

2025年6月2日

关注需求弱预期能否兑现

——黑色金属6月月度投资策略

分析师：

刘慧峰

从业资格证号：F3033924
投资咨询证号：Z0013026
电话：021-68751490
邮箱：Liuhf@qh168.com.cn

联系人**武冰心**

从业资格证号：F03118003
电话：021-68751490
邮箱：wubx@qh168.com.cn

投资要点：

- **需求表现尚可，但市场预期悲观：**市场对于未来需求预期较为悲观，目前不论是螺纹还是热卷主力合约对现货的贴水均处于近几年高位，而端午假期期间贸易战升级的消息可能又会进一步加剧这种悲观预期。而6月之后可能会进入弱预期的验证阶段，若现实需求依旧维持韧性，则之前的弱预期可能有阶段性修复，反之盘面价格可能会继续下行。
- **供应短期维持高位，中期将回落：**高利润之下，钢厂减产意愿不强。若6-7月现实需求走弱预期兑现的话，则会继续压缩钢厂利润，然后在倒逼钢厂减产。另外，鉴于出口短期仍维持高位，市场对于6月份需求仍存在一定分歧。若需求走弱预期阶段性证伪的话，钢材供应则可能会继续在高位维持一段时间，但向上弹性也比较有限。
- **铁矿石价格仍有下跌空间，但过程相对曲折：**铁水产量顶部已经基本确立，但因钢厂利润可观，其减产意愿不强。同时，6月份需关注钢材弱需求的预期能否得到验证，预期能否得到验证仍需进一步观察。因此，铁水产量的下降过程可能相对曲折。供应方面，从前4个月进口数据，以及5月之后的发货和到港数据看，供应回升有不及预期的风险。所以我们认为矿石价格仍有下跌空间，但过程可能会比较曲折。
- **结论：**5月份，钢材需求虽有一定回落，但整体仍延续强现实、弱预期的格局，盘面对现货的基差进一步扩大。从现有数据看，制造业继续维持韧性，抢出口的逻辑也依然存在，板材需求表现良好，但建材需求走弱相对明显。供应端，铁水产量有所回落，但焦煤让利背景下，钢厂利润表现可观，钢厂减产意愿不强。当下整体还是一个压缩钢厂利润的逻辑。6月份之后，我们认为将进入弱需求预期的验证阶段，若预期得到验证，则钢厂利润会进一步压缩，价格重心也会继续下移。反之，则可能会有阶段性修复。短期来看，钢材市场基本面矛盾依然不大。
- **操作建议：**螺纹钢运行区间2850-3150；热卷运行区间2950-3250；铁矿运行区间690-720。可关注成材跨期正套策略。
- **风险因素：**需求超预期回升，宏观政策力度超预期，铁水日产持续位

目录

1. 2025年5月黑色行情回顾	3
2. 需求表现尚可，但市场预期悲观.....	3
3. 供应短期维持高位，中期将回落.....	5
4. 铁矿石：需求回落路径有分歧，价格或区间震荡.....	7
5. 结论及投资建议	8

图表目录

图 1 螺纹钢期现价差走势	3
图 2 铁矿石期现价差走势	3
图 3 钢材 5 大品种库存季节性走势	4
图 4 钢材 5 大品种表观消费季节性走势	4
图 5 钢材三大主要下游行业投资增速变化	5
图 6 地产主要指标走势变化	5
图 7 粗钢日均产量季节性走势	6
图 8 高生铁日均产量与高炉产能利用率	6
图 9 长流程螺纹钢利润季节性走势	6
图 10 短流程螺纹钢产量季节性走势	6
图 11 高炉日均铁水产量季节性走势	7
图 12 螺纹钢毛利与铁矿石价格走势对比	7
图 13 铁矿石进口利润季节性走势	8
图 14 铁矿石港口库存季节性走势	8

