



2022 年 12 月 05 日

二〇二三年度

先低后高，波段为王

---2023 年纸浆期货行情展望

高琳琳，CFA

投资咨询从业资格号：Z0002332

gaolinlin@gtjas.com

君研
FUTURE
LAND

报告导读：

基于对纸浆的基本面判断，2023 年浆价预计重心下移，走势呈阶段性特征。年初供给偏紧状况短期内无较大改善，盘面仍有一定支撑；二季度随着新增产能投产，海外供应集中到港，浆价面临下行可能。下半年或受益于下游需求的回补，对盘面有一定支撑，预计全年呈 U 型态势。2023 年上半年的故事仍在供应端，而下半年受到国内经济复苏及旺季驱动或在需求端发力，全年结构性机会偏多。但受制于宏观面和 2022 年高点偏高且持续时间较长，2023 年全年重心回落，预计 U 型上方空间不会特别大。

供应端的故事围绕着供应链的修复及海外需求回落展开。加拿大西端卑诗省供应链中断、UPM 罢工及地缘政治问题对供应链的冲击下，一整年来市场对于加针供应担忧并未缓解。外需衰退是大概率事件，同时随着供应链的逐步缓解，欧美纸浆对中国的供应预计将逐步提高，2023 年第二季度国内纸浆供应或有明显宽松。

下半年，主要看纸企新增投产及需求的修复预期能否兑现。各主要木浆系纸种利润在连续一年左右的低位下，2023 年或迎来利润的回暖。按照淡旺季及白卡、生活用纸新增投产计划来判断，下半年需求修复预期或带来一定向上驱动，但考虑到偏弱的宏观面，预计上方修复空间不会太大，难以回到 2022 年 Q2 的高度。

投资展望：

2023 年的低点或出现在 Q2，Q1 仍将受制于供给不足形成的长尾效应。上半年的供应去库压力会高于下半年。虽然长周期上纸浆的需求有边际性的增长，但是偏弱的宏观面下，纸浆难独善其身。上半年从供应修复的角度来看主要矛盾点在外需走弱下国内供应有所好转，下半年受纸企新增投产需求及旺季影响或产生一定的上涨驱动。2023 年纸浆趋势性行情难现，年度重心回落，远期正套机会较大，下方支撑关注 5000-5500 区间。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

国泰君安期货研究所

目录

1. 2022 年纸浆走势回顾.....	3
1.1 一季度：供应端扰动不断，纸浆价格持续走强.....	3
1.2 二季度：需求走弱，成本支撑，多空博弈，盘面高位震荡.....	3
1.3 三季度：宏观面扰动加剧，供需矛盾仍存，纸浆宽幅波动.....	4
1.4 四季度：多空因素交织，需求走势各异，浆价高位僵持.....	4
2. 2023 年纸浆运行逻辑：上半年看供应端拐点，下半年看需求端复苏.....	5
2.1 供应端：上半年供应压力大于下半年.....	5
2.1.1 外围市场扰动不断，但供应拐点渐行渐近.....	6
2.1.2 产能扩张结构分化，阔叶阶段性压力偏大.....	10
2.2 需求端：欧美需求见顶，国内复苏预期叠加表需增量.....	11
2.2.1 欧美需求见顶，国内纸制品出口环比下滑.....	11
2.2.2 国内产能集中扩张，复苏预期叠加表需增量.....	13
3. 结论与投资展望.....	19
3.1 2023 年浆价判断.....	19
3.2 投资展望.....	20

(正文)

1. 2022 年纸浆走势回顾

1.1 一季度：供应端扰动不断，纸浆价格持续走强

1 月上半月纸浆盘面价格延续前期的上涨态势，针阔叶浆外盘报价持续上涨、国际海运市场运力维持低位以及替代品阔叶浆供应偏紧都为 1 月上旬国内纸浆价格形成有力支撑，盘面资金流入增长至 14.6 亿元，处于历史新高。1 月下旬伴随着春节到来，资金避险，节前部分平仓，最后一周盘面资金大量流出，减仓近 10 万手。2 月纸浆盘面价格持续走强，春节后首周振幅 3.65%。此外，进入 2022 年以来，大宗指数合计上涨超 12%，原油作为大宗商品龙头，价格大幅上行带动整个大宗商品市场走强。

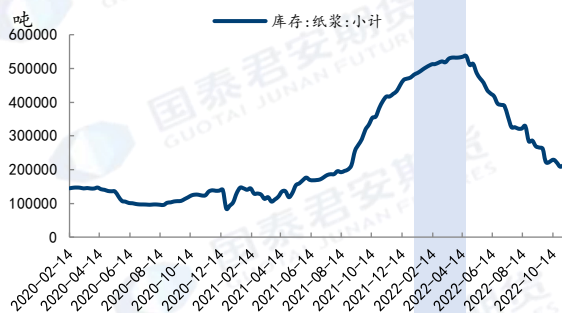
进入 3 月，主力合约先涨后跌。俄乌冲突愈演愈烈，欧洲减少进口俄罗斯天然气以及欧盟对俄罗斯的“禁航令”导致欧洲电价和运费出现暴涨，进而驱使纸浆成本持续高位运行。与此同时，芬兰罢工、俄罗斯支付链受损导致市场对纸浆供给端收缩预期持续增加从而进一步推升盘面价格。全球持续通胀背景下，俄乌冲突为“导火索”引爆全球纸浆产业链的诸多供应矛盾使得纸浆现货及期货价格阶段性快速上涨，收盘触及年内高点 7438 元/吨。3 月 7 日、9 日交易所保证金比例先后上调至 10%、15%，随后一周盘面在连续 14 个上涨周后首次开启下跌，周内持仓环比大减 5 万手，在持仓减少的同时，持仓额却创下历史纪录的 36 亿元（单边计算），环比流入 12 亿。

1.2 二季度：需求走弱，成本支撑，多空博弈，盘面高位震荡

4 月盘面维持强势，高位震荡。俄乌冲突持续为纸浆供应端扰动加码，此外电价高位亦拉升造纸成本，能源危机下浆、纸同行，终端纸产品价格持续上涨延后下游负反馈的到来，使纸浆的上涨格局具有可持续性。但随着全国各地疫情出现导致终端需求走弱，下游纸厂的开工率远低于往年同期水平，4 月造纸产量降幅达到 150 万吨左右。需求端走弱导致纸浆上行承压，纸浆盘面价格在成本支撑下上行趋势放缓。整个 4 月期现以持平为主，基差收至 -100。随着期货价格高位盘整，现货也冲上 7000 关口，同时针阔叶价差扩大至 800-1000 区间。

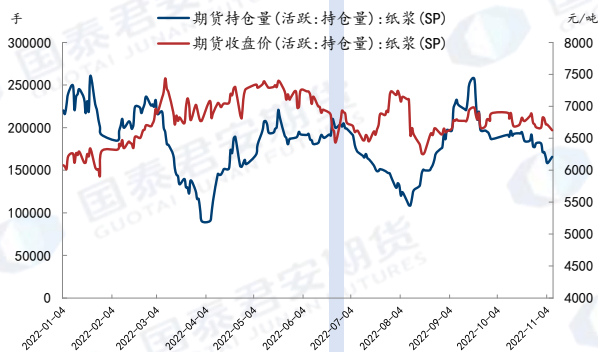
5 月因疫情持续时间超出市场预期，国内市场需求疲软，与此同时能源价格、纸浆原木对纸浆成本端的影响仍在持续发酵，对纸浆价格形成稳固支撑，盘面震荡运行，期现价格曲线几乎重合。从 2021 年 10 月开始，交割库库存持续增加，这或许体现了期货盘面价格更优于现货，参与纸浆卖出交割的交易者不断增加。6 月开始，受欧美加息预期影响，全球商品价格大幅回落，纸浆也跟随开启年内下跌行情，而现货由于外盘报价趋稳依旧强势，月内针叶现货升水，基差从月初的 2 元/吨走强至月末 312 元/吨，期间最高达到过 666 元/吨。纸浆到港量进一步低迷，针叶浆到港同比减少 17 万吨，市场可流通现货偏紧影响支撑盘面在超跌后于月末迎来短期反弹。伴随触底反弹的是一周内纸浆合约持仓量大增 5.2 万手，达到 38.9 万手的高位，体现了多空博弈加剧，投机氛围增加。

