

## 【纸浆年报】薄冰上的稻草，地平线上的拐点

作者（期货投资咨询资格号 Z0015926）：吴新扬

发布日期：2022 年 12 月 26 日

### 主要观点

2023 年纸浆的价格波动中枢有下移的可能性，但是下移的幅度有限。

回顾 2022 年，纸浆市场存在两个明显的特征。1) 供应端拥有强议价权 2) 交易预期而非渐变的变量。这两个特征或有可能进入 2023 年的纸浆市场。

纸浆 2023 年的较高的确定性来自于新增产能，2023 年投产产能阔叶浆占比更高，下游纸厂白卡纸与文化纸是主要的新增产能来源。但是对供需更有影响的或来自于不确定性（按照确定性由高到低排序）：1) 消费复苏的预期；2) 国内外经济增速不一致导致的贸易再分配；3) 美联储加息与疫情；4) 浆厂检修。确定性更高的因素总体带来供应预期的宽松。

针对 2022 年整体的研究思考是面对交易的预期与反转，我们是否能找到因子，刻画反转前的异常？

操作策略：多 2305，空 2401。



## 目录

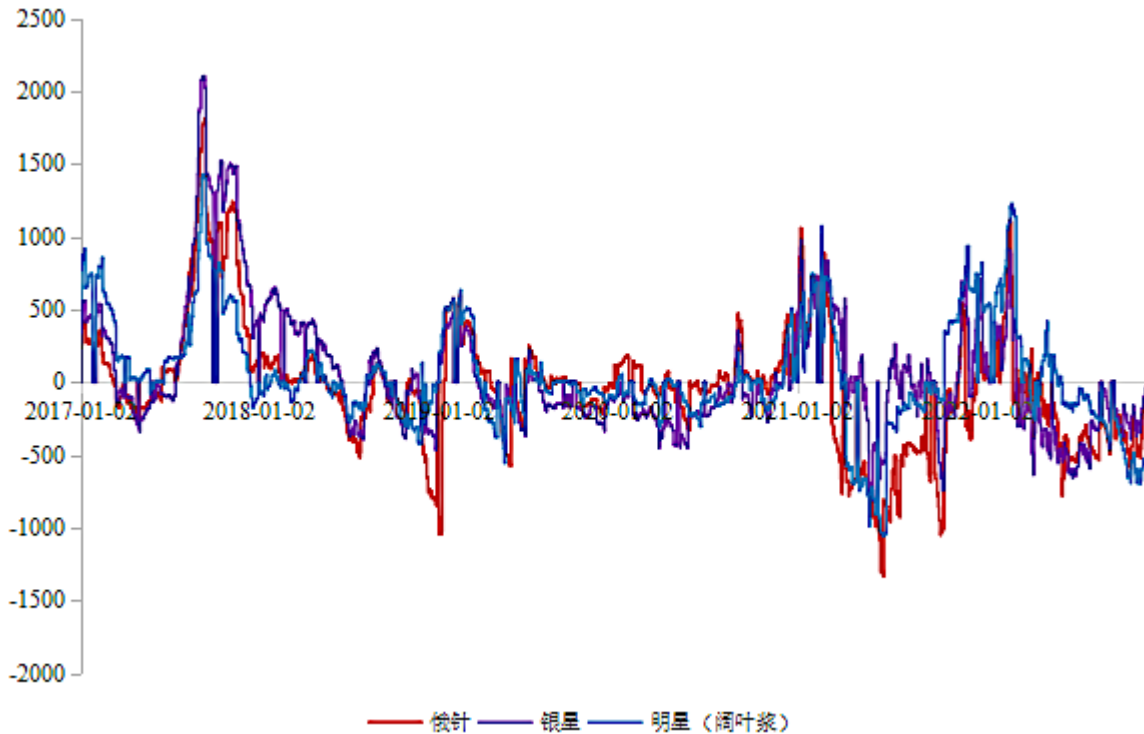
主要观点.....	1
一、 回顾与总结.....	3
1、 供应端坐拥强议价权.....	3
2、 交易的是供需双方的冲击事件预期，而非实际渐变的变量.....	6
二、 2023 展望：确定性的投产，不确定扰动.....	8
1、 确定性的投产.....	8
2、 需求端不确定性：回暖与贸易流转向.....	10
1) 消费是否回暖是个问题.....	10
2) 经济增速差可能导致贸易流的转向.....	14
3) 疫情：冲击消费也冲击生产.....	16
3、 供给端不确定性：检修.....	19
4、 供需双刃剑：美联储加息.....	20
5、 小结.....	21
三、 思考：预期与反转：我们怎样发现偏航？.....	22
四、 策略.....	24
1、 风险.....	24

## 一、 回顾与总结

### 1、 供应端坐拥强议价权

下游在浆纸产业链的整体议价权较弱。贸易商或者成品纸厂商无法将国内市场的弱势价格传导到上游的外盘报价中。今年4月下旬，针叶浆外盘报价明显上涨，9月美元兑人民币汇率上升。贸易商的针叶浆进口利润从4月开始倒挂，阔叶浆进口利润从6月开始倒挂，国内纸浆市场的市场价格未出现同比例的上涨，下游利润压缩。

