



2022 年 4 月 12 日

专题报告：欧洲“能源危机”下推升浆纸成本

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

报告导读：

在俄乌冲突爆发之前，欧洲的能源问题已经“根深蒂固”，石油天然气受到供给端制约，能源对外依存度高一直是整个欧洲所面临的巨大“隐患”。除了能源对外依存度高以外，欧盟自身能源结构也较为不稳定。伴随着俄乌武装冲突，全球范围内的金融战争及资源禀赋战争也拉开帷幕。以俄乌冲突为“引爆点”，欧洲与俄罗斯这个能源供应大国已渐行渐远。俄罗斯是目前欧洲最重要的能源出口国，俄乌冲突无疑将欧洲的能源供应问题推向风口浪尖，在欧洲能源对外依存度高以及能源结构不稳定的情况下，能源及各类大宗商品供应端的掣肘直接导致了资源类上游产品价格急速攀升，纸浆原料成本及纸制品生产成本就受到此次欧洲能源危机次生灾害的影响。

- 1) 天然气，柴油，取暖油的价格暴涨导致欧洲普通民众的取暖成本日益提高。在各类供暖性能源价格暴涨的背景下，欧洲各国引发了“劈柴烧火”需求。因担心天然气，柴油价格暴涨甚至出现断供的情况，欧洲部分地区民众纷纷开始自主砍伐或者大量囤积木材提前为 2022 年的寒冬做准备。增益需求导致欧洲木材价格高企，进一步抬升了纸浆的生产成本，原材料成本端对纸浆价格形成强有力的支撑。
- 2) 造纸厂生产各类纸产品需要花费大量电力，所以能源价格快速上行极易对纸厂产生冲击。为了经营的可持续性，欧洲的纸厂纷纷在终端的纸产品上增收能源附加费来维持盈利，涨价函层出不穷。电价高位拉升造纸成本，能源危机下浆、纸同行，终端纸产品价格持续上涨将延后下游负反馈的到来，使盘面浆的上涨格局具有可持续性。
- 3) 纸浆短期偏强格局延续，暂不建议做空。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成本推升下的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，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缓解、货物集中到港，以及下游的涨价函能否最终落地。

(正文)

1. 欧洲能源危机背景

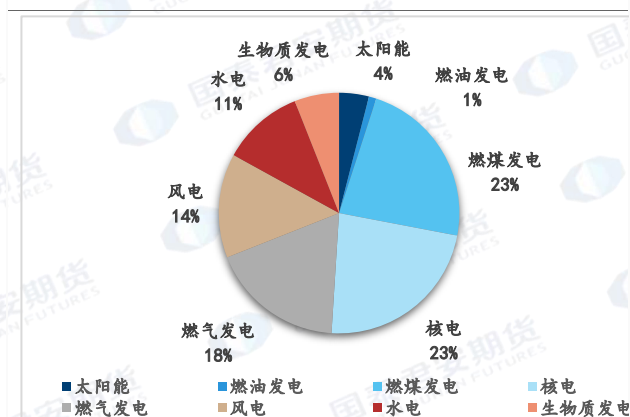
1.1 欧洲高能源进口依赖度以及能源结构不稳定成“症结”

在俄乌冲突爆发之前，欧洲的能源问题已经“根深蒂固”，石油天然气受到供给端制约，能源对外依存度高一直是整个欧洲所面临的巨大“隐患”。从需求端来看，受疫情的持续影响，欧洲整体对石油天然气的需求没有明显增加，处于较为稳定的状态。从供给端来看，早在 2015 年开始，欧洲的石油天然气供给端已经开始逐渐收缩，2020 年下半年开始供给端的问题愈发严重，导致石油天然气的价格开始快速攀升。

当前原油，天然气，煤炭是欧洲最主要的能源消费领域，但是这三种能源都非常依赖进口。据统计，欧盟整体的能源对外依存度已经超过 60.7%。其中，天然气方面欧盟尤为依赖以俄罗斯为主的进口天然气。2021 年全年，俄罗斯向欧盟出口天然气约 1550 亿立方米。以德国为例，德国目前的发电能源结构为煤炭 25%、天然气 17%、核能 11%、太阳能 9%、风电 23%、生物燃料 8%，原油 1%。可以从数据占比中观察到，天然气作为清洁能源中最主要的领域已经接近传统能源煤炭的使用比例。

