

大周期现实负反馈 小周期预期正反馈

国泰君安期货研究所·李亚飞（黑色高级分析师）

投资咨询从业资格号：Z0021184

金园园（联系人）

期货从业资格号：F03134630

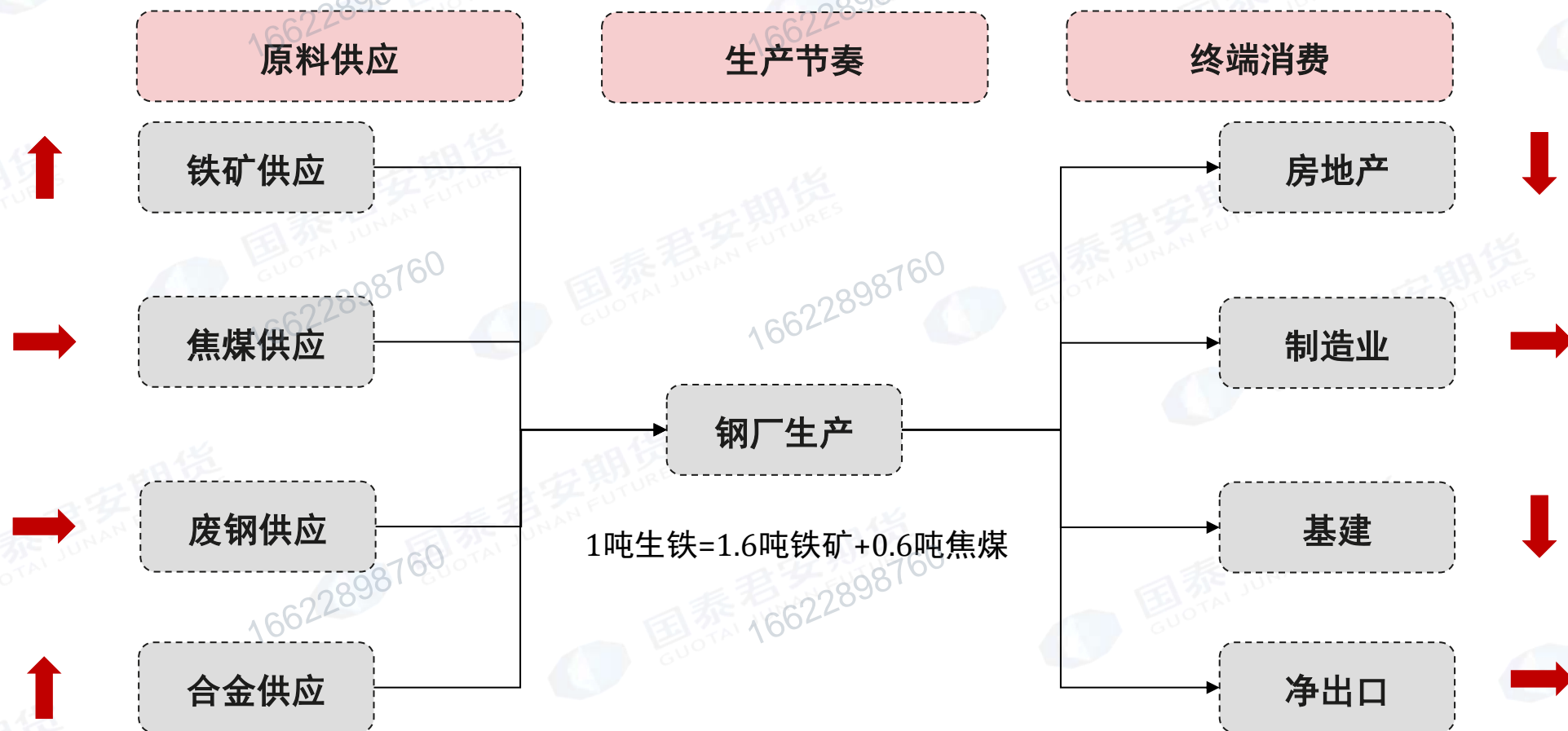
欲渡关山·一往无前

国泰君安期货

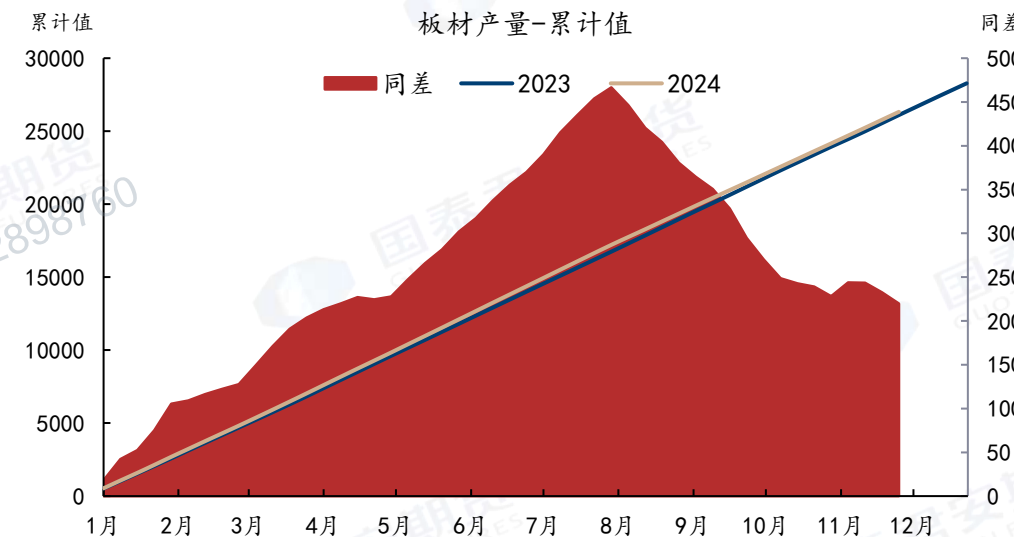
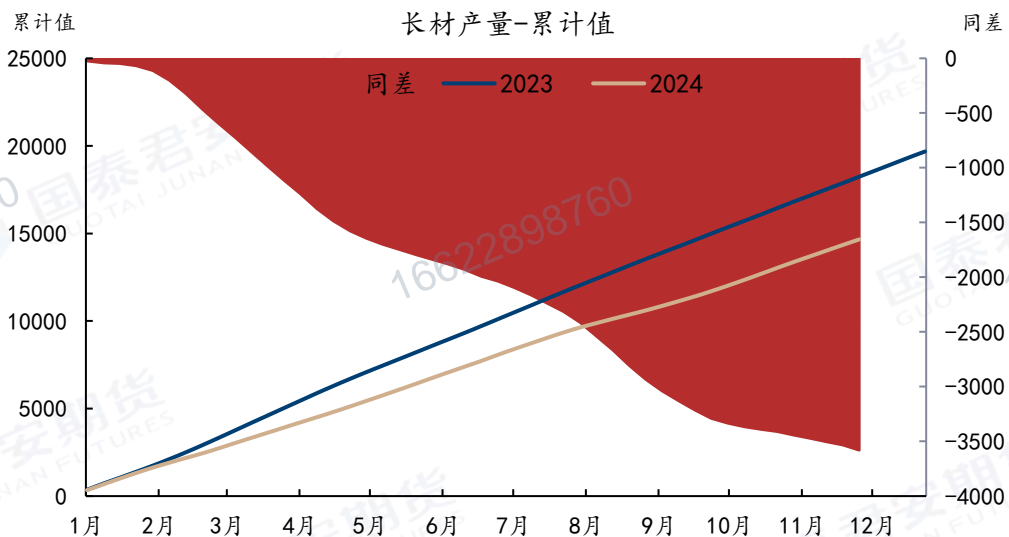
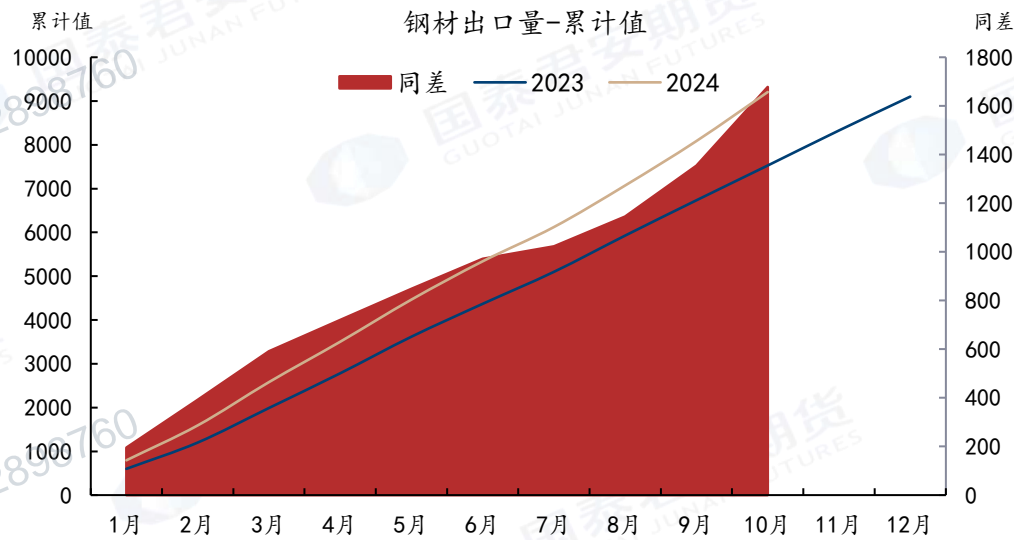
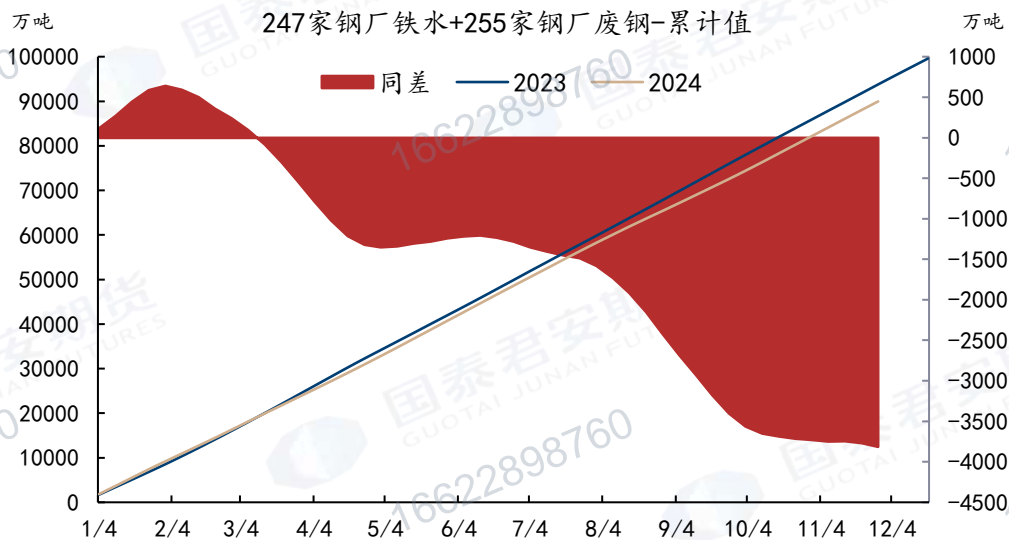
2025年度巡回策略会

