

## 针强阔弱，外部压力来临

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

### 报告要点

期货走势的核心因素取决于美金价格如何变动（决定中期走势方向）以及现货实际价格（通过升贴水决定价格波动范围）。纸浆期货在1月的波动空间有限，期货主力价格会基差-650~-100之间波动。现货最低可交割品价格预计不会跌破7000，但涨超7400的概率也较低。



### 摘要：

回顾前期数据看，供应端，1）针叶浆与阔叶浆的进口量都处于偏低水平，当然，针叶浆，偏低的状态更为严重。2）阔叶价格在12月继续维持走弱。导致这一情况的原因在于国内普遍预期的海外新增装置投产以及美金盘价格的主动下调。3）欧美市场经济下滑带来的欧洲需求转弱进而带来的价格压力向国内传导的逻辑，在更多的数据在兑现这一预期。需求端过去则表现出：1）下游成品纸四季度的产出量表现较好。2）主要纸种产销与历史同期相比差异不大。3）下游纸种的利润在原料成本下行的变动下出现了一定修复。

后期，纸浆产业链会产生以下变化：

供应端：第一，针叶浆报价的下行不是一个显著连续预期，原因有以下：1、中国的内盘价格尚可，没有出现连续的下行。2、国内缺货的现象依旧明显，12月的报价下调后大概率接货情况较好，这也就是说下一个月的浆厂没有显著的抛压压力。第二，阔叶方面，不断推迟的mapa既然已经投产，那么，其他的装置大概率也会如期投产。其次，由于阔叶浆美金价格最新的调价，内外价差已经回到了较小的水平，这就打开了国内现货的下跌空间。未来一段时间阔叶浆价格面临的压力会较大。第三，海外向内传导的下跌逻辑还在继续运作。美金价的下行的外部压力依旧存在。

需求端：第一，过去的消费量总量数据表现的并不差，下游品种的经营利润是有好转的。第二，1月以及2月会由于春节的因素导致季节性转弱，但3月又会迎来下一个下游产出高峰期以及终端的金三银四需求。因此，在判断纸浆未来需求体量的时候，对于远期的需求并不会呈现显著的悲观判定。

**操作策略：**春节前，反弹至基差偏小水平，抛空，建议关注6900附近甚至更高的价格水平。基差高于500后，则建议空放离场，甚至可以考虑偏多博弈基差收缩行情。

**风险因素：**外盘报价急速变动，宏观预期的剧烈改变

### 软商品及特殊品种 研究团队

研究员：  
李青  
021-80401708  
liqing@citicsf.com  
从业资格号：F3056728  
投资咨询号：Z0014122

吴静雯  
021-80401709  
wujingwen@citicsf.com  
从业资格号：F3083970  
投资咨询号：Z0016293

## 目录

摘要: .....	1
一、12 月行情概览 .....	3
二、供应：价格先于进口量开始偏弱指引.....	3
1、针叶进口依旧不足，但价格开始下跌.....	3
2、阔叶投产进度又进一步，价格压力还会继续释放.....	5
3、海外向内传导的下跌逻辑还在继续运作.....	6
三、需求：未来并不算悲观 .....	7
1、12 月纸厂产出保持稳定，产销表现尚可 .....	7
2、价格端表现不算差，利润有所好转.....	8
3、1 月 2 月纸浆需求季节性转弱，但也不悲观.....	9
四、总结与后期策略 .....	9
免责声明 .....	11

## 一、12 月行情概览

12 月纸浆各品种多数呈现弱势变动，唯独国内针叶浆标品现货价格上行。其中，绝对值变化最大的属于阔叶浆的美金盘报价，与之前价格相比，下行了 65 美元/吨，降幅 7.3%。

