



目 录

第一部分 前言概要.....	2
【行情回顾】	2
【市场展望】	2
【策略推荐】	2
第二部分 基本面情况.....	3
一、行情回顾.....	3
二、供给略降，整体维持稳定.....	6
三、房地产萎靡，企业开工不佳，下游需求下滑.....	9
四、原木首次交割下期货盘面定价的不确定性.....	10
第三部分后市展望及策略推荐.....	11
免责声明.....	12

淡季来临，供需双弱，关注交割

第一部分 前言概要

【行情回顾】

上半年，原木期货市场供需基本面呈现供应宽松、需求坍塌的失衡格局。供应端：美国原木禁令的短期冲击被新西兰、加拿大等替代供应快速填补，港口针叶原木库存持续高企，叠加全球木材产能过剩，现货价格承压下行。需求端：房地产新开工面积同比下滑、家具出口订单减少及造纸业开工不足，终端需求恢复停滞。

全球木材过剩与国内需求疲软的长期失衡主导市场，期货价格从一季度均价 858 跌至二季度 794 元/立方米，6 月触及五年低位，未来需关注房地产政策松动及交割规则优化对供需格局的潜在修复。

【市场展望】

供应端：新西兰 6 月减产幅度或扩大至 8%-10%，南半球冬季结束后或逐步恢复；美国进口受限持续，加拿大、欧洲供应稳定但增长空间有限港口库存上半年去库，下半年或先降后稳，整体供应面先紧后稳，新西兰减产超预期可能推动价格短期反弹。

需求端：房地产新开工面积仍处低位，建筑需求下半年或有回升但幅度有限，木结构等新兴领域需求增长但难补缺口。包装、家具行业需求稳定，人造板产能过剩制约原木需求，下半年需求呈弱复苏态势。

【策略推荐】

1. 单边：供大于求的格局未改，下半年整体以逢高做空思路为主，需要关注首次交割，确认交割细节中尺差、交割效率、交割库容和交割的检验松紧尺度等问题，可以确认市场真实的基准价。
2. 套利：关注 9-11 反套。

风险提示： 房地产超预期刺激

交易咨询业务资格：

证监许可[2011]1428 号

研究员：朱四祥

电 话：18616321836

邮 箱：

zhusixiang_qh@chinastock.com.cn

期货从业资格证号：F03127108

投资咨询资格证号：Z0020124

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑均基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议。



银河期货

第二部分 基本情况

一、行情回顾

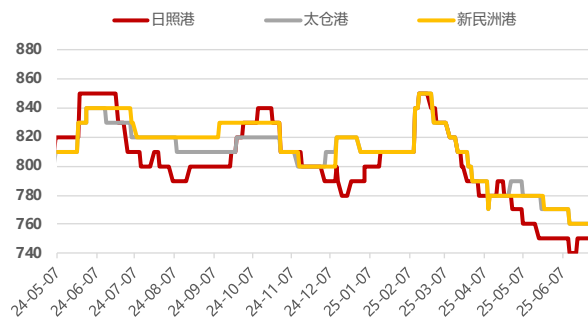
1、原木相关现货行情变动

辐射松现货及外盘价格变动：1-6 月国内辐射松现货价格整体震荡下行，区域分化明显。1-2 月日照港、太仓港 3.9 米中 A 价格稳定在 810 元/方左右，3 月因到港量高企、需求疲软跌至 790 元/方（跌幅 4.8%），4 月受熏蒸政策影响呈现“南强北弱”，日照港降至 770 元/方、太仓港持稳 790 元/方，5-6 月继续探底至 750 元/方及 740-750 元/方，较 2024 年同期低 100 元/方。外盘方面，1 月新西兰 4 米中 A 外盘价 117 美元/JAS 方，2-4 月持续下调至 105-110 美元/JAS 方，5 月企稳于 110 美元/JAS 方，6 月因减产预期微涨至 108.5-111 美元/JAS 方，进口成本中枢随之下移后小幅回升。

