

纸浆期货市场回顾及2021年展望

文 郑玮

建信期货有限责任公司



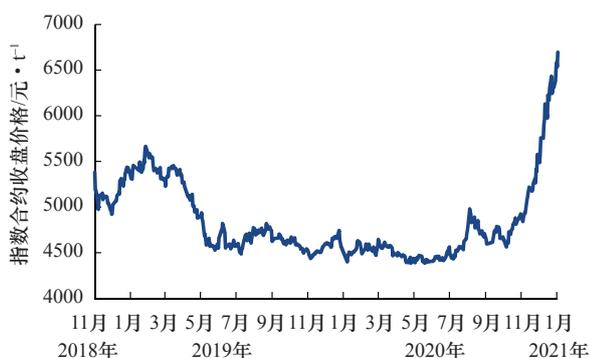
◎ 郑玮

建信期货纸浆研究员，上海期货交易所优秀量化分析师；立足造纸和纺织等轻工产业，建立了独特的轻工类期货分析体系。

核心提示：纸浆期货上市2年来的走势可以大致分成加速下行、底部盘整以及加速上行3个阶段。文章回顾了各个阶段的价格走势和核心逻辑。从供应、需求、库存和利润等多个角度，全面探讨当前浆纸产业链基本面的现状和主要矛盾，推演纸浆市场未来逻辑，并展望2021年纸浆市场变化。

1 纸浆市场回顾

2018年11月27日，纸浆期货挂牌上市。上市至今，纸浆期货呈现“U”型走势（见图1）。从上市初期的加速下跌，到历经一年的底部盘整，再到2020年下半年开始的价格重心上移。2020年注定是纸浆期货难忘的一年，4月扩充交割品牌，6月引入做市商，9月首次推出贸易商厂库交割制度，同月交割结算价格授权挪威交易所，年末期货价格不断创下上市以来的新高。



注 数据来源：上海期货交易所；截至2021年1月29日。

图1 纸浆期货指数合约上市以来走势

1.1 加速下行阶段

从上市到2019年6月底，纸浆期货加速下跌，纸浆市场的主要逻辑围绕着宏观和需求展开。

在纸浆期货上市前夕，纸浆外盘报价高位横盘数月，下游纸企利润受到严重挤压，市场呈现高库存和弱需求的局面。偏空的基本面格局叠加悲观的宏观预期，纸浆期货上市首日跌停，随后盘面震荡偏弱运行。

2019年前2个月浆价出现短暂上涨。此时虽然基本面依旧偏空，但节前补库导致需求小幅回升，同时央行降准，前期偏悲观的宏观预期向好，浆价震荡上行，主力合约收盘价达到5670元/t，创上市以来第一个高点。

2019年3月开始，文化用纸春季旺季需求表现不及预期，由于发布的经济数据而使宏观情绪再度转空，浆价震荡下行随后企稳。5月下游正式步入淡季，浆价屡创新低。

1.2 底部盘整阶段

2019年下半年到2020年上半年，纸浆价格底部盘整了一年时间。

2019年7月初，在G20利好、浆厂减产以及林产

品公司罢工等事件多重叠加下，低迷了2个月的纸浆市场得到提振，多头情绪高涨。随后利多出尽，浆价迅速回落。之后几个月也出现了几次利多事件，浆价小幅提振，但由于基本面支撑力度有限，盘面每次都迅速回落并且不断刷新低点。

从2019年12月开始，一季度宏观经济预期持续改善，不仅是纸浆市场，整个大宗商品市场都得到提振。在一季度宏观经济阶段性企稳预期背景下，加之春节前下游补库启动，盘面得到持续反弹，直到新冠疫情中断了此次反弹节奏。

2020年新冠疫情爆发，春节期间悲观情绪积累，节后首日刷新上市以来新低，当日利空情绪出尽，盘面向上修复。随着国内疫情得到有效控制，停工企业陆续复工复产，国内需求迅速恢复，盘面持续反弹。4月，纸浆需求进入淡季，浆价开始慢跌，主力合约最终跌破4400元/t。

1.3 加速上行阶段

2020年下半年，在中长期利好预期下纸浆价格重心上移，紧接着出现连续3个月的加速上行。

7月以来，宏观面提振大宗商品市场，低估值品种轮换上涨，纸浆也出现了估值修复行情。在需求旺季预期下，浆和纸价格共振，同时“限塑令”和“禁废令”开始引起广泛关注，纸浆价格重心缓慢上移。