从 12 月来看，市场谈及最多的是：1、阔叶浆海外装置投产。2、由于防疫措施的调整，下游纸厂人员不足带来的开工降低情况。3、外盘报价的向下调价。

表 1：12 月纸浆市场重要品种价格变化统计

产品	2022/12/1	2022/12/30	涨跌	涨跌幅
漂针浆现货价格（元/吨）	7050	7150	100	1.4%
漂阔浆现货价格（元/吨）	6525	6350	-175	-2.7%
外盘最低针叶价格（美元/吨）	930	920	-10	-1.1%
外盘最低阔叶价格（美元/吨）	885	820	-65	-7.3%
针叶外盘人民币价格（元/吨）	7506	7338	-168	-2.2%
阔叶外盘人民币价格（元/吨）	7147	6549	-598	-8.4%
期货 2305 收盘价（元/吨）	6676	6560	-116	-1.7%
期货 2301 收盘价（元/吨）	7020	6890	-130	-1.9%
国内针阔价差（元/吨）	525	800	275	
外盘针-阔（美元/吨）	45	100	55	

数据来源：卓创，Wind，中信期货研究所

## 二、供应：价格先于进口量开始偏弱指引

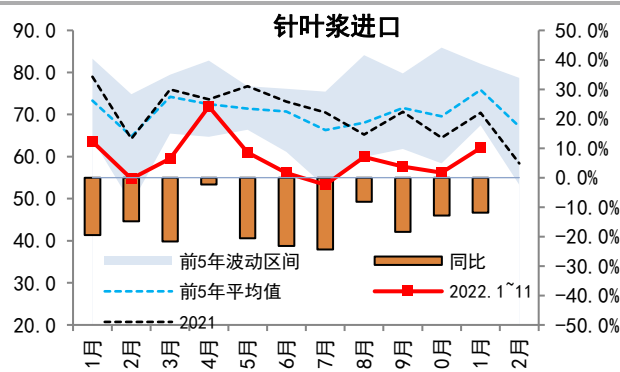
### 1、针叶进口依旧不足，但价格开始下跌

11 月，中国木浆进口量 249.3 万吨，其中针叶浆进口量 62.08 万吨，同比-11.9%。以过去 5 年的进口量来看，当前的进口量依旧处于偏低水平，以 12 个月的滚动累计同比看，截止 11 月，滚动累计同比-17.2%（上月-17.17%，供应继续恶化）。因此，历史数据显示，针叶浆进口量的减量依旧在进行。

而一些可用于推断未来变化的数据也依旧没有看到进口量会改善的信号。首先，从针叶浆出运量来看，截止 11 月数据，针叶出运量的波动方向依旧是向下的，也就是总的出运量水平没有出现回暖。其次，看中国进口量与出运量的比值，也同样维持在下行的态势中。综合以上两点，表明，截止目前，海外的供应数据没有出现异常数据显示出可见的时段中中国的针叶浆进口量会出现持续增长。