云杉冷杉现货及外盘价格变动：国内云杉冷杉现货价格上半年维持稳定，日照港 11.8 米 20cm+ 统货价持续处于 1050 元/方，因欧元汇率波动及价格倒挂，进口商削减采购，库存从 3 月的 24 万方降至 5 月的 21 万方后持稳。外盘方面，1 月云杉 11.8 米 20+ 外盘价 121 欧元/JAS 方，后续因价格倒挂问题持续，外盘价高位运行压制国内采购，上半年进口成本始终高于现货价格，市场供需双弱。

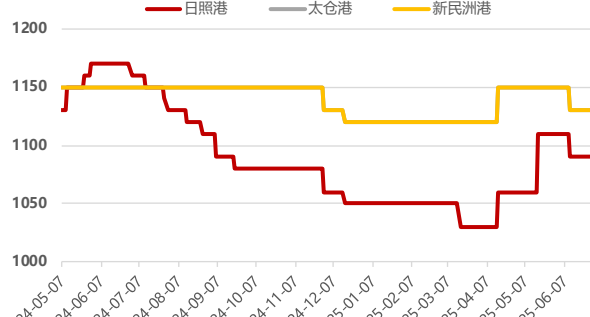
下游成品木方价格：国内建筑木方价格上半年随原木市场同步震荡下行，下游需求疲软为主要压制因素。1-2 月春节前后，30004090 规格辐射松木方含税含运价持稳，日照市场 1300 元/方、上海 1390 元/方，因加工厂停工交易清淡；3 月需求未显旺季成色，上海价格从 1370 元/方降至 1330 元/方（跌幅 2.9%），日照从 1310 元/方降至 1290 元/方（跌幅 1.5%），日均出库量未突破旺季水平；4 月延续跌势，上海降至 1310 元/方（环比-1.5%），日照持平，下旬需求随梅雨季节提前下滑；5 月建筑木方价格加速下跌，岚山港从 1290 元/方降至 1260 元/方（跌幅 2.33%），新民洲港因转港库存压力从 1320 元/方降至 1270 元/方（跌幅 3.8%），全国日均出库量环比降 10.1% 至 6.2 万方；6 月预计价格继续偏弱，建筑木方需求受房地产新开工低迷制约，日出库量维持 6-6.5 万方，同比降 5%-8%，价格跌幅收窄至 1%-2%。

