

供需宽松格局延续 季节阶段性修复空间有限

投资咨询业务资格：

京证监许可【2012】76 号

柴颖华

电话：010-84555100

邮 箱

chaiyinghua@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F3040296

投资咨询资格号

Z0015079

【策略观点】

2026 年下半年纸浆市场整体仍将维持供给过剩的核心格局，价格无单边趋势性行情。三季度市场依旧承压为主，港口高位库存、下游传统需求淡季、国内自制浆产能持续放量三大压制因素继续主导盘面。由于上半年海外浆厂集中检修的减量受远洋物流周期影响，三季度现货端供给收缩尚未完全兑现，盘面仅能依托预期走出持续性不足的短期反弹，上方空间持续受到高仓单、高现货库存、低成本进口货源的约束，整体维持低位震荡格局。进入四季度，市场迎来估值修复窗口。一方面，海外检修对应的货源减量逐步落地，外部供给边际收紧；另一方面，下游造纸行业迈入传统旺季，教材集中招标、终端包装备货、生活用纸集中采购需求集中释放，纸企刚需采购同步放量，供需边际改善共振推动港口库存进入加速去化通道，带动盘面开启阶段性修复行情。但本轮四季度上行行情不具备趋势反转的基础。下半年国内仍有新增自制浆产能陆续投产，本土浆源持续补充市场，对冲外部供给收缩利好；同时下游纸品行业产能过剩格局短期难以扭转，成品纸涨价空间有限，反向压制纸浆上行高度，因此四季度行情仅为基本面边际改善驱动的估值修复，而非趋势性上涨行情。

【目 录】

一、行情回顾.....	2
二、供需基本面分析.....	4
2.1 阔叶浆需求韧性托底 针、阔价差持续收窄.....	4
2.2 海外检修扰动有限 国产浆产能增量持续施压.....	5
2.3 纸品内需复苏乏力 依靠季节性修复.....	8
2.4 港口库存仓单高企 压制反弹空间.....	9
三、行情总结.....	11

一、行情回顾

图表 1 纸浆主力合约走势



数据来源：钢联、国元期货

2026 年上半年纸浆期货整体维持偏弱下行态势，市场价格中枢较 2025 年同期显著下移，针叶浆与阔叶浆行情由年初的走势分化，逐步过渡至二季度同步走弱。一季度市场主要围绕海外浆厂报价调整、阶段性停机检修以及国内节后补库预期展开博弈，盘面短暂企稳，但市场整体弱势基调并未扭转。上半年海外浆厂集中开展年度停机检修，阶段性扰动全球浆源供给，短暂支撑市场修复预期，但此次检修带来的减量效果有限，完全被海外浆厂高位对华发运、新增产能持续投放以及国内自制浆产能稳步爬坡形成的货源增量所对冲，市场整体浆源供给始终处于充裕状态，供给宽松也成为上半年压制浆价的核心因素。