01. 2025年黑色商品运行逻辑

展望：需求偏差成本下移，黑色商品谨慎偏空

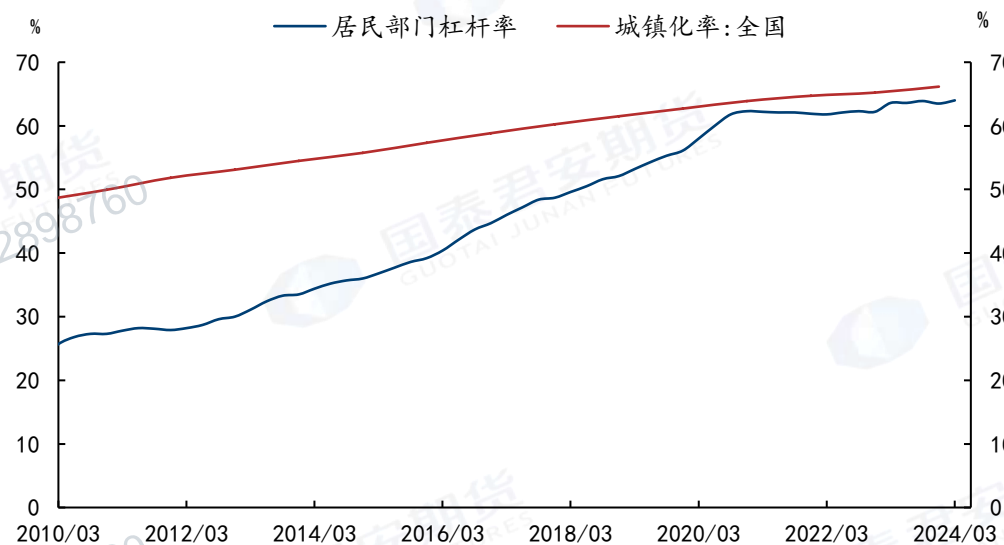
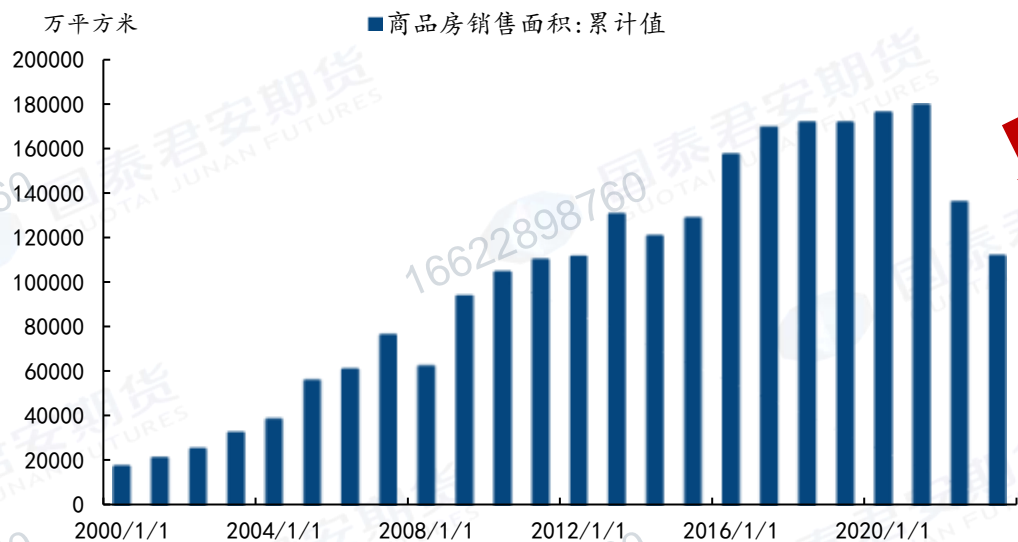
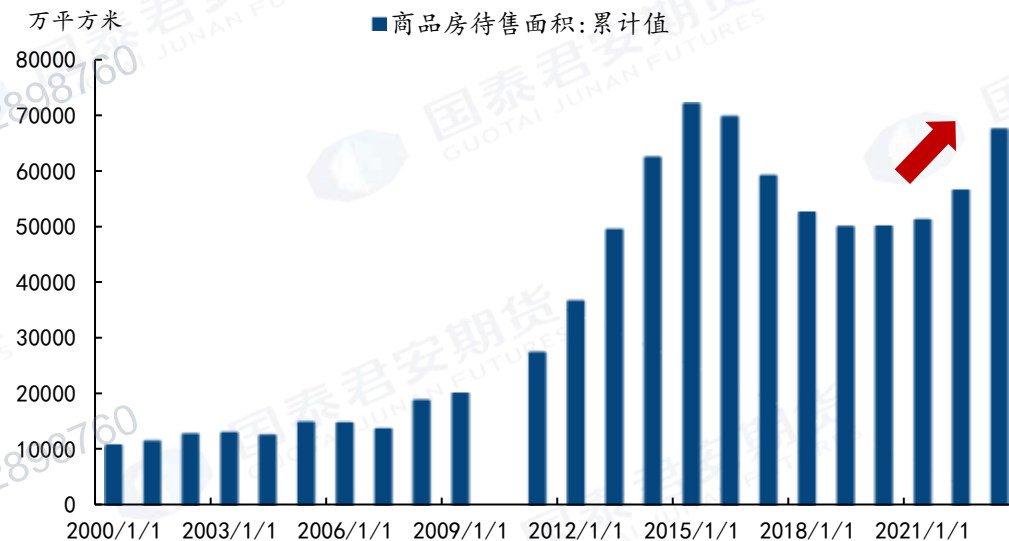
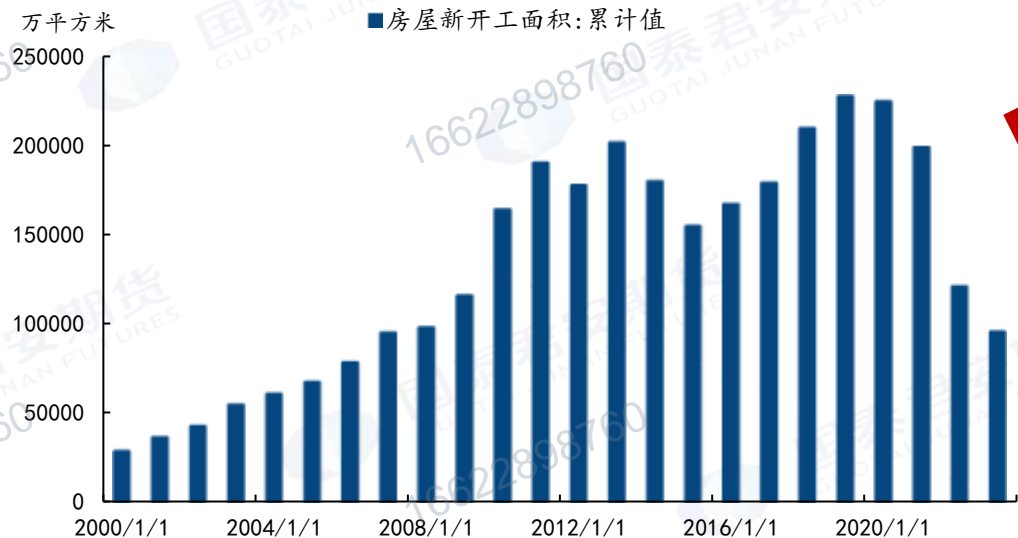


复盘：总需求同比降4.5%，建筑业拖累严重

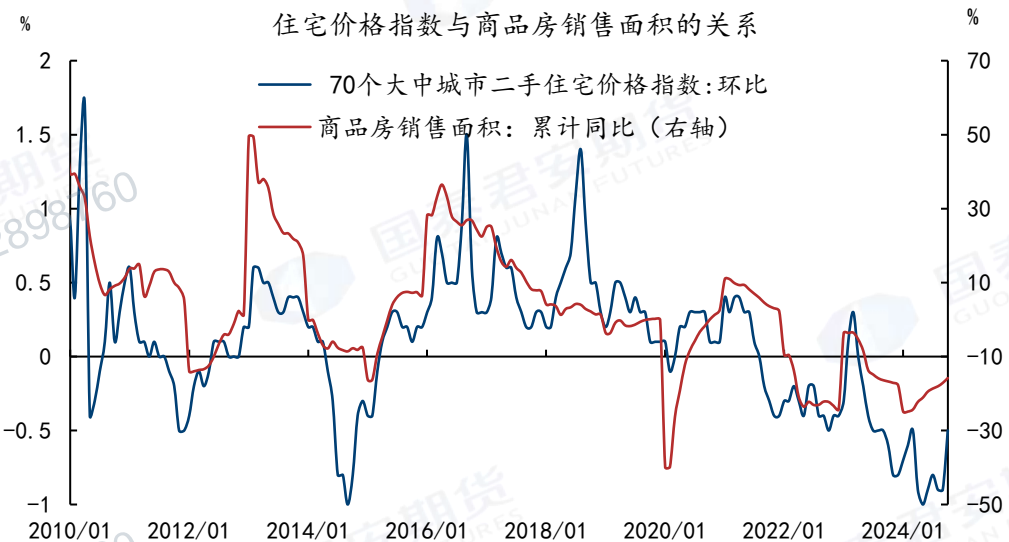
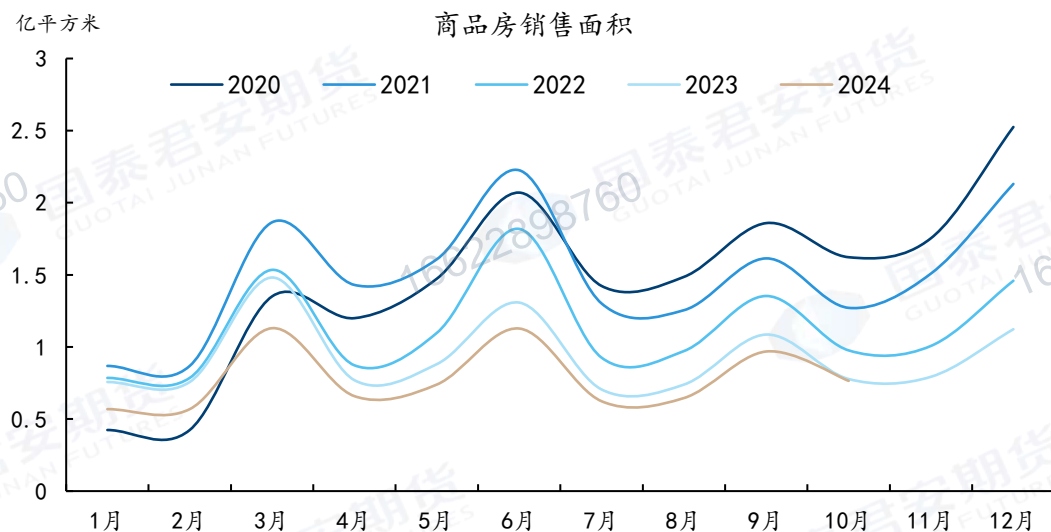
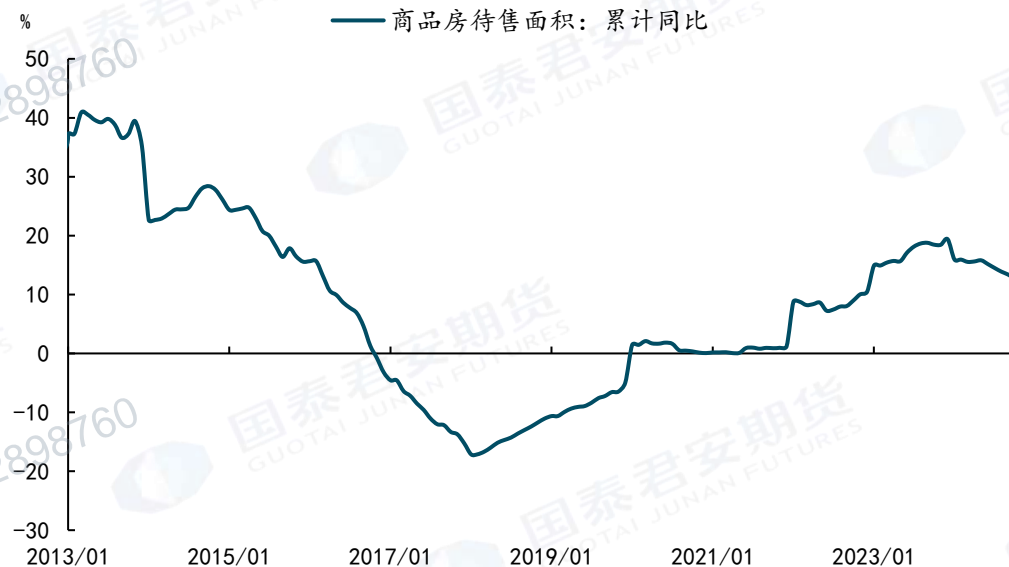
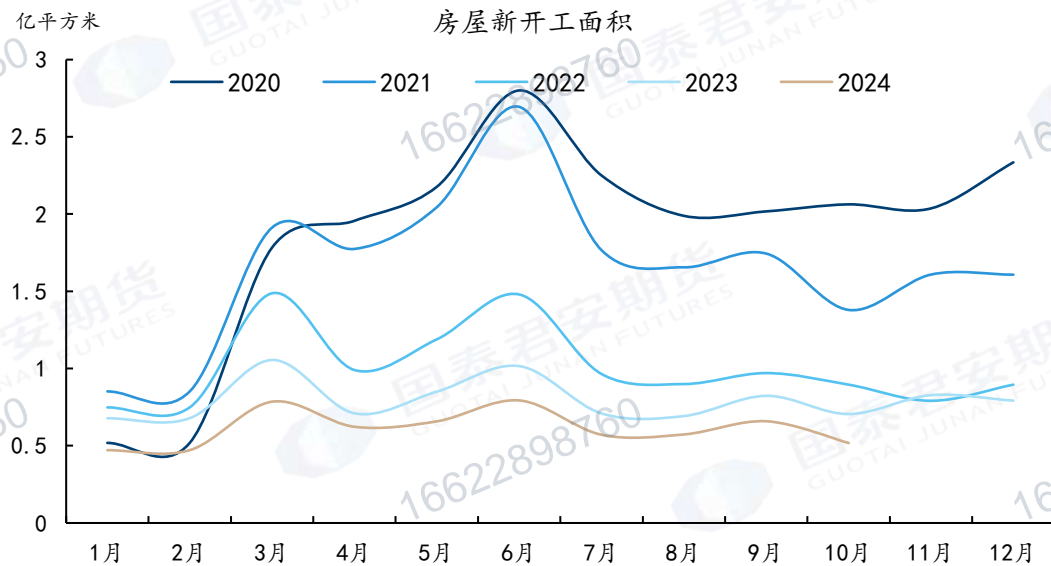


