



招金期货
ZHAO JIN FUTURES



纸浆：短线注意调整，长线仍偏多

2021. 1. 30

规范

专业

创新

共赢



目录



招金期货
ZHAO JIN FUTURES

上市品种

纸浆

01

核心逻辑及预测

02

供需状况分析

03

后市推演

规范

专业

创新

共赢

www.zjfc.com



招金期货
ZHAO JIN FUTURES

PART 01

> 核心逻辑和预测

规范

专业

创新

共赢

www.zjfc.com



中国纸浆供需平衡表

木浆供需平衡表（万吨）

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年 E	2020年
中国木浆产量	371	526	605	679	560	716	823	810	882	962	966	1005	1050	1147	1268	1200
中国木浆进口量	759	796	845	952	1367	1137	1445	1647	1685	1797	1984	2106	2372	2479	2720	2900
中国木浆总供应量	1130	1322	1450	1631	1927	1853	2268	2457	2567	2759	2950	3111	3422	3626	3988	4100
中国木浆消耗量	1130	1322	1450	1624	1866	1859	2144	2291	2378	2540	2713	2877	3152	3303	3581	3790
木浆平衡差	0	0	0	7	61	-6	124	166	189	219	237	234	270	323	407	310

从供需平衡表来看，年内中国木浆产量小幅降低，但是进口量继续增长，总体供应体量有增无减，并且中国需求表现旺盛，从供需差来看，供过于求的压力较上年有所减轻。这也支撑纸浆从底部上涨。



纸浆核心逻辑及策略



招金期货
ZHAO JIN FUTURES

策略：短期上涨过多已经兑现利多因素，注意调整风险，但针叶浆供需仍维持紧平衡，因此调整后仍找做多机会，上方目标看到7000的相对高位。（04、05合约）

供应端：当下现货流动性偏紧，港口库存水平偏低，虽然仓单库存增长，但转化为利空的压力有限。未来产量增长以阔叶浆为主，针叶浆较少，紧平衡将延续。在国内大量买盘的情况下，国外仍有调涨3月、4月CFR报盘的预期。此外在碳达峰、碳中和的限制下，针叶树木的砍伐必然难以增长。

需求端：21年下半年下游白卡集中扩能较多，其次是生活纸，由此将带来预期的需求增长。以纸代塑、禁废将继续支撑纸浆需求。当前纸张价格上涨幅度较大，浆纸价格联动较强。接下来纸张涨价节奏和力度也将影响纸浆的高度。

核心逻辑：针叶浆供需紧平衡，现货流通紧张，价格从成本底部脱离后，叠加了需求扩张和纸张涨价的共振逻辑，形成发酵性大涨，目前逻辑仍未转势，但需注意短期调整风险。

风险提示：

下行风险：宏观系统性风险；下游需求扩张不及预期。

上行支撑：外盘和下游涨价的传导，宏观总需求利多。

规范

专业

创新

共赢

www.zjfc.com



明年纸浆行情预测

纸浆运行区间预测



一季度：外盘涨价和下游涨价将继续支撑价格，当前炒作软逼仓逻辑。

二三季度：涨价基本消化，如果国内港口库存增长，并且期货升水现货的基差走弱，带来套保压力，价格容易承压。

四季度：9月前有学校开学、党建材料印刷的用纸需求，因此四季度前价格一般将底部企稳，接下来的上涨驱动还需关注去库存和上下游涨价的联动。



招金期货
ZHAO JIN FUTURES

PART 02

> 供需平衡表分析

- 2021年供需预期延续偏紧
- 纸浆价格有望冲击历史高位

规范

专业

创新

共赢

www.zjfc.com



中国针叶浆供需平衡表推演



招金期货
ZHAO JIN ZHAO JIN FUTURES

产量	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年E	2021年E	2022年E
胶版纸	1750	1720	1715	1745	1770	1790	1750	1780	1819	1910	2044
铜版纸	695	685	685	680	665	675	655	630	642	637	637
生活用纸	780	795	830	830	920	960	970	1005	1065	1140	1197
包装用纸	640	635	650	650	675	695	690	695	712	826	892
折合针叶浆需求	697.85	695.85	707.75	711.8	744.85	764.35	757.65	770.4	799.43	848.46	894.69
消费量	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年E	2021年E	2022年E
胶版纸	1684	1627	1629	1680	1689	1744	1751	1749	1768	1804	1840
铜版纸	581	577	587	596	565	585	581	535	542	537	532
生活用纸	731	734	759	817	854	890	901	930	977	1035	1097
包装用纸	655	650	665	681	689	707	701	699	709	809	857
纸张供需差	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年E	2021年E	2022年E
胶版纸	66	93	86	65	81	46	-1	31	50.9	106.5	204.2
铜版纸	114	108	98	84	100	90	74	95	99.6	99.9	105.3
生活用纸	49	61	71	13	66	70	69	75	88.8	104.8	99.7
包装用纸	-15	-15	-15	-31	-14	-12	-11	-4	2.2	16.7	34.3

