

同创·同享·同成长

# 2025年策略推荐

浙商期货 陈凯航

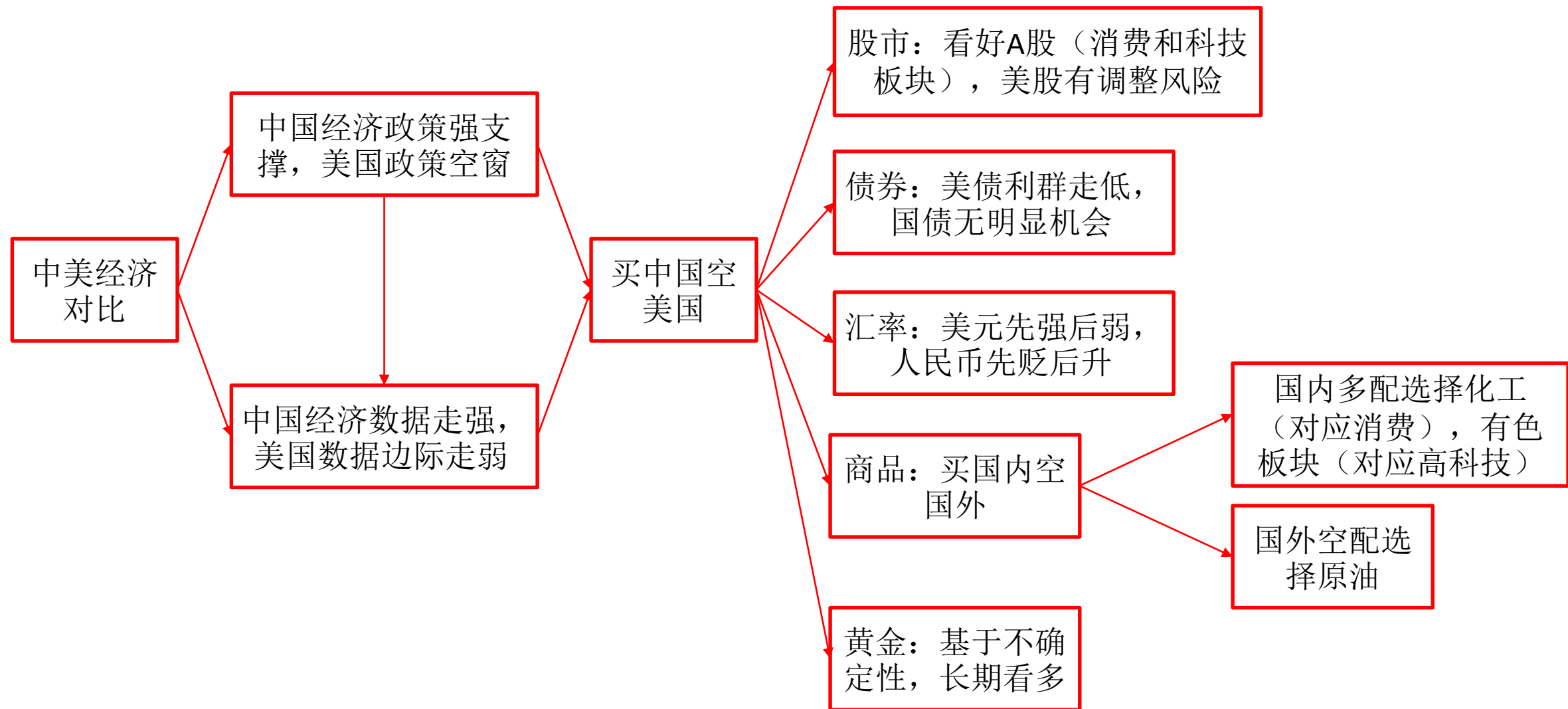
Z0019685



浙商期货  
ZHESHANG FUTURES

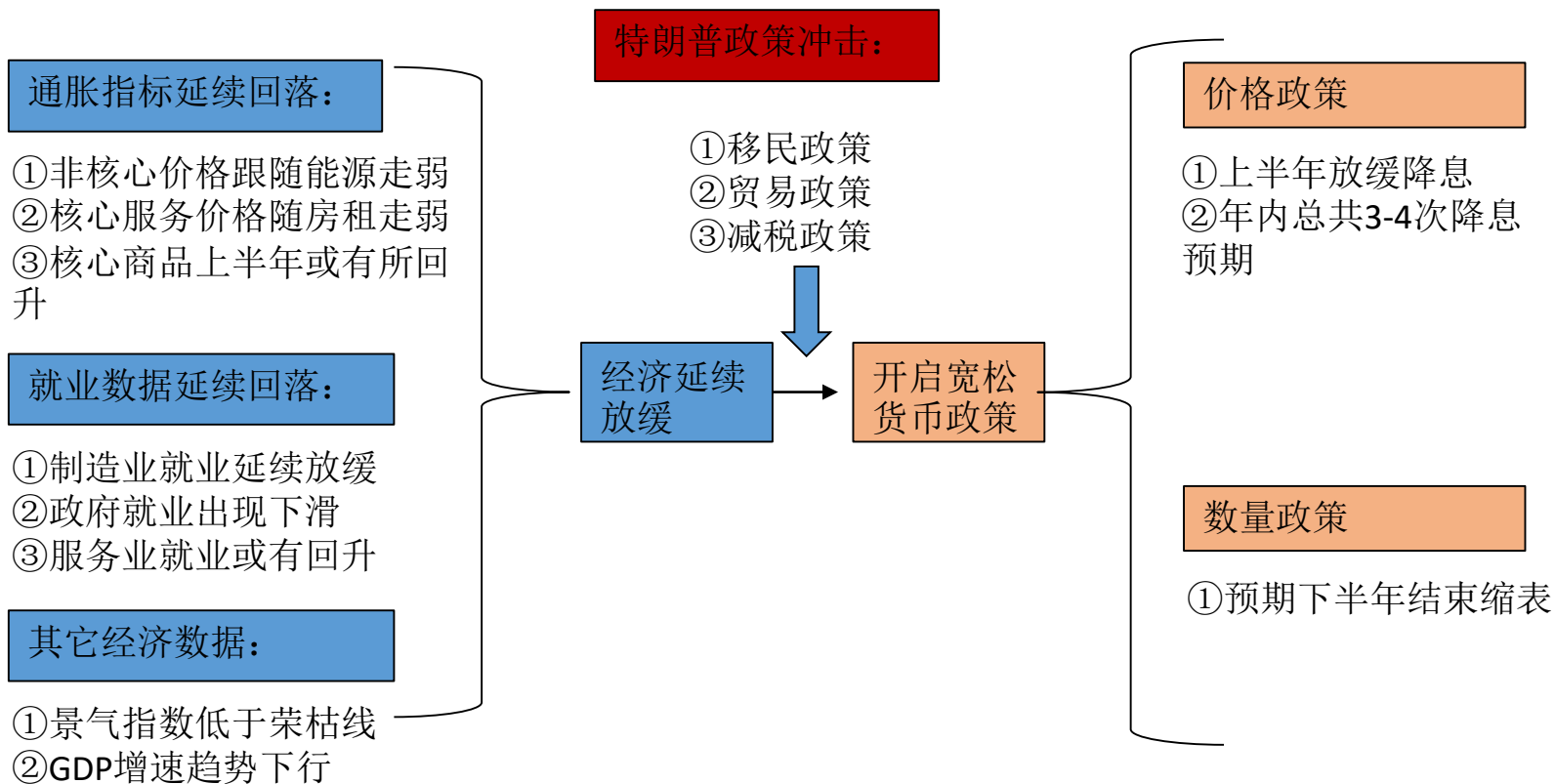
打造研究型衍生品综合服务商

# 大类资产配置思路



# 海内外经济逻辑

# 美国经济核心逻辑



美国核心逻辑：经济延续放缓，推动宽松政策落地，但上半年会受到特朗普政策的冲击，使得降息节奏放缓。

综合来看，2025年美国经济前高后低，GDP增速降至2%水平。

其中上半年受到高利率压力以及特朗普新政冲击，美国经济将延续回落，但通胀和就业指标在特朗普政策影响下仍将显示出一定韧性。这使得美联储不急于降息。

由于上半年减税与降息等宽松政策落空，同时高利率和政策冲击压力不减，使得下半年美国经济衰退加速，且会逐渐反映到通胀就业等指标出现走弱，使得美联储再度开始降息。

# 美国经济数据边际走弱

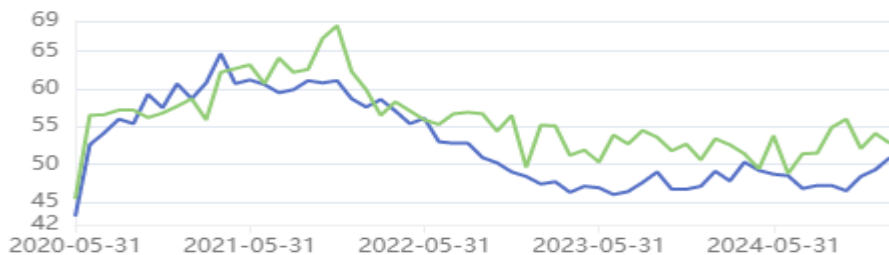
美国:GDP:不变价:折年数: 同比 2024-12-31



—○— 美国:GDP:不变价:折年数: 同比

更新频率: 季度

美国:供应管理协会(ISM):PMI 2025-01-31

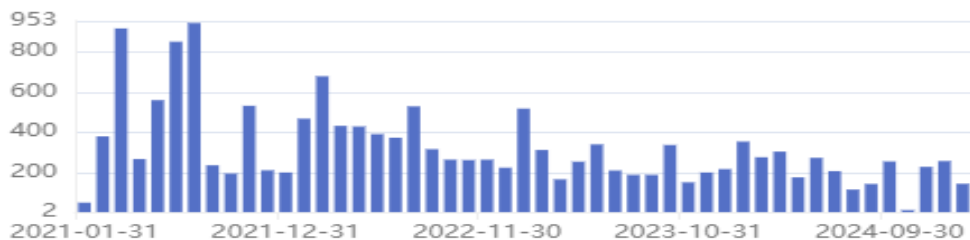


—○— 美国:供应管理协会(ISM):制造业PMI —○— 美国:ISM:非制造业PMI

单位: %

更新频率: 月度

美国: 新增非农就业人数: 初值 2025-01-31

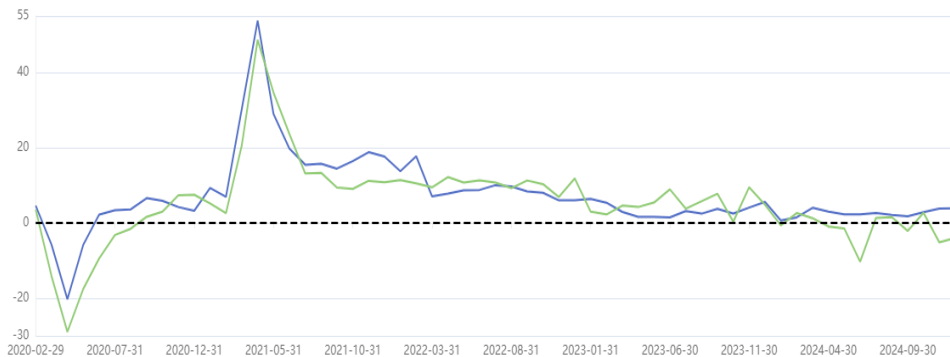


■ 美国: 新增非农就业人数: 初值

单位: 千人

更新频率: 月度

美国零售以及耐用品订单: 当月同比 2024-12-31



—○— 美国: 零售和食品服务销售额: 总计: 季调: 同比 —○— 美国: 耐用品: 新增订单: 季调: 当月同比

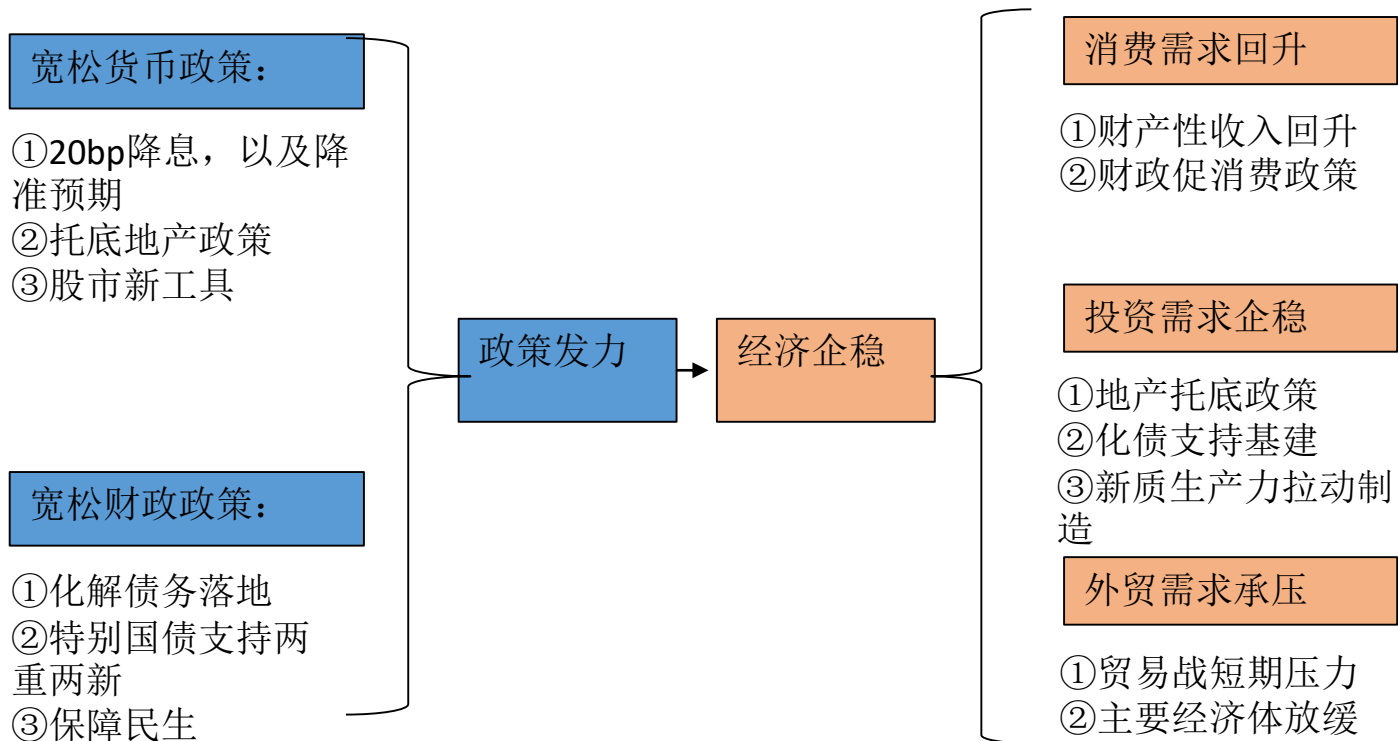
更新频率: 月度

**美元汇率：**特朗普强势推动贸易战增强美元，同时不确定性同样凸显美元避险功能，最后降息节奏慢于欧洲使得美欧利差先升后降，美元全年前强后弱。

**美债利率：**当前美联储基准利率在4.25%-4.50%，上半年预期降息1次，下半年降息2-3次，基准利率水平预期降至3.25%-3.75%附近。降息节奏后置使得美债利率出现前高后低，短债利率预期下降至3.5%以下，长债利率预期下降至4%以下水平。

**美国股市：**不确定性上升使得美股波动加剧。上半年经济延续放缓，特朗普政策冲击将导致宽松政策落空，使得美股存在高估风险出现回调，下半年美联储降息支持下预期美股将出现修复。





国内经济核心逻辑是极强政策预期, 推动经济企稳回升。

2024年Q4以来, 国内出现财政货币双宽松的极强政策预期。

货币政策: 当前逆回购利率在1.50%, 年内存存在20bp降息预期至1.30%, 同时存在1-2次降准预期, 将延续政策工具托底地产和支撑股市。  
财政政策: 积极财政将扩大支出, 化债政策已经落地, 扩大赤字和保障民生将逐步落地。



经济方面: 地产基建在政策支持下维持稳定, 外贸或略弱于去年, 而消费和高科技制造将为今年的主要需求亮点。国内经济增速预期前低后高, 全年GDP增速目标5%。

