



2020 年 12 月

# 东方欲晓，莫道君行早

——2021 年纸浆行情展望及投资策略

✍高琳琳 投资咨询从业资格号：Z0002332 ㊚ gaolinlin@gtjas.com

## 报告导读：

**我们的观点：**供应来看，纸浆供应持稳，未来 1-2 年产能扩张主要来自阔叶浆。我国木浆进口高位运行，其中阔叶浆进口量增加明显，而针叶浆由于盘面上行后套利窗口打开，进口量也存在潜在的增加可能性。2021 年针阔叶间的供应端差异造成的细分市场基本面差异仍将较为明显，非标套利出走或减轻盘面抛压。

需求来看，“禁废令”的实施，使得上游原料纤维存在较大的供应缺口，预计废纸浆和成品纸进口量将保持高增速，同时中长期来看能够支撑木浆价格。“限塑令”的分阶段实施，对包装用纸特别是纸浆下游白卡纸利好，由于部分替代效应，白卡的需求持续稳定增长。

2020 年以来受新冠疫情的影响，全球线上办公人数大幅增加。受电子阅读和无纸化办公的冲击，全球文化纸需求呈现逐年下滑的态势。今年因为疫情影响文化用纸需求加剧萎缩。预计 2021 年，随着经济活动恢复，全球文化用纸需求在 2020 年低基数上或有上修。而中国文化用纸市场，由于疫情较早得到控制，运行平稳。2021 年是建党 100 周年，在党建刊物印刷等积极影响下，国内文化印刷用纸或提供边际需求量，提振市场。下游生活用纸方面依然保持稳定增长。

**我们的逻辑：**中国纸业总产量与国内 GDP 增速密切相关。由于疫情使经济增速下滑，基数较低，2021 年我国实际 GDP 增速或显著高于疫情前水平，全年预计将达 8%，呈现“前高后低、逐季回落”的基本走势。叠加行业供需情况，利多预期或在上半年表现得更为明显，我们预计纸浆价格或在上半年出现年内高点，下半年平稳过渡，总体重心上行。

**投资建议：**2021 年我们看好上游原料品种，纸浆目前处于历史大周期底部区域，逢低吸入筹码，等待中长线价格企稳回升，上方压力位在 5500-5600 区间（第一目标位），有望冲击 6000 整数关口。

**关注的风险点：**1、汇率影响；2、国内环保政策；3、罢工、森林火灾、地震等不可抗力事件等。

## 作者简介：

**高琳琳：** 国泰君安期货产业服务研究所天然橡胶研究员，上海交通大学高级金融学院工商管理学硕士。2017、2018、2019 年“上期所”优秀分析师、2017、2019 年期货日报、证券时报优秀能化分析师、曾在第一财经、中国证券报、期货日报等主流媒体发文共计 50 余篇，接受财经媒体各类采访 20 余次，长期为产业机构客户服务，坚持客观、独立、实证的研究哲学，我们不仅是数据的加工处理器更是逻辑和研究方法的布道者。

## 目录

1. 2020 年纸浆期货走势回顾.....	3
1.1 2020 年一季度：历史低位宽幅震荡.....	3
1.2 2020 年二季度：盘面震荡下行磨底.....	3
1.3 2020 年三季度：7 月盘整，8 月上行，9 月大幅回调.....	3
1.4 2020 年 10 月-至今：纸浆价格震荡下行后企稳反弹.....	4
2. 2021 展望——政策利好，纸浆有望量价齐飞.....	4
2.1 供应端——细分市场差异加大，增量主要在阔叶.....	4
2.1.1 进口量持续增长，阔叶浆增长明显.....	4
2.1.2 全球发运量回升，全球浆厂库存持续下降.....	5
2.1.3 新产能投放主要在阔叶浆，针叶浆无大项目投放.....	7
2.1.4 人民币汇率升高，国内采买积极性提高.....	8
2.2 需求端——受益于经济修复反弹，宏观、行业或成共振.....	9
2.2.1 包装用纸受限塑令利好，需求增加明显.....	9
2.2.2 文化纸明年或受益于党建刊物印刷边际利好.....	10
2.2.3 生活用纸需求稳定增长.....	11
2.2.4 受禁废令影响，原料纤维短缺成中长期利好.....	12
3. 策略及投资建议.....	13

## 1. 2020 年纸浆期货走势回顾

图 1 2020 年纸浆指数走势



资料来源：iFinD，国泰君安期货产业服务研究所

### 1.1 2020 年一季度：历史低位宽幅震荡

**影响因素：**澳洲大火，印尼减产，芬兰罢工，新冠肺炎疫情，中国疫情得到控制

1 月份纸浆市场宽幅震荡，先受国外纸浆厂提价以及澳洲大火，印尼减产，芬兰罢工影响，纸浆供应面减少，纸浆价格出现上涨。1 月下旬，国内新冠肺炎爆发，期价开始下跌。2 月受休市期间疫情蔓延情绪影响，盘面大幅低开，SP2005 下探至上市以来最低点 4252 元/吨。随着中国疫情得到控制，纸浆价格受市场情绪影响走反弹修复行情。2 月末，疫情在全球爆发，期价再次下跌。3 月期价延续震荡走势，多空焦灼。一方面国外浆厂报价提升，另一方面疫情对资本市场造成较大冲击，各国股指大幅下跌，原油暴跌，市场情绪扰动价格下探。

### 1.2 2020 年二季度：盘面震荡下行磨底

**影响因素：**海外疫情加速扩散，纸厂停机检修增加

4 月，海外疫情加速扩散，成品纸需求特别是文化用纸剧烈下滑。同时东莞金洲纸业宣布自 4 月 30 日起开始停机，时长合计 15 天，期价窄幅震荡。5 月，东莞金田纸业宣布，在 5 月 1 日至 5 月 7 日期间进行设备检修。国内处于传统需求淡季，纸厂现货采买积极性偏低。国内需求偏弱、外贸出口受阻，整体需求萎靡，纸浆期货走势呈震荡下行趋势。6 月，全球面临疫情二次爆发风险，需求延续低迷态势，纸浆期价进入磨底阶段。

### 1.3 2020 年三季度：7 月盘整，8 月上行，9 月大幅回调

**影响因素：**需求预期改善，美元走强，欧洲二次疫情，原油暴跌

7 月，文化用纸供需关系好转，社会库存小幅下降，纸浆期货价格处于盘整阶段。进入 8 月以后，纸浆由于年内跌幅较大，出现了相对估值优势，获得资金关注。同时，成品纸的需求旺季临近，白卡纸、文化用纸报价相继上涨，外盘报价也开始抬升，纸浆需求预期改善。资金推涨意愿增强，浆价一路上行，期货主力合约最高涨至 5028 元/吨。9 月，市场波动加大，强势美元下，美股、原油大跌，欧洲二次疫情等利空下，浆价大幅回调。

