

目 录

第一部分 前言概要.....	2
第二部分 基本面情况.....	3
一、纸浆行情回顾.....	3
二、纸浆供应：进口高位、国产恢复、库存缓降	5
三、纸浆需求：文化纸淡季，包装和生活用纸环比改善	8
三、文化纸行情回顾.....	9
四、文化纸价格供需宽松，库存持续高企，压制市场	10
第三部分 后市展望及策略推荐.....	13
一、纸浆基本面综合分析：	13
二、纸浆期货策略分析：	13
三、双胶纸基本面综合分析：	13
四、双胶纸策略分析：	13
免责声明.....	14

纸浆去库偏慢，压制反弹高度； 双胶纸需求淡季，提价落地困难

第一部分 前言概要

【行情回顾】

10 月针叶浆供需弱格局未改。国内港口库存 205 万吨，环比再增 1.1%，连续六个月高于往年同期；9 月进口 69.1 万吨，同比增 11.3%，外盘 680 美元/吨报价持稳，到港货源充足。需求端文化纸持续亏损，开工率不足 55%，单月耗浆环比再降约 6 万吨；生活用纸虽有新增产能，但配比继续倾向阔叶，对针叶增量有限。总表观消费环比仅微增 1%，远低于供应增速。

10 月双胶纸供需仍显宽松。产量 89 万吨，环比微增 0.5%，产能利用率 52.3%，环比下滑 3.8%，亏损压力下纸机转产/降负荷增多；企业库存 134.1 万吨，环比再增 7.3%，创近年同期高位。需求端秋季教材招标结束，社会印件持续被电子媒体替代，表观消费量 84 万吨，环比降 4.4%。

【市场展望】

纸浆方面：高库存+老仓单压制上限，670-685 美元外盘报价+白卡涨价托底下限。11 月关注港口去库速度：若库存跌破 190 万吨，基差收敛，期价上探；否则维持近低远高反套，远月升水 50-80 元反映 Q1 季节性预期。

双胶纸方面：11 月出版订单空档，社会需求无起色，供方计划再涨 200 元/吨但落地存疑，在库存高位、亏损扩大背景下，价格预计继续低位徘徊，库存去化仍依赖纸厂主动减产。

【策略推荐】

纸浆期货策略分析：

1. 单边：SP2511 合约逢高做空（交割逻辑）；SP2601 合约逢低做多。
2. 套利：12-1 反套思路为主。
3. 期权：观望(以上观点仅供参考，不作为入市依据)。

双胶纸策略分析：

1. 单边：OP2601 合约逢高做空。
2. 套利：观望。
3. 期权：观望(以上观点仅供参考，不作为入市依据)。

交易咨询业务资格：

证监许可[2011]1428 号

研究员：朱四祥

电 话：18616321836

邮 箱：

zhuxixiang_qh@chinastock.com.cn

期货从业资格证号：F03127108

投资咨询资格证号：Z0020124

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。作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑均基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，本报告清晰地反映了本人的研究观点。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议。



银河期货

第二部分 基本面情况

一、纸浆行情回顾

10 月份国内现货浆价整体延续“分化震荡、针弱阔稳”格局。针叶浆受高港存、弱需求及金融盘面压制，跌幅最大；阔叶浆在外盘提价与即期货源偏紧支撑下小幅抬升；本色浆、化机浆缺乏边际驱动，横盘整理；国产化机浆因木片紧缺下半月快速拉涨，但成交有限；非木浆随木浆窄幅波动，竹浆、甘蔗浆区域表现略有差异。具体运行特征如下：

一、针叶浆：金融属性压制，跌幅居首。10 月山东市场银星月均 5484 元/吨，环比-186 元（-3.3%），连续第三个月领跌浆种。主因：1)港口库存 205 万吨以上，同比高 3 成，老仓单注销压力显性化；2)下游文化纸、生活纸开工回升有限，刚需仅 330 余万吨，环比仅增 1%；3)期货盘面贴水现货 120-150 元，套利商持续抛售现货，拖累报价。外盘方面，智利银星 10 月报 680 美元/吨（-10），折合人民币成本约 5450 元，与现货倒挂收窄，但买家仍观望，11 月预售盘已跌至 670 美元，预计 11 月现货仍有 50-80 元下探空间。

二、阔叶浆：外盘提价托底，内贸小幅收高。山东金鱼月均 4252 元/吨，环比+43 元（+1.0%），结束三连阴。支撑因素：1)9 月巴西金鱼 CFR 报价上调 10 美元至 530，折算进口成本≥4200 元，贸易商低价惜售；2)国内阔叶浆产量 105 万吨，环比+6.5%，但新增产能尚未完全放量，可售现货阶段性偏紧；3)白卡纸、生活纸开工率分别升至 77.5%、64.6%，对阔叶浆消耗增加约 4 万吨。不过港口库存仍处百万吨高位，下游对进一步提价抵触，11 月内盘报价多平盘于 4230-4280 元区间。

