

2024 年 12 月 15 日

齐盛期货

高宁

岗位：研究员

从业资格证号：F3077702

投资咨询资格：Z0016621

电话：18053371039

纸浆年报：供需弱平衡，震荡周期延长

齐盛期货 高宁

摘要：

回顾 2024 年的纸浆行情，波动范围明显缩小，并在下半年呈现持续的横盘震荡。2 月份一度在春节后的短暂转好预期下，开启了企稳反弹，并由于 3 月中旬芬兰港口发生罢工，经两次延长，罢工时间延长至 4 月中旬，导致芬兰几乎全线停产。3 月下旬，产能 150 万吨的 UPM Kemi 浆厂发生爆炸，预计需要三个月左右的时间检修。同时，三月末还有加拿大浆厂永久关停和俄针停机减产的传闻。令纸浆走出了 3-4 月份的持续反弹。

宏观上的预期不佳，也严重影响到商品市场。纸浆作为紧跟宏观的周期性商品，下半年开始，一直持续到年底，也成为掣肘纸浆行情的基础因素。从盘面结构上看，弱势周期将持续到 12 月合约交割后，并且市场需要消化晨鸣停产的负反馈，预期在供需不出现较大变化的情况下，2025 年上半年，纸浆仍处于供应宽松、库存累库的弱势周期内。

我们认为 2025 年纸浆行情整体以宽幅震荡对待，上下边际目前看需要有强大的外力突破。纸浆暂时还没有形成向上突破的宏观+基本面共振。纸浆当前的矛盾以及不够突出，相对的来讲会成为随波逐流的品种，因此行情或许波动率偏低，相应的策略上中性震荡对待。

目录

第一章 纸浆市场回顾概述及展望.....	3
第二章 纸浆未来产能增长主要在阔叶浆.....	4
2.1 国内年度供需平衡表分析.....	4
2.2 针叶浆、阔叶浆未来供应展望.....	5
2.3 纸浆价格的驱动类型.....	7
第三章 国内造纸进入补库存周期.....	8
3.1 造纸产品的价格整体表现平稳.....	8
3.2 下游年末开工下滑明显.....	9
3.3 下游新增产能情况.....	11
第四章 纸浆期现基差分析.....	14
4.1 期现基差出现大幅度背离.....	14
4.2 仓单库存与现货流动性的博弈.....	16
4.3 外盘远期价格曲线分析.....	18
4.4 针-阔叶浆价格边际分析.....	19
第五章 2024 年纸浆策略总结与展望.....	20
5.1 产业及资金主力持仓结构分析.....	20
5.2 2024 年纸浆策略展望.....	21

第一章 纸浆市场回顾概述及展望

回顾 2024 年的纸浆行情，波动范围明显缩小，并在下半年呈现持续的横盘震荡。2 月份一度在春节后的短暂转好预期下，开启了企稳反弹，并由于 3 月中旬芬兰港口发生罢工，经两次延长，罢工时间延长至 4 月中旬，导致芬兰几乎全线停产。3 月下旬，产能 150 万吨的 UPM Kemi 浆厂发生爆炸，预计需要三个月左右的时间检修。同时，三月末还有加拿大浆厂永久关停和俄针停机减产的传闻。令纸浆走出了 3-4 月份的持续反弹。

图 1 纸浆指数期货日线走势图



数据来源：齐盛期货

但从 5 月份开始，纸浆价格见顶回落，持续下跌至 7 月份，内外倒挂，进口利润接近历史极值且持续走弱，受国内议价能力的压制，外盘报价停止提涨并报平。五月末起，印尼和芬兰爆炸的浆厂陆续复产，同时，对巴西 Cerrado 250 万吨阔叶浆和联盛 170 万吨阔叶浆开机带来的供应压力的担忧持续增加。欧美需求进入淡季，国内纸厂持续累库。

宏观上的预期不佳，也严重影响到商品市场。纸浆作为紧跟宏观的周期性商品，下半年开始，一直持续到年底，也成为掣肘纸浆行情的基础因素。从盘面结构上看，弱势周期将持续到 12 月合约交割后，并且市场需要消化晨鸣停产的负反馈，预期在供需不出现较大变化的情况下，2025 年上半年，纸浆仍处于供应宽松、库存累库的弱势周期内。

第二章 纸浆未来产能增长主要在阔叶浆

2.1 国内年度供需平衡表分析

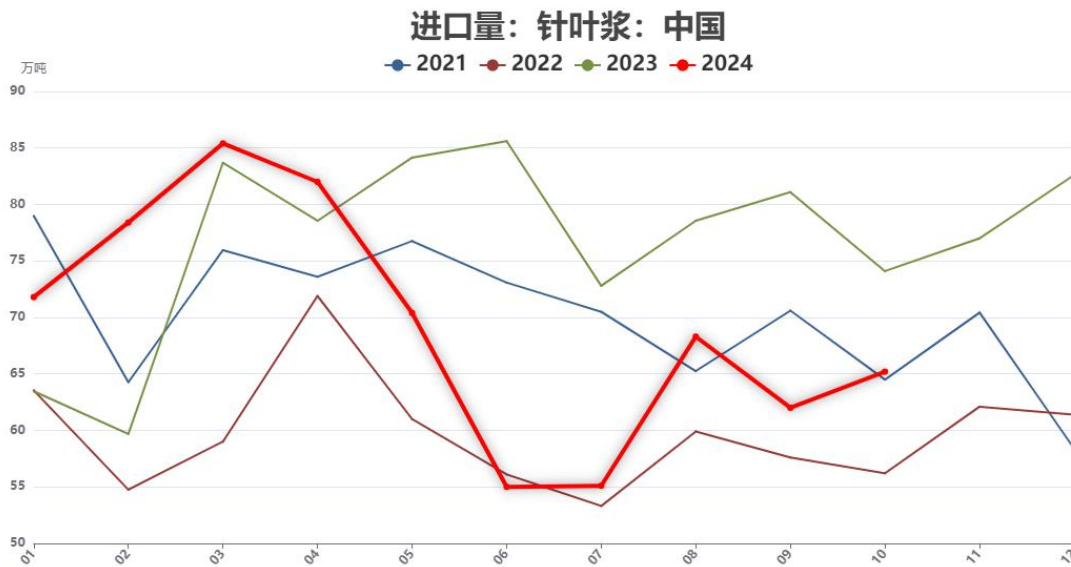
供需平衡表来看，2024 年进口针叶浆供需平衡偏紧，甚至出现供应缺口扩大的趋势。但是并没有带来纸浆期货价格的上涨，这主要是统计的整体造纸产量虽然增长，但对于针叶浆的价格拉动偏低，以及产生阔叶浆及其他浆种的替代，因此完全按照进口针叶浆占比计算，以及很难说明问题。

同时，2024 年的针叶浆进口状况也是偏低的，2024 年 1-10 月加拿大、智利、芬兰针叶浆对我国出口累计同比去年减少接近 6%；巴西、智利、乌拉圭阔叶浆 1-10 月对我国出口累计同比去年减少 4%，但十月巴西、智利、乌拉圭对我国阔叶浆单月出口都达到了历史单月出口最高值，合计环比 9 月增加 60%，增加了 56 万吨。在 2025 年二季度旺季来临之前，从主产国出口量推演，供应较为宽松。

