2021年信达期货纸浆年报：周期底部显现，阶段性行情值得期待

2020年12月20日

张秀峰
投资咨询号：Z0011152
电话：0571-28132619

联系人：骆奇枭
期权研究员
执业编号：F3063756
电话：0571-28132592
手机：13606578566
邮箱：
luoqixiao@cindasc.com

信达期货有限公司
CINDA FUTURES CO., LTD
杭州市萧山区宁围街道利一路188号
天人大厦19-20层
全国统一服务电话：
4006-728-728

信达期货网址：
www.cindaqh.com

核心观点

周　期：产业底部已现，中长期看好。扩大时间周期，从利润、绝对价格、库存周期等角度，目前整个产业周期底部已显现，中长期看好纸浆。

供应端：产能投放主要在于阔叶浆，针叶浆保持稳定，供应压力整体尚可。未来4年，纸浆产能增量主要是阔叶浆为主，2021年针叶浆产能保持稳定，阔叶浆小幅增加。整体供应压力在于需求端的发力不及预期，以及套利盘需求和库存积累造成供应压力，反之成为驱动。

需求端：国外需求有修复空间，但后期有压力。疫情冲击下，国外下游需求影响较大，随疫苗上市后经济修复，需求还是存在一定修复空间，但是由于经济只是修复并不是实质较好表现，后期需求增速会下降。

关注点：政策落实和供需阶段性劈叉情况。“禁塑令”有利于提高包装纸的需求，“禁废令”下废纸缺口将进一步加大，利于整体浆价重心抬高。但具体驱动仍是需要具体观察政策落实情况。此外，由于针叶浆产能增量有限，叠加外盘报涨还将会继续，关注2021年1、2季度需求与供给阶段性劈叉情况。

行情判断：纸浆在明年一二季度存在供需劈叉的行情机会，关注其去库和旺季表现情况，若在供需有所劈叉，资金涌入炒作下，依旧处于周期底部的纸浆，其期货主力价格预期目标为6000元/吨，外盘纸浆为800美元/吨，但是需要把握做多节奏以及预期间的转换，注意风险控制。

风　险：宏观经济风险冲击、需求不及预期

一、2020 年行情回顾

图 1：纸浆期货走势回顾 **单位：元/吨**

资料来源：文华财经，信达期货研发中心

2020 年，纸浆处于主动去库阶段，整体处于筑底后底部抬升行情。具体来看，全年纸浆价格波动以疫情演变为结点，可以分为 6 个阶段：

第一阶段 1.1-1.17：此阶段主要因为 2020 年宏观经济被寄予希望有所抬升的一年，叠加春节前补库，如其他供需不紧张的品种一般，浆价逐渐反弹。

第二阶段 1.21-3.26：此阶段主要是国内新冠疫情爆发，春节后恐慌情绪释放，浆价大跌，但是因为国内疫情防控工作有效推进，恐慌情绪并没有持续太久，浆价开始抬升，但是因为整体供需矛盾依旧较为疲软，浆价波动较大。

第三阶段 3.27-6.24：此阶段由于国外疫情爆发，恐慌情绪持续放大，浆价持续下跌后趋于震荡。

第四阶段 6.25-8.28：此阶段国外疫情恐慌情绪有所释放，宏观环境边际趋好，以股票为代表的资本市场氛围趋好，叠加纸浆外盘报涨，“禁塑令”等环保政策利好纸浆需求预期，低价的浆价得到资金关注，震荡上行并且出现了一波拉涨行情。

第五阶段 8.29-11.3：此阶段主要是受到多重打击（国外疫情二次爆发、原油暴跌、资本市场回调等），而供需矛盾并不突出的纸浆从拉涨之后的价位应声而下，期中有所抬升但由于缺乏持续驱动再次回落。

第六阶段 11.4-至今：宏观边际趋好，人民币持续升值，海运费报涨，纸浆外盘进行新一轮报涨，国内纸浆现货跟涨，资金涌入浆价持续上涨，随后会进入阶段性调整。

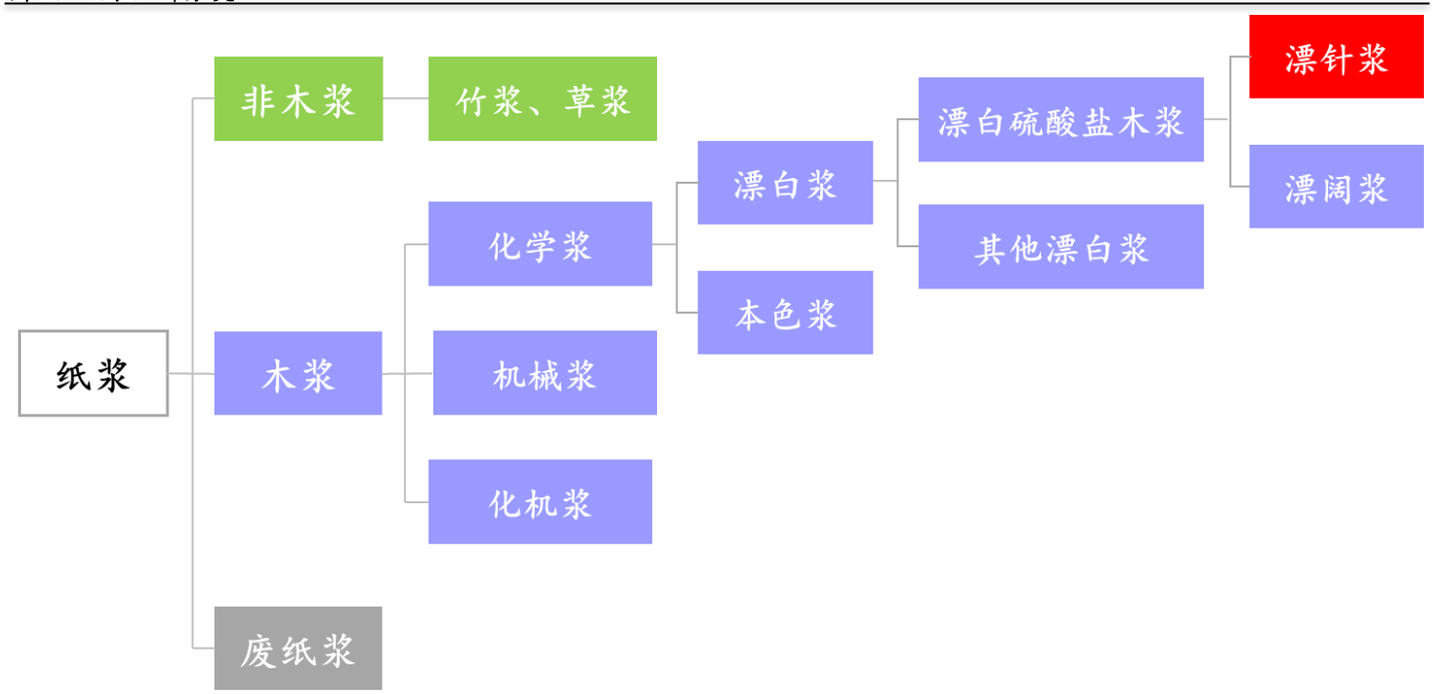
二、纸浆供给展望：产能投放主在阔叶浆，整体边际趋好

目前纸浆价格已经回升到50%左右的分位数水平，对于2021年的行情节奏的变化，依旧需要从一个产业周期的角度来看。最近一轮周期从2016年开始，环保趋严导致供给端收缩优化产业格局，废纸进口调整促进价格爬升；而2018年开始，中美贸易战以及全球经济下行压力需求疲软，浆价回落至底部。而2020年是纸浆筑底之年，主动去库存也初见成效，价格爬升至中位水平，且在供需矛盾并不是很突出的背景下，此时就需要从供需边际变化入手，去把握行情的节奏变化。

