



期货研究报告·年度视野
利好叠加助推纸浆乘风破浪
——2021 年纸浆期货投资策略

广州期货研究所

李威铭

从业资格号：F3029957

投资咨询号：Z0014369

薛晴

从业资格号：F3035906

投资咨询业务资格 证监许可【2012】1497 号



利好叠加助推纸浆乘风破浪

—2021 年纸浆期货投资策略

宏观背景：宏观经济仍具韧性，纸浆需求增速加快

宏观方面，当前疫苗进展顺利，疫情在明年 1 季度将得到有效缓解。再加上各国推出的经济刺激政策和量化宽松货币政策，不仅国内，海外经济也将进入快速复苏阶段。届时将有一轮补库周期。大宗商品价格将有恢复性上涨。

交易机会展望：

针叶浆新增产能不大，外盘报价持续上涨，下游成品纸表现好，价格持续上涨，港口库存下降，全球生产商库存大幅下滑，中长期看多头配置。

2021 年进口端运费上涨，又无产能投放压力，下游需求复苏，漂针浆供需格局将趋紧。此外禁废、限塑及消费升级，将进一步增加木浆需求。生活用纸和包装板的需求增长，将补偿印刷书写用纸需求下降所带来的需求萎缩。目前纸浆底部已基本探明，后期盘面若能有明显回落，可考虑逢低做多。一季度大宗商品持续走强，驱动纸浆向上的逻辑未变，预计浆价波动大于 2020 年。我们继续看好明年纸浆价格，整体中枢上移，可以作为中长期多头配置。

纸浆

投资咨询业务资格

证监许可【2012】1497 号

李威铭

从业资格号：F3029957

投资咨询号：Z0014369

薛晴

xue.qing@gzf2010.com.cn

526072315@qq.com

020-23382623

执业证书编号：F3035906

发布日期：2020 年 12 月 31 日

市场表现

纸浆



一、纸浆行情回顾

2020年，受全球疫情影响，纸浆上半年继续下跌，8月以后再期货市场带动下大幅反弹，而后底部逐步上移，并持续拉涨。回顾过去一年中上期所纸浆期货的走势，根据宏观及基本面变化情况，可以将行情大致分为三个阶段。

图表 1：上期所纸浆期货指数



资料来源：文华财经、广州期货

第一阶段，疫情爆发预期主导。一季度宏观经济阶段性企稳，叠加春节前下游补库启动，盘面持续反弹，但疫情爆发打断反弹步伐。国内因开学季延迟，抑制教辅材料需求。纸企及经销商库存偏高，资金压力较大。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。

第二阶段，疫情稳定回归理性。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。但欧美二次疫情爆发，欧洲多国封锁禁令频出，世界商品浆需求再受到影响。4月是纸浆需求淡季，浆价持续下跌，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。

第三阶段，否极泰来，利好发酵。纸浆期货价格底部抬升，震荡走强。7 月份纸浆上演估值修复行情，随后禁塑令”和“禁废令”厉害发酵叠加需求旺季，浆价连续上涨。进入 11 月中旬国内四大港口库存 181.1 万吨，累库情况有所缓解。疫苗进展推动世界经济在明年 1 季度复苏预期，商品浆需求将有效回暖。此外国内文化用纸处于需求旺季，龙头企业金光集团、晨鸣纸业等发布 12 月涨价函，浆价再次连续上涨。

二、供需及价格体系

（一）全球木浆新增产能

2020 年 10 月，国际货币基金组织（IMF）最新一期《世界经济展望报告》预测，2020 年全球经济将收缩 4.4%，但中国经济将增长 1.9%，比 6 月预期值提升近一倍。IMF 还表示，中国经济以高于预期的速度回归正常，2021 年中国经济复苏增速有望达到 8.2%，海外经济需求的复苏将在明年 1 季度启动补库周期。咨询机构预测，今年的疫情导致经济放缓，全球商品浆的需求可能下降 100 万吨。明年商品浆需求将恢复正常增速，针叶浆和阔叶浆未来 5 年的平均增速分别为 1.3%和 3.3%。

产能方面，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 4 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 2021-2022 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。由此可见，2021 年针叶浆无新增供应压力，阔叶浆产能增速为 2%，而需求端都将呈现恢复性增长，纸浆市场预计将出现平衡偏紧的局面。

