

# 期货与金融衍生品

FUTURES AND FINANCIAL DERIVATIVES

金融赋能实体经济：胶版印刷纸衍生品的创新实践与深远意义

胶版印刷纸期货上市：产业链机遇挖掘、风险深度解析

胶版印刷纸期货上市背景下产业风险管理与实战应用

胶版印刷纸期货应用案例研究

VOLUME 147

总第147期

2026年第1期

纸续华章 期引新篇 权创未来

## 胶版印刷纸期货及期权 燃料油、石油沥青和纸浆期权上市

LISTING OF OFFSET PAPER FUTURES AND OPTIONS, FUEL OIL, BITUMEN, WOODPULP OPTIONS

2025.09.10 中国·上海

# 期货与金融衍生品

FUTURES AND FINANCIAL DERIVATIVES

2026 年第 1 期 · 总第 147 期

总 编	田向阳				
副 总 编	鲁东升				
编 委	李 鲜	李 辉	陆 丰	张 铭	杨 柯
主 编	陆 丰				
副 主 编	卢庆杰				
执行主编	陈 洁				
编辑部主任	刘东旭				
本期编辑	陈 昊	侯 洁	高天翼	田 森	翟羽佳
	王艺宁	郭彩云	张 兰	刘昕瑜	朱四祥
	杨璐琳	崔 杰	李 青	孙 悦	



上海期货交易所  
SHANGHAI FUTURES EXCHANGE

编辑部地址 上海市浦东新区浦电路 500 号  
邮 编 200122  
电 话 021-68401283  
电子信箱 fafd@shfe.com.cn



《期货与金融衍生品》  
使用环保再生纸

# 目录

## 新年寄语

### 02 新年寄语

上海期货交易所

## 新闻稿

### 03 胶版印刷纸期货及期权，燃料油、石油沥青和纸浆期权在上期所挂牌交易

## 特稿

### 05 金融赋能实体经济：胶版印刷纸衍生品的创新实践与深远意义

孟莉

### 09 胶版印刷纸期货上市：产业链机遇挖掘、风险深度解析

苗怀宇

### 14 胶版印刷纸期货上市背景下产业风险管理与实战应用

高琳琳

### 23 胶版印刷纸期货应用案例研究

潘盛杰

### 28 双胶纸金融衍生品在企业经营风险管理中的应用

王新博

### 35 纸企风险管理策略与胶版印刷纸期货应用

俞俊臣

### 43 胶版印刷纸期货在企业风险管理中的应用与套期保值分析

周重廷

### 50 金融工具赋能实体经济：胶版印刷纸期货对现货市场的深远影响

李爽

### 55 胶版印刷纸期货及期权上市三个月运行情况回顾

王艺宁

## 知识问答

### 59 胶版印刷纸期货及期权25问

## 征文活动

### 67 2025年《期货与金融衍生品》征文活动评选结果

### 封底 2026年《期货与金融衍生品》征文启事

## 2026 上海期货交易所 新年寄语

岁序更替，华章日新。在这辞旧迎新、继往开来的美好时刻，上海期货交易所向一直以来信任与支持我们的广大市场参与者、会员公司、产业界伙伴、金融机构、新闻媒体和社会各界朋友，致以衷心的感谢和祝福！

2025年，在中国证监会的坚强领导下，上期所坚决落实习近平总书记考察重要指示精神，深入学习贯彻党的二十大和历次全会精神、中央纪委四次全会和中央经济工作会议部署，紧扣防风险、强监管、促高质量发展的工作主线，锚定“加快建成世界一流交易所”目标，各项重点领域工作取得显著成效。

一年来，上期所持续完善品种布局，增强产品功能，服务现代化产业体系建设，促进新质生产力形成。成功上市铸造铝合金、胶版印刷纸期货和期权，以及燃料油、石油沥青、纸浆期权。以标准化和市场化手段助力有色、钢铁、石化等产业转型升级。高水平制度型对外开放迈出坚实步伐，合格境外投资者（QFI）可参与交易的品种增至32个，实施通用型国际化业务规则，为一体化开放奠定基础。天然

橡胶期货交割结算价授权境外，“中国价格”服务全球能力进一步增强。进一步提升服务产业、服务实体的枢纽功能，集团交割业务有序开展，钢材厂库交割更加便利，为企业降本增效和风险管理提供有力支撑，遍布全国的138个产融服务基地注入更多新活力。同时，不断夯实市场风险管理，保障系统安全运行，市场稳健运行，有力保护投资者合法权益。上期所正不断探索中国特色期货监管制度和业务模式，服务国际金融中心建设，向着建成世界一流交易所的目标阔步迈进。

云程发轫，万里可期。新的一年，上期所将深入贯彻落实党的二十届四中全会精神，围绕“十五五”时期资本市场战略任务和重大举措，牢牢把握“六个坚持”，优化产品功能体系，筑牢风控监管防线，构筑对外开放高地，持续提升“上海价格”的国际影响力，用矢志不渝的砥砺前行，创世界一流的实绩。

上海期货交易所  
2026年1月

# 胶版印刷纸期货及期权，燃料油、石油沥青和纸浆期权在上期所挂牌交易



2025年9月10日，胶版印刷纸期货及期权，燃料油、石油沥青和纸浆期权在上海期货交易所（下称上期所）正式挂牌交易。胶版印刷纸期货，燃料油、石油沥青和纸浆期权于上午9时挂牌，胶版印刷纸期权于当日21时挂牌。同日起，石油沥青期货以及燃料油、石油沥青和纸浆期权纳入合格境外投资者（QFI）交易范围。

中国证监会期货监管司副司长王颖宣读中国证监会《关于同意上海期货交易所胶版印刷纸期货和期权注册的批复》《关于同意上海期货交易所燃料油、石油沥青、纸浆期权注册的批复》。上海市浦东新区副区长徐欣，中国轻工业联合会党委副书记徐祥楠，中国石油和化学工业联合会副会长傅向升，中国造纸协会理事长赵伟，中国纸业投资有限公司总经理严肃，上期所理事长田向阳先后致辞。上期所总经理鲁东升主持上市活动。

徐祥楠表示，造纸工业是重要的基础原材料产业，是我国轻工业的重要组成部分。纸及纸板2024年产量达到1.36亿吨，连续16年稳居世界造纸生产和消费量的第一。在行业深化高质量发展、迈向造纸强国的关键时期，胶版印刷纸期货和期权以及纸浆期权上市恰逢其时，意义重大：一是将为文化用纸上下游企业提供重要的金融工具，增强产业链抗风险能力，为文化传播事业的繁荣发展奠定基础；二是通过市场机制的引导，激发企业绿色转型，促进造纸工业可持续发展；

三是提升我国造纸行业国际竞争力，助力形成“中国价格”，吸引全球要素参与。

傅向升表示，上期所先后上市燃料油、石油沥青等期货品种，市场流动性和合约连续性好，投资者结构成熟，期现联动紧密，在市场价格剧烈震荡时，帮助企业有效发挥了风险管理功能。此次胶版印刷纸期货及期权，燃料油、石油沥青和纸浆期权的上市，是上期所丰富和完善行业多层次衍生品体系，满足企业精细化、多元化需求，进一步发挥期货市场功能的又一重要举措，标志着全面进入了“期货+期权”协同发展的新阶段，上期所成熟期货品种期权全覆盖的进程进一步加快，完全符合市场需求和行业期待。

赵伟表示，胶版印刷纸作为造纸工业的重要分支，广泛应用于文化传播、书写和印刷领域。我国是全球最大的文化用纸生产国和消费国，市场规模超千亿元，胶版印刷纸的产量和消费量亦位居世界首位。纸浆期货自2018年上市以来，已逐步成为行业定价和风险管理的重要工具。此次新增胶版印刷纸期货及期权、纸浆期权，将进一步健全和完善造纸产业链避险体系，为企业提供更灵活的风险对冲手段，具有重要的现实意义。

严肃表示，在产业全力推进绿色低碳技术改造和应用的进程中，有效管理原材料成本与产品价格波动风险，提升资源配置效率和经营稳定性是一个非常重要的课题。胶版印刷纸期货及期权为企业提供了管理价格风险的工具，增强企业经营韧性。同时，期货市场提供的价格信号，将助力企业不断优化和完善经营策略，引导企业将更多资源投向提升产品质量和践行绿色低碳发展。中国纸业将充分发挥集团优势，与交易所、行业协会及广大企业携手，共同构建更高效、更透明、更具韧性的供应链体系，为造纸产业的发展注入新动能。

田向阳表示，作为全球首个文化用纸金融衍生品，胶版印刷纸期货及期权的推出，是我国期货市场支持造纸产业绿色低碳转型的里程碑，也是提升浆纸产业链风险管理水平的又一关键举措。同时，燃料油、石油沥青和纸浆期权上市，并与石油沥青期货同步向合格境外投资者开放，是上期所持续完善产品体系、加快推进成熟期货品种期权全覆盖、助力推进期货市场高水平对外开放的具体行动。上期所将持续推动产品扩面增效，加强产融互动，以钉钉子精神全力以赴服务实体经济高质量发展。

来自证监会、上海市、相关行业协会、制浆造纸和能源化工产业链上下游企业、上期所会员、交割库、质检机构、市场机构、新闻媒体等单位的人士共同见证了本次上市活动。

# 金融赋能实体经济： 胶版印刷纸衍生品的创新实践与深远意义

纸浆纸张产品理事会（PPPC） 孟莉

2025年9月10日，经中国证监会同意，胶版印刷纸期货及期权在上海期货交易所上市。这一举措是我国文化用纸金融衍生品领域取得的关键突破，为产业链上下游企业提供了锁定成本、规避价格风险的有效工具。基本面是期货及期权的定价锚点和逻辑支撑，深刻理解胶版印刷纸供需关系是正确运用这一金融衍生品的根本前提。

胶版印刷纸作为文化用纸的核心品类，深度关联出版印刷、教育文创等民生领域。据中国造纸协会2024年年度报告统计，我国未涂布文化用纸（双胶纸和轻型纸）需求量约1760万吨，产量1845万吨，需求量和产量均占全球总需求量和产量的约40%。胶版印刷纸是双胶纸中除静电复印纸及热敏、离型等以双胶纸为基纸的特殊用途用纸外的最大门类，年产量和需求量均超过1000万吨，并可以通过物理或化学工艺与其他门类双胶纸互为补充。同时双胶纸和铜版纸亦可根据市场需求通过是否涂布实现产品的转化。可见胶版印刷纸实际供应远不止1000万吨，在需求和盈利之间同文化用纸各品类存在竞争和互补关系。

## 一、双胶纸市场供需关系简析

根据PPPC全球双胶纸月度需求数据，

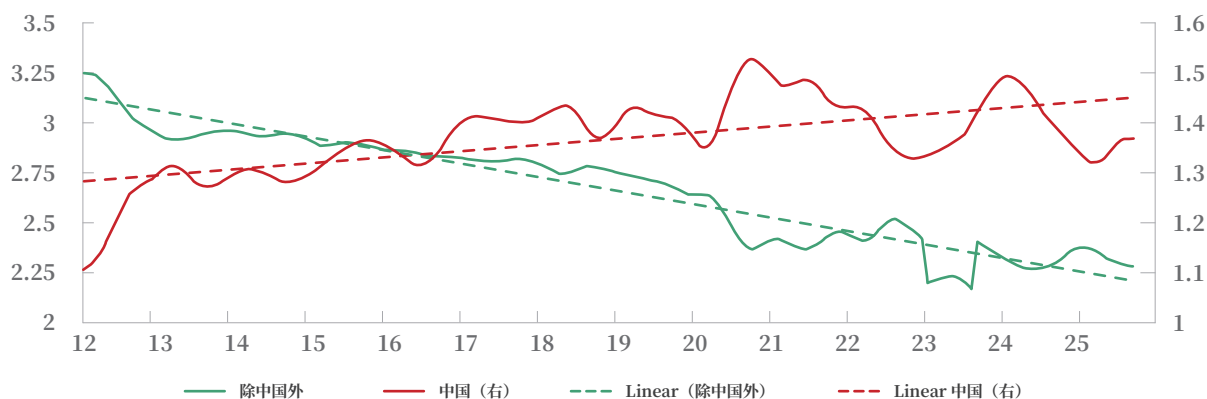
2012年，中国月均双胶纸需求约121万吨。随着经济和文化教育事业的蓬勃发展，双胶纸需求逐年增加至2021年的145万吨/月，月度消费水平较2012年增长近20%。受新冠疫情的影响，2022年需求走低，且伴随着复工复产重回上升通道，但仍未恢复到疫情前水平。2025年前9个月，双胶纸需求月均135万吨，基本与2018年的月度平均水平持平。

如图1所示，除2022—2023年疫情期间以外，中国双胶纸市场与除中国以外的全球市场大体上呈现出相反趋势。非中国区月均消费从2012年的308万吨持续下降到2024年的226万吨，降幅达27%。2025年前9个月，全球非中国地区双胶纸整体月均需求约为235万吨，仅高于中国月均需求100万吨。

中国双胶纸需求走势与全球其他市场呈现反向特征，这主要得益于中国市场长期稳固的结构性需求支撑。随着教育普及的深入和第三产业的持续增长，尤其是文化、教育、医疗等领域的发展，双胶纸特别是静电复印纸的市场需求稳步增长。与此同时，热敏、离型等特种应用场景的持续拓展，也为双胶纸需求开辟了新的增量空间，即便遭遇疫情短期冲击，其需求仍能快速回弹。反观全球市场，以欧美、日

韩等发达经济体为代表的双胶纸需求自2007年起便进入饱和阶段，呈现结构性下滑态势。同时中国双胶纸市场的崛起重塑了全球贸易格局。2005年，中国一跃成为双胶纸净出口国。双胶纸贸易由2004年的净进口量20万吨逐步发

展到2013年以来的净出口100万吨。中国市场不再承接国外多余产能，全球其他市场的双胶纸需求减少的趋势被再度加剧，也直接导致了国外双胶纸产能的减少和工厂、纸机的关停。



数据来源：PPPC

图1：2012年1月—2025年9月全球双胶纸需求月度曲线（单位：百万吨）

互联网和电子产品的普及对双胶纸需求量的冲击在发达国家和地区表现或更为显著。2000—2024年，发达地区的双胶纸需求下降近60%。根据PPPC 2024年统计数据，北美、西欧和日韩双胶纸需求总和不及中国市场需求的2/3。虽然中国市场受数字化影响，但纸质书籍和教材在中国的“不可替代性”，以及中国经济发展不均衡导致的三、四线城市及农村等对纸质产品的需求仍在释放，缓冲了电子替代的冲击。未来除中国以外的全球市场整体仍将面临持续萎缩的局面，而中国市场的双胶纸有望维持一个较为平稳的需求态势。

供给端，受供给侧结构性改革、落后产能关停等国家和行业发展政策及行业头部企业扩产、产品结构完善等因素影响，双胶纸产能逐年攀升。截至2024年，中国双胶纸产能超过

2300万吨，较2012年增加约400万吨。已投产的2025年的新增项目总产能达140万吨以上。但受需求端弱势影响，产能无法完全释放，产量增速不及产能。据中国造纸协会统计，2012年到2024年间，双胶纸总产量增长仅为100万吨。开工率也从2012年的85%以上降到2024年的不足75%。随着行业新旧产能的迭代，双胶纸产业集中度也有改善。2012年双胶纸前5大企业的市场集中度仅为21%；到2024年，前5大生产商产能占总产能约43%。纸机方面，中国双胶纸纸机单机年产能超过40万吨的纸机不足5%。而接近七成为5万吨以下的小型纸机，仅占双胶纸总产能的不足20%。这类纸机转产、开停机均相对灵活，在经营成本允许的情况下，可随时影响市场的供给水平。

未来几年双胶纸供给端仍有新增产能预

期，一体化和半一体化纸机比例也将持续提升，或进一步加剧市场供需矛盾，加快行业淘汰进程。但由于双胶纸终端需求增速慢于产能增速，成品纸库存上扬，行业利润空间收窄伴随部分企业出现亏损等，不少拟在建项目或将推迟或取消。

随着国内双胶纸新增产能持续释放，市场对拓展海外消费空间的需求或将进一步提升。从出口数据来看，2012—2024年，除疫情特殊阶段外，中国双胶纸出口量整体稳定在100万~120万吨区间，在国内双胶纸总产量中的占比始终不足10%。其中，出口区域较为分散，最大的贸易伙伴日本，2024年从中国的进口量也仅占中国出口总量的13%。然而，鉴于全球双胶纸需求整体下滑的发展态势，对中国预期的出口增长空间尚不可过于乐观；同时，国际贸易政策波动可能引发反倾销、反补贴等关税壁垒，给出口带来挑战。

原材料端，尽管国产浆的比例随着一体化和半一体化纸机的增多有所提升，目前双胶纸主要纤维原料对外依存度仍然较高。根据中国造纸协会2024年年度报告，国产木浆在全部木浆消费中的占比，已由2020年的36%提升到2024年的51%。中国海关数据显示，2024年，中国进口漂白针叶浆830万吨，漂白阔叶浆1560万吨。根据PPPC化学商品浆终端用途调查数据，中国市场约1/3的漂白化学商品浆被用于双胶纸和铜版纸的生产。随着中国现代化纸机的逐渐增多和旧纸机的升级改造，在满足产品质量和用户需求的前提下，双胶纸主要纤维原料中的漂白针叶浆比例逐步减少，一定程度上被成本较低的漂白阔叶浆和化机浆替代。

## 二、胶版印刷纸期货和期权上市的意义

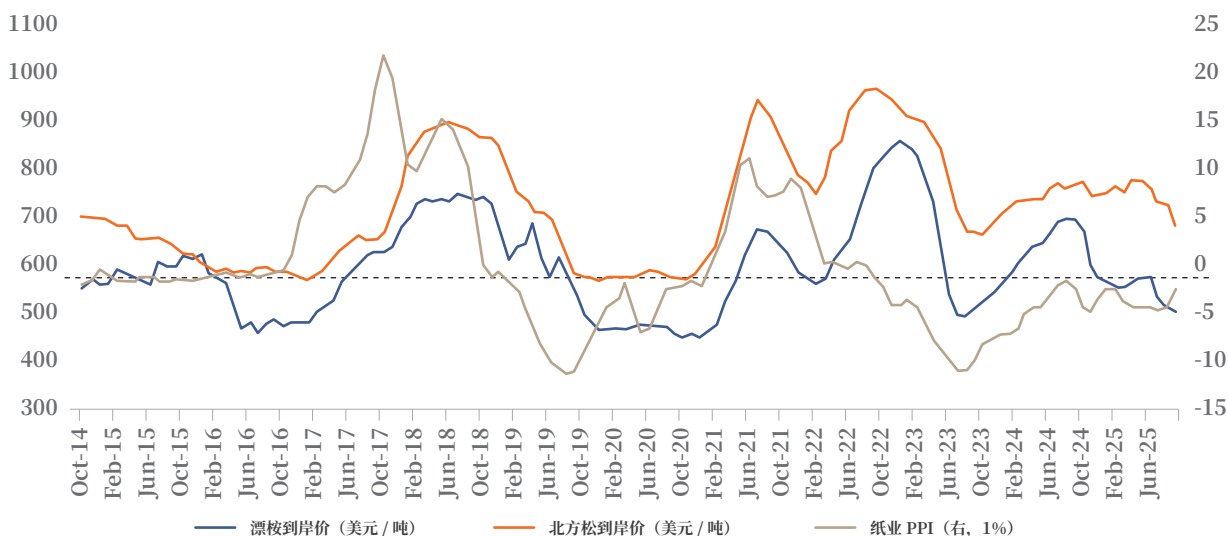
基于上述供需与成本压力，胶版印刷纸衍生品的推出成为必然选择。根据国家统计局数据，自2022年下半年来，中国纸业生产者价格指数持续走低，价格同比连续40个月为负（图2）。双胶纸市场在产能扩张与需求疲软的博弈中持续承压。供需失衡导致企业“以价换量”，单位利润逐渐降低，部分企业甚至处于亏损状态。同期国际纸浆价格剧烈震荡，急涨急跌的走势加剧了双胶纸生产成本端的不可控性，市场倒挂现象频出。下游印刷企业同样面临着原材料价格波动不可控、利润空间持续被压缩等难题；而贸易商则在库存贬值与资金占用的双重压力下艰难求生。在此背景下，胶版印刷纸期货及期权的挂牌上市，填补了文化用纸领域金融衍生品的空白，为破解供需两端的运行矛盾提供了市场化解决方案。

胶版印刷纸期货的上市，其核心价值首先体现在重构价格形成机制，为供需两端提供相对公允的定价上。期货市场汇聚造纸、印刷企业、贸易商、投资者等多元参与者，通过对宏观经济、产业政策、需求预期、产能变化、成本波动等信息的融合，形成兼具公开性与前瞻性的期货价格，能够更准确地反映市场供需关系，为国内外贸易提供重要的定价参考基准。

在套期保值层面，企业在关注期货合约流动性、基差波动等潜在风险基础上，通过纸浆期货和胶版印刷纸期货的组合联动有望实现行业风险的闭环管理。对于上游造纸企业，可通过纸浆期货买入和胶版印刷纸期货卖出的组合操作，同时锁定原材料采购成本与成品销售价格，降低产品倒挂、企业亏损的可能性。对于下游印刷企业，可在期货市场提前买入合约

锁定采购成本，避免旺季来临前的价格波动冲击。这种双向套期保值机制，使企业能够从被

动承受风险转变为主动管理风险，显著提升经营稳定性。



数据来源：国家统计局、中国海关

图 2：中国进口漂白化学浆到岸价和纸业生产者价格指数

胶版印刷纸期货在交割标品选择上融入了人文与环保理念，提升了这一金融工具的社会价值。在胶版印刷纸期货交割品级设置中，将D65亮度指标限定在80.0%~85.0%，低于传统标准的90%上限，有助于呵护青少年视力健康；在交割品牌遴选时优先考虑“绿色工厂”企业，以市场化手段引导生产企业推行环保工艺，淘汰落后产能，既贴合产业实际需求，又引导造纸产业绿色低碳转型，这种“期货规则引导产业升级的模式”，实现了金融工具与产业政策的协同发力。

胶版印刷纸期权最核心的意义在于提供了非对称的风险管理能力，通过“风险有限、收益无限”的理念，通过看涨期权、看跌期权等不同场景的期权操作来保护成本，增加收益，适配于不同市场参与者的需求。通过与期货的应用组合，更能实现风险管理的精细化。

总而言之，作为全球首个文化用纸类金融衍生品，胶版印刷纸期货和期权的推出具有深远意义。在国际层面，它以中国市场供需为基础，首次在文化用纸领域形成连续、透明的权威价格信号，有助于增强中国在全球市场的定价影响力，并提升中国期货市场的国际吸引力与开放程度。在国内层面，这一创新工具将推动行业全方位升级，通过完善风险管理、优化资源配置、增强企业盈利能力，促进产业绿色转型与高质量发展，是金融服务实体经济的生动实践。

（责任编辑：郭彩云）

作者简介：

孟莉，博士，纸浆纸张产品理事会中国区总经理，主要从事全球林浆纸产业链的市场、贸易和战略等方面的研究。

# 胶版印刷纸期货上市： 产业链机遇挖掘、风险深度解析

河南新华物资集团有限公司 苗怀宇

胶版印刷纸期货品种的正式上市，标志着我国纸产业链从“现货单边博弈”向“期现协同管理”的金融化转型进入关键阶段，这一创新工具为全产业链，尤其是中间环节的纸张贸易公司，提供了更加透明、高效的经营工具与风险管理途径。

当前社会对期货的认知呈现两极分化：一方过度夸大其高回报与灵活性，另一方则片面渲染其高风险与破坏性。事实上，期货作为一种金融工具，其本身是中性的，运用得当可成为企业管理风险、稳定经营的利器；反之，若操作不当，亦可能导致巨额亏损。从金龙鱼通过套期保值每年获取数十亿元人民币收益，到青山集团一度因期货交易濒临破产，正反案例皆存。因此，我们必须理性看待期货，在介入这一市场前，都必须进行充分的评估与准备，通过科学运用期货工具实现企业经营的平稳与增效。

本报告基于双胶纸产业链特性，分析胶版印刷纸期货上市带来的机遇及可能面临的各种风险，并重点针对纸张贸易公司（作为“上游造纸厂—下游印刷厂/出版社”的核心枢纽，承担库存持有、价差套利、供应链服务等职能）的业务场景，提炼可落地的专属风险应对清

单，助力贸易型公司理性运用期货工具，实现从“被动承受价格波动”到“主动管理经营风险”的转型。

## 一、胶版印刷纸期货上市的核心机遇： 全产业链价值重构与贸易公司的角色升级

胶版印刷纸期货的落地，不仅完善了我国浆纸期货市场产品体系，更通过“价格信号引导、风险工具赋能、资金渠道拓宽、产业资源整合”四大维度，重构了双胶纸产业链的经营逻辑。其中纸张贸易公司作为中间环节，将迎来“从价差赚取者到风险管理服务商”的角色升级机遇。