1. 2025年5月黑色行情回顾

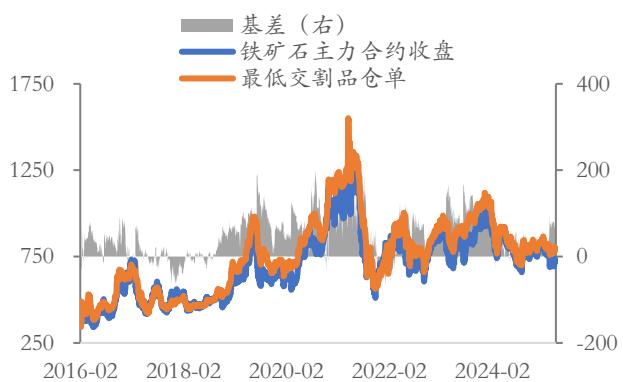
2025年5月份，黑色板块延续弱势下行，原料价格走势略强于成材。截止到5月23日，螺纹、热卷主力合约分别收于3189元/吨和3046元/吨，较4月底分别下跌15元/吨和50元/吨，跌幅分别为0.5%和1.6%。铁矿石主力合约收718元/吨，较4月底上涨14.5元/吨，涨幅为2.1%。螺矿比4.24，相比4月底回落0.13。

图1 螺纹钢期现货价差走势



资料来源：东海期货研究所、ifind

图2 铁矿石期现货价差走势



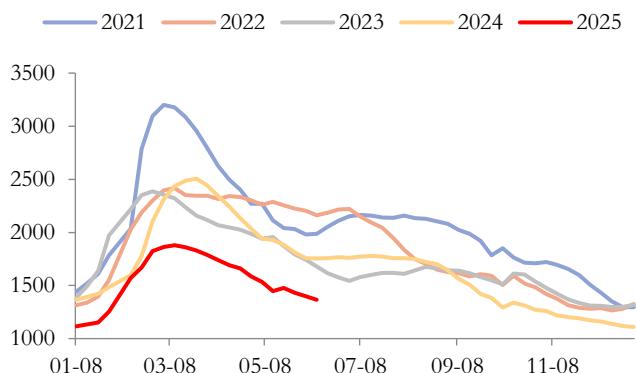
资料来源：东海期货研究所、ifind

5月份为钢材市场传统需求淡季，5.1小长假过后，上旬钢材价格继续延续弱势。中旬之后，因中美日内瓦会谈内容超预期，宏观预期明显好转，钢材市场也出现端在得反弹行情。下旬之后，因需求走弱趋势进一步确立，叠加美欧贸易冲突升级，钢材价格再度走弱，且螺纹、热卷盘面价格均创出年内新低。铁矿石因高铁水产量影响，上半月走势相对偏强；下半月之后，因铁水产量见顶预期增强，加上钢材需求走弱，矿石价格出现补跌。

2. 需求表现尚可，但市场预期悲观

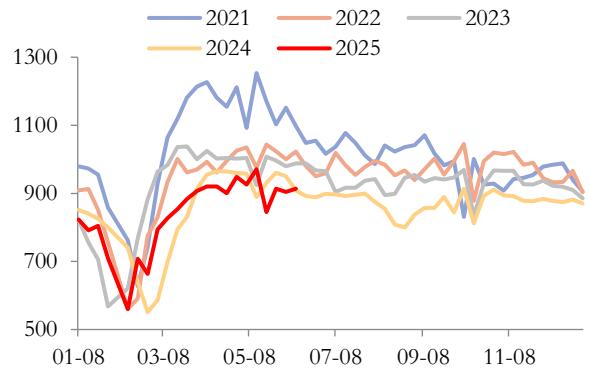
5月份钢材市场进入传统的需求淡季，但现实需求表现尚可。5月最后一周，钢联口径的五大品种钢材表观消费量为913.76万吨，环比上升9.23万吨，同比增加5.98万吨，为连续三周下降后的首次同比回升。另外，1-5月份，五大品种钢材表观消费量同比下降0.11%，分品种看，因制造业韧性以及出口走弱预期迟迟未能兑现，板材消费的表现明显好于成材，前5个月板材消费同比增长2.59%。不过，市场对于未来需求预期较为悲观，目前不论是螺纹还是热卷主力合约对现货的贴水均处于近几年高位，而端午假期期间贸易战升级的消息可能又会进一步加剧这种悲观预期。而6月之后可能会进入弱预期的验证阶段，若现实需求依旧维持韧性，则之前的弱预期可能有阶段性修复，反之盘面价格可能会继续下行。

