

化工组



任 伟

从业资格号 F3024147
交易咨询号 Z0012059
renweil@cofco.com

○ 全景扫描

供给：供应利空的状态不容易改变。一方面，新增产能给价格上行制造了很大的压力。虽然由于利润较低，企业一直压低开工，导致产能增加但产量未必增加多少，但是价格如果出现较大涨幅，改善了上游利润，产能就有可能转化为产量。市场一旦形成这样的预期，价格就难以大幅上涨。另一方面，从发运数据来看，发运数据仍处于利空状态。

需求：从目前下游的开工以及利润数据来看，都没有明显的季节性旺季特征，甚至还显示出旺季不旺的状态。若想让纸浆需求对价格产生较大影响，需要纸浆需求与宏观形成共振。

○ 重点变化

工业品普遍偏弱。

○ 偏差视点

未来主要的变化可能在于工业品整体格局。股市与商品并未形成带动作用，反而呈现竞争关系。当股市大涨时，大部分商品表现偏弱或震荡。这种情况在 2014 年 10 月-2015 年 3 月也曾出现过。股票表现好并不一定会带动商品走强，资金选择了股票，暂时对商品失去了兴趣。商品并没有跟随股票的强势，但是股票一旦出现回调，商品往往会受到拖累。目前来看，股指已经进入调整期；而在工业品中，除了有色相对偏强外，整体表现都比较弱，后市工业品有望继续集体转弱。纸浆本身就处于供大于求的状态，伴随工业品的持续弱势，纸浆短期可能打破低位震荡状态，转向偏弱运行。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

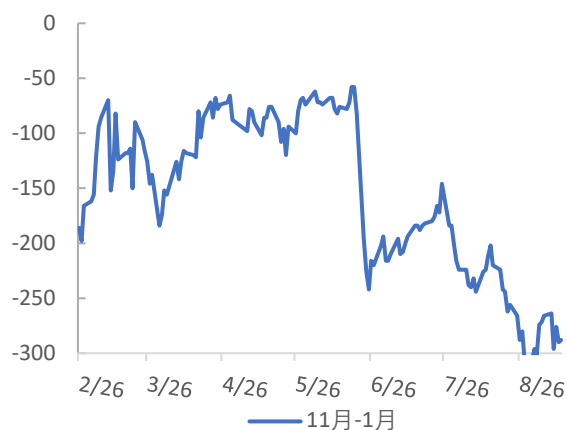


第一部分 期现货价格

图 1：纸浆 2511 及 2601（元/吨）



图 2：纸浆 11月-1月（元/吨）

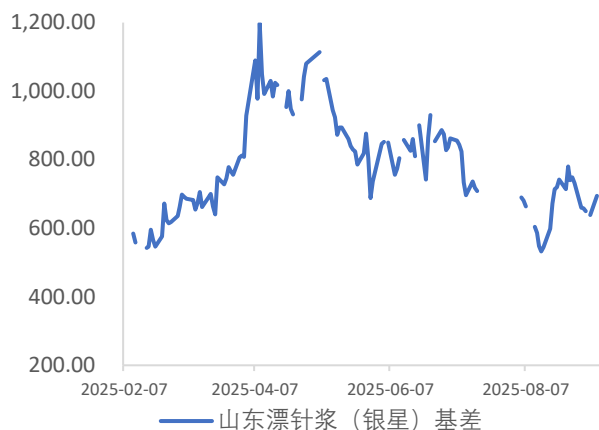


数据来源：Wind

图 3：沪胶主力与投机度（元/吨）



图 4：基差（元/吨）



数据来源：Wind



图 5：国内漂针浆现货价格（元/吨）

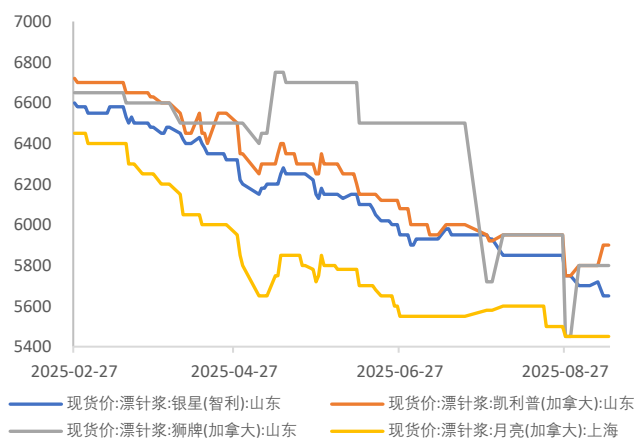
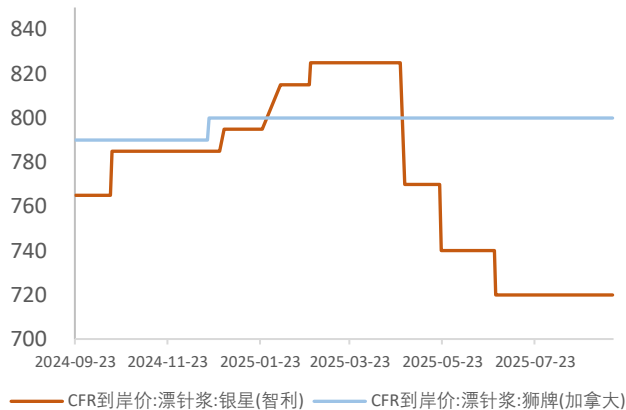