三、本色浆：供需两淡，横盘整理。金星月均 4898 元/吨，环比微跌 2 元（-0.04%），年内波动区间不足百元。欧美浆厂转产本色浆量增，9 月进口 7.2 万吨（-19.8%），但国内食品级牛卡、纸袋纸需求疲软，本色浆成交稀少，贸易商多背靠背操作。外盘 590 美元/吨已维持两月，缺乏方向指引，预计 11 月继续 4900 元附近徘徊。

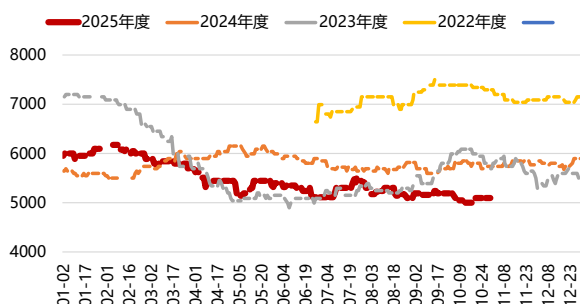
四、化机浆：国产木片紧缺，下旬急涨。进口昆河 3700 元/吨持平；国产化机浆下半月由 2550 急涨至 2650-2700 元，月均价 2535 元（+35，+1.4%）。主因：1)木片到厂价两周内上

涨 80-100 元，压缩浆厂现金流；2) 亚太森博、鼎丰等 42 万吨产能检修，短期供应收缩；3) 下游双胶纸、铜版纸提价不畅，对高价浆仅刚需补库，实际成交放量有限。11 月木片供应预计缓和，浆价或回吐一半涨幅。

五、非木浆：跟随调整，区域差异。四川漂白竹浆板 4400-4500 元/吨，环比持平；广西漂白甘蔗湿浆 4200-4400 元，低价收敛 50 元。月内部分竹浆厂检修，产量小幅缩减；甘蔗浆企订单尚可，库存低于 20 天，报价相对坚挺。但终端生活用纸涨价落实缓慢，浆企继续提价空间受限，预计 11 月非木浆整体震荡运行。

图 1：针叶浆价格走势图

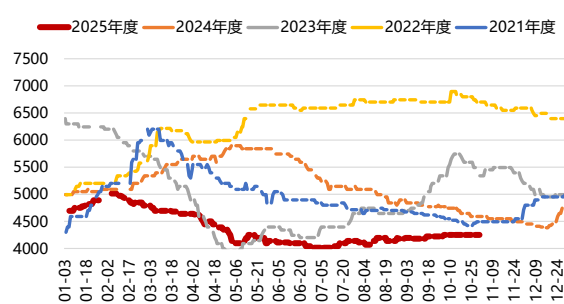
单位：元/吨



数据来源：银河期货，Mysteel

图 2：阔叶浆价格走势图

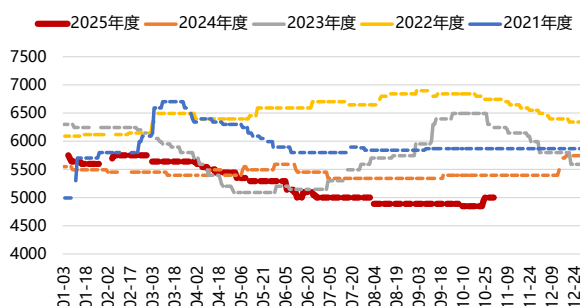
单位：元/吨



数据来源：银河期货，Mysteel

图 3：本色浆价格走势图

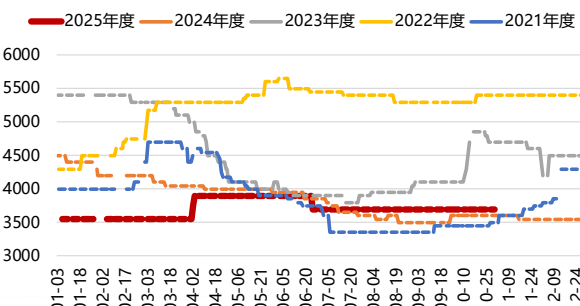
单位：元/吨



数据来源：银河期货，Mysteel

图 4：化机浆价格走势图

单位：元/吨



数据来源：银河期货，Mysteel

10 月纸浆期货 01 合约价格呈现“先抑后扬”的震荡走势。上旬受市场情绪低迷及需求疲软拖累，合约价格一度跌至 5078 元/吨的阶段低点。中旬后，巴西 EldoradoBrasil 工厂停工检修（10 月 20 日-31 日）引发供应收缩预期，叠加纸企提价及海外阔叶浆报价上行，推动期价反弹。10 月 23 日收盘价为 5220 元/吨，较前一日上涨 1.28%。下旬受人民币升值及原木价格下跌影响，期价短暂回调至 5122 元/吨，但月末在现货偏强支撑下回升至 5253 元/吨（10

