

## [ 记纸浆期货上市五周年 ]

# 产融结合谋发展 打造产业新业态

厦门建发纸业有限公司 郑玮

纸在我们的生活中随处可见并且用途广泛。常见的纸有书籍、杂志、报纸、复印纸、纸袋、纸箱、卫生纸等。而也有些纸常常会被我们忽略，比如防尘纸、热敏纸、过滤纸、耐燃纸、导电纸、电气绝缘纸等。纸广泛地运用在文化传播、印刷宣传、物流包装、工业生产和医药卫生等方方面面。

国内浆纸<sup>1</sup>产业链首个期货合约品种——纸浆期货平稳运行五年，期货功能得到有效发挥，传统业务模式转型创新，带动整个浆纸产业链产融结合升级，也为产业链上下游企业带来了新的发展机遇和新的业务模式。

### 一、产业对期货从不理解到拥抱

造纸产业是我国重要的基础原材料产业，在国民经济和社会发展领域发挥着重要作用。我国是全球最大的纸及纸板生产国和消费国，纸张消费总量约占全球的四分之一。2022年我国造纸工业总资产突破1.6万亿元。

纸浆是造纸工业的主要原材料。作为全球最大的纸浆进口国，我国纸浆供给长期依赖于进口，尤其漂针浆的进口依赖度达95%以上，我国缺乏纸浆定价影响力。纸浆市场的健康发展和稳定供应对我国造纸行业至关重要。

2018年11月27日，国内浆纸产业链首个期货合约品种——上期所纸浆期货成功挂牌上市。纸浆期货上市五年间，规则制度持续优化。2020年4月首次扩充纸浆期货交割品牌，6月引入纸浆期货做市商，9月首次推出贸易商厂库交割制度，同月上期所纸浆期货交割结算价授权挪威浆纸交易所。2021年9月多家国内造纸企业签署纸浆贸易定价期现合作协议，12月上期综合业务平台上线纸浆品种标准仓单交易业务。

在纸浆期货上市的五年间，产业企业对于纸浆期货的理解经历了三个阶段。

第一个阶段，产业企业对纸浆期货更多的是一种不理解。纸浆期货上市初期，恰逢大宗商品处于整体下行阶段，而纸浆自身的基本面也并不乐观。期货价格迅速下跌后，带动着纸浆现货价格、纸浆长协价格甚至纸张价格同步下调，价格下跌的幅度和速度都刷新了产业从业者的认知，这个阶段产业企业对期货更多的是不理解，甚至个别企业有明显的排斥和抵触。

第二个阶段，产业企业开始慢慢理解期货，价格发现功能占主导。纸浆期货经历过一段漫长的底部盘整阶段，在这个阶段造纸企业能够通过现货市场买到足够的低价原料，所以他们对纸浆

<sup>1</sup> 浆纸泛指纸浆与纸产品。

期货多是观望态度。这个阶段套期保值的运用较为单一，更多的是贸易企业和供应链服务企业通过卖出套期保值对库存进行货值保护。从2020年起，全球流动性过剩带来需求剧增，疫情持续导致供应持续受限，全球供应链出现供需错配，大宗商品开启了新一轮的上涨。

经历了前面两个阶段后，产业企业虽然开始慢慢理解期货市场，但还是存在一些误会和固有的思维模式。一些产业企业认为是期货价格是由投机者或“社会资本”驱动。很显然这些企业忽视了期货的涨跌或者一段行情开启时通常蕴含着基本的供需结构变化。短期内价格的波动或许存在“随机漫步”的成分，然而任何时期一段价格的大幅波动或者趋势性的上涨、下跌都离不开基本面的变化。

第三个阶段，产业链各个环节对期货的认识更加成熟，产业链上下游企业更加深入参与纸浆期货。2021年以来（尤其是2022年），纸浆供应链迎来挑战，包括全球物流瓶颈压力持续、海外浆厂意外停工停产事件不断、纸浆新产能的投产不断推后等。稳定的原料供应、优化原料成本对于下游纸企而言是持续生产的关键。2022年第二季度以来，新冠疫情等因素带动大宗商品价格大幅波动，此时纸浆期货价格、现货价格、长协价格走势不同步，现货层面供应持续紧张，市场挺价意愿明显，然而期货价格远低于现货价格和相应月份的进口成本，盘面长期维持Back结构。在此期间，更多的造纸企业根据自身订单生产情况，通过买入套期保值作为现货市场采购的补充，锁定采购成本。

期货对于造纸企业而言，已经从简单的价格发现功能，发展成为充分利用好期货工具来管理企业价格风险。产业企业对期货工具运用更加成熟，促使其必须不断创新以适应供应链服务新需

求。

## 二、产融结合让产业链走向共赢

价格波动是大宗商品永恒的主题。现如今，无论是纸浆销售端还是采购端，纸浆期货价格已经成为产业链上下游企业的重要参考价格。行业报价习惯也发生改变，在现货贸易中引入基差，利用期货点价创新原有的定价模式。同时，产业链的套期保值运用愈发成熟和多样。无论是贸易企业、造纸企业，还是供应链服务企业，都通过套期保值平滑现货价格波动带来的市场风险，降低经营管理风险，提升企业竞争力。

随着产业企业对于期货的理解和运用不断成熟，传统意义的套期保值模式已不能满足企业的风险管理需求，企业需要更加个性化的风险管理工具。如何利用纸浆期货实现产融结合已经成为产业共识。

纸浆期货上市五年间，作为中国专业的林浆纸供应链运营商，以厦门建发纸业有限公司（下称建发纸业）为代表的产业企业积极拥抱期货市场，将衍生品工具融入供应链服务体系中，创新供应链服务模式，解决客户痛点，帮助客户整合资源、创造增值。

