

## 纸浆

# 基本面供需平衡 浆价高位震荡

### 摘要

2020 年，纸浆期货的行情可以划分成三个时期，分别是疫情前期、疫情期间、后疫情时期，对应着预期到现实再到预期。

疫情前期，一季度预期主导。2019 年年底，一季度的宏观经济预期持续改善。在一季度宏观经济阶段性企稳预期背景下，叠加春节前下游补库启动，盘面持续反弹，直到疫情中断了此次反弹节奏。

疫情期间，回归理性。国内疫情爆发，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，国内需求迅速恢复，盘面持续反弹。紧接着海外疫情爆发，市场恐慌情绪蔓延并引发衰退预期。进入 4 月，纸浆需求进入淡季，浆价开始慢跌，直到 5 月中旬，再次跌回节后开盘价格，之后盘面则继续维持横盘弱势震荡。

后疫情时期，中长期预期不断强化。在这个阶段，纸浆期货价格底部抬升，波动加大。具体来看，7 月以来，低估值品种轮换上涨，纸浆也出现了估值修复行情。8 月下旬，在需求旺季预期下，浆纸价格共振上涨，叠加“禁塑令”和“禁废令”引起广泛关注，浆价连续上涨。但作为品种轮换上涨的最后一批品种，纸浆的这一轮上涨匆忙结束，大宗商品阶段性调整。11 月，疫苗逻辑和通胀逻辑不断强化，叠加中长期的需求利好预期，浆价再次连续上涨。

投资咨询业务资格：  
证监许可【2011】1448 号

工业品团队成员：

王来富  
从业资格证号：  
F3023634  
投资咨询资格证号：  
Z0013705  
邮箱：  
wanglaifu@ftol.com.cn

武肖茹  
从业资格证号：  
F3064498  
邮箱：  
wuxiaoru@ftol.com.cn

范阿骄  
从业资格证号：  
F3054801  
邮箱：  
fanejiao@ftol.com.cn

## 1 纸浆期货行情分析

上半年，纸浆期货市场呈现先涨后跌的态势。春节前上涨，主力 SP2009 合约最高点为 4866，此后 2-6 月份持续下跌，最低点为 4344，6 月 21 日收于 4416，跌幅 6.8%。第一波上涨，价格自 4738 涨至 4866，时间 1 月初至 1 月中旬。主要原因是文化纸巨头 APP、万国纸业、山东汇博纸业、上海晨鸣浆纸齐发 1 月份的涨价通知，涨幅 200 元/吨。纸企及经销商库存低位，文化用纸经历旺季 5 轮提价，毛利已超去年同期水平。节前下游纸企补库提振纸浆需求。

第一波下跌，价格自 4866 跌至 4344，时间 1 月中旬至 6 月下旬。主要原因是世界疫情恶化，欧美经济重启缓慢，预期全球商品浆需求量将减少 100 万吨。国内方面，开学季延迟，教辅材料需求得不到释放。纸企及经销商库存偏高，资金压力较大，主要以去库为主。国内港口库存出现累积，主要港口的进口纸浆到港量明显增加，纸浆现货价格表现疲软。针叶浆和阔叶浆价格均已跌至成本位附近，但未有国际主要生产商发布减产停产消息。

8 月纸浆期货筑底反弹，大幅拉升，走出上市以来罕见的急涨行情。供给方面，巴西、智利等海外浆厂发货稳定，但由于台风等影响，纸浆到港量偏少；需求方面，国内下游需求旺季来临，各成品纸厂陆续发布涨价函，对纸浆原料需求回暖；库存方面，随着供需情况的逐步改善，库存有效去化。截至 8 月 31 日收盘，主力合约 SP2012 收于 4978 元/吨，较 7 月末上涨 13.24%。在估值修复后，继续走高或维持当前价格均要看到需求预期兑现，从相关数据看，国内消费回升速度偏慢且线下消费回升有放缓迹象，海外滞后于中国且疫情严重对消费影响更大，由于进口利润已经出现，因此后期进口量逐步回升，使国内港口去库速度放缓，需求不支持纸浆趋势反转，期价持续下跌至前期的 4500 元/吨附近。

目前来看，下游纸品开工率均有所回升，11 月下旬国内港口库存有所缓解，再叠加宏观驱动因素，市场情绪偏乐观，浆价保持坚挺。随着海外纸产复工复产的推进，纸浆的海外需求将会进一步复苏，对浆价有所支撑。但目前已接近年底，纸品的旺季需求将会较前期走弱，因此浆价短期创新高的可能性较小。

