

# 纸浆周报

## 2025年05月 第2周

大宗商品研究所 潘盛杰  
投资咨询从业证号：Z0014607

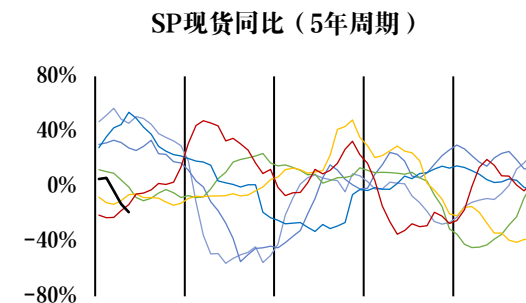
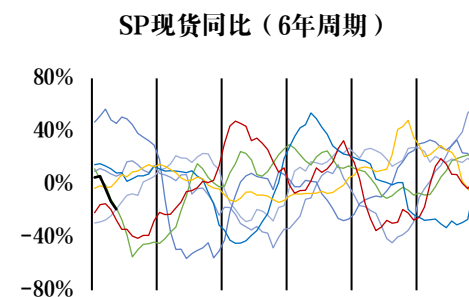
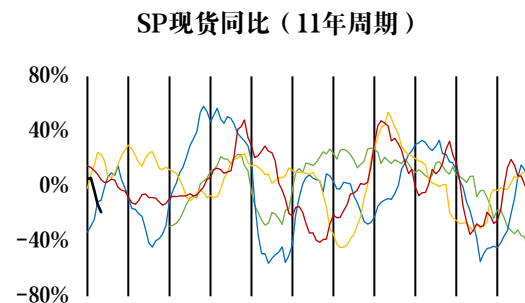
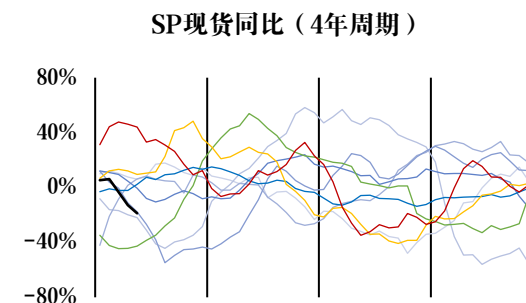
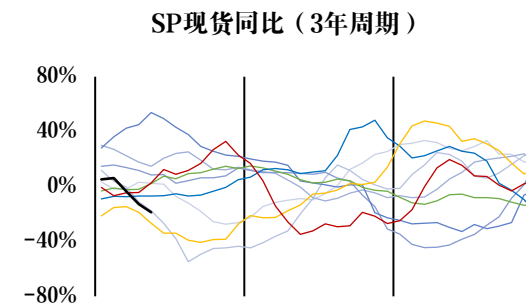
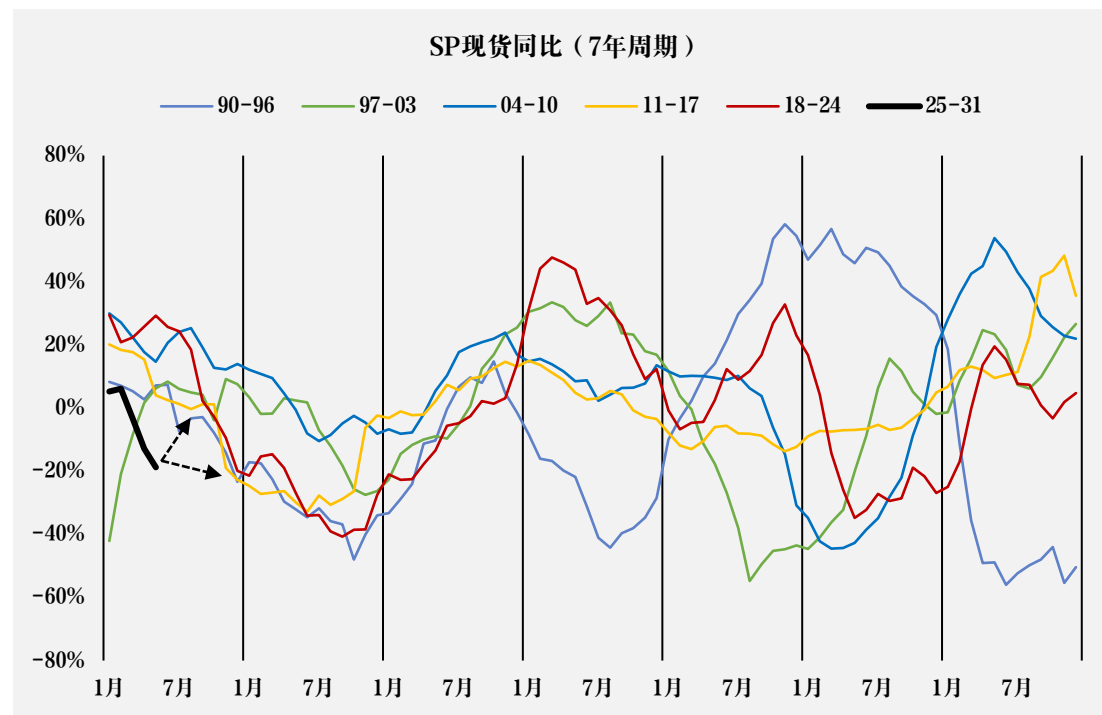