### （一）优化价格发现机制，破解贸易公司“定价被动”痛点

双胶纸现货市场长期存在“定价不透明、区域价差混乱、信息不对称”问题：上游造纸厂多采用“月度挂牌价+灵活返利”模式，贸易公司议价空间受限于采购量；下游印刷厂因分散采购，对远期价格预判能力弱，常要求贸易公司承担“价格兜底”责任。胶版印刷纸期货上市后，通过公开、连续的交易形成的远期价格（如1个月、3个月、6个月合约价格），汇聚了木浆成本、环保政策、下游需求、库存水平等多维度信息，或将成为全行业公认的

“公允定价基准”。

1.对贸易公司而言，可基于期货价格制定“基差报价”策略（如“现货价格=OP2601合约价格+50元/吨基差”），替代传统“成本加成”报价：一方面避免因上游单方面调价导致的利润压缩，另一方面通过明确的价格基准增强下游客户信任。

2.同时，期货价格曲线（如远期合约价格高于近期为“升水”，反之为“贴水”）可为供需趋势研判提供前瞻性信号：若OP2609合约较OP2601合约升水100元/吨，表明市场预期三季度需求回暖，贸易公司可提前增加库存备货，避免旺季缺货；若出现贴水，则可减少库存，降低资金占用与贬值风险。

## （二）提供精准套期保值工具，化解贸易公司“库存与采购双重风险”

贸易公司的核心风险在于“库存贬值”与“采购涨价”：当纸价下跌时，仓库中大量现货面临减值；当纸价上涨时，向上游采购的成本骤增，而下游客户又不愿接受涨价，导致进销差收窄甚至亏损。期货的套期保值功能可针对性解决这一痛点：

### 1.库存套保（卖出套保）

贸易公司持有现货库存时，可在期货市场卖出等量合约，锁定库存价值。例如某贸易公司8月持有4000吨双胶纸（现货价4400元/吨），担心9月纸价下跌，可以通过在期货市场卖出100手（1手=40吨）OP2609合约（价格4350元/吨）来平滑经营波动。若9月现货和期货价格均跌至4200元/吨，现货亏损80万元（4000吨×200元/吨），但期货盈利60万元（4000吨×150元/吨），整体亏损缩小至20万元，有效降低库存大幅度贬值风险。

### 2.采购套保（买入套保）

贸易公司与下游签订远期供货合同（如3个月后交付400吨），担心期间纸价上涨，可通过在期货市场买入对应月份的合约，提前锁定采购成本。例如某贸易公司与出版社签订11月供货合同（约定价4600元/吨），9月在期货市场买入10手OP2601合约（价格4500元/吨）。若11月现货价和期货涨至4800元/吨，现货采购成本增加8万元（400吨×200元/吨），但期货盈利12万元（400吨×300元/吨），不仅覆盖成本上涨，还额外盈利4万元。

### 3.虚拟库存管理

传统贸易公司需储备大量现货应对客户需求，占用资金（如1000吨双胶纸需450万元资金）且产生仓储费（约10元/吨/月）。通过期货“买入套保+少量现货”的虚拟库存模式，可将库存规模压缩30%~50%，例如只需储备300吨现货，剩余700吨需求通过期货合约锁定，资金占用减少455万元，不仅节约了仓储费用，同时保障供应稳定性。

## （三）推动产业链整合，助力贸易公司“筛选优质伙伴、提升供应链地位”

期货价格如同“产业筛选器”，清晰的价格信号会引导资本向“成本控制优、生产效率高、产品质量达标”的优质企业集中，倒逼落后产能（如环保不达标、吨纸成本高的小厂）退出市场。对贸易公司而言，这意味着供应链上下游的“优质化”机遇：

### 1.上游供应商筛选

期货交割对双胶纸的定量（65g/m<sup>2</sup>、70g/m<sup>2</sup>、75g/m<sup>2</sup>、80g/m<sup>2</sup>）、白度（D65亮度指标应当为80.0%~85.0%）、抗张强度等指标有严格标准，能稳定提供符合交割标准的

交割品的造纸厂，通常是规模大、质量管控严的优质企业。贸易公司可优先与这类企业合作，降低现货质量风险，有效避免因小厂产品指标不达标导致下游退货。

## 2. 下游客户拓展

下游大型印刷厂、出版社为稳定成本，更倾向与能提供“期货套保服务”的贸易公司合作。贸易公司可凭借期货工具，为客户提供“采购成本锁定”“库存管理建议”等增值服务，从“单纯的货物供应商”升级为“供应链风险管理服务商”。

## 二、运用胶版印刷纸期货时需要注意的潜在风险

任何金融工具的运用都需建立在充分认知与规范操作的基础上。期货市场也不例外。对于纸张贸易公司而言，了解并妥善管理相关风险环节，避免因现货经验丰富但期货规则不熟，在操作中受“认知偏差、流程漏洞、风险忽视”影响导致损失。以上所举的套保等操作的成功实例，在于其策略设计有效匹配了企业的风险管理目标。具体套保策略的选择应当基于对未来市场的判断，但无论市场走势如何，套保的根本目的都是平滑利润、规避极端价格风险，而非获取单边收益。因此，即便市场发展与预判不同，套保操作本身也不应被视为“增加损失”，而是按计划执行了风险管理功能，锁定了已知范围的成本或利润。企业应明确期货服务于套期保值的定位，进而构建与贸易经营实际相匹配的科学管理体系。因此结合贸易公司的经营特点，需重点警惕以下风险。

### （一）杠杆风险：贸易公司“资金错配”下的放大亏损

期货交易实行“保证金制度”，具有资金

放大功能。企业应明确期货服务于套期保值的定位，根据自身资金实力与现货规模审慎确定持仓比例，避免因过度使用杠杆而影响主营业务现金流。对贸易公司而言，企业核心需求是“稳定进销差”，而非“靠期货盈利”，若误将“杠杆”视为“以小博大”的工具，忽视自身流动资金有限的特点，极易因“资金错配”导致期货亏损挤占现货经营资金。

在利用期货市场进行风险管理时，若风险控制措施不当，企业可能面临巨大风险。假设某贸易公司自有流动资金600万元，计划为部分库存进行保值。如果其风险意识薄弱，为追求高收益，以7%的保证金率（杠杆倍数约14倍）建立价值1260万元（约3000吨）的期货头寸，需缴纳保证金约88.2万元。倘若期货价格下跌10%，将产生126万元的亏损，对公司流动资金造成直接冲击。此案例凸显了以下几个关键风险点：首先，过高的杠杆倍数会显著放大价格波动的影响；其次，仓位规模（88万）虽未占满全部流动资金，但一旦亏损发生，对现金流的实际影响依然重大。因此，企业在参与期货市场时，必须建立严格的风控体系。这包括：将单笔交易的仓位控制在审慎水平（例如不超过流动资金的20%）、设置明确的止损线以确保亏损可控，并始终牢记套期保值的初衷是稳健经营。

### （二）交割风险：贸易公司“规则不熟”下的隐性成本

商品期货设有“交割月”规则（如胶版印刷纸期货最后交易日通常为合约月份的15日，遇国家法定节假日顺延，春节月份等最后交易日交易所可另行调整并通知），贸易公司若持仓超过最后交易日未平仓，可能被交易所强制

平仓或被动参与实物交割。虽然贸易公司有现货经验，但期货交割规则严格（如交割品级、交割仓库、质检流程），操作中易因“细节忽视”产生额外成本：

#### 1. 交割品级不符风险

上期所对参与交割的双胶纸的品级有明确规定（如执行GB/T 30130-2023标准），贸易公司若计划参与交割，在货物入库申报时，若质量不符合该标准，将无法在指定交割仓库成功注册生成标准仓单。这带来的核心风险在于，企业将无法进入后续的交割配对流程，持有的期货头寸也可能因无对应仓单，在交割月被强制平仓，导致套保策略中断并可能产生平仓亏损；此外，为处理这批不合格现货，公司或需承担额外的检验、仓储及重新组织货源的成本。

#### 2. 交割流程成本风险

期货交割需在指定交割仓库完成，贸易公司若现货存储在非指定仓库，需承担额外的运输成本（如从郑州仓库运至天津指定仓库，每吨运费150元，500吨即7.5万元）；同时，交割中的仓储费等隐性成本，若未提前核算，会侵蚀现货利润。

### （三）操作风险：贸易公司“流程漏洞”下的人为失误

贸易公司的期货操作通常由1-2名员工负责，若相关业务负责人员对期货业务相对陌生，（可能会因“下单错误、止损失效、流程缺失”导致人为失误，这类风险虽看似“小问题”，但在杠杆作用下可能引发大额亏损：

#### 1. 下单错误风险

包括“方向错误”（误将“买入套保”做成“卖出套保”，如预期纸价上涨，却在期货市场卖出合约）、“合约代码错误”（误将

“OP2601”买成“OP2609”，导致套保周期与现货周期不匹配）、“数量错误”（如需套保500吨，却下单1000吨，超出实际需求）。

#### 2. 止损失效风险

贸易公司若因“侥幸心理”不设止损，或手动取消止损（如认为纸价会反弹，取消之前设置的6300元/吨止损位），会导致“小亏损演变为大亏损”。

#### 3. 流程漏洞风险

未建立“下单-复核-确认”的流程，单人操作易出现失误。

### （四）资金管理风险：贸易公司“仓位失控”下的爆仓危机

贸易公司的资金需同时覆盖“现货采购、期货保证金、日常运营”，若资金管理不当，过度重仓期货或频繁交易，易导致“资金链断裂”或“手续费吞噬利润”：

#### 1. 重仓风险

贸易公司若将超过50%的流动资金投入期货市场，或单品种持仓占比过高（如持仓占可用资金的80%），一旦价格反向波动，可用资金快速归零，触发交易所“强行平仓”（爆仓）。例如某贸易公司可用资金300万元，持仓占比80%（240万元保证金），双胶纸价格反向波动12.5%，可用资金耗尽，被强制平仓，亏损240万元，影响现货采购资金。

#### 2. 过度交易风险

部分贸易公司误将“频繁交易”视为“抓住行情”，忽视期货交易的“双向手续费”（开仓、平仓均收费，胶版印刷纸期货手续费约1元/手）。即使是在平今仓暂免等手续费优惠条件下，也需警惕过度交易的综合成本。例如，若一家公司以较高的频率进行交易，单日完成数十次甚至上百次的开平仓操作，那么累

积产生的费用将十分可观。假设单次交易的潜在盈利空间仅有数百元，那么高频交易产生的累计成本很容易大幅蚕食甚至完全抵消这些薄利，导致“忙而无功”，甚至因成本高于收益而实质亏损。因此，理性交易应首先衡量每次操作的成本与潜在收益，避免陷入过度交易的陷阱。

### （五）产业与认知风险：贸易公司“工具用偏”下的战略失误

期货工具能否有效护航企业经营，取决于对其“风险管理”本质的坚守。贸易公司若对期货的“工具属性”认知偏差，将“套期保值”异化为“投机交易”，或忽视基差风险等产业层面风险，可能导致“期货工具背离经营目标”，反而加剧经营风险。因此，企业应始终围绕现货经营的实际风险敞口来设计并执行套保方案，严守套保纪律，并动态关注基差等市场微观结构，持续优化策略，确保期货工具精准服务于风险防控、稳定经营的核心目标。

#### 1. 套保变投机风险

若贸易企业套保头寸规模脱离现货实际需求，以追逐价差利润为交易目的，则容易使得风险管理工具异化为投机工具。例如某贸易公司原本为500吨现货套保，看到期货盈利后，加仓至2000手（8万吨），远超现货规模，价格反向波动后，亏损1300万元，直接导致公司资金链断裂。

#### 2. 基差风险

套保锁定的是“期货价格”，但企业经营受“现货价格”影响，两者间价差（基差=现货价格-期货价格）的意外变动会影响套保最终效果。例如某贸易公司买入套保，基差从-50元/吨（现货6450，期货6500）至100元/吨（现货6700，期货6600），原本预期覆盖250

元/吨的涨价成本，实际仅覆盖100元/吨，仍有150元/吨的成本缺口。

### 三、结论：贸易公司需以“现货为基、期货为盾”，实现稳健发展

胶版印刷纸期货的上市，不仅为纸张贸易公司拓展了风险管理的全新方式，更带来了经营模式的升级机遇。贸易公司无需畏惧期货的风险，但更不能盲目追捧其收益，核心是把握“现货为基、期货为盾”的原则——以现货业务需求为出发点，用期货工具对冲库存、采购、价格波动风险，而非脱离现货追求期货盈利。

对贸易公司而言，成功运用胶版印刷纸期货的关键在于“理性认知、专业能力、审慎操作”：先通过培训建立正确的期货认知，再通过规范流程规避操作风险，最后通过风控管控资金与仓位风险。初期可从“小规模套保”起步，逐步积累经验，完善内控，在实践中不断提升期货运用能力，验证策略效果后再适时扩大参与度，积累实战经验后，贸易公司可进一步探索基差贸易、仓单融资等增值业务，全面提升供应链服务效能。

展望未来，胶版印刷纸期货市场将逐步成熟，能够熟练、规范运用期货工具的贸易公司，将在“价格波动加剧、竞争日益激烈”的市场环境中，凭借“稳定的进销差、优质的供应链服务、高效的资金管理”脱颖而出，实现从“传统贸易商”升级为“产业链风险管理服务商”的跨越，引领行业向更高水平发展。

（责任编辑：张兰）

#### 作者简介：

苗怀宇，河南新华物资集团有限公司教材浆纸中心经理，对教材用双胶纸市场具有丰富的实践经验和较强的市场敏感度。

# 胶版印刷纸期货上市背景下 产业风险管理与实战应用

国泰君安期货有限公司 高琳琳

2025年9月10日，胶版印刷纸（下称双胶纸）期货（交易代码：OP）在上海期货交易所正式挂牌交易，同步推出期权合约，标志着国内文化用纸领域首个期货品种的诞生。这一金融工具的落地，恰逢双胶纸行业深陷“产能过剩与需求弱增”的发展困境——2024年国内双胶纸在产产能达1652万吨，近五年平均产能增速7.1%，但产能利用率仅57.37%，行业多数时间处于亏损状态。

作为文化用纸的核心品种，双胶纸占国内文化用纸消费量的40%，其产业链涵盖原料木浆供应、造纸企业生产、贸易流通货转及出版印刷应用等多个环节，且木浆占生产成本的70%~75%，价格波动对行业利润具有决定性影响。

双胶纸期货的上市，为产业链提供了重构风险管理体系的战略工具。当前产业正处于从“被动承受价格风险”向“主动管理市场波动”的转型关键期。本文将系统解析双胶纸期货的工具属性，深入探讨产业链各环节企业的风险管理需求，通过实战案例剖析具体应用策略，并展望期货工具驱动下的产业升级路径，为企业利用金融工具实现高质量发展提供实操指南。

## 一、双胶纸期货的工具属性与产业适配性

### （一）期货合约的产业导向设计

双胶纸期货合约的设计充分调研了产业实际需求，合约交易单位设定为40吨/手，与行业主流贸易批量相匹配，按4200元/吨价格测算，一手交易所保证金约1.176万元，兼顾了大中型企业的套保需求与中小企业的参与可行性。交割规则方面，采用仓库与厂库并行的实物交割方式，交割单位与交易单位保持一致，均为40吨，有效降低了期现转换成本。

交割品级的设定尤为体现产业适配性，覆盖定量65g/m<sup>2</sup>、70g/m<sup>2</sup>、75g/m<sup>2</sup>、80g/m<sup>2</sup>等主流规格，厚度、亮度等指标严格参照GB/T 30130-2023《胶版印刷纸》标准，首批10个可交割品牌均为行业龙头产品，既保证了交割品质稳定性，又符合市场实际流通格局。此外，合约月份覆盖1—12月，包含日盘与夜盘交易时段，与国际浆价波动周期及国内贸易习惯形成有效衔接，为企业开展全周期风险管理提供了时间窗口保障。

### （二）与纸浆期货的协同风险管理价值

双胶纸期货与已上市的纸浆期货形成产业链风险管理闭环，这一“原料—成品”期货组

合的价值实现了产业链锁定生产销售利润的可能性。从成本结构看，生产一吨双胶纸约需0.8吨木浆，其中阔叶浆约0.52吨、针叶浆约0.16吨、化机浆约0.12吨，木浆价格的每一次波动都会通过成本传导影响双胶纸利润空间。2022年行业陷入深度亏损的核心原因，正是木浆价格高位运行与双胶纸需求疲软形成的“剪刀差”，而当时缺乏成品纸期货工具导致企业只能被动承受风险。

当前双胶纸期货与纸浆期货的协同应用，可实现三重风险管理价值：一是通过跨品种套利锁定产业链利润，当造纸利润扩大实现企业经营目标时，为防止利润下滑风险，买入纸浆期货同时卖出双胶纸期货，反之则反向操作，对冲成本与售价波动的非同步性风险；二是构建“原料端套保+成品端套保”的双重保险机制，造纸企业可利用纸浆期货锁定采购成本，再通过双胶纸期货锁定销售利润，形成全流程风险对冲；三是借助两个品种的价格联动关系预判市场趋势，浆价变动往往领先于纸价，两者的价差变化可作为生产调整的重要信号。

### （三）含权工具的风险优化功能

期权与期货结合能够发挥更精确的风险管理优势。双胶纸期权采用美式行权方式，标的为40吨期货合约，行权价格覆盖期货结算价上下1.5倍涨跌停板范围，为企业提供了更灵活的风险管理选择。与期货的线性风险暴露不同，期权具有“权利与义务分离”的特性，企业支付少量权利金即可获得价格保护，同时保留价格有利变动时的盈利空间。

在当前行业产能过剩、价格波动加剧的背景下，含权工具的适配性尤为突出。对于担心价格下跌的造纸企业，可通过买入看跌期权

锁定销售底价，若价格上涨则放弃行权，享受现货增值收益；对于面临采购成本上涨压力的印刷企业，买入看涨期权可设定成本上限，若价格下跌则仅损失权利金，成本仍可随市场下行。含权方案的推出，进一步丰富了产业风险管理的工具箱，实现了从“刚性对冲”到“柔性管理”的升级。

## 二、双胶纸产业链风险特征与管理需求

### （一）上游造纸企业：利润锁定与库存管理双重诉求

造纸企业作为产业链中游核心环节，面临“成本波动”与“售价承压”的双向风险。从成本端看，木浆占比70%的成本结构使其对浆价波动极为敏感，2021年浆价近乎翻倍式的上涨导致企业利润剧烈波动，2024年又因浆价回落但纸价跌幅更大陷入“成本降、售价更降”的负循环。从销售端看，产能过剩格局下（2025年新增产能210万吨左右），2024年行业开工率仅57%左右，企业为维持市场份额往往被动降价，进一步侵蚀利润空间。

库存管理是造纸企业的另一大痛点。2025年7月双胶纸企业库存超过50万吨，库存积压不仅占用大量资金，还面临价格下跌导致的贬值风险。某大型纸厂2024年因价格下跌导致库存贬值超2000万元的案例，充分暴露了传统库存管理模式的脆弱性。此外，头部企业与中小纸厂的风险承受能力差异显著：头部企业凭借一体化产能和自备电厂具备成本优势，可通过停机检修调节供应；中小纸厂则因产品难以达到交割标准，在价格波动中更易陷入经营困境。

基于上述特征，造纸企业的核心风险管理需求集中在三方面：一是锁定生产利润，通过

期现工具对冲浆价与纸价波动的价差风险；二是优化库存结构，利用期货市场实现“虚拟库存”与物理库存的动态平衡；三是稳定销售预期，通过基差定价等模式降低价格波动对客户关系的影响。

## （二）中游贸易企业：现金流安全与价差管理挑战

贸易企业作为连接产销的枢纽，传统上依赖“低买高卖”的价差盈利模式，但在产能过剩与金融化双重冲击下，这一模式已难以为继。贸易企业的风险主要体现在三个维度：其一，库存减值风险。当前贸易商库存约70万吨，期货价格波动可能引发库存价值重估，迫使企业计提减值损失，尤其在期货贴水现货时，套利商的抛压会加剧现货价格下跌；其二，资金链承压风险，除了期货保证金占用，组建套保团队成本亦不低；其三，竞争格局重构风险。价格透明化压缩了信息差利润，头部贸易商借助期货工具提供灵活定价方案，进一步侵蚀中小贸易商生存空间。

对应风险特征，贸易企业的管理需求呈现分层特征：大型贸易商需构建期现结合的综合服务能力，通过基差贸易、库存套保实现转型；中型贸易商聚焦区域市场，以低成本的风险对冲工具稳定现金流；小型分销商则更需要灵活的点价机制，降低订单碎片化带来的套保难度。

## （三）下游印刷出版企业：成本可控与订单稳定需求

下游印刷出版企业作为双胶纸的终端消费者，其风险管理需求具有典型的“成本锁定”特征。双胶纸在印刷成本中占比可达30%~50%，价格波动直接影响接单利润，

尤其是教材教辅印刷企业，面临“招标定价在前、采购在后”的时间差风险——3—4月、8—10月的传统旺季往往伴随价格上涨，而招标价格已提前确定。

2024年以来，下游需求端的风险进一步加剧：“一教一辅”政策冲击教育渠道，社会书商接单量下降30%以上，出生人口下滑带来长期需求压力，电子化替代则持续侵蚀传统印刷市场。在需求萎缩与成本波动的双重压力下，印刷企业陷入“接单怕亏、不接单怕丢客户”的两难境地。某印刷厂2023年因旺季纸价上涨，导致已签订的教材印刷订单亏损超300万元，凸显了成本锁定的迫切性。

印刷出版企业的风险管理需求可分为两类：短期需求是在订单签订后锁定采购成本，避免价格上涨风险；长期需求是通过灵活的定价机制稳定供应链，在需求波动中保持接单能力。对于大型出版集团，还存在跨周期采购的需求，需利用期货工具平衡不同季节的采购成本。

## 三、双胶纸期货风险管理的实战应用策略

### （一）造纸企业：全流程利润锁定与库存优化

#### 1. 生产利润套保策略

造纸企业的核心矛盾是“浆价成本”与“纸价售价”的价差波动，可通过“纸浆期货+双胶纸期货”的跨品种套保实现利润锁定。举例来说，某造纸企业计划2026年1月生产1万吨双胶纸，大约需采购8000吨木浆（阔叶浆约5200吨、针叶浆约1600吨、化机浆约1200吨），当前浆价组合对应的生产成本为4100元/吨，双胶纸现货价格4500元/吨，预期利润

400元/吨。

为对冲利润下滑风险，企业可采取“买入纸浆期货+卖出双胶纸期货”的组合策略：按浆种比例买入对应数量的纸浆期货合约，同时卖出1月到期的双胶纸期货合约250手（1万吨/40吨）。若未来浆价上涨10%至4510元/吨，纸价仅上涨5%至4725元/吨（为便于理解，基差始终取零，即期现货价格相等），传统模式下利润将降至215元/吨；而套保组合中，纸浆期货盈利 $(4510-4100) \times 8000=328$ 万元，双胶纸期货亏损 $(4725-4500) \times 10000=225$ 万元，综合盈利103万元，现货端利润减少185万元，整体净亏损82万元，通过提前锁定生产利润，企业有效降低了部分损失。

该策略的关键在于套保比例的动态调整，需根据实际浆种配比、生产损耗率及期现相关性优化头寸。当行业利润处于历史高位时，可适当提高套保比例至100%；当利润处于低位时，可降低比例至70%~80%，保留盈利修复空间。

## 2. 库存管理套保策略

针对库存贬值风险，造纸企业可采用“卖出套保+期权保护”的组合方案。某企业现有8000吨双胶纸库存，现货价格4500元/吨，担心1个月后价格下跌，同时希望保留价格上涨的收益空间。

方案设计如下：卖出1个月后到期的双胶纸期货合约200手（8000吨/40吨），同时买入相同到期日的看涨期权200手，行权价格4600元/吨，权利金50元/吨。此组合实现了“下跌有保护、上涨有收益”的效果：若1个月后期现货价格跌至4200元/吨，假设期货下跌价格同现货，期货端盈利 $(4500-$

$4200) \times 8000=240$ 万元，期权放弃行权，亏损权利金40万元，合计盈利200万元，基本覆盖现货库存贬值240万元的损失；若价格上涨至4800元/吨，期货端亏损 $(4800-4500) \times 8000=240$ 万元，期权行权获得 $(4800-4600) \times 8000=160$ 万元，扣除权利金，期权盈利120万，现货盈利 $(4800-4500) \times 8000=240$ 万，综合盈利120万元。

另外，库存套保需结合库存周转周期调整套保期限，对于3个月内可消化的常规库存，选择近月期货合约；对于季节性储备库存，可采用远月合约+滚动套保的方式。同时，需密切关注基差变化，当基差从贴水转为升水且扩大时，可逐步平仓期货头寸，实现期现套利收益。

## （二）贸易企业：基差贸易与现金流管理

### 1. 基差定价转型策略

传统贸易的“一口价”模式在价格波动中易引发纠纷，基差贸易已成为期货时代的主流模式。某华东大型贸易商与下游印厂签订1月交货的2000吨双胶纸合同，当前9月双胶纸期货价格4250元/吨，现货价格4350元/吨，基差为+100元/吨。

贸易商采用“期货点价+基差承诺”的定价方式：合同约定最终结算价=1月双胶纸期货合约结算价+基差80元/吨，基差上下浮动不超过20元/吨。具体操作如下：贸易商在签订合同时，于期货市场买入50手（2000吨/40吨）1月双胶纸期货合约，锁定采购成本的对冲头寸；当印厂在9月下旬选择点价时，期货价格已涨至4300元/吨，此时基差为现货价格4400元/吨-期货价格4300元/吨=+100元