进入11月，以造纸产业长周期底部走出为前提，加之宏观春季躁动行情启动，配合着“限塑令”和“禁废令”需求题材炒作，纸浆期货加速上涨，带动产业链各个环节的大额涨价函齐发，从而进一步推高纸浆期货价格，不断创纸浆期货上市以来新高。12月31日主力合约收盘价为5746元/t，突破前高的5670元/t，与年初相比涨幅达到24.6%。1月29日主力合约收盘价为6702元/t，与12月底相比涨幅达到16.6%。

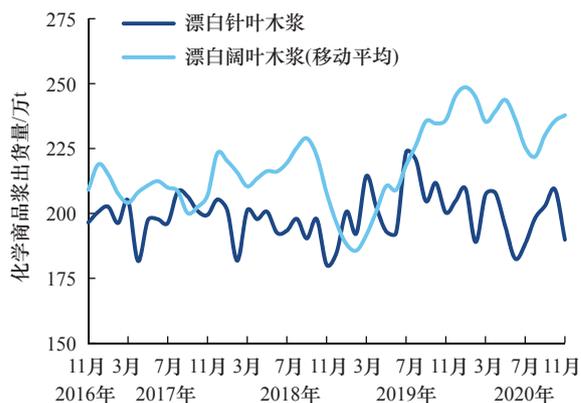
2 纸浆产业链现状

2.1 针、阔叶木浆供应需分别讨论

全球化学浆未来5年产能变化相对稳定，产能增量主要来自阔叶木浆。全球针叶木浆发运量回归正常水平，阔叶木浆发运量仍处于历史高位（见图2）。据

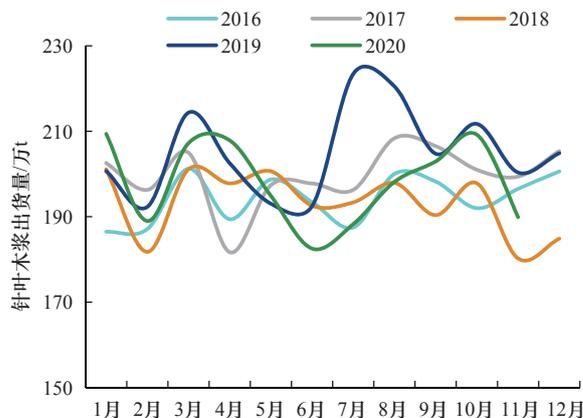
PPPC数据显示，2020年11月全球20个主要产浆国针叶木浆出货量同比下降5.2%，1—11月累计同比下降3.4%，与2019年下半年的年高出货量相比，2020年以来针叶木浆出货量处在近5年正常水平（见图3）。2020年11月全球20个主要产浆国阔叶木浆出货量同比下降1.0%，1—11月累计同比增长8.5%，阔叶木浆出货量一直处在历史高位。

我国纸浆进口量维持高位，增量主要在于阔叶木浆。根据海关总署数据，2020年全年我国进口纸浆同比增长12.7%；其中12月进口纸浆249.3万t，环比下降11.6%，同比增长14.4%。分品种看，12月针叶木浆进口78.71万t，同比增长10.6%，环比下降1.9%，全年累计同比下降0.6%（见图4）；阔叶木浆进口112.78万t，同比增长25.2%，环比下降15.7%，全年累计同比增长16.7%（见图5）。



