

供应方面，因近两年全球新增阔叶浆产能较多，而针叶浆由于有老旧装置退出，产能不减反降，针阔叶浆供应端逐渐分化，导致去年以来针阔价差持续拉大。2025 年上半年木浆进口量同比增加，其中阔叶浆进口量累计同比增幅较大。国内下半年也有较多纸浆产能投产，在国产浆替代下，木浆进口量预期有所回落。不过由于当前港口去库节奏较慢，国内纸浆港库水平持续处在近几年高位，整体来看下半年纸浆供应压力仍存，阔叶浆宽松程度仍将高于针叶浆……

# 农产品组行业研究报告

## 宏观压制需求，浆价底部震荡

### 本期分析研究员



邓绍瑞

从业资格号: F3047125  
投资咨询号: Z0015474



李馨

从业资格号: F03120775  
投资咨询号: Z0019724

### 联系人



白旭宇

从业资格号: F03114139



薛钧元

从业资格号: F03114096



## 宏观压制需求，浆价底部震荡

研究院 农产品组

研究员

邓绍瑞

☎ 010-64405663

✉ dengshaorui@htfc.com

从业资格号: F3047125

投资咨询号: Z0015474

李馨

✉ lixin@htfc.com

从业资格号: F03120775

投资咨询号: Z0019724

联系人

白旭宇

☎ 010-64405663

✉ baixuyu@htfc.com

从业资格号: F03114139

薛钧元

☎ 010-64405663

✉ xuejunyuan@htfc.com

从业资格号: F03114096

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

### 策略摘要

下半年阔叶浆供应压力仍存，需求端受到宏观压制预计难有明显改善，供需矛盾预期难有缓和，产业链整体缺乏利好驱动，浆价或难脱离底部，关注四季度旺季需求改善程度，预计四季度表现要好于三季度。

### 核心观点

#### ■ 市场分析

供应方面，因近两年全球新增阔叶浆产能较多，而针叶浆由于有老旧装置退出，产能不增反降，针阔叶浆供应端逐渐分化，导致去年以来针阔价差持续拉大。2025 年上半年木浆进口量同比增加，其中阔叶浆进口量累计同比增幅较大。国内下半年也有较多纸浆产能投产，在国产浆替代下，木浆进口量预期有所回落。不过由于当前港口去库节奏较慢，国内纸浆港库水平持续处在近几年高位，整体来看下半年纸浆供应压力仍存，阔叶浆宽松程度仍将高于针叶浆。

需求方面，受特朗普 2.0 时代关税政策影响，全球经济下行压力仍然存在。今年以来欧美纸浆消费维持弱势，全球浆厂库存压力逐渐显现。国内受传统淡季影响，需求端表现乏力，原纸成品库存压力攀升，纸厂原料采购心态谨慎。尽管今年仍有大量成品纸产能计划投产，但终端有效需求始终不足，纸厂开工率下滑明显，成品纸总体产量未有明显增加，而且纸端产能过剩使得行业利润持续收缩，预计下半年终端需求改善的力度有限，关注四季度需求能否回暖。

#### ■ 策略

单边中性，下半年以底部震荡为主，关注需求端何时回暖。

#### ■ 风险

宏观及政策风险、外盘报价超预期、浆纸产能落地情况、汇率风险

## 目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 策略摘要.....                           | 2  |
| 核心观点.....                           | 2  |
| 一、2025 上半年纸浆行情回顾.....               | 5  |
| 二、纸浆供需分析.....                       | 5  |
| 2.1、全球木浆库存：二季度开始显著回升，库存压力逐步显现.....  | 5  |
| 2.2、欧洲消费及库存：需求持续下滑，库存处于同期高位.....    | 6  |
| 2.3、国内纸浆进口：上半年进口同比增长，阔叶浆供应压力仍存..... | 7  |
| 2.4、国内港口库存：港库持续高位，下游接货意愿始终不强.....   | 8  |
| 2.5、国内下游消费：终端需求表现疲弱，供需矛盾凸显.....     | 9  |
| 三、2025 下半年纸浆行情展望.....               | 12 |

