

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。

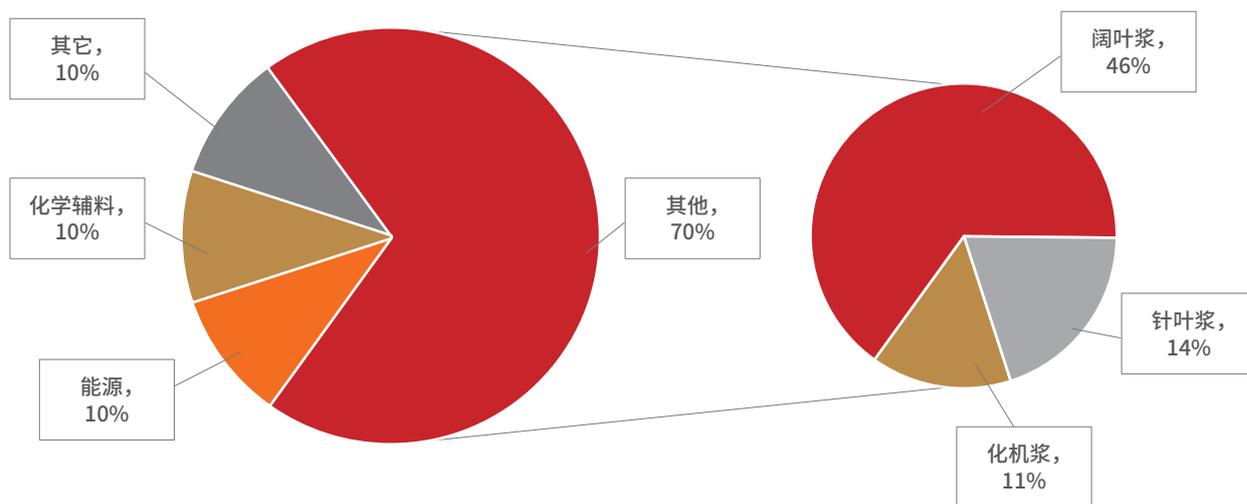
从产能布局来看，我国双胶纸装置主要集中在山东、广东和江苏省，三个省份占我国双胶纸产能的 66% 以上。在产业集中度上，近几年我国双胶纸也表现出了明显的集中度提升状态。头部双胶纸企业如晨鸣纸业、太阳纸业、亚太森博、华泰纸业，截至 2024 年，双胶纸

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。

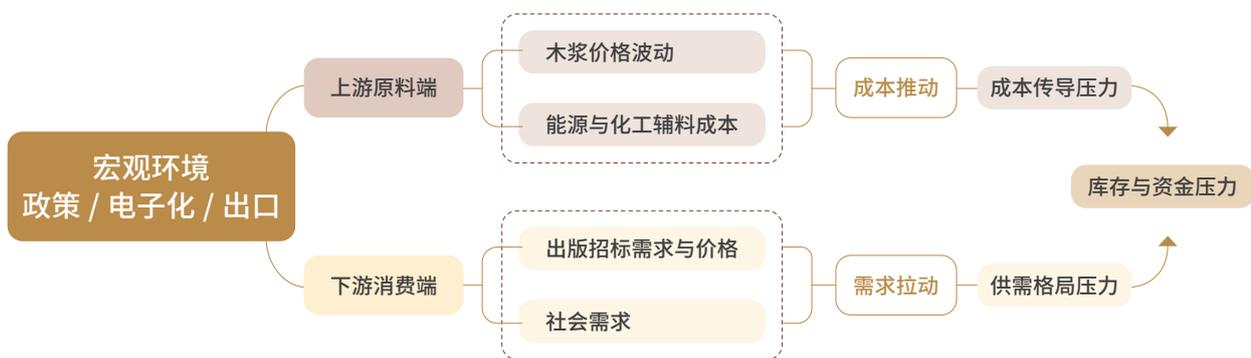
(3) 下游端

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。