

目 录

需求淡季，进口成本下移，原木行情趋跌.....	2
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、供给增加，库存整体维持高位.....	5
三、房地产萎靡，出库走低，需求偏弱.....	8
第三部分 后市展望及策略推荐.....	10
免责声明.....	11

需求淡季，进口成本下移，原木行情趋跌

第一部分 前言概要

【行情回顾】

10 月原木供应端保持“外增内累”格局：新西兰 9 月发运 176.6 万方（+6%），10 月前四周离港 134 万方，同比仍高 8%，全月预计 175-180 万方，创年内新高；国内 13 港库存先累后降，月末 294 万方，同比高 22%，山东 184 万方占比 62%，可用天数 47 天，高于警戒值。需求端总体“旺季不旺”：港口日均出库 6.16 万方，环比微降 1.4%，同比-11%；房地产资金到位率 59.6%徘徊，房建新开工累计-21%；美国 10 月 14 日起对软木、橱柜加征 10%-25%关税，长三角出口订单下滑。供强需弱导致库存去化缓慢，10 月累计到港 175 万 m³，出库 171 万 m³，库存净增 4 万 m³，基本面延续宽松。

【市场展望】

LG2601 当前处于贴水成本的低估状态。盘面显著低于山东仓单成本，同时较 11 月新西兰辐射松 CFR 报价折算的完税成本亦存在倒挂，成本端形成刚性支撑。但估值修复受基本面制约：港库存仍处高位，11 月供应压力或持续释放；需求端旺季不旺，日均出库量同比下滑，地产低迷与出口关税冲击下现货价格仅 750 元/方左右，且持仓量降至 1.6 万手，流动性不足削弱修复动力。整体看，估值低估提供底部安全垫，但供需弱格局限制上行空间。

【策略推荐】

1. 单边：LG2601 依托 10 月价格下沿逢低做多，若库存再度大幅累积，少量逢高做空。
2. 套利：1-3 反套思路为主。
3. 期权：卖出 LG2501-C-800。

风险提示：基建超预期刺激

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 基本面情况

一、行情回顾

一、辐射松：原木市场“外温内冷”，价格呈“先稳后暗降”态势

国产与进口辐射松走势基本同步，木方则因终端需求乏力而阴跌不止。进口端，外盘连续第三个月“微抬”，CFR 主力价由 115 美元/JAS 立方米再进一步，外商 11 月预售报盘普遍提至 120 美元，较 10 月结算上涨 4-5 美元，但国内现货跟涨乏力，山东日照港 3.9 米中 A 辐射松整月横盘 760 元/立方米，仅节后首周上涨 10 元，随后连续三周平盘，实际批量成交暗降 10-20 元，同比跌幅扩大至 9.5%；江苏太仓港 4 米中 A 亦维持 780 元/平方米不动，同比跌 4.9%，进口辐射松名义稳价，但让价换量已成常态。

成品端，建筑木方颓势更为明显，山东市场 40×90×3m 辐射松木方由月初 1290 元/立方米降至 1280 元，跌幅 0.8%，且批量可谈 1270 元；江苏市场同规格 1260-1270 元，整月下调 20 元，终端“旺季不旺”特征突出。

成本方面，本月外盘上涨 1 美元且海运费上扬 4 美元，进口“理论亏损扩大”，导致国内订船意愿骤降，10 月末新增订单环比减少 40%，为后续到港回落埋下伏笔。

综上，本月辐射松原木“外盘小涨、现货持平、倒挂加深”，木方“需求疲软、加工亏损、阴跌换量”，国产与进口价格同步承压，区域价差收窄，整体估值中性偏低，市场等待 12 月供应收缩带来的修复契机。

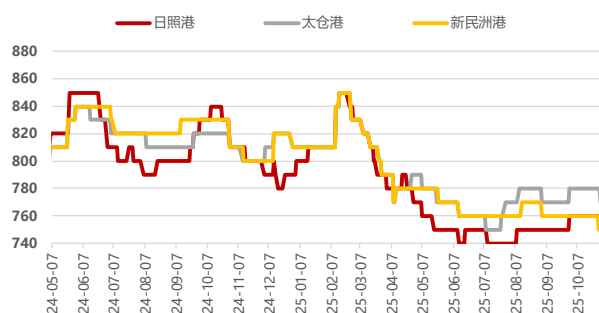
二、云杉/冷杉：10 月云杉-冷杉市场“外盘让利、现货挺涨、木方横盘”