图3 钢材5大品种库存季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图4 钢材5大品种表观消费季节性走势

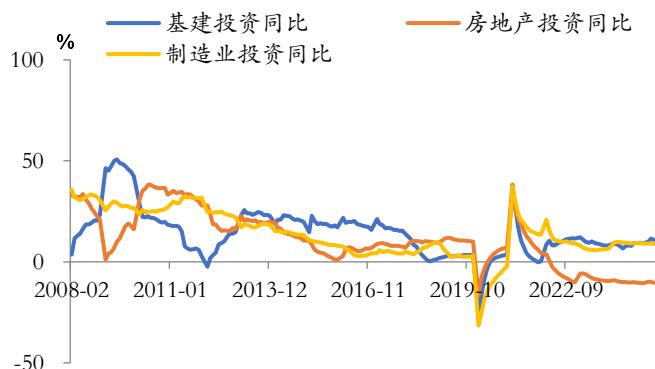


资料来源：东海期货研究所、Mysteel

具体分行业来看，地产投资降幅继续扩大，基建、制造业投资增速也有所回落。开年以来，商品房销售面积和金额降幅均有所收窄；但4月份之后，随着政策效应的减弱，再次回落。70个大中城市新建商品住宅价格指数环比下跌的城市也增加4个，上涨和平的城市则分别下跌2个。而因地产销售数据拖累影响，地产投资降幅扩大至10.3%，新开工、施工、竣工面积等指标也有不同程度回落。房地产市场整体依旧偏弱，5月前27天，全国30个大中城市商品房销售面积均值为24.73万平方米，与4月基本持平。部分区域库存压力依然较大，广义商品房库存虽然仍在下降通道之中，但去化周期在度回升至40个月以上。4月份居民中长期贷款同比少增了1231亿元。因此，地产政策止跌回稳仍有赖于政策进一步加力。5月7日，央行、金融监管总局出台了包括降息、降准在内的一系列增量政策；5月中旬，国务院印发了《关于持续推进城市更新行动的意见》提出了城市更新的八项主要任务，预计未来1-2个月地产政策仍会持续松绑，包括重点城市限购政策进一步放宽，城中村改造，专项债用于土地储备和商品房收储等政策均可能出台等。总的来说，当下地产政策仍然还是以去库存位置，短期对于钢材实际消费的拉动作用有限。

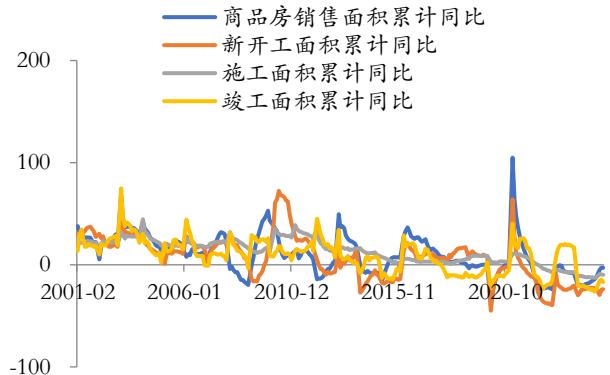
基建方面，今年1-4月份，广义基建投资同比增长10.85%，增速较一季度回落约0.7个百分点；其中4月份当月同比增长9.57%，增速较3月回落近3个百分点。财政政策继续靠前发力，今年前4个月地方政府专项债发行1.2万亿元，占全年总额的27.27%，占比相比去年同期提升8.75个百分点。投向上看，50%以上投入到了市政、产业园区建设以及铁路等交通基础设施建设。另外，根据发改委相关数据，今年支持“两重”的8000亿元超长期特别国债中，截止到5月下旬已经安排5000亿元。4.25中央政治局会议也强调了，要加快地方政府专项，特别是超长期特别国债的发行和使用，预计后期基建支持政策将加速落地，并逐步转化为实物投资。4月份与基建相关的财政支出同比增长了2.15%，相比3月回升1.66个百分点，建筑业PMI仍处于荣枯分界线以上。5月前三周沥青装置开工率均值相比4月回升3.1个百分点，混凝土开工率和水泥出货量也有不同程度回升。这些领先指标均侧面验证了未来几个月基建投资仍将维持中高速增长的结论。