## 图表

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图 1: 纸浆主力收盘价   单位: 元/吨.....           | 5  |
| 图 2: 国内漂针浆现货价   单位: 元/吨.....          | 5  |
| 图 3: 全球木浆库存天数   单位: 天.....            | 6  |
| 图 4: 全球漂针木浆库存天数   单位: 天.....          | 6  |
| 图 5: 全球漂阔木浆库存天数   单位: 天.....          | 6  |
| 图 6: 欧洲漂针浆消费量   单位: 吨.....            | 7  |
| 图 7: 欧洲漂阔浆消费量   单位: 吨.....            | 7  |
| 图 8: 欧洲漂针浆库存天数   单位: 天.....           | 7  |
| 图 9: 欧洲港口木浆库存   单位: 万吨.....           | 7  |
| 图 10: 纸浆当月进口量   单位: 万吨.....           | 8  |
| 图 11: 纸浆累计进口量   单位: 万吨.....           | 8  |
| 图 12: 针叶浆月度进口量   单位: 万吨.....          | 8  |
| 图 13: 阔叶浆月度进口量   单位: 万吨.....          | 8  |
| 图 14: 青岛港+常熟港+高栏港+天津港库存   单位: 万吨..... | 9  |
| 图 15: 青岛港周度纸浆库存   单位: 万吨.....         | 9  |
| 图 16: 针叶浆月度表观消费量   单位: 万吨.....        | 9  |
| 图 17: 下游造纸毛利率   单位: 元/吨.....          | 9  |
| 图 18: 双胶纸周度产量   单位: 万吨.....           | 10 |
| 图 19: 铜版纸周度产量   单位: 万吨.....           | 10 |

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 图 20: 白卡纸周度产量   单位: 万吨 .....    | 10 |
| 图 21: 生活用纸周度产量   单位: 万吨 .....   | 10 |
| 图 22: 双胶纸周度开工率   单位: % .....    | 10 |
| 图 23: 铜版纸周度开工率   单位: % .....    | 10 |
| 图 24: 白卡纸周度开工率   单位: % .....    | 11 |
| 图 25: 生活用纸周度开工率   单位: % .....   | 11 |
| 图 26: 双胶纸周度企业库存   单位: 万吨 .....  | 11 |
| 图 27: 铜版纸周度企业库存   单位: 万吨 .....  | 11 |
| 图 28: 白卡纸周度企业库存   单位: 万吨 .....  | 11 |
| 图 29: 生活用纸周度企业库存   单位: 万吨 ..... | 11 |

## 一、2025 上半年纸浆行情回顾

第一阶段（1 月-2 月上旬）：偏强震荡。2024 年年末晨鸣大规模停产，成品纸价格上涨且大幅去库，春节前备货热情高涨，推动盘面震荡走强。

第二阶段（2 月中旬-3 月）：第一轮下跌。春节后国内港口纸浆库存累积至历史高位，需求表现偏弱，叠加市场对阔叶浆预期悲观，对针叶浆有明显拖累。

第三阶段（4 月-5 月上旬）：第二轮下跌。中美贸易摩擦升级，加剧需求悲观预期，4 月 Arauco 又下调美金报价，导致盘面进一步深跌。

第四阶段（5 月中下旬）：低位回升。5 月中旬，中美日内瓦会谈取得实质性进展，宏观情绪得到改善，叠加底部成本支撑，盘面自低位反弹。

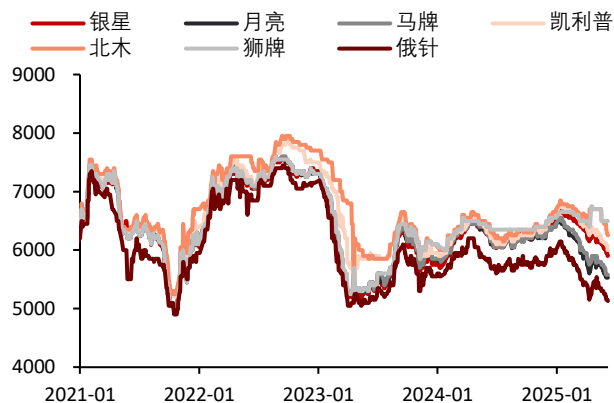
第五阶段（6 月）：再次探底。宏观不确定性仍存，造纸行业仍处消费淡季，产业缺乏明显利好驱动，整体延续供应过剩格局，浆价再度转入下跌趋势。

图 1：纸浆主力收盘价 | 单位：元/吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2：国内漂针浆现货价 | 单位：元/吨



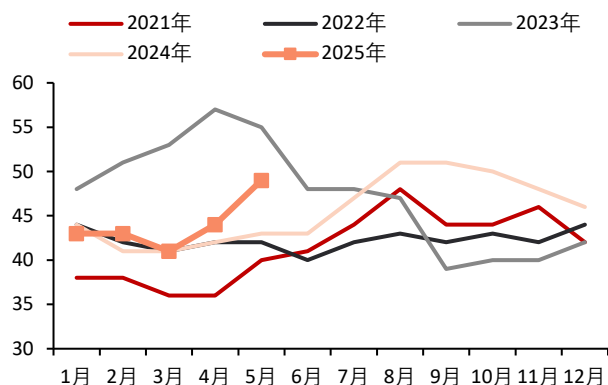
数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 二、纸浆供需分析

