

# 纸浆周报

## 2025年4月第1周

大宗商品研究所 潘盛杰  
投资咨询从业证号：Z0014607



银河期货暖❤️服务  
与您一起迎接未来

未来可期  
Futures - Future

- 国际油价节前已跌至63.7美元/桶，自疫情以来，原油估值与纸浆呈同向变动。目前原油估值对应纸浆同比下跌10.3%，纸浆盘面略显高估。全球经济政策不确定性指数1月报460.2点，同比上涨215.7点，创历史新高。特朗普政府的政策反复无常，严重扰乱全球经济秩序。全球股市市值4月初预计已缩水至99.8万亿美元，较年初的121.5万亿美元蒸发21.7万亿美元，其中14.1万亿美元在最近一周内蒸发的。以上对商品及浆价构成利空。
- 国内纸浆下游消费改善。3月，国内白卡纸产量环比增产，报收142.0万吨，创2012年以来历史次新高。生活用纸产量环比增产，报收131.8万吨，创2014年有数据以来新高。双胶纸产量环比增产，报收86.2万吨，回升至2024年9月水平，同比减产8.4万吨。
- 我国在假期对美国所有进口商品征收34%反制关税。美国是我国重要纸浆进口国，纸浆进口量占总量4.8%，其中针叶浆2024年占比15%，2025年至今为11%。进口成本上升34%，美国纸浆进口量可能减少18%以上。理论上，美国纸浆进口减量将促使美国浆相对走强，同时限制以针叶浆为主的美国浆进口对SP合约利多。历史经验也显示，针叶纤维及纸浆进口总量与SP单边价格负相关，进口减量推动价格走强。
- 不过，即使无反制措施，当前纸浆进口量已利多浆价，但尚未充分交易。若完全兑现近1年纸浆进口总量减少9.1%，浆价可达6300元/吨（同比+5%）；若完全兑现针叶浆进口总量减少13.7%，浆价可达9000元/吨（同比+50%）。
- 我们需要思考的是：为何市场长达一年没有交易进口的减量？额外的进口减量是否会扭转市场主要矛盾？

# 与美国加征关税相关的宏观数据

## ■ 国际油价

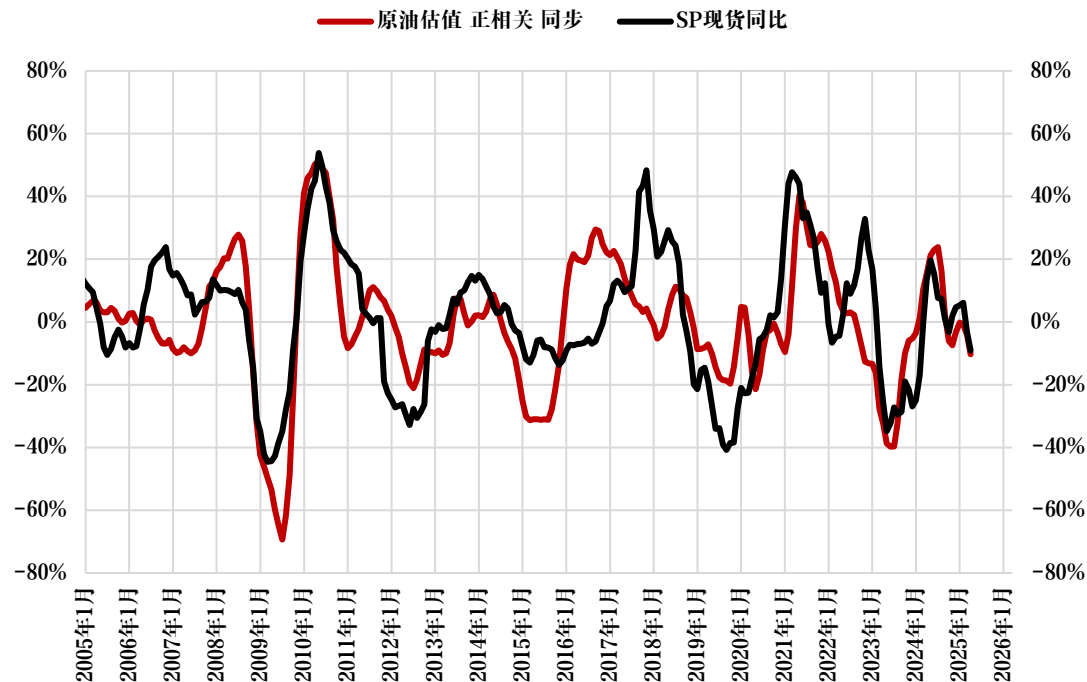
- 在节前已下跌至63.7美元/桶位置。自疫情以来，原油估值与纸浆保持着同向变动。
- 目前原油估值对应纸浆同比下跌-10.3%的水平，纸浆盘面略高估。