图 6：漂针浆外盘 CFR 报价（美元/吨）



数据来源：iFinD, 中粮期货研究院

图 7：国内针阔价差（元/吨）

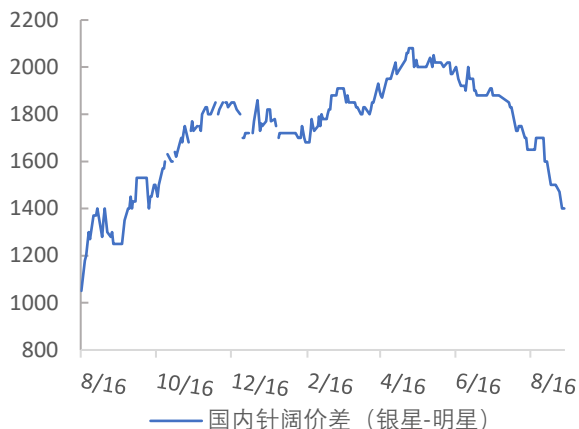
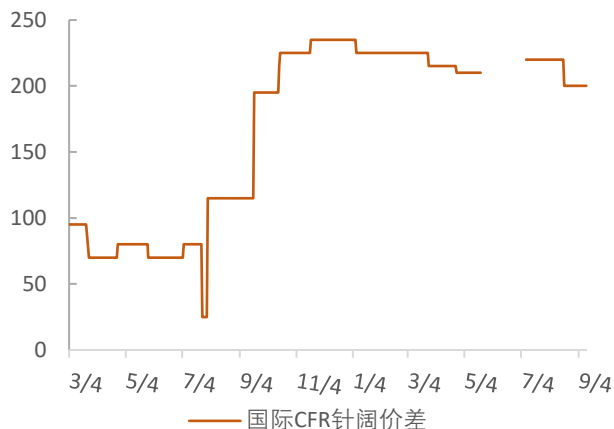


图 8：国际 CFR 针阔价差（美元/吨）



数据来源：iFinD, Mysteel, 中粮期货研究院



第二部分 全景扫描

1. 供应

图 9：全球纸浆发运量

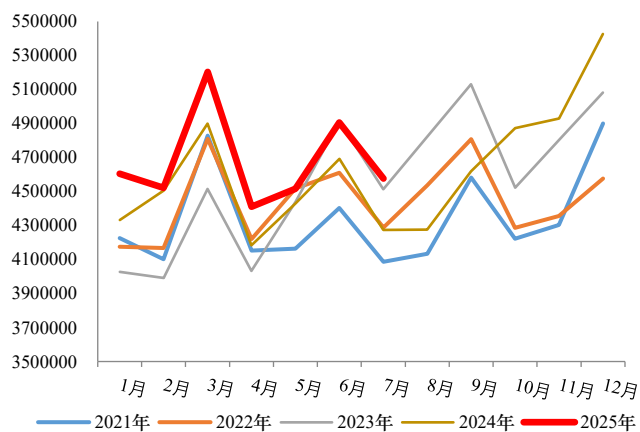
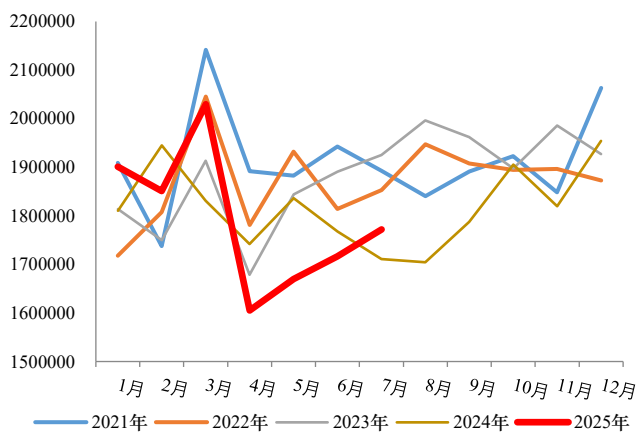