（二）全球针叶浆发运量回归正常水平

全球针叶浆发运量处正常水平，阔叶浆处历史高位。据 PPPC 显示，世界 20 主要产浆国 10 月针叶浆发运量环比增长 3.1% 至 209.2 万吨，同比下降 1.2%，1~10 月累计同比下降 3.2%，与 2019 年下半年高发运量相比，2020 年以来针叶浆发运量处近五年正常水平。阔叶浆发运量同比增长 2.7%，1~10 月累计同比增长 9.6%，阔叶浆发运量处历史高位。

化学浆发运量增量主要来自中国和北美买家。2020 年发往至西欧的化学浆发运量远低于历史水平。发往至北美的发运量经历了 2019 年的低位后 2020 年恢复正常水平。而发往至中国的发运量 2019 年同比增长 12.1%，2020 年同比增长 7.4%。

图 2：全球木浆出运量图

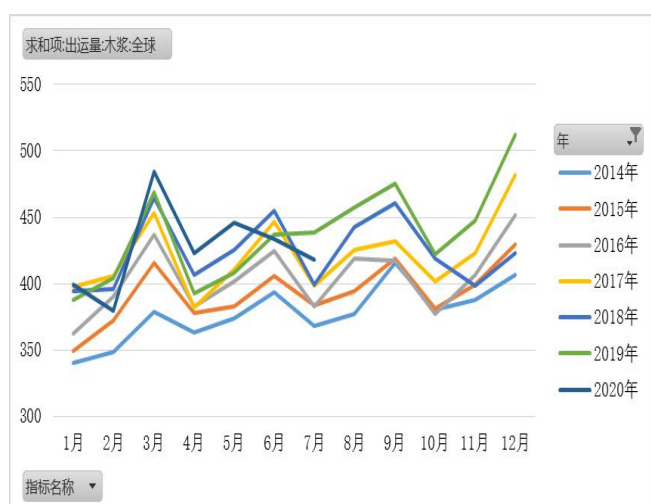
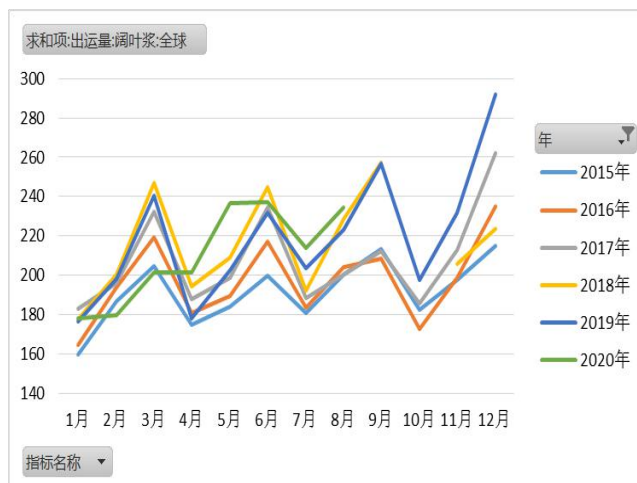


图 3：全球阔叶浆出运量图



资料来源：卓创资讯、广州期货

（三）进口原料市场

截止 12 月中旬，新一轮进口针叶浆外盘报涨 50 美元/吨，提振市场交投信心，叠加纸浆期货价格高位整理，现货市场中低价逐渐消失，业者报盘持续向高位靠拢。山东、江浙沪地区进口针叶浆现货市场报价中，银星最高含税报 5100 元/吨，下游对于高于 5050 元/吨价格接受度偏低。加针价格略高，成交偏刚需。

巴西 Suzano 公司欧洲和北美洲 1 月份面价提涨 70 美元/吨，其中欧洲面价 750 美元/吨，北美洲面价 970 美元/吨；亚洲价格暂未公布。此消息进一步提振市场信心，叠加纸浆期货高位盘整及进口针叶浆外盘的大幅报涨，阔叶浆现货价格获支撑。山东、江浙沪地区鹦鹉最高含税报 4000 元/吨以上，下游意向接货价较盘面低 50 元/吨及以上。广东地区货少，价格亦高位盘整。

进口本色浆货源较紧张，下游包装纸企业对低价本色浆采购热情较高，进一步支撑本色浆价格稳中上扬，目前山东地区金星最高含税报价在 4750 元/吨，下游意向接货价在 4650-4680 元/吨。