单位：万吨 数据来源：中国造纸协会，招金期货

规范

专业

创新

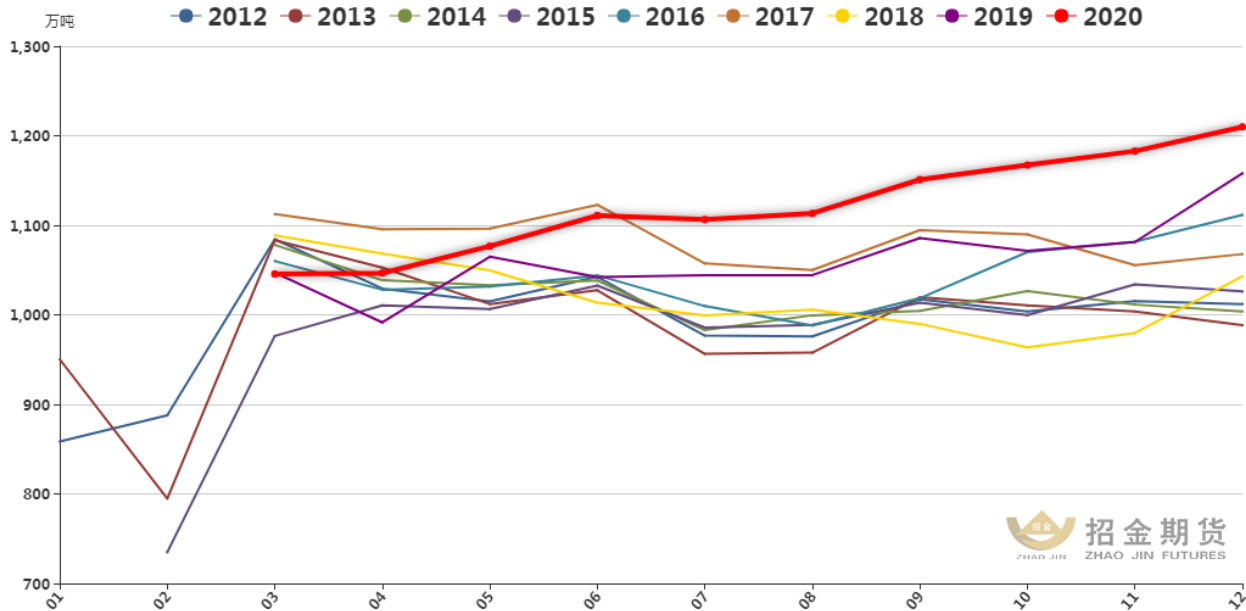
共赢

www.zjfc.com



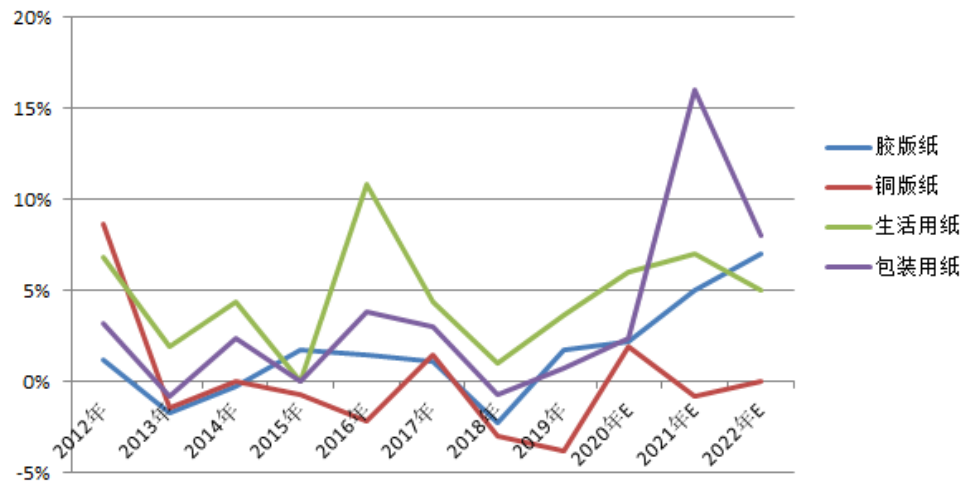
主要下游纸张增量预判

纸浆国内机制纸及纸板产量

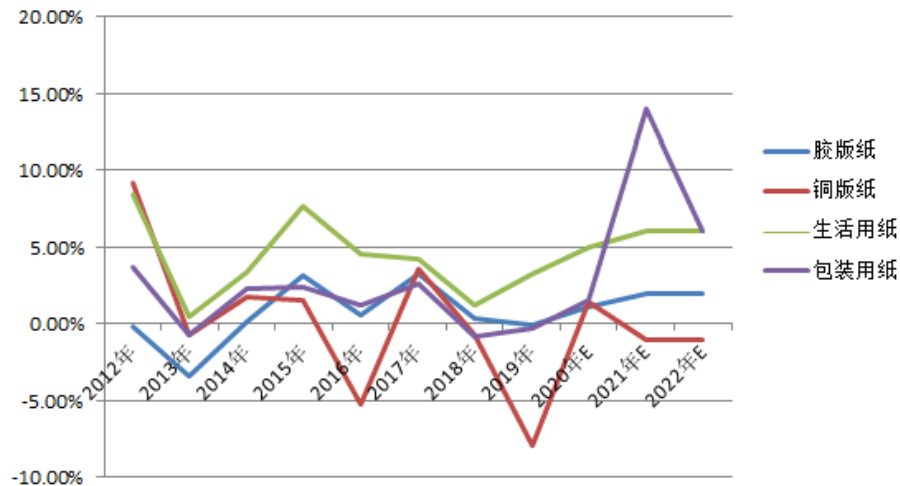


2020年国内机制纸及纸板产量呈现逆势增长，全年累计产量达12700.6万吨，同比增长0.8%。下半年开始，单月产量连续创近十年来新高。

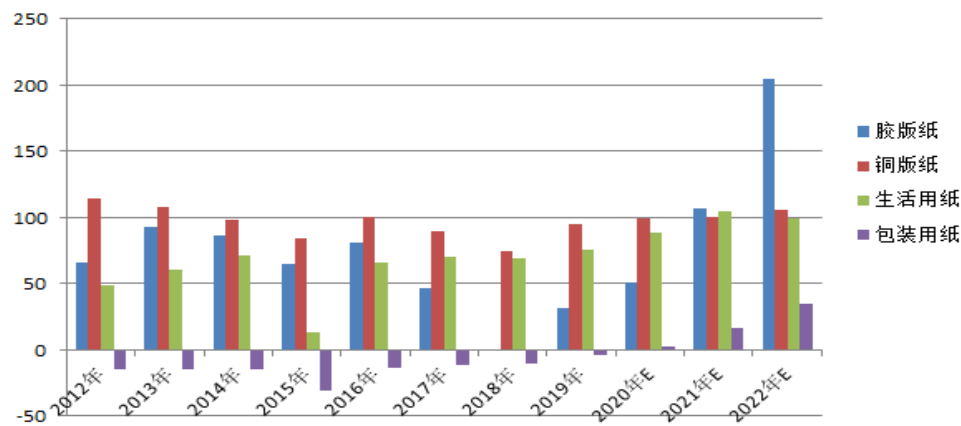
主要纸种产量增长率



主要纸种消费量增长率



主要纸种供需差 (万吨)



从后两年的下游主要纸张的供需推演来看，主要产量增长和消费量增长点是在包装纸上，也就是白卡纸和白板纸为主。**21年包装纸的产量增长或达16%。**这一块使用的针叶浆相对要少。但仍然是主要需求增量。生活纸是针叶浆需求大户，未来产量增长年增长**5%**也有较好表现。

从纸种供需差来看，随着扩能带来的产量增长，预计**22年包装纸短缺**的状况将转变为小幅过剩。



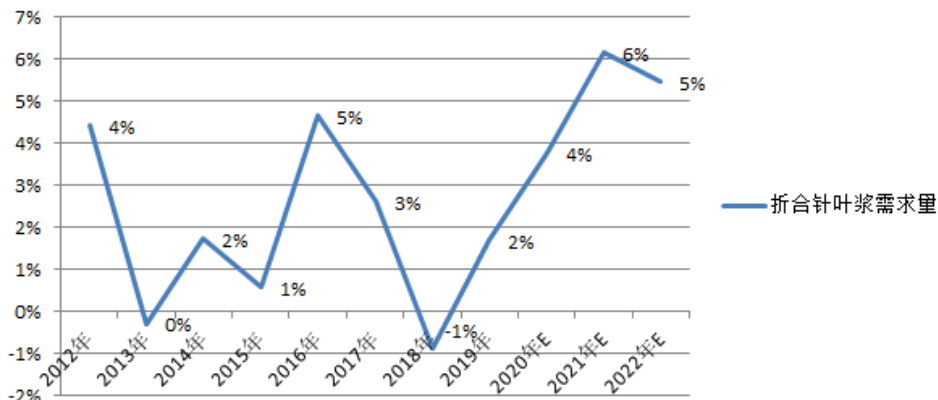
反推中国针叶浆供需平衡表



招金期货
ZHAO JIN FUTURES

万吨	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年E	2021年E	2022年E
针叶浆年进口量	659	649.98	666.58	731.31	803.77	812.69	794.95	891.12	886.23	906	923
折合针叶浆需求量	697.85	695.85	707.75	711.8	744.85	764.35	757.65	770.4	799.43	848.46	894.69
针叶浆年供需差	-38.85	-45.87	-41.17	19.51	58.92	48.34	37.3	120.72	86.80	57.54	28.31

折合针叶浆需求量增速



通过主要纸种的产量，用针叶浆使用占比来反推，预计**20-22年**，针叶浆的年消费增速将在**2020年**增长至**4%**，至**2021年**消费增速达到高峰，至**6%**，此后**22年**预期增速或有小幅回落，但是供需差继续收窄，因此供需偏紧的状况在未来两年将继续延续。
下游集中扩能，海外针叶扩能较少，是针叶浆多配的主要基础。

规范

专业

创新

共赢

www.zjfc.com



全球供应预期



招金期货
ZHAO JIN FUTURES

	2020E	2021E	2022E	投产时间待定
阔叶浆新增产能（万吨）	6	130	220	150
阔叶浆新增供给增速	0%	3%	6%	4%
针叶浆新增产能（万吨）	27	13	50	330
针叶浆新增供给增速	1%	0%	2%	11%

2021年及之后，全球纸浆新增产能超过4500万吨，刨除溶解浆、废纸浆、半化学浆之后，亦超过4000万吨（含前期长期停机，近期及后期计划复产产能），以阔叶浆、化机浆为主，占66%的市场份额。