图表1. 纸浆进口利润（元）



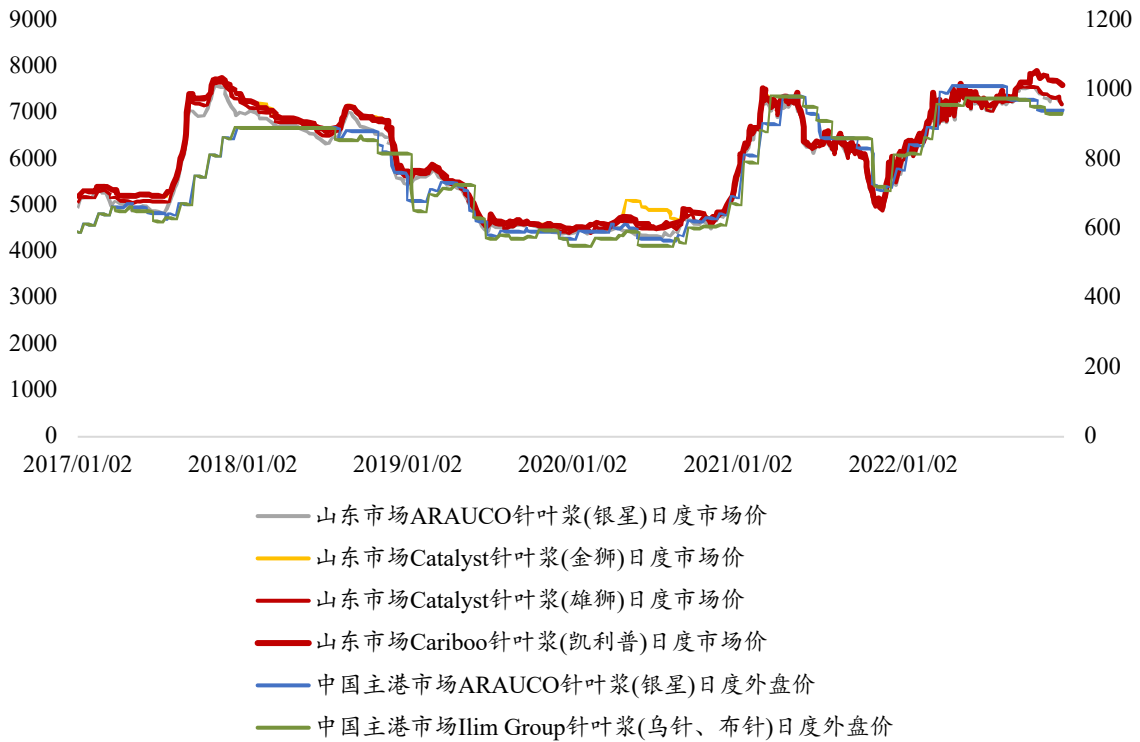
资料来源：卓创, 中信建投期货

纸厂无法将纸制品需求的弱势反馈给上游。今年11月中旬开始，双胶纸有4.68%的正向涨价，而双胶纸的产量仅占成品纸的12.46%。其他纸制品价格持平或者微跌。而同期针叶浆迎来一波上涨行情，针叶浆从7257元/吨上涨到7621元/吨的高点，上涨幅度5%。因此绝



大部分的纸毛利率为负，即使是头部企业也面临着利润率下滑的压力。

图表2. 针叶浆价格（外盘价右轴）



资料来源：卓创，中信建投期货



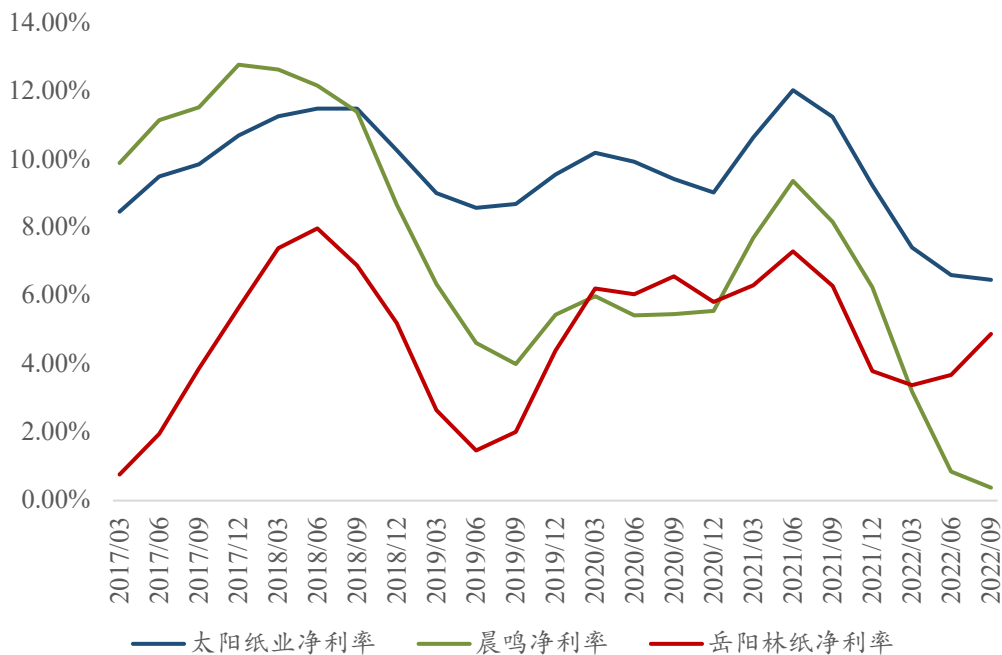
图表3. 纸日度毛利率%



资料来源：卓创, 中信建投期货



图表4. 纸厂利润率



资料来源：公司公告, 中信建投期货

议价能力的缺乏也为进入交割月的基差回归逻辑奠定基础。针叶浆基差出现过约 800 元/吨的极端情况，但是在临近交割月时，期货价格迅速回归现货价格，同时现货价格基本稳定。

## 2、交易的是供需双方的冲击事件预期，而非实际渐变的变量

今年 9 月 2 日，俄罗斯宣布将无限期关闭向欧洲输送天然气的“北溪 1 号”管道后，欧洲基准天然气期货价格一度飙升 35%。地缘政治的升温使欧洲天然气现货价格飙升 9%。同期挪威浆纸交易所北方漂白软木牛皮纸(NBSK)纸浆价格本年度涨幅 18%。

今年美国当地时间 11 月 20 日，美国铁路工人工会决定否决临时协议，开始罢工。直到 12 月 1 日，众议院、参议院和拜登总统分别签署使罢工违法的法案，罢工告一段落。10 天之内，纸浆主力合约从 6898 元/吨上升至 7200 元/吨，涨幅 4.37%。

从纯粹的预期交易计算，这两次较大的供应链扰动预期会带来供应端能源成本和运输成



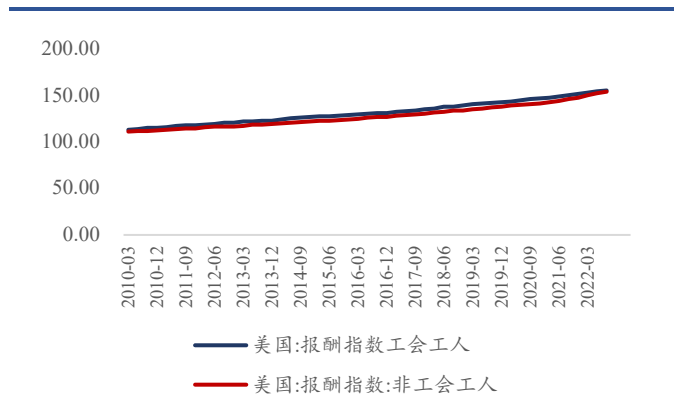
本的上升，因此导致了纸浆期货的价格的上升。但是紧接着 WTI 价格下降并没有如期体现在成本端收缩带来的纸浆价格下跌；从长期趋势看，纸浆价格也并不随劳动力报酬指数平稳走高。市场交易的深度已经涵盖渐变变量，过山车式的变化交易的是突发短缺。

图表5. 原油价格 WTI



资料来源：wind，中信建投期货

图表6. 美国工人报酬指数



资料来源：wind，中信建投期货



## 二、 2023 展望：确定性的投产，不确定扰动

### 1、 确定性的投产

纸浆 2023 产能确定来自预期投产，预期投产与减产符合总体供应宽松预期。

海外浆厂多项目也有希望在 2023 年迎来投产。例如 UPM 的乌拉圭项目 12 月中旬开始收入木料，预计 2023 年年初正式投产。总纸浆预计投产 1061.78 万吨，排除 170 万吨因为转产或者永久关停的漂白硫酸盐浆，2023 仍然预计有 891.78 万吨新增产能。





