

2021年上半年多方博弈 浆纸价格步入下行通道



◎ 常俊婷
卓创资讯纸浆资深分析师

文 常俊婷

卓创资讯

价格高低点价差分别为 1830 元 /t、1785 元 /t、1717 元 /t、1192 元 /t，每个浆种的最低价比最高价的下跌幅度分别为 32.78%、41.97%、33.88%、32.21%。

从 2021 年上半年均价来看，进口针叶木浆、阔叶木浆、本色浆、化机浆现货均价分别为 6761 元 /t、5246 元 /t、6089 元 /t、4296 元 /t，分别比去年同期上涨 2207 元 /t、1507 元 /t、1559 元 /t、217 元 /t，涨幅分别为 48.45%、40.31%、34.42%、5.33%。

2 上半年进口木浆现货市场影响因素分析

卓创资讯分析认为，宏观预期、政策面、消息面、资金面、期货及基本面等多重因素的相互博弈，导致浆价调整，最终因基本面支撑偏弱而步入下行通道。

(1) 一季度纸浆期货受宏观面预期良好、消息面影响、资金主导，价格持续大幅攀升，最高价冲击 7652 元 /t，标品市场流动性紧缩，期现联动性增强，带动现货市场价格上扬。而二季度大宗商品冲高回落，

核心提示：2021 年上半年大宗商品价格冲高回落，纸浆期货紧随其后，期、现、纸价格全线震荡下挫。2021 年一季度，大宗商品强势上扬，且以供给侧收紧为主导，纸浆价格主要以快速拉涨为主，最高点出现在 2021 年 3 月上旬，自 2021 年 3 月中下旬开始，浆价出现冲高回落现象；二季度回归基本面逻辑，浆纸联动性进一步增强，进而拖累外盘价格下挫，现货价格深度下挫，震荡下行态势延续至 6 月底。

关键词：木浆；半年报；后市预期

1 上半年进口木浆现货冲高回落，但回落后仍高于去年同期

据卓创资讯监测数据显示，2021 年上半年，进口木浆现货市场呈现冲高回落态势，最高点出现在 2 月下旬到 3 月上旬，最低点出现在年初及 6 月底（见图 1）。进口针叶木浆、阔叶木浆、本色浆、化机浆现货

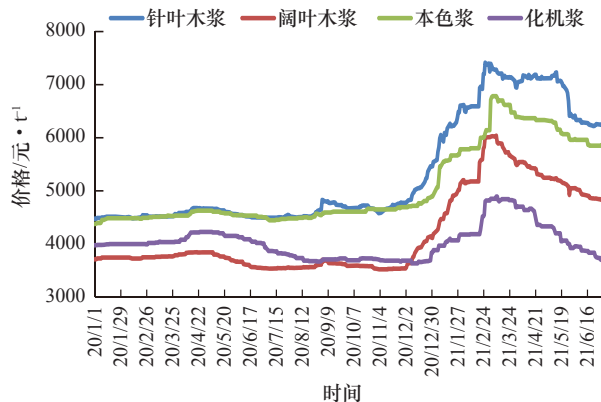


图 1 2020—2021 年进口木浆现货价格走势

纸浆期货震荡下行，期现联动性带动下，叠加前期纸浆现货的超预期上涨，现货市场价格震荡下行。

(2) 全球木浆外盘共振已结束，同时在中国进口木浆现货市场价格不断承压下挫的情况下，外盘成交逐月下滑，外盘步入下行通道中。

(3) 浆纸互推行情，以生活用纸价格的提前下行为导火索，纸价超预期行情结束，转而步入下行通道。2021年6月双胶纸、铜版纸、白卡纸企业相继发布最低指导价，但市场信心并未得到有效提振，纸张市场价格延续混乱下行态势，浆纸下跌联动性再度增强。

(4) 中国木浆进口量持续增加，1—6月各主要浆种进口量累计同比增长0.34%~21.86%，进口木浆量较去年同期增加75.47万t，供应面持续稳定；1—6月国产木浆产量同比减少10万t，但主要为浆纸一体化企业的自主减产，利于缓解阔叶木浆、化机浆的供应压力。

(5) 库存方面，1—5月全球库存均值同比略有降低，上半年欧洲库存量在108万~139万t，库存均值同比下降20.01%。国际库存数据虽利于支撑外盘，但中国主要地区及港口纸浆库存在200万t以内徘徊，高库存新常态仍存。