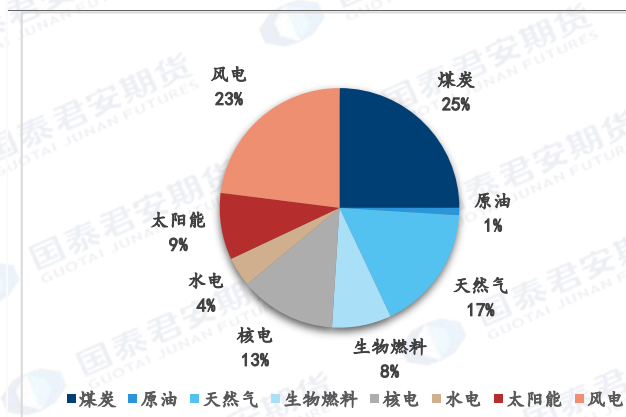
除了能源对外依存度高以外，欧盟自身能源结构也较为不稳定。欧盟坚持贯彻“碳中和及碳达峰”的思想理念，在整体能源消耗结构中不断地降低原油，煤炭等传统能源的使用比例的同时增加风能及天然气等清洁能源的使用比例。伴随着以天然气为首的清洁能源愈发重要，欧洲的能源对外依存度也随之提高，整体能源结构的稳定性随之下降。

图 1：欧洲能源结构



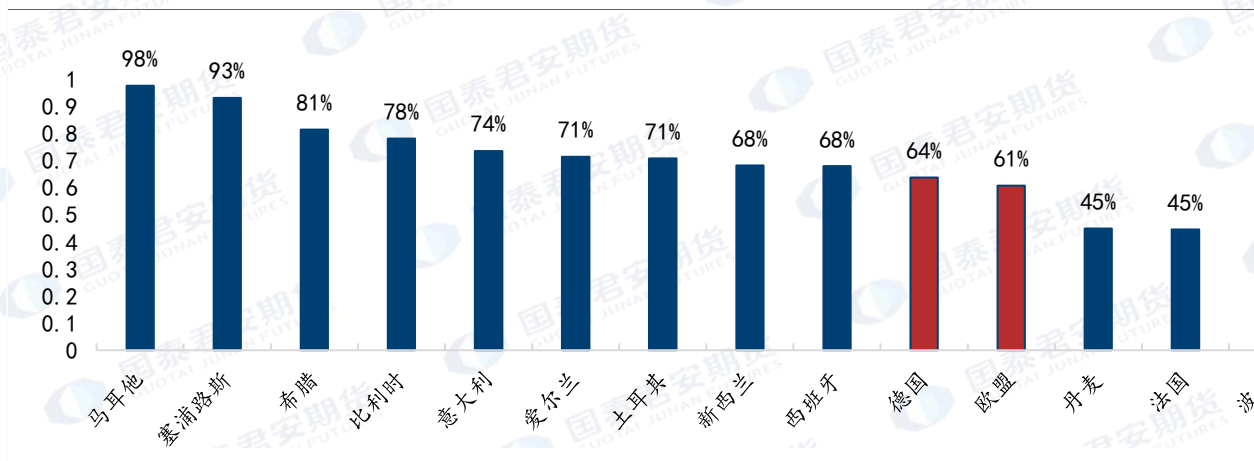
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货产业服务研究所