图 1：上半年交割库库存持续增加



资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

图 2：6 月末超跌后迎来短期反弹，周内持仓增加



资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

1.3 三季度：宏观面扰动加剧，供需矛盾仍存，纸浆宽幅波动

7 月浆价先抑后扬，呈宽幅震荡走势。宏观下行伴随美元指数的不断攀升，7 月上旬商品市场受压下行，纸浆也不例外。盘面持续的回落或交易了悲观预期，触及年内低点 6452，同时现货呈现大幅升水情况，基差运行范围为 416-593。随着加息靴子落地叠加外盘报价坚挺，宏观利空逐渐褪去，高基差背景下也修正了前期的过度下跌，纸浆逐渐回归基本面逻辑，7 月下旬盘面回升，波动率逐渐放大，期现价格快速收敛。然而受制于消费不力下游纸企涨价乏力，纸品库存维持高位。

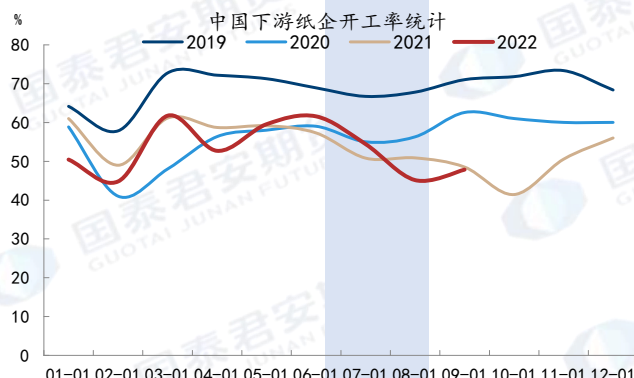
8-9 月外盘价格依旧维持高位，针叶浆均价环比分别上涨 3.58%、1.11%，较去年同期分别上涨 21.53%、15.94%；8 月 09 合约临近交割，受主力换月影响持仓量大减 5.9 万手；在交割货物不足、临近交割的矛盾下，9 月 9 日 2209 最高涨到了 8660，该价格是纸浆期货上市以来的最高点。9 月，造纸产量有所回暖，同比 +7.8%，或体现了夏季限电、需求清淡等不利的季节因素有所消除，替代性地，纸厂迎来四季度节日旺季和文化纸秋季招标。伴随造纸产量回暖，行业利润总额从绝对值来看也有触底改善迹象，环比增加 21 亿，达到 48 亿，但仍然是盈利低谷区间，同比降幅仍达到 32%，行业盈利在过去 13 个月都处于收缩状态。

图 3：美元指数持续上行



资料来源：国泰君安期货研究

图 4：需求清淡纸企开工下滑



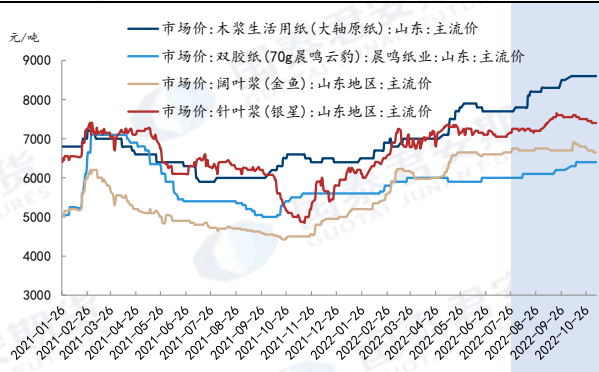
资料来源：国泰君安期货研究

1.4 四季度：多空因素交织，需求走势各异，浆价高位僵持

四季度进口木浆外盘报价略有放松，加拿大针叶浆报价下调 20-30 美元/吨，一定程度上对冲了人民币贬值带来的成本压力。供应偏紧仍然是盘面交易的主要逻辑，在此期间虽突发事件并无上半年般频繁，但供应的恢复依旧遥遥无期。而在消费预期较弱的状态下现货基差持续高位运行，盘面维持宽幅震荡走势，波动率较

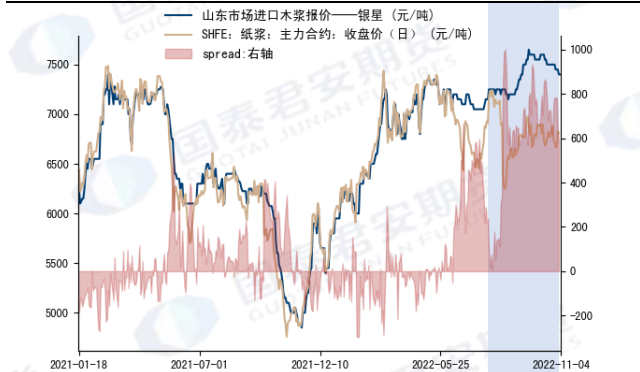
小。四季度纸浆进入需求旺季，“双十一”、春季教辅教材招标等传统需求旺季下，需求量存在增长预期，或利于支撑浆市放量，数据相比前期边际好转，但仍然不及往年。下游纸厂纷纷发布涨价函提振市场信心，此外生活用纸利润及订单情况的好转同样也支撑浆价。进口木浆可流通货源偏紧情况在 11 月改善有限，而 12 月仍处于造纸行业旺季，减缓浆价下行速度，延续高位僵持态势。

图 5：四季度浆价略有下滑，纸价纷纷提涨



资料来源：国泰君安期货研究

图 6：四季度基差高位运行



资料来源：隆众化工，同花顺，国泰君安期货研究

图 7：2022 年上半年纸浆先扬后抑，下半年高位震荡



资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

2. 2023 年纸浆运行逻辑：上半年看供应端拐点，下半年看需求端复苏

2.1 供应端：上半年供应压力大于下半年

2023 年纸浆供应预计将环比明显改善。供应端的扰动无疑成为 2022 年驱动纸浆价格的主要矛盾。对于进口依赖度极高的纸浆而言，供给对国际市场的变化极为敏感。然而自 2021 年底至今，无论是全球公共卫生事件的频发、自然灾害的干扰抑或是地缘政治的扰动，都对纸浆原本脆弱的供应链带来了巨大的冲击。此外 UPM 罢工事件、规模浆厂不断推迟投产等原因使得结构性矛盾一触即发，流通货源偏少对木浆现货价格形成了有力支撑，从年初以来不断上涨，至今维持在历史高位水平。根据 BMA 统计显示，22-23 年新增阔叶浆产能预计 446 万吨，我们认为，进入 2023 年若无超预期事件发生，随着供应链问题的缓解、新增产能的投产，届时国

内纸浆的现货紧缺问题也会逐步得到缓解，但细分市场来看，阔叶浆的改善和缓解幅度会优于针叶浆。

图 8：年初以来纸浆价格不断攀升至历史高位



资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

2.1.1 外国市场扰动不断，但供应拐点渐行渐近

受国际市场扰动事件的接连不断发生，2022 年针叶浆供应缩量显著：11 月，我国进口针叶浆 56.2 万吨，环比-2.43%，同比-12.86%，处于历史 10.8%分位，明显偏低。1-11 月累计进口量 651.73 万吨，同比-17.7%。据最新数据显示，10 月全球纸浆港口发运量环比增加 5.8%，1-10 月累计同比增加 0.515%。8 月以来全球发运数据不断上涨，1-10 月 W20 发运至中国纸浆数量同比仅-0.5%，基本与去年持平，中国纸浆供应问题或随着国际发运的回升逐步缓解。

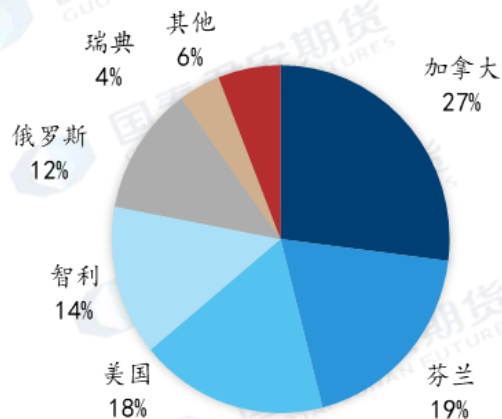
我国木浆进口依赖度高达 70%，因此价格对供应的变化较为敏感。针叶浆进口地较为分散，主要进口国分别为加拿大、芬兰、美国、智利、俄罗斯。而阔叶浆主要集中在巴西、印度尼西亚。今年以来供应端的频繁扰动为浆价提供了成本支撑。长达一年之久的供应问题究竟何时能解？我们以产区为源头来分析，从而窥知一二：