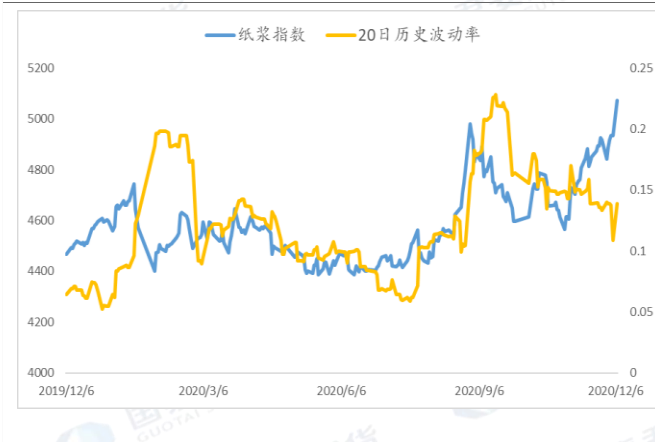


## 1.4 2020 年 10 月-至今：纸浆价格震荡下行后企稳反弹

**影响因素：** 欧洲疫情较为严重，美国大选结果落地，新冠疫苗进展超预期

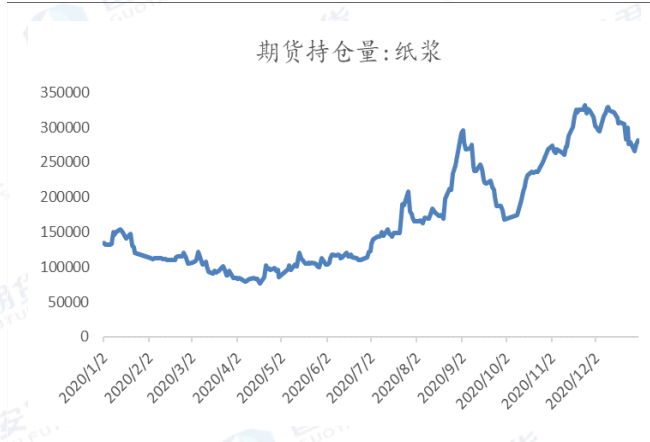
进入 10 月随着纸厂补库暂时结束，利多影响减弱，人民币大幅升值降低了外盘提涨影响，同时欧洲二次疫情较为严重，主要国家封城，市场对冬季疫情的担忧增加，纸浆期货价格震荡下行。11 月，美国大选结果落地，辉瑞制药宣布，辉瑞与德国生物科技公司 BioNTech 共同开发新冠 mRNA 疫苗能有效阻止 90% 的感染，纸浆价格进入反弹行情。12 月，新版“限塑令”分区域落地，市场对未来预期转好，纸浆价格持续上涨，价格重心抬升。

图 2 纸浆期货价格及 20 日波动率 (单位：元/吨)



资料来源：WIND、国泰君安期货产业服务研究所

图 3 纸浆期货持仓量 (单位：手)



资料来源：WIND、国泰君安期货产业服务研究所

纸浆期货持仓量持续走高，波动率在 2、3 月及 9 月走高。从纸浆期货持仓量来看，2020 年纸浆期货持仓整体呈现不断上升趋势，尽管在新冠疫情影响下，上半年纸浆期货市场低迷，但下半年文化用纸需求的延迟释放以及国内需求的修复，市场对于未来纸浆市场较为乐观，因此有各类资金愿意去配置纸浆期货，导致纸浆市场持仓量不断抬升。从波动率来看，2020 年上半年由于纸浆价格走弱，低位盘整，波动率先高后低：7 月纸浆指数历史波动率一度跌至 6% 左右。随着国内线下活动陆续恢复叠加“限塑令”和“禁废令”的影响，纸浆价格出现反弹，波动率重新走强，在 9 月出现年内高点。

## 2. 2021 展望——政策利好，纸浆有望量价齐飞

出于疫情后经济恢复及政策因素的考虑，对 2021 年纸浆价格持看涨观点。从库存周期看，主动补库或将持续，全球库存总量偏高去化仍需时日。2021 年全球是否能出现经济共振式复苏对纸浆需求端存在很大影响，疫苗加速推出加强了这一预期。同时在需求端，一方面建党 100 周年有望支撑文化纸市场。另一方面，“限塑令”和“禁废令”增加了高档包装纸潜在需求，下游纸厂的产能投放也将成为浆价上涨动力。

### 2.1 供应端——细分市场差异加大，增量主要在阔叶

#### 2.1.1 进口量持续增长，阔叶浆增长明显

我国木浆进口依赖度在 70% 左右，其中漂针浆进口依存度达到 99% 以上，几乎全部依赖进口，所以国内供给层面主要看漂针浆和漂阔浆的进口量。据海关数据显示，2020 年 1-10 月，我国纸浆进口量为 2813.3 万吨，同比增加 1.22%。期货的标的对应的是漂针浆。从漂针浆来看，2020 年 1-10 月份，针叶浆进口量 727.29 万吨，相较 2019 年 1-10 月针叶浆进口量 737.95 万吨，减少 10.66 万吨，同比减少 1.42%。阔叶浆对针叶浆有部分的替代作用，某种程度上是作为替代品。2020 年 1-10 月份，我国阔叶浆进口量为 1127.81 万吨，相较 2019 年 1-10 月阔叶浆进口量 977.4 万吨，增加 150.41 万吨，同比增加 15.39%。

综合来看，我国纸浆进口量处于近 5 年来的历史高位，同时阔叶浆进口量显著增加。主要原因：一是中国及其他东亚国家公共卫生事件控制情况较好，纸厂复工复产后积极进行纸浆原料备货；二是针阔叶浆差扩大后，出于生产成本方面考虑，国内纸厂增加了阔叶浆采买比例。随着盘面针叶浆套利窗口的打开，未来

进口也存在潜在的增加可能。

图 4 纸浆进口量累计同比（单位：%）



资料来源：iFind、国泰君安期货产业服务研究所

图 5 针叶浆进口量累计同比（单位：%）



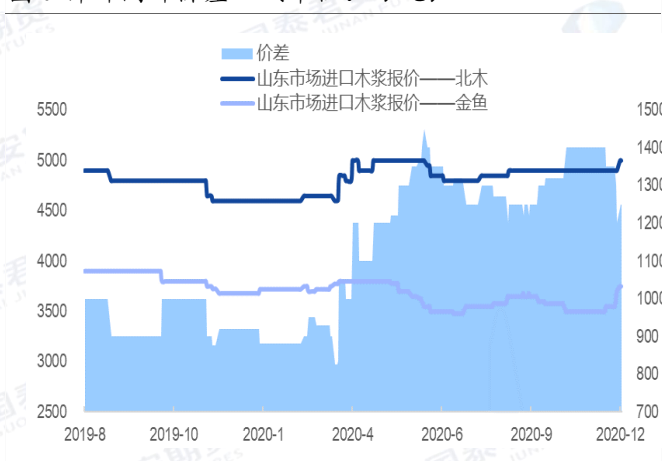
资料来源：iFind、国泰君安期货产业服务研究所

图 6 阔叶浆进口量累计同比（单位：%）



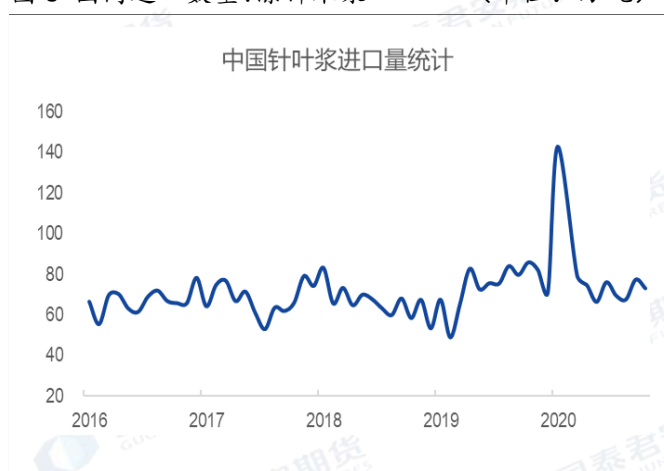
资料来源：iFind、国泰君安期货产业服务研究所

图 7 针叶阔叶价差（单位：万吨）



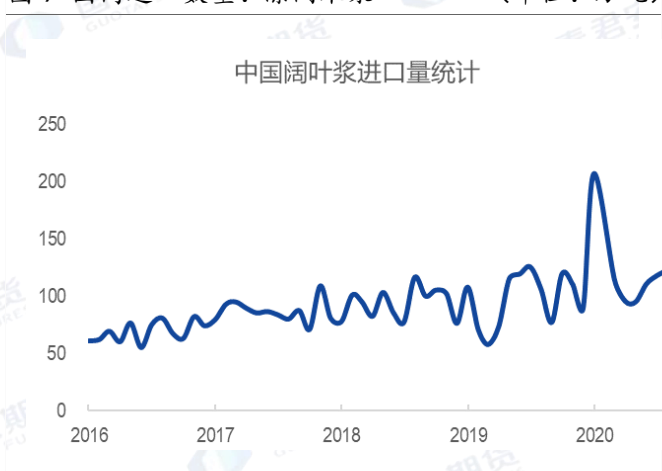
资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