作为在上海期货交易所上市的漂白硫酸盐针叶浆占总体纸浆新增产能的**11%**，主要分布在加拿大、瑞典、芬兰、俄罗斯、德国等主产浆国。**2021年基本无针叶浆新增产能投放，2022年新增针叶浆产能占2022年纸浆总新增产能的6.42%，2023年及之后新增针叶浆产能虽占总体新增纸浆产能的10%，但芬兰、俄罗斯的新增产能仍处于计划中，目前暂未落实。**

展望未来供给端，预计**2021-2022**年全球阔叶浆新增供给增速分别约**3%、5%**，针叶浆新增供给增速分别约**0%、2%**，未来**1-2**年木浆新增供给整体较为有限，阔叶浆新增供给压力略高于针叶浆；需求端，全球木浆需求增速取决于疫情后中国、欧美等主要市场宏观经济复苏进度，其中中国占据全球木浆需求近**1/3**比重，**2021**年下游需求有望稳步回暖。

规范

专业

创新

共赢

www.zjfc.com



未来需求展望：



招金期货
ZHAO JIN FUTURES

需求 2020-2024 年，预计中国新增纸及纸板产能近 2000 万吨，新增原生浆需求 1650 万吨。

(1) 禁废令：2019 年中国废纸浆消耗量 5200 万吨，预计 2020 年下降至 4500 万吨，废纸浆缺口 700 万吨，国产废纸量持续攀升，预计 2019 年到 2022 年增长 240 万吨。

(2) 因疫情影响，2020 年国内未涂布文化纸需求量预计下降 56 万吨，其中混浆未涂布文化纸供应量下降 149 万吨，全木浆未涂布文化纸供应量增长 93 万吨，疫情结束后，中国未涂布文化纸需求全部恢复，木浆未涂布文化纸需求将继续增长。

(3) 禁塑令增加消费升级，以原生浆为主要原料的白卡纸将进一步替代回收浆为主的白板纸。

(4) 生活用纸：疫情改变生活方式，原生浆用量激增。全球阔叶浆在生活用纸消费量+191 万吨，针叶浆+120 万吨，再生浆-120 万吨，非木浆-25 万吨。

规范

专业

创新

共赢

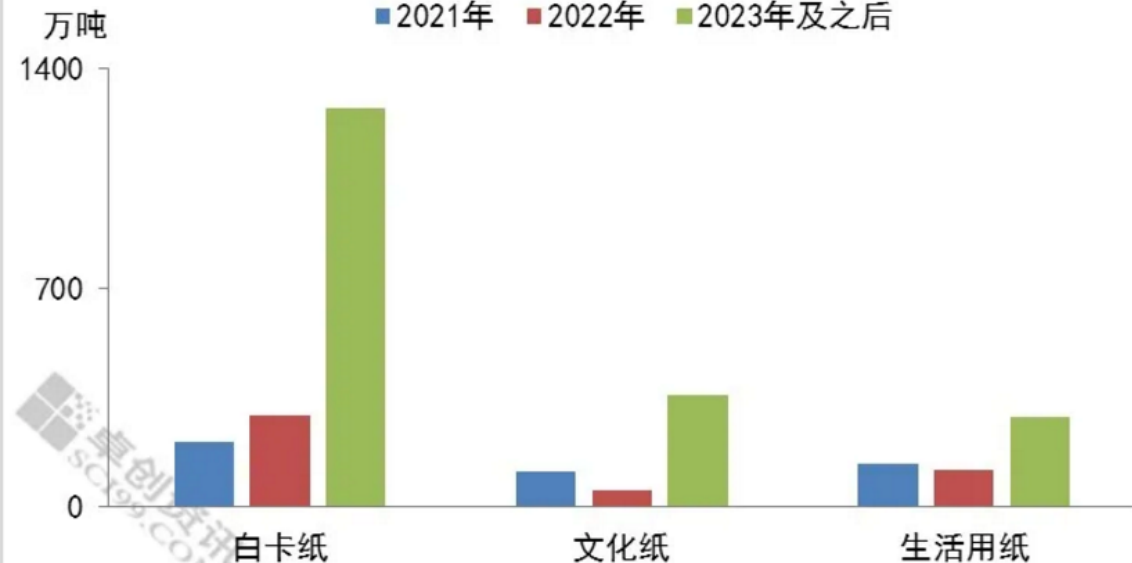
www.zjfc.com



下游产能投放预期

未来下游原纸新增产能

■ 2021年 ■ 2022年 ■ 2023年及之后



截至**2020年12月20日**左右不完全数据统计，**2021年**及之后，未来主要纸浆系原纸的新增产能在**2800**余万吨，其中白卡纸占**62%**，生活用纸占**19%**，文化用纸**18%**。分年份来看，**2021年**按照各纸种耗浆量及年度开工负荷计算，将增量消耗**284**万吨木浆。其中，针叶浆约增量消费**50-80**万吨。

主要纸种消耗针叶浆情况：

白卡纸每吨消耗针叶浆**0.1**吨；
文化纸每吨消耗针叶浆**0.15-0.16**吨；
生活纸每吨消耗针叶浆**0.31-0.33**吨。



月度供需来看，针叶供需偏紧

	针叶浆进口量	中国纸及纸板产量	折合针叶浆消费	供需差
2019年3月	65.44	1047.2	73.304	-7.864
2019年4月	82.78	991.5	69.405	13.375
2019年5月	72.62	1064.8	74.536	-1.916
2019年6月	45.86	1042.1	72.947	-27.087
2019年7月	75.43	1044.2	73.094	2.336
2019年8月	84.08	1044.3	73.101	10.979
2019年9月	79.75	1085.6	75.992	3.758
2019年10月	85.9	1071.4	74.998	10.902
2019年11月	82.02	1081.3	75.691	6.329
2019年12月	71.15	1158	81.06	-9.91
2020年3月	79.44	1045.6	73.192	6.248
2020年4月	74.68	1046.6	73.262	1.418
2020年5月	66.38	1076.7	75.369	-8.989
2020年6月	76.12	1110.9	77.763	-1.643
2020年7月	69.44	1106.5	77.455	-8.015
2020年8月	67.58	1113.3	77.931	-10.351
2020年9月	77.41	1151	80.57	-3.16
2020年10月	73.07	1167.2	81.704	-8.634
2020年11月	80.23	1182.8	82.796	-2.566
2020年12月	78.71	1209.9	84.693	-5.983

