

纸浆：“纸”有高度，未来可期

郑楠

期货从业资格号：

F0260788

投资咨询从业证书

号：

Z0002070

秦玥

期货从业资格号：

F03108774

姚东江

期货从业资格号：

F03113296

报告制作时间：

2023年12月5日

审核人：邵远慧

一德期货投资咨询业

务资格：证监许可

【2012】38号

■ 内容摘要

2023年纸浆价格先抑后扬，上半年先由海外产能大规模增加，供给端大量货源发往中国压制价格，走出2000点的下跌行情，下半年又由需求支撑，走出1400点的震荡上涨行情。那么2024年纸浆价格该如何演绎，是否会持续上涨态势，详见报告分解。

■ 核心观点

- 2023年大规模产能投放使得市场担忧货源充足带来的现货压力，2024年充足货源带来的利空消化完毕，接下来整体供应端没有太大的亮点，即阔叶浆产能小幅增加，针叶浆产能不变，预计全球发运量小幅增加。欧元区经济明年上半年或出现拐点，之前为缓解库存压力增发中国的浆预期会减少供本国使用。因此全年发运中国的量趋于正常，少量增长。
- 内需方面，2024年国内计划投放约500万吨纸产能。双胶纸、生活纸需求继续稳定健康增长，铜版纸、白卡纸维持目前的状态。
- 前期供给端利空基本出尽，后续价格由需求支撑，预计2024年浆价整体重心上移。

目 录

1. 行情回顾	1
2. 供应端	2
2.1 阔叶新增产能压力大	2
2.2 欧美需求低迷，增加对中国发运.....	4
2.3 进口量居高不下，港口库存针叶比例高.....	6
3. 需求端	7
3.1 国内纸产能大规模扩张	7
3.2 内需逐渐回暖	8
3.3 成品纸出口强劲	9
4. 供需平衡表	10
5. 2024 年展望.....	10
免责声明	13

1. 行情回顾

2023 年纸浆期货呈现了先抑后扬的走势，三个月的时间里从春节后 6800 的高点走出一波流畅的单边行情，一路下跌至 5000 附近，进入七月开始进入震荡上涨的阶段。

第一阶段行情是从年初到四月末，由于市场对防疫政策放开，需求逐渐转好的乐观预期，春节前价格小幅上涨。节后需求不及预期，并且在国外阔叶浆产能大规模投放的背景下，对全球产能产量大幅提高的担忧增强，阔叶浆价带动针叶浆价下跌。另外，欧洲需求从 22 年末开始就维持低位的情况下，美国需求逐渐走弱，全球浆库存达到高位之后，有大量浆发往中国，现货可流通货源充足，港口累库，使国内浆价承压。

进入五月，国内进入行业淡季，阔叶浆现货跌至 2020 年以来的低价 4000 左右，绝对价格低位加上国内部分纸厂持续的低原料库存促进了一轮阔叶浆原料补库，拉动阔叶浆现货上涨。五月底开始，巴西阔叶浆美金价连续提涨两轮，各 30 美金，与此同时，人民币贬值加速，提高了进口成本。二季度前期大规模采购的欧洲浆逐渐到港，针叶浆单月到港量接近五年高点，港口库存积压，流通货源充足，期货价格低位盘整。

七月初开始，海外生产商环节宣布了一系列减产停机公告，提振市场情绪。七月末，智利针叶浆厂商撤销之前低价的报价，对八月的报价提高 10 美金。9 月开始，造纸行业传统旺季来临，下游需求从几个角度转好，促进了原料补库需求是这一段行情的主要原因：纸厂开始使用之前备的低价原料生产，利润情况转好，成品纸出口订单情况好；成品纸传统旺季到来；年终大量新增纸产能需要备货。

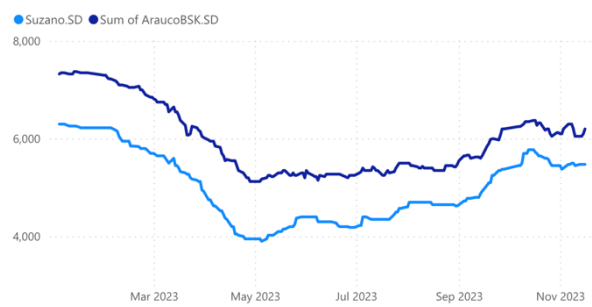
国庆节后，需求没有新的增长亮点，浆价下探。人民币升值抵消前期外盘涨幅，成本支撑效应减弱。宏观层面的财政政策刺激仍需要时间，市场情绪悲观，终端需求没有继续环比转好。市场流通货源充足，部分业者让利出货，市场成交清淡偏刚需。