资料来源：Mysteel、iFind、Wind、富宝资讯、国泰君安期货研究所

房地产：主动去库并未结束，下行压力依然较大

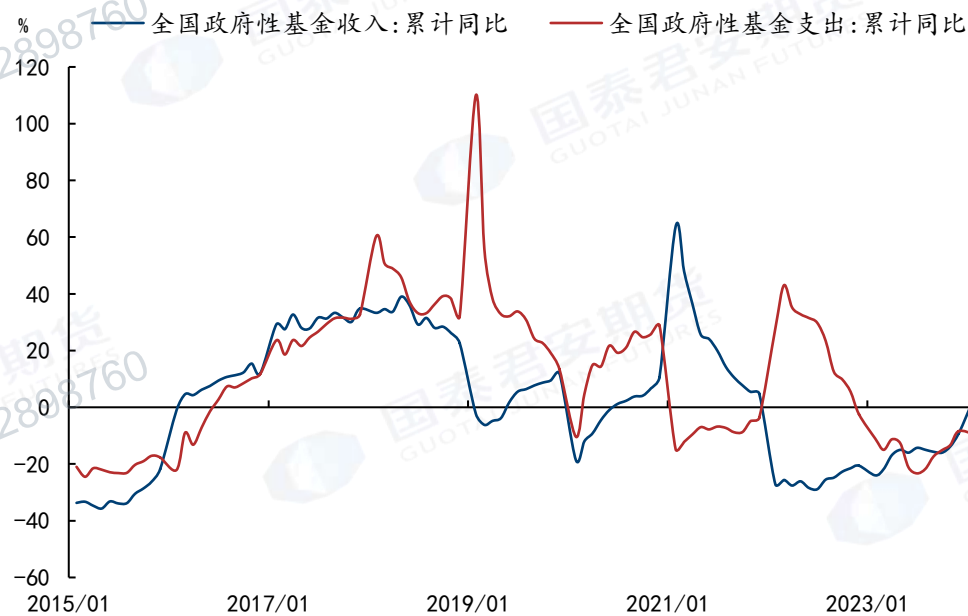
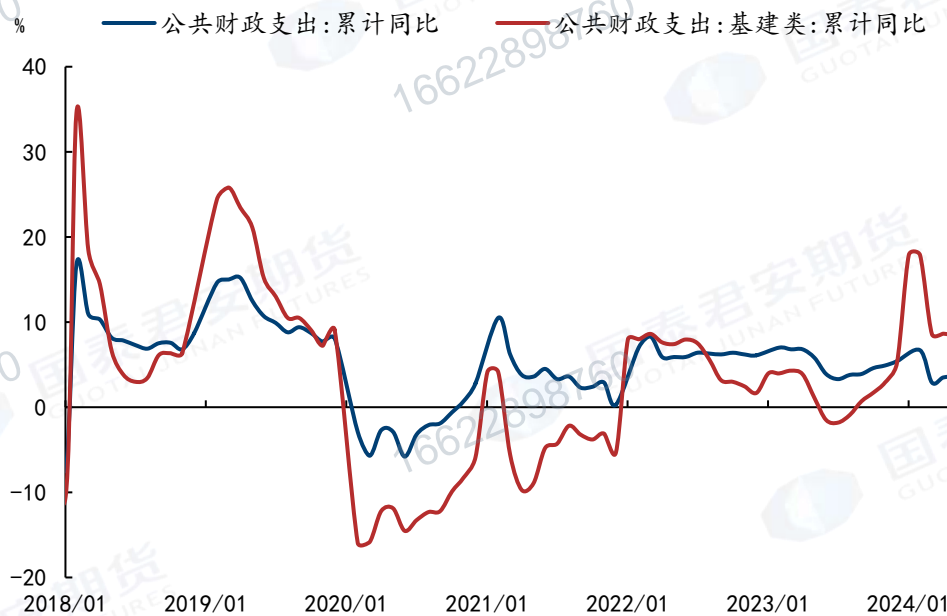
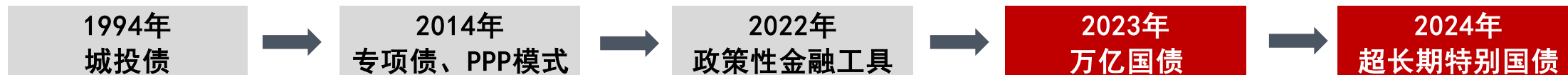


房地产：主动去库并未结束，下行压力依然较大

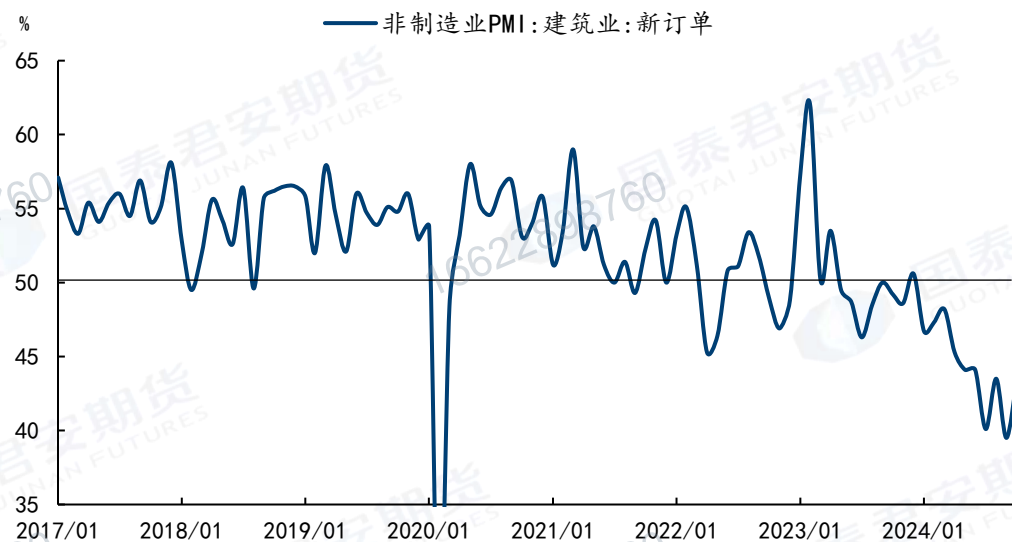
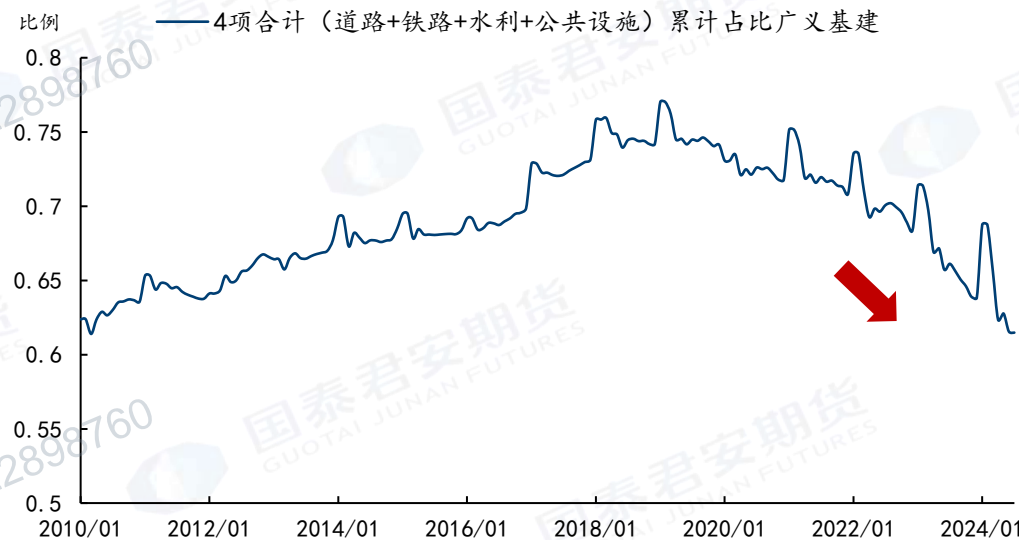


基建端：新质生产力行业发力，传统高耗钢行业减速

基建增量资金来源历史演变



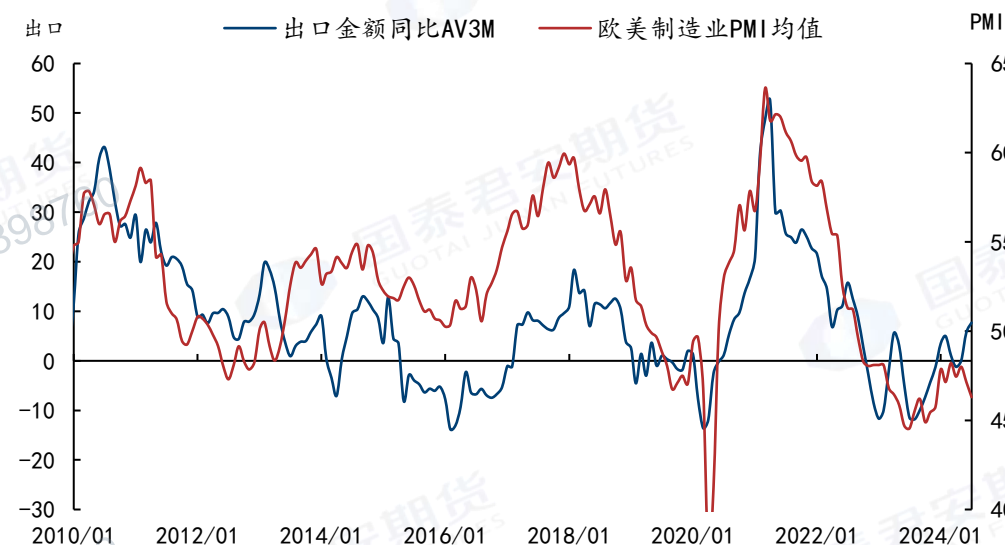
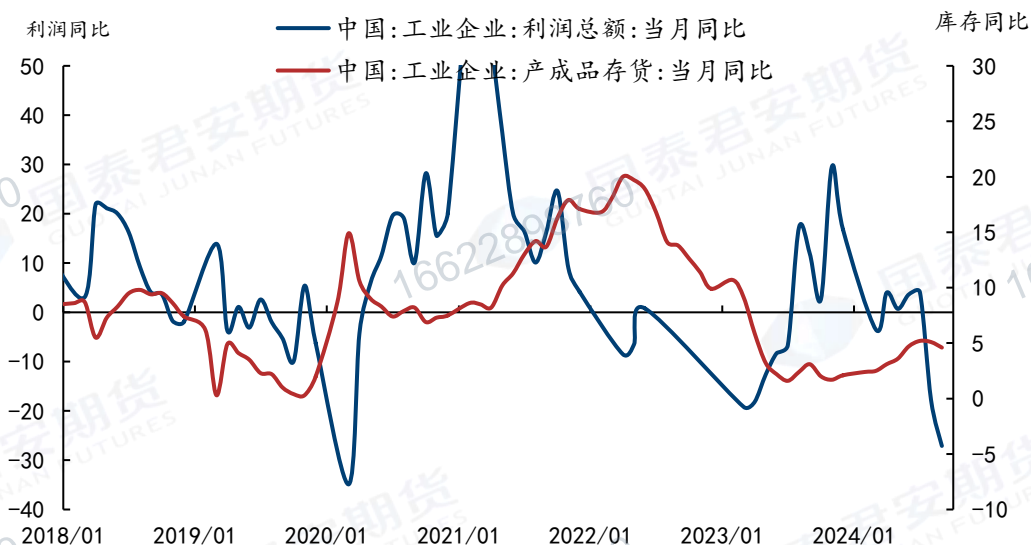
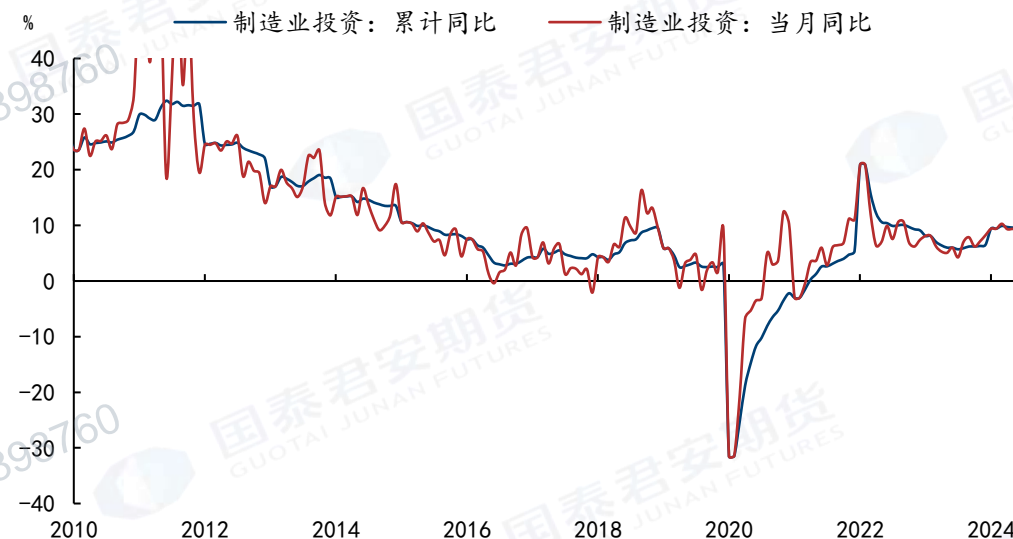
基建端：新质生产力行业发力，传统高耗钢行业减速