图 1：针叶浆进口量季节性图

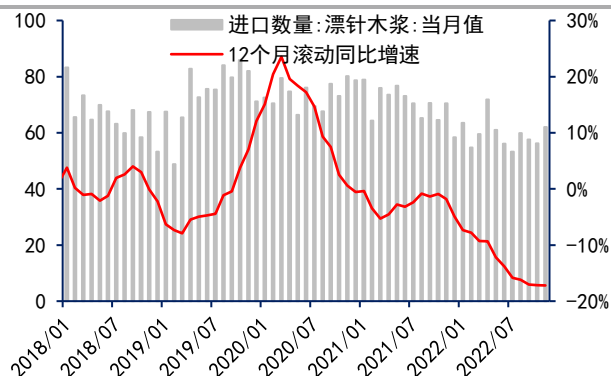
单位：万吨



数据来源：卓创，中信期货研究所

图 2：针叶浆进口量趋势图

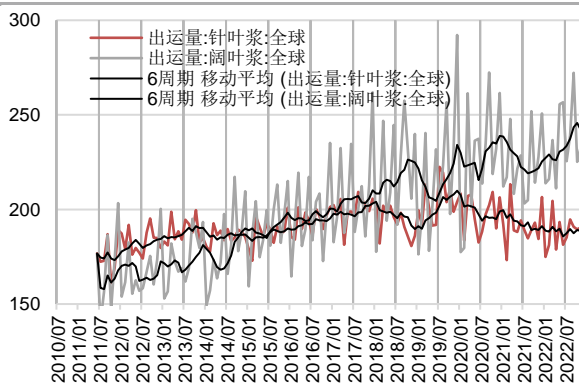
单位：万吨



数据来源：卓创，中信期货研究所

图 3：全球针、阔叶发运量

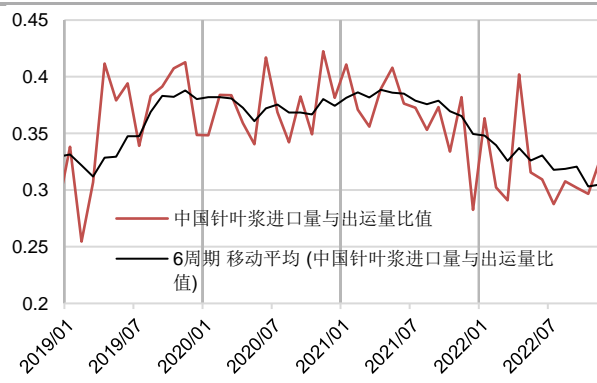
单位：万吨



数据来源：卓创，Wind，中信期货研究所

图 4：全球阔叶发运量趋势

单位：万吨



数据来源：卓创，Wind，中信期货研究所

而在 12 月中，针叶浆的供应方面，不得不提起的是美金盘报价的下行。美金报价方面，12 月底的报价出现了普遍的下调。银星报价下调至 920 美金，相比上一次报价下跌 20 美金。这是自 2022 年 5 月是最高点之后的第 3 次下调月份。从下跌驱动来看，我们认为并不来自于中国市场的针叶浆内盘弱势或者期货下跌，更多的是出自于美金盘自身压力，或者说是海外市场的需求转弱后往中国市场销售压力增大而导致的结果。因为，从内外价差看，12 月前的两次调价都是在内外价差偏大的时候进行，而 12 月的调价显然不同于这一历史。

表 2：2022 年 5 月后银星调价前后内外价差变化情况

银星调价日期	调价后价格（美元/吨）	调价前 10 个工作日平均内外价差	调价后 5 个工作日平均内外价差
2022/8/23	970	-556	-304
2022/11/14	940	-597	-242
2022/12/27	920	-175	89

数据来源：卓创，Wind，中信期货研究所

往下个月看，针叶浆报价的下行不是一个显著连续预期，原因有以下：1、中国的内盘价格尚可，没有出现连续的下行。2、国内缺货的现象依旧明显，12月的报价下调后大概率接货情况较好，这也就是说下一个月的浆厂没有显著的抛压压力。

## 2、阔叶投产进度又进一步，价格压力还会继续释放

12月末~1月初，Arauco的Mapa装置的进入到投料阶段。目前市场信息显示其尚未产出成品，但这与其过去不断出现的推迟投产的状态对比看，已经进入到了一个新的状态中。显然，产品的产出只是时间问题。那么对于阔叶浆而言，Mapa的156万吨产出压力以及在2023年一季度将要投产的UPM的200万吨装置就会是阔叶浆定价上的两座大山，会对阔叶的远期价格产生源源不断的利空预期。而且Mapa投产后UPM如期投产的预期就会增强。

表 3：海外主要针阔叶装置投产计划

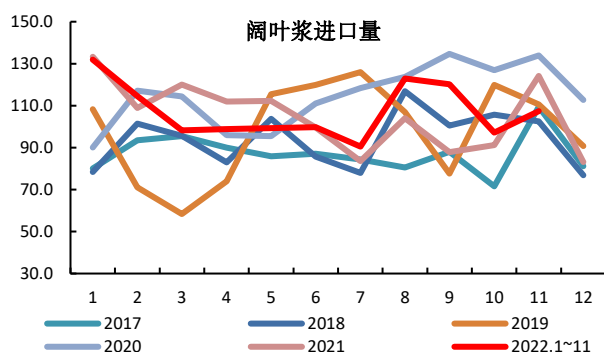
分类	企业	投产量（千吨）	时间
Hardwood	Arauco	1560.0	2022.12
	UPM	2100.0	2023q1
	Metsä	80.0	2023q3
	CMPC	350.0	2023q4
	Suzano	2550.0	2024H2
Softwood	Södra	80.0	2022q4
	Metsä	880.0	2023H2
	VNT19	350.0	2024
	PE	350.0	2024

