

2024年11月18日

## 原木期货上市专题（2）：原木期货上市 首日合约解读及策略推荐

——软商品策略报告

**分析师：**

贾利军

从业资格证号：F0256916

投资咨询证号：Z0000671

电话：021-68757181

邮箱：jialj@qh168.com.cn

**联系人：**

郭泽洋

从业资格证号：F03136719

电话：021-68758820

邮箱：guozzy@qh168.com.cn

**解读要点：**

- **原木合约及交割规则：**原木期货于2024年11月18日正式上市交易，暂不开夜盘。该期货合约每手对应90立方米原木，报价单位为人民币/立方米，最小变动价位为0.5元/立方米。首批上市合约为LG2507、LG2509、LG2511，相较此前通知有所调整，涨跌停板幅度为6%（首日上调至12%），最低交易保证金比例为8%（正常为5%）。根据原木淡旺季趋势，LG2509预计为主力合约。原木期权将于2024年11月19日上市，预计行权价格范围约为上一交易日结算价的9%。
- **原木合约挂牌价情况：**原木期货采用统一挂牌价，LG2507、LG2509和LG2511的挂牌价均为810元/立方米，贴近现货市场价格上沿。目前，基准交割地山东市场辐射松报价为800元/方。在交割中，买方倾向选择较便宜的旧材，因此盘面现货基差应考虑折旧因素，目前2-3个月旧材贴水10-20元。
- **原木行情分析及首日策略推荐：**目前原木供应宽松，同时需求疲软，库存和现货价格在淡季压力明显。港口贸易商接货不理想，不少在途货船未找到买家，在途库存高企压低美金报价，现货价格存在下跌预期。期货挂牌价810元/方，高于现货报价，加上旧材交割折旧。因此，我们对原木持偏空判断，预计上市后会有一定跌幅，但因库存处于三年低位且进口成本支撑，下跌空间有限，预计750-770一线有较强支撑。操作方面偏空交易，推荐使用熊市价差结构低风险捕捉下跌行情，套利策略方面推荐07-09反套，捕获淡旺季价差扩大收益。

## 正文目录

<b>1. 专题概述</b> .....	<b>4</b>
<b>2. 原木期货、期权合约及相关规则</b> .....	<b>4</b>
2.1. 原木期货合约 .....	4
2.2. 原木期权合约 .....	5
<b>3. 原木交割基准品及升贴水</b> .....	<b>6</b>
3.1. 辐射松木材材种概述 .....	6
3.2. 基准交割品及升贴水情况 .....	7
3.3. 交割仓库及地区升贴水 .....	9
3.4. 交割制度和流程 .....	10
3.5. 仓单注册时效 .....	13
<b>4. 原木上市首日策略</b> .....	<b>13</b>
4.1. 挂牌价情况 .....	13
4.2. 原木行情分析 .....	13
4.3. 原木上市首日策略 .....	17

## 图表目录

图 1 大商所原木期货合约 .....	4
图 2 大商所原木期货合约收费标准 .....	5
图 3 大商所原木期权合约 .....	6
图 4 辐射松原木等级 .....	7
图 5 大商所原木期货交割品标准 .....	8
图 6 大商所原木期货各交割替代品标准及升贴水 .....	8
图 7 大商所原木期货交割外观扣价标准 .....	9
图 8 交割地点升贴水规则 .....	10
图 9 各省份辐射松进口占比 .....	10
图 10 原木交割检验流程 .....	11
图 11 原木交割检验费用标准 .....	11
图 12 大商所指定交割厂库 .....	12
图 13 大商所指定车板交割场所 .....	12
图 14 新西兰港口发运量与离港船数 .....	14
图 15 中国辐射松进口数量 .....	14
图 16 山东、江苏两省日均出库量 .....	15
图 17 国内各材种原木库存水平 .....	15
图 18 山东市场辐射松原木现货价格 .....	16
图 19 熊市看跌价差收益结构 .....	17

## 1. 专题概述

原木期货合约将于 2024 年 11 月 18 日（周一）起正式上市交易，上一期我们已经对原木的基础知识、产业链及供需现状进行了详细的介绍。本周，大连商品交易所公布了原木合约的挂牌价、交割地区及相关费用标准等情况，我们将针对这些信息进一步梳理原木期货合约的相关情况，并分析原木合约上市首日行情及交易策略。

## 2. 原木期货、期权合约及相关规则

### 2.1. 原木期货合约

根据大商所的相关通知，原木期货将于 2024 年 11 月 18 日（周一）起正式上市交易，目前暂时不开设夜盘交易。大连商品交易所的原木期货合约以原木为交易品种，每手合约对应 90 立方米的原木，报价单位为人民币/立方米，最小变动价位为 0.5 元/立方米。首批上市的三个合约分别为 LG2507、LG2509、LG2511，这三个新合约部分交易规则相较于大商所 10 月 25 日发布的通知有一定变动。在涨跌停板幅度上，正常合约为上一交易日结算价的 4%，首批上市三个合约涨跌停幅度为 6%，且上市首日上调至 12%。另外，首批三个合约的最低交易保证金比例由正常的 5% 上调至 8%。根据原木价格的趋势来看，9 月为传统旺季，因此首个主力合约有较大可能为 LG2509。

图 1 大商所原木期货合约

项目	大连商品交易所原木期货合约
交易品种	原木
交易单位	90 立方米/手
报价单位	元（人民币）/立方米
最小变动价位	0.5 元/立方米
涨跌停板幅度	上一交易日结算价的 4% <b>（新上市三个合约为6%，上市首日上调到12%）</b>
合约月份	1, 3, 5, 7, 9, 11 月
交易时间	上午 9:00-11:30，下午 13:30-15:00，以及交易所规定的其他交易时间
最后交易日	合约月份倒数第 4 个交易日
最后交割日	最后交易日后第 3 个交易日
交割品级	大连商品交易所原木交割质量标准（F/DCE LG001-2024）
交割地点	大连商品交易所指定交割仓库，指定车板交割场所
最低交易保证金	合约价值的 5% <b>（新上市三个合约为8%）</b>
交割方式	实物交割
交易代码	LG
上市交易所	大连商品交易所