进口端，欧洲供应商在欧元走弱背景下主动下调报价，10 月 11.8m20cm+ 统货 CFR 由 128 欧元降至 125 欧元/JAS 立方米，月环比下跌 3 欧元，但人民币对欧元同期贬值 2.8%，抵消大部分跌幅，国内到岸成本仍维持在 1150 元/立方米附近。

现货端，受益于港口大径级货源持续紧缺，山东日照港 11.8m 统货云杉整月上涨 30 元，10-24 报收 1180 元/立方米，涨幅 2.6%，成为本月唯一同比正增长的材种；江苏市场因缺货更为严重，报价同步跟涨，但实际成交稀少，有价无市。

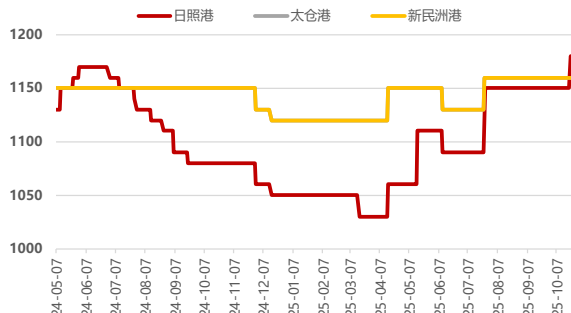
成品端，云杉/白松木方表现平稳，山东市场 40×90×3m 白松木方整月维持 1830 元/立方米不动，江苏市场 1680 元亦未见波动，加工利润因原料上涨被压缩约 30 元，但仍保持 50-80 元/立方米毛利，优于辐射松品种。

图 1：辐射松 3.8 中 A 价格 单位：元/立方



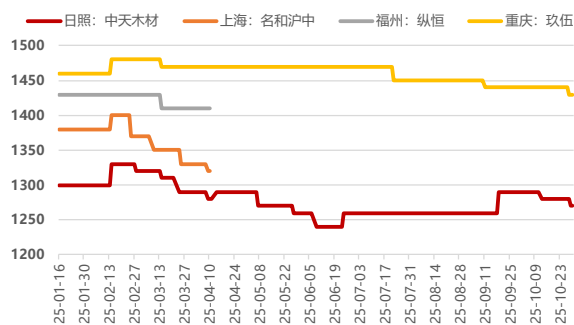
数据来源：银河期货，Mysteel

图 2：云杉、冷杉 11.8 米价格 单位：元/立方



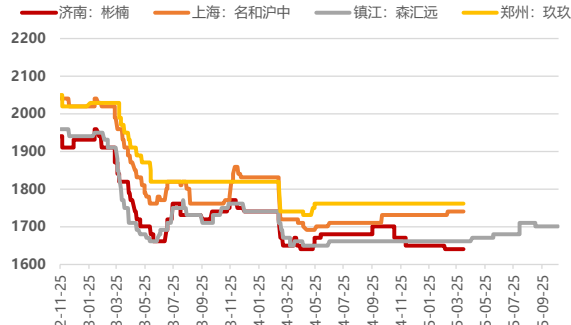
数据来源：银河期货，Mysteel

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

一、期货盘面成交与持仓情况

截至 2025 年 10 月 31 日,大连商品交易所原木期货主力合约 LG2601 本月呈现先涨后跌、剧烈震荡的运行特征,价格重心较月初显著下移,主要受政策预期反转、供需双弱格局及市场情绪变化主导。以下是具体分析:

一、价格走势:冲高回落,月末反弹

上旬震荡上行:受中国对美船舶征收特别港务费预期影响,叠加外盘报价上涨,合约价格从 10 月 1 日的 788 元/立方米逐步攀升,10 月 24 日触及全月高点 833.5 元/立方米。这一阶段市场交易“成本推升”逻辑,多头资金涌入推动价格突破前期震荡区间。

