

# 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

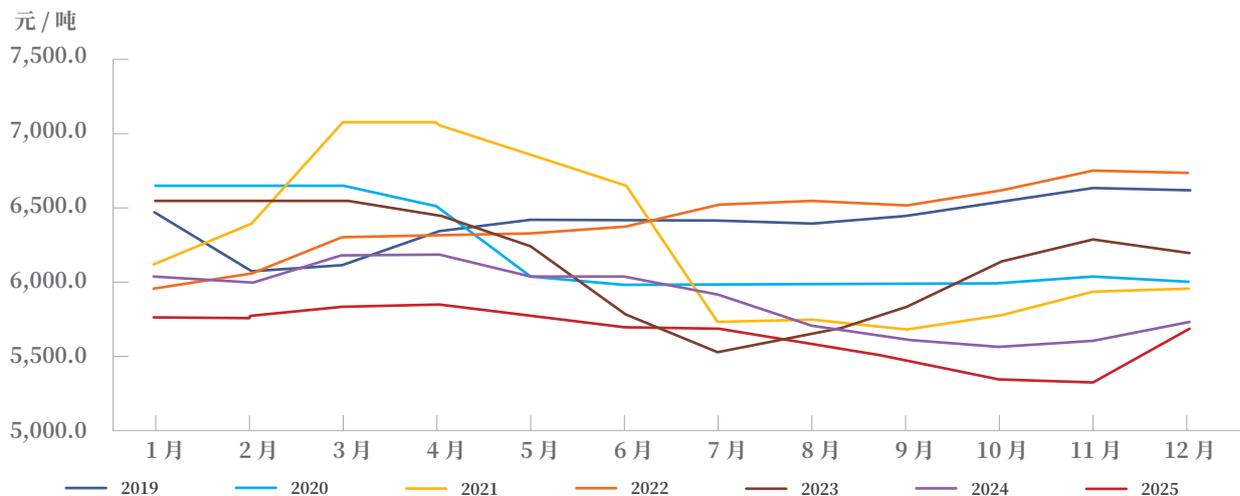
当前胶版纸，乃至文化用纸行业产品价格存在较大波动，且长周期订单价格难以完全锁定。胶版印刷纸期货的上市，对于纸企来说，最重要的作用就是弥补了其管理销售端价格风险的不足，进而增强自身竞争力，以及让纸企可以通过虚拟库存实现库存管理。可以说是对我们上述提到的大部分纸企传统风险管理策略的有效补充，且和纸浆期货联动，可以让纸企构建一个从原材料采购到产成品销售的完整风险对冲闭环。

#### （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70g/m<sup>2</sup>，厚度为88μm，宽度为787mm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<br>(入场时间)         | 1月15日<br>(均为假定价格) | 变动              | 盈亏情况                                                 |
|---------------------|-------------------------|-------------------|-----------------|------------------------------------------------------|
| 胶版印刷纸期货<br>(2601合约) | 入场点位为<br>4300元/吨, 卖出30手 | 期价下降至<br>4100元/吨  | 期价下跌了<br>200元/吨 | 期货端盈利200元/吨, 合计<br>$200 \times 40 \times 30 = 24$ 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<br>$100 \times 1200 = 12$ 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

