

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）。

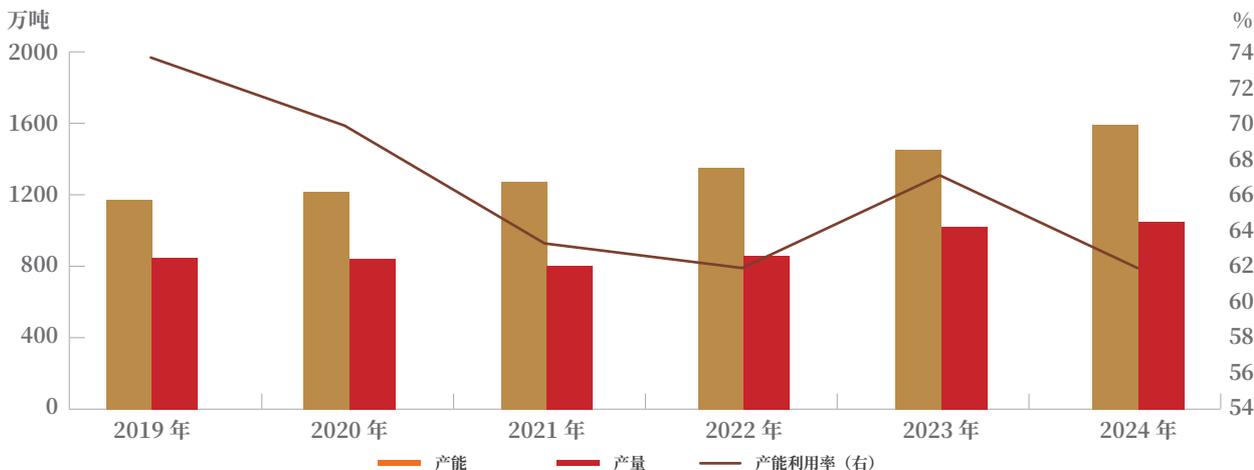
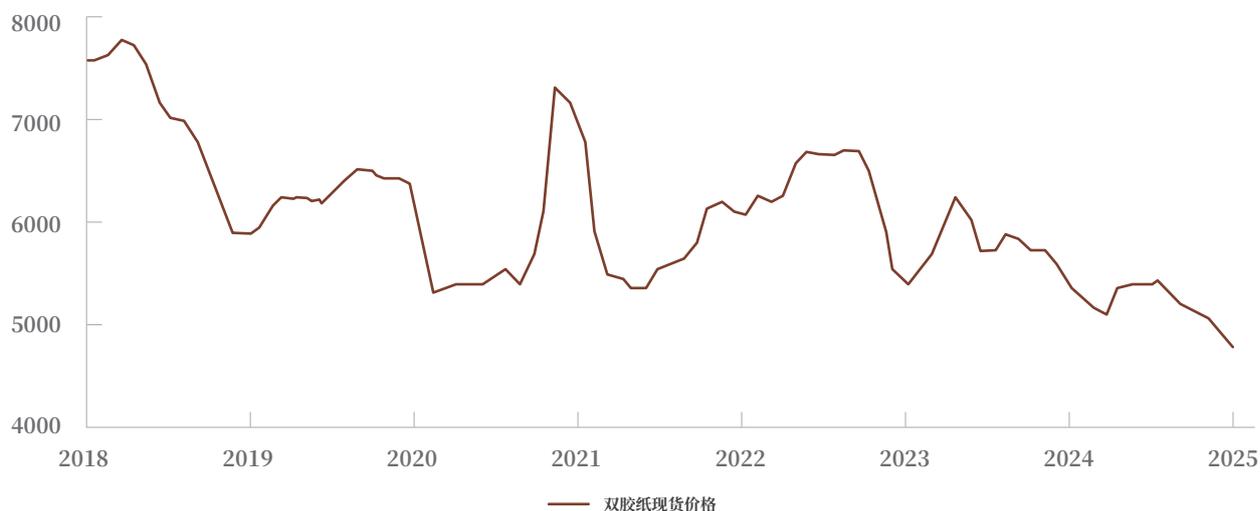


图1：双胶纸产能产量和产能利用率



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。