加拿大商品浆的主要生产区域集中在 BC 省，自 2021 年 11 月份以来，受自然灾害的影响当地纸浆物流运输严重受阻，2022 年 12 月我国进口自加拿大针叶浆同比减少超 50%，为浆价上涨的初始原因，而当地企业积压库存持续上涨导致部分大型浆厂不得不暂时停产。在物流问题尚未得到完全解决前，BC 省造纸行业再次面临生存危机：纸浆厂通常需要 45 天的木片及原木进行缓冲，而当地木材市场的疲软导致 BC 省内锯木厂的停产时间延长，随即带来纸浆厂可用木质纤维的短缺令检修浆厂停产时间延长，进一步削减纸浆产量。据最新数据显示，9 月加拿大出口至中国针叶浆数量为 11.4 万吨，同比减少 37.25 万吨。

自去年以来北美地区航运受限、集装箱滞留，运输周转不畅和港口拥堵等情况发生，并且持续很长一段时间都没有出现明显缓解的迹象。美国大量进口需求又进一步刺激了运费上涨，最终出现“一舱难求”的进出口难题，致使从美国进口纸浆数量显著减少：1-10 月我国从美国进口针叶浆数量同比降低 25.18%。近期随着航运问题逐渐得到缓解，运费也已下降至 2020 年水平，预计未来从美国进口量将逐渐回归至正常区间。

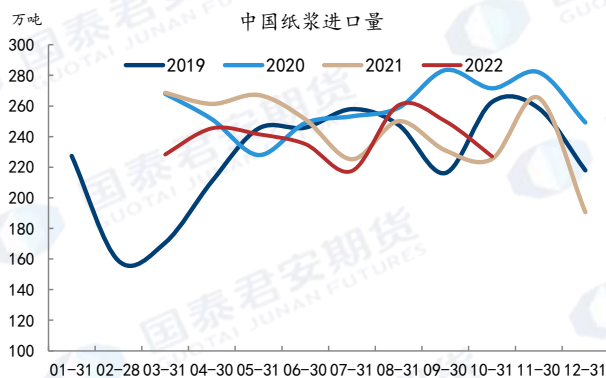
智利纸浆供应较为稳定，1-10 月出口至中国的针叶浆总量为 109.9 万吨，同比去年增加 11.48%，处于历史正常区间。在无突发事件干扰下预计明年智利纸浆供应仍将相对趋稳。

图 9：2021 年我国针叶浆进口来源国占比



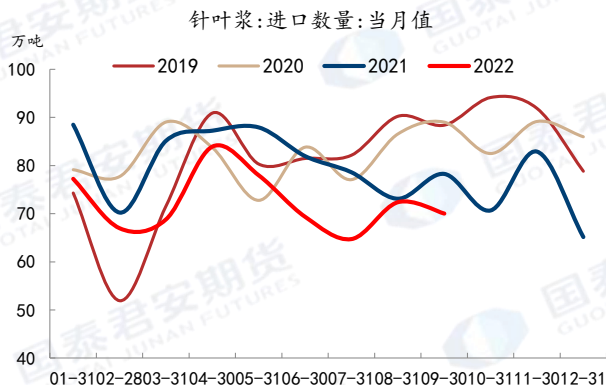
资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

图 10：2022 年纸浆进口量处于正常区间



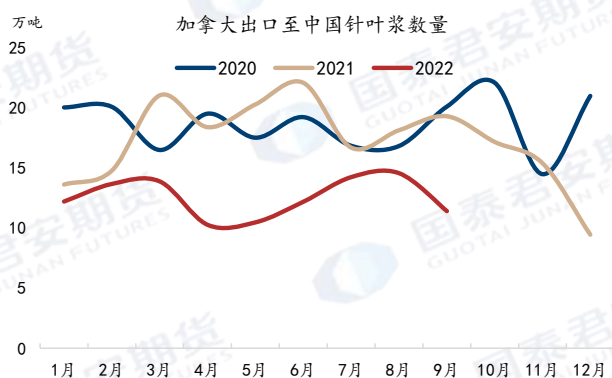
资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

图 11：针叶浆进口量相比往年降幅较大



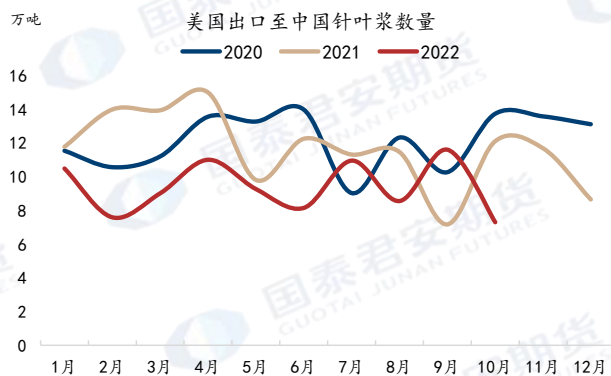
资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

图 12：加拿大出口至中国针叶浆数量明显下滑



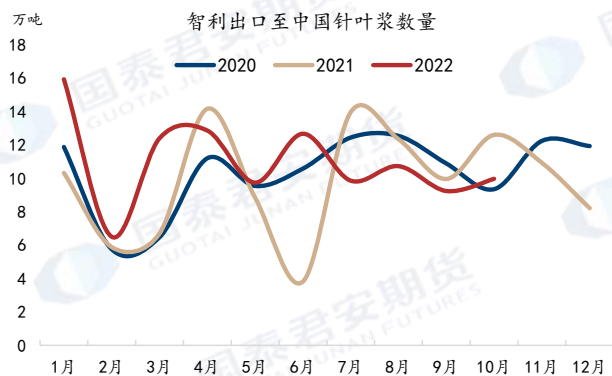
资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

图 13：美国出口至中国针叶浆数量同比减少



资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

图 14：智利出口至中国针叶浆数量整体趋平

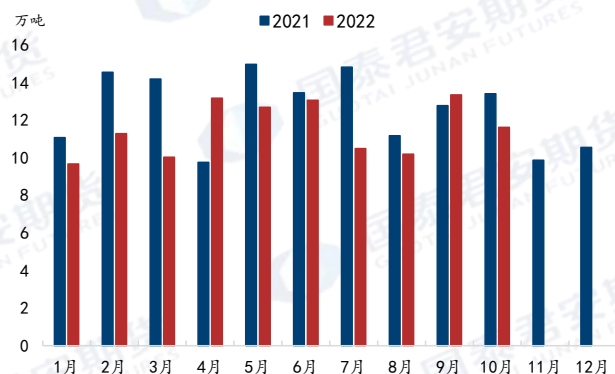


资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

欧洲方面芬兰自年初以来长达一个季度之久的 UPM 罢工事件导致当地纸浆生产停滞不前，年产能 550 万吨的 UPM 浆厂检修近 4 个月，使得上半年纸浆产量显著缩水。从数据上来看 1-10 月我国从芬兰进口纸浆数量同比降低 11.2%，随着浆厂恢复运转，8 月之后我国从芬兰进口纸浆数量逐渐回升至正常水平。

俄罗斯对中国的纸浆出口持稳。纸浆供应端的矛盾并未影响俄罗斯对中国的出口量。1-10月，我国从俄罗斯进口针叶浆共计 84.78 万吨，同比仅下降 2.81%。2021 年俄罗斯纸浆和纸制品约有 40% 出口至中国，而 2022 年以来受地缘冲突的影响俄罗斯与西欧之间的林产品贸易几近停滞，为了维持纸浆的出口贸易体量，国内俄针流通量或有增加。11 月上旬，俄罗斯制浆龙头企业伊利姆集团在第五届中国国际进口博览会首日于上海签署纸浆供应领域战略合作协议，伊利姆集团已经对华出口了超过 2500 万吨纸浆和纸制品。2022 年伊利姆向中国市场的交货量应为 170 万吨，预计三年后将达到每年 240 万吨。未来我国至俄罗斯进口的纸浆或只增不减。