图5 钢材三大主要下游行业投资增速变化



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图6 地产主要指标走势变化



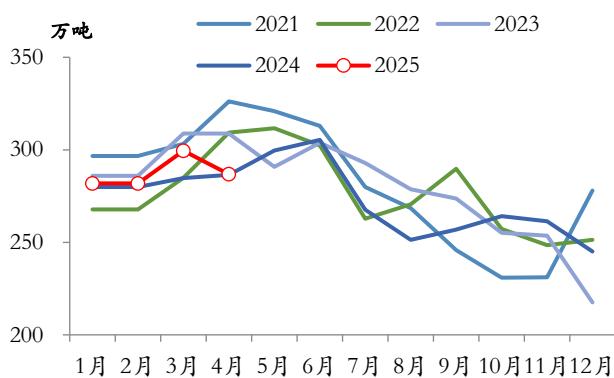
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

制造业方面，今年1-4月，国内制造业投资同比增长8.8%，增速较一季度回落0.3个百分点；其中4月份当月同比增长8.23%，增速较3月回落0.9个百分点。“两新”政策对制造业投资的支撑依然存在，1-4月份固定资产投资中设备和工具的购置费用同比增长18.2%，增速较一季度回落0.8个百分点。根据国家统计局测算，该分项对全部投资的贡献率为64.5%。4月份制造业投资增速得回落主要是受到出口下行的影响，4月份当月出口同比增长8.1%，增速较3月回落了4.2个百分点，机电产品出口当月增速也回落了3个百分点。不过，5月12日，中美日内瓦经贸会谈超出市场预期，24%关税暂停90天，这可能会引发“抢出口”的再次出现，宁波集装箱出口货运指数的美西航线指数近5周反弹了55.75%，韩国5月前20天出口金额同比下降2.38%，降幅较4月份收窄3个百分点。而在目前现行的关税水平下，我国制造业产业出口仍具有价格优势。因此二季度出口可能仍会维持强势。内需端，今年用于两新得超长期特别国债有5000亿元，第一批1210亿元已经于4月24日发行，第二批810亿元也将逐步落地。同时，5月7日央行也宣布增加科技创新和技术改造再贷款3000亿元，支持加力扩围“两新”政策。那么在外需下行预期缓解，内需支持政策继续加力得情况下，制造业投资投资韧性或继续维持。对相应板材品种可能会形成一定支撑，我们看到5月月中之后，冷热卷价差有触底回升的迹象。

3. 供应短期维持高位，中期将回落

今年1-4月份，钢材供应继续呈现回升趋势。根据国家统计局数据，1-4月份国内粗钢产量3.45亿吨，同比增长0.4%；4月份当月粗钢日均产量286.73万吨，环比下降12.75万吨。分项数据看，4月份粗钢日均产量的环比下降主要由废钢减量所贡献，在粗钢日产环比下降的同时，当月铁钢比环比回升了3个百分点。同时，4月份短流程螺纹钢产量的下降，电炉钢谷电利润得亏损也从侧面验证了上述结论。近期长流程钢厂利润依旧可观，且中钢协公布的5月上中旬生铁日均产量均值环比4月回升2.7万吨。故5月份统计局口径的生铁日产量仍有回升可能，但粗钢产量可能会受到短流程数据拖累，铁钢比或继续回升。