表 1 中国针叶浆供需估算表

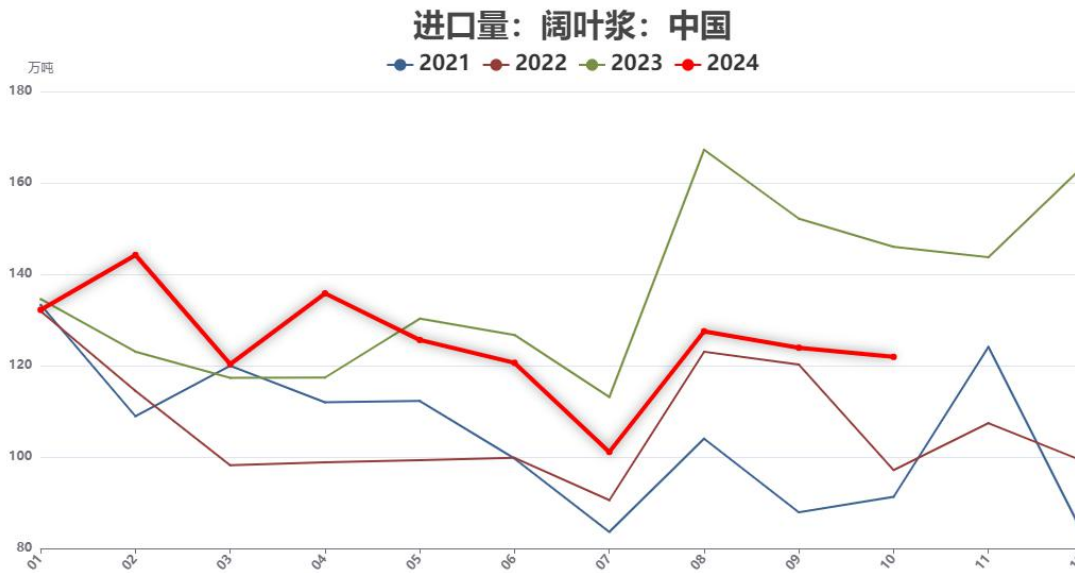
	针叶浆进口量 (万吨)	中国纸及纸板产量 (万吨)	折合针叶浆 消费	供需差
2023 年 1-2 月	123.15	1979.2	138.544	-15.394
2023 年 3 月	83.68	1243.5	87.045	-3.365
2023 年 4 月	78.56	1161.1	81.277	-2.717
2023 年 5 月	84.144	1223.8	85.666	-1.522
2023 年 6 月	85.6	1238	86.66	-1.06
2023 年 7 月	72.8	1181.1	82.677	-9.877
2023 年 8 月	78.56	1224.7	85.729	-7.169
2023 年 9 月	81.09	1286.7	90.069	-8.979
2023 年 10 月	74.1	1315.1	92.057	-17.957
2023 年 11 月	77	1317.9	92.253	-15.253
2023 年 12 月	82.6	1358.8	95.116	-12.516
2024 年 1-2 月	150.2	2241.6	156.912	-6.712
2024 年 3 月	85.4	1384.9	96.943	-11.543
2024 年 4 月	81.96	1318.9	92.323	-10.363
2024 年 5 月	70.4	1325.8	92.806	-22.406
2024 年 6 月	55	1353.6	94.752	-39.752
2024 年 7 月	55.1	1316.6	92.162	-37.062
2024 年 8 月	68.3	1375.4	96.278	-27.978
2024 年 9 月	62	1333.34	93.3338	-31.3338
2024 年 10 月	65.2	1346.89	94.2823	-29.0823

图 2 中国针叶浆进口季节性图



数据来源：iFinD、齐盛期货

图 3 中国进口阔叶浆季节性图



数据来源：iFinD、齐盛期货

2.2 针叶浆、阔叶浆未来供应展望

表 2 2023-2024 年重大纸浆投产项目

工厂	国家	品类	产能变动（万吨）	投产年份	投产季度
Arauco (MAPA)	智利	漂白阔叶浆（新线）	156	2023	1
UPM (Paso de los Toros)	乌拉圭	漂白阔叶浆	210	2023	2
Metsa Fibre (Kemi)	芬兰	漂白针叶浆（新线）	150	2023	3
Metsa Fibre (Kemi)	芬兰	漂白针叶浆（关闭）	-62	2023	3
Canfor	加拿大	漂白针叶浆	-28	2023	3
仙鹤	中国浙江	漂白阔叶浆	100	2023	4
玖龙	中国辽宁	漂白阔叶浆	60	2023	4
玖龙	中国湖北	漂白阔叶浆	30	2023	4
联盛	中国福建	漂白阔叶浆	120	2024	1
Suzano	巴西	漂白阔叶浆	255	2024	3
ILim	俄罗斯	漂白阔叶浆	90	预计 2025	-

数据来源：iFinD、齐盛期货

今年 7 月起巴西 Suzano Cerrado 255 万吨阔叶浆产能和国内联盛漳州 170 万吨阔叶浆产能陆续投产，预计在明年上半年之间达到满产。尽管浆厂采取降开工率、延长时间的停机检修和转产等措施，新增产能带来的增量仍难以消化。针叶浆方面，2022 年一季度起累计永久关停的 370 万吨产能（包括今年关停的 30 万吨），远超过北欧增加的产能。预计 2025 年阔叶浆产能增加 160 万吨，增量与往年持平，维持近三年产能持续扩张的趋势；针叶浆产能增加 10 万吨，维持近五年产能几乎不变的趋势。

表 3 2023-2024 年国内纸浆新增产能统计一览表

国家	浆厂	产能（万吨）	浆种	投产时间
中国	仙鹤股份	10	化机浆	2024 年 4 月
中国	联盛纸业	170	阔叶浆	2024 年 7 月 22 日
中国	仙鹤股份	40	化学浆	2024 年 8 月 31 日
中国	仙鹤股份	10	化机浆	2024 年 9 月 1 日
中国	华泰集团	70	阔叶浆	2024-2025 年初
中国	玖龙纸业	90	化机浆	2024 年 10 月

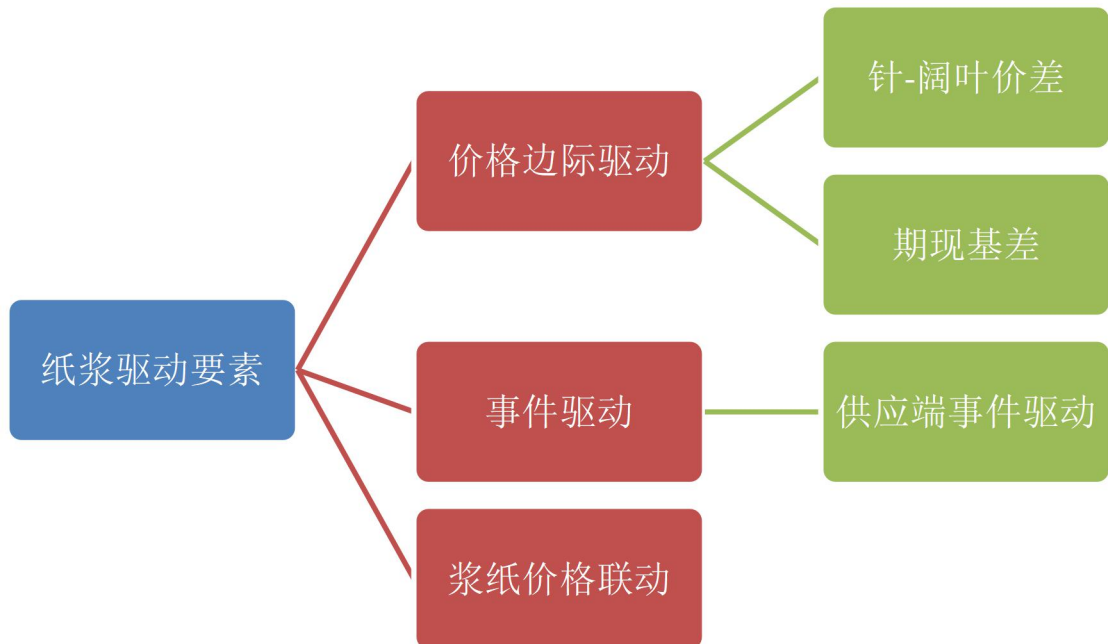
中国	玖龙纸业	65	化机浆	2025 年二季度
总计		455	木浆	2024-2025 年
数据来源：来自公开资料整理				

