

目 录

强成本支撑，弱基本面，市场反弹乏力	2
第一部分 前言概要	2
【行情回顾】	2
.....	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、供给承压，库存延续累库态势	5
三、需求延续弱势，多板块支撑不足	9
第三部分后市展望及策略推荐	11
免责声明	12

强成本支撑，弱基本面，市场反弹乏力

第一部分 前言概要

【行情回顾】

供需基本面：供强需弱格局未改，库存持续累库。新西兰累计发运 157 万方（同比增速放缓），直发中国占比 81.5%；国内 13 港周均到港 45 万方，山东、江苏承接超 65% 货源。针叶原木总库存 295 万方，辐射松占比 82.4%，可用天数 45 天，供应压力仍存。需求：13 港日均出库 6.52 万方（环比微增 3.8%，同比降 9%-10%），区域分化明显；工地资金到位率 59.8%，房建新开工疲软，家具出口订单下滑，需求弱稳无亮点。整体供需错配延续，库存净增，宽松格局未变。

【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。但高库存、弱需求压制修复。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。.

另外，特别需要关注中日关系恶化可能带来的日本原木进口受限。日本是我国第二大针叶原木进口国，占比 7%-10%，如出意外，对市场冲击较大。

【策略推荐】

1. 单边：LG2601 依托 11 月价格下沿逢低做
2. 套利：观望。
3. 期权：观望。

风险提示：日本原木进口受限。

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，并不构成对客户的投资建议。



银河期货

第二部分 基本面情况

一、行情回顾

一、辐射松：外盘微涨难抵内需疲软，现货价格“稳中有降”

进口端与国产辐射松走势趋同，均呈现“外强内弱”格局，成品木方受终端需求拖累持续承压。进口端，11 月辐射松 CFR 主力价 116 美元/JAS 立方米，较 10 月上涨 1 美元，实现连续两月微涨，外商初始报价坚挺，但国内贸易商接船意愿低迷，月内外盘出现暗降调整，实际成交未达报价预期；国内现货价格稳中有落，山东日照港 3.9 米中 A 辐射松整月维持 750 元/立方米，周环比持续持平，但较去年同期下跌 50 元，同比跌幅 6.25%；江苏太仓港 4 米中 A 辐射松连续两周下调，由月初 770 元降至月末 750 元，累计跌幅 2.6%，同比同样下跌 6.25%，市场“明稳暗降”特征显著，贸易商让利换量成主流操作。

成品端，建筑木方需求疲软态势未改，山东、江苏市场 3000*40*90 辐射松木方整月均价 1260 元/立方米，较 10 月小幅回落，虽周度波动不大，但终端采购以零星订单为主，批量成交可谈空间扩大，“旺季不旺”的季节性需求下滑特征突出。

综上，11 月辐射松市场呈现“外盘微涨、现货下调”的格局，外盘上涨未能有效传导至国内，需求不足与库存压力成为制约价格的核心因素。

二、云杉/冷杉：现货价格坚挺抗跌，外盘小涨支撑成本

进口端与现货端形成良性联动，价格保持稳定且同比向好，成为 11 月原木市场的“抗跌品种”。进口端，11 月 11.8 米 20cm+ 云杉 CFR 价 126 欧元/JAS 立方米，较 10 月上涨 1 欧元，月环比涨幅 0.80%，外盘报价稳步上行支撑国内成本端；现货端，山东日照港 11.8 米 20cm+ 统货云杉原木整月维持 1180 元/立方米，周环比持续持平，较去年同期增加 100 元，同比上涨 9.26%，因港口大径级货源持续紧缺，市场供需格局相对均衡，价格坚挺抗跌。

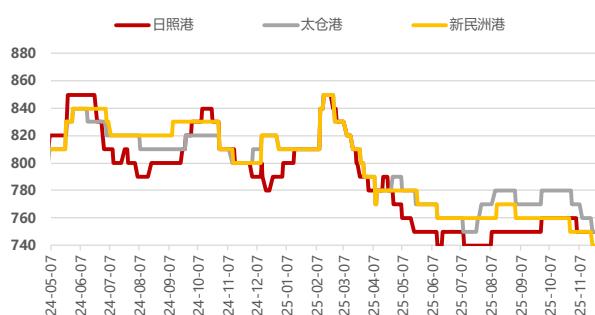
成品端，云杉/白松木方表现平稳，山东市场 3000*40*90 规格主流成交价 1830 元/立方米，江苏市场 1680 元/立方米，整月价格波动极小，仅江苏市场有 10 元小幅上调，环比涨幅 0.60%；受原料价格稳定与货源紧缺支撑，加工企业虽利润空间受一定压缩，但仍保持合理盈

