

专题报告：纸浆“弱现实”VS“强预期”的艰难筑底

2026 年 9 月 1 日

投资咨询业务资格

皖证监函【2017】203 号

研究所

研究员：李雨馨 从业资格号：F3023505 投资咨询号：Z0013987

初审：张莎 从业资格号：F03088817 投资咨询证号：Z0019577

复审：赵肖肖 从业资格号：F0303938 投资咨询号：Z0022015

总部地址：合肥市包河区花园大道986号安粮中心23-24层

客服热线：400—626—9988

网站地址：www.alqh.co

2026 年以来纸浆走出熊市格局，不断探寻价格底部。纸浆主力合约在 8 月创下五年来新低后，进入 9 月会有什么变化？纸浆弱现实下的基本面叙事主要逻辑依然来自于宏观氛围利空、行业下行周期以及疲弱的终端消费。盘面基本呈现“下跌增仓，上涨减仓”的空头主导格局，资金和情绪双重趋势下成本支撑逻辑失效，盘面价格直接击穿欧美高成本产区现金成本，针阔价差也来到了历史极值附近，仓单连续大量注册则是强化了近端的弱现实叙事。

本文将总结纸浆近期弱势行情的原因，并对未来何时筑底的关键拐点指标加以阐述。

一、纸浆基本面复盘

1、行业周期：“阔扩针缩”的产能结构性扩张周期叠加整体需求低迷

(1) 纸浆阔叶浆迎来产能扩张周期

2022 - 2025 年是全球阔叶浆超级扩产周期，是本轮纸浆持续走弱的底层供给根源，产能集中释放持续压制浆价中枢下移：

第一阶段（2022 - 2023）：南美大型项目落地

智利 Arauco MAP 156 万吨、乌拉圭 UPM Paso de los Toros 210 万吨两大巨量阔叶浆产能投产，低成本南美货源持续流入中国市场，全球商品浆供给弹性大幅抬升，浆价上行空间被锁死。同期芬兰 Metsä Fibre Kemi 88 万吨针叶净增产能投产，进一步增加全球长纤供给。

第二阶段（2024）：扩产巅峰期，供给压力达到峰值

巴西 Suzano Cerrado 255 万吨单线投产，为全球最大阔叶浆生产线，低成本货源冲击全球定价体系；叠加加拿大、美国老旧针叶退出规模有限，新增产能远大于永久减产产能，全球浆厂开工率维持高位，发运量持续走高。

第三阶段（2025 - 2026 上半年）：扩产放缓，但国产浆进口替代形成新增供给压力

海外新建大项目阶段性暂缓，印尼 APP OKI 二期 140 万吨项目延期至 2026 年末-2027 年初，但国内浆纸一体化产能集中投产，2023 - 2025 年累计新增超 1400 万吨自制木浆产能，2026 年 1-5 月国内木浆产量同比大增 47%，。国产自用浆大幅挤压进口商品浆采购需求，国内纸企普遍调整配方，增加低价阔叶配比、减少针叶使用，针阔价差持续压缩，进口针叶浆需求持续走弱。