数据来源：公开市场信息 中信期货研究所

但阔叶的进口量放大目前来看并不显著。10月以及11月的阔叶浆进口量相比于8、9月出现了边际回落。同时，与历史同期比较，这两个月也处于中等偏低水平。而下游成品纸产量在10月与11月相比8、9月大幅好转，因此，阔叶在10~11月大概率出现了一定的库存去化。但显然，阔叶目前不是供需现实定价，市场价格开始更明显的在反应预期，这点从现货价格开始转弱的时间点就可以看出（下跌恰恰是在10月开始的，当时的信息就是Mapa要在11月投产）。

图 5：阔叶浆进口量季节性图

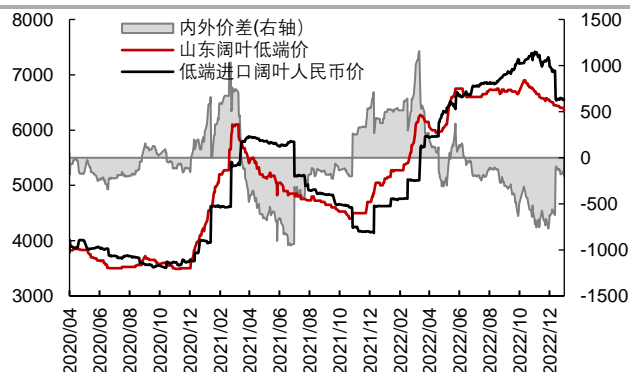
单位：万吨



数据来源：卓创，中信期货研究所

图 6：阔叶浆现货走势

单位：元/吨



数据来源：卓创，中信期货研究所

未来阔叶浆价格方面，我们认为，未来一段时间阔叶浆价格面临的压力会较大。首先，不断推迟的 mapa 既然已经投产，那么，其他的装置大概率也会如期投产。原因是今明两年，国内外阔叶浆的装置投产较为集中，全球维度上，阔叶浆有阶段性供给增量高于需求增量的现实压力，那么为了保持自己的市场份额，浆厂大概率会如期投放已建成的新增装置来抢占市场。其次，由于阔叶浆美金价格最新的调价，内外价差已经回到了较小的水平，这就打开了国内现货的下跌空间。以上是我们认为阔叶浆在未来 1~2 个月仍会持续交易的主要逻辑。唯一需要注意的是，如果由于国内主动订购数量的持续减少导致阔叶浆进口量的持续降低，那么在未来某一个时间节点出现阔叶浆的流通货源偏低而需求边际快速改善，则容易出现价格的转强。

### 3、海外向内传导的下跌逻辑还在继续运作

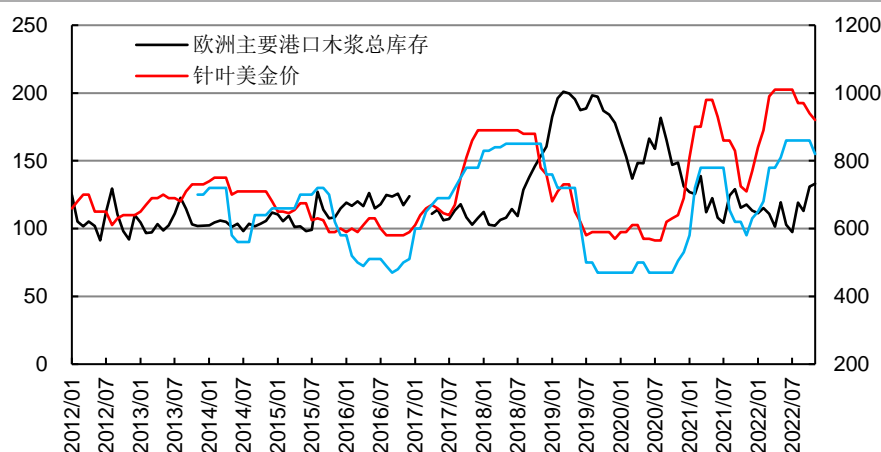
比较明确的是，当前纸浆系的压力主要来自于海外市场以及阔叶浆。市场中一直有的声音是中国现货市场中又出现了过去没有在中国市场中流通的欧洲货源。叠加看欧洲的港口累库速度来说，我们认为欧洲的消费下滑是一个目前相对较为显著的事实。