资料来源：大商所资料，东海期货研究所

交割品级标准参考大连商品交易所原木交割质量标准（F/DCE LG001-2024），交割地点则为大商所指定的交割仓库和车板交割场所。原木期货申报费如下图按日收取，依据申报信息量及报单成交比（OTR）收取不同档次的费用。申报费按合约计算，费用公式为：合约申报费 =  $\sum$ （客户或非期货公司会员当日在合约上各档位信息量  $\times$  该档位收费标准）。其中，信息量 = 报单笔数 + 撤单笔数，报单成交比（OTR）= 信息量 / 有成交报单笔数 - 1。同一客户在不同期货公司会员处开立多个交易编码，或具有实际控制关系的客户，其报单和撤单笔数等指标合并计算。此外，原木期货合约参与组合保证金优惠政策。

**图 2 大商所原木期货合约收费标准**

信息量及OTR条件	收费标准（元/笔）
信息量 $\leq$ 4000笔	0
4000笔 < 信息量 $\leq$ 8000笔；OTR $\leq$ 2	0
4000笔 < 信息量 $\leq$ 8000笔；OTR > 2	1
信息量 > 8000笔；OTR $\leq$ 2	2
信息量 > 8000笔；OTR > 2	5

资料来源：大商所资料，东海期货研究所

## 2.2.原木期权合约

原木期权将紧随其后于 2024 年 11 月 19 日正式上市，对标期货合约包括 LG2507、LG2509 和 LG2511 合约。根据首批上市的合约的涨停板幅度 6% 测算，首批原木期权的行权价格范围约为上一交易日结算价的 9%。在上市首日，交易时间为 8:55-9:00 的集合竞价后开盘。原木期权合约的挂牌基准价基于 BAW 美式期权定价模型设定，参考了最新一年期定期存款利率及原木现货价格历史波动率。挂牌基准价将在前一个交易日结算后发布，可通过大商所会员服务系统及官方网站查询。在交易与行权规则方面，目前每次最大下单数量设定为 1000 手。客户在交易日和到期日的交易时间内可提交行权、双向对冲平仓等申请，并在到期日内选择取消期权自动行权。此外，在持仓限额与保证金上，原木期权的持仓限额为 1500 手，且独立于原木期货限仓管理。2024 年 11 月 19 日起，LG2507 期权合约参与组合保证金优惠政策，降低持仓成本。原木期权的交易手续费为 1 元/手，行权手续费与交易手续费相同，套期保值交易手续费为 0.5 元/手。此外，原木期权合约按申报费标准收取相关费用，依据报单及撤单笔数、成交比例等统计，收费标准从 0 至 5 元不等。另外，原木期权交易引进了做市商制度，非做市商可在指定合约上向做市商询价。同一交易编码每日最多询价 200 次，单一合约的询价间隔不低于 60 秒。

图 3 大商所原木期权合约

合约标的物	原木期货合约
合约类型	看涨期权、看跌期权
交易单位	1 手（90 立方米）原木期货合约
报价单位	元（人民币）/立方米
最小变动价位	0.25 元/立方米
涨跌停板幅度	与标的期货合约涨跌停板幅度相同
合约月份	1、3、5、7、9、11 月
交易时间	上午 9:00-11:30，下午 13:30-15:00，以及交易所规定的其他交易时间
最后交易日	标的期货合约交割月份前一个月的第 12 个交易日，交易所可以根据国家法定节假日调整最后交易日
到期日	同最后交易日
行权方式	美式，买方可以在到期日之前任一交易日的交易时间，以及到期日 15:30 之前提交行权申请
交易代码	看涨期权：LG-合约月份-C-行权价格 看跌期权：LG-合约月份-P-行权价格
上市交易所	大连商品交易所

资料来源：大商所资料，东海期货研究所

## 3. 原木交割基准品及升贴水

### 3.1. 辐射松木材材种概述

辐射松是一种广泛应用的针叶木材，以其优异的生长速度和木材特性在全球木材市场中占有重要地位。根据木材的特性、直径及用途，辐射松可划分为多种材种，包括无节材、纸浆材、工业材（KI 材、K 材）、以及不同规格的 A 材（小 A 材、中 A 材、大 A 材）。这些材种分别适用于家具、乐器、建筑、纸浆和工业制造等多个领域，不同材种的特性决定了其在特定行业中的应用。

无节材是辐射松中最优质的材种，一般取自辐射松的最下端。其木材表面节子极小或基本没有，木材外观平整。因其外观良好、木质均匀，无节材主要用于高端家具和乐器制造。无节材的价格在所有等级的材种中是最高的，值得注意的是，在大商所交割品的规则下，无节材本身并不因其优质的材面获得升水补偿，因此除市场极端情况，实际交割中基本不考虑无节材。A 材则是建筑用材的标准原材料，一般取自辐射松的中下段。根据检尺径大小，A 材通常被分为大 A(>40cm)、中 A(40cm)以及小 A(30cm)。其中，大 A 材是辐射松中的高质量段，树木的直径大且形状笔直，木材结构坚固无比，其直径通常大于 40 厘米，适合用于

高强度的建筑结构件及部分家具制造。中 A 材稍次于大 A，具有较少的枝枯，木材结构坚固，主要用于建筑行业的结构件，较适合对承重要求较高的应用，如柱、梁等大型结构件。小 A 材的检尺径较前两个品级小一些，直径约为 30 厘米，主要适用于建筑结构中的口料材料，用于梁柱等中小型结构件的制造。另外，相比 A 类材种，K 材和 KI 材为辐射松质量一般的部分，位于整树的中上段。该类材种带有较大且突出节疤，平均检尺径较小，适用于一般建筑和工业应用，主要用于托木、建筑材料、胶合板和木质托盘等中低端应用。不过，部分 K 材也可以满足交割品的标准。纸浆材通常取自树木上方较细的树段或顶端树枝部分，其不具备高强度的结构性能，故用于制造各种纸浆产品，如新闻纸、书写纸、包装纸等。纸浆材由于纤维均匀且长度适中，适合用于制浆工艺，是造纸行业的重要原料。纸浆材相较 K 类材种检尺径更小，通常不到 20cm，因此完全不满足交割品的品级标准。

