

2021 年 12 月 20 日

齐盛期货

高宁

岗位：研究员

从业资格证号：F3077702

投资咨询资格：Z0016621

电话：18053371039

纸浆期货：大行情之后，纸浆活跃度提升

齐盛期货 高宁

摘要：

回顾 2021 年，纸浆期货迎来一波非常大的行情，单边上涨幅度一度超过 40%，价格从不足 5000 元/吨，一跃站上 7000 元/吨，但随即快速回落到 5000 元以下，但在 11 月份构筑双底之后，再度起飞冲击 6000 元。年内的波动率已经超过了 20%，这令纸浆期货从此前一个默默无闻的小品种，一跃起飞成为商品期货市场的上的明星品种之一。

2021 年进口木浆现货市场价格维持“N”字型走势，来自于消息面和基本面的博弈剧烈。进口木浆价格年内高低点价差超过 2000 元/吨。足见年内的现货价格波动也非常剧烈，直接也导致了期现基差的结构产生多次调整，back 和 contango 结构反复切换，价差机会和风险同样较大。

从供需的角度来看，2022 年之后全球进入新一轮产能扩张周期，纸浆新增产能在 4000 万吨以上，供应面持续宽松，其中阔叶浆百万吨以上的产能集中在南美洲，预计阔叶浆、针叶浆高位价差仍存。

2021 年下游消耗量同比增加 2.32%，增速相对较低，主要受国内下半年受公共卫生事件影响原纸出口、下半年纸厂的集中停机检修影响，中国纸浆总需求量同比增加 2.41%，依旧维持弱平衡态势。

因此，经历过 2020-2021 年的大波动之后，纸浆期货的行情可能将重新评估均衡价格，在缺乏政策、供需和事件的叠加刺激下，再现大波动有难度，波动率降低可能将是 2022 年的新常态。不过，禁塑令、禁废令、碳中和、碳达峰政策利多于纸浆市场，因此，看好纸浆在低价值区域的做多机会，但同时需要放低上涨的期待，以宽幅震荡对待。

目录

第一章 纸浆市场回顾概述及展望	3
第二章 纸浆供需平衡表分析.....	4
2.1 国内年度供需平衡表分析	4
2.1.1 针叶浆月度供需估算	5
2.1.2 针叶浆、阔叶浆未来供应展望	7
2.2 中国造纸未来扩能情况分析	11
2.3 纸浆价格的驱动类型	13
第三章 纸浆基本面数据勾对关系分析.....	13
3.1 典型：2021 年 11 月份的反弹行情	13
3.2 仓单库存与现货流动性的博弈	14
3.3 纸浆进口结构分析	16
3.4 针-阔叶浆价格边际分析	17
3.5 针叶浆基差结构分析	18
3.6 盘面期限结构呈现频繁调整	18
3.7 浆纸联动性分析	19
第四章 2022 年纸浆行情逻辑分析	21
4.1 产业及资金主力持仓结构分析	21
4.2 2022 年行情展望	22

第一章 纸浆市场回顾概述及展望

回顾 2021 年，纸浆期货迎来一波非常大的行情，单边上涨幅度一度超过 40%，价格从不足 5000 元/吨，一跃站上 7000 元/吨，但随即快速回落到 5000 元以下，但在 11 月份构筑双底之后，再度起飞冲击 6000 元。年内的波动率已经超过了 20%，这令纸浆期货从此前一个默默无闻的小品种，一跃起飞成为商品期货市场上的明星品种之一。

图 1 纸浆指数期货日线走势图



数据来源：招金期货

从纸浆的供应状况来看，我国的针叶浆高度依赖进口，90%上的针叶浆来自于国外，其中以加拿大、智利、俄罗斯、美国和芬兰为主要进口来源。从未来产能投放上，海外与国内均没有针叶浆的装置集中投产，未来三年的年均产能增速仅 1%。针叶浆整体开工已经达到 9 成以上，供应弹性比较低，但这也令突发性供应紧张的情况多发，对行情影响很大。

2021 年在宏观政策变化下，上半年内需强劲、下半年疫情因素影响，原纸出口下滑，进口激增，进一步拖累纸浆需求放量。2021 年下游消耗量同比增加 2.32%，增速相对较低，主要受国内下半年受公共卫生事件影响原纸出口、下半年纸厂的集中停机检修影响，中国纸浆总需求量同比增加 2.4%，依旧维持弱平衡态势。

但是由此来展望一下，2020 年有禁塑令、禁废令带来的需求格局的转换，但 2021 年及以后，都处于消化期，并且教培“双减”政策对于文化纸需求有一定程度上利空，因此成品纸的价格想要再现大涨的难度比较大。并且下游造纸有较多的投产计划，因此纸业的竞争压

力增大，对于纸浆需求是利多，但对成品纸的价格是利空。

图 2 纸浆主连月度走势预测



对于 2022 年的纸浆期货的价格预期，基本以震荡中上扬对待。预计 2022 年纸浆期货主力合约价格运行区间或在 5000-6600 元/吨，月均波动范围主流运行于 5000-6000 元/吨区间。依据针-阔叶价差和历史价格区间推算，低于 5000 元是低估区间，高于 6500 元为高估区间，具体还需依据供需基本面和价差关系来印证。

第二章 纸浆供需平衡表分析

2.1 国内年度供需平衡表分析

供需平衡表来看，2021 年供需情况基本问题，预计有小幅的供应过剩量，大概在 20-30 万吨。由于 2017-2021 年中国纸浆进口量持续增加，平均增长率在 8%，纸浆进口的增量主要来自于阔叶浆、本色浆及其他纸浆。2021 年中国纸浆进口结构在发生微妙变化，其中针叶浆、阔叶浆、化机浆进口量占比震荡下挫，而本色浆、其他浆进口量占比震荡上扬。因此总体的供应量呈现增长，纸浆并不存在绝对短缺。

表 1 中国纸浆供需平衡表

万吨	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 E
全国纸浆总产量	7723	7867	7651	7906	7984	7925	7949	7201	7207	7378	7480
其中：木浆	823	810	882	962	966	1005	1050	1147	1268	1490	1610
废纸浆	5660	5983	5940	6189	6338	6329	6302	5444	5351	5363	5600

非木浆	1240	1074	829	755	680	591	597	610	588	525	590
全国纸浆消耗量	9044	9348	9147	9484	9731	9797	10051	9387	9609	10200	11000
木浆	2144	2291	2378	2540	2713	2877	3152	3303	3581	4046	4260
其中：进口木浆	1330	1489	1505	1588	1757	1881	2112	2166	2317	2556	2677
废纸浆	5660	5983	5940	6189	6338	6329	6302	5474	5443	5632	5800
其中：进口废纸浆	2182	2405	2379	2243	2392	2308	2063	1457	930	620	0
非木浆	1240	1074	829	755	680	591	597	610	585	522	581
木浆进口量	1445	1647	1685	1797	1984	2106	2372	2479	2720	3063	3200
废纸浆进口量	2182	2405	2379	2243	2392	2308	2063	1457	930	620	0

数据来源：中国造纸工业协会、招金期货。

2.1.1 针叶浆月度供需估算

表 2 中国针叶浆供需估算表

	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 2 月	116.33	1692.9	118.503	-2.173
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
2021 年 1-2 月	143.25	2069.8	144.886	-1.636
2021 年 3 月	75.95	1196.9	83.783	-7.833
2021 年 4 月	73.6	1135.5	79.485	-5.885
2021 年 5 月	76.76	1161.4	81.298	-4.538

2021 年 6 月	73.08	1190.2	83.314	-10.234
2021 年 7 月	70.5	1135	79.45	-8.95
2021 年 8 月	65.25	1148.2	80.374	-15.124
2021 年 9 月	70.6	1073.6	75.152	-4.552
2021 年 10 月	64.5	1101.62	77.1134	-12.6134
2021 年 11 月	70.43	1158.1	81.067	-10.637

根据月度供需来看，年内针叶浆整体进口量保持平稳增长，而造纸产量也保持增长，进而呈现在四季度的供应缺口。不过由于阔叶浆对于针叶浆有所替代，因此实际缺口可能小一些。不过同样能表明，针叶浆的供需结构并不差。

从针叶浆的进口来看，2021 年我国纸浆的进口量总体呈现缩减的状态。截止 11 月，针叶浆的累积同比为-2.9%。针叶浆的进口量在最近两年波动均不大。在 2019 年后，全球针叶浆的出运量维持着缓慢减少的状态，而中国针叶浆进口量的占全球出运量的比重维持稳定。预计我国针叶浆 2022 年的进口量将维持小幅增长，但在阔叶浆增量的背景下，预计将挤压针叶的进口，这无疑对于针叶浆价格构成压力。