图 15：从芬兰进口针叶浆数量同比有所缩减



资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

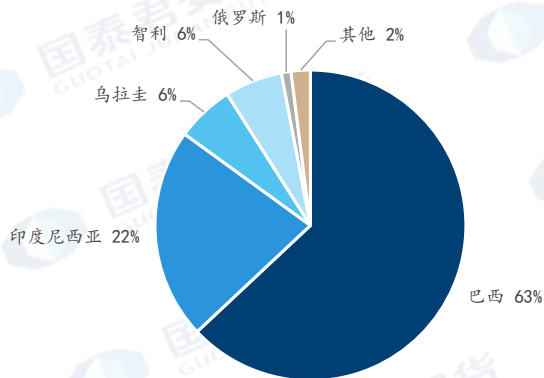
图 16：俄罗斯出口至中国针叶浆数量与往年持平



资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

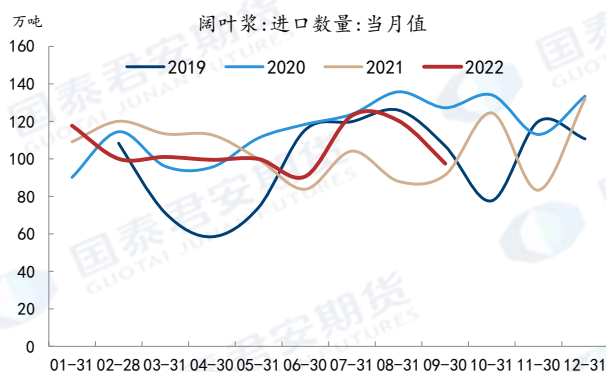
我国阔叶浆进口国较为集中。由于 2022 年以来南美洲受外界突发性影响较小，整体产量及贸易状态较为平稳，出口维持在往年正常区间。自下半年以来，巴西出口至中国的阔叶浆数量同比去年增加，1-10 月，我国从巴西进口阔叶浆共计 671.83 万吨，同比增加 16.7%。中国进口印尼阔叶浆数量相比去年稍有减量，主要由于 APP 对中国商品浆供应的缩减，1-10 月我国从印度尼西亚进口阔叶浆共计 243.91 万吨，同比减少 14%。1-10 月我国阔叶浆进口数量为 1081.1 万吨，同比增长 2.44%。

图 17：我国阔叶浆进口来源较为集中



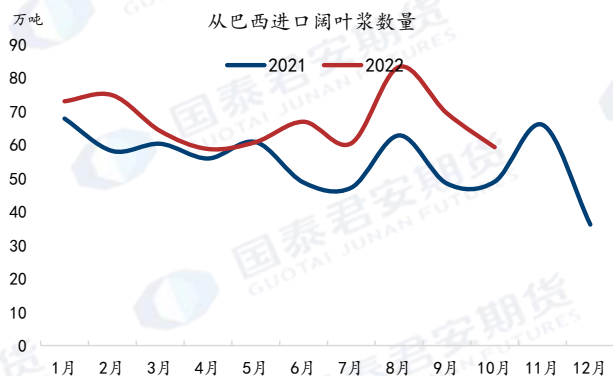
资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

图 18：2022 阔叶浆进口数量相比往年持平



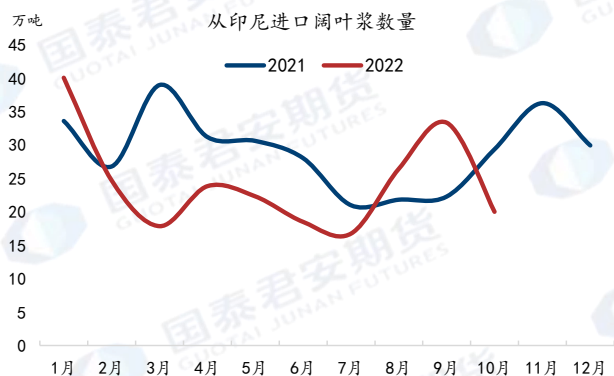
资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

图 19：从巴西进口阔叶浆数量



资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

图 20：从印度尼西亚进口阔叶浆数量



资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

从成本角度剖析，运费约占纸浆成本的 10%-15%左右，而年初以来因外界因素的干扰导致各国能源价格、集装箱运价的急速上涨直接抬升了纸浆进口报价，使得 2022 年至今现货价格维持在历史高位。然而随着宏观因素逐渐消退，全球供应链压力指数见顶后呈下降趋势，现已恢复至历史 38%分位处。

综上所述，除加拿大供应仍有部分扰动外，整体纸浆供应量正在逐步修复，同时随着供应链问题的缓解，在无其他突发性事件的干扰下，预计纸浆的供应拐点也将渐行渐近。

图 21：纸浆成本占比

	Cash Production Costs of Bleached Softwood Kraft Pulp Delivered to China					
	Arauco(1)	British Columbia Coast	West Canada Interior	United States	Sweden	Finland
	(in U.S.\$ per tonne)					
Wood	200	253	245	185	289	296
Chemicals	58	66	74	69	66	68
Labor and other cash costs(2)	137	187	217	200	134	107
Operating costs	396	506	536	454	489	471
Transportation(3)	49	55	92	70	69	86
Marketing and sales	3	7	13	15	6	8
Total delivered cash cost	448	568	641	539	564	565

Source: Arauco and Hawkins Wright Ltd. ("The Outlook for Market Pulp Demand, Supply, Costs and Prices", December 2021)

资料来源：公司年报，国泰君安期货研究

图 22：下半年来海运费价格开始下降



资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

图 23：全球供应链压力指数回落至历史正常区间



资料来源：纽约联储，国泰君安期货研究

2.1.2 产能扩张结构分化，阔叶浆阶段性压力偏大

从最新数据来看，W20 国 9 月出货量较上月环比增加 5.8%。从表 1 中可见，针叶浆出货量略有下调，主要增幅来自阔叶浆：阔叶浆环比达到 13.7%，库存天数也从 8 月的 47 天降低到 9 月的 42 天，此外，从表中可以看到发至中国的纸浆数量环比增加 8.1%，近期的阔叶浆集中到港的传闻在数据上或有显现。10 月我国进口阔叶浆数量为 97.38 万吨，从发运至中国港口约两个月左右的时间来看，预计年前国内阔叶浆进口仍将处于往年同期高位。

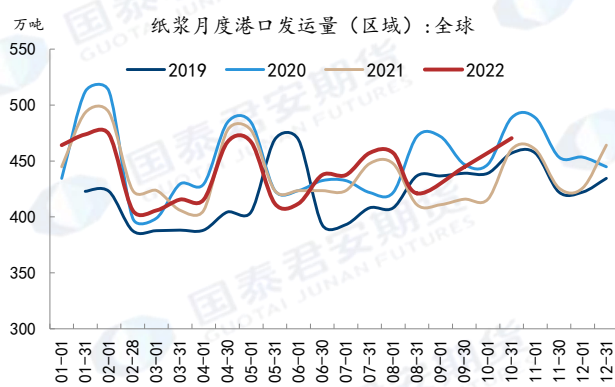
表 1：W20 9 月出货量

W-20出货量 单位：变化%	2022年9月		2022年9个月
	对比2022年8月	对比2021年9月	同比2021年9个月
总出货量	5.8%	4.8%	3.7%
按规格统计			
漂白软木浆	-2.0%	0.8%	-1.8%
漂白硬木浆	13.7%	8.2%	8.0%
本色浆/亚硫酸盐浆	-12.9%	-1.4%	10.6%
按出货目的地统计			
北美	6.1%	3.7%	3.7%
西欧	2.8%	-1.5%	5.4%
东欧	-2.4%	-6.3%	1.4%
拉丁美洲	11.5%	10.2%	5.0%
日本	-2.2%	16.1%	18.3%
中国	8.1%	1.1%	-1.4%
其他亚非市场	6.4%	20.6%	7.8%
大洋洲	8.8%	41.7%	22.6%
W-20年月库存量 以天为单位的供应量	2022年9月	2022年8月	2021年9月
标准计算方式			
漂白软木浆	42	44	46
漂白硬木浆	43	47	46
总量 - 所有类别	42	45	45
经过季节因素调整后			
漂白软木浆	42	41	45
漂白硬木浆	43	44	46
总量 - 所有类别	42	42	45

*“世界20主要产浆国”包括阿根廷、奥地利、比利时、巴西、加拿大、智利、芬兰、法国、德国、日本、摩洛哥、新西兰、挪威、南非、韩国、西班牙、斯威士兰、瑞典、美国 and 乌拉圭，占全球产能 82%。

