

2022 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

## 纸浆年报：期现矛盾贯穿，纸浆远期定价走弱

齐盛期货 高宁

### 摘要：

自 2020 年以来，纸浆期货市场快速扩容，并以年均 30% 以上的波动幅度，成为期货市场一颗新明星，给投资者带来了丰富的交易机会。

2022 年进口木浆现货市场价格处于冲高后的高位震荡走势，来自于消息面和基本面的博弈剧烈。进口木浆价格创出近几年的历史新高。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，期货深度贴水令期现产生超过 10% 的价差幅度。

从供需的角度来看，2022 年纸浆市场再现了一波波澜壮阔的上涨行情，先是供应链危机贯穿整个上半年，紧接着是近月交货逻辑引发月间差结构的倒挂。同时汇率波动对内外盘定价产生分歧。最终，在巨大的期现基差背离的情况下，纸浆又展开了报复性反弹。

预计 2023 年至 2025 年，纸浆新增产能在 4000 万吨以上，供应面持续宽松，主要在阔叶浆扩能上。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。

供应端矛盾，期现矛盾是纸浆价格涨跌的两大核心，而相对来看，需求端始终没有形成市场的主导逻辑。

随着 2023 年的到来，供应端已经放松紧张，期现基差也处于修复当中，外盘报价预期也开始走弱，需求上也缺乏炒作亮点。因此，纸浆市场高处不胜寒的风险开始显现。

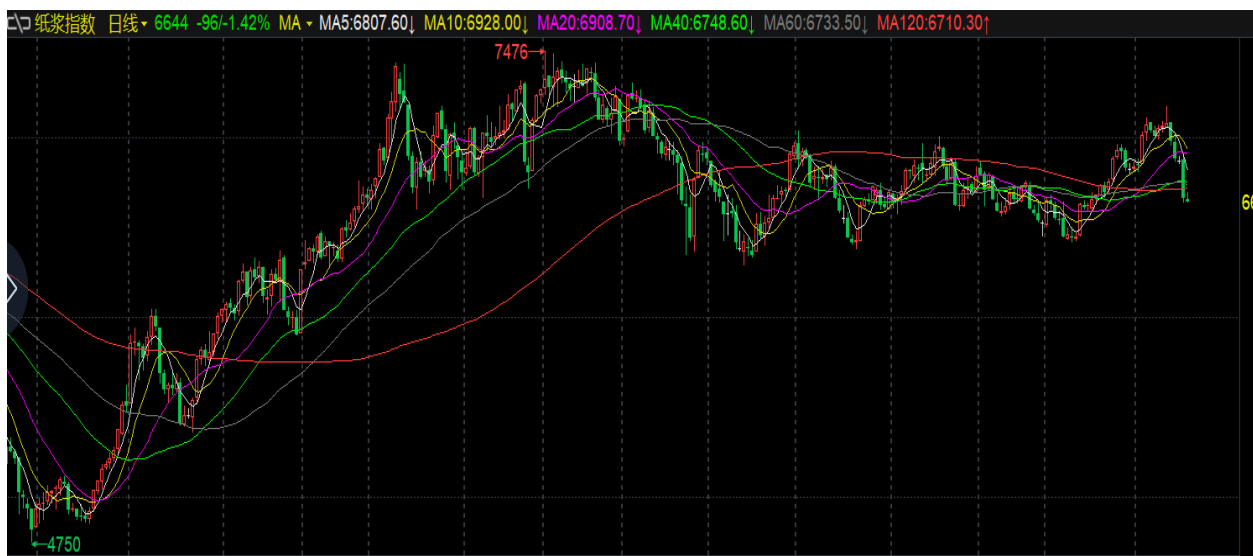
# 目录

第一章 纸浆市场回顾概述及展望 .....	3
第二章 纸浆供应端逻辑走弱.....	4
2.1 国内年度供需平衡表分析 .....	4
2.2 针叶浆、阔叶浆未来供应展望 .....	5
2.3 纸浆价格的驱动类型 .....	9
第三章 国内造纸需求刚需为主.....	9
3.1 造纸产品的价格整体表现平稳 .....	9
3.2 下游开工没有出现去年的低谷 .....	11
3.3 下游新增产能情况 .....	13
第四章 纸浆期现基差分析 .....	14
4.1 期现基差出现大幅度背离 .....	14
4.2 仓单库存与现货流动性的博弈 .....	16
4.3 外盘远期价格曲线分析 .....	17
4.4 针-阔叶浆价格边际分析 .....	18
第五章 2022 年纸浆策略总结与展望 .....	20
5.1 产业及资金主力持仓结构分析 .....	20
5.2 2022 年模拟交易策略总结 .....	21
5.3 2023 年纸浆策略展望 .....	22

## 第一章 纸浆市场回顾概述及展望

回顾 2022 年，纸浆期货行情波澜壮阔，单边上涨幅度一度超过 30%，价格从 5000 元/吨，一跃站上 7000 元/吨，交割月一度冲高 8000 元历史高位。下半年深度贴水状况下持续高位震荡，市场转由期现逻辑来主导。

图 1 纸浆指数期货日线走势图



数据来源：齐盛期货

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。

2022 年在宏观政策变化下，国内需求整体增速相对较低，主要受国内下半年受公共卫生事件影响原纸出口、下半年纸厂的停机检修影响，中国纸浆总需求量同比增加 2%，依旧维持弱平衡态势。

对于 2023 年的纸浆期货的价格预期，基本以震荡中下跌。预计 2023 年纸浆期货主力合约价格运行区间或在 6000-7000 元/吨。依据针-阔叶价差和历史价格区间推算，低于 5500 元是低估区间，高于 7500 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 纸浆供应端逻辑走弱

### 2.1 国内年度供需平衡表分析

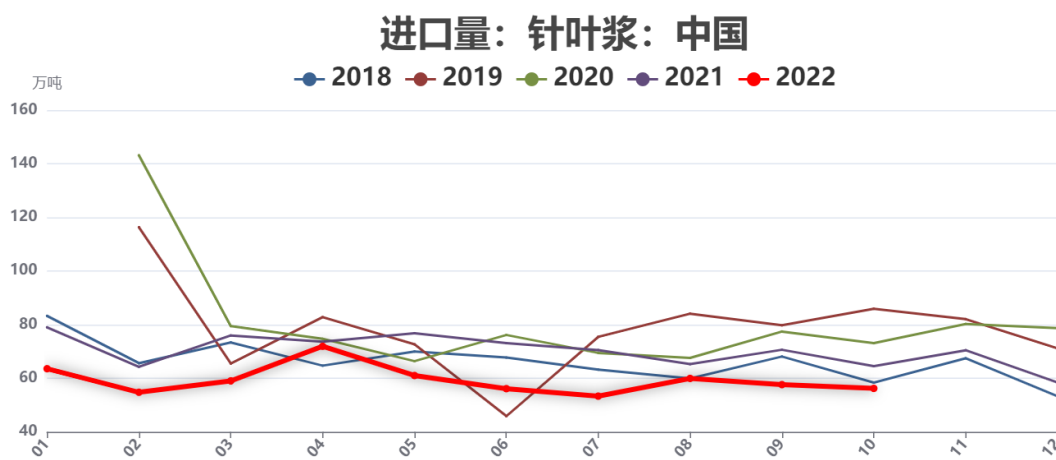
供需平衡表来看，2022 年供需情况整体表现为供应紧张。由于 22 年海外出口受到供应链问题，导致中国进口针叶浆出现两位数下跌。2022 年中国纸浆进口结构在发生微妙变化，其中针叶浆、化机浆进口量占比震荡下挫，而本色浆、阔叶浆进口量占比震荡上扬。总体短缺表现在针叶浆上，阔叶浆进口已经明显恢复。