## ■ 全球经济政策不确定性指数

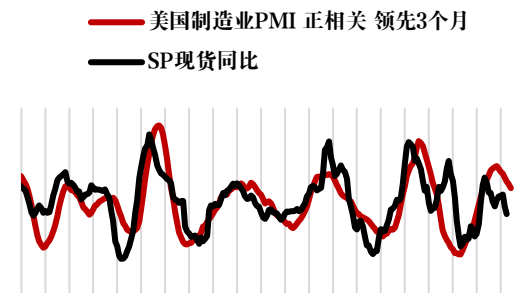
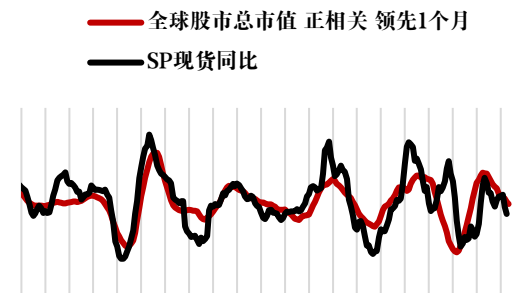
- 1月为最新数据，报收460.2点，同比上涨+215.7点。无论是绝对值还是增幅均创下历史新高。
- 反复无常的特朗普政府严重扰乱了全球经济秩序，利空商品及浆价。

## ■ 全球股市市值

- 4月初，全球股市市值预计已缩水至99.8万亿美元。
- 这较年初的121.5万亿美元已蒸发了21.7亿美元，而其中的14.1万亿美元是在最近一周内蒸发的。
- 利空商品及浆价。

