



2022 年 3 月 4 日

通胀、供应二重奏，纸浆演绎偏强音

✍高琳琳

投资咨询从业资格号：Z0002332

✉ gaolinlin@gtjas.com

报告导读：

国内木浆主要依赖进口，特别是盘面交易的针叶木浆，交割品几乎都来自海外。从去年 10 月底盘面给出低位 4692 元/吨至今，纸浆价格一路高歌猛进，趋势形态良好。纸浆能走出这一波趋势主要原因在于作为美元定价的海外商品，受到通胀影响较大。能源成本上行（主要影响纸价）、木片成本和海运费暴涨等因素都自下而上或自上而下地影响着浆价；在供应端，前期加拿大、芬兰供应端扰动的故事还没结束，近期俄乌局势导致黑海部分区域港口物流受到影响，且部分国家连续出台对俄经济制裁措施导致市场担心未来俄针叶出口受阻，物流链或支付链有一个出现问题，都将对短期国内纸浆供应造成冲击。另外，二季度海外浆厂检修偏多，供应收紧对盘面仍有支撑。

对于后市而言，我们还是分成短期和中长期来看。短期（特别是未来 1-2 个月）而言，我们认为纸浆的前期两大驱动输入性通胀和供应问题将持续发酵，这将对盘面形成较强的支撑和推动作用。中长期来看，做多的风险点在于运力的缓解、货物集中到港。整体上偏 BACK 的月间结构也证明了市场对于这一观点的认同。

(正文)

1. 能源、木片、海运费暴涨或抬升、支撑浆价

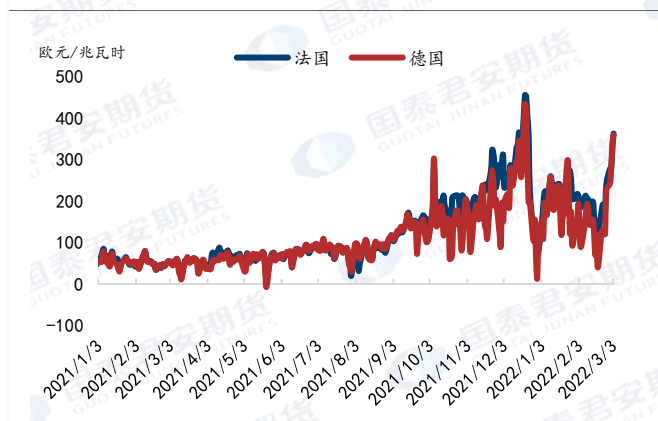
1.1 多家纸厂增加能源附加费，下游涨价支撑浆价

自 2021 年 10 月开始欧洲的纸厂在生活用纸、新闻纸等众多纸产品中增收能源附加费。例如德国再生瓦楞纸箱材料生产商 Aviretta 纸业公司，年产能 18 万吨 RCCM 包装纸，宣布自 2021 年 10 月 18 日起每吨加收 100 欧元能源附加费；Sappi Europe 宣布从 2021 年 10 月 25 日起，所有产品收取每吨 100 欧元的能源附加费；挪威 Norske Skog 公司宣布奥地利 Bruck 纸厂生产的 LWC 和新闻纸由于能源方面成本飙升，增收每吨 125 欧元的附加费；葡萄牙 Navigator 宣布对品牌下生活纸产品加收 15% 的附加费，以对冲能源成本的大幅上涨。

