反内卷对纸浆产业链的影响

反内卷政策出台后，商品市场反应持续发酵。以多晶硅及焦煤为首的能源化工及黑色系板块领涨反弹，表现强劲。相比之下，造纸板块表现平淡，无论是期货盘面还是现货端均未呈现明显跟涨态势。是否说明纸浆这一基本依赖进口的品种产业链完全不受反内卷政策的影响？借鉴上一轮供给侧改革（2015-2017 年）的经验，当前纸浆产业链的滞后反应主要源于三大核心矛盾的延续与结构性差异：

1. 时间差明显：工业品指数于 2016 年 1 月率先反弹，而成品纸价格直至下半年才启动上涨。

2. 利润传导路径特殊：产业链利润先由浆价主导，后随成品纸涨价向浆端传导，利润扩张呈“成品纸→纸浆”的逆向节奏。

3. 后周期本质：成品纸需求高度依赖居民收入与消费意愿，修复滞后于企业盈利，导致其价格反弹晚于上游原材料。

一、当前反内卷政策下的纸浆产业链现状

这一轮“反内卷”政策与 2016 年供给侧改革虽均聚焦供给侧结构性调整，但在政策背景、行业覆盖、执行机制、企业主体及影响路径上存在显著差异。2016 年是以行政手段强制淘汰落后产能如“地条钢”，关停僵尸企业，短期内快速实现供需再平衡。而今年的反内卷是以市场化手段为主，规范企业竞争行为，推动技术升级与差异化发展，兼顾就业稳定与产业长期竞争力。

对比历史，今年造纸板块的平淡源于相同逻辑的深化与新增变量：

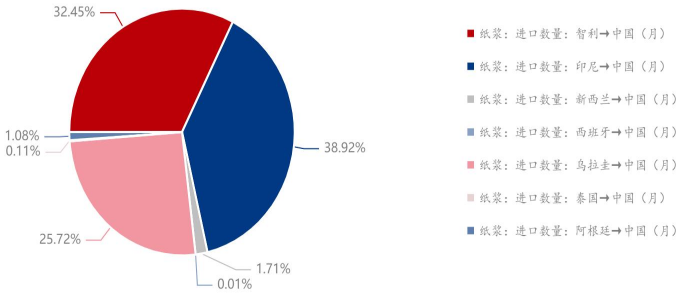
供给端：头部产能稳固，全球浆价主导

产能结构未质变：反内卷政策虽加速中小产能出清，但头部企业产能仍占主导，整体供应未现断崖式下滑。

最近几年浆纸产能不断增加，消费需求提升较慢，造成浆纸销售困难，上游库存压力大，浆价纸价呈“内卷式”下跌。国家反内卷政策持续推进后，多个行业启动去产能。光伏，汽车，钢铁，水泥，煤炭均有较好表现。国家开始综合治理低价无序竞争，引导企业提升品质，推动落后产能有序退出。但反观纸浆产业链呢？资本市场上制浆造纸上市公司股价纹丝不动，唯一有点影响的就是纸浆期货主力合约涨价约 300 元，涨幅 6%。为何反内卷带不动我们制浆造纸产业呢？原因有以下几点：

1、纸浆的“全球化”瓶颈：木浆 70%依赖进口，国内政策难以快速改变全球供需格局。当前浆价仍受海外产能（如智利、巴西阔叶浆）及海运成本驱动，与国内政策联动有限。

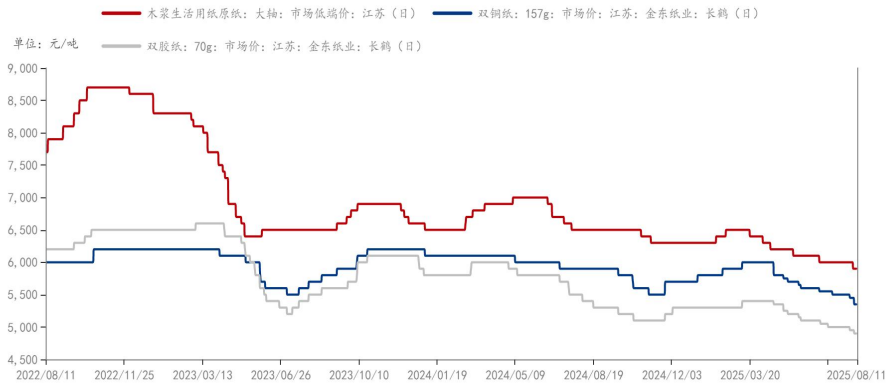
纸浆进口国家分布



数据来源：钢联数据

2、行业供给格局整体已然偏过剩：理论上来说，行业产能的大范围出清会带来短期的供应量下降以及供需缺口，成品纸价格可能会出现相对比较强势的反弹。然而，从实际的情况来看，随着行业开工水平下降，成品纸产量减少，想象中的供不应求和纸价的强势反弹并没有出现，各大成品纸价格仅仅从底部向上反弹了 300-500 元/吨不等,其中还包含季节性的需求好转,证明了当前行业供给整体偏过剩。