图表7. 预计新增项目及产能（万吨）

公司	预计投产时间	针叶浆	阔叶浆	绒毛浆/溶解浆	合计
2022 年					
Arauco	2022Q4		156BEK		156
2023 年					
UPM	2023Q1		210BEK		210
Metsä new kemi	2023Q3	80	10		90
BillerudKorsnäs	2023H1				20 (BCTMP)
Metsä kemi	2023（退出）				-62
GP Cellulose	2023H2			✓	✓
CMPC	2023Q4		35		35
Euca Energy	2023Q4				210
联盛纸业	2023Q2				226.78
玖龙北海	2023Q4				140
仙鹤股份	2023H2				100
广西理文	2023Q4				30
2024 年					
VNT19	2024	350			
PE	2024	350			
Suzano	2024H2		255BEK		255
晨鸣纸业	2024Q4	30			30
Paracel	2024Q4/2025Q1		180BEK	90	270
未定及 2025 年以后					
Arauco	2028		250		250
太阳纸业	完成审批				65
Ibema	可行性研究阶段				16 (BCTMP)
Eldorado	未定				230

资料来源：公开信息整理, 中信建投期货

2022 年 11 月，我国生产白卡纸、白板纸、双铜纸双胶纸和生活用纸合计 555.9 万吨。根据现有的项目投产计划，新增的产能主要来源是文化纸 282 万吨，白卡纸 470 万吨，少量的生活用纸 83 万吨，分别占 2023 年新投产比例的 33.77%，56.28%和 9.7%。新增的纸浆消耗主要来自于文化纸与白卡纸的投产。产能增量纸品种分布与近 10 年的产业产能增量趋势类似。2023 年根据公司公告整理，至少有 853 万吨的新增纸厂的产能进入市场。



图表8. 2023 年纸厂预计投产产能

品种	公司	产能 (万吨)
白卡纸	亚太森博纸业	100
	联盛纸业	200
	玖龙广西	120
	仙鹤股份	30
	河南新亚包装材料	50
文化纸	岳阳林纸	70
	玖龙北海	55
	亚太森博	45
	联盛纸业	60
双胶纸	山东华泰纸业	52
生活用纸	江苏王子	24
	联盛纸业	30
	金红叶	24
	太阳纸业	5

资料来源：公开信息整理, 中信建投期货

如果只考虑新增产能上限，那世界纸浆的新增产能，相对于中国的新增造纸产能，基本持平。但是我们并不能因此推导出 2023 年供需一定是大幅偏向供应收紧的方向，得出 2023 年的纸浆会达到历史性的高点的结论。如果考虑到其他的干扰因素，我们甚至可能直接得到相反的结论。新增的纸浆纸厂产能只能说明纸浆消耗端应对突发需求冲击的能力更强。

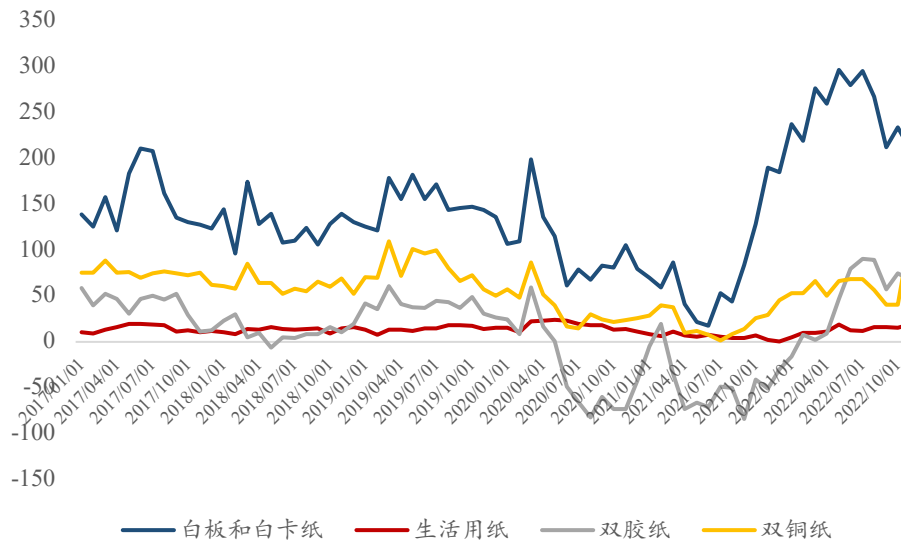
## 2、需求端不确定性：回暖与贸易流转向

### 1) 消费是否回暖是个问题

纸制品消费与社会零售相关性较强。我国是纸制品的净出口国，但以木浆系的纸为例，出口比例占比不足产量的 5%。纸浆的下游产品主要消费场景在国内。下游纸制品的需求与消费相关，木浆生活用纸直接与消费相关，包装用纸往往与零售夹带消费。从历史数据看，纸制品表观消费量与社会零售、社会零售中的商品零售趋势基本一致。

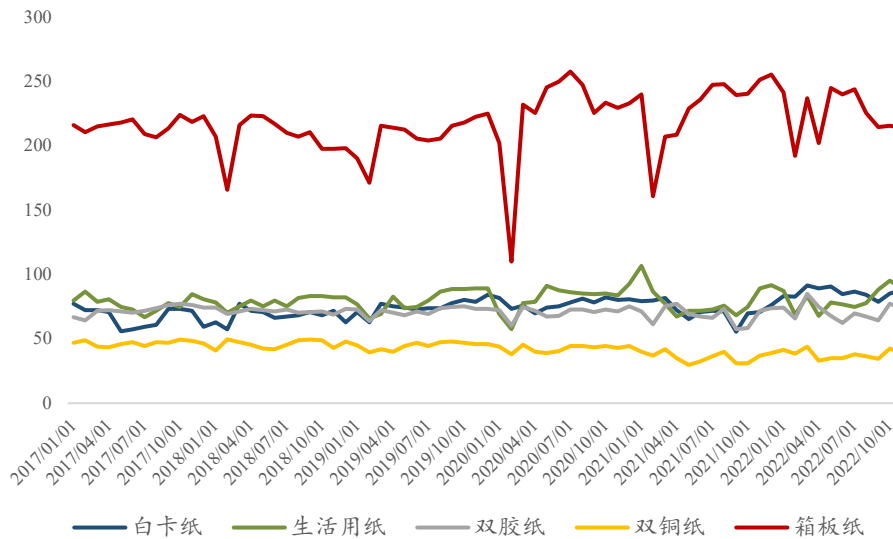


图表9. 我国纸制品净出口量 (千吨)



