

2025年6月27日

需求继续下移，趋势难言扭转

——黑色金属2025年半年度投资策略

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：

- **需求继续下移，关注制造业和出口变化：**内需主要靠制造业支撑，截止到6月底，钢联口径的板材表观消费量为14521.64万吨，同比增长2.16%；而同期的建材表观消费则下降了4.95%。所以下半年制造业需求是否会边际走弱以及外需的变化将是决定黑色板块价格走势得关键；建材需求继续走弱较为确定，预计难以成为市场的核心矛盾。
- **钢厂利润高位，自主减产可能偏低：**需求弱预期或阶段性证伪，叠加钢厂利润高位，故钢厂自主减产意愿偏低。但需要注意得是，9-10月份国家将有一系列重大活动举办，加之四季度之后，需求大概率走弱，因此这一时段不排除会有阶段性限产的可能。若以2025年减产1500万吨左右预估。则6-12月粗钢产量要减少732万吨左右，月均104万吨左右，减产压力可能主要集中在四季度
- **铁矿供应回升不及预期，铁水变化仍是关键因素：**2025年全年铁矿石供应增量在1800万吨左右。铁水产量三季度仍会在高位维持，四季度之后，钢材需求预计会逐步走弱，钢厂利润可能也压缩；叠加9-10月份国内会有一系列重要活动，届时华北地区限产不排除有阶段性升级可能，铁水产量也会进一步下降。铁矿石供增需减格局延续，但过剩压力相比年初预期有明显缓解。
- **结论：**下半年制造业需求以及出口的边际变化将成为决定钢材价格走势得关键。目前出口相关领先指标到6月底不同程度走弱，未来需密切关注中美贸易谈判进展情况。内需方面，消费刺激政策得效应也在边际减弱。供应方面，高利润之下，钢厂减产积极性不高，供应将继续维持高位，三季度产业链较难出现负反馈。但考虑8-10月国家将有一系列重要活动举行，届时北方地区有限产可能，一旦这一预期兑现，原料价格下跌，则三季度末到四季度钢材价格可能会二次探底。
- **操作建议：**钢材价格重心继续下移，螺纹钢运行区间2800-3200，热卷2900-3300元/吨；铁矿石价格存在补跌机会，预计运行区间在670-730元/吨。
- **风险因素：**出口受阻，制造业需求大幅下行，炉料供应收缩超出预期

目录

1. 2025年上半年黑色板块走势回顾	4
2. 需求继续下移，关注制造业和出口变化	4
3. 钢厂利润高位，自主减产可能偏低	6
4. 铁矿石：供应回升不及预期，铁水变化仍是关键	8
5. 结论及投资建议	9

图表目录

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

1. 2025年上半年黑色板块走势回顾

2025年上半年，国内黑色板块主要受需求预期以及美国关税政策变动两条主线影响，各品种之间走势亦有明显分化。截止到6月19日，热卷、螺纹相比年初下跌9.22%和9.76%，铁矿石下跌10.4%，焦炭、焦煤则分别下跌24.2%和31.8%。

具体走势可分为以下几个阶段：1月市场关注焦点仍在宏观预期方面，上旬整个板块延续了去年12月以来的下跌走势；中旬之后，螺纹盘面价格接近电炉谷电成本，澳洲飓风导致铁矿石发运量明显下降，在叠加1月17日中美元首通话，宏观预期明显好转，黑色板块整体走强。

2月中旬之后，美国钢铝关税政策出台，钢材出口转弱预期强化，价格出现阶段性下调；但随后《钢铁行业规范条件（2025）》的出台，使得市场开始关注供给端调整政策，加之两会召开之前的政策预期，黑色板块再度走出阶段性反弹行情。不过，由于原料走势拖累，黑链指数并未创出新高。

3月中旬之后，建材需求恢复明显不及预期，两会也没有更多超预期政策，同时，随着粗钢压减消息的发酵，原料价格出现明显下跌。4月份之后，中美贸易冲突开始升级，板块跌幅进一步加快。尽管5.12日内瓦经贸会谈结果超出市场预期，但仅推动小幅反弹。本轮下跌一直持续至6月初。