进口化机浆现货市场供应量稳定，受进口化机浆外盘报涨因素影响，现货价格止跌回升 50-100 元/吨。山东、江浙沪地区进口化机浆现货市场含税参考价 3600 元/吨。

图 4：漂针浆内外价差

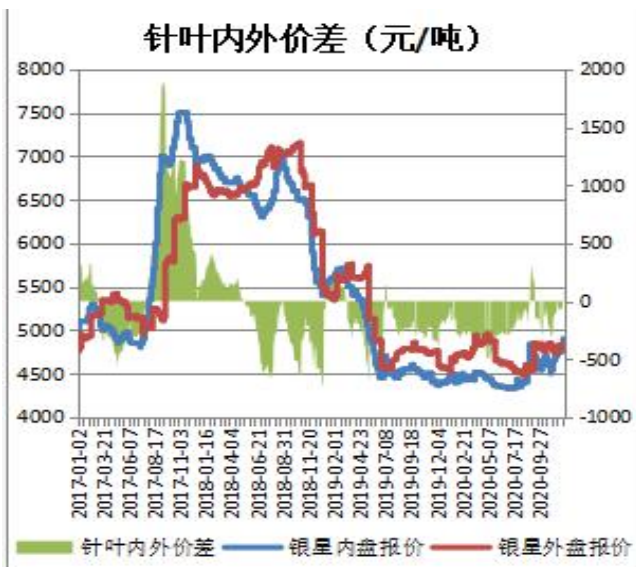
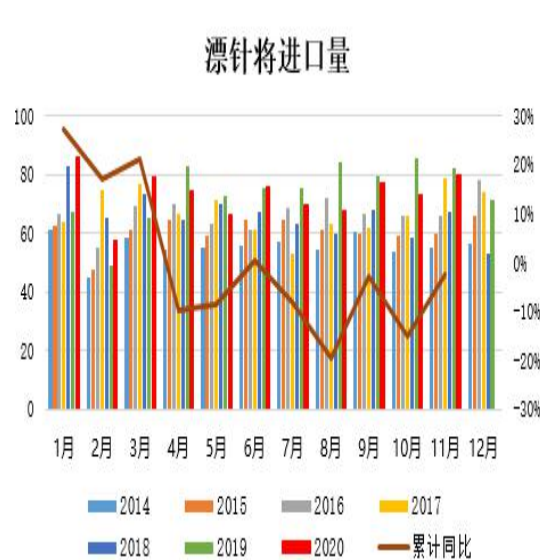


图 5：漂针浆进口量



资料来源：卓创资讯、广州期货

图 6：漂针浆内外价差

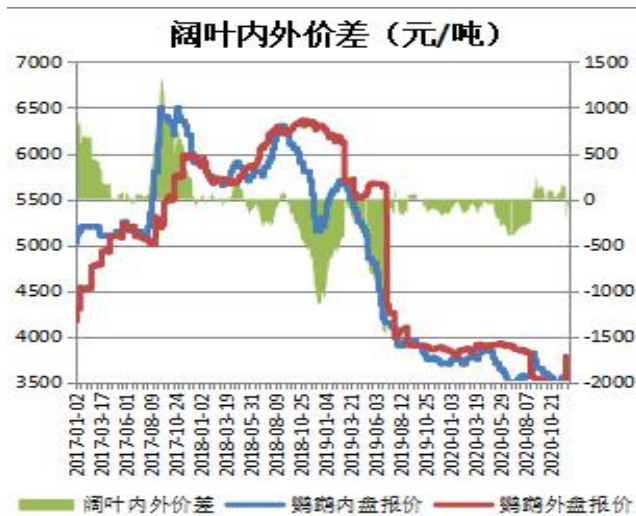
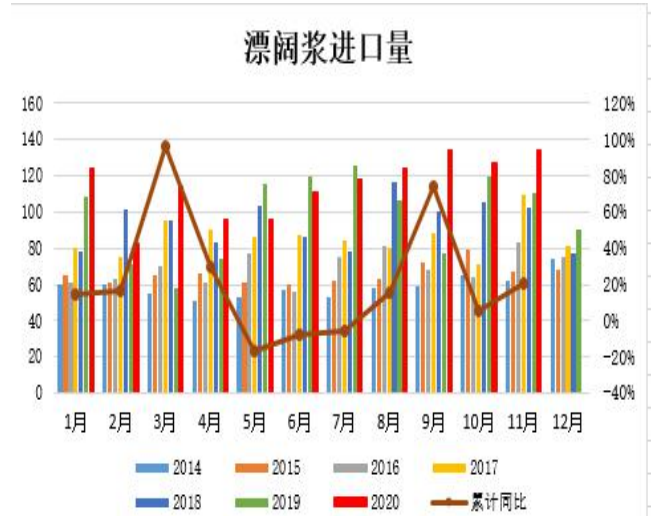