通胀方面: 需求回升带动价格回暖, 全年CPI将从0附近的低位水平逐步回升。

# 中国经济数据有好转迹象

官方制造业和服务业PMI 2025-01-31



社会消费品零售总额: 当月值 2024-12-31



更新频率: 月度

商品房销售面积: 当月同比 2024-12-31



房地产开发投资完成总额: 当月同比 2024-12-31





**汇率市场：**外汇政策管控下汇率整体维持稳定为主，波动有限。方向上，国内经济预期企稳回升带动人民币汇率由贬回升，央行降息预期普遍低于海外使得中外利差回暖人民币贬值压力逐渐减弱，最后再叠加美元前强后弱格局，使得人民币整体呈现出先贬后升，窄幅波动的格局。

**债券市场：**宽松货币背景下，政策利率仍将下行，当前预期OMO存在20bp下调空间至1.30%。但当前短端的两年国债收益率已在1.30%附近，预期波动空间在（1.2%-1.5%）震荡。三十年国债收益率目前仍在1.80%的历史低位水平，在经济企稳回升预期下有望出现回升，使得长短利差将再度走扩。

**股票市场：**在方向上，我们整体看多2025年权益类资产。在结构上，我们倾向于关注类债性质的消费、公共事业类高股息资产及远景空间巨大的科技成长两大方向，分市场而言，我们认为需重视港股机会。

**大宗商品：**货币财政双宽松刺激社会需求回升，CPI/PPI等价格指数均预期回暖，我们对商品整体思路偏多；具体板块我们推荐多化工板块（对应传统消费行业）以及有色板块（对应高科技行业）。另外，由于特朗普政策带来的不确定性，我们长期看好黄金。

# 不确定性上升促进央行增加黄金储备



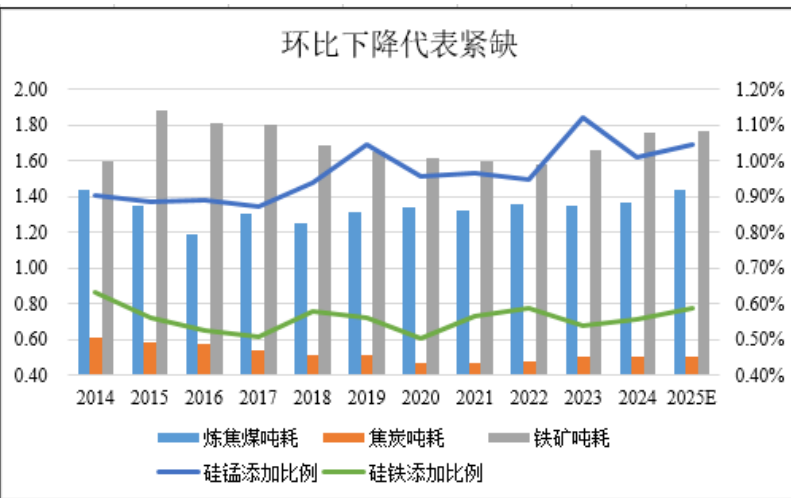
| 单位: 亿美元 | 黄金储备    | 储备资产     | 占比储备    | 外汇储备     | 占比外汇     |
|---------|---------|----------|---------|----------|----------|
| 欧元区     | 10770.5 | 13687.75 | 78.69%  | 2983.68  | 360.98%  |
| 美国      | 8133.46 | 2388.01  | 340.60% | 358.84   | 2266.60% |
| 德国      | 3351.53 | 3778.53  | 88.70%  | 352.91   | 949.68%  |
| 法国      | 2437    | 2830.3   | 86.10%  | 295.98   | 823.37%  |
| 俄罗斯     | 2335.85 | 6091.68  | 38.34%  | 3850.4   | 60.67%   |
| 中国      | 2279.56 | 34780.07 | 6.55%   | 32090.36 | 7.10%    |
| 日本      | 845.97  | 12406.31 | 6.82%   | 10813.67 | 7.82%    |
| 印度      | 876.2   | 6594.32  | 13.29%  | 5699.6   | 15.37%   |
| 韩国      | 104.45  | 4153.92  | 2.51%   | 3904.92  | 2.67%    |