图 10：全球漂针浆发货量



数据来源：Bloomberg, 中粮期货研究院

图 11：全球漂阔浆发货量

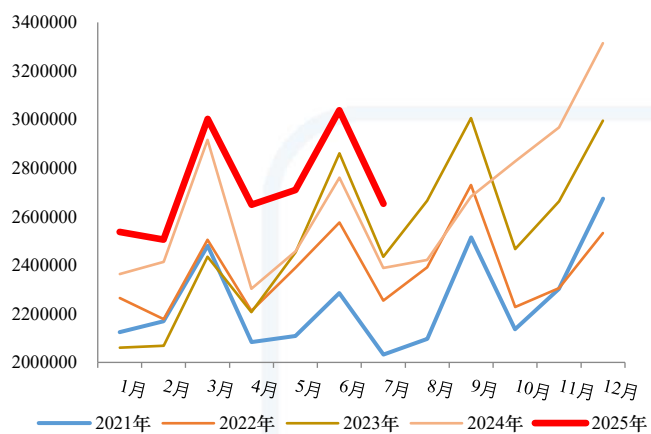
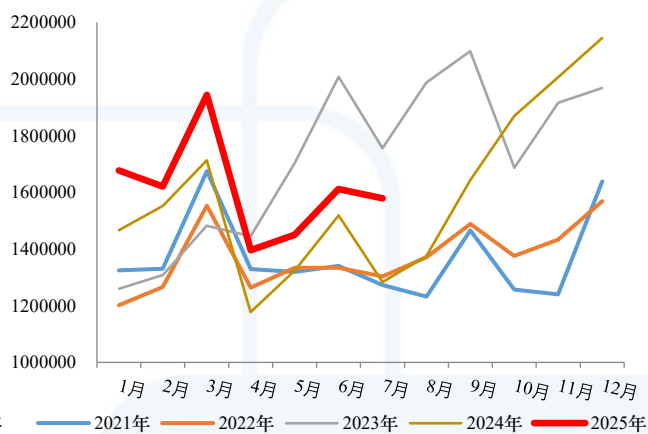


图 12：W20 化学浆发往中国

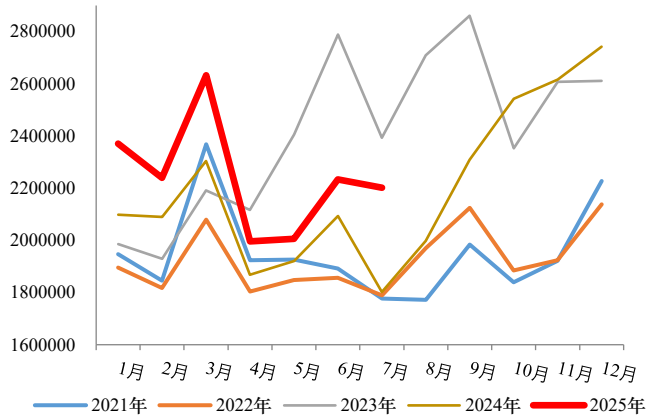
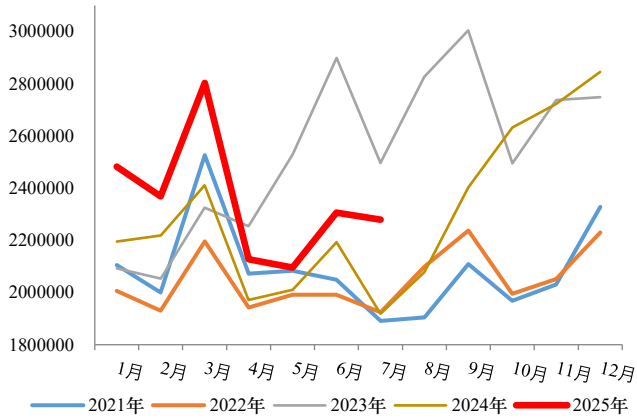


数据来源：Bloomberg, 中粮期货研究院



图 13: G100 纸浆发货量 (发往中国)

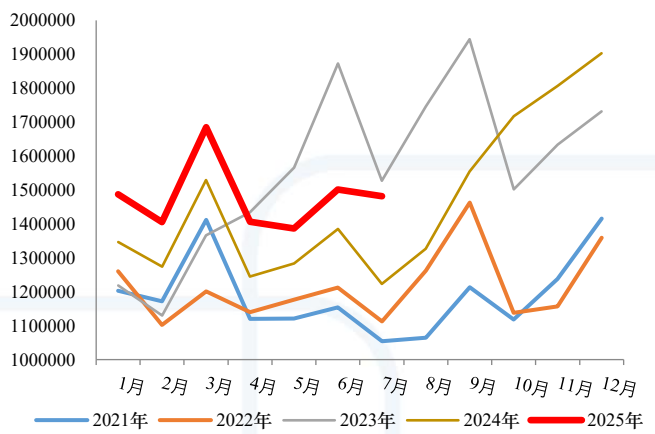
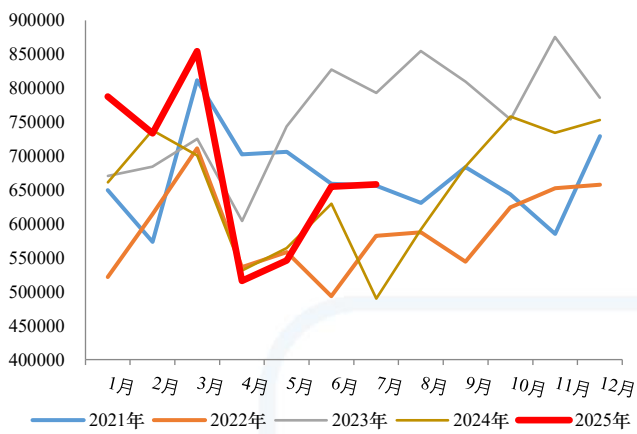
图 14: G100 化学浆发货量 (发往中国)



