

纸浆：产能扩张期重合 筑底之路未完待续

——2024 年纸浆市场回顾与 2025 年展望

方正中期期货研究院 汤冰华

➤ 摘要

- 造纸行业上、中游同步进入产能扩张期，且终端需求未能有效跟进甚至跟随中国经济增速放缓，是 2024 年纸浆面临的主要压力，2025 年上、中游产能扩张期叠加对纸浆价格的压制可能持续，但全球终端需求有望在持续降息及中国政策转向之后好转，对纸浆有一定利好，同时成品纸产能增加支撑纸浆刚性需求，且纸浆成本在疫情过后上升，纸浆向下空间受限，预计 2025 年纸浆均价有所上涨，但仍处于底部震荡阶段，向上突破的难度较大，针叶浆期货全年运行区间关注 5500-7000 元/吨。
- 2023-2024 年国内新增大量成品纸产能，但同期需求难以匹配，导致成品纸利润承压，同期海外阔叶浆即中国一体化浆纸产能大量投产，成品纸产能增加支撑纸浆刚需，但成品纸利润下滑也压制纸浆价格向上空间，导致纸浆处于向下有需求及

成本支撑，向上面临纸厂盈利偏弱、补库意愿不强的问题。2025 年，海外木浆新增产能减少，但中国一体化浆纸产能投放仍较大，矛盾还在延续。

- 下游需求决定造纸产业链整体利润能否扩张，即纸浆价格向上空间，2025 年在政策持续宽松的支持下，对国内经济有所提振，而海外在持续降息后，欧洲经济可能企稳，而美国经济存在韧性，成品纸需求或出现回升，进而刺激纸厂生产及原料补库意愿，对纸浆价格有一定利好，但全球经济面临的不确定因素仍较多，因此需求并不过于乐观，进而也压制造纸行业利润扩张及纸浆上涨空间。

目录

第一部分 长期走势和 2024 年行情回顾	2
一、现货价格 2012-2024 年历史走势.....	2
二、纸浆期货上市至今走势.....	4
三、2024 年纸浆期现货行情回顾.....	5
四、成交及持仓量分析.....	6
第二部分 宏观经济及政策-转折与不确定共存	7
第三部分 供应分析-上下游产能扩张周期重合	9
一、全球木浆发运微降 区域分化.....	9
二、全球阔叶浆产能继续增加 25 年增量减少.....	11
三、中国“浆纸一体化”产能大量投产.....	12
四、中国纸浆进口量回落 阔叶浆进口集中度较高.....	13
五、木浆成本上升后维持高位.....	15
第四部分 需求情况-改善空间受限	16
一、价格虽继续下跌 但成品纸产量继续增加.....	17
二、造纸产能大幅增加 吨纸毛利承压.....	17
三、国内经济增长放缓 成品纸需求走弱.....	20
四、海外经济高位回落 纸浆外需也随之转弱.....	22
五、2025 年需求有改善预期 但不确定性更大.....	23
第五部分 库存情况-上游被动累库	24
第六部分 供需平衡表分析	25
第七部分 技术分析与季节性分析	26
一、技术分析.....	26
二、季节性分析.....	27
第八部分 2025 年市场展望	27

第一部分 长期走势和 2024 年行情回顾

一、现货价格 2012-2024 年历史走势

长周期看，纸浆跟随全球经济进行波动，但与原生木浆相关的一些造纸产品，如生活用纸长期需求平稳，白卡纸、包装纸、特种纸包括部分印刷纸与经济整体表现基本一致。2008 年-2024 年，主要分为以下几个阶段：



图 1-1: 漂针木浆 (银星) CFR 现货价格 2012-2024 年走势

数据来源: 公开资料、方正中期研究院

第一阶段：2008-2009 年，全球发生经济危机，需求剧烈下滑，工业品价格普跌，纸浆未能幸免，中国漂针浆价格跌至 4000 元附近。

第二阶段：2010 年，木浆主要供应国智利遭遇了 8.3 级地震，Arauco 浆厂全线停产，直接影响全球 8% 商品浆供应及中国 14% 的木浆进口，同时芬兰出现大规模罢工，漂针浆价格由 2009 年低位 4000 元/吨快速上涨至 8000 元/吨。

第三阶段：2011 年以后，阶段性供给收缩影响逐步缓解，全球商品浆产能稳步增加，下游成纸需求增速放缓，供需逐步回到平衡状态，漂针浆价格由高位回落，在 2012-2016 年稳定在 4400-5000 元/吨，部分时间突破至 5200 元/吨，波幅较小。

第四阶段：2017-2018 年上半年，中国造纸行业出现较大变动，中小产能的出清加之突发性的环保限产，配合需求回暖，驱动成品纸价格大涨，包括文化用纸、包装纸及生活用纸在内的主要纸种，自 2016 年开始至 2017 年，最高涨幅超过 50%，纸厂盈利大幅回升，并直接带动了上游木浆需求，而供给上，因价格低迷，印尼 OKI 生产线投产低于预期，CMPC 的巴西浆厂因锅炉损坏宣布停产 4 个月，国内则因环保淘汰了大量的非木浆产能，木浆替代性需求增加。为此，木浆价格一年时间内低位上涨 60%。

第五阶段：2018 年下半年-2019 年，木浆价格经过近一年的高位震荡后，国外浆厂的供给快速投放，同时成品纸需求下滑，终端需求走弱，木浆库存大量累积。全球商品浆市场由补库阶段进入去库阶段，浆价加速下跌，到 2019 年 11 月末，已重回 2016 年上涨前起点，下跌 40%。

第六阶段：2020-2021 年，受全球疫情影响，纸浆在 2020 年上半年继续下跌，8 月以后大幅反弹，而后底部逐步上移，进入 2021 年一季度，现货成品纸价格开始大幅上调，白卡纸价格过万，纸浆受此带动继续上涨，外盘美元报价接近 1000 美元，国内也突破前期高点，2021 年二季度开始，国内纸张价格大幅下跌，三季度纸浆价格随之回落，重新回到历史低位区间。

第七阶段：2022年，海外纸浆生产、运输受到罢工、疫情、运输影响并持续至2022年一季度，导致供应量大幅下降，中国针叶浆进口大幅减少，纸浆重回2021年历史高位，进入二季度之后，市场情绪缓和，价格高位回落，但供应问题仍未解决导致纸浆价格维持高位区间运行。

第八阶段：2023年-2024年，新产能投产及国内成品纸价格持续下跌，2023年3月开始纸浆价格大幅下跌，针叶浆最低跌至5000元/吨，但随着新产能投放对市场的影响体现，以及中国内需较强的带动，纸浆价格再次上涨，不过未能回到最近两年高位，且进入四季度市场在此走弱，价格持续下跌。

二、纸浆期货上市至今走势



图 1-2: 2018-2024 年 10 月纸浆期货价格走势 (月线)

资料来源: Wind、方正中期研究院

纸浆期货自 2018 年 11 月底上市，已交易 5 年时间，期间波幅超过 50%，截至 2023 年 11 月，纸浆期货价格目前位于上市以来高位区间。回顾上市 5 年走势，纸浆大概经历了以下几个阶段：

第一阶段：上市初至2020年7月，这期间纸浆价格持续回落，经过前期的上涨后，纸浆上市初期还位于偏高水平，伴随国内纸价转弱，供需转向宽松，纸浆价格也开始下跌。

第一阶段：2020年下半年到2021年5月，这期间国内成品纸价格大幅上涨，白卡纸价格最高升至万元以上，纸浆价格也随国内纸价走强。

第三阶段：2021年6月至11月，随着国内成品纸价格大跌，纸浆价格也大幅回落，并重回历史低位区间。

第四阶段：2021年12月至2022年，受海外浆厂供应减量影响，以及欧洲需求较强，纸浆价格低位反弹，并重回历史高位。

第五阶段：2023年2月开始至今，全球新产能投放及外需较差，导致纸浆价格自历史高位回落，并一度跌至浆厂成本附近，并持续承压运行。

三、2024年纸浆期现货行情回顾



图 1-3：2024 年纸浆期现货价格走势（日线）

资料来源：Wind、方正中期研究院

2024年，纸浆价格走势主要分为两个阶段：

第一阶段：1-4月震荡上行，纸浆价格由5700元/吨涨至最高6600元/吨。年初在国内政策宽松预期及成品纸价格阶段性上涨带动下，纸浆价格也随之上涨。

第二阶段：5月开始持续走低，纸浆价格由6600元跌至最低5600元附近，而后在5600-6000元/吨的区间内震荡。5月开始成品纸需求未见好转，产能大幅增加后，供应压力显现，成品纸价格开始回落，纸浆在2023年以来也有较多产能投放，在下游走弱及自身供应冲击下，纸浆价格快速回落，跌至5600元附近，随后成本支撑有所显现，进入三季度，成品纸旺季预期再次出现，带动纸浆阶段性反弹但未能持续。