### （一）基差贸易广泛运用

对于贸易企业或者供应链服务企业而言，企业面临供需两端的风险敞口，既有来自纸浆采购成本上升所带来的经营成本上升的风险，又有来自纸浆销售价格下跌所带来的收入下降的风险。在进行套期保值时，往往要对自身面临的敞口进行评估。针对采购环节和销售环节之间形成的敞口风险，利用纸浆期货进行卖出套期保值，对现货库存和在途库存进行货值保护，降低因现货价格波动所带来的市场风险。

而在纸浆期货传统的卖出套期保值中，并没有考虑到造纸企业。对于造纸企业，单纯地买入

现货无疑面临一定的不确定性，这个时候可以将套期保值操作拓展到点价销售和套期保值相结合的套保模式。贸易企业在进行卖出套期保值时，与下游客户同步开展基差点价业务。

在基差贸易中，贸易企业和造纸企业约定以上期所纸浆期货某个月份的合约价格为基准，一般在点价期限1个月内，以期货价格加上双方协商同意的升贴水作为现货结算价。合同签订当日，造纸企业缴纳点价保证金，基差合同生效，客户可以在最早点价期之前的任意一个交易日进行点价操作。在点价期限内，当点价价位达到了造纸企业的心理预期，造纸企业会进行点价操作。点价成功后，双方按期履行现货交货义务。

基差贸易在浆纸行业中扎根成长并得到了广泛运用。越来越多的浆纸产业企业开始使用纸浆期货价格作为购销合同价格基准，逐步形成价格管理、库存管理等期现一体化的交易模式。对于下游纸企来说，基差贸易相比于传统贸易，交货时间更灵活，可以更加从容安排生产和库容，同时纸企通过点价操作可以有效降低采购成本。其对贸易企业来说既降低了公司自身面临的价格波动风险，满足公司风险管理需求，又满足保质保量供应，实现了与客户的双赢。

## （二）解决买入套保的交割痛点

基差贸易使造纸企业在不直接参与期货市场的情况下利用期货价格。随着造纸企业对于期货的运用不断成熟，造纸企业开始选择主动出击，更多的造纸企业根据自身订单生产情况，通过买入套期保值作为现货市场采购的补充，锁定采购成本。但由于交割品牌、交割仓库所在地等暂无法满足其多元化和个性化需求，造纸企业对于参与交割有一定顾虑。

为了解决下游纸企参与交割的痛点和个性化需求，建发纸业依托自身遍布全国的物流网络资

源和丰富的纸浆品种资源优势，在期货标准仓单业务的基础上，帮助下游纸企客户进行非标置换的操作，包括提供区域串换、品种串换等多种模式，帮助下游造纸企业能够根据自身需求去选择仓单交货时间、地区、品牌等，从而满足客户在实际生产中的个性化、多元化需求。

如某大型纸企根据自身的生产安排，决定利用期货市场锁定某个月份全国各个下属工厂的纸浆采购量1万吨，于是在相应合约上买入1000手纸浆期货多单，并在提交交割意向后接到了相应数量的纸浆仓单。但该纸企发现，纸浆指定交割库主要分布在山东青岛和江苏常熟等地，而部分下属工厂前往交割库提货存在诸多不便，交割区域和生产区域不同步造成了一定的困扰。随后，该纸企选择了仓单换现货业务。该纸企将接到的标准仓单销售给建发纸业，建发纸业充分发挥自身在供应链服务上的物流优势，根据该纸企下属工厂的地域分布情况，就近换到相应的品牌。仓单换货业务帮助该纸企解决了参与交割面临的提货地和生产地不一致的问题，虽然中间产生了一定的调度费用，但仍为该纸企节省了大量的物流成本，保证了其下属工厂原材料供应的及时性。

对于大量的中小型纸企来说，其同样面临交割痛点。江浙某特种纸工厂参与远期合约买入套保以后选择交割，但是由于该工厂在生产中只能使用某些特殊品牌的纸浆，这就使得通过期货交割获得的标准仓单中，仅有部分品牌可以提回工厂进行生产使用，而剩余部分仓单如何处理成为企业难点。针对该特种纸工厂的交割痛点，建发纸业通过仓单换货业务将这些“不可用”仓单回收，并置换成该工厂指定使用品牌，同时收取一定的品牌升水。通过这种模式，完美解决了客户参与交割的品牌不匹配问题，减少了参与期货交割具有不确定性的顾虑。

现阶段纸浆期货仓单换货业务开始广泛运用，纸浆现货模式更加灵活，有利于实现期货与现货、场内与场外市场互联互通，打通期货服务实体经济的“最后一公里”，使产业链上下游能够更好地利用期货市场实现持续稳定经营。

### 三、期待更多浆纸衍生品的上市

展望未来，期待纸浆期权和纸产品期货的早日上市。多层次的浆纸衍生品体系将有利于提升产业企业运用期货工具的效率，有利于吸引更多的产业企业参与期货市场，更有利于促进我国浆纸产业高质量发展。同时，纸浆作为一个全球供应链品种，产业也期待纸浆期货国际化尽快实现。

（责任编辑：翟羽佳）

#### 作者简介：

郑玮，就职于厦门建发纸业有限公司，负责纸浆及原生浆纸张的分析工作。作为首批纸浆期货分析师，主笔撰写中国期货业协会《期货投资者教育系列丛书：纸浆》，曾荣获上海期货交易所优秀能化分析师、期货日报最佳工业品期货分析师。