2021 年 10 月的首轮欧洲造纸厂加设能源附加费是由 2021 年初开始持续攀升的能源价格及电价导致。由此可见，欧洲天然气及电力价格的上涨会以能源附加费的形式最终反应在纸制品的终端价格上。从 2022 年 2 月 24 日开始，“俄乌冲突”正式爆发。伴随着武装冲突，全球范围内的金融战争及资源禀赋战争也拉开帷幕。作为世界第二大天然气生产国，根据《BP 统计年鉴 2021》2020 年俄罗斯的已探明天然气储量为 37.4 万亿立方米，约占世界储量的 19.9%。此外，俄罗斯是欧洲最大的天然气供应国，销售到欧洲的天然气占其出口量的三分之一，占欧洲进口天然气数量的近一半。以“俄乌冲突”为“引爆点”，欧洲与俄罗斯已渐行渐远。国际能源评估机构 Argus 指出，“俄乌冲突”已经导致欧洲能源价格飙涨，如果俄罗斯收紧供应可能引发价格新一轮上涨，最严重后果是产生结构性短缺。自“俄乌冲突”开始，法国电价从 2 月 24 日的 172 欧元每兆瓦时上涨至 3 月 2 日的 275.25 欧元每兆瓦时，上涨幅度达到 57.29%；德国电价从 2 月 24 日的 119.96 欧元每兆瓦时上涨至 3 月 2 日的 278.78 欧元每兆瓦时，上涨幅度超过 132%。能源成本约占欧洲造纸总成本的 10%。在欧洲电价暴涨的背景下，高昂的电力价格将抬升造纸成本，欧洲纸厂将会持续增加和提高能源附加费来尽可能维持自身利润。

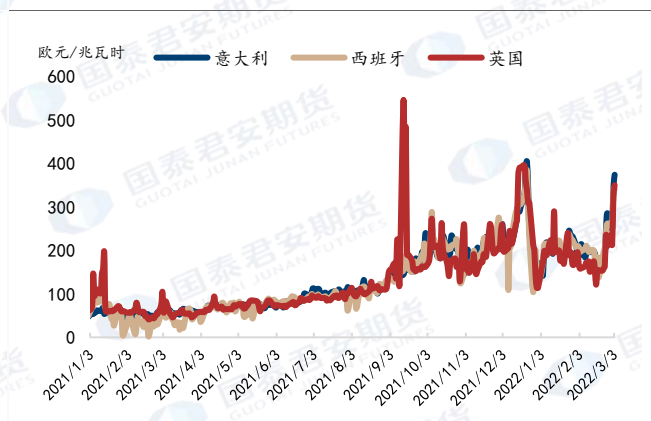
终端纸产品价格上涨将有利于浆价维持高位。理论上讲，在产业链扩张背景下，往往是上游原材料涨价速度更快，超过产品自身涨价速度，这时候产品本身作为下游的利润持续降低，部分让渡给上游。在 2021 年 10 月及之后的欧洲纸业公司产品价格普涨中，整个浆纸产业链的利润逐渐向上游集中，浆厂成为最大的赢家。

图 1：法国、德国电力价格



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货产业服务研究所

图 2：意大利、西班牙、英国电力价格

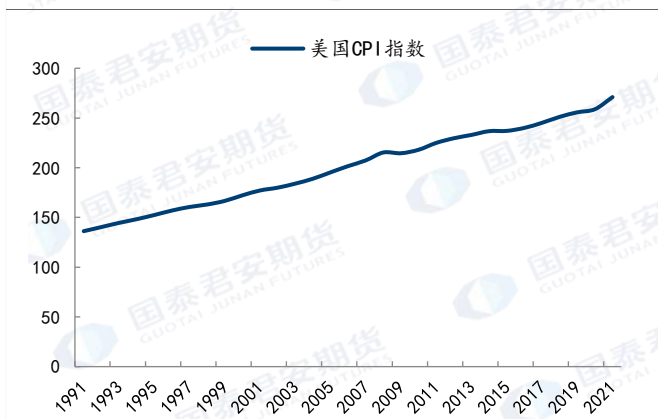


资料来源：Bloomberg，国泰君安期货产业服务研究所

1.2 美元定价及通胀逻辑下，原料木片成本继续上行

过去 10 年，以美元计价的中国针叶到岸价，与美国 PPI 的关联度达到 75%，与中国 PPI 的关联度达到 65% 左右。仅从数据上来看，它更倾向于一个以美元定价的商品。美国的通胀一部分是原料性的上涨，另外一方面来自它强劲消费。而消费一方面来自于疫情的补贴，另外一方面来自于美股在历史估值高位，对于居民端的金融资产的增值。目前美国的物价依然居高不下，通货膨胀也没有在短期内放缓的迹象。美国的 CPI 指数表明通货膨胀仍在加剧，美国 2021 年 CPI 指数相较 2020 年上升 4.7%，涨幅达到近 10 年来的最高水平。此外，美国经济分析局近日报告称，美国通胀的一项关键指标——个人消费支出物价指数 (PCE 2022 年 1 月) 较上个季度上升 2.3% 来到 119.39 点，与预期相符，这是自 1959 年 1 月以来的最高水平。