表 1 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
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
2021 年 12 月	58.39	1234.4	86.408	-28.018
2022 年 1-2 月	118.29	2095.6	146.692	-28.402
2022 年 3 月	59.05	1245.5	87.185	-28.135
2022 年 4 月	71.9	1105.1	77.357	-5.457
2022 年 5 月	60.99	1189.2	83.244	-22.254
2022 年 6 月	56.1	1185.5	82.985	-26.885
2022 年 7 月	53.31	1122.5	78.575	-25.265
2022 年 8 月	59.91	1070.8	74.956	-15.046
2022 年 9 月	57.6	1156.6	80.962	-23.362
2022 年 10 月	56.2	1151.5	80.605	-24.405

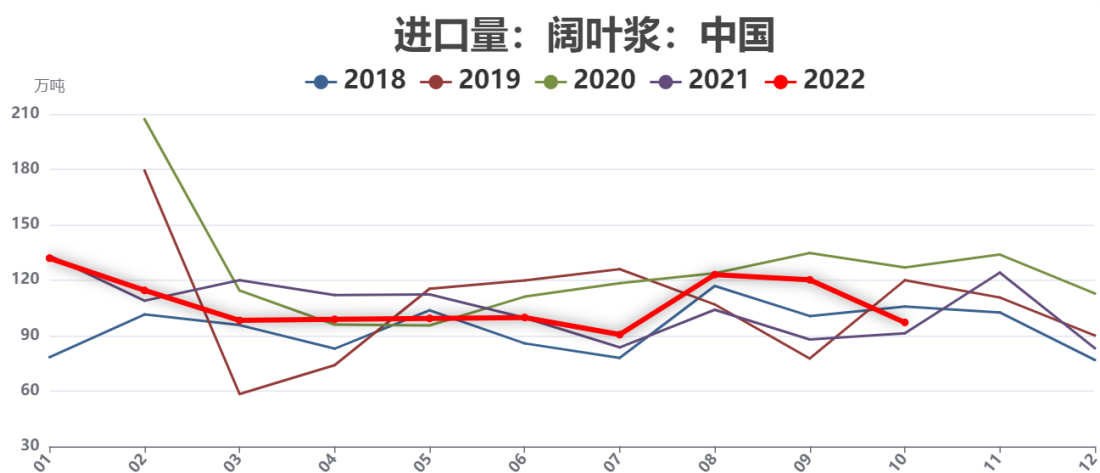
从针叶浆的进口来看，2022 年我国纸浆的进口量总体呈现缩减的状态。2022 年 1-11 月累计进口 2778.6 万吨，累计进口量及金额较去年同期分别增加-3.8%、8.8%。预计随着阔叶浆的进口恢复，23 年我国的进口量将呈现同比增长。预计我国针叶浆 2022 年的进口量将维持小幅增长，但在阔叶浆增量的背景下，预计将挤压针叶的进口，这无疑对于针叶浆价格构成压力。