我们在年报中分析过，如果欧洲港口库存突破了 140 万吨，有可能带来纸浆美金价格的持续下行。同时累库对于价格也是存在直接冲击的。因此欧洲市场的表现是一个显见的利空。



图 7：库存与价格的关系

单位：万吨



来源：卓创，Wind，中信期货研究所

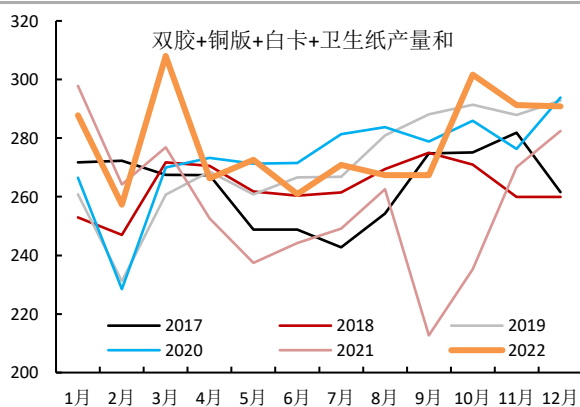
### 三、需求：未来并不算悲观

#### 1、12 月纸厂产出保持稳定，产销表现尚可

12 月的下游开工率基本保持稳定态势，但总量上相比于 11 月略有回落 0.2%。从 12 月的环比变化看，弱于往年（往年都是 12 月高于 11 月）。而形成这种情况的原因我们认为主要是在 12 月份国内防疫政策出现改变，不同城市不断的出现感染高峰的情况，而导致工厂人员不足。另外今年下游各品种供需过剩较为严重、价格表现疲弱、工厂生产利润较低且工厂产成品库存相对充裕，因此纸厂在 12 月逆季节性的出现了边际开工率的走低。但是从数据绝对值客观来看，纸浆系下游 12 月的产出量总体表现并不差，在近 6 年来，处于高位水平，同时与 2021 年相比，同比+2.9%。