图 3 中国针叶浆进口季节性图

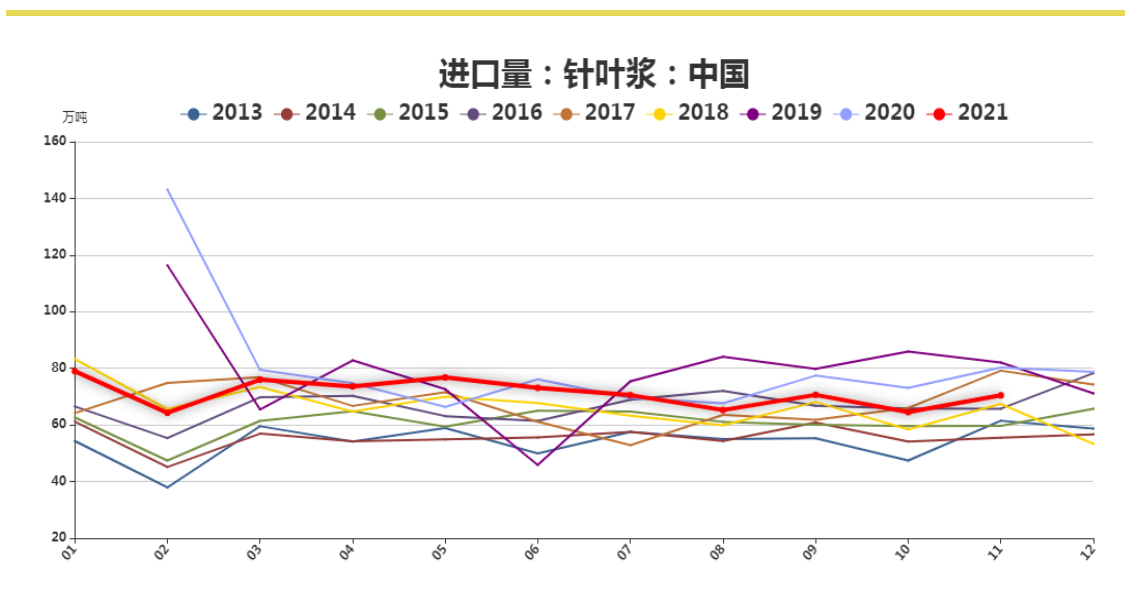
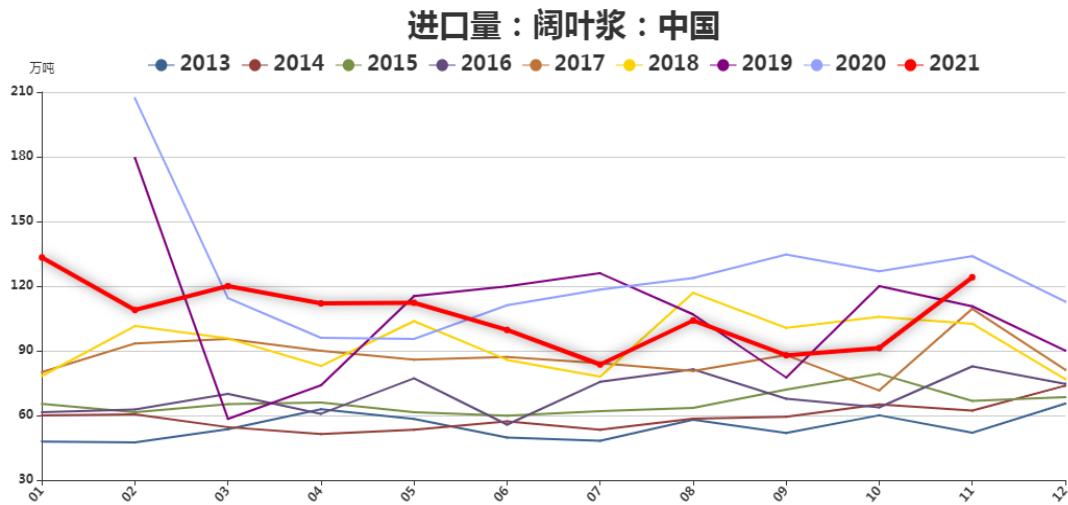
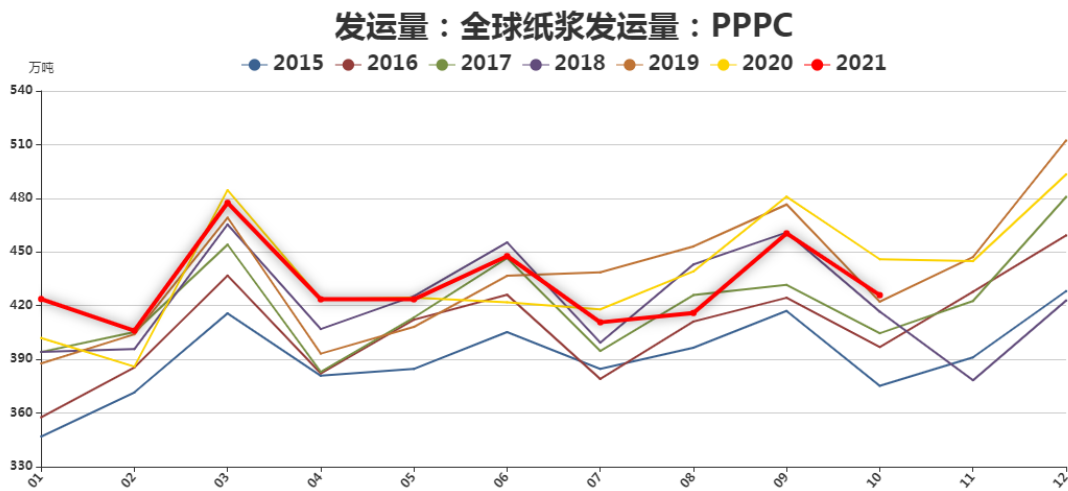