**图 4 辐射松原木等级**

等级	特征描述	直径 (cm)	主要用途
无节材(P材)	材面节子很小或无节子的材料	>30	声乐器具、木制家具
大A材	带少量枝枯且圆润笔直的优质材段	>40	建筑口料、木制家具
中A材		40	建筑口料
小A材	辐射松整棵树的树段	30	建筑口料
K材	材质较为一般的树段	30	建筑、胶合板、木质托盘、枕木
KI材		20-30	
纸浆材(KIS材)	上方较细树段或顶端树枝材	<20	纸浆

资料来源：大商所，东海期货研究所

### 3.2. 基准交割品及升贴水情况

根据辐射松材种的等级介绍，原木基准品的对标物即辐射松现货贸易中俗称的 4 米中 A 材。其材长在 3.85 米至 5.8 米之间，检尺径在一个检验批次内达到 36 至 46 厘米，平均检尺径为 46 厘米，单根不得小于 28 厘米。外观方面，节子直径应不超过检尺径的 50%。边材和心材腐朽的深度和直径则分别不得超过 3 厘米。此外，翘裂和环裂的宽度均应小于 3 毫米，延伸长度分别不超过 3 厘米，以确保木材质量和应用的适用性。

图5 大商所原木期货交割品标准

项目	允许范围
树种	辐射松
材长	$3.85\text{m} \leq \text{材长} < 5.8\text{m}$
检尺径	在一个检验批次内, $36\text{cm} \leq \text{平均检尺径} < 46\text{cm}$ , 单根检尺径 $\geq 28\text{cm}$
外观缺陷	节子: 每个节子直径与该原木检尺径的百分比 $\leq 50\%$
	边材腐朽: 边腐径向深度 $\leq 3\text{cm}$
	心材腐朽: 心腐直径 $\leq 3\text{cm}$
	翘裂: 宽度 $\geq 3\text{mm}$ 的, 深层向中长延伸 $\leq 3\text{cm}$
	环裂: 宽度 $\geq 3\text{mm}$ 的, 沿原木材长延伸 $\leq 3\text{cm}$

资料来源: 大商所, 东海期货研究所

为避免由于标准品交割限制所导致的逼仓行情, 进一步提高产业端参与程度, 除辐射松外, 大商所允许其他种类的针叶原木参与交割, 并根据不同树种设立了升贴水标准以适应市场价格差异。其中, 云杉、冷杉由于其材长优势普遍比辐射松贵 200-300 元/立方米不等, 因此 100 元/立方米的升水并不能覆盖其现货的价差, 预计在后期交割中大概率不会有此类树种的出现。此外, 以火炬松为代表的其他针叶树种在目前现货市场中普遍低于辐射松价格, 例如, 在 2021 年原木出现大行情时, 市场供需错配, 有部分贸易商从乌拉圭进口火炬松以填补需求缺口。正常情况下, 火炬松由于其较差的外观质量容易引起质量争议, 且降低检验效率, 故对此项设置 200 元/m<sup>3</sup>的贴水。值得注意的是, 在大商所的交割标准中, 若为辐射松、云杉、冷杉等树种, 一个批次内必须为同一树种。但是若使用火炬松和其他针叶原木, 则可采取混合树种交割的模式。

图6 大商所原木期货各交割替代品标准及升贴水

项目	允许范围	升贴水
树种	云杉	+100 元/立方米
	冷杉	+100 元/立方米
	铁杉	0 元/立方米
	柳杉	0 元/立方米
	杉木	0 元/立方米
	樟子松	0 元/立方米
	花旗松	0 元/立方米
	马尾松	0 元/立方米
	火炬松等其他针叶原木	-200 元/立方米
	材长	$5.8\text{m} \leq \text{材长} < 11.7\text{m}$
材长 $\geq 11.7\text{m}$		+150 元/立方米
检尺径	在一个检验批次内, $26\text{cm} \leq \text{平均检尺径} < 36\text{cm}$ , 单根检尺径 $\geq 18\text{cm}$	-50 元/立方米
	在一个检验批次内, 平均检尺径 $\geq 46\text{cm}$ , 单根检尺径 $\geq 38\text{cm}$	+50 元/立方米

资料来源: 大商所, 东海期货研究所

此外, 针对不同等级的材种, 交易所也分别设定了对应的升贴水标准以提高原木交割的灵活性。交割标准显示较大材长的原木分别有 50-150 元/立方米不等的升水补偿, 此外, 对于检

尺径较短的木材，即平均检尺径在 26cm 至 36cm，且单根检尺径  $\geq 18\text{cm}$ ，需要承担 50 元/立方米的贴水成本。若在一个检验批次内的平均检尺径  $\geq 46\text{cm}$ ，且单根检尺径  $\geq 38\text{cm}$ ，则会给予额外 50 元/立方米的升水补偿。同时，针对节子、边心材腐朽、开裂以及环裂等外观指标，交易所规定了 50-250 元不等的扣价标准。

**图 7 大商所原木期货交割外观扣价标准**

项目	标准品	替代品	扣价
节子	每个节子直径占该根原木检尺径的百分比 $\leq 50\%$	任一节子直径占该根原木检尺径的百分比 $> 50\%$	单根扣价 50元
边材腐朽	边腐径的深度 $\leq 3\text{cm}$	边腐径的深度 $> 3\text{cm}$	单根扣价 150元
心材腐朽	心腐直径 $\leq 3\text{cm}$	心腐直径 $> 3\text{cm}$	单根扣价 250元
干裂	宽度 $\geq 3\text{mm}$ 的，深度向中心延长 $\leq 3\text{cm}$	宽度 $\geq 3\text{mm}$ 的，深度向中心延长 $> 3\text{cm}$	单根扣价 150元
环裂	宽度 $\geq 3\text{mm}$ 的，沿原木材长延伸 $\leq 3\text{cm}$	宽度 $\geq 3\text{mm}$ 的，沿原木材长延伸 $> 3\text{cm}$	单根扣价 250元

资料来源：大商所，东海期货研究所

### 3.3. 交割仓库及地区升贴水

在交割地选择上，由于针叶原木大部分以进口为主，所以大部分的交割地都设置在沿海地区，从海南一直到山东、河北。其中，山东的日照港和青岛港被设定为基准交割地，不产生升贴水。江苏、河北、福建、广东、广西及海南等地的交割价格与基准地保持一致，升贴水为 0 元/吨。在所以交割地区中，只有重庆由于其较远的地理位置以及运输成本等因素额外设置交割升水 100 元/吨。