图 3: 美国 CPI 指数



资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

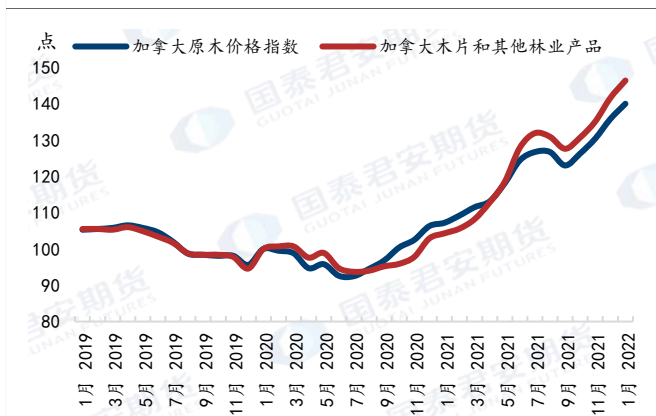
图 4: 美国 PCE 物价指数



资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

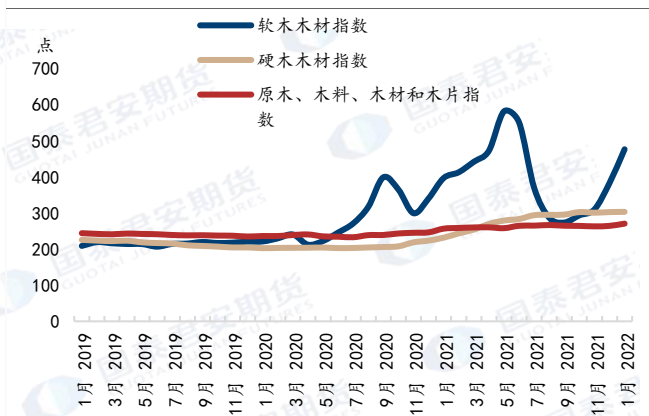
受通胀影响，在过去的一年里，世界上几乎所有主要的木浆产区的木浆原木价格都有所上涨。根据采木资讯的数据，在 2021 年第三季度，软木纤维价格指数 (SFPI) 处于 2014 年以来的最高水平，比 2020 年第三季度高出 8.1%。最显著的价格上涨发生在加拿大西部、美国南部、拉丁美洲和大洋洲，美国南部的软木浆原木价格也大幅上扬。加拿大原木指数从 2021 年 9 月的 127.6 点上升至 2022 年 1 月的 146.4 点，在 4 个月内涨幅达到 14.7%，可以从图 5 中看到加拿大原木的价格从 2020 年 6 月开始至当下时间点具有明显的趋势性上涨。与此同时美国的软木木材指数也在持续上行，从 2021 年 9 月的 273.6 点攀升至 2022 年 1 月的 476.51 点，上涨幅度超过 70%。CME 木材价格从去年 11 月 15 日的 536 美金/千板英尺一路攀升到了 3 月 1 日的 1373 美金/千板英尺，涨幅高达 156.2%。