**黄金：**特朗普“美国优先”的政策使得全球面临长期不确定性，各大央行对美元的不信任增加，从而大量增持黄金；我们判断在特朗普政策持续的前提下，黄金将迎来长期牛市

# 2025年黑色展望

# 黑色产业链年度平衡

|             | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020    | 2021    | 2022    | 2023    | 2024    | 2025E   |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 炼焦煤供应（万吨）   | 62,956 | 54,387 | 48,296 | 50,331 | 49,847 | 54,580 | 55,788  | 54,404  | 55,534  | 59,143  | 59,099  | 62,000  |
| 炼焦煤吨耗       | 1.44   | 1.35   | 1.19   | 1.31   | 1.25   | 1.31   | 1.34    | 1.32    | 1.36    | 1.35    | 1.37    | 1.44    |
| 焦炭兰炭产量（万吨）  | 47,981 | 44,823 | 44,911 | 43,143 | 44,834 | 47,126 | 47,116  | 46,446  | 47,344  | 49,260  | 48,927  | 49,000  |
| 兰炭产量（万吨）    | 4,250  | 4,578  | 4,403  | 4,700  | 4,902  | 5,572  | 5,595   | 5,308   | 6,388   | 5,333   | 5,705   | 5,800   |
| 焦炭吨耗        | 61%    | 58%    | 58%    | 54%    | 51%    | 51%    | 47%     | 47%     | 47%     | 50%     | 51%     | 50%     |
| 铁矿石供应量（百万吨） | 1,142  | 1,303  | 1,275  | 1,288  | 1,314  | 1,336  | 1,441   | 1,387   | 1,368   | 1,449   | 1,498   | 1,520   |
| 铁矿吨耗        | 1.60   | 1.89   | 1.82   | 1.81   | 1.68   | 1.65   | 1.62    | 1.60    | 1.58    | 1.66    | 1.76    | 1.77    |
| 生铁产量（万吨）    | 71,375 | 69,141 | 70,227 | 71,362 | 77,988 | 80,849 | 88,898  | 86,857  | 86,383  | 87,211  | 85,147  | 85,890  |
| 废钢消耗量（万吨）   | 10,856 | 11,241 | 10,534 | 15,712 | 14,916 | 18,693 | 17,579  | 16,667  | 15,413  | 15,675  | 15,362  | 14,763  |
| 废钢添加比例      | 13%    | 14%    | 13%    | 18%    | 16%    | 19%    | 17%     | 16%     | 15%     | 15%     | 15%     | 15%     |
| 硅锰产量（万吨）    | 742    | 712    | 718    | 760    | 873    | 1,041  | 1,021   | 1,000   | 965     | 1,152   | 1,015   | 1,053   |
| 硅锰添加比例      | 0.90%  | 0.89%  | 0.89%  | 0.87%  | 0.94%  | 1.05%  | 0.96%   | 0.97%   | 0.95%   | 1.12%   | 1.01%   | 1.05%   |
| 硅铁产量（万吨）    | 521    | 450    | 424    | 443    | 538    | 560    | 538     | 586     | 597     | 556     | 559     | 591     |
| 硅铁添加比例      | 0.63%  | 0.56%  | 0.53%  | 0.51%  | 0.58%  | 0.56%  | 0.51%   | 0.57%   | 0.59%   | 0.54%   | 0.56%   | 0.59%   |
| 粗钢产量（万吨）    | 82,231 | 80,383 | 80,761 | 87,074 | 92,904 | 99,542 | 106,477 | 103,524 | 101,796 | 102,886 | 100,509 | 100,653 |

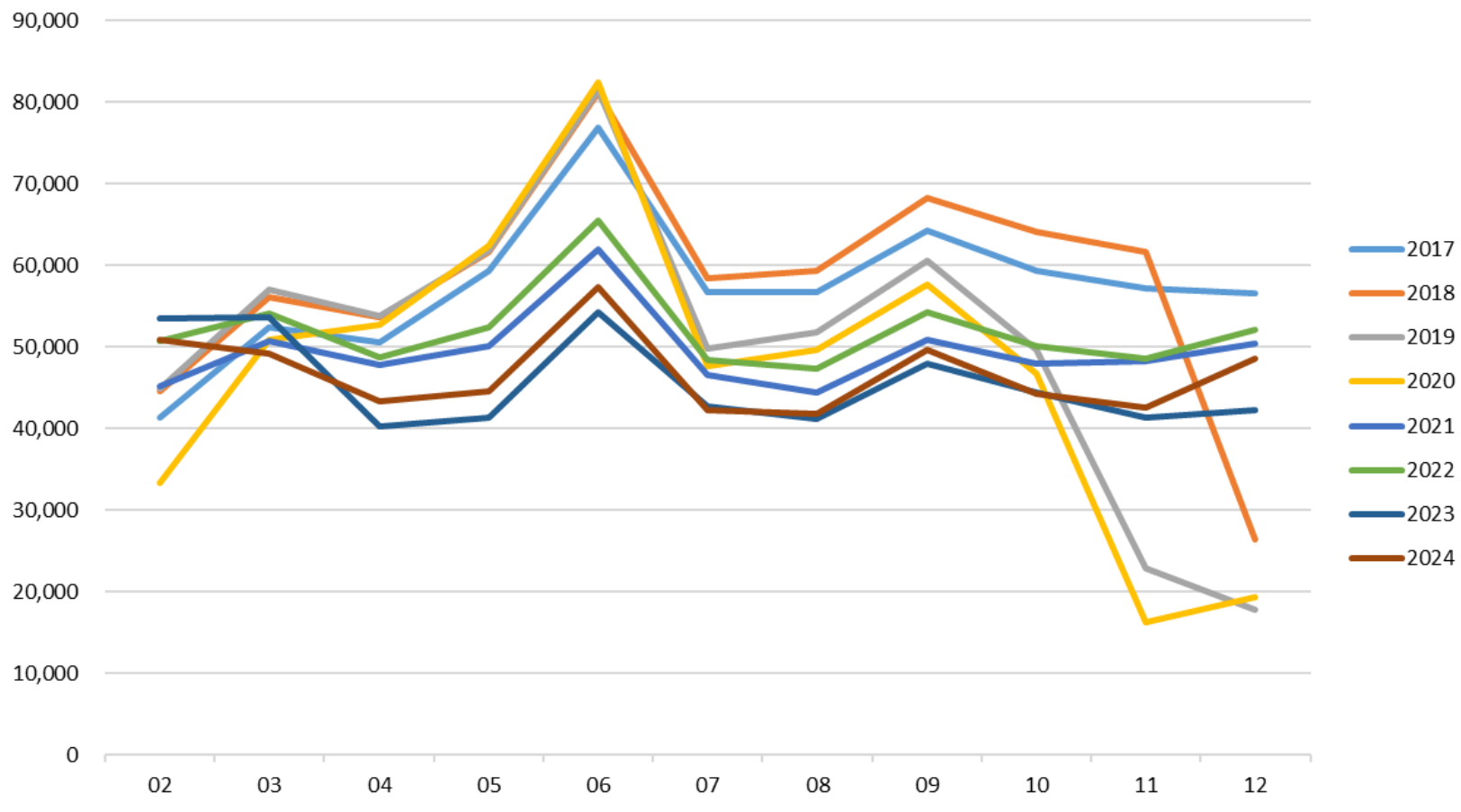


- 焦煤、铁矿、合金继续过剩；成本推动型上涨基本不可能
- 只能寻求需求拉动型上涨

# 固定资产投资：明显抬头

- 固定资产投资年内分布有比较明显的季节性
- 12月固定资产投资明显抬头

固定资产投资（不含农户）完成额：当月值：亿元



# 固定资产投资结构分析（分行业）

- 房地产业和金融业是固定资产投资主要拖累项；其中房地产业仍在不断恶化
- 住宿和餐饮业、电力热力燃气供应业表现良好
- 制造业表现稳定

固定资产投资(不含农户)完成额累计同比

|                  | 2024-12 | 2024-11 | 2024-10 | 2024-09 | 2024-08 | 2024-07 | 2024-06 | 2024-05 | 2024-04 | 2024-03 | 2024-02 |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 农林渔牧业            | 6.4     | 5.9     | 5.6     | 5.2     | 5.2     | 5.2     | 4.8     | 4.7     | 3.8     | 3.1     | -5.7    |
| 采矿业              | 10.5    | 10.3    | 13.2    | 13.2    | 15.6    | 19.3    | 17      | 17.7    | 21.3    | 18.5    | 14.4    |
| 制造业              | 9.2     | 9.3     | 9.3     | 9.2     | 9.1     | 9.3     | 9.5     | 9.6     | 9.7     | 9.9     | 9.4     |
| 基础设施建设投资         | 9.2     | 9.4     | 9.3     | 9.3     | 7.9     | 8.1     | 7.7     | 6.7     | 7.8     | 8.8     | 8.9     |
| 建筑业              | -1.9    | -4.3    | -3.7    | 6       | 21.6    | 20.4    | 25.2    | 15.3    | 2.6     | 26.6    | 19.9    |
| 电力、热力、燃气及水生产和供应业 | 23.9    | 23.7    | 24.1    | 24.8    | 23.5    | 23.8    | 24.2    | 23.7    | 26.2    | 29.1    | 25.3    |
| 交通运输、仓储和邮政业      | 5.9     | 6.9     | 7.7     | 7.7     | 6.7     | 8.2     | 6.6     | 7.1     | 8.2     | 7.9     | 10.9    |
| 水利、环境和公共设施管理业    | 4.2     | 4       | 3.1     | 2.8     | 1.2     | 0.7     | 0.7     | -1.5    | -1      | 0.3     | 0.4     |
| 批发和零售业           | 5       | 4.9     | 7.2     | 7.4     | 8.1     | 9.3     | 11.3    | 4.9     | 2.7     | 3.5     | -4.4    |
| 住宿和餐饮业           | 34.1    | 34.6    | 33.5    | 35.6    | 34.5    | 34.9    | 36.3    | 30.1    | 29.6    | 25.8    | 19      |
| 信息传输、软件和信息技术服务业  | 6.3     | 7.1     | 7       | 7.2     | 8.5     | 8.3     | 15.7    | 19.4    | 16.1    | 14.2    | 12.9    |
| 金融业              | -6.3    | -9.6    | -6.5    | -0.8    | -2      | 0       | 5.7     | 10.4    | 12      | 7.7     | 15.1    |
| 房地产业             | -10.8   | -10.6   | -10.3   | -9.9    | -9.8    | -9.8    | -9.5    | -9.4    | -8.6    | -7.9    | -7.5    |
| 租赁业和商务服务业        | 6.3     | 5.6     | 5.7     | 5.8     | 6.5     | 7.1     | 9.3     | 8.3     | 9.8     | 14.2    | 12.8    |
| 居民服务和其他服务业       | 0.7     | -3.1    | -3.3    | -0.9    | -1.2    | -0.1    | 1.6     | 1.8     | -0.9    | 2.3     | -4.2    |