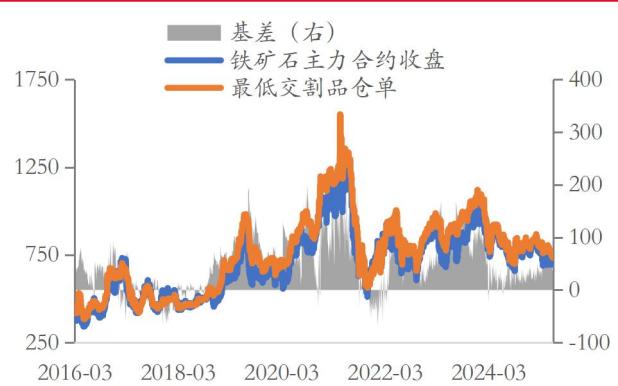
6月之后，市场对于焦煤层面的利多消息开始增多；月中之后，中东局势恶化，原油价格大幅上涨继续带动焦煤价格走强。黑色板块其他品种也出现不同程度反弹，前期悲观预期得到一定程度修复。

图1 螺纹钢期现价差走势



资料来源：东海期货研究所、ifind

图2 铁矿石期现价差走势



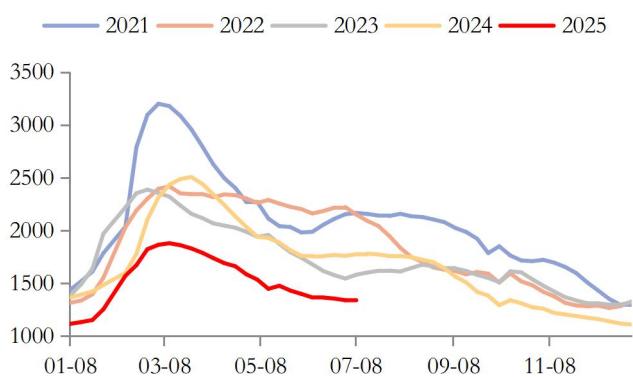
资料来源：东海期货研究所、ifind

2. 需求继续下移，关注制造业和出口变化

今年1-5月份，国内粗钢表观消费量为3.78亿吨，同比下降3.13%；若考虑出口因素影响，同比降幅则收窄至0.76%。这表明前5个月的钢材消费主要靠出口支撑，目前虽然钢材反倾销的国家和品种都在增多，但我国钢材产品的成本优势依然存在，所以无论是钢材还是钢坯出口后期均会维持高位。内需则主要靠制造业支撑，截止到6月底，钢联口径的板材

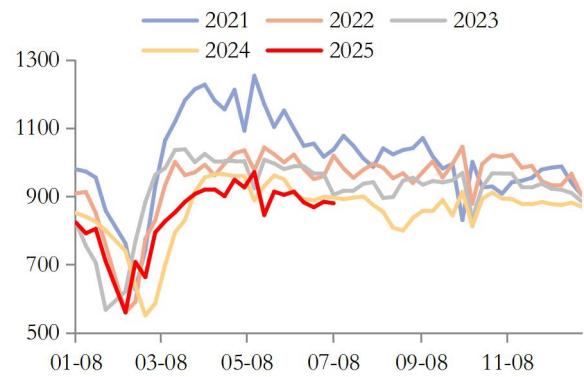
表观消费量为 14521.64 万吨，同比增长 2.16%；而同期的建材表观消费则下降了 4.95%。所以下半年制造业需求是否会边际走弱以及外需的变化将是决定黑色板块价格走势得关键；建材需求继续走弱较为确定，预计难以成为市场的核心矛盾。

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、制造业投资延续小幅回落。二季度之后地产销售再度转弱，单月销售面积增速从 3 月份的 -1.5% 降至 5 月的 -4.56%；70 个大中城市新建商品住宅价格指数环比上涨的城市也减少了 9 个。受此影响，地产投资降幅扩大至 10.7%，但新开工、施工及竣工面积降幅则有不同程度收窄。6 月前 25 天，全国 30 个大中城市商品销售面积日均值为 28.61 万平方米，同比增加了 14%，相比 5 月份有所好转。同时，国内地产资金来源中的国内贷款和自筹资金两项占比连续三个月下降，累计下降 1.8 个百分点，表明房企前端资金供给近期也偏紧。部分区域库存压力也比较大，广义商品房库存去化周期仍在 40 个月以上。地产的止跌回稳仍有待于政策的进一步加力，6 月 13 日国常会再次强调要稳定预期、激活需求、优化供给、化解风险，更大力度推动房地产市场止跌回稳，相比 4.25 日中央政治局会议提法更加积极。因此，下半年更多的房地产增量政策预计会出台，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。不过，当下地产政策重心还是以去库存为主，前端新开工继续延续负增长概率较大，对建材消费的拖累也无法改变。