2024 年国内其他阔叶浆新增产能以浆纸一体化配套为主，流通量不大。2025 年国内计划有 255 万吨阔叶浆投产。

山东华泰纸业前期规划的 70 万吨阔叶浆项目计划在 2024 年底投产，印尼阔叶浆项目传闻在 2025 年投放，因此 12 月来看，主要为下半年已投产项目的稳定排产及放量，综合来看 12 月阔叶浆供应量整体增长 3.24%。因此，阔叶浆依然是目前的主要纸浆增量，相应的价格偏弱，导致针-阔叶价差明显拉大。

“浆纸一体化”是将原本分离且各自独立的制浆和造纸 2 个环节整合在一起，由造纸企业自行生产纸浆，再用纸浆造纸。我国纸浆进口依赖度较高，由于纸浆的采购成本占造纸企业总生产成本的 65%左右，纸浆价格涨幅又往往远高于纸价涨幅，国际纸浆价格波动导致国内造纸企业难以控制成本，经营风险居高不下。为了控制经营风险，“浆纸一体化”逐渐成趋势。部分企业为了进一步防范木片价格上涨风险，也会选择投放“林浆纸一体化”项目，自行经营林业，营造原料林基地，产浆并造纸。今明两年国内规模纸企投放的纸浆产能也大多为浆纸或林浆纸一体化项目。

2.3 纸浆价格的驱动类型



从 2024 年及未来的直接价格驱动要素来分析，主要氛围价格边际驱动、事件驱动和浆纸价格联动。之所以分成这样的结构，是在总结了每一段行情的基础上，我们发现价格边际

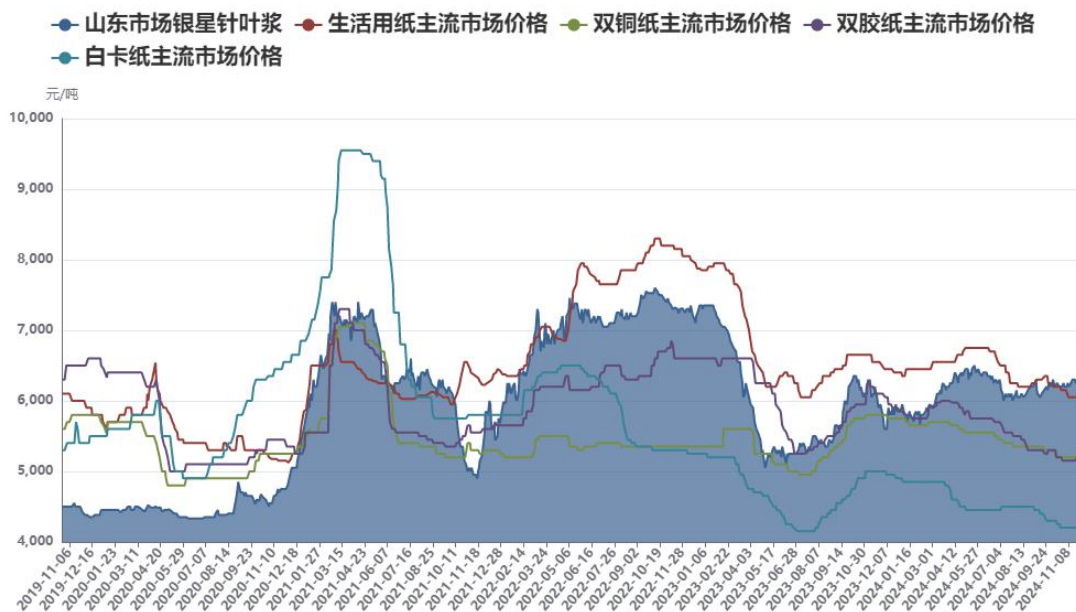
是最先出现的信号，而事件驱动是在过程中发酵。浆纸价格联动是趋势延续周期的参考，如果成品纸的配合程度越高，对于纸浆行情的驱动周期就走的越远。

第三章 国内造纸进入补库存周期

3.1 造纸产品的价格整体表现平稳

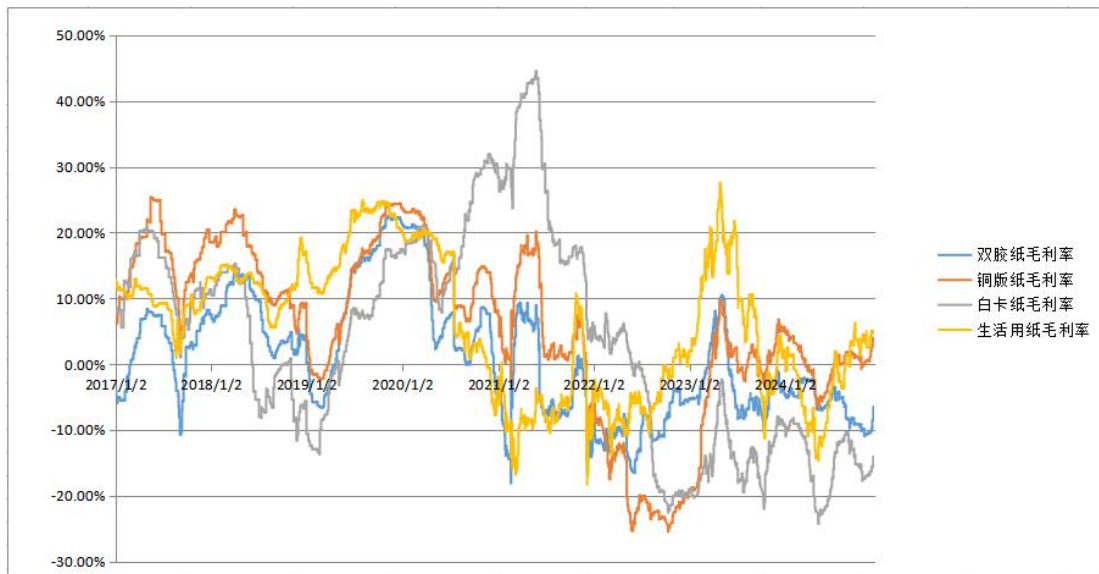
根据纸浆主要下游市场的产量等因素可以合理推算纸浆下游消费量变化情况，近年来文化印刷用纸、生活用纸和白卡纸产量呈现上行走势，对纸浆的消费量促进作用明显，但由于利润低迷，对于纸浆价格表现的更为敏感，并且在投产上偏向浆纸一体化，因此对成本的控制能力很强。2024 年纸浆下游消费量预计达到 5227 万吨，同比增速 4.62%。

图 4 国内主要纸张价格与针叶浆现货价格对比



数据来源：卓创资讯、齐盛期货

图 5 国内主要造纸利润



数据来源：卓创资讯、齐盛期货

价格方面及利润方面，今年浆纸价格处于纸比浆弱的态势。这其中，文化纸表现最弱，白卡纸则低位震荡，生活纸尚处于弱势震荡的区域，整体看年内造纸利润持续低迷。

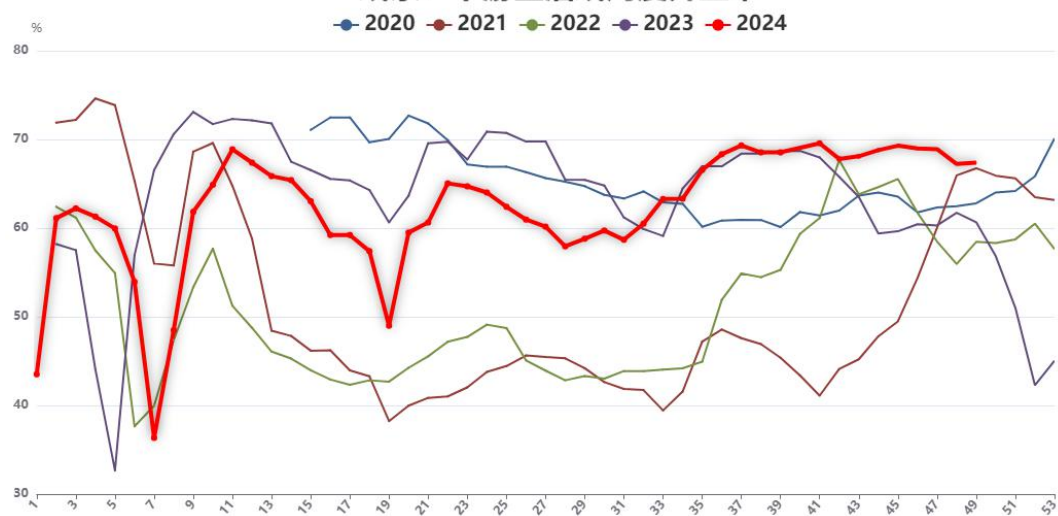
从浆纸联动性上来看，文化纸的价格目前和浆价的协同性最高，也就是接下来核心观测的就是文化纸的需求。而当下经济进入缓慢增长，公开资料显示对 2025 年 GDP 增长的一致预期为同比增长 4.8%，核心 CPI 增长 0.6%。因此宏观层面对纸的需求带动偏温和，相对令需求缺乏短期的爆发力。