# 政府意愿

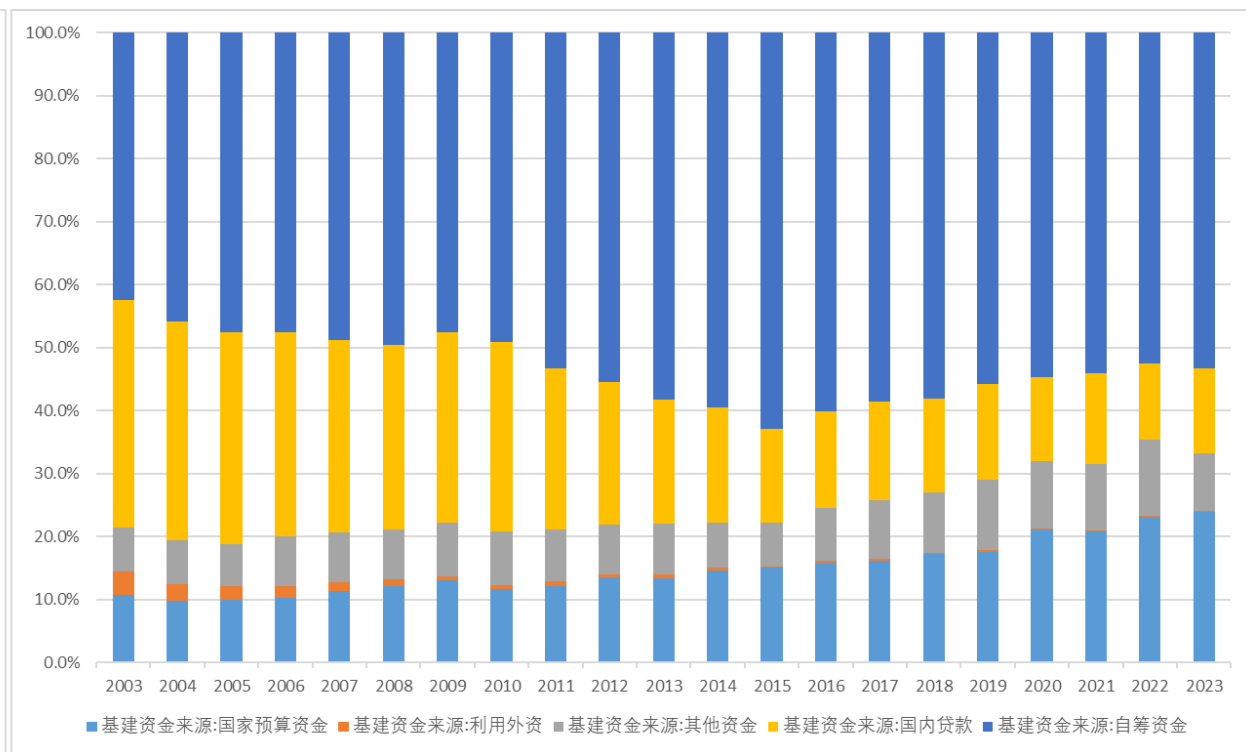
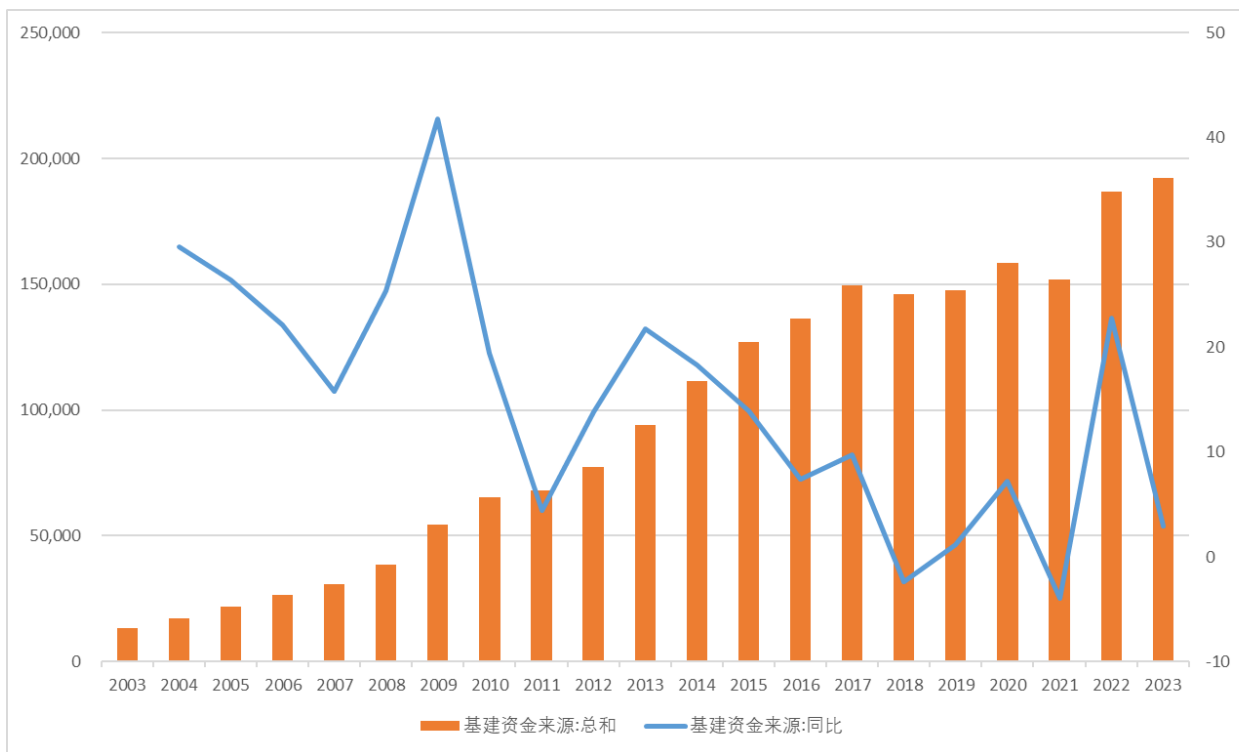
- 政府意愿是基建投资的初始驱动力
- 电力、热力、燃气及水，交通运输、仓储邮政、水利环境和公共设施管理三大基建行业主要由政府部门和国企主导。