图7 粗钢日均产量季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图8 高生铁日均产量与高炉产能利用率

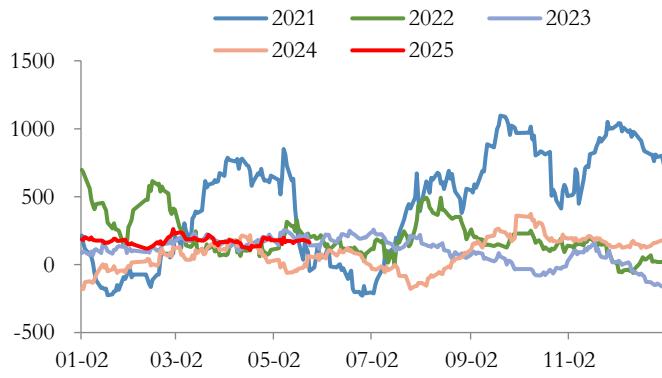


资料来源：东海期货研究所、Mysteel

对于 6 月份之后的钢材供应变化，我们认为需关注钢厂利润和钢材需求变化两大因素。

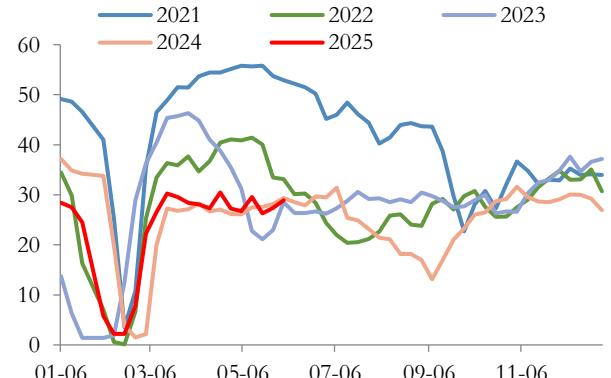
因焦煤让利影响，长流程钢材利润目前依旧可观。根据我们的测算，截止到 5 月底，长流程螺纹钢利润 161 元/吨，热卷 52 元/吨，全国 247 家钢厂盈利占比也接近 6 成。因此，从利润角度看，钢厂减产意愿并不强。至于钢材需求端，根据前文所述，5 月份处于淡旺季切换时间点，现实需求将有所回落。不过，高利润之下，钢厂减产意愿不强。若 6-7 月现实需求走弱预期兑现的话，则会继续压缩钢厂利润，然后在倒逼钢厂减产。另外，鉴于出口短期仍维持高位，市场对于 6 月份需求仍存在一定分歧。若需求走弱预期阶段性证伪的话，钢材供应则可能会继续在高位维持一段时间，但向上弹性也比较有限。至于限产政策，近期国家层面多次强调“反内卷”，中钢协也多次倡议钢厂自律控产，但 1-2 内出台限产政策的概率不高，3 季度后半期到四季度出台概率较大。

图9 长流程螺纹钢利润季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图10 短流程螺纹钢产量季节性走势



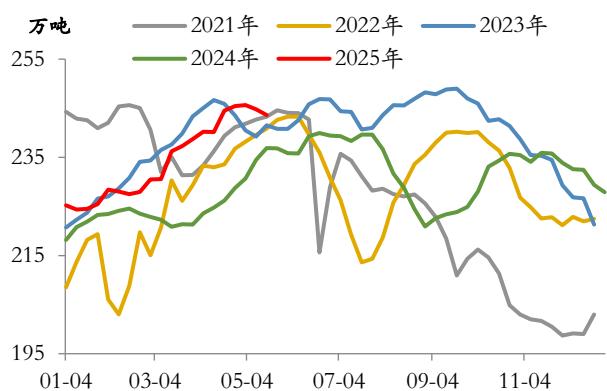
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