图 5：加拿大原木价格指数持续上升



资料来源：Bloomberg, 国泰君安期货产业服务研究所

图 6：美国原木及木片价格指数持续上升



资料来源：Bloomberg, 国泰君安期货产业服务研究所

图 7：CMI 木材价格



资料来源：Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 8：国内木浆情况

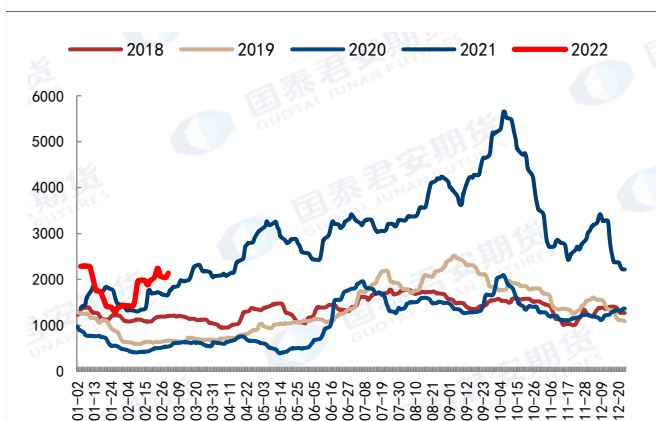


资料来源：Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

1.3 运力矛盾进一步升级，海运成本抬升吨浆成本

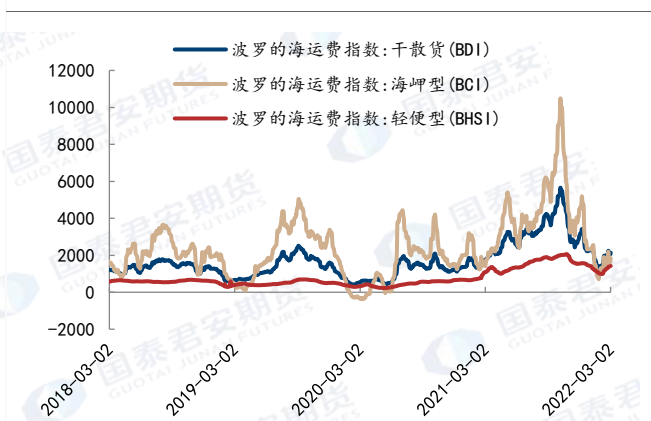
在航运供给端，欧盟已经对俄罗斯启动“禁航令”。随着欧美进一步加强对俄罗斯的制裁，包括鹿特丹港口在内的各主要欧盟港口将禁止俄罗斯船只入港，届时黑海区域整体运力恐迎来大幅降低，成为运价上涨主要驱动之一。继 2 月 28 日欧盟对俄罗斯关闭领空之后，欧盟多国进一步制裁俄罗斯。其中英国在北京时间 3 月 2 日宣布禁止俄罗斯的所有海上单位进入英国港口。英国交通大臣格兰特-沙普斯在给英国所有港口运营商的信中写道：“交通部认为这个时段让俄罗斯的商船进入港口是不合时宜的，我们必须限制俄罗斯的经济活动且让俄罗斯政府承担引起武装冲突的相关责任”。在航运禁令发布之前，共有三艘俄罗斯运营的油轮停靠英国海岸，这让局势变得愈发微妙。波罗的海干散货海运指数从 2022 年 2 月开始持续上涨，3 月 2 日已经达到 2137 点，一个月内上涨幅度超过 50%。此外，西班牙外交部部长 Jose Manuel Albares 也曾表示将会全力禁止俄罗斯的船只进入港口。隶属欧盟的荷兰拥有西欧最大港口鹿特丹港，俄罗斯的贸易体量约占该港口转运量的 18%。随着“俄乌冲突”持续升温，“禁航令”将会极大地影响俄罗斯及整个欧洲的航运运力。

图 9：波罗的海运费指数：干散货 (BDI)