四、成交及持仓量分析

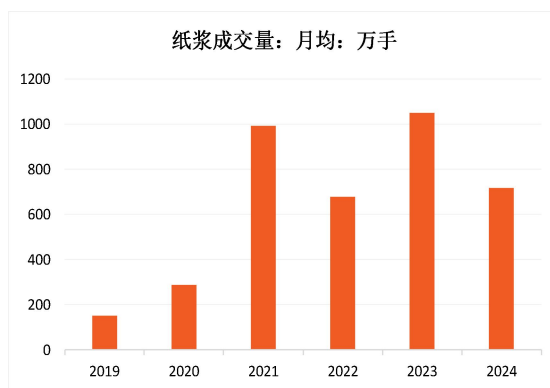


图 1-4：纸浆期货 2018-2023 年月均成交量
数据来源：Wind、方正中期研究院

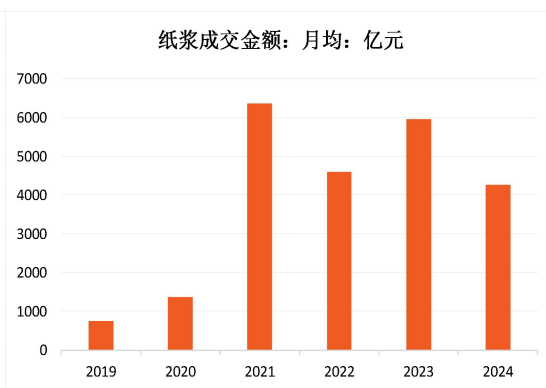


图 1-5：纸浆期货 2018-2023 年月均成交金额
数据来源：Wind、方正中期研究院

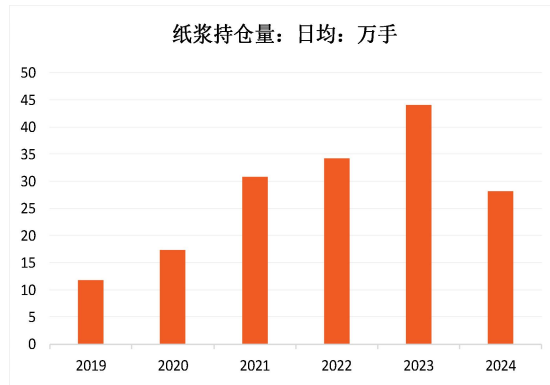


图 1-6: 纸浆期货 2018-2023 年日均持仓量

数据来源: Wind、方正中期研究院

纸浆期货已上市 6 年。从交易数据看,持仓量稳步增加,2024 年有所回落,成交量在 2021 年大幅增加后,2022 年回落,2023 年回升,2024 年前 11 个月有所下降。随着纸浆期货对现货市场报价影响加深,期现交易参与者增多,纸浆期货市场的活跃度也会维持高位。

第二部分 宏观经济及政策-转折与不确定共存

2025 年房地产下行压力尚未完全消除,新开工、销售和房价仍存在下跌风险,通杀居民消费和企业信心也处于疲弱状态,再次之下,预计政策支持将进一步加码。一方面,为缓解国内经济压力,将继续推出各类刺激措施,如财政支出增加、货币宽松等,以提振消费和投资信心,与此同时,为应对海外贸易冲突及额外关税带来的负面影响,将采取更多针对性的贸易保护与促进措施,包括但不限于扩大内需市场、提升自主创新能力以及加强与其他国家或地区的经贸合作等。财政方面,预计 2025 年财政扩张力度接近 GDP 的 2%,考虑到贸易战冲击和房地产下行调整影响,未来几年可能会继续加大财政赤字力度,包括专项地方债和特别国债等方面,从而带来额外 1%左右 GDP 的财政扩张脉冲,货币政策方面,

央行可能在 2025 年继续降息 30-40bp，推动 LPR 和按揭利率更大幅度下调，支持实体经济及房地产市场复苏。

美国经济未来也面临多重因素影响。过去一年稳健的消费活动支撑了经济，2024 年前三季度私人部门实际消费增长 2.5%，不过 2025 年财政支持减弱、货币政策持续限制，加之名义工资增速放缓，将导致私人部门就业走弱。同时，高利率制约借贷，使得居民借款成本上升，并导致汽车和信用卡违约增加，虽然高收入人群受益于股市绑定效应，其消费较好，但整体来看，美国消费将在未来几个季度逐渐走弱，预计 2025 年实际消费增速从 2.4% 放缓到 1.7%。企业部门方面，在过去一年表现不错，其中厂房投资因拜登政府吸引制造业投资政策而反弹，但已出现回落迹象。由于税收政策的不确定性抑制企业资本开支意愿，以及从投资计划到实际落地需要时间，预计 2025 年企业投资将继续走弱，到 2026 年随着减税方案出台，不确定性消退后有望小幅回暖。财政政策方面，共和党控制参众两院后，对未来财政刺激方案预期升温。然而，由于现有财政支出上限持续有效，新财政扩张受到制约，因此 2025 年的灵活性相对较低。共和党首要目标包括延续 2017 年的减税方案等，这些措施将在 2026 或 2027 年的经济活动中体现出来。对于美联储，未来几年货币政策将根据通胀与劳动力市场状况进行调整，目前预测通胀将在 2025 年下半年进一步下降，从而促使美联储降息。然而，加征关税后，美国国内产品价格上涨可能推升通胀，美联储降息步伐或暂缓并进入观望状态。在此背景下，美联储需权衡通胀与就业数据，以决定是否调整利率。

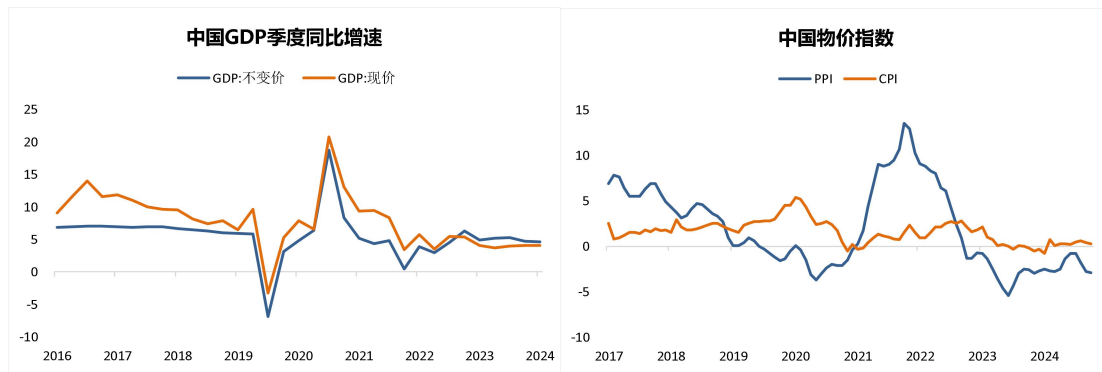


图 2-1: 中国 GDP 增速

数据来源: Wind、方正中期研究院

图 2-2: 中国物价指数

数据来源: Wind、方正中期研究院

第三部分 供应分析-上下游产能扩张周期重合

一、全球木浆发运微降 区域分化

2024 年全球商品浆发运量由增转降，且对不同地区的发运量有较大变化。根据纸浆纸张产品理事会（PPPC）数据，2024 年 1-9 月 W-20 全球纸浆发运量同比减少 0.5%，去年同期增加 0.7%。具体看，品种分化情况与 2023 年相同，阔叶浆新产能投放后，供应继续增加，而针叶浆新增产能较少且有产能退出或检修停产，故 2024 年 1-9 月全球针叶浆发运量同比减少 3.8%，阔叶浆同比增加 2.3%，去年同期分别增速为-0.2%和 3.4%，另外区域间发运变化较大，1-9 月全球对中国木浆发运量同比减 13.3%，降至 1304 万吨，去年同期对中国发运同比增 24%，对西欧地区发运量同比增 11.3%，对北美地区同比增 5.4%，去年同期分别减少 17.8%和 7.8%，但同比转增后，对西欧和北美木浆发运量仍低于 2022 年，对中国发运量也还在历年高位，对除欧美和中国以外地区的发运也多数增加，对东欧发运同比增 15%，对日本增 4.8%，对其他亚非国家同比增 7.3%。全球木浆发运区域分化，主要需求和价格分化，欧洲价格表现明显强于中国，针叶浆价差拉大。