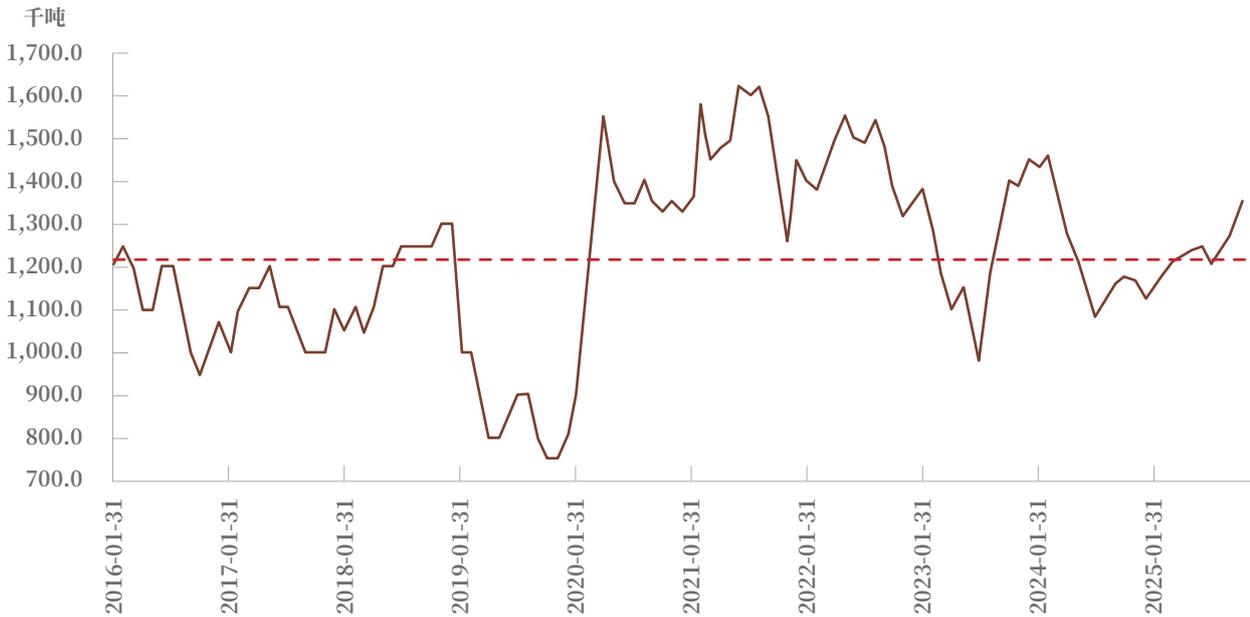
### （二）虚拟库存管理

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

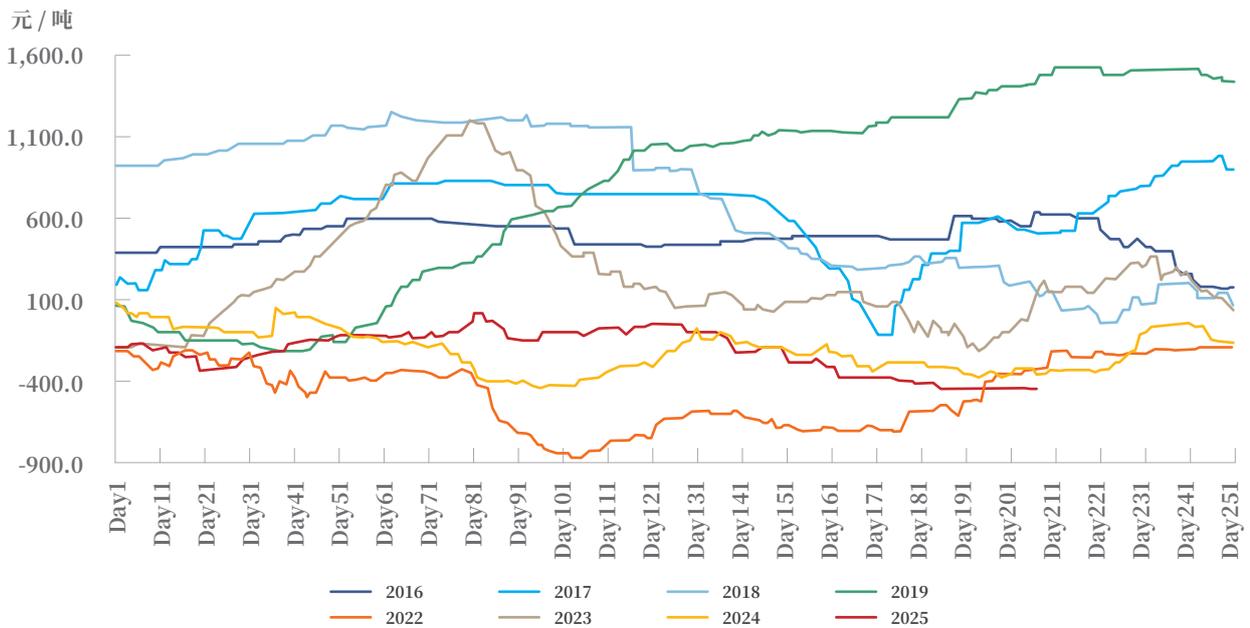
少，2025年11月4日，根据卓创资讯，中国湿法未涂布法双胶纸月度税后毛利为-454.62元/吨，即已出现较大亏损（图5）。不少企业已

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。

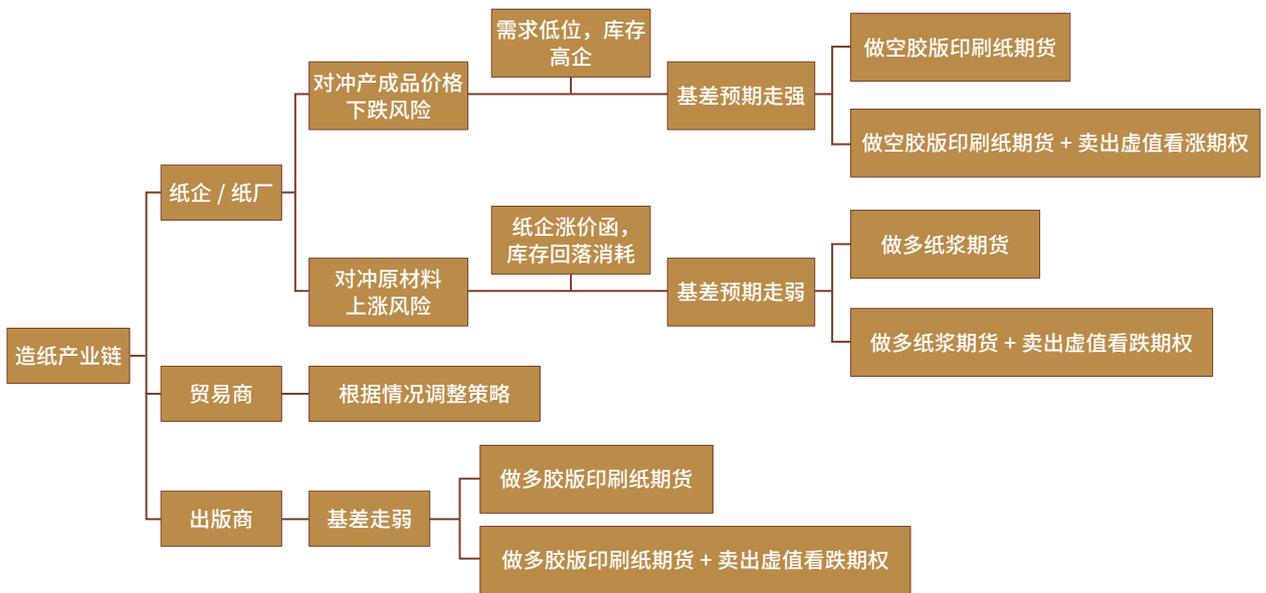
### （三）与纸浆期货形成联动

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。