### 2.1、全球木浆库存：二季度开始显著回升，库存压力逐步显现

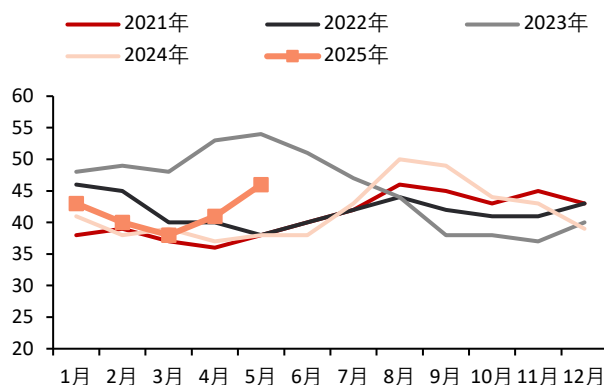
全球木浆从去年四季度进入去库周期，不过从今年 4 月开始库存天数连续两月呈现回升态势，当前整体库存处于历史同期偏高水平，累库压力逐步显现。截止 5 月底，全球木浆库存天数环比增加 5 天至 49 天，同比增加 6 天；全球漂针木浆库存天数环比增加 5 天至 46 天，同比增加 8 天；全球漂阔木浆库存天数环比增加 4 天至 51 天，同比增加 3 天。

图 3: 全球木浆库存天数 | 单位: 天



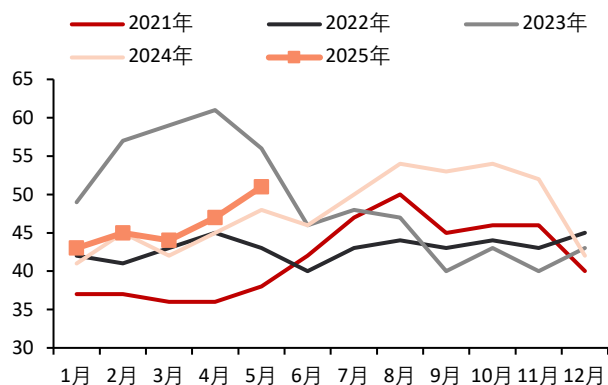
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 全球漂针木浆库存天数 | 单位: 天



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: 全球漂阔木浆库存天数 | 单位: 天



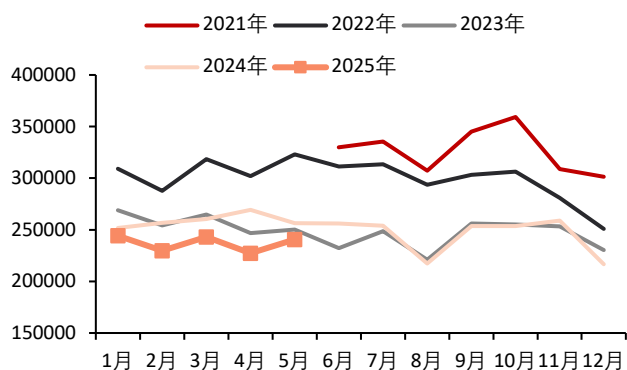
数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 2.2、欧洲消费及库存：需求持续下滑，库存处于同期高位

欧美需求今年整体偏差。据欧洲纸浆联合会 (Utipulp), 5 月欧洲漂针浆消费量 24.05 万吨, 环比增加 5.8%, 同比下降 6.2%; 5 月欧洲漂阔浆消费量 56.34 万吨, 环比增加 10.6%, 同比增加 4.0%。5 月欧洲浆厂端库存天数维持在历史高位, 库存压力对浆价形成压制。据 Utipulp, 5 月底欧洲漂针浆库存天数为 28 天, 环比上月增加 1 天; 欧洲漂阔浆库存天数为 24 天, 环比上月减少 1 天。

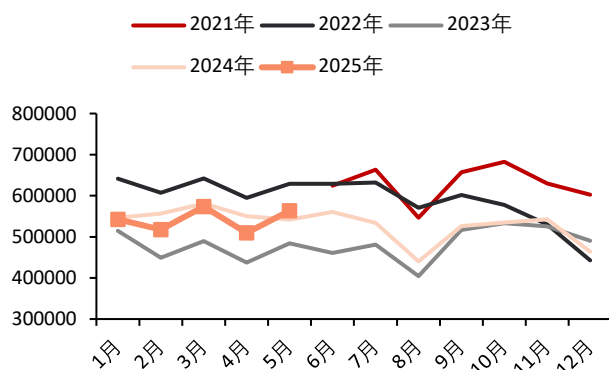
欧洲多数国家港口库存环比增长, 带动 5 月欧洲港口总库存环比上升。据 Europulp 数据显示, 2025 年 5 月欧洲港口总库存为 153.1 万吨, 环比增长 13.26%, 较 2024 年 5 月增长 22.04%。5 月英国与西班牙港口库存分别环比下降 39.93%、3.92%, 荷兰/比利时/法国/瑞士、德国以及意大利港口库存分别环比增长 21.74%、5.12%以及 16.36%。