图 4 中国进口阔叶浆季节性图



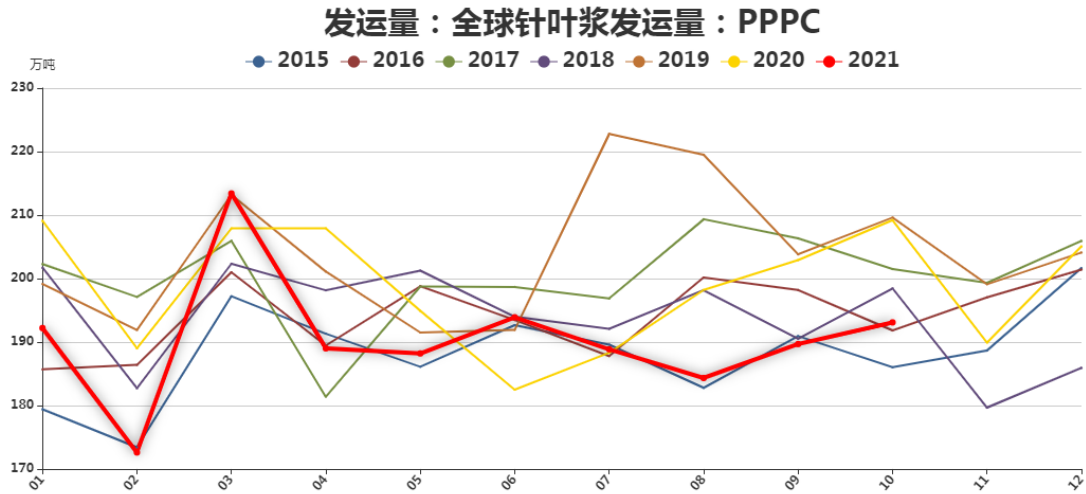
2.1.2 针叶浆、阔叶浆未来供应展望

图 5 全球纸浆发运量：pppc



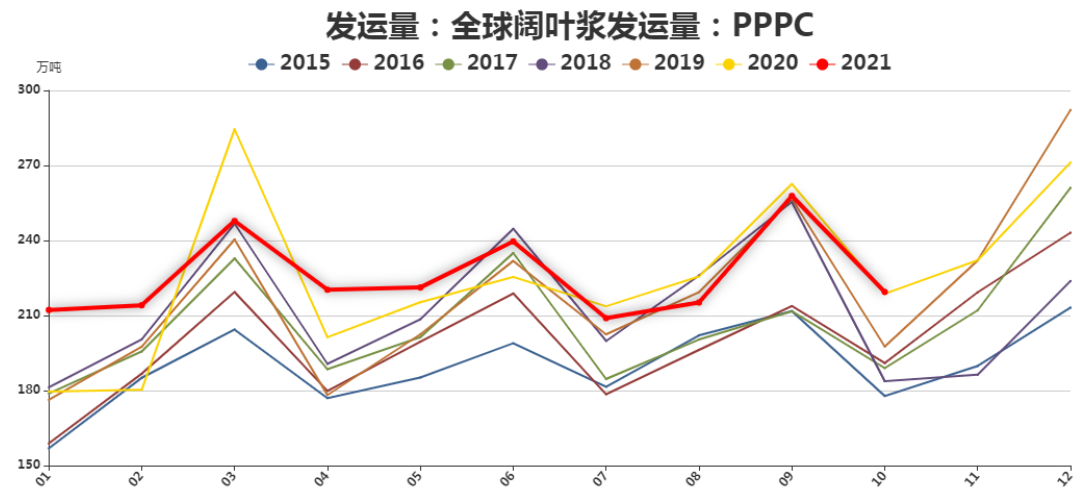
2021 年全球纸浆发运量就呈现了震荡缩减的态势，从 2020 末的高位不断减少。而这种减少导致了浆厂库存的持续走高。针叶浆厂库存压力表现尤为明显，在 2021 年 9 月到达了 10 年来高位水平。

图 6 全球针叶浆发运量：pppc



数据来源：wind、招金期货

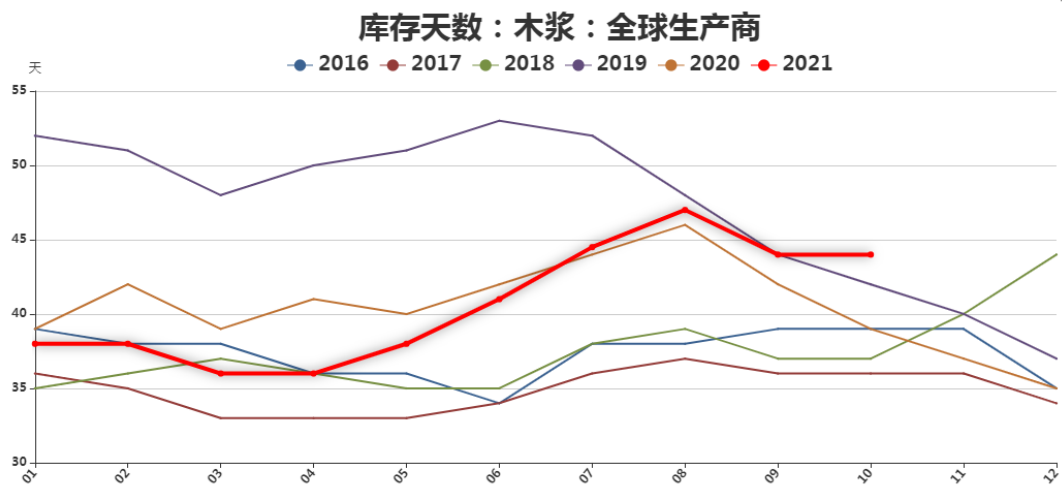
图 7 全球阔叶浆发运量：pppc



数据来源：wind、招金期货

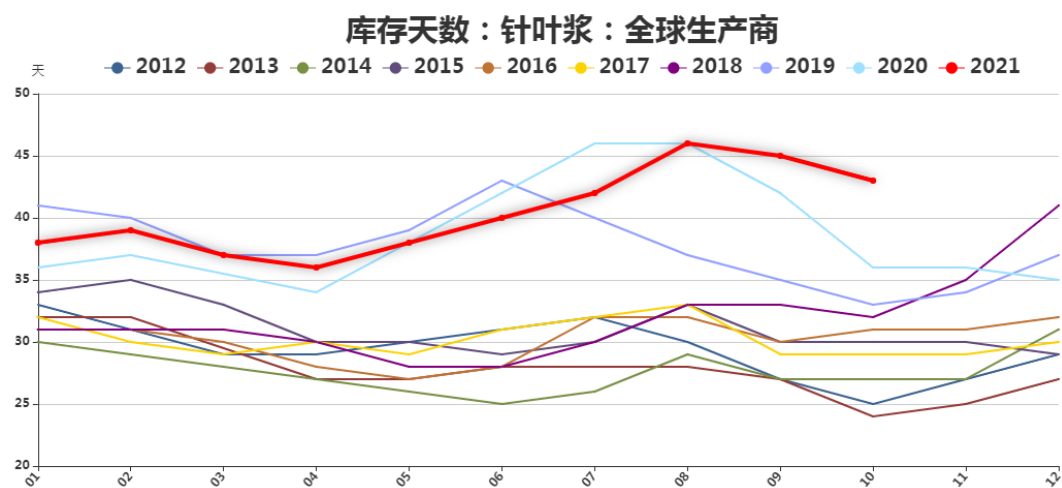
而分别从针叶浆和阔叶浆的发货情况来看，阔叶浆的供应压力大于针叶浆。随着针叶浆发货减少，生产商针叶浆的库存天数也在攀升。截至 10 月份，库存天数达到 45 天，处于历史较高水平。阔叶浆压力相对处于中性水平，库存天数维持在 45 天左右。由于全球供应链的问题，发货延迟情况严重，因此去库存仍然是纸浆价格上方的一个比较大压力点。

图 8 全球纸浆生产商库存天数



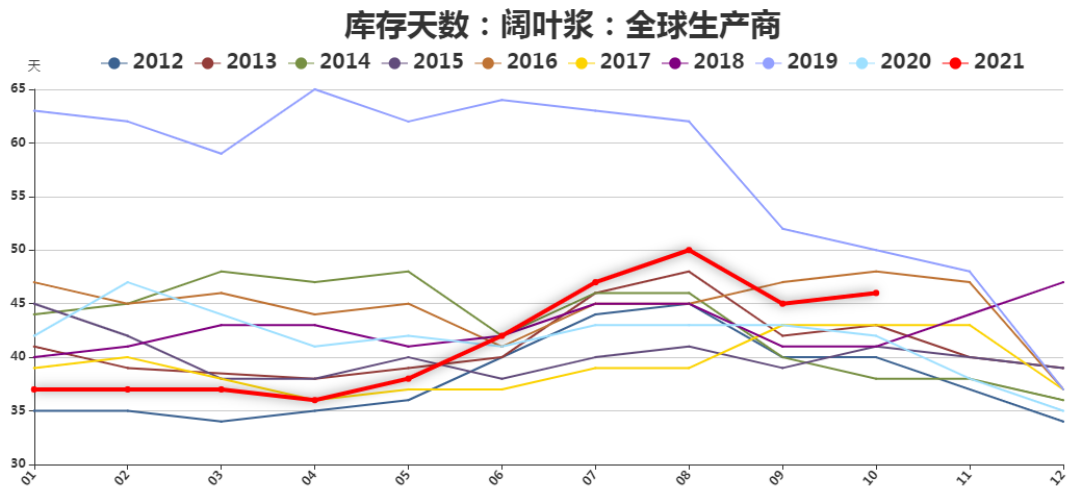
数据来源：wind、招金期货

图 9 全球纸浆生产商针叶浆库存天数



数据来源：wind、招金期货

图 10 全球纸浆生产商阔叶浆库存天数



数据来源：wind、招金期货

针叶浆厂的库存压力已经到达高点。截止到 2021 年 10 月的数据，针叶浆厂的库存天数已在 43 天，处于 10 年来的高位水平。从逻辑上推断，浆厂去库压力高企，进而会在供应链缓解后，加大出货量。跟库存天数与发运量的对比来看，极有可能在 2022 年一季度出现发运量增长的表现，进而令价格高位承压，先走一波价格回落的过程。