图 2：德国能源结构



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货产业服务研究所

图 3：欧洲能源对外依存度



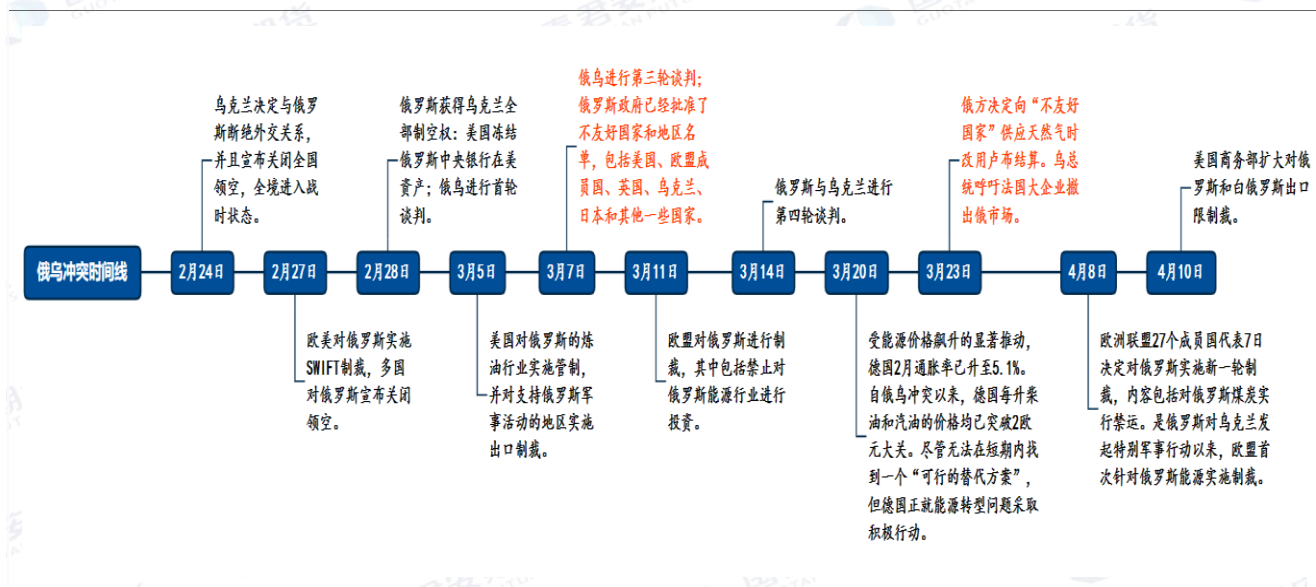
资料来源：EUROSTAT，国泰君安期货产业服务研究所

1.2 俄乌冲突成“欧洲能源危机”引爆点

俄乌冲突于2月24日伴随着俄罗斯对乌克兰顿巴斯地区采取特别军事行动正式打响。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，销售流转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”，欧洲与俄罗斯这个能源供应大国已渐行渐远。2月27日开始，欧美对俄罗斯SWIFT结算系统实施制裁，导致欧洲与俄罗斯的贸易结算流程出现部分停滞情况。3月7日，俄罗斯将美国及部分欧盟重要国家列为“不友好国家”，在此之后多轮协商谈判未果导致俄乌冲突有愈演愈烈之势，在3月23日俄罗斯政府决定反制裁向“不友好国家”提供天然气时用卢布来结算。俄罗斯是目前欧洲最重要的能源出口国，俄乌冲突无疑将欧洲的能源供应问题推向风口浪尖，在欧洲能源对外依存度高以及能源结构不稳定的情况下，能源及各类大宗商品供应端的掣肘直接导致了能源、粮食、木材、有色金属的价格开始急速攀升，各类原材料价格猛涨对中下游产业造成了进一步冲击。