图 1.1: 针叶浆期货主力和现货价格 (元/吨)



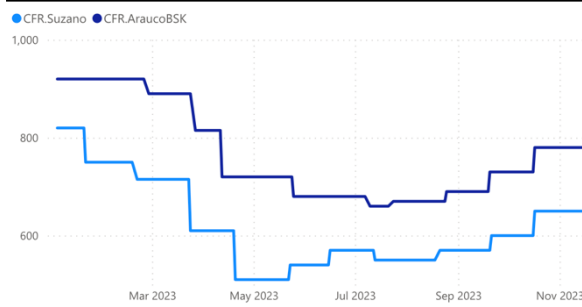
资料来源: 隆众资讯, 一德期货

图 1.2: 针叶浆和阔叶浆现货价格 (元/吨)



资料来源: 隆众资讯, 一德期货

图 1.3: 国内针阔叶浆美金价格 (美元/吨)



资料来源: 隆众资讯, 一德期货

2. 供应端

2.1 阔叶新增产能压力大

本年度计划投产的商品浆产能已按时投产, 根据公开数据整理, 新增阔叶浆产能主要有智利 156 万吨, 乌拉圭 210 万吨, 巴西 35 万吨, 以及芬兰可转产的针叶浆 150 万吨, 按照产能爬坡半年时间, 今年全部新增产能在明年一季度全部达产, 会造成长期的阔叶压力。再结合已宣布的浆厂关停计划核算, 2023 年商品针叶浆产能减少约 15 万吨, 环比-0.6%, 2024 年增加约 52 万吨, 环比+1.9%; 2023 年商品阔叶浆产能增加约 240 万吨, 环比+7.8%, 2024 年增加约 140 万吨, 环比+4.3%。

表 1：2023-2024 主要海外浆厂新增产能变化情况

浆厂	企业	国家	浆种	产能变化 (万吨)	投产时间
MAPA	Arauco	智利	BHKP	156	2023 年 1 月
Paso de los Toros	UPM	乌拉圭	BHKP	210	2023 年 4 月
Guaiba Line2	CMPC	巴西	BHKP	35	2023 年 8 月
Kemi	Metsä Fibre	芬兰	BSKP/BHKP/ UKP	150	2023 年 9 月
Cerrado	Suzano	巴西	BHKP	255	2024 年 6 月

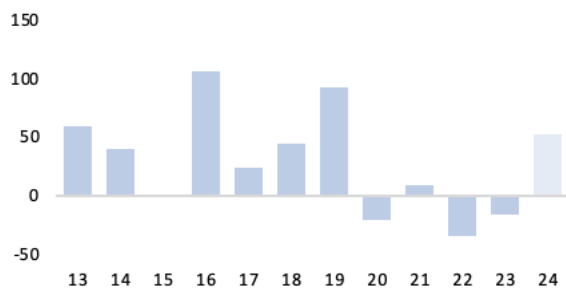
资料来源：公开资料

表 2：2023-2024 主要海外浆厂永久关停产能变化情况

浆厂	企业	国家	浆种	产能变化 (万吨)	关停时间
Prince George	Canfor	加拿大	UKP/NBSK	-15.5	2023 年 3 月
Taylor	Canfor	加拿大	BCTMP (SW)	-23	2023 年 1 季度
Sunila	Stora Enso	芬兰	NBSK	-37.5	2023 年 9 月
Espanola	Paper Excellence	加拿大	NBSK	-16	2023 年 3 季度
Foley	Georgia-Pacific	美国	Fluff/DP	-53	2023 年 9 月
Riegelwood	I.P.	美国	BSKP	-20	2023 年 11 月
Pensacola	I.P.	美国	Fluff	-30	2023 年 11 月
Laja	CMPC	智利	BSKP	-26	2024 年 2 季度

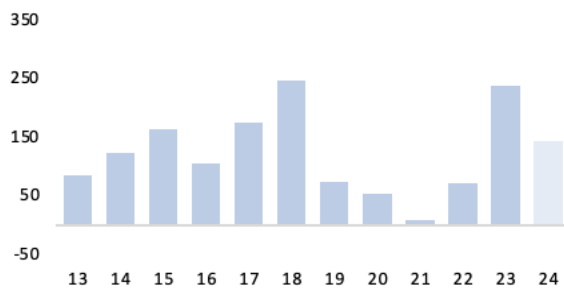
资料来源：公开资料

图 2.1：全球针叶浆产能变化 (万吨)