数据来源: Bloomberg, 中粮期货研究院

图 15: G100 漂针浆发货量 (发往中国)

图 16: G100 漂阔浆发货量 (发往中国)



数据来源: Bloomberg, 中粮期货研究院



图 17: 纸浆进口量 (万吨)

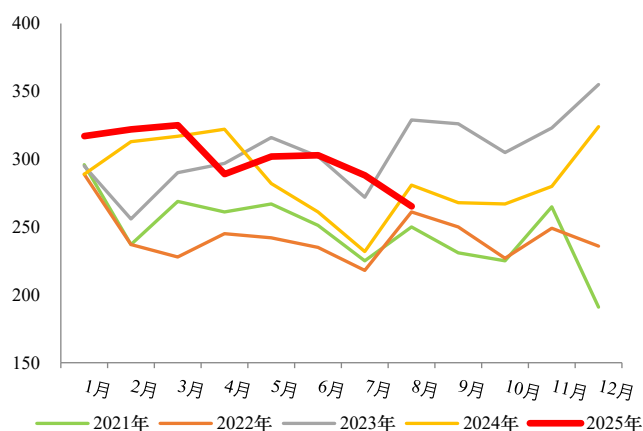
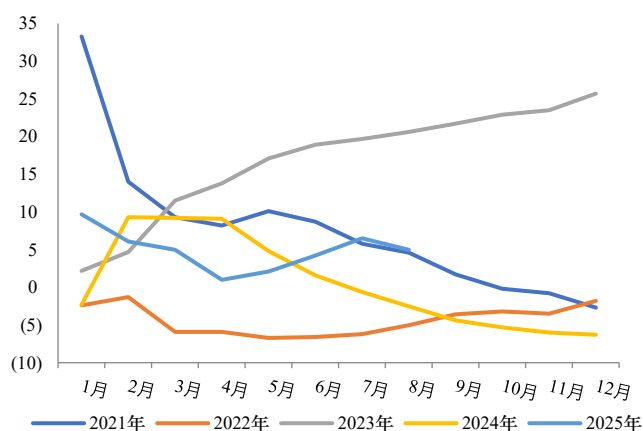


图 18: 纸浆进口累计同比 (%)



数据来源: iFinD, 中粮期货研究院

图 19: 针叶浆进口数量 (万吨)

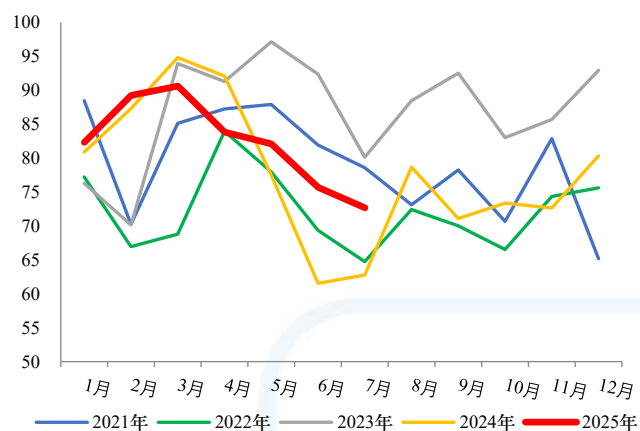
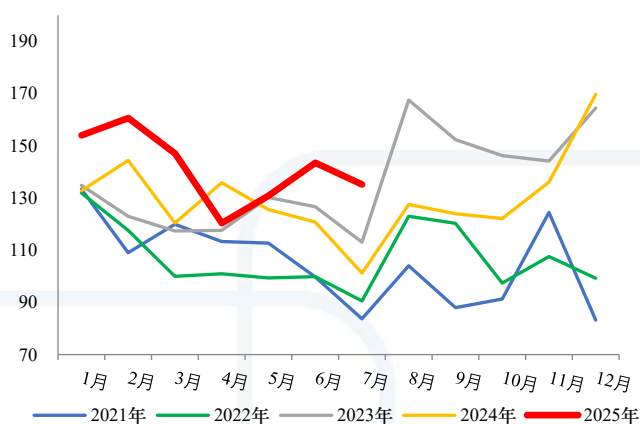


图 20: 阔叶浆进口数量 (万吨)



数据来源: iFinD, 中粮期货研究院



2. 需求

(1) 下游产量

图 21: 白卡纸产量 (万吨)

