

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，

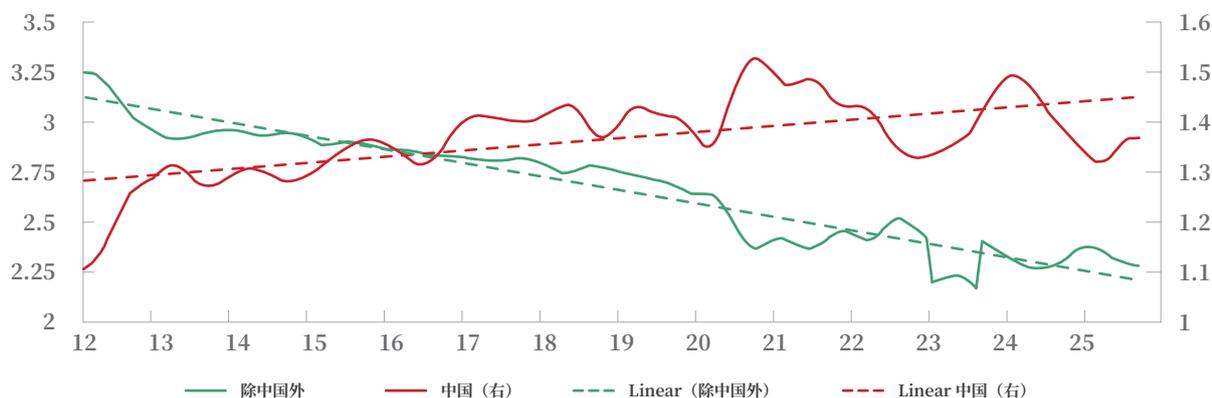
2012年，中国月均双胶纸需求约121万吨。随着经济和文化教育事业的蓬勃发展，双胶纸需求逐年增加至2021年的145万吨/月，月度消费水平较2012年增长近20%。受新冠疫情的影响，2022年需求走低，且伴随着复工复产重回上升通道，但仍未恢复到疫情前水平。2025年前9个月，双胶纸需求月均135万吨，基本与2018年的月度平均水平持平。

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

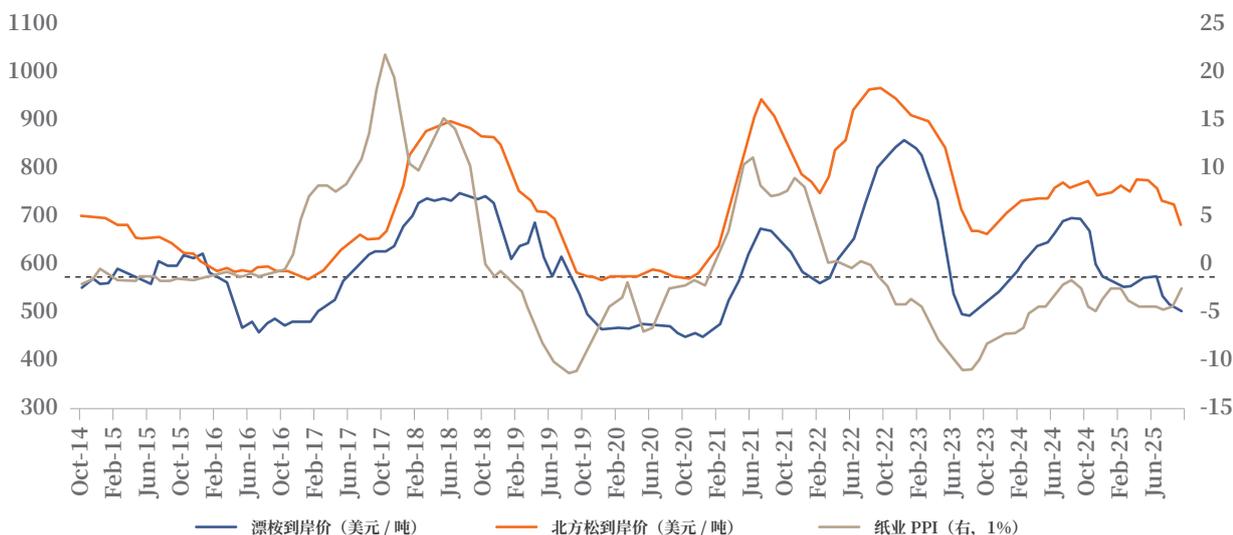
基于上述供需与成本压力，胶版印刷纸衍生品的推出成为必然选择。根据国家统计局数据，自2022年下半年来，中国纸业生产者价格指数持续走低，价格同比连续40个月为负（图2）。双胶纸市场在产能扩张与需求疲软的博弈中持续承压。供需失衡导致企业“以价换量”，单位利润逐渐降低，部分企业甚至处于亏损状态。同期国际纸浆价格剧烈震荡，急涨急跌的走势加剧了双胶纸生产成本端的不可控性，市场倒挂现象频出。下游印刷企业同样面临着原材料价格波动不可控、利润空间持续被压缩等难题；而贸易商则在库存贬值与资金占用的双重压力下艰难求生。在此背景下，胶版印刷纸期货及期权的挂牌上市，填补了文化用纸领域金融衍生品的空白，为破解供需两端的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