下游原纸行业盈利方面，全年原纸行业维持低盈利态势，不利于浆市高价放量。上半年下游主要原纸行业平均毛利率在-8.05%至 2.87%，但上半年心态面、成本面因素驱动更为明显，因此浆价出现攀升。下半年浆价驱动因素轮换，下游原纸行业因为利润低迷，对纸浆价格产生抵抗，截至 12 月 6 日，下半年除双胶纸盈利较上半年继续下滑 1.16 个百分点以外，其余原纸行业毛利率较上半年改善 1.37-3.34 个百分点，但下游主要原纸行业平均毛利率在-6.68%至 6.61%，仍处于盈亏线上下波动，因此拖累浆价继续下滑。

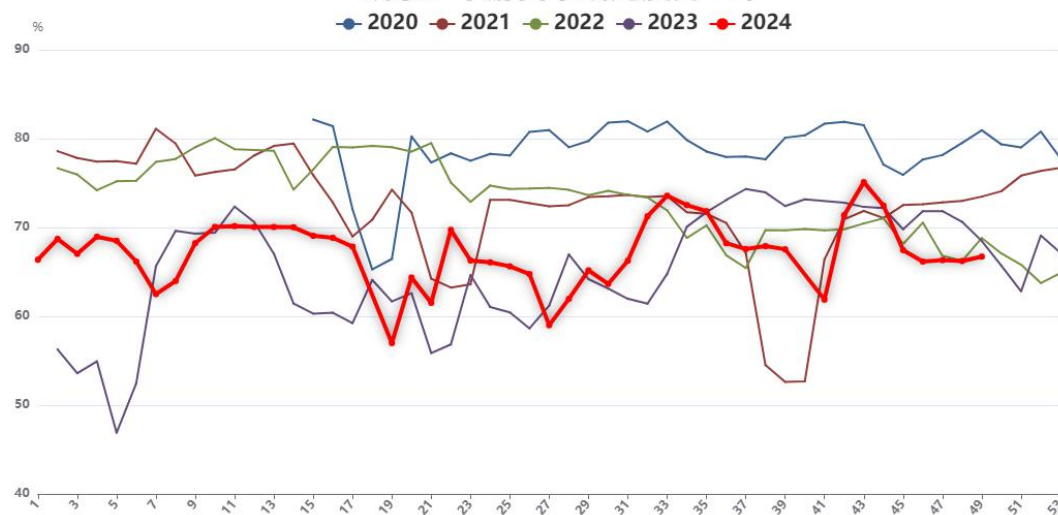
3.2 下游年内整体开工低迷

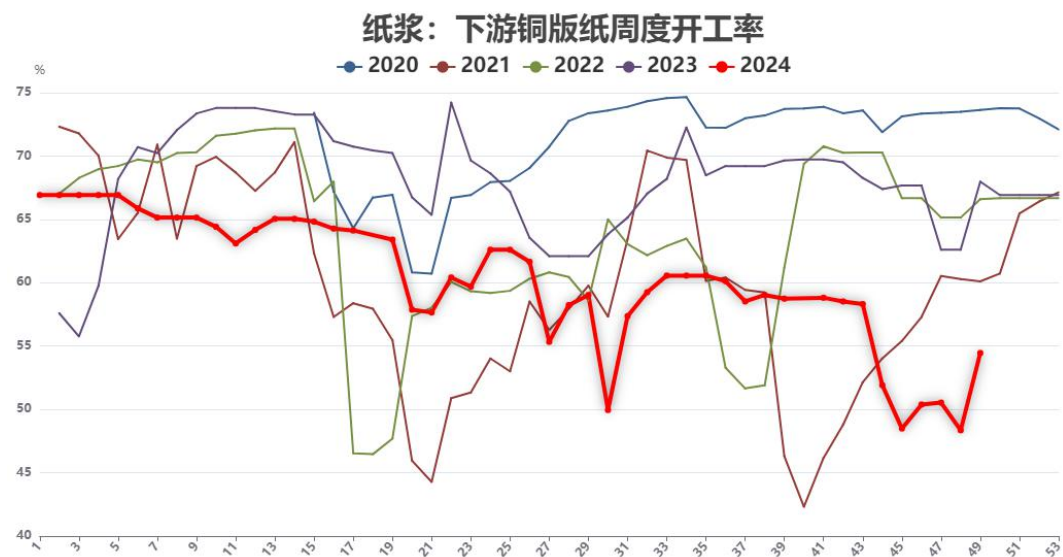
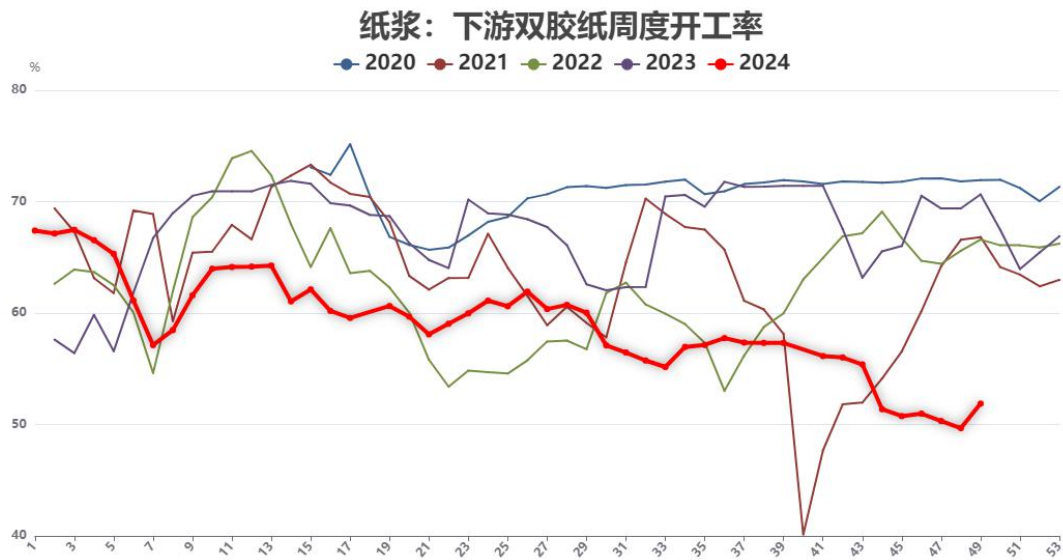
图 6 国内主要造纸开工

纸浆：下游生活纸周度开工率



纸浆：下游白卡纸周度开工率





数据来源：卓创资讯、齐盛期货

年内的造纸开工除生活纸外，其他纸种均开工下滑，并且主要集中在下半年，与纸浆期货价格的波动形成高度一致性。造纸的整体情况也体现出目前国内宏观消费低迷的情况，体现出目前国内需求通缩的压力。

3.3 下游新增产能情况

表 4 中国主要造纸产量表（万吨）

年份	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 E
胶版纸	1790	1750	1780	1730	1720	1735	1805	1850