资料来源：公开资料，一德期货

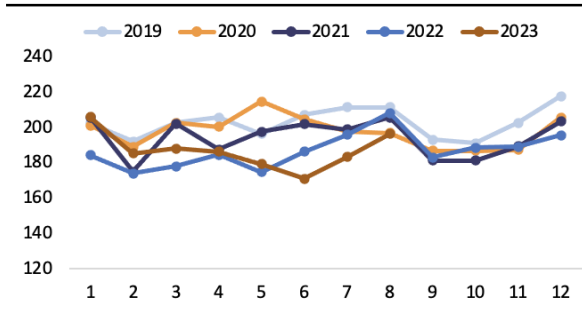
图 2.2：全球阔叶浆产能变化 (万吨)



资料来源：公开资料，一德期货

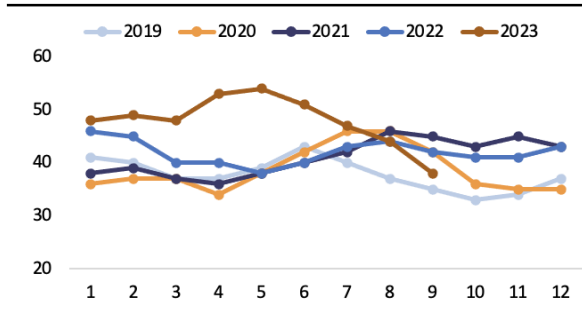
2023年1-8月全球针叶浆产量1500万吨，累计同比增加0.6%，与去年基本持平。二季度产量环比持续走低与浆厂因高库存主动去库有关。

图 2.3: 全球针叶浆产量 (万吨)



资料来源: 公开资料, 一德期货

图 2.4: 全球针叶浆生产商库存天数 (天)

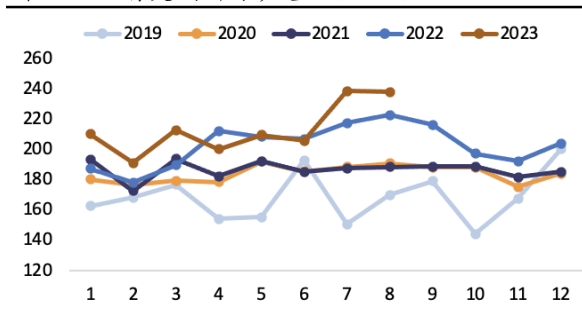


资料来源: 隆众资讯, 一德期货

全球阔叶浆80%产自南美, 2023年1-8月全球阔叶浆产量1700万吨, 累计同比增加5.2%。新生产线生产成本低, 利润率高, 更有竞争力。

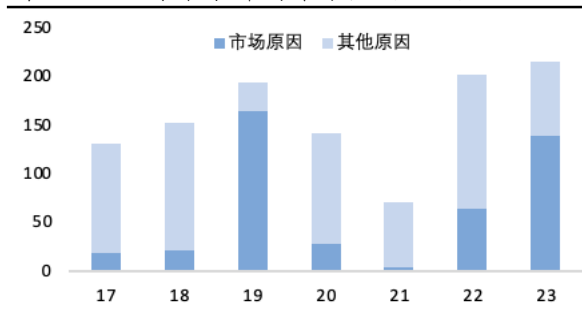
进行供应端产量测算的时候还需要同时关注计划外停机的变化, 2023年全球木浆计划外停机影响是近五年的最高水平, 影响产量达220万吨, 其中一半是根据市场情况临时调整的。针叶浆和阔叶浆计划外停机约180万吨, 占总商品浆产能的3%。

图 2.5: 南美阔叶浆产量 (万吨)



资料来源: 公开资料, 一德期货

图 2.6: 全球木浆计划外停机 (万吨)