图 8：4 大主要纸品的产量和

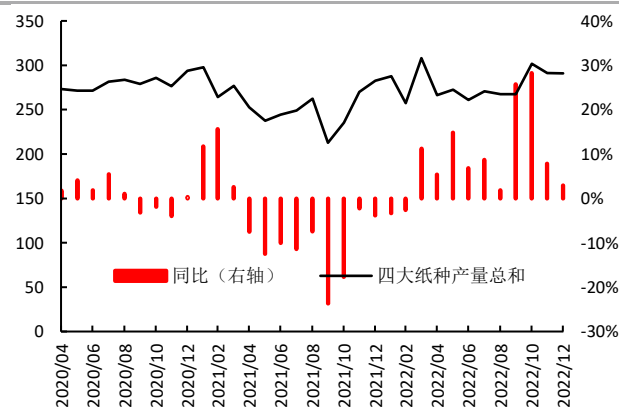
单位：万吨，%



数据来源：卓创，Wind，中信期货研究所

图 9：4 大主要纸品的产量和变化趋势

单位：万吨

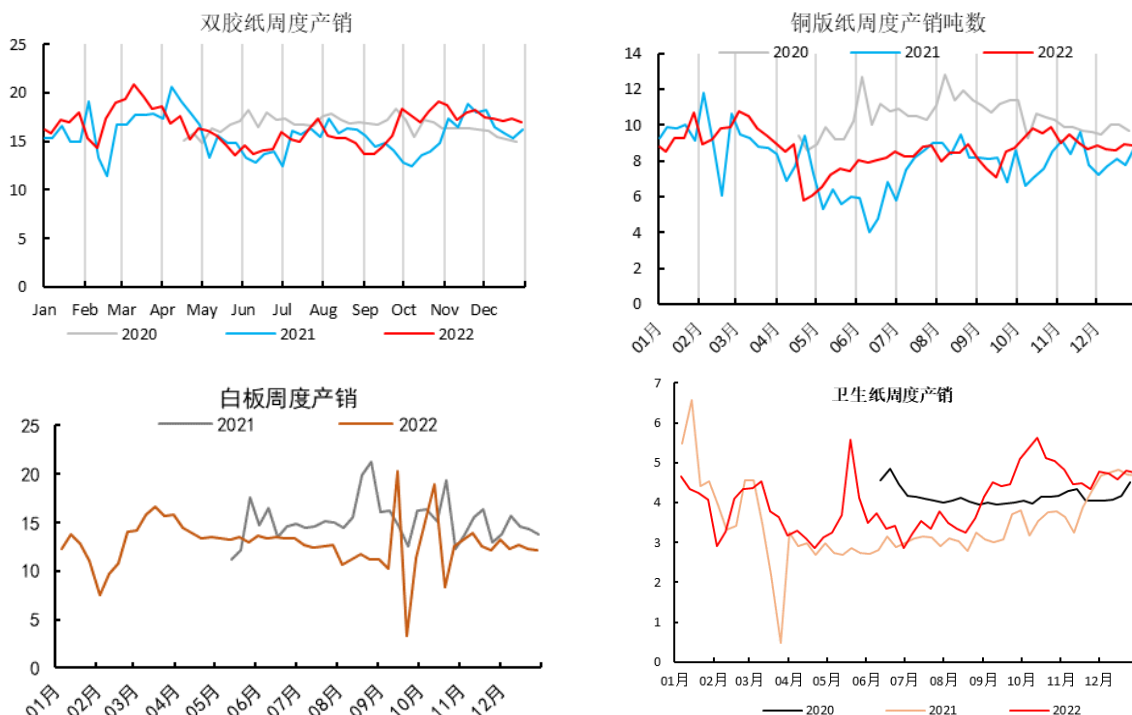


数据来源：卓创，Wind，中信期货研究所

从纸厂的产销情况看，12 月与过去两年差异不是太大，与 2021 年相比有所好转。

图 10：下游主要纸种周度产销情况

单位：万吨



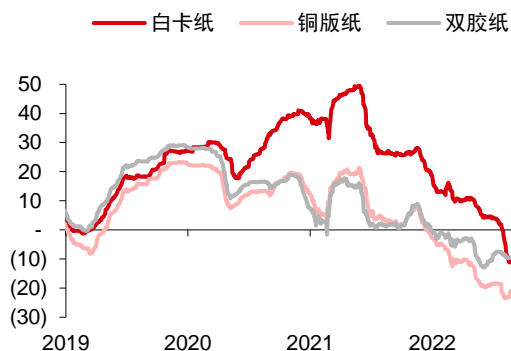
数据来源：卓创，Wind，中信期货研究所

## 2、价格端表现不算差，利润有所好转

价格表现上，下游个品种在 12 月略有下跌，除生活纸意外跌幅都不大。我们认为形成这种情况的原因是：1) 12 月的边际产销并不是太差；2) 各大纸种依旧呈现的是亏损状态，因此，价格更有向上的需求。3) 成本端在阔叶的下跌下下行的较为明显。因此 12 月从利润变化角度来看下游成品纸都有一定好转。