图 2 中国针叶浆进口季节性图



数据来源：wind、齐盛期货

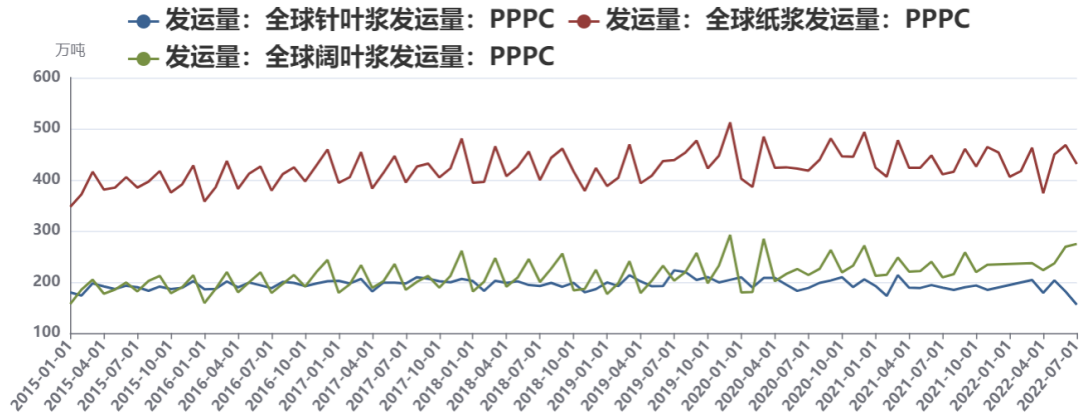
图 3 中国进口阔叶浆季节性图



数据来源：wind、齐盛期货

## 2.2 针叶浆、阔叶浆未来供应展望

图 5 全球纸浆发运量：pppc

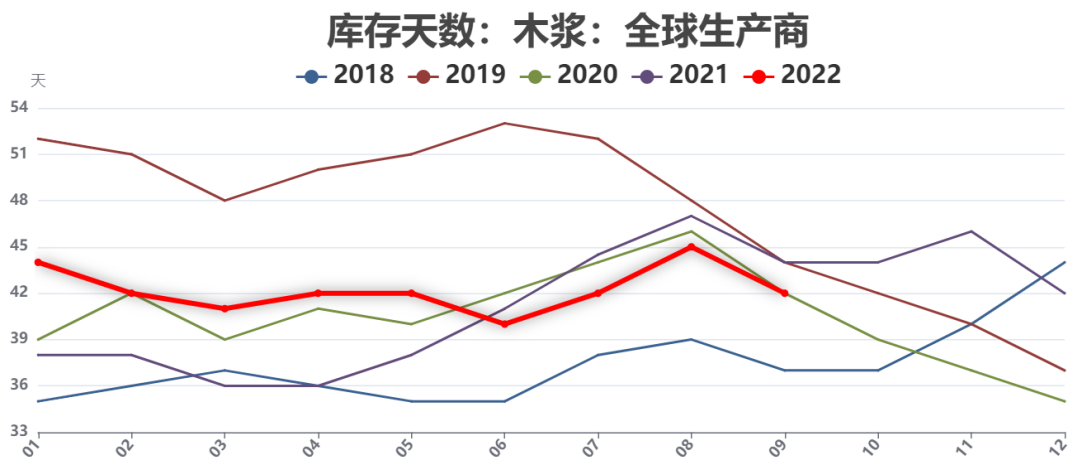


数据来源：wind、齐盛期货

2022 年全球纸浆发运量就呈现了震荡缩减的态势，尤其是针叶浆的发运量，在年中呈现明显的走低，凸显出针叶浆年内供应非常紧张的矛盾。

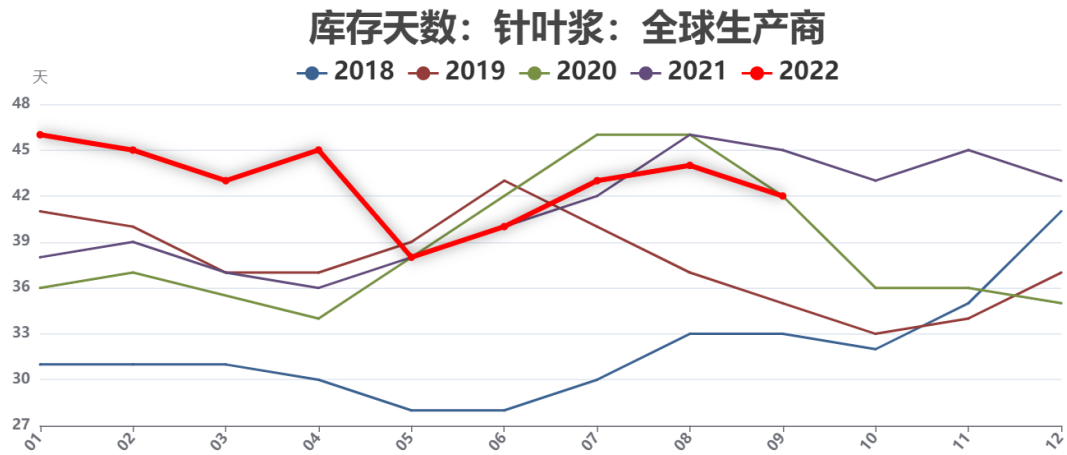
分别从针叶浆和阔叶浆的发货情况来看，阔叶浆的供应恢复速度快于针叶浆。随着针叶浆发货减少，生产商针叶浆的库存天数也处于偏低的水平。截至年中，库存天数达到 42 天，处于年内偏低的水平。阔叶浆压力相对处于中性水平，库存天数维持在 43 天左右。由于全球供应链的问题，发货延迟情况严重，更需关注 23 年发货顺畅情况。