全球商品浆发运产能比继续回落，产能增加、需求回落带来供应逐步宽松，2024年前9个月，月均发运产能比为85.7%，较去年减少3%，相比2022年同期减少4.5%，处于历年偏低水平，供应紧张程度减弱，木浆价格也随之承压。

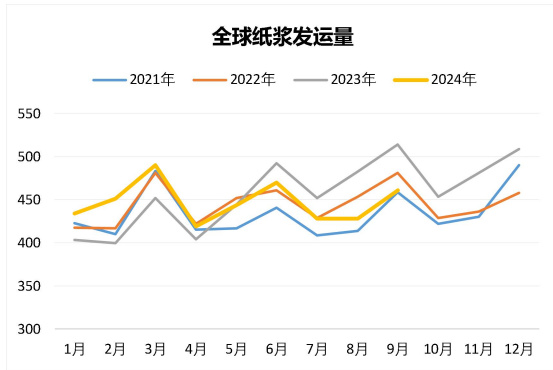


图 3-1: 全球纸浆发运量

数据来源: Bloomberg、方正中期研究院

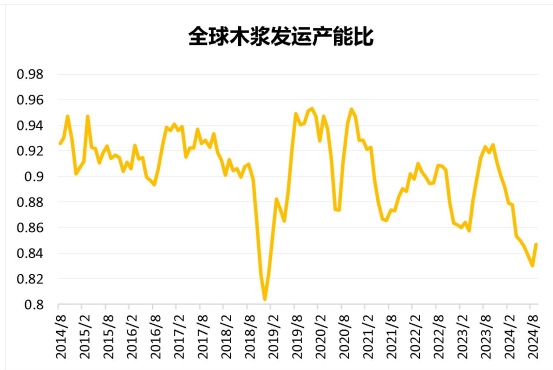


图 3-2: 全球木浆发运产能比

数据来源: Bloomberg、方正中期研究院

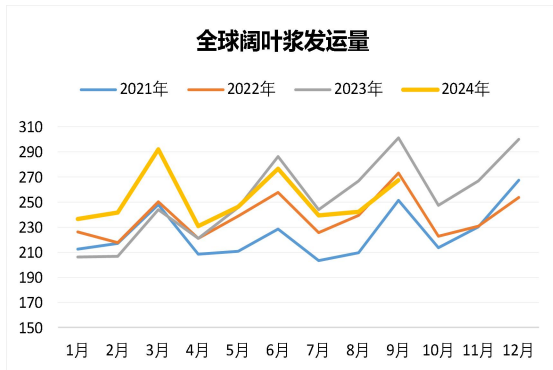


图 3-3: 全球漂阔木浆发运量

数据来源: Bloomberg、方正中期研究院

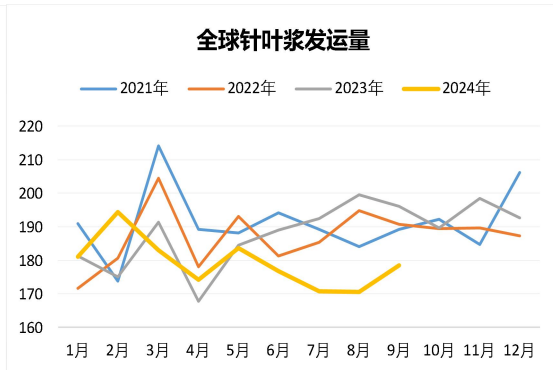


图 3-4: 全球漂针木浆发运量

数据来源: Bloomberg、方正中期研究院

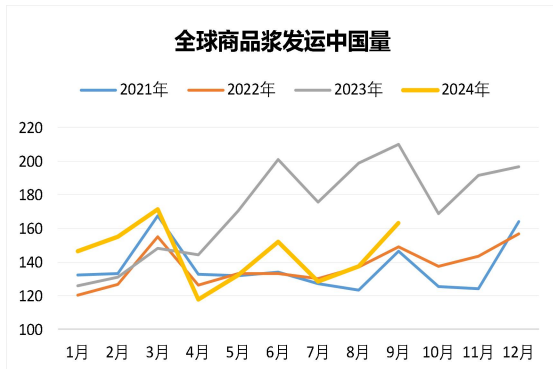


图 3-5: 对中国木浆发运量

数据来源: Bloomberg、方正中期研究院

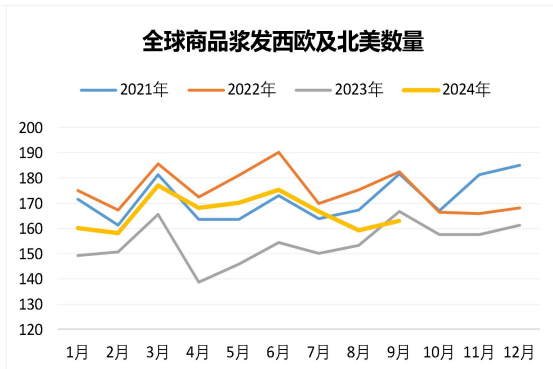


图 3-6: 对全球其他地区发运情况

数据来源: Bloomberg、方正中期研究院

二、全球阔叶浆产能继续增加 25 年增量减少

产能方面，2024 年新增产能仍以阔叶浆为主，下半年 Suzano 位于巴西南马托格罗索州帕尔杜河畔里巴斯的全球最大单线桉木浆厂正式投产，年产能达 255 万吨，越南的 VNT19 工厂将在四季度新增 35 万吨的阔叶浆产能，同时 2023 年全球已有 UPM 和 Arauco 的两个大型阔叶浆项目投产，产能合计 366 万吨，芬林集团针阔叶浆一体的凯米浆厂在 2023 年三季度投产，净增加 80 万吨针叶浆产能及 10 万吨阔叶浆产能，2023 年以来，全球合计新投产大型阔叶浆产能预计有 666 万吨，占 2023 年全球阔叶浆发运量 22%，伴随 2023 年新投产项目达产，2025 年全球阔叶浆供应能力将明显上升。

但最近两年针叶浆新产能较少，2023 年以来 Kemi 浆厂新增的 80 万吨产能是少有的大型项目，其约占 2023 年全球针叶浆发运量的 4%，另外针叶浆产能在近年持续退出，主要为北美以及欧洲的针叶浆产能，其技术年限较长且成本较高，针叶浆供应并不稳定，故一些突发减产检修对其价格也影响更大。

表 3-1: 2023-2024 年全球大型木浆产能投产情况

浆厂	Arauco	UPM	Metsa	Suzano	VNT19
地点	智利	乌拉圭	芬兰	巴西	越南
纸浆品类	漂白阔叶浆	漂白阔叶浆	漂白阔叶浆 漂白针叶浆	漂白阔叶浆	漂白阔叶浆
设计年产能	156 万吨	210 万吨	针叶浆 80 万吨 (新增) 阔叶浆 70 万吨 (新增 10 万吨)	255 万吨	35 万吨
投产时间	23Q1	23Q2	23Q4	24Q2	24Q4

数据来源：市场公开资料、方正中期期货

表 3-2: 海外主要地区针叶浆产能退出情况

停产时间	国家	企业	退出产能（万吨）
2022	加拿大	West Fraser	37.55

2022	美国	West Rocke	64.5
2023	芬兰	Stora Enso	37.5
2023	加拿大	Domtar Espanola	28
2023	美国	IP Riegelwood/Pensacola	20
2023	美国	Georgia-Pacific(GP)	51.3
2024	加拿大	Canfor Pulp Products	30

数据来源：市场公开资料、方正中期期货

三、中国“浆纸一体化”产能大量投产

国产木浆产量稳步增加。根据造纸协会数据，2020-2023年，国内木浆产量由1490万吨增至2312万吨，年均增速16%，2024年1-9月，中国纸浆产量同比增加17.4%。国产浆产量持续增加对应的是同期产能持续投放，根据公开资料，2023年国内新增木浆产能约有340万吨，2024年1-9月国产木浆新投放产能约有390万吨，9-12月预计仍有230万吨计划产能投放，全年新增产能超过600万吨。而近几年国产纸浆多以是一体化产能，新增产能中自用占比较大，部分进行外售。

根据不完全统计，2025年仍有大量的新增木浆产能投产，包括玖龙纸业上半年在湖北荆州的135万吨化学浆和化机浆产能。整体看，2023年，中国阔叶浆和机械浆的总产能接近2000万吨，预计2026年，中国阔叶浆和化机浆的总产能将超过3100万吨。

表3-3：2024-2026年国内计划投产纸浆项目

单位：万吨	木浆品种	地点	2024	2025F	2026F
玖龙	BHKP	北海	110	65	
联盛		福建	166		
仙鹤		广西/湖北	60		60
五洲		江西		60	
华泰		山东		70	
建辉		广西		31	
中顺洁柔		四川	31		
五星纸业		江西			60