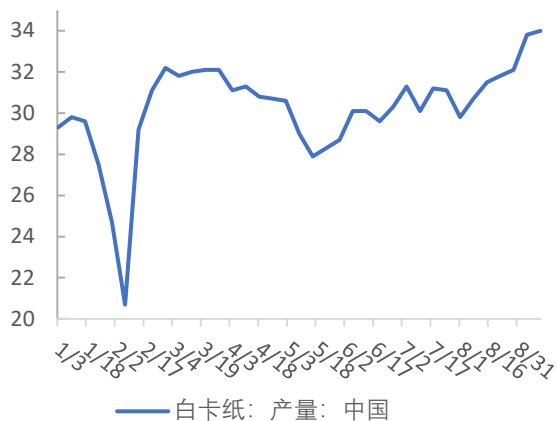


图 22: 生活用纸产量 (万吨)



数据来源: Mysteel, 中粮期货研究院

图 23: 双胶纸产量 (万吨)

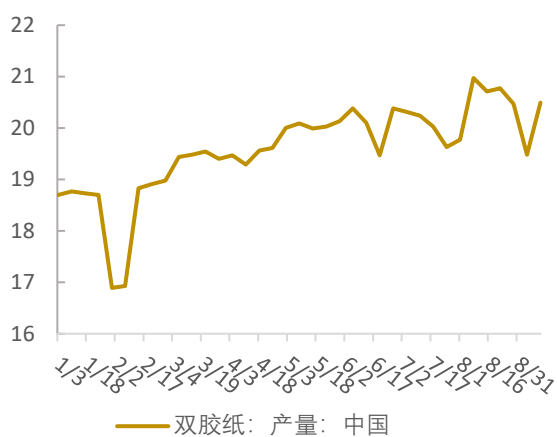
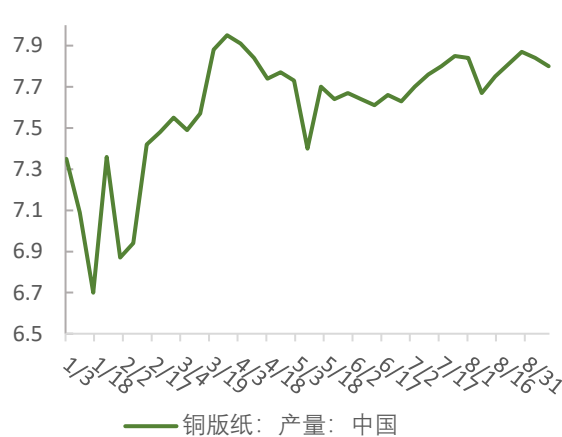


图 24: 铜版纸产量 (万吨)



数据来源: Mysteel, 中粮期货研究院



(2) 下游产能利用率

图 25: 白卡纸产能利用率 (%)

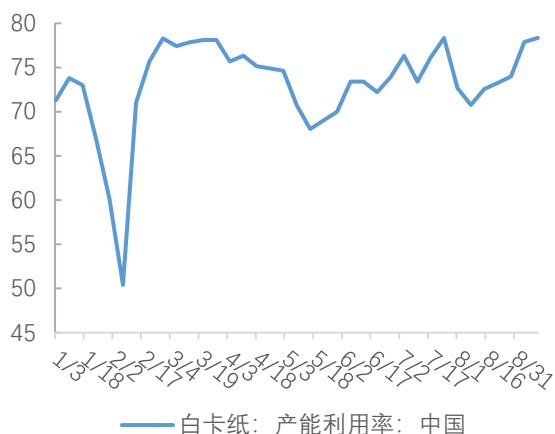


图 26: 生活用纸产能利用率 (%)



数据来源: Mysteel, 中粮期货研究院

图 27: 双胶纸产能利用率 (%)

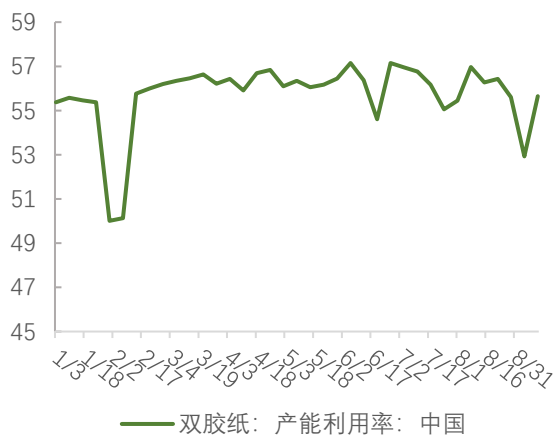
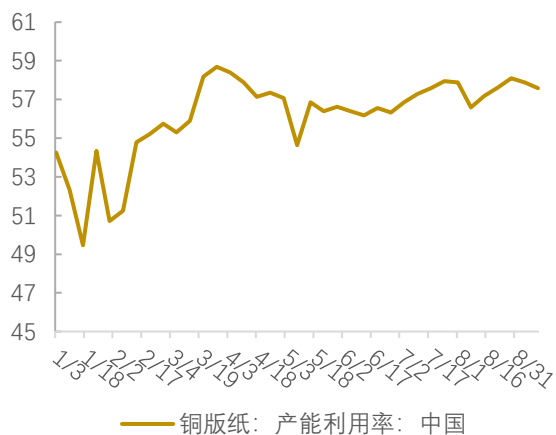