2.1 针叶浆增量有限，增量主要在于阔叶浆

根据原材料不同，纸浆主要分为木浆、废纸浆及非木浆（竹浆、草浆等），而木浆根据制作工艺不同，又可分为化学浆、机械浆及化学机械浆等，根据漂白程度又可分为漂白浆、半漂白浆和未漂白浆（本色浆），还可根据木材树种不同分为阔叶浆和针叶浆等。其中，上海期货交易所上市的纸浆期货对应的可交割标的物就是漂白硫酸盐针叶木浆。

图2：纸浆品种分类

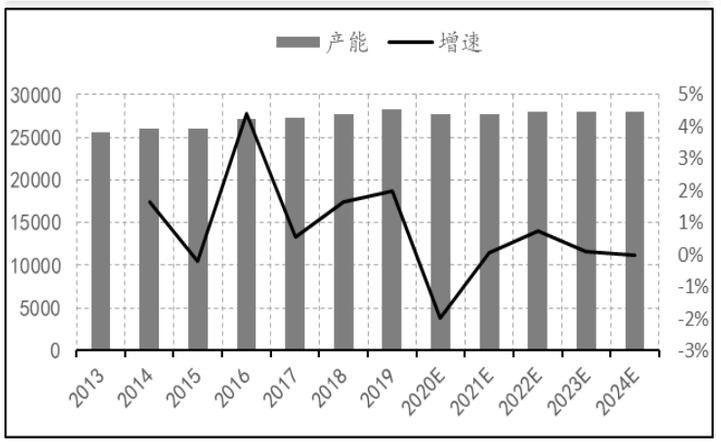


资料来源：根据新闻整理，信达期货研发中心

产能整体边际趋好（投产主要为阔叶浆），投产主要在2021年以后。根据PPPC的最新数据，2020年针叶浆产量预计为2798.5万吨，同比下降2%，2021年产量增长有限大致1.4万吨左右，且2021-2024年平均增长率保持在0%左右，基本保持稳定。而2020年阔叶浆产量预计为3798.5万吨，同比增长0.2%左右，2021年阔叶浆产量预计增量为63万吨左右，且2021年至2024年的平均增长率为1.8%左右，明显投

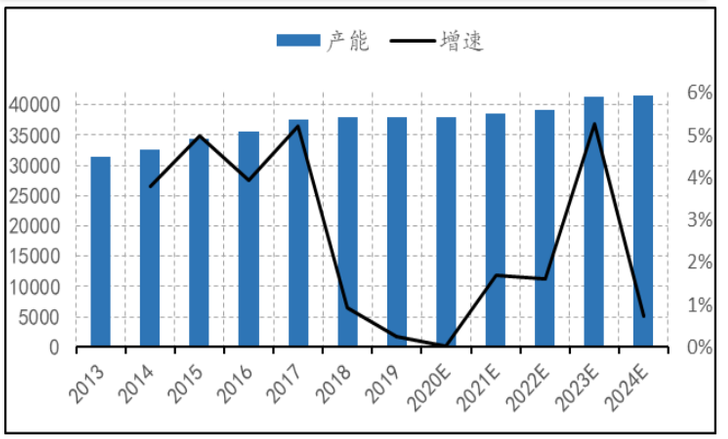
产在 2023 年。整体来看，2021 年依旧处于产能略微增长的时期，在需求不断崖式崩溃的情况下，2021 年供应量还是边际趋好的。

图 3：全球漂针浆产能及增速 单位：千吨、%



资料来源：PPPC，信达期货研发中心

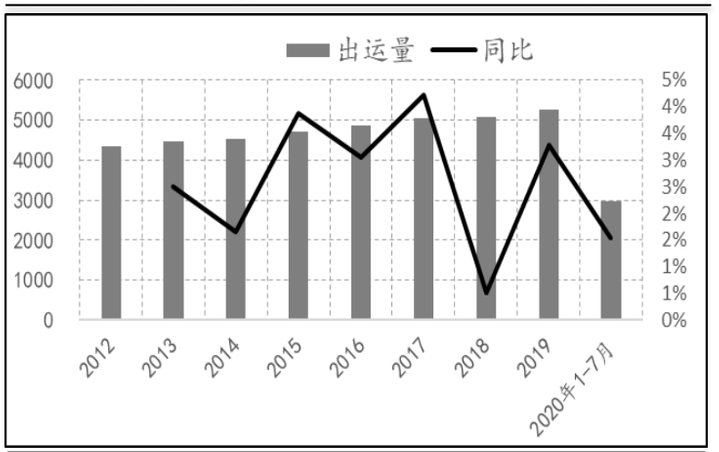
图 4：全球漂阔浆产能及增速 单位：千吨、%



资料来源：PPPC，信达期货研发中心

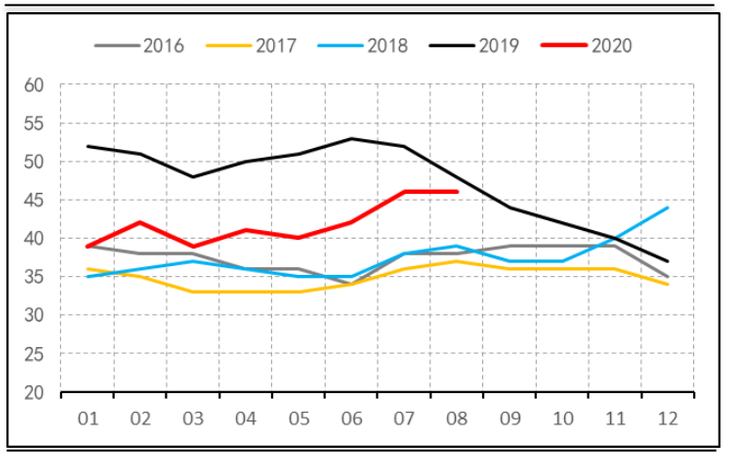
全球木浆发运量增长主要权重在于阔叶浆增量。从全球木浆出运量来看，其受疫情的影响相对于其他商品要小，1-7 月涵盖了疫情较为严重期间，其出运量为 2983.7 万吨，同比增长 1.55%。全球木浆库存天数处于一个爬升状态，这主要是因为疫情国内外需求阶段性下降的原因，库存天数从 39 天上升到 46 天。