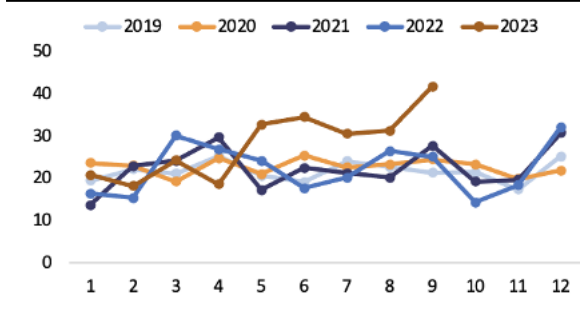


资料来源: 公开资料, 一德期货

2.2 欧美需求低迷, 增加对中国发运

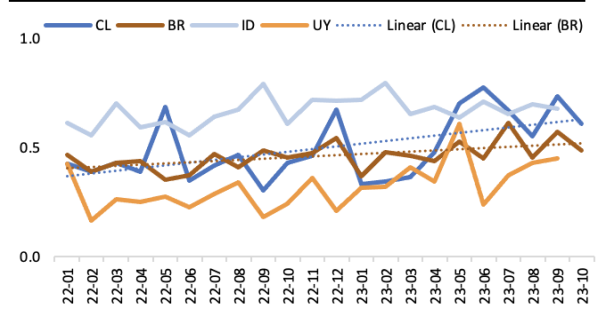
阔叶浆南美主产区非主要消费国, 新增产能的量会体现总出口量上; 针叶浆主产区北美和欧洲在本国需求低迷、库存积压的时候增加对华出口量。芬兰针叶浆、智利和巴西阔叶浆对华出口比例有提高的趋势。

图 2.7: 乌拉圭阔叶浆总出口 (万吨)



资料来源: 乌拉圭海关

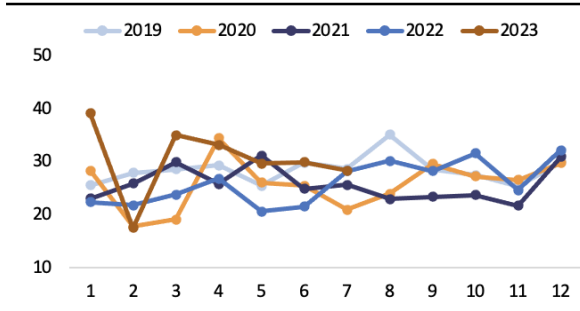
图 2.8: 阔叶浆主产国出口中国比例



资料来源: 智利、巴西、印尼、乌拉圭海关

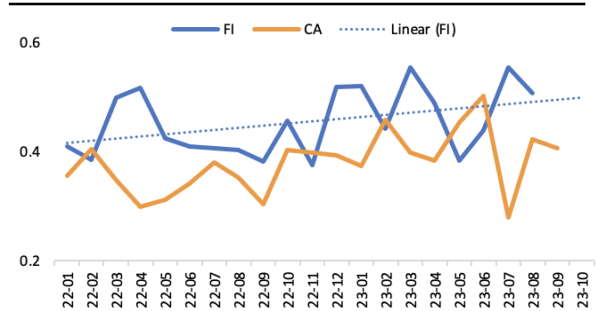
欧洲的高通胀降低了民众的消费意愿, 欧洲浆消费受欧洲整体经济环境影响, 从 2022 年四季度开始走弱, 持续低迷一直到 2023 年 8 月份, 同时今年前六个月港口库存持续处于 20 年以来的绝对高位。欧洲港口累计的货源上半年开始向外流出, 上半年累计出口 185 万吨, 超过五年均值的 20%, 同时增加了对中国出口的比例。

图 2.9: 芬兰针叶浆总出口 (万吨)



资料来源: 芬兰海关

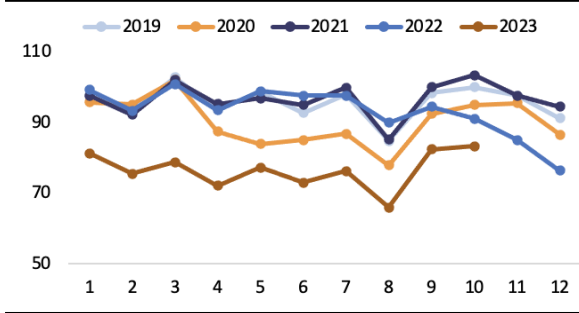
图 2.10: 针叶浆主产国出口中国比例



资料来源: 芬兰、加拿大海关, 一德期货

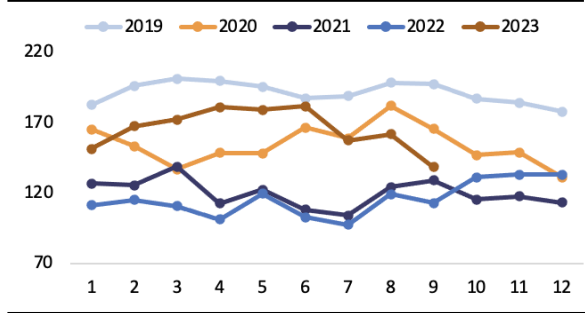
从历年看, 欧美文化纸终端需求衰退快, 复苏比较缓慢, 往往需要 4 个月的过程。目前欧洲终端消费仍未见好转, 欧洲浆价上行主要依赖于向中国转移货源支撑浆价, 纸厂主动停机降低开工支撑纸价。欧洲央行加息已进入尾声, 欧洲经济明年或出现拐点。欧洲港口库存已降至 2022 年低点, 生产商去库周期或将结束, 明年上半年进入补库阶段。届时, 发运中国的比例将逐步减少, 缓解一定的进口压力。