(6) 政策面（限塑令、禁废令）虽利好于纸浆市场放量，但半化学浆、高得率木浆成本优势明显，对于常规木浆品种亦存影响。

3 上期所纸浆期货价格走势分析

2020年公共卫生事件突然爆发，导致需求跟进迟缓、出口受阻等，纸浆价格长期在低位徘徊。后期全球量化宽松，利多市场，纸浆价格从历史低位反弹。同时限塑令和废纸禁止进口政策的影响，增加了纸浆需求的预期；2021年新增纸浆产能以非标品（阔叶木浆、化机浆）居多，标品稀少，叠加检修等因素的影响，标品针叶木浆相对紧张，阔叶木浆相对宽松。从2020年11月开始，纸浆期货价格一路飙升，最高点曾冲击7652元/t（见图2）。

从基本面来看，纸浆现货价格已创新高，在下游原纸价格首先下跌后，由于前期纸浆价格超预期上涨，再加上业内部分纸种产能相对过剩，继3月生活

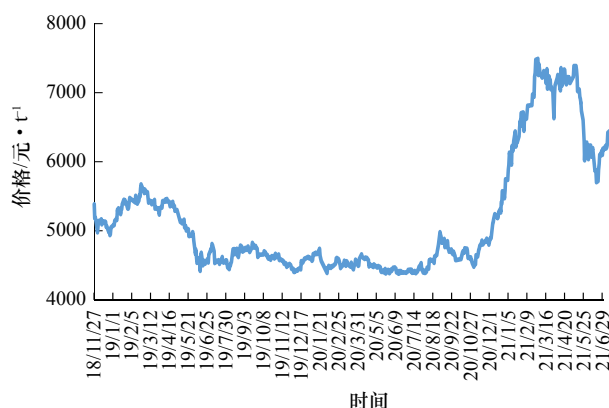


图2 上期所漂白针叶木浆期货主力合约收盘价格

用纸价格下跌之后，文化用纸、白卡纸也开始陆续出现下跌，下游原纸市场的负反馈在纸浆期货上逐步显现，纸浆期货向上空间收窄，转而震荡下行，并延续至今。

值得一提的是，纸浆期货自身也受多空双方博弈、资金等因素影响，存在一定变化。同时，这些其他因素在很长一段时间内，其影响范围或高于基本面。

4 下游原纸市场简析

4.1 原纸市场回归基本面，纸价震荡下行

2021年上半年，纸浆下游原纸价格结束超预期上涨行情，回归基本面逻辑，二季度基本步入震荡下行通道（见图3）。

据卓创资讯监测数据显示，2021年上半年，木浆双胶纸最高月均价出现在4月，达7337.5元/t，最低

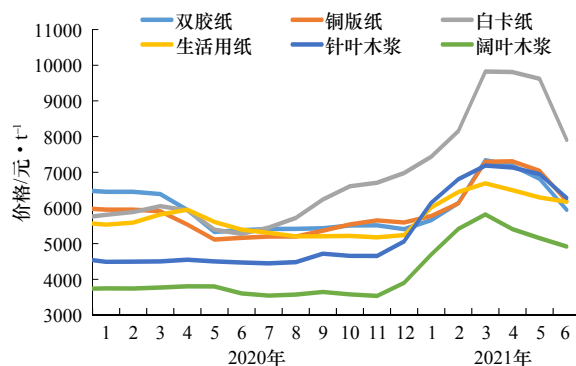


图3 2020—2021年上半年国内浆、纸月度价格走势

点出现在1月，重心在5437.5元/t，相差1900元/t，低点较高点的振幅约25.89%。2021年上半年，双面铜版纸最高月均价出现在4月，约7400元/t，最低点出现在6月，重心在5610元/t，高低价差达1790元/t，低点较高点的振幅约24.19%。

2021年上半年，250~400 g/m²平张白卡纸市场均价高点为4月上旬的9875元/t，低点为6月底的6821元/t，高低价差3054元/t，波动幅度约为31%。

2021年上半年，生活用纸原纸最高月均价为3月的6837.50元/t，最低点在1月，重心在6011.88元/t，高低价差825.62元/t，低点较高点振幅约12.07%。

从2021年上半年均价来看，双胶纸、铜版纸、白卡纸、生活用纸均价为6548元/t、6655元/t、8771元/t、6275元/t，同比分别上涨564元/t、1057元/t、3040元/t、615元/t，调整幅度分别为9.42%、18.88%、53.05%、10.87%。