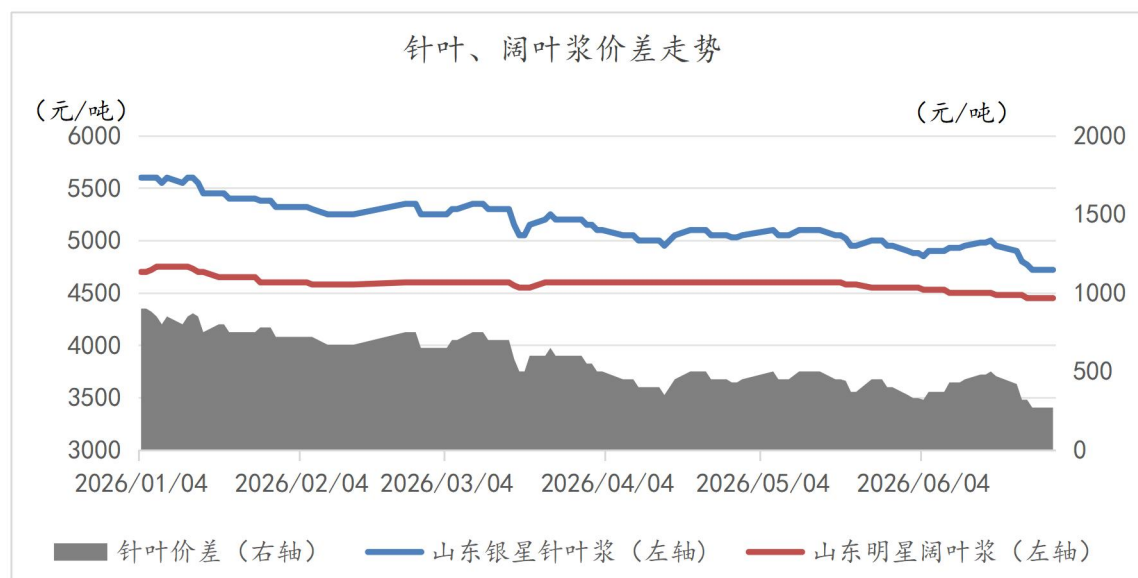
进入二季度，库存端压力凸显，国内主流港口纸浆货源长期堆积，近月合约仓单不断累积，压制盘面反弹空间，市场始终难以走出持续性修复行情。需求端整体表现疲软且结构分化，下游文化用纸需求持续低迷，直接拖累行业整体耗浆水平。同时纸企成品库存持续累积，原料采购全程以刚需补货为主，主动备货、提前补库意愿偏弱。保守的原料采购节奏持续拖累浆价回暖动力，产业链弱势情绪持续传导，行情弱势不断强化。宏观层面，人民币持续升值压低了纸浆进口完税成本，弱化浆价底部支撑，进一步巩固了市场偏弱格局。尽管海外降息预期阶段性带动大宗商品整体情绪回暖，为纸浆盘面带来短暂提振，但纸浆供需过剩的核心产业逻辑占据绝对主导，宏观层面的利好无法扭转市场中期下行趋势。受高库存、高仓单的持续压制，纸浆近月合约走势弱于远月合约，同时针阔叶现货价差持续收窄，下游纸企为控制生产成本，持续提升性价比更高的阔叶浆掺配比例，进一步压缩了针叶浆的需求空间，削弱了针叶浆的价格韧性。

二、供需基本面分析

2.1 阔叶浆需求韧性托底 针、阔价差持续收窄

3月下旬起，海外浆厂检修带来的利多预期逐步被市场消化，而阔叶浆海外供给始终维持高位稳定发运，纸企持续上调阔叶掺配比例对冲高价针叶，阔叶需求韧性凸显，价格跌幅远小于针叶，二者价差自750元/吨附近持续回落至400-500元区间。进入6月针叶浆加速下行，阔叶浆价格仅小幅下调，价差最低回落至270元，两类浆价格彻底同步走弱，针叶浆价格下跌幅度显著高于阔叶浆。据钢联统计，截至2026年6月29日，山东银星针叶浆现货4720元/吨，较年初环比下跌880元/吨，明星阔叶浆现货4450元/吨，较年初环比下跌250元/吨，针叶浆环比跌幅远高于阔叶浆。核心原因在于针叶浆需求端受文化用纸开工走弱冲击更大，叠加国产浆持续投放，长期需求支撑持续弱化，而阔叶浆凭借纸企掺配替代需求形成稳定缓冲，价格韧性更强。三季度市场将提前交易上半年海外针叶浆检修带来的远期供给收缩预期，低位针阔叶价差存在小幅修复空间。四季度上半年检修带来的针叶浆供给实质性收紧会进一步放大价差修复动能，直至年末海外浆厂逐步复工复产。长期来看，针叶浆估值天花板被本土产能持续压制，阔叶浆依托稳定的替代需求具备更强的抗跌与价格韧性。