图 2.11: 欧洲浆消费 (万吨)



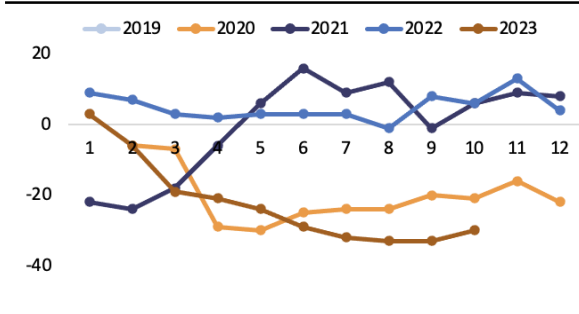
资料来源: UTIPULP

图 2.12: 欧洲港口库存 (万吨)



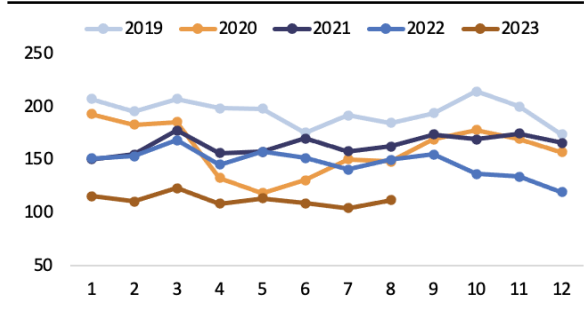
资料来源: EUROPULP

图 2.13: 美国文化纸消费同比 (%)



资料来源: AFPA

图 2.14: 欧洲文化纸需求 (万吨)

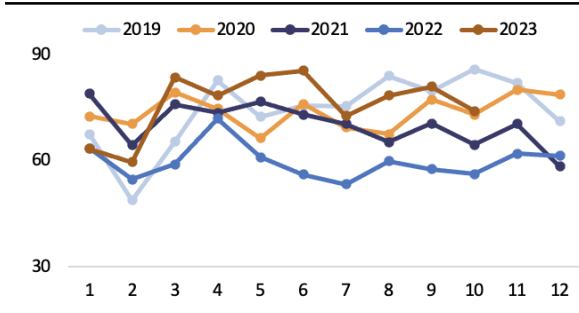


资料来源: Euro Graphic

2.3 进口量居高不下, 港口库存针叶比例高

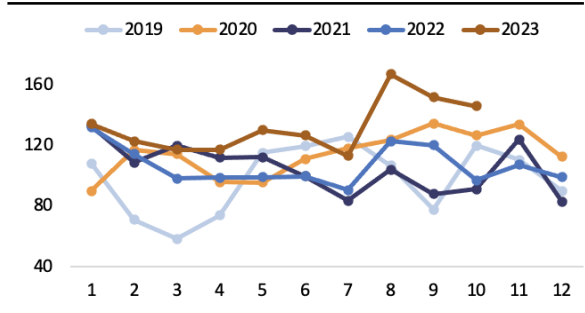
2023 年 1-10 月, 国内针叶浆累计进口 762 万吨, 同比+28%, 阔叶浆累计进口 1328 万吨, 同比+24%, 港口库存中针叶比例逐渐升高, 且一部分已仓单的形式存在港口, 交易所库存达到 45 万吨的历史高位。据出口发运数据推测, 明年一季度到港量仍维持在高位。

图 2.15: 国内针叶浆进口量 (万吨)



资料来源: 海关总署

图 2.16: 国内阔叶浆进口量 (万吨)