铜版纸	675	655	630	600	605	620	630	650
生活纸	960	970	1005	1080	1105	1135	1210	1240
包装纸	695	690	695	705	715	730	755	770
折合针 叶浆需 求量	764.35	757.65	770.4	782.90	791.05	806.80	846.00	867.30

2024 年纸浆下游消费量预计达到 5227 万吨，同比增速 4.6%。国内白纸进入产能扩张周期，2023 年新增产能约 573 万吨，2024 年约 320 万吨，文化纸新增产能减少，且多为双胶纸；白卡纸仍处于扩张阶段，保持去年的高增量；生活用纸产能扩张放缓。

2025 年已知计划投产双胶纸 160 万吨，白卡纸 310 万吨，特种纸 80 万吨。合计产能增速 8%，与 2024 年相差不大，整体处于较高位置。

表 5 原纸新增产能与产能增速（万吨/年）

板块	新增产能	在产产能	产能增速
木浆生活用纸	220	1566	14%
白卡纸	130	1980	7%
双胶纸	100	1571.2	6%
双铜纸	52	745	7%

表 6 部分原纸投产计划（万吨/年）

投产时间	工厂	地点	品种	产能（万吨）
2025 年 3 月	广西建晖纸业	广西梧州	食品卡	61.2
2025 年一季度	玖龙纸业	湖北荆州	文化纸	60
2025 年二季度	玖龙纸业	广西北海	文化纸	70
2025 年上半年	山东金天和纸业	山东泰安	食品级白卡纸	30
2025 年三季度	江苏博汇	江苏大丰	高档特种纸板	80
2025 年三季度	联盛纸业	福建漳州	白卡纸	100
2025 年 10 月	亚太森博	江苏南通	白卡纸	120

2024 年国内新增成品纸产能：双胶纸 100 万吨白卡纸 130 万吨、生活纸截止三季度 136 万吨（年内总计划 220 万吨），有部分计划推迟到 2025 年。合计产能较上年增加 10%，增速是近五年最快增速。由于新增产能较为集中，但需求端表现低迷，因此各纸种产能利用率较往年下滑。

图 7 双胶纸周度库存

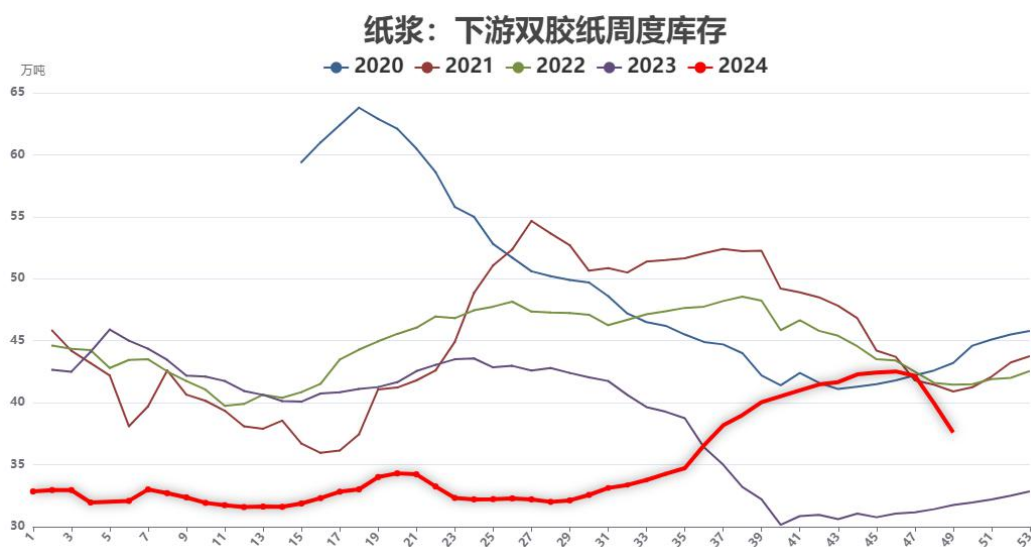


图 8 铜版纸周度库存

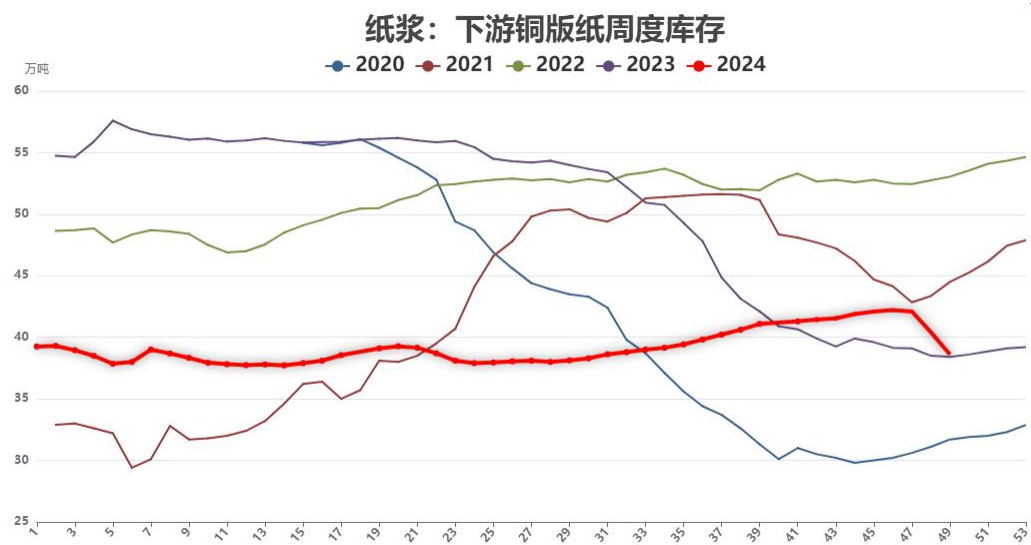
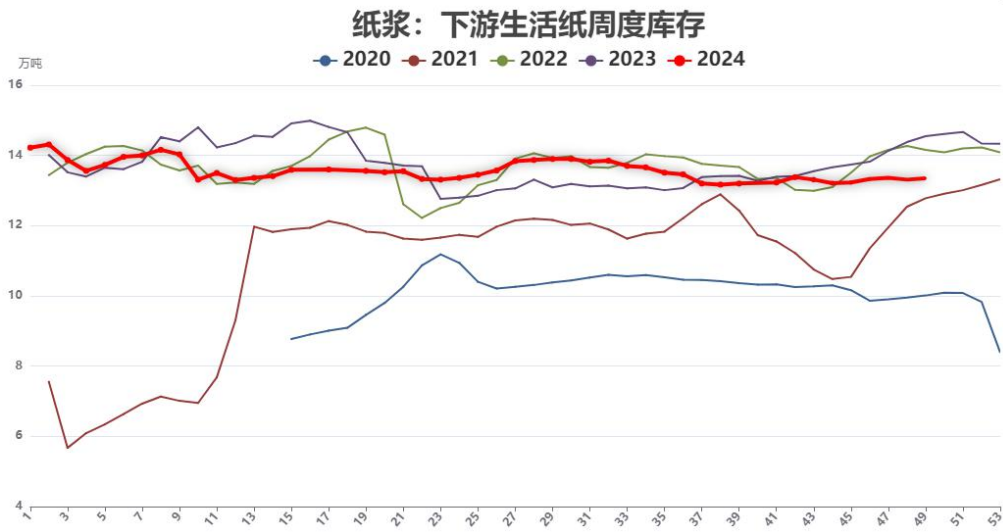
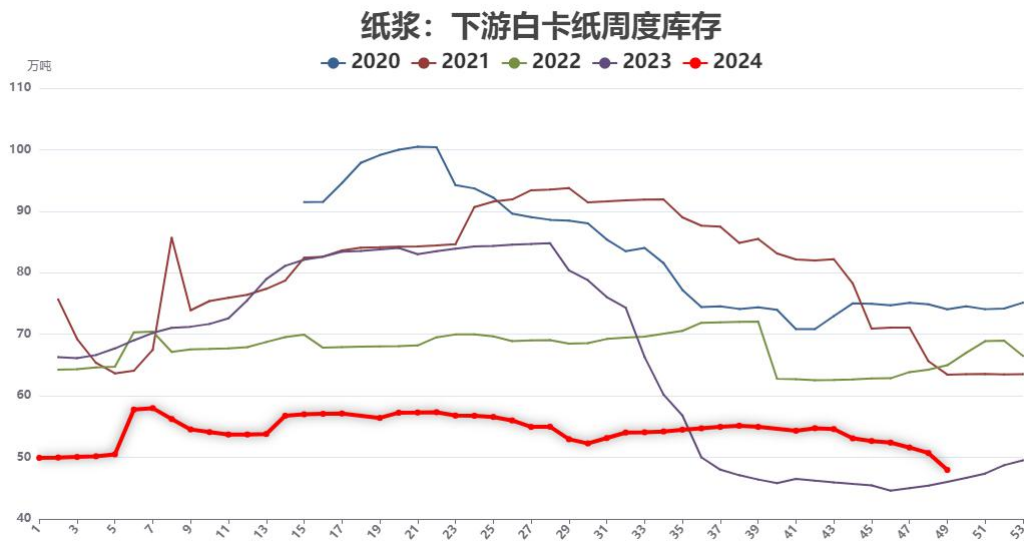