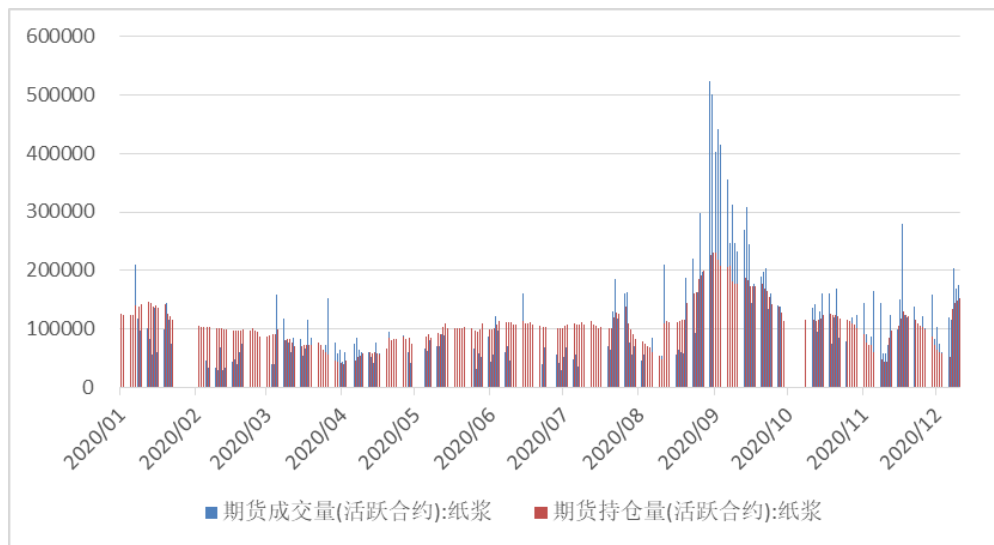
图 1-1 2020 年纸浆期货主力合约结算价和收盘价情况



数据来源: Wind

从持仓情况来看，2018 年 11 月 27 日，纸浆期货在上海期货交易所挂牌上市。上市两年以来，日持仓量稳定在 20 万手以下，日成交量季节性波幅较大。2020 年春节前纸浆持仓 15 万手为上半年最高值，后于 4 月中旬减仓至 7.6 万手，之后资金小幅流入。从成交量上看，今年各月的成交量远低于去年，3 月成交量达到 210 万手，此后 4, 5, 6 月份成交量均在 100 万手附近。由此可见，资金并未大幅流入纸浆期货。下半年，9、10 月份纸浆价格波幅较大，成交量和持仓量大幅增加，日成交量最高超过 50 万手。

图 1-2 2020 年纸浆期货主力合约成交量和持仓量情况



数据来源: Wind

## 2 现货市场行情分析

针叶现货价格难以跌破 4500 元/吨的支撑位。核心的原因在于海外浆厂的最高边际成本大致在 550 美金,人民币 4500 元附近。当价格跌近海外浆厂边际成本时,加拿大部分浆厂有减产动作,国内浆厂也借机抄底,对浆价形成了有效支撑。而浆价持续弱势主要原因在于阔叶端,当下阔叶浆库存太高。无论是在上游的企业库存,还是在国内外的港口库存上,阔叶浆的压力要远大于针叶浆以及其他浆种。在阔叶浆高库存且整个终端需求前景不明的情况下,国内贸易商及中小纸厂不愿意冒险囤货,阔叶浆现货端价格上涨困难,价格持续性偏弱。木浆消耗主要靠文化纸以及生活用纸。文化纸由于产能集中度高,都在国内大型造纸企业手中,文化纸企的原材料采购多以外盘采购为主,国内阔叶浆采购一般是小型的生活纸生产企业。而生活用纸自身产能过剩,企业利润偏低,相对于针叶浆来说,对于原材料明显供应充足的情况下企业的采购追高意愿极低。这也就导致阔叶价格在库存充裕的情况下,上涨动能较低。