制造业：用钢跟随消费缓慢增加，但缺乏想象力

制造业投资连续稳定在10%附近，前期主要是新能源汽车、船舶、集装箱等作为支撑项，之后归于“设备更新和消费品以旧换新”的政策刺激。未来随着经济多元化，消费创造的内需有望进入良性循环。

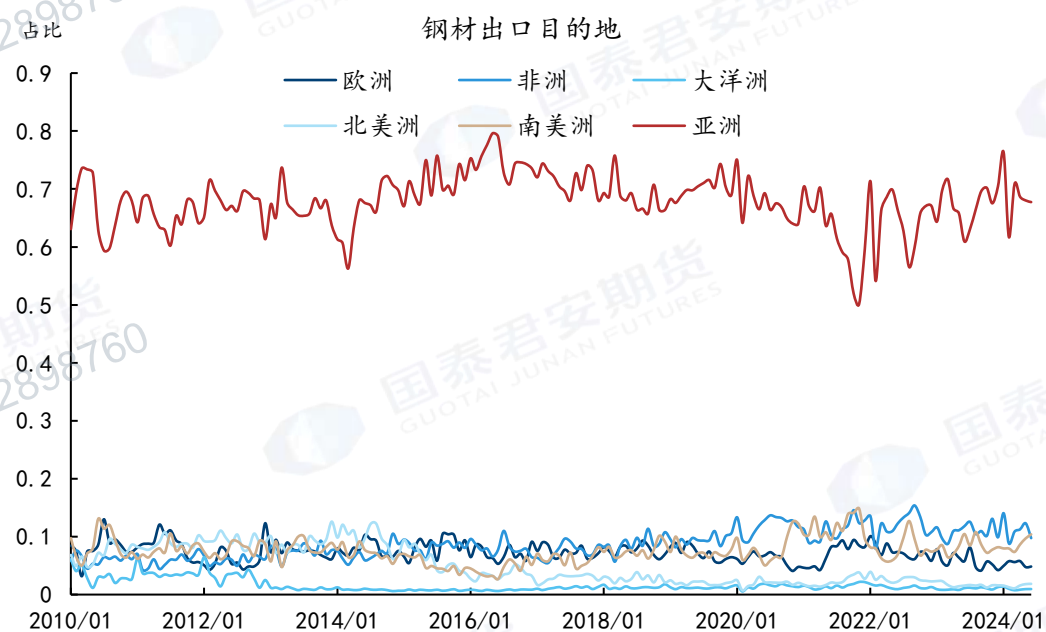
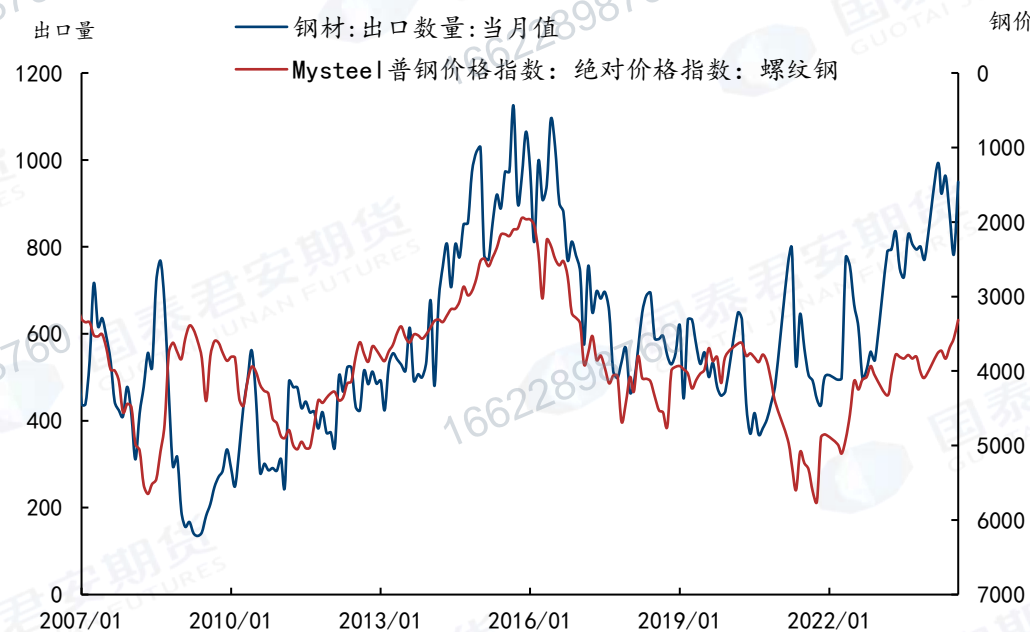
依靠外需拉动制造业工业产出回升，面临关税调整风险；



资料来源：Mysteel、iFind、Wind、富宝资讯、国泰君安期货研究所

净出口：钢材出口是价格函数，以价换量格局不改

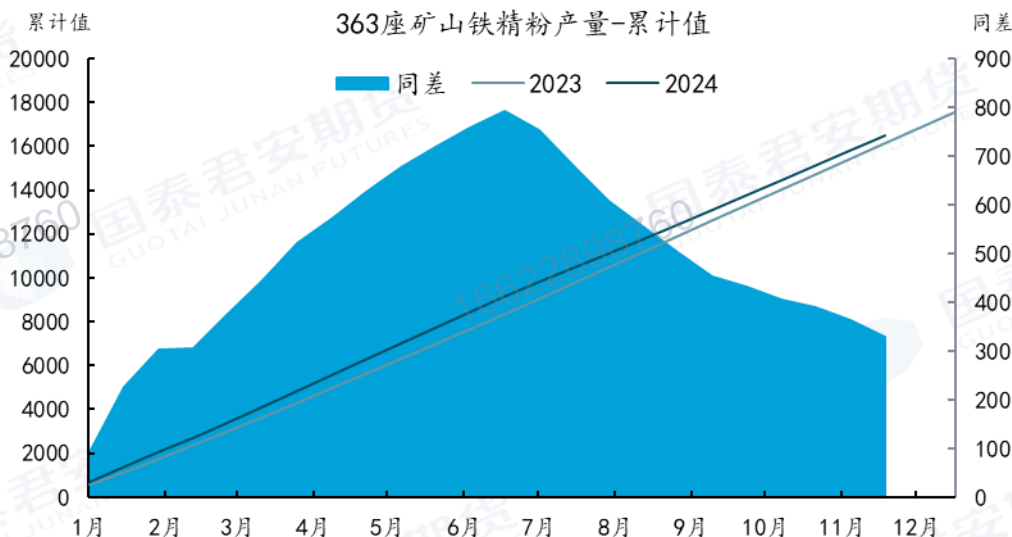
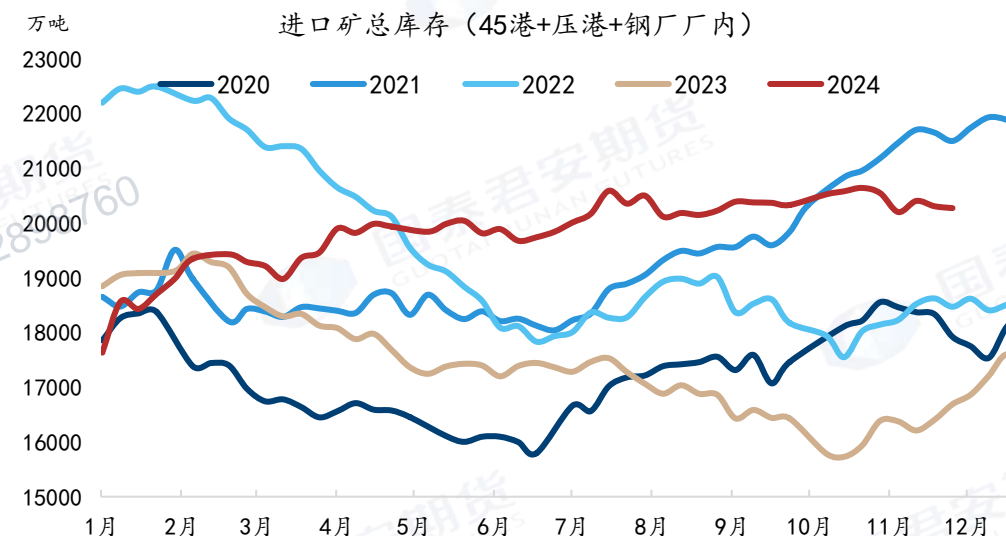
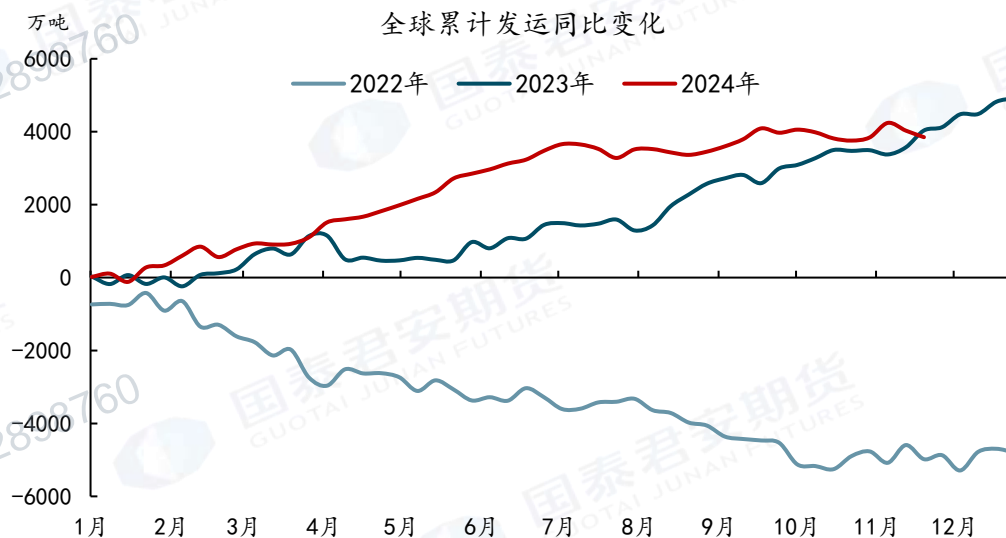
自2022年起，海外钢铁市场面临中国低价钢材大量出口的影响，停产或者维持低产。部分海外国家，如土耳其、墨西哥、越南等，出于保护本国钢铁行业的目的，对部分产自中国的钢材征收高额关税或者进行反倾销调查，这在一定程度上确实加重了中国钢材出口成本。但在全球生产成本变化不大的背景下，中国钢材依然具备优势。类似2013-2015年，中国钢材依然具备全球吸引力，高出口量格局难改。