/吨，按约定基差80元/吨结算，最终结算价为 $4300+80=4380$ 元/吨。贸易商在期货端盈利 $(4300-4250) \times 2000=10$ 万元，现货端按4400元/吨采购、4380元/吨销售亏损4万元，综合盈利6万元。该模式的核心优势在于将价格波动风险转化为基差波动风险，贸易商可通过对基差的研究获取相对稳定收益。

## 2. 库存与资金链管理策略

针对库存减值与资金占用压力，贸易企业可采用“套保+仓单质押”的组合方案。某山东贸易商持有4000吨双胶纸库存，价值1700万元（4250元/吨），面临价格下跌与资金周转压力。

具体操作步骤如下：第一步，卖出100手（4000吨/40吨）1个月后到期的双胶纸期货合约，价格4200元/吨，锁定库存价值；第二步，将库存注册为期货仓单，通过期货公司向银行申请仓单质押贷款，按80%质押率获得1344万元贷款，缓解资金压力；第三步，1个月后若现货价格跌至4000元/吨，期货也下跌至4000元/吨，期货端盈利 $(4200-4000) \times 4000=80$ 万元，现货库存贬值100万元，净损失20万元，远优于未套保状态的100万元损失，同时贷款资金已实现周转增值。

对于中小贸易商，因资金有限难以开展全额套保，可采用“比例套保+阶梯式点价”策略：仅对50%~70%的库存进行套保，剩余部分根据价格走势分批次点价。如浙江某中型分销商，将3000吨库存中的2000吨进行套保，当价格下跌5%时追加套保500吨，下跌10%时全额套保，既控制了风险又降低了保证金占用。

## （三）印刷出版企业：成本锁定与订单管理

### 1. 订单成本套保策略

印刷企业的套保需求具有明显的季节性，教材招标季（3—4月、8—10月）前的成本锁定尤为关键。某出版集团需在3月采购1万吨双胶纸，担心未来纸价上涨。

结合含权工具应用案例，企业可选择“买入看涨期权+期货替代采购”的组合策略：买入250手（10000吨/40吨）3月到期的双胶纸看涨期权，行权价格4200元/吨，权利金60元/吨；同时买入125手3月双胶纸期货合约，实现50%的成本锁定。

若3月期货价格涨至4600元/吨（期初期现货价格均为4200元/吨）：期权行权获利 $(4600-4200-60) \times 10000=340$ 万元，期货端盈利 $(4600-4200) \times 5000=200$ 万元，合计盈利540万元，有效覆盖了现货采购增加的400万元成本 $(4600-4200) \times 10000$ ；若价格跌至3900元/吨：期权放弃行权损失60万元，期货端亏损 $(4200-3900) \times 5000=150$ 万元，现货采购节省300万元，整体净盈利90万元。

该策略既避免了单纯期货套保在价格下跌时的亏损，又通过部分期货头寸降低了期权权利金成本，特别适合订单量确定但采购时间灵活的印刷企业。

### 2. 长期供应链管理策略

对于大型印刷企业，可通过“年度套保+月度点价”模式稳定长期供应链。某大型印刷厂与造纸企业签订年度供货协议，约定每月采购1000吨双胶纸，采用“期货均价+固定基差”定价。

具体操作：年初根据全年1.2万吨采购量，买入300手（1.2万吨/40吨）远月双胶纸期货合约（分散在各月），锁定全年采购成本

的基准；每月下旬，根据当月期货合约结算价确定实际采购价格，同时平仓对应月份的期货头寸。若某月度货结算价较年初上涨8%，期货端盈利可覆盖现货采购成本的上涨部分；若价格下跌，现货采购成本降低，期货端亏损可控。

这种模式实现了供应链成本的平滑化，采用该模式的印刷企业，年度采购成本波动率降低，显著提升了接单定价的准确性。

#### 四、纸厂与下游纸贸商含权方案的创新应用与案例解析

##### （一）含权方案的核心类型与适用场景

通过产业调研，我们发现利用场外期权工具，可以实现衍生品工具与现货贸易场景深度

融合的创新模式。通过嵌入期权条款，可以实现风险收益结构的定制化，最终满足纸厂“规模”出货和纸贸企业“折扣”拿货的需求。我们重点介绍四类方案，适配不同企业诉求下的具体实践：

1.方案一：优化资金成本，提高资金使用效率

在市场波动的行情中，贸易商可能需要向上游纸厂支付100%保证金订货，然而对于资金流转频繁的贸易企业来说，往往希望尽量降低保证金对流动资金的占用——可以通过低成本期权的方式锁定最大风险，调整保证金比例，同时也能把控大幅下跌行情中的跌价损失。具体模式如下（表1）：

表 1：嵌入看跌期权，买方最多承担 10% 的价格下行风险

项目	传统模式	新模式
采购价格	4220元/吨（一口价）	遇涨维持4220元/吨，大幅下跌（跌破10%）则跟跌
保证金	100%	15%
上行行情	拿货成本4220元/吨，获得上涨收益。	拿货成本4220元/吨，获得上涨收益。
下行行情	拿货成本4220元/吨，承担下跌损失，最大亏损不封顶。 e.g.1个月后价格下跌至4100元/吨，亏损120元/吨；价格下跌至3700元/吨，亏损520元/吨。	市场下跌不超过10%，拿货成本4220元/吨，承担下跌损失，最大亏损不超过10%。 e.g.1个月后价格下跌至4100元/吨，亏损120元/吨。 市场下跌超过10%（4220-422=3798元/吨），贸易商可以获得下跌金额的全额补贴，从提货成本中扣除，拿货成本=4220-跌破3798的部分。 e.g.1个月后价格下跌至3700元/吨，补贴3798-3700=98元/吨，拿货成本降为4220-98=4122元/吨，即最大亏损锁定为10%。
成本	货值100%保证金的资金成本，按利率3%计算1个月大约需要10.5元/吨。	3.6元/吨+货值15%保证金的资金成本，按利率3%计算1个月大约需要5.2元/吨。
以上所有价格均指标的期货价格，期货交割品与实际贸易品之间的价差由企业自行约定。		

2.方案二：保护下跌风险，保留上涨收益  
传统模式下，若一口价订货后出现趋势

性下跌行情，若不及时止损可能出现采销倒挂（即采购价大于销售价，出现亏损）最大损

失不封底的情况，也有可能出现止损后反弹  
错失行情的情况。而随着经营工具的不断演  
变，贸易商可以通过配合期权，实现采购成

本遇跌跟跌，遇涨不涨的效果。具体模式如  
下（表2）：

表 2：嵌入看跌期权，买方完全不承担价格下行风险

项目	传统模式	新模式
采购价格	4220元/吨（一口价）	遇涨维持4220元/吨，遇跌则跟跌
保证金	100%	无需保证金
上行行情	拿货成本4220元/吨，获得上涨收益。	拿货成本4220元/吨，获得上涨收益。
下行行情	拿货成本4220元/吨，承担下跌损失，最大亏损不封顶。 e.g.1个月后价格下跌至4100元/吨，亏损120元/吨；价格下跌至3700元/吨，亏损520元/吨。	若订货后市场价格下跌，从约定好的订货成本4220元/吨开始，盘面价格跌多少、拿货成本就跟跌多少。 e.g.1个月后价格下跌至4100元/吨，按照4100拿货；价格下跌至3700元/吨，按照3700元/吨拿货。
成本	货值100%保证金的资金成本，按利率3%计算1个月大约需要10.5元/吨。	每吨+55元提货
以上所有价格均指标的期货价格，期货交割品与实际贸易品之间的价差由企业自行约定。		

3.方案三：保护大幅下跌风险，保留上涨  
收益

传统模式下，若一口价订货后出现趋势  
性下跌行情，若不及时止损可能出现采销倒挂  
最大损失不封底的情况，也有可能出现止损后

反弹错失行情的情况。而随着经营工具的不断  
演变，贸易商可以通过配合期权，实现采购成  
本遇跌跟跌，遇涨不涨的效果。具体模式如下  
（表3）：

表 3：嵌入看跌期权，买方最多承担 100 元 / 吨的价格下行风险

项目	传统模式	新模式
采购价格	4220元/吨（一口价）	遇涨维持4220元/吨，遇跌则跟跌。
保证金	100%	保证金100元/吨
上行行情	拿货成本4220元/吨，获得上涨收益。	拿货成本4220元/吨，获得上涨收益。
下行行情	拿货成本4220元/吨，承担下跌损失，最大亏损不封顶。 e.g.1个月后价格下跌至4100元/吨，亏损120元/吨；价格下跌至3700元/吨，亏损520元/吨。	若订货后市场价格下跌，4220-4120的跌幅由贸易商自行承担，从4120元/吨开始，盘面价格跌多少、拿货成本就跟跌多少。 e.g.1个月后价格下跌至4180元/吨，依旧按照4220拿货；价格下跌至3700元/吨，按照3800元/吨拿货。
成本	货值100%保证金的资金成本，按利率3%计算1个月大约需要10.5元/吨。	每吨+20元提货
以上所有价格均指标的期货价格，期货交割品与实际贸易品之间的价差由企业自行约定。		

#### 4.方案四：震荡行情低价采购

传统模式下，如果接了预售订单，后续行情上涨可能无法完成低价补货，导致采销倒

挂。而随着经营工具的不断演变，贸易商可以通过配合期权，实现低于市场价格采购，锁定预售利润的效果。具体模式如下（表4）：

表 4：震荡行情低价采购

项目	传统模式	新模式
采购价格	4220元/吨	涨破4250元/吨按4220元/吨，不涨破4250元/吨按4190元/吨。
保证金	100%	保证金20%
震荡行情 (4190-4250)	拿货成本4220元/吨，盈亏随行就市。	拿货成本4190元/吨，当日低价拿货，数量=15吨。
下行行情 (跌破4190)	拿货成本4220元/吨，承担下跌损失。	拿货成本4190元/吨，当日双倍拿货，数量=30吨。
上行行情 (涨破4250)	拿货成本4220元/吨，获得上涨收益。	拿货成本4220元/吨，拿货数量=剩余未观察交易日*单日约定提货数量，一次性订货。
采购数量	按照合同约定的固定数量。	1个月22个交易日，每日观察15吨双胶纸期货收盘价格所在位置，根据上述约定执行合同，可每日提货也可定期提货，最终1个月至少提880吨，最多提1760吨。
成本	货值100%保证金的资金成本，按利率3%计算1个月大约需要10.5元/吨。	货值20%保证金的资金成本，按利率3%计算1个月大约需要2.1元/吨。
以上所有价格均指标的期货价格，期货交割品与实际贸易品之间的价差由企业自行约定。		

#### (二) 含权方案的优缺点及效果

方案一、二、三从底层逻辑来看，虽然企业目的略有不同，有的从资金周转的角度出发，有的从规避价格风险的维度考虑。但是这三个方案本质都是在贸易活动中嵌入一个买入看跌期权，全额保险，规避所有价格风险，期权费就贵（如方案二，每吨+55元）；部分保险，规避超过100元/吨以上的跌幅，100元/吨以内的企业自己承担（如方案三，每吨+20元），期权费就低；如果企业能自行承担10%的价格下行风险，那每吨的期权费将降低至3.6元。在具体的贸易场景中嵌入期权后，缓解了企业不用全款拿货的资金链紧张问题；也解决了贸易商订货后双胶纸价格下跌，采销倒挂的后顾之忧。

方案四的本质是累购期权，这一方案对贸

易商本身提出了一定的要求，贸易商对于未来行情的预判区间越准确，就能通过含权的方式获得相比其他竞争对手更优的采购价格，并且提前锁定预售利润，平滑经营收入。这一方案的风险在于如果价格下跌，并且趋势性下跌不再反弹至预判区间，贸易商需要按照约定双倍拿货，对于贸易商来说不能享受到现货采购价格下跌带来的好处。以上阐述都是站在贸易商的角度，如果是站在纸厂的角度，可以代理其贸易商进行含权交易，促进双方的纸贸交易，活跃交投，使自己的双胶纸厂牌和产品能够获得更多稳定的下游拓客渠道和更多的文纸市场份额。

#### (三) 含权方案的风险控制要点

含权贸易虽能优化风险收益结构，但仍需建立完善的风险控制体系。核心控制点包括：

### 1. 期权成本管理

权利金支出需控制在采购/销售金额的1%~3%，可通过选择虚值期权、缩短行权期限等方式降低成本，避免因权利金过高侵蚀利润。

### 2. 头寸匹配度控制

期权与期货头寸需与现货贸易量严格匹配，偏差率不超过10%，防止出现“敞口风险”。某贸易商因期权头寸超出现货量30%，在价格大幅波动时额外亏损200万元，此类教训需重点警惕。

### 3. 流动性管理

选择交易活跃的期货与期权合约开展业务，避免在远月合约或深度虚值期权上建立大量头寸，防止平仓困难。

### 4. 动态风险监控

建立包含Delta、Gamma、Vega等指标的风险监测体系，当Delta绝对值超过0.8时及时调整头寸，控制期权头寸的价格敏感度。

## 五、行业发展趋势与小结

双胶纸期货的上市正在推动产业发生系统性变革，未来行业将呈现三大发展趋势：

### （一）产业集中度提升加速

期货工具将加速落后产能出清，具备期现操作能力的头部企业将通过基差贸易、含权报价等模式抢占市场份额，中小企业则向细分领域或区域市场收缩，形成“头部整合、中部转型、尾部退出”的格局。

### （二）贸易模式全面升级

传统“搬砖”式贸易将逐步消亡，贸易商将转型为“风险管理服务商”，通过提供基差

定价、套保方案设计、供应链融资等综合服务获取收益。

### （三）数字化与金融化融合加深

期货价格将成为产业链定价的重要参考，数字化平台将整合期现行情、库存数据、基差变化等信息，为企业提供实时决策支持。

双胶纸期货的上市，为深陷产能过剩与价格波动困境的产业提供了转型突围的关键工具。从工具属性看，其合约设计贴合产业实际，与纸浆期货形成协同效应，含权工具的推出进一步丰富了风险管理手段；从产业需求看，造纸企业的利润与库存风险、贸易企业的现金流与竞争风险、印刷企业的成本与订单风险，均能通过期货工具得到有效缓解；从实战应用看，生产利润套保、基差贸易、含权报价等策略已在市场中得到验证，为企业提供了可复制的操作范式。然而，期货工具并非万能解药，其价值实现依赖企业的能力建设与生态协同。企业需从组织、制度、人才三方面夯实基础，产业链各方需构建协同机制，形成“工具应用-能力提升-价值创造”的良性循环。随着期货工具的深度应用，双胶纸产业将逐步摆脱“价格战”的低层次竞争，转向以风险管理为核心的精益运营新阶段，最终实现从“规模扩张”到“质量提升”的转型，为文化用纸行业的高质量发展注入新动能。

（责任编辑：刘昕瑜）

### 作者简介：

高琳琳，国泰君安期货能化首席分析师，上海橡胶同业公会副秘书长。

# 胶版印刷纸期货应用案例研究

银河期货有限公司 潘盛杰

在现代金融市场中，期货作为一种重要的金融衍生工具，为企业提供了有效的风险管理手段。通过期货市场，企业可以对冲价格波动风险，锁定成本和利润，从而增强经营的稳定性和市场竞争力。本文将通过A公司应用胶版印刷纸期货的三个策略案例，深入剖析期货工具在企业管理风险中的独特价值和实际操作要点，为相关企业提供宝贵的经验和借鉴。

案例的主体A公司是一家专注于文化用纸商贸的现货公司，在行业内具有较高的知名度和影响力。其核心经营团队由一批经验丰富、专业素养极高的人员组成，他们对文化用纸市场有着深入的了解和敏锐的洞察力。

在胶版印刷纸期货OP合约正式上市之前，A公司就高度重视团队的专业能力提升，组织核心团队成员接受了系统而全面的期货知识培训。通过培训，团队成员不仅掌握了扎实的期货交易理论基础，还培养了较强的风险管理意识，能够有效应对市场波动带来的各种风险挑战。

目前，A公司拥有3名专业且高效的现货业务员，他们每天忙碌于各类现货交易操作，确保公司现货业务的顺利开展；同时，公司还配备有1名资深的市场部研究员，他专注于市场行情的深入研究与分析，为公司的决策提供有力的数据支持和专业建议。

## 一、策略一：400吨文化纸保值计划

### （一）背景分析和市场分析

在胶版印刷纸期货上市之前，A公司就面临着文化纸库存价格波动的风险。过去，A公司只能通过传统的现货交易模式来管理库存，这使得公司在面对市场价格波动时显得较为被动。然而，胶版印刷纸期货的推出为A公司提供了一种全新的风险管理工具，使其能够通过期货市场对冲现货价格波动的风险，从而锁定库存成本，增强企业的经营稳定性和市场竞争力。

套期保值是一种通过期货市场对冲现货价格波动风险的策略。其基本原理是利用期货合约与现货合约之间的价格相关性，通过在期货市场上建立与现货市场相反的头寸，从而实现价格波动的对冲。当现货市场价格下跌时，期货市场的盈利可以弥补现货市场的损失；反之，当现货市场价格上涨时，期货市场的损失可以通过现货市场的盈利来抵消。

2025年9月10日，胶版印刷纸期货正式上市。此时，A公司实际拥有400吨各类文化纸的敞口库存，具体包括100吨泰鼎新材60g轻型纸、100吨兴泰70g书写纸、100吨博汇70g静电复印纸和100吨晨鸣70g双胶纸。A公司市场部研究员通过深入分析2022年以来的纸张现货市场价格数据，发现轻型纸、书写纸、复印纸

与双胶纸现货的价格相关性分别为+95.6%、+93.1%和+98.8%。这一高相关性表明，A公司可以利用胶版印刷纸期货对敞口库存进行有效的套期保值操作。

## （二）执行卖出套保操作

2025年9月11日，A公司在期货市场以4242点的价格做空10手（400吨）OP2601合约，对应400吨现货文化纸库存。当日的现货市场中，轻型纸和书写纸的价格为4300元/吨，静电复印纸和双胶纸的价格为5100元/吨，平均成本为4700元/吨。

到了10月31日，A公司的敞口库存因销售和采购行为发生了变化：轻型纸入库60吨、书写纸出库30吨、静电复印纸入库35吨、双胶纸出库65吨。第一轮套期保值计划因此进入结算阶段。当日的现货市场，轻型纸和书写纸的价格下跌至4200元/吨，静电复印纸和双胶纸的价格下跌至5000元/吨，平均成本为4600元/吨；而OP2601合约的结算价格报收4222点。通过计算，A公司在期货端获利20元/吨，而现货库存贬值了100元/吨。

## （三）策略回顾与分析

尽管第一轮保值计划亏损了80元/吨，但A公司管理层认识到这是正常的市场规律。在市场波动中，价格的不确定性是常态，而套期保值的目的正是为了管理这种不确定性。因为存在另外两种价格大幅上涨或大幅下跌的可能，届时期现的盈亏大体还是维持在±80元/吨以内，但单边价格的波动却可能远远大于±80元/吨。套期保值就是用较小的风险置换较大的风险。更何况如果没有胶版印刷纸期货，A公司只能接受库存贬值100元/吨的事实。

因此，A公司决定继续持有卖出套期保值

策略。其敞口库存仍为400吨保持不变，只是库存组成发生了变化，具体为160吨泰鼎新材60g轻型纸、70吨兴泰70g书写纸、135吨博汇70g静电复印纸和35吨晨鸣70g双胶纸。库存的均价由4600元/吨降至4540元/吨。期货端的10手OP2601合约的空单将进入第二轮套期保值计划。

从长期来看，各类文化纸的价格走势将与胶版印刷纸期货保持一致，从而使套期保值策略处于盈亏相抵的状态。A公司通过这种策略，不仅能够有效对冲价格波动风险，还能在市场波动中保持经营的稳定性，增强企业的市场竞争力。此外，A公司还计划通过持续的市场监测和灵活的套期保值操作，进一步优化风险管理策略，以应对未来可能出现的市场变化。这种策略不仅有助于锁定成本和利润，还能在复杂的市场环境中为企业的可持续发展提供有力支持。

## 二、策略二：280吨销售回补计划

### （一）背景分析和市场分析

2025年9月，A公司因业务需要，计划交付一票320吨太阳天阳70g双胶纸的销售订单。交付后，公司需要择机补回320吨现货，以满足后续的业务需求。同时，经过市场部研究员的分析，成品纸的加工利润有望增长。

然而，在过去没有期货工具的情况下，A公司只能等待双胶纸现货价格下跌后才能补充现货，这期间可能会遭遇价格突然上涨的风险，导致补货成本大幅增加。此外，A公司作为贸易公司，也无法兑现成品纸的加工利润。面对双胶纸供需紧张但整体市场价格却下跌的情况，备货将大概率面临亏损，给企业的经营带来较大的压力。

A公司市场部研究员对比了多个期货品种上市初期的情况，发现标准品基差走弱的概率较大。经过深入分析，他们认为这可能是因为原有市场的成交量相对较小，在不同地区之间、不同贸易商之间的货源流通性较差，导致现货价格存在虚高的情况。在期货上市以后，市场成交变得活跃，信息更加透明，原先的虚高价格将被逐步抹平，从而使现货基差走弱。基于这一判断，A公司针对320吨销售订单，制定了相应的补货计划，并很好地执行了该计划。

## （二）执行买入套保操作

2025年9月10日，胶版印刷纸期货上市的首日，A公司向客户交付了一批320吨的天阳70g双胶纸订单，当日的市场价格是4900元/吨。为了防止之后补货成本大幅上涨，A公司在期货市场以88%的套保比例，以4208点做多7手（280吨）OP2601合约。这一操作相当于在期货市场上提前锁定了一部分采购成本，为后续的补货计划提供了价格保护。

到了10月13日，经过一段时间的市场波动，同品质的70g太阳天阳双胶纸的市场价格终于下调了100元/吨，报收4800元/吨。A公司抓住这一时机，以4800元/吨的价格采购了320吨现货，顺利完成了补货。同时，在期货市场以4210点卖出平仓了手中的7手OP2601合约多单。通过这一系列的操作，A公司不仅在现货市场上以更低的价格采购到了所需的双胶纸，还在期货市场上获得了小幅的盈利，实现了期现结合的套期保值目标。

## （三）策略回顾与分析

从传统盈亏的角度分析，A公司在现货端以比市场价格低100元/吨的成本采购了现货，

节省了3.2万元采购成本；在期货端的多单小幅获利2元/吨，即560元。期现盈亏合计32560元，对于320吨的双胶纸，这意味着单吨共节约了101.75元。

从期现基差的角度分析，从9月10日买入套保建仓时的基差为+1218.00元/吨（4900元/吨-0.875\*4208点），到10月13日套保平仓时基差为+1116.25元/吨（4800元/吨-0.875\*4210点），基差一共走弱了101.75元/吨。这一结果与传统盈亏分析的结果一致，进一步验证了A公司套期保值策略的有效性。

通过这一案例，我们可以看到，A公司充分利用了胶版印刷纸期货OP合约这一衍生品工具，成功地管理了现货敞口风险，兑现了对现货供需的认知，实现了企业经营的稳定和效益的提升。这不仅体现了期货市场在企业管理风险方面的独特价值，也为其他从事相关现货业务的企业提供了宝贵的经验和借鉴。

## 三、策略三：用OP-SP价差兑现双胶纸供应相对紧缩

### （一）背景分析

时值9月初，宏观市场整体表现火热，但这种热度似乎并未传导至造纸行业中。从木浆到成品纸，整个造纸行业都沉浸在跌价的泥潭中。然而，在A公司市场部研究员看来，相较于双胶纸，针叶浆的供应更为宽松。在过去的市场环境中，这种供应关系的变化通常会通过给予纸厂加工利润来兑现。但在有了期货工具之后，A公司可以在期货市场上直接通过OP合约（胶版印刷纸期货）和SP合约（纸浆期货）的价差来兑现理论生产利润。

### （二）套利操作前的配比问题

在执行套利操作之前，A公司需要解决的

关键问题是配比问题，即1手胶版印刷纸期货对冲多少手纸浆期货的问题。从产业角度来看，双胶纸中针叶浆的含量通常不超过10%，但这并不意味着期货的配比只有10%。因为双胶纸原料中的阔叶浆、化机浆等均与针叶浆存在价格关联，实际配比一定会大于10%。

为了确定最佳的配比，A公司市场部研究员用70g太阳天阳双胶纸的价格与SP01合约做各种配比的价差分析，发现其中1吨双胶纸配0.987吨针叶浆的方差是所有配比中最小的。换算成期货合约，即1手胶版印刷纸期货（40吨）配3.95手 $\approx$ 4手纸浆期货（40吨）。这一配比为后续的套利操作提供了实战依据。

### （三）供应数据与市场趋势分析

2025年8月，国内双胶纸进口量增量至1.9万吨，出口连续3个月下滑至5.7万吨，对应净出口量为3.8万吨，较去年同期对应净出口量2.9万吨减少了0.9万吨。8月，国内双胶纸贸易商库存小幅累库至54.8万吨，双胶纸工厂库存累库至118.8万吨，两者合计173.6万吨，同比累库2.3%，但累库幅度连续2个月收窄。8月，国内双胶纸产量连续2个月增产，报收91.7万吨，创15个月以来新高，同比增产+3.6%。综合来看，国内8月双胶纸的供应规模在260.2万吨，同比增量3.3%，呈现小幅增量态势。