图表2 针叶、阔叶浆价差走势



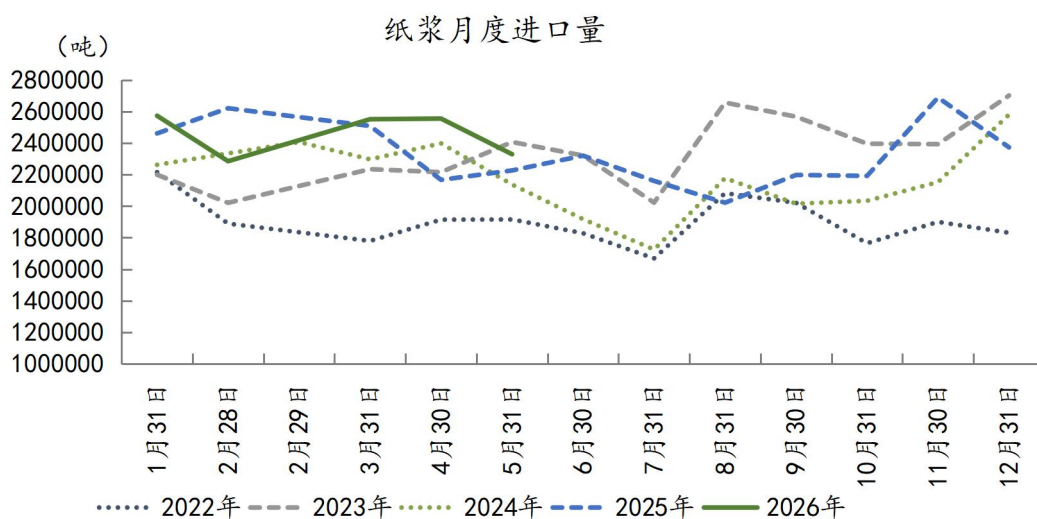
数据来源：钢联、国元期货

2.2 海外检修扰动有限 国产浆产能增量持续施压

2026 上半年海外浆厂集中检修仅形成阶段性短期供给扰动，无法扭转全年浆源过剩的核心基调。从海外供给来看，本年度全球集中检修集中落地于上半年北欧针叶浆产区，但海外各大浆厂存量产线全年维持高负荷对华发运，2026 年 1-5 月纸浆累计进口量同比 2025 年同期增加 31.05 万吨，海外整体流入国内货源依旧充裕。新增产能方面，印尼 OKI 二期等大型新建浆厂持续延期，2026 年无新增产能投放。上半年检修阶段减少的装船量存在传导滞后，三季度市场仅能交易供给收缩预期，实质性对华到港减量集中兑现于四季度。2026 年上半年检修力度同比明显提升，但海外存量稳定输出的货源完全抵消检修减量，海外供给端并未出现实质性收紧。

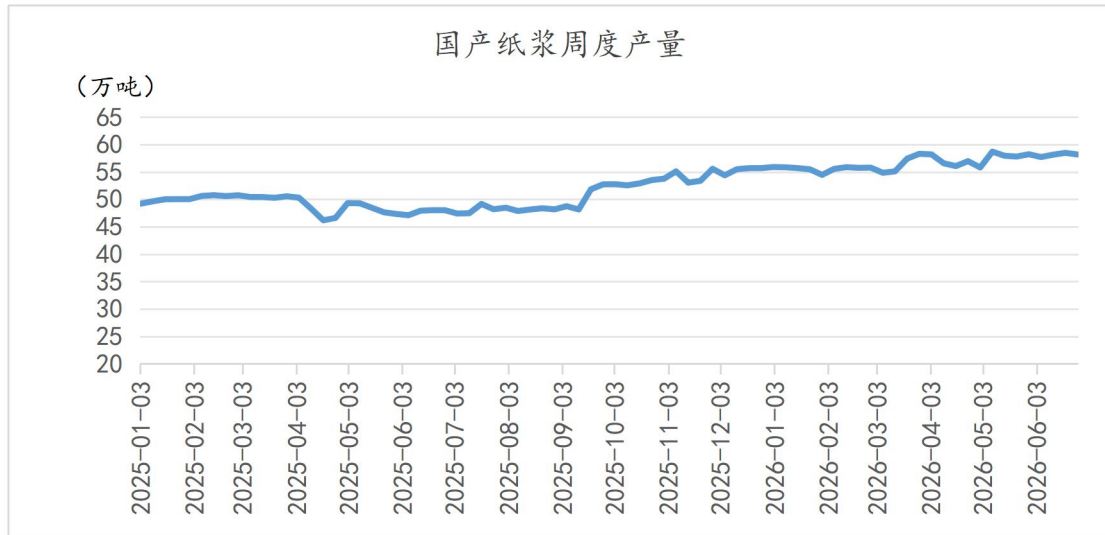
2026 年国产浆产能爬坡进度持续超去年同期，全年形成稳定增量对冲进口浆供给。根据钢联周度样本数据来看，2026 年 1 月初国内周度纸浆产量仅 55.88 万吨，一季度随着新建产线逐步爬坡，周产量稳步抬升，3 月末至二季度持续站稳 57 万吨以上。截至 6 月 19 日国内纸浆周产量达到 58.46 万吨，为上半年产量高点，对比年初 55.88 万吨的周度产量，年内环比增产约 4.6%。同比增量优势更为突出，2025 年上半年国内周度纸浆产量中枢仅维持在 46-50 万吨区间，2025 年 6 月末周产量仅 48 万吨，而 2026 年 6 月同期国内周产量稳定在 58 万吨上下，同比增幅接近 20%。产能投放节奏上，上半年已有多条阔叶自制浆产线稳定释放产能，9 月及四季度还将有新增阔叶产线集中落地，国产浆增量全年持续释放。即便四季度海外检修对应的对华针叶到港量环比回落，国内持续新增的阔叶自制浆产能仍会通过配方替代、总量宽松双重逻辑对冲外部针叶供给收缩，全年市场不存在整体供给偏紧环境，四季度仅为针叶供需边际改善，不具备价格趋势反转的基本面基础。