图 5：全球木浆出运量 单位：万吨



资料来源：PPPC，信达期货研发中心

图 6：全球木浆库存天数 单位：天

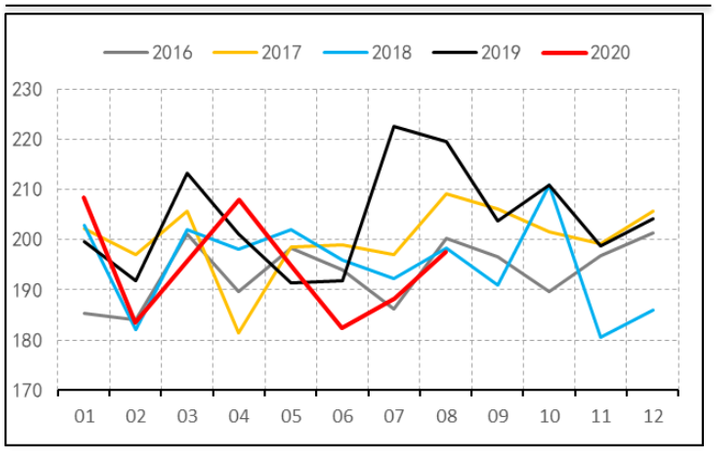


资料来源：PPPC，信达期货研发中心

分品种来看，全球漂针浆自五月国外需求开始恢复，以及供应端扰动逐步消失，其发运量开始逐步回归正常水平，截至 2020 年 1-8 月累计发运量为 1568.2 万吨，同比下降 3.86%，相对于 2019 年的高出运量处于正常水平，2020 年全年出运量预计同比下降，但是其出运量处于正常水平区间。此外，全球针叶浆库存天数由于疫情影响从 36 天上升到 46 天，但是随着需求恢复，其库存会逐渐下降回归正常水平。全球

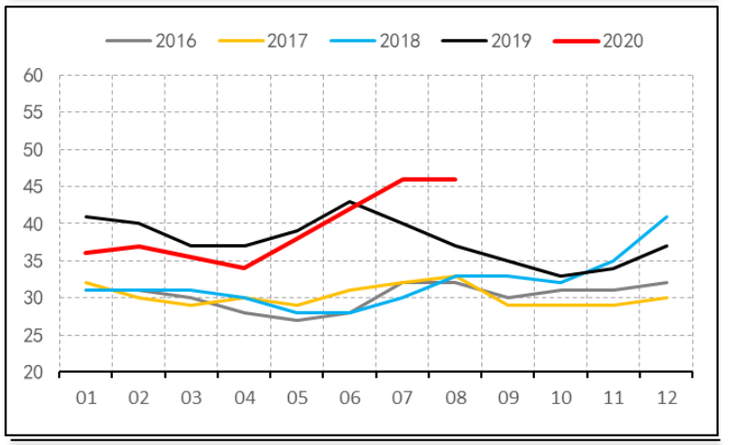
阔叶浆由于供应端扰动较少，全球出运量处于历史较高位，阔叶浆出运量自 4 月以来同比增速均值为 8%左右；其中库存天数处于正常水平，目前维持在 43 天左右。