图 8 国内进口数量：漂针木浆（单位：万吨）



资料来源：WIND、国泰君安期货产业服务研究所

图 9 国内进口数量：漂阔木浆（单位：万吨）

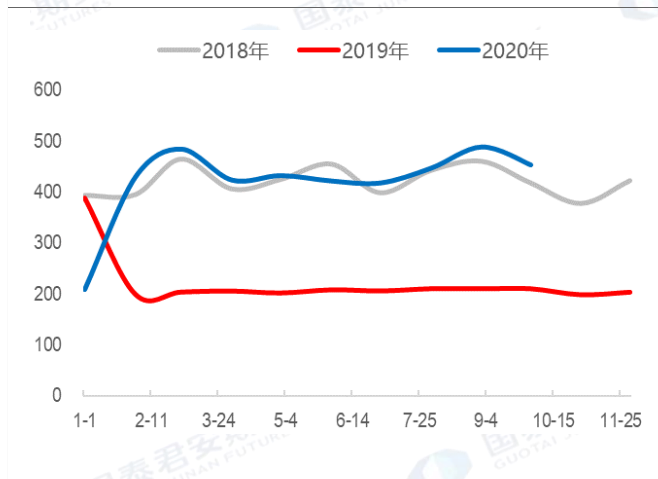


资料来源：WIND、国泰君安期货产业服务研究所

## 2.1.2 全球发运量回升，全球浆厂库存持续下降

从全球发运量来看，2020 年 1-10 月全球纸浆发运量 4207.63 万吨，同比增长 87.16%，可以看出目前全球木浆供应相对充足。截至 10 月份，全球浆厂库存为 39 天，环比减少 3 天。针叶库存 36 天，环比减少 4 天。阔叶库存 42 天，环比减少 1 天。10 月份全球前 20 浆厂库存总共为 579 万吨，环比减少了 29.4 万吨，为今年最低库存水平。从港口库存来看，国内港口库存维持稳定小幅回落，而欧洲港口库存大幅下降。

图 10 全球纸浆发运量 (单位: 万吨)



资料来源: wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 11 全球浆厂库存天数 (单位: 天)



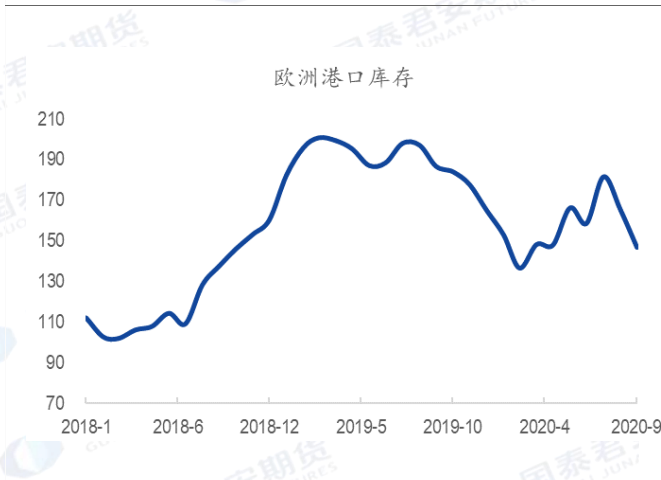
资料来源: 隆众, 国泰君安期货产业服务研究所

图 12 中国港口库存(青岛+常熟+保定) (单位: 万吨)



资料来源: wind, 国泰君安期货产业服务研究所

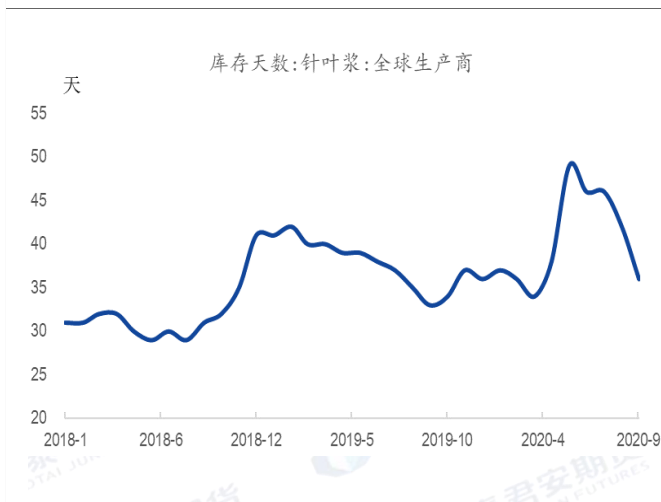
图 13 欧洲港口纸浆库存 (单位: 万吨)



资料来源: 隆众, 国泰君安期货产业服务研究所



图 14 全球针叶浆库存天数 (单位: 天)



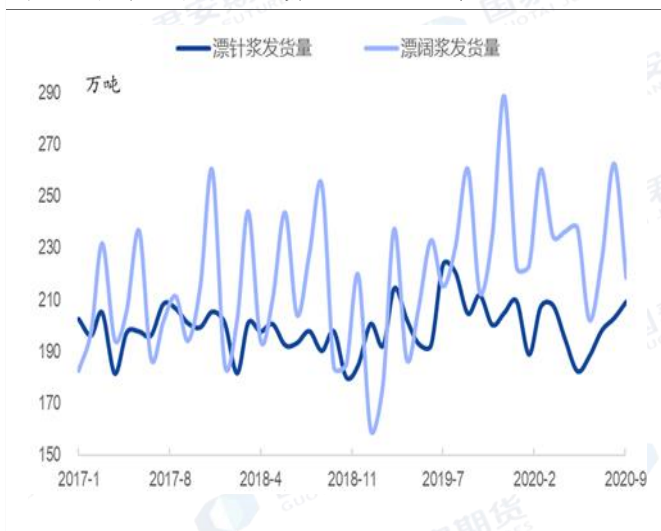
资料来源: 隆众、国泰君安期货产业服务研究所

图 15 全球阔叶浆库存天数 (单位: 天)



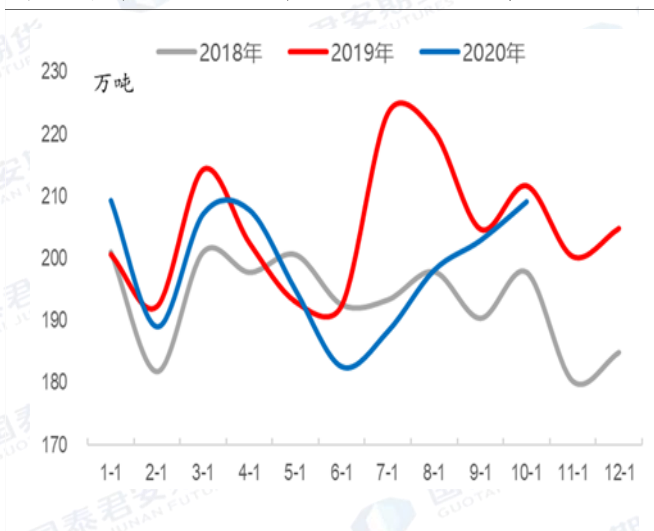
资料来源: 隆众、国泰君安期货产业服务研究所

图 16 漂针、漂阔浆发货量 (单位: 万吨)