APP 金桂	BCTMP	广西			75
APP 宁波		浙江			40
岳阳林纸		湖南	30		
冠豪高新		湛江		40	
联盛 漳州		福建		100	
玖龙 北海		广西	60	70	
建晖 东莞		广东		20	20
金天和纸业		山东		20	
仙鹤纸业		广西	20		
湛江中纸		广东		40	
社星纸业		湖北			80

数据来源：市场公开资料、方正中期期货

四、中国纸浆进口量回落 阔叶浆进口集中度较高

中国木浆进口量由增转降。2024 年 1-9 月进口总量减少 118 万吨，降幅 4.4%，针、阔叶浆进口量分别减少 59 和 50 万吨，降幅 8.6%和 4.3%，1-10 月进口量减少 156 万吨，降幅 5.2%。

从针叶浆进口来源看，1-9 月除加拿大增加 5%，其他均有不同幅度下降，芬兰在二季度大幅下降，三季度环比回升，但同比仍低于去年，凯米浆厂在 3 月因气体爆炸而停机，在 6 月下旬复产，导致二季度供应下降，加拿大、芬兰、智利、俄罗斯四国占中国针叶浆进口量的 70%，美国占 11%，CR5 合计占比超过 80%，加拿大仍是最大的针叶浆来源国，但芬兰已大幅增加，并逐步超过加拿大。

阔叶浆方面，1-9 月中国进口自巴西、印尼的阔叶浆下降 9%和 18%，自乌拉圭和智利的进口量分别增加 45%和 31%，两国新产能投放后对外供应增加，巴西仍是最大的阔叶浆供应国，当前占比 50%，其次是印尼（22%）、乌拉圭（10%）、智利（9%），CR4 占中国阔叶浆进口量的 90%。

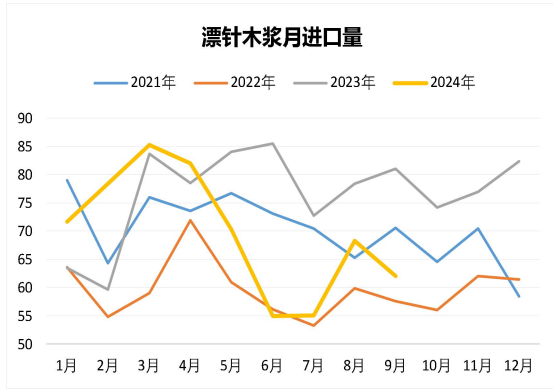


图 3-7: 中国漂针浆月进口量
数据来源: 海关总署、方正中期研究院

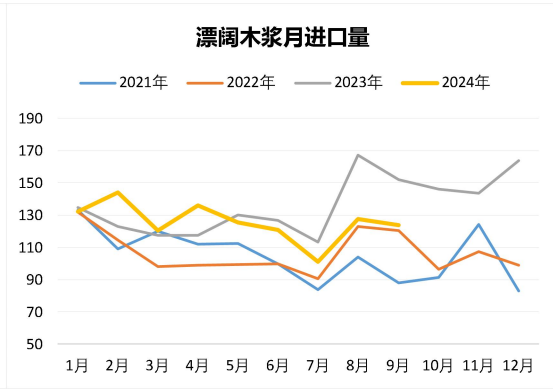


图 3-8: 中国漂阔木浆月进口量
数据来源: 海关总署、方正中期研究院

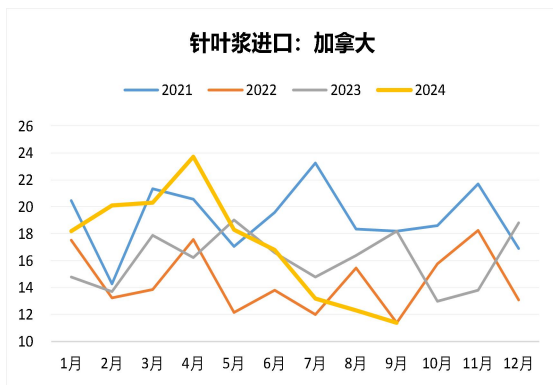


图 3-9: 中国针叶浆进口: 加拿大
数据来源: 海关总署、方正中期研究院

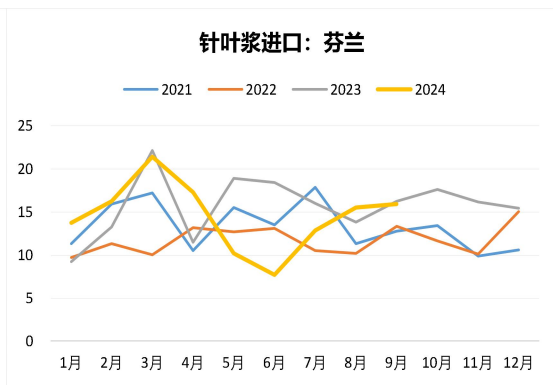


图 3-10: 中国阔叶浆进口: 芬兰
数据来源: 海关总署、方正中期研究院

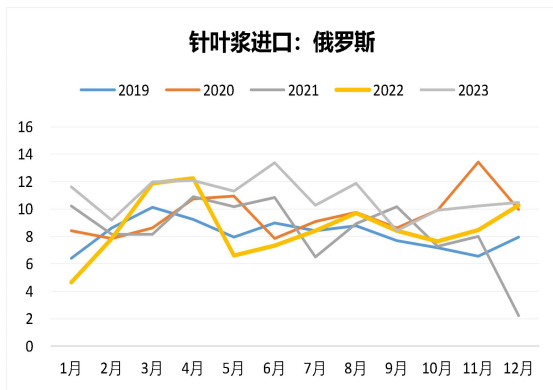


图 3-11: 中国针叶浆进口: 俄罗斯
数据来源: 公开资料、方正中期研究院

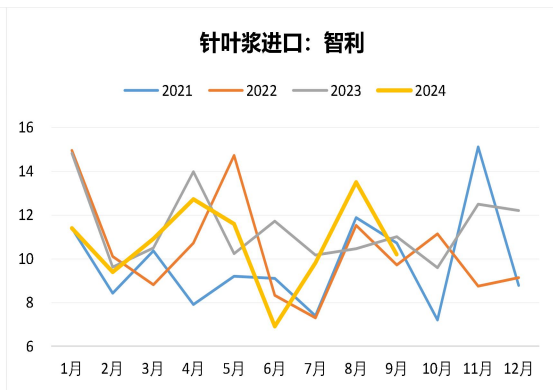


图 3-12: 中国针叶浆进口: 智利
数据来源: 公开资料、方正中期研究院

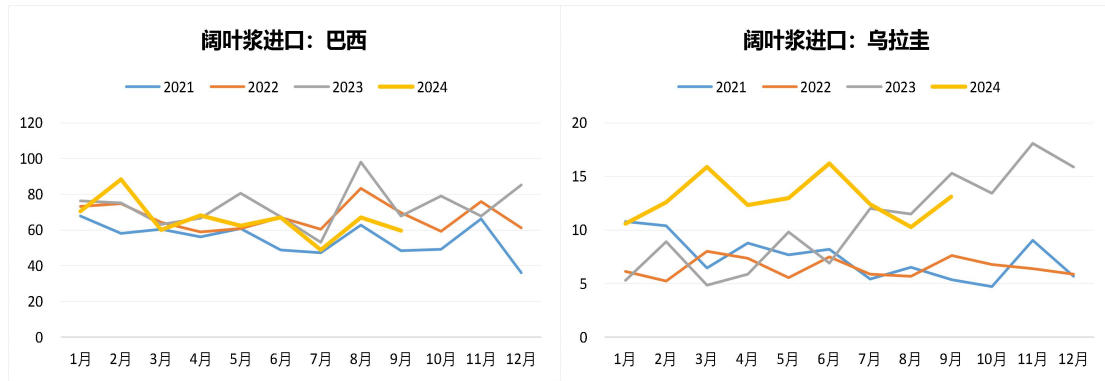


图 3-13: 中国阔叶浆进口: 巴西
数据来源: 海关总署、方正中期研究院

图 3-14: 中国阔叶浆进口: 乌拉圭
数据来源: 海关总署、方正中期研究院

五、木浆成本上升后维持高位

从成本端来看，针叶浆主要来自于加拿大以及北欧等地，当地法律更为严格对针叶木出口有较大限制，针叶木价格中枢不断上行，从 2019 年 60 欧元/立方米上涨到 2023 年近 80 欧元/立方米，另外 2020 年以来，海外通胀不断抬升并维持高位，工资上涨、能源及其他辅料价格上涨，共同带动浆厂生产成本增加。结合部分机构数据，全球主要供应国针叶浆到中国港口现金成本，最低 500 美元，最高 650-700 美元，到中国港口的高成本分位在 5200-5600 元/吨。