图 6 全球纸浆生产商库存天数



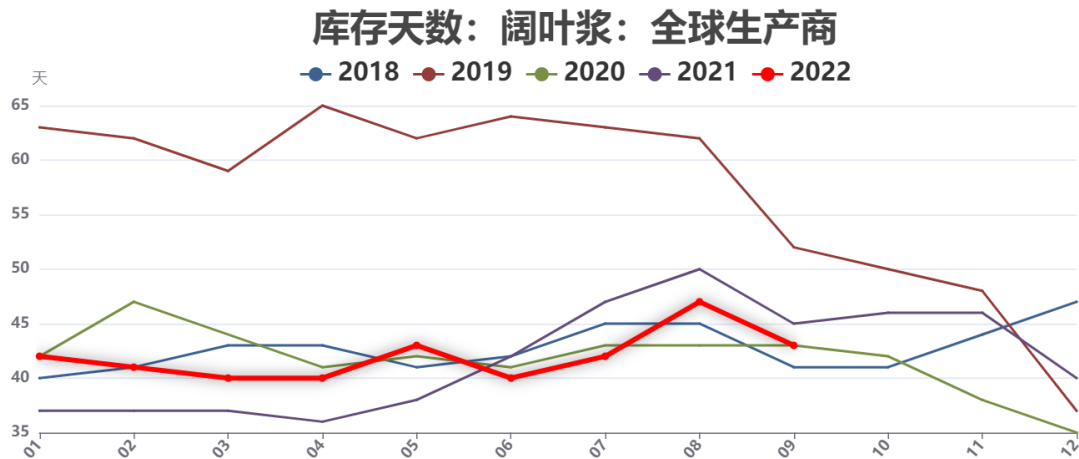
数据来源：wind、齐盛期货

图 7 全球纸浆生产商针叶浆库存天数



数据来源：wind、齐盛期货

图 10 全球纸浆生产商阔叶浆库存天数



数据来源：wind、齐盛期货

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。

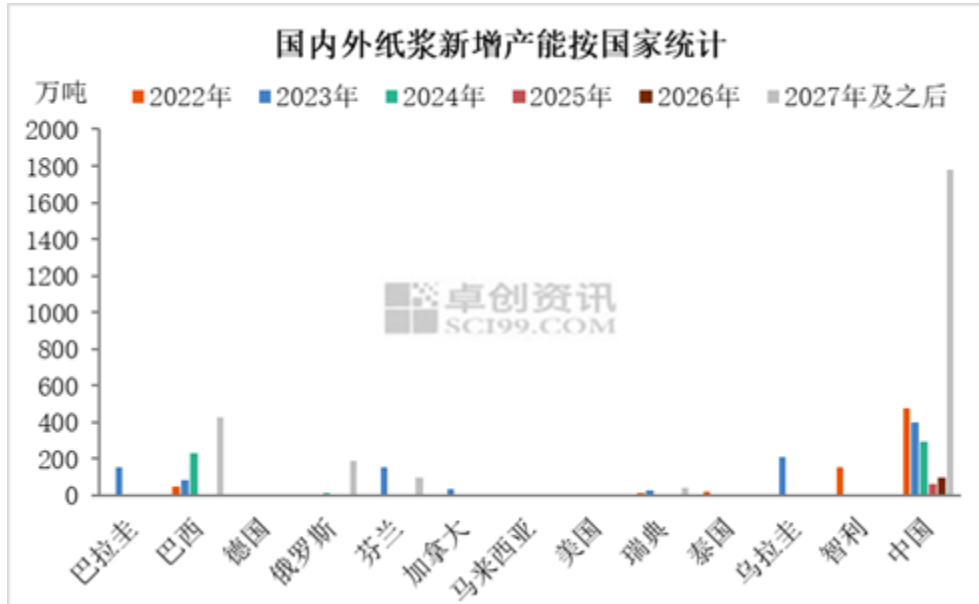
表 2 全球针、阔叶产能投放表

	2020	2021	2022	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



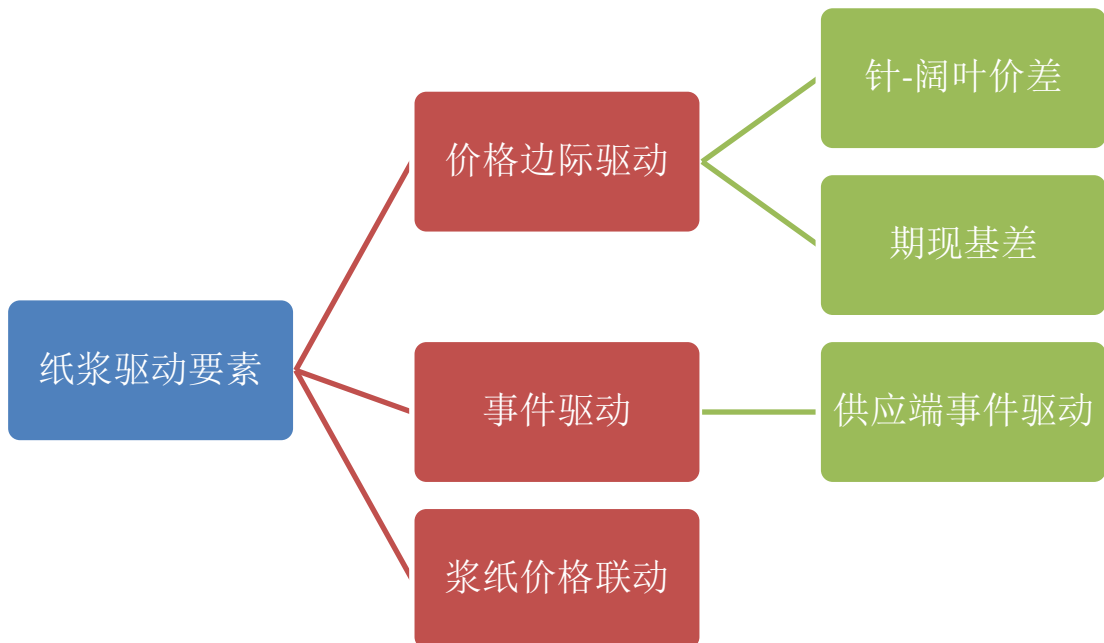
数据来源：卓创资讯、齐盛期货

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。



## 2.3 纸浆价格的驱动类型



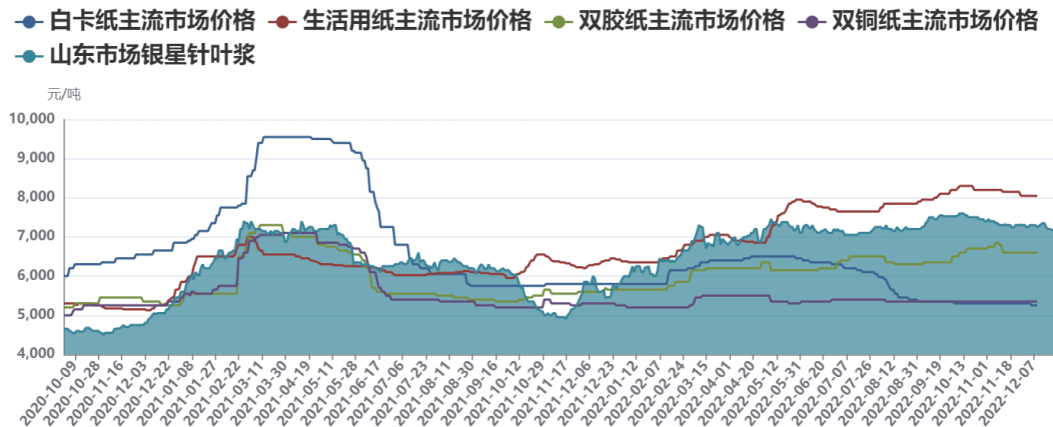
从 2022 年及未来的直接价格驱动要素来分析，主要氛围价格边际驱动、事件驱动和浆纸价格联动。之所以分成这样的结构，是在总结了每一段行情的基础上，我们发现价格边际是最先出现的信号，而事件驱动是在过程中发酵。浆纸价格联动是趋势延续周期的参考，如果成品纸的配合程度越高，对于纸浆行情的驱动周期就走的越远。

## 第三章 国内造纸需求刚需为主

### 3.1 造纸产品的价格整体表现平稳

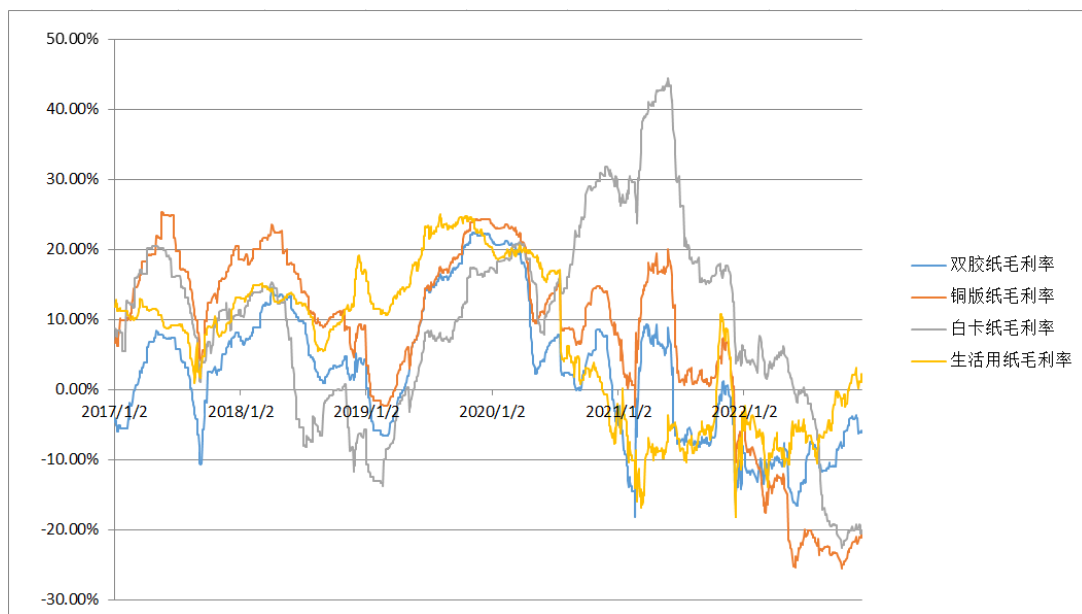
2022 年下游主要造纸品种的价格维持低位运行，并没有出现前两年个别纸种的大幅暴涨，年内只有生活用纸的价格偏高，而生活用纸的价格上涨，并不是需求端的直接刺激，而是年内生活用纸的产量紧张所致。