图 9 生活用纸周度库存



数据来源：卓创资讯、齐盛期货

图 10 白卡纸周度库存

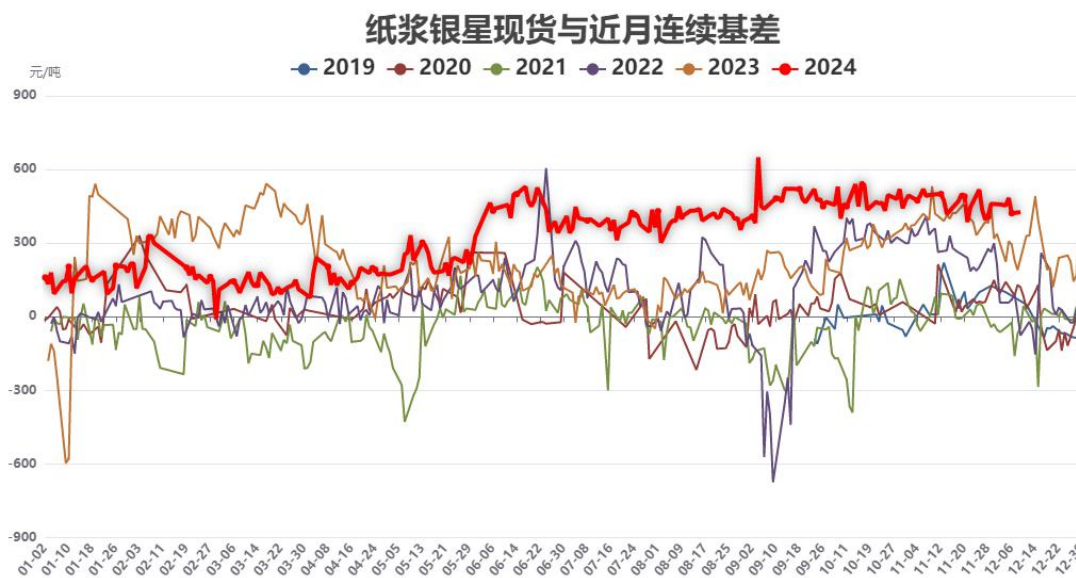


数据来源：卓创资讯、齐盛期货

第四章 纸浆期现基差分析

4.1 期现基差出现大幅度背离

图 11 纸浆近月连续期现基差



数据来源：iFinD、齐盛期货

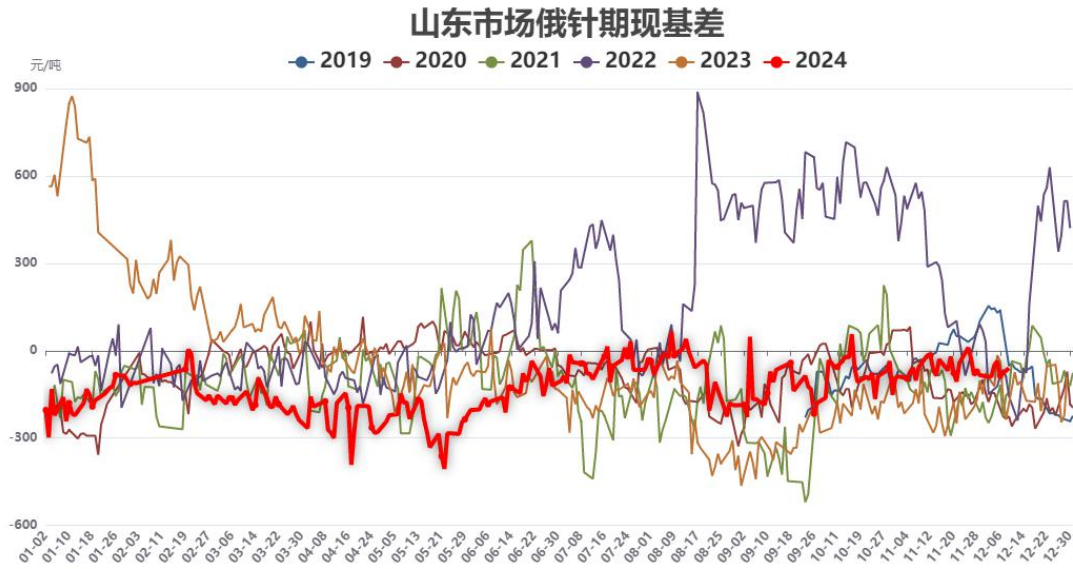
2024 年整体处于现货银星针叶浆升水近月合约的走势当中，这主要是市场继续以俄针为定价锚，近月价格回归近月价格，这体现出在相对弱势的市场下，定价锚将以低价交割品为主。

纸浆期货的交易维度的核心架构是在于针叶盘面基差，期货价格升水或平水针叶浆现货，代变价格处于偏高区域，如果出现深度贴水，甚至贴水阔叶浆价格，说明价格处于偏低区域。由此来确定价格的上下边际。

同时，基于美金外盘的升贴水逻辑可以判断，外盘的报价预期也会影响期货价格，相对来说，基差做价格波动的核心架构，主导性要比供需逻辑要强，供需逻辑更多的时候是处于解释期现分歧的原因。

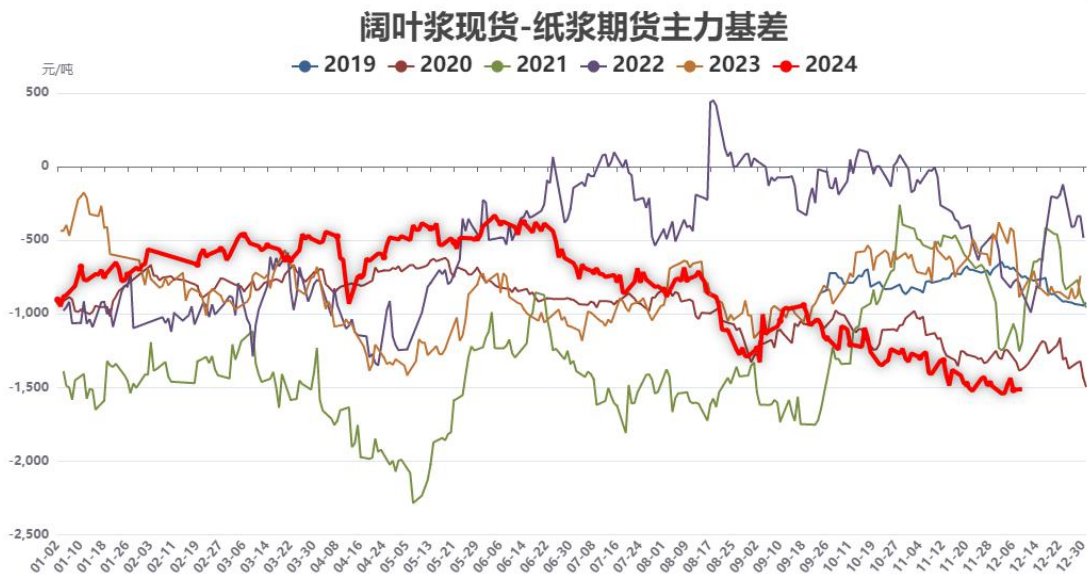
而年内对针叶浆最大的拖累是针-阔叶价差继续拉开，阔叶浆继续兑现目前的供需压力，在阔叶的需求没有出现较大增长的前提下，针=阔叶浆价格差的拉开，令针叶浆价格上涨始终受到阔叶浆低价的拖拽，导致价格运行趋势负重难进。