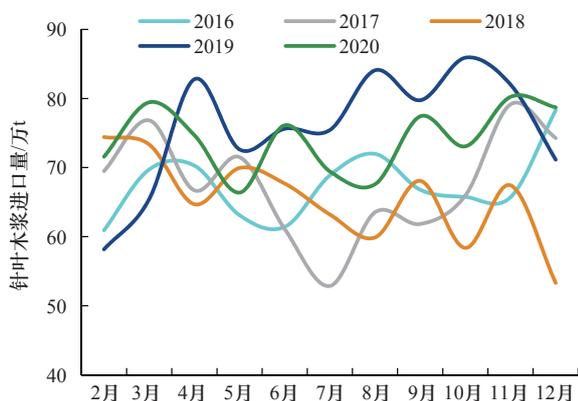
注 数据来源：Bloomberg，PPPC。

图2 全球20个主要产浆国(W20)化学商品浆出货量



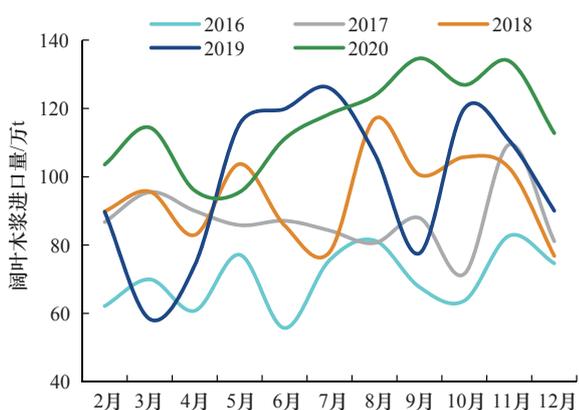
注 数据来源：Bloomberg，PPPC。

图3 全球20个主要产浆国(W20)针叶木浆出货量历年对比



注 数据来源：海关总署。

图4 我国针叶木浆进口量历年对比



注 数据来源：海关总署。

图5 我国阔叶木浆进口量历年对比

2.2 长中短周期下的需求不同

全球印刷书写纸需求本身就一直在下行通道，如果没有新冠疫情影响，2020年全球印刷书写纸需求原本就低于往年水平。疫情带来居家办公、线上办公、线上展会等场景运用，重创全球印刷书写纸需求。5月，全球印刷书写纸需求达到历史新低。

随着欧美地区复工推进，全球印刷书写纸需求5月开始逐月修复，环比增速转正，同比降幅连续收窄。如果与年初疫情爆发前水平相比，其实需求已经修复至相对正常水平。根据PPPC最新数据，11月全球印刷书写纸需求环比增速再次由正转负。11月全球未涂布机制纸和涂布机制纸总需求环比下降7.9%，同比下降18.0%（见图6）。

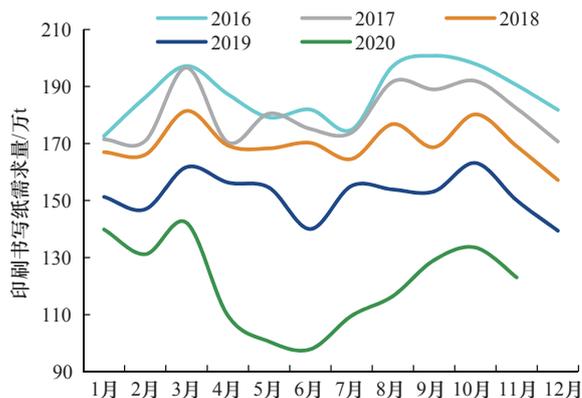
疫情对国内需求的影响更多地叠加了春节假期效应。2020年前2个月机制纸及纸板产量同比大幅下滑17.8%，国内需求受到短暂冲击。随着国内疫情得到有

效控制，复工复产顺利进行，从3月开始机制纸及纸板单月产量便迅速恢复至正常水平。2020年全年我国机制纸及纸板产量累计同比增长0.8%；其中，12月产量1209.9万t，同比增长2.9%，连续3个月单月产量创历史新高（见图7）。

中长期需求逻辑在于“主题类图书”和“高档包装纸潜在需求”。一方面，对于文化用纸来说，2021年是文化用纸市场的一个关键节点，主题类图书有望继续支撑2021年的文化用纸市场。另一方面，包装纸的两个热点问题“限塑令”和“禁废令”需要从概念落到实际，政策的实施也在逐步推进并非一刀切。此时需转向关注项目投产进度、政策实施进度，最终能增加多少需求，以及何时会带来需求的新变化。

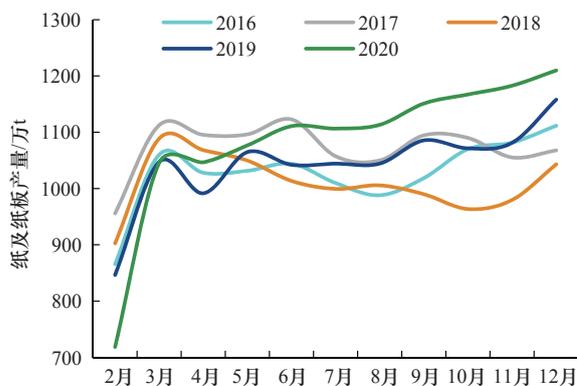
2.3 关注隐性库存的消化情况

全球生产商纸浆库存天数已降至正常水平。据



注 数据来源：Bloomberg, PPPC。

图6 全球印刷书写纸（机制纸）需求历年对比



注 数据来源：国家统计局。

图7 我国机制纸及纸板月产量历年对比

PPPC 数据显示，11 月全球生产者纸浆库存天数 37 天。其中针叶木浆 35 天，较上月减少 1 天，较 2019 年同期增加 1 天；阔叶木浆 39 天，较上月减少 3 天，较 2019 年同期减少 15 天（见图 8）。