图 7：针叶浆全球出运量 单位：万吨



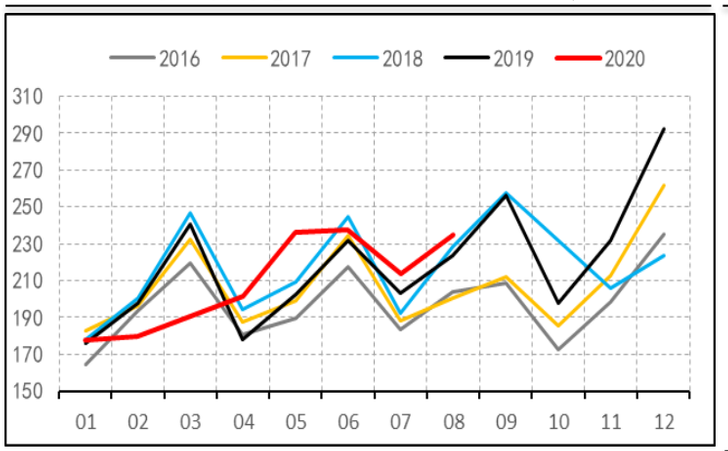
资料来源：PPPC，信达期货研发中心

图 8：针叶浆浆库存天数 单位：天



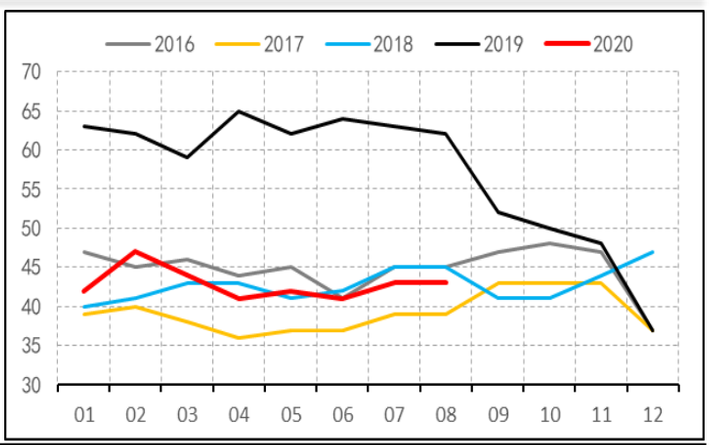
资料来源：PPPC，信达期货研发中心

图 9：阔叶浆全球出运量 单位：万吨



资料来源：PPPC，信达期货研发中心

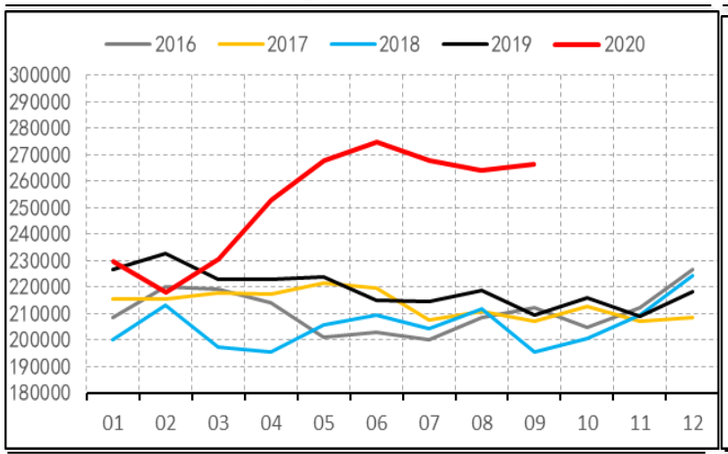
图 10：阔叶浆浆库存天数 单位：天



资料来源：PPPC，信达期货研发中心

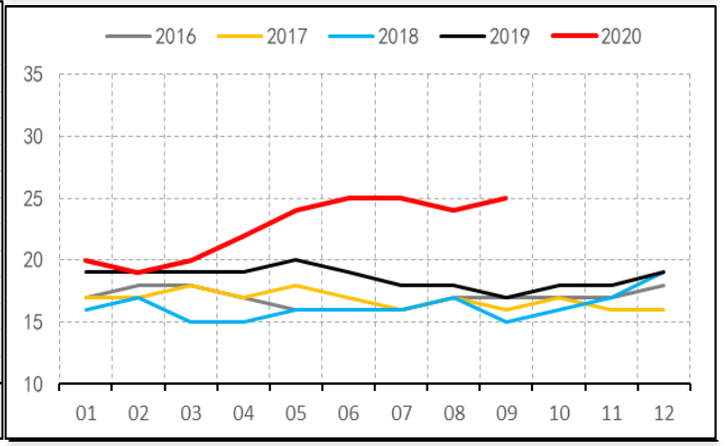
而根据目前全球发运量的增量来看，中国贡献率较大。欧洲针叶浆、阔叶浆库存量一直处于累库状态，截至 2020 年 9 月份，欧洲漂针木浆社会库存量位 26.67 万吨，库存天数为 25 天，均处于历史高位，而欧洲阔叶浆增量相对较小。究其原因，2020 年在疫情背景下，全球木浆发运至欧洲的数量相对处于低位，发运至北美地区的木浆处于正常区间，而发运至中国的木浆同比增量较多（主要增量在于阔叶浆）。截至 10 月，中国针叶浆累计进口量同比下降 1.44%，而阔叶浆累计同比增长 15%。