银河期货暖❤️服务  
与您一起迎接未来

未来可期  
Futures - Future

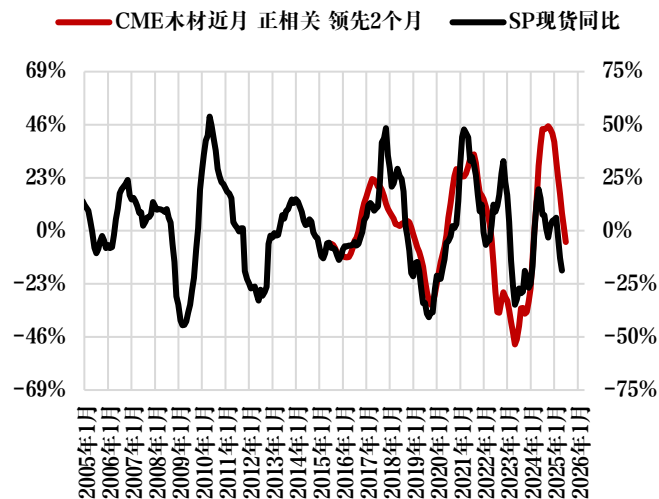
- 目前纸浆的基本面不太乐观。从上游来看，木片成本出现下滑，像CME木材期货结算价格下跌，俄罗斯木制品商业信心指数下降，针叶木片进口量增加，木片木粒进口价值指数也下滑。下游方面，成纸库存不断积压，3月国内造纸业产成品存货环比增加，达到764.5亿元，同比上升4.5%，并且已经连续12个月呈逐月增加态势；同时，3月美国纸品批发商库销比环比上升至1.06%，同比增加5.8%，连续10个月呈逐月上升态势，这些情况都对浆价产生了下行压力。
- 不过，也可以从其他角度来分析浆价短期内是否会触底。
  - 若不考虑基本面因素，只看价格周期规律，从1990年至今的7年周期里的第1年（1990年、1997年、2004年、2011年、2018年和2025年），浆价都会从同比上涨转为同比下跌，且跌幅一般不会超过-23%。现在浆价同比下跌-19%，从统计角度来看，已经接近低估值水平，可能存在超跌的情况。
  - 从国际油价角度分析，自2023年6月以来，原油价格与浆价的相关性高达84%。在4月贸易战期间，原油价格反映了全球市场对不确定政策的评估，为浆价提供了重要的参考。5月初原油价格企稳，这对浆价也是一种支撑。
  - 再看周内的SP期货仓单情况，从29.7万吨减少到27.7万吨，这也反映出期货仓单估值较低。
- 阔叶浆仍有望相对企稳，支撑纸浆整体估值回升。
  - 供应看木浆和木片的进口，阔叶纤维进口量相对于针叶纤维是减少的；
  - 库存看社会库存（针叶+阔叶）与期货库存（纯针叶）的比值，社库累库相对放缓，及阔叶累库相对放缓；
  - 欧洲针叶消费放缓，利空针叶；
  - 国内主要成品纸种均为环比减产，但其中阔叶纤维/针叶纤维的消耗比在提高。
- 基本面偏弱，估值偏低。

- 周期是抛开所有基本面的，使用统计的方法观察估值的方式。在众多周期中，似乎纸浆在七年周期的前三年拥有较好的规律性。例如：1990年-1992年、1997年-1999年、2004年-2006年、2011年-2013年、2018年-2020年、2025年-2027年。
- 若照此规律，浆价在2025年的支撑位在同比下跌-23%左右，而经过本轮大幅下挫，SP已运行至同比下跌-20%的位置，已十分接近。甚至，目前浆价处于历史同期的最低位，存在超跌可能。