月 30 日)，全月累计涨幅约 1.5%。从日内波动看，主力合约日均振幅约 1.2%，10 月 24 日单日振幅达 2.3%，市场多空博弈较为激烈。

图 5：纸浆主力合约走势回顾

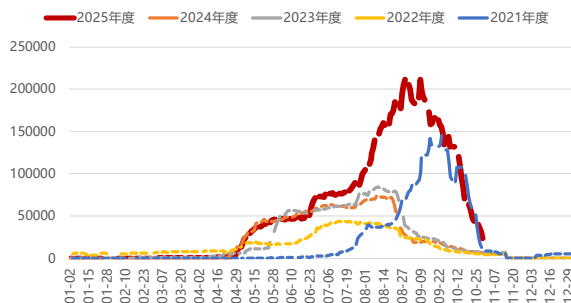
单位：元/吨



数据来源：银河期货，Mysteel

图 6：11 月合约持仓季节性

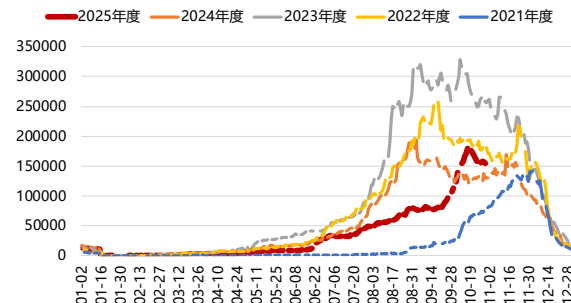
单位：手



数据来源：银河期货

图 7：1 月合约持仓季节性

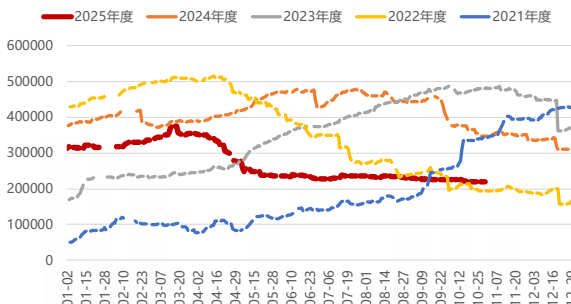
单位：手



数据来源：银河期货

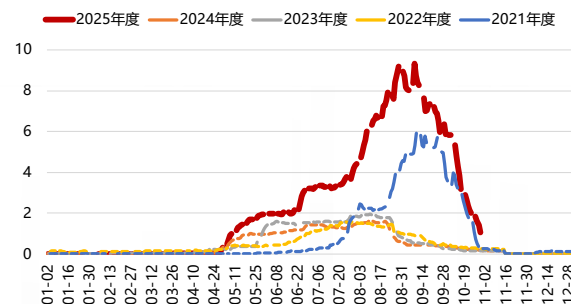
图 8：期货库存（仓单）

单位：吨



数据来源：银河期货

图 9：11 月合约持仓/期货仓单



数据来源：银河期货

二、纸浆供应：进口高位、国产恢复、库存缓降

2025 年 10 月，中国纸浆供应延续“进口高位、国产恢复、库存缓降”的宽松格局，但品

种分化明显。综合来看，总供应充足，港口库存虽连续小幅去库，却仍高于往年同期，针叶浆过剩压力最大，阔叶浆靠成本和外盘缩量获得支撑，国产化机浆因木片紧缺出现阶段性拉涨。以下为结构拆解：

一、进口端：总量历史高位，针阔分化

9 月海关数据显示，中国纸浆进口 295.2 万吨，环比+11.3%，同比+10.3%，为历史同期峰值；19 月累计 2706 万吨，同比+5.6%。针叶浆 69.1 万吨，环比+12.5%，同比+11.3%，连续两个月回升，主因芬兰、加拿大对中国发运增加，抵消了北美其他区域因地缘政治导致的下滑。阔叶浆 135.6 万吨，环比+7.8%，同比+9.4%，巴西、乌拉圭单月出口中国量创年内新高，智利份额继续下降。本色浆 7.2 万吨，环比 19.8%，化机浆 7.9 万吨，环比+31.4%，均处于偏低水平。