利水平，优于辐射松品种。

综上，11 月云杉/冷杉市场呈现“外盘小涨、现货坚挺、供需均衡”的特征，货源紧缺成为价格核心支撑，成品木方价格稳定，市场表现优于辐射松，整体估值中性偏强。

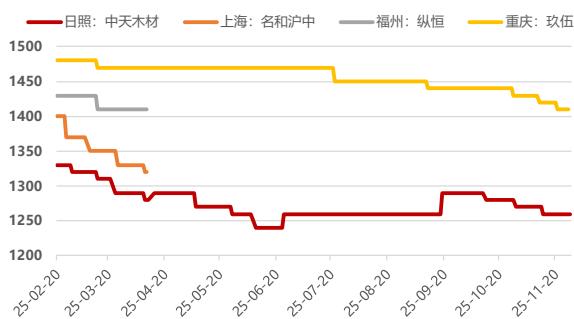
图 1：辐射松 3.8 中 A 价格

单位：元/立方



数据来源：银河期货，Mysteel

图 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 5：进口原木 CFR 价格 单位：美元、欧元



数据来源：银河期货，Mysteel

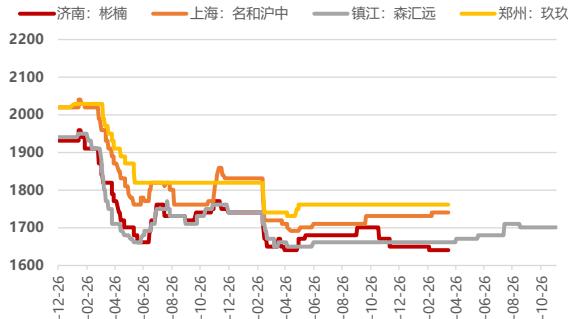
图 2：云杉、冷杉 11.8 米价格

单位：元/立方



数据来源：银河期货，Mysteel

图 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

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 11 月 21 日，大连商品交易所原木期货主力合约 LG2601 本月整体呈现“供需博弈主导、区间震荡收窄”的运行特征，价格逻辑从 10 月的“政策预期驱动”转向“现货基本面锚定”，核心受高成本与弱需求的矛盾制约，叠加交割流程验证后的基差收敛影响，全月波动幅度较上月明显收窄。

一、价格走势：先抑后稳，重心贴合现货。上旬承压下行（11.1-11.7）：受现货端“到港激增+需求下滑”双重冲击，主力合约 LG2601 从月初 788 元/立方米逐步下探至 775 元/立方米，单周跌幅 1.65%。中旬震荡整理（11.8-11.14）：随着现货到港量短期回落及外盘支撑，期货跌势放缓，主力合约在 772-782 元/立方米区间窄幅波动，价格锚定现货的特征显著。下旬窄幅企稳（11.15-11.21）：现货市场进入“弱平衡”状态产业套保盘入场增加，抑制了价格极端波动，市场等待 12 月海外发运季节性减量的潜在利好。

二、成交与持仓：规模稳步增长，产业参与深化。11 月原木期货成交与持仓延续上市以来的稳健扩张态势，成交持仓规模均创上市以来同期新高。

图 7：原木主力合约走势图

单位：元/立方米



数据来源：银河期货，Mysteel

二、供给承压，库存延续累库态势

一、海外发运：新西兰发运先降后升，直发中国占比稳定

11 月新西兰原木海外发运呈现“先抑后扬”节奏，整体发运量较 10 月同期回落，直发中国占比维持高位，反映出新西兰对中国市场依赖度仍未减弱。具体来看，11 月首周（11.1-11.7）新西兰港口原木离港 10 船 40 万方，环比减少 1 船但运量增加 1 万方；次周（11.8-11.14）发运节奏显著放缓，仅 7 船 28 万方，环比减少 3 船 12 万方，其中直发中国 6 船 25 万方，环比减少 3 船 11 万方；第三周（11.15-11.21）发运量大幅回升至 14 船 51 万方，环比增加 7 船 23 万方，直发中国 9 船 32 万方，环比增加 3 船 8 万方。