图 11：欧洲漂针叶浆库存量 单位： 吨



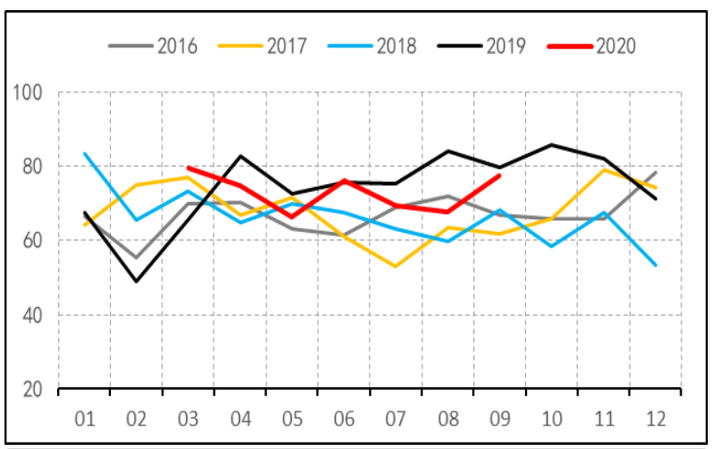
资料来源：PPPC，信达期货研发中心

图 12：欧洲漂针木浆库天数 单位：天



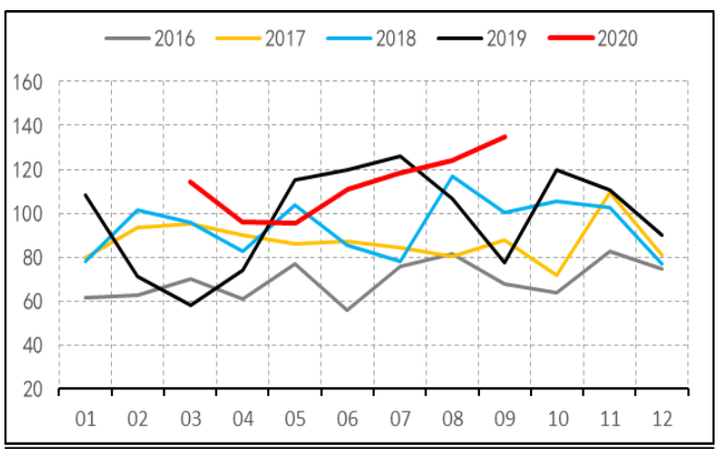
资料来源：PPPC，信达期货研发中心

图 13：中国针叶浆进口量 单位：万吨



资料来源：wind，信达期货研发中心

图 14：中国阔叶浆进口量 单位：万吨

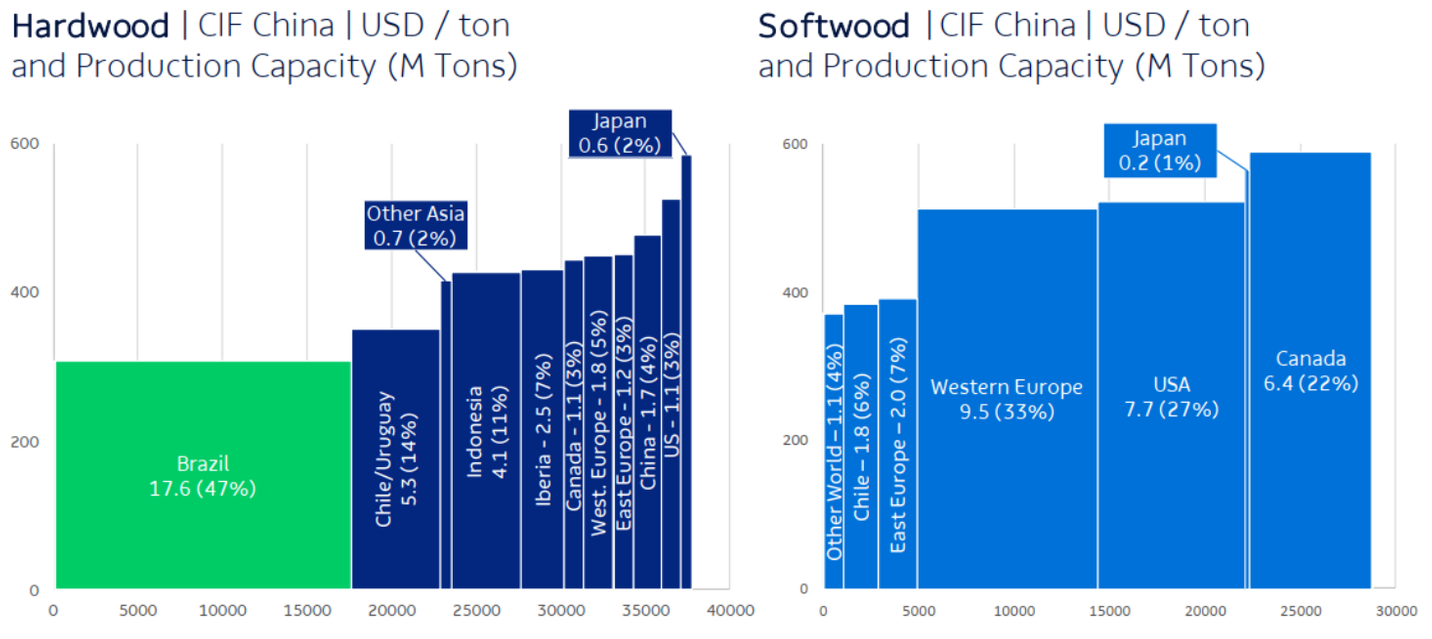


资料来源：wind，信达期货研发中心

2.2 外盘价格涨超诸多厂家成本线，供给会保持稳定增长

纸浆行业即使价格触及浆厂生产成本，也很难出现大面积减产的迹象，究其原因主要是因为各个企业自身现金流、减产成本均不同，不触及浆厂最后底线，一般不会贸然减产（可比对 2019 年的情况）。而目前纸浆价格均已经抬升重心，针叶浆外盘报价均在 600 美金以上，阔叶浆最低也在 475 美金左右，最高价格抬升到 700 美金左右，针阔叶浆价格均在大多数浆厂生产成本之上，因此供给保持稳定不成问题。当然行情是不断变化的，但是即使因为阶段性行情落幕，纸浆价格回落，但是供应量不会大幅下降，叠加目前供需预期边际转好。总之，排除一些极端情况，供给还是会保持稳定增长。

图 15：全球各地区针阔浆生产成本 单位：美元/吨



资料来源：Suzano 官网，信达期货研发中心

2.3 供给驱动在于与需求端的阶段性劈叉

总体而言，从全球木浆产能投放和现阶段木浆生产利润两个维度来看，2021 年的供应压力环比 2020 年有所加大，但是结合需求驱动角度，整体供给压力会有所减缓。供给端整体而言驱动并不会特别强（排除一些突发事件或者极端事件），主要是看阶段性与需求提升的劈叉程度，国外疫情下需求恢复有空间，2021 年产能增速有限下供给端会有所助理，但是一旦需求速度恢复至一定水平，供给端压力结合套利盘会对浆价进行打压。

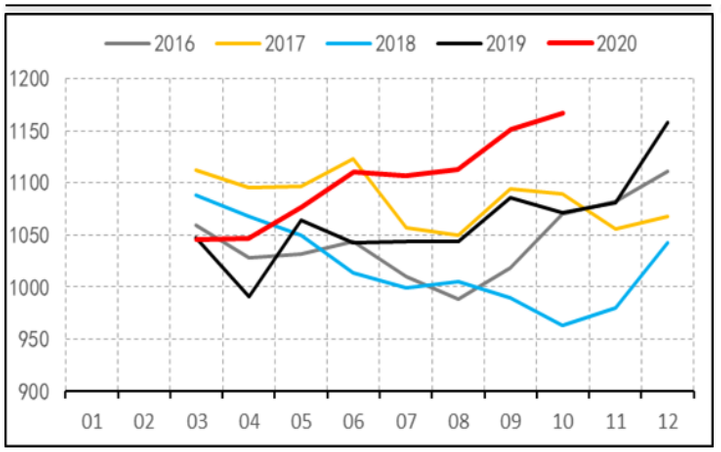
三、纸浆需求展望：阶段性需求驱动行情值得期待

3.1 全球需求有一定修复空间

从全球范围来看，商品浆消费地主要集中在中国、西欧、北美三大区域，。2020 年在疫情冲击全球经济背景下，主要消费地欧洲大幅收缩、北美地区其次，中国降幅最小，木浆消费受疫情影响较大。其中，印刷纸同比下降 13%，包装纸同比下降 7%，生活用纸同比增加 4%。整体而言，随着疫苗上市，世界经济修复，中国、西欧、北美的需求有一定修复空间。

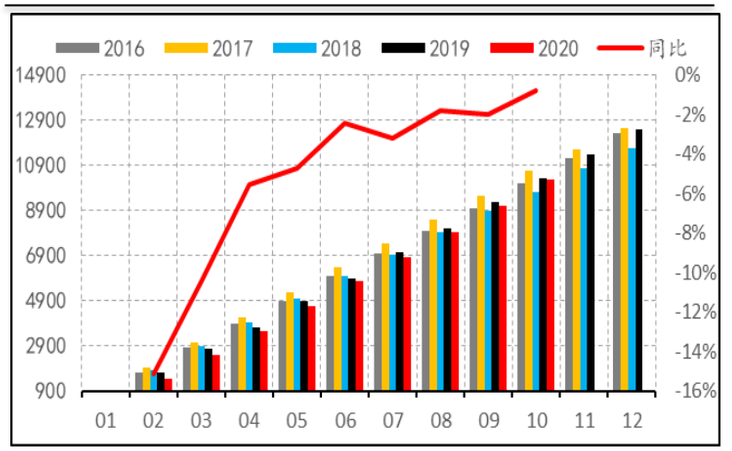
就国内造纸产业数据来看，2019 年 1-10 月机制纸及纸板的产量为 10266.8 万吨，同比下降 0.77%，累积同比数据整体呈现缩窄降幅的状态，也揭示出国内下游消费随疫情得到控制逐步恢复，并且从 6 月开始持续处于历史同期高位。具体下游品种看，2020 年生活用纸因疫情相对有所增长，而印刷纸和包装纸因为疫情原因导致消费量下降较多，后来随着疫情好转以及传统旺季来临，印刷纸和包装纸消费量逐渐增加。