10 月到港预报仍维持 300 万吨左右，考虑季节性规律，四季度进口量大概率保持高位，全年预计突破 3600 万吨，同比增 45%。

二、国产端：新增产能落地，开工率抬升

隆众统计，10 月国内纸浆产量 238 万吨，环比+8.4%，同比+3.5%，增量来自：1. 阔叶浆：亚太森博 190 万吨/年装置结束年度检修，鼎丰、晨鸣等 1230 万吨中小线复产，全国产量 105.2 万吨，环比+6.5%，产能利用率升至 85.7%。2. 化机浆：南通王子、湖北晨鸣装置重启，且新增 70 万吨产能达产，产量 103.2 万吨，环比+14.4%，利用率 88.8%，为近三年高点。3. 针叶浆：国产占比较小，主要企业维持稳产，月度产出约 28 万吨，变化不大。

11—12 月计划检修有限，叠加湖北、广西合计 80 万吨新线陆续出浆，国产量预计维持 230240 万吨/月，全年产量有望上修至 2520 万吨，同比增约 4%。

三、港口库存：连续去库但绝对高位

截至 10 月 23 日，主流港口样本库存 205.5 万吨，环比 1.9 万吨，连续三周下降，降幅 0.9%，为 6 月以来最低水平，但仍比 20212023 年同期均值高出 1520 万吨。青岛港去库明显，日均出货速度提升 5%，到港量维持正常；常熟港因节后集中卸货出现小幅累库。品种结构：阔叶浆库存占比 57%，两周下降 3 万吨；针叶浆占比 33%，基本平稳；本色、化机浆库存低位波动。区域表现：高栏港 3.8 万吨，环比 9.5%；天津、日照、上海港库存均窄幅下降；保定

库因数据暂停未计入。

整体来看，库存去化速度温和，按目前月均表观消费 420 万吨测算，港口库存相当于两周用量，供应安全边际仍高。若 11 月进口到港如期回落至 280 万吨左右，库存有望继续小幅下降，但难以跌破 190 万吨关键位。

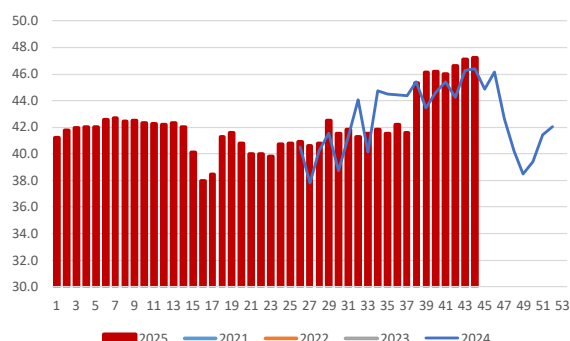
四、供应情况总结

10 月总供应（国产+进口+期初库存）约 744 万吨，环比+3.6%。针叶浆：高进口+高港存+期货老仓单压力，11 月现货仍偏弱运行。阔叶浆：外盘报价连续第二个月上调（金鱼 530 美元/吨），国内可售货源阶段性收紧，价格相对坚挺，但高库存限制上行空间。化机浆：木片成本推动的急涨已部分兑现，11 月若原料供应恢复，价格或回吐涨幅。国产新增产能：湖北、广西合计 120 万吨阔叶浆线计划 12 月前后量产，将增加明年一季度供应弹性。