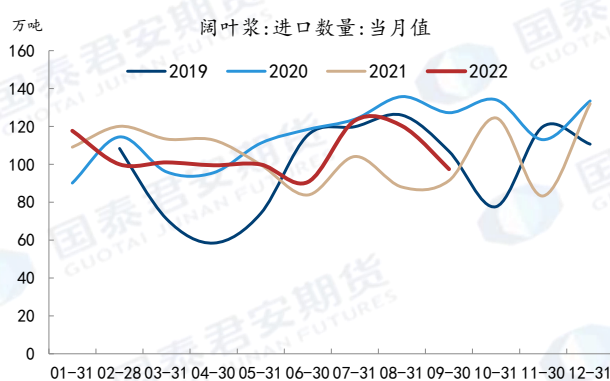
资料来源：公司年报，国泰君安期货研究

图 24：全球纸浆港口发运量回升明显



资料来源：卓创资讯，国泰君安期货研究

图 25：中国阔叶浆进口数量回升



资料来源：卓创资讯，国泰君安期货研究

供应端未来一年将有大量新增产能投放，带动盘面重心向下。据 Soyichile.cl 新闻报道，频繁推迟的 Arauco 计划在 12 月中旬开始运营 MAPA 项目，目前进度处于 97.5%，预计在未来几个月取得 100% 的进展并在 2023 年达到产能峰值。UPM 位于乌拉圭中部 Paso de los Toros 附近 210 万吨的桉木阔叶浆厂暂定于 2023 年 3 月底投产，此外 23 年预计还将有 Vietra-climex、CMPC 各 40 万吨阔叶浆产能分别在二、四季度释放。国内方面，约有 190 万吨阔叶浆产能于 2022 年底-2023 年陆续投产。由于针叶浆近几年新增产能有限，而阔叶浆明年绝大部分产能集中在上半年释放，预计上半年整体纸浆供应压力大于下半年，或带动盘面价格窄幅下

行。

表 2：2023 年上半年阔叶浆新增产能较多

时间	浆厂	产能（万吨）	浆种	预计/投产时间
2022 年	Arauco	156	漂桉浆	22Q4
	UPM	210	漂桉浆	23Q1
2023 年	CMPC	40	阔叶浆	23Q4
	Vietra-climex	40	阔叶浆	23Q2
2024 年	SUZANO	260	阔叶浆	24Q3
2025 年	Pacacel	180	阔叶浆	25Q2

资料来源：BMA，国泰君安期货研究

表 3：我国在建阔叶浆项目

企业	产能（万吨/年）	工艺路线	投产时间
湖北玖龙纸业	30	漂白硫酸盐法	2022 年底
沈阳玖龙	60	漂白硫酸盐法	2022 年底
仙鹤股份	100	漂白硫酸盐法	2023 年四季度
联盛纸业	120	漂白硫酸盐法	2024 年一季度

资料来源：国泰君安期货研究

2.2 需求端：欧美需求见顶，国内复苏预期叠加表需增量

2.2.1 欧美需求见顶，国内纸制品出口环比下滑

2023 年海外需求大概率回落，2022 年一季度以来受疫后宽松货币政策、地缘政治等影响全球大宗商品价格飞涨，欧美各国 CPI 数据自年初开始不断攀升。在严重通货膨胀局面下各大央行开始调整货币政策：美联储 3 月启动加息进程，美国 10 月 CPI 录得 7.7%，为今年 2 月以来首次低于 8%，但离 2% 的通胀目标还有很远的距离，11 月议息会议纪要显示将继续加息，但加息步伐相比前期有所放缓；欧央行也自 7 月以来开始了历史最快加息速度，欧元区 10 月 CPI 创历史新高，同比上升 10.7%，欧元区的通胀已远超美国的水平，同时 10 月欧央行货币政策会议纪要中也显示利率仍需继续提高来降低当前通胀。

欧美持续的货币政策收紧令经济衰退的信号愈加强烈。下半年以来，各国制造业 PMI 指数均有不同程度的下降，其中欧洲部分国家制造业面临持续收缩压力，连续三月 PMI 在 50% 以下，且有继续加剧的现象，经济收缩压力明显增大；而美国制造业 PMI 虽处于 50% 以上，但增速显著下滑，市场对“衰退”的担忧仍存。

表 4：2022 年欧美加息进程

决议时间	美联储变动基点	变动后利率	欧央行变动基点	变动后利率
2022/11/3	75	3.75%-4.0%	—	—
2022/10/27	—	—	75	2%
2022/9/22	75	3.00%-3.25%	—	—
2022/9/8	—	—	75	1.25%
2022/7/28	75	2.25%-2.50%	—	—
2022/7/21	—	—	50	0.50%
2022/6/15	75	1.50%-1.75%	—	—
2022/5/4	50	0.75%-1.0%	—	—
2022/3/17	25	0.25%-0.50%	—	—

资料来源：wind，国泰君安期货研究

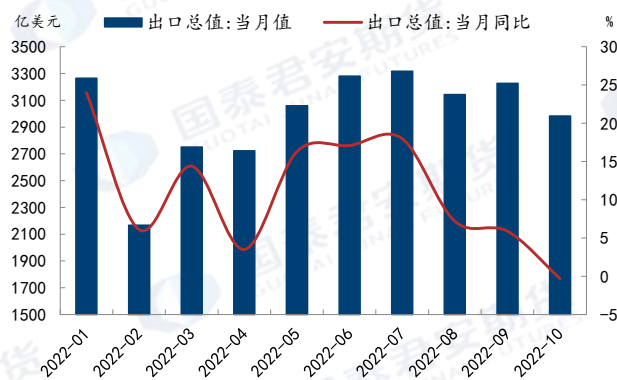
表 5：各国 PMI 指数不同程度下降

	2022 年 4 月	2022 年 5 月	2022 年 6 月	2022 年 7 月	2022 年 8 月	2022 年 9 月	2022 年 10 月
美国:ISM 制造业 PMI	55.4	56.1	53	52.8	52.8	50.9	50.2
德国:制造业 PMI	54.6	54.8	52	49.3	49.1	47.8	45.1
法国:制造业 PMI	55.7	54.6	51.4	49.5	50.6	47.7	47.2
英国:制造业 PMI	55.8	54.6	52.8	52.1	47.3	48.4	46.2
西班牙:制造业 PMI	53.3	53.8	52.6	48.7	49.9	49	44.7
日本:制造业 PMI	53.5	53.3	52.7	52.1	51.5	50.8	50.7
韩国:日经制造业 PMI	52.1	51.8	51.3	49.8	47.6	47.3	48.2

资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

海外经济的下行对于中国出口体量下滑的影响不言而喻。2021 年我国前五大出口地区分别为美国、欧盟、东盟、日本和韩国，占出口比重为 17.13%、15.41%、14.38%、4.93%、4.42%，同比分别增加 23.7%、19%、17.7%、8.5%、23.5%。2022 年上半年由于公共卫生事件对我国物流运输的影响导致内需不及预期，而海外生产修复成为我国出口的强力支撑，为终端消费填补了部分缺口。受益于全球经济和贸易复苏带来的外需强劲，自 2021 年以来我国出口增长远超预期，成为带动经济增长的主要因素。然而 2022 年下半年在欧美激进加息背景下，衰退风险渐行渐近，我国出口已呈现明显的下滑趋势，同时浆纸类产品的出口数量在 7 月达到峰值后连续三个月下降，而往年四季度往往是浆纸类产品出口旺季。如果 2023 年欧美经济陷入实质性衰退，出口对商品需求的支撑将显著下滑，届时内需占纸制品终端的消费比重将有所提升。