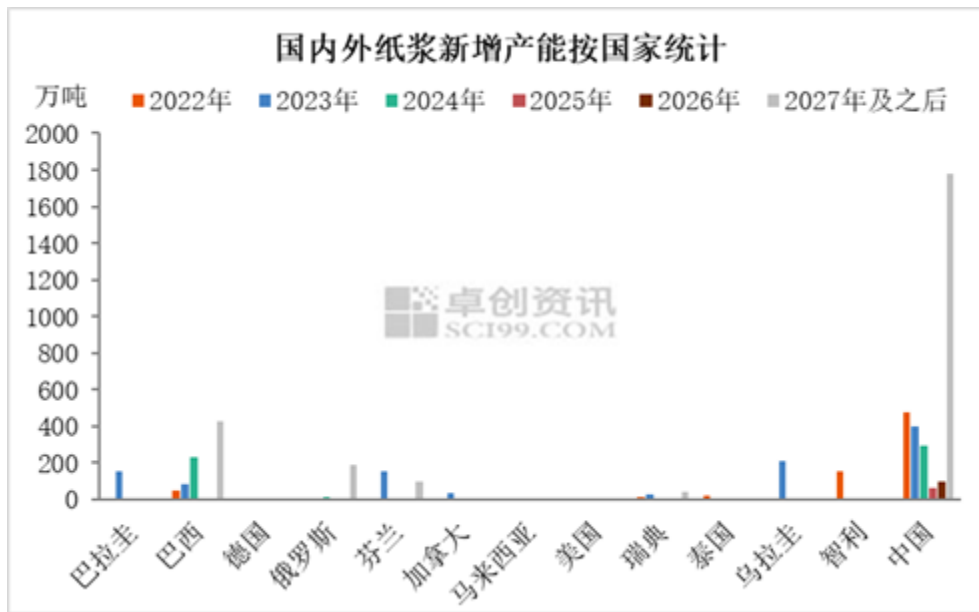
从未来扩能的角度来分析，未来扩能主要集中在阔叶浆，因此阔叶浆的供应压力，相应的压制阔叶浆的价格，进而对于针叶也产生联动的高位压力。

表 3 全球针、阔叶产能投放表

	2020	2021	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%

据卓创资讯最新不完全统计，2021 年国内外新增纸浆产能 592 万吨，中国 2021 年纸浆新增产能 257 万吨，多为浆、纸一体化产能的投放。

图 11 国内外纸浆新增产能按国家统计



数据来源：卓创资讯、招金期货

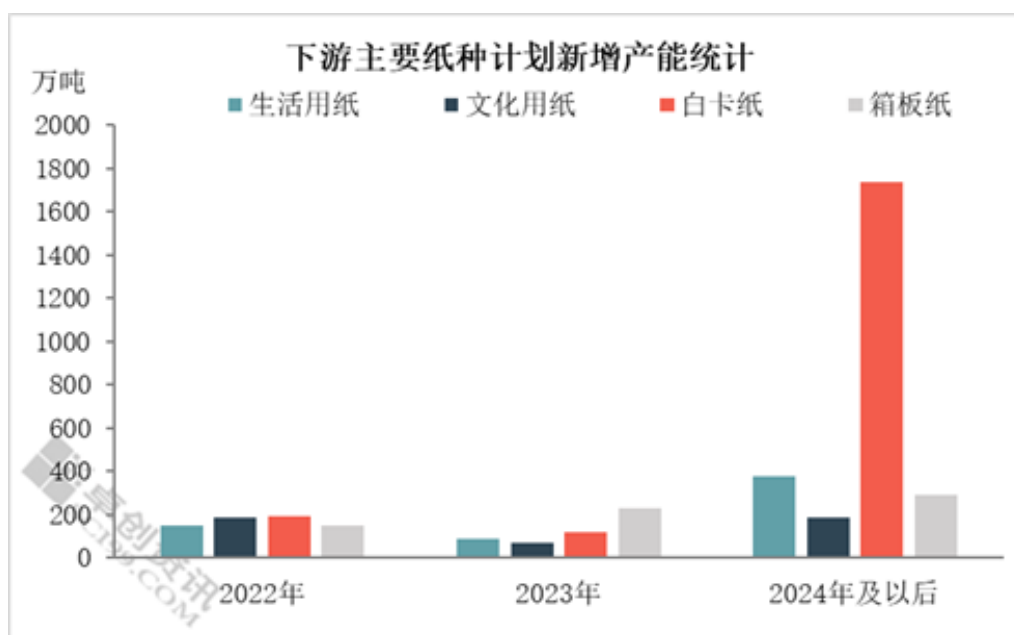
2022 年之后全球进入新一轮产能扩张周期，纸浆新增产能在 4000 万吨以上，供应面持续宽松，其中阔叶浆百万吨以上的产能集中在南美洲，预计阔叶浆、针叶浆高位价差仍存，而伴随着国内浆纸一体化进程的加快，拥有自备电厂的资源型企业获益较为明显。但亦需考虑宏观政策变化、金融面、经济增速、浆纸新增产能投放时间、纸浆期货等对市场的影响力。

2022 年全球新增阔叶浆产能占全球新增产能的 46%，而针叶浆鲜有产能增长。针叶浆、阔叶浆价差依旧维持高位；2023-2024 年全球新增产能超过 1000 万吨，浆价的上方压力仍然较大。

2.2 中国造纸未来扩能情况分析

据市场不完全统计，下游原纸企业新增产能基本以生活用纸、文化用纸、白卡纸为主，整体来看，若按期投放，则木浆消费量增速或比较稳定。下游原纸新增产能持续释放，且以浆纸一体化项目为主，后期造纸行业盈利能力有望改善，尤其是自备电厂的资源型企业。

图 12 下游主要纸种产能增长统计



数据来源: wind、招金期货

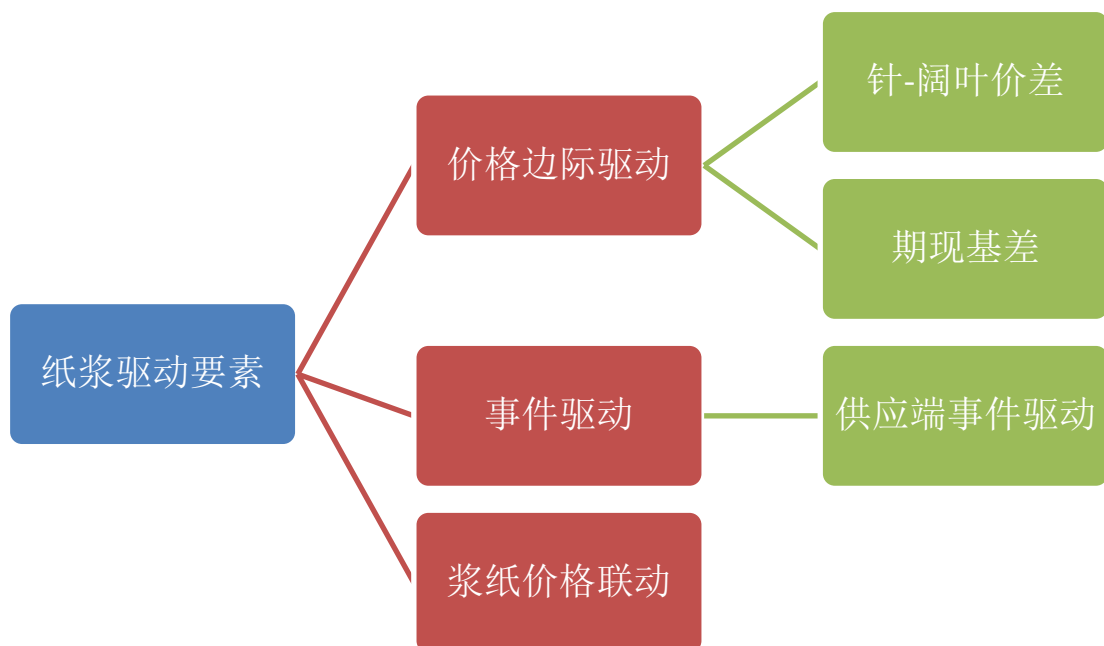
从后期的投产计划来看,今年年底和明年下游成品纸新增投产较多。其中主要集中在白卡纸,投产 420 万吨;双胶纸新增产能在 55 万吨;生活用纸新增投产 195 万吨。合计新增产能 670 万吨。对纸浆的需求有显著的支撑作用。

表 4 主要纸种投产计划表

企业	产能 (万吨/年)	投产时间	纸种
山东博汇纸业	45	2021/12/31	双胶纸
山东奥海纸业	10	2021/12/31	双胶纸
广东理文	9	2021/12/31	生活用纸
护理佳纸业	10	2021/12/31	生活用纸
浙江景兴	12	2021/12/31	生活用纸
维尔美纸业	17	2021/12/31	生活用纸
金红叶南通	18	2021/12/31	生活用纸
宜宾纸业	24	2021/12/31	生活用纸
金红叶纸业	45	2022/4/7	生活用纸
联盛纸业	30	2022/7/31	生活用纸
四川中顺洁柔	30	2022/12/31	生活用纸
泰鼎纸业	40	2021/12/31	白卡纸
广西太阳纸业	90	2022/2/28	白卡纸
江苏博汇纸业	100	2022/12/31	白卡纸
广西金桂	90	2022/12/31	白卡纸
联盛纸业	100	2022/12/31	白卡纸
合计产能		670	