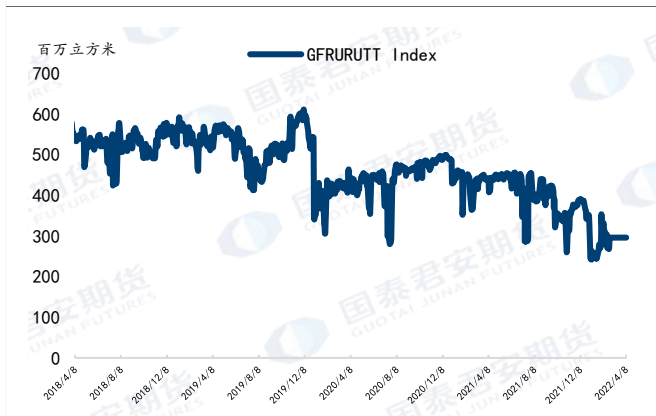
图4：俄乌冲突时间线



资料来源：公开资料整理，国泰君安期货产业服务研究所

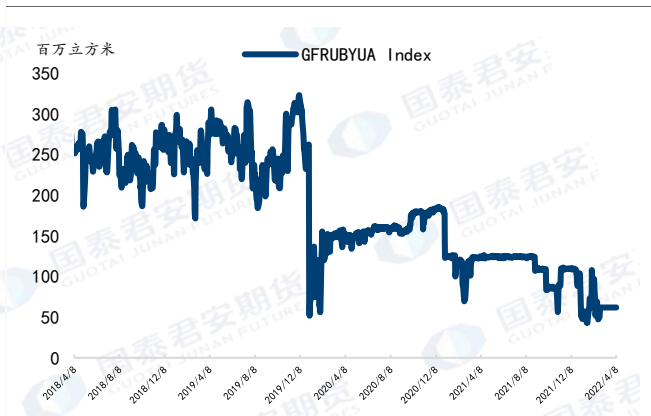
俄乌冲突导致欧洲能源危机日益严重，2022年的冬季将异常“寒冷”。伴随着俄乌冲突的开始，俄罗斯与白俄罗斯发往欧洲地区的气体供应量一直维持在较低水平。根据最新数据，4月12日，俄罗斯与白俄罗斯发往欧洲地区的气体供应量为2.95亿立方米(每日)，同比下降28.22%。此外，在低供应量的情况下，欧洲天然气库存正逐渐降低。往年欧洲天然气库存在淡季时会进行补库，但今年与往年不同，欧洲2022年的天然气需求淡季很可能因为供给端收缩而无法进行新一轮补库。在整个三月底，欧洲天然气的整体库存维持在350万立方米左右，该库存数量已经远低于2018-2020年的水平。如果今年欧洲的天然气库存没有在淡季累库，那么对于欧洲普通民众而言，2022年的冬季将会异常“寒冷”。

图 5：俄罗斯与白俄罗斯发往欧洲气体供给量



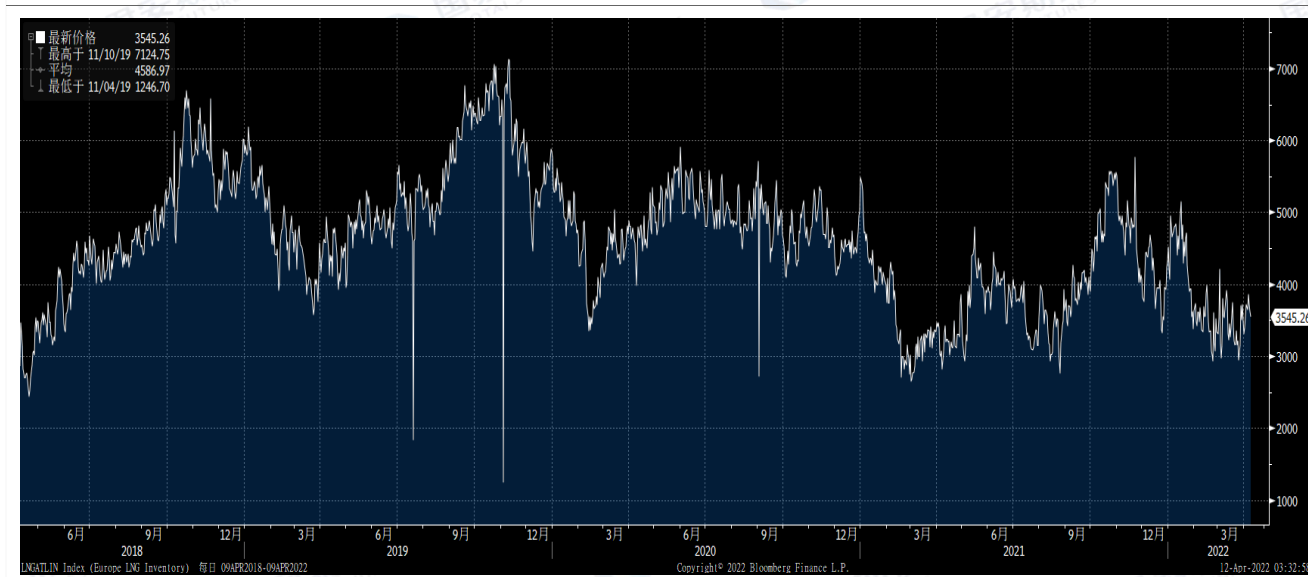
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货产业服务研究所