下游成品纸价格变化



数据来源：钢联数据

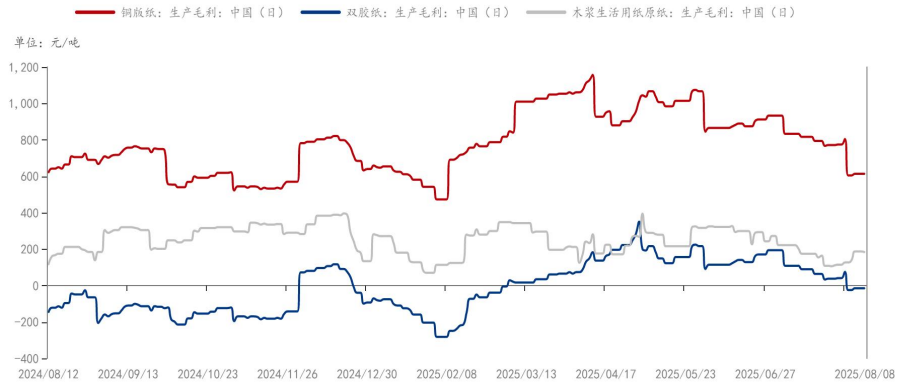
3、价格已经计价了供给结构的优化：晨鸣纸业由于债务问题，于 2024 年 11 月下旬对部分产线进行停机检修。根据公司公告，公司对寿光基地部分生产线、湛江基地部分生产线、江西基地和吉林基地进行了临时停机检修，而截至 5 月 15 日，晨鸣纸业当前黄冈基地正常生产，寿光基地和江西基地的部分生产线恢复生产，而湛江基地和吉材基地则尚未复产。与此对应的是，成品纸和上游纸浆的价格在去年年底到春节前经历了一轮反弹，浆价和成品纸的价格已经计价了供给结构的优化。

需求端：终端消费疲软压制涨价传导

纸浆下游利润微薄，对浆价形成压制：本轮反内卷的行情中，纸企的利润已经明显承压，造纸行业亏损企业数量以及亏损企业亏损总额相比上一轮供给侧改革时明显上行。从成品纸单吨盈利水平来看，当前多个成品纸的利润水平亦有明显下滑，重心出现了明显下移。其中，

双胶纸利润水平处于盈亏平衡线附近，白卡纸利润水平已经进入亏损区间，生活用纸和双铜纸仍然具有一定利润，但是相比上一轮供给侧改革时下滑明显。

下游成品纸利润变化



数据来源：钢联数据

从上半年成品纸产量来看，生活用纸产量微增，其余成品纸产量有一定下滑。 2025 年 1-7 月，生活用纸累计产量约为 597.4 万吨，同比+2%，白卡纸累计产量约为 560.4 万吨，同比-1%，双胶纸累计产量为 425.6 万吨，同比-12%，双铜纸累计产量为 209.8 万吨，同比-8%。我们可以发现，不同纸种的产量下降幅度远低于晨鸣停机产能占行业总产能的比例,侧面验证了:当前行业供需生态恶化，产能冗余严重。

2025 年 1-7 月,各个纸种的消费量增速呈现出了不同程度的下滑，明显低于上一轮供给侧改革时的消费增速。其中，白卡纸 1-7 月消费量为 321.3 万吨，同比-8%;生活用纸消费量为 471.1 万吨，同比持平;双胶纸消费量为 315.万吨，同比-19%，双铜纸消费量为 91.5 万吨，同比-33%。相比上一轮供给侧改革时，主要成品纸的消费量增速出现了明显下滑。

后周期属性强化：居民消费复苏滞后于工业利润修复，成品纸需求承压。

内部分化加剧：包装纸受益电商韧性需求尚可，但双胶纸等文化用纸受电子化替代冲击，需求疲态显著。

3. 新增变量：汇率与成本挤压

人民币贬值推高进口木浆成本，但终端提价乏力，纸企利润空间被压缩。 环保与能耗政策加码，中小产能加速退出，但头部企业扩产谨慎，行业开工率维持中位，暂未形成供给缺口。