与此同时，8月国内针叶木片进口量连续2个月减少至4.4万吨，折合2.2万吨木浆（2吨木片可制成1吨木浆），针叶浆进口量连续5个月减少至70.4万吨，两者合计72.6万吨，同比减少10.9%。通过对比分析，8月双胶纸供应规模和针叶纤维（木片+木浆）进口规模的比值为3.44，较2024年同期的3.33减少了

14.78%。这表明双胶纸的供应相对于针叶浆减少了，为做多OP做空SP的套利策略提供了有利的市场基础。

由于这是一种鲜有先例的策略，A公司出于审慎考虑，允许市场部以1手OP合约对冲4手SP合约作为尝试。

### （四）执行套利操作

9月22日，海关公布了8月进出口数据后，A公司市场部研究员在确认了双胶纸供应相对于针叶浆供应减少的趋势不变的情况下，果断采取行动。他们以4234点做多1手OP2601合约，同时以5288点做空4手SP2601合约。自此以后的每日，市场部都认真记录价差变化，密切关注市场动态，一旦出现连续回撤，即时终止策略。

10月14日盘中，OP01-SP01价差连续第2天走弱，A公司决定平仓套利策略。最终以4216点卖出平仓了1手OP2601合约多单，以5160点平仓了4手SP2601合约空单。

### （五）策略回顾与分析

从传统盈亏的角度分析，OP2601的1手（40吨）多单亏损了18元/吨，合计亏损720元；而SP2601的4手空单获利了128元/吨，合计获利5120元。综合来看，整个套利策略合计获利4400元。

从价差的角度分析，价差从-1054点至-944点，走强了110点，每组获利4400元。策略开仓时的保证金为7%，共占用资金26662元，策略持续了22天。通过计算，该策略的年化收益率达到270%。

这一套利策略的成功实施，不仅体现了A公司市场部研究员对市场趋势的敏锐洞察力和精准分析能力，也展示了期货市场在跨品种套

利中的巨大潜力。通过合理运用OP-SP价差，A公司成功兑现了双胶纸供应相对紧缩的市场机会，实现了可观的收益，进一步增强了企业在复杂市场环境中的盈利能力和风险管理水平。

#### 四、总结与展望

通过以上三个策略案例，我们可以清晰地看到A公司如何巧妙地运用胶版印刷纸期货这一金融工具来管理现货风险、优化采购成本以及捕捉市场机会。在策略一中，A公司通过套期保值操作，有效对冲了文化纸库存价格波动的风险，保持了经营的稳定性；在策略二中，A公司利用期货市场的价格保护功能，成功降低了补货成本，实现了期现结合的套期保值目标；在策略三中，A公司通过跨品种套利操作，兑现了双胶纸供应相对紧缩的市场机会，获得了可观的收益。这些案例充分展示了期货市场在企业管理风险方面的独特价值和实际应用效果。

A公司在操作上仍有优化空间，尤其是在持仓管理方面。例如，可以将策略一中的10手空单与策略二中的7手多单进行轧差，最终持有3手净空单。这种优化不仅能够减少资金占

用，还能提高资金使用效率，使公司在面对市场波动时更加灵活。

胶版印刷纸期货刚刚上市，A公司计划参与未来OP2601合约的交割。这一举措旨在更好地配合现货业务，进一步优化现货库存管理，确保现货与期货市场的无缝对接，从而提高整体运营效率。

除了期货工具，A公司还计划尝试使用期权工具来更好地管理价格风险。期权工具提供了更多的灵活性，可以在保护下行风险的同时，保留上行收益的可能性。

展望未来，随着期货市场的不断发展和完善，企业将有更多的机会和工具来优化风险管理策略。A公司将继续保持对市场动态的高度关注，不断提升团队的专业能力，灵活运用期货工具，以应对更加复杂多变的市场环境。同时，A公司也将与其他企业分享经验，共同推动行业的发展和进步。

（责任编辑：朱四祥）

#### 作者简介：

潘盛杰，银河期货化工研究团队负责人，负责化工板块相关商品的研究支持工作，多次被评为上海期货交易所优秀能化分析师。

# 双胶纸金融衍生品 在企业经营风险管理中的应用

国贸期货有限公司 王新博

## 一、中国双胶纸产业在快速发展中面临着挑战

2025年9月10日，全球首个文化用纸金融衍生品——胶版印刷纸（下称双胶纸）期货和期权在上海期货交易所上市，为双胶纸产业链提供了全新的风险管理工具。双胶纸是主要供平板印刷机印刷较高级的单色或彩色印刷品时使用的纸种，是各类书籍及教科书的首选原材料，也可用于杂志、彩页、产品目录和各种包装品等，其在我国的文化、教育、零售等诸多领域中有广泛应用。

近年来我国双胶纸市场规模呈现出持续增长态势，但也面临着产能过剩、需求增速缓慢等问题。根据钢联数据统计，2024年中国双

胶纸的产能为1608万吨，同比上涨9.7%，较2019年上涨37%，五年复合增速为6.5%（图1）。从分布的区域来看，我国双胶纸产能主要集中在山东、广东和江苏省，三个省份占我国双胶纸产能的65%以上。而与双胶纸供给端快速扩张形成鲜明对比的是，需求端增长却相对缓慢，主要原因是学龄人口增速放缓和“双减”政策导致作为双胶纸最重要下游的教材和图书消费量增速下降明显，这使得国内双胶纸产能利用率从2019年的73.36%下降到2024年的61.51%，同时，双胶纸价格于2021年开始进入新一轮下行通道，截至2025年10月，中国山东双胶纸主流价格为4450元/吨，较年初下降10.5%（图2）。

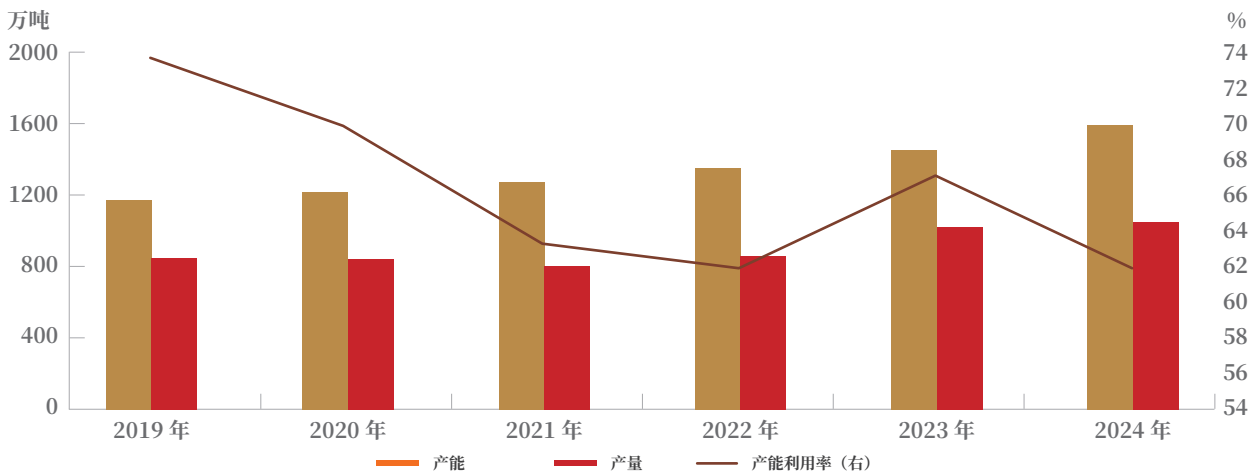
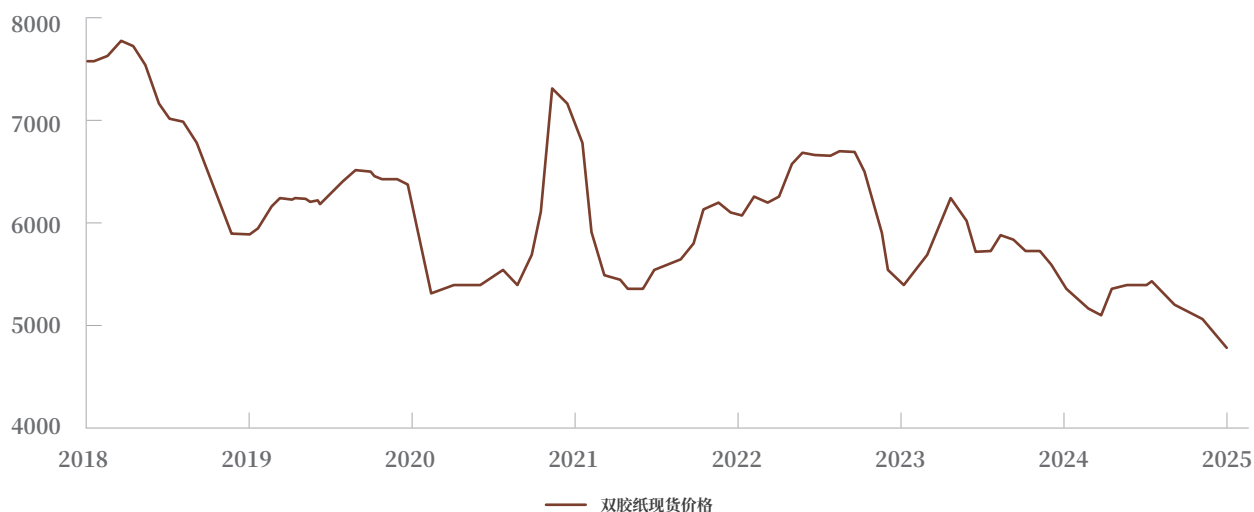


图1：双胶纸产能产量和产能利用率



资料来源：卓创资讯

图 2：双胶纸现货市场价格（元/吨）

双胶纸产业链企业主要包括上游造纸厂、中游贸易商和下游出版社、印刷厂等主体。上游造纸厂主要负责双胶纸的生产制造。我国双胶纸产能集中度较高，截至2024年CR4已经提升至42%左右，主要生产企业包括晨鸣纸业、太阳纸业、岳阳林纸、华泰股份及博汇纸业等。近年来，国内大型纸厂积极推进林浆纸一体化项目，通过配套浆线降低原料外采造成的成本波动，使得其相对于中小型纸厂具有更好的竞争力和利润优势。中游贸易商在双胶纸产业链中起到连接上游造纸厂和下游客户的桥梁作用，其从造纸厂采购双胶纸后分销给下游出版社、印刷厂等客户。双胶纸贸易商大体可以划分为全国性大盘贸易商、地方型二盘商以及省出版集团旗下的物资公司等。出版社和印刷厂处于双胶纸产业链的下游，出版社负责书籍、教材等内容的编辑和出版，印刷厂则根据出版社的要求进行印刷加工。双胶纸终端需求主要可以分为学生教材和其余社会需求（包含图书、彩页、本册等），其中学生教材占比约

为40%，其余社会需求占比约为60%。随着电子化阅读的冲击，我国纸质书籍需求量呈现衰退趋势，社会图书需求面临着长期缩减的压力。根据北京开卷数据，2024年总体图书零售市场码洋同比下降1.52%，其中不含教辅教材的市场码洋同比下降4.83%。对于双胶纸产业链上不同的企业，其面临的双胶纸价格风险也不尽相同：对于依赖外采浆的造纸企业而言，其面临的主要风险是纸浆价格上涨超过双胶纸价格上涨幅度或者纸浆价格下跌低于双胶纸价格下降幅度造成的利润损失，而具有自制浆或者采浆成本通过长协价格锁定的纸厂，其面临的风险主要是双胶纸销售价格下跌风险；中游贸易商面临的主要风险是库存跌价风险，即当市场价格下跌时库存价值缩水进而导致的贸易利润减少甚至亏损。印刷厂和出版企业面临的主要风险则是双胶纸采购成本上涨，这会直接导致其生产成本增加，进而压缩利润空间（表1）。

表 1：双胶纸产业链的市场主体及其面临的价格风险

市场主体	造纸厂	贸易商	出版社、书商、印刷厂
面临的价格风险	浆纸价格变动幅度不同导致生产利润下降以及成品纸销售价格下降	双胶纸价格下降导致库存跌价损失	双胶纸采购价格上涨导致生产成本增加

资料来源：国贸期货研究院

## 二、双胶纸金融工具在企业风险管理中的应用

双胶纸期货的推出实现了造纸产业链从原材料到产成品的全周期风险管理工具覆盖，同步上市的期权合约采用美式行权方式，与期货工具形成互补，为企业提供更精细化风险管理选择，满足套保、套利等多元需求，显著提升产业链抗周期波动能力；下文主要介绍双胶纸产业的不同主体如何应用双胶纸金融工具来管理上述价格风险。

### （一）生产企业利用浆纸金融工具锁定生产利润

在双胶纸期货上市后，双胶纸生产企业可以通过构建浆纸跨品种期货组合实现生产利润的预先锁定，其核心逻辑在于对“原料采购—成品销售”全链条价格风险的系统性管理。纸浆作为双胶纸的核心原料占其生产成本的70%左右，浆纸价差直接决定造纸企业的加工利润空间，而期货市场的双向交易机制为企业提供了管理风险的有效工具。具体操作层面，企业可同步开展两项期货操作：一是在纸浆期货市场建立多头头寸，通过买入纸浆期货合约以锁定未来一定时期内生产所需纸浆的采购成本，有效规避因纸浆价格上涨导致的生产成本超支风险，确保原料端成本的稳定性；二是在双胶纸期货市场建立空头头寸，通过卖出双胶纸期

货合约，以锁定未来产成品的销售价格，对冲因双胶纸现货价格下跌导致的销售收入缩水风险，保障产品端收入的可预期性。这种“做多原料、做空成品”的跨品种对冲策略，本质是将企业从被动承受浆价与纸价单边波动的市场环境中抽离，通过期货端与现货端的风险对冲实现加工利润的固定化。若未来市场出现浆价上涨、纸价下跌或浆价与纸价反向波动等不利行情，企业在纸浆期货多头头寸上的盈利可与纸浆现货采购成本的增加形成互补；同时，双胶纸期货空头头寸的盈利也可与双胶纸现货销售收入的减少进行抵消。最终，企业得以剥离原料与成品的价格波动干扰，将利润锁定在期货开仓时确定的“纸浆买入价—双胶纸卖出价”所对应的加工价差区间内，从而实现生产经营利润的稳定化与可预期性，增强企业抵御市场价格周期波动的能力。

### （二）贸易企业利用双胶纸金融工具避免库存跌价风险

双胶纸贸易企业在应对库存跌价风险时，可借助期货和期权工具构建风险管理方案，两者均以缓解库存因价格下跌导致价值缩水为目标，但操作路径与风险收益特征各有侧重。

利用期货工具管理库存跌价风险时，贸易企业的核心策略为卖出套期保值，即当企业持有一定规模的未预售双胶纸库存时可选择与

预计出库时间匹配的期货合约，按期货合约数量与库存数量对等的原则在期货市场卖出合约建仓。建仓后，若未来双胶纸现货价格下跌，库存实际价值缩水，而期货价格通常随现货同步下行，平仓期货合约产生的盈利可直接弥补库存跌价损失；若现货价格上涨令库存价值增值，期货端平仓的亏损则可能被库存增值部分抵消。当库存商品实际出库销售时，企业应同步平仓期货合约，将期货盈亏与库存销售收益合并计算，从而锁定库存的基准价值。这种方式成本较低，仅需占用期货交易保证金且资金效率较高，但在对冲跌价风险的同时也放弃了库存因价格上涨可能带来的额外增值收益，适合对价格走势偏悲观、追求库存价值稳定的贸易企业。

运用期权工具管理库存跌价风险时，贸易企业主要采用买入看跌期权的策略，核心是通过支付权利金获得库存价格下跌时的保护权，即企业根据库存规模和可接受的最低价格底线选择合适的看跌期权合约。支付权利金后，企业持有期权至到期，期间无需追加资金，最大损失为已支付的权利金。到期时，若期货价格低于执行价，企业可行权获得按执行价卖出的期货合约，通过期货盈利弥补库存跌价损失；若期货价格高于执行价，企业可放弃行权，库存按市场价格销售，保留了价格上涨带来的库存增值空间。这种方式虽需预先支付权利金，但能在控制库存跌价风险的同时不放弃价格上涨的潜在收益，适合对价格走势判断不明、希望灵活平衡风险与收益的贸易企业。

### （三）双胶纸消费企业利用金融工具管理采购成本

对于出版社、印刷厂等双胶纸下游加工

和消费企业而言，双胶纸的市场价格直接影响企业生产成本核算、利润稳定性及长期经营规划。因此，合理运用双胶纸期货与期权等金融衍生工具，构建系统性的套期保值策略，已成为企业主动管理成本风险、实现稳健运营的关键市场化手段。

企业运用双胶纸期货进行成本管理的核心逻辑是通过期货市场的对冲机制，提前锁定未来的原材料采购成本。当加工企业基于市场供需、宏观经济等因素预判未来双胶纸现货价格可能出现上涨趋势时，可在期货市场开展买入套期保值操作，即按照当前期货价格买入与未来现货采购量相匹配的双胶纸期货合约。在未来实际执行现货采购计划时，市场价格走势将呈现两种可能的情景：其一，若双胶纸现货价格如预期上涨，企业在现货市场采购所需支付的成本相应增加，但此前买入的期货合约因价格同步上涨产生盈利，该部分期货盈利可对冲现货采购成本的增量，从而将实际采购成本锁定在预定水平；其二，若现货价格未涨反跌，企业在期货市场虽会产生一定亏损，但现货市场采购价的下降空间可对冲期货亏损。通过这一操作，企业有效规避了价格波动对成本端的冲击，确保生产成本核算的确定性，为生产计划制定与产品定价策略提供稳定基础。

相较于期货工具，双胶纸期权为企业成本管理提供了更具灵活性与风险可控性的选择，可作为期货策略的补充与优化，实现精细化风险对冲。企业可根据自身对价格波动的预判及风险承受能力选择合适的期权策略，其中买入看涨期权是应用较广的成本管理方式。企业支付一定金额的权利金后，即可获得在未来约定时间以事先确定的价格买入双胶纸期货的权

利。该策略的优势在于：一方面有效规避了价格上涨风险，若未来双胶纸期货价格高于期权执行价格，企业可选择行使权利，以约定的较低价格完成“虚拟采购”，通过期货盈利对冲现货采购成本的上升；另一方面保留了价格下行收益，若未来期货价格低于执行价格，企业可放弃行使权利，仅损失已支付的权利金，转

而以更低价格在现货市场进行采购，从而享受价格下跌带来的成本节约。此外，期权策略仅以权利金为风险上限，避免了期货交易中因价格反向波动可能产生的无限亏损风险，进一步提升了企业成本管理的安全性及灵活性，满足不同经营场景下的风险管控需求（表2）。

表 2：双胶纸企业的风险管理策略

市场主体	面临风险	期货策略	期权策略
造纸厂	利润压缩风险	做多纸浆期货并做空双胶纸期货以锁定生产利润	/
	销售价格下跌风险	卖出双胶纸期货套期保值	买入看跌期权
贸易商	库存跌价风险	卖出双胶纸期货套期保值	买入看跌期权
出版社、书商、印刷厂	成本上涨风险	买入双胶纸期货套期保值	买入看涨期权

资料来源：国贸期货研究院

### 三、企业应用双胶纸金融工具时需要注意的风险点

#### （一）基差风险

基差风险是企业运用双胶纸金融工具进行套期保值时面临的首要风险，其源于双胶纸现货价格与期货价格之间价格的非预期变动。双胶纸产业链企业通常以现货市场实际成交价格（如当地纸品批发市场报价、与上下游签订的合同价）作为套期保值的现货端定价基准，但双胶纸期货价格除受现货因素影响外还可能受宏观经济政策、投机资金动向等因素影响，导致其与特定区域、特定规格的双胶纸现货价格形成偏离。例如，若企业为锁定某批次高白双胶纸的采购成本而买入期货合约，但双胶纸期货市场标的为本白双胶纸合约，当市场出现高

白双胶纸价格上涨而本白双胶纸价格下跌的分化行情时基差将显著扩大，导致套期保值效果不及预期，企业可能既在现货采购中承担高价成本，又在期货端面临亏损，无法实现风险对冲的初衷。

#### （二）流动性风险

双胶纸企业在利用期货市场进行套期保值时也会面临一定的流动性风险；流动性风险指的是由于市场交易活跃度不足，参与者难以在合适价格和较短时间内完成期货合约开仓、平仓或对冲操作，从而可能产生额外损失的风险。目前双胶纸期货处于上市初期，市场深度（以持仓量衡量）和广度（以交易量衡量）尚未充分发展，参与者数量有限，市场承接能力较弱，可能会存在一定的流动性风险。例如当

造纸企业因双胶纸现货生产或销售计划调整，需紧急调整期货头寸时，若市场即时成交量较小，企业可能被迫以高于公允价值的价格买入合约或以低于公允价值的价格卖出合约，直接产生额外的交易损失。若企业参与的是与双胶纸期货挂钩的场外衍生品（如基于双胶纸期货价格的互换或远期协议），当市场环境突变导致企业或协议对手方需要提前终止协议时，由于作为标的的双胶纸期货本身交易不活跃，缺乏权威、连续的市场报价作为定价基准且缺乏活跃的二级市场用于协议转让，企业则可能陷入合约无法及时变现、调整的困境，进而影响资金周转效率与整体风险控制节奏。

### （三）资金风险

企业应用双胶纸金融工具时面临的资金风险包括交易保证金占用、追加保证金压力、杠杆交易放大亏损及资金配置失衡等多个维度。在参与期货交易时，企业需按合约价值的一定比例缴纳初始保证金，且随着标的价格波动若账户保证金余额低于期货公司或交易所要求的保证金水平将面临期货公司的追加保证金通知，若未能在规定时间内补足资金其持仓可能被强行平仓造成实际亏损。此外，若企业过度依赖高杠杆类金融工具（如保证金比例较低的

远期合约或期权组合），在市场行情与预期相反时亏损规模可能远超初始投入资金，引发资金链紧张；同时，若企业将过多资金配置于金融工具交易，可能挤占双胶纸生产、采购、销售等主营业务的资金需求，影响企业正常生产经营活动的资金供给，形成金融工具交易拖累主业的风险。

### （四）操作风险

操作风险是指企业在双胶纸金融工具交易的全流程中因内部管理流程缺陷、人员操作失误、系统故障或外部事件干扰等因素导致损失的风险。从交易前的准备环节来看，若企业未建立完善的金融工具交易审批流程，相关人员未经授权擅自开展双胶纸衍生品交易可能导致由于交易品种、规模、方向与企业风险管理目标不符引发不必要的风险暴露；在交易执行环节，操作人员可能因对交易系统功能不熟悉、行情判断失误或输入错误（如将买入指令误操作为卖出、将交易数量输错等），导致交易结果偏离预期产生直接损失。在交易后的结算与风险管理环节，若企业缺乏有效的持仓监控与风险预警系统，可能无法及时跟踪双胶纸金融工具的持仓市值、盈亏状况及风险敞口导致错过最佳的平仓或调整时机（表3）。

表 3：企业应用双胶纸金融工具时需要注意的风险点

风险类型	风险来源	可能造成的损失
基差风险	期货端和现货端价格变动方向或幅度不一致	套期保值效果不及预期 无法实现风险对冲
流动性风险	上市初期期货市场成交量和持仓量较低	无法及时平仓或交易 滑点扩大造成损失
资金风险	实际变动方向与预期不一致或过度投机	强制平仓导致策略无法实行甚至出现企业资金链紧张问题
操作风险	人员操作失误	交易策略失效以及资金损失

资料来源：国贸期货研究院

## 四、结论与建议

### （一）双胶纸期货上市对产业风险管理提供了重要工具

双胶纸期货作为一种重要的金融衍生品为双胶纸产业链企业提供了有效的风险管理工具在企业经营风险管理中发挥了重要作用。从生产企业的角度来看，通过在期货市场上卖出双胶纸期货合约能够提前锁定产品销售价格、有效规避市场价格下跌风险并保障企业利润的稳定性。同时，期货市场的价格发现功能有助于企业合理安排生产计划实现资源优化配置进而提升企业的市场竞争力。对于贸易企业而言，双胶纸期货可以帮助其管理库存风险，防止因市场价格下跌导致库存价值缩水以降低经营风险。印刷厂等下游企业可以通过买入双胶纸期货合约锁定采购成本，避免双胶纸价格上涨带来的成本压力以增强企业的盈利能力和市场竞争力。然而在应用双胶纸期货进行风险管理时，企业也面临着一些风险，如基差风险、流动性风险和操作风险等：基差的不稳定可能导致套期保值效果不佳，双胶纸期货上市初期流动性不足情况会增加企业交易难度和成本，企业缺乏专业期货人才和完善风险管理体系易引发操作失误给企业带来损失。

### （二）对双胶纸产业链企业的建议

#### 1. 积极参与期货市场

双胶纸产业链企业应充分认识到双胶纸期货在风险管理中的重要作用并积极参与期货市场。生产企业可以根据自身生产计划和市场预期，合理运用期货工具锁定销售价格；贸易企业可利用期货管理库存风险，优化库存水平；下游印刷厂等企业应通过期货锁定采购成本，稳定生产经营。企业应正确认识期货市场的功