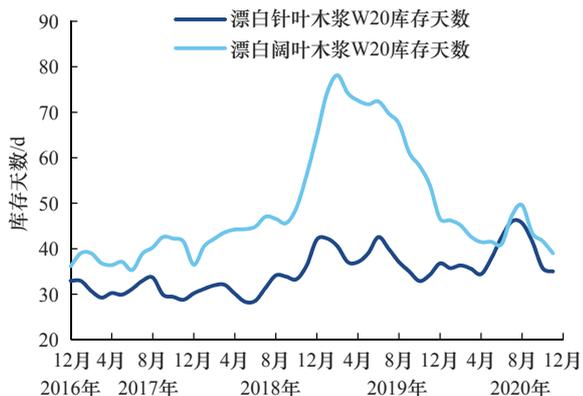
港口库存处于新的平衡状态，关注其他环节的库存情况。根据卓创资讯样本数据显示，截至 2021 年 1 月底，国内青岛港、常熟港、保定地区纸浆库存较 2020 年 12 月末增长 4.8%，较 2020 年 1 月末增长 1.2%。自纸浆期货上市以来，样本港口纸浆库存量维持在 180 万 t 上下浮动，港口库存目前处在新的平衡状态（见图 9）。2020 年全年纸浆进口量同比增长 12.7%，但港口库存并未出现明显累库，需要关注其他环节的库存情况。

我国造纸及纸制品业存货与产成品存货差值创历史新高。2020 年 12 月，造纸及纸制品业存货同比增长 6.8%，环比下降 0.8%；产成品存货同比增长 5.2%，环比下降 5.4%（见图 10）。存货与产成品存货均处在下

滑状态，但差值创历史新高（见图 11）。这意味着从浆厂库存、国内样本港口库存、造纸业产成品库存等环节的库存来看，产业链库存看起来似乎相对正常，而实际上产业链原料库存和半成品库存处于累库状态，这也符合前文提示的关注其他环节的库存情况。

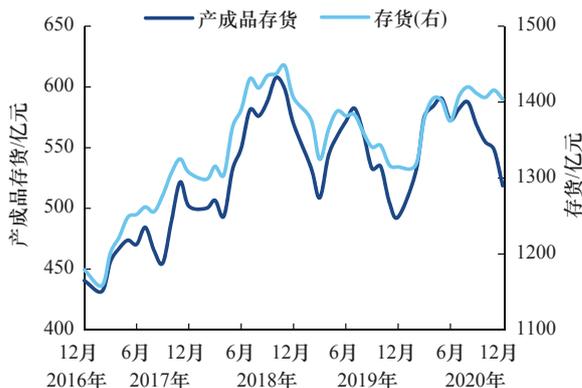
2.4 利润亮眼但细分纸种分化

从 2019 年下半年以来，造纸及纸制品业利润总额累计增速呈 V 型修复。2020 年 2 月，受新冠疫情影响，利润修复节奏中断。随着国内需求迅速恢复至正常水平，4 月累计同比增速年内首次转正，在此之后，累计同比增幅持续扩大。尤其是 9 月以来，浆和纸共振带动整个造纸产业链利润向好，2020 年造纸及纸制品业利润总额累计同比增长 21.2%（见图 12）。其中 12 月单月利润总额环比增长 38.9%，突破 2016 年 12 月的单月利润总额，创下历史新高（见图 13）。