图 28: 铜版纸产能利用率 (%)



数据来源: Mysteel, 中粮期货研究院



(3) 下游库存可用天数

图 29：白卡纸库存可用天数（日）

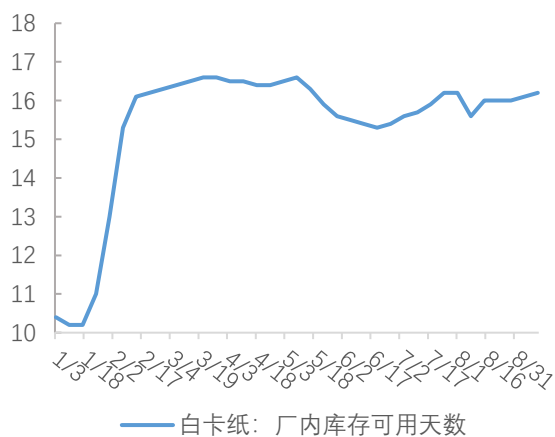
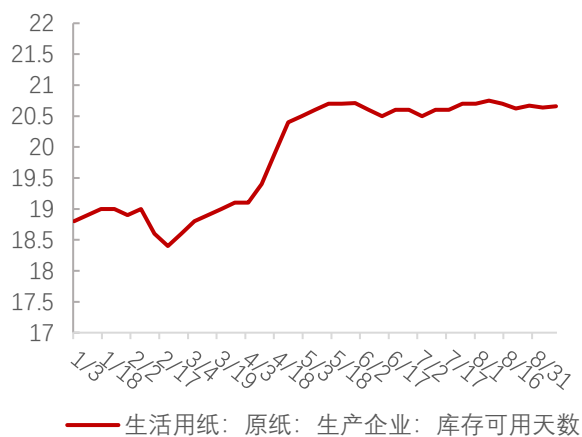


图 30：生活用纸库存可用天数（日）

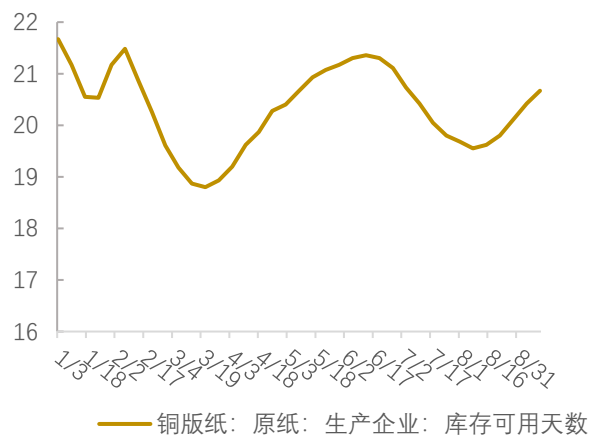


数据来源：Mysteel，中粮期货研究院

图 31：双胶纸库存可用天数（日）



图 32：铜版纸库存可用天数（日）



数据来源：Mysteel，中粮期货研究院



(4) 下游生产毛利

图 33: 白卡纸生产毛利 (元/吨)

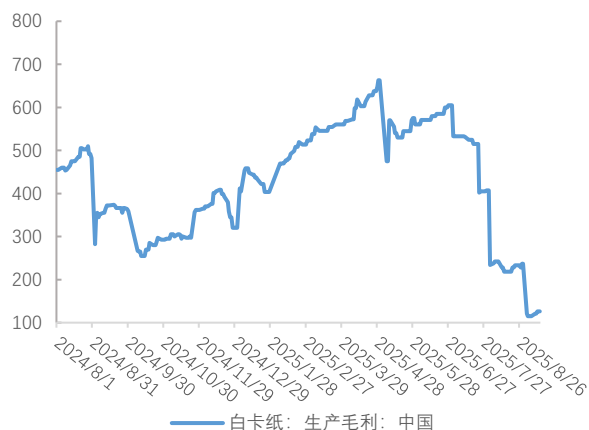
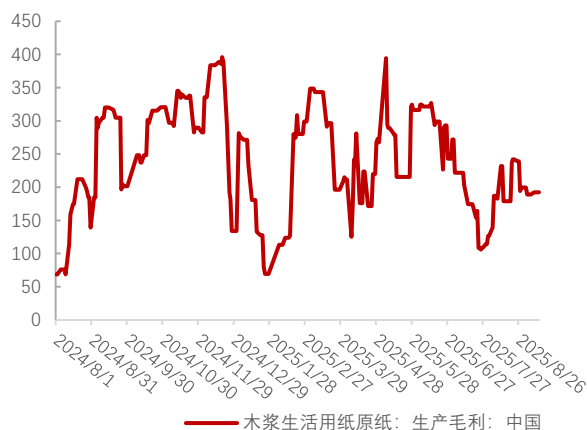