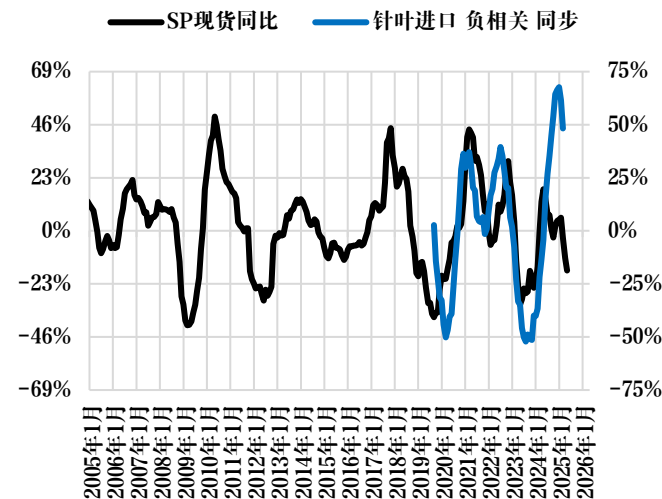


# 木片成本继续回落，驱动利空浆价

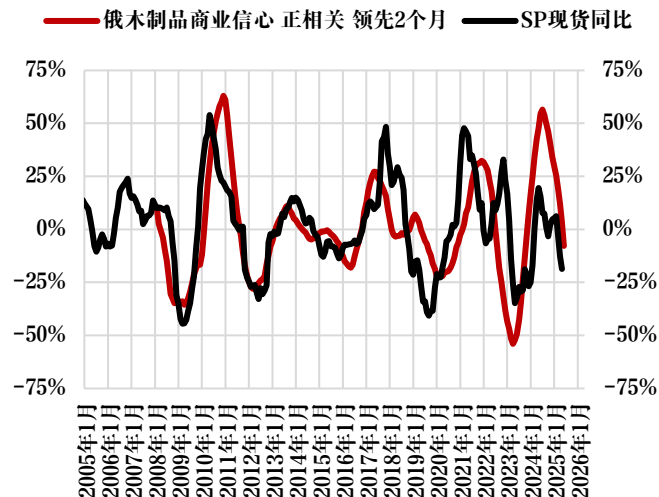
- 5月至今，CME木材期货近月收盘均价报收545美元/千板英尺，同比上涨+6.4%，连续9个月边际下跌，利空SP单边。



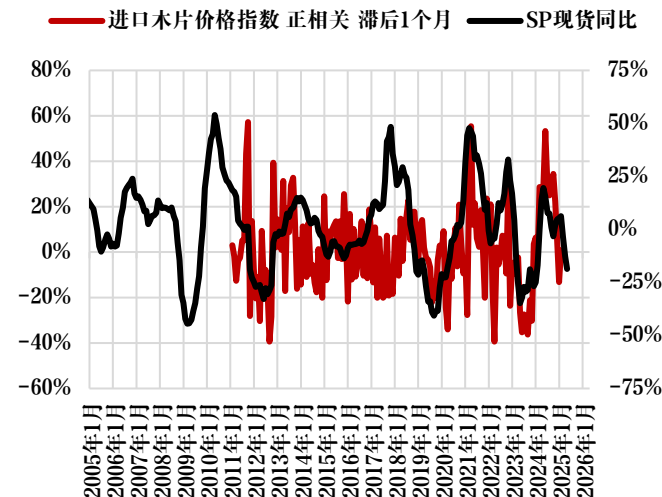
- 3月，国内针叶浆进口量环比增量报收90.6万吨，针叶木片进口量环比减量报收0.9万吨，折木浆总量报收91.0万吨，同比减少-6.2%，连续2个月边际增量。
- 驱动利空SP单边。