1997年以来各年政府工作报告中关于财政政策的表述

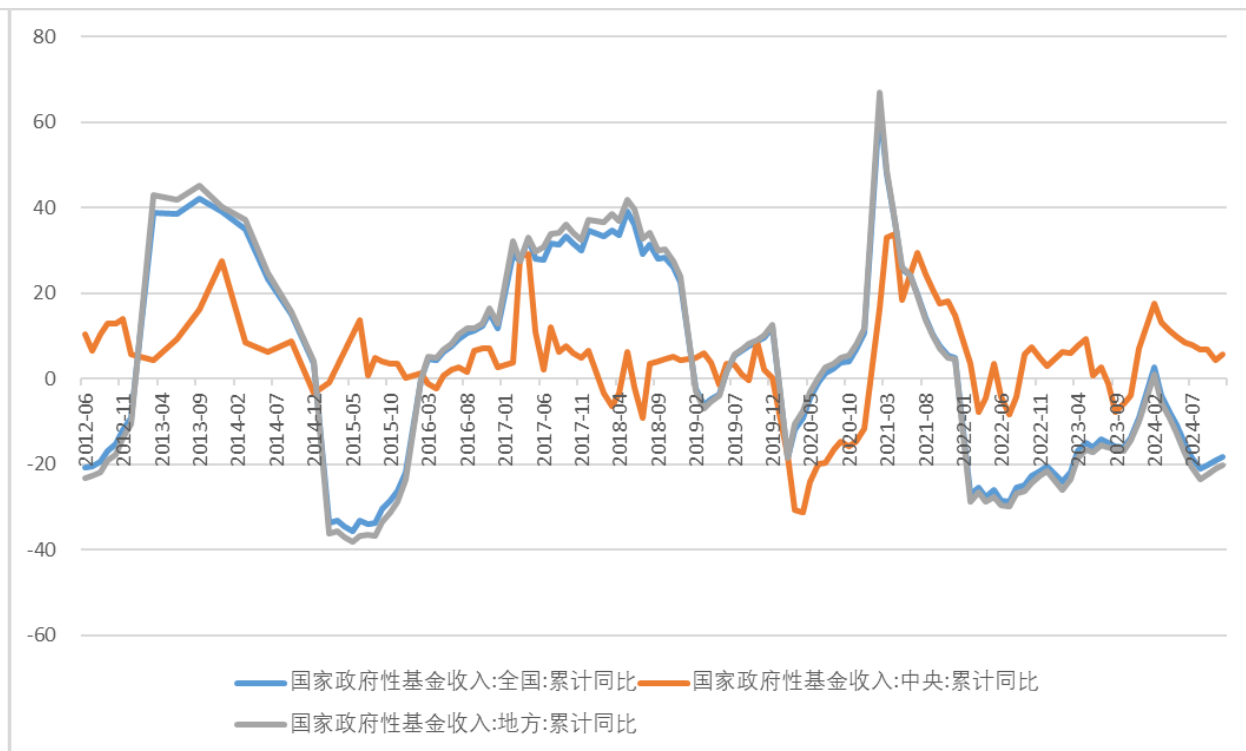
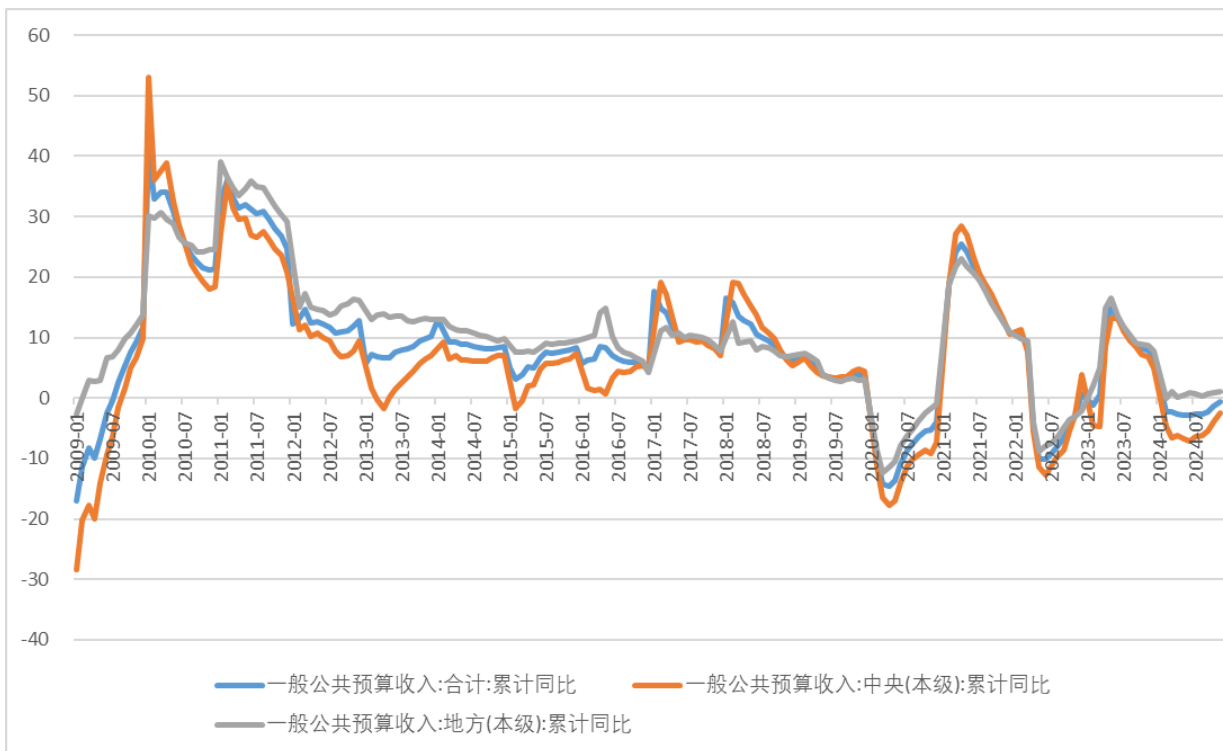
|      |   |
|------|---|
| 1997 | 继续实行 <b>适度从紧</b> 的财政货币政策。目前国家财政特别是中央财政仍然比较困难。要千方百计增收节支，逐步减少财政赤字，控制债务规模。                                   |
| 1998 | 继续实行 <b>适度从紧</b> 的财政政策。严肃财经纪律，努力增收节支，控制债务规模，压缩财政赤字。   |
| 1999 | 实施 <b>积极</b> 的财政政策。这是特定条件下采取的特定政策，从中、长期来说，仍然要坚持财政收支基本平衡的原则，实行适度从紧的财政政策，严格控制并逐步缩小财政赤字。                     |
| 2000 | 今年继续实行 <b>积极</b> 财政政策。  |
| 2001 | 近期要继续实施 <b>积极</b> 的财政政策。  |
| 2002 | 要继续实施 <b>积极</b> 的财政政策。保持国债投资的必要规模，带动固定资产投资较快增长。   |
| 2003 | 继续实施 <b>积极</b> 的财政政策。保持投资较快增长。  |
| 2004 | 要坚持扩大内需的方针，继续实施 <b>积极</b> 的财政政策。适当控制固定资产投资规模，坚决遏制部分行业和地区盲目投资、低水平重复建设。                                     |
| 2005 | 鉴于目前投资规模已经很大、社会资金增加较多，有必要也有条件由扩张性的积极财政政策转向松紧适度的 <b>稳健</b> 财政政策，今年要适当减少财政赤字，适当减少长期建设国债发行规模。                |
| 2006 | 继续实施 <b>稳健</b> 的财政政策，继续适当减少长期建设国债发行规模和财政赤字。保持固定资产投资适当规模，坚持有保有压，优化投资结构，防止投资过快增长。                           |
| 2007 | 继续实行 <b>稳健</b> 的财政政策。适当减少财政赤字和长期建设国债规模，政府预算支出和政府投资要优化结构：突出重点，合理安排中央财政超收收入。                                |
| 2008 | 继续实行 <b>稳健</b> 的财政政策，要保持财政政策的连续性和稳定性；充分发挥财政促进结构调整和协调发展的重要作用，增加对薄弱环节、改善民生、深化改革等方面的支出；同时，进一步减少财政赤字和长期建设国债。  |
| 2009 | 实施 <b>积极</b> 的财政政策。大规模增加政府投资，实施总共4万亿元的两年投资计划。   |
| 2010 | 继续实施 <b>积极</b> 的财政政策。根据新形势新情况不断提高政策的针对性和灵活性，把握好政策实施的力度、节奏和重点。   |
| 2011 | 继续实施 <b>积极</b> 的财政政策。保持适当的财政赤字和国债规模。今年拟安排财政赤字9000亿元，赤字规模比上年预算减少1500亿元，赤字率下降到2%左右。                         |
| 2012 | 继续实施 <b>积极</b> 的财政政策。保持适度的财政赤字和国债规模。赤字率下降到1.5%左右。   |
| 2013 | 继续实施 <b>积极</b> 的财政政策，适当增加财政赤字和国债规模。今年拟安排财政赤字1.2万亿元，比去年预算增加4000亿元。   |
| 2014 | 继续实施 <b>积极</b> 的财政政策。今年拟安排财政赤字13500亿元，比上年增加1500亿元。  |
| 2015 | <b>积极</b> 的财政政策要加力增效。赤字率从去年的2.1%提高到2.3%。  |
| 2016 | <b>积极</b> 的财政政策要加大力度。赤字率提高到3%。  |
| 2017 | 财政政策要更加 <b>积极有效</b> 。今年赤字率拟按3%安排。财政预算安排要突出重点有保有压，加大力度补短板、惠民生。   |
| 2018 | <b>积极</b> 的财政政策取向不变，要聚力增效。今年赤字率拟按2.6%安排，比去年预算低0.4个百分点，提高财政支出的公共性、普惠性，加大对三大攻坚战的支持，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜。    |
| 2019 | <b>积极</b> 的财政政策要加力提效。今年赤字率拟按2.8%安排，比去年预算高0.2个百分点。   |
| 2020 | <b>积极</b> 的财政政策要更加积极有为。今年赤字率拟按3.6%以上安排，财政赤字规模比去年增加1万亿元，同时发行1万亿元抗疫特别国债。要大力优化财政支出结构，基本民生支出只增不减，重点领域支出要切实保障。 |
| 2021 | <b>积极</b> 的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续，不断加大对市场主体的支持力度  |
| 2022 | 继续实施 <b>积极</b> 的财政政策，积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续  |
| 2023 | <b>积极</b> 的财政政策要加力提效，赤字率按3%安排，新增专项债务限额3.8万亿元，加大中央对地方转移支付  |
| 2024 | <b>积极</b> 的财政政策要适度加力，提质增效   |

# 资金来源：国家预算资金趋势上升

- 基建资金中自筹和国内贷款占比不断下降，国家预算资金占比增加

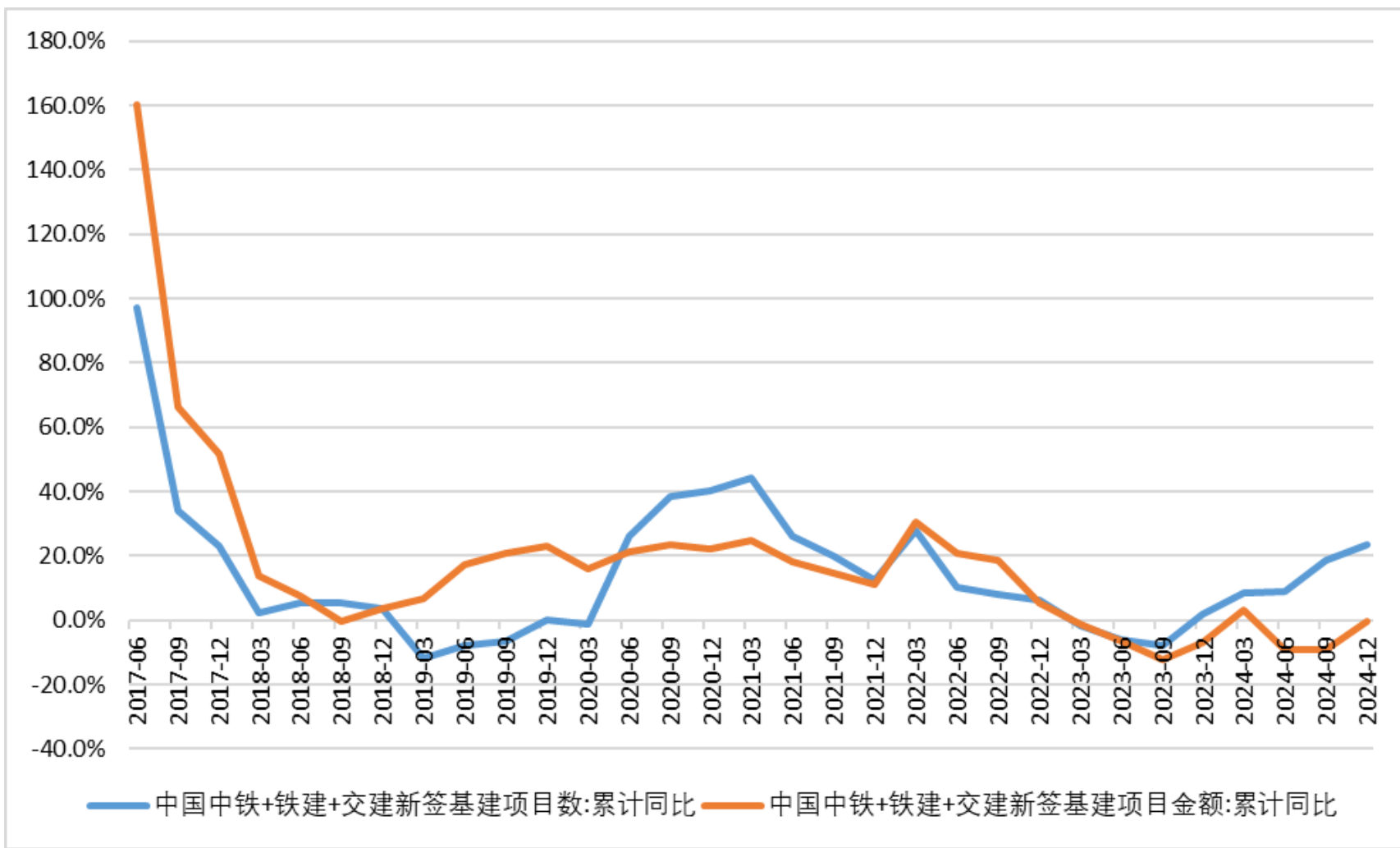


# 资金来源：国家预算资金来源略有好转



# 项目建设：项目数量增加，金额转正

- 主要工程类上市公司订单增加，项目金额较少，但正在转正





# 房地产开发投资：

| 房地产开发投资 | 当月同比   | 累计同比   | 住宅累计同比 | 办公楼累计同比 | 商业营业用房累计同比 |
|---------|--------|--------|--------|---------|------------|
| 2024-12 | -13.33 | -10.60 | -10.50 | -9.00   | -13.90     |
| 2024-11 | -11.56 | -10.40 | -10.50 | -7.40   | -13.60     |
| 2024-10 | -12.31 | -10.30 | -10.40 | -7.00   | -13.90     |
| 2024-09 | -9.36  | -10.10 | -10.50 | -6.50   | -13.40     |
| 2024-08 | -10.20 | -10.20 | -10.50 | -6.40   | -13.20     |
| 2024-07 | -10.82 | -10.20 | -10.60 | -5.70   | -12.80     |
| 2024-06 | -10.10 | -10.10 | -10.40 | -5.60   | -13.20     |
| 2024-05 | -11.04 | -10.10 | -10.60 | -5.10   | -12.20     |
| 2024-04 | -10.54 | -9.80  | -10.50 | -0.80   | -11.90     |
| 2024-03 | -10.07 | -9.50  | -10.50 | -0.40   | -10.50     |
| 2024-02 | 0.00   | -9.00  | -9.70  | -3.20   | -7.00      |