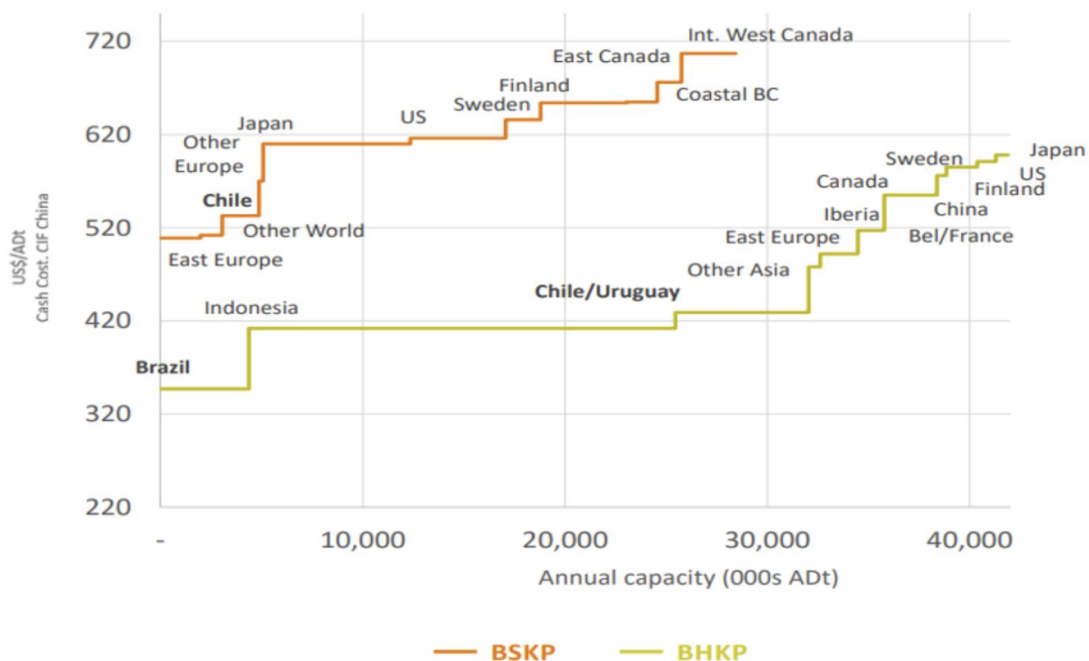


图 3-15: 全球主要地区针阔叶浆成本情况 (2024 年一季度)
数据来源: 百 Arauco corporate presentaign、方正中期研究院

第四部分 需求情况-改善空间受限

木浆系的成品纸，主要包括白卡纸、印刷书写纸和生活用纸、特种纸等，占中国机制纸和纸板产量的接近 50%。白卡纸用于烟酒、化妆品、食品等日用消费品包装，与消费关联度高，文化纸主要用于教辅材料，书刊杂志等，近些年受电子媒体冲击需求逐年下滑，生活用纸需求周期性弱，增速平稳，仍有增长空间。整体看，木浆纸和经济相关性比较高，社会消费比较直观反映成品纸需求，出口是成品纸需求的第二观测指标，国内房地产和基建投资对全产业链均有较强的带动作用，因此很难定量评估，但投资的高增势必会对成品纸需求产生正向引导，纸张需求的特性决定木浆需求与宏观经济具体较高的相关性。2024 年中国经济增速承压，特别是消费走弱，仅出口偏强，对成品纸消费有一定抑制，进而也通过成品纸产量传导至木浆需求，后者增速也明显下降。

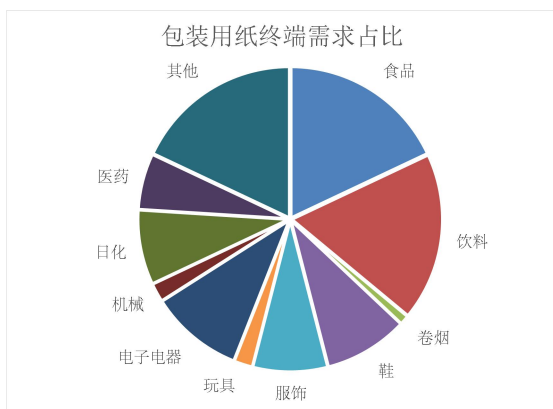


图 4-1: 包装纸终端主要行业需求占比
数据来源: 公开资料、方正中期研究院

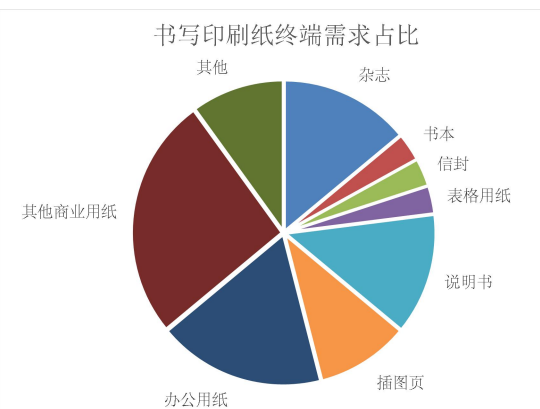


图 4-2: 书写印刷纸终端主要行业需求占比
数据来源: 公开资料、方正中期研究院

一、价格虽继续下跌 但成品纸产量继续增加

2024 年，中国成品纸产量继续增加，根据统计局数据，1-9 月中国机制纸和纸板产量同比增加 11.4%，相比 2023 年全年增幅 4.4% 明显扩大。分品种看有一定分化，参考卓创资讯数据，1-9 月白卡纸产量同比大幅增加，样本厂家产量增加 12%，生活用纸产量持平去年，文化纸产量同比下降，双铜纸和双胶纸样本厂家产量分别下降 9% 和 3%，木浆产业链的成品纸产量占总产量的 40% 左右，2024 年 1-9 月整体略增，主要是白卡纸产量增加，但从卓创统计的样本企业数据看，木浆产业链纸张产量增幅明显低于 2023 年，特别是文化纸产量由增转降。成品纸产量对应的是木浆需求，根据 PPPC 统计，1-8 月中国阔叶浆和针叶浆需求同比分别下降 9.5% 和 16.9%，从实际成品纸产量去看，中国 2024 年针、阔叶浆需求应该未出现如此大降幅，预计是略增的状态。

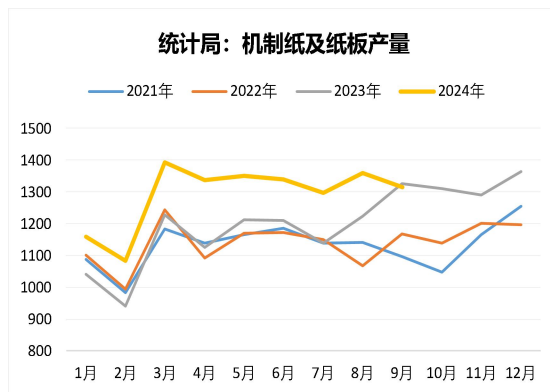


图 4-3：中国机制纸和纸板产量
数据来源：wind、方正中期研究院

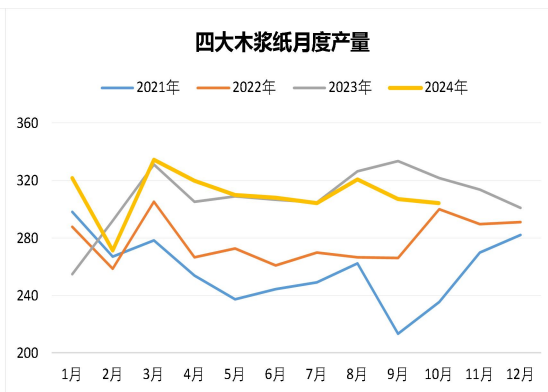


图 4-4：中国四大木浆纸月产量
数据来源：卓创资讯、方正中期研究院

二、造纸产能大幅增加 吨纸毛利承压

2023-2024 年国内成品纸新增产能较多，其中白卡纸新增产能预计 500 万吨，文化纸新增产能 300 万吨，生活用纸两年新增产能也有 300 万吨，木浆系主要纸

种新增产能合计 1100 万吨，年均产能投放量占三大纸种年产量的 11%以上，增速明显高于统计局口径下 2016-2024 年（F）机制纸和纸板产量的年均增速 3%，同时明显高于同期国内实际 GDP 增速。