月度供需平衡表仅作参考左右，利用机制纸及纸制品产量来倒推，只能粗略说明针叶浆的消耗，并且因为不同纸张消耗的浆种不同，因此并不能完全反映针叶浆的真实消耗。

根据针叶浆占下游纸张消耗的7%来反推消费，可以大概看出，国内针叶浆的供需处于偏紧的态势。

接下来如果进口量不出现大幅增长，则针叶浆的现货流通将延续紧张。

单位：万吨 数据来源：海关总署，国家统计局，招金期货



当下：现货流动性偏紧



招金期货
ZHAO JIN FUTURES

大量的套利买盘增仓现货，下游总体维持刚需，但个别头部造纸企业有囤货。

下游企业的库存水平整体不高，也对需求有一定支撑。

进口环节缺乏增量，港口库存不高，现货库存向注册仓单库存转移，现货流动性部分被锁定为套保库存。

目前现货的交易量并不大，但均不会主动降价。

规范

专业

创新

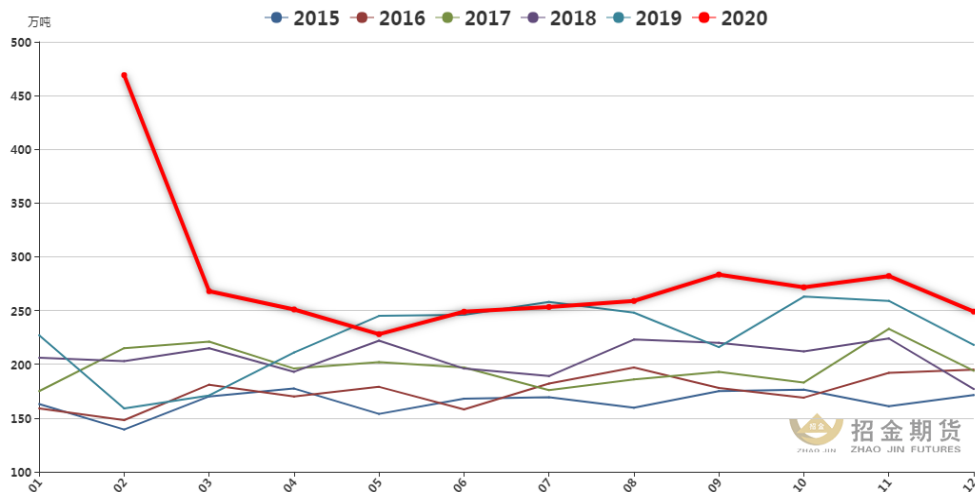
共赢

www.zjfc.com

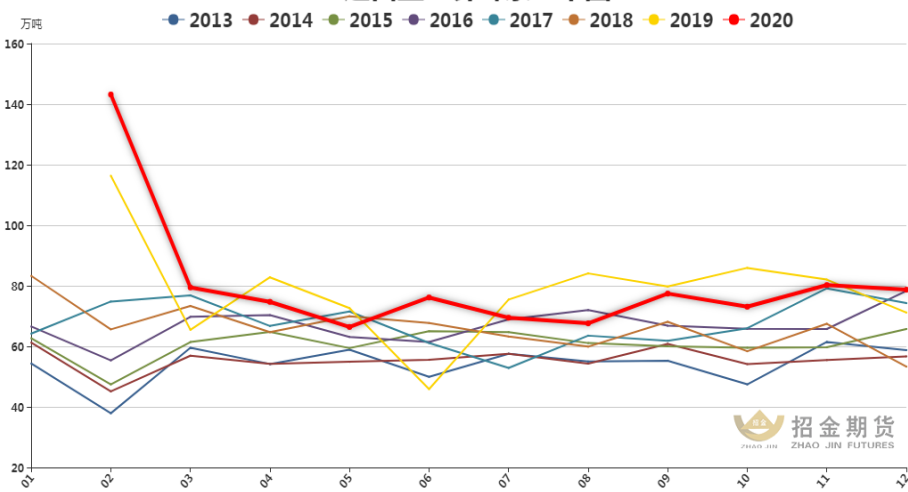


针叶浆年内整体进口小幅下降

纸浆国内进口量（月）



进口量：针叶浆：中国



据海关数据显示，**2020年12月**，我国共进口纸浆**249.30万吨**，环比下降**11.63%**，同比增加**14.36%**。**2020年**全年进口纸浆**3063.9万吨**，同比增长**12.65%**。**我国2020年12月份针叶浆进口量78.71万吨**，环比下降**1.90%**，同比增长**10.62%**，全年进口**886.23万吨**，同比下降**0.55%**，占有浆种进口**29%**；阔叶浆进口量**112.78万吨**，环比下降**15.75%**，同比增长**25.22%**，全年进口**1374.46万吨**，同比增长**16.67%**。



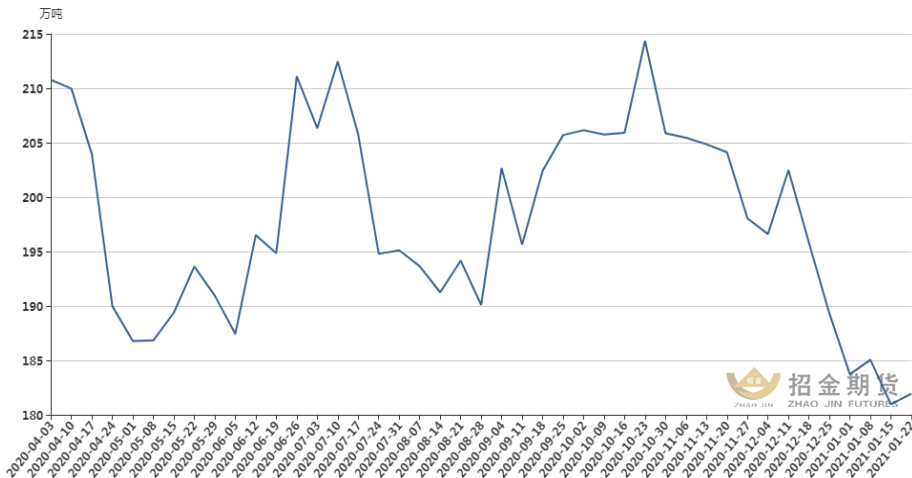
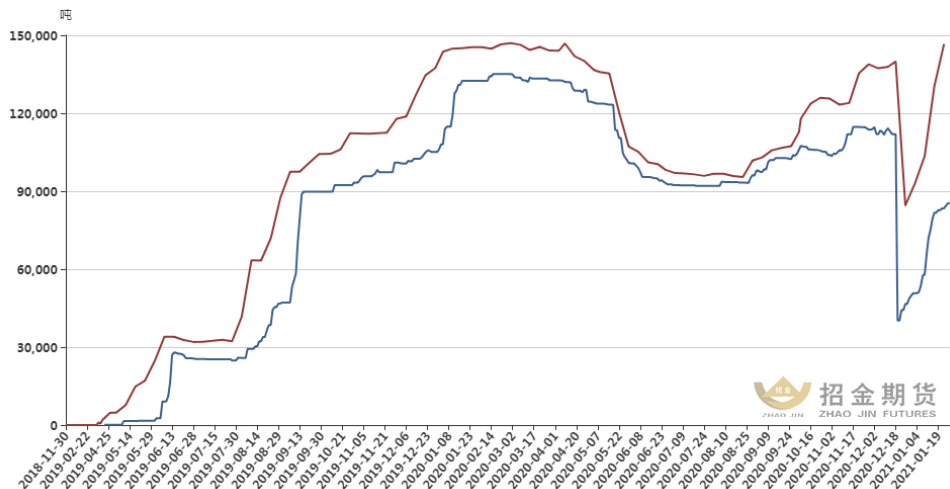
仓单库存增长，港口库存处于低位



招金期货
ZHAO JIN ZHAO JIN FUTURES

● 上海期货交易所纸浆期货仓单库存 ● 上海期货交易所纸浆期货周度总库存

● 国内木浆港口库存合计



上海期货交易所纸浆期货库存为**85332**吨。总库存**130437**吨，较上周增长**26912**吨。因为现在盘面已经给出套利空间，现货出货慢，因此期现商抛盘面去锁定利润，但当前的仓单量相比持仓量仍有差距，因此压力尚未显现，但需要持有高度注意仓单的增长的压力。