图 1：辐射松 3.8 中 A 价格 单位：元/立方



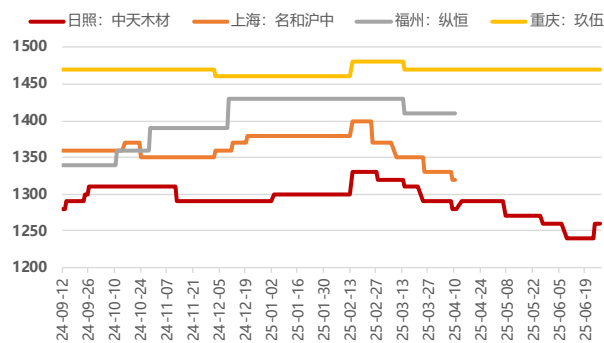
数据来源：银河期货，Mysteel

图 2：云杉、冷杉 11.8 米价格 单位：元/立方



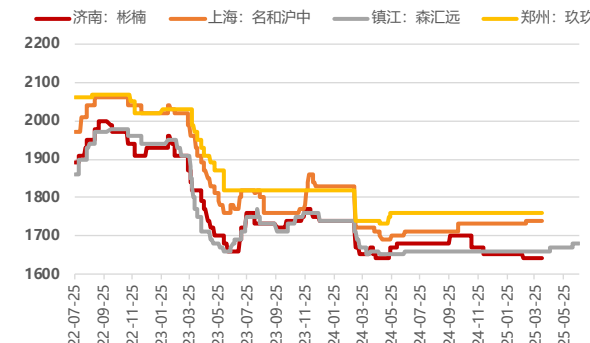
数据来源：银河期货，Mysteel

图 3：辐射松木方：3000*40*90 市场价 单位：元/立方



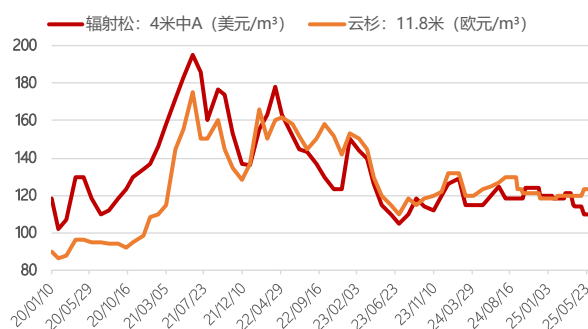
数据来源：银河期货，Mysteel

图 4：铁杉木方：3000*40*90 市场价 单位：元/立方



数据来源：银河期货，Mysteel

图 5：进口原木 CFR 价格 单位：美元、欧元



数据来源：银河期货，Mysteel

2、原木期货行情变动情况

第一季度（1-3 月）：政策扰动下的冲高回落，呈现“政策驱动型冲高—现实需求证伪—价格回落”的三阶段特征。1 月冲高：受资金驱动及“期现背离”行情影响，主力合约价格在

1 月达到 855.78 元/立方米的阶段性高位，春节前市场情绪偏多，价格一度试探 900 元/立方米关口。2 月高位震荡：尽管现货市场因春节前备货出现短期支撑（如山东岚山 3.9 米辐射松报价上调至 820 元/方），但需求不及预期及现货调降导致期货价格回落，2 月均价维持在 881.50 元/立方米。3 月政策冲击：3 月 4 日中国暂停进口美国原木的禁令落地，短期供应缺口引发市场担忧，期货价格短暂反弹（如 3 月 25 日盘中冲高至 846.5 元/立方米），但新西兰、加拿大等替代供应加速到港，叠加港口库存压力（针叶原木总库存达 364 万方），价格最终回落至 842.95 元/立方米，季内均价为 858.61 元/立方米。

驱动逻辑：政策事件（美国禁令）与供需弱平衡博弈主导行情，资金面推动的“期现背离”在 3 月逐步修复，市场回归基本面逻辑。

成交量：季度总成交量约 161.65 万手（1-3 月分别为 52.82 万、58.06 万、50.77 万手），2 月达峰值，反映市场对政策扰动的高度敏感及资金短期博弈。

持仓结构：2 月创新高：持仓量在 2 月达到 72.13 万手，空头增仓明显（如国泰君安、中信期货主导净空头），主因产业客户对中长期供需宽松的预期及交割规则适应期的不确定性。3 月回落：临近交割月（LG2507）及现货价格走弱，部分投资者因交割风险减仓，持仓量降至 71.67 万手，空头优势进一步巩固。

政策方面：美国原木禁令（占 2024 年进口量约 5%）短期引发供应担忧，但替代来源（新西兰、加拿大）迅速填补缺口，实际影响有限。成本支撑弱化：内外盘价格倒挂导致贸易商亏损，但海运成本下降及外盘价格回落削弱了成本端对期货的支撑。交割规则争议：检尺径差异（期货升水现货约 4%）及仓单成本测算分歧，加剧市场波动，部分投资者因交割标准不明确选择观望。

第二季度（4-6 月）：需求坍塌下的持续寻底整体趋势：单边下行，季度均价 794.01 元/立方米，较一季度下跌 7.5%，6 月下旬触及 786.47 元/立方米的年内低位，创近五年价格新低。4 月加速下跌：美国禁令影响消退，新西兰辐射松到港量增加（如 4 月进口量同比下降 4.67%），叠加下游房地产、家具行业需求低迷（1-5 月针叶原木进口量同比降 10.73%），价格从 830 元/立方米跌至 814.31 元/立方米。5-6 月弱势震荡：梅雨季节导致江苏、山东港口库存积压（如 6 月针叶原木库存 345 万立方米），现货价格持续走低（山东现货价跌至 750 元/