下旬暴跌超 10%:10 月 27 日,中美经贸磋商达成海事物流共识,特别港务费预期落空,叠加现货需求疲软,合约单日大跌 5.12%至 787 元/立方米,盘中一度触及跌停(741 元/立方米)。随后两日延续弱势,10 月 30 日最低下探至 763.5 元/立方米,较月初跌幅达 3.1%。

月末技术性反弹:10 月 31 日,合约受空头减仓及超跌修复推动,价格回升至 790 元/立方米,较前一日上涨 0.25%,但全月累计仍下跌约 5.8%。

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、供给增加,库存整体维持高位

一、海外发运:保持高位,但增速边际放缓。

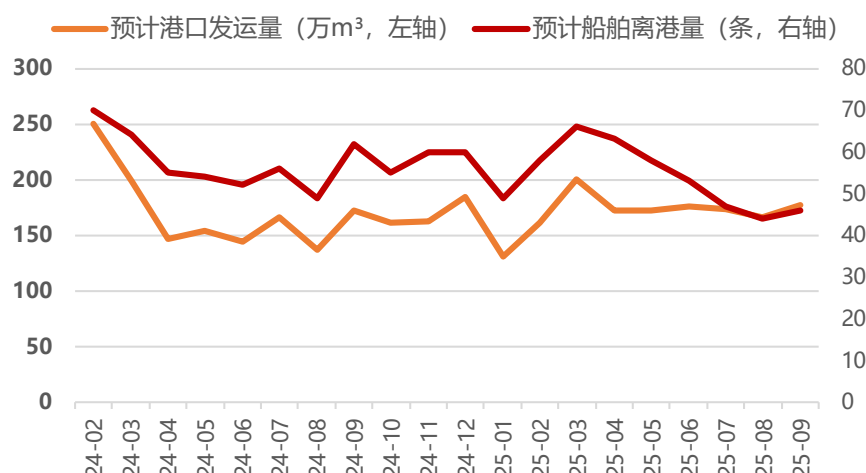
10 月新西兰原木离港发运量保持高位，但增速边际放缓。新西兰海关数据显示，9 月预计发运至中日韩印的原木数量为 176.6 万方，较上月增加 10.0 万方，月环比增加 6.00%；发运船只数量为 46 条，较上月增加 2 条，月环比增加 4.55%。进入 10 月，发运节奏略有回落，木联调研指出，10 月 18 日至 24 日这一周，新西兰港口原木离港发运共计 11 船 41 万方，环比减少 1 船 5 万方；其中直发中国 8 船 31 万方，环比增加 1 船 5 万方。整体来看，新西兰原木出口仍以中国为主，占比超过 75%，但发运总量环比略有下降，显示出在高库存和倒挂压力下，国内买家订船意愿开始减弱。此外，月报中提到，北岛至中国的海运费月中曾升至 34 美元/实积立方米，近期回落至 32 美元，海运费的小幅波动也对发运节奏产生一定影响。总体而言，海外发运量虽仍处于高位，但环比增速放缓，且定向中国的比例有所上升，反映出其他市场需求疲软，新西兰供应商对中国市场依赖度进一步提高。

二、国内到港：10 月新西兰原木到港量呈现“前低后高”的脉冲式节奏。

第 41 周（10 月 6 日至 12 日）13 港到船 7 条，到港总量约 25.5 万方，周环比减少 48%；但随后两周到港量迅速拉升，第 42 周（10 月 13 日至 19 日）到港船只增至 13 条，到港总量达 45.55 万方，周环比增加 79%；第 43 周（10 月 20 日至 26 日）预计到港 12 条船，总量约 43.8 万方，环比再增 5%。山东和江苏为主要卸货区域，第 42 周山东到港 7 条船，占比 55%，江苏到港 4 条船，占比 29%。10 月到港 A 级原木 CFR 价格维持在 115-118 美元/立方米，部分出口商尝试提价但未获成功，反映出国内接货意愿不足。尽管到港量连续两周超过 40 万方，但终端需求并未同步放大，导致库存快速累积。整体来看，10 月国内到港总量预计将达到 175-180 万方，环比 9 月增加约 20%，创年内单月新高，但高到港与弱需求之间的错配加剧了国内港口库存压力。