从月度维度看，11 月近 4 周新西兰原木累计发运 157 万方，较 10 月同期减少 38 万方，同比增速边际放缓；其中直发中国累计 128 万方，占同期总发运量的 81.5%，占比稳定。外盘层面，11 月辐射松 CFR 主力价 116 美元/JAS 立方米，月环比上涨 1 美元，但国内贸易商因“外盘高价+现货疲软”接船意愿低迷，部分外商出现暗降调整，导致订船节奏放缓。此外，新西兰至中国海运周期维持 18-22 天，短期发运量波动主要受国内库存压力与贸易商成本博弈影响，长期需关注 11 月海外发运的季节性减量趋势。

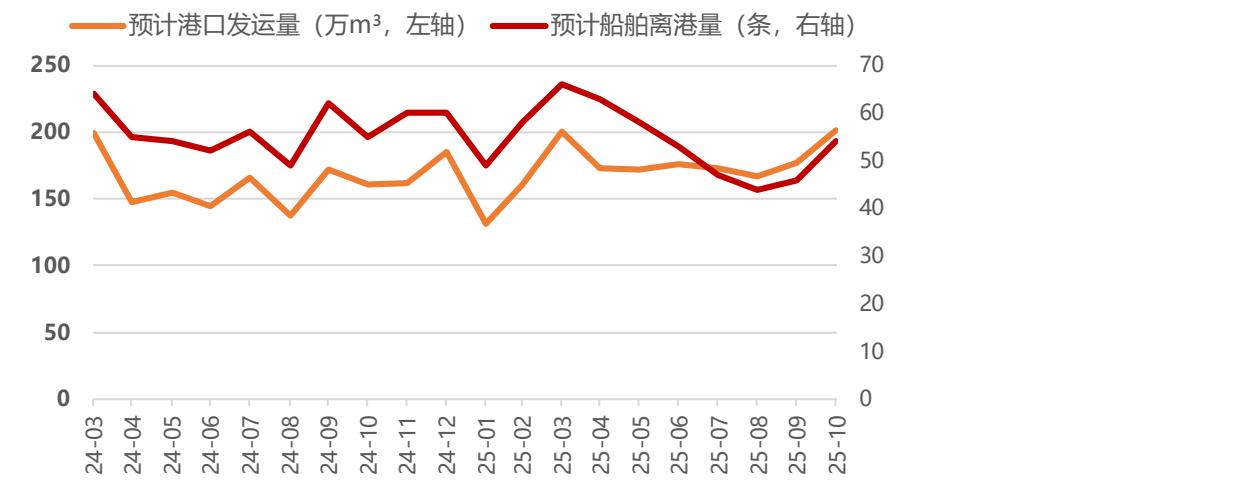
二、国内到港：月度到港量波动上行，区域集中于山东江苏

11 月中国 13 港新西兰原木到港量呈现“波动上行”特征，虽单周环比波动较大，但月度总量仍处年内中高位，且到港区域高度集中于山东、江苏两省。分周度来看，首周（11.3-11.9）13 港预到 17 条船，到港总量 57.1 万方，周环比增加 16%，主要因前期订船集中到港；次周（11.10-11.16）到港量显著回落，仅 10 条船 31.5 万方，周环比减少 40%，到港节奏阶段性放缓；第三周（11.17-11.23）到港量再度回升，13 条船 46.5 万方，周环比增加 48%，重回高位水平。

区域分布上，山东、江苏作为核心卸货区域，合计到港占比超 65%：第三周山东 4 港到港 14.1 万方，占当周到港总量的 30.3%；江苏 4 港到港 16.9 万方，占比 36.3%，两省凭借港口物流优势与下游加工需求，持续承接主要到港货源。从材种看，到港货源以辐射松为主，占比超 80%，云杉、花旗松占比不足 20%。尽管到港量波动上行，但国内终端需求疲软（13 港日均出库 6.56 万方，周环比-1.06%），到港货源难以快速消化，直接推动库存累库——截至 11 月 14 日，国内针叶原木总库存 295 万方，周环比+0.68%，辐射松库存 243 万方，周环比+0.83%，短期供应压力仍存。

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：总量持续累库，月末创阶段性高位

国内原木库存方面，11月整体呈现“持续累库、节奏先快后缓”的走势，月末针叶原木总库存较10月底显著增长，且辐射松作为主力材种，累库压力最为突出，区域库存结构分化明显。