图 26：我国出口总值下半年不断下降



资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

图 27：浆纸类产品下半年出口不佳

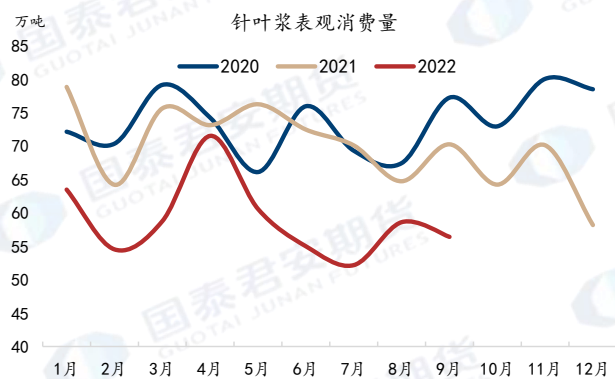


资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

2.2.2 国内产能集中扩张，复苏预期叠加表需增量

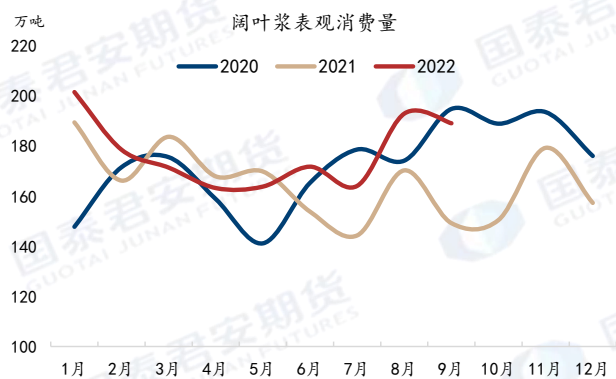
纵观 2023 年国内需求或难以进一步收缩，随着下游纸企新增产能的集中释放以及经济复苏预期的到来，预计需求存在较大的修复预期。进口木浆下游需求主要集中在生活用纸、白卡纸、双胶纸及铜版纸四类，该四大纸品约占木浆需求的 87%。全年来看，针叶浆的表观消费量处于历史低位：9 月表观消费量为 56.409 万吨，同比减少 19.7%。而阔叶浆由于国内产能的增加且进口相对趋稳，表观消费相比去年有所提升：9 月份表观消费量为 189.12 万吨，同比去年增速 26.7%。然而宏观经济下行、供应紧缺以及旺季不旺的需求均导致纸企订单不济，开工维持在历史低位水平，库存天数也较往年偏高。

图 28：针叶浆表观消费量全年处于同期低位



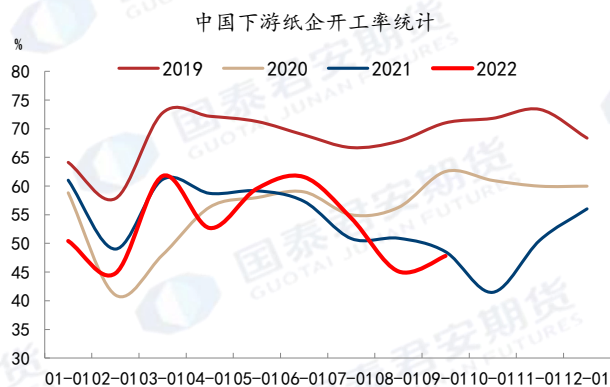
资料来源：国泰君安期货研究

图 29：阔叶浆表观消费量



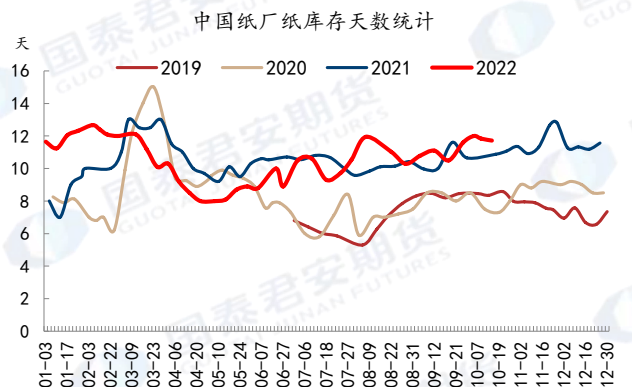
资料来源：国泰君安期货研究

图 30：纸企开工率持续下滑



资料来源：国泰君安期货研究

图 31：库存天数不断攀升至历史高位



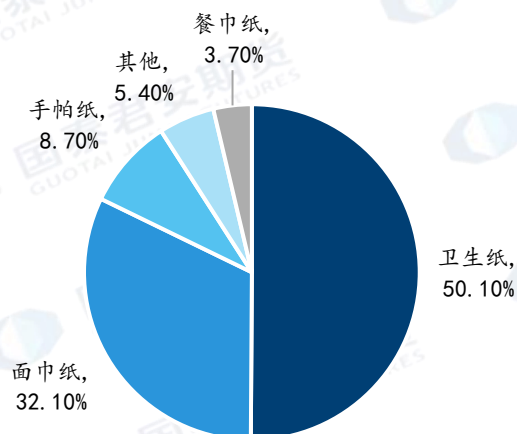
资料来源：国泰君安期货研究

生活用纸：

根据 2021 年消费数据显示，生活用纸终端需求主要集中在卫生纸、面巾纸与手帕纸生产中，近几年来产能不断扩张，从 2017 年的 1255 万吨增加至 2022 年的 1953 万吨，大多用于国内消费，出口占比不到 10%。2022 年前三季度生活用纸利润长期为负，最高可达-1295 元/吨，利润不济也令纸企开工难有明显提升。

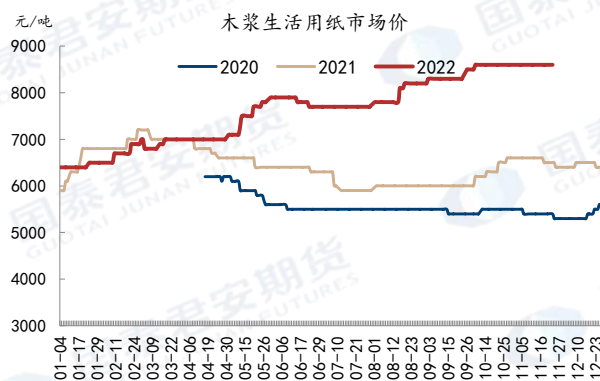
10 月下旬以来，随着北方地区提价落实，南方市场纷纷跟涨，现货价格持续上涨至高位，利润终于转亏为盈，带动企业开工明显回升，10 月份木浆生活用纸产量 62.7 万吨，环比增长 4%。12 月至次年 1 月份生活用纸市场仍存刚需备货节点，此外进入 2023 年新增产能的集中释放对纸浆需求或有进一步提振。

图 32：生活用纸 2021 年需求结构



资料来源：卓创资讯，国泰君安期货研究

图 33：2022 年生活用纸市场价持续攀升



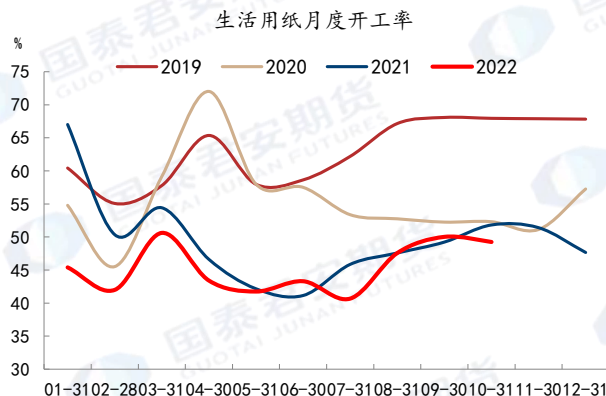
资料来源：卓创资讯，国泰君安期货研究

图 34：10 月下旬生活用纸利润转亏为盈



资料来源：国泰君安期货研究

图 35：生活用纸企业开工率有所回升



资料来源：国泰君安期货研究

表 6：生活用纸供需平衡表

	2017	2018	2019	2020	2021
中国生活用纸年度行业产能(千吨)	12,550	13540	14360	15570	17,750
中国生活用纸年度产量(千吨)	9,330	9491	9,670	9939	9559
中国生活用纸年度进口量(千吨)	35.36	50.44	31.74	27.72	50.18
中国生活用纸年度出口量(千吨)	768.98	741.63	780.78	866.26	636.47
中国生活用纸年度表观消费量(千吨)	9,158.08	9,331.95	9,497.58	9,726.89	9,488.81

资料来源：国泰君安期货研究

表 7：生活用纸在建项目

企业	产能(万吨/年)	投产时间
重庆理文	30	2023 年及以后
四川宜宾纸业	24	2023 年及以后
辽宁雨森二期	16	2023 年及以后
亚太森博山东	50	2023 年及之后
亚太森博广东	6	2022 年年末
中顺洁柔四川浆纸一体化	30	2023 年及之后
湖北真诚	10	预计 2023 年
联盛纸业(福建)一期	12	2023 年 4 月/2026 年
东冠纸业	36	2023 年 4 月/2026 年
联盛纸业(福建)二期	18	2024 年之后
广西太阳纸业三期项目	5	2022 年底
恒安山东厂	3	2023 年以后
广西(崇左)理文林浆纸一体化	40	待定
中顺洁柔二期	4	2022 年
保定新宇纸业	7.5	择机
云南云景林纸股份有限公司(二期)	3.6	择机