国内青岛港、常熟港、天津港、保定地区、高栏港纸浆库存较上周增加**0.54%**。整体港口库存处于低位。

规范

专业

创新

共赢

www.zjfc.com

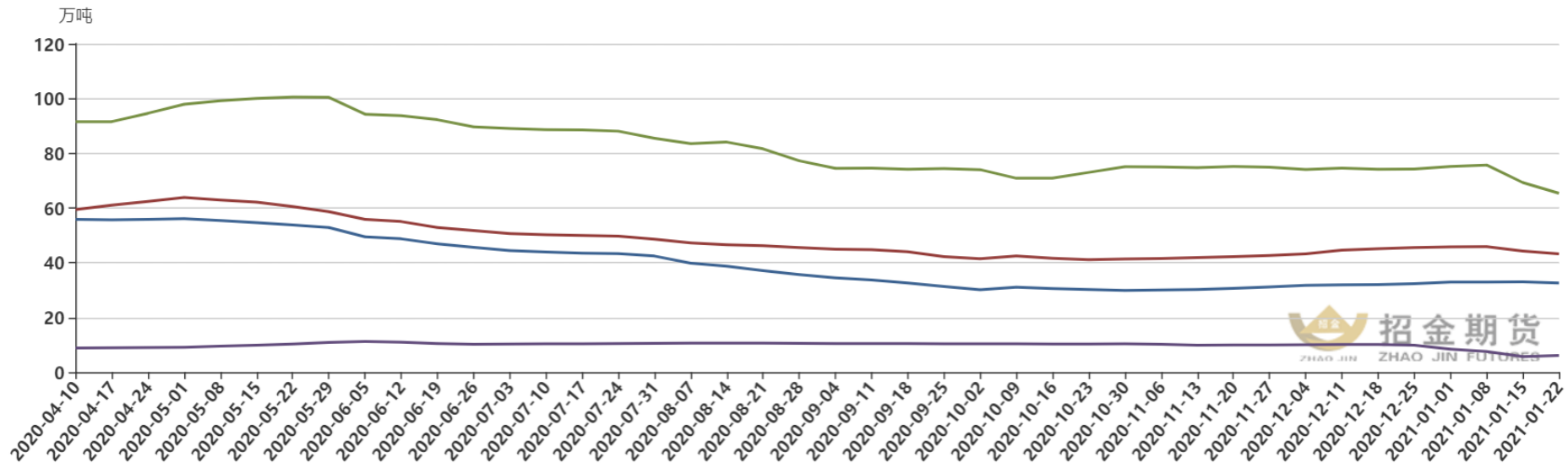


下游样本企业的成品库存不高



招金期货
ZHAO JIN FUTURES

● 纸浆：下游铜版纸周度库存 ● 纸浆：下游双胶纸周度库存 ● 纸浆：下游白卡纸周度库存 ● 纸浆：下游生活纸周度库存



本周生活用纸样本企业库存为**6.09**万吨，环比上周增加**30.13%**；白卡纸样本企业库存为**65.35**万吨，环比上周下降**6.63%**；铜版纸样本企业库存为**32.6**万吨，环比上周降低**1.21%**；双胶纸样本企业库存为**43.2**万吨，环比上周降低**2.24%**。

规范

专业

创新

共赢

www.zjfc.com



招金期货
ZHAO JIN FUTURES

PART 03

> 策略预报

- 上下游价格联动，期现基差较小
- 短期注意调整压力，未来价格中枢继续提高

规范

专业

创新

共赢

www.zjfc.com

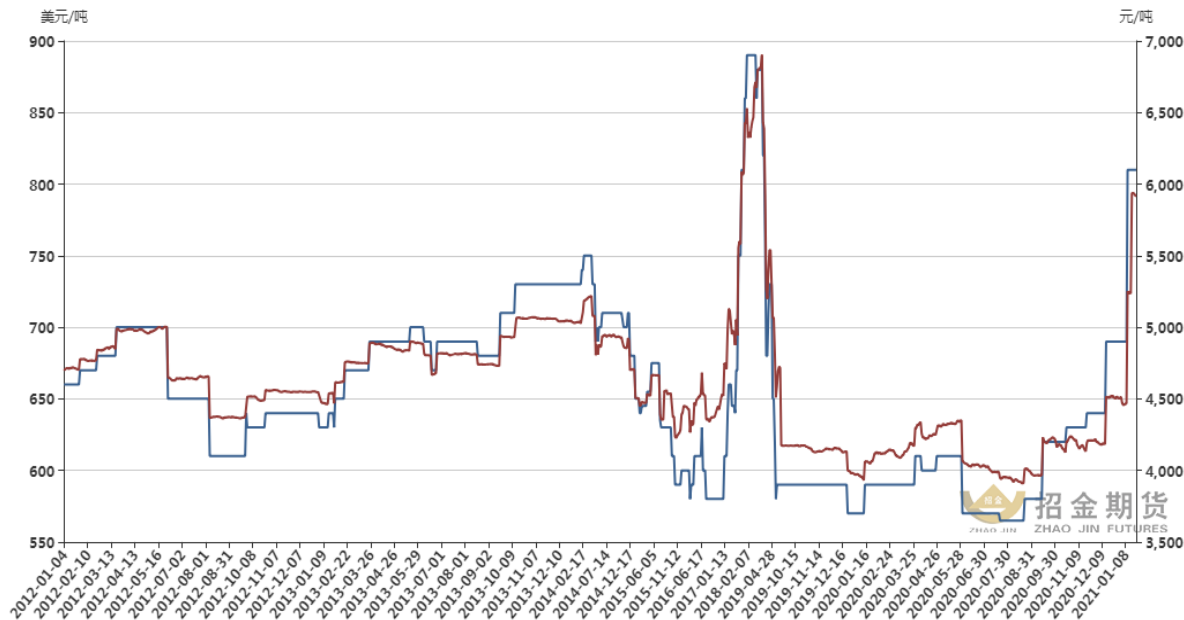


现货价格历史高位在7000以上



招金期货
ZHAO JIN FUTURES

● 银星针叶浆CFR中国主港美元价(左) ● 银星针叶浆美元价格折算人民币(右)



从历史现货价格来看，据贸易商的
经验，历史大顶都是**1000**以下 基
本上**900**美元/吨，目前的价格折算
美金大概在**810**美元/吨，约合人民
6000元/吨。从历史相对价格来看，
当前纸浆期货价格相对高位拉升，
仍有一定上涨空间。

规范

专业

创新

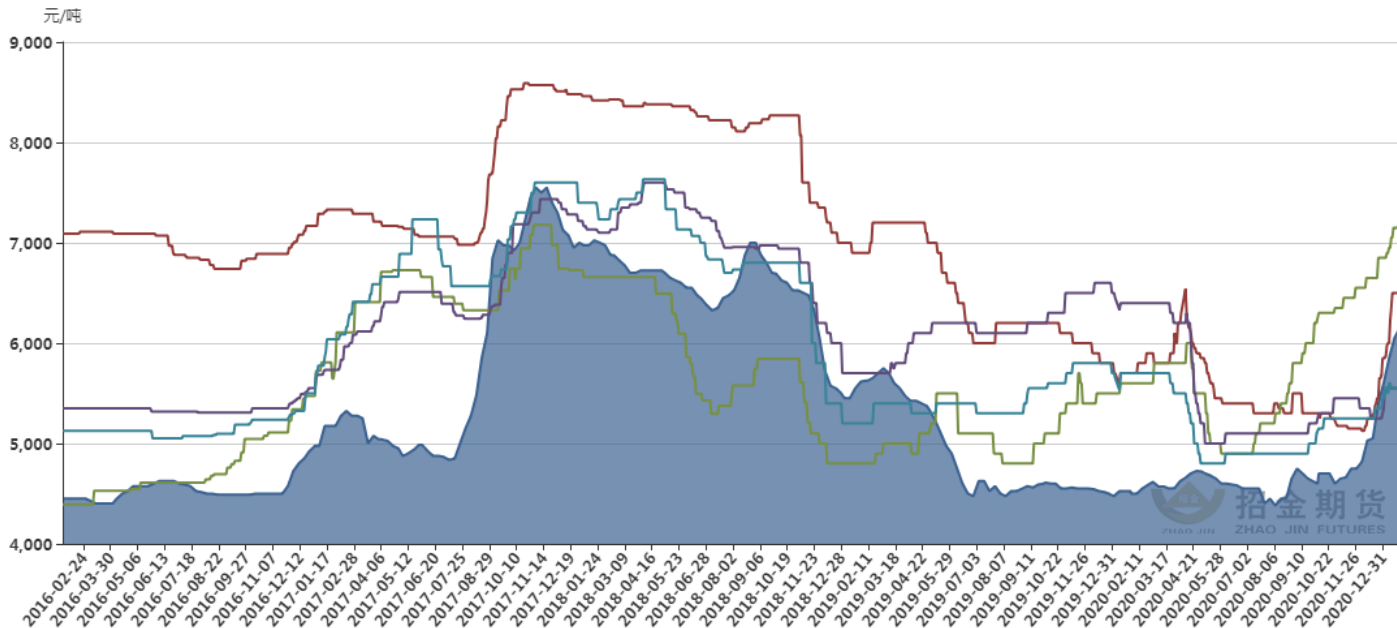
共赢

www.zjfc.com



下游纸张涨价形成共振

- 银星针叶浆周度价格
- 生活用纸主流市场价格
- 白卡纸主流市场价格
- 双胶纸主流市场价格
- 双铜纸主流市场价格



2017年的纸浆价格大涨，其启动是下游纸张价格大幅涨价，随之浆价大幅补涨跟随。但2020年年底纸浆开始上涨，启动是成本支撑，以及下游白卡和生活纸开始涨价的助推。文化纸目前价格涨幅偏低，因此要关注接下来文化纸的涨价力度。