资料来源: bloomberg、国泰君安期货产业服务研究所

图 17 漂针浆发运量历年对比 (单位: 万吨)



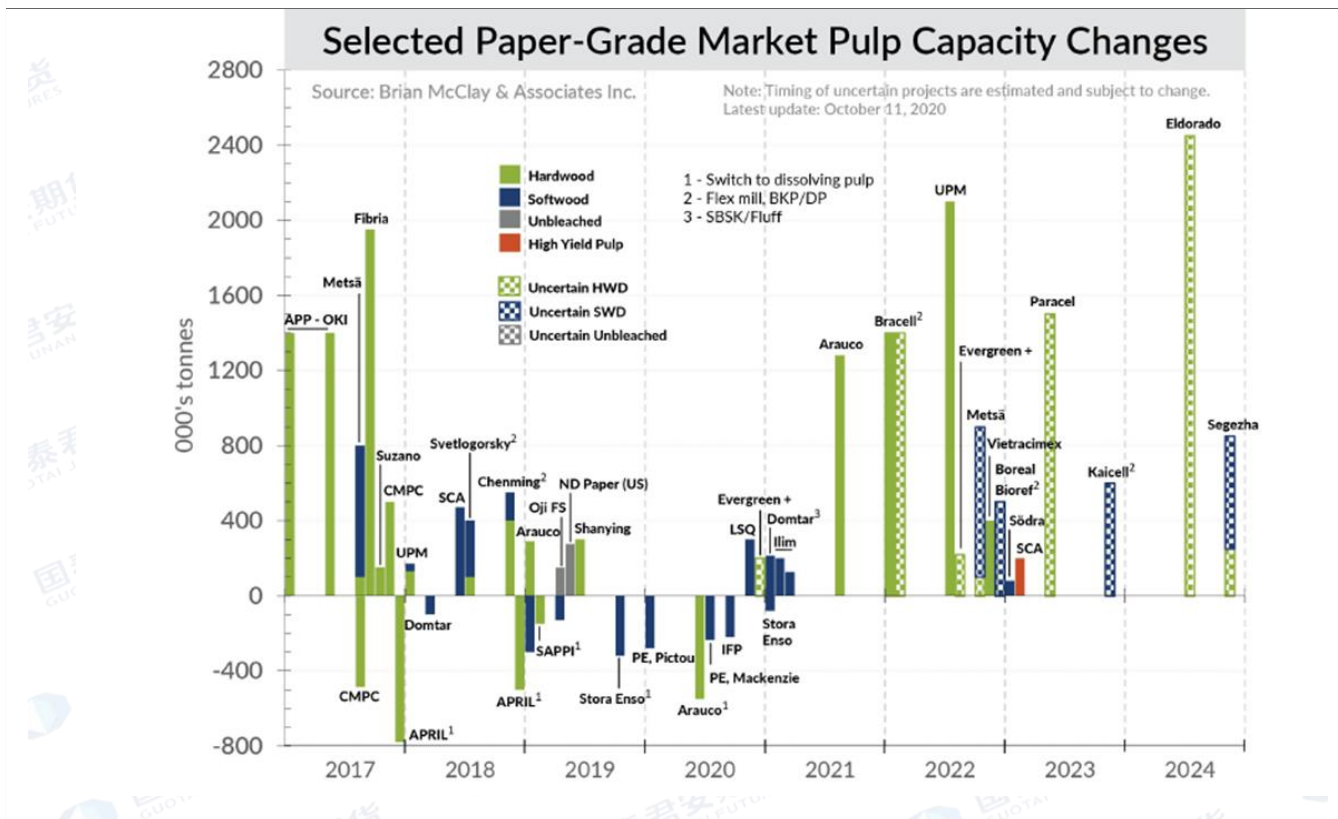
资料来源: bloomberg、国泰君安期货产业服务研究所

### 2.1.3 新产能投放主要在阔叶浆, 针叶浆无大项目投放

漂针浆产能方面, 未来 3-4 年基本没有大型产能投放, 部分有扩产计划但尚未决定或开始建设, 因此若无新产能投产, 未来 4 年造纸漂针浆可能会由 2200 万吨缩减至不足 2000 万吨, 主要是部分对转产溶解浆或绒毛浆。漂阔浆产能方面, 未来两年有两个大项目。金鱼 150 万吨溶解浆产能在 2021 年计划投产, 若下游需求不佳, 可能部分转产阔叶浆, 但多数用于金鱼自身纸厂; ARAUCO 计划二季度投产, 可能推迟到四季度, 2022 年之后投产产能增加。

根据 PPPC 最新预测, 2020 年针叶浆产能预计减少 56.6 万吨, 同比下降 2.0%; 2021 年产能预计微增 1.4 万吨; 2020-2024 年, 产能年平均增长率-0.2%。2020 年阔叶浆产能预计增加 6.4 万吨, 同比增长 0.2%; 2021 年产能预计增加 63.1 万吨, 同比增长 1.6%; 2020-2024 年, 产能年平均增长率 1.8%, 2023 年阔叶浆面临产能集中释放。

图 18 2021 年全球木浆进入新一轮产能扩张，新产能投放主要在阔叶浆



资料来源：Brian McClay &amp; Associates Inc.，国泰君安期货产业服务研究所

### 2.1.4 人民币汇率升高，国内采买积极性提高

从 2020 年的情况来看，2020 年前三季度，GDP 增速分别为-6.8%、3.2%、4.9%，经济增速稳步上行，逐步摆脱疫情的拖累。同时人民币汇率不断上升，导致进口纸浆成本下降。从 2020 年纸浆的进口量来看，1-10 月中国的纸浆进口量同比上升 1.22%，尤其是阔叶浆进口量大幅增加 15.39%。人民币得升值助推了中国厂商的补库情绪，国内厂商采买积极性的提高也导致了国内库存绝对量偏高。同时我们也可以观察到进口量的增加并没有直接推升国内港口继续累库，也从侧面反映了国内纸浆需求尚可，去库仍在进程中。

图 19 美元兑人民币汇率 (单位：天)



资料来源：WIND、国泰君安期货产业服务研究所

图 20 GDP 当季同比 (单位：%)



资料来源：WIND、国泰君安期货产业服务研究所



## 2.2 需求端——受益于经济修复反弹，宏观、行业或成共振

### 2.2.1 包装用纸受限塑令利好，需求增加明显

在“限塑令”推行背景下，纸包装将成为塑料包装的替代选择，中国塑料包装有一部分会转移到纸质包装上。虽然外卖仍会以可降解塑料包装为主，但部分高端餐饮包装，会更加环保地转向纸质包装。针对塑料包装的环保问题，纸包装不仅可二次使用，即使丢弃，仍然可降解。与此同时，纸包装具有防潮、防水、防霉、无菌、高柔韧性、防撕裂性、硬度可控性等特点。纸包装对塑料包装的替代，主要集中在箱板瓦楞纸和白卡纸两个方面。