按照《国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标》，到 2035 年 “ 人均国内生产总值达到中等发达国家水平 ” 和到 2035 年实现经济总量或人均收入翻一番的目标，通过对造纸产业属性、地位、作用等与经济发展关系及全球中等以上发达国家纸张消费能力分析，我 国纸张消费趋势依据经济增长积极、正常和消极三种情景来模拟，预计到 2035 年国内纸及纸板需求量或将分别达到 1.9 亿吨、 1.7 亿吨和 1.4 亿吨。如果兼顾 2030 年国家碳达峰目标，纸及纸板产能增长可能被迫受到抑制，因此 2035 年纸及纸板国内生产量应控制在 1.7 亿吨以内，年均增长约 2.5%。

2.3 纸浆价格的驱动类型



从 2021 年及未来的直接价格驱动要素来分析，主要氛围价格边际驱动、事件驱动和浆纸价格联动。之所以分成这样的结构，是在总结了每一段行情的基础上，我们发现价格边际是最先出现的信号，而事件驱动是在过程中发酵。浆纸价格联动是趋势延续周期的参考，如果成品纸的配合程度越高，对于纸浆行情的驱动周期就走的越远。

第三章 纸浆基本面数据勾对关系分析

3.1 典型：2021 年 11 月份的反弹行情

图 13 纸浆指数走势图



数据来源：wind、招金期货

2021 年 11 月纸浆从连续下跌后，形成 W 底启动反弹的行情，而且反弹幅度非常大。11 月的反弹行情是一场典型的纸浆式行情，完美的囊括了纸浆行情的驱动特点。具体原因有三点：

第一点：仓单库存持续增长，但现货流动性被锁定在仓单中，短期事件导致供应预期收紧，进而导致现货流动性驱动，多头开始对赌空头交不上更多的仓单，并且此时盘面价格低于 5000 元，已经明显贴水现货价格；

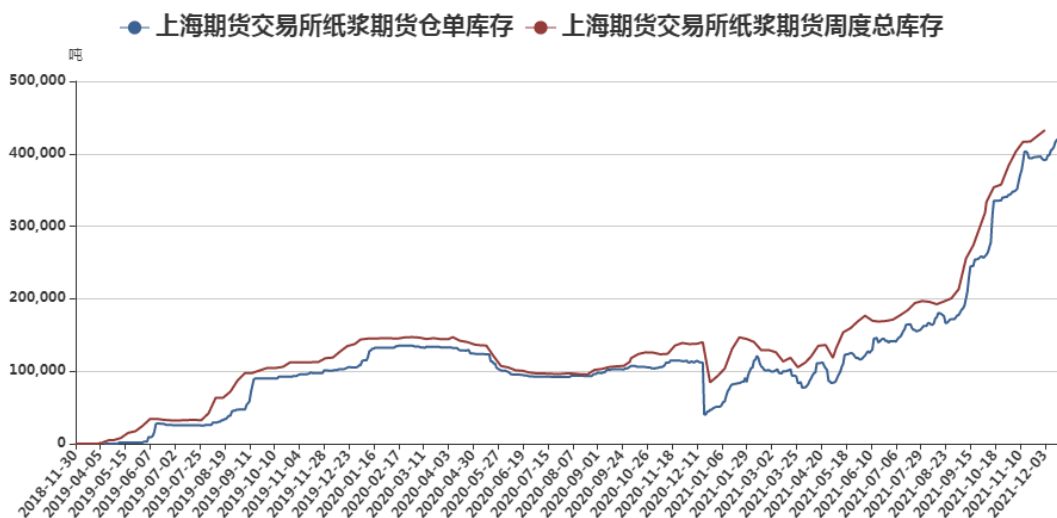
第二点：绝对价值到位，叠加了事件驱动。纸浆价格在形成双底结构中，针-阔叶价差已经明显收窄到极值，表明针叶下跌空间已经非常有限；并且针叶基差已经出现现货升水，所以期货有超跌的嫌疑。而此时加拿大 BC 省的洪水导致了供应链危机的发酵，成为反弹行情转变为趋势上涨的润滑剂。

第三点：盘面期限结构也开始动作，迅速转变为近月升水，紧接着又回归远月升水，期限结构的调整幅度也非常大，堪比单边行情。这也是纸浆行情的突出特征之一。但浆纸联动表现一般，并没有形成突发驱动。

由此，我们对主要核心指标进行分析，待出现指标的时机，有助与提高对于行情的敏感性。

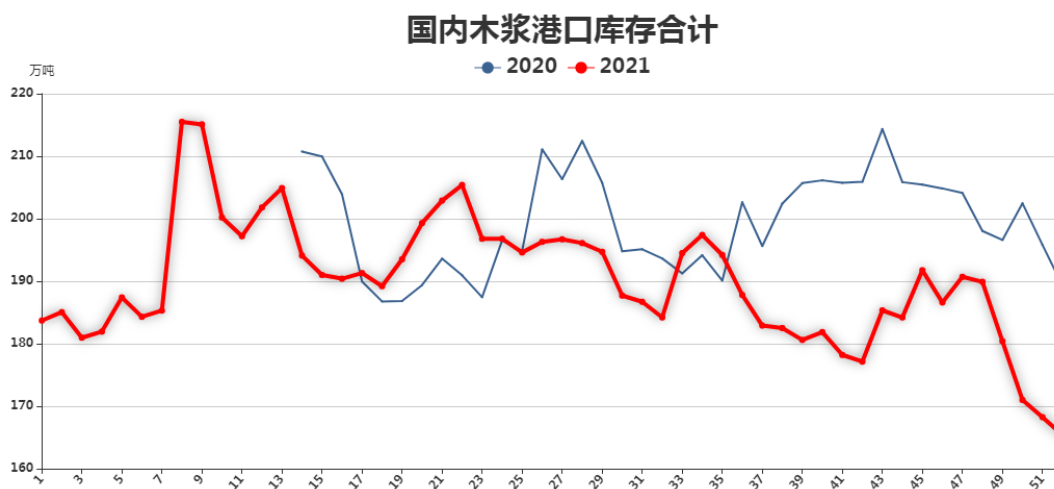
3.2 仓单库存与现货流动性的博弈

图 14 纸浆期货仓单库存



数据来源：上海期货交易所、招金期货

图 15 纸浆现货库存



数据来源：卓创资讯、招金期货

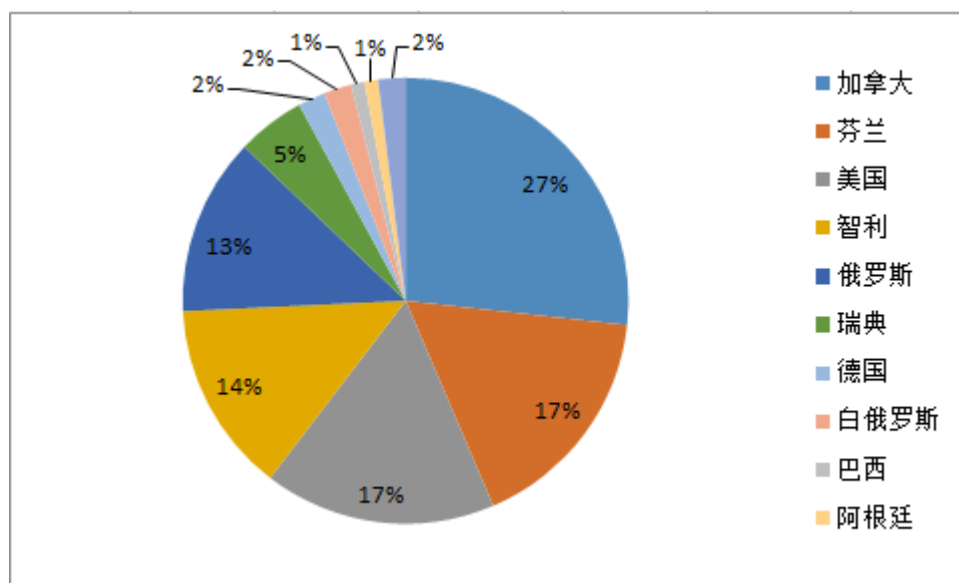
前文我们对针叶浆和阔叶浆的进口量进行了分析，年内的进口量是保持平稳的。但是从现货库存和仓单库存来看，却呈现了明显的分化。港口库存在年底已经降低至 170 万吨以下，而仓单库存却持续增长超过 40 万吨。可见，大量的针叶浆其实都被锁定在仓单中，并未在现货库存中体现。