图 6: 欧洲漂针浆消费量 | 单位: 吨



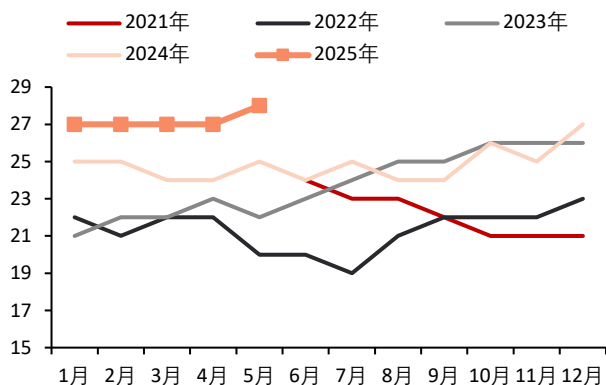
数据来源: Utipulp 华泰期货研究院

图 7: 欧洲漂阔浆消费量 | 单位: 吨



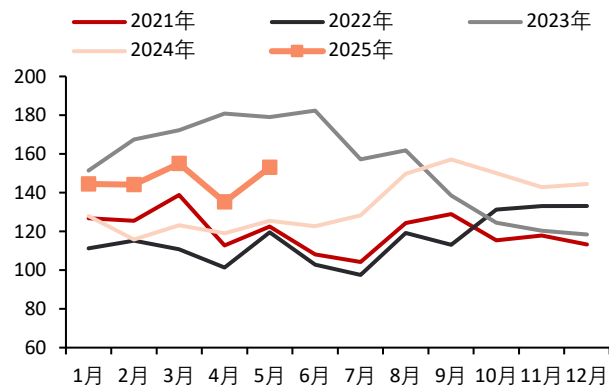
数据来源: Utipulp 华泰期货研究院

图 8: 欧洲漂针浆库存天数 | 单位: 天



数据来源: Utipulp 华泰期货研究院

图 9: 欧洲港口木浆库存 | 单位: 万吨



数据来源: Europulp 华泰期货研究院

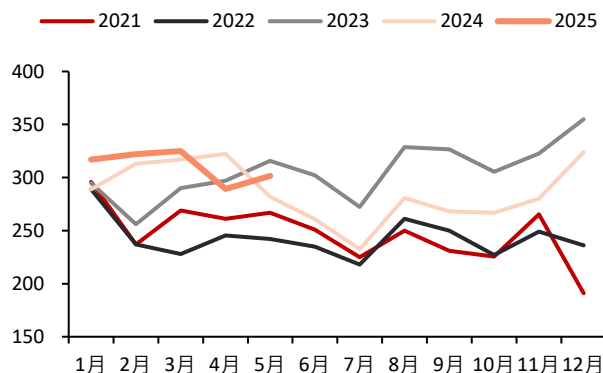
## 2.3、国内纸浆进口：上半年进口同比增长，阔叶浆供应压力仍存

受去年年末晨鸣减产、国产浆产量下滑的影响，去年 11 月开始国内纸浆进口量开始明显增长，今年 1-5 月累计进口量也保持同比增长。据海关总署，2025 年 5 月，我国进口纸浆 302 万吨，环比增加 4.3%，同比增加 6.9%。2025 年 1-5 月，我国累计进口纸浆 1555 万吨，同比增加 2.1%。

从进口分项来看，最近两个月针叶浆进口量明显下降，但阔叶浆进口量整体仍维持在同期高位。由于当前全球针叶浆无新增产能且近几年持续有产能退出，而阔叶浆全球及国内都持续扩产，预计下半年针叶浆进口压力或继续缓解，但阔叶浆供应压力仍存。据海关总署，我国 5 月进口木浆共 222.64 万吨，环比增加 2.8%，同比增加 4.2%。其中，5 月漂针浆进口数量 72.16 万吨，环比下降 4.7%，同比增加 2.6%；1-5 月累计进口量 380.30 万吨，累计同比下降 1.9%。5 月漂

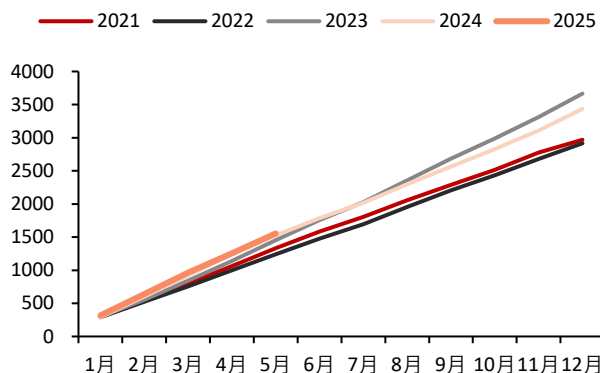
阔浆进口数量 129.32 万吨，环比增加 7.8%，同比增加 3.0%；1-5 月累计进口量 710.81 万吨，累计同比增加 8.0%。