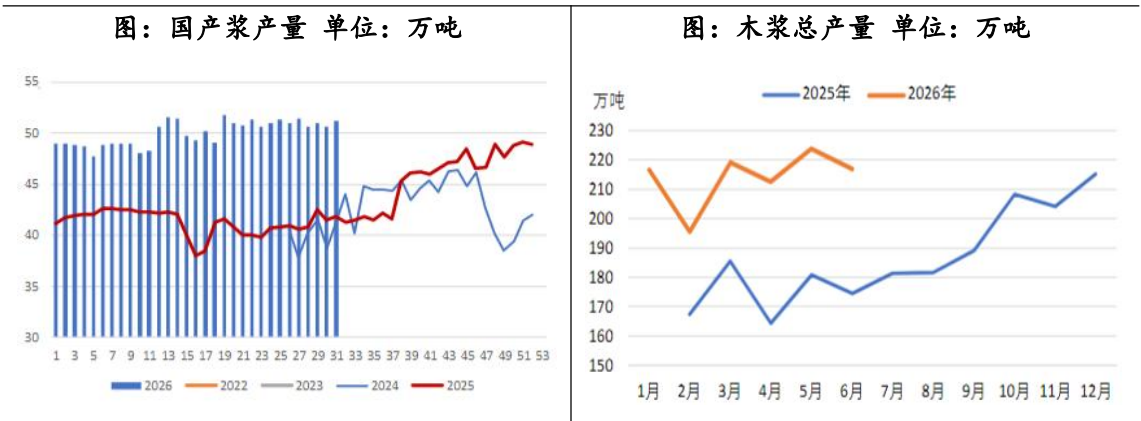
远期周期（2027 - 2030）：新一轮扩产周期来袭

巴西 Arauco 350 万吨、CMPC 250 万吨、Bracell 290 万吨等巨型阔叶项目规划投产，长期看全球阔叶浆宽松格局难以根本性扭转，仅短期海外临时检修带来阶段性供给收缩。

图：纸浆现货历史价格复盘



投产年份	公司	项目名称	地点	新增阔叶浆产能 (万吨/年)
2022/2023	Arauco	MAPA项目	智利	156
2023	UPM	Paso de los Toros	乌拉圭	210
2023	Metsä Fibre	Kemi Bioproduct Mill	芬兰	88 (溶解浆)
2024	Suzano	Cerrado 项目	巴西	255
2026年末~2027(预)	APP	OKI 扩建项目	印尼	150 (外售计划)
2027 (预)	Arauco	Sucuriá 项目	巴西	350
2029 (预)	CMPC	Naturezza	巴西	250
2030后 (预)	Bracell	Star III	巴西	290 (或150港阔+140溶解)