表 4-1: 2023-2025 年（F）文化纸主要新增产能

2023 年	项目	产能
华泰纸业	双胶纸/瓦楞纸	20
五星纸业	双胶纸/包装纸	25
太阳纸业	文化纸/特种纸	20
联盛纸业	文化纸	60
亚太森博	文化纸	50
2024 年	项目	产能
华泰纸业	双胶纸	52
玖龙纸业	文化纸	55
岳阳林纸	文化纸	45
2025 年	项目	产能
玖龙纸业	文化纸	130
五洲特纸	文化纸	30
福建泰盛纸业	文化纸	30
四川永丰	文化纸	20

数据来源：市场公开资料、方正中期期货

表 4-2: 2023-2025 年（F）白卡纸主要新增产能

2023 年	项目	产能
联盛纸业	白卡纸	100
仙鹤股份	食品卡	30
亚太森博	白卡纸	100
天邦集团	白卡纸	20
2024 年	项目	产能
冠豪高新	高档涂布白卡纸	30
玖龙纸业	高档白卡纸	100
玖龙纸业	白卡纸	120
2025 年	项目	产能
亚太森博	白卡纸	120
玖龙纸业	白卡纸	120
联盛纸业	白卡纸	100
博汇纸业	白卡纸	80

数据来源：市场公开资料、方正中期期货

成品纸产能投放增速高于下游需求增速，使成品纸盈利持续承压，根据卓创资讯统计（计算值），2024 年除生活用纸盈利尚可外，木浆系纸类整体的吨纸毛利多数时间在 0 值以下，如果用成品和原料木浆的价格计算，2022 年以来文化纸和白卡纸盈利就大幅下降并一直处于偏亏损状态，但统计局数据有所差异，2024 年 1-9 月中国造纸和纸制品业利润总额累计同比增加 48.4%，相比 2023 年全年增速 4.4% 扩大，部分上市造纸企业财报显示前三季度利润增速转正，好于 2023 年，统计局另一数据，造纸行业亏损企业单位数相比 2023 年减少，不过依然在 2018 年以来高位，即部分头部纸厂盈利有所改善。

从全年原料和成品纸价格看，1-11 月针、阔叶浆现货均价同比上涨 3-5%，而主流木浆系成品纸市场价则除铜版纸外有 3-5% 的下跌，因此对比看成品纸生产盈利并未出现好转，造纸行业或上市纸企盈利改善或受过去两年利润持续下降后的低基数影响，另外阔叶浆产能大量投放后，价格弱于针叶浆，2024 年 5 月开始针阔叶浆价差从 400 元/吨扩大至 1700 元/吨，接近 2021 年历史最高 2100 元，价差扩大外加阔叶浆供应充裕，使得部分企业增加阔叶浆用量，进而成本降低，利润改善。

成品纸利润即为加工费，加工费高低通过纸厂开工及对原料的补库力度影响木浆价格，虽然 2024 年从统计局及上市企业盈利看，增速好于 2023 年，但成品纸价格走势弱于木浆，也反应造纸行业面临的困境，即产能大幅投放后，支撑木浆刚需，但终端需求增速难以跟进，行业盈利难以大幅改善，进而一直维持按需补库、刚性生产节奏，同时对木浆价格上涨的接受度下降，使木浆价格承压。

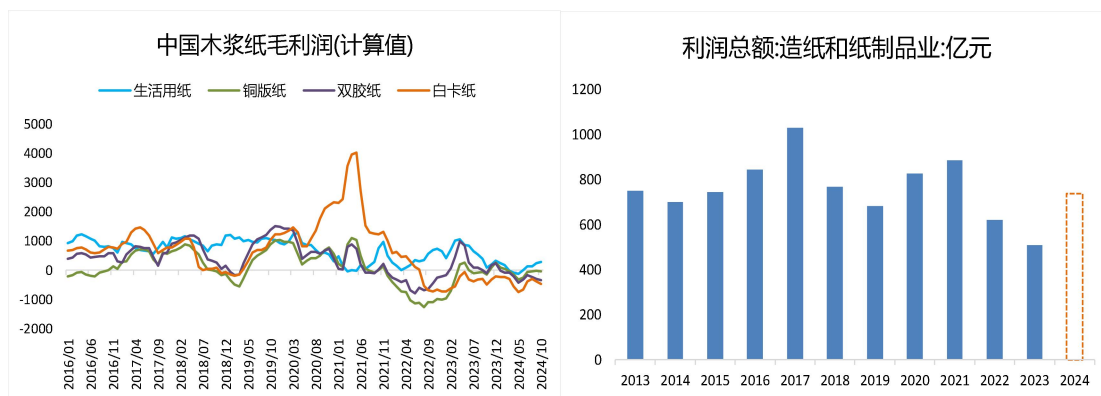


图 4-5：中国木浆纸类种吨毛利
数据来源：卓创资讯、方正中期研究院

图 4-6：中国造纸行业利润总额
数据来源：wind、方正中期研究院

表 4-3：部分上市造纸企业利润增速

净利润增速：单位%	2022 年	2023 年	2024 年 Q1-Q3
景兴纸业	-77	-72	-63
博汇纸业	-87	-45	156
恒丰纸业	40	-2	16
太阳纸业	-4	9	24
岳阳林纸	107	-139	-182
仙鹤股份	-30	-7	114

数据来源：Wind、方正中期研究院

三、国内经济增长放缓 成品纸需求走弱

从国内经济看，成品纸需求继续增加，但增速下降。1-10 月中国社会消费品零售总额同比增涨 3.5%，低于 2023 年增速 7.2%，基数抬升后，今年以来消费增速持续回落，分项看，烟酒、饮料、化妆品销售增速较高，服装、珠宝、书报杂志、汽车销售增速低于 2023 年，中国前三季度名义 GDP 同比增长 4.02%，明显低于去年同期 4.9%，也低于 2023 年增速 4.16%，通胀持续回落，前三季度中国城镇居民可支配收入实际累计同比增长 4.2%，低于 2023 年同期增速 4.7%和全年增速 4.8%，截至 2024 年二季度，中国城镇储户问卷调查结果显示，对消费的意愿有所提升，回到 2021 年二季度的水平，增加储蓄的占比下降，但对未来收入信心则继续回落，重新降至 2022 年四季度历史低位，结合金融机构居民部门

新增存款数据看，2024 年 1-10 月累计新增 11.28 万亿，同比少增 2.5 万亿，从 2023 年四季度开始居民部门新增存款下降，但是否转向消费并不明确，部分或因收入增速下降或其他资产贬值所致。

最后，从其他经济数据看，制造业 PMI 年内多数时间在 50% 以下，服务业 PMI 也回落至 50% 附近，好于 2022 年但低于 2023 年，工业企业产成品存货同比增速在 2023 年三季度开始即在低位企稳，2024 年有所反弹但向上趋势不强，依然处于 2016 年以来低位区间，PPI 增速则一直在负值区间波动，类似 2012-2015 年。