图 10: 纸浆当月进口量 | 单位: 万吨



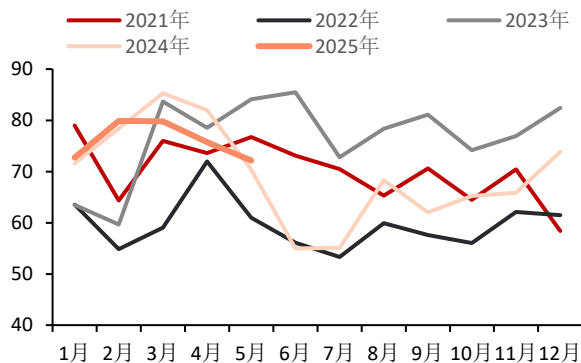
数据来源: 海关总署 华泰期货研究院

图 11: 纸浆累计进口量 | 单位: 万吨



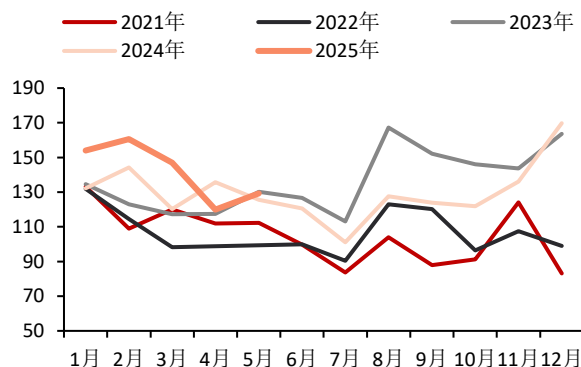
数据来源: 海关总署 华泰期货研究院

图 12: 针叶浆月度进口量 | 单位: 万吨



数据来源: 海关总署 华泰期货研究院

图 13: 阔叶浆月度进口量 | 单位: 万吨

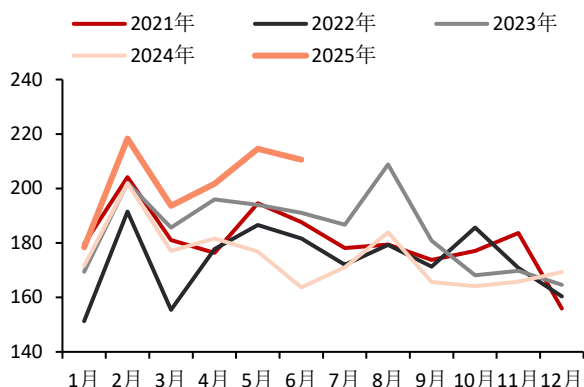


数据来源: 海关总署 华泰期货研究院

## 2.4、国内港口库存：港库持续高位，下游接货意愿始终不强

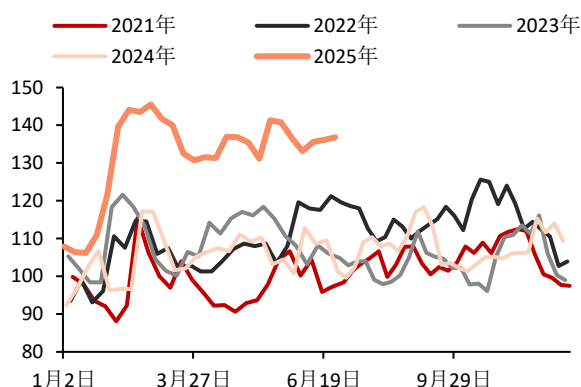
春节后，国内港口纸浆累库幅度超预期，3月随着市场交投逐渐恢复，港口库存持续去库，但截止月底仍处于近五年最高水平。4月中旬起港口库存再次由降转升，供需矛盾加剧，导致盘面进一步深跌。6月港口库存环比有所下降，但同比仍大幅增加，整体去化节奏缓慢。港库累库压力较大，表明当前国内浆市整体处于供应过剩格局，下游纸厂目前的原料补库意愿普遍较低。据卓创，截至6月底，国内青岛港、常熟港、高栏港和天津港四港纸浆库存量合计约为 210.5 万吨，环比上月下降 1.9%，同比增加 28.6%。