成本支撑转弱：高库存高供应，矿价有下移风险

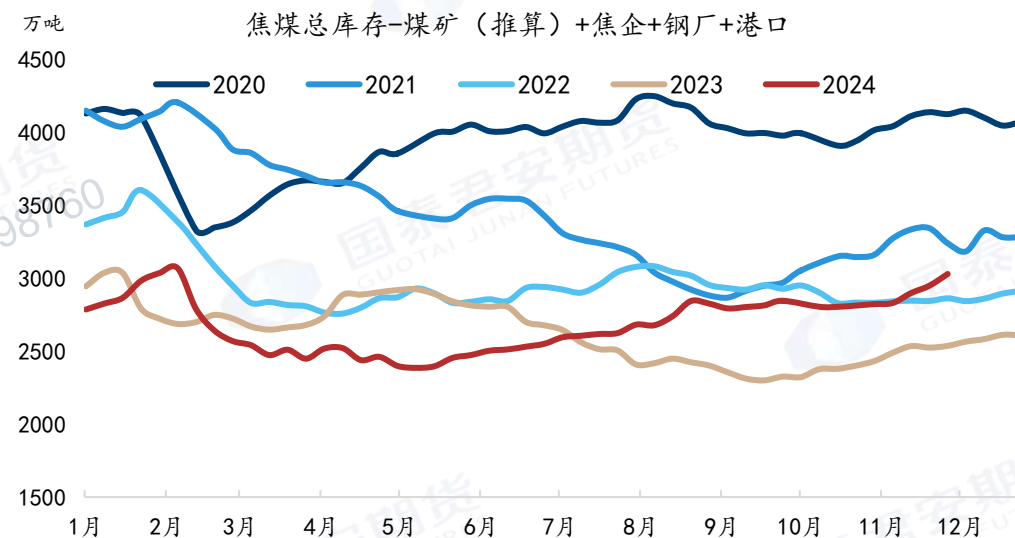
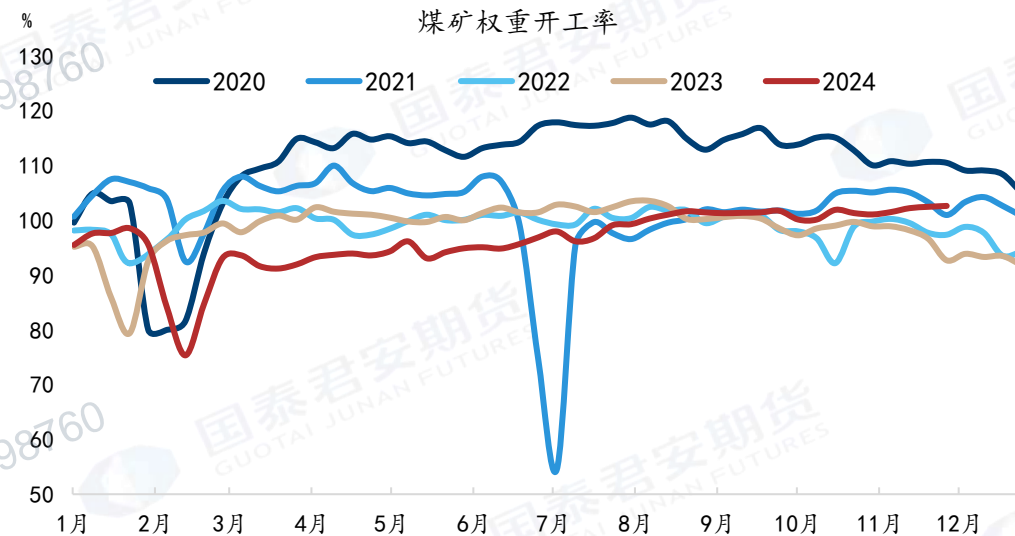
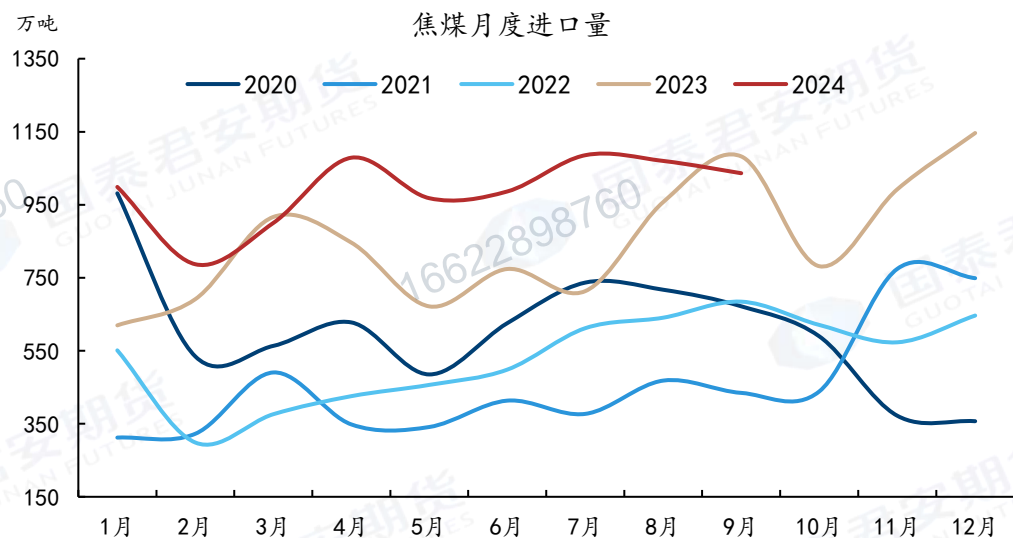
2024年铁矿供给大幅回升，库存高企。2025年低成本主流矿山供给增量约2700万吨，高库存高供应，铁矿可以通过降价迫使非主流矿山减产，完成去库；

FMG铁桥项目：2024年增400万吨，2025年增1000万吨；
淡水河谷S11D项目和东南系统提产：2024年增2000万吨，2025年增1700万吨；

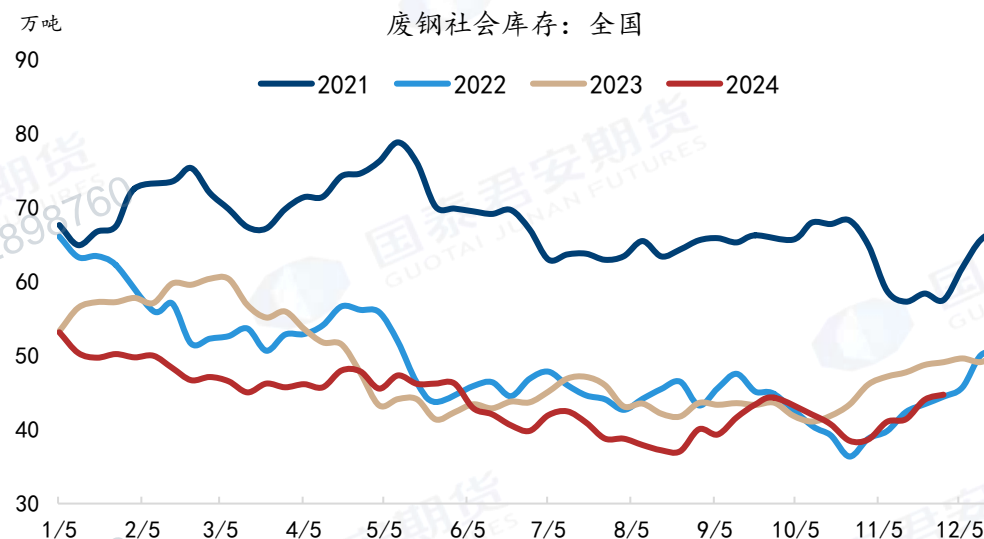
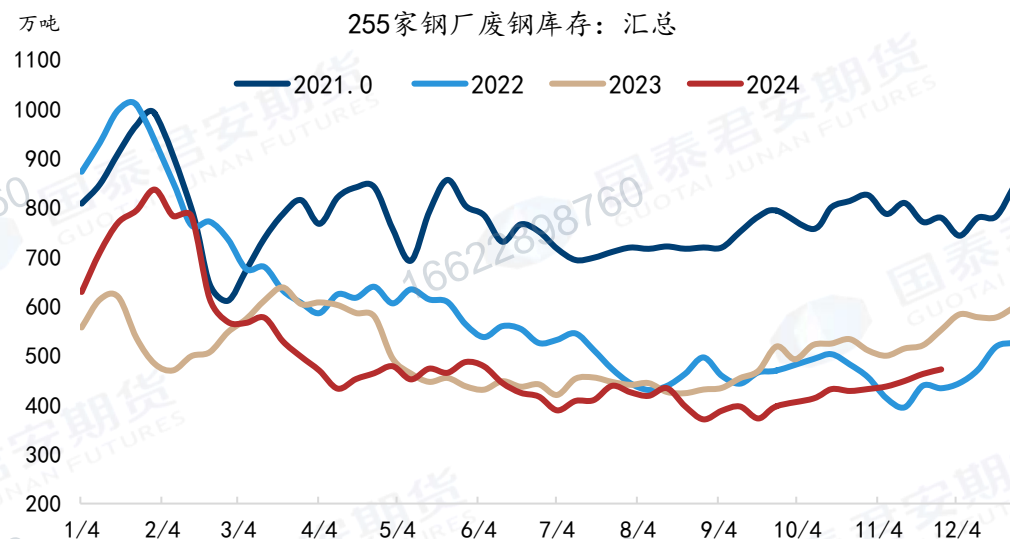
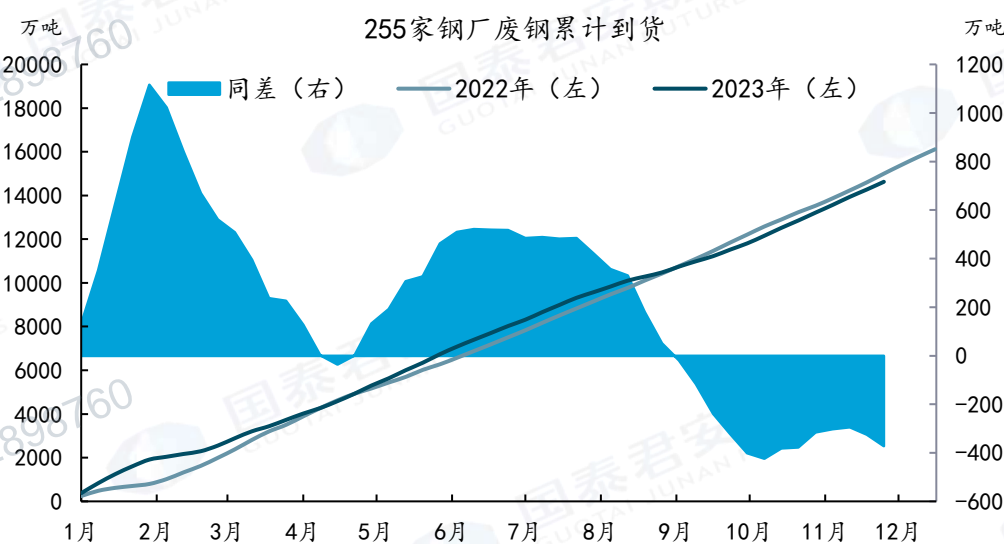


成本支撑转弱：国内焦煤供给充裕，进口非市场因素阻碍减轻

焦煤供给充裕，占比约87%的国产炼焦煤利润丰厚，在行政端减产约束减轻的情况，国内焦煤供给回升。占比约13%的进口炼焦煤，进口阻碍减小：蒙煤通关维持高位、俄煤取消出口关税，澳煤进口利润导向，非市场因素阻碍大幅减轻。