### 2.1 全球纸浆市场行情回顾

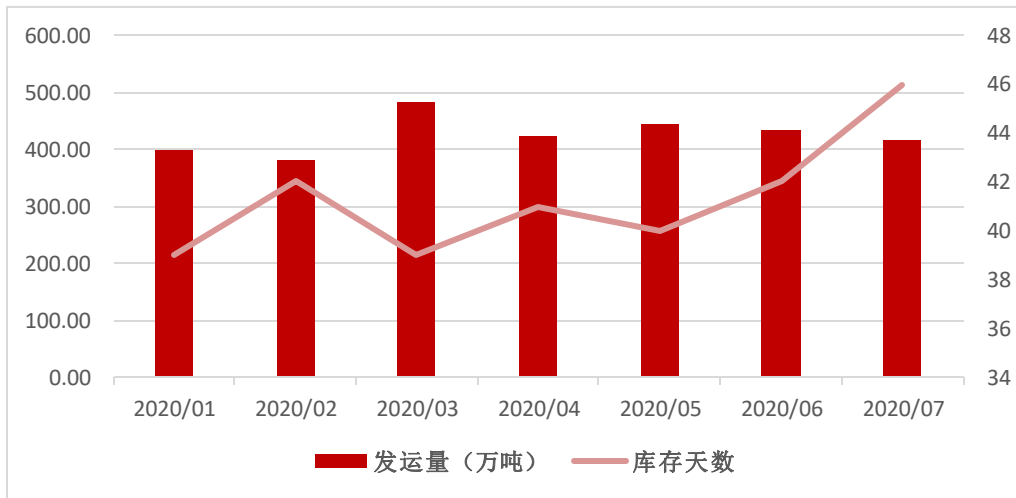
据 PPPC 统计,未来 5 年全球商品浆新增产能在 340 万吨左右,同比增长 1%,主要来自于拉美及东欧地区,而亚洲地区新增产能同比减少 0.5%。2020 年全球针叶浆新增产能减少 40 万吨,同比减少 1.5%,而且未来 5 年内针叶浆都没有大的项目投产,供应基本没有新增压力。而阔叶浆未来 5 年的新增产能将增加 350 万吨,2020 年同比增加 0.1%,投产压力主要集中在 2021-2023 年,阔叶浆供应压力较大。木浆行业的供给格局相对集中,境外大型浆企集中度提升,掌握浆价话语权,通过控制产能投放速度来控制浆价。

由于疫情导致经济放缓,全球商品浆的需求将下降 100 万吨。由此可见,即使今年并无新增供应压力,纸浆市场仍会出现供过于求的局面。

2020 年 7 月份世界 20 个主要产浆国发货量为 417.9 万吨,环比下跌 4%,同比下跌 5%。漂白针叶浆的发货量为 188.3 万吨,比 6 月的 182.5 万吨上升。漂白阔叶浆发货量为 213.7 万吨,比 6 月份的 237.3 万吨下降。目前看纸浆消费主要发往了中国,全球疫情导致整体需求不佳,而在未来一年,随着疫情得到控制,需求将有明显好转迹象。

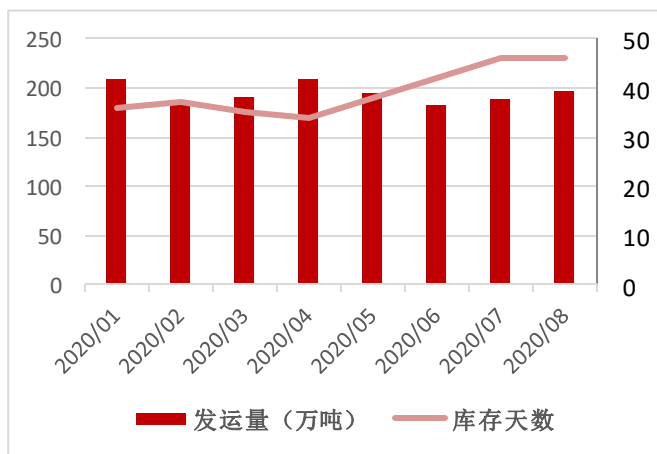
Wind 数据显示，2020 年 7 月全球纸浆（木浆）库存 46 天，其中针叶浆库存 46 天；阔叶浆库存 43 天。