图 14:青岛港+常熟港+高栏港+天津港库存 | 单位: 万吨



数据来源: 卓创 华泰期货研究院

图 15: 青岛港周度纸浆库存 | 单位: 万吨



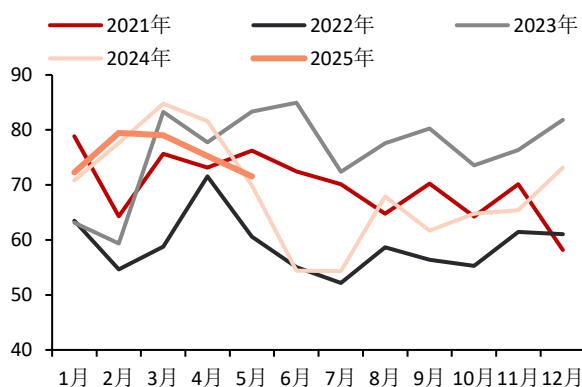
数据来源: 卓创 华泰期货研究院

## 2.5、国内下游消费：终端需求表现疲弱，供需矛盾凸显

近两年国内成品纸行业大量投产，产能增速过快但需求表现不及预期，使得造纸行业整体利润持续低迷。由于大部分大型纸厂直接从外商手中以长协形式采购原料，带来的成本涨价压力逐渐显现，挤压纸厂生产利润。2025 年成品纸中的双胶纸和白卡纸的新增产能增速仍较可观，不过加工利润下行可能会影响实际投产。由于当前原纸价格低迷，目前只有少数大厂仍有一定利润空间，不少中小纸厂已不堪重负，中小产能近几年不断被挤出。

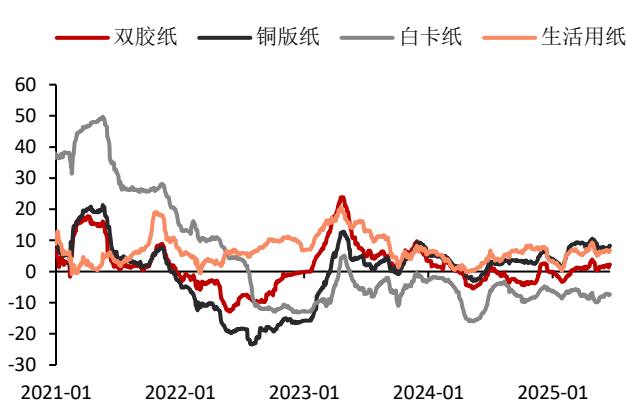
目前终端需求整体呈现下行趋势，短时间预计难以摆脱传统淡季的影响，纸厂生产积极性难有明显提升，原料延续逢低、刚需补库节奏。由于外部宏观环境动荡，关税政策仍存在较大不确定性，而下半年国内宏观环境目前来看预计对终端需求也难有明显的提振，关注金九银十旺季需求的改善程度，四季度表现预计要好于三季度。