资料来源：Metsä Fibre - Pulp Marke, My Steel，安粮期货研究所

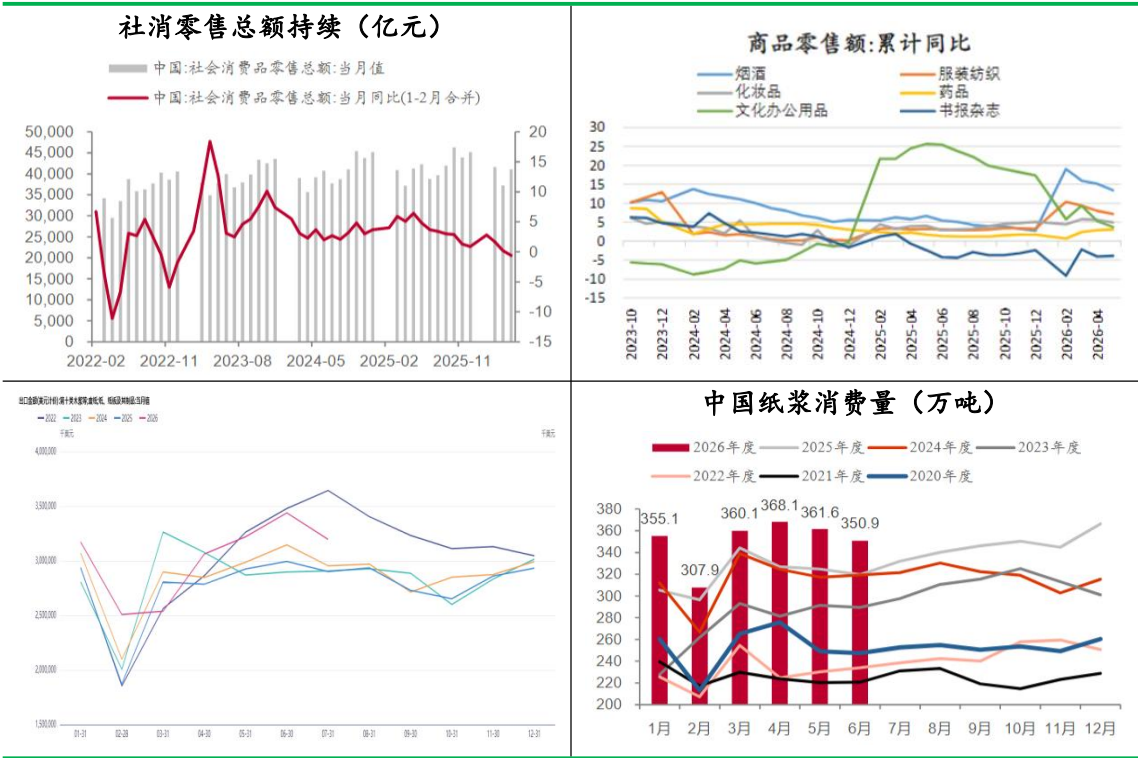
(2) 需求端：内需低迷，仅出口形成局部对冲

本轮下行周期中需求呈现显著分化，内需整体走弱，仅包装纸出口提供边际支撑，无法完全对冲国内消费下滑带来的纸浆需求萎缩：

内需核心拖累：消费端持续走弱 2026 年 5 月国内社消当月同比转负（疫情后首次 -0.6%），地产、家居、家电、汽车、金银珠宝等耐用品消费大幅下滑，直接拖累白卡纸、箱板纸包装需求；文化需求长期萎缩，人口出生率下滑、教材总量管控、印刷数字化三重压制双胶纸需求，双胶纸厂库创下 2017 年以来历史高位；生活用纸属于刚需但行业新增产能内卷严重，价格持续阴跌，新增产能完全抵消刚需增量。

结构性亮点：包装纸出口对冲国内弱需求 欧美废纸成本大幅上涨，中国包装纸凭借木

浆成本优势形成进口替代，2026 年 1-5 月白卡纸出口同比 + 11%、生活用纸出口 + 25%、文化纸出口 + 34%。但出口仅能分流国内过剩纸成品，无法带来纸浆增量需求，纸企以价换量，成品纸利润修复仅来自纸浆下跌，并未主动补库带动浆价上行。



资料来源：同花顺，My Steel，安粮期货研究所

2、库存累库，仓单注册量暴增

(1) 港口库存维持高位

2026 年截至 8 月底全国八大主流港口总库存 228.5 万吨，在 7 月小幅去库后再次开始累库；对比近三年均值高出 19%，属于近五年同期高位区间。分阶段库存走势：1-5 月南美阔叶、欧洲针叶发运集中到港，叠加国内自制浆持续投放，港口持续被动累库；6 月虽巴西发运环比下滑，但下游纸厂淡季采购收缩，去库节奏极度缓慢，单月去库不足 1 万吨，货源积压格局未根本改善。

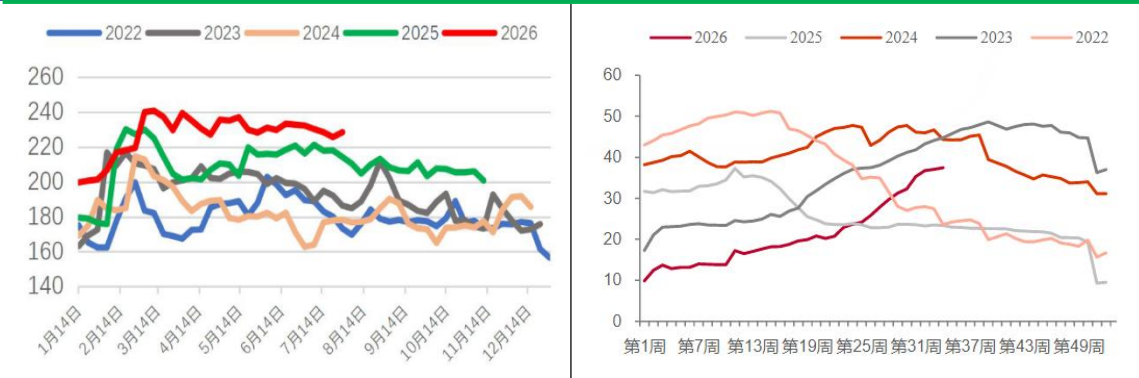
进入 7 月后港口小幅去库，但库存中枢仍显著偏高，7 月中旬样本港口库存仍维持 225.7 万吨，仅小幅环比回落，下旬纸企补库结束，到港货源回流，8 月库存再度累积，短期去库动能不足。