图 7：漂针浆进口量



资料来源：卓创资讯、广州期货

(四) 库存

根据最新数据显示，2020 年 11 月下旬，国内青岛、常熟、保定纸浆库存合约 175.5 万吨。其中青岛港纸浆总库存约 103 万吨，较中旬上涨 3%。常熟港纸浆总库存约 63.5 万吨，较中旬下跌 7.97%。保定港库存 8.5 万吨，这个数字比今年年初要高 20 万吨，比去年同期要高 2.3 万吨。从上市纸企披露的数据看，相比 2020 年末，2021 年三季度多数企业名义库存大幅增加，结合价格因素计算，绝对库存增量较大，因此相比港口显性库存，终端隐形库存对后期补库的影响可能更大。

全球前 20 个国家针叶浆库存在二季度回升，9 月降至 42 天，去年同期 35 天，阔叶浆库存变化较小，回到过去 5 年正常略高的位置，9 月为 43 天，去年同期 63 天。欧洲主要国家港口木浆库存 10 月为 147 万吨，年初为 165 万吨，减少 11%，去年同期 187 万吨，减少 21%，当前欧洲木浆库存逐步接近 2015-18 年的平均水平。库存是供需的直接结果，而高库存成为利空一般需要两个条件：一是持货方资金紧张；二是预期较差，这会导致主动去库意愿增加，从而使库存转换为供给，加大供需间的矛盾，反之若预期乐观，则在资金允许的情况下，持货待涨意愿提升会使高库存压力下降。对比 2020 年钢材市场，库存同比增幅

超过 1 倍且高库存一直持续，但需求较好导致价格持续上涨。因此，随着纸浆需求企稳回升，高库存对价格的压制可能会逐步减弱，库销比或先于库存回落。

图 8：国内主要港口纸浆库存

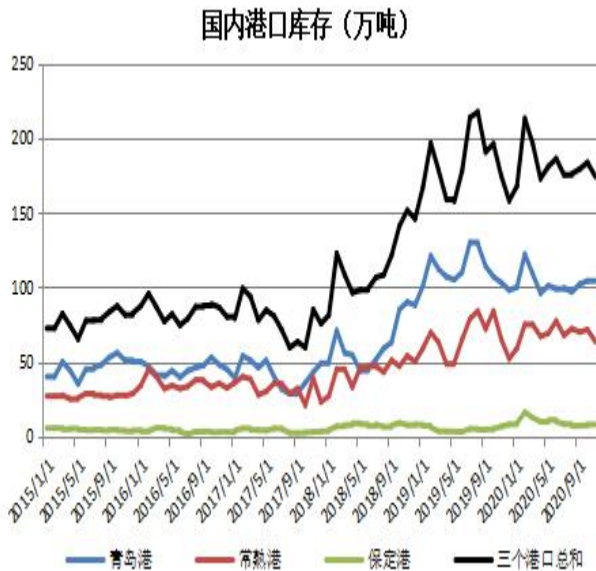
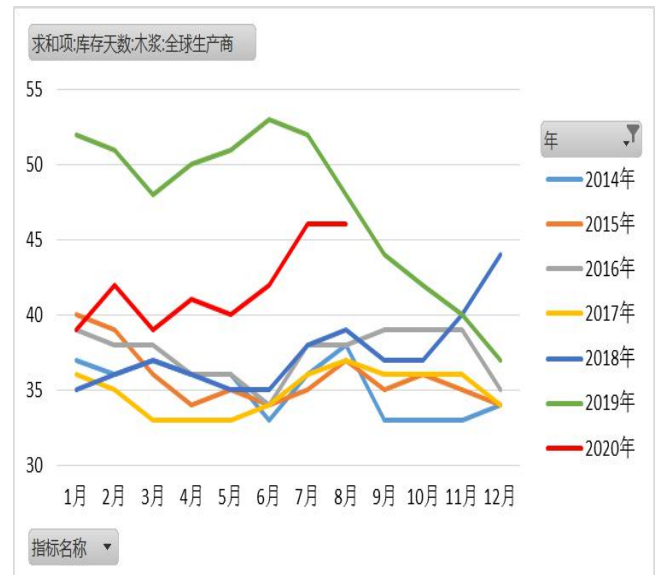