资料来源: 海关总署

3. 需求端

3.1 国内纸产能大规模扩张

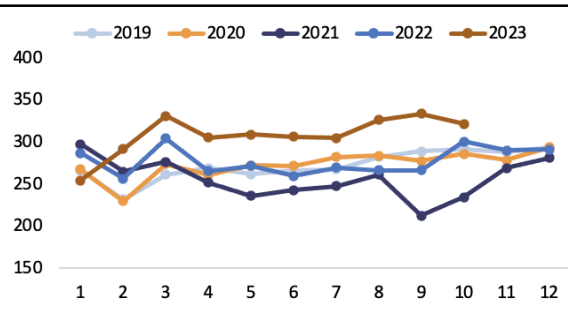
据不完全统计，2023 年国内新增纸产能：文化纸 300 万吨，生活纸 250 万吨，白卡纸 640 万吨，四大纸种产能合计较 2022 年增加 20%。新装置投产使一段时间内纸产量增加，2023 年 1-10 月四大纸种累计产量 3085 万吨，比 2022 年增加 12%，产量增速是 17 年以来最快，其中双胶纸和生活纸表现最为亮眼。2024 年计划新增装置文化纸 115 万吨，生活纸 50 万吨，白卡纸 260 万吨。双胶纸和白卡纸目前市场产能几乎达到饱和，新增产能速度逐年增加，产量增速不及产能增速，开工率逐年降低。但从开工率的角度预测，明年纸产量增速不及 5%。假设开工率与 23 年相同，按照成品纸生产配方换算，新增装置带来新增针叶浆需求 30 万吨，新增阔叶浆需求 90 万吨。此外，配套的自产阔叶浆产能 300 万吨，抵消了一部分外购浆需求。

表 3：2023 年主要纸厂新增产能

浆厂	位置	纸种	产能变化 (万吨)	投产时间
太阳	广西北海	特种	50	1 季度
联盛	福建漳州	文化	60	6 月
亚太森博	山东日照	文化	50	8 月
致龙	广西北海	文化	55	四季度
亚太森博	山东日照	生活	15	4 月
联盛	福建漳州	生活	24	5 月
赛德利	江西九江	生活	10	7 月
联盛	福建漳州	白卡	120	5 月
APP	浙江, 广西	白卡	240	9 月
太阳	广西南宁	白卡	100	三季度
亚太森博	江苏南通	白卡	100	10 月
致龙	广西北海	白卡	120	四季度

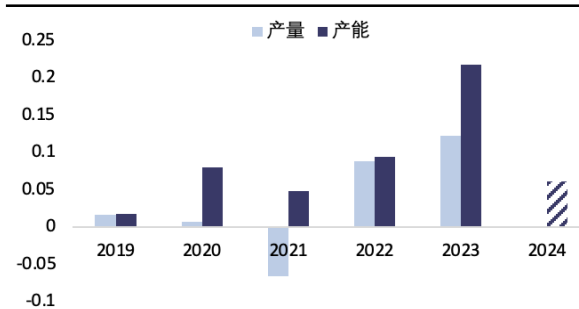
资料来源：公开资料，一德期货

图 3.1: 四大纸种产量合计 (万吨)



资料来源: 隆众资讯, 一德期货

图 3.2: 四大纸种产量、产能增速不完全统计



资料来源: 隆众资讯, 公开资料, 一德期货

表 4: 2024 年主要计划新增纸产能

浆厂	位置	纸种	产能变化 (万吨)	投产时间
仙鹤	湖北荆州	特种	30	一季度
中国纸业	湖南岳阳	文化	45	下半年
APP	江苏盐城	白卡	80	
联盛	福建漳州	白卡	100	
玖龙	广西北海	白卡	120	三季度

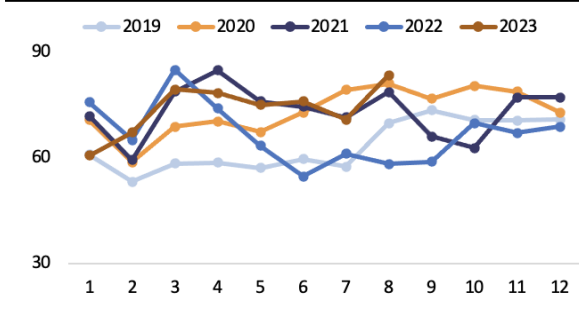
资料来源: 公开资料, 一德期货

3.2 内需逐渐回暖

随着生产生活秩序的恢复, 党建材料印刷、办公用纸、外出旅游餐饮需求弹性较大使得双胶纸和生活纸需求增加; 铜版纸主要用于期刊画册, 而这类需求逐渐被线上阅览替代; 白卡纸主要用于药品、食品、烟酒的包装, 截止 10 月烟酒消费累计零售额较去年增加了 10.3%, 但是由于占比 15%左右, 对总白卡需求提振不大。2023 年 1-10 月双胶纸累计消费同比增加 15%, 生活用纸累计消费同比增加 25%。

