达国家为主,但随着世界经济格局的转变,东盟地区、中东、非洲等国家和地区的家具需求正在加速增长。从2012年各地区的家具消费增速来看,新兴国家要远远高于欧美等发达国家,带动全球家具需求量增幅至3%左右。中国是全球最大的家具出口国。

图6 家具产量



数据来源: Wind—通联期货

数据来源: Wind资讯

4.3 政策因素

森林采伐限额制度。中国当前实行森林采伐限额制度。凡是采伐林木都要依法申请林木采伐许可证。制定年森林采伐限额的基本依据是用材林的消耗量低于年生长量的原则。具体依据是森林经营方案所确定的合理年采伐量。年采伐限额一经批准下达,便成为编制年度木材生产计划和申请采伐的依据。超过限额采伐的采伐,或者滥发许可证,都属违法行为。全国森林采伐限额从1986年开始执行,每五年修订一次。

经营许可制度。《中华人民共和国森林法实施条例》第三十四条:“在林区经营(含加工)木材,必须经县级以上人民政府林业主管部门批准。”为了从生产源头控制板材质量,国家质检总局会同国家人造板质量监督检测中心对细木工板、刨花板、实木地板、实木复合地板等11类板材进行生产许可证制度审查。获得生产许可证的木地板企业在包装上贴上“生产许可证”标识。生产许可证制度是强制执行性的,相关企业必须在规定期限内提出申请并取得生产许可证,才有资格生产和销售该产品,否则关停并转。

木材凭证运输制度。从林区运出非国家统一调拨的木材,必须持有县级以上人民政府林业主管部门核发的木材运输证。2013年6月18日后,国家林业局《关于规范木材运输检查监督管理有关问题的通知》取消人造板运输证。

鼓励与限制政策。细木工板属于国家产业政策扶持的资源综合利用产品,受到国家环保政策的支持。国家发改委《产业结构调整目录》(2011)年本指出,鼓励国内速生丰产林和工业原料林工程的建设,鼓励木基复合材料及结构用人造板技术开发,限制1万立方米以下胶合板及细木工板生产线的上马,这将有利于行业快速健康发展。

我国人造板行业主要利润则是来源于国家增值税退税。由于人造板行业,尤其是纤维板、刨花板等在环保、节能、提高木材利用率等方面卓有贡献,因此得到国家的政策扶植,其中最主要是便是退税政策。2011年出台的财税[2011]115号中规定,对以三剩物、次小薪材和农作物秸秆等3类农林剩余物为原料生产的木(竹、秸秆)纤维板、木(竹、秸秆)刨花板、细木工板等实行增值税即征即退80%的政策,有效改善了人

请务必阅读免责声明

造板企业经营的同时也成为了人造板行业的主要利润来源之一。在新一届政府大力提倡低碳环保、节能减排的推动下，预计人造板行业退税政策将长期保持。

与房地产行业息息相关的人造板市场，房地产调控政策通过对楼市需求的影响而作用于人造板的消费。从指标上来看，由于人造板主要下游——家具、建筑装饰材料等需求一般在房屋竣工之后，因此与房屋竣工面积的关联度较高。纤维板及胶合板产量增速与房屋竣工面积增速的走势较为相关。2012年一季度房屋竣工面积增速冲高回落，从而也带动了纤维板、胶合板产量增速的回落。房地产竣工面积主要受新开工面积和施工面积的影响，而新开工面积由受制于销售开发商的投资热情，而这些要素往往受到房地产调控政策的影响较为明显，从而形成了房地产和人造板两个市场的影响逻辑。房地产竣工量是纤维板与胶合板需求的重要指标。