综上，2025 年余下时间纸浆供应预计保持“国产高位、进口缓降、库存缓降”的节奏，总量宽松依旧，结构性机会更多来自成本推动的品种分化与阶段性检修带来的短链收紧。

图 10：国产浆产量

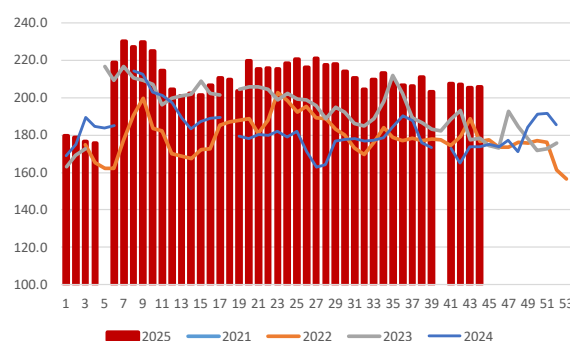
单位：万吨



数据来源：银河期货，Mysteel

图 11：港口纸浆库存

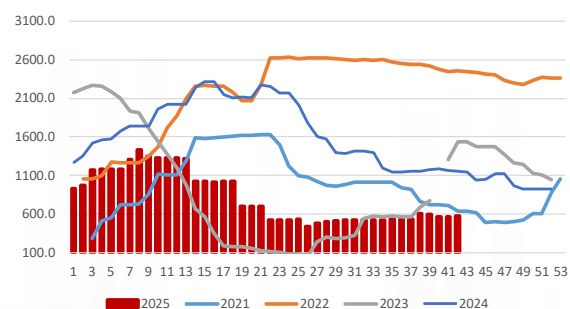
单位：万吨



数据来源：银河期货，Mysteel

图 12：国产阔叶浆生产利润

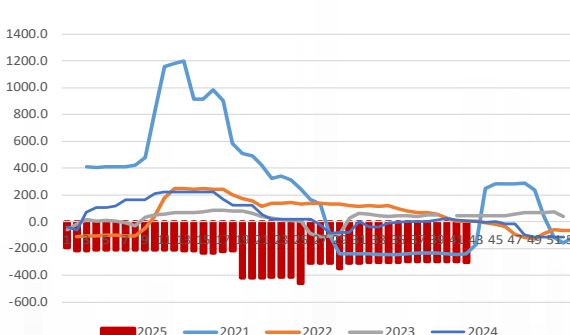
单位：元/吨



数据来源：银河期货，Mysteel

图 13：国产化机浆生产利润

单位：元/吨



数据来源：银河期货，Mysteel

三、纸浆需求：文化纸淡季，包装和生活用纸环比改善

10 月浆市下游“两淡一旺”特征明显：文化纸延续疲弱，包装纸在节日、出口与替代需求带动下环比改善，生活用纸则依靠产能释放和刚需维持高开工。

一、文化纸——刚需缩量，利润倒挂，仅支撑少量针叶浆。

1. 需求：双胶、铜版合计表观消费量约 120 万吨，环比-2%，同比-6%。秋季教材招标基本结束，社会订单被电子媒体继续挤压；纸价分别跌至 4640、4970 元/吨，仍低于现金成本，纸机转产/限产比例升至 45%。2. 原料：纸厂对针叶浆仅保持“即买即用”，月度采浆量下降约 6 万吨；阔叶浆因成本优势，配比由 62%提至 65%，但总量仍缩减。3. 展望：11-12 月出版订单进入空档期，若无出口补充，文化纸对浆料需求将继续下滑，预计全年耗浆降幅 5%左右。

二、包装纸——替代+出口+节日三重拉动，阔叶浆消耗快速增加。

1. 白卡纸：10 月产量 155 万吨，环比+4 万吨，产能利用率 77.5%。福建新线继续爬坡，重庆、江苏多条箱板纸机交叉改产低克重白卡，供应增量明显。需求端，①白板纸涨价后价差缩至 400 元以内，白卡替代效应放大；②海外圣诞订单前置，9-10 月白纸板出口 58 万吨，环比+12%，带动白卡直接出口及复合纸加工；③国内白酒、中秋礼盒备货结束，但电商渠道“双 11”彩盒提前下单，社会白卡走货提速，企业库存仅 108 万吨，同比+8%但环比累库速度放缓。原料方面，白卡纸纤维成本中阔叶浆占比高达 70%，纸厂为保证春节档期提前备料，10 月阔叶浆采购量环比增加约 7 万吨，是阔叶浆需求环比回升的最主要驱动力。2. 白板纸：产量 77 万吨，环比-1 万吨，广东、江浙停机检修增多，产能利用率降至 62%。但废纸价格月涨 50 元，纸厂顺势推涨白板纸 80-100 元/吨，下游二级厂提前补库，厂库库存降至 67 万吨（-10.7%），对浆料需求影响不大，仅局部高等级配方使用少量阔叶浆。3. 食品/快餐包装纸：受益于外卖渗透率提升和限塑令，10 月食品卡、餐包纸产量约 28 万吨，同比+15%，带动漂白化机浆+阔叶浆需求增加 2 万吨。

11-12 月白卡纸仍有 160 万吨/月的高排产计划，出口订单排至 1 月，预计对阔叶浆消耗环比再增 5%左右；白板纸无大修计划，但废纸价格坚挺，纸价继续提涨动力不足，耗浆维持低位。整体来看，包装纸已成为阔叶浆需求“增量核心”，全年耗浆增速有望达 8-10%。

三、生活用纸——产能扩张与刚需共振，高开工支撑针阔同步增量

1. 产能释放：10 月国内生活用纸产量 125 万吨（+0.6 万吨），产能利用率 64.6%，环比提升 1.1 个百分点。河北、四川、广西合计约 13 万吨新纸机投产出纸，华中“纸都”孝感、咸宁基地开工率维持 80%以上。

2. 需求端：①电商“双 11”提前备货，平台抽纸、乳霜纸销量同比+20%，品牌厂成品库存降至 20 天以内；②“专纸专用”趋势下，迷你巾、婴童游泳尿裤等细分纸品增速 30%以上，带动原纸加工订单；③线下商超加大促销，广东、江苏两地囤货需求旺盛。10 月表观消费量 121 万吨，环比+0.7%，同比+7%，为三大纸种中唯一保持中高速增长品类。