短流程方面，5 月上半月电炉钢谷电仍有盈利，短流程螺纹钢产量相应也有小幅回升，但并未超过 4 月上旬高点。截止到 5 月第三周，短流程螺纹钢产量为 28.88 万吨，较 4 月底回升 2.57 万吨。不过，5 月中之后，随着钢材需求见顶预期的强化，钢材价格大幅下挫，电炉钢谷电重回亏损状态，故短流程钢厂产量 5 月之后回落概率较大。实际上，目前电炉企业开工率和产能利用率数据均已经回升至 5 年高位，继续增长空间比较有限。综合来看，6-7 月份，长流程钢厂供应可能会在高位维持一段时间，短流程钢厂产量可能会有所回落，故仍延续上个月钢材供应已经接近顶部区域得判断。

4. 铁矿石：需求回落路径有分歧，价格或区间震荡

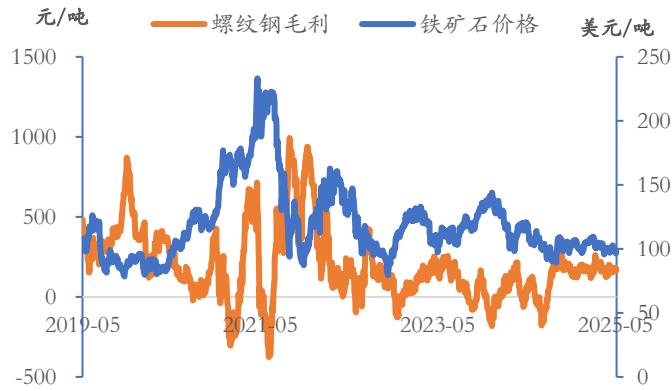
5月份，铁矿石基本面表现依然良好，所以价格尽管有回落，但表现仍好于黑色板块其他品种。当月钢联口径的高炉日均铁水产量为244.3万吨，环比4月回升3.4万吨；日均疏港量同比仍高出13万吨。而因4月上中旬全球铁矿石发运量低位影响，5月全国47港铁矿石到港量均值环比回落了69万吨；铁矿石港口库存也连续4周下降，累积降幅约378万吨。5月下旬之后，因钢材价格走弱，叠加铁水日产量连续三周回落，铁水产量见顶预期有所增强，矿石价格也随之高位回落。

图11 高炉日均铁水产量季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图12 螺纹钢毛利与铁矿石价格走势对比



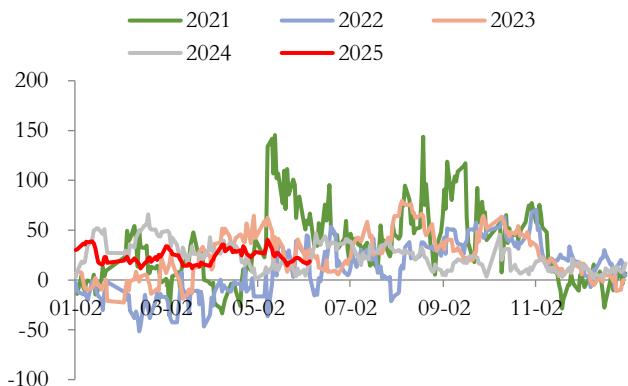
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

对于6月之后铁矿石价格走势，关键点仍在铁水产量变化。5月份铁水产量连续三周的回落，铁水产量顶部已经基本确立。不过，根据前文所述，因为焦煤让利的原因，钢厂利润表现依旧可观，在这种情况下，钢厂减产意愿并不强。同时，钢材需求也表现出了一定的韧性，5月下旬的价格下跌更多是因为市场对于未来的悲观需求。若6月份钢材需求的弱预期得不到验证的话，之前悲观的情绪可能会有所修复。基于以上两点分析，铁水产量的回落路径可能会比较曲折，有可能会在240万吨附近徘徊一段时间。待钢厂利润进一步压缩后才会出现明显下降。供应方面，今年1-4月份，国内铁矿石进口量同比下降2363万吨，国内322家矿山铁精粉产量同比下降475万吨。同时，二季度一般为传统的铁矿石发运旺季，但今年4-5月份，全球铁矿石发运量周度均值同比仅增加29万吨，与去年发运水平基本相当。四大主流矿山之一的FMG也宣布将铁桥项目的达产时间推迟至2028年，因此后期需注意铁矿供应增加不及预期的风险。所以，虽然我们认为铁水产量顶部已经确立，矿石后续仍有下行空间，但下跌的节奏可能较为曲折。