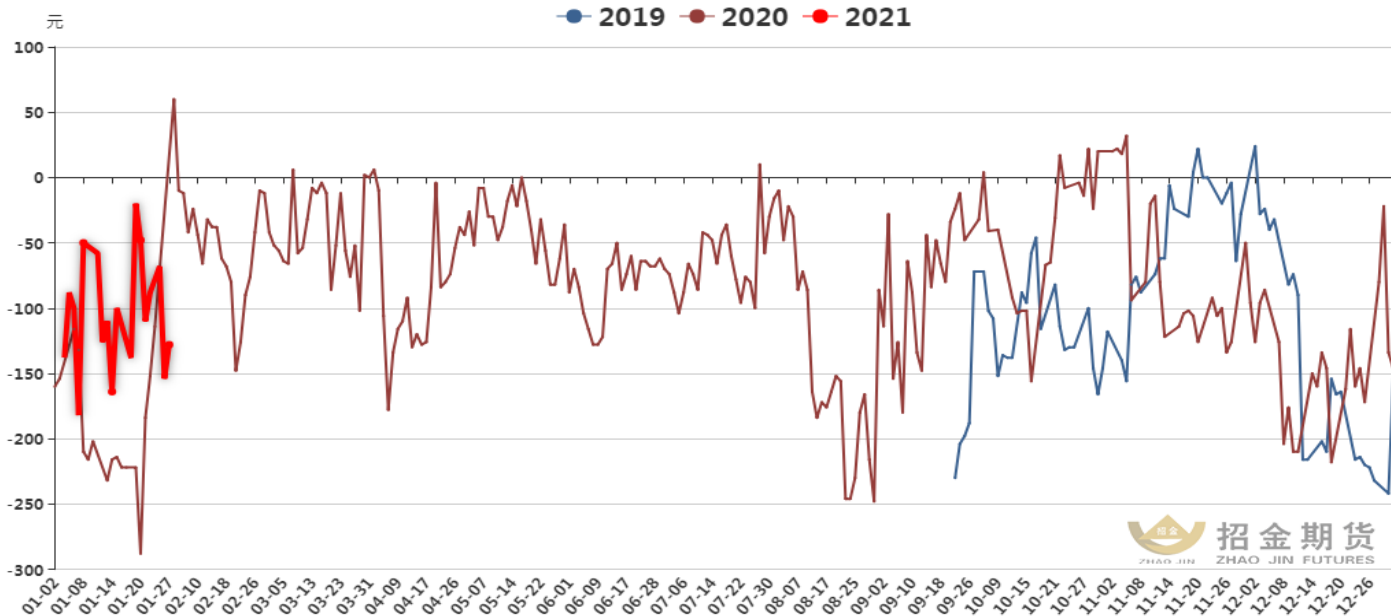


基差来看，纸浆期货并未高溢价



招金期货
ZHAO JIN FUTURES

山东银星-纸浆主力连续基差



从基差来看，由于现货基本稳定在**6000元/吨**以上，因此基差也没有显著扩大。当前再外盘成本支撑下，现货虽然高价成交困难，但是主动下跌的意愿不高，因此纸浆的期现结构并没有发生较大的偏移，上涨形态较为健康。但同样需要警惕仓单库存的增长，对于价格高位的压力。