根据统计数据，以上交割地已经基本涵盖国内原木的主要进口地，其进口量总占比将近 80%。其中，江苏和山东为最大的进口省份，分别占 32%和 22%的进口量，而福建和广东各占 5%。天津、河北、广西分别占 3%，重庆和海南的进口量相对占比较低，分别为 2%和 1.5%。以上地区的针叶原木市场基本可以代表国内进口市场的整体情况，这些地区的现货价的变动对于国内原木的总体价格以及大商所的盘面价格有直接影响。

图8 交割地点升贴水规则

省份	升贴水(元/吨)	地点	升贴水(元/吨)
山东	基准交割地	日照	-
		青岛	-
江苏	-	太仓	0
		镇江	0
河北	-	曹妃甸	0
		天津	0
福建	-	漳州	0
广东	-	东莞	0
重庆	-	重庆	100
广西	-	钦州	0
海南	-	洋浦	0

资料来源：大商所，东海期货研究所

图9 各省份辐射松进口占比

省份	进口量(万m <sup>3</sup> )	进口量占比
山东	680	22%
江苏	1000	32%
福建	170	5%
广东	170	5%
天津	85	3%
河北	85	3%
广西	85	3%
重庆	55	2%
海南	45	1.50%
总计	2375	76.50%

资料来源：Wind，东海期货研究所

### 3.4.交割制度和流程

原木交割采取了“车板交割”与“厂库交割”两种并行的交割方式。厂库作为交割场所，能减少检验的成本，且厂库作为贸易商可以有效把控货物质量，减少交割纠纷。车板交割的引入则增加了交割的灵活性，为原木产品的供应链提供了更多的交割选择，进一步提升了市场的流动性。由于原木产品的特性，其检验成本高且容易在进出库时产生二次检验误差。因此不设置仓库交割的模式。

以下为大商所原木期货交割的厂库实物交割流程（参考模拟交割），在原木货物在到达港口后，进入厂库交割流程的第一步，即货物的初始接收和清点。原木在交割场地进行确认，此场地应符合交割标准的要求，以确保产品的质量 and 存储环境的适合性。在交割当日，买卖双方对货物进行联合检查，就货物状况进行协商。若发现明显开裂等质量问题，双方可共同决定是否继续进入装货流程。接下来，质检机构会通过智能化手段对原木进行检验，系统能自动获取原木的各项关键数据，如径级等，显著提升质检效率与准确性。智能检验提高了流程的效率，并减少了人为误差的可能性。在质检机构检验完成之后，大商所增设挑战检验环节，由买家对每手原木进行观察，并针对原木的树种、检尺径、材长、外观等指标提出挑战，每手有三次机会。挑战环节结束，双方都无异议则对原木进行装货结算，平板自动出具结算单，并根据大商所标准计算原木材积以及升贴水。

图 10 原木交割检验流程

检验项目	检验数量	检验结果	处理方式
树种检验	3根	三根均为阔叶原木	厂库或卖方支付赔偿金，该批次终止出库
		至少一根为针叶原木	买方可就其他项目继续提出检验，该批次继续交割
		三根均符合质量标准说明	货主不得再对该批次原木的形态、材长、节子、边材、心材腐朽、翘裂或环裂提出检验申请
外观检验	≤3根	三根均不符合质量标准说明	该批次原木交割终止
		单根不符合质量标准说明	1. 检尺径不符合质量标准，不计入批次总材积；符合标准但不符合该批次最低检尺径要求，计入批次总材积 2. 材长不符合质量标准，不计入批次总材积；符合标准但不符合质量说明的，重新检验材积，并结算升贴水 3. 外观缺陷不符合质量标准，按缺陷结算升贴水 4. 形态不符合质量标准，不计入批次总材积。
		三根均符合标准	货主不得就外观指标对该批次货物进行检验申请

资料来源：大商所资料，东海期货研究所

挑战检验的规则如上图所示，在一个检验批次内，如果买方对三根原木提交树种检验，若全部三根均为阔叶原木则该批次原木交割终止，厂库/卖方罚款 20%且由卖方承担所有树种检验费用。若至少一根为针叶原木则该批次原木的其他项目检验正常进行，卖方赔偿金额为 200 元/根。此外，买方可在同一批次中对形态、材长、节子、边材腐朽、心材腐朽、纵裂或环裂等一项缺陷提出挑战检验申请，若挑战成功则不计入次数。对于不符合交割质量标准的原木，形态、材长或外观缺陷的检验结果将不计入总材积计算。若三根原木检验结果均不符合质量说明，则交割终止，相关费用由卖方负担。原木价款计算公式为：原木价格 + 指定车板交割场所的升贴水 + 树种升贴水 + 材长升贴水 + 检尺径升贴水，乘以单根原木材积。

图 11 原木交割检验费用标准

质检机构检验费用标准			
序号	检验项目	检验费用	备注
1	形态、材长、外观缺陷	20元/次	检验费用根据《大连商品交易所原木业务细则》相关规定由相关市场主体承担
2	针叶树种与阔叶树种区分	200元/根	
3	具体针叶树种区分	3000元/根	

资料来源：大商所，东海期货研究所

目前大商所指定了两家专业质检机构，一家是位于山东青岛的中国检验认证集团山东有限公司，另一家则位于江苏苏州港。在质检费用标准方面，原木的检验费用分为三类：首先，形态、材长及外观缺陷检验费用为 20 元/次，主要用于检查原木表面是否存在裂纹、腐朽等缺陷；其次，针叶树种与阔叶树种的区分费用为 200 元/根，以确保树种符合交割标准；最

后，具体针叶树种的进一步区分费用为 3000 元/根，适用于精确判定原木树种是否符合交割质量说明。这些费用标准依据《大连商品交易所原木期货业务细则》执行，由相关市场主体根据实际情况承担。