图 12 国内主要纸张价格与针叶浆现货价格对比



数据来源：卓创资讯、齐盛期货

图 13 国内主要造纸利润

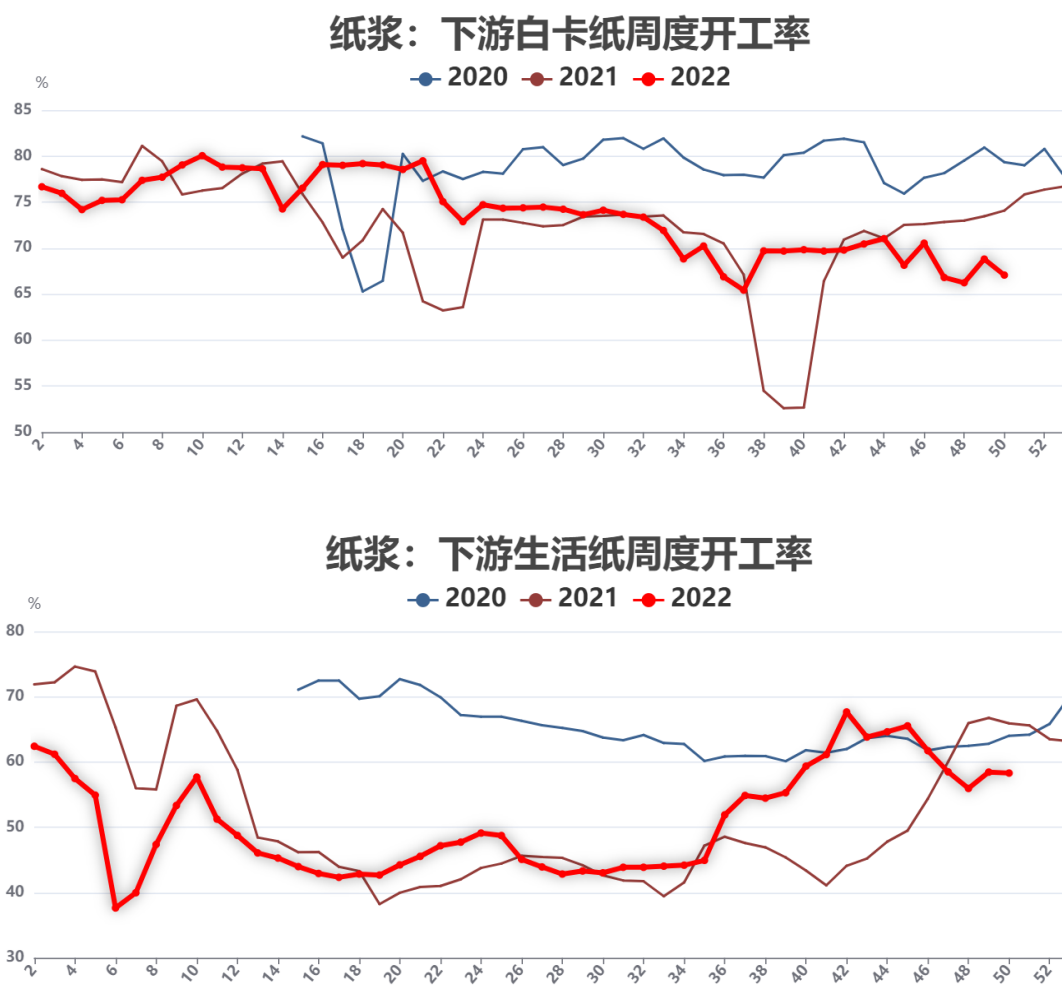


数据来源：卓创资讯、齐盛期货

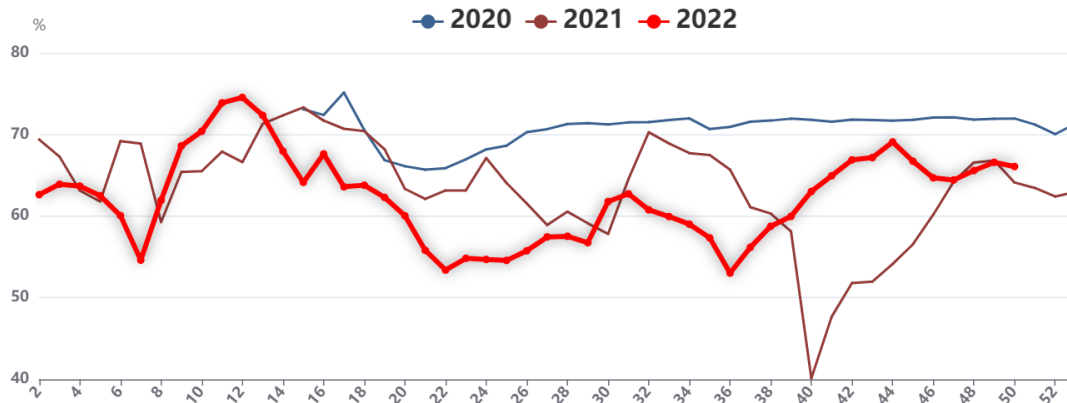
今年国内纸浆供应偏紧,美金浆价格不断上调,人民币贬值,对应人民币进口成本抬升。下游造纸板块尽管多次抬价,但原纸板块加工毛利润持续走差,表明下游涨价更多源于成本端被动推动而非终端需求。今年上半年双胶纸、双铜纸等文化纸板块毛利润由正转负,进入“面粉比面包贵”的行业状态;白卡纸也从 2021 年 40%左右的高毛利率水平快速滑落至负值区域;生活用纸毛利润低位徘徊,在 5 月份后有所改善。下半年,原纸板块分化明显,生活用纸由于属于终端消费类,对价格上涨不敏感,成品涨价较顺畅,毛利润自低位快速回升;双胶纸也相对于原料走强,毛利润逐渐改善至盈亏平衡;但白卡纸和双铜纸毛利润仍处在历史低位。

### 3.2 下游开工没有出现去年的低谷

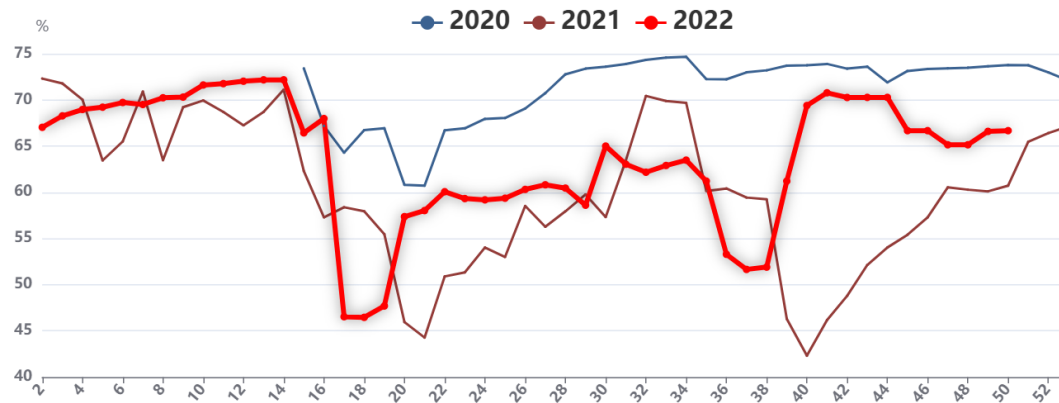
图 14 国内主要造纸开工



### 纸浆：下游双胶纸周度开工率



### 纸浆：下游铜版纸周度开工率



数据来源：卓创资讯、齐盛期货

2021 年的下半年纸浆下跌行情当中，下游造纸的开工率出现一次集中的下滑，而今年出现的低谷主要集中在年中，纸浆期货也呈现回落并贴水现货价格。接下来需要继续高度关注开工的影响。

分纸种来看，预期明年生活用纸在成本高位支撑下，刚需为主，预计供应增速小于需求增速，供需环境有所改善。

白卡纸方面，2023 年仍处于产能扩张期，供需形势不容乐观，盈利水平预期不佳。

双胶纸方面，新增产能持续扩张，出版刚性需求支撑下，2023 年价格遵循季节性波动周期，或延续阶段性上行趋势。

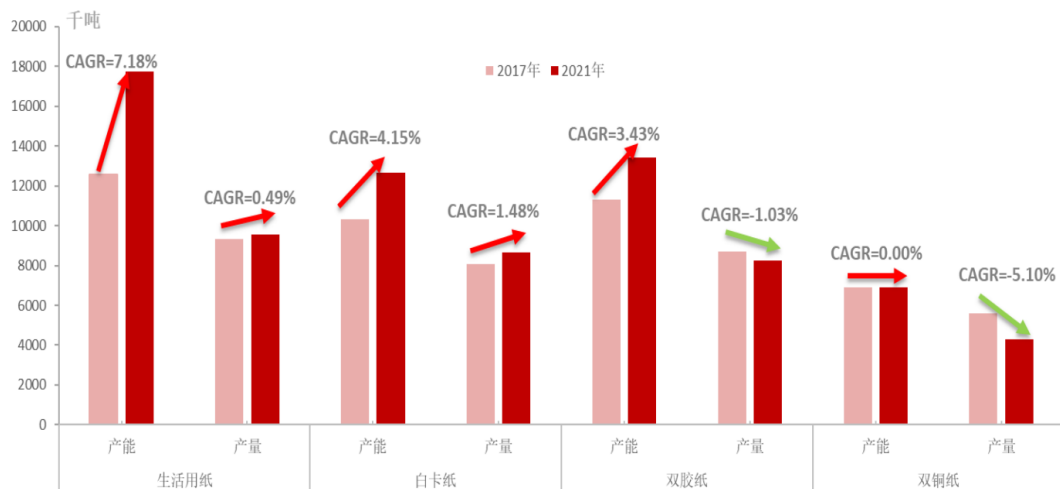
双铜纸方面，供应面产线排产灵活，需求回暖利好预期下，供需环境或将得到改善，成本高位支撑下，市场价格存上行预期。