资料来源：卓创, 中信建投期货

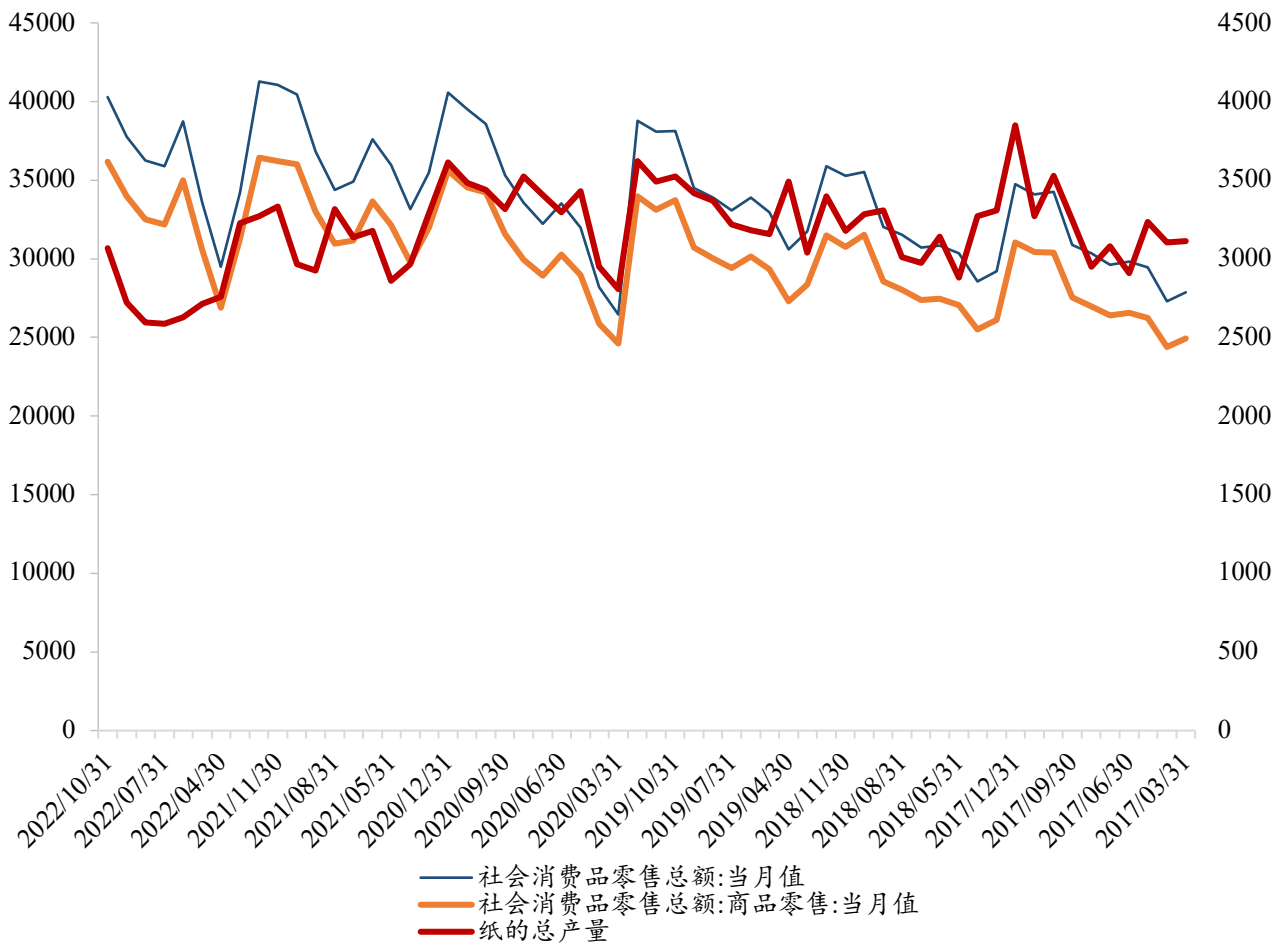
图表10. 我国纸制品产量 (万吨)