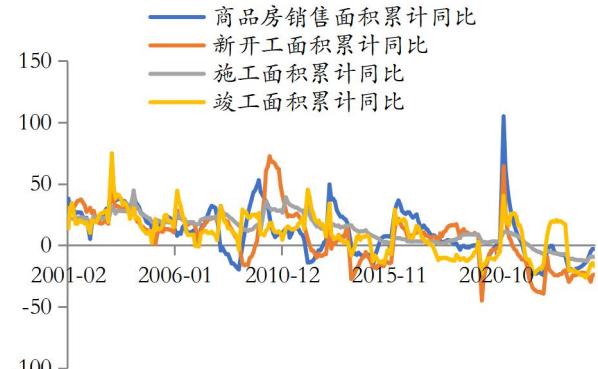
基建方面，今年 1-5 月，国内广义基建投资同比增长 10.42%，增速较 1-4 月回落 0.43 个百分点；其中 5 月当月同比增长 9.26%，增速较 4 月回落 0.31 个百分点。分项数据看，5 月份基建投资的下降主要是受到水利建设投资下降拖累影响，这可能与夏季高温多雨天气对施工进度得影响有一定关系。目前财政政策继续靠前发力，前 5 个月地方政府专项债的发行量为 1.63 万亿元，占全年总额度 4.4 万亿的 37%，占比相比去年同期提升 7.36 个百分点。4.25 日中央政治局会议强调，要加快地方政府专项，特别是超长期特别国债的发行和使用，预计后期基建支持政策将加速落地，并逐步转化为实物投资。5 月份建筑业 PMI 虽有回落，但仍处于荣枯分界线以上。6 月前四周沥青开工率均值为 31.18%，环比 5 月回升 0.75 个百分点；水泥和混凝土开工率在 6 月下旬也见底回升。这些指标均表明了下半年基建投资仍将维持中高速增长，预计增速会维持在 9%-11% 之间。

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



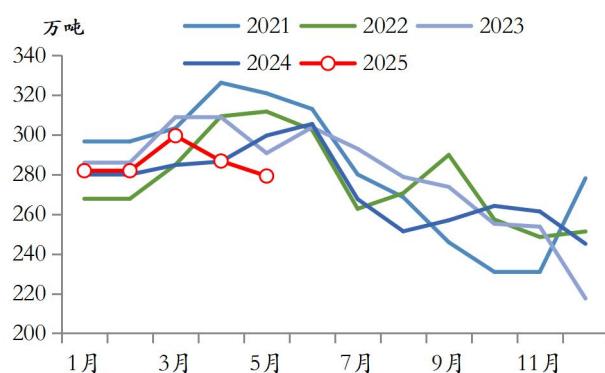
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

制造业方面，今年前 5 个月，国内制造业投资同比增长 8.5%，增速较 1-4 月继续回落 0.3 个百分点；其中 5 月份当月同比增长 7.79%，增速较 4 月回落 0.44 个百分点。二季度以来制造业投资增长势头有所放缓，最主要是因为“抢出口”有所放缓所致，5 月份当月出口同比增长 4.8%，增速较 4 月回落 3.3 个百分点，机电产品出口增速也小幅回落了 0.2 个百分点。做为出口领先指标的宁波集装箱出口货运指数，其美西航线连续三周大幅回落，累计降幅达到 55.76%，韩国和越南 5 月份出口增速也不同程度回落。我们认为，7-8 月“抢出口”因素仍会对外需形成一定支撑，但随着 90 天关税缓冲期的临近，若谈判未取得进展，后续外需情况存在较大不确定性。内需方面，“两新”政策支持下，耐用消费品和机械类产品的需求依然具有韧性，今年前 5 个月社会消费品零售总额同比增长 5%，其中家电类消费同比增长 30.2%；挖掘机销量增速也达到 18.42%。但随着政策效应得减弱，二季度结构上已经开始有所分化，前 5 个月固定资产投资中的设备和工具购置费用分项同比增长 17.2%，增速较 1-4 月回落 0.9 个百分点；5 月份当月的挖掘机销量仅增长 2.12%。根据国家发改委最新消息，第三批消费品以旧换新资金将在 7 月下达，但总额度已经低于上半年，若无新的增量资金，内需下半年也有边际走弱的可能。那么在内外需都有边际走弱的情况下，制造业投资后续或面临一定下行压力。板材需求或面临一定压力，我们看到自 5 月底开始，冷热卷价差持续回落，目前价差已经收窄 120 元/吨。