图表 3 纸浆月度进口量



数据来源：海关总署、国元期货

图表 4 国产纸浆周度产量



数据来源：钢联、国元期货

2.3 纸品内需复苏乏力 依靠季节性修复

2026 年上半年国内纸品内需复苏整体乏力，行业需求呈现显著结构性分化，截至 6 月 26 日各纸种最新开工、产量数据清晰印证：文化纸需求大幅走弱拖累针叶浆消费，白卡纸、生活用纸需求相对稳健支撑阔叶浆韧性，整体形成针叶需求塌陷、阔叶需求抗跌的格局。针叶浆核心下游双胶纸、铜版纸需求弱势最为突出。据钢联统计，截至 6 月 26 日，双胶纸产能利用率 48.43%，环比年初下滑 3.64%，同比下滑 87.72%；周产量 19.20 万吨，环比年初下滑 1.12 万吨，同比回落 1.18 万吨。铜版纸产能利用率 63.05%、周产量 8.54 万吨，同比去年 6 月无增量改善，终端出版、教辅消费持续低迷，直接压制针叶浆刚需采购，是年内针叶浆持续偏弱的核心需求逻辑。

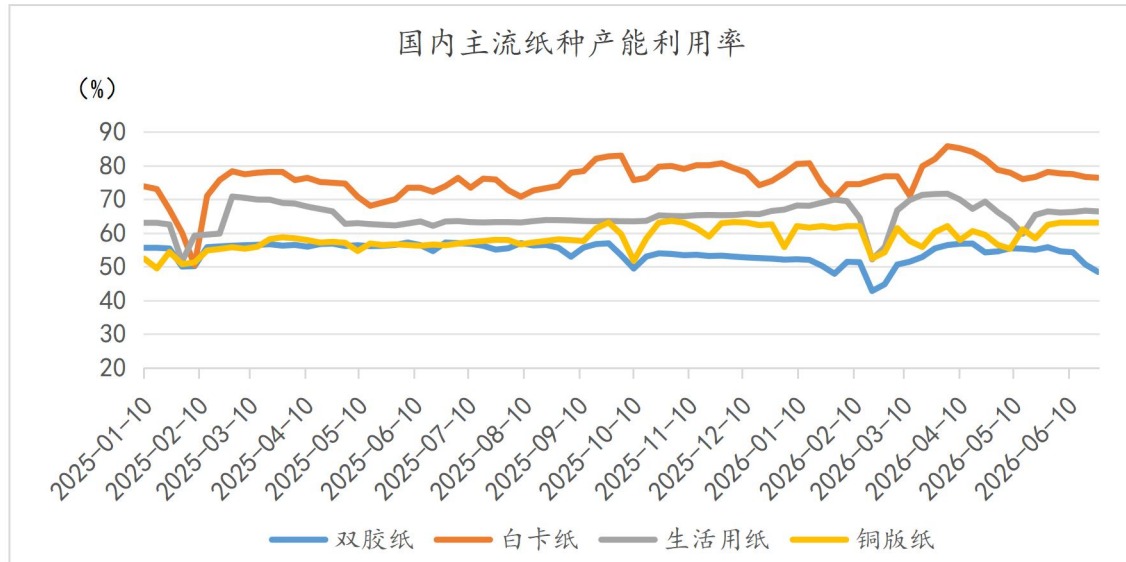
阔叶浆核心下游白卡纸需求具备季节性韧性，截至 6 月 26 日，白卡纸产能利用率 76.38%、周产量 35.85 万吨，较年初高位环比有所回落，年内呈现节后冲高、年中季节性回调走势。同比 2025 年 6 月开工率基本持平、产量小幅抬升，包装刚需托底仍在，但行业产能过剩，成品涨价传导不畅，纸企利润持续压缩，市场仅维持刚需采购，无主动补库行为。