资料来源：卓创, 中信建投期货



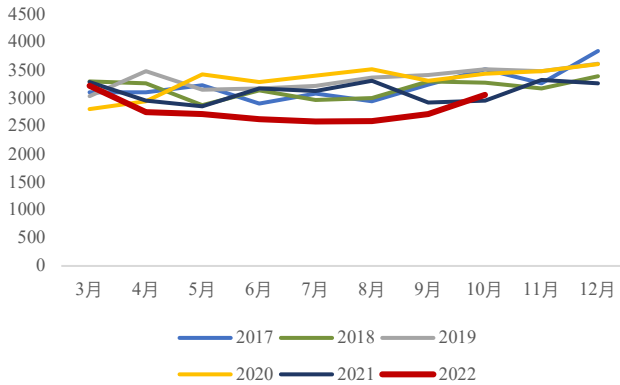
图表11. 纸产量 vs 社零消费



资料来源：卓创, wind, 中信建投期货

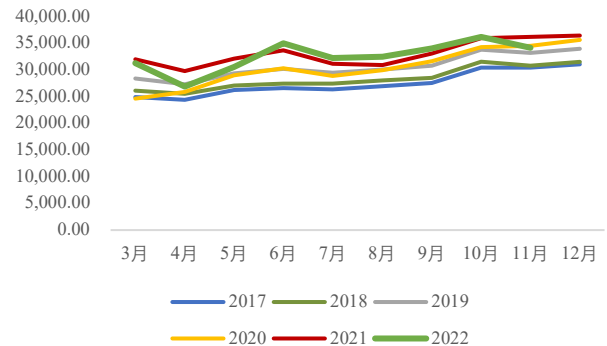


图表12. 纸月度总产量（千吨）



资料来源：卓创，中信建投期货

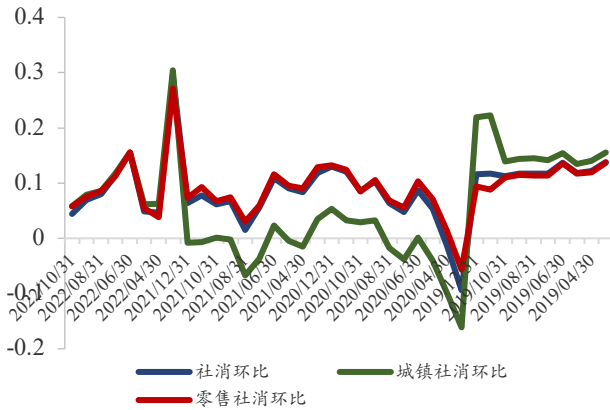
图表13. 我国社零消费：商品零售



资料来源：wind，中信建投期货

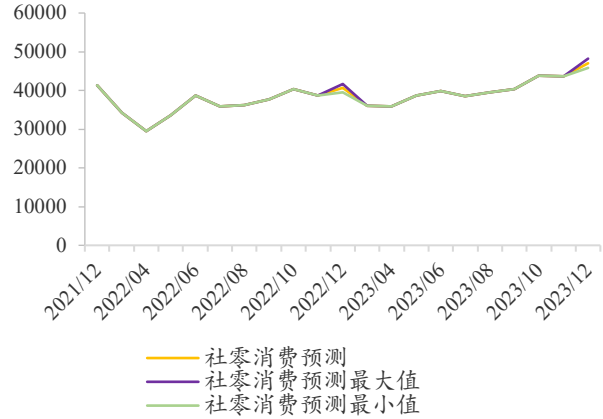
但我国消费意愿在转弱。11月社会零售消费品总额38615亿元，同比下降5.9%。降幅较上月扩大5.4个百分点。商品零售34180亿元，同比下降5.58%。零售消费的下降反映的是经济增速放缓的背景下，对于未来的悲观预期，或因此更愿意进行储蓄而不是进行当期消费。从今年6月起，消费者信心指数一直处于下降状态，对于就业和收入的悲观导致消费意愿指数的悲观，利空纸浆。2023年的全年我国经济增速高盛预测约为4.5%，低于去年预测2022年全年经济增速。根据wind的一致性预测，社零消费需要到2023年6月恢复到2022年10月左右的水平，因此2023年上半年的纸制品的消费量或低于2022年同期的消费。

图表14. 社会零售消费环比增长



资料来源：wind，中信建投期货

图表15. Wind 消费预测



资料来源：wind，中信建投期货

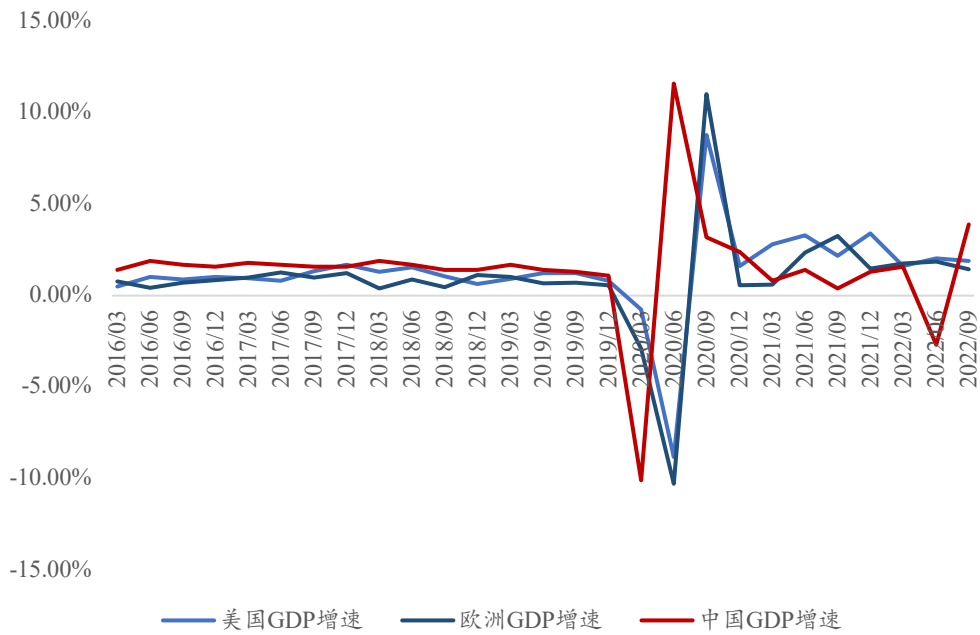
## 2) 经济增速差可能导致贸易流的转向

欧洲纸浆价格高于我国。2022年11月，欧洲市场加针/北欧针叶浆报价1420-1450美元/吨，相较于上个月下降20-30美元/吨，相较于2021年11月上漲160-190美元/吨。我国的针叶浆报价基本在930-970美元/吨。排除无法发往欧洲的俄针，我国纸浆价格仍低于欧洲。2022年航运修复后纸浆贸易恢复，从价格更高的欧洲开始。我国的高价纸浆原因是被欧美的需求牵着走，形成的现货偏紧的局面。

但是经济增速差可能会使全球商品浆更多的流向我国，并且有可能持续。2022年第三季度，中国GDP环比增长3.9%，美国和欧洲分别为1.42%和1.9%。同期发往我国的纸浆的占世界所有发运的纸浆占比上升约1.5%至30.89%，西欧下降0.75%至14.16%。高盛预测2023年经济增速的差异仍然将维持，美国的GDP增速为1.1%，欧盟为，我国为4.5%。尽管2023年我国经济增长放缓，但是仍然高于欧美。因此纸浆的贸易流转向我国的趋势或仍将维持。



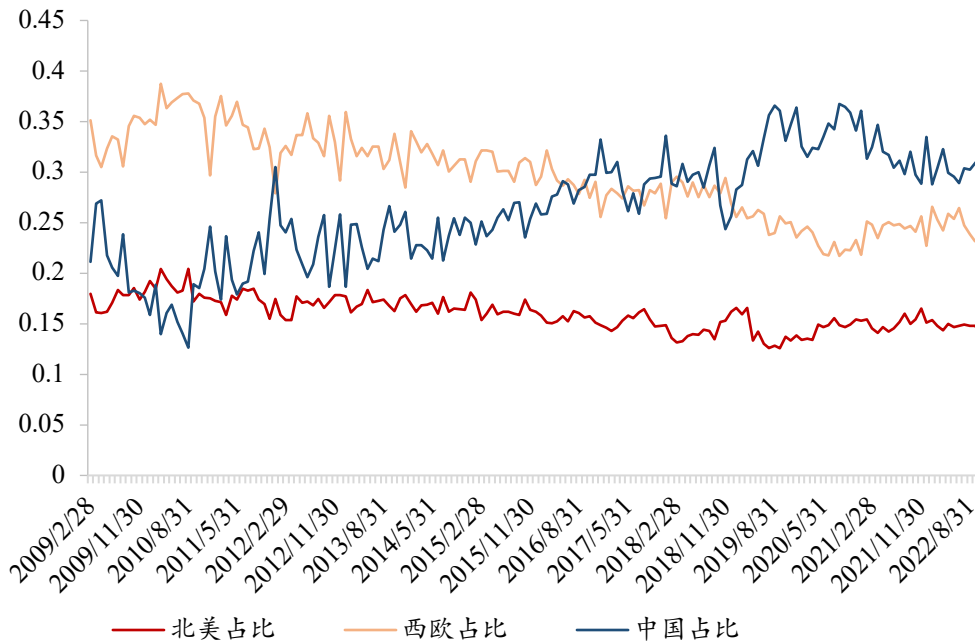
图表16. 经济增速差



资料来源: wind, 中信建投期货



图表17. 纸浆发运比例



资料来源：bloomberg，中信建投期货

值得关注的是，贸易流的转向不等同于更多的纸浆进入国内，也不一定意味着国内纸浆进口价格的大幅下跌预期。世界纸浆 2022 年 10 月的发运量环比下降 14.13%，同比下降 6.29%，因此占比上升的同时总量并未上升。