- 4月，俄罗斯木制品商业信心指数环比下滑，报收-10点，创2023年9月以来新低，同比下滑-13点，连续11个月边际下滑，利空SP单边。

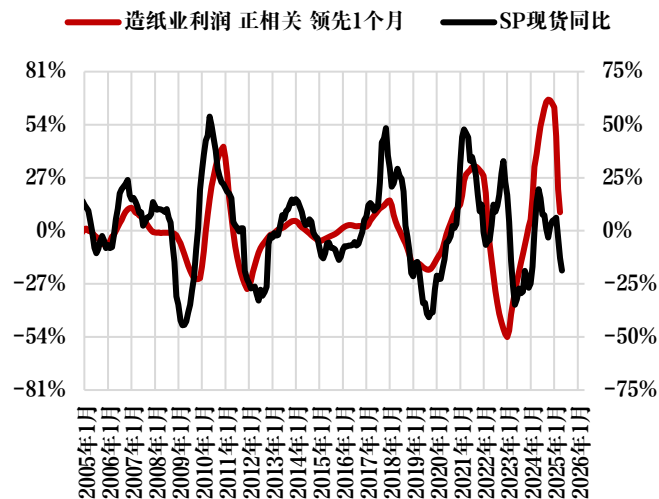


- 3月，国内木片或木粒进口价值指数环比上涨，报收102.8点，同比下跌-3.5%，环、同比上涨。
- 小幅利多SP单边。

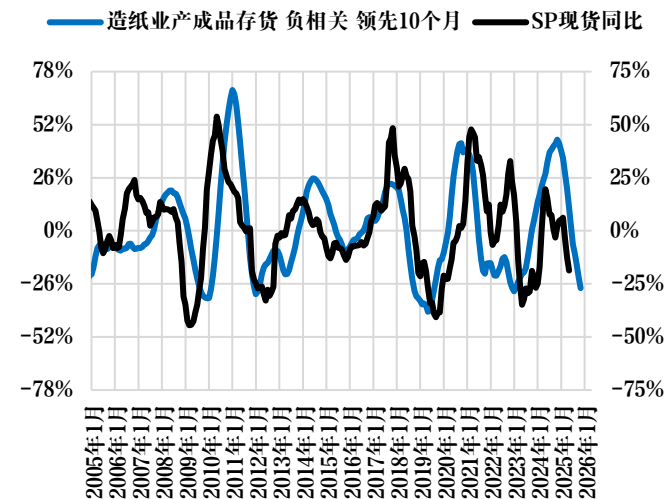


# 其他影响SP单边的数据

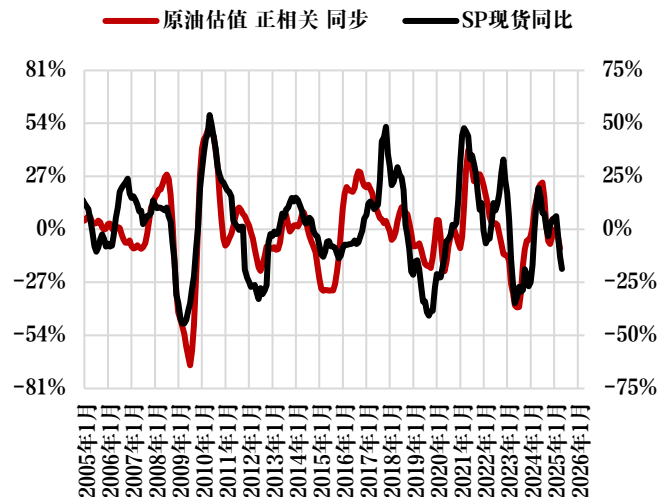
- 3月，国内造纸业利润总额累计下滑-16.9%，利润连续6个月变差，**利空SP单边**。



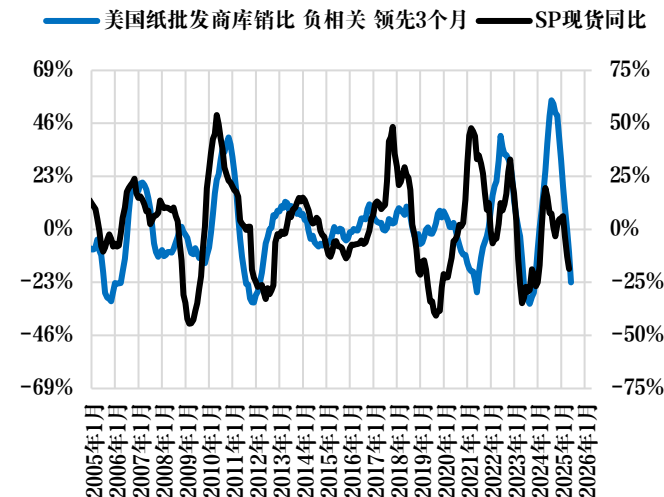
- 3月，国内造纸业产成品存货环比累库，报收764.5亿元，同比累库+4.5%，连续12个月边际累库，**利空SP单边**。