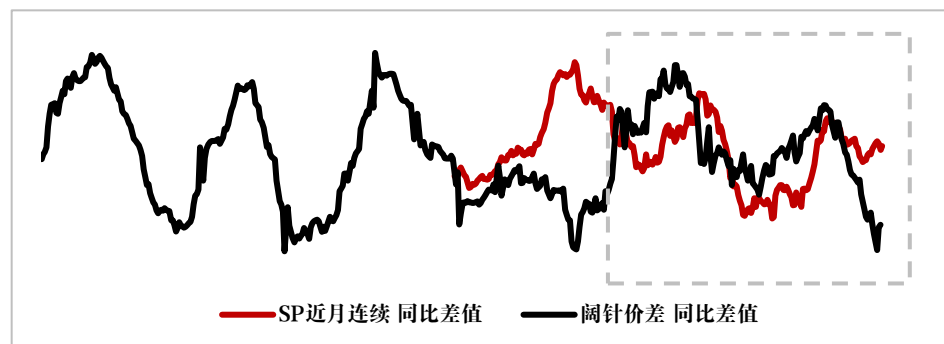
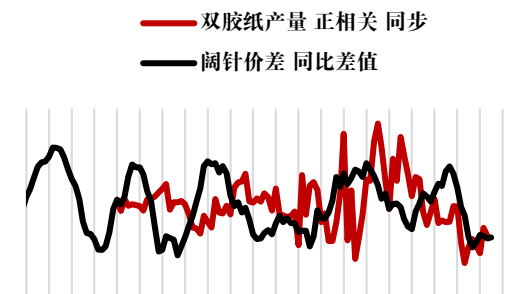
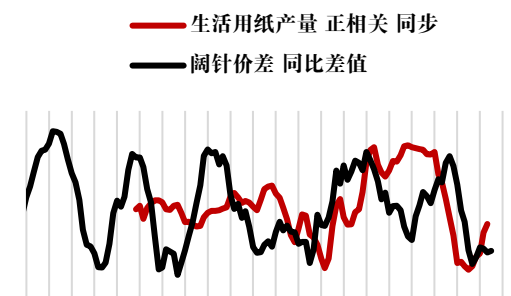
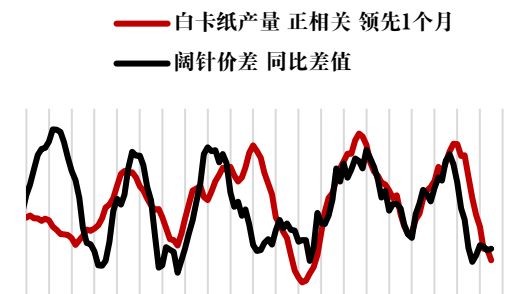
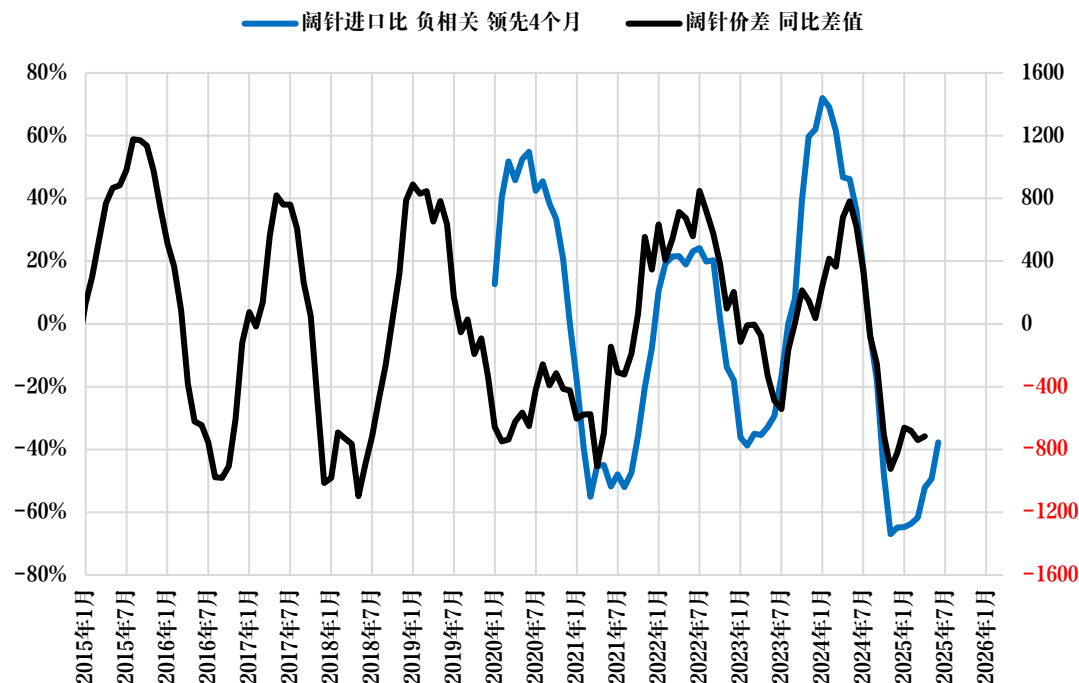