(2) 注册仓单暴增

年初上期纸浆仓单仅 10.96 万吨，6 月末仓单规模飙升至 25.81 万吨，半年增幅超 135%；临近 09 合约交割阶段注册速度进一步加快，8 月底仓单峰值突破 38 万吨，创上市以来仓单新高。

仓单激增核心驱动：1、仓单质押可将积压库存转化成一定现金流，改善资金状况；2、俄针相对盘面持续出现负基差，贸易商在盘面套保有稳定利润。因此，港口难以消化的现货大量转化为可交割仓单，把现货过剩压力直接传导至期货市场。

港口库存	期货仓单
------	------



俄针与盘面基差持续为负



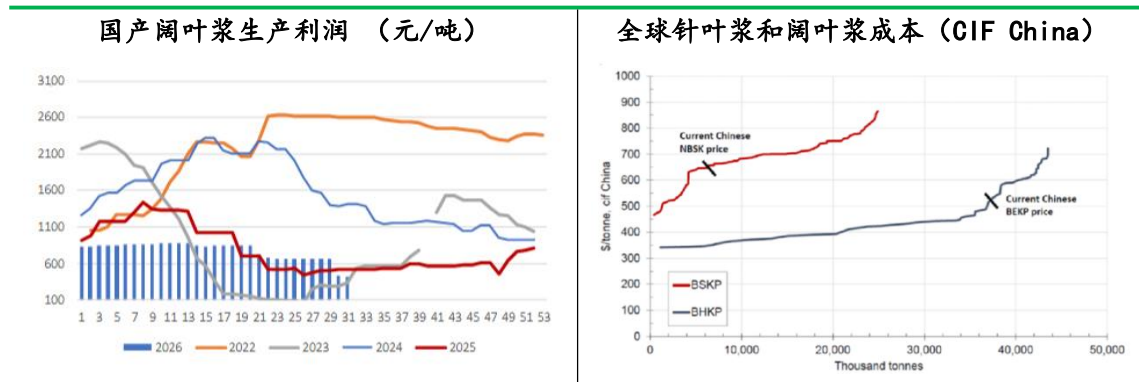
资料来源：MySteel，同花顺，安粮期货研究所

3、全产业链利润低迷下，阔叶浆替代比例大幅提高

全产业链形成海外针叶浆厂大幅亏损、国内贸易商进口倒挂、中下游纸企加工毛利深度承压三重利润收缩格局。利润低迷是本轮浆价持续走弱的核心底层推手，同时反向倒逼下游纸企加工厂大幅提高低价阔叶浆替代比例，盘面锚定的针叶浆需求大幅下降，针阔价差来到历史低点位置。

(1) 海外浆厂：针叶浆大面积亏损，阔叶浆成本优势显著

成本与价格倒挂现状：全球针叶浆生产成本中枢集中在 680 - 700 美元 / 吨，2026 年国内 CIF 针叶报价持续下探至 670 美元下方，市场测算超 60% 海外针叶浆厂商处于现金流亏损状态。因此，阔叶浆成本优势明显，85% 产能现金成本低于 500 美元，当前外盘报价 530 美元附近，利润压力相对较小，因此扩产动能仍存。