图 12 大商所指定交割厂库

大连商品交易所原木指定交割仓库名录（指定厂库）			
序号	仓库名称	标准仓单最大量（立方米）	日发货速度（立方米/天）
1	浙江物产森华集团有限公司	40500	2700
2	江苏汇鸿国际集团中锦控股有限公司	40500	2700
3	浙江凯德嘉瑞国际贸易有限公司	40500	2700
4	山东隆盛进出口有限公司	81000	5400
5	浙江长兴北新林业有限公司	81000	5400
6	湖北福汉木业（集团）发展有限责任公司	81000	5400
7	北新国际木业有限公司	40500	2700

资料来源：大商所，东海期货研究所

图 13 大商所指定车板交割场所

大连商品交易所原木指定车板交割场所名录			
序号	指定车板交割场所名称	每日最大可交割数量（立方米）	与基准库升贴水
1	日照临港国际物流有限公司	5400	0
2	中林青港供应链有限公司	5400	0
3	太仓鑫海港口开发有限公司	2700	0
4	东莞港国际集装箱码头有限公司	2700	0
5	重庆珞璜港务有限公司	2700	100
6	中国外运华中有限公司	2700	0
7	广西钦州保税港区炬申国际物流有限公司	1350	0

资料来源：大商所，东海期货研究所

根据大连商品交易所发布的原木期货交割仓库及车板交割场所名单，目前共有 7 家指定厂库和 7 家指定车板交割场所，主要集中在原木加工和消费集中的地区。其中，交割厂库包括浙江物产森华集团有限公司、江苏苏润国际集团冶金有限公司、浙江凯德嘉源国际贸易有限公司等，单库最大库容量从 40500 立方米到 81000 立方米不等，日交接速度则在 2700 立方米至 5400 立方米之间，均不收取与基准库的升贴水。车板交割方面，指定场所包括日照临港国际物流有限公司、中林青港供应链有限公司、大连鑫海港口开发有限公司等，日最大交割数量在 1350 立方米至 5400 立方米之间。其中，位于重庆的珞璜港务有限公司由于其地理位置所带来的额外运输成本，交易所给予其 100 元/立方米的升水补偿。交割仓库和场所主要集中于木材集散地及港口城市，如日照、重庆、大连等地，能够满足较广区域的交割需求，充分发挥辐射能力，契合了原木贸易的产业集中化特点。

根据大连商品交易所的原木期货交割费用标准，交割涉及出库费、装卸费、仓储费、保管费及手续费等多个方面。出库费用在指定仓库内为 0 元/立方米，车板交割场所的装卸费用为 10 元/立方米，涵盖卸车及铺地检验等操作。仓储费和保管费均为 0.6 元/立方米/天，适用于在库期间的日常存放和买方未及时接收情况下的保管需求。交割手续费及标准仓单转让货款收付手续费均为 0.2 元/立方米，但目前暂不收取，旨在降低交割成本，提升市场流动性。总体来看，大商所对原木期货交割的费用标准设置合理，涵盖了各类交割场景的成本，

同时通过减免部分费用降低了交割负担，旨在提高市场参与度和交割效率。各项费用的设置既保障了仓库与交割场所的运营需求，又在一定程度上维护了买卖双方的权益。

### 3.5. 仓单注册时效

由于原木产品本身的特性，其储存周期相对较短，在存放三个月后质量就开始出现衰减，5个月后该风险大幅增加。因此，大商所规定原木的仓单有效期为4个月，参与交割配对的，配对过户后即进行注销，未参与交割配对的，则应当在相应标准仓单在每年的3、7、11月份最后交割日前（含当日）应当进行标准仓单注销。这一规定有利于释放厂库的交割能力，确保不会影响下月的交割安排。对于买方而言，4个月的有效期限保证了接收的原木产品品质，增强了交易的安全性与可靠性。同时，仓单的有效期限限制也帮助生产企业合理管理库存，保障交割流程的顺畅进行。

## 4. 原木上市首日策略

### 4.1. 挂牌价情况

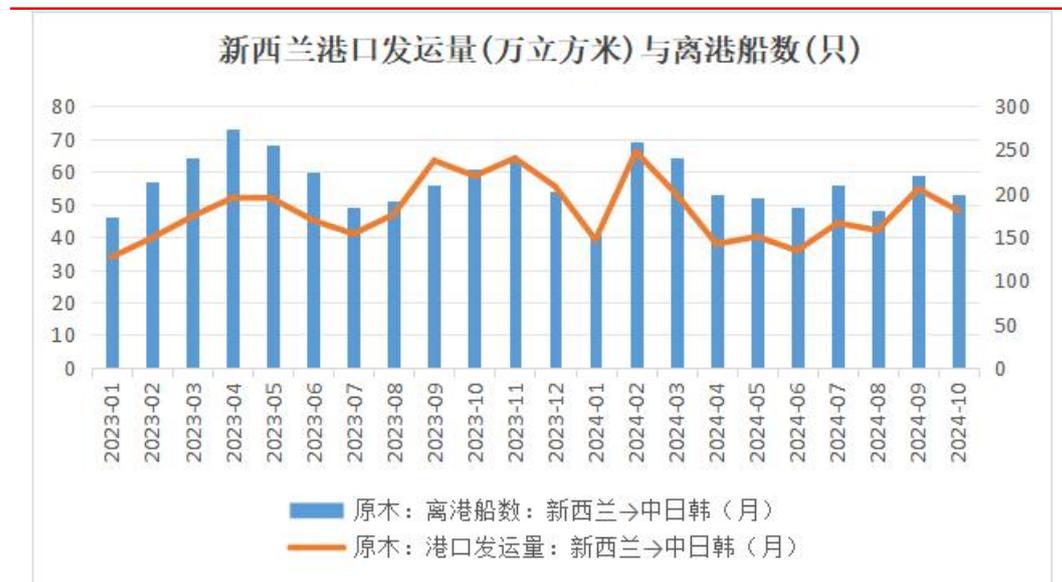
根据《大连商品交易所交易规则》等有关规定，原木期货的挂牌价采取了统一挂牌价的形式，即LG2507、LG2509以及LG2511合约的挂牌价均为810元/立方米，目前基准交割地山东市场辐射松3.9m中A的报价为800元/方。该挂牌价较为贴近当前现货市场价格，处于现货市场价的偏上沿，可能是考虑到给产业一定的套保空间。此外，由于原木较短的储存周期使其存在折旧情况，目前市场2-3个月的旧货平均还面临10-20元的贴水。在商品交割过程中，买方往往会在没有升贴水限制的条件下尽量选择较差或价格便宜的货品，原木期货的交割也会遵照这项原则，因此，大概率最终进入盘面交割的辐射松为2-3个月临期的旧材，因此在估算交割成本时，还需要对交割商品进行10-20元的折旧处理。