注 数据来源：Bloomberg，PPPC。

图 8 全球化学商品浆产品库存



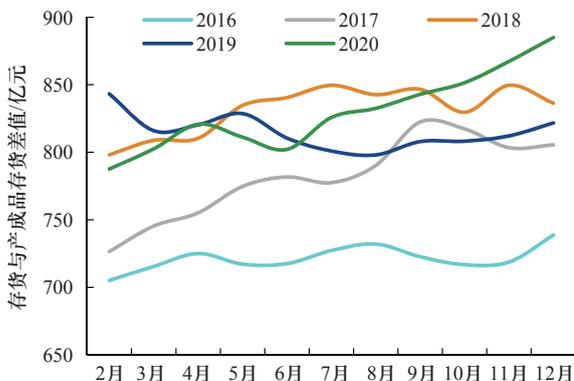
注 数据来源：国家统计局。

图 10 我国造纸及纸制品业存货



注 数据来源：卓创资讯。

图 9 我国国内主港地区纸浆库存总计



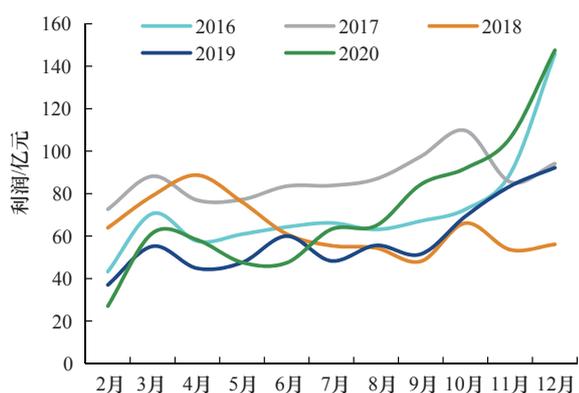
注 数据来源：国家统计局。

图 11 我国造纸及纸制品业存货与产成品存货差值对比



注 数据来源：国家统计局。

图 12 我国造纸及纸制品业利润总额



注 数据来源：国家统计局。

图 13 我国造纸及纸制品业利润总额当月值历年对比

从各类纸品的毛利来看，4月在下游淡季氛围下，各类纸品尤其是文化用纸毛利急跌。随后毛利均开始止跌企稳，生活用纸毛利维持弱势，而白卡纸和文化用纸则逐步回升。进入9月浆和纸共振上涨，旺季氛围叠加潜在需求预期，白卡纸价格连续上涨，毛利同样不断走高。而生活用纸和文化用纸由于纸产品价格涨幅慢于纸浆价格涨幅变化，毛利不断挤压。下一步需要观察这两类纸品的毛利情况。

3 2021年市场展望

3.1 造纸产业迎来新周期

在期货上市初期，造纸产业呈现高库存和弱需求的局面，纸浆期货的上市大大缩短了造纸产业的下行

周期。2019年底产业长周期的底部已经形成，但向上驱动不足，随后疫情导致长周期底部再次确认的时间有一定延后。随着造纸产业长周期底部慢慢走出，加之宏观春季躁动行情启动，配合“限塑令”和“禁废令”需求题材炒作，纸浆期货不断创下历史新高。当前供应端的主要矛盾在于阔叶木浆。机制纸及纸板连续3个月单月创历史新高，产业链库存处于新的平衡状态，产业链利润同样创下历史新高，造纸产业已经处在新一轮的景气周期，纸浆期货加速了这一景气周期的形成，产业链各个环节需要适应快节奏的周期变化。

3.2 预期与现实博弈加剧

造纸产业已经处在新一轮的景气周期。但是由于需求端已经恢复至正常水平，供应端一直以来也相对稳定，基本面并不存在明显的供需结构错配。春节前下游及终端备货慢慢转淡，但对节后传统的春季旺季存在预期，节后的旺季表现就是关键。这意味着从前期关注需求题材炒作和产业链环比向好的简单逻辑，正式进入到预期和现实的博弈，由关注绝对变化转向关注相对变化。同时面临宏观环境的不确定性和结构性差异，更加考验节奏的把握。

3.3 产业链产融结合升级

上市初期，产业客户以贸易类客户为主，企业利用纸浆期货进行套期保值，锁定利润，企业完成采购的同时，建立空单对现货库存或者在途库存进行保护，降低经营管理风险，提升企业竞争力。随着市场参与者的逐渐丰富，纸浆期货创新了纸浆定价模式，点价交易新模式开始在现货贸易中广泛推广。

随着产业周期变化节奏加快，纸浆期货带动产业链产融结合升级。除了现货库存和在途库存管理，采购计划管理也是企业风险管理的核心。企业利用期货锁定远期纸浆采购成本，建立多单补充远期库存，平滑现货价格波动带来的市场风险。未来如果上市纸产品相关期货，造纸产业链品种逐步完善，企业可以更加灵活运用期货衍生品工具，进行跨品种套利，锁定纸张生产利润。❖