图 9：全球生产商库存天数

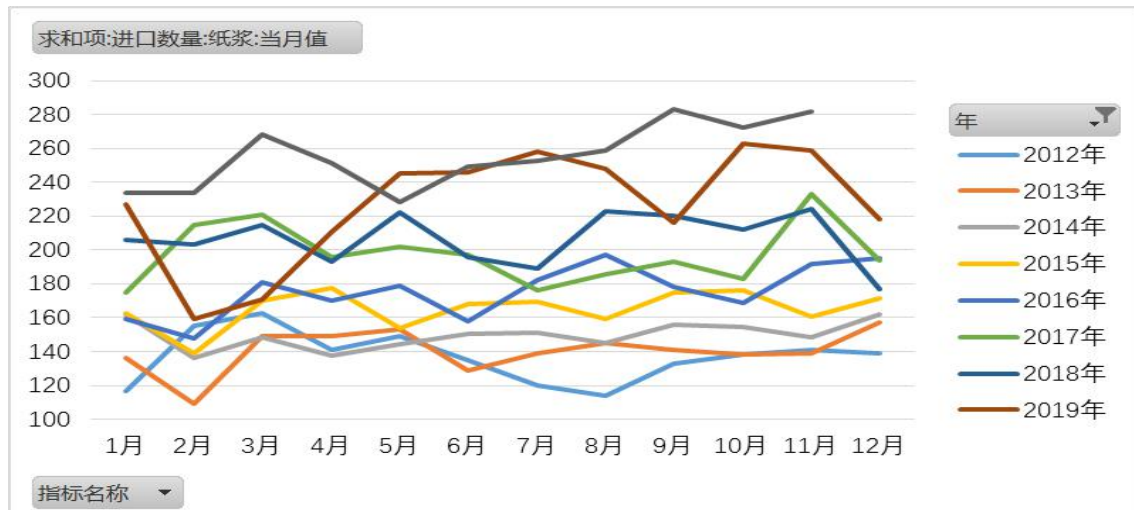


资料来源：卓创资讯、广州期货

根据海关最新公布的数据，2020 年前 11 个月纸浆累计进口量 4834.1 万吨，较去年同期上涨 6.9%。

由于欧洲近年来消费一直疲弱，再加上我国近几年木浆消费攀升，进口需求增加，海外木浆发运逐步向中国转移，发运往中国市场的比例从 2018 年底的 30% 已提升至超过 50% 的水平，我国木浆进口量逐年增加。我国木浆消费仍存在巨大潜能，预计后期木浆进口量仍将维持高位。

图 10：中国纸浆月度进口量



资料来源：卓创资讯、广州期货

(五) 下游市场需求复苏

今年虽遭遇疫情，但 5 月开始纸及纸板的产量已在逐渐恢复。7-11 月产量均大幅高于往年同期水平。

10 月下游成品纸市场库存已降至今年 2 月来的最低点，企业去库良好，保持高利润，下游需求旺盛。

1. 白卡纸利润好于文化纸和生活用纸

铜版纸价格表现平稳，前期金九银十加之“双十一”电商节购物，白酒市场旺季，规模纸厂发布涨价函，经销商涨价函也陆续跟进，厂家订单拉满，需求端有力支撑。当前厂家库存中低位，短期内无压力。

双胶纸价格维稳运行。当前教材订单陆续出货中，社会订单偏弱，教辅教材招标期尾声，预计整体需求下滑。双胶纸在近期将进入需求淡季，预计后期厂家产能将有过剩现象。另外 11 月份山东太阳和江西五星纸业新线即将投产，对于国内供应存有一定压力，后期价格视订单情况而定。