图 34: 木浆生活用纸生产毛利 (元/吨)

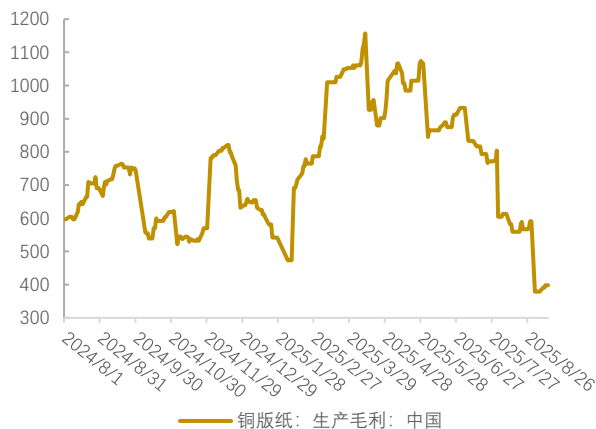


数据来源: Mysteel, 中粮期货研究院

图 35: 双胶纸生产毛利 (元/吨)



图 36: 铜版纸生产毛利 (元/吨)



数据来源: Mysteel, 中粮期货研究院



3. 库存

(1) 海外库存

图 37：欧洲库存（万吨）



图 38：欧洲库存漂针木浆库存可用天数（日）



数据来源：Mysteel，中粮期货研究院

(2) 国内库存

图 39：青岛港纸浆库存（万吨）

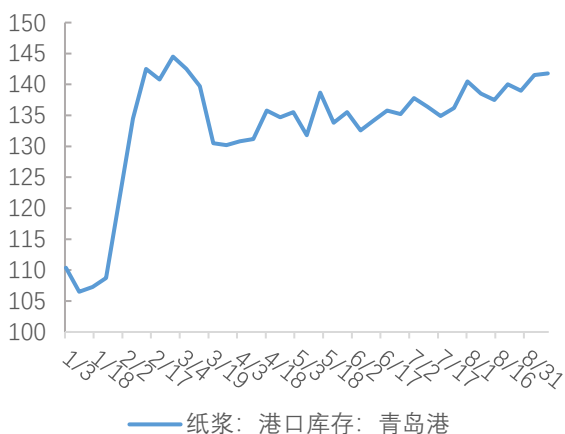
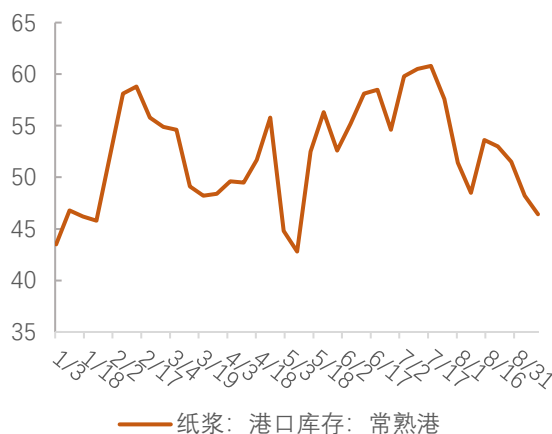


图 40：常熟港纸浆库存（万吨）



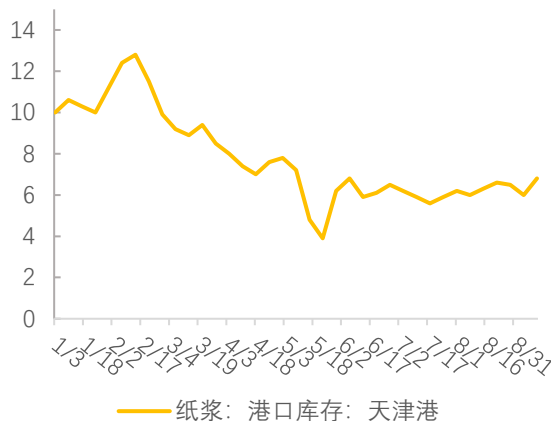
数据来源：Mysteel，中粮期货研究院



图 41：高栏港纸浆库存（万吨）



图 42：天津港纸浆库存（万吨）



数据来源：Mysteel，中粮期货研究院

第三部分 核心因素与偏差分析

1. 核心因素

首先要明确纸浆目前的状态。纸浆基本面利空，但是价格已经经历了大跌以及低位横盘的阶段，价格已经充分体现了基本面。对这样的品种来说，未来价格要摆脱震荡，重新开启单边行情，就需要有新的变化。只靠老的供大于求，是难以驱动价格变化的。