从整体库存走势看，11月库存规模逐周攀升：截至10月31日（11月首周统计节点），国内针叶原木总库存288万方，较前一周增加4万方，周环比+1.41%，开启当月累库趋势；截至11月7日（11月次周），总库存升至293万方，较上周再增5万方，周环比增幅扩大至1.74%，累库速度加快；截至11月14日（11月第三周），总库存进一步增至295万方，较上周增加2万方，周环比+0.68%，累库节奏边际放缓，但仍创近期阶段性高位。从驱动因素看，累库主要源于“到港量波动上行+出库量环比下滑”的供需错配——11月第三周国内13港新西兰原木到港量达46.5万方（周环比+48%），而13港日均出库量降至6.56万方（周环比-1.06%），到港货源难以快速消化，直接推升库存规模。

分材质看，库存变化呈现“辐射松主导累库、云杉小幅增长、北美材持续下降”的分化特征：辐射松：作为库存主力，11月累库最为显著。截至10月31日库存236万方（周环比+1.72%），11月7日增至241万方（周环比+2.12%），11月14日进一步升至243万方（周环比+0.83%），月末库存占针叶原木总库存比重达82.4%，累库压力集中于该材种，主要因新西兰辐射松到港量占比超80%，且现货需求疲软导致去化缓慢；云杉/冷杉：库存小幅增长，截

至 11 月 14 日库存 21 万方，较 10 月 31 日（20 万方）增加 1 万方，周环比+5.00%，因港口大径级云杉货源紧缺，部分贸易商补库支撑库存小幅上升；北美材库存持续下降，截至 10 月 31 日库存 10 万方（周环比-9.09%），11 月 14 日降至 9 万方（周环比-10.00%），受美国原木进口政策调整及国内需求偏好变化影响，去化速度快于其他材种。

分区域看，库存分布呈现“山东、江苏持续累库，福建、河北、广东去化”的结构分化：山东 3 港：作为核心库存区域，11 月库存持续增长，截至 10 月 31 日 188.3 万方（周增 1.8 万方），11 月 7 日 191.5 万方（周增 3.2 万方），11 月 14 日 195.4 万方（周增 3.9 万方），月末库存占全国总库存比重达 66.2%，累库主要因该区域到港量占比超 30%，且下游加工需求未达预期；江苏 3 港：库存缓慢累库，截至 11 月 14 日 83.66 万方，较 10 月 31 日（82.26 万方）增加 1.4 万方，周环比增幅维持在 1% 左右，因该区域为辐射松木方主要加工基地，虽有一定需求支撑，但到港量同步增加，导致库存小幅上升；福建 3 港：库存大幅去化，截至 11 月 14 日 5.29 万方，较 10 月 31 日（6.96 万方）减少 1.68 万方，周环比-24%，因当地下游家具、造船需求阶段性释放，加速库存消化；

综合来看，11 月国内原木库存持续累库，且集中于辐射松及山东、江苏核心区域，高库存叠加弱需求对现货价格形成持续压制，贸易商“让利换量”成为常态。后续需关注 12 月新西兰发运季节性减量能否缓解到港压力，若出库量无明显改善，库存高位态势或延续。

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

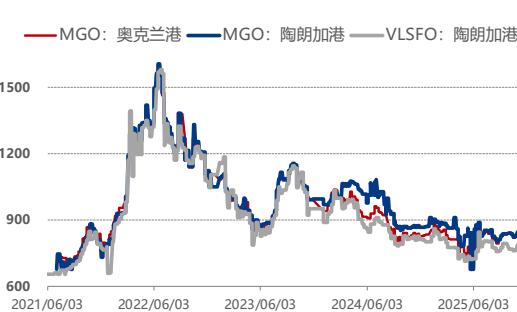
单位：万立方米



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、需求延续弱势，多板块支撑不足

一、房地产需求：资金略有改善但新开工乏力，建筑口料消费难有突破

11 月房地产对原木的需求仍处低位，虽资金端边际改善，但施工进度与新开工意愿未达预期，拖累建筑木方等核心需求。资金层面，据百年建筑调研，截至 11 月 11 日，样本建筑工地资金到位率 59.76%，周环比下降 0.06 个百分点，结束连续 3 周增长；截至 11 月 18 日，资金到位率回升至 59.8%，周环比微升 0.04 个百分点，其中非房建项目到位率 61.11%（环比 +0.05）、房建项目 53.29%（环比 +0.05），虽略有修复，但绝对值仍低于荣枯线，且回款节奏缓慢。施工层面，华东部分存量项目进度小幅加快，但新开工项目数量偏少，房企“以销定产”策略下，11 月建筑木方采购以零星补库为主，批量订单同比减少 12%-15%。区域分化持续：华东、华南依托央企基建项目，木方用量环比微增 3%-5%；华北受冬季低温影响，施工强度提前下降，木方采购量环比减少 8%-10%；东北已进入停工季，需求基本停滞。整体来看，11 月房地产对原木的需求环比持平，同比仍下降 18%-20%，“旺季不旺”特征显著，年底前季节性回升空间有限。