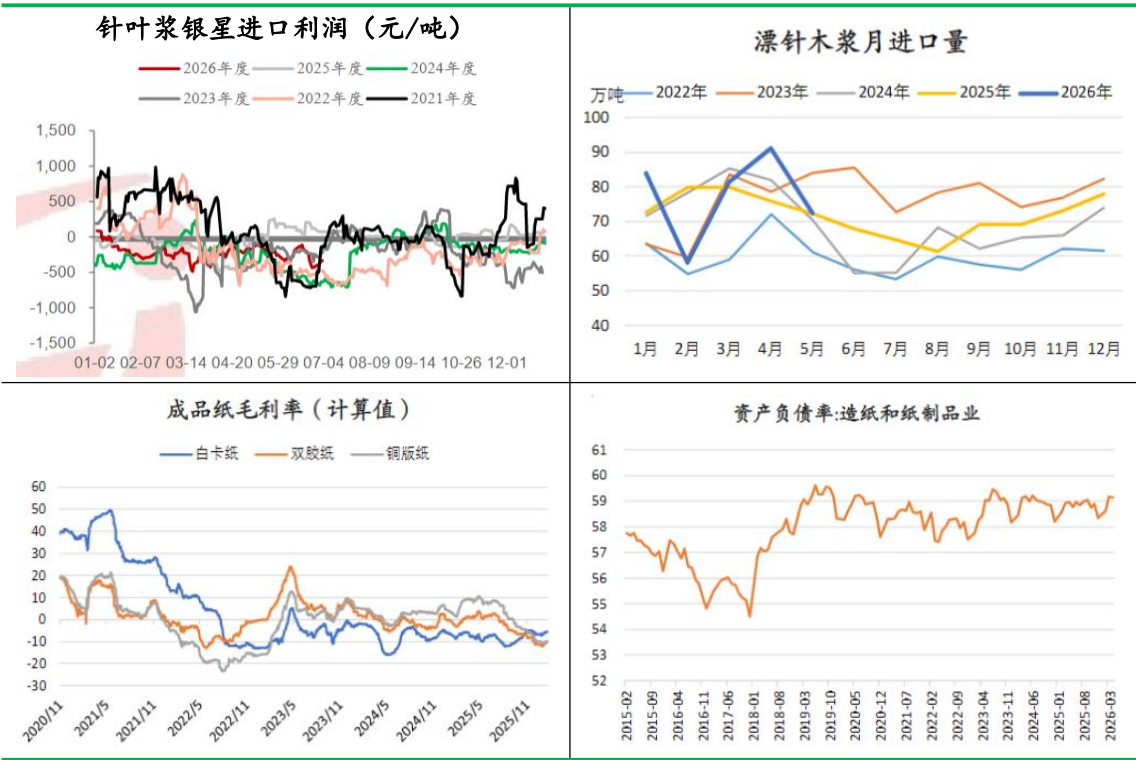


资料来源：MySteel，Metsä Fibre - Pulp Marke，安粮期货研究所

(2) 国内进口套利窗口关闭，下游终端资金压力较大

以主流银星针叶浆测算：外盘 CIF 670 美元，叠加汇率、13% 增值税、港口杂费，单吨落地成本约 5270 元；而 6 月纸浆期货盘面最低跌至 4600 元一线，单吨进口倒挂超 620 元 / 吨，纯现货进口贸易完全亏损。，进一步关闭了针叶浆进口套利的窗口。全市场贸易商主动缩减海外长协采购，减少 5-6 月南美、欧洲到港订单，直接传导至海外发运减量；市场流通货源全部以港口库存、仓单为主，现货流通量大幅萎缩，现货报价持续被动跟跌期货，无独立支撑。

下游利润分化直接决定纸厂原料采购意愿，整体呈现包装纸微利、文化纸大面积亏损、



生活用纸薄利内卷格局，行业整体采购保守，无主动补库行为。

资料来源：MySteel，卓创，安粮期货研究所

弱势纸种（双胶、铜版纸：深度亏损）

双胶纸木浆成本占比超 60%，2026 年周度加工毛利长期维持 400-1000 元 / 吨，毛利率低至 - 10% 区间；国内双胶现货跌至 4200 元附近，已低于多数中小纸企现金成本。

亏损倒逼两大行为：①华中、华东多条产线检修、转产包装纸，全年减产转产产能超 300 万吨；②纸厂极致刚需采购，完全不囤货，港口原料消化速度持续放缓，加剧累库。

中性纸种（白卡纸、生活用纸：薄利内卷）

白卡纸：受出口支撑小幅修复，但国内供给过剩、双胶转产增量冲击，理论毛利率仅 0-3%，仅浆纸一体化龙头能稳定盈利，外购浆企业小幅亏损；

生活用纸：刚需属性支撑需求，但国内新增产能集中投放，行业内卷严重，吨毛利持续压缩，出口增量无法抵消国内过剩，纸厂开工被动下调。同时，将阔叶浆比例提高至 70% 以上。