4.2 上半年浆价上扬幅度过大，侵蚀部分原纸利润

据卓创资讯监测数据显示，2021年上半年，下游原纸价格同比上涨9.42%~53.05%，而针叶木浆、阔叶木浆半年度均价较去年同期上涨40%以上。因此，当前期纸浆价格超预期上涨之时，下游纸张价格（除白卡纸外）跟涨速度却均较为迟缓，影响多数纸浆系原纸的毛利，导致生活用纸、白卡纸、双胶纸上半年毛利较去年同期下降3~17个百分点。

表1 2021年上半年部分原纸开工负荷对比

	白卡纸	生活用纸	铜版纸	双胶纸
开工负荷同比变化/ 百分点	-5.29	-4.05	-9.34	-3.64

同时，由于原纸下游需求偏弱整理，终端价格传导不畅，二季度纸厂存在自主减产或检修情况。据卓创资讯监测数据显示，2021年上半年纸浆下游原纸行业开工负荷同比下降3.64~9.34个百分点，其中铜版纸开工负荷下滑明显（见表1）。

从2021年上半年纸浆下游主要原纸产量来看，白卡纸、铜版纸产量较去年同期下降1万~31万t不等，

按照各个纸种纸浆消耗量计算，约影响12万t纸浆的有效放量。

5 后市影响因素分析

供应方面：2021年三季度，个别阔叶木浆厂恢复生产，国内纸浆供应面或有恢复；前期外盘有供应量减半、无量供应等情况，叠加6月外盘成交不畅，预计针叶木浆到货或难见明显增量；从主要出口国家出口到中国的情况来看，巴西个别月份出口到中国的阔叶木浆量创新低，但平均到季度来看，预计阔叶木浆供应量或将持续稳定。

需求方面：下半年为造纸行业传统旺季，经过二、三季度阶段性修正后，需求面有恢复预期，但具体仍视各个纸种的实际操盘情况而定。目前监测到的数据显示，三季度部分文化纸企业有检修计划。

库存方面：中国主要港口及地区纸浆高位库存成为新常态，从各个港口对后市到货的预期来看，月均到货情况未见明显变化，预计港口库存维持区间整理态势。建议关注后期库存中各浆种占比、纸厂库存结构等对市场的影响。

成本方面：进口木浆外盘报价6、7月接连调整，进口木浆现货亏损空间收窄，同时由于外盘调整后仍高于期货价格，给予期货价格以支撑。在需求疲弱的情况下，外盘或继续以价换量为主。

宏观方面：美联储存通胀预期，进而影响人民币汇率，汇率贬值预期对进口依赖度高的商品存在冲击，同时上半年纸浆外盘价格高位整理，将增加后期进口木浆成本，若原纸价格偏弱整理，则会持续影响造纸行业的利润改善。

纸浆期货：纸浆期货服务实体功能越发凸显，同时纸浆期现相关性较高，在现货市场中影响越发明显，因此资金、政策等因素的影响，亦会对市场走势产生直接影响。

其他方面：公共卫生事件的不确定性、碳中和、突发事件（加拿大山火）、政策面、资金面、交割品矛盾、外盘实际放量情况、纸厂原料库存结构变化、下游原纸行业集中度问题带来的价格变化，以及海运紧张等问题都会对造纸行业产生影响。

6 后市预期

分析认为，2021年下半年纸浆市场供需将持续改善，浆价以深度调整为主，四季度或有回升机会，主要依赖于需求的恢复速度。下半年广西地区浆纸产能将陆续投放，同时叠加国外阔叶木浆新增产能的陆续释放，阔叶木浆供应量持续平稳，同时由于国内浆纸一体化产能的投放，部分企业进口纸浆依赖度降低；针叶木浆因前期超卖、检修、业者外盘订货减量及其他突发因素影响，下半年美洲到货或改善有限；从需

求方面来看，下半年属于造纸行业传统旺季，在二、三季度下游原纸市场经过阶段性调整及去库后，叠加集中度高的纸种在市场的带动作用，后期市场需求或有恢复预期。综上所述，下半年从基本面来看，浆纸供需关系持续改善，同时通胀因素存在，预计浆价深度调整后或有反弹机会。但亦需考虑针叶木浆与阔叶木浆的价差回归影响，以及外盘与期货、现货的关系变化；同时纸浆期货金融属性明显，叠加政策面、宏观面等多重因素影响，因此不排除其他因素对市场的影响更胜于基本面。■