方)，期货贴水现货加剧市场悲观情绪，6 月下旬因部分空头平仓出现小幅反弹（如 6 月 23 日主力合约涨 1.37%至 819 元/立方米），但整体仍处下行通道。

图 7：原木主力合约走势回顾

单位：元/立方米



数据来源：银河期货，Mysteel

二、供给略降，整体维持稳定

1、原木进口量略降，但总体保持稳定

2025 年上半年，原木进口与供应呈现复杂态势，受多种因素影响，进口量有波动，库存也随之变化。进口量：1-5 月，中国针叶原木进口总量约 1015.97 万立方米，同比降 10.73%。其中，1-4 月针叶原木进口总量约 796.88 万立方米，同比减少 8.81%；4 月进口约 218.46 万立方米，月环比减少 5.69%，同比减少 14.09%；5 月进口约 219.08 万立方米，月环比增 0.28%，同比降 17.07%。1-5 月，中国自新西兰进口针叶原木总量约 757.50 万立方米，同比降 4.67%。

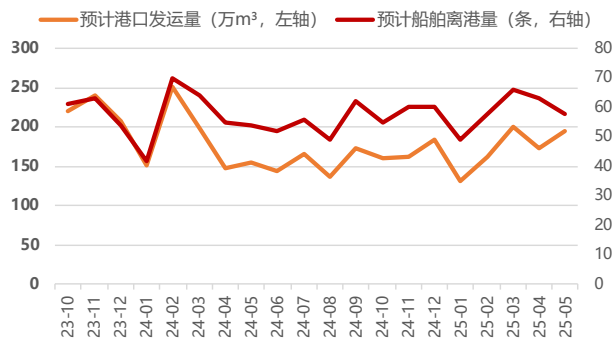
木材（原木及锯材）进口方面，前 5 个月累计达 2414.6 万立方米，对比 2024 年同期下滑 13.3%，锐减 370.9 万立方；进口金额 351.5 亿元人民币，同比下降 14.3%。5 月单月木材进口金额 70.9 亿人民币，进口数量 496.6 万立方米，同比 2024 年 5 月下降 17%，环比 4 月下降 7%。

2025 年上半年，原木进口结构在来源国、材种方面均发生变动，且与市场环境、政策因素紧密相关。**进口来源国结构变动：**从针叶原木进口看，新西兰依旧是主要供应国，但供应

份额有变化。1 - 5 月中国自新西兰进口针叶原木总量约 757.50 万立方米，同比降 4.67%。美国原木进口受政策影响，2025 年 1 - 4 月进口量同比锐减，其缺口由加拿大、欧洲等地的木材补充。此外，1 - 5 月中国针叶原木进口总量约 1015.97 万立方米，同比降 10.73%，各供应国在进口量下降的大背景下，份额也相应调整。**进口材种结构变动：**主流进口材种中，辐射松占比较大且相对稳定。不过，因市场供需变化，其进口量也有所波动，如受新西兰减产等因素影响，相关市场价格和进口成本发生变化。云杉、冷杉等材种，由于欧元汇率等原因导致价格倒挂，进口商削减欧洲云杉进口量，使得这类材种的进口结构也发生改变。4 月北美材库存环比降 14.5%，主要是中国禁止美国原木进口政策的体现，这也改变了北美材在进口结构中的占比。

图 8：原木主力合约走势回顾

单位：元/立方米



数据来源：银河期货，Mysteel

2、港口库存小幅回落，但整体依旧偏高

2025 年上半年，原木库存变动结构呈现出材种、区域上的差异，整体库存水平也有波动。这些变化受供应、需求等多种因素影响，反映了原木市场的复杂动态。

材种库存变动。辐射松：3 月辐射松平均库存 266 万方，较 2 月增 3 万方；4 月为 269 万方，较 3 月增 3 万方；5 月 277 万方，较 4 月降 8 万方；6 月 13 日 272 万方，较上周去库 3 万方；6 月 20 日 265 万方，较上周减少 7 万方。**整体先累库后去库，前期因旧货占比高累库，后因新西兰供给减量去库。**