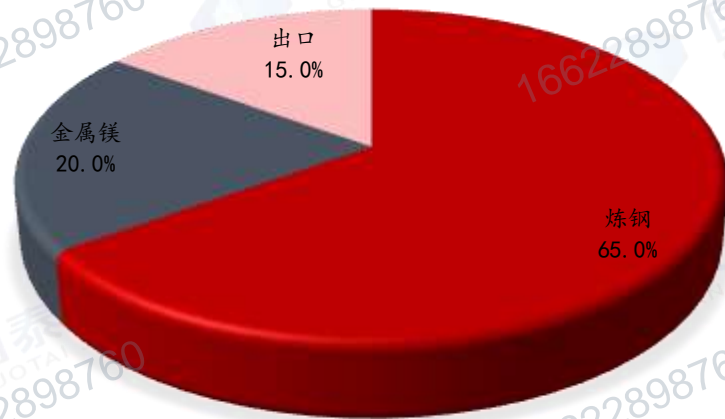


成本支撑转弱：价格引导废钢供给，钢厂维持低库存

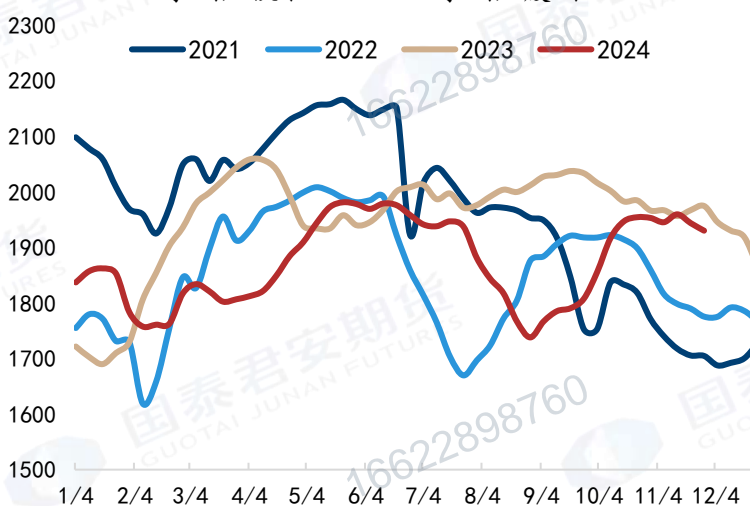


成本支撑转弱：硅铁供需双减，钢厂维持低库存

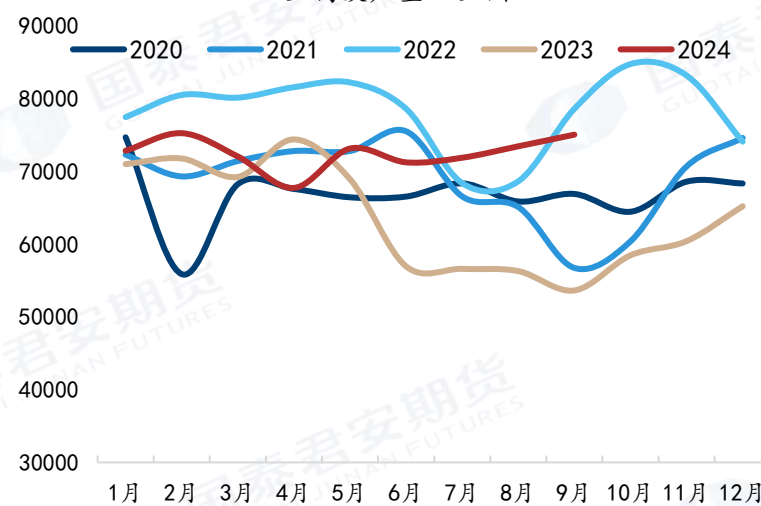
硅铁需求分布



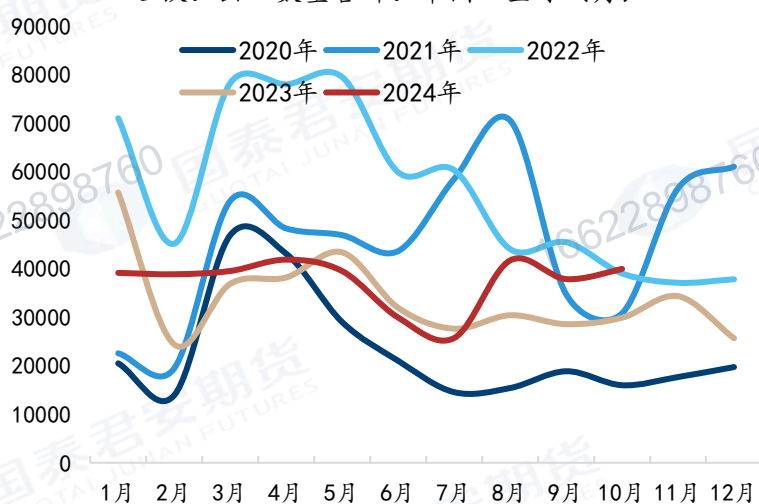
247家钢厂铁水*0.98+255家钢厂废钢*0.92



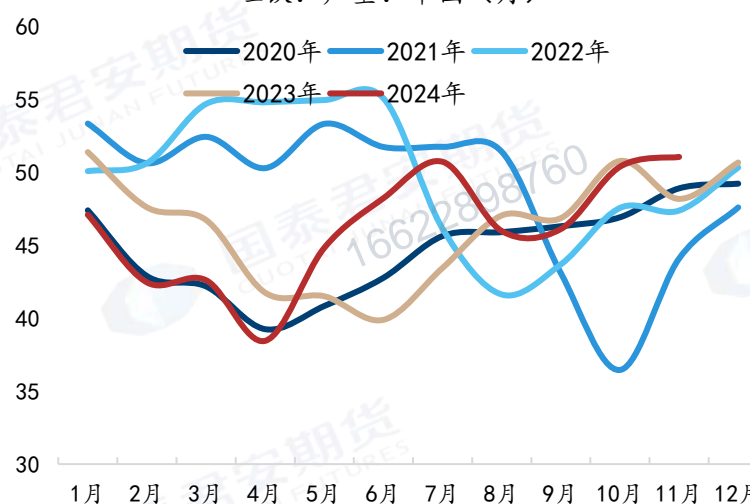
金属镁产量：全国



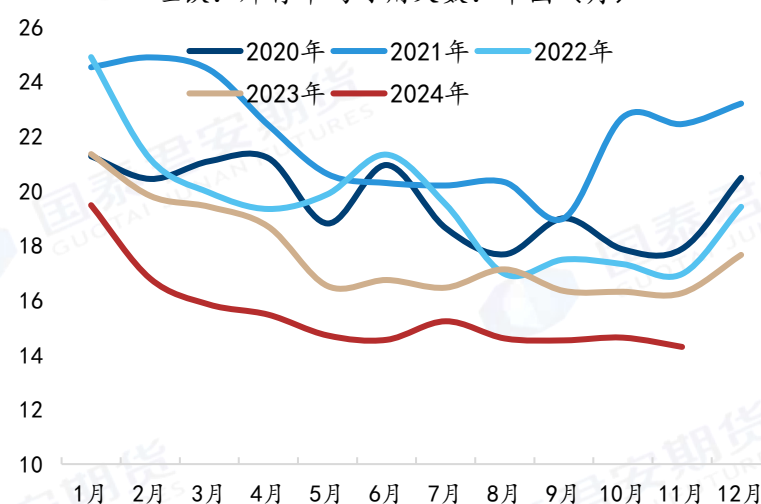
硅铁：出口数量合计：中国→全球（月）



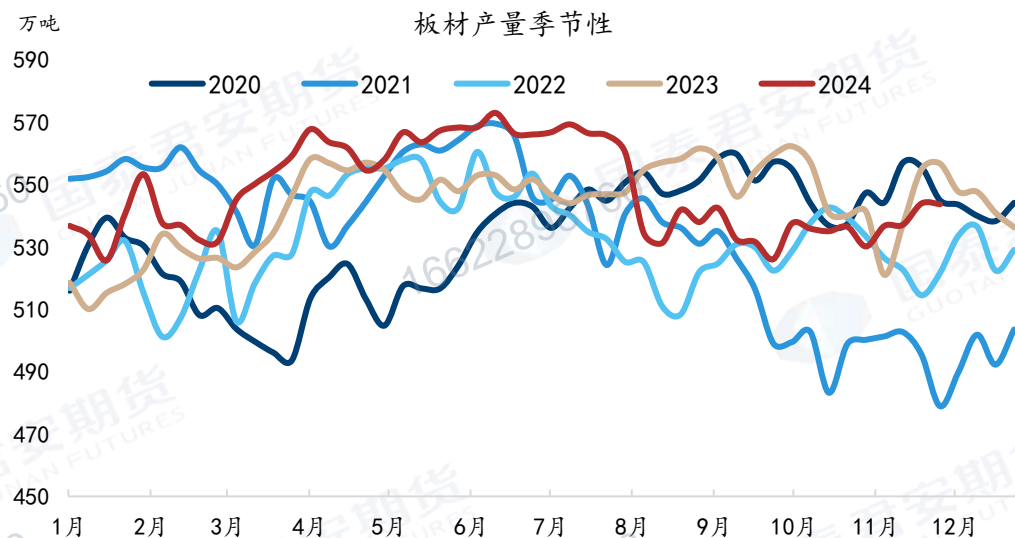
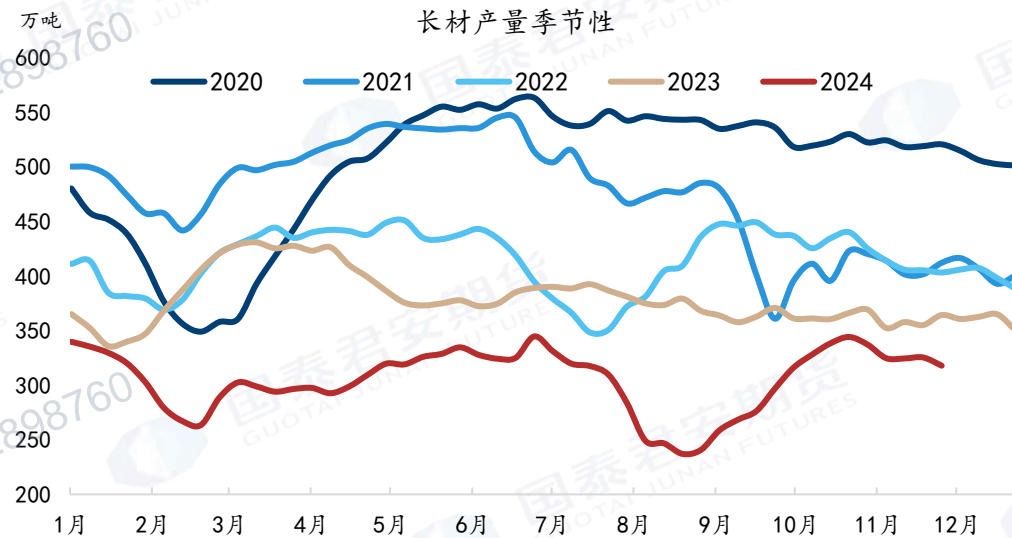
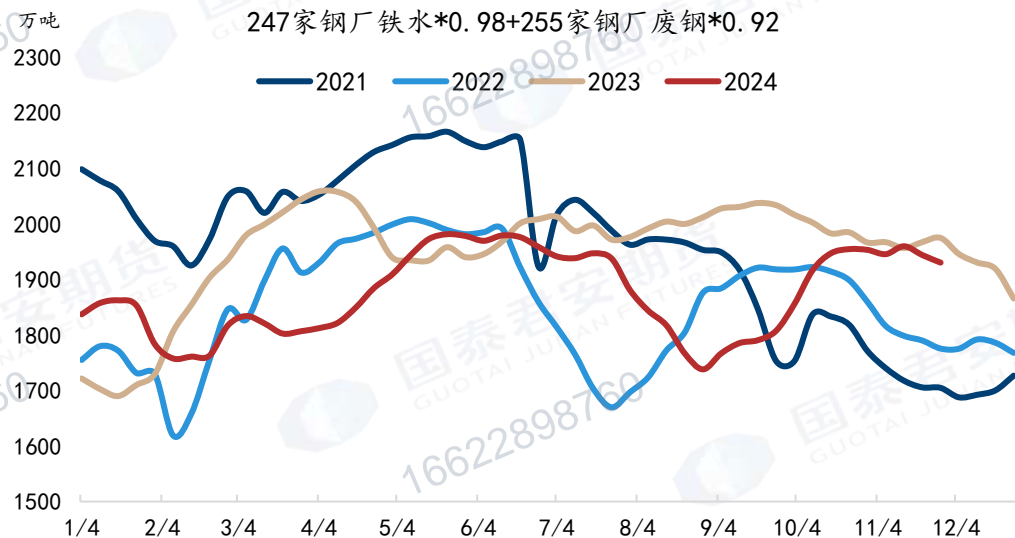
硅铁：产量：中国（月）