- 商用房开发拖累最大，办公楼开发拖累最小
- 环比上看，办公楼开发投资在恶化，其他两项则有企稳迹象
- 投资完成方面，设备购置量级太小，不需要关注
- 安装工程表现最差，但环比表现已经改善（有反覆）
- 建筑工程有企稳回升迹象
- 其他费用仍在恶化

| 房地产开发投资完成额 | 建筑工程累计同比 | 安装工程累计同比 | 设备购置累计同比 | 其他费用累计同比 |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 2024-12    | -10.30   | -17.20   | -26.60   | -10.10   |
| 2024-11    | -10.80   | -16.70   | -27.10   | -9.10    |
| 2024-10    | -10.80   | -16.80   | -26.10   | -8.90    |
| 2024-09    | -10.90   | -17.20   | -23.30   | -8.30    |
| 2024-08    | -11.50   | -17.50   | -24.00   | -7.50    |
| 2024-07    | -11.60   | -17.30   | -23.50   | -7.50    |
| 2024-06    | -11.30   | -16.70   | -23.00   | -7.80    |
| 2024-05    | -11.50   | -17.00   | -20.20   | -7.40    |
| 2024-04    | -10.70   | -16.80   | -18.80   | -7.90    |
| 2024-03    | -9.60    | -16.60   | -16.30   | -8.60    |
| 2024-02    | -9.00    | -18.20   | -24.40   | -7.60    |

# 房地产开发投资资金来源：

- 个人按揭、定金及预收款环比好转
- 国内贷款有企稳回升迹象
- 房地产资金来源总额环比改善
- 自筹资金仍在恶化

| 房地产投资资金累计同比 | 总额    | 国内贷款  | 利用外资  | 自筹资金  | 个人按揭贷款 | 定金及预收款 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 2024-12     | -17.0 | -6.1  | -26.7 | -11.6 | -27.9  | -23.0  |
| 2024-11     | -18.0 | -6.2  | -29.2 | -11.0 | -30.4  | -25.2  |
| 2024-10     | -19.2 | -6.4  | -19.1 | -10.5 | -32.8  | -27.7  |
| 2024-09     | -20.0 | -6.2  | -19.9 | -9.1  | -34.9  | -29.8  |
| 2024-08     | -20.2 | -5.1  | -42.4 | -8.4  | -35.8  | -30.2  |
| 2024-07     | -21.3 | -6.3  | -45.0 | -8.7  | -37.3  | -31.7  |
| 2024-06     | -22.6 | -6.6  | -51.7 | -9.1  | -37.7  | -34.1  |
| 2024-05     | -24.3 | -6.2  | -20.3 | -9.8  | -40.2  | -36.7  |
| 2024-04     | -24.9 | -10.1 | -46.7 | -10.1 | -39.7  | -37.2  |
| 2024-03     | -26.0 | -9.1  | -11.9 | -14.6 | -41.0  | -37.5  |
| 2024-02     | -24.1 | -10.3 | 7.4   | -15.2 | -36.6  | -34.8  |



## 房地产开发各环节情况：

- 土地购置费仍在恶化
- 分环节看，新开工和竣工都是下行重灾区，施工环节相对较好是由于大量未完工在施工环节沉积；各类房屋竣工仍在下行，住宅和商用房的竣工恶化明显；新开工有企稳迹象，办公楼新开工可能仍有下行；
- 新房销售环比改善，住宅和办公楼表现较好，商用房不见起色；待售面积环比好转

| 房地产各环节累计同比  | 2024-12 | 2024-11 | 2024-10 | 2024-09 | 2024-08 | 2024-07 | 2024-06 | 2024-05 | 2024-04 | 2024-03 | 2024-02 |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 土地购置费       | -8.7    | -7.8    | -7.4    | -6.9    | -5.8    | -5.8    | -6.1    | -5.7    | -6.1    | -6.5    | -5.9    |
| 房地产施工面积     | -12.7   | -12.7   | -12.4   | -12.2   | -12     | -12.1   | -12     | -11.6   | -10.8   | -11.1   | -11     |
| 施工面积：住宅     | -13.1   | -13.1   | -12.9   | -12.7   | -12.6   | -12.7   | -12.5   | -12.2   | -11.4   | -11.7   | -11.4   |
| 施工面积：办公楼    | -10.1   | -9.6    | -9.5    | -9.1    | -9      | -8.7    | -9.3    | -9.1    | -8      | -8.6    | -9.7    |
| 施工面积：商用房    | -12.6   | -13.1   | -12.9   | -12.6   | -12.1   | -12.1   | -12.3   | -12     | -11     | -11.8   | -11.5   |
| 房地产竣工面积     | -27.7   | -26.2   | -23.9   | -24.4   | -23.6   | -21.8   | -21.8   | -20.1   | -20.4   | -20.7   | -20.2   |
| 竣工面积：住宅     | -27.4   | -26     | -23.4   | -23.9   | -23.2   | -21.8   | -21.7   | -19.8   | -21     | -21.9   | -20.2   |
| 竣工面积：办公楼    | -35.2   | -33.5   | -34.6   | -35.3   | -33.7   | -31.4   | -28.1   | -32.2   | -19.5   | -6.8    | -14.5   |
| 竣工面积：商用房    | -31.6   | -27.9   | -24.7   | -24.5   | -24.4   | -20     | -18.9   | -20.5   | -23.1   | -23.6   | -23.4   |
| 房地产新开工施工面积  | -23     | -23     | -22.6   | -22.2   | -22.5   | -23.2   | -23.7   | -24.2   | -24.6   | -27.8   | -29.7   |
| 新开工面积：住宅    | -23     | -23.1   | -22.7   | -22.4   | -23     | -23.7   | -23.6   | -25     | -25.6   | -28.7   | -30.6   |
| 新开工面积：办公楼   | -27.7   | -25.6   | -26.4   | -25     | -23     | -22.1   | -28.7   | -24.9   | -14.3   | -10.9   | -12.2   |
| 新开工面积：商用房   | -23.3   | -23.3   | -24.4   | -24.3   | -24.4   | -25     | -29.3   | -27     | -31.4   | -32.8   | -30.6   |
| 房地产销售面积：商品房 | -12.9   | -14.3   | -15.8   | -17.1   | -18     | -18.6   | -19     | -20.3   | -20.2   | -19.4   | -20.5   |
| 销售面积：住宅     | -14.1   | -16     | -17.7   | -19.2   | -20.4   | -21.1   | -21.9   | -23.6   | -23.8   | -23.4   | -24.8   |
| 销售面积：办公楼    | -11.5   | -8.8    | -9.9    | -9.8    | -9.2    | -6.9    | -4.8    | -2.5    | 0.5     | 11.9    | 14.9    |
| 销售面积：商用房    | -5.9    | -5.3    | -6      | -4.8    | -6.2    | -5.7    | -3.5    | 1.8     | 2.9     | 4.8     | 17.3    |
| 房地产待售面积：商品房 | 10.6    | 12.1    | 12.7    | 13.4    | 13.9    | 14.5    | 15.2    | 15.8    | 15.7    | 15.6    | 15.9    |
| 待售面积：住宅     | 16.2    | 18.4    | 19.6    | 20.8    | 21.5    | 22.5    | 23.5    | 24.6    | 24.5    | 23.9    | 23.8    |
| 待售面积：办公楼    | 8.6     | 9.1     | 9       | 9.4     | 10.1    | 10.1    | 9.6     | 9.3     | 10.5    | 11.1    | 8.4     |
| 待售面积：商用房    | 0.6     | 1.4     | 1.5     | 1.5     | 1.5     | 1.7     | 2       | 2       | 1       | 1.5     | 3.6     |