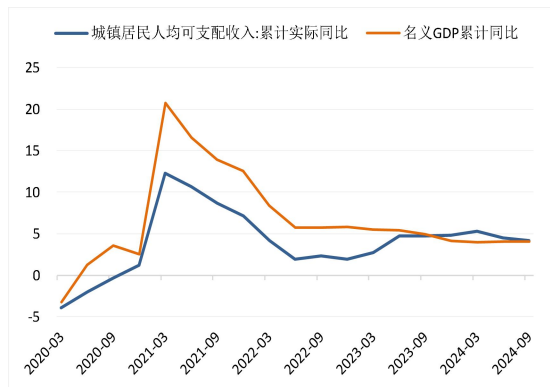


图 4-7: 中国居民收入及名义 GDP

数据来源: wind、方正中期研究院

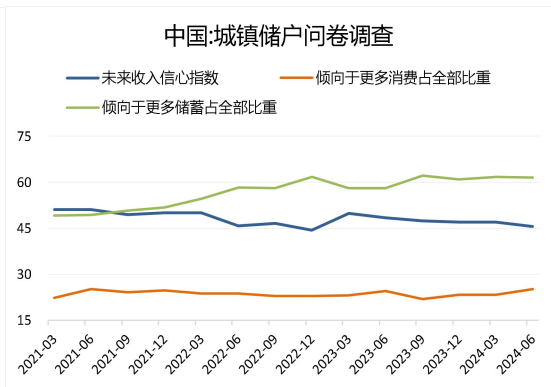


图 4-8: 中国城镇储户问卷调查

数据来源: wind、方正中期研究院

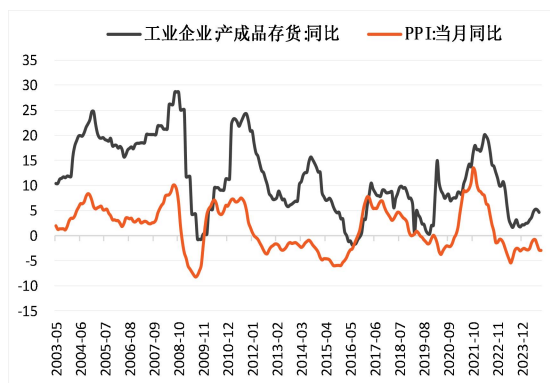


图 4-9: 中国限额以上行业消费品零售额增速

数据来源: wind、方正中期研究院

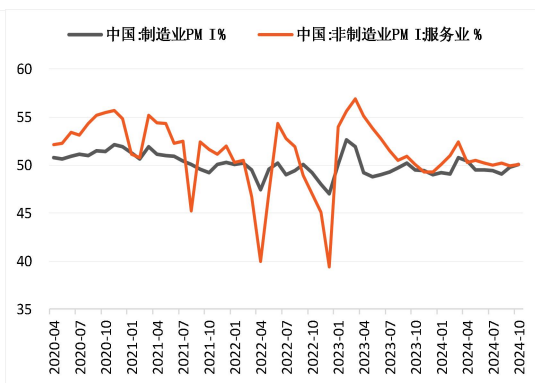


图 4-10: 中国制造业和非制造业 PMI

数据来源: wind、方正中期研究院

四、海外经济高位回落 纸浆外需也随之转弱

2024 年中国以外地区对冲了中国需求下降对全球纸浆市场的影响。上半年生产商对西欧、北美等地发运量同比大增，欧洲港口木浆库存也持续回落，海外木浆价格走势也强于国内。不过下半年开始，海外经济走弱，欧元区制造业 PMI 由 5 月高点 47.3% 降至最低 45%，暂时结束了 2023 年下半年开始的震荡回升趋势，美国制造业 PMI 也从一季度最高 50% 以上降至 46.5%，同期，除东盟等部分新兴国家制造业 PMI 一直在 50% 以上外，全球多数国家均已处于荣枯线以下。欧元区花旗经济意外指数在 6 月回落至 0 值以下，此前已连续上行近 1 年时间，并在上半年一直在 0 值之上。欧元区三季度 GDP 环比增长好于预期，但截至 10 月欧元区已 3 次降息，基准利率较去年三季度下调 1.1%，考虑出口环境不佳、居民消费低迷，四季度增长或走弱，欧洲央行已两次下调经济增长预期，预计 2024 年欧元区经济将增长 0.8%，2025 年将增长 1.3%。

美国经济韧性较好，三季度实际 GDP 增速 2.66%，低于二季度，但维持高位，IMF 预测 2024 年美国经济增长 2.8%，2025 年经济增长 2.2%。

欧洲港口木浆库存在 7 月开始连增 3 个月，至 2024 年 9 月重回回到 2023 年 7-8 月下降前的水平，相比 4 月低点增加 32%，库存转增表明需求已开始走弱，欧洲木浆价格进 7 月开始高位回落，但截至 11 月针叶浆价格仍处于近 3 年高位，阔叶浆价格接近年初水平，欧洲与中国针叶浆价差也处于近 3 年高位。

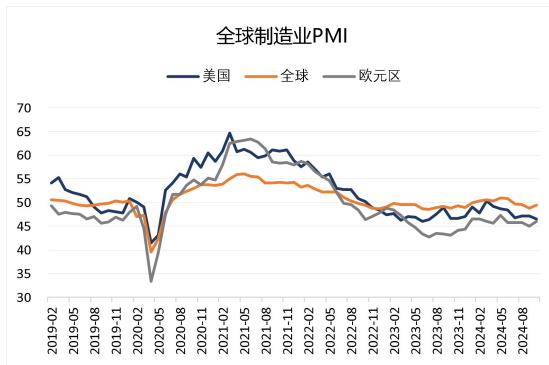


图 4-11：全球级发达国家制造业 PMI

数据来源：wind、方正中期研究院

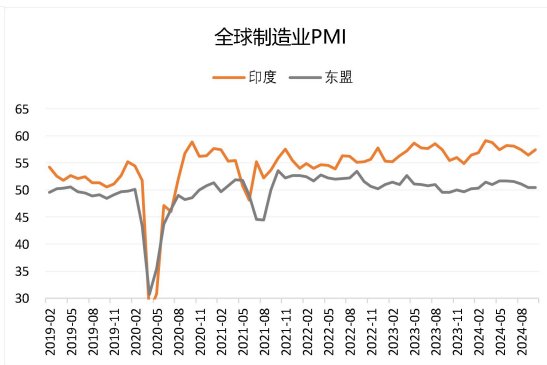


图 4-12：全球新兴国家制造业 PMI

数据来源：wind、方正中期研究院

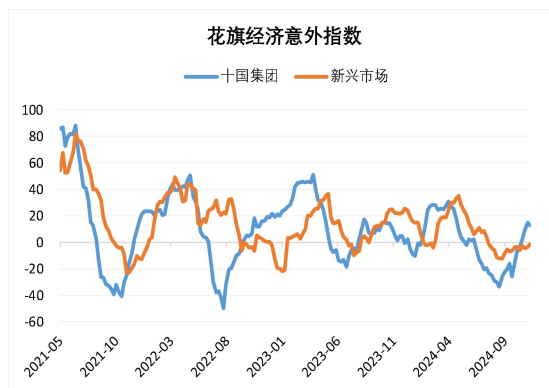


图 4-13：花旗经济意外指数

数据来源：wind、方正中期研究院

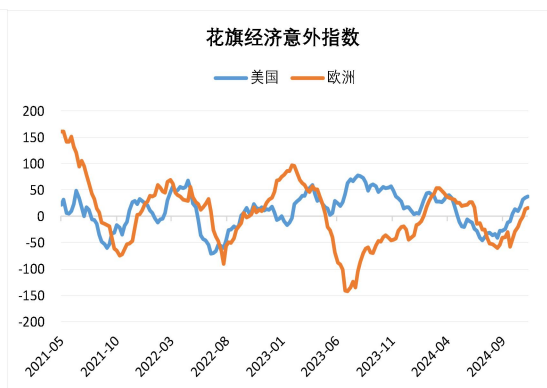


图 4-14：花旗经济意外指数

数据来源：wind、方正中期研究院

五、2025 年需求有改善预期 但不确定性更大

2025 年，虽然美国大选结束，美联储也于 2024 年开始降息，但全球不确定因素仍较多，包括美国对内及对外政策，特朗普逆全球化的影响，对中国加征关税程度，以及美联储降息进程等，均会影响纸浆需求，中国在 9 月底政策转向后，预计会以稳经济为主，政策仍宽松，不过效果有待观察，特别是房地产能否边际改善，降幅收窄，对国内消费、投资影响均较大，但预期政策影响下国内需求持稳略好。海外市场，东盟等新兴国家在 2024 年表现较好，东盟与中日韩宏观经济研究办公室 10 月预测，东盟与中日韩经济 2024 年将增长 4.2%，2025 年将提升至 4.4%。欧洲经济可能仍承压，更多是内生性问题，包括制造业竞争力减弱，进而影响居民收入及消费，但持续降息后对经济预计形成支撑。美国 2025 年经

济可能会保持韧性，但如果加征关税带来通胀回升，美联储降息放缓，对经济可能会有影响。

第五部分 库存情况-上游被动累库

2024 年，中国木浆社会库存窄幅波动，截至 11 月相比年初有所回落，纸浆期货库存先增后降，四季度回到年初水平。欧洲库存由降转增，下半年持续回升，全球生产商木浆库存也震荡回升，阔叶浆年初开始回升，针叶浆进入下半年也开始增加，针阔叶浆库存在三季度均增至 2021 年以来高位，阔叶浆库存压力更大，生产商进入被动累库状态。