3. 原料结构：针阔价差收窄至 1200 元，纸厂提高阔叶配比至 75%（+2%），但总量扩张使得针叶浆消耗仍环比+1 万吨，阔叶浆+3 万吨；非木浆（竹浆、甘蔗浆）因供应偏紧，价格坚挺，占比略降至 18%。

11-12 年节促销及春节备货重叠，行业负荷预计维持 65%高位，全年耗浆增速约 6%，其中阔叶浆贡献 4 个百分点，是针叶浆以外最大的需求增量来源。

结论：10 月下游对木浆总消耗约 420 万吨，环比+1.1%，增量全部来自生活用纸与包装纸，文化纸继续负贡献。短期看，白卡纸的高排产与生活用纸的旺季备货将令 11 月阔叶浆需求环比再增 3-4%，对针叶浆则仅有刚需平稳；若 12 月出版订单无起色，文化纸或进一步限产，全年下游耗浆预计同比+2.5%，其中生活用纸+6%，包装纸+8%，文化纸-5%，浆市“结构性增量”仍集中于阔叶浆。

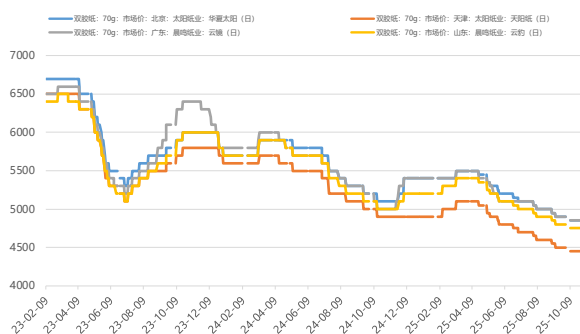
三、文化纸行情回顾

双胶纸：10 月市场均价 4643 元/吨，环比再跌 100 元（-2.1%），跌幅较 9 月扩大。70g 高白主流成交 4600-4750 元/吨，本白 4400-4500 元/吨，均创 2021 年以来新低；区域价差收窄至百元以上。月内纸厂继续让利接单，大单可谈空间 50-100 元，但下游印厂“逢跌少采”，价格传导仍单向向下。截至月底，部分品牌已跌破现金成本 200-250 元，行业毛利-250 元/吨，亏损面扩大至六成以上。展望 11 月，出版招标尚未集中启动、社会订单跟进不足，供方库存高位，纸价仍存下探风险。

铜版纸：跌势更急，10 月均价 4975 元/吨，环比大跌 200 元（-3.9%），同比跌幅扩大至 12%上方。157g 鲸王、雪兔等主流品牌实单 4650-4850 元/吨，局部低端货源跌破 4600 元；月

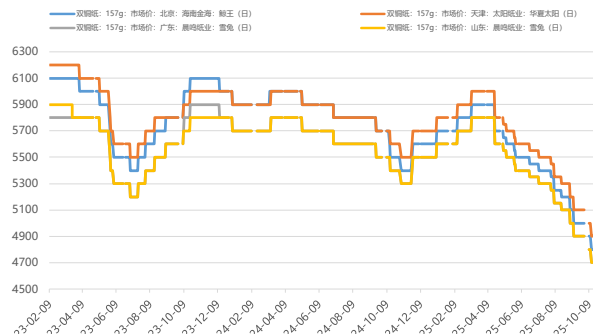
度跌幅为各纸种之首。月内复产装置产量稳定，而商业印刷、画册订单持续被电子媒体替代，经销商去库缓慢，纸厂只能连续下调出厂价以锁定订单。目前行业毛利约 187 元/吨，环比再降 195 元，已接近盈亏平衡线。11 月出版需求仍无集中释放迹象，社会单采购谨慎，加之白卡纸替代效应增强，铜版纸价格预计继续低位徘徊，低端成交或探向 4500 元关口。

图 13：双胶纸价格走势单位：元/吨



数据来源：银河期货，Mysteel

图 14：双铜纸价格走势单位：元/吨



数据来源：银河期货，Mysteel

图 15：双胶纸主力合约走势回顾

单位：元/吨



数据来源：银河期货，Mysteel

四、文化纸价格供需宽松，库存持续高企，压制市场

产量方面：据隆众资讯统计，10 月双胶纸产量 89 万吨，环比仅增 0.5 万吨，增幅 0.5%，但产能利用率下降 3.8 个百分点至 52.3%，为年内次低；原因是国庆期间规模纸厂按计划停机 7-10 天，且亏损压力下转产/降负荷现象增多，新投产的 40 万吨产能虽贡献增量，仍被检修抵消。区域看，山东、河南开工率下滑至 50% 以下，江浙地区因出口订单相对充足，负荷维