这就带来了标品和非标品的流动性矛盾。现货港口库存降低，说明现在现货流动性偏紧，而仓单库存本身就是流动性偏低的库存，所以被锁定的仓单库存，并不能对于现货市场形成有效的压力，也就成为了纸浆期货市场炒作的一个特性，就是高仓单情况下，价格仍可以继

续冲高，本质上就是多头很巧妙的利用了库存的流动性差。高仓单库存限制了空头的流动性，但低现货库存的流动性紧张成为多头占据优势的基础。

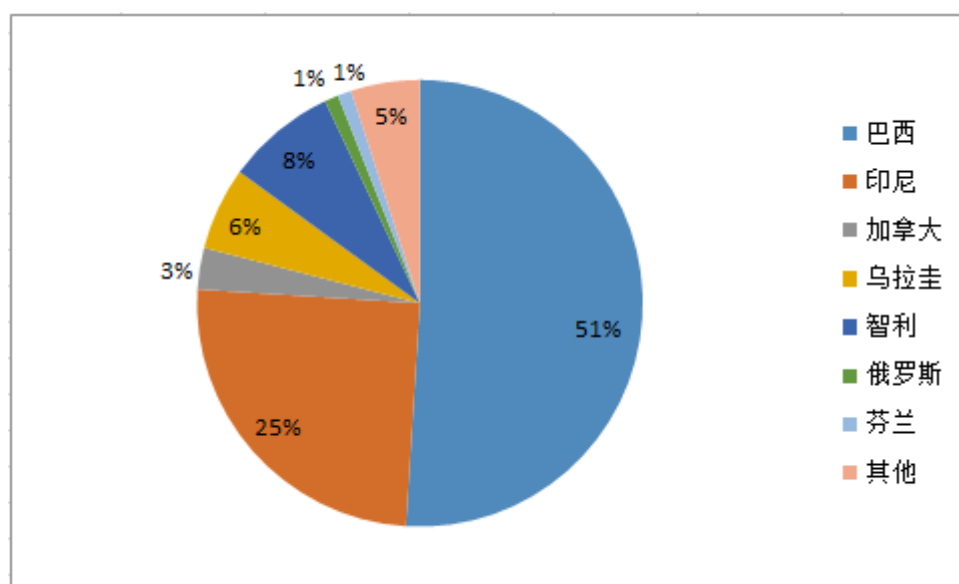
3.3 纸浆进口结构分析

图 16 针叶浆进口来源国



数据来源: wind、招金期货

图 17 阔叶浆进口来源国



数据来源: wind、招金期货

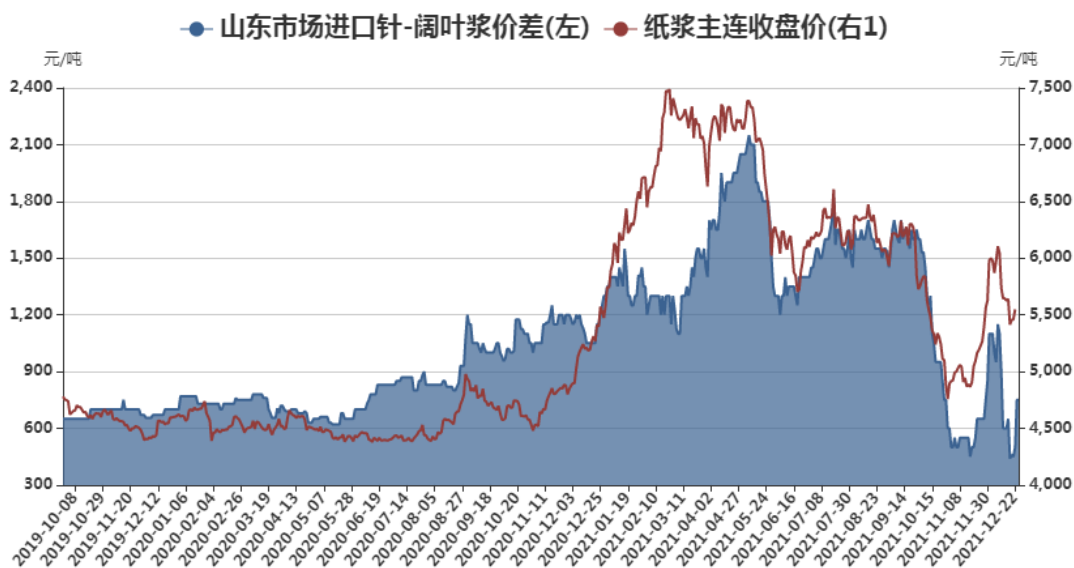
2021 年中国纸浆进口量持续增加，5 年平均增长率在 8.25%，纸浆进口的增量主要来自于阔叶浆、本色浆及其他纸浆。2021 年中国纸浆进口结构变化为：针叶浆、阔叶浆、化机浆进口量占比震荡下挫，而本色浆、其他浆进口量占比震荡上扬。预计 2022 年中国纸浆进口结构中，针叶浆、阔叶浆、本色浆、化机浆以及其他浆进口量占比较 2021 年同期增加-3.41 个百分点、3.34 个百分点、-0.14 个百分点、-0.66 个百分点以及 0.87 个百分点。

从进口来源国中分析，针叶浆主要依赖加拿大、美国、芬兰、智利和俄罗斯，尤其对加拿大、智利和俄罗斯的进口依赖更强。因此在最近的行情当中，加拿大主产省份的洪水导致停产、满洲里疫情导致俄浆进口受阻，都直接导致了供应链危机，推升了价格上涨。

上文提到 2022 年全球新增阔叶浆产能占全球新增产能的 46%，并且以南美洲阔叶增产为主，因此巴西的阔叶浆来源占比非常高，其次为印尼。阔叶浆的扩能，令未来的供应压力会限制针叶的上涨幅度。

3.4 针-阔叶浆价格边际分析

图 18 针-阔叶价差与纸浆主连收盘价走势



数据来源：卓创资讯、招金期货

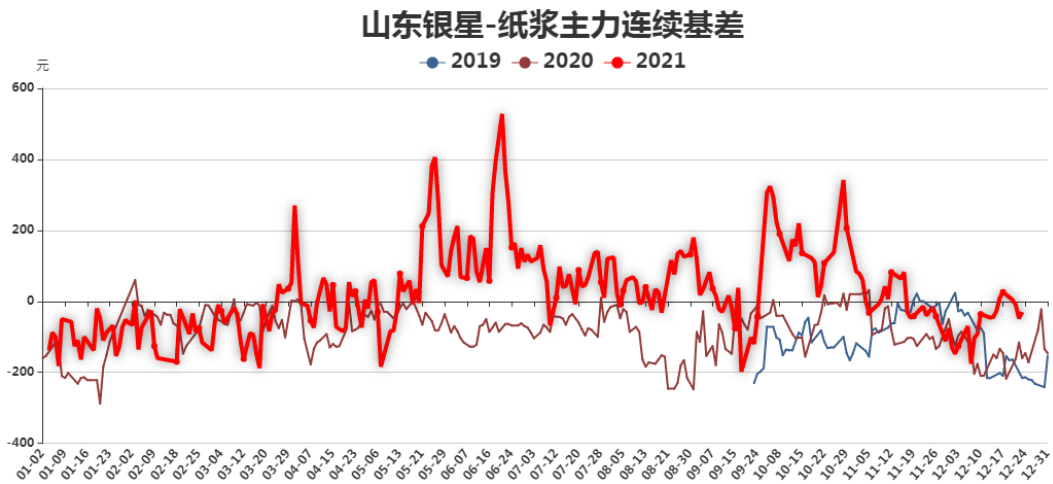
从针-阔叶现货价差与纸浆期货收盘价来对比分析，我们能够清楚的发现，针-阔价差与期货价格有极高的同步性，并且价差的高低，与盘面价格高低有明确的正相关关系。