图 12 俄针期现基差



数据来源: iFinD、齐盛期货

图 13 阔叶浆期现基差



数据来源: iFinD、齐盛期货

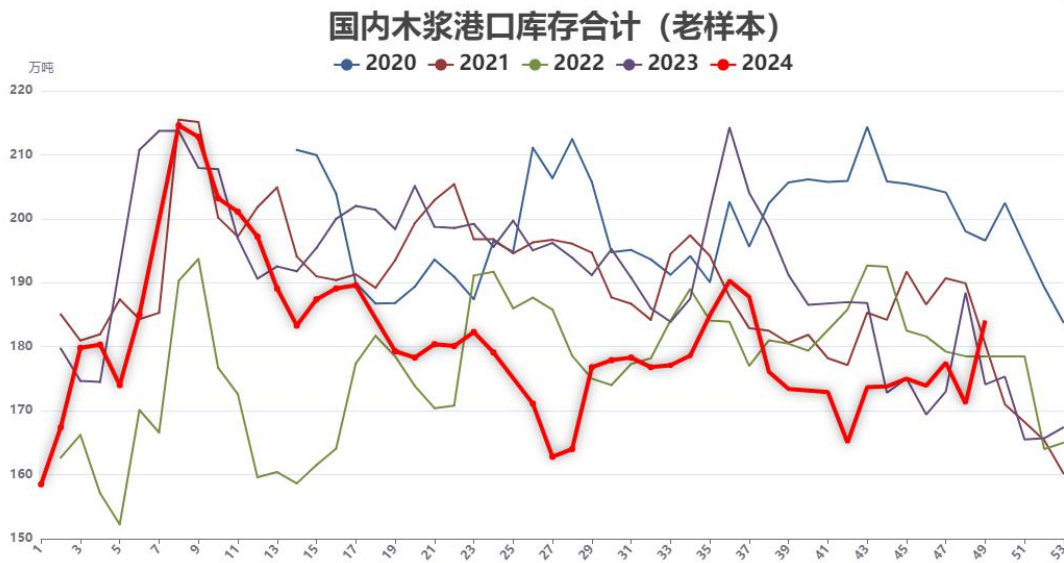
4.2 仓单库存与现货流动性的博弈

图 14 纸浆期货仓单库存



数据来源：上海期货交易所、齐盛期货

图 15 纸浆现货库存



数据来源：卓创资讯、齐盛期货

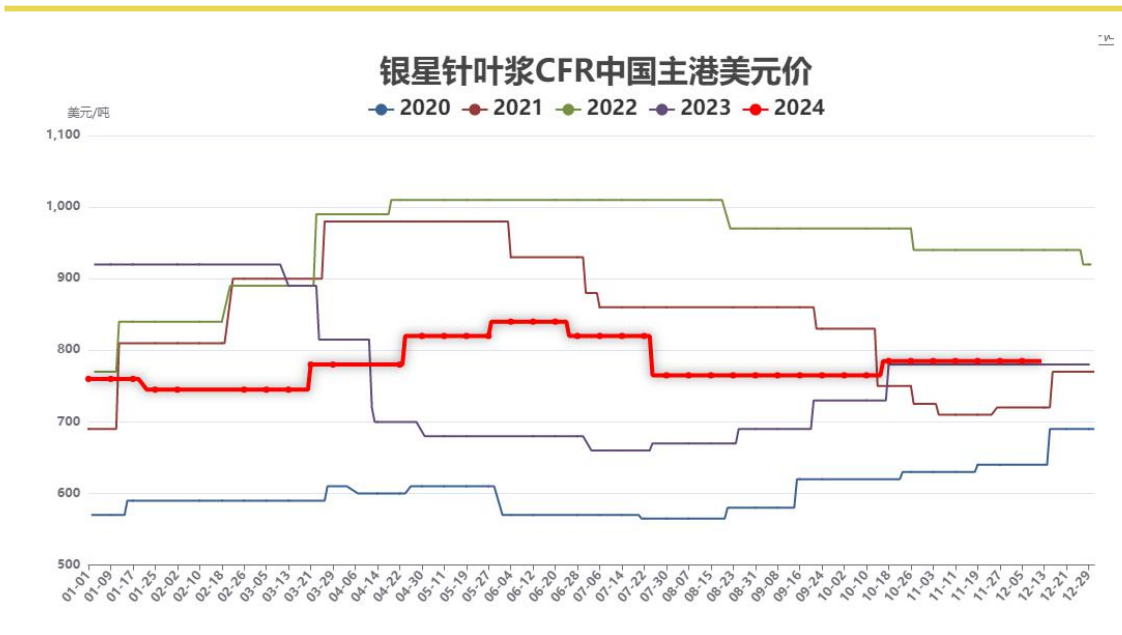
纸浆期货的仓单库存与今年针叶浆低迷的进口量相互印证，目前国内的针叶浆流通确实不甚宽松，而且由于下半年价格持续低迷，能交货的主要是低价的俄针，高价的加针、芬兰针等均没有交割利润，因此也导致市场交货意愿偏低，并且由于近月价格偏低，相对的接货价值尚可，只是需求低迷，也没有形成近月多头驱动。

而现货港口库存的表现也是与进口量同步，年中港口库存触底，进入 12 月，库存开始

累积。目前港口流通依然以阔叶浆为主，而国内新上的阔叶浆产能，也降低了对阔叶浆的需求。不过由于海外发运量上升，下半年出口到中国木浆量环比窄幅增加，理论上 2025 年港口木浆到货存在增加预期。因此接下来走累库预期的话，相应的也限制期货的涨幅。