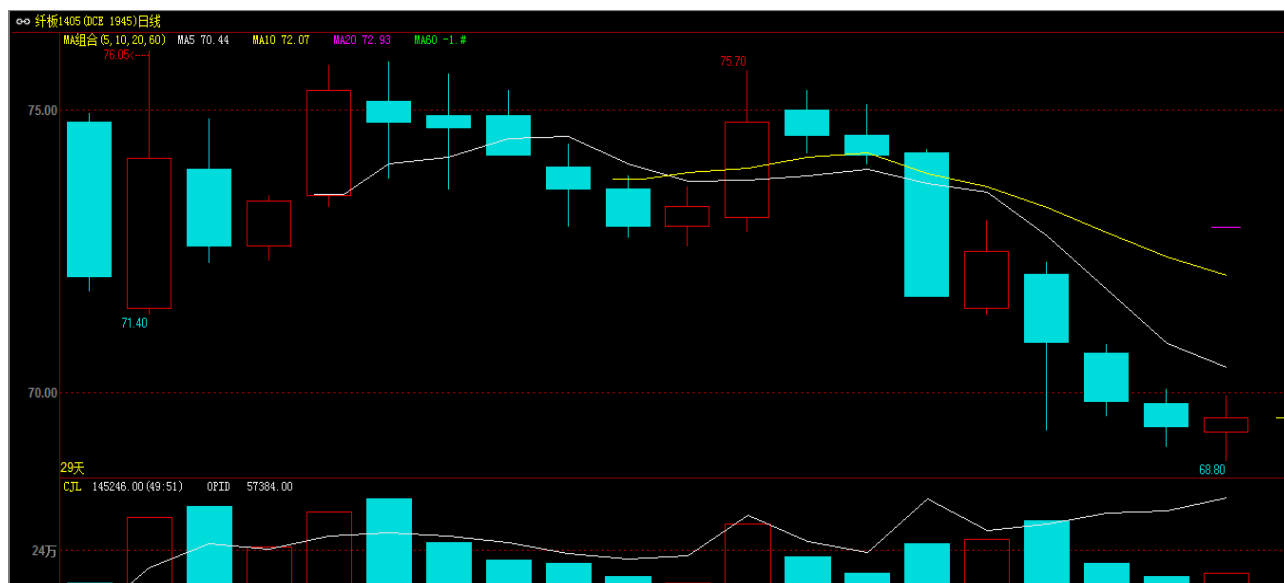
4.4 季节性因素

纤维板、胶合板等人造板的需求随下游房地产建筑业开工的季节性变化而周期性波动。一般来说，一年中人造板需求最旺盛的时间是在上半年的5月份前后和下半年的9、10月份。其中，下半年的旺季需求增长较为明显，因此也素有“金九银十”的说法，人造板价格也往往随之冲高。因此，除了成本、供需基本面和政策等因素的分析，在人造板价格预测过程中也应适当加入季节性因素的考虑。

五、纤维板、胶合板对冲策略：

纤维板与胶合板上市以后略有上涨，但是当市场发现期货价格相对于现货价格有着不小的高升水以后，市场急速下挫，目前还没有止跌的迹象（图7）。

图7 纤维板、胶合板期货价格





数据来源：Wind—通联期货

而纤维板与胶合板的价差也探底回升（图8）。从基本面方面看来，胶合板期货与现货价格还是拥有一定的价差空间，而纤维板期现价差已经接近与平水。另一方面看来，纤维板价格受到甲醛与尿素的影响，而甲醇的价格与甲醛价格还是息息相关。目前看来，甲醇也是处于期货深贴水，而与胶合板价格关系密切的原木价格目前看来还是比较稳定的。建议可以择机买入纤维板同时卖出胶合板对冲。

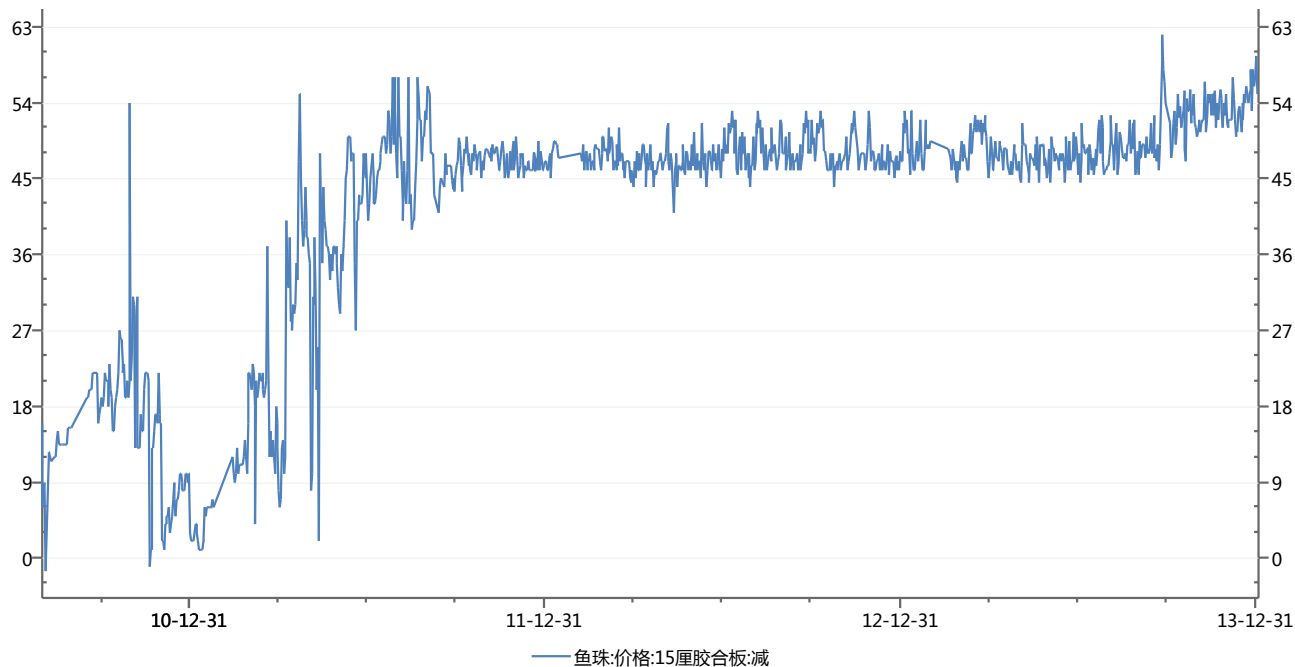
图8 纤维板胶合板价差



数据来源：Wind—通联期货

从现货方面历史价差看来，胶合板与纤维板的价差一般处于 45-55 之间波动（图 9），而 62 则是其价差的历史高点。从统计套利的角度考虑也可以尝试买入纤维板卖出胶合板。

图 8 纤维板胶合板现货价差



数据来源：Wind—通联期货

数据来源:Wind资讯

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。

本报告版权归通联期货研究发展中心所有。未获得通联期货研究发展中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“通联期货发展研究中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。