北美材：3 月平均库存 55 万方，较 2 月增 3 万方；4 月 47 万方，较 3 月降 8 万方；5 月 25 万方，较 4 月降 22 万方；6 月 13 日 30 万方，较上周累库 7 万方；6 月 20 日 27 万方，较

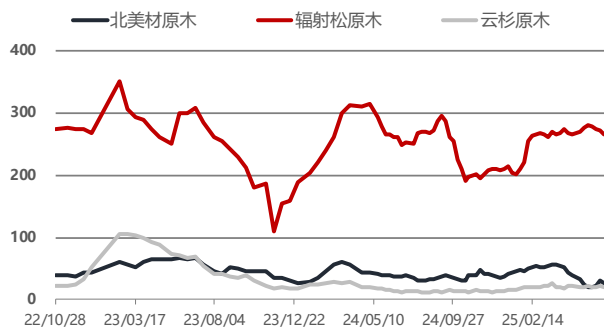
上周减少 3 万方。4 月受中国禁止美国原木进口政策影响开始大幅去库，6 月又有所波动。

云杉：3 月平均库存 24 万方，较 2 月增 3 万方；4 月 23 万方，较 3 月降 2 万方；5 月 21 万方，与 4 月持平；6 月 13 日 20 万方，较上周累库 2 万方；6 月 20 日 21 万方，较上周减少 1 万方。前期因欧元汇率等因素去库，6 月部分时段累库后又去库。

区域库存变动。山东港口：3 月平均库存 188 万方，较 2 月增 10 万方；4 月 199 万方，较 3 月增 10 万方；5 月 190 万方，较 4 月降 9 万方；6 月 13 日 201 万方，较上周累库 9.5 万方；6 月 20 日 199 万方，较上周减少 1.00%。前期累库，6 月上旬继续累库后下旬有所下降。

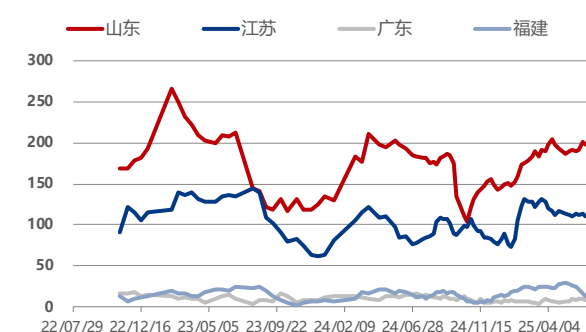
江苏港口：3 月平均库存 128 万方，与 2 月持平；4 月 117 万方，较 3 月降 11 万方；5 月 112 万方，较 4 月降 5 万方；6 月 13 日 113.3 万方，较上周累库 1.3 万方；6 月 20 日 110.98 万方，较上周减少 2.05%。整体呈去库趋势，6 月上旬短暂累库后又去库。