然而，供给和需求在未来都难以出现大的变化。

供应端，供应利空的状态不容易改变。一方面，从产能来看，2025 年仍有新增产能出现，对于一个已经产能过剩的品种来说，新增产能只会雪上加霜。虽然由于利润较低，企业一直压低开工，导致产能增加但产量未必增加多少，但对期货价格而言，高产能意味着价格上行的压力较大。一旦价格出现较大涨幅，改善了上游利润，产能就有可能转化为产量。市场一旦形成这样的预期，价格就难以大幅上涨。另一方面，从发运数据来看，发运数据仍处于利空状态。全球纸浆总发运量继续增长，2025 年 1-7 月，W20 化学浆发运量累计同比+5%，W20 化学浆发运至北美量累计同比-3%，



至西欧累计同比-5%，至中国累计同比+12%。

需求端，近年来频繁出现“旺季不旺”的情况。目前来看，今年9月份也可能再次重演这一现象。从9月上半月的下游开工情况以及纸厂利润、库存等数据来看，并未体现出旺季的特征。8月份的去库一度让市场重燃信心，然而9月份却并未出现明显去库。在宏观经济没有明显改善的情况下，如果季节性因素也不能带来短期好转，那么需求端将难以支撑价格上行。

综合供求来看，市场依然处于早已被市场透支的供大于求状态，没有发生太多变化。

2. 预期偏差

未来主要的变化可能在于工业品整体格局。在前期的报告中我们指出，未来可能会出现股指带动商品走强。股指与商品是友好共进关系，反应链条为：股指强——经济转好——工业品需求好——工业品价格上涨。然而，实际情况与我们的预期存在偏差。股市与商品并未形成带动关系，反而呈现竞争关系。当股市大涨时，大部分商品表现偏弱或震荡。这种情况在2014年10月-2015年3月也曾出现过。股票表现好并不一定会带动商品走强，资金选择了股票，暂时对商品失去了兴趣。商品并没有跟随股票的强势，但是股票一旦出现回调，商品往往会受到拖累。目前来看，股指已经进入调整期；而在工业品中，除了有色相对偏强外，整体表现都比较弱，后市工业品有望继续集体转弱。纸浆本身就处于供大于求的状态，伴随工业品的持续弱势，纸浆短期可能打破低位震荡状态，转向偏弱运行。



中粮期货研究院 (Institute of COFCO Futures Co., Ltd)

地址(Address): 北京市东城区东直门南大街5号中青旅大厦15层、3层305-313室、4层401-402室

电话(Phone): 400-706-0158

网址(Website): www.zlqh.com



研究院公众号



再读资讯平台



研究院视频号



研究院抖音号

中粮期货研究院介绍

中粮期货研究院是隶属于总部的研究部门，负责公司的基础研发工作，研究领域覆盖宏观经济，农产品，化工品，金属，建材，能源等方面。研究院服务中粮期货前台业务部门和中粮集团实业部门，承担维护公司品牌和提升公司形象的职责，同时从事高端产业和机构客户开发、维护和增值服务。研究院依托中粮集团强大的现货和期货背景，根据多年来的实践，开发出了极具中粮期货特色的偏差反应研究体系。该体系由情景研析、市场反应、预期偏差三个模块组成，用更高的维度，更多元化的方法，改进传统研究体系，提升研究的深度、广度、应变度。

The COFCO Futures Research Institute is a research department affiliated to COFCO Futures headquarters, responsible for the company's basic research and development work, and its research fields cover macroeconomics, agricultural products, chemicals, metals, building materials, energy and other aspects. The research institute serves the front-office business department of COFCO Futures and the industrial department of COFCO Group, undertakes the responsibility of maintaining the company's brand and enhancing the company's image, and is engaged in the development, maintenance and value-added services of high-end industrial and institutional customers. Relying on the strong spot commodities and futures markets background of COFCO Group, and based on years of practice, the research institute has developed a deviation response research system with the characteristics of COFCO Futures. The system consists of three modules: circumstance analysis, market response, and expected deviation. It uses higher dimensions and more diversified methods to improve the traditional research system and enhance the depth, breadth, and responsiveness of research.

**风险揭示:**

1. 中粮期货有限公司拥有本报告的版权和其他相关的知识产权。未经中粮期货有限公司许可,任何单位或个人都不得以任何方式修改本报告的部分或者全部内容。如引用、转载、刊发需要注明出处为中粮期货有限公司。违反前述要求的,本公司将保留追究其相关法律责任的权力。
2. 本策略观点系研究员依据掌握的资料做出,因条件所限实际结果可能有很大不同。请投资者务必独立进行交易决策。公司不对交易结果做任何保证。
3. 市场具有不确定性,过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同的意见。
4. 在法律范围内,公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易,或可能为其他公司交易提供服务。

法律声明:

中粮期货有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格(证监会批文号:证监许可[2011]1453)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,中粮期货分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性做出保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日对市场的判断,仅供阅读者参考。阅读者根据本报告做出的任何投资决策及其所引致的任何后果,概与本公司及分析师无关。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权归本公司所有,为非公开资料,仅供本公司咨询业务的客户使用。未经本公司书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。本公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。