- 原油与纸浆价格之间存在复杂关联。纸浆生产是能源密集型行业，原油价格上涨会推高能源成本（如天然气、煤炭），同时影响石油化工产品（如硫酸、烧碱）的价格，从而增加纸浆生产成本。此外，原油价格波动与宏观经济环境密切相关：经济扩张时，原油和纸浆需求同步上升，推动价格上涨；经济衰退时，即使原油价格上涨，纸浆需求下降可能导致价格下跌。因此，两者关系并非线性，而是受多重因素共同影响。



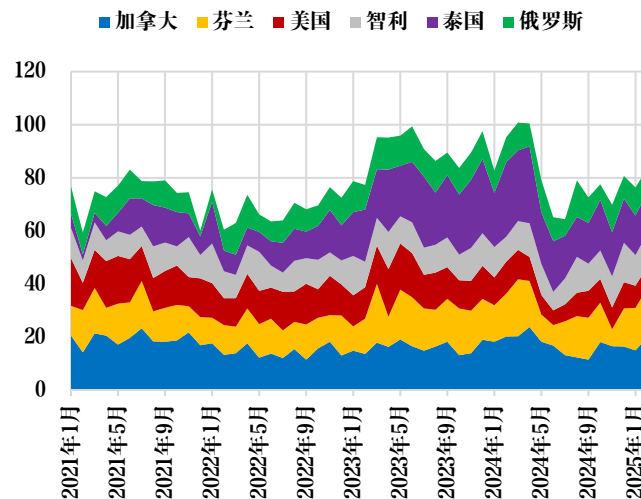
# 纸浆自身基本面

- 之所以关注阔叶浆，是因为在2022年以后，阔针价差与SP单边价格的关系，由理论上的负相关，转变为正相关。
- 阔叶浆基本面正变得越来越重要。
- 进口阔叶纤维（浆+木片，下同）相对针叶纤维减量，相对利多阔叶浆。
- 白卡纸
  - 3月，国内白卡纸产量环比增产，报收142.0万吨，创2012年以来历史次新高。
- 生活用纸
  - 3月，国内生活用纸产量环比增产，报收131.8万吨，创2014年有数据以来新高。
- 双胶纸
  - 3月，国内双胶纸产量环比增产，报收86.2万吨，回升至2024年9月水平，同比减产-8.4万吨。

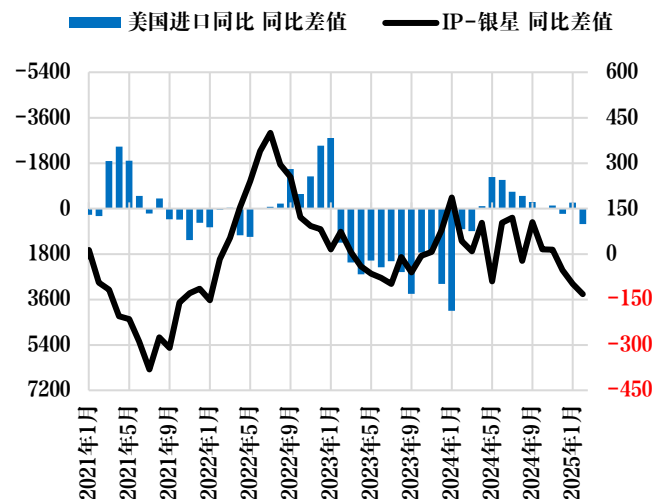


# 关于中国对美国的反制

- 作为反制措施，我国在假期对美国所有进口商品征收34%的关税。
- 美国是我国重要的纸浆进口国，纸浆进口量占进口总量的4.8%，其中针叶浆进口占比在2024年为15%，2025年至今为11%。
- 进口成本上升34%，美国纸浆进口量可能因此减少18%以上。