- 4月，国际原油价格环比下跌，报收65.9美元/桶，同比下跌-22.1美元/桶，创2023年8月以来最大跌幅，连续3个月环、同比下跌，**利空SP单边**。



- 3月，美国纸品批发商库销比环比累库，报收1.06%，同比累库+5.8%，连续10个月边际累库，**利空SP单边**。



# 造纸环比减产，但消费结构利多阔叶浆

## ■ 4月，国内：

- 双胶纸环比**减产**，报收83.2万吨；
- 铜版纸环比**减产**，报收33.4万吨；
- 白卡纸环比**减产**，报收132.0万吨；
- 生活用纸环比**减产**，报收125.8万吨。
- 折算阔叶浆消耗227.0万吨，针叶浆消耗53.8万吨。
- 国内成品纸阔针消耗比报收4.22倍（点），同比上涨+7.5%，连续5个月边际增量。即阔叶浆在国内的消耗量，连续6个月相对针叶浆增加。

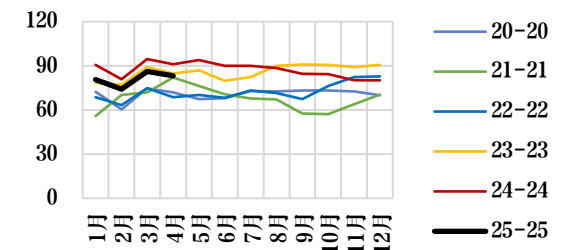
- 注：成品纸浆耗供参考，拆分后的结果也较为令人满意，与阔针价差呈现正相关。即阔叶浆用量相对针叶浆增量时，阔叶浆相对于针叶浆走强。