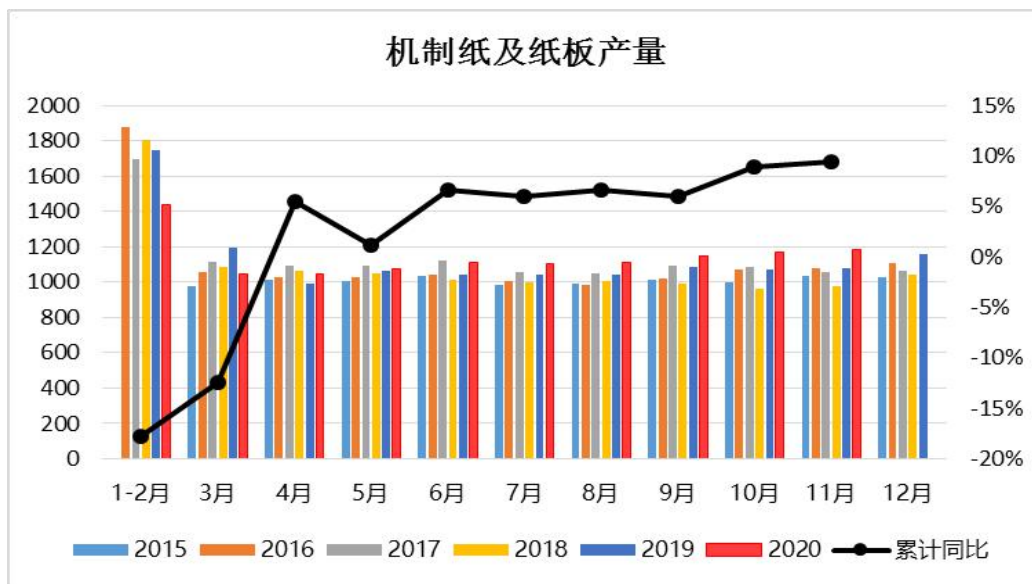
白卡纸市场稳步上行，下游需求的恢复，白卡纸四大巨头连续发布三轮涨价函，涨幅依次为：500 元/吨、500 元/吨、300 元/吨。短期内以消化涨幅为主，价格或整理为主，但仍属偏强走势。2020 年 1 月，我国发布最严“禁塑令”，全面限制不可降解塑料使用。据发改委等联合发布的意见，2021 年起直辖市、省会等地区商超、药店及餐饮打包外卖服务等领域将率先禁塑。在社会公共场所，推广使用环保布袋、纸袋等非塑料制品和可降解购物袋。在塑料包装限制使用的背景下，多家下游消费企业寻找塑料代替途径，以

纸代塑为其中的重要替代方向。白卡纸为以纸代塑的主要产品，可用于市场上常见商品如药品日用品的包装盒、鲜奶等液体包装盒等方面。据有关机构测算，禁塑令带来的食品白卡纸新增需求将达到 100 万吨。禁塑令的施行，进一步带动纸浆需求，未来白卡纸在一次性餐具和手提袋方面的需求呈增长趋势。

生活用纸价格稳定。纸企去库存速度缓慢，下游多持观望态度。随着纸企复工复产进程的推进，消费市场回暖提振市场信心。季节性上看，7-8 月份为传统销售淡季，文化用纸价格相对低迷，为下游去库周期。9-10 月份为销售旺季，商家备货。11-12 月份，价格多会延续升势。而 1-4 月重回销售淡季，直至 5-6 月价格开始走强。

从过去 6 年各纸种的产量增速来看，今年虽遭遇疫情，导致开局不利，但 5 月开始已在逐渐恢复。7-11 月产量均大幅高于往年同期水平。11 月产量为 1182.8 万吨，同比增加 9.39%。2020-2024 年，资讯机构预测中国新增纸及纸板产能近 2000 万吨，新增原生浆需求 1650 万吨。