图 8：港口发运量

单位：万立方米



数据来源：银河期货，Mysteel

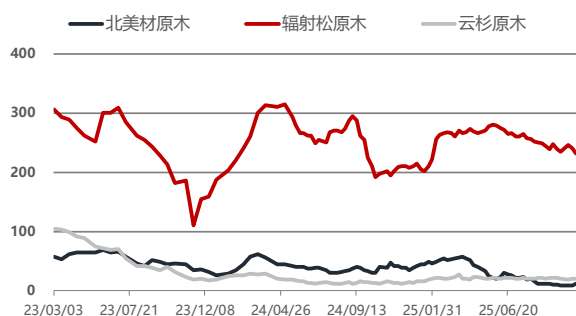
2、库存变化：总量先累积后下降

国内库存方面，10 月原木库存整体呈现“先累后降”的走势，月末总量仍高于 9 月底。

10 月 10 日全国针叶原木总库存为 299 万方，较上周增加 13 万方，周环比增加 4.55%；其中辐射松库存 246 万方，增加 11 万方，环比增加 4.68%。随后一周库存开始回落，截至 10 月 17 日，总库存降至 292 万方，周环比减少 2.34%，辐射松库存 241 万方，减少 5 万方，环比减少 2.03%。分区域看，山东 3 港库存由 189.2 万方降至 184.6 万方，江苏 3 港库存由 88.1 万方降至 88.7 万方，基本持平；福建、广东等地库存亦有小幅下降。中国针叶材原木库存稳定在 240 万立方米左右，节后库存平稳被视为积极信号，但修剪材需求走软，且正值蓝变高发期，部分港口出货放缓。综合来看，虽然 10 月中下旬库存出现边际去化，但总量仍高于去年同期，同比增幅超过 20%，且山东地区库存占比高达 62%，区域结构失衡问题依然突出。在高到港、弱需求的双重作用下，国内库存仍处于中性偏高区间，对现货价格形成持续压制。

图 8：港口原木库存结构

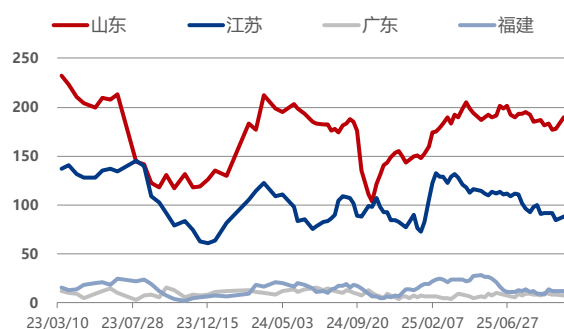
单位：万立方米



数据来源：银河期货，Mysteel

图 9：主要省份港口库存

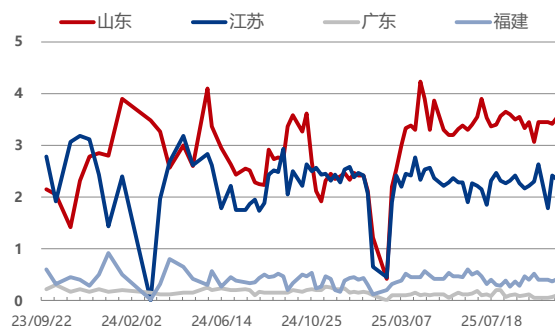
单位：万立方米



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，出库走低，需求偏弱

房地产需求：10 月商品房成交面积环比回落，30 城样本由 9 月高位下滑约 3%，房企新开工意愿仍处低谷，1-9 月房屋新开工面积累计同比-21%，拖累原木建筑口料消费；资金端看，百年建筑网样本工地资金到位率 59.6%，连续五周在 59%-60%区间徘徊，房建项目虽环比微增 0.8 个百分点至 52.8%，但绝对值仍低于荣枯线，且回款节奏慢、暂无赶工计划，导致木方订单同比-15%左右。城市分化明显：华东、西南头部央企项目资金略有改善，木方采购量小幅回升；华北受采暖季环保限产影响，施工强度提前下降，木方用量环比减少一成。整体来看，房地产对原木需求环比基本持平，同比仍降两成，旺季不旺特征突出，年底前的季节性回升高度有限。