能，消除对其的误解和顾虑，将期货作为企业风险管理的常规手段，提升企业应对市场风险的能力。

#### 2. 加强风险管理体系建设

企业应建立健全完善的风险管理体系，设立专门的风险管理部门或岗位并明确职责分工。制定科学合理的风险管理策略和流程，对期货交易的各个环节进行严格监控和管理。设置合理的止损和止盈点，控制仓位和资金使用，根据市场变化及时调整风险管理策略，在追求利润的同时有效控制风险。

#### 3. 提升专业人才素质

产业链企业应加强对期货专业人才的引进和培养，提高企业员工对期货市场的认识和理解。通过内部培训、外部学习等方式提升员工的期货交易技巧和风险管理能力，确保企业在期货交易中能够做出准确的判断和决策，避免因操作失误导致风险。同时，企业还应加强与期货公司等专业机构的合作，获取专业的咨询和服务，提升企业在期货市场的操作水平。

#### 4. 关注市场动态和风险因素

密切关注双胶纸市场的供需关系、价格走势、原材料价格波动以及宏观经济形势、政策法规变化等因素对市场的影响。加强对基差风险、流动性风险和操作风险的研究和分析，提前制定应对措施，降低风险对企业的影响。利用市场信息优化企业的生产、销售和库存管理策略，提高企业的市场适应能力。

（责任编辑：杨璐琳）

#### 作者简介：

王新博，任职于国贸期货有限公司，研究方向为林浆纸期货。

# 纸企风险管理策略 与胶版印刷纸期货应用

南华期货股份有限公司 俞俊臣

## 一、纸企当前面临的主要风险

近年来，国内外市场环境动荡多变。我国是全球最大的文化纸生产国和消费国，在日常经营中，纸企面临着诸多风险变动与不稳定因素。

### （一）价格风险

价格风险来自成本端与销售端。纸浆是造纸最主要的成本，与我国胶版印刷纸90%以上来自自身产量不同，我国纸浆对进口同样有较大需求。2024年，根据红桃三公布的数据，我国纸浆年进口量达3434.9万吨，虽同比下降6.3%，但仍是我国纸浆产量的两倍多。近年来，国际市场动荡，美国作为我国纸浆的主要进口来源国之一，中美关税、船舶费加征等诸多因素在一定程度上放大了我国纸企成本端的风险。而纸企所面对的来自下游销售端的风险则主要和出版印刷业的景气度等因素挂钩。随着各类电子载体的崛起，近年来出版印刷业的需求也呈现出明显的萎靡状态，且为招揽订单，印刷业开启了价格战，进而开启了恶性循环，使得需求进一步萎靡。据行业调研显示，印刷行业的平均毛利率普遍维持在5%左右，而书刊印刷业务的毛利率还低于该水平。因此近年来，出版印刷业的行业壁垒普遍提高，不少中小型企业被迫出局，纸企的下游需求也显

著减弱。此外，造纸行业呈现一定的周期性波动，3—5月春季、9—11月秋季学期的教材纸张招标，属于相对旺季，其余时期则属于相对淡季，订单需求下降，价格普遍下跌。也因此，价格风险可以说是纸企当前生产经营中常见的不稳定因素。

### （二）供应链风险

供应链风险包括原材料供应不透明，乃至中断，物流问题（如中美船舶费加征），能源价格上涨等。而这里的原材料供应问题不仅包括纸浆在不同地区生产差异大，源头追溯难，供应链透明度相对较低，也包括更上游的木材受各类因素影响而带来的供应中断问题等。近年来，随着世界各国对于环保方面的愈加重视，各类环保法规也日益完善和严格。如欧盟《零毁林产品法规》（EUDR），就要求经营者在将木材、咖啡、可可、牛、棕榈油、橡胶、大豆等商品投放到欧盟市场前，必须先提交一份尽职调查声明（DDS），在一定程度上也限制了国内纸浆的进口；又比如，近期中国宣布进口再生纸浆的贸易商必须说明其产品加工工艺是“干法”还是“湿法”，以抑制干法纸浆的进口，因为这类纸浆污染问题更为严重。而我国纸浆如前所说，高度依赖进口，议价能力相对较弱，所以一旦更上游的木材进口

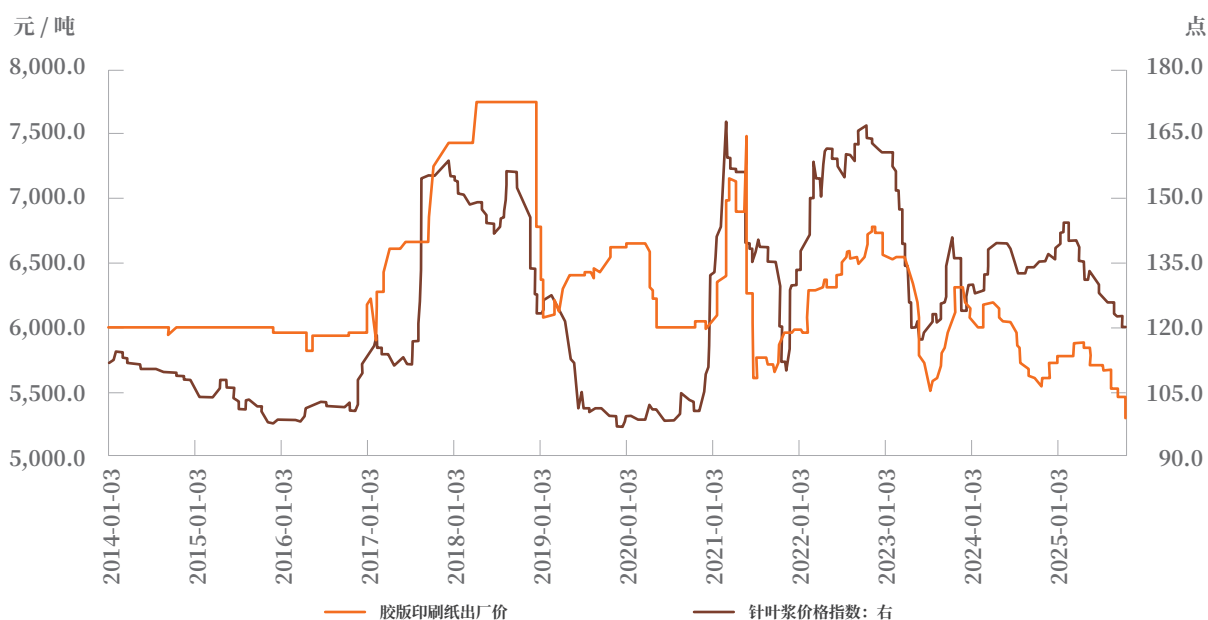
出现部分中断，对造纸业的供应也会带来一定的负面联动影响。

### （三）其他风险

此外，纸企也面临着进出口部分以外币结算带来的汇率风险，应收账款风险等财务风险，以及在经营过程中遇到的竞争加剧等市场风险。

### （四）价差风险

在企业面临的诸多风险中，“浆价”与“纸价”的不匹配、不同步波动，是侵蚀纸企利润最核心的风险。理想的状况是“高纸价、低浆价”，但现实中常常出现“高浆价、低纸价”的剪刀差（图1），导致企业亏损。这也是为何上海期货交易所在已经推出纸浆期货后，再度推出胶版印刷纸期货的原因。



资料来源：同花顺 iFinD、南华研究

图 1：针叶浆价格指数与胶版印刷纸出厂价

## 二、纸企传统风险管理策略与其局限性

为妥善应对上述风险，纸企主要通过加强内部管理、签订长协、成本转嫁等方式进行风险管理。

### （一）内部管理加强

企业可通过技术改革或使用最新技术，降低能源消耗，进而降低生产成本，或开发新型产品，如可降解纸等，开拓新市场，以避免传统造纸市场的过度竞争；此外，企业也可进行库存管理——对行情进行一定的预判，在预计

纸浆价格上涨时提高原材料库存，在预计纸价下跌时降低产成品库存，以达到灵活应对市场需求的目的。

### （二）风险转嫁

对上游浆厂，纸企可签订长期供货协议以稳定一部分的原材料数量，并换取相对划算的价格，稳定供应链供给；对下游客户，纸企可建立价格联动机制，在签订销售合同时约定产成品价格随主要原材料，即纸浆价格浮动，将部分成本压力，或者说风险转嫁给下游。

### （三）利用相关金融工具

对纸企来说，此前最相关的金融衍生品就是上海期货交易所上市的纸浆期货，纸企可通过在合适点位买入套保以提前锁定未来的采购成本。此外，在汇率风险方面，也可通过外汇期货等相关的金融产品以维稳进口付汇的成本。

但是，上述传统风险管理策略均存在一定的局限性。就技术革新而言，短期未必能实现相对有效的变革。而库存管理要求企业具有极佳的行情研判能力，且过早建立实体库存也会占用企业的大量资金，给企业财务造成一定的压力。长协价相对固定，不够灵活，且也未必能获得低价，而价格联动机制则可能削弱纸企竞争力。纸浆期货在一定程度上虽已能对冲纸企的部分成本风险。但如前所示，因当前上市的纸浆期货标的为针叶浆，而在部分纸（如胶版印刷纸）的原料构成中，针叶浆的比例远小于阔叶浆，所以浆价与纸价走势并非高度一致，两者相关系数仅为0.43，且纸浆期货也无法有效对冲产成品价格下跌的风险，风险对冲存在一定局限性。

### 三、胶版印刷纸期货的应用

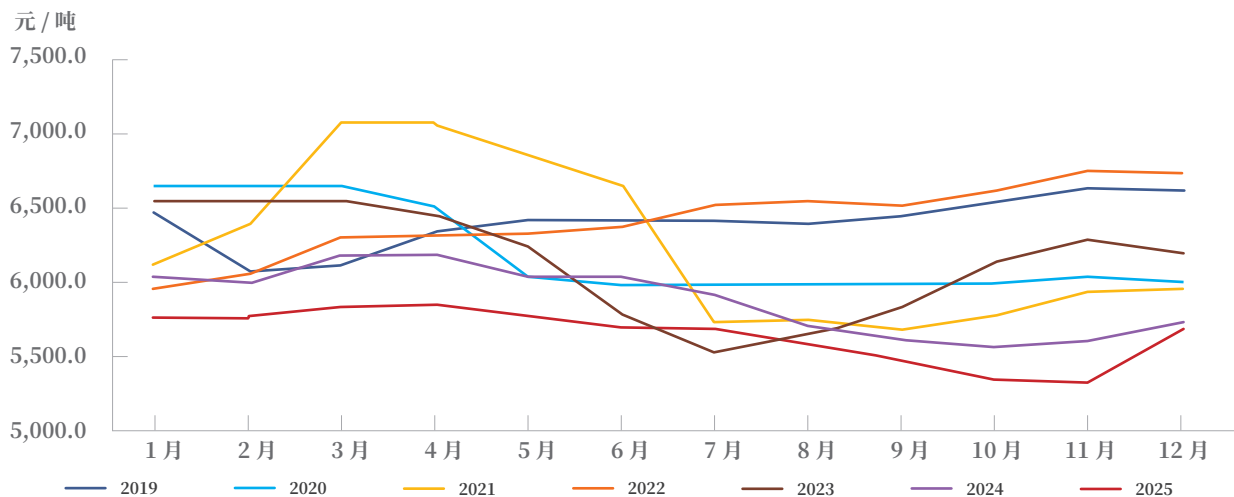
当前胶版纸，乃至文化用纸行业产品价格存在较大波动，且长周期订单价格难以完全锁定。胶版印刷纸期货的上市，对于纸企来说，最重要的作用就是弥补了其管理销售端价格风险的不足，进而增强自身竞争力，以及让纸企可以通过虚拟库存实现库存管理。可以说是对我们上述提到的大部分纸企传统风险管理策略的有效补充，且和纸浆期货联动，可以让纸企构建一个从原材料采购到产成品销售的完整风险对冲闭环。

#### （一）套期保值

在实际应用过程中，胶版印刷纸期货最重要的应用场景就是纸企可以通过卖出套保以实现锁定销售利润的目的。作为天然的空头，纸企通常持有现货，纸价下跌，则利润下降，乃至形成亏损。

##### 1.背景

胶版印刷纸需求季节性基本与下游应用相关。3—4月春季、9—10月秋季学期的教材纸张招标，属相对旺季（图2）。



资料来源：同花顺 iFinD、南华研究

图2：胶版印刷纸出厂价历年走势

假定纸企在2025年10月15日接到一笔三个月后交付的双胶纸生产订单，要求为定量 $70\text{g}/\text{m}^2$ ，厚度为 $88\mu\text{m}$ ，宽度为 $787\text{mm}$ 的卷筒双面胶版印刷纸（以下简称双胶纸）共1200吨，基本与胶版印刷纸期货标的相符。因当前为市场传统旺季，预计纸价在3个月后将有所下滑，但当前生产利润尚可。在此模式下，假定纸企10月定价5300元/吨，2026年1月出货时纸价跌至5200元/吨，则1200吨的双胶纸的销售收入将下降 $(5300-5200) \times 1200 = 12$ 万元。

## 2.套保思路

纸企此时在现货市场可按计划正常生产符合标准的双胶纸，并于3个月后进行销售，而在期货市场上可根据行情走势，择时建立相反头寸，卖出等值（或一定比例）的OP（胶版印刷纸期货）2601合约。

此处择时则主要根据基差（现货价格—期货价格）情况入场：如基差预期走强，则意味着现货价格相对期货上涨（或期货相对现货下跌）。平仓时，现货售价可能较低，但期货端盈利弥补损失，此时可考虑构建空头，进行卖出套保；如预期转弱或预期不明，则可考虑暂时观望。在判断行情时又可主要关注四个方面：需求、供应、库存、利润。如上所说，需求存在一定季节性，所以如市场旺季需求提前，则可能意味着接下来可能发生“旺季不旺”现象，纸企可提前布局，做空套保。反之，企业则可根据传统淡旺季进行布局。供应层面，如纸厂开始大量复工复产的新闻和信号

出现，则可开始做空套保。库存层面，当前社会库存持续走高，如社会库存延续当前情况，甚至持续增长，则有利于企业入场。最后就利润层面来看，当前纸企普遍亏损，不少企业进入成本支撑阶段，这也是为何近期纸企罕见发布文化用纸涨价函的主要原因。因此，当亏损相对较高时，应相对警惕入场，以防纸企发布涨价函后带来的利多效应。

2025年11月底，主流纸企受成本支撑的影响，纷纷发布高白双胶、本白双胶、静电复印原纸，乃至铜版纸等全系列文化纸的涨价函，推涨期价至相对高位。但当前需求偏弱，库存高企，期价存在从高位回落的可能。此时纸企可入场建立相应的空头头寸，即于合适点位卖出 $1200 \div 40 = 30$ 手（一手胶版印刷纸期货合为40吨）。

市场行情如预期下跌，则纸企在现货市场亏损，但在期货市场端盈利，且能在实现完全套保的情况下，还有所盈利（表1）。即使期货市场行情下跌幅度不及现货市场，也能弥补部分现货端产生的亏损。而如果市场行情上涨，则现货销售获得额外收益，但期货空头头寸会产生亏损。此时，企业相当于“放弃”了超额利润，换取了经营的稳定性，纸企相当于给自己买了份“保险”。

上述情况为完全套保，即企业的风险敞口与套保数额一致。纸企也可选择根据自身情况选择部分套保，即企业对未来走势的判断相对不明，但又不想承担全部风险，此时纸企就可通过自身判断选择合适的比例来进行套保。

表 1：纸企套期保值盈亏（选择完全套保）

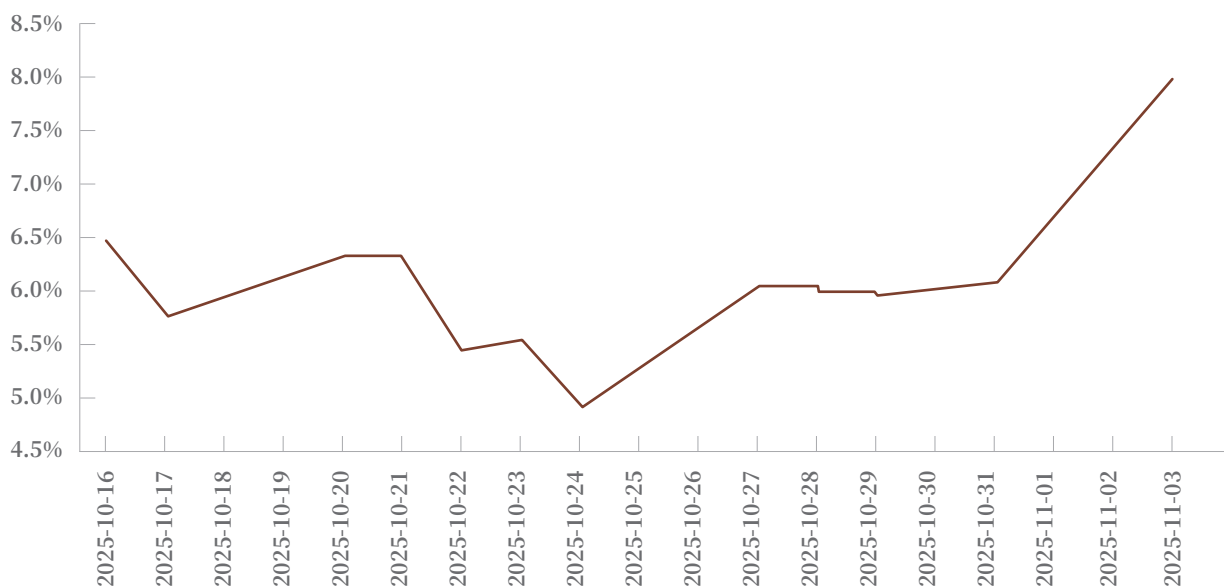
	11月3日 (入场时间)	1月15日 (均为假定价格)	变动	盈亏情况
胶版印刷纸期货 (2601合约)	入场点位为 4300元/吨, 卖出30手	期价下降至 4100元/吨	期价下跌了 200元/吨	期货端盈利200元/吨, 合计 $200 \times 40 \times 30 = 24$ 万元
现货价格	定价5300元/吨	下跌至5200元/吨	下跌100元/吨	现货端亏损100元/吨, 合计 $100 \times 1200 = 12$ 万元
综合盈亏	$24 - 12 = 12$ 万元			

资料来源：南华研究

### 3.期货+期权

此外，纸企也可采用期货叠加期权的方式进行风险管理。胶版印刷纸期货20日的历史波动率都在8%以下（图3），短期波动相对较

小。在暂无突发重大事件的影响下，期价较难突破所设行权价。此时，纸企可以通过卖出虚值看涨期权（市场价格小于行权价）的方式以获取稳定的权利金以对冲现货价格下跌的风险。



资料来源：同花顺 iFinD、南华研究

图 3：胶版印刷纸期货 20 日历史波动率

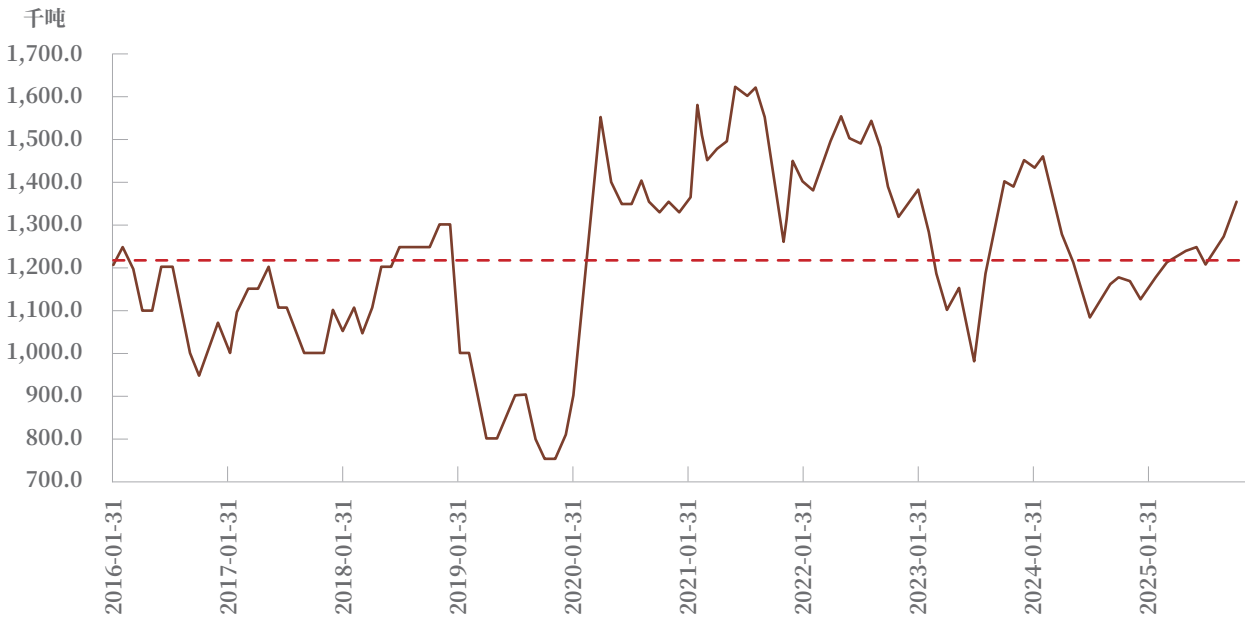
### （二）虚拟库存管理

如此前所说，基于一定的行情研判，如纸企看好未来的纸价走势，想建立一定的库存，但仓储容量有限，且实际库存对资金占用可能较多，对于企业现金流和财务的压力也较大，

不利于企业的资金周转。特别是在当前双胶纸社会库存整体偏高，2025年10月中国双胶纸社会库存达135万吨，是自2024年4月以来的最大值，高于历史均值13.1万吨，库存压力整体较大（图4）；而纸企在双胶纸上的盈利偏

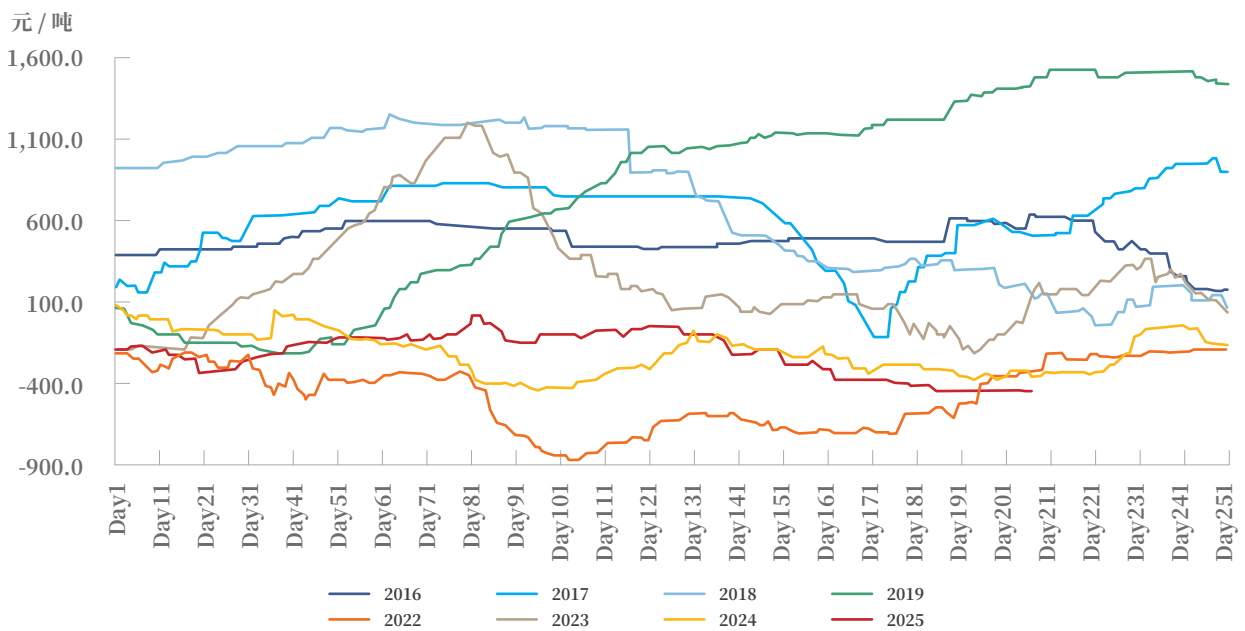
少，2025年11月4日，根据卓创资讯，中国湿法未涂布法双胶纸月度税后毛利为-454.62元/吨，即已出现较大亏损（图5）。不少企业已

进入成本支撑阶段，更有不少中小型纸企因此退出市场，如在库存上再占据一定资金，无疑使得纸企的资金链雪上加霜。



注：红色虚线为均值  
资料来源：卓创资讯、南华研究

图 4：中国双胶纸月度社会库存



资料来源：卓创资讯、南华研究

图 5：中国湿法未涂布法双胶纸日度税后毛利历年走势

此外，当前国际形势动荡，行情研判与实际相反的情况也可能发生，到时就会面临库存贬值的风险。

此时，纸企可选择根据实际情况，以及自身产能规划在建立一定实际库存的同时，于现货市场买入胶版印刷纸期货合约。这种情况下，首先，期货采取保证金制度，胶版印刷纸期货当前的一般持仓交易保证金比例为7%，这也就意味着在期货上建立虚拟库存，只需要原本所需占用资金的7%，以及一些手续费，大大减少了资金占用；此外，虚拟库存无需实体仓库，也就意味着纸企也减少了仓储成本；最后，相较于实体库存，期货更为灵活，纸企可随时在市场上视行情平仓，或进入交割月进行实物交割。