图 16: 针叶浆月度表观消费量 | 单位: 万吨



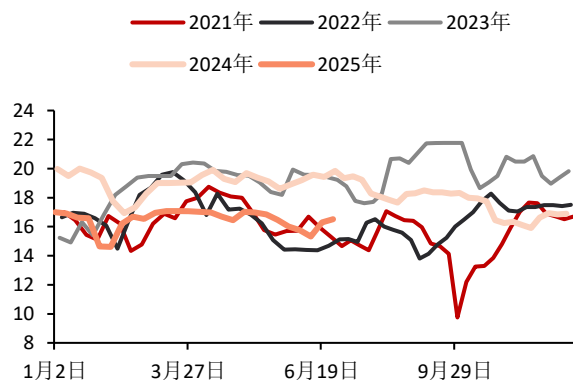
数据来源: 卓创 华泰期货研究院

图 17: 下游造纸毛利率 | 单位: 元/吨



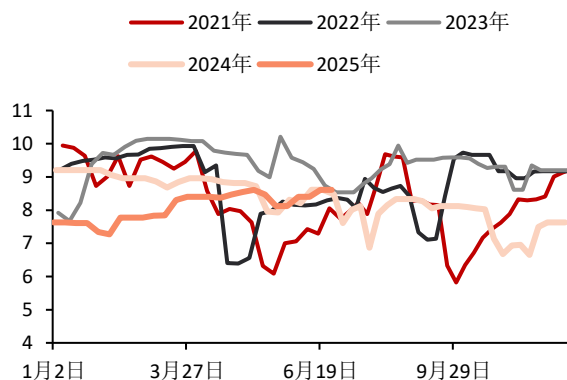
数据来源: 卓创 华泰期货研究院

图 18: 双胶纸周度产量 | 单位: 万吨



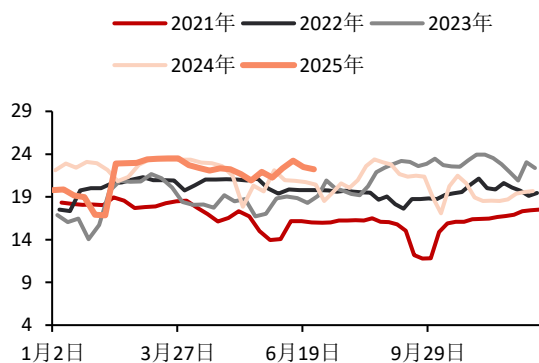
数据来源: 卓创 华泰期货研究院

图 19: 铜版纸周度产量 | 单位: 万吨



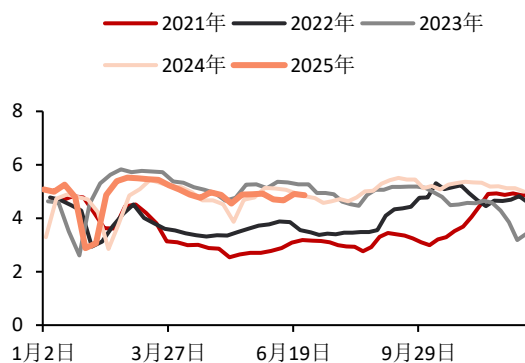
数据来源: 卓创 华泰期货研究院

图 20: 白卡纸周度产量 | 单位: 万吨



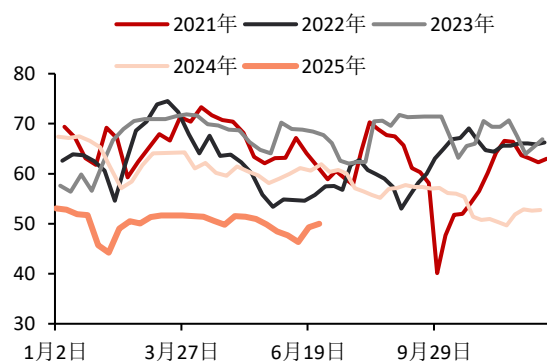
数据来源: 卓创 华泰期货研究院

图 21: 生活用纸周度产量 | 单位: 万吨



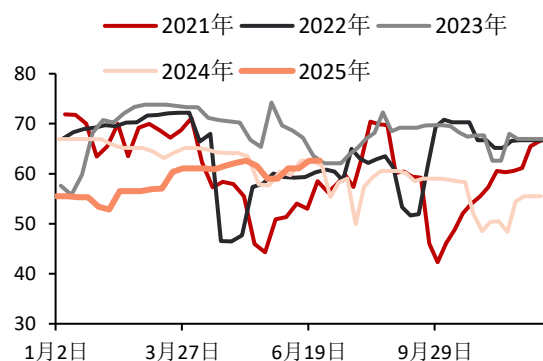
数据来源: 卓创 华泰期货研究院

图 22: 双胶纸周度开工率 | 单位: %



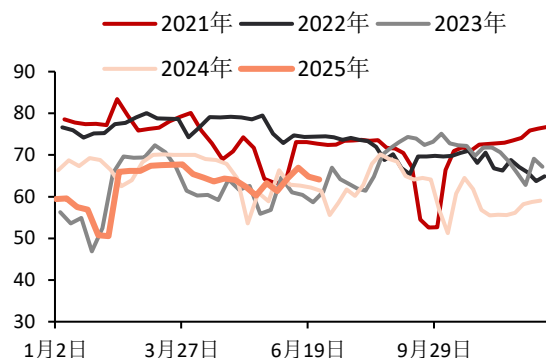
数据来源: 卓创 华泰期货研究院

图 23: 铜版纸周度开工率 | 单位: %



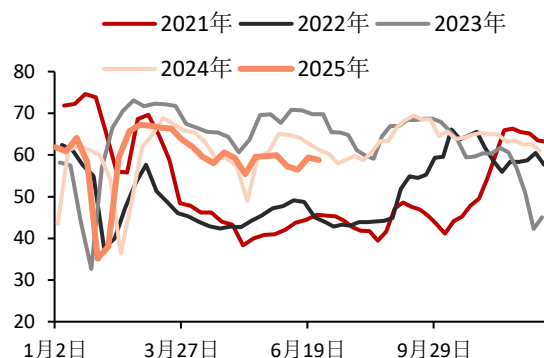
数据来源: 卓创 华泰期货研究院

图 24: 白卡纸周度开工率 | 单位: %



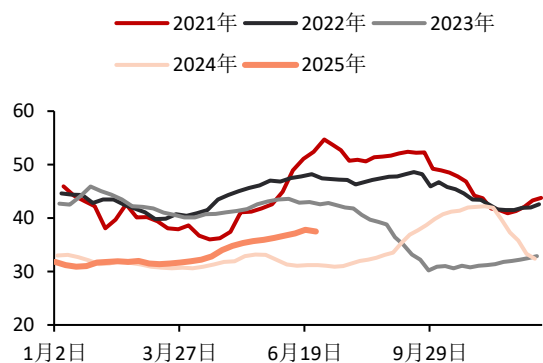
数据来源: 卓创 华泰期货研究院

图 25: 生活用纸周度开工率 | 单位: %



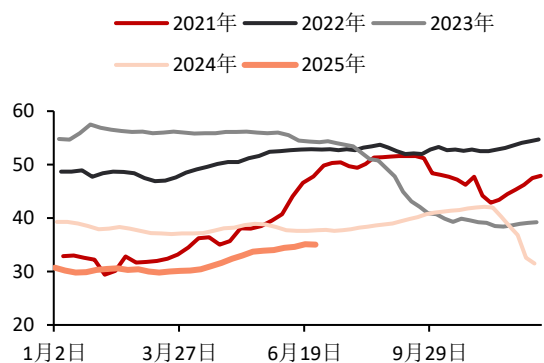
数据来源: 卓创 华泰期货研究院

图 26: 双胶纸周度企业库存 | 单位: 万吨



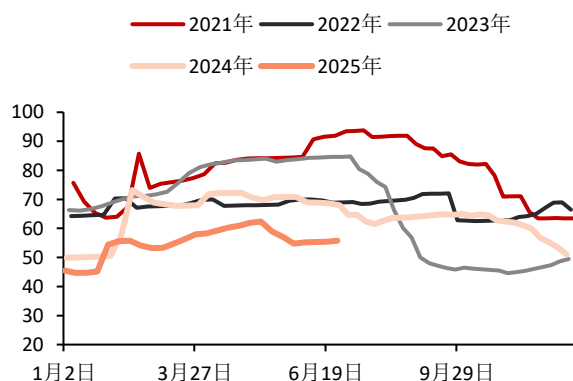
数据来源: 卓创 华泰期货研究院

图 27: 铜版纸周度企业库存 | 单位: 万吨