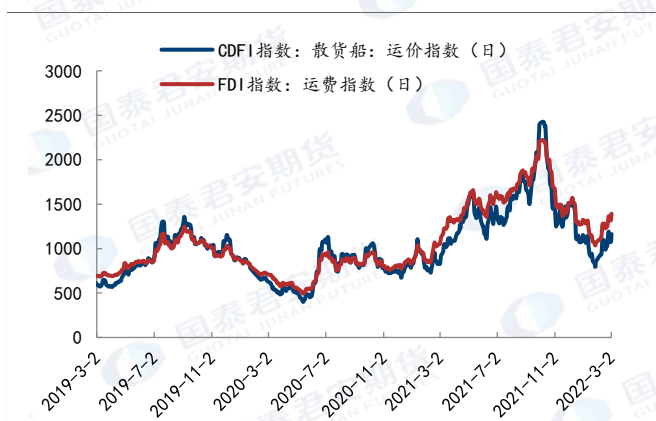
资料来源：同花顺，国泰君安期货产业服务研究所

图 10：各类波罗的海运费指数



资料来源：同花顺，国泰君安期货产业服务研究所

图 11：CDFI 及 FDI 运价指数



资料来源：钢联，国泰君安期货产业服务研究所

图 12：各条航线进口集装箱价格指数



资料来源：钢联，国泰君安期货产业服务研究所

成本端来看，由于“俄乌冲突”持续发酵，原油价格在 3 月 2 日突破 110 美元大关，燃油紧跟原油的上行节奏升至 780 元/吨的高位。燃料油占整个航运成本的比重较大，燃料油的持续上升势必带动运费的上涨。虽然纸浆船经营公司均和全球主要的纸浆生产供应商签订长期 COA 合同，且附加有油价联动条款运营成本相对稳定，但是上涨的燃油费用以及堵塞港口带来的船期时间延长都会极大地影响海运成本。最后许多承运人会不得不考虑加收燃油附加费来缓解压力，这将进一步抬升吨浆成本。

2. 供应紧张消息频出，情绪仍可能进一步发酵

2.1 芬兰罢工再次延长，加拿大卡车司机罢工，俄针口岸通关缓慢

芬兰罢工再次延长，纸浆供应持续受阻。芬兰运输工人工会 AKT 于 1 月 22 日宣布封锁 UPM，以支持造纸工人工会和芬兰电气工人工会的罢工，该支持措施将在芬兰港口实施。在封锁期间，码头工人不会处理 UPM 的纸张和纸浆，从而使得纸张出口和运输完全停止。到目前为止，UPM 与芬兰造纸工人会 Paperiliirtto 之间的激烈谈判仍在继续，2 月 24 日工会宣布继续将 UPM 大部分芬兰工厂的罢工延长三周，直到 2022 年 4 月 2 日。这已经是第三次罢工延长，罢工影响了 UPM 的纸浆生产，公司被迫调整供应链。据芬兰《Helsingin Sanomat》报道，Pesonen 公司不得不削减成本以弥补罢工造成的损失，Kaukas 和 Pietasaari 纸浆厂的投资计划项目可能面临危险，罢工将立即影响进出纸浆工厂的各种运输以及海港工作。

造纸主产地之一的加拿大因为运力不足，浆厂被迫减产。近日，加拿大卡车司机因为不满国家防疫措施举行了大规模的卡车司机罢工活动，且对抗越发激烈，加、美两国双向交通一度瘫痪，加拿大多数口岸遭受严重的运输中断，跨境贸易的阻断对经济和供应链造成了严重影响，加拿大造纸商 Paper Excellence 旗下浆厂也因运力不足被迫两次宣布减产，作为主要的针叶浆出口国，加针供应将受到很大的阻挠。

受“俄乌冲突”影响，俄罗斯口岸通关缓慢，欧盟对俄罗斯银行结算系统的制裁也使得进出口支付变得极其困难，纸浆出口持续受阻。俄罗斯针叶浆全球产能占比约 6%，中国从俄罗斯针叶浆进口量占比约 13%。作为俄罗斯最大的纸浆和纸制品生产商，伊利姆集团 (ilim) 也是向中国出口软木浆的最大出口商之一，2021 年对华产品出口量高达 166 万吨，占到了 ilim 全球销售份额的 60%。供应链方面，近期受俄乌冲突影响，俄罗斯将面临经济下行压力，据媒体报道，因近期局势紧张，俄罗斯口岸通关速度明显放缓，靠近海关检查区的地方经常堵车，且欧美各国开始禁止俄罗斯船只靠港。加之芬兰化学品公司 Kemira 决定从 3 月 1 号起停止对俄罗斯浆厂的化学品供应，纸浆供应端的阻力逐渐增强。短期战争局势若愈演愈烈，因设备炸毁、物流中断等不确定因素的影响，俄罗斯纸浆厂的生产与运输将面临巨大阻力。支付链方面，在当地时间 2 月 26 日晚欧盟宣布禁止俄罗斯的几家主要银行使用环球同业银行金融电讯协会 (SWIFT) 国际结算系统，此项制裁将损害俄罗斯对全球经营的能力，无法与境外银行进行安全有效的沟通，这将使得进出口支付变得极其困难。此举可能影响俄罗斯纸浆的国际贸易规模，并中断部分纸浆出口，供应端或有缩量。