图 6：俄罗斯与白俄罗斯发往乌克兰气体供给量



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货产业服务研究所

图 7：欧洲天然气库存(千立方米)



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货产业服务研究所

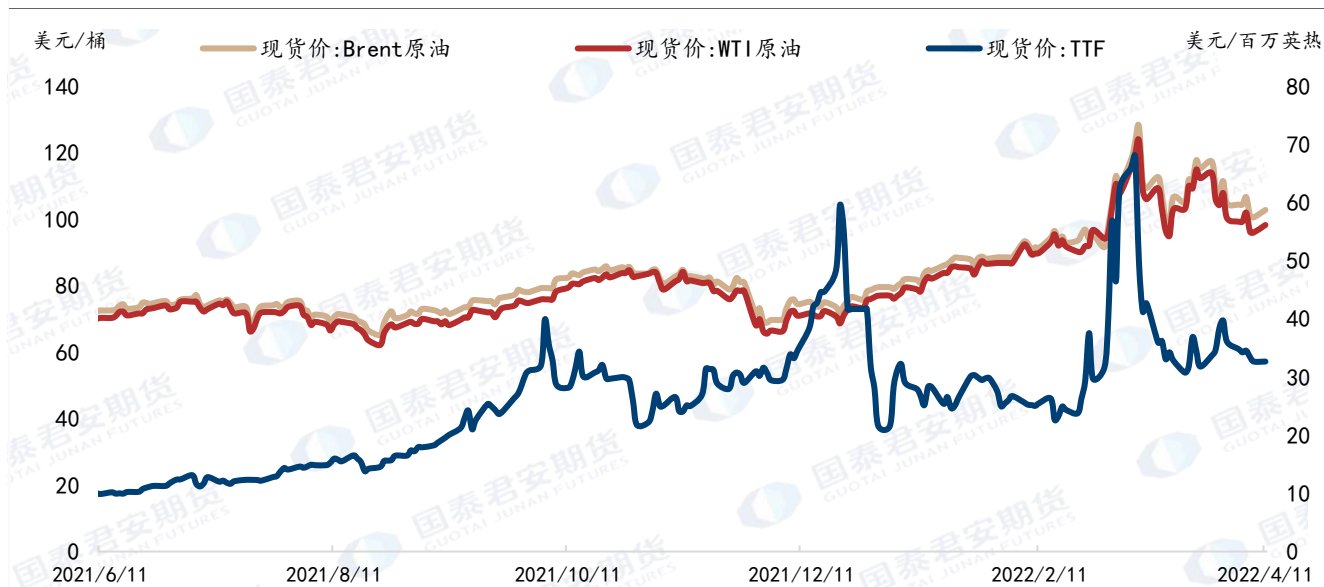
2. 天然气价格大幅上涨，引发“劈柴烧火”需求，推高纸浆成本

2.1 各项能源价格快速上涨

天然气，柴油，取暖油的价格暴涨导致欧洲普通民众的取暖成本日益提高。从4月上旬开始，受俄罗斯能源减供的影响，欧洲各类能源价格上涨迅速，天然气价格在过去两个月内发生了大幅波动。目前受俄乌局势影响，欧洲 TTF 天然气价格一度从 2 月 21 日的 23.76 美元/百万英热上升至 3 月 8 日的最高点 67.93 美元/百万英热，三周内上涨幅度超过 185%。随后，TTF 天然气价格大幅回调至 40 美元/百万英热以下。