在针叶升水阔叶达到高位时，针叶浆期货价格也是明显处于高位的状态，随即在下跌回落的过程中，两者价差快速收窄到低位后，又表明针叶跌至低估值区域，底部支撑在增强。

该价差信号，实用性和准确性都比较高，对于接下来盘面价格高低区域的判断有重要的参考意义。

3.5 针叶浆基差结构分析

图 19 银星针叶浆与盘面基差走势季节性图



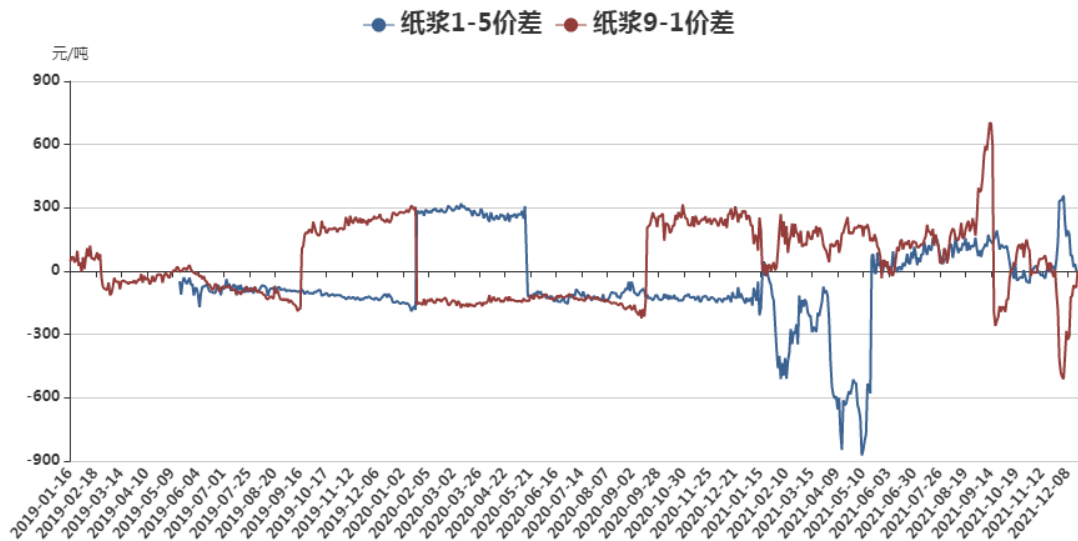
数据来源：卓创资讯、招金期货

从现货银星针叶浆与盘面的基差走势来看，基差在极端情况下，也能给出 300 以上的空间。也就是说，基差如果出现高升水盘面，有可能代表盘面出现超跌，则有可能会引发盘面价格的主动修复。

目前来说，纸浆的期现联动性较强，期现小基差时间比较长，并且结构上也是正套和反套来回切换，但是阶段极值给出的还是相当明确。期货盘面的波动与现货波动紧密，也就是期货暂时受资金情绪和预期逻辑的影响比较小。现货流动性多被锁定在仓单，因此近月下跌有利于多头接货，但远月上涨，在高仓单矛盾下，也会产生高价格区域的压力。因此当前如果出现期货升水拉大，期货上涨的阻力也会增大。

3.6 盘面期限结构呈现频繁调整

图 20 纸浆主要价差



数据来源: wind、招金期货

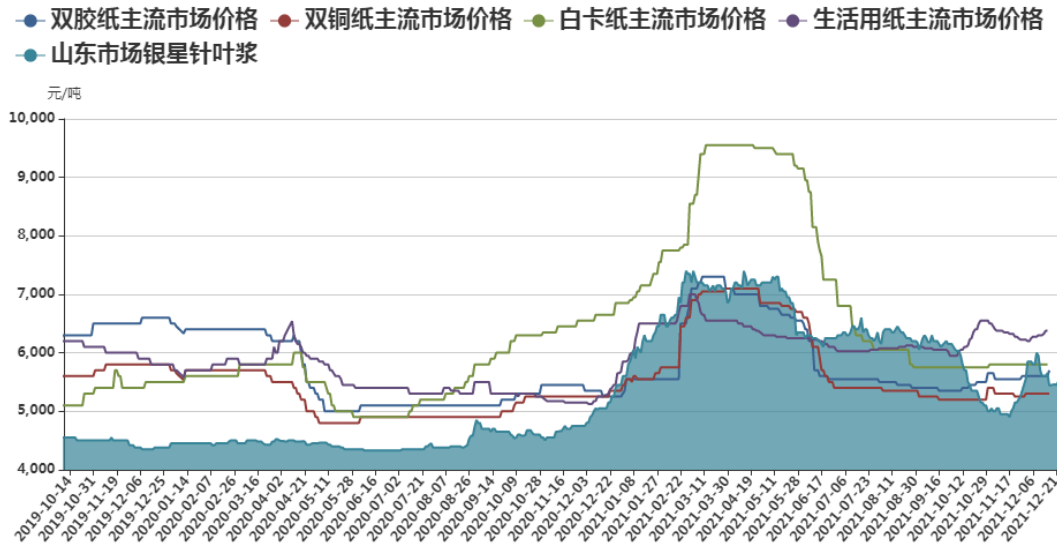
从 2020 年的大幅上涨开始，纸浆的价差结构就从 contango 的正向市场结构切换到 backward 的反向市场结构，近月开始主导市场，尤其在 2021 年上半年，近月高升水的情况更为严重（此时 01 合约为 2201）。而随后在价格大幅回落调整的过程中，近远月升贴水逻辑就开始反复切换。

期限结构的频繁调整，体现出资金对于近远月不同逻辑的判断，并且基本以近月为定价锚，形成了连续主力合约的结构。不过在明年这个情况可能会再度出现回归到主力月，但这需要看产业主力资金的选择。

价差结构频繁调整，也给出近远月价格高低估的判断，有助于在一段时间内，参与套利交易的机会。如 2021 年 11 月出现的 1-5 正套到转折会反套的机会，反映出市场在阶段价差严重偏离时，对于价差回归的博弈。

3.7 浆纸联动性分析

图 21 浆纸价格联动性图



数据来源：卓创资讯、招金期货

2017-2021 年双胶纸与针叶浆价差在-793 元/吨到 2026 元/吨；铜版纸与针叶浆价差在-817 元/吨到 1532 元/吨。通常情况下，价差数字越小，纸企毛利越低。双胶纸与针叶浆价差在 2018 年 11 月和 2021 年的多数月份为负值，铜版纸在 2017 年下半年、2018 年下半年、2019 年上半年和 2021 年的多数时间段为负值，主要因针叶浆价格高位整理及下挫幅度较小，而文化纸处于下行通道中有关；2021 年来看，二季度开始，浆、纸价格不断下挫，而针叶浆价格跌幅较缓，文化纸行业毛利率承压；四季度开始下游原纸企业发布涨价函，而浆价区间震荡整理，或利于行业利润的修复。

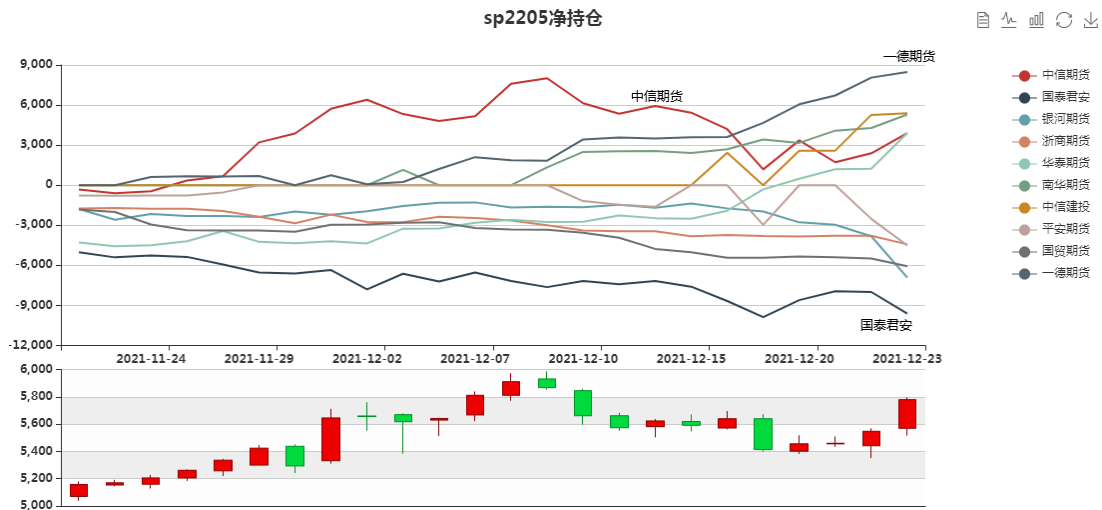
2017-2021 年生活用纸与木浆的相关系数最高，其中与针叶浆价差基本在-841 元/吨到 1603 元/吨。2021 年针叶浆、阔叶浆最高价出现在 3 月份，最低价出现在 10 月份，而生活用纸最高点出现在 3 月份，最低价出现在 7 月份。2021 年四季度前后，生活用纸受自身行业盈利承压因素影响，不断推涨原纸价格，行业毛利率有一定改善。