规范

专业

创新

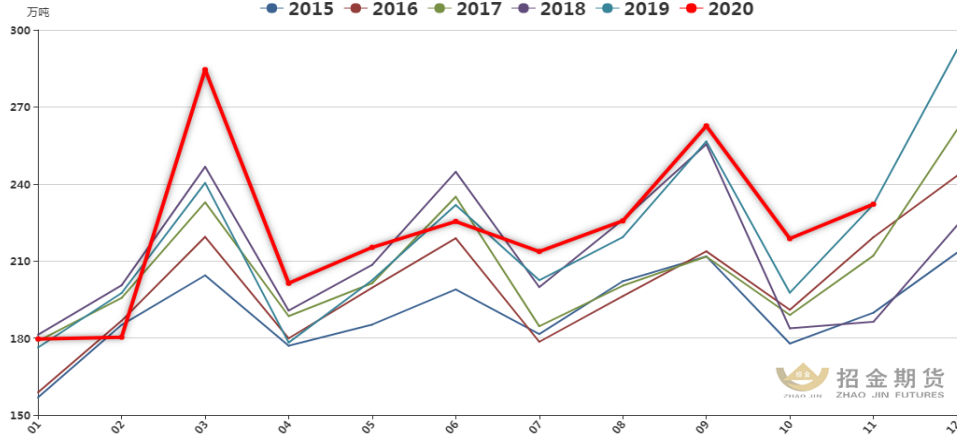
共赢

www.zjfc.com

全球纸浆发运量

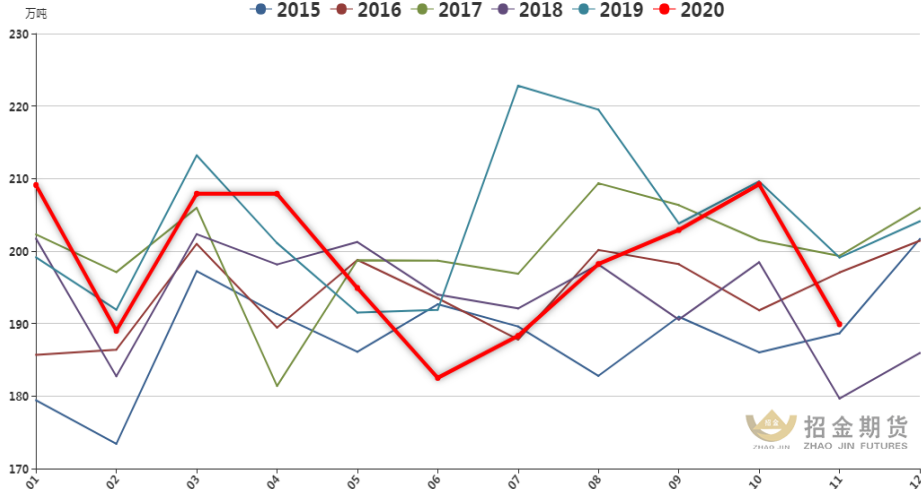
发运量：全球阔叶浆发运量：PPPC

● 2015 ● 2016 ● 2017 ● 2018 ● 2019 ● 2020



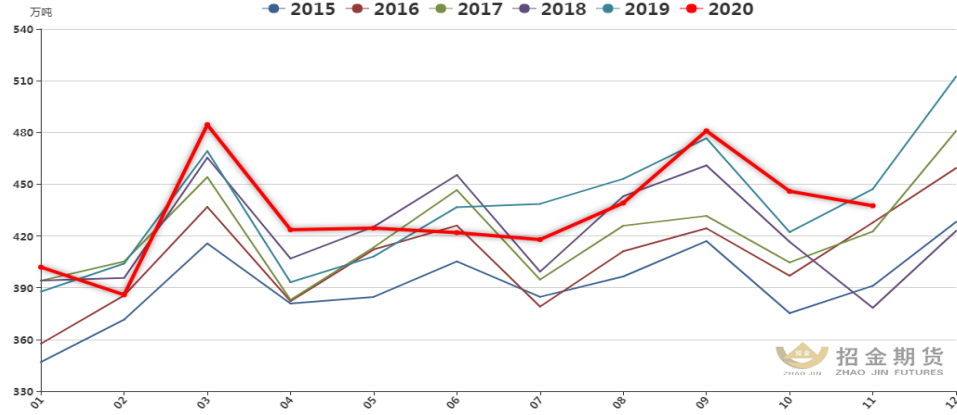
发运量：全球针叶浆发运量：PPPC

● 2015 ● 2016 ● 2017 ● 2018 ● 2019 ● 2020



发运量：全球纸浆发运量：PPPC

● 2015 ● 2016 ● 2017 ● 2018 ● 2019 ● 2020

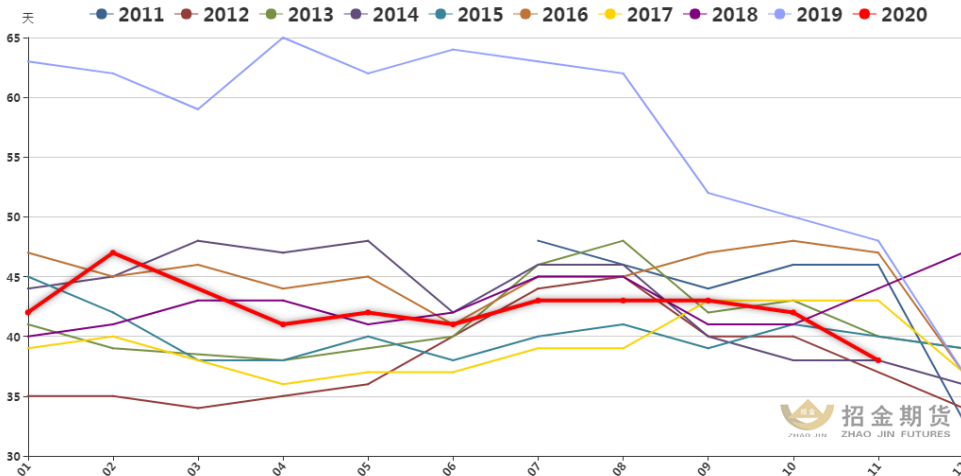


据PPPC数据显示，11月全球纸浆发运量相比10月的445.9万吨，环比下降1.88%至437.5万吨，较上一年同比下降2.17%。发运/产量比率91%，同比持平。

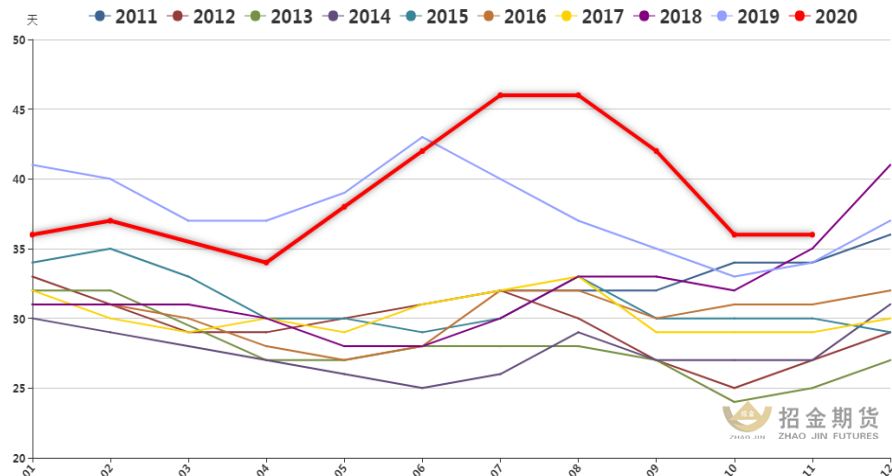
其中漂针浆11月发运量从10月的209.2万吨减少至189.9万吨；漂阔浆11月发运量从10月的218.7万吨增加至232.1万吨。