在此轮欧洲天然气价格大幅波动之前，在 2021 年 10 月份和 2021 年 12 月份已经出现过两轮的大幅波动，半年内欧洲的天然气价格已经出现三轮大幅波动，对欧洲普通民众已造成明显影响。此外，在本轮俄乌冲突影响下，ICE 柴油的价格从 2 月 16 日的 806 美元/吨上升至 3 月 24 的历史最高点 1242 美元/吨，在一个月左右时间里，ICE 柴油价格上涨幅度超过 50%。NYMEX 取暖油价格从 2 月 17 日的 274 美分/加仑上升至 3 月 23 日的 382 美分/加仑，上涨幅度接近 40%。在各类供暖性能源价格暴涨的背景下，欧洲各国引发了“劈柴烧火”需求。

图 8：欧洲各类能源价格走势



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 9：ICE 柴油价格走势



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 10：NYMEX 取暖油价格走势



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

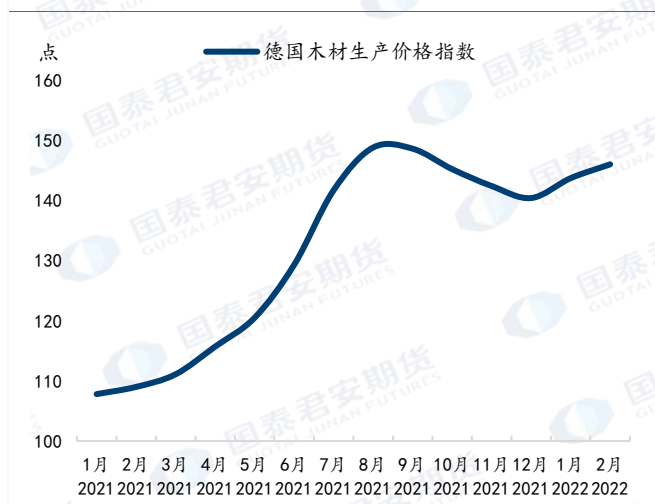
2.2 德国民众抢购囤积木材

因担心天然气，柴油价格暴涨甚至出现断供的情况，欧洲部分地区民众纷纷开始自主砍伐或者大量囤积木材提前为 2022 年的寒冬做准备。从 3 月 23 日开始，俄罗斯政府颁布天然气“卢布结算”协议。该协议规定对 3 月 7 日划定“不友好”名单上的国家进行天然气出口时必须以卢布进行结算。此项协议对德国，波兰，希腊，意大利，比利时这些对俄罗斯天然气有高进口依赖度的国家来说是“致命”的，一是这些国家无法在短期内找到其他渠道解决能源供给缺口，二是即使找到替代品，此类能源的价格也将会因为供给端收缩而被推向顶峰。欧洲百姓无法承担日渐高企的取暖价格，于是纷纷开始大量囤积木材以备不时之需。目前德国的情况最为典型，此前德国政府通告：德国的天然气储备量至今只有 25%，已经处于危险水平，呼吁企业和民众节约用气。随着恐慌气氛在德国社会中蔓延，预计未来一段时间内，德国民众对于“劈柴烧火”的需求将会持续走高。

2.3 木材价格持续上涨推高纸浆成本

供应端紧缩，需求端走强，德国木材价格持续上涨，亦将推高纸浆成本。根据数据显示，德国的木材价格从2021年初开始急速上涨，木材价格生产指数从2021年1月的107.8点上升至2021年8月的148.8点，上涨幅度超过38%，此后在经过一轮短暂的回调之后，2022年2月德国木材价格生产指数来到146点，已经接近历史最高位。此外，CME木材价格也处在高位震荡态势之中并且多头持仓量正在逐步增加。2021年末，虫害、飓风等自然灾害让德国森林大面积受灾，直到2022年3月，自然灾害才有所缓解。但是，即使是供给端的利好信息也无法使木材价格走弱。据外媒报道，3月份，德国南部以及奥地利的针叶原木价格从原本的106欧元/立方米（巴伐利亚最低价）涨至120欧元/立方米（奥地利最高价）不等。另一方面，受德国民众3月份以来持续上涨的储备木材需求，预计德国及周边各国的木材价格易涨难跌。欧洲高企的木材价格进一步抬升了纸浆的生产成本，原材料成本端对纸浆价格形成强有力的支撑。