刚需属性最强的生活用纸表现最为稳健，截至 6 月 26 日产能利用率 66.38%、周产量 29.48 万吨，整体回归年初水平，季节性修复充分落地。同比去年同期，开工、产量小幅上行，年内开工中枢持续高于去年同期，为阔叶浆提供了持续稳定的刚性耗浆支撑，支撑阔叶浆价格韧性显著强于针叶浆。

整体需求结构分化明确，纸企上调阔叶浆掺配比例替代针叶浆，进一步拉大针阔叶品种

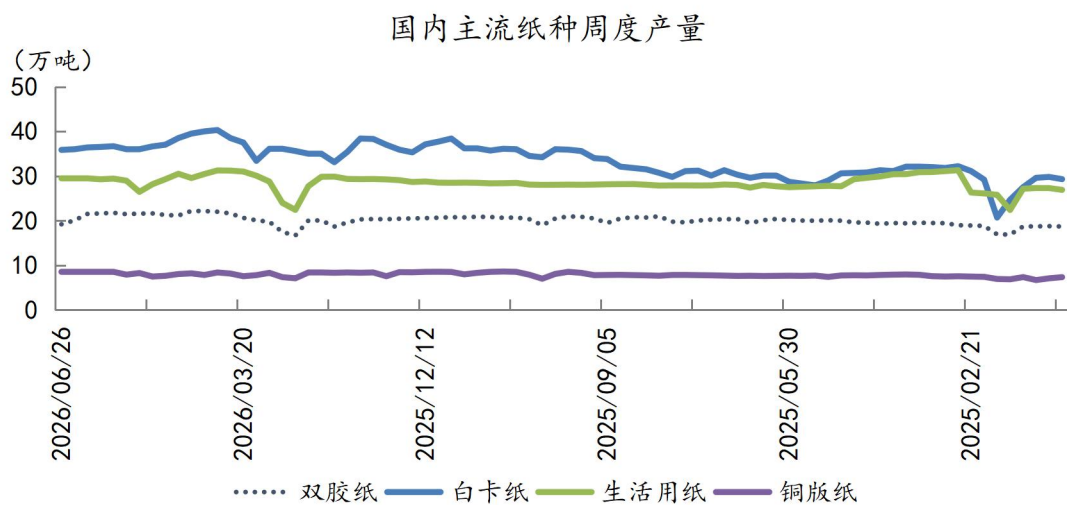
强弱差距。叠加上半年纸厂成品库存偏高，终端去库缓慢、加工利润持续承压，行业原料采购全程刚性刚需、无大规模补库行为。即便四季度教材招标、电商备货带动开工环比修复，仅能带来短期耗浆增量，无法扭转全年需求偏弱基本面，难以支撑浆价趋势性上行。