箱板瓦楞纸方面，国内快递行业发展迅猛，带动快递包装需求高速增长。2020年1-10月，中国快递1-10月全国快递业务量累计完成643.8亿件，同比增长29.6%；业务收入累计完成6909.8亿元，同比增长16.5%。其中，同城业务量累计完成98.5亿件，同比增长12.2%；异地业务量累计完成531亿件，同比增长33.6%；国际/港澳台业务量累计完成14.3亿件，同比增长26.3%。未来，我国快递市场保持稳步增长的趋势，预计2020年全年我国快递业务量有望突破800亿件。

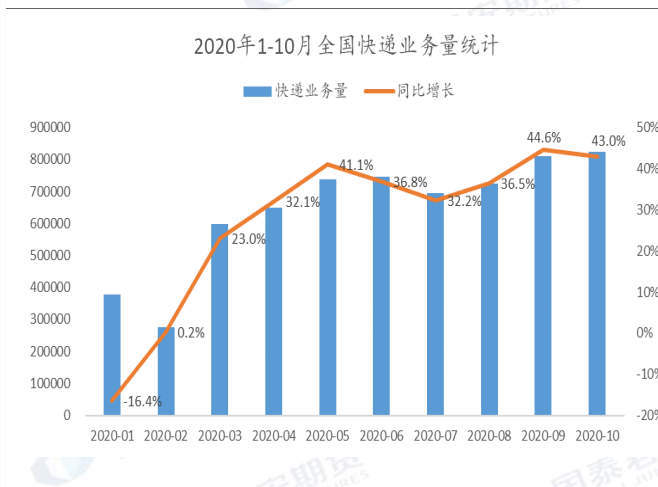
白卡纸方面，白卡纸的需求的增长是未来纸浆行业需求增速的重要来源之一。2020年1-10月，250-400g白卡纸含税均价6892元/吨，同比上涨26.64%。规划的白卡纸产能1318万吨，较目前产能1130万吨翻番增加，明年计划投产180万吨，2022年计划投产200万吨。白卡纸的产能和需求增加，必然会对纸浆原料的需求有强有力的支撑。

“限塑令”于2020年9月1日正式实施，根据亚太森博的预测：

- 1) 预计2025年白卡纸替代餐饮外卖塑料餐具有望达到234万吨
- 2) 预计2025年白卡纸替代商超药店等零售领域不可降解塑料袋有望达到117万吨
- 3) 吸管：目前国内年产塑料吸管2万吨在全国范围内，将首先在塑料吸管/塑料食品容器上禁止使用非一次性塑料。

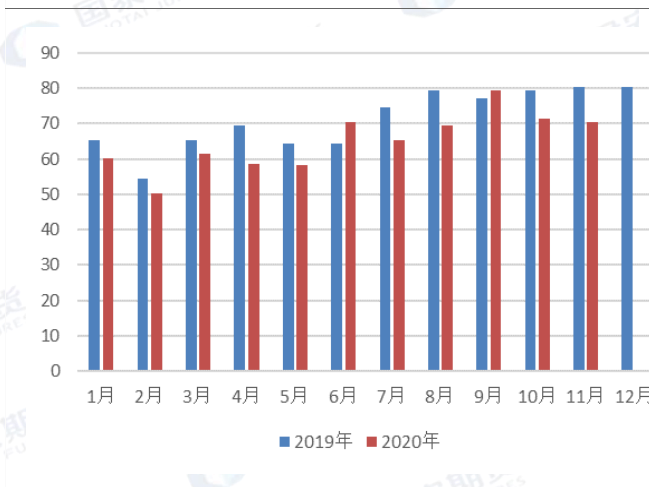
“限塑令”向“禁塑令”升级，推动白卡纸需求增加；白卡纸纸厂进行产能创新，生产白卡代白板产品，冲击部分白板市场，另外2021年三季度后新增产能陆续投放，也推动需求增加，总体而言“限塑令”的分步实施将中长期推动白卡纸需求增长。

图 21 快递业务量统计 (单位：万件)



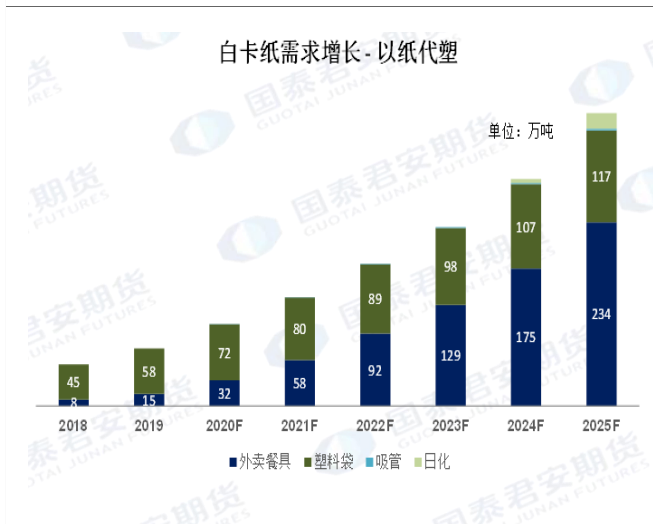
资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 22 白卡纸消费量 (单位：万吨)



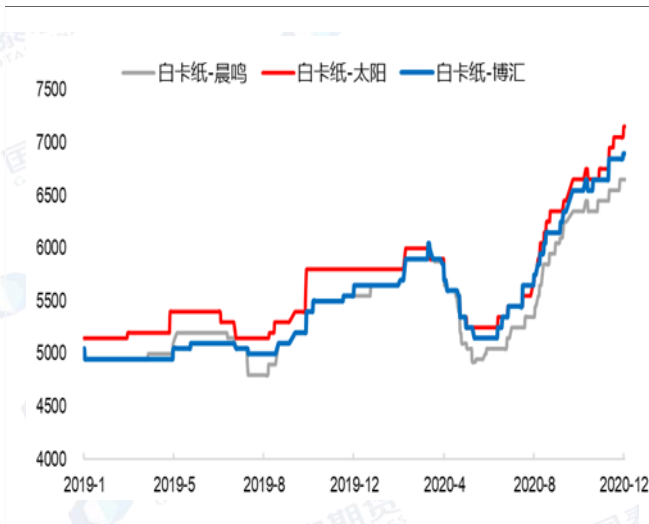
资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 23 纸代塑对白卡纸需求影响 (单位: 万吨)



资料来源：亚太森博，国泰君安期货产业服务研究所

图 24 白卡纸价格 (单位: 万吨)



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

### 2.2.2 文化纸明年或受益于党建刊物印刷边际利好

文化纸是指用于传播文化知识的书写、印刷纸张，适用于印刷书刊、教材、杂志、笔记本、彩色图片等，主要包括：铜版纸、书写纸、双胶纸、轻涂纸和新闻纸等等。根据中国造纸协会的数据显示，2019 年文化纸占全国纸及纸板类消费量比重的 23.22%。