- 当前阔叶浆存被低估可能。

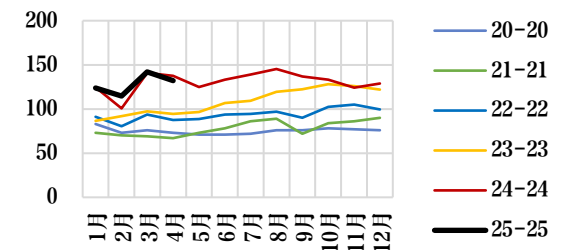


	吨纸浆耗	阔叶占比	针叶占比
生活用纸	97%	90%	10%
双胶纸	80%	52%	16%
铜版纸	75%	45%	15%
白卡纸	80%	30%	10%

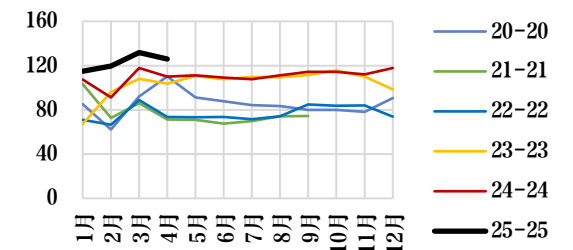
双胶纸产量



白卡纸产量



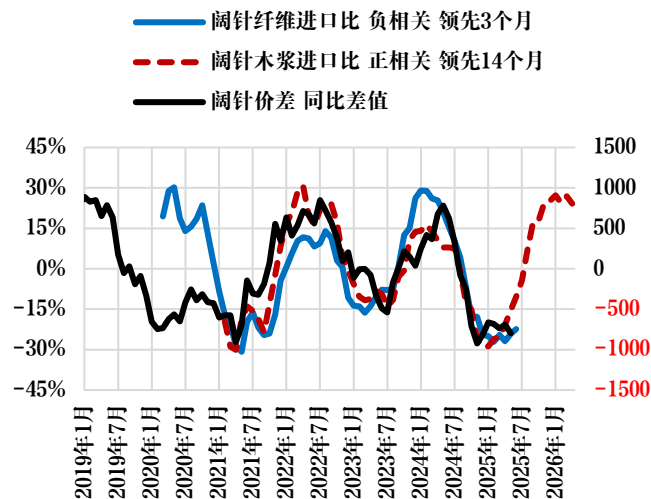
生活用纸产量



# 平衡表数据支持阔针价差走强

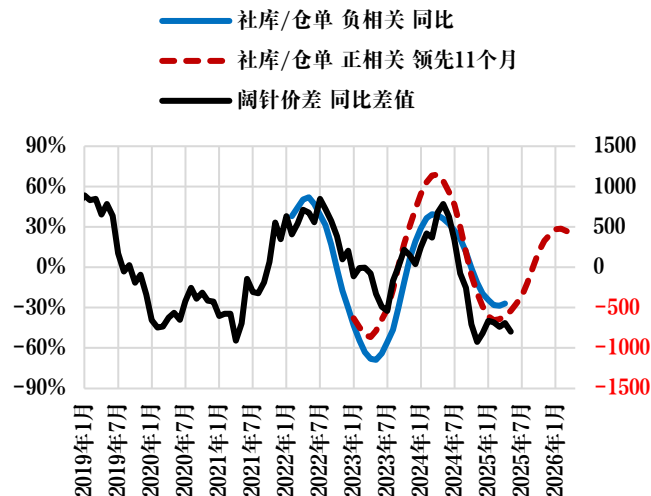
## ■ 供应

- 3月，非针木片进口149.2万吨，阔叶浆进口147.0万吨，针叶木片进口0.9万吨，针叶浆进口90.6万吨。
- 阔叶纤维对针叶纤维比报收2.43倍（点），同比增长+21.8%，**阔叶增速连续2个月放缓。**



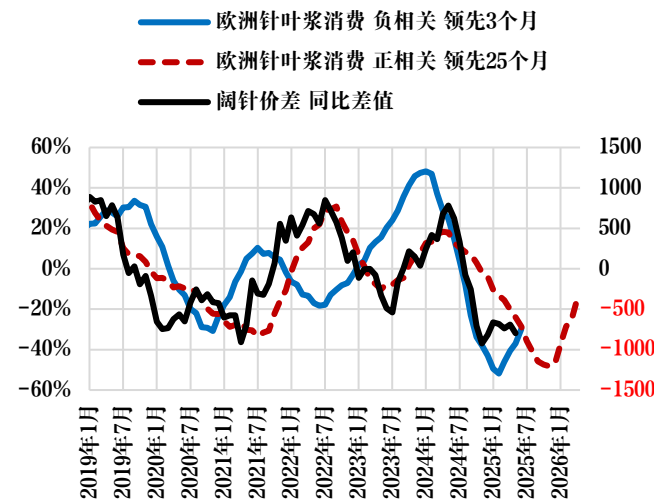
## ■ 库存

- 4月，青岛、常熟、高栏和天津四港社会库存报收204.7万吨，上期所SP合约库存小计报收34.6万吨，两者之比报收5.91倍（点），同比上涨+26.9%。
- **阔叶累库相对放缓，利多阔针价差。**



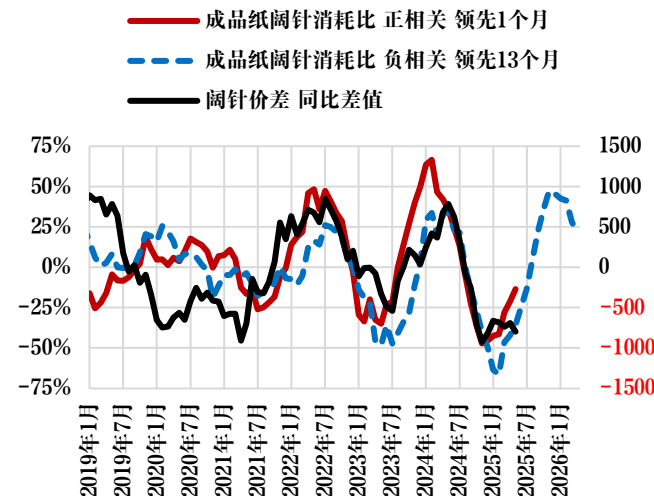
## ■ 海外消费

- 3月，欧洲针叶浆消费报收27.3万吨，同比减少-2.0万吨，连续4个月边际减量。
- **相对利空针叶浆消费，利多阔针价差。**



## ■ 国内消费

- 4月，双胶纸产量报收83.2万吨；铜版纸产量报收33.4万吨；白卡纸产量报收132.0万吨；生活用纸产量报收125.8万吨。折算阔叶浆消耗227.0万吨，针叶浆消耗53.8万吨。
- **阔叶浆在国内的消耗量，连续6个月相对针叶浆增加。**





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。