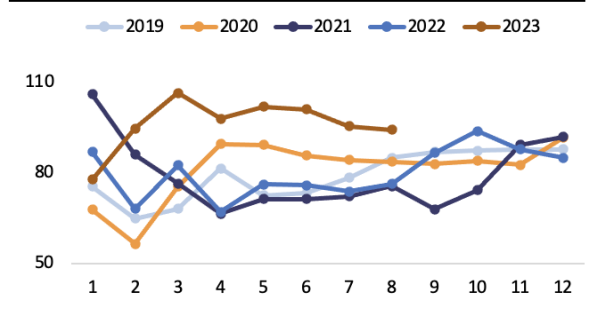
在上半年浆价下跌时, 纸厂加工利润走强, 生产意愿高, 成品纸终端需求也好, 但纸企补原料库存意愿不强, 使得原料库存下降至低位, 接下来随着浆价不断下跌至绝对地位, 纸消费持续回暖, 促进纸企补充消耗至低位的原料库存。下半年市场对终端消费预期乐观, 纸企成品库存转移至渠道, 纸厂库存压力大幅降低。接下来关注纸厂通过增产补成品库存而增加的浆消费, 终端需求暂时没有新的增长亮点, 跟随经济预期小幅增强, 维持前期水平。

图 3.3: 双胶纸消费 (万吨)



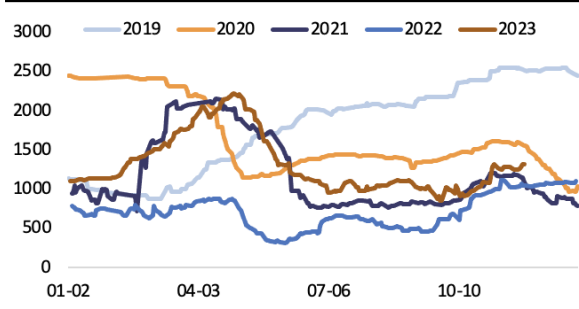
资料来源: 隆众资讯

图 3.4: 生活纸消费 (万吨)



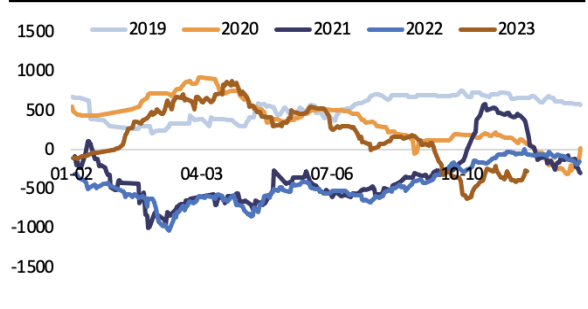
资料来源: 隆众资讯

图 3.5: 双胶纸生产利润 (元/吨)



资料来源: 隆众资讯, 一德期货

图 3.6: 生活纸生产利润 (元/吨)

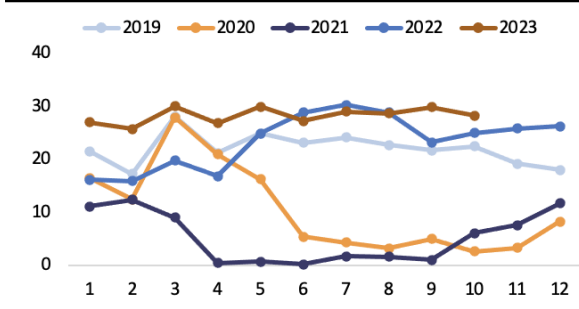


资料来源: 隆众资讯, 一德期货

3.3 成品纸出口强劲

2023 年 1-10 月份四大纸种累计净出口 281 万吨, 比去年同期增加 2.3%, 创 5 年新高。主要出口目的地中: 东南亚经济增长强劲, 欧洲纸厂生产利润低, 实施停机挺纸价, 不足的需求由进口来补充。预计 2024 年出口至东南亚的量继续增加, 出口至欧洲的量减少, 纸总出口量维持或少量增加。

图 3.7: 国内四大纸种净出口 (万吨)



资料来源: 海关总署, 一德期货

4. 供需平衡表

预计 2024 年全球商品浆发运 5806 万吨，相较于 2023 年小幅增加 1.8%。全球其他地区经济恢复，欧洲发往中国的浆比例减少，数量环比小幅增加 3%。

表 5：全球商品浆发运量（万吨）

	2019	2020	2021	2022	2023P	2024E
针叶浆	2611	2587	2494	2400	2256	2256
阔叶浆	3371	3566	3488	3628	3447	3550
商品浆	5994	6172	6000	6050	5703	5806
其中：中国	2186	2387	2226	2153	2692	2773