山鹰纸业二期
广西金桂浆纸三期

120
100

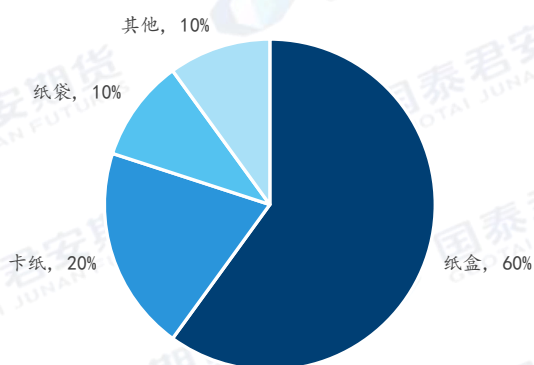
择机
择机

资料来源：国泰君安期货研究

白卡纸：

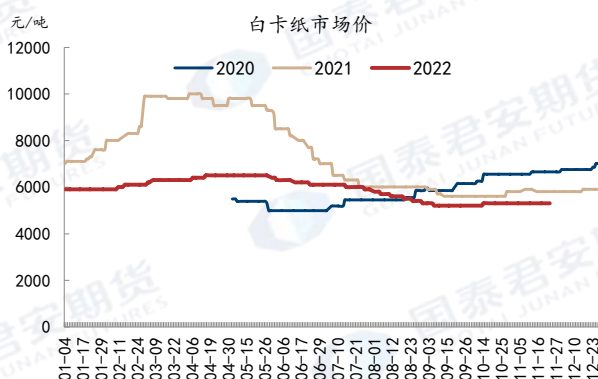
白卡纸终端需求主要集中在纸盒、卡纸、纸袋等外层包装领域。我国白卡纸产量在前几年持续上涨，于2020年达到峰值932.609万吨/年，2021年减产66万吨。2022年以来在原材料高价压力下各大纸品利润收缩严重，唯有白卡纸维持正收益。从终端需求来看白卡纸出口占比为20%-30%，上半年出口订单的强势对内需偏弱有部分抵消，在原料成本的支撑下各地纸企连续多月提涨纸价。二季度，部分白板纸企业转产白卡纸，市场供给不断增加。供增需弱下白卡纸市场价格竞争增大，现货价格快速下跌调整，白卡纸日度利润虽大幅回落，但仍高于其他纸品。2022年10月白卡纸产量85.463万吨，环比增加8.2%，同比增加22.12%，目前部分规模纸厂转产计划正在进行中，预计年末会有部分新增产量释放，此外2023年约有300万吨新建白卡纸项目逐步投产，届时对木浆需求将进一步增加。

图 36：2021 年白卡纸下游需求占比



资料来源：国泰君安期货研究

图 37：2022 年下半年白卡纸市场价重心下移



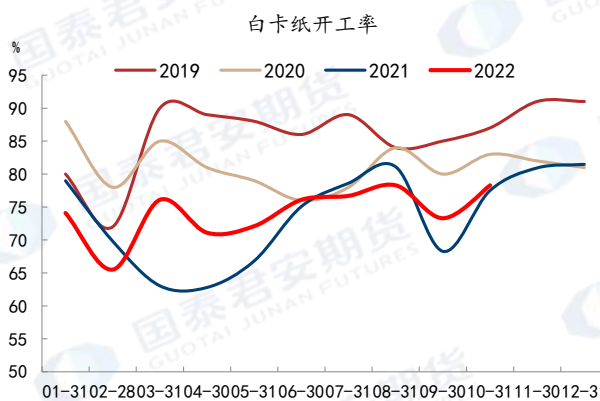
资料来源：国泰君安期货研究

图 38：2022 年白卡纸利润为正



资料来源：国泰君安期货研究

图 39：开工有所上调



资料来源：国泰君安期货研究

表 8：白卡纸供需平衡表

	2017	2018	2019	2020	2021
中国白卡纸年度行业产能(千吨)	10340	10340	10920	11220	12670
中国白卡纸年度产量(千吨)	8051	8177	9042	9326.09	8663.09
中国白板及白卡纸年度进口量(千吨)	736.06	657.1	630.49	919.43	1039.71
中国白板及白卡纸年度出口量(千吨)	2559.97	2185.19	2436.71	2141.62	2018.43
中国白卡纸年度表观消费量(千吨)	7589.4	7814.29	8574.75	9006.67	8340.31

资料来源：国泰君安期货研究

表 9：白卡纸在建项目

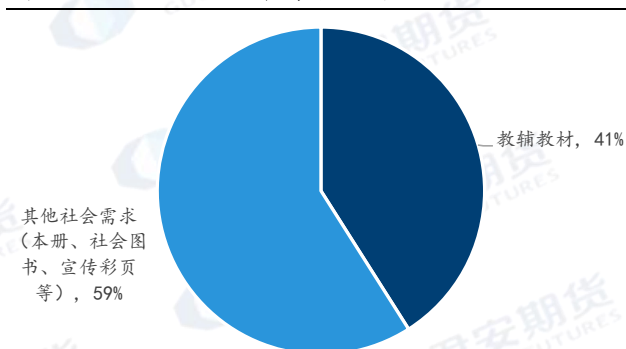
企业名称	产能/万吨	计划投产时间
联盛纸业	100	2023 年一季度
亚太森博	100	2023 年四季度
北海玖龙	100 (食品卡)	2023 年四季度
黄冈晨鸣	138	2024 年四季度
博汇纸业	100	2024 年四季度
亚洲浆纸	81.6	2025 年四季度

资料来源：国泰君安期货研究

双胶纸、铜版纸：

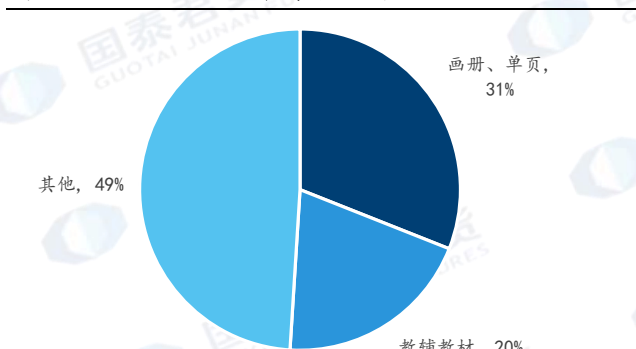
双胶纸、铜版纸主要运用在文化出版领域，文化纸产能增速相对较低，近两年双胶纸、铜版纸产量均有不同程度的下降，且主要用于内需，出口占比较小：2021 年双胶纸产量减少 24.624 万吨，出口占总产量的 6.5%；2021 年铜版纸产量减少 80.3 万吨，出口占生产总量的 13%。2022 年全年受制于需求的萎靡文化纸开工长期处于历史低位，而在高成本压力下纸企不断提涨市场价来覆盖成本增量，然而价格的提升同样也导致传统旺季下采购订单寥寥，市场交投有限。进入第四季度出版社订单支撑下社会需求利好逐渐显现：纸企日度利润开始由负转正，月度开工环比明显上升，进入年末交投逐渐清淡，需求端的利好也将暂告段落。文化纸未来一年新增产能有限，在经历了一年行业寒冬后，随着供应矛盾的逐步缓解，原材料成本的回落或带动利润回升至正常水平，同时叠加国内复苏预期渐近，各地企业、学校逐步恢复常态，需求或环比有所改善。