图 2-1 2020 年全球木浆发运量和库存天数情况



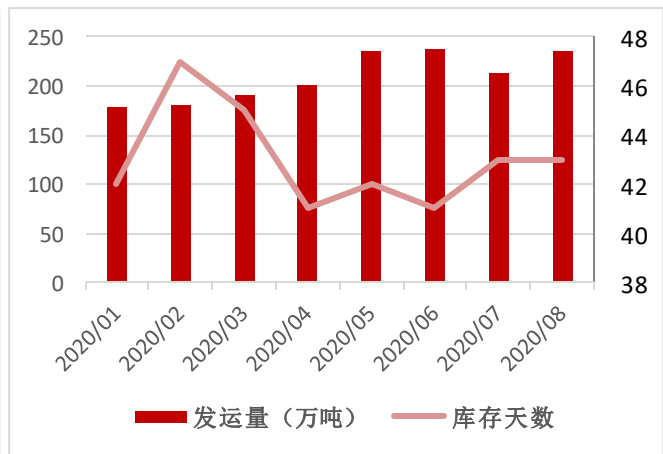
数据来源：wind

图 2-2 2020 年全球针叶浆库存情况



数据来源：wind

图 2-3 2020 年全球阔叶浆库存情况



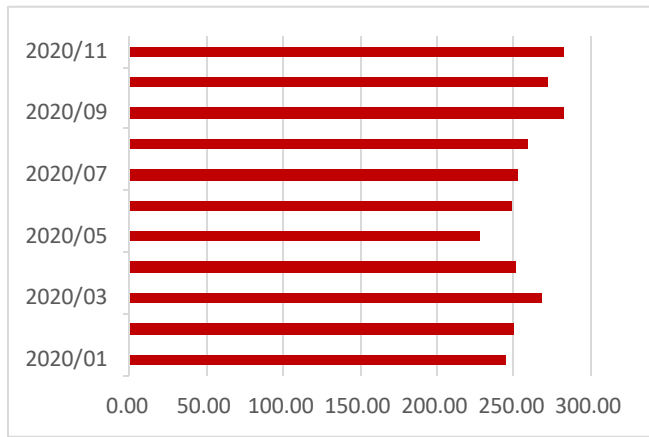
数据来源：wind

## 2.2 我国纸浆市场行情回顾

我国纸浆总进口量在 5 月以后同比均呈现持续增加状态，中国进口量大增的原因大致有两点，一方面是受疫情影响，全球其他地区需求疲弱，中国作为木浆消费增长主要贡献地区，浆厂在其高库存的背景下加大了对中国地区的销售量。另外，在 6、7 月份也实际出现了国内纸厂在木浆价格历史低位附近的囤货行为、增加了从国外浆厂手中的采购。这两方面原因使得中国进口在整体市场弱势时大幅度增长。进口持续增长加剧了国内的供应压力。当下看，无论是纸厂还是贸易商，备货都是直接跟海外浆厂预定远期货。而前期这部分定的货，后期还会陆续发往中国，后期进口量大概率还将维持较高水平。

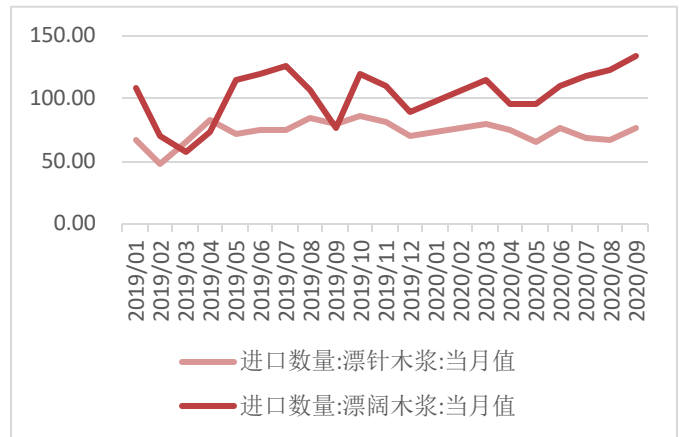
2020 年 9 月，漂针木浆进口量 77.41 万吨，较去年 9 月下跌 3%，环比增长 15%。1~9 月，漂针木浆进口量 511 万吨。2020 年，漂针浆进口量波幅较小，月进口量明显低于漂阔浆，而漂阔浆进口数量呈现季节性震荡态势。