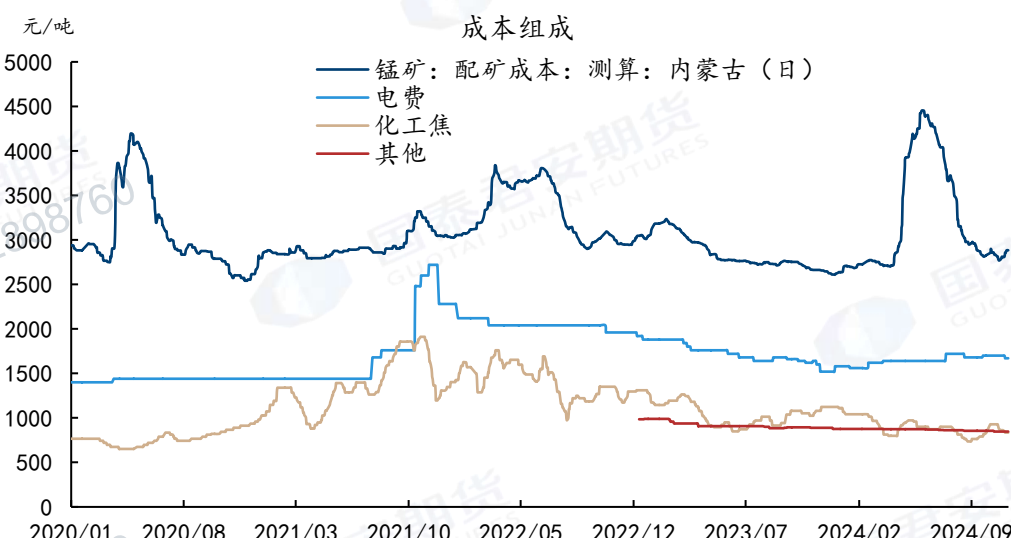
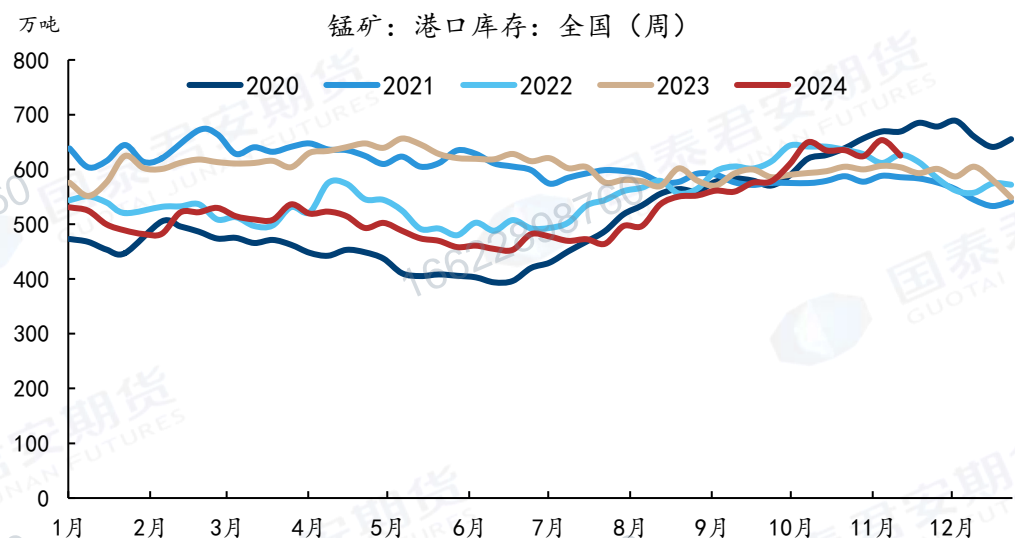
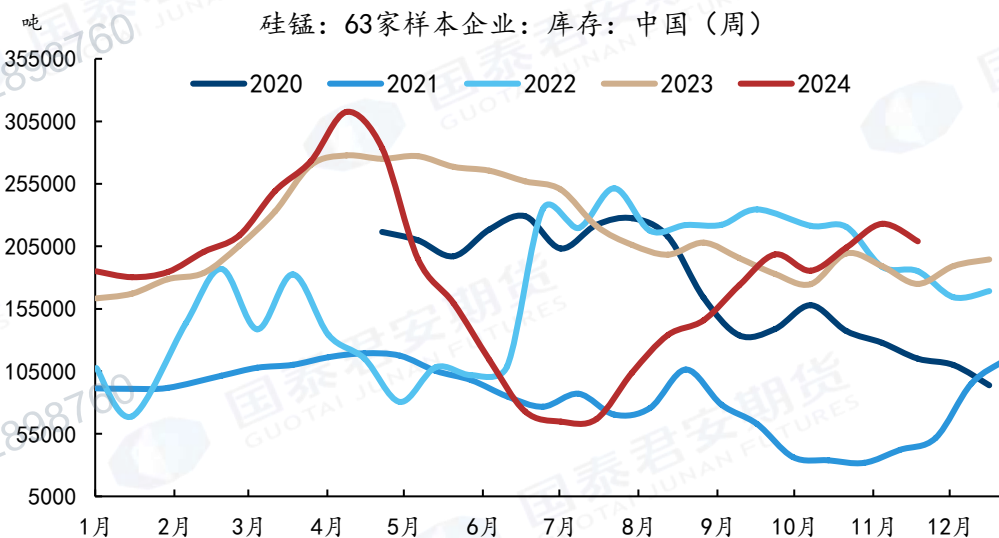
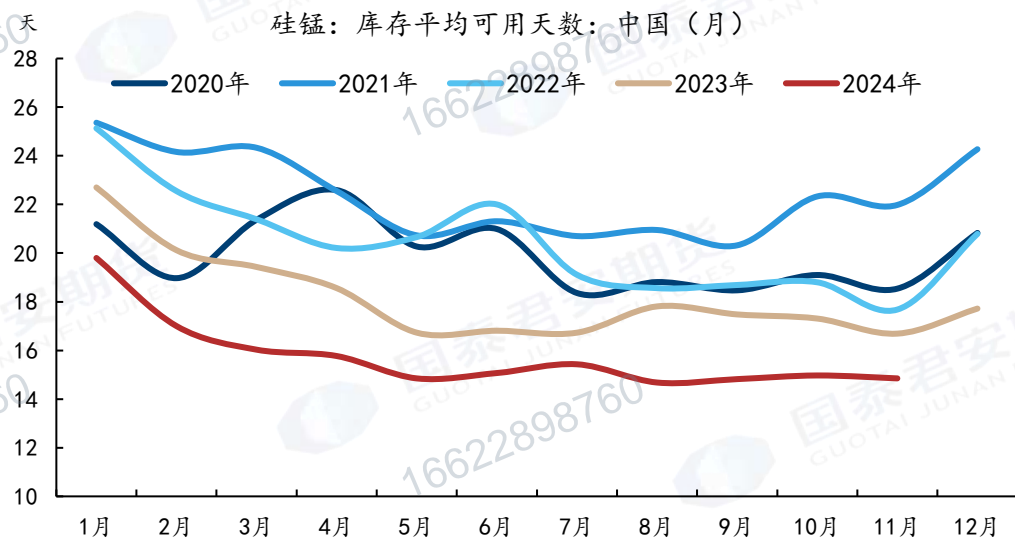
硅铁：库存平均可用天数：中国（月）