资料来源：公开资料，一德期货

表 6：国内纸浆平衡表（万吨）

	2019	2020	2021	2022	2023P	2024E
期初库存	146	166	153	157	155	200
进口	2314	2554	2373	2285	2775	2859
产量	1119	1195	1203	1365	1370	1384
总供给	3433	3749	3575	3650	4145	4242
需求	3401	3750	3571	3652	4100	4305
期末库存	177	164	157	155	200	137

资料来源：隆众资讯，一德期货

5. 2024 年展望

供应端：全球针叶商品浆产能预计增加 52 万吨，阔叶商品浆产能增加 140 万吨，与往年产能变化相比变化不大，全球发运预计维持稳定。23 年欧洲变量比较大，需求萎缩导致大量浆发往中国的情况在 24 年会结束，在 10 月欧洲库存已经低至往年同期低位的情况下，预计在 24 年一季度开始补库周期，减少浆向中国的流动。自产浆 23 年成本高于进口浆，预计 24 年进口浆价提高时，自产浆量少量恢复。国内整体供给稳

定增长。

需求端：2024 年国内纸厂有 425 万吨产能投放，对需求有一定的支撑。内需分纸种来看，与经济息息相关的双胶纸和生活纸需求预计小幅增长，铜版纸和白卡纸维持稳定。白卡纸市场已经饱和，但 2024 年依旧有 260 万吨计划投产，对价格和生产利润压力大，可能对产量有一定压制。目前文化纸和白卡纸企业库存都处于往年低位，2024 年上半年或进入补库周期。纸净出口方面，出口至东南亚的增量弥补出口至欧洲的减量，因此维持稳定或小幅增长。

观点：国内纸浆价格以供极端定价为主，高发运带来的利空基本已经释放完毕，欧美需求预期增强，而国内需求稳定增长，预计明年浆价整体重心上移。

多周期技术分析：

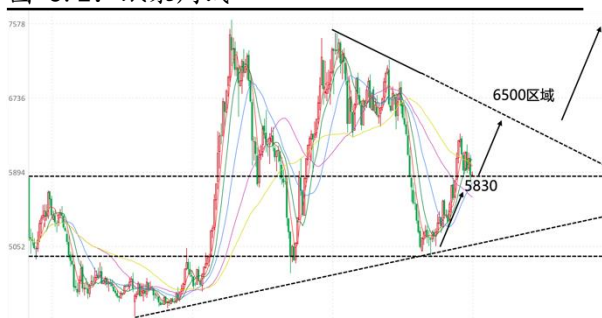
月线：大周期角度的视野，可以看到，该品种处于 2020 年见底开始的牛市大循环上涨周期以来的大调整浪当中，呈三角形收敛形态，经历长达三年多的运行，形态构筑完整，且即将完成对三角形上边界的冲击，战略视角上以 5830 一线为中轴波动平衡，上突破和回抽后，大方向朝三角形上边沿运行，以上行趋势为主方向，未来（明年）在大周期级别上完成对历史高点 7628 的冲击后，理想化更高的牛市三浪最低量度幅度可看到 8300 点一线，大周期或定性为中长期牛市波动持续发展。

图 5.1：纸浆月线



资料来源：一德期货

图 5.2：纸浆周线



资料来源：一德期货

周线：周线上 10 月中旬见高 6344 价后，展开七周标准突破后回踩，支撑位在轴 5830 一线，本周创新低后收盘于 5830 之上，不破不立，技术性调整或告一段落，周线有望恢复上升趋势，关注周线图上 6500 一线区域的压力，未来站稳 6500 一线，将和月线共振，在基本面支撑下，挑战 7628 历史高点。

日线：日线呈一标准以 6144 为平衡点边界扩展不确认下跌形态，而且，周四阴十字星，叠加周五中阳线，再得到 6 月以来的中期上升支撑线恰到好处的支撑，可以预期日线级别止跌上行的成立，较为优秀的盈亏比机会的来临，在后市不再大幅偏离 5830 一线的前提下，多周期共振上行可能重启。

图 5.3：纸浆日线



资料来源：一德期货


结论：通过多周期综合分析，遵循大制约小，小演变影响大原则，可以推演出纸浆品种明年大概率仍处 2020 年牛市行情以来动态发展中，且有可能完成了三角形调整，正处于多周期共振的上升三浪进行中，其规模堪比 2020 年牛市第一浪。整体策略上可从日线级别着手，波段跟势，在月线周线常态安全边际下，捕捉该品种的牛市波段。


免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

 公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层

 全国统一客服热线：400-7008-365

 官方网站：www.ydqh.com.cn