持 55%左右。铜版纸方面，产量 35.3 万吨，环比微降 0.1 万吨，降幅 0.3%，利用率 58.8%，环比再降 2.2 个百分点；月初两台 1575mm 纸机检修，月末复产装置负荷仅七成，整体供应收缩有限。11 月计划检修减少，加之纸厂为摊薄固定费用倾向提负荷，预计双胶纸排产 91 万吨、铜版纸 36 万吨，环比均小幅回升，但利用率仍低于 60%。

库存方面：10 月末双胶纸企业库存 134.1 万吨，环比增加 9.1 万吨，增幅 7.3%，同比高 15.8%，创 2020 年以来同期新高；库存可用天数约 45 天，环比拉长 3 天。月内下游印厂刚需小单采购，单次下单量由常规的 500 吨缩至 100-200 吨，纸厂日发车量不足产量的 70%，导致库存持续垒高。分区域看，华北、华东大区仓库库容利用率升至 85%，部分品牌出现“爆仓”迹象，纸厂被迫提供“代储”服务。铜版纸库存 37.1 万吨，环比增加 2.2 万吨，增幅 6.4%；库存天数 40 天左右，环比增加 2 天。贸易商维持“随进随出”，社会库存低位，压力集中在上游。11 月若涨价函落地不畅，库存将继续攀升。

利润方面：10 月双胶纸全国均价 4643 元/吨，环比下跌 100 元，而原料成本仅微降 30 元，吨纸毛利由-154 元扩大至-250 元，毛利率-5.4%，连续四个月亏损；山东、河南地区低端品牌现金成本 4850 元，售价低至 4550 元，亏损 300 元以上。铜版纸均价 4975 元，环比跌 200 元，成本端基本持平，利润由 382 元骤降至 187 元，跌幅 51%，已逼近盈亏平衡线；157g 鲸王出厂价低至 4700 元，部分订单倒挂 50 元。能源方面，蒸汽价格月内上涨 10 元/吨，进一步挤压利润。纸厂为保住市场份额，仍选择“低价抢单”，导致亏损面扩大至六成以上。11 月多家纸厂联合发布 200 元/吨涨价函，但下游库存充足，落地幅度预计仅 50-100 元，难以扭转亏损局面。

成本方面：10 月木浆现货呈现“针跌阔稳”格局，针叶浆银星月均 5484 元/吨，环比-186 元，阔叶浆金鱼 4252 元，环比+43 元，化机浆 3700 元持平。能源方面，山东地区蒸汽到厂价上涨 10 元至 210 元/吨，煤炭月均 920 元，环比+4%；物流运价因柴油上调亦增加 5-8 元/吨。成本端刚性叠加纸价下滑，吨纸亏损扩大。11 月外盘阔叶浆报价继续上调 10 美元至 530，若人民币维持当前汇率，成本端仍有 20-30 元上升压力，纸厂利润空间将被进一步挤压。

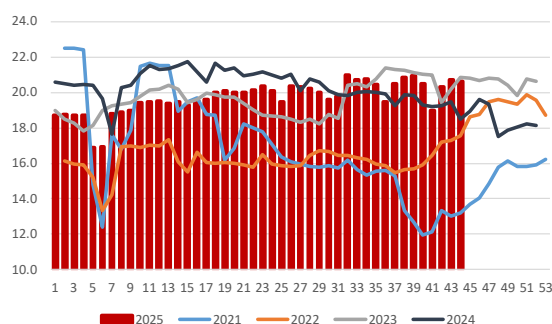
进出口方面：9 月海关数据显示，双胶纸进口 1.1 万吨，环比-41%，同比-42%，均价 725 美元，环比-1.8%，主要来自韩国、日本，因国内价格更低，进口窗口关闭；出口 5.6 万吨，

环比-1.4%，同比-22%，均价 759 美元，对中东、非洲下滑明显。铜版纸进口 1.4 万吨，环比-4.2%，均价 1219 美元；出口 3.0 万吨，环比-5.9%，同比-33%，欧洲需求疲软及反倾销税影响持续。10 月出口报价延续下滑，双胶 FOB 跌至 740 美元，铜版 780 美元，均低于去年同期 100 美元以上，预计 10 月出口量维持低位。

下游需求：9 月双胶纸表观消费量 84.1 万吨，环比-4.4%，铜版纸 33.8 万吨，环比+3.1%，主要因出口口径调整，实际印刷需求仍淡。10 月出版订单进入空档，仅少量秋季教辅补单；社会印刷方面，党政期刊、商业画册被电子媒体替代，印厂反馈订单同比减少 15-20%。华北、华东大型印厂开机率 55%以下，中小印厂不足四成，采购模式改为“一周一采”，单次下单量由 500 吨缩至 100-200 吨。11 月春季教材招标陆续启动，但总量预计下降 5-8%，且招标价低于市场价，对纸价支撑有限；社会单缺乏亮点，需求端难给文化纸提供向上弹性，预计 11 月表观消费量环比持平或略降，库存去化仍依赖纸厂减产。