图 2-4 纸浆月进口数量统计



数据来源: Wind

图 2-5 漂针浆和漂阔浆月进口数量统计

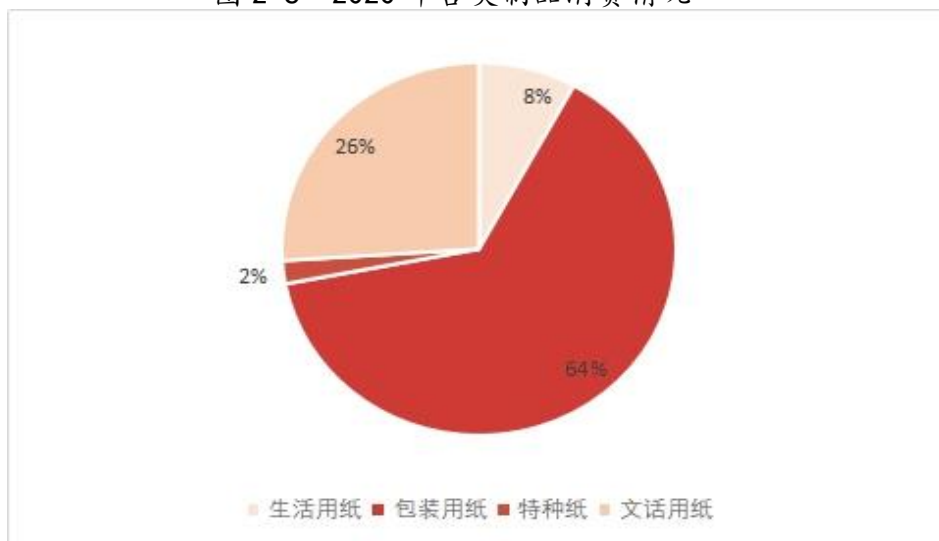


数据来源: Wind

### 2.3 纸浆下游及相关市场状况

造纸业需求多样,纸品种类繁多,且不同纸品采用的浆种不相同。采用木浆的纸品主要包括双胶纸、双铜纸、白卡纸、生活用纸和特种纸,其它包括包装纸、箱板纸、新闻纸等主要采用废纸浆,且不同纸品在生产过程中所采用的纸浆品种和比例也各不相同。目前来看,下游消费量占比最大的仍是包装纸,其次是文化用纸,但生活用纸和特种纸的比例正在上升。

图 2-6 2020 年各类制品消费情况



数据来源: Wind

造纸业利润持续向好。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。2 月,受疫情影响,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。1-10 月,造纸及纸制品业利润总额累计同比增长 14.7%。

白卡纸利润好于文化纸和生活用纸。从各类纸品的毛利率来看,4 月在下游淡季氛围下,各类纸品尤其是文化纸毛利率急跌。随后毛利率止跌企稳,生活用纸毛利率维持弱势,而白卡纸和文化纸则逐步回升。白卡纸在金九银十旺季氛围叠加潜在需求预期下,价格连续上涨,毛利率不断走高。

### 3 纸浆行情总结与展望

全面复苏逻辑对于纸浆需求影响或有限。首先要明确，疫苗利好强复苏的品种，基于的逻辑是疫情重挫了该品种的需求和消费，并且至今恢复程度缓慢，在疫苗的逻辑不断强化下，看好未来的需求增长。而纸浆显然并不是这个情况，可以看到国内纸浆需求3月开始环比复苏，迅速恢复至正常水平。全球纸浆需求在5月开始复苏，已经恢复至年初疫情爆发前水平。也就是说与其他强复苏品种相比，疫苗对于纸浆需求的恢复力度有限。

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，主题类图书有望继续支撑文化纸市场。另一方面，“禁塑令”和“禁废令”对于木浆系纸品的影响体现在白卡纸。“禁塑令”导致包装纸替代需求增长，白卡纸存在潜在需求增加。同时“禁废令”下废纸系包装纸的纤维原料问题，解决方法有进口再生浆、进口纸、国内废纸制浆，低端白卡纸存在对灰底白板纸的替代效应。

预期成为共识后更要理性看待。受疫情影响，年中普遍需求预期比较悲观，但浆价又无法顺畅下跌。寻找被忽视的逻辑，发现中长期的需求利好逻辑，因此对于需求不必过于悲观，寻找有韧性并且存在潜在的需求利好。那么，当“禁塑令”和“禁废令”近三个月引起广泛关注，并且全面复苏逻辑对于纸浆需求影响有限，这个时候就要关注项目投产进度、政策实施进度，到底能带来多少的需求增加，以及什么时候会带来实质的产业链的变化。下一个阶段，前期简单的需求环比修复思维，将转向需求同比和环比之间的博弈。

## 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力,保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于作者的职业理解,本报告清晰准确地反映了作者的研究观点,力求独立、客观和公正,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生变更。

我们已力求报告内容的客观和公正,但文中的观点和建议仅供参考,客户应审慎考量本身需求。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告版权归弘业期货所有,未经书面许可,任何机构和个人不得翻版、复制和发布;如引用、刊发需注明出处为弘业期货,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。