美联储第五次会议决定维持当前 4.25%-4.50%的基准利率不变，以观望关税对通胀和劳动力市场的冲击。随着美国债务水平不断增加，穆迪等信用机构将美国主权债券的信用级别从 AAA 下调至 AA；此外，美国通过了“大而美”议案将进一步增加美债规模。在这样的背景下，截至本周一，人民币中间价为 7.1395，突破 7.14，环比上涨 72 个基点，最近 12 周累计上调约 727 个基点/0.9%（12 周前为 7.2 以上），整体仍处高位。CRB 大宗指数收跌 2.2%，最近两周累跌 3.2%。

6 月，社会消费品零售总额同比增长 4.8%，增速环比收窄 1.6 个百分点，上半年累计社零同比增长 5%，在消费补贴等政策支持下，内需呈现一定的韧性，但和疫情前（2018-2019）10%左右的增速相比，消费信心不足还是比较明显的。从品类来看，国补的主要产品家用电器上半年累计同比增长 31%；通讯器材+24%；家具+23%；但是耐用消费品汽车则仍然较为低迷，仅增长了 0.8%（6 月当月增加 4.6%），耐用品的消费谨慎或仍然体现了消费者信心不足；和文化纸消费密切关联的书报杂志类同比下降 4%（6 月当月-11%，降幅环比扩大），

验证了文化纸的需求结构性的长期的下滑。

二、未来展望：破局需待需求与全球共振

当前纸浆产业链的反弹需两大催化剂：

1.全球浆厂主动减产：海外高成本浆厂在持续亏损下收缩供应，扭转全球木浆供需格局。

数据显示，UPM 文化纸、Metsa Board 白纸板业务在上半年录得亏损，此外，Sodra 纸浆业务在 Q2 录得 2.2 亿瑞典克朗的营业亏损（上半年累计仍盈利 3.2 亿），浆纸景气度均走弱，引发产能清退/减产:UPM 的 Kaukas 浆厂在 Q3 的例行检修将会延长至约 2 个月；Estonian Cell（年产 17 万吨阔叶化机）将在 10 月开始执行长达 8 周的停机并将后续缩减班次减产。

上半年进口木片减少 108 万吨，而四大类（针阔化机本色）商品浆到港量同比增加 88 万吨左右。从造纸生产端出发，纸浆的供需应处于平衡状态，或者说纸厂的采购前期趋于谨慎，未来随着需求边际回暖、信心进一步修复，可能引发补库动作。未来供给来看，针叶有适当的提振，包括 UPM 的 Kaukas、Canfor 永久关停美国的两大锯木厂、Metsa 的 69 万吨/年的针叶浆厂（Jousento）均发布停减产动作。

2.终端消费实质性回暖：居民收入改善带动文化用纸需求，或政策刺激（如以旧换新）提振包装纸用量。

截至 7 月末，生活纸环比持平为主，双胶纸继续下探，跌破 5000 整数关，体现文化纸需求结构性走弱。阔叶紧跟生活纸，有所收涨，以银星取值的针叶收跌；文化纸目前处于至少是 2017 年以来的历史低位，生活纸价格处于历史次低。展望后市，3-7 月造纸行业盈利水平处于低位反映终端需求不佳，眼下进入行业需求淡季，采购活动应放缓。进入金九银十后，随着部分浆厂减产和需求季节性走强，叠加上半年采购谨慎，纸浆的供需基本面大概率迎来边际改善，但整体上，考虑经济慢复苏态势，加上文化纸需求走弱制约（出生率下降、电子化趋势等），商品浆需求整体增幅温和为主。

风险提示：政策力度不及预期、海外浆厂挺价意愿不足、终端消费持续低迷。

单位：华安期货（投资咨询业务资格 证监许可[2011]1776）
作者：安然 分析师 F3059693/Z0017288
联系人：马安妮 分析师 F3021654
联系电话：0551-62832897
编写日期：2025 年 8 月 10 日

初审：闫丰 F0251054/Z0001643
复审：曹晓军 F3008012 /Z0010934
终审：夏雨辰 F3031745/Z0014542

免责声明
本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货研究院力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

联系我们
华安期货有限责任公司
安徽省合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心超高层写字楼 40、41 层
电话：400-882-0628、62839752