### 4.2. 原木行情分析

供应端方面，经相关研究表明新西兰原木从离港发运到进口到国内大概的时长约为2个月，因此，新西兰的港口发运量为国内新西兰进口数据的领先指标。根据钢联提供的数据，近两个月新西兰的发运量均低于去年同期水平。其中，今年九月和十月的新西兰港口发运量（中日韩）分别为205万方和179.9万方，而去年同期为237.4万方和219.7万方。但与此同时，拉长时间维度来看，当前的发运量维仍处于近五年中等略高的水平。此外，中国辐射松的月度进口数量表明近期的进口数量维持在近五年平均值附近。

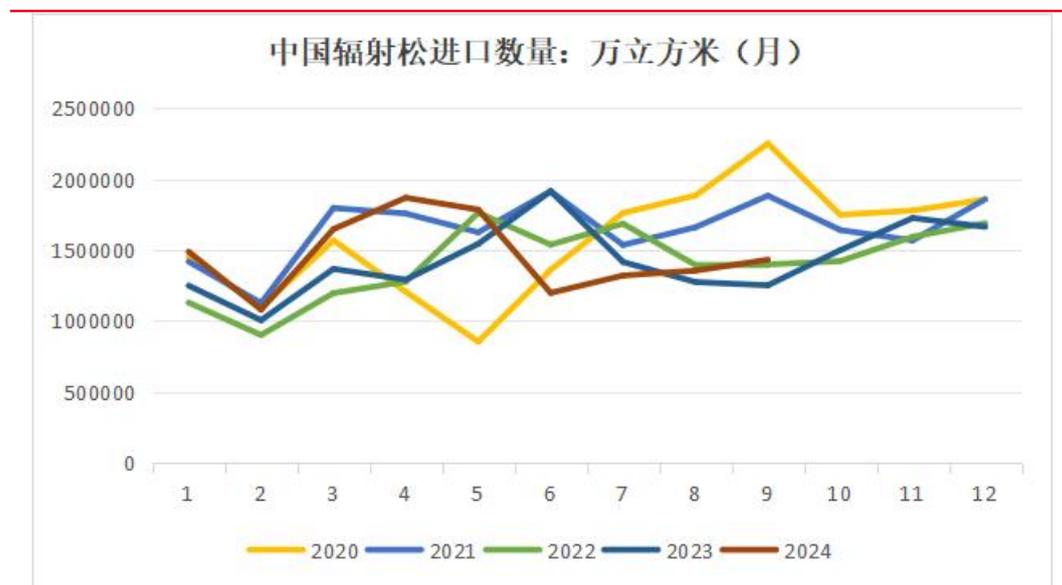
根据近两年中国辐射松进口与新西兰中日韩出口量的数据，我们计算了中国占发运量的平均值约为 83%。因此，我们预估今年中国 11 月及 12 月的辐射松进口量大约为 170 万方和 148 万方，相较于近五年的平均进口量 150.9 万方依然维持中等偏上的水平

图 14 新西兰港口发运量与离港船数



资料来源：钢联，东海期货研究所

图 15 中国辐射松进口数量

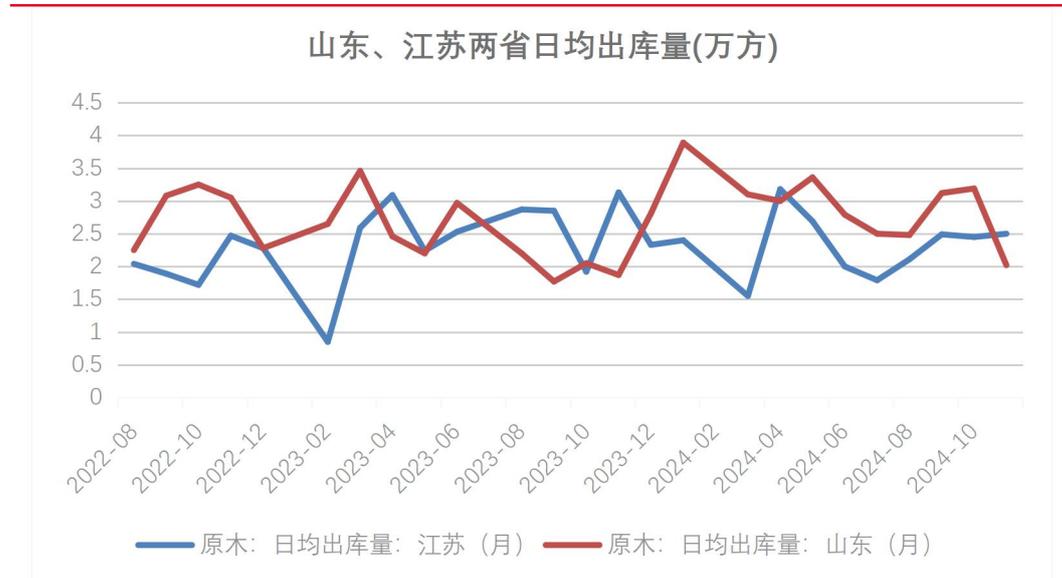


资料来源：钢联，东海期货研究所

需求方面，2024 年全年原木的总体需求处于近两年来的平均区间，尚未出现明显下滑趋势。随着九月下旬由于房地产利好政策陆续出台，原木的需求有阶段性的上涨，山东、江苏等地的现货市场出货量有明显提升，且现货价格也水涨船高。但随着金九银十的传统旺季的结束，原木市场自十月下旬开始出货量即出现明显下滑，山东地区的出货量在进入 11 月

份回落明显, 10. 18 号当周日均出货量尚有 3. 62 万方, 在随后的三周内持续下滑, 截至 11. 8, 山东地区当周日均出货量降低至 1. 92 万方。