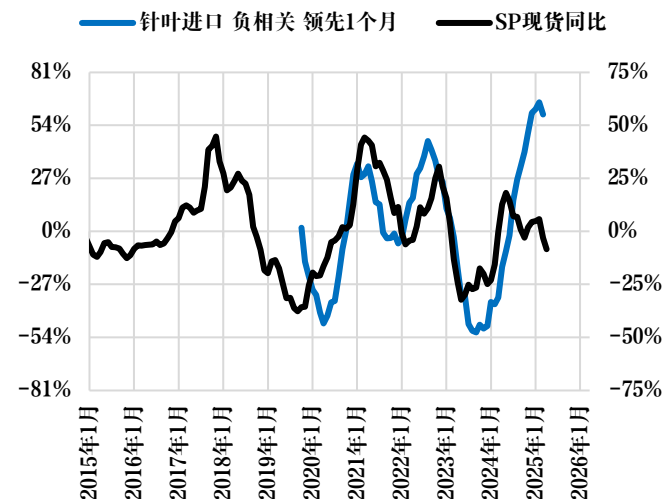
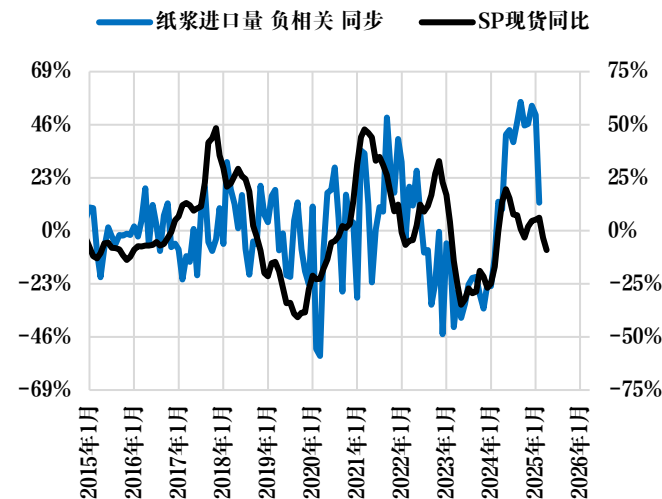


- 美国纸浆进口减量带来最直接的影响是现有美国浆的相对走强。
- 右图为进口“我国进口美国纸浆数量”与“IP-银星价差”，两者呈现一定的负相关。
- 即美国进口数量减少，有利于美国浆的相对走强。



- 从理论上讲，以针叶浆为主的美国浆被限制进口，对浆价自然是利多。
- 从历史经验归纳也是如此，无论是针叶纤维（浆+木片）进口量，还是纸浆进口总量，均与SP单边价格呈现负相关。
- 即进口减量，价格走强。
- 但是，即使我们没有反制，当前的纸浆进口量也是利多浆价的，苦于迟迟没有被交易。

- 完全兑现纸浆进口总量（近1年已累计减少-9.1%），浆价可以给到6300元/吨（同比上涨+5%）；
- 完全兑现针叶浆进口总量（近1年已累计减少-13.7%），浆价可以给到9000元/吨（同比上涨+50%）。





潘盛杰 大宗商品研究所 研究员

期货从业执照编号: F3035353 期货投资咨询编号: Z0014607

手机: 16621622706 (同微信)

电邮: panshengjie\_qh@chinastock.com.cn

北京市朝阳区建国门外大街8号北京IFC国际财源中心A座31/33层

Floor31/33,IFCTower,8JianguomenwaiStreet,Beijing,P.R.China

上海市虹口区东大名路501号上海白玉兰广场28层

28thFloor,No.501DongDaMingRoad,SinarMasPlaza,HongkouDistrict,Shanghai,China

全国统一客服热线: 400-886-7799

公司网址: [www.yhqh.com.cn](http://www.yhqh.com.cn)

致謝



银河期货微信公众号



下载银河期货APP

## ■ 作者承诺

- 本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## ■ 免责声明

- 本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。
- 本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。
- 银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。
- 银河期货版权所有并保留一切权利。