图 8：港口原木库存结构单位：万立方米



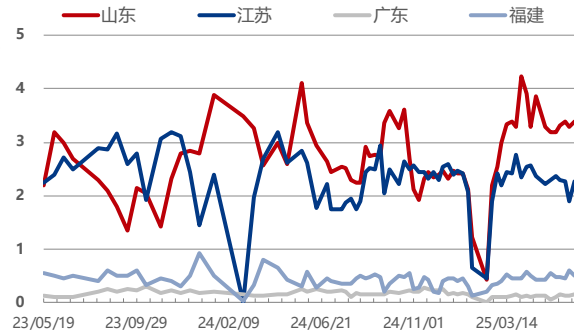
数据来源：银河期货，Mysteel

图 9：主要省份港口库存单位：万立方米



数据来源：银河期货，Mysteel

图 10：主要省份港口出库量单位：万立方米



数据来源：银河期货，Mysteel

图 11：新西兰船用燃料油价格单位：美元/吨



数据来源：银河期货，Mysteel

三、房地产萎靡，企业开工不佳，下游需求下滑

2025 年以来，受房地产市场持续低迷、基建项目推进缓慢等因素影响，原木下游需求整体较为疲软，且呈现出明显的季节性和区域差异特征。具体表现如下：

原木出库情况：整体趋势：上半年原木出库量呈波动变化且整体不及预期。1-2 月受春节假期影响，下游企业停工，针叶原木日均出库量降至阶段性低位。节后随着下游加工厂复工，港口出库量逐步回升，3 月中旬出现阶段性需求高点，日均出库量为 6.49 万方，但未突破往年旺季 7 万方/天的水平，3 月中下旬需求转为下滑，维持在 6.5 万方左右。4 月中国港口原木日均出库量为 6.92 万方，较 3 月增 0.58 万方，但 4 月中下旬需求随之下滑。5 月中国港口原木日均出库量为 6.2 万方，较 4 月降 0.7 万方，进入传统淡季后，需求压制效应持续发酵，5 月中旬出库量较此前显著回落。6 月 13 日当周，我国原木港口日均出库量为 5.98 万方，较上周减少 0.33 万方，降幅 5.23%。**区域差异：**不同区域的原木出库量变化存在差异。4 月，山东港口原木日均出库量为 3.82 万方，较 3 月增 0.57 万方，江苏港口原木日均出库量为 2.45 万方，较 3 月降 0.01 万方；5 月，山东日均出库 3.25 万方，较 4 月降 15%，江苏日均出库 2.29 万方，较 4 月降 6.5%；6 月上旬，山东港港口出库量 3.3 万方，较上周减少 0.08 万方，降幅 2.37%，江苏港口出库量 1.9 万方，较上周减少 0.38 万方，降幅 16.67%。

建筑需求变动情况：建筑木方价格下滑，从建筑木方价格来看，年初至 3 月，上海辐射松木方含税含运价格从 1370 元/方降至 1330 元/方，日照从 1310 元/方降至 1290 元/方；4-5 月，上海降至 1310 元/方后又降至 1290 元/方，岚山港从 1290 元/方降至 1260 元/方，新民洲港从 1320 元/方降至 1270 元/方。**需求分化：**房地产新开工低迷持续压制建筑口料需求，但北方集成材受出口关税缓解及防蓝变需求支撑，夏季提货快，成为建筑需求中的亮点。不过，整体建筑行业在上半年需求表现不佳，随着 6 月进入夏季淡季，开工节奏放缓。

房地产需求情况：房地产市场持续低迷，新开工面积下降明显。2024 年全国房屋新开工面积 7.4 亿平方米，同比下降 23%，与 2019 年相比缩水了六成多，住宅新开工面积也降至近十年新低。这一趋势在 2025 年上半年延续，1-5 月，全国房屋新开工面积同比降幅虽有所收窄，但仍处于低位，导致对原木的需求大幅减少。

市场止跌回稳但基础不牢：2025 年上半年，房地产市场初步显现止跌回稳迹象，1-5 月

份新建商品房销售面积和销售额同比下降 2.9%和 3.8%，与 2024 年全年相比降幅分别收窄了 10 个百分点和 13.3 个百分点，现房销售表现亮眼，5 月份累计同比增幅达 13.2%。但从 4、5 月份房地产相关数据可以看出，商品房销售、房价指数等指标继 3 月份冲高后有所回落，市场信心仍需进一步修复，市场供求关系有待改善。当前房地产竣工量尚未显著回升，新开工疲软可能对 2025 年下半年原木需求形成持续性压制。