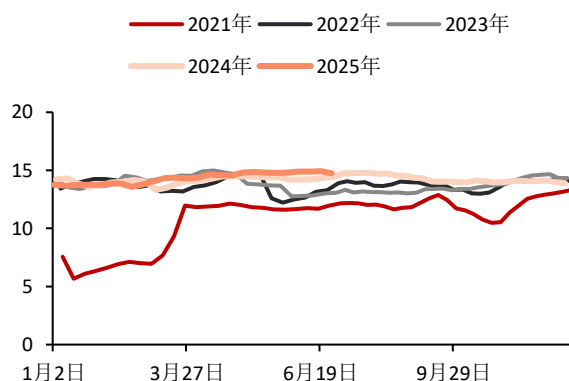
数据来源: 卓创 华泰期货研究院

图 28: 白卡纸周度企业库存 | 单位: 万吨



数据来源: 卓创 华泰期货研究院

图 29: 生活用纸周度企业库存 | 单位: 万吨



数据来源: 卓创 华泰期货研究院

### 三、2025 下半年纸浆行情展望

供应方面，因近两年全球新增阔叶浆产能较多，而针叶浆由于有老旧装置退出，产能不增反降，针阔叶浆供应端逐渐分化，导致去年以来针阔价差持续拉大。2025 年上半年木浆进口量同比增加，其中阔叶浆进口量累计同比增幅较大。国内下半年也有较多纸浆产能投产，在国产浆替代下，木浆进口量预期有所回落。不过由于当前港口去库节奏较慢，国内纸浆港库水平持续处在近几年高位，整体来看下半年纸浆供应压力仍存，阔叶浆宽松程度仍将高于针叶浆。

需求方面，受特朗普 2.0 时代关税政策影响，全球经济下行压力仍然存在。今年以来欧美纸浆消费维持弱势，全球浆厂库存压力逐渐显现。国内受传统淡季影响，需求端表现乏力，原纸成品库存压力攀升，纸厂原料采购心态谨慎。尽管今年仍有大量成品纸产能计划投产，但终端有效需求始终不足，纸厂开工率下滑明显，成品纸总体产量未有明显增加，而且纸端产能过剩使得行业利润持续收缩，预计下半年终端需求改善的力度有限，关注四季度需求能否回暖。

综合来看，下半年阔叶浆供应压力仍存，需求端受到宏观压制预计难有明显改善，供需端矛盾预期难有缓和，产业链整体缺乏利好驱动，浆价或难脱离底部，关注四季度旺季需求改善程度，预计四季度表现要好于三季度。

## 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## 公司总部

广州市天河区临江大道 1 号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com



客服热线：400-628-0888

官方网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)

公司总部：广州市南沙区横沥镇明珠三街 1 号 10 层 1001-1004、1011-1016 房