图 11：德国木材生产价格指数



资料来源：Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 12：CME 木材收盘价与多头持仓量



资料来源：Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

3. 电价高位拉升造纸成本，能源危机下浆纸同行

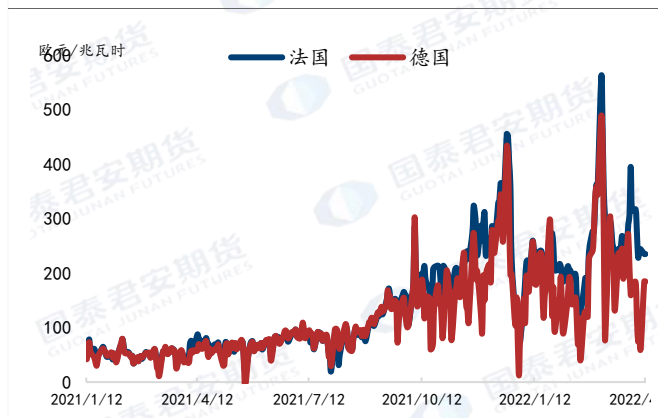
造纸厂生产各类纸产品需要花费大量电力，所以能源价格快速上行极易对纸厂产生冲击。据报道，由于天然气价格飙升，Pro-Gest SpA已经暂停其在意大利的六家纸厂的运营。与此同时，根据最新消息，欧洲LECTA公司造纸公司从2022年4月1日开始对旗下的纸产品征收每吨150欧元的能源附加费。征收能源附加费的行为在欧洲早有前车之鉴，自2021年10月，欧洲纸厂在生活用纸、新闻纸等众多纸产品中开始增收能源附加费。例如葡萄牙纸厂Navigator宣布双胶纸上涨8%，并对公司的所有产品额外加收50欧元/吨的附加费。Sappi Europe宣布从2021年10月25日起，所有产品收取每吨100欧元的能源附加费。

近期欧洲造纸厂增收能源附加费是由2022年2月底开始攀升的能源价格及电价导致。为了经营的可持续性，欧洲的纸厂均会在终端的纸产品上增收能源附加费来维持盈利，所以能源价格及电力价格的上涨会最终反应在纸制品的终端价格上。从2月底以来，俄乌冲突愈演愈烈，虽然经历过多轮谈判，但是结果并不尽如人意。在欧美等国与俄罗斯制裁与反制裁的过程中，欧洲的能源以及电力价格也随之大幅波动。在3月23日“卢布结算令”颁布之后，欧洲的天然气以及电力价格迎来新一轮推升。意大利电价从3月23日的220欧元/兆瓦时上涨至4月4日的292欧元/兆瓦时，上涨幅度达到32.7%，随后回落至4月12日的238欧元/兆瓦时；德国电力价格受消息面影响一度从3月25日的189欧元/兆瓦时上升至3月29日的271欧元/兆瓦时。

兆瓦时随后价格宽幅震荡。能源成本约占欧洲造纸总成本的 10%。在欧洲电价持续上升的背景下，高昂的电力价格将抬升造纸成本，欧洲纸厂将会持续提高能源附加费来尽可能维持自身利润。

电价高位拉升造纸成本，能源危机下浆、纸同行，终端纸产品价格持续上涨将延后下游负反馈的到来，使盘面浆的上涨格局具有可持续性。

图 13: 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 14: 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

4. 操作建议及风险提示

纸浆短期偏强格局延续，暂不建议做空。纸浆今年上半年大概率延续交易供应端逻辑，对于需求疲弱的弱现实基本无视。目前支撑推涨盘面的主要因素是欧洲能源危机影响下，木片成本抬升；电价影响下，纸价抬升；浆纸同行下，下游负反馈不断推迟。目前美元在途针叶浆 1000 报价，折合盘面 7200 元/吨，外盘供应商报价月创新高，重置成本不断上行。

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成本推升下的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，浆价或维持偏强态势，易涨难跌，思路上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缓解、货物集中到港，以及下游的涨价函能否最终落地。

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。

版权声明

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

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