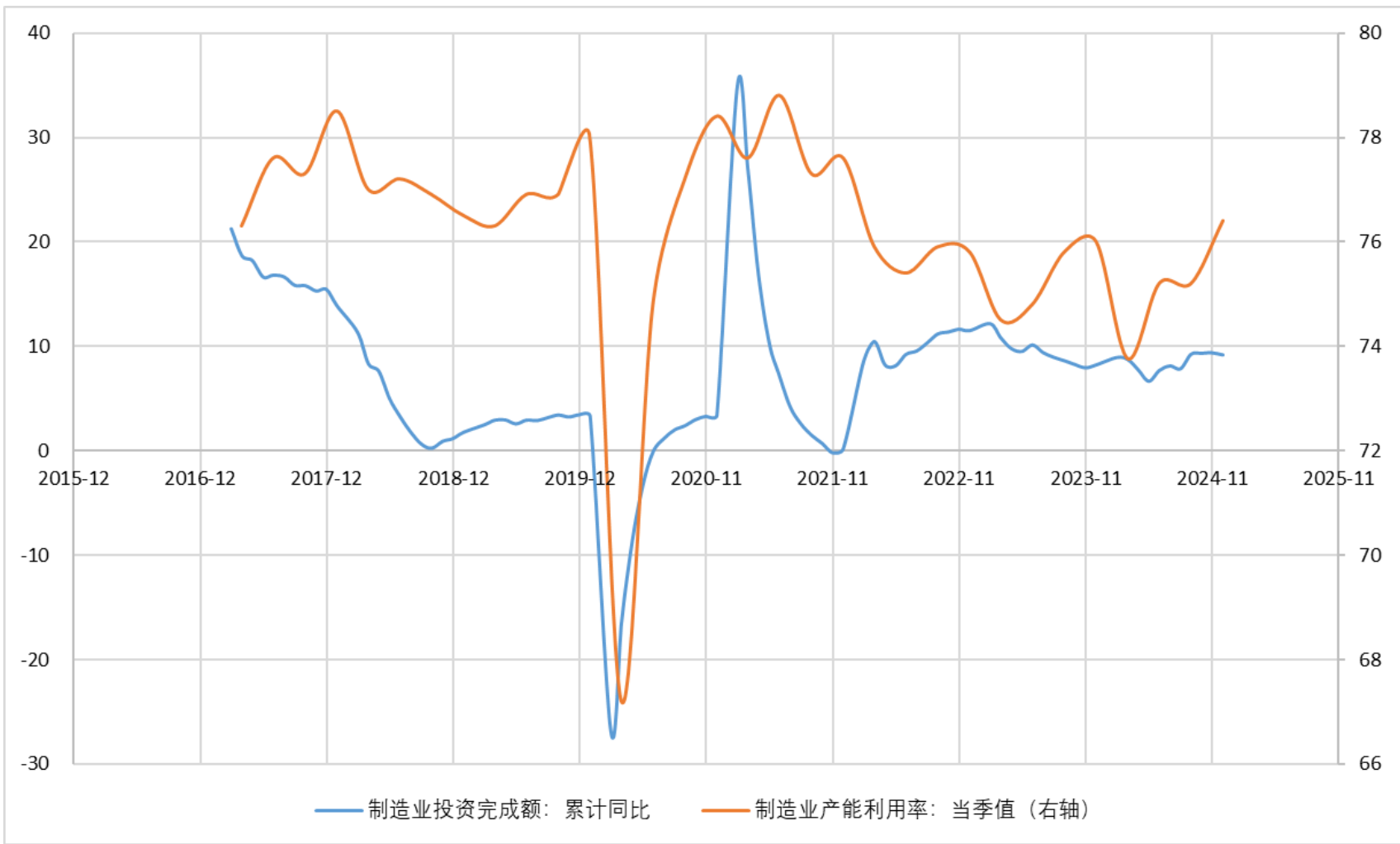
# 土地成交：

- 土地成交面积领先新开工两个季度
- 100大中城市土地成交仍在下滑，一月数据大跌部分原因是24年1月相对高，另一部分原因是自身弱
- 一线城市拖累最大
- 住宅类用地成交大幅度减少，工业用地企稳
- 从拿地上看，未来半年新开工仍无好转

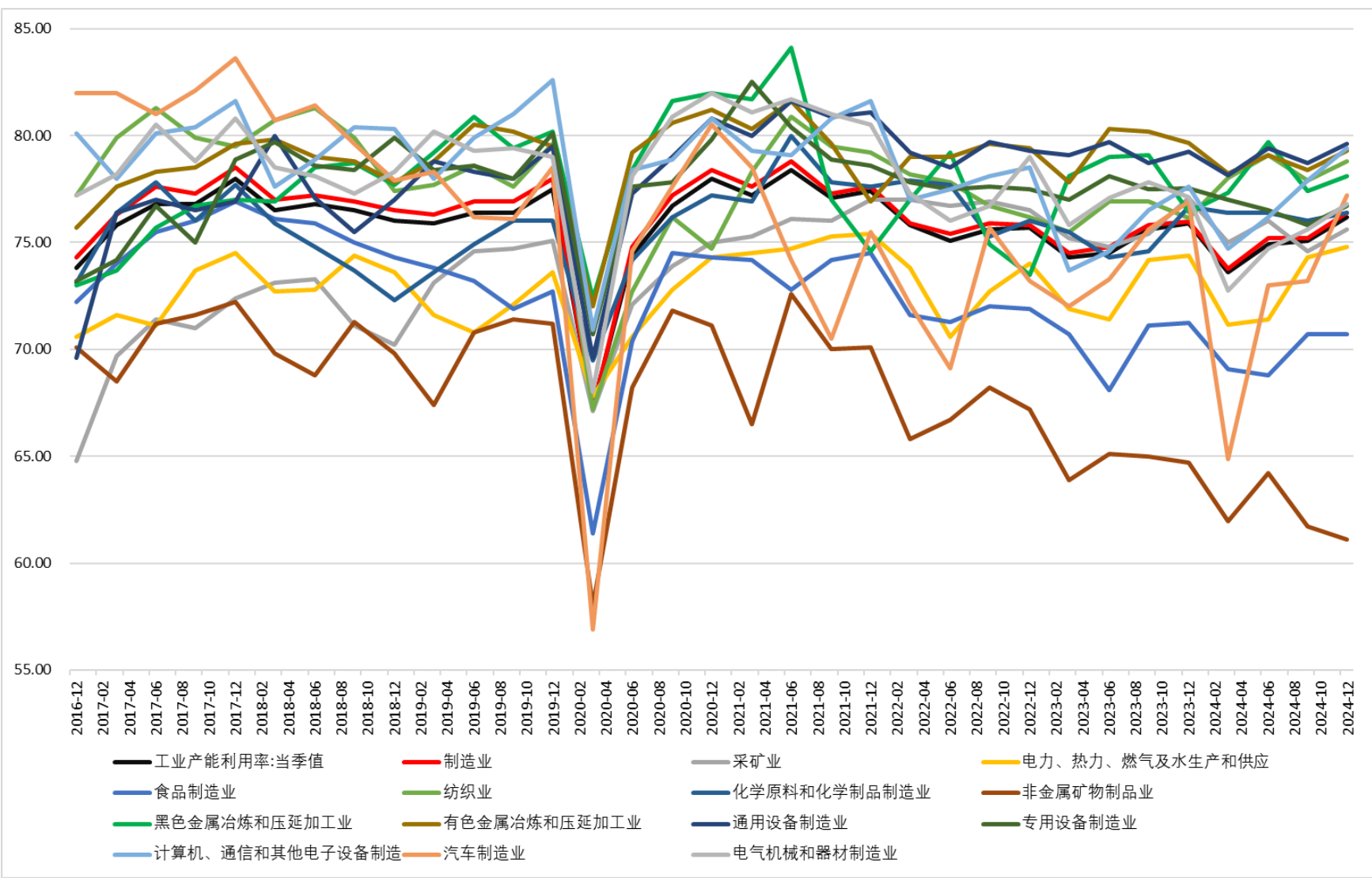
| 100大中城市成交土地累计同比 (%) | 100大中城市 | 一线城市  | 二线城市  | 三线城市 | 工业用地  | 住宅类用地 | 商服用地 | 其他用地  |
|---------------------|---------|-------|-------|------|-------|-------|------|-------|
| 2025-01             | -17.5   | -71.5 | -27.1 | -9.7 | -18.4 | -98.5 | 15.5 | 118.7 |
| 2024-12             | -6.0    | -22.8 | -13.4 | -1.5 | -7.0  | -70.9 | 3.2  | 259.6 |
| 2024-11             | -5.0    | -25.5 | -13.8 | 0.6  | -7.6  | -59.4 | 10.8 | 196.0 |
| 2024-10             | -5.6    | -26.4 | -11.9 | -1.2 | -7.7  | -50.1 | 12.1 | 144.7 |
| 2024-09             | -4.6    | -24.4 | -9.1  | -1.2 | -6.8  | -40.0 | 10.0 | 118.3 |
| 2024-08             | -6.9    | -24.8 | -9.0  | -4.9 | -9.1  | -32.8 | 14.0 | 75.8  |
| 2024-07             | -5.5    | -24.1 | -4.1  | -5.2 | -8.7  | -23.8 | 21.5 | 59.4  |
| 2024-06             | -7.4    | -29.1 | -5.5  | -7.1 | -12.3 | -14.1 | 15.3 | 47.6  |
| 2024-05             | -8.4    | -32.2 | -14.2 | -4.0 | -13.0 | -13.0 | 16.9 | 35.6  |
| 2024-04             | -7.7    | -34.7 | -9.4  | -5.1 | -12.4 | -12.6 | 12.8 | 45.4  |
| 2024-03             | -5.7    | -28.5 | -6.3  | -4.2 | -9.9  | -13.9 | 7.7  | 55.9  |
| 2024-02             | -4.8    | -12.8 | 2.6   | -7.8 | -9.4  | -1.5  | 0.5  | 38.2  |
| 2024-01             | 14.6    | 26.6  | 26.3  | 8.9  | 3.6   | 40.3  | 24.5 | 100.0 |

# 制造业投资增速：

- 制造业产能利用率回升，制造业投资完成增速表现差于产能利用率，说明生产环节确实有改善



# 工业产能利用率：



- 钢材供应环节：
- 1、黑金冶炼产能利用率偏高
- 钢材需求环节：
- 1、电力热力燃气产能利用率偏低，产能过剩
- 2、汽车制造业产能利用率偏低，但回升较快
- 3、通用设备制造业产能利用率偏高
- 4、电气机械和器材制造业产能利用率不断增加
- 整体看下来仍是供应偏高，但环比有好转



# 需求大方向：

- 固定资产投资：
  - 1、12月固定资产投资表现很亮眼
  - 2、分行业来看，建筑业房地产业继续拖累的结论仍旧明确
- 基建：
  - 1、基建意愿无明显强烈与否判断
  - 2、基建资金来源数据上显示24年底有好转
  - 3、基建项目在增加
- 房地产：
  - 1、房地产开发投资仍在下行
  - 2、其中[资金来源在好转]，{[拿地继续恶化]}，(开工竣工恶化)，[销售好转]
  - 3、房地产去库仍有很长的路要走
- 制造业：
  - 1、产能利用率回升
  - 2、涉及钢材供需的行业仍是供应偏高，但需求也在环比好转

## 政策判断：

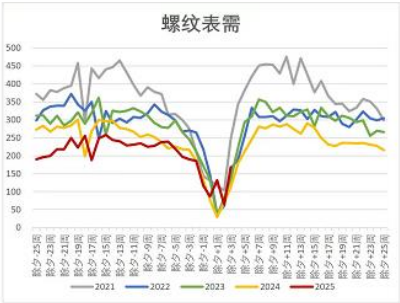
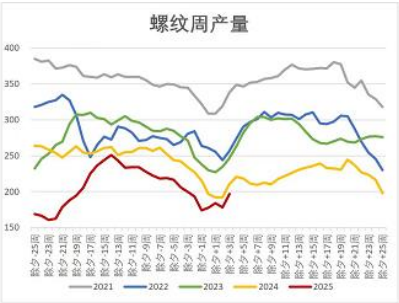
一、大概率不会出对钢材需求有提振的政策；  
二、如果再有一个924级别的政策动作，引发了资产价格预期先涨，这个预期路径也应该是别的行业（比如人工智能）高速发展带动经济整体上行。三条途径传导到黑色（1）钢材实际需求受别的行业增长影响沾光配套增加，（2）钢材投机需求受情绪影响短期增加，（3）价格由于在一众商品中处于低位性价比较高引发投机买入。