从长周期来看，由于疫情推动了数字化和无纸化办公的进程，全球文化纸需求长期趋势走弱。

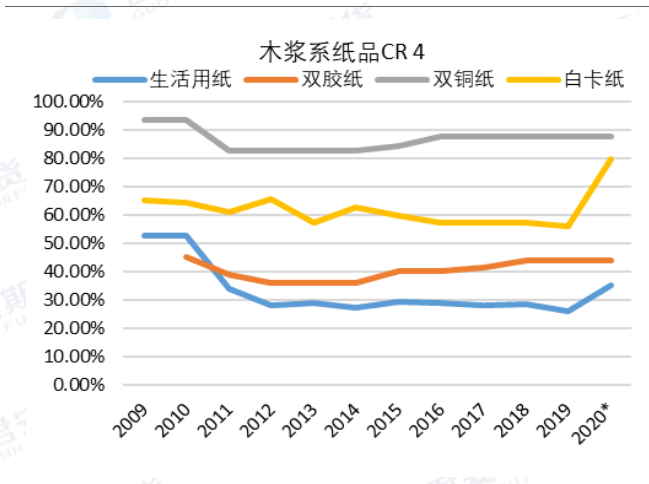
但同时，相比于包装纸，特种用纸而言，文化纸终端刚需属性较强，受到外部经济环境以及下游制造业的影响较低。从国内市场来看，我国图书市场规模不断扩大，是我国文化纸市场行情最大的压舱石。2010—2019 年我国图书零售总额从 369 亿元一路上升至 1022.7 亿元，零售市场规模扩大两倍有余。尤其二胎政策放开后，2016—2017 年新生儿数量明显增加，未来几年入学人数呈增长趋势，对教材教辅的需求有良好支撑；另一方面，近年来党政期刊的消费量明显增加，尤其 2021 年是建党 100 周年，宣传类用纸有增长趋势。这些因素都将推动文化纸市场稳定上行。

2020 年四季度浆、纸走势出现同时上涨，行业盈利能力得到一定改善。铜版、双胶、白卡纸行业集中度较高，协同效应好，未来需求的阶段性利好，将成为纸浆价格上涨的有力支撑。

图 25 各品种纸消费占比 (单位: %)



图 26 木浆系纸品集中度 (单位: %)



资料来源：中国造纸协会，国泰君安期货产业服务研究所

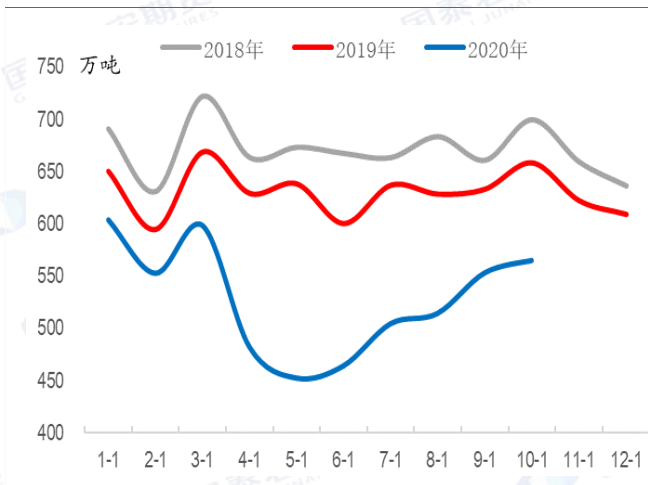
图 27 文化用纸 5 月后开始修复 (单位：%)



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

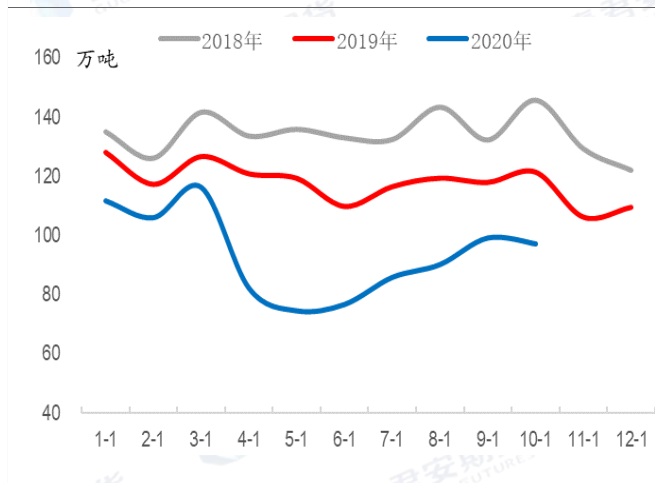
资料来源：OICA，国泰君安期货产业服务研究所

图 28 全球文化用纸需求 (单位：万吨)



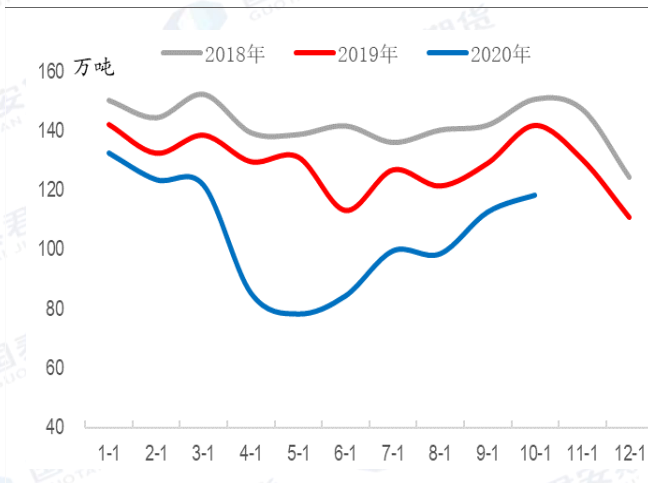
资料来源：OICA，国泰君安期货产业服务研究所

图 29 北美文化用纸需求 (单位：万吨)



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

图 30 西欧文化用纸需求 (单位：万吨)



资料来源：OICA，国泰君安期货产业服务研究所

### 2.2.3 生活用纸需求稳定增长

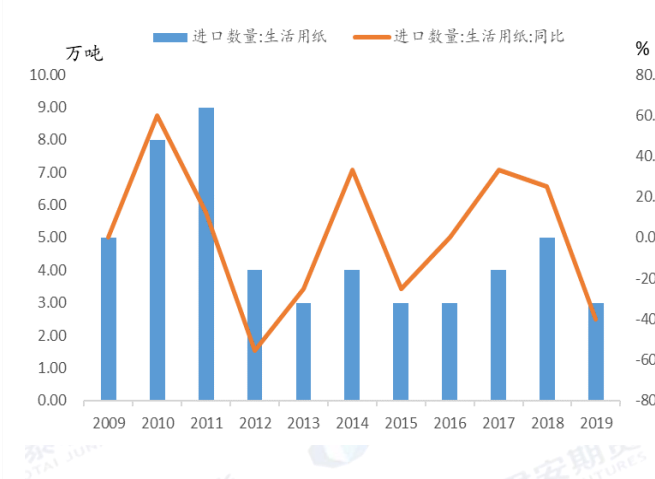
根据历史数据，2010-2019 年我国生活用纸的生产量与消费量整体上呈现逐年增长的态势。2019 年，我国生活用纸产量为 1005 万吨，较 2018 年增长 3.61%；消费量为 930 万吨，较 2018 年增长 3.22%。

2010-2019 年，我国生活用纸进口数量较少，出口数量整体上呈现波动增长态势，出口量远高于进口量。2019 年，我国生活用纸进口量为 3 万吨，较 2018 年减少了 2 万吨；出口量实现 78 万吨，较 2018 年增长了 4 万吨。

2020 年中国疫情快速稳定，目前经济运行总体平稳、稳中有进，中国生活用纸市场在此大背景下继续保持稳定增长。2021 年生活用纸和卫生用品市场将持续保持旺盛需求。随着市场活动增加，元旦、春节商超促销，需求或有小幅度提振。