浆纸联动性其实出现了一定的降低，但是从周期规律上来看，纸张价格能够持续上涨，对于浆的价格也是持续性带动。但是如果仅仅是由浆上涨来导致的纸的价格上涨，则该驱动偏弱。而展望明年，纸的价格缺乏大涨的驱动，则对于浆来说，有可能难以形成浆纸联动性上涨。

第四章 2022 年纸浆行情逻辑分析

4.1 产业及资金主力持仓结构分析

图 22 纸浆主力净持仓分布



数据来源：招金期货

从净持仓来看，纸浆现在的主力持仓结构非常清晰，传统多头席位一德期货仍然表现很积极，而中信期货成为新的主力多头，空头席位以国泰君安为主。接下来对于 2022 年的行情，依然会以主力持仓的博弈来进行。

市场上的主要操作逻辑分歧：

第一个逻辑是以国泰君安为代表的做空逻辑，基于基本面需求不佳，预期供应平稳有增，供需平衡表偏宽松的趋势做空逻辑。主要是下游纸张需求不佳，并且贸易商以做空套保，及抛空期货来对冲现货下跌风险，因此该逻辑的空头持仓集中。

第二个逻辑是中信期货为代表的对锁持仓逻辑，主要操作的是近远月价差，中信此前利用 01 合约多单和 05 合约空单来做正套。

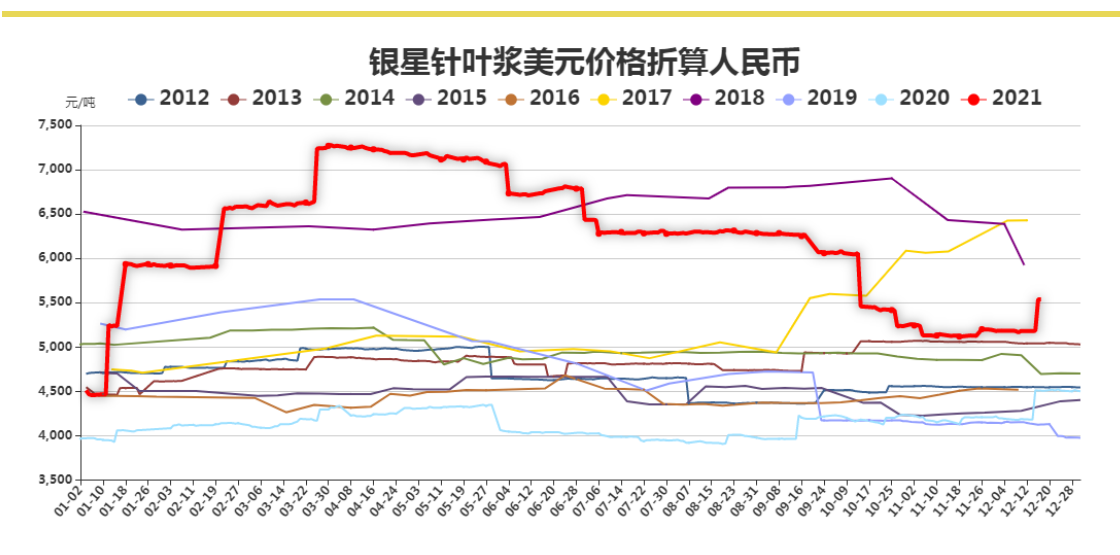
第三个逻辑是 APP 独立的持仓逻辑，其在 8、9 月连续利用仓单优势和库容优势逼仓空头交不上货，虽然仓单库存不断增长，但近月价格高度升水，并且升水现货。APP 控制近月的优势比较大，因此要高度注意一德期货等代表席位的增仓变化。

4.2 2022 年行情展望

展望 2022 年的行情，从供需的角度来看，2022 年之后全球进入新一轮产能扩张周期，纸浆新增产能在 4000 万吨以上，供应面持续宽松，其中阔叶浆百万吨以上的产能集中在南美洲，预计阔叶浆、针叶浆高位价差仍存。

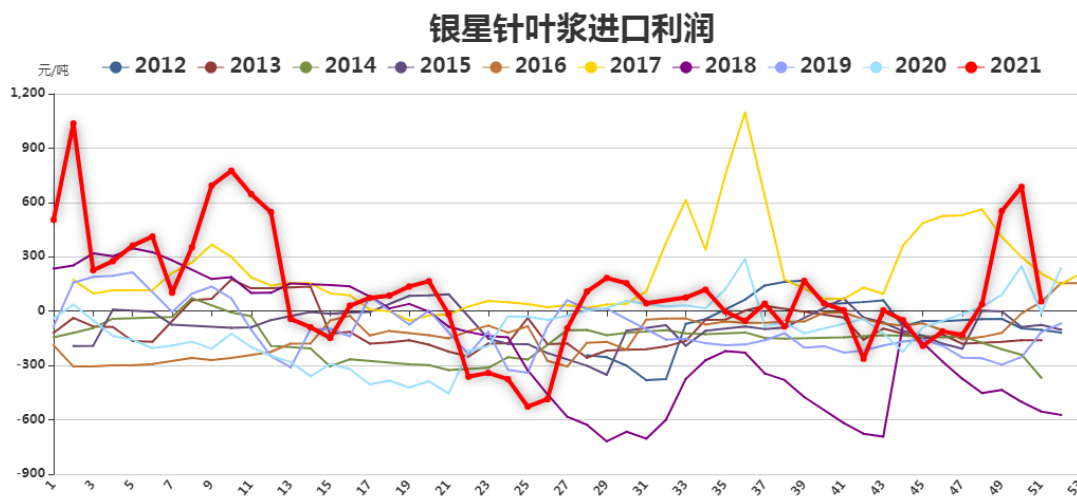
2021 年下游消耗量同比增加 2.32%，增速相对较低，主要受国内下半年受公共卫生事件影响原纸出口、下半年纸厂的集中停机检修影响，中国纸浆总需求量同比增加 2.41%，依旧维持弱平衡态势。

图 23 银星进口价格折算人民币



数据来源：招金期货

图 23 银星进口利润



数据来源：招金期货

通过上文我们对绝对价值逻辑的分析判断，基本以震荡中上扬对待。预计 2021 年纸浆期货主力合约价格运行区间或在 5000-6600 元/吨，月均波动范围主流运行于 5000-6000 元/吨区间，主要逻辑有：

- 1、 依据针-阔叶价差和历史价格区间推算，低于 5000 元是低估区间，高于 6500-7000 元为高估区间，具体还需依据供需基本面和价差关系来印证。
- 2、 依据浆纸联动性来判断，当前成品纸在 5000-6500 元的价格区间波动，当浆价高于 6500 元，对于下游造纸就产生严重的成本亏损，进而抑制需求；而浆价低于 4500 元时，利润区间扩大，有助于扩大需求。
- 3、 基于针叶浆进口利润来看，进口利润的大幅增长，必然会吸引大量的进口套利，其实对于价格有压制作用，长期以来纸浆的进口毛利润都处于小幅亏损阶段，如果利润大幅走低，对于内盘价格超跌也是辅助参考，对应 2018 年，彼时 4500 元的针叶浆，就是历史低利润及低估值，有较明确的抄底机会。

因此，经历过 2020-2021 年的大波动之后，纸浆期货的行情可能将重新评估均衡价格，在缺乏政策、供需和事件的叠加刺激下，再现大波动有难度，波动率降低可能将是 2022 年的新常态。不过，禁塑令、禁废令、碳中和、碳达峰政策利多于纸浆市场，因此，看好纸浆在低价值区域的做多机会，但同时需要放低上涨的期待，以宽幅震荡对待。

➤ 风险提示：

利空：仓单库存继续攀升，进口量大幅增长；

利多：造纸需求增长，主要供应国的突发事件，禁塑令等政策支撑。

免责声明

本报告内容形成采用的基础数据信息均来源于公开资料，我公司对这类信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和报告中得出结论及给出的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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关，本公司不承担投资者作出此类投资决策而产生任何风险，亦不对投资者作出此类投资决策做任何形式的担保。本报告版权为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本报告全部或部分内容翻版、复制发布，如引用、刊发，须注明出处为招金期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的侵权行为与我公司无关，我公司对侵权行为给公司造成的名誉、经济损失保留追诉权利。