图 16：双胶纸产量

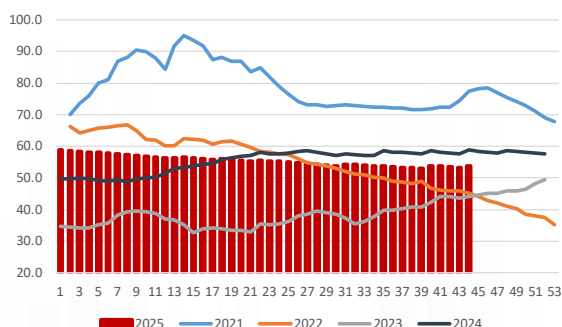
单位：万吨



数据来源：银河期货，Mysteel

图 18：双胶纸社会库存

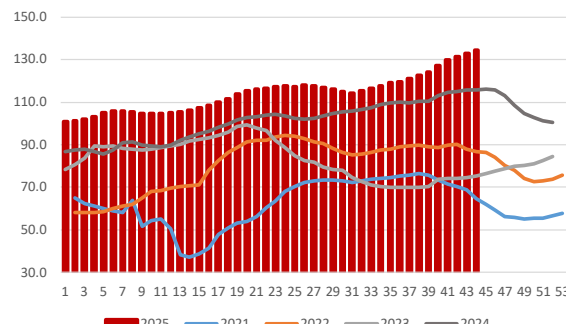
单位：万吨



数据来源：银河期货，Mysteel

图 17：双胶纸成品纸库存

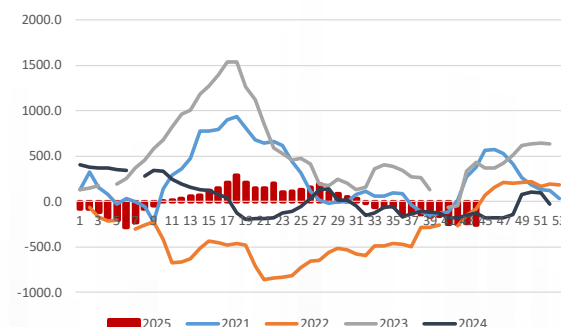
单位：万吨



数据来源：银河期货，Mysteel

图 19：双胶纸加工利润

单位：元/吨



数据来源：银河期货，Mysteel

第三部分 后市展望及策略推荐

一、纸浆基本面综合分析：

10 月针叶浆供强需弱格局未改。国内港口库存 205 万吨，环比再增 1.1%，连续六个月高于往年同期；9 月进口 69.1 万吨，同比增 11.3%，外盘 680 美元/吨报价持稳，到港货源充足。需求端文化纸持续亏损，开工率不足 55%，单月耗浆环比再降约 6 万吨；生活用纸虽有新增产能，但配比继续倾向阔叶，对针叶增量有限。总表观消费环比仅微增 1%，远低于供应增速。

高库存+老仓单压制上限，670-685 美元外盘报价+白卡涨价托底下限。11 月关注港口去库速度：若库存跌破 190 万吨，基差收敛，期价上探；否则维持近低远高反套，远月升水 50-80 元反映 Q1 季节性预期。

二、纸浆期货策略分析：

1. 单边：SP2511 合约逢高做空（交割逻辑）；SP2601 合约逢低做多。
2. 套利：12-1 反套思路为主。
3. 期权：观望（以上观点仅供参考，不作为入市依据）。

三、双胶纸基本面综合分析：

10 月双胶纸供需仍显宽松。产量 89 万吨，环比微增 0.5%，产能利用率 52.3%，环比下滑 3.8 个百分点，亏损压力下纸机转产/降负荷增多；企业库存 134.1 万吨，环比再增 7.3%，创近年同期高位。需求端秋季教材招标结束，社会印件持续被电子媒体替代，表观消费量 84 万吨，环比降 4.4%，开工率不足 55%，下单由常规 500 吨缩至 100-200 吨，刚需小单为主。11 月出版订单空档，社会需求无起色，供方计划再涨 200 元/吨但落地存疑，在库存高位、亏损扩大背景下，价格预计继续低位徘徊，库存去化仍依赖纸厂主动减产。

四、双胶纸策略分析：

1. 单边：OP2601 合约逢高做空。
2. 套利：观望。
3. 期权：观望（以上观点仅供参考，不作为入市依据）。

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。

联系方式

银河期货有限公司/大宗商品研究所

北京：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

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799