图 11：文化纸与白卡纸毛利率

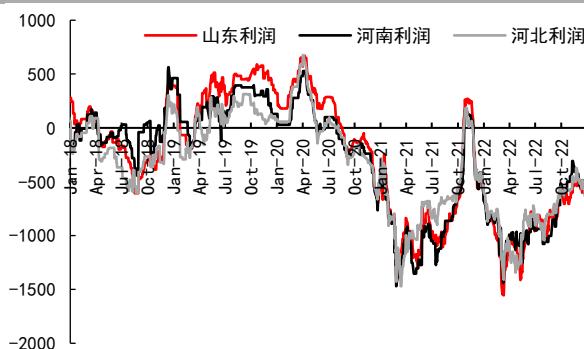
单位：%



数据来源：卓创，Wind，中信期货研究所

图 12：卫生纸毛利率

单位：%



数据来源：卓创，Wind，中信期货研究所



### 3、1月2月纸浆需求季节性转弱，但也不悲观

1~2月份由于春节的原因，成品纸的开工率一般都会出现下行的状态。同时，由于终端以及贸易团体的放假，现货成交量会降至冰点。这种变化属于季节性变动。然而作为衡量纸浆实际消费量的下游各大纸种产出量来看，10月到12月的数据表现大幅优于市场预期。1月以及2月会由于春节的因素导致数据偏低，而3月又会迎来下一个下游产出高峰期以及终端的金三银四需求。因此，在判断纸浆未来需求体量的时候，对于远期的需求并不会呈现显著的悲观判定。

## 四、总结与后期策略

回顾前期数据看，供应端，1）针叶浆与阔叶浆的进口量都处于偏低水平，当然，针叶浆，偏低的状态更为严重。2）阔叶价格在12月继续维持走弱。导致这一情况的原因在于国内普遍预期的海外新增装置投产以及美金盘价格的主动下调。3）欧美市场经济下滑带来的欧洲需求转弱进而带来的价格压力向国内传导的逻辑，在更多的数据在兑现这一预期。需求端过去则表现出：1）下游成品纸四季度的产出量表现较好。2）主要纸种产销与历史同期相比差异不大。3）下游纸种的利润在原料成本下行的变动下出现了一定修复。

后期来说，我们认为纸浆产业链会产生以下变化：

供应端：

第一，针叶浆报价的下行不是一个显著的连续预期，原因有以下：1、中国的内盘价格尚可，没有出现连续的下行。2、国内缺货的现象依旧明显，12月的报价下调后大概率接货情况较好，这也就是说下一个月的浆厂没有显著的抛压压力。

第二，阔叶方面，不断推迟的mapa既然已经投产，那么，其他的装置大概率也会如期投产。其次，由于阔叶浆美金价格最新的调价，内外价差已经回到了较小的水平，这就打开了国内现货的下跌空间。未来一段时间阔叶浆价格面临的压力会较大。

第三，海外向内传导的下跌逻辑还在继续运作。美金价的下行的外部压力依旧存在。

需求端：

第一，过去的消费量总量数据表现的并不差，下游品种的经营利润是有所好转的。

第二，1月以及2月会由于春节的因素导致季节性转弱，但3月又会迎来下一个下游产出高峰期以及终端的金三银四需求。因此，在判断纸浆未来需求体量的时候，对于远期的需求并不会呈现显著的悲观判定。

期货价格运行方面，我们认为，期货最主要的因素取决于美金价格如何变动（决定中期走势方向）以及现货实际价格（通过升贴水决定价格波动范围）。针叶的美金价中长期下行判断不改，但1~2月时间内，国内流通货源较少背景未变。同时考虑到2023年内需刺激政策出台预期还未落空以及金三银四的季节性。纸浆期货在1月的波动空间有限，期货主力价格会基差-650~-100之间波动。现货最低可交割品价格预计不会跌破7000，但涨超7400的概率也较低。总体看，纸浆期货波动上有顶，下有底。

操作上，春节前，反弹至基差偏小水平，抛空，建议关注6900附近甚至更高的价格水平。基差高于500后，则建议空放离场，甚至可以考虑偏多博弈基差收缩行情。

**风险因素：**大宗商品普遍大幅波动、外盘报价超预期变动

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

## 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>