图 40：双胶纸 2021 年需求结构



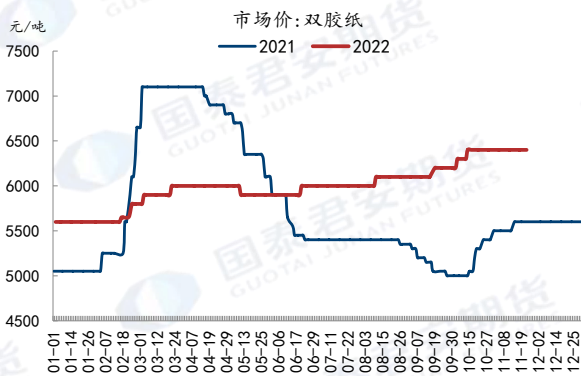
资料来源：卓创资讯，国泰君安期货研究

图 41：铜版纸 2021 年需求结构



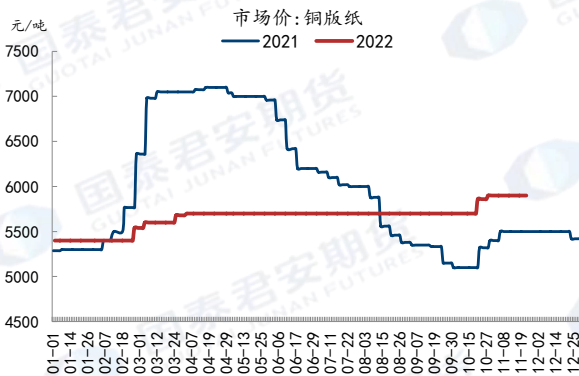
资料来源：卓创资讯，国泰君安期货研究

图 42：双胶纸市场价



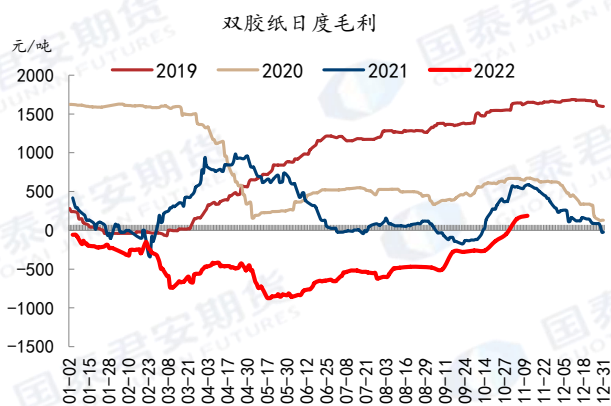
资料来源：隆众化工，国泰君安期货研究

图 43：铜版纸市场价



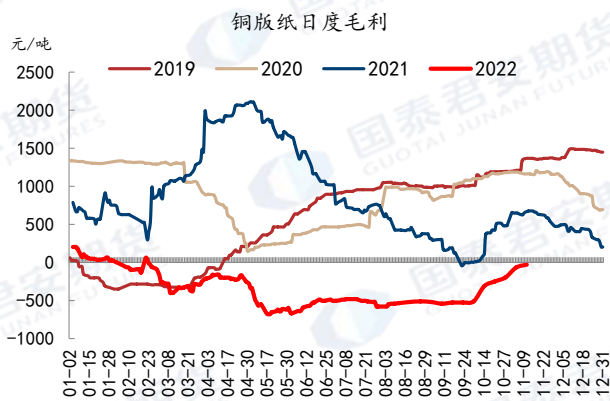
资料来源：隆众化工，国泰君安期货研究

图 44：双胶纸日度毛利逐步回升



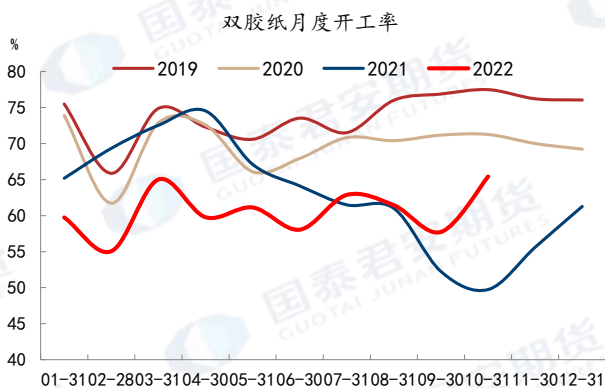
资料来源：国泰君安期货研究

图 45：铜版纸日度毛利逐步回升



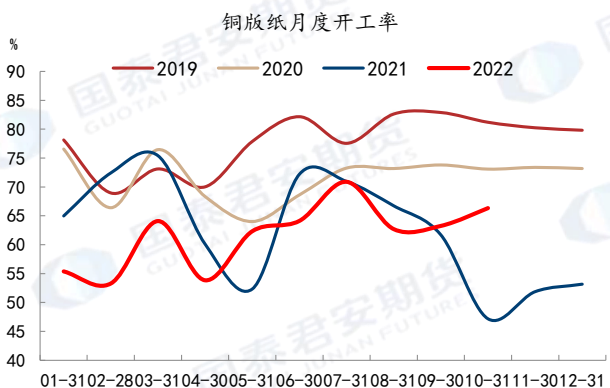
资料来源：国泰君安期货研究

图 46：双胶纸开工有所回升



资料来源：隆众化工，国泰君安期货研究

图 47：铜版纸开工有所回升



资料来源：隆众化工，国泰君安期货研究

表 10：双胶纸供需平衡表

	2017	2018	2019	2020	2021
中国双胶纸年度行业产能(千吨)	11330	11630	11740	12240	13410
中国双胶纸年度产量(千吨)	8686.86	8608.85	8613.17	8493.35	8247.11
中国双胶纸年度进口量(千吨)	452.51	598.51	354.47	923.13	1069.19
中国双胶纸年度出口量(千吨)	928.51	731.95	839.14	587.87	533.63
中国双胶纸年度表观消费量(千吨)	8210.87	8475.41	8128.5	8828.61	8782.67

资料来源：国泰君安期货研究

表 11：铜版纸供需平衡表

	2017	2018	2019	2020	2021
中国铜版纸年度行业产能(千吨)	6920	6920	6920	6920	6920
中国铜版纸年度产量(千吨)	5600	5500	5378	5114	4311
中国铜版纸年度进口量(千吨)	329.24	317.31	224.82	248.57	301.38
中国铜版纸年度出口量(千吨)	1226.25	1062.99	1169.17	688.63	559.79
中国铜版纸年度表观消费量(千吨)	4702.99	4754.32	4433.65	4673.95	4052.59

资料来源：国泰君安期货研究

表 12：文化纸新增投产

类别	企业名称	产能/万吨	计划投产时间
双胶纸	广西玖龙	55	2023 年四季度
	亚太森博	50	2023 年

资料来源：国泰君安期货研究

3. 结论与投资展望

3.1 2023 年浆价判断

基于对纸浆的基本面判断，2023 年浆价预计重心下移，走势呈阶段性特征。年初供给偏紧状况短期内无较大改善，盘面仍有一定支撑；二季度随着新增产能投产，海外供应集中到港，浆价面临下行可能。下半年或受益于下游需求的回补，对盘面有一定支撑，预计全年呈 U 型态势。2023 年上半年的故事仍在供应端，而下半年受到国内经济复苏及旺季驱动或在需求端发力，全年结构性机会偏多。但受制于宏观面和 2022 年高点偏高且持续时间较长，2023 年全年重心回落，预计 U 型上方空间不会特别大。

供应端的故事围绕着供应链的修复及海外需求回落展开。加拿大西端卑诗省供应链中断、UPM 罢工及地缘政治问题对供应链的冲击下，一整年来市场对于加针供应担忧并未缓解。外需衰退是大概率事件，同时随着供应链的逐步缓解，欧美纸浆对中国的供应预计将逐步提高，2023 年第二季度国内纸浆供应或有明显宽松。

下半年，主要看纸企新增投产及需求的修复预期能否兑现。各主要木浆系纸种利润在连续一年左右的低位下，2023 年或迎来利润的回暖。按照淡旺季及白卡、生活用纸新增投产计划来判断，下半年需求修复预期或带来一定向上驱动，但考虑到偏弱的宏观面，预计上方修复空间不会太大，难以回到 2022 年 Q2 的高度。

3.2 投资展望

2023 年的低点或出现在 Q2, Q1 仍将受制于供给不足形成的长尾效应。上半年的供应去库压力会高于下半年。虽然长周期上纸浆的需求有边际性的增长,但是偏弱的宏观面下,纸浆难独善其身。上半年从供应修复的角度来看主要矛盾点在外需走弱下国内供应有所好转,下半年受纸企新增投产需求及旺季影响或产生一定的上涨驱动。2023 年纸浆趋势性行情难现,年度重心回落,远期正套机会较大,下方支撑关注 5000-5500 区间。