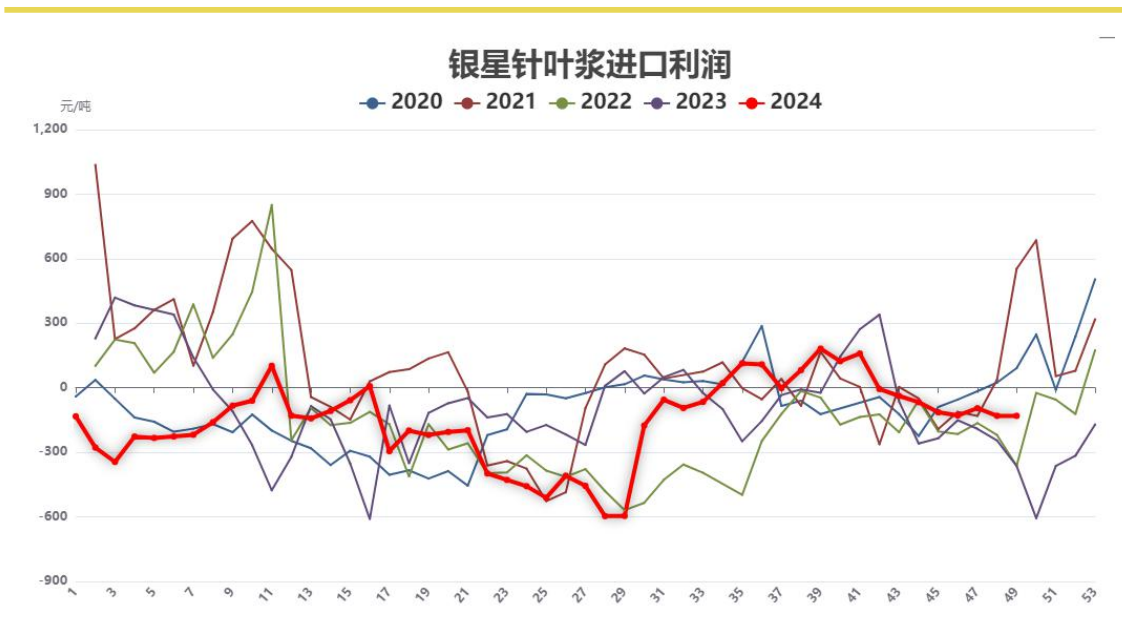
4.3 外盘远期价格曲线分析

图 16 银星外盘报价曲线



数据来源：iFinD、齐盛期货

图 17 银星进口利润

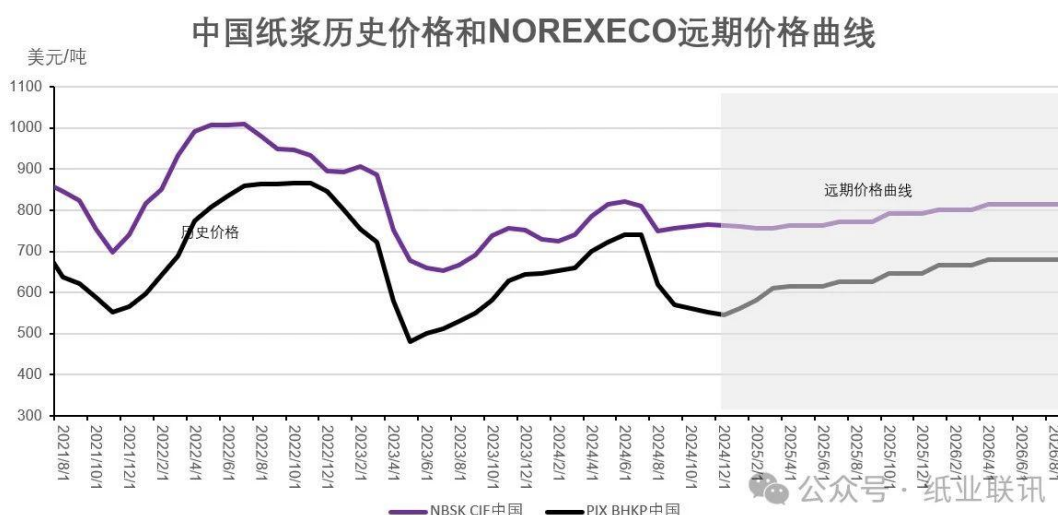


数据来源：iFinD、齐盛期货

银星的美元进口价格在年内变动不大，高点处于年中的 840 美元/吨，低点是年初的 745 美元/吨；相对来看，2024 年的银星美元价格是近几年来的中位水平。而进口利润则全年比较低迷，只有在 8-9 月汇率升值的驱动下，才产生一定的利润，但四季度人民币汇率持续偏弱，导致进口利润为负。

临近年尾，晨鸣纸业大面积停产后，人民币兑美元持续贬值，进口商品浆价格保持坚挺。12 月 2 日，Arauco 宣布，其三个主要浆种 12 月订单报价将保持不变，这显然为市场定下了基调。多数供应商也纷纷效仿，这意味着卖家渴望维持中国市场的稳定。消息人士称，客户已经按照常规合同量完成了 12 月份的漂针浆订单。其中部分客户旨在履行完 2024 年的合同量，以获得年度返利。与此同时，纸浆期货市场持续低迷，由于缺乏套利机会，贸易商对进口漂针浆的购买兴趣不大。

图 18 外盘远期价格曲线



数据来源：纸业联讯、齐盛期货

远期来看，虽然针叶、阔叶的生产商依然对于价格持有稳定上升的期待，但是实际上两者的价差扩大以及深度反映出目前国内需求表现偏弱。因为国内对外盘的压价，要警惕 25 年外盘的不确定因素仍会扰动整体纸浆的供应。

4.4 针-阔叶浆价格边际分析

图 19 针-阔叶价差与纸浆连续收盘价走势



数据来源：卓创资讯、齐盛期货

从针阔叶现货价差与纸浆期货收盘价来对比分析，我们能够清楚的发现，针阔价差与期货价格有极高的相关性，并且价差的高低，较大程度上反映当前的市场现状。

往年在针叶升水阔叶达到高位时，针叶浆期货价格也是明显处于高位的状态，随即在下跌回落的过程中，两者价差快速收窄到低位后，又表明针叶跌至低估值区域，底部支撑在增强。基本面供需逻辑上，阔叶浆是更能代表纸浆的供需逻辑。

而今年由于阔叶浆持续弱势，成为拉开价差的最主要驱动，令针叶浆期货价格也难以上涨，自身低进口量又有支撑，因此形成针叶浆持续弱势震荡。

第五章 2025 年纸浆策略总结与展望

5.1 产业及资金主力持仓结构分析

图 20 纸浆主力合约净持仓分布



数据来源：齐盛期货

从净持仓来看，纸浆下一个主力 2503 合约的前 20 席位处于净空持仓状态，空头持仓多于多头，但也可以看出，空头目前对于盘面价格波动的控制力在降低，空头暂时也没有形成向下打压的驱动。

目前我们分析，预期 2025 年的纸浆走势，将主要基于供应+宏观这两方面入手，分为三层逻辑：

第一层逻辑，是产业空头的逻辑，基于阔叶浆的产能投放，市场供应压力偏高的状况，明年的阔叶浆非标套利逻辑仍然较强，这是上涨的主要拖累。

第二层逻辑，是投机多头的逻辑，主要是做短期供应受限的问题，或者是做外盘价格高于内盘的节奏性问题，一般是做短期下跌后的反弹策略。

第三层逻辑，是产业多头的逻辑。明年新上的造纸产能，必然最担忧的是纸浆成本上涨，同时，宏观层面的政策利多，包括人民币汇率贬值等因素，都会影响纸厂的采购节奏，也更愿意在国内锁定纸浆成本，对冲外盘上涨风险，因此也会限制盘面下跌的空间。

5.2 2025 年纸浆策略展望

通过上文对行业供需、周期节奏的判断分析，我们认为 2025 年纸浆行情整体以宽幅震荡对待，上下边际目前看需要有强大的外力突破。没有形成向上突破的宏观+基本面共振。

主要逻辑如下：

依据针-阔叶价差和历史价格区间推算，低于 5500 元是低估区间，高于 7000 元为高估区间，在阔叶浆投产的大背景下，针叶浆的上涨必然需要阔叶浆同步上涨的共振。

依据浆纸联动性来判断，当前文化纸价格有所企稳，接下来造纸的价格将对浆价有强大的正向作用。

基于供需共振的效用，供应端需要海外发运偏紧，但目前是转向宽松；需求端需要下游增量，但由于目前造纸利润偏低，终端需求清淡，造纸的需求主要得依靠宏观经济的增长。

总结来看，预期在供需不出现较大变化的情况下，2025 年上半年，纸浆仍处于供应宽松、库存累库的弱势周期内。纸浆当前的矛盾以及不够突出，相对的来讲会成为随波逐流的品种，因此行情或许波动率偏低，相应的策略上中性震荡对待。

➤ 风险提示：

利空：仓单库存继续攀升，进口量大幅增长；

利多：造纸需求增长，主要供应国的突发事件，禁塑令等政策支撑。

免责声明

本报告内容形成采用的基础数据信息均来源于公开资料，我公司对这类信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和报告中得出结论及给出的建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关，本公司不承担投资者作出此类投资决策而产生任何风险，亦不对投资者作出此类投资决策做任何形式的担保。本报告版权为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本报告全部或部分内容翻版、复制发布，如引用、刊发，须注明出处为齐盛期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的侵权行为与我公司无关，我公司对侵权行为给公司造成的名誉、经济损失保留追诉权利。