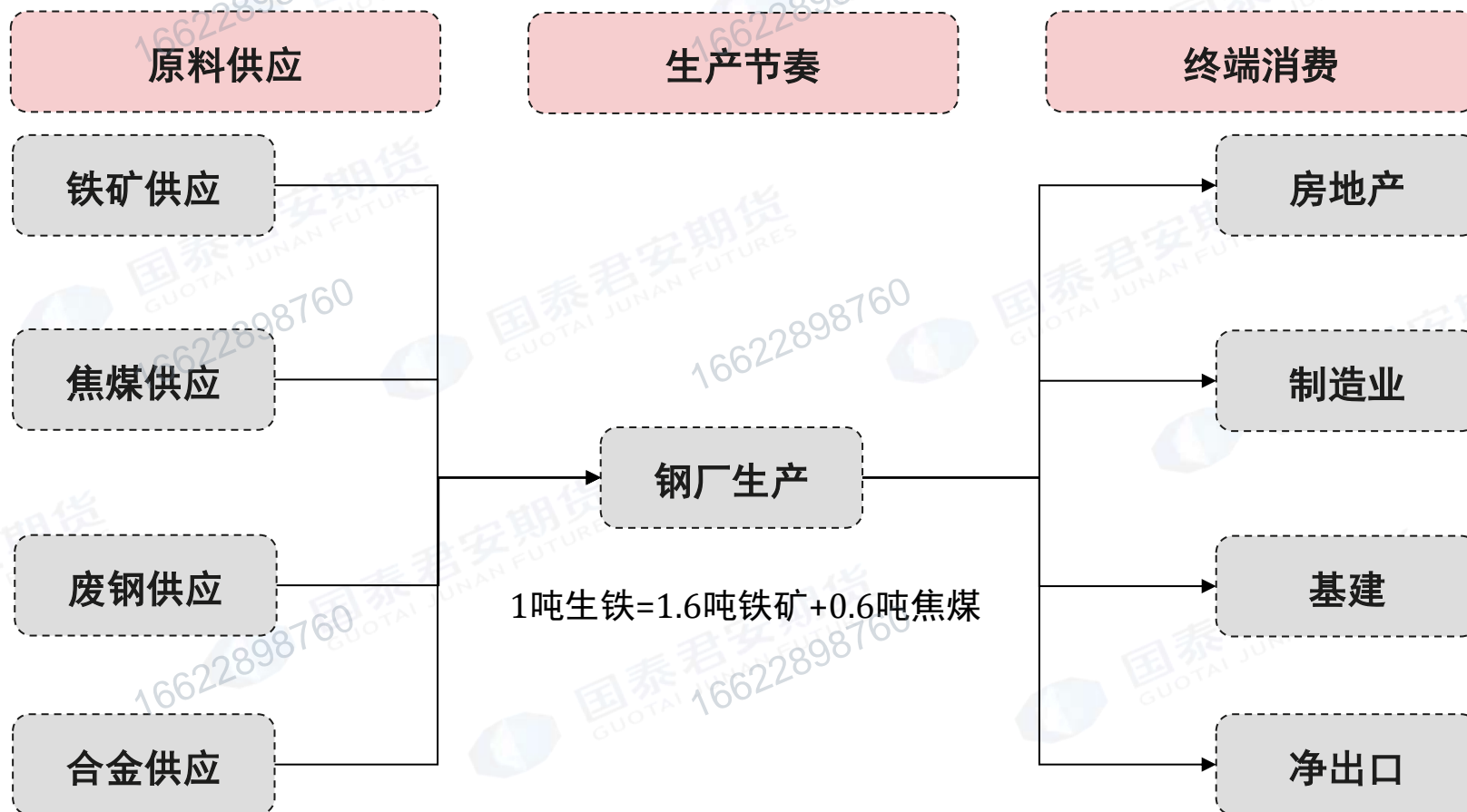
成本支撑转弱：锰硅供给跟随需求下滑



成本支撑转弱：上游高库存，钢厂按需采购，减产方能去库



企稳&反转条件：原料供给减少，钢材需求回升

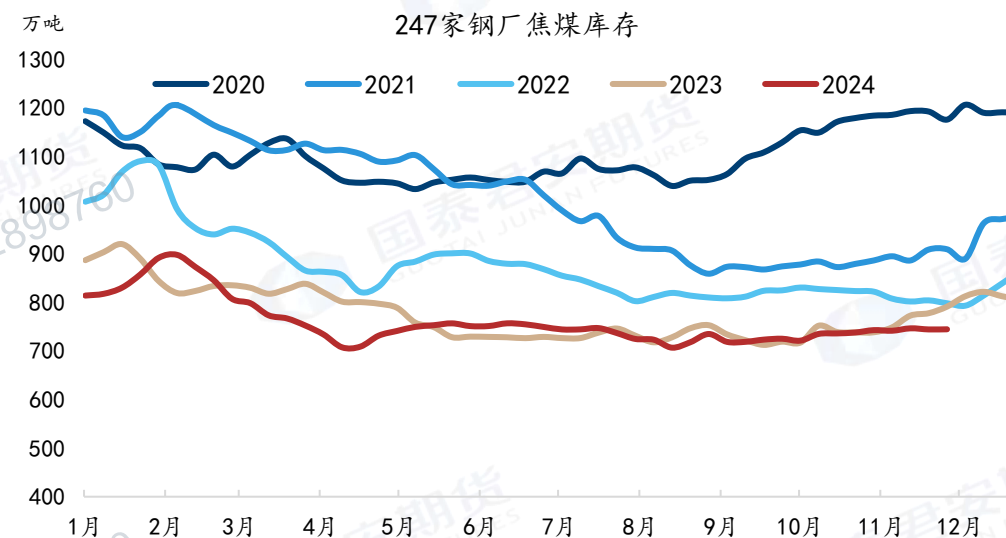
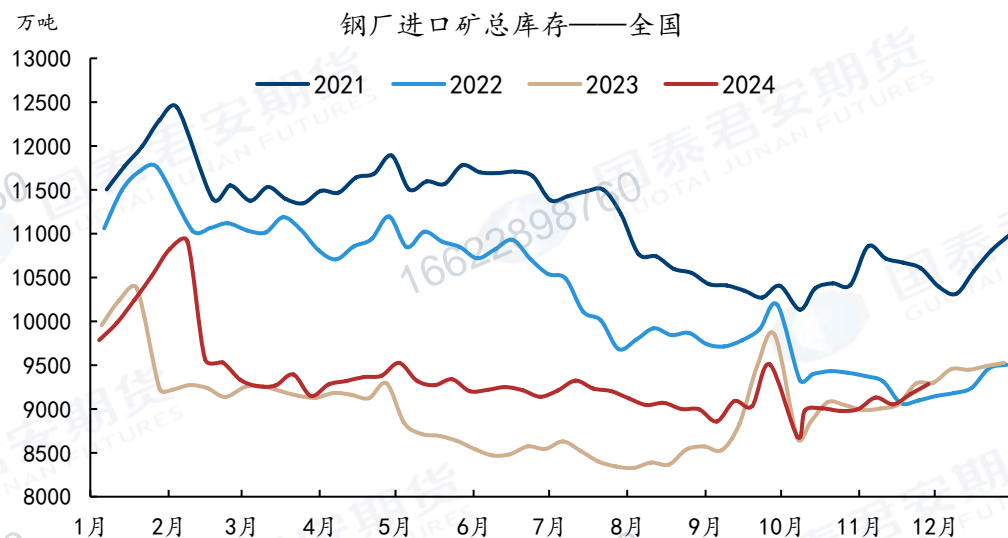
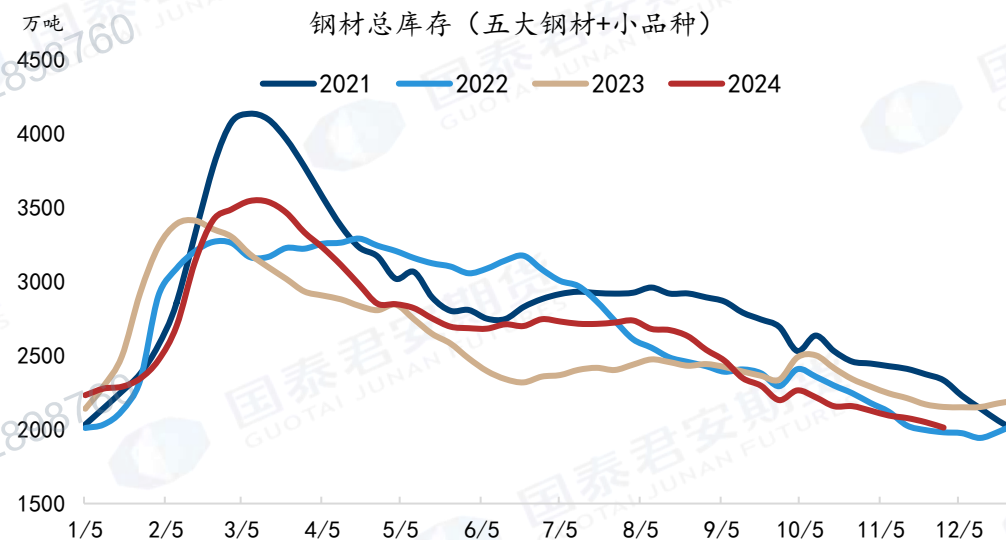
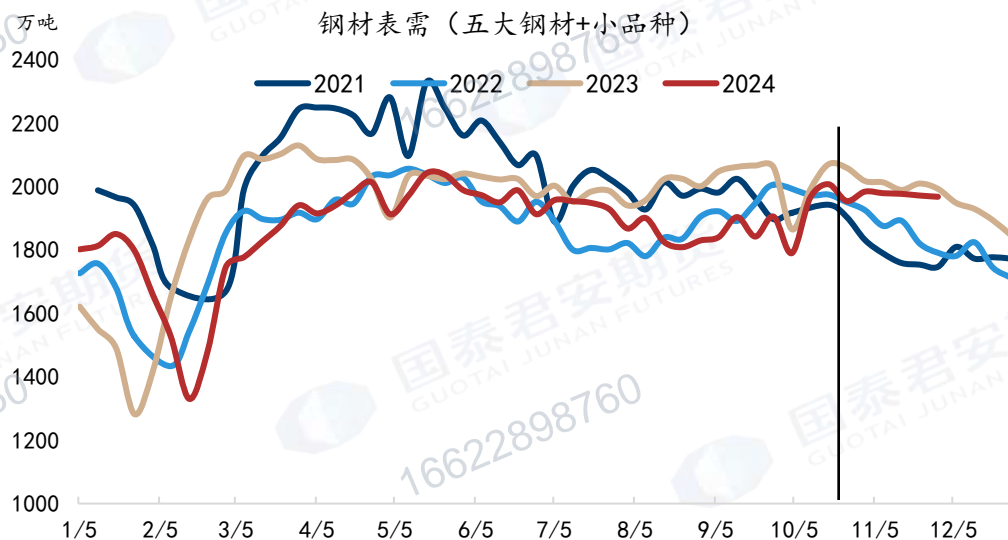


宏观预期：中央加杠杆=货币政策+财政政策=通胀

9月24日国新办发布会释放出诸多房地产利好政策；9月26日中共中央政治局会议进一步提振市场预期；10月12日财政部新闻发布会再度释放宏观利好政策；10月18日潘行长表示，“把促进物价合理回升作为重要考量”通胀有温和回升预期。11月8日人大常委会，12+万亿债务置换；



产业逻辑：需求淡季不淡，钢厂冬储补库



欲渡关山·一往无前

国泰君安期货

2025年度巡回策略会

02 2025年黑色商品策略

大周期现实负反馈，小周期预期正反馈

供给端：粗钢产能过剩。2011-15年：地条钢；2021年-至今：技改后产能利用率提升；

需求端：钢铁需求不足。2011-15年：房地产持续低迷，投资意愿下滑；2021年-至今：房地产持续低迷，投资意愿下滑；

成本端：成本下移。2011-15年：四大矿山资本开支增加，低成本铁矿石供给大幅增加；2021年-至今：巴西冲量，西芒杜未来有冲击；

结构端：2011-15年，钢厂负债经营，因担心银行停贷不敢停产；2021年-至今：自主权有所回升；

2011-15年需求负反馈叠加成本坍塌，导致钢材流畅下跌；2016年供给侧结构性改革，叠加棚改货币化，扭转了价格下行趋势；2020年-至今：碳中和碳达峰；基本面指引黑色中长期谨慎偏空；短期存在因钢材淡季不淡和产业链冬储以及政策再次发力而反弹的可能性；

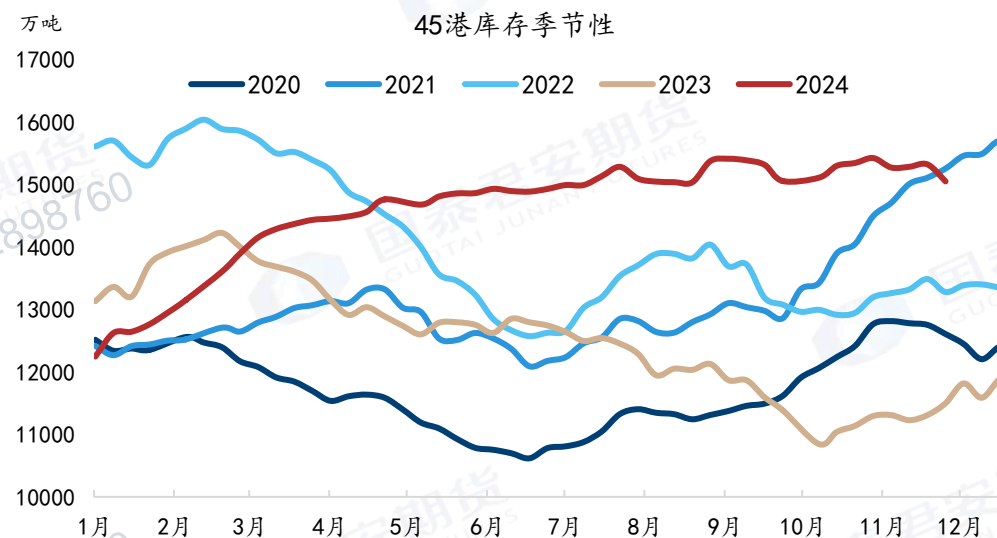
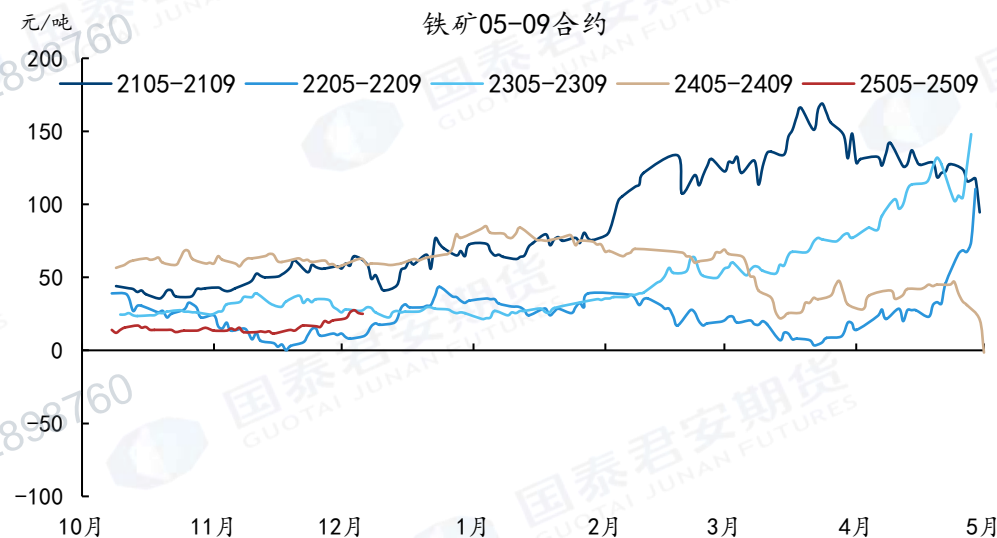
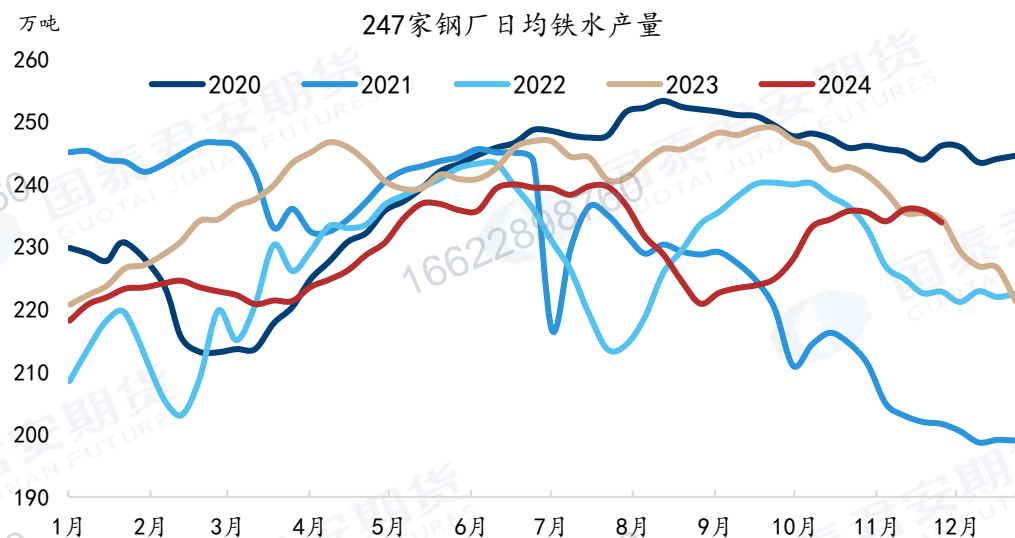
国产铁矿成本线约90美元/吨，非主流80-85美元/吨；主流矿山最高是淡水河谷约60美元/吨；蒙煤四季度长协价格是80美元/吨，折人民币1050元/吨



铁矿2505-2509正套：低估值待驱动

铁矿2505-2509正套：低估值待驱动；

上半年受到澳洲飓风和巴西强降雨影响铁矿石供给偏低、但国内钢厂复产，所以铁矿多呈现去库格局；下半年相反，供给增加、需求减少、多呈现库存格局；



资料来源：Mysteel、iFind、Wind、富宝资讯、国泰君安期货研究所

感谢聆听

Thank you for listening



国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，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。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且本公司不会因接收人收到本报告而视其为公司的当然客户。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为国君期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记，未经国君期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。