估值角度看，5月份铁矿石现货价格仍在95-100美元之间波动，盘面价格在81-85美元直接波动，从近5年水平看，处于相对低位。相对估值方面，5月份钢材需求预期较弱，而供应维持高位；但因焦煤让利原因，钢厂利润维持高位，且其与矿石进口利润的差值一直在140-160元之间波动，以历史经验来看，相对估值水平也不算高。不过，弱需求预期，高供给之下，钢材市场一直在走压缩利润逻辑，且这一逻辑后期仍会继续延续。因此中期来看，待钢厂利润回落至低位后，铁矿石价格仍有进一步向下可能。但也要注意，6月份将进入钢

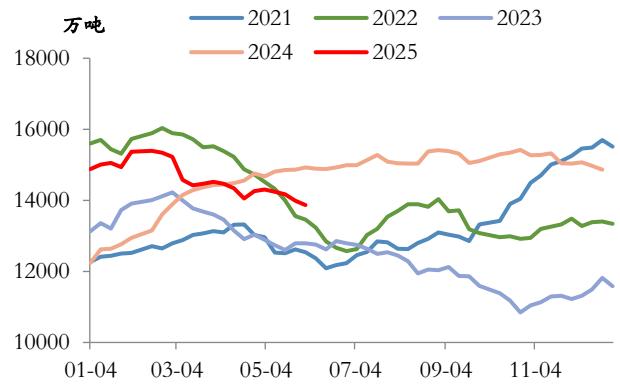
材弱需求预期的验证阶段，若短期预期无法得到证实，加上相对中性的估值水平，可能会对矿石价格形成一定支撑。

图13 铁矿石进口利润季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图14 铁矿石港口库存季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

5. 结论及投资建议

5月份，钢材需求虽有一定回落，但整体仍延续强现实、弱预期的格局，盘面对现货的基差进一步扩大。从现有数据看，制造业继续维持韧性，抢出口的逻辑也依然存在，板材需求表现良好，但建材需求走弱相对明显。供应端，铁水产量有所回落，但焦煤让利背景下，钢厂利润表现可观，钢厂减产意愿不强。当下整体还是一个压缩钢厂利润的逻辑。6月份之后，我们认为将进入弱需求预期的验证阶段，若预期得到验证，则钢厂利润会进一步压缩，价格重心也会继续下移。反之，则可能会有阶段性修复。短期来看，钢材市场基本面矛盾依然不大。

铁水产量高位，5月铁矿石价格表现好于其他黑色板块品种。对于6月铁矿石价格走势，关键点仍在铁水产量变化。目前铁水产量顶部已经基本确立，但因钢厂利润可观，其减产意愿不强。同时，6月份需关注钢材弱需求的预期能否得到验证，预期能否得到验证仍需进一步观察。因此，铁水产量的下降过程可能相对曲折。供应方面，从前4个月进口数据，以及5月之后的发货和到港数据看，供应回升有不及预期的风险。所以我们认为矿石价格仍有下跌空间，但过程可能会比较曲折。

操作策略：螺纹钢运行区间2850-3150；热卷运行区间2950-3250；铁矿运行区间690-720。可关注成材跨期正套策略。

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：上海市峨山路505号东方纯一大厦10F

联系人：贾利军

电话：021-80128600-8632

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL:Jialj@qh168.com.cn