### 3) 疫情：冲击消费也冲击生产

疫情对于纸厂的需求影响存在滞后性。疫情扰动生产，11 月工业增加值同比+2.2%，增速较 10 月回落。纸厂是纸浆的直接需求端。本轮疫情之前，工厂常采用的方式是闭环管理保证生产。东南亚等早于我国经受疫情冲击的国家工厂看，随着社会面感染人数的上升，闭环管理并不能保证工厂工作人员的完全隔离，因此工厂内感染人数上升，直到两班倒或者三班倒的生产方式难以维持，工厂减产或者停机。





图表18. 全国新增



资料来源: wind, 中信建投期货

图表19. 预计达峰时间

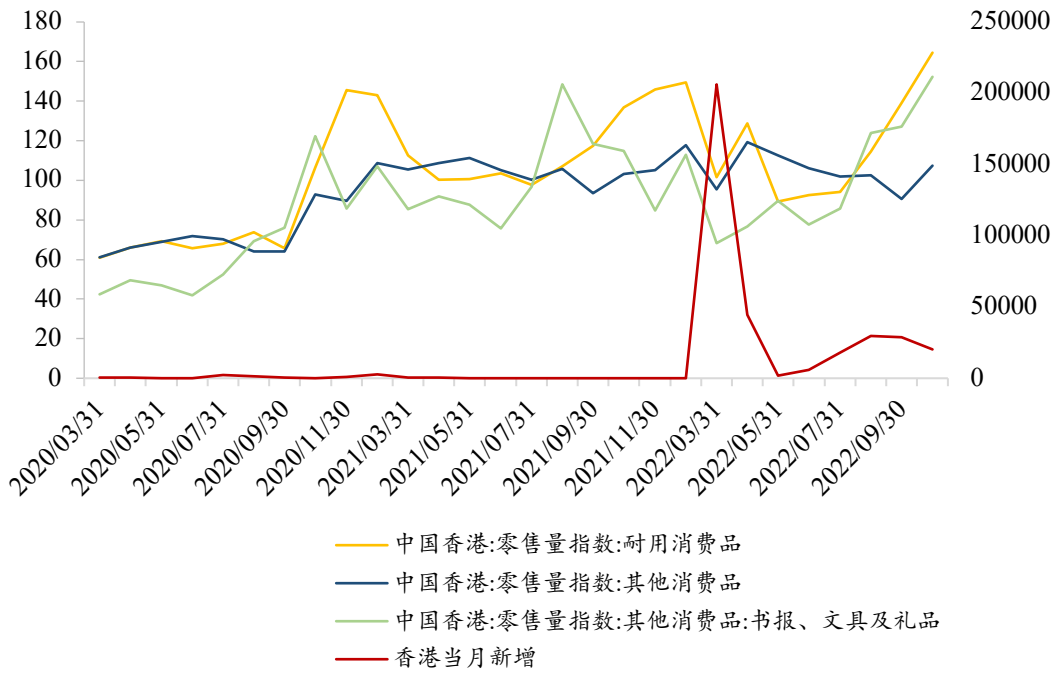
地区	预计达峰时间
广州	2023年1月上旬
浙江	2023年1月中旬
江西	春节前后
山东	1月, 农村地区会晚一点

资料来源: 新闻发布会整理, 中信建投期货

疫情冲击对于下游的消费意愿同样存在冲击。从之前中国香港的新增数据与消费看, 短时间内新增人数的激增会带来当月的包括书报在内的零售消费的下降。新增感染下降后约 4-5 个月回归到剧烈新增之前消费水平。