图 16：机制纸及纸板月度产量情况 单位：万吨



资料来源：统计局，信达期货研发中心

图 17：机制纸及纸板累计产量 单位：万吨、%

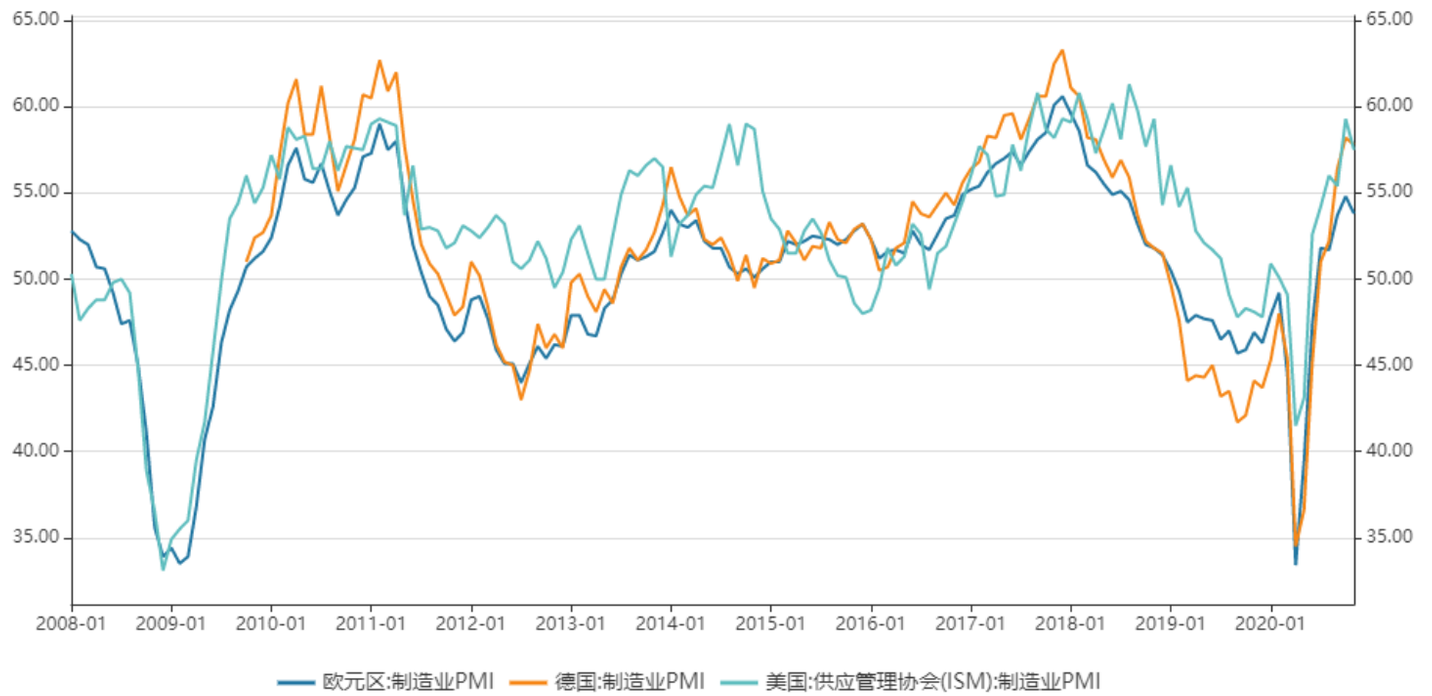


资料来源：统计局，信达期货研发中心

3.2 全球经济 2021 年修复为主，后期压力会重启

2020 年全球经济因为新冠疫情受到重创，随着中国疫情得到控制，国外疫情随着疫苗大规模逐步上市预期，经济已经有所反弹修复，并仍有一定修复空间，欧元区制造业 PMI、德国制造业 PMI、美国制造业 PMI 为代表，其值也已回到 50 预警线以上。但是，欧美疫情还是在很大程度上压制经济的持续发展，会对于后期纸浆需求进行一定程度上的压制，因此，从全球范围而言，需求驱动兑现之后，其持续能力受到整体世界经济的压力有所拖累。

图 18：欧美经济有所反弹，但后期压力会增加



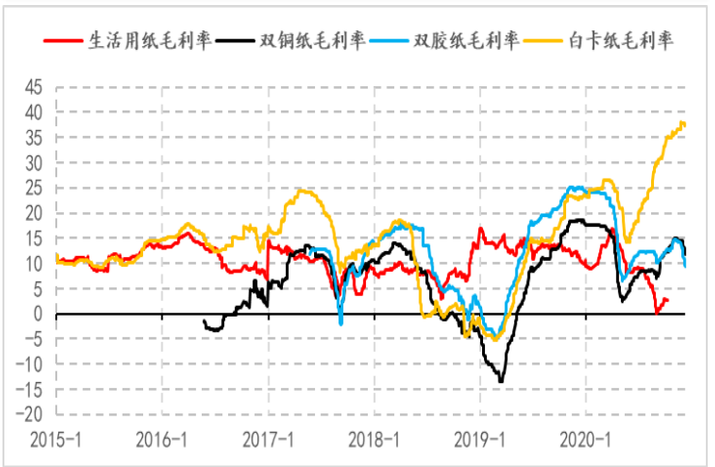
资料来源：Wind，信达期货研发中心

3.3 国内下游集中度较高，需求议价能力相对提高

国内下游利润偏高，旺季依旧值得期待。今年下游价格有所分化，白卡纸表示强势，而文化纸保持低位，生活纸价格处于低位。其中，文化纸如双胶纸、铜版纸已经完成行业集中度的整合，其中铜版纸 CR4 高达 87.1%，双胶纸也有 47.71%，这就使得大型纸厂对价格的议价能力提升，尤其是渠道库存去化到较低水平的背景下，容易落实涨价。生活用纸来看，虽然自身供应过剩，且行业集中度相对较低，CR4 才 28.15%，其背后需求虽有一定刚性，但是因为集中度不高以及原料价格偏涨，今年利润是最低的。

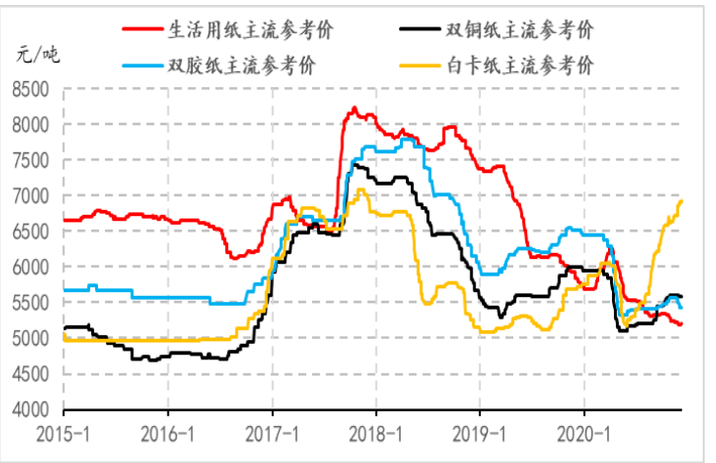
基于造纸行业这一结构特征，纸厂对原材料木浆的接受度会有所提高，议价能力有所提高，但是需要注意的是在需求没有明显增量和供给保持稳定情况下，其下游纸厂只能被动接受原料端价格上涨。而一旦需求有较好的表现，在此利润之下，下游纸厂还是会增加产量，对浆价形成正反馈。