全球纸浆库存天数

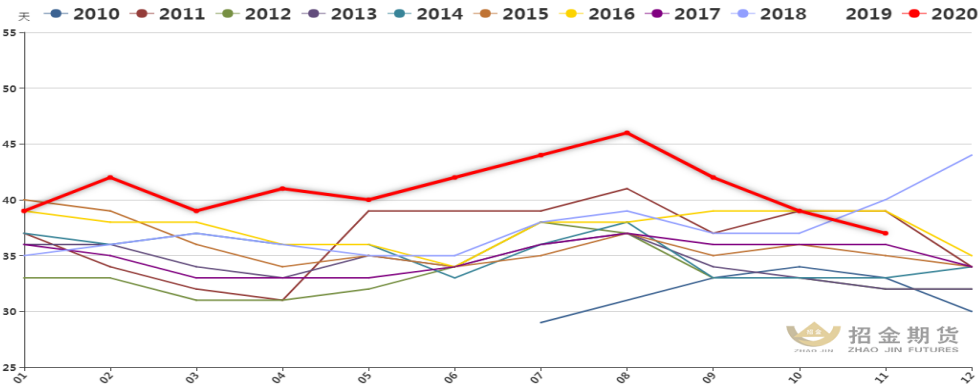
库存天数：阔叶浆：全球生产商



库存天数：针叶浆：全球生产商



库存天数：木浆：全球生产商



11月全球生产商库存天数为37天，较10月下降2天，较去年同期减少3天。其中漂针浆36天，持平，漂阔浆38天，减少4天。

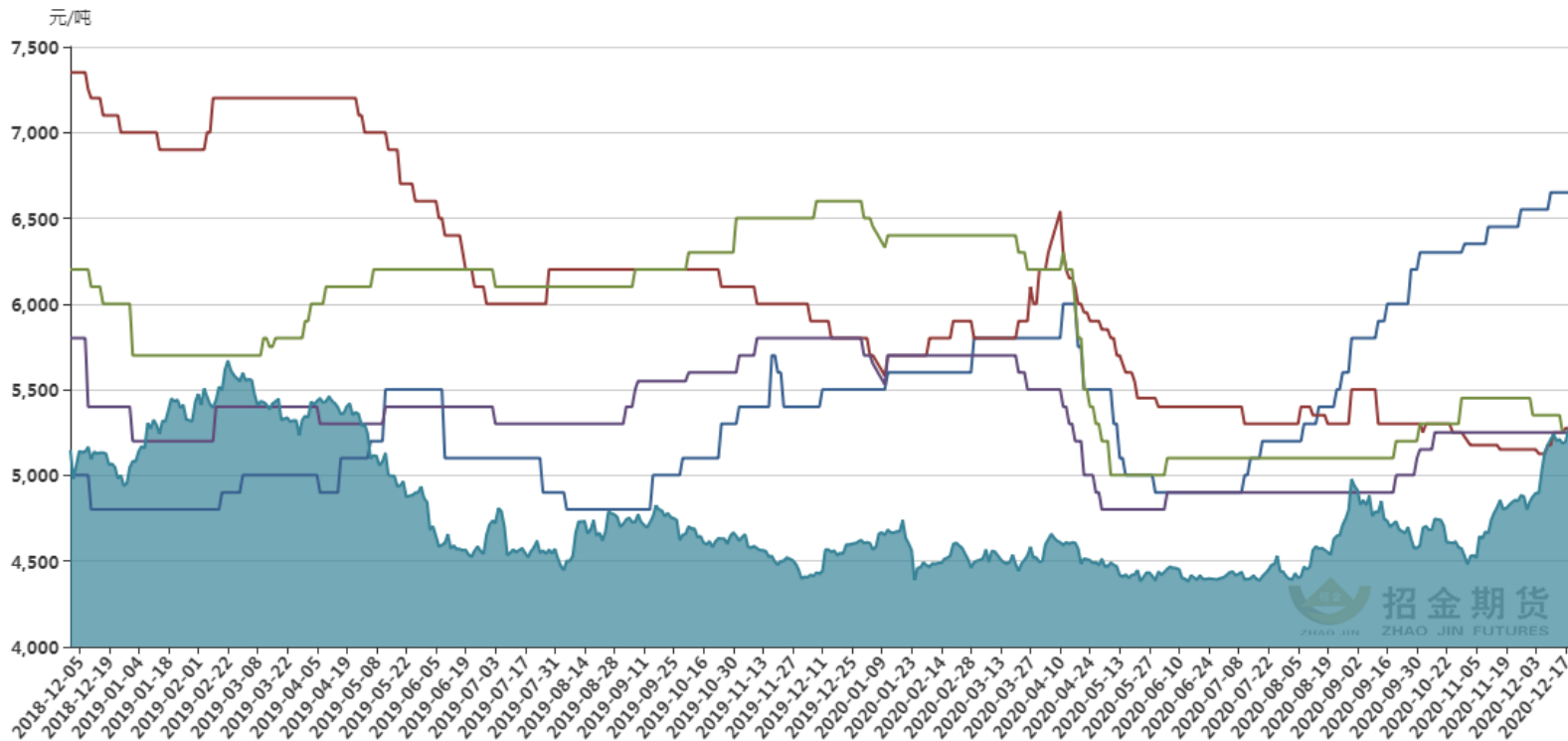


下游纸张价格大涨，与针叶浆形成联动



招金期货
ZHAO JIN FUTURES

● 白卡纸主流市场价格 ● 生活用纸主流市场价格 ● 双胶纸主流市场价格 ● 双铜纸主流市场价格 ● 纸浆主连收盘价



规范

专业

创新

共赢

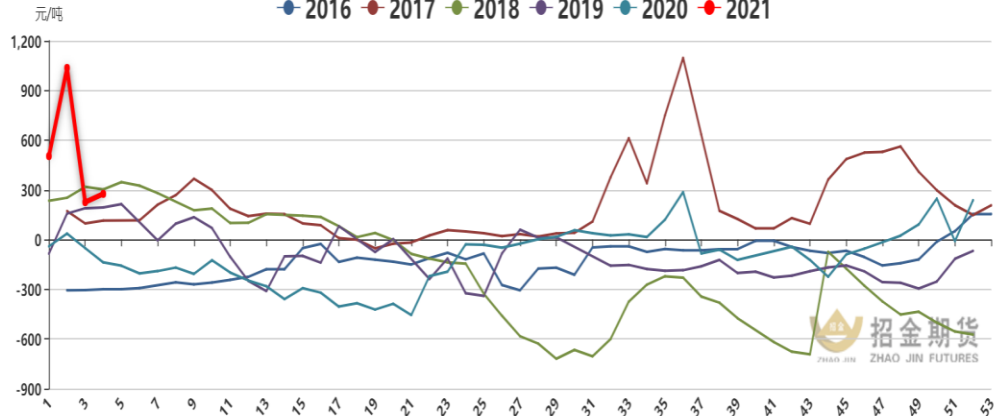
www.zjfc.com



银星进口利润分析和针阔价差分析

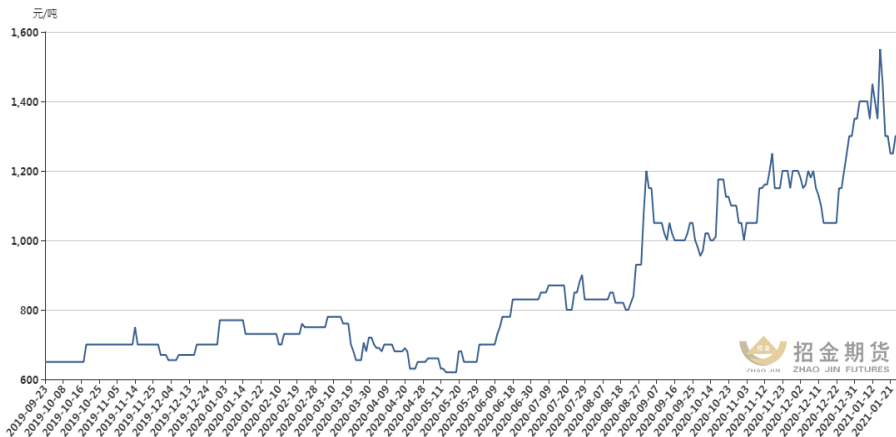
银星针叶浆进口利润

● 2016 ● 2017 ● 2018 ● 2019 ● 2020 ● 2021



按照现在美金报价和国内现货价格来计算，进口银星针叶浆有**300元**的利润，这会吸引进口。中国贸易商大量的进口银星，也会更促使外盘价格上涨，进而内外盘价格的主动下跌驱动并不大。

● 山东市场进口针-阔叶浆价差



针阔叶价差当前有明显的拉大，从未来的扩能预期来看，两者价差可能会继续拉开。但价差扩大也会导致一定程度的造纸替代，主要是在包装用纸上，因此该价差虽然不是绝对利空，但也是涨价超涨的压力。

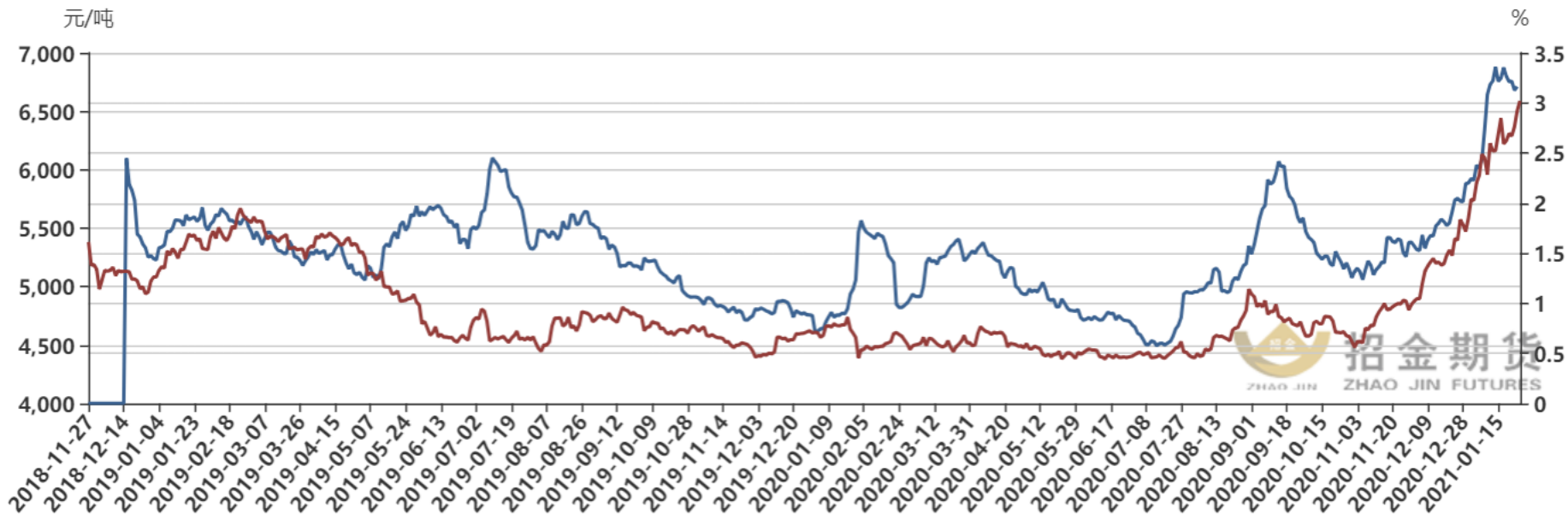


技术指标分析：波动率处于高位，谨防短线回调



招金期货
ZHAO JIN FUTURES

● 纸浆ATR百分比(右) ● 纸浆主连收盘价(左)



规范

专业


创新

共赢

www.zjfc.com



招金期貨有限公司

A collage of three images is positioned on the left side of the slide, tilted diagonally. The top image shows several gold bars with serial numbers like "100153" and "100154". The middle image shows a hand holding a blue pen, writing on a document that has a circled number "+12.7". The bottom image shows a financial line chart with multiple colored lines (blue, yellow, pink) on a black background.

谢谢