### 3.3 下游新增产能情况

表 3 中国主要造纸产量表

产量（万吨）	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 E
胶版纸	1745	1770	1790	1750	1780	1730	1720	1700
铜版纸	680	665	675	655	630	600	605	595
生活用纸	830	920	960	970	1005	1080	1105	1135
包装用纸	650	675	695	690	695	705	715	750
折合针叶浆需求 量	711.8	744.85	764.35	757.65	770.4	782.90	791.05	799.45

尽管 2022 年上半年加工利润持续、快速走差，但并未看到行业整体减产行为：1~10 月份原纸总产量累计同比增长 9%。亏损较严重的白卡纸行业反而同比增速达到 20%，远高于其他原纸版块。白卡纸之所以在加工利润亏损严重的情况下仍能保持产量正增长，我们理解，可能跟白卡纸企业多为浆纸一体化布局，用量较大的化机浆自给率较高；以及白卡纸产能集中度较高（2021 年在 90%左右）等因素有关，从而使得白卡纸企业生产经营与加工利润之间的关系，相对其他下游板块要低。



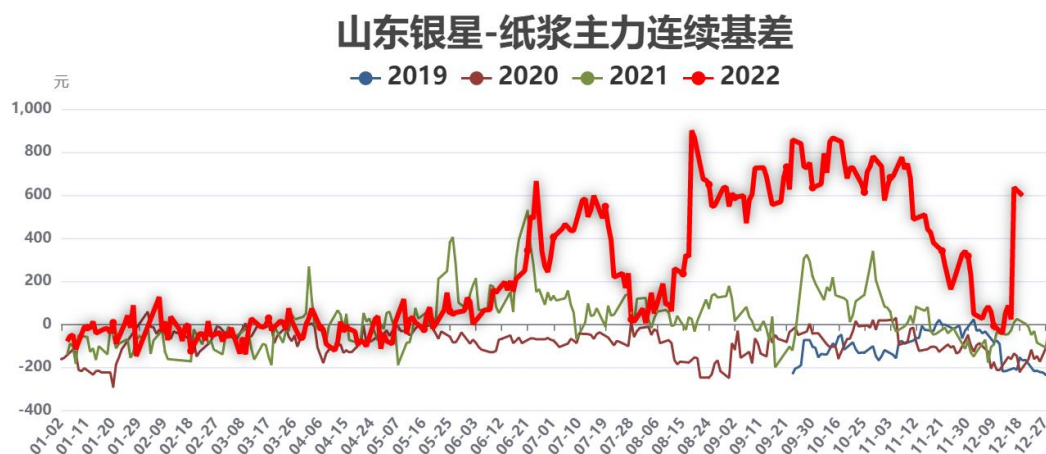
公开数据显示，生活用纸、白卡纸、双胶纸占木浆消费比例分别为 35%、26%、23%。近五年生活用纸、白卡纸、双胶纸均处于产能扩张期，受公共卫生事件冲击，下游纸制品产量并未发生同比增长，致使产能利用率在 2021 年出现同步下滑。以生活用纸为例，行业产能由 2017 年的 1,255 万吨增长至 2021 年的 1,775 万吨，增加 520 万吨，五年增幅 41.4%。与此同时，市场供应增速则增长缓慢，2017~2021 五年平均增速仅 2.0%。而根据各纸企公开的新增产能计划以及 2021 年延期投产项目，预计 2022 年生活用纸产能新增 147 万吨，总产能将达到 1,922 万吨。纸企产能持续放大引起产能过剩的局面延续。产能

周期受加工利润影响。回顾过去五年，下游原纸也曾经历过毛利润变差的情况，但一是几乎没有亏损的情况，二是低毛利润区域持续的时间较短。2017 年以来终端消费增速快于加工企业，给出较长周期的行业利润，从而激励企业新增产能。在产能不存在瓶颈的情况下，那么产量受制于终端消费。随着终端消费下滑，企业库存累积，或将进而倒逼企业降开工以控制产量。原纸行业属于加工环节，新增产能投放后，通常加工成本更优；而老产能则已逐步收回前期固定投资成本。下游行业竞争加剧，加工利润不断测试新低，在没有出现产能退出前，预计对整体木浆的需求中期仍偏刚性。

## 第四章 纸浆期现基差分析

### 4.1 期现基差出现大幅度背离

图 15 纸浆主力连续期现基差



数据来源：wind、齐盛期货

2022 年纸浆的期现基差出现巨大的背离，最大基差一度贴水现货超 800 元，纸浆期货在整个下半年呈现深度贴水现货的状态，究其原因还是现货受到外盘的成本支撑，而期货盘面则承压宏观和需求预期的不佳。不过基差的大幅背离也带来了盘面价格的快速修复，因此也直接驱动了市场在 11 月-12 月初的大幅反弹上涨。

基差驱动带来的市场修复性反弹，令交易逻辑站在了供需层次逻辑之上，也就是期货主要博弈期现修复，而现货则落脚供需，看似期现货背离，实则是期货的交易逻辑是处于一个更高的维度之上。

纸浆期货的交易维度的核心架构是在于针叶盘面基差，期货价格升水或平水针叶浆现货，

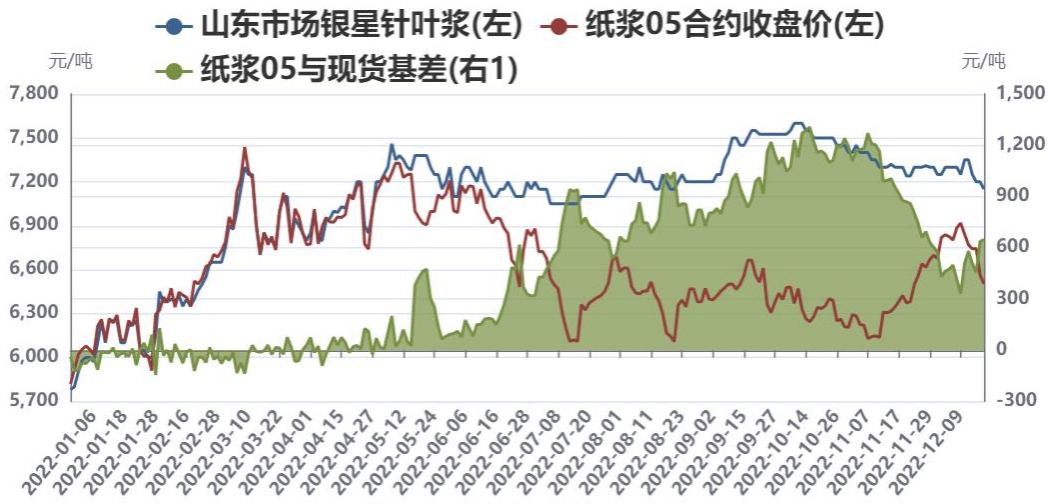
代变价格处于偏高区域,如果出现深度贴水,甚至贴水阔叶浆价格,说明价格处于偏低区域。由此来确定价格的上下边际。同时,基于美金外盘的升贴水逻辑可以判断,外盘的报价预期也会影响期货价格,相对来说,基差做价格波动的核心架构,主导性要比供需逻辑要强,供需逻辑更多的时候是处于解释期现分歧的原因。