图 19：下游纸厂盈利情况 单位：%



资料来源：卓创资讯，信达期货研发中心

图 20：国内纸制品价格指数走势 单位：元/吨

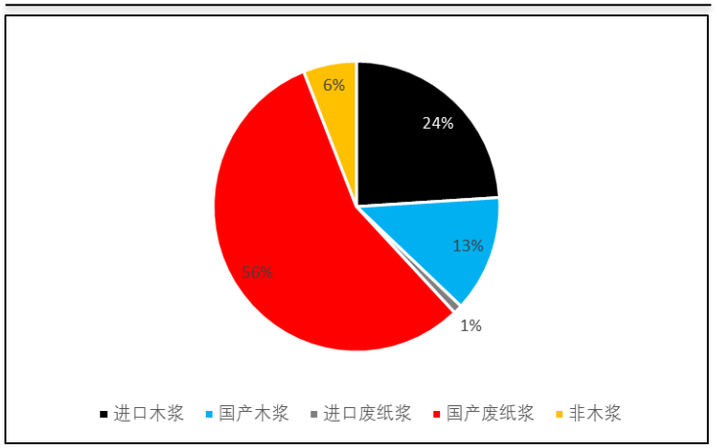


资料来源：纸业联讯，信达期货研发中心

3.3 废纸缺口依旧是一个隐形利好

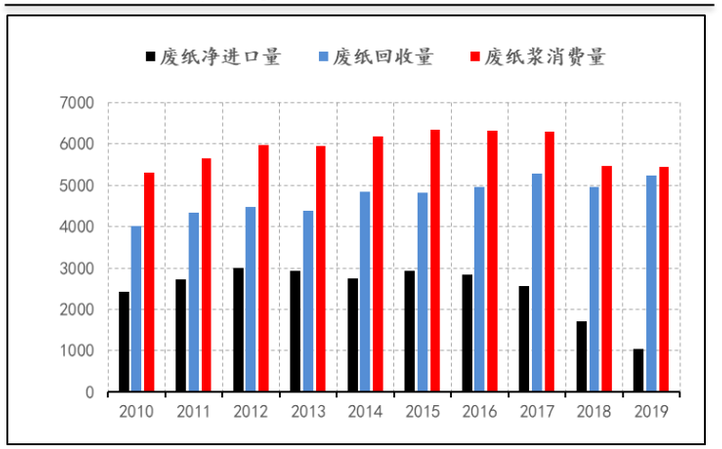
据中国造纸协会数据显示，2019 年废纸进口量大幅下降。具体来看，2019 年纸及纸板进口 625 万吨，较上年增长 0.48%；纸浆 进口 2720 万吨，较上年增长 9.72%；废纸进口 1036 万吨，较 上年增长-39.17%。而 2021 年起，中国将全面禁止进口固体废物，生态环境部表示不再接受固体废物的进口申请，其中废纸进口也是属于禁止范围当中。再来看中国废纸情况，2010 年至 2019 年废纸回收率逐步提升，至 2019 年为 49%，但是废纸利用率还有待加强，并且呈现逐年下降趋势，废纸利用率从 2014 年的 72.5%下滑到 2019 年的 58.3%。而国内废纸回收量增速明显小于废纸进口量的下降速度的绝对值，2021 年废纸会出现缺口，需要提高国内废纸回收量和回收率，尤其是提高废纸利用率。

图 21：2019 年国内纸浆消费格局 单位：%



资料来源：中国造纸协会，信达期货研发中心

图 22：2019 年中国废纸情况 单位：万吨



资料来源：Wind，UTIPULP，信达期货研发中心

此外，废纸消费量一直是纸浆消费量中的大头，2019 年中废纸消费量占纸浆消费量的 57%，其价格的升降对于整个纸浆产业的价格重心都是较为重要的基石。而 2020 年废纸进口量的减少，造成废纸供应缺口达到 450 万吨，2021 年继续禁止废纸进口后，其废纸缺口将会继续扩大，则此时废纸浆的价格势必有所抬升，对于整个纸浆价格还是有一定抬升作用的。

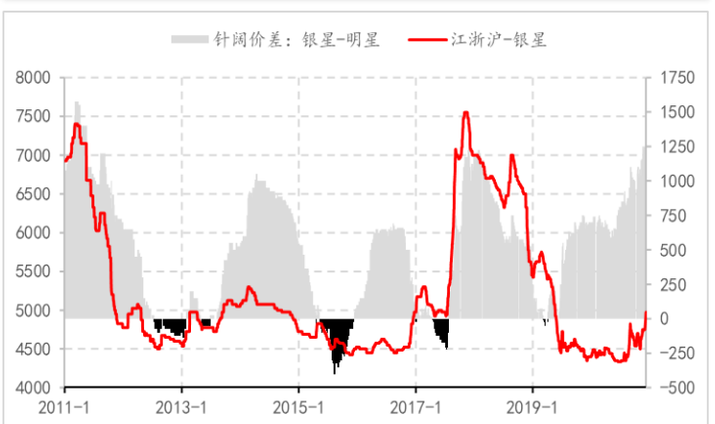
3.4 中长期需求增量有看点

目前除了禁止国外废纸进口这样的政策之外，“禁塑令”、“禁废令”的政策颁布，将会利于包装纸和白卡纸的消费需求的提高，当然此政策的实际影响是循环渐进的，并不会一蹴而就利好木浆消费。此外，特色图书的纸浆消费量将促进文化纸需求的反弹。因此，中长期来看，木浆消费需求还是有一定看点，具体还是要跟踪政策的落实程度、跟进时间和实行情况。

四、纸浆去库之路艰难反复，关注库存隐性化

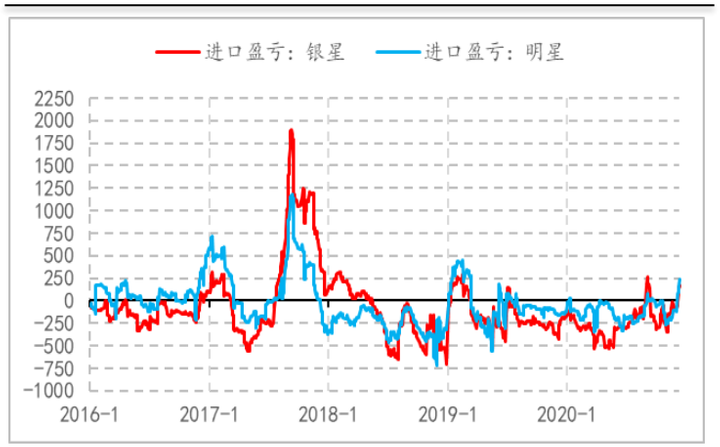
纸浆高库存一直是近几年最大的掣肘之一，2018 年四季度开始，由于供需持续疲软，库存累积至历史新高，浆价也是一路下行，纸浆产业链也走上主动去库的阶段。库存天数以及港口库存也得到了较为可观的下降，但是此轮库存下降很大一部原因不是下游需求增长拉动的，而是下游趁浆厂低价甩货接手现货，从而使库存从上游往下游搬迁。这也是 2019 年纸浆一直横盘震荡，阶段性拉涨之后被套利盘砸下的原因。而 2020 年库存去库到一定程度之后便出现反复波动，其中主要是需求驱动依旧不明想，纸浆供应虽然受一些因素扰动，但是供应整体还是保持稳定。