3. 钢厂利润高位，自主减产可能偏低

今年前 5 个月，国内粗钢粗钢产量 4.32 亿吨，同比下降 1.7% 或 746.46 万吨；日均产量呈现两头低，中间高趋势，高点在 3 月份，为 299.48 万吨，5 月份则降至 279.19 万吨。前 5 个月粗钢的减产主要由废钢所贡献，同期生铁产量同比仅下降 0.1%，铁钢比相比 2024 年底也回落 1 个百分点。另外，今年以来，电炉钢持续处于亏损状态，产量下滑也比较明显，截止到 6 月第三周，Mysteel 口径的短流程螺纹钢产量为 585.98 万吨，同比下降 7.13%；电弧炉产能利用率也在二季度之后呈现下行趋势。全国 300 家钢厂废钢日均到货量自 3 月份之后连续 4 个月同比下降，且降幅逐步扩大。这些均从侧面验证了上述结论。

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

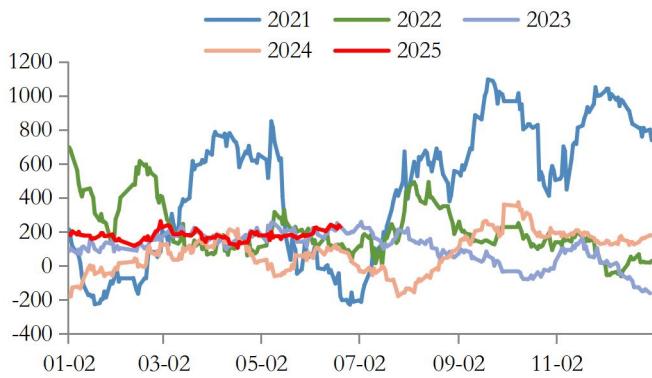
图 8 高生铁日均产量与高炉产能利用率



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

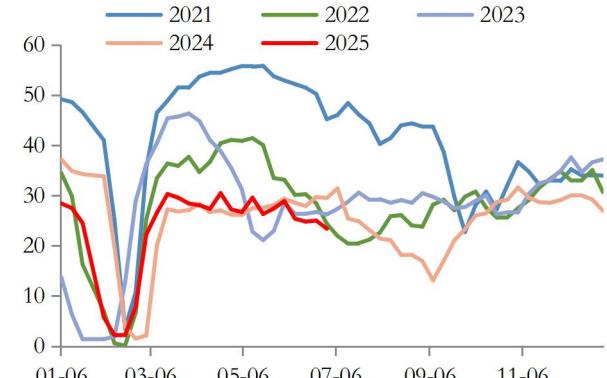
对于下半年得钢材供应，需求和钢材利润的变化依然是主要因素。上半年在出口的支撑下，需求整体维持了韧性，4-5月份的黑色系市场也是走出了强现实、弱预期的格局。近期出口依然维持高位，制造业需求未见明显走弱，在这一背景下，4-5月需求的弱预期在三季度存在证伪可能。同时，截止到6月底，长流程钢厂利润继续扩张，螺纹钢利润达到229.71元/吨，热卷则为138.21元/吨，全国247家钢厂中盈利钢厂的占比也接近6成。所以钢厂主动减产的意愿偏低。不过，需要注意得是，9-10月份国家将有一系列重大活动举办，加之四季度之后，需求大概率走弱，因此这一时段不排除会有阶段性限产的可能。若以2025年减产1500万吨左右预估。则6-12月粗钢产量要减少732万吨左右，月均104万吨左右，减产压力可能主要集中在四季度。