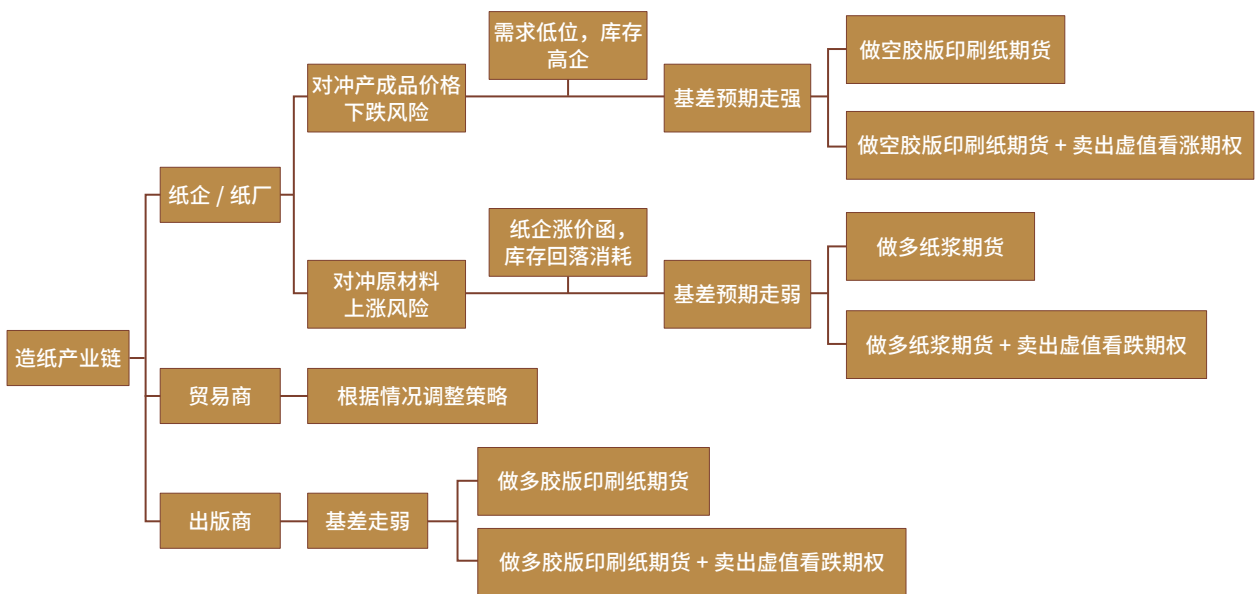
### （三）与纸浆期货形成联动

纸企的利润来自纸的收益和成本的差值，而成本中，纸浆无疑占据了绝大部分。因此，纸企也可择时同时买入纸浆期货，卖出胶版印刷纸期货，以锁定价差，即锁定利润。

除纸企外，胶版印刷纸期货的出现无疑也是给了贸易商，以及下游的出版印刷企业以新的风险管理工具。只是与纸企是天然的空头不同，贸易商可根据情况选择买入套保和卖出套保，出版印刷企业则是天然的多头，可以选择买入胶版印刷纸期货或卖出虚值看跌期权来进行成本锁定。

## 四、风险管理策略框架和要点总结

作为现代化的企业，不仅应有风险管理策略，也应与时俱进，使用新型风险管理工具以达到更加完善的风险管理效果。胶版印刷纸期货的出现在一定程度上就弥补了这方面的缺失，使得纸企从此前只能单向使用纸浆期货对冲成本，升级为可以使用胶版印刷纸期货管理售价，产生联动效应，更完善地管理自身风险。也给予下游出版商使用金融衍生品工具管理自身风险的机会。根据我们上述分析，大致可以将造纸产业链上综合风险管理框架总结如下（图6）：



资料来源：南华研究

图 6：造纸产业链综合风险管理框架

而在实际操作过程中也需注意以下要点：

### （一）明确定位

使用期货进行套期保值的目的是，管理并降低风险，维稳利润，而非投机以获取高额收益。企业应杜绝投机心态，在行情波动时操作应相对维稳，而非频繁进出。

### （二）基差管理

期价与现价波动并非完全同步，企业可根据历史基差波动规律，选择合适合约与点位入场。

### （三）保证金管理

企业需预留相对充足的流动资金，以应对行情波动可能带来的保证金追加风险。

值得注意的是，为鼓励现货企业投身胶版印刷纸期货的交易中来，自2025年10月14日

收盘结算时起，上期所调降了保证金比例——套持仓交易保证金比例从7%调整为6%，一般持仓交易保证金比例从8%调整为7%，降低了企业的资金占用成本；且2025年10月21日，上期所发布公告开始招募做市商，并于11月11日启动做市业务，以提高市场流动性与活跃度，满足造纸企业灵活利用期货管理自身风险与库存的意愿，也降低了企业的流动性风险。可以说，当前胶版印刷纸期货在逐渐成为一个更加成熟的金融衍生品工具来供造纸产业链上的各类企业使用。

（责任编辑：崔杰）

### 作者简介：

俞俊臣，任职于南华期货股份有限公司研究院，研究方向为纸浆与胶版印刷纸。

# 胶版印刷纸期货在企业风险管理中的应用与套期保值分析

中信期货有限公司 周重廷

## 一、胶版印刷纸期货的市场背景与功能定位

胶版印刷纸期货及期权于2025年9月10日在上海期货交易所正式挂牌交易，标志着全球首个文化用纸金融衍生品的诞生。我国是全球最大的胶版印刷纸生产和消费国。2024年产量达948万吨，表观消费量871万吨，市场规模接近500亿元。近年来，我国纸质图书阅读量基本稳定，教育出版表现较好增长韧性，双胶纸消费量整体保持稳定。

文化用纸产业链面临诸多挑战。国内外市场环境复杂多变，我国造纸工业面临较大的营收增长压力，产业避险需求较高。胶版印刷纸价格波动剧烈，近五年价格在4700元/吨至7500元/吨之间波动，给企业经营带来巨大挑战。尤其是2022年以来，伴随着造纸行业产能持续扩张与文化用纸产能集中释放，胶版印刷纸市场波动加剧，价格中枢快速下移。胶版印刷纸期货这一衍生品的推出，填补了文化用纸领域金融衍生品的空白，为产业链企业提供了精准管理价格波动风险的有效工具。

## 二、胶版印刷纸产业链结构与企业价格风险特征

### （一）产业链结构与成本特征

双胶纸，通过物理或化学方法加工而成的双面涂布纸的纸产品。上游以纸浆为主要原料，下游消费广泛应用于印刷、包装、书写等领域，教辅教材在总需求中占比超40%，且教辅教材对双胶纸用量较为稳定，存在刚需支撑。

#### 1. 产业链结构

双胶纸在造纸链条中，属于木浆下游产品，与铜版纸同属于文化用纸（图1）。从产业链环节来看，双胶纸处于链条中较为下游的行业，离终端市场较近。纸制品根据用途的不同，主要分为文化用纸、包装用纸、生活用纸以及特种纸。木浆下游消费中，文化纸及生活用纸占比最高，2024年，文化纸占木浆消费的31%，双胶纸占文化纸消费约70%左右。

产业链结构中，双胶纸上游原料为木浆，工艺上多数浆厂以针叶浆、阔叶浆及化机浆作为主要原料。下游以印刷出版为主导，包括教辅材料、社会图书、画册、商品、宣传资料等。双胶纸需求依托于出版招标（教材/政务类刚性采购），铜版纸更依赖商业宣传等市场需求。



数据来源：中信期货研究所

图 1：浆纸产业链框架

## 2. 市场供需结构

国内供给结构上，中国双胶纸供应主要依赖国产，进口比例低，过去 10 年进口依存度平均约 5%。从总供应总量来说，2023 年以前双胶纸的总供给量维持在 900 万吨上下波动，每年的同比变化在正负 5% 之间。2023 年，由于新冠疫情后国内防疫政策节奏的改变以及过去两年的持续投产，国内双胶纸产量大幅提升，当年总供给增速高达 14.6%，产量达到 1003 万吨。2024 年双胶纸产能利用率下降，产量下降至 947 万吨，同比下降 12%。

国内供给能力上，双胶纸产业近几年产能增速明显。自 2020 年起，国内双胶纸进入产

能投放高峰期，产能扩张加速。从 2020 年至 2024 年，近五年累计新增产能高达 478 万吨，截至 2024 年我国双胶纸产能为 1652 万吨，较 2019 年底增长 40.7%。但是与新产能投放的迅猛势头相比，双胶纸市场的需求增速相对缓慢。连续四年，国内双胶纸产能利用率仅有六成左右，行业存在产能过剩趋势。

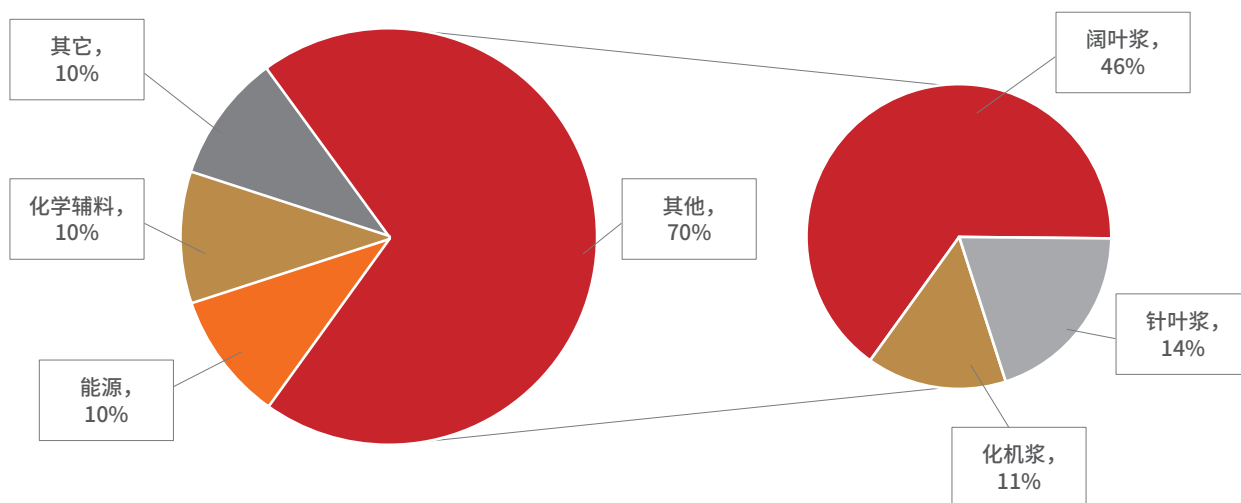
从产能布局来看，我国双胶纸装置主要集中在山东、广东和江苏省，三个省份占我国双胶纸产能的 66% 以上。在产业集中度上，近几年我国双胶纸也表现出了明显的集中度提升状态。头部双胶纸企业如晨鸣纸业、太阳纸业、亚太森博、华泰纸业，截至 2024 年，双胶纸

前四大纸企（CR4）的占比已达43%。

### 3.成本结构

双胶纸生产成本分为原料费用和抄造费用。木浆原料成本较高，针叶浆、阔叶浆、化机浆是主要原料，占比成本70%~75%，抄造费用占25%~30%，包括化学辅料、能源成

本、人工成本、折旧、电力等（图2）。通常单吨浆耗在700~750公斤左右，木浆配比各企业有所差异。化工辅料的成本约5%~10%，一般包括了胶料、色料及其他化学助剂。能源成本约占10%，其它成本10%。



数据来源：卓创资讯、中信期货研究所

图2：双胶纸理论生产成本构成

## （二）企业价格风险点分析

### 1.胶版印刷纸产业链各环节风险分析

胶版印刷纸产业链的价格波动风险传导机制，对企业的经营决策至关重要。其核心是“成本推动”和“需求拉动”两股力量，在“供需宽松”的宏观背景下相互作用、层层传导的结果（图3）。

#### （1）上游端

成本波动的源头上游木浆的价格是决定双胶纸成本的基石。当国际浆厂发布涨价函或出现转产、减产时，会直接推高纸企的生产成本。同时，能源和化工辅料的价格变化也会叠

加影响。这使得上游的成本波动，成为整个产业链价格传导的第一张“多米诺骨牌”。

#### （2）中游端

承受双重挤压的核心。纸厂是承受压力最集中的一环，同时面对“成本推动”和“需求拉动”两个方向的影响。

成本端传导受阻：当浆价上涨时，纸企有强烈的挺价意愿，试图通过发布涨价函将成本压力转移给下游。但在需求疲软时，涨价往往难以落地，导致利润被挤压，理论盈利长期为负。

供需根本矛盾：近年来双胶纸产能持续扩

张，但下游需求却因学龄人口下降、教辅政策调整、电子化冲击等因素而收缩，导致供需宽松格局。这是纸价持续承压的根本原因。

库存与资金压力：为了控制成本，纸厂会调整木浆配比，但这可能影响纸张质量，形成负向循环。同时，高库存占压大量资金，而行业利润承压和逆周期扩产又进一步加剧了企业的债务和现金流压力。

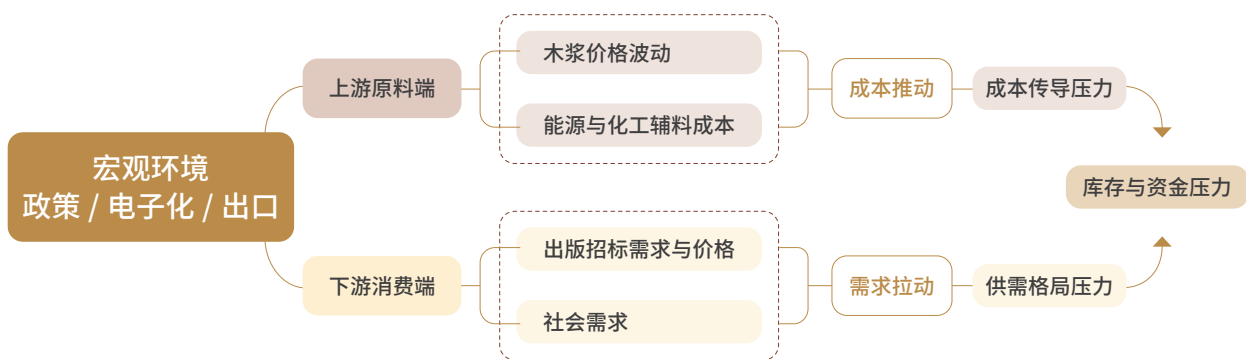
### (3) 下游端

需求疲软与价格博弈。下游的需求是决定

价格传导能否实现的最终环节。

出版招标：这是双胶纸需求的核心支撑。出版社通过集中招标采购，其招标时间和定价直接影响纸厂的订单和定价策略。但近年来招标节奏推迟、心态谨慎，对价格的提振作用有限。

社会需求：包括商务印刷、广告等，这部分需求持续疲软。当纸企试图涨价时，下游印刷厂和经销商因自身订单不足，会对高价纸抵触，导致涨价难以被接受。



数据来源：中信期货研究所

图 3：双胶纸产业链各环节传导机制

## 2. 企业风险应对策略

成本精细化与供应链协同：纸企需要通过技术升级和优化浆料配比来精细化管理成本，但需平衡成本与质量。头部集团可推进“林浆纸一体化”建设，提升原料自给率。同时，与上下游建立长期协同关系，通过签订长协价等方式稳定采销渠道。

产品差异化与计划性生产：在通用产品竞争激烈的红海中，开发低克重、高附加值的特种纸或功能性用纸是有效手段。同时，根据需求现状，实施“以销定产”的生产模式，严格控制库存水平，减缓企业资金压力。

利用金融工具避险：双胶纸期货的上市为产业链企业提供了重要的风险管理工具。企业可以通过期货市场的套期保值操作，提前锁定未来产品的销售价格或原料的采购成本，对冲现货市场的价格波动风险。

## 三、胶版印刷纸企业应用期货工具的策略与风险管理

对于胶版印刷纸产业链而言，新上市的期货和期权工具，恰好为应对价格波动提供了专业的风险管理手段。胶版印刷纸企业根据所处产业链位置而风险敞口不同，因此在应用期货工具的策略上存在区别（表1）。

表 1：双胶纸产业链风险特征及套保策略方向

产业链环节	核心风险	套保策略方向	案例简述
上游浆厂/ 供应商	纸浆价格下跌导致存货贬值	卖出纸浆期货，为库存保值	浆厂担心库存贬值，通过卖出纸浆期货对冲风险。
中游造纸厂	1.原料（纸浆）成本上涨	1.买入纸浆期货/期权，锁定成本	纸厂通过“买入纸浆期货+卖出双胶纸期货”，锁定未来一个季度的生产利润。
	2.产成品（双胶纸）价格下跌	2.卖出双胶纸期货，锁定售价	
	3.利润被压缩	3.利润套保，锁定加工利润	
下游出版社/ 贸易商	1.采购成本上升	1.买入双胶纸期货/期权，锁定成本	1.出版社为未来教材用纸在期货市场建立虚拟库存。
	2.库存纸张贬值	2.买入看跌期权，为库存保险	2.贸易商买入看跌期权，防范库存贬值，同时保留涨价收益。

数据来源：中信期货研究所

### （一）上游浆厂及供应商

对于上游的浆厂和供应商，核心风险在于持有的纸浆存货因市场价格下跌而贬值。策略核心在于利用纸浆工具管理库存风险：通过卖出纸浆期货或买入纸浆看跌期权，来对冲库存贬值的风险。例如，当判断未来浆价可能走弱时，浆厂可以卖出与库存量相当的纸浆期货合约。如果未来价格如期下跌，虽然现货销售利润受损，但期货头寸的盈利可以对冲这部分损失。

### （二）胶版印刷纸生产企业

对于中游造纸厂，同时面临上下两端的风险敞口。即原材料纸浆涨价，产成品双胶纸跌价，导致生产利润被压缩。因此纸厂在生产过程中锁定加工利润是关键，即通过在期货市场同时买入纸浆期货（锁定原料成本）和卖出双胶纸期货（锁定产品售价），将未来的加工利润锁定在一个理想水平。一旦采销价格能够提前锁定，生产企业的利润也将稳定下来，这样

才有可能进一步提升企业的竞争力。比如某造纸厂预计在2026年3月需要采购500吨纸浆，并计划生产相应数量的双胶纸进行销售。经过测算，该厂认为当双胶纸与纸浆的价差在1300元/吨时，有较为理想的利润。则可以通过买入纸浆期货合约锁定采购成本、同时卖出胶版印刷纸期货锁定未来销售价格，进而提前锁定加工利润。

### （三）出版社以及贸易商

对于下游出版社、书商和贸易商，主要风险是未来采购成本意外上升，以及持有的库存因纸价下跌而贬值。核心策略是管理采购成本与库存风险。

1. 下游出版社及书商等消费企业：建立“虚拟库存”，锁定采购成本。

对于出版社而言，在纸价低位时担心未来上涨，但眼下又不需要全部实物库存，可以在期货市场上买入等值的双胶纸期货合约，建立“虚拟库存”。这样既锁定了成本，又节省

了仓储和资金成本。伴随后期逐步开启现货采购，再同步平掉期货盘面相应数量持仓，完成由虚拟库存转移至现货库存的过程。

2. 贸易商：买入看跌期权，为现货库存“上保险”。

对于贸易商，核心诉求是在规避价格下跌风险的同时，不丧失价格上涨时带来的收益。采用了“买入看跌期权”的策略对库存进行保值。该策略可以对冲价格下行风险，帮助企业锁定最低销售价格，同时保留了价格上涨带来的收益。比如某贸易商支付一笔权利金后，如果纸价大跌，则有权以高价卖出，规避风险；如果纸价上涨，只需放弃行权，损失权利金，但仍能享受现货上涨的收益。

总结来看，胶版印刷纸期货与期权的上市，与现有的纸浆期货形成了“浆—纸”一体化的风险管理链条，助力浆纸产业链企业实现从原材料到产成品敞口风险的闭环管理。

#### 四、胶版印刷纸期货的挑战与机遇

胶版印刷纸期货和期权作为全球首个文化用纸金融衍生品，自2025年9月在上海期货交易所以上市以来，为我国造纸产业链企业提供了更为精准和多样化的价格风险管理工具。当然，作为一个期货新品种，它在运行初期也面临一些挑战。

##### （一）胶版印刷纸期货的挑战与优化路径

1. 胶版印刷纸上市初期面临流动性不足问题，市场成熟度低于纸浆期货。在此情况下，双胶纸产业链上下游企业及期现商群体参与套保难度增大。一方面流动性不足会导致交易滑点，产生巨大的摩擦成本。另一方面，由于市场参与度偏低，期货头寸则相对集中，价格剧

烈波动风险增加。

针对流动性不足的问题，引入做市商制度较为关键。通过赋予做市商连续报价的义务，为市场提供即时、深度的流动性，缩小买卖价差，吸引普通投资者入场，改善远月合约，降低市场参与者滑点成本。针对合约交割优化方面，如根据成交运行情况适时重新审视交易单位、交割标准等设计是否贴合现货贸易习惯，确保期货与现货市场紧密联动，增强其吸引力。

2. 市场参与结构单一。目前胶版印刷纸期货参与主体以大型纸厂和投资散户为主，机构投资者和产业下游参与度偏低，部分中小厂商则持观望态度。若市场参与者主要是产业客户（如大型造纸厂和出版社），由于双方交易高度趋同（价格大涨时纸厂卖保，超跌时出版社买保），导致中间买卖力量失衡，进而流动性缺失而进入震荡格局。

优化路径在于打破单一结构，构建稳定、多元的参与主体生态。即通过引入机构投资者如做市商、CTA、私募等，平衡市场流动性。同时，加强市场的培育，联合期货公司、行业协会，针对产业链上下游企业开展培训，普及套期保值知识，引导中下游中小实体企业参与期货，构成市场的稳定基石。

##### （二）总结与展望

胶版印刷纸期货及期权上市为整个浆纸产业链带来了全新的风险管理工具。通过合理运用期货和期权套期保值策略，企业能够有效应对原材料和产成品价格波动风险，平滑经营利润，增强经营韧性和抗风险能力。

随着胶版印刷纸期货及期权市场的不断发展成熟，其价格发现功能将进一步完善，有助

于形成公正、透明的市场定价基准，提升我国在国际纸及纸制品市场的价格影响力。同时，

“浆纸”一体化风险管理链条的完善，将助力企业实现全周期、全链条的风险管理，促进行业高质量、可持续发展。

未来，随着更多产业链企业参与和产品体系的不断丰富，胶版印刷纸金融衍生品市场将进一步发挥服务实体经济的功能，为我国文化

传播事业的繁荣发展和造纸工业的国际竞争力提升奠定坚实基础。

（责任编辑：李青）

#### 作者简介：

周重廷，中信期货有限公司研究所商品研究部研究员，研究方向为双胶纸、纸浆以及原木品种。

# 金融工具赋能实体经济： 胶版印刷纸期货对现货市场的深远影响

山东卓创资讯股份有限公司 李爽

2025年9月10日，胶版印刷纸（以下称双胶纸）期货和期权在上海期货交易所正式挂牌交易。期货作为现代金融体系的重要组成部分，其价格发现和风险规避功能对实体经济发展具有重要作用。双胶纸作为文化印刷用纸领域的重要纸种，其价格波动对上下游产品存在影响。在此背景下，胶版印刷纸期货的上市成为市场关注焦点。本文将分析胶版印刷纸期货上市对市场的主要影响，包括行业供需格局、交易方式创新、定价模式等方面，为相关企业和投资者提供参考。

## 一、胶版印刷纸期货的背景与意义

双胶纸作为造纸行业的重要产品之一，广泛应用于书本印刷、办公用纸、商务印刷等领域。近年来，随着我国文化教育事业的发展，双胶纸市场波动频繁。另外，原料价格波动、环保和教育政策调整、国际贸易环境多变等因素也加剧了双胶纸价格的不稳定性，上下游企业经营风险增加。

在此背景下，胶版印刷纸期货的上市具有重要的现实意义。首先，期货市场提供了有效的价格发现机制，通过集中竞价交易形成公开透明的价格信号，有助于市场参与者准确把握供需状况。其次，期货合约为企业提供了风险管理工具，纸厂、贸易商和终端用户可以通过

套期保值操作更好地把控成本或利润，规避价格波动带来的经营风险。此外，胶版印刷纸期货的推出还将促进纸品金融化进程，吸引更多非产业客户参与，提升市场流动性和价格效率。

从国际市场经验来看，成熟的大宗商品市场通常都有相应的期货品种作为配套。欧美等发达地区的纸浆、纸张期货市场已有多年历史，为当地造纸行业提供了有效的风险管理平台。我国推出胶版印刷纸期货，既是顺应产业发展需求的必然选择，也是完善大宗商品市场体系的重要举措，有助于提升我国在全球纸品市场中的定价话语权。

2018年11月27日纸浆期货上市，对现货市场产生了显著影响。双胶纸作为纸浆重要的下游产品之一，其期货的上市代表着产品金融属性的增强，也将会为现货市场带来一系列影响。