图 23：针阔叶价差 单位：元/吨



资料来源：卓创，信达期货研发中心

图 24：进口盈亏趋势参考 单位：元/吨



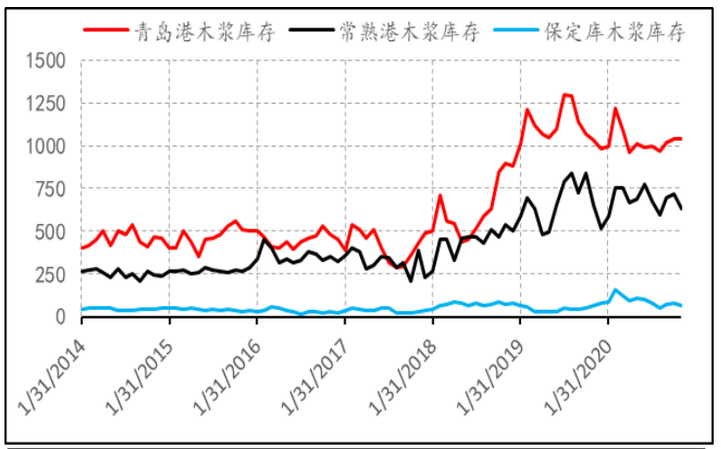
资料来源：Wind，PPPC，信达期货研发中心

库存的实质变化也是可以从价差和利润进行跟踪，目前针阔叶浆价差处于高位，2020 年 8 月份以来一直处于 1000 元/吨以上。但是历史上的针阔高价差阶段，基本是针叶浆现货价格处于较为水平，而目前针叶浆价格依旧处于底部区间，此外前文已经分析针叶浆产能增幅有限，而阔叶浆产能增速大于针叶浆，

阔叶浆的替代性在一定程度上还是会持续，并在一定程度上压制针叶浆的涨幅。从目前进口盈亏的趋势看，整体处于历史均值附近，供应端还是会保持一定的稳定水平。

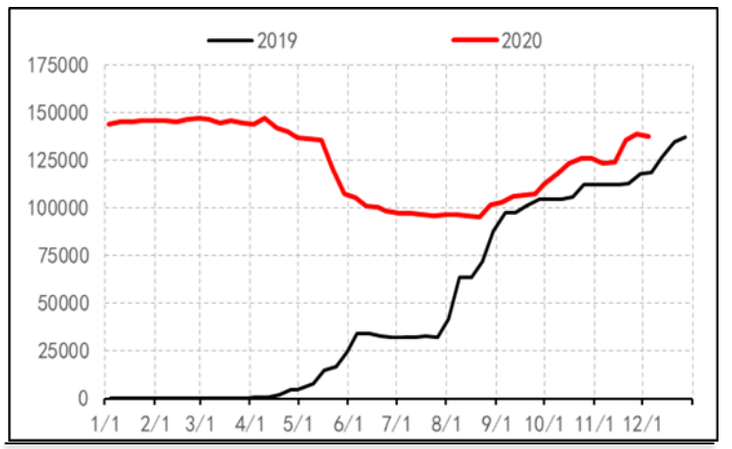
此外，由于针叶浆在下半年套利窗口打开，从此角度来看套利盘需求会增加，纸浆进口量预计也会提高。若是需求端并不能持续发力，套利盘依旧会压制浆价的上涨幅度，这从仓单库存变量也可知一二。

图 25：中国木浆三大港口库存 单位：千吨



资料来源：PPPC，信达期货研发中心

图 26：上期所仓单数量 单位：吨



资料来源：wind，信达期货研发中心

六、总结与展望

供应端：产能投放主要在于阔叶浆，针叶浆保持稳定，供应压力整体尚可。未来 4 年，纸浆产能增量主要是阔叶浆为主，2021 年针叶浆产能保持稳定，阔叶浆小幅增加。整体供应压力在于需求端的发力不及预期，以及套利盘需求和库存积累造成供应压力，反之成为驱动。

需求端：国外需求有修复空间，但后期有压力。疫情冲击下，国外下游需求影响较大，随疫苗上市后经济修复，需求还是存在一定修复空间，但是由于经济只是修复并不是实质较好表现，后期需求增速会下降。

驱动：政策落实和供需阶段性劈叉情况。“禁塑令”有利于提高包装纸的需求，“禁废令”下废纸缺口将进一步加大，利于整体浆价重心抬高。但具体驱动仍是需要具体观察政策落实情况。此外，由于针叶浆产能增量有限，叠加外盘报涨还将会继续，关注 2021 年 1、2 季度需求与供给阶段性劈叉情况。

周期：产业底部已现，中长期看好。扩大时间周期，从利润、绝对价格、库存周期等角度，目前整个产业周期底部已显现，中长期看好纸浆。

行情判断：纸浆在明年一二季度存在供需劈叉的行情机会，关注其去库和旺季表现情况，若在供需有所劈叉，资金涌入炒作下，依旧处于周期底部的纸浆，其期货主力价格预期目标为 6000 元/吨，外盘纸浆

为 800 美元/吨，但是需要把握做多节奏以及预期间的转换，注意风险控制。

【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378，由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 5 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司全新改版后的新网站 www.cindaqh.com 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您提供最优的服务。公司总部设在杭州，下设 18 家分支机构：包括深圳、金华、台州、苏州、四川、福建、宁波 7 家分公司以及上海、北京、广州、大连、沈阳、哈尔滨、石家庄、乐清、富阳、萧山 10 家营业部，公司将以合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

【雄厚金融央企背景】

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于 1999 年 4 月 19 日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资 100 亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010 年 6 月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012 年 4 月，首家引进战略投资者，注册资本 365.57 亿元人民币。2013 年 12 月 12 日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。

【全国分支机构】

分公司	金华	浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810	0579-82300876
	台州	浙江省台州市路桥区路北街道双水路 669 号华能国际 10-2 室	0576-82921160
	深圳	深圳市福田区福田街道福安社区民田路 171 号新华保险大厦 2305A	0755-83739066
	苏州	苏州工业园区星桂街 33 号凤凰国际大厦 2311 室	0512-62732060
	四川	成都市青羊区横小南街 8 号 1 栋 1 单元 15 层 21 号、22 号、23 号	028-85597078
	福建	厦门市思明区湖滨南路 357-359 号海晟国际大厦 11 层 1101 单元	0592-5150160
	宁波	浙江省宁波市鄞州区姚隘路 796 号 9 楼 9-3-2、9-4 室	0574-28839988
营业部	北京	北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室	010-64101771
	上海	中国（上海）自由贸易试验区民生路 118 号 2201A	021-58307723
	广州	广州市天河区体育西路 189 号 20A2	020-89814589
	沈阳	沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层	024-31061955
	哈尔滨	黑龙江省哈尔滨南岗集中区长江路 157 号欧倍德中心 4 层 18 号	0451-87222486
	石家庄	河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层	0311-89691960
	大连	辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座 2408 房间	0411-84807776
	乐清	浙江省温州市乐清市城东街道旭阳路 6688 号总部经济园 2 幢 803-1 室	0577-27868777
	富阳	浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室	0571-23255888
	萧山	浙江省杭州市萧山区北干街道金城路 358 号蓝爵国际中心 5 幢 3903-2 室	0571-82752636

【重要声明】

- 报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财政状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。期市有风险，入市需谨慎。
- 未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。