图 16 纸浆 01 合约期现基差



数据来源: wind、齐盛期货

图 17 纸浆 05 合约期现基差



数据来源: wind、齐盛期货



## 4.2 仓单库存与现货流动性的博弈

图 18 纸浆期货仓单库存



数据来源：上海期货交易所、齐盛期货

图 19 纸浆现货库存



数据来源：卓创资讯、齐盛期货

年内纸浆进口量明显下降，导致国内显性库存偏低，尤其从仓单库存来看，年内仓单在承接 21 年的累库压力后，从 5 月份开始持续去库，此前被锁定的仓单库存得到解锁流出，并且结合上文的基差分析，期货深度贴水的矛盾，也令仓单的接货价值提高，从而更加吸引仓单的交割出库。因此今年没有形成去年的顺畅下跌，主要支撑也是来自于仓单库存去库且偏低。

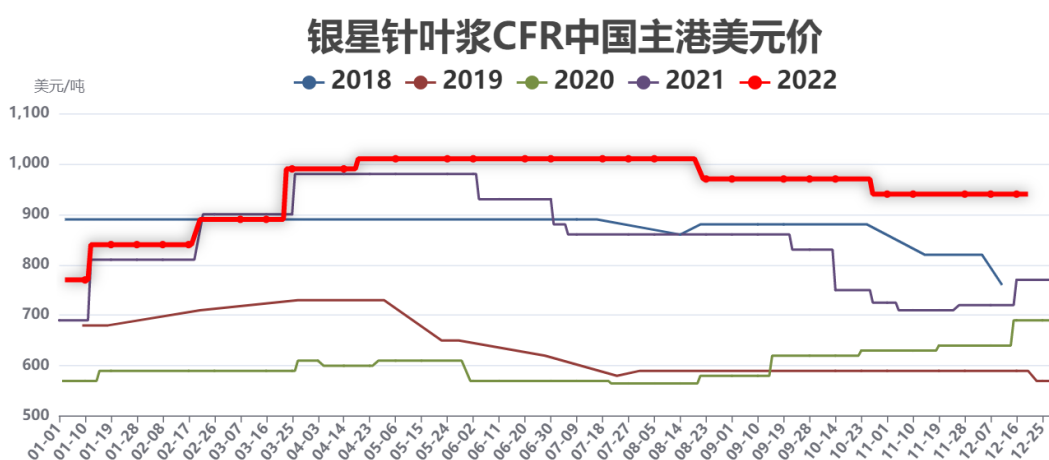
这就带来了标品和非标品的流动性矛盾。现货港口库存降低，说明现在现货流动性偏紧，



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。

### 4.3 外盘远期价格曲线分析

图 20 银星外盘报价曲线



数据来源：wind、齐盛期货

图 21 银星进口价差



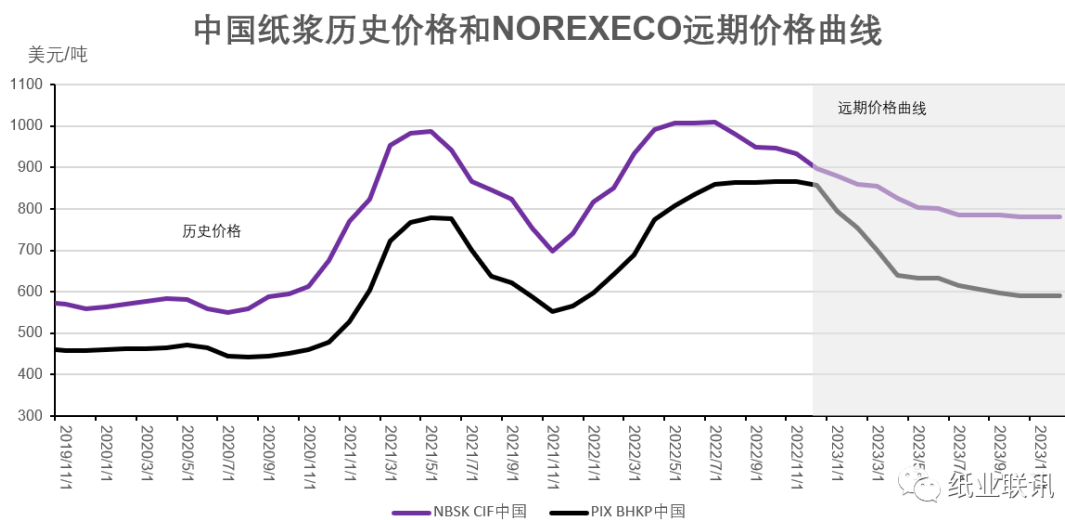
数据来源：wind、齐盛期货

今年 1~8 月，针阔叶较去年年底均有亮眼表现：针叶浆（以智利银星为例）对中国的 CFR

报价自 700 美元/吨上涨至 1000 元/吨，涨幅达到 43%。外盘价格也持续升水内盘，令内外盘年内持续倒挂。同时，由于美元走强令人民币年内大幅贬值，令进口倒挂程度有所加深。不过年底由于外盘预期走弱，令进口倒挂矛盾有所缓解。

由于海外欧洲等地区需求强于中国，外盘偏强，以及人民币汇率在 4 月下旬到 5 月上旬快速贬值以及 8 月底后的又一轮快速贬值，进口窗口持续关闭，直接影响了中国对海外商品浆的进口需求。从供给角度来讲，国内可流通货源偏少的状态持续。

图 22 银星进口价差



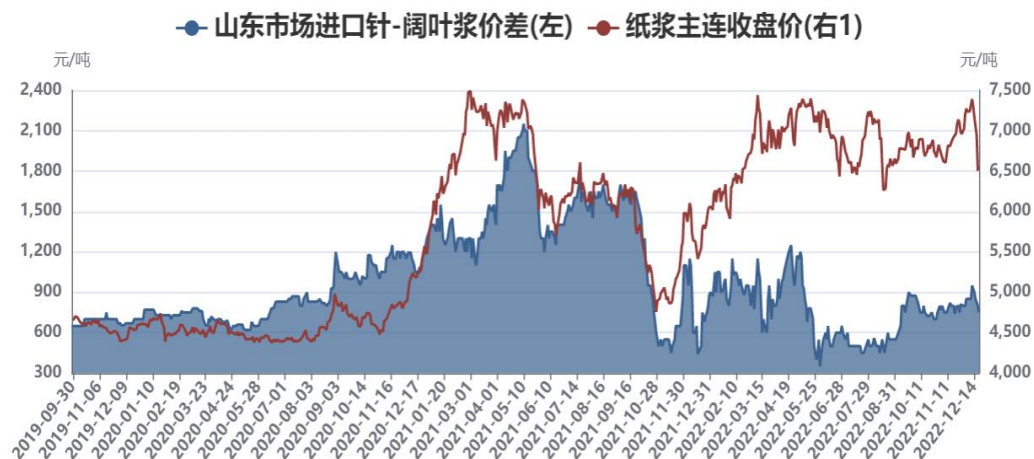
数据来源：wind、齐盛期货

截至 2022 年 12 月 20 日，NBSK CIF 中国走低 5 美元/吨至 890 美元/吨，Suzano 漂阔浆下调 40 美元/吨至 820 美元/吨。自上周中国新冠防疫政策放开后，国内阳性感染者逐步攀升，买家在采购进口 NBSK 时也愈发谨慎。鉴于目前国内经济的不确定性对浆纸行业存在一定影响，卖家继上周对 NBSK 价格下调 10-40 美元/吨后，本周继续降价。

由外盘远期报价曲线可见，外盘对于中国市场的价格预期是趋于下行，目前已经进入到下行通道。接下来关注期货盘面去反映预期。但是由于 05 合约仍然贴水现货，也导致在做空的节奏上，需要等待反弹时机。