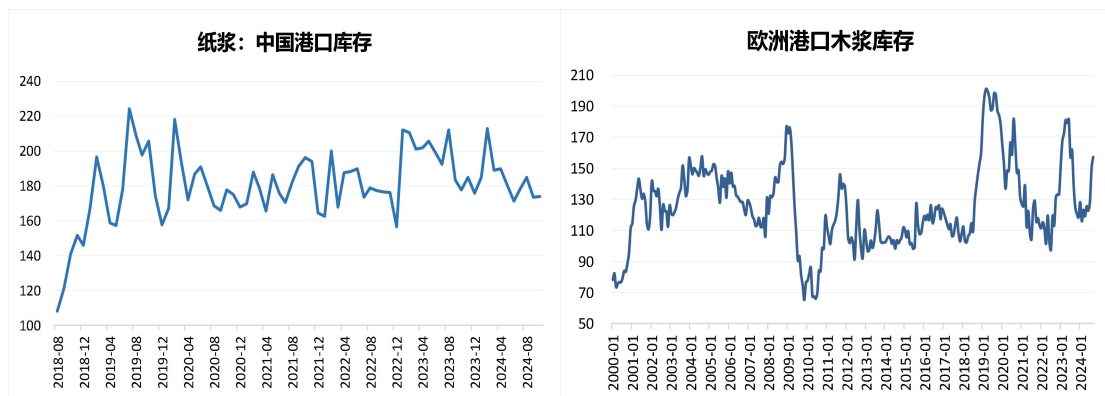


图 5-1：中国主要港口木浆库存量

数据来源：Mysteel、方正中期研究院

图 5-2：欧洲港口木浆库存情况

数据来源：Europulp、方正中期研究院

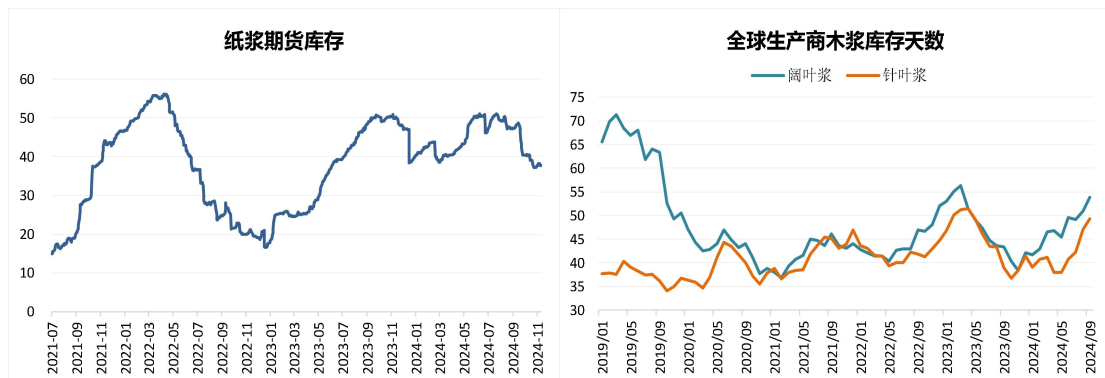


图 5-3：中国纸浆期货库存

数据来源：Wind、上期所、方正中期研究院

图 5-4：海外生产商木浆库存天数

数据来源：Bloomberg、方正中期研究院

第六部分 供需平衡表分析

	2020	2021	2022	2023	2024 (F)	2025 (F)
木浆供应量 (万吨)	4,554	4,778	5,032	5,978	6,080	6,175
同比增速 (%)	14.2%	4.9%	5.3%	18.8%	1.7%	1.6%
木浆进口量	3,064	2,969	2,917	3,666	3,421	3,250
国产浆产量	1,490	1,809	2,115	2,312	2,659	2,925
木浆纸种产量 (万吨)	6,050	6,095	6,265	6,530	6,536	6,626
同比增速 (%)	1.7%	0.7%	2.8%	4.2%	0.1%	1.4%
生活用纸	1,080	1,105	1,135	1,210	1,234	1,265
文化纸	2,370	2,355	2,385	2,465	2,342	2,271
特种纸	405	395	425	445	463	479
包装用纸	705	715	730	755	793	820
白纸板	1,490	1,525	1,590	1,655	1,705	1,790

数据来源: Wind、卓创、造纸协会、方正中期研究院

2024 年中国成品纸产量增速预计低于木浆供应增速，其中国产浆产量继续维持双位数增长，木浆进口量由此大幅下降，从而是全球木浆供应转向宽松。2025 年，国内政策若能持续宽松，则成品纸消费也有望随经济好转，预计中国成品纸产量增速高于 2023 年，其中生活用纸延续自然增速，文化纸产量下降，其他主要木浆纸产量参考 2020 年以来的年均增速预估，但成品纸供需增速扩张幅度受限，也压制木浆需求增长幅度，国内一体化浆纸产能大量投产后，国产浆产量或继续增长，进而挤压进口木浆需求，在此之下，预计木浆进口量小幅下降，而海外产能在 2023-2024 年大量投放后逐步达产，中国市场若仍未能贡献增量，则全球木浆仍可能呈现宽松状态，价格承压。

第七部分 技术与季节性分析

一、技术分析



图 7-1：上期所纸浆期货连续合约历史走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

纸浆期货主连月线在 2023 年 3 月跌破 20 均线后，之后一直在此附近承压，截至 2024 年 11 月，尚未突破月度级别的 20 均线压力，向下在 5600 元附近也获得一定支撑，伴随波动区间收敛，纸浆预计会作出突破，向上则关注 6000 元附近压力能否有效突破，向下则关注 5600 元支撑能否有效下破。

二、季节性分析

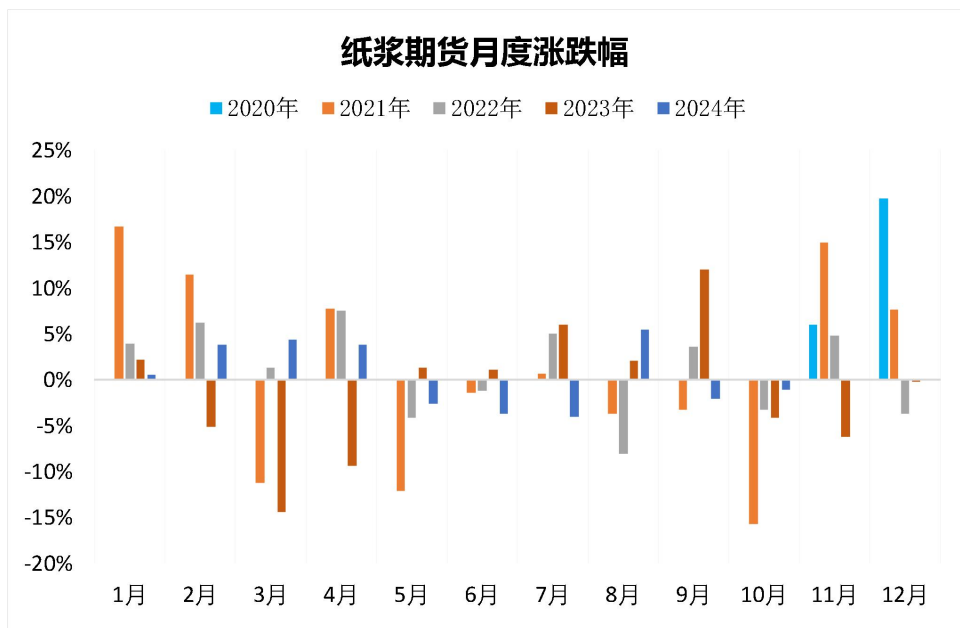


图 7-2: 纸浆期货主力合约历史月度涨跌幅

数据来源: Wind、方正中期研究院

从上市至今期货合约涨跌数据看，一般 1、7、11 月上涨的概率较大，5 月、6 月、10 月下跌概率更大，与成品纸需求季节性表现有所联系，但部分时段仍会受金融和政策方面影响，季节性规律可能会弱化。

第八部分 2025 年市场展望

造纸行业上、中游同步进入产能扩张期，且终端需求未能有效跟进甚至跟随中国经济增速放缓，是 2024 年纸浆面临的主要压力，2025 年上、中游产能扩张期叠加对纸浆价格的压制可能持续，但全球终端需求有望在持续降息及中国政策转向之后好转，对纸浆有一定利好，同时成品纸产能增加支撑纸浆刚性需求，且纸浆成本在疫情过后上升，纸浆向下空间受限，预计 2025 年纸浆均价有所上涨，但仍处于底部震荡阶段，向上突破的难度较大，针叶浆期货全年运行区间关注 5500-7000 元/吨。

2023-2024 年国内新增大量成品纸产能，但同期需求难以匹配，导致成品纸利润承压，同期海外阔叶浆即中国一体化浆纸产能大量投产，成品纸产能增加支撑纸浆刚需，但成品纸利润下滑也压制纸浆价格向上空间，导致纸浆处于向下有需求及成本支撑，向上面临纸厂盈利偏弱、补库意愿不强的问题。2025 年，海外木浆新增产能减少，但中国一体化浆纸产能投放仍较大，矛盾还在延续。

下游需求决定造纸产业链整体利润能否扩张，即纸浆价格向上空间，2025 年在政策持续宽松的支持下，对国内经济有所提振，而海外在持续降息后，欧洲经济可能企稳，而美国经济存在韧性，成品纸需求或出现回升，进而刺激纸厂生产及原料补库意愿，对纸浆价格有一定利好，但全球经济面临的不确定因素仍较多，因此需求并不过于乐观，进而也压制造纸行业利润扩张及纸浆上涨空间。

上行风险因素：海外经济回升 中国经济改善 浆厂非计划性检修较多

下行风险因素：全球贸易摩擦加剧 中国经济低迷

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。