纸浆作为双胶纸的主要上游原料，回顾纸浆期货上市以来，现货市场发生了一系列变化：

第一，期货成为现货定价的重要参考。期货市场通过集中交易生成连续透明的价格信号，解决了此前市场报价比较分散、区域价差不一的问题，业者逐步使用“期货价格+升贴

水”的定价模式，纸浆期货价格与现货价格长期高度相关。

第二，行业风险管理工具完善，市场套保行为普及，市场贸易更加多元化。产业客户通过期货工具进行套期保值，贸易商采用基差贸易模式增多，同时还吸引了非产业客户参与。整体来看，产业链获取利润的途径增多，风险也随之增加。

第三，优化资源整合，产业标准化和环保要求收紧。交割标准倒逼生产企业工艺升级，部分中小厂商产品淘汰，市场低效产能加速出清，绿色转型成为现货市场的主要发展方向。另外，可交割品牌从11个增加至14个，2025年个别品牌暂停交割，仓单资源向高价品牌转移，推动现货市场调整品牌价差结构。

参考纸浆期货上市以来现货市场的变化，可以预见双胶纸市场随着期货上市将迎来新的机遇与挑战，主要集中在以下几个方面。

## 二、对行业供需的影响

从双胶纸行业现状来看，市场供需压力较大，近五年新产能不断投放，截至2025年10月底，2025年双胶纸市场新增产能145万吨左右，华中、华南地区供给压力增加。而随着新入学学生数量减少、文化教育政策调整、电子化普及率提升，双胶纸需求端面临挑战不断，市场长期处于供应过剩局面。一定程度上，期货的上市为行业带来部分改善。

供给端方面，期货价格信号将引导生产企业更合理地安排生产计划。当期货价格显示未来供应偏紧时，企业可考虑提前提高开工负荷；反之当价格预示供大于求风险时，则可以适当控制产量。这种前瞻性的生产调节机制有助于减缓行业周期波动，减少生产资源错配和

浪费。同时，期货市场的套期保值功能使企业能够在锁定利润的前提下扩大生产规模，从而提升行业整体供给稳定性。但结合双胶纸供应过剩的行业现状来看，此影响逻辑短期内或难有较明显的体现。拥有交割品牌的纸企，或将利用期货带来的品牌溢价，扩大自身影响力，从而挤压中小纸企生存空间。另外，胶版印刷纸期货交割品级要求质量符合或者优于国标GB/T30130-2023《胶版印刷纸》中优等品指标，将加速市场落后产能出清，引导资源向优质产能倾斜，从而推动行业向绿色环保方向发展。

从需求端来看，胶版印刷纸期货为下游印刷和出版企业提供了成本和风险管理工具，对原纸需求或存在利好带动。印刷企业、出版社可以通过买入期货合约明确未来的原料采购成本，避免因纸价上涨而压缩利润空间，这种成本的确定性将增强下游企业的接单灵活性和市场竞争力，间接稳定和扩大了双胶纸的市场需求。此外，期货市场提高了双胶纸作为资产的流动性，一些具备仓储条件的贸易商和投资者可能增加商业库存，在特定时期形成额外的市场需求。另外，双胶纸贸易商和下游客户均存在备货习惯，行业流通库存长期存在，但随着近两年淡行情的持续，贸易商和下游客户采买偏理性，备库周期有所缩短，整体维持按需跟进为主。随着胶版印刷纸期货市场参与度的提高，贸易商和下游企业可以通过“现货库存+期货对冲”的方式更科学地管理库存风险，从而增加整体备库意愿，或对双胶纸需求端的改善存在积极作用。

另外，胶版印刷纸期货市场引入了做市商制度，当胶版印刷纸期货因做市商制度而变

得活跃、稳定时，它发出的价格信号就更加权威，有望引导现货市场的纸企、贸易商和下游客户形成理性预期，做出更合理的决策，最终促进整个行业的稳定和健康发展，形成良性联动，这也是缓解现货市场供需矛盾的重要途径。

### 三、对市场交易方式的影响

首先，期货市场引入标准化合约交易，统一产品规格、质量标准和交割流程，将会降低双胶纸交易双方的协商成本和信用风险。与传统的现货交易谈判相比（主要应用于社会面订单），期货市场的集中竞价交易提高了市场效率，扩大了交易规模。考虑到目前双胶纸近四成需求集中于图书出版，受部分终端企业性质和主观意愿影响，招标的交易方式短期内可能继续保持。

其次，在做市商制度下，专业机构通过持续报价为市场提供流动性，大额交易能够及时成交且避免引起价格剧烈波动。同时，期货市场的结算担保机制规避了交易对手违约风险，使企业能够更放心地进行大额交易。另外，参考产业链中的纸浆期货，胶版印刷纸期货市场或将衍生出基差交易、跨期套利等多种新型交易策略，为专业投资者提供了更丰富的获利机会。这些创新交易方式将吸引更多非产业客户参与双胶纸市场，提升整体市场深度和活跃度。

最后，期货市场将促进电子化交易平台的普及。电子交易系统支持全天候报价和即时成交，市场参与者可以随时随地进行交易决策，不再受地域和时间的限制。这种高效的交易方式将逐步改变传统纸品贸易中依赖人际关系和区域分销的模式，推动行业向更加透明、高效

的方向发展。

### 四、对定价模式与价格形成机制的影响

长期以来，双胶纸市场定价主要依靠纸厂报价和买卖双方协商，价格透明度偏低。期货市场通过集中交易形成连续、公开的价格展示，将成为现货价格的重要参考。参考纸浆行业经验，“期货价格+基差”的定价模式将逐渐增多。基差是指现货价格与期货价格的差额，反映了实际交易地区的供需状况、物流成本等因素。这种定价模式既保留了期货市场的价格发现功能，又兼顾了现货市场的具体情况，使定价更加科学合理。对于长期合同，买卖双方可以参考期货价格约定浮动定价公式，实现风险共担。

期货市场还将提高价格形成的效率和灵敏度。所有市场参与者的买卖意愿通过电子系统集中体现，信息能够迅速反映在价格变动中。例如，当纸浆价格上涨或下游需求增加时，期货价格会快速调整，进而引导现货市场及时作出反应。换言之，双胶纸现货市场短期价格扰动因素增加。这种灵敏的价格信号有助于资源配置的优化，避免因价格粘性导致的供需失衡加剧。

从国际经验看，成熟期货市场的价格往往成为国际贸易的定价基准。我国胶版印刷纸期货的健康发展有望形成具有国际影响力的“中国价格”，特别是在“一带一路”沿线国家市场，中国胶版印刷纸期货价格可能成为区域贸易定价的重要参考，提升我国造纸行业的国际话语权。

值得注意的是，期货价格反映业者情绪和资金动向，对现货价格既有引导作用，也受现货市场制约，两者通过交割机制保持最终一致

性，这明确了期货市场价格不会长期偏离基本面，避免了过度投机导致的定价扭曲。

## 五、对不同市场主体的影响

对生产企业而言，期货市场提供了新的销售渠道和风险管理工具。期货可能带来投资者建库的需求，成为纸企消化库存的渠道。当纸企对未来纸价预期偏空，可通过卖出期货合约，以锁定未来产品的销售价格，确保合理的生产利润，特别是在原材料价格波动剧烈时期，这种套期保值操作能够有效平滑企业盈利波动，增强财务稳定性。且通过期货市场的交割机制，纸企销售渠道拓展，有助于增强品牌影响力。同时，期货价格包含的市场预期信息可以帮助企业做出更科学的生产和投资决策，平滑经营波动。最后，纸企可通过双胶纸期权为价格上“保险”：买入“看跌期权”后，若未来纸价下跌，期权的收益可以弥补部分现货销售的亏损；若价格上涨，纸厂只需让期权作废，损失权利金，但仍能享受现货价格上涨带来的全部收益。且利用期权设计“保价协议”等灵活的销售方案，有益于增强客户粘性。就目前情况来看，纸企对胶版印刷纸期货态度有所分化，规模纸企态度偏积极，关注交割品牌设立带来的品牌溢价和销售机会；而中小纸企相对偏谨慎观望，成本、规则复杂性以及套保效果是主要的痛点。

对于贸易商来说，胶版印刷纸期货和期权的意义在于丰富价格参考，以及管理库存贬值风险，稳定购销价差。一方面，胶版印刷纸期货提高了价格透明度，贸易商采购可参考的信息更多，可减少部分成本，期货工具也使贸易商能够更灵活地管理库存风险和价格风险，开展多种形式的套利交易。另一方面，期货提高

了贸易商对下游环节销售的价格透明度，压缩了传统贸易中信息不对称带来的利润空间，倒逼贸易商向供应链服务商转型，通过物流、金融等增值服务获取收益。

下游企业如印刷企业、出版社等将从成本管理的改善中受益。通过合理利用期货市场，这些企业可以提前锁定原材料成本，避免因纸价波动频繁导致的利润侵蚀。另外，考虑到目前大型出版企业原纸采购多依托于每年两季的招标进行，随着价格变动频繁，未来出版企业对双胶纸市场价格关注频度或有提升。

对投资者而言，可通过预测双胶纸价格涨跌来进行期货交易，获取价差收益。虽然投资者不参与原纸的实物交易，但他们的参与为市场提供了流动性，使得产业链上的企业能够更容易、更快速地找到交易对手，从而完成风险管理操作，也丰富了产业链获取利润的途径。

综合以上，胶版印刷纸期货上市是我国造纸行业市场化进程中的重要里程碑，将对行业产生全面而深远的影响。通过提供有效的价格信号和风险管理工具，期货市场有助于稳定行业供需、创新交易方式、完善定价机制，提升资源配置效率。

尽管胶版印刷纸期货上市带来诸多积极影响，但也面临一些潜在风险和挑战：

市场流动性风险是首要关注点。新期货品种上市初期，参与者数量有限，买卖价差可能较大，影响套期保值效果。另外，交割环节的风险也可能存在，双胶纸作为实物商品，交割品牌多样，其品质判定、仓储物流、交割验收等环节都可能产生纠纷，带来实货交收的不确定性风险。最后，过度投机是另一个潜在风险，期货市场的杠杆特性可能吸引大量投机资

金，导致价格短期内脱离基本面剧烈波动，这种非理性波动会干扰企业的正常经营决策，加剧市场风险。

对于有意愿参与胶版印刷纸期货市场的产业客户，还面临操作风险和人才短缺挑战。套期保值业务需要专业的团队和严格的内控制度，一些中小型企业可能缺乏相关经验和人才，盲目参与期货交易不仅无法对冲风险，反而可能放大亏损。需加强人才培养，或与期货服务中介机构合作，为企业提供风险管理咨询。

从国际环境看，我国胶版印刷纸期货市场还面临与国际市场接轨的挑战。目前我国双胶纸进出口量在整体供需中占比相对较小，但随着纸品贸易全球化程度提高，国内外市场联动性有望增强，在质量标准、交易规则等方面的差异，可能会对此进程产生影响。如何在我国市场实际情况与国际惯例之间找到平衡点，是市场发展过程中需要解决的问题。

## 六、未来展望

展望未来，胶版印刷纸期货市场的发展将呈现以下趋势：一是参与者结构更加多元化，产业客户、金融机构、个人投资者等各类主体形成良性互动；二是交易策略更加丰富，期现

结合、跨市场套利等复杂策略推动市场深度发展；三是国际化程度逐步提高，与全球纸品市场形成更紧密的联动关系。

对产业客户而言，主动适应期货市场带来的变革，加强人才培养和风险管理能力建设，合理利用期货工具提升经营稳定性，是未来的取胜之道。对监管机构而言，双胶纸行业的健康发展离不开完善的监管框架和市场基础设施的支持。对投资者而言，充分认识胶版印刷纸期货的投资特性和风险特征，根据自身风险承受能力审慎参与，才是规避风险、提高效益的明智之选。

可以预见，随着胶版印刷纸期货市场的健康发展，我国造纸产业的国际竞争力和定价话语权有望提升，为实体经济高质量发展提供有力支撑。这一金融创新也将为其他工业品期货品种的推出积累宝贵经验，推动我国大宗商品市场体系不断完善。

（责任编辑：孙悦）

### 作者简介：

李爽，山东卓创资讯股份有限公司文化印刷用纸市场资深分析师。

# 胶版印刷纸期货及期权 上市三个月运行情况回顾

上海期货交易所 王艺宁

2025年9月10日，全球首个文化用纸金融衍生品——胶版印刷纸期货及期权在上海期货交易所（以下简称上期所）成功挂牌上市。

造纸工业是与国民经济发展和人民生活息息相关的重要基础原材料产业，纸及纸板的消费水平也是衡量一个国家现代化水平和文明程度的标志之一。从应用领域来看，纸可以分为文化用纸、包装用纸、生活用纸、特种纸等。胶版印刷纸是文化、印刷用纸的典型代表纸种，主要以漂白木浆为原料制成，广泛应用于图书、杂志、笔记本等领域。我国是全球最大的胶版印刷纸生产国和消费国，2025年1—11月我国胶版印刷纸产量800.15万吨，同比下降8.32%，表观消费量738.90万吨，同比下降7.83%。

近年来，国内外市场环境复杂多变，我国造纸工业正加快技术进步，面临较大的转型升级和营收增长压力，产业避险需求较高。推出胶版印刷纸期货和期权，填补了国内文化用纸衍生品的空白，为我国文化用纸产业链企业提供了精准管理价格波动风险的工具，有助于加快形成公开透明公允的市场价格。同时，与纸浆期货形成协同效应，打造“纸浆—胶版印刷纸”的文化用纸风险管理链条，加强上下游企业对从原材料到产成品敞口风险的闭环管理，

完善浆纸产业全周期风险管理体系，提升商品期货市场服务实体经济质效。

同时造纸产业具有较强的循环经济特征，目前在我国已经基本形成完整的原料可再生、产品可循环、废弃可回收的生产、流通和消费体系。《中共中央国务院关于加快经济社会全面发展全面绿色转型的意见》中明确提出大力推动造纸等行业绿色低碳转型，推广节能低碳和清洁生产技术装备，造纸行业面临新一轮转型升级。胶版印刷纸期货和期权上市后，通过交割品级选择设置、交割认证品牌准入等合约制度安排，将引导行业全面贯彻绿色循环发展理念，以市场化手段推动造纸产业绿色低碳转型，为“双碳”战略和绿色发展战略目标贡献力量。

## 一、胶版印刷纸期货及期权上市三个月运行情况

### （一）胶版印刷纸期货运行情况

胶版印刷纸期货上市三个月以来，市场运行整体平稳，与纸浆期货及期权联动，助力企业从采购端控成本、从销售端稳收入，实现从原材料到产成品价格风险敞口的闭环管理。截至2025年12月10日，胶版印刷纸期货主力合约OP2602收报4024元/吨，较上市首日主力合约OP2601收盘价4208元/吨下跌4.37%（图1）。

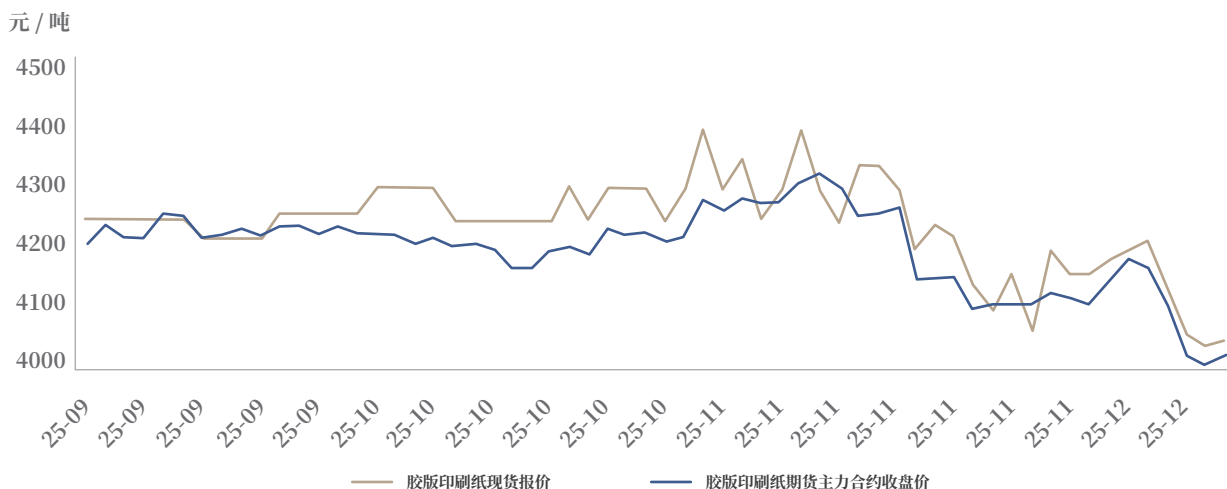


图 1：胶版印刷纸期现价格对比

近年来，国内纸企持续推动技术革新与降本增效，纸浆期货标的物漂针浆在胶版印刷纸生产成本中的配比逐渐降低，其在成本端对胶版印刷纸定价的影响正逐步减弱。当前来看，胶版印刷纸期货与纸浆期货价格相关性整体较低，成本端（纸浆）到需求端（胶版印刷纸）的价格传导效应需要在更长的时间周期里得到验证。

2025年11月10日，胶版印刷纸期货启动做市业务。做市业务上线以来，胶版印刷纸期货日均成交量逐步提升，持仓量持续增长，市场流动性得到改善。截至2025年12月10日，胶版印刷纸期货累计运行60个交易日，累计成交量17.17万手，成交金额287.62亿元，日均成交量、日均成交金额、日均持仓量分别为0.28万手、4.68亿元、0.68万手（图2）。

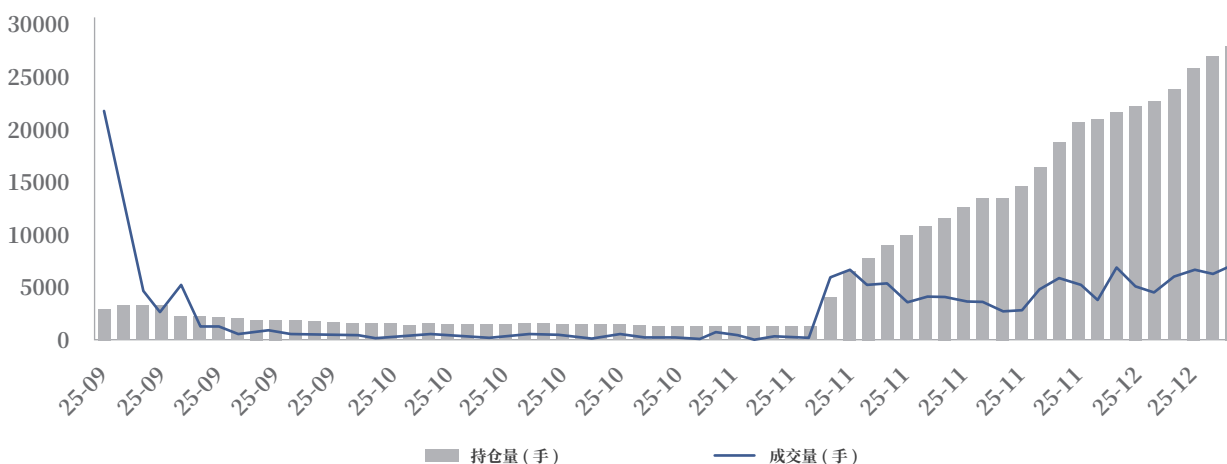


图 2：胶版印刷纸期货日均成交持仓情况

交割商品方面，胶版印刷纸期货交割实行品牌认证制度，目前共选取10家认证企业的

10个品牌作为认证品牌；交割模式方面，采取“仓库+厂库”的实物交割模式，目前胶版印

刷纸期货在华东、华北、华南、华中及江浙沪地区共设有4家交割仓库、3家集团交割中心及10家交割厂库，核定库容31万吨。截至2025年12月底，胶版印刷纸期货交割厂库库存1120吨，交割仓库暂无期货库存。

## （二）胶版印刷纸期权运行情况

截至12月10日，胶版印刷纸期权累计成交量4.48万手，成交金额1.19亿元，持仓3060手；日均成交量和日均持仓量分别为759.64手和1741.90手（图3）。

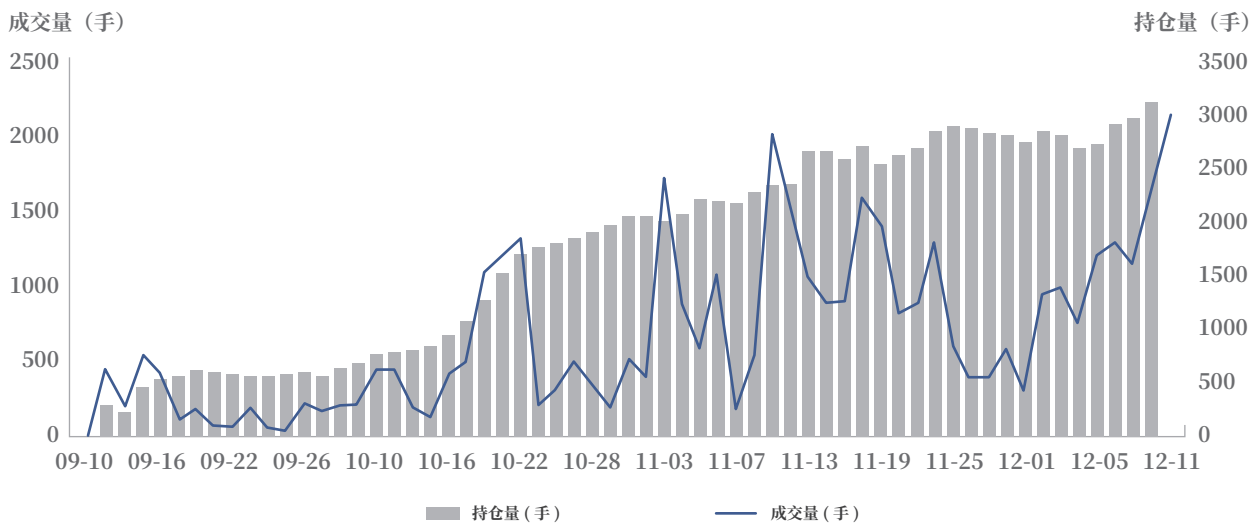


图3：胶版印刷纸期权日均成交持仓情况

## 二、胶版印刷纸基本面情况分析

### （一）市场供给整体充裕

2025年上半年，仙鹤纸业广西基地、玖龙纸业湖南和广西基地的文化用纸产线先后投产；第三季度以来，晨鸣纸业山东和吉林等基地实现了复工复产。国内全年文化用纸新投产量约164万吨，伴随着市场产能的进一步充裕，市场竞争压力愈发激烈，全年文化用纸产能利用率低于60%。

### （二）下游需求延续偏弱格局

据国家新闻出版署统计，2024年全国图书总印数119.8亿册（张），同比下降4.1%；单品种平均印数2.2万册，同比降低4.3%。教材教辅类图书方面，据教育部统计，2024年全国义务教育阶段招生3465.39万人，在校

生15970.54万人，分别同比下降约4.60%和0.80%，叠加近年来教育“双减”政策和义务教育阶段“一教一辅”政策驱动，国内教材教辅类图书用纸量连续多年下降。社会图书方面，2024年我国图书零售市场码洋规模达1129亿元，同比下降1.52%。从细分市场来看，生活、语言、自然科学、少儿和教育类图书码洋实现正增长，地理、农业、经管、文学类图书码洋出现较大幅度下跌。

### （三）进出口小幅回落

进口方面，2025年我国胶版印刷纸进口量总体小幅回落。截至2025年11月，进口量15.21万吨，同比下降16.24%。近年来，国内产能持续释放，产品自给能力逐步增强，进口依赖度进一步下降，整体进口规模仍维持低

位。部分高端文化用纸及特种印刷纸仍存在一定进口需求，进口来源国主要包括印度尼西亚、日本、俄罗斯等。

出口方面，受国际市场竞争加剧、海外需求疲软以及国际贸易环境不确定性加强等因素影响，我国胶版印刷纸出口量整体延续下降态势。截至2025年11月，年出口量76.47万吨，同比下降14.30%。国内企业积极推进产品结构向中高端升级，但仍面临成本上升与价格竞争的双重挑战。主要出口国包括日本、阿联酋、韩国等。

综合来看，我国胶版印刷纸进出口规模相对有限，国内市场仍以自产自销为主，进出口变化对整体供需格局影响较小。

#### （四）胶版印刷纸现货价格偏弱震荡

2025年以来，胶版印刷纸现货价格全年呈震荡下行态势。第一季度，文化用纸价格在春季教材教辅招标季小幅上涨后，下游需求逐步转淡，价格小幅下调；第二季度，4月旺季过后受教材教辅需求走弱，终端采购维持刚需影响，价格持续下跌；第三季度，受国内造纸企业大力推进“林浆纸”一体化和进口纸浆替代影响，叠加山东晨鸣纸业复工预期，以及后续国内有新产能计划投放，市场预计短期内文化用纸供给偏宽松影响，价格持续走弱；第四季度以来，受“金九银十”传统消费旺季期间下游需求不及预期、供需双弱格局影响，期现货价格延续偏弱震荡态势。