图表 5 国内主流纸种产能利用率



数据来源：钢联、国元期货

图表 6 国内主流纸种周度产量



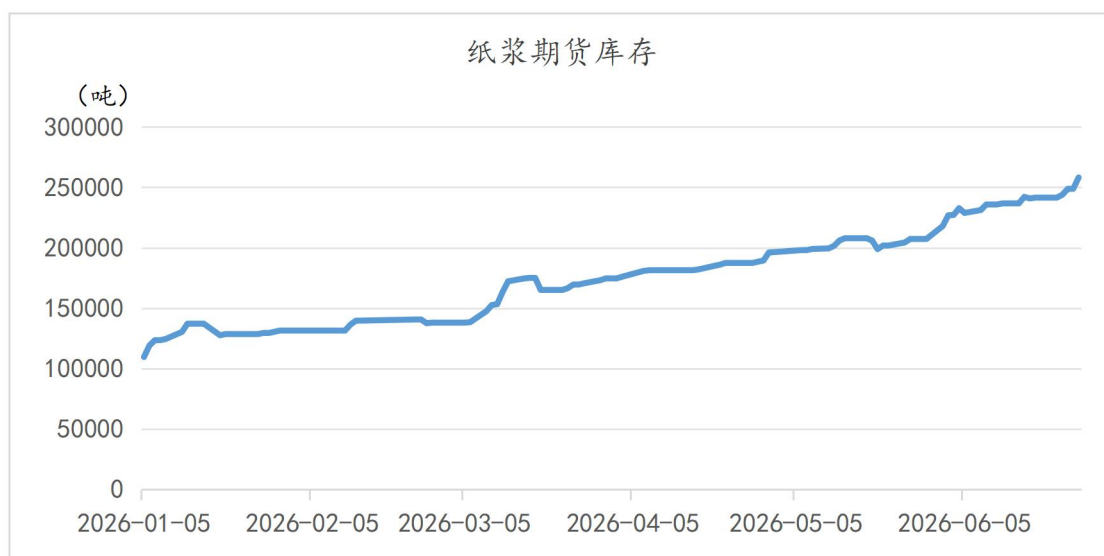
数据来源：钢联、国元期货

2.4 港口库存仓单高企 压制反弹空间

2026 年上半年国内纸浆现货港口库存、期货仓单同步持续走高。高库存是持续压制盘面的重要因素之一。从仓单来看，年初仓单仅 10.96 万吨，截至 6 月 26 日仓单已升至 25.81 万

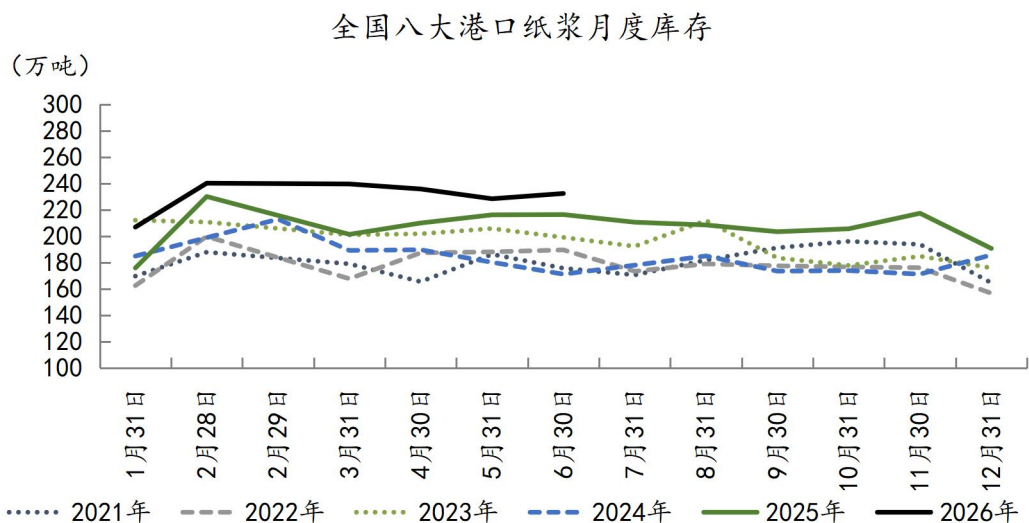
吨，环比大幅增加 14.85 万吨。体现市场现货货源过剩，近月合约持续承压。即便四季度海外到港出现减量，前期累积的仓单也会拉长整体去库周期，大幅限制价格上行幅度。港口库存上，截至 6 月末，全国八大港口月度库存升至 232.3 万吨，较 1 月环比增加 25.5 万吨，上半年海外高进口叠加下游需求偏弱，港口库存整体呈现累库态势，当前库存同比处于近 5 年高位。展望下半年，三季度造纸传统淡季延续，下游纸厂开工难有明显抬升，港口库存去库速度偏慢，高库存压力难以快速缓解。四季度进入纸品传统旺季，纸厂开工环比回升带动原料消耗增加，港口与期货仓单才会同步进入去化通道，但全年库存中枢依旧显著高于 2025 年同期，浆价反弹空间被高位库存约束。