2.2 二季度检修偏多，供需错配对盘面仍有支撑

多家大型企业将进入设备检修期，在需求强劲下供给的不足给期价带来有力的支撑。进入第二季度，多家企业浆厂开始进入检修期。加拿大造纸和包装公司 Paper Excellence 旗下 Howe Sound 浆厂将于 5、6 月份分别进行为期 13 天的年度检修和 19 天的锅炉检修，同时在 5 月份对旗下 Skookumchuck Pulp 浆厂进行 15 天的年度停机期间将共计影响 5.2 万吨的纸浆产量。除此以外，加拿大木材巨头 Canfor 将对旗下 Northwood 浆厂于 6 月份进行为期 7 天的设备检修，期间将影响产量 1.9 万吨；Mercer 旗下 Celgar 浆厂 18 天的年度检修也将影响 2.6 万吨的纸浆产量。加拿大是国内最大的针叶浆来源国，多家企业设备停休将对针叶浆产量带来短期冲击。

表 1：海外浆厂 Q2 停机检修计划

计划停产	公司	浆厂	检修原因	计划停产时长	产能	影响产量	开始时间
2022 年	West Fraser	Hinton Pulp	年度设备检修	9	42	1	2022 年 4 月
2022 年	Domtar	Kamloops	季节性检修	14	35	1.3	2022 年 4 月
2022 年	International Paper	Grande Prairie	年度检修	10	40	1.1	2022 年 4 月
2022 年	Alberta-Pacific		年度设备检修	15	40	1.6	2022 年 4 月
2022 年	Paper Excellence	Howe Sound	年度检修	13	45	1.6	2022 年 5 月
2022 年	Mercer&West Fraser	Cariboo	年度停机检修	16	35	1.5	2022 年 5 月
2022 年	Mercer	Peace River	年度停机	15	23	0.9	2022 年 5 月
2022 年	Paper Excellence	Skookumchuck Pulp	年度停机检修	17	28	1.3	2022 年 5 月
2022 年	Canfor	Northwood	设备检修	17	40	1.9	2022 年 6 月
2022 年	Mercer	Celgar	年度检修	18	52	2.6	2022 年 6 月
2022 年	Paper Excellence	Howe Sound	锅炉检修	19	45	2.3	2022 年 6 月

资料来源：公开资料整理，国泰君安期货产业服务研究所

3. 小结

针叶目前推涨的主要矛盾是现货流通偏紧，美国、芬兰、加拿大的几大浆厂往中国的出口木浆出现明显减量。而俄乌战事也使得原本薄弱的纸浆供应链雪上加霜，能源成本上行（主要影响纸价）、木片成本和海运费暴涨，自下而上和自上而下地影响着浆价；在供应端，前期加拿大、芬兰供应端扰动故事还没结束，近期俄乌局势导致黑海部分区域港口物流受到影响。且部分国家连续出台对俄经济制裁措施导致市场担心未来俄针出口受阻，物流链或支付链有一个出现问题，都将对短期国内纸浆供应造成冲击。另外，二季度海外浆厂检修偏多，供应收紧对盘面仍有支撑。

对于后市而言，我们还是分成短期和中长期来看。短期（特别是未来 1-2 个月）而言，我们认为纸浆的前期两大驱动输入性通胀和供应问题将持续发酵，这将对盘面形成较强的支撑和推动作用，浆价或维持偏强态势，易涨难跌，思路仍以逢低回调做多为主。中长期来看，做多的风险点在于运力的缓解、货物集中到港，整体上偏 BACK 的月间结构也证明了市场对于这一观点的认同。

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

国泰君安期货金融衍生品研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038982 传真：021-33038937

国泰君安期货客户服务电话 95521