二、原木出库量：整体环比下滑，区域分化加剧

11 月国内 13 港原木日均出库量呈现“先升后降”走势，全月需求弱于 10 月，且区域间差异进一步扩大。分周度看，截至 11 月 7 日（11 月次周），13 港日均出库量 6.63 万方，较 10 月末（6.28 万方）环比增长 5.57%，主要得益于山东港口无节材提货需求支撑（山东 3 港日均出库 3.79 万方，环比 +18.81%）；但截至 11 月 14 日（11 月第三周），日均出库量回落至 6.56 万方，周环比下降 1.06%，需求疲软态势显现。从区域表现看：山东 3 港：出库由升转

降，第三周日均 3.67 万方，较次周减少 0.12 万方（环比-3.17%），因辐射松库存高企（243 万方）且加工利润微薄，贸易商提货意愿减弱；江苏 3 港：成为唯一增长区域，第三周日均 2.44 万方，较次周增加 0.16 万方（环比+7.02%），依托当地木方加工产业集群，补库需求小幅释放；

从全月维度看，11 月 13 港原木日均出库量约 6.52 万方，较 10 月均值（6.28 万方）微增 3.8%，但同比仍下降 9%-10%；且“高到港（月均 42 万方）+低出库”矛盾持续，导致库存进一步累库（月末 295 万方），港口原木可用天数维持在 45 天左右，同比增加 7 天，去库压力仍存。

三、其他需求与政策变化：家具出口承压，政策短期难改需求格局

11 月家具、出口等非房地产需求表现疲软，政策端以长期供给优化为主，对短期需求无直接提振。家具需求方面，据国家统计局数据，10 月家具类零售总额 179 亿元（同比+9.6%），1-10 月累计 1695 亿元（同比+19.9%），但零售端增长未传导至原木采购——9 月“以旧换新”补贴集中释放后，11 月家具企业备货基本完成，原木采购以按需补库为主，无节材、大 A 等口料用量环比减少 6%-8%；同时，美国对加拿大木材加征“232 条款”关税（成本增 25-30%），间接影响我国家具出口产业链，长三角家具出口企业订单环比下滑，进一步抑制原木需求。

出口与政策方面，外部环境压力仍存：加拿大木材因美国关税冲击，加速向中国、日本等市场转移，但国内贸易商因“外盘高价+现货疲软”接货意愿低，对需求拉动有限。政策端，11 月 17 日六部门发布《关于加快建设现代化国有林场的意见》，提出 2030 年单位面积森林蓄积量提高 5%，利好远期原木供应，但短期无需求刺激措施；此外，海关总署自 11 月 10 日起恢复美国原木进口，虽增加供应端选择，但未直接提升下游采购需求，反而加剧国内现货市场竞争。

综合来看，11 月原木需求呈现“房地产弱稳、出库微增、非地产承压”的格局，各板块均缺乏强力支撑，预计全月原木总消费量同比仍下降 8%-10%；若 12 月无集中赶工或政策刺激，需求弱势态势或延续。

第三部分后市展望及策略推荐

供需基本面：供强需弱格局未改，库存持续累库。新西兰累计发运 157 万方（同比增速放缓），直发中国占比 81.5%；国内 13 港周均到港 45 万方，山东、江苏承接超 65%货源。针叶原木总库存 295 万方，辐射松占比 82.4%，可用天数 45 天，供应压力仍存。需求：13 港日均出库 6.52 万方（环比微增 3.8%，同比降 9%-10%），区域分化明显；工地资金到位率 59.8%，房建新开工疲软，家具出口订单下滑，需求弱稳无亮点。整体供需错配延续，库存净增，宽松格局未变。

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。但高库存、弱需求压制修复。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。.

另外，特别需要关注中日关系恶化可能带来的日本原木进口受限。日本是我国第二大针叶原木进口国，占比 7%-10%，如出意外，对市场冲击较大。

【策略】

1. 单边：LG2601 依托 11 月价格下沿逢低做多。
2. 套利：观望。
3. 期权：观望。

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