强势纸种（瓦楞、箱板纸：唯一盈利赛道）

厄尔尼诺扰动废纸回收、海外废纸浆成本抬升，国内包装纸出口爆发，箱板、瓦楞纸价格持续走高，毛利率维持 8% 左右；但其原料以废纸为主，木浆增量拉动有限，仅间接带动白卡纸情绪，难以形成纸浆持续性增量需求。

二、纸浆“弱现实”向“强预期”转化的拐点指标

拐点指标一：针阔价差。全球 60% 以上高成本北欧、加拿大针叶浆厂持续现金流亏损，外盘 CIF 报价长期低于 680 - 700 美元现金成本线，因此不断有针叶浆厂关停新闻。同时，印尼和加拿大山火也成为供应端的利多因素，盘面有止跌情绪。但针叶浆永久减产规模相比阔叶产能扩张规模仍较小，目前仅加拿大 Canfor 和 Domtar 接近 70 万吨针叶线永久关停，其余 UPM、Stora Enso、Merce 均为 6 周 - 4 个月短期临时检修，四季度检修结束后产能或可恢复。近期盘面对减产新闻利多基本兑现，关注针叶浆和阔叶浆价差，若进一步压缩，则阔叶替代效应或有限，针叶需求或可有一定转好。这将成为纸浆主力的底部价格锚。

阔叶浆成为定价底层支撑：南美阔叶浆产能体量更大、供给弹性更强，且当前针阔价差压缩至历史极低区间（俄针与阔叶价差仅 100 - 200 元/吨），历史上针阔价格倒挂不具备持续性。三季度阔叶到港减量预期下，阔叶浆价格企稳将直接抬升针叶浆底部区间，针叶浆下跌空间被阔叶锚定。

拐点指标二：港口库存和仓单（涉及俄针清退）数据。市场核心矛盾为近月现货高库存、淡季弱需求的现实压制 vs 9 月后海外集中检修 + 金九银十旺季的远期供给增量收缩预期。因此，港口库存是否能持续去库成为该预期的检验指标。

预计 2609 合约换月至 2611 合约的周期内仍以消化 2025 年俄针（布针+乌针）仓单为主。2025 年 6 月 20 日起上期所暂停俄罗斯 Bratsk 品牌交割资格，此前因该品种低价的特性，90% 的仓单都是该品牌注册，深度绑定期货市场价格。根据纸浆交割规则来看（到港 6 个月内入库，有效期限为到港日的第二年的最后一个交割月份，超过期限则转作现货。），2026 年 8 月布针老仓单应基本注销并流入现货，到 12 月彻底清退，并且现阶段新增仓单应基本以欧针、加针为主，之后 SP 仓单的价格锚或逐步摆脱俄针低价影响。

但仓单持续高走也侧面反应市场需求疲弱，若仓单高压状态无法改变，则虽然俄针仓单被清退但对盘面挺价帮助有限。

拐点指标三：下游开工和进口数据。除包装纸外，生活用纸、铜版纸亏损严重，下游纸企普遍累库明显，开工率较低。后续终端消费若有好转，则或能改善目前需求低迷的现状。这是纸浆价格好转的根基。

同时，进口量若因进口套利窗口关闭或海外针叶产能持续关停持续下降，或对价格有托底作用。

针阔价差收敛（元/吨）	中国纸浆进口量（月/吨）
-------------	--------------



资料来源：同花顺，安粮期货研究所

三、纸浆的避险工具选择

1、基于近弱远强的套利组合

套利上 11-1 或可关注正套价格修复，随着纸浆磨底行情，Contan 结构或逐渐走平。

2、产业客户避险工具选择

对于纸浆生产方来说，在利润、基差、绝对价格都相对较低的位置，期货端的卖出套保已经难以操作。这时，若仍有套保需求以及资金条件，或可适当参与期权（买入看跌），保护极端下行风险。

对于纸浆下游企业来说，在品种进入底部区域且现金流充裕的情况下或可适当参与买套。

免责条款

本报告基于安粮期货股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的公开信息和资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，可随时更改报告中的内容、意见和预

测，且并不承诺任何有关变更的通知。本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述内容的投资建议，投资者应根据个人投资目标、财务状况和风险承受能力来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出决策并自行承担风险。本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。