### 三、工作计划及展望

下一步，上期所将围绕行业发展方向及期货市场运行规律，持续提升产业客户参与度，不断优化交割体系，完善浆纸产业风险管理工具体系，全面提升市场运行质量与产业服务

效能。

一是密切关注行业动向，维护交割业务平稳运行。2025年12月16日，国务院公布《全民阅读促进条例》，为胶版印刷纸消费市场注入了积极的政策预期。“十五五”期间，造纸产业将以“绿色化、低碳化、数智化”为主线，推进原料自主化、能源低碳化和工艺数智化，上期所将持续密切关注相关政策的出台对文化用纸消费市场总量和结构的变化影响，根据胶版印刷纸产地布局与龙头企业产能投放情况，持续优化交割品牌、交割仓库与厂库布局，推动质量稳定、规模稳定的品牌纳入交割体系。

二是提升产业客户参与度，强化市场推广与产业培育工作。依托“走一线”和“一对一”上门服务、上期“强源助企”产业客户培育项目、产融基地和合作培训等机制，加强与行业协会、龙头产业客户的推广合作，充分发挥行业龙头企业辐射带动作用，同时重点针对下游消费企业参与情况，积极开展精准、务实、易懂的市场培训与宣传，详细介绍期货基础知识并解读胶版印刷纸期货及期权合约规则。

三是进一步补齐产业链风险管理工具短板，完善定价体系。加快推动瓦楞原纸期货及期权注册上市，补齐包装用纸产业链风险对冲工具短板，进一步完善覆盖全产业链的风险管理链条，助力产业链企业全面应对价格波动风险。

（责任编辑：翟羽佳）

作者简介：

王艺宁，任职于上海期货交易所商品二部。

# 胶版印刷纸期货及期权25问

## 1 纸张有哪些主要的分类？

**答** 中国造纸协会数据显示，2024年全国纸及纸板生产量13625万吨，消费量13634万吨。根据用途划分，纸张主要可分为文化用纸、包装用纸、生活用纸、特种纸等四大类。其中，文化用纸主要包括涂布印刷纸、未涂布印刷书写纸和新闻纸等，约占我国纸及纸板总产量的20%；包装用纸主要包括箱板纸、瓦楞原纸、白卡纸等，约占63%；生活用纸主要包括卫生纸、面巾纸、手帕纸、餐巾纸、厨房纸巾、纸尿裤等，约占9%；特种纸主要包括特种包装纸、装饰原纸、卷烟纸等，约占8%。

## 2 文化用纸有哪些主要的分类？

**答** 文化用纸作为信息传递、知识传播和文化遗产的重要载体，主要分为未涂布印刷书写纸、涂布印刷纸和新闻纸等。各类文化用纸有其特定的用途和特性，具体而言，未涂布印刷书写纸包括胶版印刷纸、书写纸、静电复印纸等，主要应用于各类图书、期刊和商务办公等。涂布印刷纸以铜版纸为主，常用于书籍封面、插图、画册等。新闻纸是报刊的主要用纸，具有纸质松轻，吸墨性能好的特点。

## 3 什么是胶版印刷纸？

**答** 胶版印刷纸作为传播文化知识、书写和印刷的一种重要纸张，广泛应用于图书、教材、杂志、笔记本、彩色图片等领域，是造纸工业的重要分支，与国民经济和社会事业发展密切相关，其消费水平是衡量一个国家现代化水平和文明程度的重要标志。

胶版印刷纸是文化印刷用纸的典型代表纸种，主要以漂白木浆为原料制成，主流图书均采用胶版印刷纸进行印刷。目前，市面上绝大多数的胶版印刷纸均为双面胶版印刷纸（以下简称双胶纸），行业通常用双胶纸代指胶版印刷纸。根据中国造纸协会等有关机构统计，双胶纸作为未涂布印刷书写纸中最主要的分类，约占其国内消费量的半数以上，约占国内文化用纸消费量的约40%。

#### 4 胶版印刷纸的类型有哪些？

**答** 双胶纸市场标准化程度较高，市面上主要根据双胶纸定量、亮度等质量指标进行区分。市场上最主流、最常见的双胶纸定量在60~90g/m<sup>2</sup>之间，各类图书、期刊、杂志的定量基本在该范围内。定量在25~40g/m<sup>2</sup>的双胶纸通常被称为轻量纸（或轻型纸），主要应用于词典等。定量在140g/m<sup>2</sup>及以上的双胶纸通常被称为高克重双胶纸，具有表面平滑度高、耐折度好等特点，主要应用于制作广告海报、高档产品目录、服装彩色商标、会议请柬、生日贺卡、工艺品和包装品等。

根据纸张亮度，双胶纸还可以分为高白、本白、米白等。一般来看，高白的D65亮度在95%以上，本白的在80%~85%，米白的在80%以下。

#### 5 胶版印刷纸的产业链构成是怎样的？

**答** 双胶纸的产业链覆盖广阔，从上至下覆盖了制浆、造纸和图书出版印刷、文具制造等领域。上游主要包含纸浆期货交割标的物漂白硫酸盐针叶木浆（以下简称漂针浆）、漂白硫酸盐阔叶木浆（以下简称漂阔浆）、化学机械浆（以下简称化机浆）和相关化学辅料，如淀粉、碳酸钙、烧碱等，另有少量企业使用竹浆、再生纸浆等作为生产双胶纸的原材料。产业链中游为文化用纸纸厂、贸易商、相关仓储和物流行业。产业链的下游包括图书印刷出版行业、文具制造行业等。

#### 6 我国胶版印刷纸生产情况如何？

**答** 根据中国造纸协会统计，自2009年开始，我国未涂布印刷书写纸（超过半数双胶纸）产量超过美国成为全球第一大生产国。“十二五”和“十三五”期间，我国造纸行业进入调结构、提质量的阶段，在电子阅读的冲击下，双胶纸产量增幅放缓。近年来，全国多地大型双胶纸产能陆续投放，产量呈现稳中有增的态势。2024年，我国双胶纸产量约为948万吨，约占未涂布印刷书写纸产量的51.4%，约占全国纸及纸板总产量的7.0%。

#### 7 我国胶版印刷纸消费情况如何？

**答** 据统计，2024年我国双胶纸表观消费量约为871万吨。《造纸行业“十四五”及中长期高质量发展纲要》指出，预计到2035年，全国纸及纸板总产量将达到1.7亿吨，年均增长约2.5%，年人均消费量达到120千克以上，基本达到中

等发达国家人均纸张消费量水平。近年来，我国成年国民纸质图书阅读量基本稳定，教育出版呈现较好增长韧性，双胶纸消费量整体保持稳定增长。

### 8 我国胶版印刷纸进出口国家和地区有哪些？

**答** 我国双胶纸进出口量主要受境内外市场价差、供需等因素影响。双胶纸进口来源相对集中，出口目的地相对分散。从进口来源看，以印度尼西亚为主，其进口量常年占我国双胶纸进口量的50%以上；其次为日本、俄罗斯和中国台湾省；前4位进口来源地约占总进口量的80%以上。双胶纸出口目的地主要包括日本、菲律宾、中国香港、澳大利亚、韩国等。

### 9 胶版印刷纸如何定价？

**答** 造纸行业是一个高度市场化的产业，成本、利润率、市场需求、品质差异等因素均会影响双胶纸的定价。其生产成本主要由原料成本（主要为漂针浆、漂阔浆和化机浆，约占生产成本的70%）和其它（电气费、水费、人工费、化学添加剂、环保污水处理费、设备折旧费用等）两部分构成。

### 10 近年来胶版印刷纸价格波动情况是怎样的？

**答** 2020年至2024年间，我国双胶纸市场经历了两次显著的价格波动周期。2019年末至2020年初，双胶纸价格出现明显下跌趋势。但随着经济复苏逐渐提速，纸张需求回暖，原材料成本上升，价格也随之反弹，并在2021年上半年达到7500元/吨上下。2021年末至2023年上半年，受地缘政治局势动荡、能源价格上涨等影响，全球纸浆价格持续攀升，双胶纸价格居于相对高位。2023年下半年至今，随着我国纸张需求增长趋缓，市场供需关系逐步平衡，双胶纸价格开始回落并维持低位震荡。产业链企业面临较大的成本价格波动问题，行业对避险工具有较强呼声。

### 11 上市胶版印刷纸期货及期权可以发挥哪些作用？

**答** 一是为文化纸市场提供风险管理工具。我国是全球最大的文化纸生产国和消费国。胶版印刷纸作为文化用纸中最主要的代表，具有市场体量大、标准化程度高、价格波动大等特点。胶版印刷纸期货及期权的推出，将填补国内文化用纸金融衍生品的空白，为我国文化用纸产业链企业提供精准管理价格波动风险的工具。

二是完善浆纸产业全周期风险管理体系。对于上游造纸企业，纸浆占胶版印

刷纸生产成本的70%以上；对于下游出版印刷企业，纸张费用最高可占营业成本的一半以上。胶版印刷纸品种上市后，将与纸浆品种联动，助力企业从采购端控成本、从销售端稳收入，实现从原材料到产成品价格风险敞口的闭环管理。下一步，上期所还将加快研发瓦楞原纸期货及期权，进一步覆盖包装用纸市场，届时浆纸产业链主要产品的风险管理工具将基本完备，期货市场价格发现、风险管理、资源配置的功能将在浆纸产业链更充分地发挥。

三是助力造纸产业绿色发展。上期所在遴选胶版印刷纸期货交割认证品牌时，将优先考虑具有工信部公示的“绿色工厂”等资质的生产企业，以市场化手段推动造纸产业绿色低碳转型。同时，上期所正在加快研发以回收废纸为主要原料的绿色品种——瓦楞原纸期货及期权，更是直接聚焦服务“双碳”战略和绿色发展战略目标。

四是巩固和提升中国在全球文化用纸行业地位。作为全球首个文化用纸金融衍生品，品种上市后将发挥我国作为最大纸浆进口国和文化用纸生产国、消费国的规模优势，与纸浆期货品种协同提升国际定价影响力。

## 12 胶版印刷纸期货及期权上市后对造纸产业链带来哪些影响？

**答** 胶版印刷纸期货及期权的上市有助于文化用纸产业链上、中、下游企业及时了解市场需求变化，把握市场趋势动态，从而更加精准地制定生产和销售策略。同时，将有助于提升造纸行业的整体信息透明度，为市场参与者提供更加准确及时的市场信息，促进市场公平竞争和健康发展，并为行业提供更加便捷高效的风险管理工具，有效服务实体经济。

纸浆和胶版印刷纸期货及期权可辅助造纸企业锁定原材料成本，有效应对纸浆和胶版印刷纸价格波动带来的压力，根据期货市场价格信号调整生产计划，优化库存管理；贸易企业可以运用纸浆和胶版印刷纸期货及期权提前锁定浆纸采购成本和销售利润，实现动态库存管理，规避库存价值波动风险；下游企业亦可通过锁定采购价格，降低采购成本的不确定性，提升企业的盈利能力和市场竞争力。

## 13 胶版印刷纸期货及期权上市后如何推动造纸产业绿色低碳转型？

**答** 21世纪以来，特别是党的十八大以来，国家大力整治环境污染问题，采用严格的排污许可制度促使企业主动节能减排、淘汰落后产能近5000万吨、严厉打

击私自排放行为等一系列措施，彻底扭转了造纸行业“污染大户”的不良形象。《中共中央国务院关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》中明确提出大力推动造纸等行业绿色低碳转型，推广节能低碳和清洁生产技术装备，造纸行业面临新一轮转型升级。胶版印刷纸期货及期权上市后，将助力提升文化用纸产业链上下游企业风险管理能力，通过交割品级选择设置、交割认证品牌准入等合约制度安排，引导生产企业推行环保工艺，以市场化手段推动造纸产业绿色低碳转型，为碳达峰、碳中和战略和绿色发展战略目标贡献力量。

#### 14 胶版印刷纸期货设计的整体思路是怎样的？

**答** 在胶版印刷纸期货的设计过程中，上期所不仅借鉴了已上市品种的成功经验，还充分考虑了品种特性，注重风险防范和市场发展，旨在保障胶版印刷纸期货市场的透明度和公正性，促进市场的可持续发展。一方面，制定符合胶版印刷纸市场特征的风险控制措施，包括涨跌停板、保证金和限仓制度等，以确保市场的稳定和健康发展。另一方面，制定符合产业现状和发展趋势的实物交割制度，采用符合现货贸易习惯、储运特点和产品特性的“仓库”与“厂库”并行的交割方式。胶版印刷纸期货合约及业务细则详见《上海期货交易所胶版印刷纸期货合约》和《上海期货交易所胶版印刷纸期货业务细则》。

#### 15 胶版印刷纸期货采取哪些风控管理措施？

**答** 根据《上海期货交易所交易规则》和《上海期货交易所风险控制管理办法》，结合胶版印刷纸现货市场特点，在《上海期货交易所胶版印刷纸期货业务细则》中对胶版印刷纸期货的保证金制度、涨跌停板制度、持仓限额制度、交易限额制度、强行平仓制度等风险控制措施进行明确规定，以确保胶版印刷纸期货的平稳上市和稳健运行。

#### 16 胶版印刷纸期货的套保业务额度认定和审批原则是什么？

**答** 胶版印刷纸期货套期保值持仓头寸实行审批制度，在一般持仓不能满足企业套保业务的实际需求时，企业可以申请套期保值额度。额度认定和审批原则，一是基于真实的现货生产、贸易和消费情况，二是结合市场的具体情况。企业需提供相应的生产计划、贸易合同等证明材料。

当合约进入临近交割月份时，交易系统会对原来获批的一般月份套保额度进

行调整，调整后的一般月份套保额度即转化为临近交割月份额度。调整的原则是在一般月份获批额度和临近交割月份一般持仓限额二者之间选其较小的数额，主要原因是考虑控制临近交割月份的市场风险。当企业发现转化后的额度不能满足需求时，可以通过申请临近交割月份套保额度来满足其套保需求。

### 17 胶版印刷纸期货的交割方式是什么？

**答** 胶版印刷纸期货采用在交割仓库和厂库进行实物交割的方式，其中厂库交割制度涵盖了生产商和贸易商两种厂库类型。相较仓库交割，厂库交割更为灵活。交割日期为最后交易日后连续二个工作日。

### 18 为什么要设置厂库交割？

**答** 设置厂库交割便于满足个性化交割需求、降低企业交割成本。双胶纸规格多样，贸易商和下游企业均希望压缩中间环节成本，采用集中或即时采购的订单送货制。采用生产商厂库和贸易商厂库结合的交割方式，并引入厂库协商提货机制，可满足客户对定量、宽度等个性化要求，同时可提供交割品以外的其它规格，扩大交割品种范围。交割厂库可通过提供银行保函或其他交易所认可的担保形式形成仓单，不需要提前生产货物，减少企业资金及资源占用。通过厂库交割可有效减少货品入库、仓储时间、搬倒和装卸等环节，降低买卖双方的物流成本。

### 19 胶版印刷纸期货标准仓单是如何生成的？

**答** 胶版印刷纸期货标准仓单可以分为仓库标准仓单和厂库标准仓单。

仓库标准仓单是指依据《上海期货交易所标准仓单管理办法》的规定，由交割仓库完成入库商品验收、确认合格后，在交易所标准仓单管理系统中签发给货主的，用于提取商品的凭证。

厂库标准仓单是依据《上海期货交易所厂库交割管理办法》的规定，由交割厂库按照交易所规定的程序签发的在交易所标准仓单管理系统生成的实物提货凭证。

### 20 胶版印刷纸期货标准仓单有效期如何设置？

**答** 胶版印刷纸期货标准仓单：每一标准仓单的双胶纸，应当是由同一生产企业生产、同一品牌、同一定量、同一宽度的商品组成。组成每一标准仓单的双胶纸的生产日期应当不超过连续15日。

胶版印刷纸期货仓库标准仓单有效期：用于实物交割的国产双胶纸，应当在

生产日期起三个月内入库，生产日期在6月30日（含该日）之前的，标准仓单有效期为当年的12月31日；生产日期在7月1日（含该日）之后的，标准仓单有效期为第二年的6月30日，超过期限的转作现货并注销。用于实物交割的进口双胶纸，应当在到港日期起三个月内入库，到港日期在6月30日（含该日）之前的，标准仓单有效期为当年的12月31日；到港日期在7月1日（含该日）之后的，标准仓单有效期为第二年的6月30日，超过期限的转作现货并注销。

胶版印刷纸期货厂库标准仓单有效期：厂库标准仓单的交割有效期为厂库标准仓单生成之日起12个月，厂库标准仓单超过交割有效期不得用于期货交割。货主应当在厂库标准仓单有效期届满前申请提货或者转为现货提单，并注销厂库标准仓单。厂库标准仓单超过有效期的，对应商品转为现货，厂库标准仓单自动注销。提货方式由厂库与货主另行协商确定。

### 21 什么是期权？

**答** 期权是交易双方关于未来买卖权利达成的约定，买方有权在将来某一特定时间以特定价格（行权价格）买入或者卖出一定数量的特定资产（期权合约标的物）。

### 22 什么是看涨期权和看跌期权？

**答** 期权买方行权后买入标的物，则该期权称为看涨期权，行权时标的市场价格越高，期权买方收益越大；期权买方行权后卖出标的物，则该期权称为看跌期权，行权时标的市场价格越低，期权买方收益越大。

### 23 期权价格的影响因素有哪些？

**答** 期权价格通常会受到标的价格、波动率、距离到期时间、行权价、利率等因素的影响。

（1）标的价格。在其他变量不变的情况下，标的价格上涨，看涨期权价格上涨，看跌期权价格下跌；标的价格下跌，看涨期权价格下跌，看跌期权价格上涨。

（2）波动率。波动率是衡量标的价格变化剧烈程度的指标，在其他变量不变的情况下，标的波动率越高，看涨期权和看跌期权价格越高。

（3）距离到期时间。对期权买方而言，时间越长，获得收益的机会就越大。在其他变量不变的情况下，距离到期的时间越长，看涨期权和看跌期权的价格越高。

(4) 行权价。在其他变量不变的情况下，看涨期权行权价越低，期权价格越高；看跌期权行权价越高，期权价格越高。

(5) 利率。在其他变量不变的情况下，利率越高，看涨期权价格越高，看跌期权价格越低。期权距离到期时间越长，利率变化对期权价格影响越大。

## 24 期权买方和卖方的仓位如何了结？

**答** 期权买方了结仓位可以分为以下三步：

(1) 平仓。对已持有的期权仓位进行反向操作叫作平仓。对期权买方而言，平仓即是将现有的买入持仓卖出。

(2) 行权。行权是指期权的权利方在期权合约规定的时间行使权力，对胶版印刷纸期权而言，到期日及到期日期前的任一交易日均可以申请行权。看涨期权买方以约定的价格买入约定数量的标的期货，看跌期权买方以约定的价格卖出约定数量的标的期货。期权行权后，期权仓位将不复存在，但会持有相应的期货持仓。

(3) 放弃权利。期权买方仅能在到期日当天提交放弃申请。如果到期日标的期货价格低于看涨期权行权价，或到期日标的期货价格高于看跌期权行权价，期权买方通常选择放弃行权。到期日结算后，提交放弃行权的期权仓位不复存在，也不产生相应的期货持仓。

## 25 胶版印刷纸期权买方可以在什么时候申请行权？

**答** 期权买方可以在期权合约规定的时间内行权。

胶版印刷纸期权采用的是美式期权，期权买方可以在到期日前任一交易日的交易时间提交行权申请；买方可以在到期日15:30之前提交行权申请、放弃申请。

(责任编辑：翟羽佳)



# 2025年《期货与金融衍生品》征文活动 评选结果

为提升期货市场研究能力，更好服务实体经济高质量发展，上期所主办、上海期货与衍生品研究院承办开展了2025年《期货与金融衍生品》征文活动。本次征文活动受到广泛关注，稿件来源较广、质量较好，最终评选出3个优秀组织奖、6个一等奖、8个二等奖以及10个三等奖。名单如下：

## 优秀组织奖

浙商期货有限公司

南华期货股份有限公司

中信期货有限公司

## 一等奖

作品名称	作者
航空公司套期保值绩效分析 ——来自原油期货市场的证据	东航物网风险管理有限公司龚武胜、奚正侃
境内外交易所绿色品种布局情况分析	上海期货交易所吉天成、程南雁、陈洁、屈琳珊
新能源领域商品期货的风险应对措施效果评估	上海社会科学院邵运文、周宇
集运指数（欧线）期货套期保值功能发挥研究 ——套保策略设计思路	南华期货股份有限公司傅小燕
做市商期权波动率策略与风险管理	国投国证投资（上海）有限公司周蕊
从热卷下游需求结构变化看品种国际化潜力	永安期货股份有限公司程奕冰

## 二等奖

作品名称	作者
结合期货市场的企业风险管理咨询研究 ——风险管理为企业创造价值	宏源期货有限公司张文海
期货服务实体：人民币汇率指数衍生工具的创设与实施研究	南华期货股份有限公司曹扬慧、周骥、赵搏
集运指数（欧线）期货的多维驱动机制与极端风险关联研究	上海海事大学陈彦晖 南京航空航天大学冯爱龄
提升商品期货市场服务实体经济质效研究 ——以钢铁行业为例	浙商期货有限公司朱文婷、侯靖
集运指数（欧线）期货价格发现功能研究	永安期货股份有限公司张群芳
从主观经验到数字化智力资产架构开发 ——论期货公司研究体系的转型升级之路	南华期货股份有限公司顾双飞、胡乐克
金融科技驱动交易所高质量发展	国元期货有限公司范芮、王兆玮、蒙威宇
见微知著 ——基于工业品价差助力宏观经济研判的实证分析	东海期货有限责任公司刘慧峰

## 三等奖

作品名称	作者
钢材期货服务黑色产业链发展的现状及思考 ——基于LSTM神经网络模型	国元期货有限公司杨慧丹
欧盟碳关税对我国钢铁产业的影响及对策研究	浙商期货有限公司陈凯乐
人工智能大模型赋能期货公司：机遇与挑战	中泰期货股份有限公司杨旻、杜思嘉、时翔宇
从商品看宏观：中美两国不同研究范式比较	永安期货股份有限公司彭博彦
航运指数期货功能发挥情况研究	银河期货有限公司贾瑞林、李长国、陈宜扬
中国特色期货监管制度下场外衍生品授信管理研究	浙商期货有限公司刘桂林
中日天然橡胶期货市场价格传导效率比较研究	仲恺农业工程学院何琳、陆紫惠、李荷雨
“集运指数（欧线）”受欧盟碳市场影响下的显性碳成本测算	国泰君安期货有限公司唐惠珽、郑玉洁
货代企业集运期货风险管理案例及美国关税政策背景下企业运费套保建议	中信期货有限公司武嘉璐、胡佳鹏、安婕锐
镍定价权变迁的实证研究	金川集团股份有限公司韩雨



# 2026年《期货与金融衍生品》 征文启事

为提升期货市场研究能力，汇聚社会各界研究力量，更好服务实体经济高质量发展，上海期货交易所主办、上海期货与衍生品研究院承办开展2026年《期货与金融衍生品》征文活动。相关安排如下：

## 一、重点选题

- 1.商品期货期权品种功能发挥情况及应用案例研究（包括但不限于：钢铁期货高质量发展，铅期货上市15周年，有色金属定价模式最新发展趋势等研究）
- 2.提升期货定价影响力形成路径与策略研究
- 3.期货市场服务实体经济质效研究
- 4.从期货市场研判宏观经济形势研究
- 5.市场主体间接参与期货和衍生品市场模式研究
- 6.期货市场服务全球客户多元需求优秀案例
- 7.期货市场支持绿色低碳发展研究（如“双碳”目标下期货市场服务产业绿色转型的路径与案例、碳关税对期货市场影响）
- 8.人工智能在期货市场中的应用场景与未来展望
- 9.持续扩大期货市场高水平制度型开放研究
- 10.中国特色期货监管制度和业务模式研究  
包括但不限于以上选题，可自拟题目。

## 二、征文要求

- 1.稿件应为研究性文章，5000~15000字为宜。稿件格式请扫描下方二维码参阅《投稿须知》，并在稿件首页注明作者姓名、单位、电话、地址、邮箱、作者简介。
- 2.稿件应为作者原创、未公开发表，不涉及敏感和涉密数据，文责自负。
- 3.征稿截止日期为2026年6月30日，以实际收到投稿邮箱时间为准。
- 4.投稿邮箱：fafd@shfe.com.cn（请以Word文档上传）。邮件主题请注明“征文\_文章标题”。

## 三、评选与安排

- 1.主办方将按照公正、公平、择优的原则，组织相关专家对稿件进行评审。
- 2.优秀稿件将在上海期货交易所内部刊物《期货与金融衍生品》刊登，稿费从优；或摘编上报有关部门。

## 四、联系人及联系方式

陈昊，021-68401283



请扫码查看  
《投稿须知》



上海期货交易所  
SHANGHAI FUTURES EXCHANGE

编辑部地址：上海市浦东新区浦电路500号23楼  
电话：021-68401283

邮编：200122  
电子邮箱：fafd@shfe.com.cn

编印单位：上海期货交易所  
发送对象：系统内工作人员  
印刷单位：上海华顿书刊印刷有限公司  
印刷日期：2026年1月30日  
印数：2250册

上海市连续性内部资料准印证（K）0160号

声明：文章仅代表作者个人观点，不代表上海期货交易所的立场。