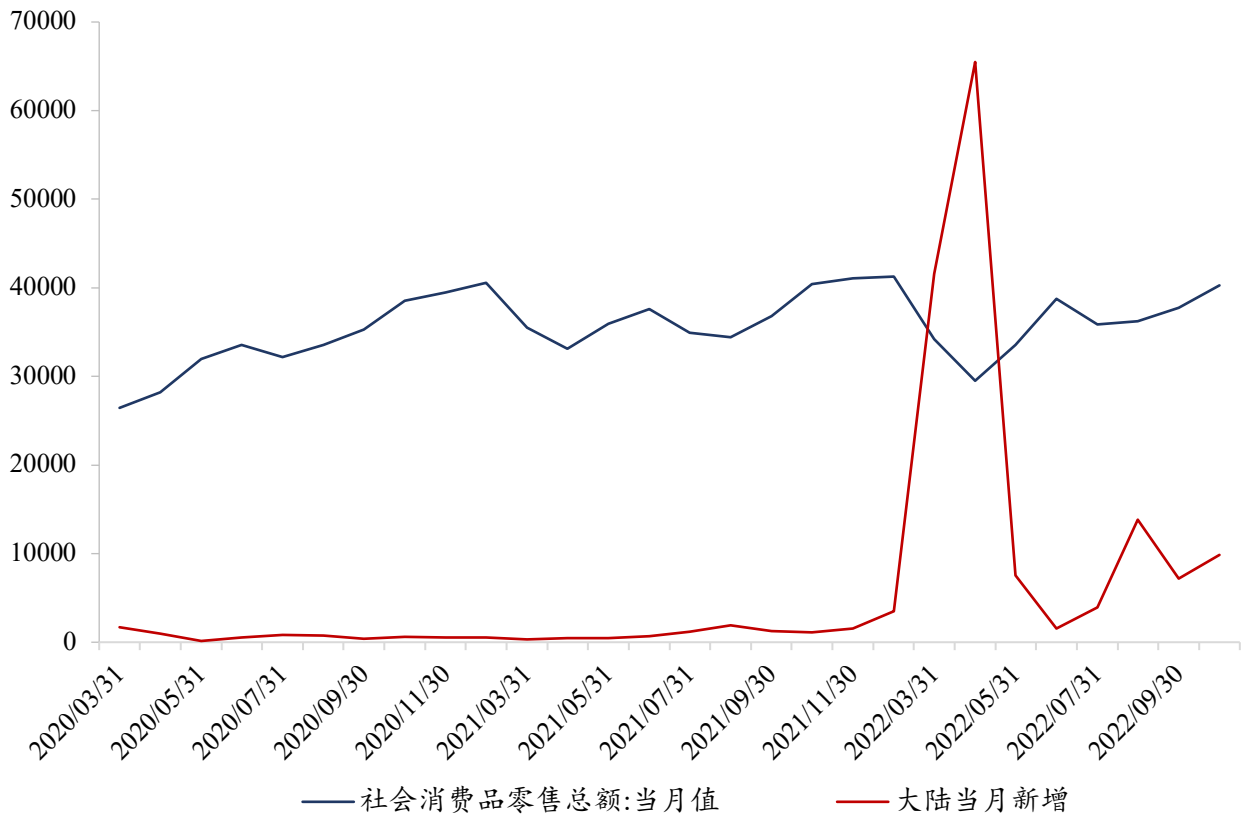
图表20. 中国香港新增 vs 消费



资料来源: wind, 中信建投期货



图表21. 中国大陆新增 vs 消费



资料来源: wind, 中信建投期货

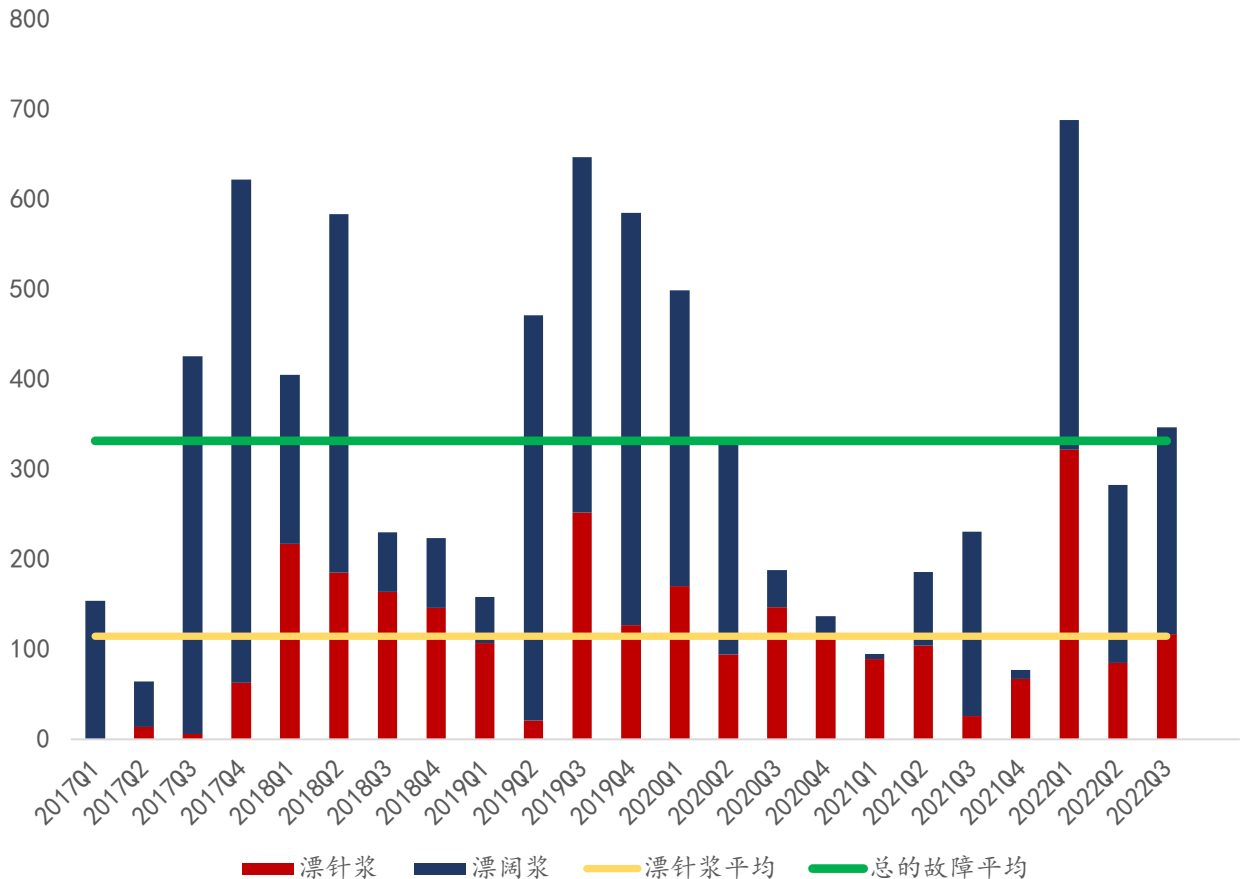
### 3、 供给端不确定性：检修

预期落地受制于 2023 年的其他因素。Aruaco MAPA 项目的多次推迟和 Finpulp 项目最终取消，都说明投产本身就有的不确定性。2022 年 10 月欧洲经济萎靡和美联储加息对于需求的抑制，全球纸浆发运量减少，产能利用率降低，并且全球漂针浆去库存，全球库存环比下降 0.56 天，同比下降 2.11 天至 41.19 天。因此我们无法假设新产能落地后，浆厂的开机率仍然会保持今年 80%-95%的水平。

供给端的扰动还来自于计划外检修的设备重新加入的预期。另外全球范围内商品针叶浆浆厂的平均年限较高。这种情况会在全球范围内导致更多由于技术原因造成的计划外停产。截止 2022 年 Q3，全球计划外关停影响的漂针浆产量 11.7 万吨，漂阔浆 23 万吨。外加

Q4 家加拿大月亮故障检修，受影响纸浆月 3.4 万吨。2022 年 Q3 偏高的计划外检修影响产量，始终在新增产能之外，带来供应恢复的可能性。

图表22. 全球计划外检修影响产量（千吨）



资料来源：fastmarket，中信建投期货

#### 4、 供需双刃剑：美联储加息

美联储加息继续，对于房地产市场的降温，顺带给家具市场降温可能会持续。美国的新房销售数量开始回落，同时待售新房数量积累。说明房地产市场受到了利率冲击，冲击传达到最终端的消费者和终端的销售。对于大型木材需求的减弱可能会让锯木厂削减木材的生产量，因此”边角料”的纸浆木片也会相应减少供给。因此导致了锯木厂的主要产品价格



和边角料木片价格的相反趋势。作为浆材的副产品可能会减少。

美联储 2022 年 12 月 15 日公布的联邦利率目标 4.5%,继续了美联储的加息周期。从 2022 年的价格数据反映看,美联储加息这把双刃剑更狠的砍向了纸浆生产端。但是之后的加息是否还能有如此强烈的边际效应有待观察。

## 5、 小结

按照这样的预测达峰时间,那么包括纸制品在内的消费回复可能从 2 月或者 3 月开始。不考虑城乡峰值差异和全国地区之间不平衡的情况下,参考中国香港的经验,可能在 2023 年 Q2 修复至 2022 年 11 月的水平。

修复完成之前,新增纸浆产能与造纸产能难以成为供需双方的约束条件,新增产能影响或更多体现在开机率上,而不是直接兑现后影响市场。需求的弱势增强供应宽松的可能性。值得注意的是,修复到了 2022 年 11 月相近的水平,也不意味着能复刻 2022Q4 的行情,因为欧美需求或失去拉动能力,贸易流转向。比经济修复确定性更低的是浆纸厂的开工率,主动被动的停机、联合涨价等都可能成为明显局势明朗之后的依然存在的博弈点。



### 三、 思考：预期与反转：我们怎样发现偏航？

今年对于冲突事件的预期的反转的思考来自于没有成型的北美铁路罢工，以及欧洲没有那么紧缺的能源。在经济相关指标普遍滞后的现状下，是否有可观测的指标可以避免预期反转的出现？