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

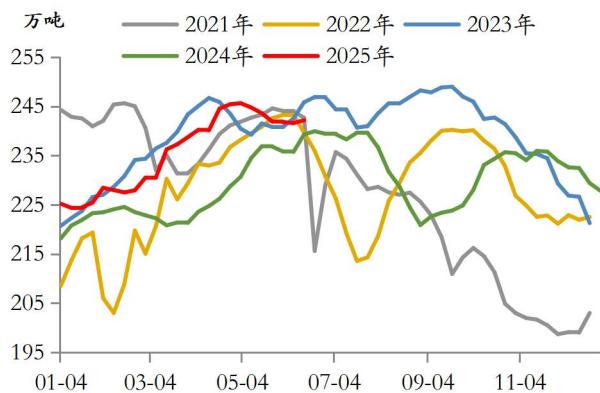
粗钢产量的这一降幅可能更多由短流程所贡献，长流程端铁水产量还存在微增的可能。

6月下旬开始，短流程谷电在度陷入亏损，到6月底亏损幅度扩大至42元/吨附近。电炉企业也在度出现明显减产，截止6月第三周，短流程螺纹钢产量降至23.39元/吨，相比5月下旬的高点下降了5.49万吨。独立电弧炉开工率和产能利用率也连续4周下滑，300家钢厂废钢日均到货量月均值也环比回落了1.13万吨。考虑到下半年废钢供应大幅释放概率不高，且后期需求预期较差，短流程钢厂利润仍将低位运行，产量后续或继续下降。事实上，今年上半年短流程钢厂的减产为高铁水产量提供了缓冲。

4. 铁矿石：且回升不及预期，铁水变化仍是关键

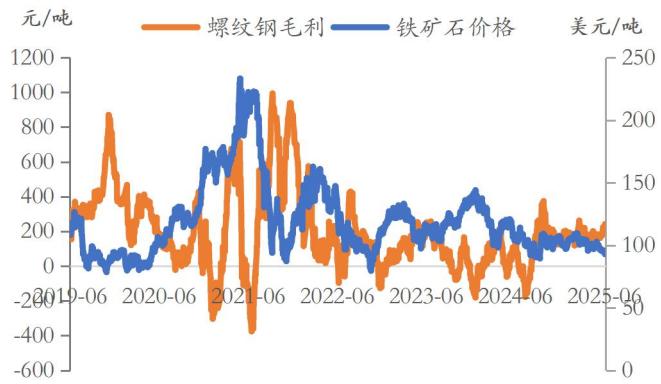
2025年上半年，铁矿石虽跟随黑色板块整体下行，但其表现明显强于板块其他品种，主要是因为供需阶段性错位所致。因焦煤让利以及出口支撑影响，钢厂利润一直处于中高位水平，铁水产量居高不下，截止到6月20日当周，钢联口径的247家钢厂铁水产量累计同比增加了1214万吨，增幅3.1%。供应端则因一季度澳洲飓风等因素扰动，增量明显不及预期，今年前五个月铁矿石进口量同比下降了2742万吨。截止到6月20日，钢联口径的全球铁矿石发运量同比仅增加170万吨，47港铁矿石到港量同比下降2009万吨。47港铁矿石库存相比去年底也下降了1162.5万吨。

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



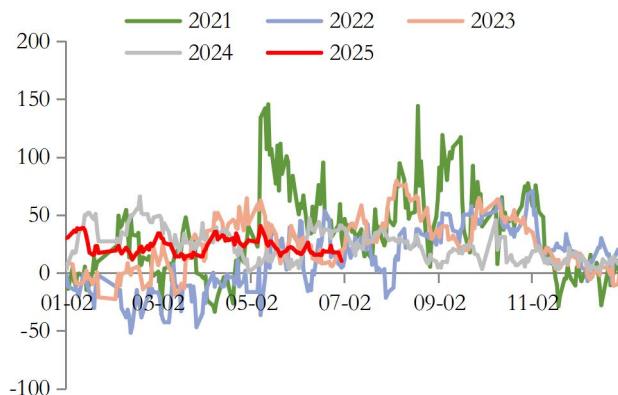
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