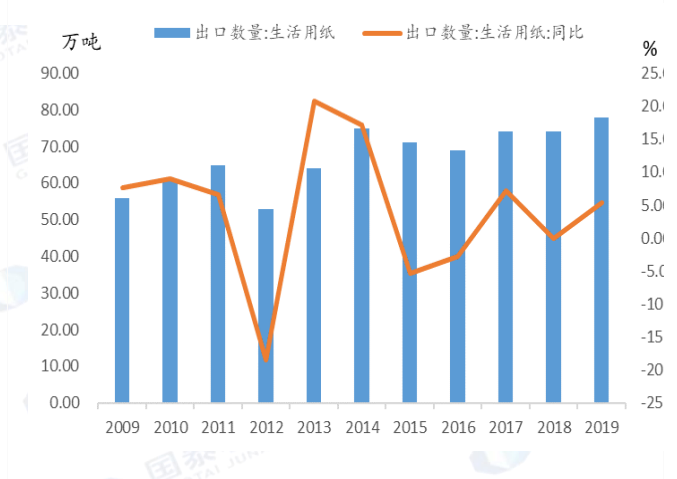


图 31 生活用纸进口量



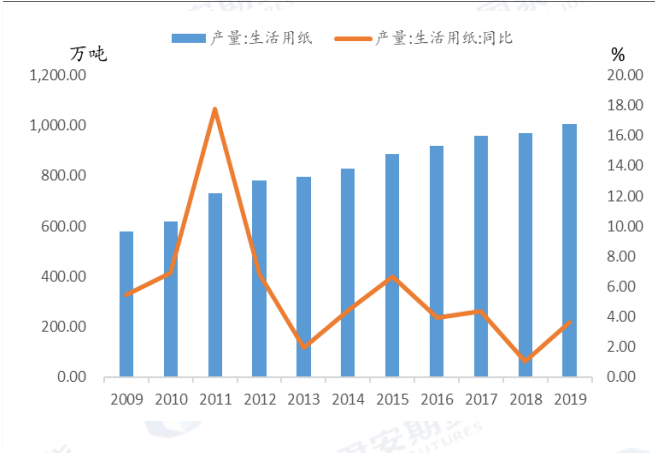
资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

图 32 生活用纸出口量



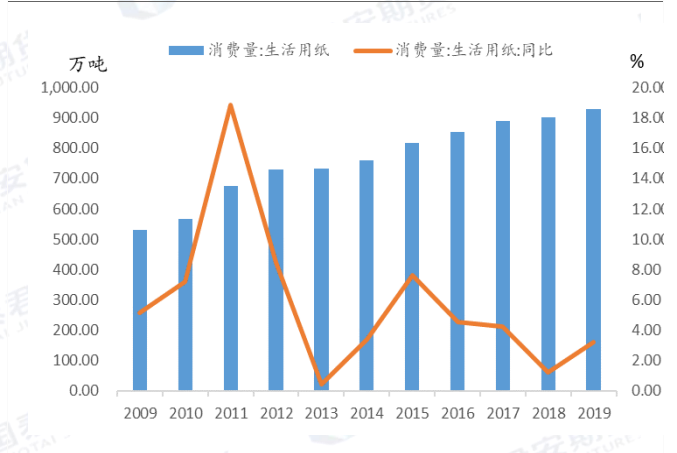
资料来源：OICA，国泰君安期货产业服务研究所

图 33 生活用纸产量



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

图 34 生活用纸消费量



资料来源：OICA，国泰君安期货产业服务研究所

#### 2.2.4 受禁废令影响，原料纤维短缺成中长期利好

2020 年我国废纸进口许可证发放额度约为 674.87 万吨，获批企业总数为 66 家。海关数据显示，2020 年 1-10 月，我国进口废纸到港总量约 509.81 万吨，同比减少约 42.46%。其中废旧箱板纸进口数量约 398.23 万吨，同比减少约 41.21%；高标号废纸进口量约 19.48 万吨，同比减少约 33.32%；旧报纸及旧杂志纸进口量约 92.11 万吨，同比减少约 48.66%。

从 2021 年 1 月 1 日起，我国将禁止以任何方式进口固体废物。废纸进口量将降至零。这部分损失必须通过以下渠道解决：

一是增加废纸浆的进口。从目前的情况来看，国内造纸公司增加了废纸浆的进口。2019 年，中国进口废纸浆 94.85 万吨，比 2018 年增长 247.56%。从 2020 年 1 月至 2020 年 10 月，进口总量为 149.67 万吨。同比增加 132.45%。虽然废纸浆进口量大幅上升，但距离弥补禁令造成的废纸供应缺口还很远。此外，国外废纸浆的生产能力有限，废纸浆的进口仍然有一定的局限性，而我国废纸浆进口量的大幅增加并不排除进口价格上涨和造纸成本增加的可能性。

二是尽快完善废纸回收系统，提高生活用废纸质量。目前，我国废纸的回收率约为 50%，而许多发达国家的废纸的回收率都在 80% 以上。我国废纸的回收率远远低于世界平均水平。但从短期来看，我国废纸的回收率包括废纸的质量并不能有太大提升。2021 年进口废纸降为零，国内原料替代不足，国内废纸缺口将进一步扩大。

三是增加成品纸进口。禁止进口国外废物后废纸的供应缺口扩大了，成品纸的进口也是转移压力的方法之一。海关总署数据显示，2020年1月至2020年10月，国内瓦楞纸进口量为319.31万吨，同比增长180.97%；集装箱板纸进口324.8万吨，同比增长89.74%。预计在全面禁止进口固废之后，明年包装原纸的进口量将大幅增加，尤其是质量更好的成品纸。

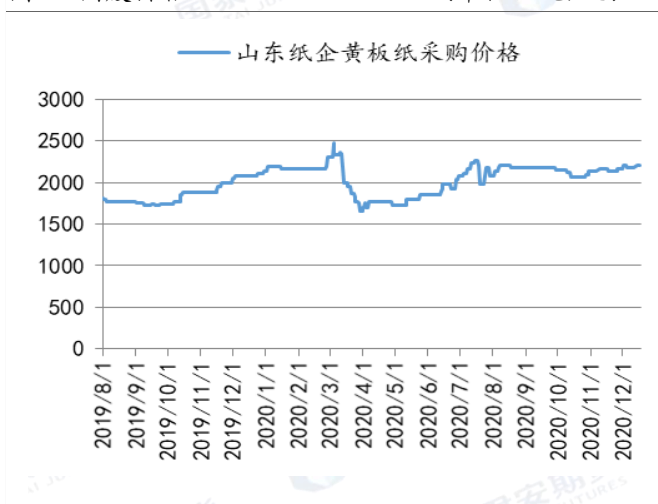
受“禁废令”影响，原料纤维短缺或对木浆形成中长期利好。就目前而言，考虑到成本因素，木浆大幅替代的可能性不大。国废与木浆价差在2000-3000元左右，但2021年国内废纸供应量大幅减少，可能导致2021年度黄板纸价格走势年内偏强运行，提振浆纸市场。

图 35 废纸进口数量减少 (单位：万吨)



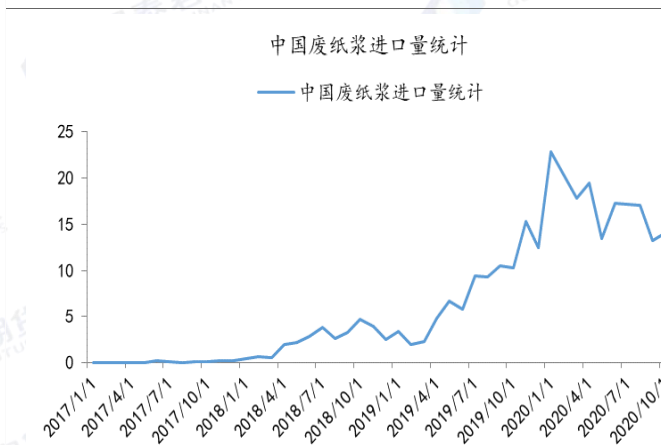
资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 37 国废价格 (单位：元/吨)