北美铁路罢工从9月份开始，达成临时协议，否认临时协议，准备罢工再到罢工被规定为非法，实际上的罢工并没有发生。但是盘面对于罢工的风吹草动相应的波动却持续在进行。欧洲天然气危机从俄乌冲突开始，到北溪管道无法为欧洲供气，到德国与沙特签约结束，中间伴随着其他能源的补充。欧洲天然气危机并没有导致浆厂的长时间的停产。预期的反转是否有可观测的指标？

如果我们的预期是由“回溯历史——归纳”的范式得出的，是否意味着饶过我们观测到异常于历史，异常于演绎结果，并且有足够影响力的因素时，就意味着我们根据经验给出的预期存在反转的可能性？

这个想法应用在这两组事件上，异常于历史的指标应该是政府的态度。美国罢工谈判过程中的3个异常指标分别是1) 总统和国会的干预；2) 素来较支持工会的民主党转向；3) 其他行业工会反对。这3个异常的指标或许有可能意味着美国从政府到平民对于罢工态度共识性的改变——政府的视角：罢工破坏了正常的谈判秩序；普通人视角：罢工对于一般人的生活有了严重的负面影响。因此得到最后可观测的结果是罢工被法案强压下去，而不是供应链的预期破坏。

欧洲天然气危机事件的异常指标是政要出访频率。德国总理舒尔茨3月开始多次出访海湾国家，相比默克尔两次出访沙特之间间隔了6年。法国总统马克龙7月底会见沙特王储。这是自2018年10月沙特籍记者卡舒吉进入沙特驻土耳其伊斯坦布尔领事馆后遇害以来，沙特王储穆罕默德对欧盟国家首次展开正式访问行程。沙特王储还访问了希腊等国。频繁访问意味着能源合作的可能性，“欧洲纸贵”“危机长期存在的概率减小。能源替代方案在北溪故障之前可能已经有了雏形。

“偏离”历史“正常”的状态的因子可能可以用于刻画共识性改变，这也是反转的来源



之一。之所以讨论“偏离”性质的指标，不只是为了复盘 2022，而是展望 2023，罢工的核心矛盾没有解决，可能还会卷土重来；俄乌冲突继续，塞尔维亚与科索沃的矛盾也剑拔弩张，叠加疫情和其他黑天鹅，盘面之外的世界可能正在逐渐偏航我们能用“5 年均值”作为基准的背景。



## 四、 策略

多 2305，空 2401

### 1、 风险

消费回复不及预期、复工复产不及预期、宏观经济不及预期、地缘政治事件突发及升温





## 联系我们

### 中信建投期货总部

重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心27楼、30楼

电话：023-86769605

### 上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路490号，世纪大道1589号8楼08-11单元

电话：021-58301589

### 济南分公司

地址：济南市历下区泺源大街150号中信广场A座六层611、613室

电话：0531-85180636

### 湖南分公司

地址：长沙市岳麓区观沙岭街道茶子山东路112号滨江金融中心C座2127、2128室

电话：0731-82681681

### 大连分公司

地址：大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2901号房间

电话：0411-84806336

### 河南分公司

地址：郑州市未来路69号未来大厦2205、2211、1910房，未来公寓1306、1506、1806房

电话：0371-65612397

### 河北分公司

地址：廊坊市广阳区吉祥小区20-11号门市一至三层、20-1-12号门市第三层

电话：0316-2326908

### 深圳分公司

地址：深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦111

电话：0755-33378759

### 杭州分公司

地址：浙江省杭州市江干区钱江国际时代广场3幢702室

电话：0571-87380613

### 宁波分公司

地址：浙江省宁波市鄞州区和济街180号国际金融中心F座1809室

电话：0574-89071681

### 西安分公司

地址：陕西省西安市高新区科技路38号林凯国际大厦十九层1905、1906、1907室

电话：029-85725585

### 重庆渝北分公司

地址：重庆市渝北区龙山街道新南路439号中国华融现代广场3幢19-1/2号

电话：023-67380500

### 上海浦东分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦东南路528号2202室

电话：021-68597013

### 四川分公司

地址：成都市武侯区科华北路62号力宝大厦南楼1801、1802、1803室

电话：028-62818710

### 重庆分公司

地址：重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街名义层11-A4-A6

电话：023-61361140

### 海南分公司

地址：海南省海口市龙华区滨海大道77号中环国际广场10层1002号

电话：0898-68538536

### 北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街6号首创大厦207室

电话：010-85282866

### 南昌营业部

地址：江西省南昌市红谷滩新区红谷中大道998号绿地中央广场A1#办公楼-3404室

电话：0791-82082702

### 广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路410号第16层自编1605C、1605B、1606房

电话：020-28325286

### 漳州营业部

地址：福建省漳州市龙文区九龙大道以东漳州碧湖万达广场A2地块9幢1203号

电话：0596-6161601

### 安徽分公司

地址：安徽省合肥市包河区马鞍山路130号万达广场C区6幢1903、1904、1905室

电话：0551-2889767

### 上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路2899甲号1幢1601室

电话：021-64040178

### 湖北分公司

地址：武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼栋/单元36层3601号02-03室

电话：027-59909521

**南京营业部**

地址：南京市黄埔路2号黄埔大厦11层D1、D2座  
电话：025-86951881

**北京北三环西路营业部**

地址：北京市海淀区中关村南大街6号9层912  
电话：010-82129971

**太原营业部**

地址：山西省太原市小店区长治路103号阳光国际商务中心A座902室  
电话：0351-8366898

**广州黄埔大道营业部**

地址：广州市天河区黄埔大道西100号富力盈泰大厦B座1406  
电话：020-22922102

**北京国贸营业部**

地址：北京市朝阳区光华路8号17幢一层A113房间  
电话：010-85951101

**福州营业部**

地址：福建省福州市台江区宁化街道振武路70号（原滨江西大道北侧）福晟·钱隆广场18层01商务办公  
电话：0591-83625596

**方顿物产（重庆）有限公司**

地址：重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心2603室  
电话：023-86769662

## 重要声明

本报告内容仅供符合《证券期货投资者适当性管理办法》规定可参与期货交易的投资者参考。在任何情形下都不构成对接收本报告内容投资者的任何投资建议，投资者应充分了解各类投资风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出投资决策并自行承担投资风险。中信建投期货不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户，投资者依据本报告内容作出的任何决策与中信建投期货或作者无关。

本报告发布内容如属于系列解读，则投资者可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解，提请投资者参阅我司已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险。



中信建投期货对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证，本报告意见仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据我司后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

本报告发布内容为中信建投期货所有。未经我司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经我司书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分內容。版权所有，违者必究。

**全国统一客服电话：400-8877-780**

**网址：[www.cfc108.com](http://www.cfc108.com)**