四、原木首次交割下期货盘面定价的不确定性

原木当下交割存在诸多担忧，这些问题与盘面大幅升水现象紧密相关，涉及交割品特性、检尺标准、仓单成本等方面，影响着市场的稳定和价格形成机制。

原木交割存在的主要问题：①检尺标准差异大：，中国国检是大小头平均，导致“涨尺”现象，涨尺幅度在 8%-15%。不同地区现货涨尺方式也有区别，江苏地区较国标检尺在口径和材长上有差异，山东地区一般仅体现在口径上。此外，盘面交易的检尺径升水幅度标准不统一，每一批次交割品的品质、类别的检尺差异可能都不同，难以锚定统一涨尺率。②交割品品质和类别不稳定：目前期转现锚定进口辐射松到港的中 A 新货，但未来交割品或许锚定更便宜的旧货、K 材、小 A 或国产材等，盘面定价逻辑不断变化，投资者难以准确预估交割成本。③交割流程和制度待完善：交割环节存在检尺标准差异与标准化执行难题，交割流程效率与质量有争议。虽然大商所允许多种针叶原木参与交割并设置升贴水标准，也有持仓限制和交割流程，但市场对逼仓风险仍存在担忧。

期现货检尺差异：从 11 月首笔原木期转现交易到 12 月首批最后一组期转现交易，期货交割实际体积较现货贸易减少 4%左右，对应盘面估值应升水于现货，引发盘面大幅上涨向上修复检尺差。

仓单成本因素：仓单成本计算复杂，包括现货价格（预期）、涨尺、仓储成本、资金利息、交割费用以及升贴水的调整。市场对涨尺率测算存在不确定性，使得盘面定价逻辑不断变化，在计算仓单成本时，若考虑到这些不确定因素，会导致期货价格高于现货价格，形成升水。

资金博弈与市场预期：资金博弈也较为明显，升水进交割主要原因在于卖方抛货意愿低，钱比货多，预期向好，现货市场流动性紧张。因为盘面资金体量较轻，相比之下资金的进出对于盘面的波动影响较大，资金的推动也会造成盘面升水。

第三部分后市展望及策略推荐

供应端：新西兰作为主要供应国，其冬季（6-8 月）的恶劣天气通常会限制砍伐作业，预计 6 月减产幅度或扩大至 8%-10%，后续几个月供应也将受到一定影响。不过，随着南半球冬季结束，若天气好转，砍伐和发运可能逐步恢复正常。其他供应国方面，美国原木进口受限的情况预计持续，加拿大、欧洲等地供应相对稳定，但增长空间有限，短期内难以大幅填补需求缺口。国内人工林产能虽在扩张，但大径级仍依赖进口，短期内国内供应结构难以发生重大改变。从港口库存来看，上半年整体处于去库状态，但不同材种和港口库存变化有差异。下半年，若海外供应减少，港口库存可能先降后稳，但仍需关注去库速度以及新到港原木对库存的影响。下半年海外供应存在不确定性，国内供应结构短期内难以改变，整体供应面或先紧后稳。如果新西兰减产幅度超预期，可能导致供应阶段性紧张，推动价格短期反弹。

需求端：建筑及房地产需求：房地产市场低迷态势在上半年延续，新开工面积下降明显。虽然市场供求信心止跌企稳、资金面适度宽松，使得新开工面积同比指标有望迎来边际改善，但整体仍处于相对低位。建筑行业对原木的需求在下半年或有一定回升，如四季度建筑需求有望触及全年高点，但回升幅度有限。同时，建筑行业也在向高附加值领域转型，传统建筑口料需求持续减少，而木结构、高端家具材等新兴领域需求增长，但短期内难以完全弥补建筑口料需求下滑的缺口。包装、家具等行业需求相对稳定，对原木需求起到一定支撑作用。随着电商行业的发展，包装用木材需求有望保持增长。家具行业中，消费者对环保、个性化家具的追求，推动高端木材产品需求增长。人造板行业产能过剩问题依然存在，刨花板等产品面临价格压力，间接制约原木需求弹性。下半年原木需求面整体仍面临一定压力，但在建筑、包装、家具等行业需求的综合影响下，或呈现出弱复苏态势。

【策略】

1. 单边：供大于求的格局未改，下半年整体以逢高做空思路为主，需要关注首次交割，确认交割细节中尺差、交割效率、交割库容和交割的检验松紧尺度等问题，可以确认市场真实的基准价。

2. 套利：关注 9-11 反套。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司/大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799