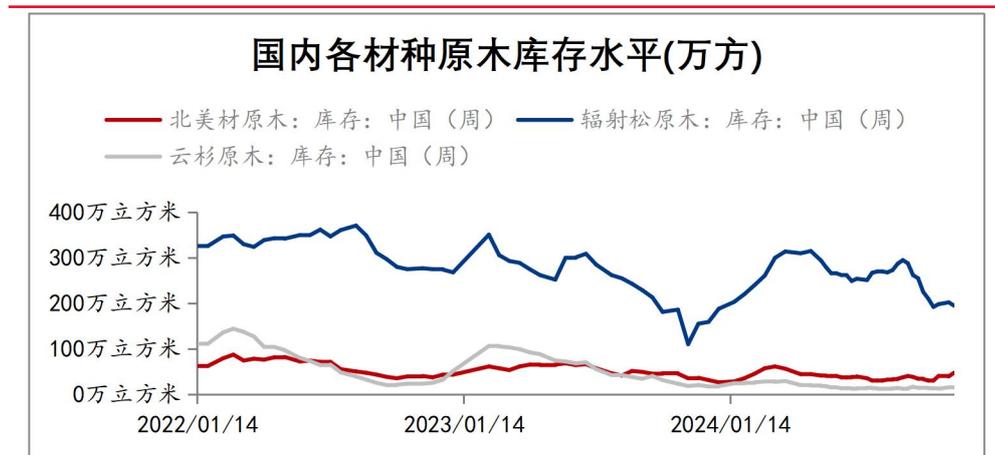
图 16 山东、江苏两省日均出库量



资料来源: 钢联, 东海期货研究所

随着传统旺季带来的需求增长, 原木库存在十月份有一波很明显的去库趋势。以辐射松为例, 其库存从峰值的 9 月 6 号的 295 万方快速下降至 10 月 18 日的 192 万方, 降幅达到 35%。但进入十一月后, 原木的去库趋势戛然而止并开始出现小幅累库的趋势, 截至 11 月 15 号, 辐射松的库存为 195 万方, 较 10 月 18 日的低点略微增加, 北美原木则累库明显, 从 30 万方增加至 47 万方。拉长时间维度来看, 当前原木的库存仍处于 3 年来的低位区间, 从原木传统的淡旺季消费趋势来看, 其在金九银十结束后往往会出现一定程度的累库。

图 17 国内各材种原木库存水平



资料来源: 钢联, 东海期货研究所

出货量的减少叠加累库趋势的出现使得辐射松的现货报价开始出现回落。以山东市场为例，其辐射松 3.9m 中 A 的报价从 10 月中旬的峰值 840 元/方持续回落，截至 11 月 15 日，其现货市场报价为 800 元/方。

图 18 山东市场辐射松原木现货价格



资料来源：钢联，东海期货研究所

总体来看，目前原木的供应端相对宽松，但需求侧的疲软使得原木库存和现货价格在进入淡季以后明显承压。目前港口端，贸易商仍处于亏损边缘，接货情况不理想，不少在途货船仍未找到中国买家，在途库存的高企使得美金报价持续承压，叠加淡季下游需求的明显下滑，外商美金报价存在下调预期，带动现货价格进一步下跌。同时，期货盘面的挂牌价为 810 元/方，略高于当前市场现货报价，叠加旧材 10-20 元/方的交割折旧，其盘面较交割品仍存在 20-30 元的升水。综上，我们对原木期货做出偏空的判断，预计上市后会有一定幅度的下跌。然而，尽管近期有累库的趋势，但原木库存仍处于三年来的低位，且下方进口成本有支撑，预计下跌空间有限，预计在 750-770 一线存在较强支撑。

### 4.3. 原木上市首日策略

#### （一）LG2507-LG2509 反向套利策略

1. 结构构建方式：卖出 LG2507，同时买入 LG2509

2. 策略设计思路：通过对原木现货历史价格的趋势研究，七月份为原木的消费淡季，除个别年份外，原木现货市场的报价通常在经历一季度的开工潮后持续回落并在七月份达到年内低点。同时，由于与房地产行业的高相关性，原木消费往往在金九银十有明显回升，同时带动价格上行。由于本次新上市的三个合约采取了统一挂牌价 810 元/方，我们通过 07-09 反套来捕获由于消费淡旺季所带来的 LF2507-LG2509 的价差收益。

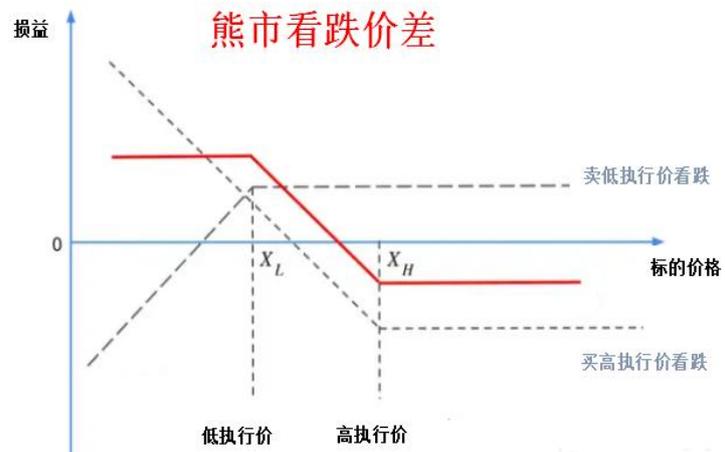
#### （二）熊市看跌价差期权策略

1. 结构构建方式：买一高执行价看跌期权，同时卖一低执行价看跌期权

2. 结构说明：该结构通过购买实值看跌期权减少时间价值损耗，并最大化捕捉标的的下跌收益。与此同时，卖出低价期权摊薄权利金支出，显著缩减结构成本。

3. 方案收益结构：

图 19 熊市看跌价差收益情景



资料来源：钢联，东海期货研究所

4. 策略设计思路及操作建议：对品种持偏空的观点但认为下跌幅度有限，下方行权价设在支撑位附近。低权利金结构，相比直接买入香草看跌套保，通过下方卖出期权，该结构可以以较低成本捕捉市场下跌行情，且可以有效对冲时间价值的损耗和波动率冲击。由于是短周期行情的捕捉策略，在入场构建该结构的看跌期权买权时应当选取浅度实值期权以较大程