图表 7 纸浆期货库存



数据来源：钢联、国元期货

图表 8 全国八大港口纸浆月度库存



数据来源：钢联、国元期货

三、行情总结

港口库存、仓单维持高位，叠加下游步入传统需求淡季、国内自制浆持续稳定放量，同时上半年海外针叶浆检修带来的减量海运周期约束尚未兑现到港，三季度仅能依靠供给收缩预期出现短暂反弹，高库存与充裕进口货源持续压缩上行空间，整体维持低位震荡运行。四季度市场预计迎来边际改善，海外检修减量逐步落地令外部供给边际收紧，叠加教材招标、电商包装备货、生活用纸季节性提振，抬升纸厂刚需耗浆，港口库存同步进入加速去化阶段。但本轮反弹不具备趋势反转基础，国内新增产能持续投产对冲海外供给收缩，下游纸品行业产能过剩问题难以短期缓解，成品纸提价传导受阻，终端需求难以大幅回暖，四季度仅为区间修复行情，不存在持续单边上涨动力。

免责声明

本报告非期货交易咨询业务项下服务，内容仅供参考，不构成任何投资建议且不代表国元期货立场。请交易者务必独立进行投资决策，交易者根据本报告作出的任何投资决策与国元期货及研究人员无关，国元期货不对因使用本报告而造成的损失承担任何责任。国元期货不因接收人收到此报告而视其为客户。本报告基于公开或调研资料，我们力求分析内容及观点的客观公正，但对于本报告所载内容及观点的准确性、可靠性、时效性及完整性均不作任何保证。国元期货可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告的著作权和/或其他相关知识产权归属于国元期货，未经国元期货书面许可，任何单位或个人都不得以任何方式复制、转载或引用本报告内容，违者将被追究法律责任。如引用、转载、刊发、链接需要注明出处为国元期货。

联系我们

全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 19 层 1901，9 层 906、908B

电话：010-84555000

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 1304 室之 02-03 室（即磐基商务楼 1502-1503 室）

电话：0592-5312522

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407

电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室

电话：029-88604088

上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路 577 号 16 层（实际楼层 13 层）04 室

电话：021-50872756

广州分公司

地址：广东省广州市天河区珠江东路 28 号 4701 房自编 04A 单元

电话：020-89816681

北京分公司

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 22 层 2208B 室

电话：010-84555050

安徽分公司

地址：安徽省合肥市金寨路 91 号立基大厦 6 层

电话：0551-68115888/65170177

河南分公司

地址：河南省郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室

电话：0371-53386809

青岛营业部

地址：山东省青岛市崂山区秦岭路 15 号海韵东方 1103 户

电话：0532-66728681

深圳营业部

地址：广东省深圳市福田区莲花街道福中社区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 号楼 10B

电话：0755-82891269

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室

电话：0571-87686300

通辽营业部

地址：内蒙古自治区通辽市科尔沁区西门街道龙兴紫云公馆 9#楼 1-101-2 室

电话：0475-6386928

上海中山北路营业部

地址：上海市普陀区中山北路 1958 号 3 层西半部 318 室

电话：021-52650802、021-52650801

全资子公司：

国元投资管理（上海）有限公司

注册地址：上海市虹口区东大名路 501 号 504A 单元

办公地址：（北京地区）北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 906

（上海地区）上海市浦东新区潍坊新村街道源深路 1088 号平安财富大厦 1603B

电话：010-84555145