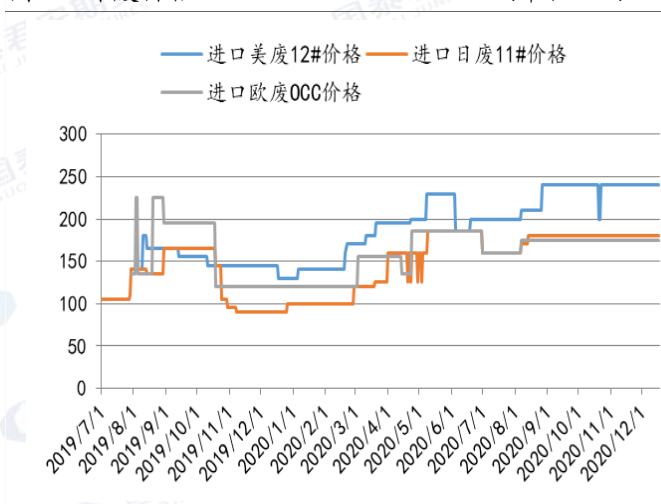
资料来源：隆众，国泰君安期货产业服务研究所

图 36 废纸浆进口量增加 (单位：%)



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 38 外废价格 (单位：%)



资料来源：隆众，国泰君安期货产业服务研究所

### 3. 策略及投资建议

表 1 多空分析框架

多空关注点				
宏观	经济增速	GDP	经济增速大幅提高	利多
	进口成本	汇率	人民币短期有升值压力	偏空
微观	供给	全球出运量	10月, 全球木浆出运量 445.9 万吨, 同比增 5.91%, 其中针叶浆 209.2 万吨, 同比降 0.19%, 阔叶浆 218.7 万吨, 同比升 10.67%。发运量仍处于高位, 但针叶浆压力小于阔叶浆。	偏多
		国内进口	2020 年 1-10 月份, 针叶浆进口量 727.29 万吨, 相较 2019 年 1-10 月针叶浆进口量 737.95 万吨, 减少 10.66 万吨, 同比减少 1.42%。	偏多
	需求	文化用纸	价格提涨, 利润回升, 开工小降	偏多
		生活用纸	价格提涨, 利润小幅收窄, 开工上升	偏多
		白卡纸	价格提涨, 利润回升, 开工调降	偏多
	库存	欧洲	10月, 全球浆厂库存为 39 天, 环比减少 3 天。针叶库存 36 天, 环比减少 4 天。阔叶库存 42 天, 环比减少 1 天。	利多
		国内港口	11 月国内青岛、常熟纸浆库存合计 167.3 万吨, 环比下降 4.78%, 同比下降 0.42%。国内库存窄幅去化, 总体平稳。	偏多
		交易所	总库存持稳	中性
市场结构	价差	针阔	国内针叶升水阔叶 1200 左右	中性偏空
		基差	03 合约升水现货 230-250	中性偏空
		进口利润	一个月船期进口利润 224 元/吨	中性偏空

资料来源: 国泰君安期货产业服务研究所

总体来看, 地区和浆种间的差异造成一些结构性过剩和结构性短缺的问题, 针阔价差拉大, 也表现出不同浆种, 木浆细分市场的差距不断加大。2019 年纸浆下游企业主动去库, 三季度开始逐步进入去库尾声, 下游企业的毛利率触底回升, 剪刀差走扩。受到疫情冲击, 反弹节奏延后, 但周期底部已经形成, 2020 年 12 月, 反弹拉开帷幕。2021 年我们看好上游原料品种, 逢低吸入筹码, 等待中长线价格企稳回升, 上方压力位在 5500-5600 区间 (第一目标位), 有望冲击 6000 整数关口。



## 本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

### 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

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货产业服务研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**国泰君安期货产业服务研究所**

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话: 021-33038635 传真: 021-33038762

**机构金融部**

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼

电话: 021-33038803

**上海期货大厦营业部**

上海市自由贸易试验区松林路 300 号期货大厦 2001B 室

电话: 021-68401886 传真: 021-68402738

**国际业务部**

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼

电话: 021-33038895 传真: 021-33038683

**上海延安东路营业部**

上海市黄浦区延安东路 58 号 14 楼 1403、1404 室

电话: 021-63331738 传真: 021-63332282

**北京分公司**

北京建国门外大街乙 12 号双子座大厦东塔 7 层 06 单元

电话: 010-58795771 传真: 010-58795787

**辽宁分公司**

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心

A 座-大连期货大厦 2703

电话: 0411-84807755 传真: 0411-84807759

**河南分公司**

郑州市郑东新区商务外环路 30 号期货大厦 1105 房间

电话: 0371-65600697 传真: 0371-65610168

**山东分公司**

济南市历下区草山岭南路 975 号 11 层 1107-1108 室

电话: 0531-81210190 传真: 0531-81210191

**厦门分公司**

厦门市思明区湖滨东路 95 号华润大厦 B 座 1508-

1509 单元

电话: 0592-5886155 传真: 0592-5886122

**天津营业部**

天津市和平区郑州道 18 号港澳大厦 6 层

电话: 022-23304956 传真: 022-23300863

**杭州营业部**

杭州市江干区五星路 185 号泛海国际中心 6 幢 1 单元 501-B 室

电话: 0571-86809289 传真: 0571-86922517

**宁波营业部**

宁波市高新区扬帆路 999 弄 4 号 &lt;6-1&gt;

电话: 0574-87916522 传真: 0574-87916513

**长春营业部**

吉林省长春市净月开发区生态大街 2188 号川渝泓泰国际环球贸易中心 1 号楼 23 层 2302、2303 室

电话: 0431-85918811 传真: 0431-85916622

**产业发展部**

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼

电话: 021-33038719

**上海国宾路营业部**

上海市国宾路 36 号万达广场 B 座 1607、1608 室

电话: 021-55892500 传真: 021-65447766

**上海中山北路营业部**

上海市中山北路 3000 号长城大厦 507、508 单元

电话: 021-32522836 传真: 021-32522823

**上海银城路营业部**

上海浦东新区银城路 88 号 27 楼 06 单元

电话: 021-58590368

**广东分公司**

广州市天河区珠江新城华夏路 10 号富力中心 1102 房

电话: 020-38628010 传真: 020-38628583

**河北分公司**

石家庄市裕华区裕华东路 133 号方北大厦 B 座 8 层

803 室、804 室

电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907

**陕西分公司**

西安市高新三路 12 号中国人保金融大厦 1802 室

电话: 029-88220218 传真: 029-63091956

**湖北分公司**

武汉市江岸区建设大道 718 号浙商大厦 40 楼 4005 室

电话: 027-82886695 传真: 027-82888027

**深圳分公司**

深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心 15 楼 1502、1503、

1504 室

电话: 0755-23980587 传真: 0755-23980597

**北京三元桥营业部**

北京市曙光西里甲 5 号院 22 号楼 15 层 1501、1502 单元

电话: 010-64669008 传真: 010-64669884

**青岛营业部**

青岛市崂山区香港东路 195 号 11 号楼杰正财富 5 楼

501 室

电话: 0532-80993629 传真: 0532-80993638

**南京营业部**

南京市建邺区庐山路 168 号 1911 室

电话: 025-87780990 传真: 025-87780991

**长沙营业部**

长沙市雨花区韶山中路 489 号万博汇名邸三期 2401 房

电话: 0731-82258088 传真: 0731-82256453

 国泰君安证券各营业部受理 IB 业务 客户服务中心: 95521 <http://www.gtjaqh.com>
**国泰君安期货客户服务电话 95521**