度捕获下跌收益，看跌期权卖权应当设在有力支撑位。该结构最大风险已经提前确立，相较于直接使用期货或看跌买权布局具有更高的成功率和容错率。

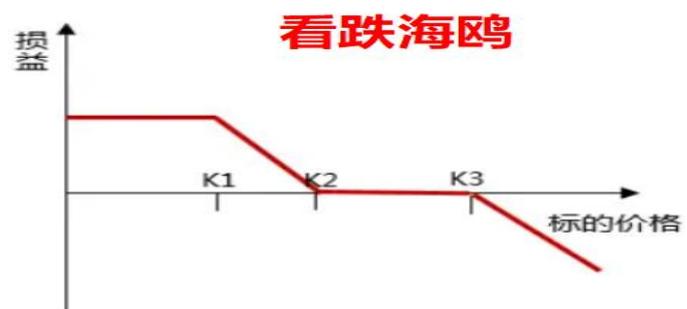
### (三) 贸易商卖出套保策略-看跌海鸥结构(三腿领口看跌)

1. 结构构建方式：买看跌（执行价格中等）+卖看跌（执行价格最低）+卖看涨（执行价格最高）

2. 结构说明：贸易商目前手里有存货，担心价格下跌库存价值损失，看跌海鸥结构中买入实值看跌最大化对冲下跌损失，该结构放弃部分潜在下方收益和上方保护，来换取策略净权利金最小化。适用于投资者预期行情温和下跌，下跌既有支撑位又有压力位，同时希望以低成本甚至零成本构建结构以捕捉行情

3. 方案收益结构：

**图 20 看跌海鸥结构收益情景**



资料来源：公开资料整理，东海期货研究所

4. 策略设计思路及操作建议：当前供需矛盾叠加宏观基本面改善有限，对品种整体持偏空思路，但低库存和政策底在下方提供有力支撑，因此认为该品种短期看空但上涨及下跌空间均有限，使用该结构可在成本较低的情况下捕捉下跌行情。由于短周期偏空的情绪较高，在入场构建中间看跌期权买权时应当选取实值期权以较大程度对冲下跌损失，上方看涨期权卖权端应当设置在短期内震荡区间上沿以最大化结构收益，下方看跌期权卖权应当设在有力支撑位。该结构适用于捕捉温和下跌行情，同时明确低位支撑，给后续低位布局打下利润垫。

5. 结构收益情景分析：假设卖出 LG2507C850，买入 LG2507P820，并卖出 LG2507P760

若原木上涨至 850 元以上，则对贸易商客户而言，相当于在阶段性高位出货

若原木下跌至 760-820 元之间，则实值看跌期权有效对冲下跌损失，且看涨和看跌两头卖权还提供权力金收入，对贸易商来说相当于三头都获益

若原木下跌至 760 元以下，则对于贸易商而言，相当于在 760 元的支撑位低位接货，且看涨和看跌的卖权提供权力金收益，进一步降低拿货成本

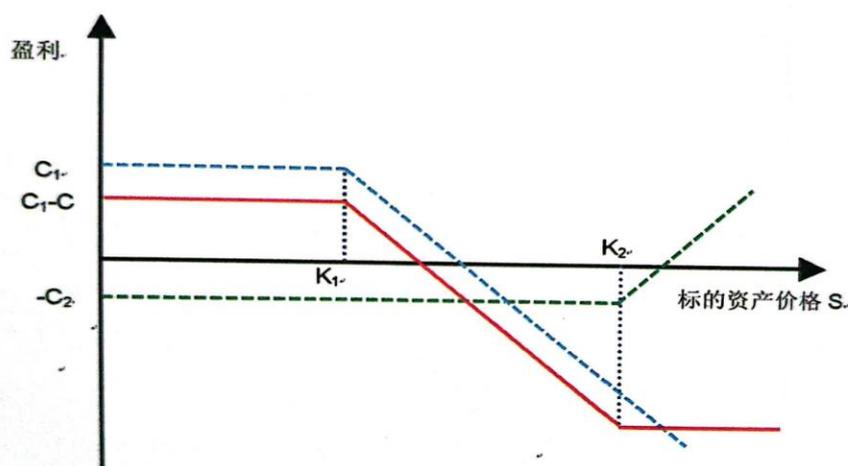
#### (四) 下游买入套保策略—领口看涨期权

1. 结构构建方式：买入一份看涨期权，卖出一份下方看跌期权

2. 结构说明：下游加工商在未来有采购需求，担心货物价格上涨大幅拉升采购成本，使用领口看涨期权可以以零成本构建结构来对冲价格上行风险，同时若价格持续下跌，还能阶段性享受下跌带来的采购成本的进一步降低。

3. 方案收益结构：

**图 21 看涨领口收益情景**



资料来源：公开资料整理，东海期货研究所

策略设计思路及操作建议：当前供需矛盾叠加宏观基本面改善有限，对品种整体持偏空思路，但低库存和政策底在下方提供有力支撑，因此认为该品种短期看空但上涨及下跌空间均有限，卖出虚两档看跌对冲看涨成本的同时有效对冲波动率，若盘面回落，则相当于在低点采购货物。使用领口结构可以在成本较低的情况下较大程度保护价格上行风险，尤其是大幅上升的行情。若价格持续下跌，则可以阶段性享受下跌带来的采购成本的下降。看涨执行价设在入场价上方两百点，缩减平值期权带来的时间价值的较高损耗，下方看跌期权执行价设在支撑位附近，下跌即低位采购货物。

5. 结构收益情景分析：假设买入 LG2507C830，并卖出 LG2507P790

若原木上涨至 830 元以上，则对下游客户而言，涨多少补多少，相当于完全对冲掉价格大幅上行的风险

若原木在 790-830 元之间，没有任何损失和收益，但由于该结构是零成本，客户不需要支付任何对冲费用

若原木下跌至 790 元以下，则对于下游客户而言，相当于在 790 元的阶段性低位采购货物

## 重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等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，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

### 东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：[www.qh168.com.cn](http://www.qh168.com.cn)

E-MAIL：[Jialj@qh168.com.cn](mailto:Jialj@qh168.com.cn)