图 11：中国机制纸与纸板月度产量

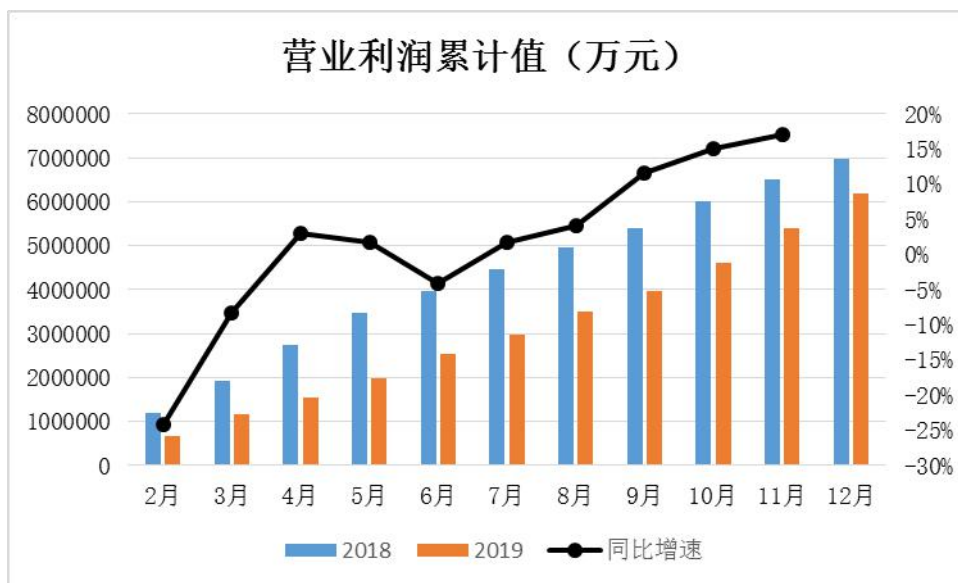


资料来源：卓创资讯、广州期货

2.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。1~11 月，造纸及纸制品业利润总额累计同比增长 17%。

图 12：下游纸企产营业利润累计值



资料来源：卓创资讯、广州期货

三、后市展望

供需方面，今年进口压力主要来自于阔叶浆，针叶浆的进口压力不大。2021 年商品浆需求将恢复正常增速，针叶浆和阔叶浆未来 5 年的平均增速分别为 1.3%和 3.3%。新增投产方面，针叶浆后期新增投产很少，阔叶浆后期产能小幅增加。据 PPPC 统计，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 4 年内针叶浆都没有大的项目投产。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 2021-2022 年，阔叶浆供应压力较大。2021 年针叶浆无新增供应压力，阔叶浆产能增速为 2%，而需求端都将呈现恢复性增长，整体供应端压力不大，依然延续针叶浆供应情况好于阔叶浆。

下游方面，纸制品整体利润回升利好其开工和产量，对浆价也形成一定利好趋势。而国内 PMI 有继续好转预期，纸制品产量有继续回升预期。国外需求方面，随着疫苗的不断研发，疫情有望逐步得到控制，全球经济复苏预期强，国外需求有望回升。另外政策方面，禁塑令的实施将推动白卡纸在一次性餐具和手提袋方面的需求呈增长趋势。生活用纸价格稳定，随着纸企复工复产进程的推进，消费市场回暖提振市场信心，整体看，纸制品需求有回暖迹象。

综合来看，2021 年进口端运费上涨，又无产能投放压力，下游需求复苏，漂针浆供需格局将趋紧。此外禁废、限塑及消费升级，将进一步增加木浆需求。生活用纸和包装板的需求增长，将补偿印刷书写用纸需求下降所带来的需求萎缩。目前纸浆底部已基本探明，后期盘面若能有明显回落，可考虑逢低做多。由于纸浆盘面一直处于升水现货的状态，实体参与接货的意愿很低。纸浆需维持深度 contango 让套利资金能接近抛远才能解决盘面上的大量仓单。因此若后期纸浆月差出现走平，则可能是很好的反套机会。一季度大宗商品持续走强，驱动纸浆向上的逻辑未变，预计浆价波动大于 2020 年。全年参考运行区间 5000-6000 元/吨，我们继续看好明年纸浆价格，整体中枢上移，可以作为中长期多头配置。

研究所

公司研究所具有一批丰富实战经验的期货产业研究员及专业的优秀分析师，致力于为客户提供中国资本市场**前瞻性、可操作性**的投资方案及各类型市场的研究报告，通过对市场进行深度挖掘，提示投资机会和市场风险，完成对资本市场现象、规律的研究探索。

研究范围涉及目前所有商品期货以及金融衍生品；我们推崇**产业链**的研究；我们看重**数量分析法**；我们提倡**独立性**，鼓励分析师在纷繁复杂的环境下保持清醒。

我们将积极依托**股东单位--越秀金控**在宏观经济、产业领域的高端研究资源优势，以“**宏观、产业和行情策略分析**”为核心，大力推进市场化和标准化运作，逐步完善研究产品体系，打造具有特色品牌影响力的现代产业与金融研究所。

核心理念：**研究创造价值，深入带来远见**

联系方式



金融研究

020-22139858



农产品研究

020-22139813



金属研究

020-22139817



能源化工

020-23382623

地址：广州市南沙区海滨路 171 号南沙金融大厦第 8 层自编 803A

邮编：510623

免责声明

本报告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任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。