#### 4.4 针-阔叶浆价格边际分析

图 23 针-阔叶价差与纸浆主连收盘价走势



数据来源：卓创资讯、齐盛期货

图 24 阔叶浆与盘面基差走势



数据来源：卓创资讯、齐盛期货

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显的正相关关系。

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。年内表现得更为突出，尤其是在盘面价格持续震荡得时候，期货贴水阔叶浆价格，估值偏低进而引发了一次小波段的反弹上涨。

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。

## 第五章 2022 年纸浆策略总结与展望

### 5.1 产业及资金主力持仓结构分析

图 25 纸浆主力净持仓分布



数据来源：齐盛期货

从净持仓来看，纸浆现在的主力持仓结构相比 2021 年出现较大变化，传统的产业多头席位一德期货已经退出龙虎榜，而中信期货的多头席位和国泰君安的空头席位形成明显的对抗，虽然总体上以多头席位持仓更多，但从持仓权重上来看，显然是国君的净空头持仓权重更大，可见对于 2023 年的多空博弈，仍将存在较大的分歧。

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多头持仓逻辑，主要仍是操作近远月正套，同时基于仓单偏少和进口成本逻辑，近月价格保持高位，远月深贴水有修复的矛盾。

第三个逻辑是产业逻辑。对于明年的纸浆价格，中游和下游环节都非常期待价格下降，而市场刚需仍然存在，未来供应放量主要集中在阔叶浆上，针叶浆的供应并没有显著的放量，下游刚需意愿将因价格下降而增强，因此纸浆产业套保逻辑倾向于期现平水机会去套保。因此明年纸浆能再度冲高的压力也在增大。

## 5.2 2022 年模拟交易策略总结

策略编号	状态	开始日期	结束日期	产品	策略类型	合约	方向	开仓点位
纸浆20220721-736	终止	2022-07-21	2022-08-05	纸浆	单边	SP2209	买入	7113.3333
纸浆20220701-718	终止	2022-07-01	2022-07-06	纸浆	套利	SP2209-SP2301	买入	40
纸浆20220527-671	终止	2022-05-27	2022-07-04	纸浆	单边	SP2209	卖出	6826
纸浆20220518-657	终止	2022-05-18	2022-05-27	纸浆	单边	SP2209	买入	7352
纸浆20220509-642	终止	2022-05-09	2022-05-18	纸浆	单边	SP2209	卖出	7300
纸浆20220422-630	终止	2022-04-22	2022-05-09	纸浆	单边	SP2209	买入	6960
纸浆20220331-613	终止	2022-03-31	2022-04-22	纸浆	单边	SP2209	卖出	7100
纸浆20220311-587	终止	2022-03-11	2022-03-23	纸浆	单边	SP2209	卖出	6730
纸浆20220222-546	终止	2022-02-22	2022-03-08	纸浆	套利	SP2205-SP2209	买入	65.3333
纸浆20220207-529	终止	2022-02-07	2022-02-11	纸浆	单边	SP2205	买入	6336
纸浆20211206-471	终止	2021-12-03	2022-01-05	纸浆	单边	SP2205	买入	5700
纸浆20221118-897	终止	2022-11-18	2022-11-21	纸浆	单边	SP2305	买入	6380
纸浆20221028-864	终止	2022-10-28	2022-11-18	纸浆	套利	SP2212-SP2301	买入	250
纸浆20221013-843	终止	2022-10-13	2022-10-24	纸浆	单边	SP2301	卖出	6732
纸浆20220906-799	终止	2022-09-06	2022-09-19	纸浆	单边	SP2301	买入	3390
纸浆20220815-778	终止	2022-08-15	2022-08-23	纸浆	单边	SP2301	卖出	6340

2022 年纸浆模拟交易策略总体实现盈利，但盈利幅度较小，趋势性行情基本只做到了“鱼头”，而没有完整的做到行情加速上涨阶段的利润。并且再确定性趋势下，仓位一直国小，并没有做到顺势加仓，利润扩大缓慢。

纸浆品种交易种经验和教训的总结如下：

经验①：出现较大期现背离的时刻，就是一次绝佳的交易机会。纸浆基差背离矛盾很严重，一旦期货深度贴水，就不宜再做空，可以关注短线的反抽机会。

经验②：纸浆是有控盘资金的品种，顺应增仓方向交易，增仓上涨顺势做多，减仓下跌观望不去做空，并且一定相信最大持仓席位的力量。

经验③：纸浆近月回归现货的逻辑极强，近月回归的反弹始终可以操作，确定性高，但需要做活跃的近月，不活跃的近月成交困难。

经验④：现货供需基本面只是一方面要素，期货仓单的供需才是行情波动的核心要素。纸浆的仓单结构和仓单供需的博弈，标品的交割格局令近月非常容易被控盘。

经验⑤：除非下游出现极大的矛盾，如“禁塑令”、“禁废令”、以纸代塑等政策性需求因素，以及文化纸等需求暴增等，没有类似的矛盾，下游需求对于浆价的正负反馈都有限。此外全国性集中检修和宏观经济风险也需要高度敏感。

交易教训总结与改进：



①加强对于持仓结构的分析，纸浆很明显是多头控盘的品种，在多头控盘的节奏下，不能急于去顺势做空，并且技术形态与持仓结构要相互配合，上涨行情配合增仓是比较确定的趋势性行情。

②加强对于技术分析的学习和应用。主动去适应行情，主动适应波动反复的操作策略，当前适合的就是短线快进快出，基本面与盘面产生的背离，首先应当相信盘面。

K 线是人，均线是路。价格在无方向的反复震荡中，均线会粘合；反过来理解，均线粘合说明价格必然处于无方向的震荡中。均线粘合的情况下，高度关注单根 K 线的突破形态，并根据接下来的 K 线走势，顺应均线方向操作。

技术形态包含一切基本面信息，一定要顺大势。波段策略上，小周期看长期均线，大周期看短期均线。

③减少无谓和冲动交易，在指标信号与量价配合确认后，加大仓位去交易。

历史会重演，印证历史的方式就对比历史的基本面数据。对比往年的走势和价差规律，能够总结出现阶段市场运行的边际在哪里。最重要的就是标品基差和非标基差，仓单库存的同期变化。

资金管理：提高仓位。小仓位只能博弈左侧转势，在确定性的短线机会下，仓位要适度增大，这样比较好做到盈利目标止盈。小仓位去做反而更容易让自己陷入拿大趋势的执念，真有大趋势，仓位小了也不赚钱。

### 5.3 2023 年纸浆策略展望

通过上文我们对绝对价值逻辑的分析判断，2023 年纸浆行情以震荡走弱再触底反弹的行情对待。预计 2023 年纸浆期货主力合约价格运行区间或在 7200-6000 元/吨，主要逻辑有：

- 1、依据针-阔叶价差和历史价格区间推算，低于 6000 元是低估区间，高于 7500 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，当前文化纸、白卡纸在 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 5000 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。

预计 2023 年至 2025 年，纸浆新增产能在 4000 万吨以上，供应面持续宽松，主要在阔

叶浆扩能上。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。

供应端矛盾，期现矛盾是纸浆价格涨跌的两大核心，而相对来看，需求端始终没有形成市场的主导逻辑。

随着 2023 年的到来，供应端已经放松紧张，期现基差也处于修复当中，外盘报价预期也开始走弱，需求上也缺乏炒作亮点。因此，纸浆市场高处不胜寒的风险开始显现。

### ➤ 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，须注明出处为齐盛期货有限公司，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。