下半年铁矿石且回升是比较确定的，虽然从目前的情况来看，回升幅度可能会低于年初市场的预估。那么铁水产量的变化就成为了决定价格走势的关键因素。到6月底为止，钢厂利润依然比较客观，247家钢厂中盈利钢厂占比在6成左右，钢厂本身减产意愿并不强。需求端根据前文介绍，1-2个月之内还是会继续维持韧性。所以铁水产量三季度仍会在高位维持，我们预估三季度铁水日产均值可能在239.3万吨左右。四季度之后，钢材需求预计会逐步走弱，钢厂利润可能也压缩；叠加9-10月份国内会有一系列重要活动，届时华北地区限产不排除有阶段性升级可能，铁水产量也会进一步下降，预计可能会降至233万吨附近。按此假设，7-12月铁水产量同比将增加589.18万吨或1.39%。供应方面，年初市场上对今年铁矿石供应量给出得预估在4000-7000万吨不等，但从上半年情况看，全年发运低于预期概率较大。目前四大矿山尚未调整全年发运指引，不过我们看到，澳洲一季度热带气旋导致力拓发运量同比下降了729.3万吨，二季度发运虽有回升，仍为弥补一季度减量，所以预计全年实现发运目标下限概率较大。FMG得增量主要在铁桥项目上面，其5月份公告将铁桥项目得达产时间由之前得2025财年推迟至2028财年。综合考虑，2025年全年铁矿石供应增量在1800万吨左右。铁矿石供增需减格局延续，但过剩压力相比年初预期有明显缓解。

估值角度看，6月之后铁矿石现货价格一直在93-95美元之间波动，盘面价格在82-84美元之间波动，从近5年水平看，绝对价格处于低位。相对估值方面，因二季度钢材弱预期，强现实的格局，钢厂利润继续扩张，其与铁矿石进口利润的差值从4月月中的100元/吨附

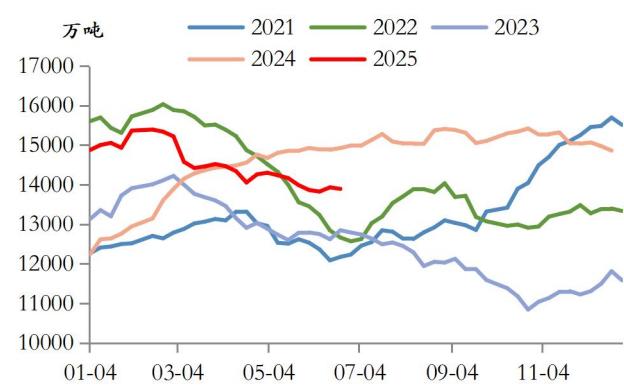
近扩大到 207 元/吨，以历史经验看相对估值也不算高。结合前文所述的铁水产量三季度难以下降的结论，矿石价格预计仍会在 700 以上震荡一段时间，不排除上冲 720-730 的可能。但需要注意的是，焦煤已经接近底部区域，若下半年反弹，可能会挤压钢厂利润，抑制矿石上涨空间。在加上 9-10 月份有阶段性限产可能，四季度之后，矿石价格有补跌可能。

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

2025 年上半年，钢材市场弱势下行，但 4-5 月份之后开始转为强现实、弱预期，盘面走势明显弱于现货。下半年制造业需求以及出口的边际变化将成为决定钢材价格走势得关键。钢材直接出口虽受反倾销因素影响，但价格优势依然存在。间接出口的相关领先指标到 6 月底不同程度走弱，未来需密切关注中美贸易谈判进展情况。内需方面，消费刺激政策得效应也在边际减弱。供应方面，高利润之下，钢厂减产积极性不高，供应将继续维持高位，三季度产业链较难出现负反馈。但考虑 8-10 月国家将有一系列重要活动举行，届时北方地区有限产可能，一旦这一预期兑现，原料价格下跌，则三季度末到四季度钢材价格可能会二次探底。

2025 年全年铁矿石供应增量在 1800 万吨左右。铁水产量三季度仍会在高位维持，四季度之后，钢材需求预计会逐步走弱，钢厂利润可能也压缩；叠加 9-10 月份国内会有一系列重要活动，届时华北地区限产不排除有阶段性升级可能，铁水产量也会进一步下降。铁矿石供增需减格局延续，但过剩压力相比年初预期有明显缓解。

操作策略：钢材价格重心继续下移，螺纹钢运行区间 2800-3200，热卷 2900-3300 元/吨；铁矿石价格存在补跌机会，预计运行区间在 670-730 元/吨

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