原木出库量：港口出库量呈现“先扬后抑”走势，国庆后首周日均 6.56 万立方米，环比

增 9.7%，创 9 月以来高点；随后两周回落至 5.73 万和 6.32 万立方米，10 月全月平均 6.16 万立方米，低于 9 月均值 6.25 万，同比-11%。区域上，江苏贡献主要波动：节后太仓港因检疫放行加快，单周出库增幅达 35%，带动全国增量；山东库存高企且加工利润微薄，出库连续三周持平，日均 3.4 万立方米，可用天数仍超 45 天。南方港总体平稳，广东、福建出库量绝对值低，对总量影响有限。库存与到港错位导致“高到港+低出库”持续，10 月累计到港 175 万立方米，累计出库仅 171 万，库存净增 4 万立方米，可用天数维持 46 天，同比高 8 天，港口去库速度远慢于往年。除非 11 月基建资金集中拨付带动补库，否则出库量难以突破 7 万/日。

其他需求与政策变化：家具及包装材需求双双走弱。美国 10 月 14 日起对橱柜、浴室柜及软木原木分别加征 25%和 10%关税，长三角出口企业订单下滑 20-30%，直接削减口料（无节材、大 A）采购约 8-10 万立方米/月；国内“以旧换新”补贴在 9 月集中释放后，10 月家居卖场销售额环比回落，家具类零售总额同比虽增 16.2%，但加工端提前完成备货，对原木增量有限。造纸材方面，纸厂开工率 73%环比微增，但压价采购为主，3.8 米小 A 辐射松溢价不足 10 元，需求弹性低。政策层面，美国关税落地、欧盟对华硬木胶合板反倾销税率最高提至 86.8%，均抑制外需；国内广西财政拨付 1.27 亿元支持中幼林抚育，利好远期供应，但对短期需求无增量。综合看，除基建存在资金改善预期外，房地产、家具、出口三大板块需求环比均弱，11 月若无赶工刺激，原木总体消费量仍将低于去年同期一成左右。

第三部分后市展望及策略推荐

10 月原木供应端保持“外增内累”格局：新西兰 9 月发运 176.6 万方（+6%），10 月前四周离港 134 万方，同比仍高 8%，全月预计 175-180 万方，创年内新高；国内 13 港库存先累后降，月末 294 万方，同比高 22%，山东 184 万方占比 62%，可用天数 47 天，高于警戒值。

需求端总体“旺季不旺”：港口日均出库 6.16 万方，环比微降 1.4%，同比-11%；房地产资金到位率 59.6%徘徊，房建新开工累计-21%；美国 10 月 14 日起对软木、橱柜加征 10%-25%关税，长三角出口订单下滑。供强需弱导致库存去化缓慢，10 月累计到港 175 万 m³，出库 171 万 m³，库存净增 4 万 m³，基本面延续宽松。

估值方面：LG2601 当前处于贴水成本的低估状态。盘面显著低于山东仓单成本，同时较 11 月新西兰辐射松 CFR 报价折算的完税成本亦存在倒挂，成本端形成刚性支撑。但估值修复受基本面制约：港库存仍处高位，11 月供应压力或持续释放；需求端旺季不旺，日均出库量同比下滑，地产低迷与出口关税冲击下现货价格仅 750 元/方左右，且持仓量降至 1.6 万手，流动性不足削弱修复动力。整体看，估值低估提供底部安全垫，但供需弱格局限制上行空间。

【策略】

1. 单边：LG2601 依托 10 月价格下沿逢低做多，若库存再度大幅累积，少量逢高做空。
2. 套利：1-3 反套思路为主。
3. 期权：卖出 LG2501-C-800。

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