衍生判断：黑色整体小涨是可以接受的，大涨必定伴随着大跌；小跌可能会发生，概率较小；价格继续大幅下行基本不可能

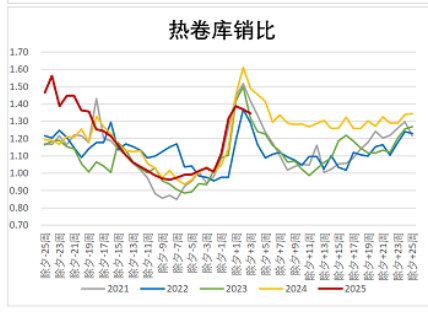
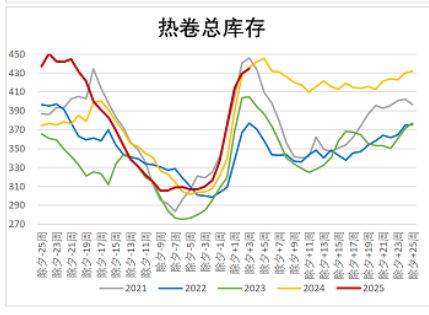
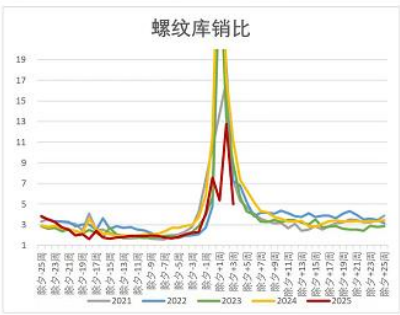
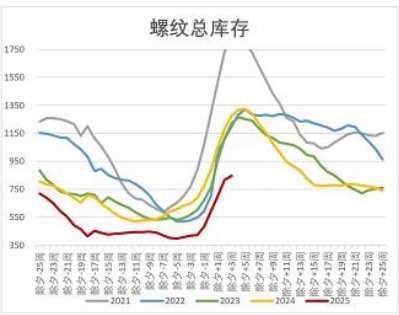
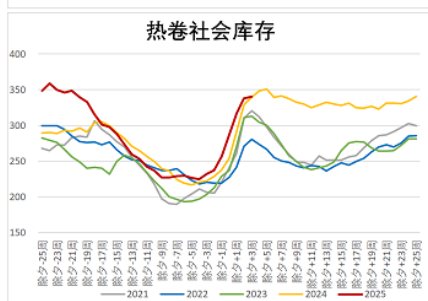
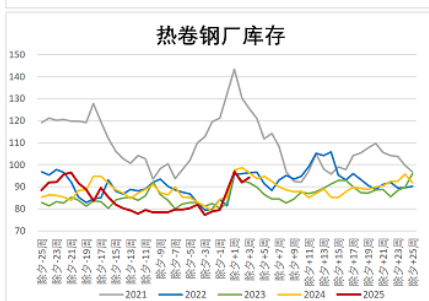
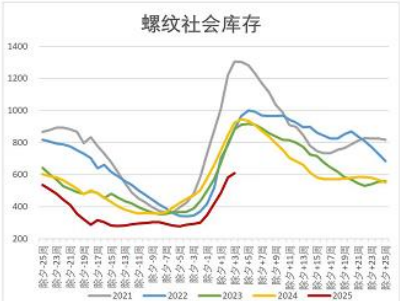
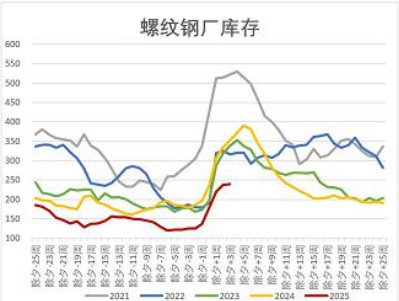
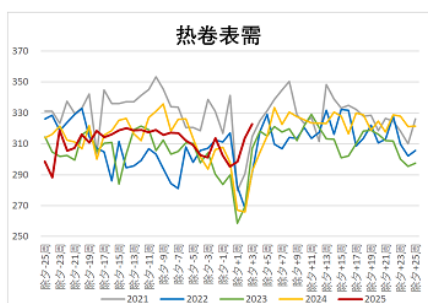
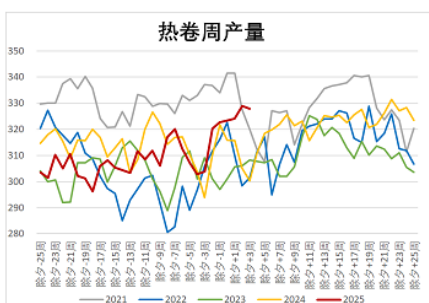
# 周度卷螺供需：



| 2025/2/20 | 当期     | 周环比    |
|-----------|--------|--------|
| 产量        | 196.91 | 18.76  |
| 厂库        | 239.58 | 2.29   |
| 社库        | 608.07 | 26.00  |
| 总库        | 847.65 | 28.29  |
| 表需        | 168.62 | 104.45 |



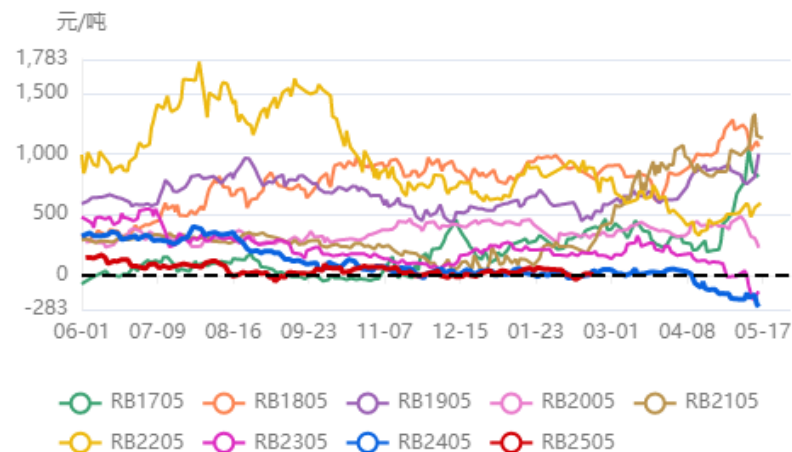
| 2025/2/20 | 当期     | 周环比   |
|-----------|--------|-------|
| 产量        | 327.83 | -1.10 |
| 厂库        | 94.32  | 2.39  |
| 社库        | 340.28 | 2.55  |
| 总库        | 434.60 | 4.94  |
| 表需        | 322.89 | 9.29  |





# 价格表现：

螺纹盘面利润：05 2025-02-21



更新频率：日度

纯估值角度，都是05合约，830的铁矿，3350的螺纹，1120的焦煤，盘面利润10；

1、往上算（在合理的假设下尽量往好了给）：

2024年贸易商库存大幅增加，110美金铁矿均价，对应830-850的解套价格，抛压巨大，基本确定上限；焦煤一季度蒙煤长协69美金，各道工序算完折到盘面1060-1080；也就是原料铁矿再有20空间，焦煤没有空间，对应成本增加30-40，盘面利润锚到华东实际利润130-150；螺纹上方非常慷慨的算法下约3500的上限。

2、往下算（在合理的假设下尽量往差了给）：

铁水上涨期往下算铁矿是不太容易，技术图形上，24年10月以来的730-830旗形区间没有打破，730的铁矿下限；焦煤二季度蒙煤长协60美金，各道工序算完折盘面940-960；也就是原料铁矿跌100对应成本160，焦煤跌160-180对应成本100-110，盘面利润不动，螺纹下方比较吝啬的算法下3100位置。

# 反倾销：韩越影响150+500约650万吨

近 5 年我国钢材出口情况 单位：万吨

| 品种     | 2020 年 | 2021 年  | 2022 年  | 2023 年  | 2024 年  |
|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 钢材总量   | 5367.7 | 6661.2  | 6745.6  | 9026.4  | 11071.6 |
| 特厚板    | 0.5    | 11.9    | 40.3    | 45.4    | 43.9    |
| 厚钢板    | 1.8    | 32.2    | 115.9   | 199.7   | 240.7   |
| 中板     | 356.9  | 325.2   | 441.2   | 608.0   | 757.6   |
| 中厚板合计  | 359.1  | 369.4   | 597.5   | 853.0   | 1042.1  |
| 中厚板占比  | 6.7%   | 5.5%    | 8.9%    | 9.5%    | 9.4%    |
| 热轧薄板   | 6.06   | 8.62    | 38.43   | 41.93   | 34.93   |
| 中厚宽钢带  | 651.2  | 914.4   | 608.5   | 1073.3  | 1465.2  |
| 热轧薄宽钢带 | 9.9    | 119.0   | 503.7   | 981.2   | 1242.9  |
| 热轧板卷合计 | 667.16 | 1042.07 | 1150.54 | 2096.37 | 2743.04 |
| 热轧板卷占比 | 12.4%  | 15.6%   | 17.1%   | 23.2%   | 24.8%   |

近 5 年我国对韩国的钢材出口情况 单位：万吨

| 品种    | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 钢材总量  | 557.4  | 706.5  | 639.5  | 835.0  | 818.8  |
| 特厚板   | 0.03   | 5.3    | 14.4   | 16.9   | -      |
| 厚钢板   | 0.0    | 6.9    | 25.2   | 40.2   | -      |
| 中板    | 15.5   | 35.3   | 54.3   | 90.5   | -      |
| 中厚板合计 | 15.5   | 47.5   | 93.8   | 147.5  | 147.0  |
| 中厚板占比 | 2.8%   | 6.7%   | 14.7%  | 17.7%  | 18.0%  |

近 5 年我国对越南的钢材出口情况 单位：万吨

| 品种     | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 钢材总量   | 445.8  | 560.5  | 545.6  | 906.3  | 1273.8 |
| 热轧薄板   | 0.3    | 0.5    | 2.5    | 2.5    | -      |
| 中厚宽钢带  | 149.2  | 250.5  | 133.4  | 303.2  | -      |
| 热轧薄宽钢带 | 0.6    | 22.0   | 160.3  | 278.9  | -      |
| 热轧板卷合计 | 150.1  | 273.0  | 296.2  | 584.6  | 814.1  |
| 热轧板卷占比 | 33.7%  | 48.7%  | 54.3%  | 64.5%  | 63.9%  |

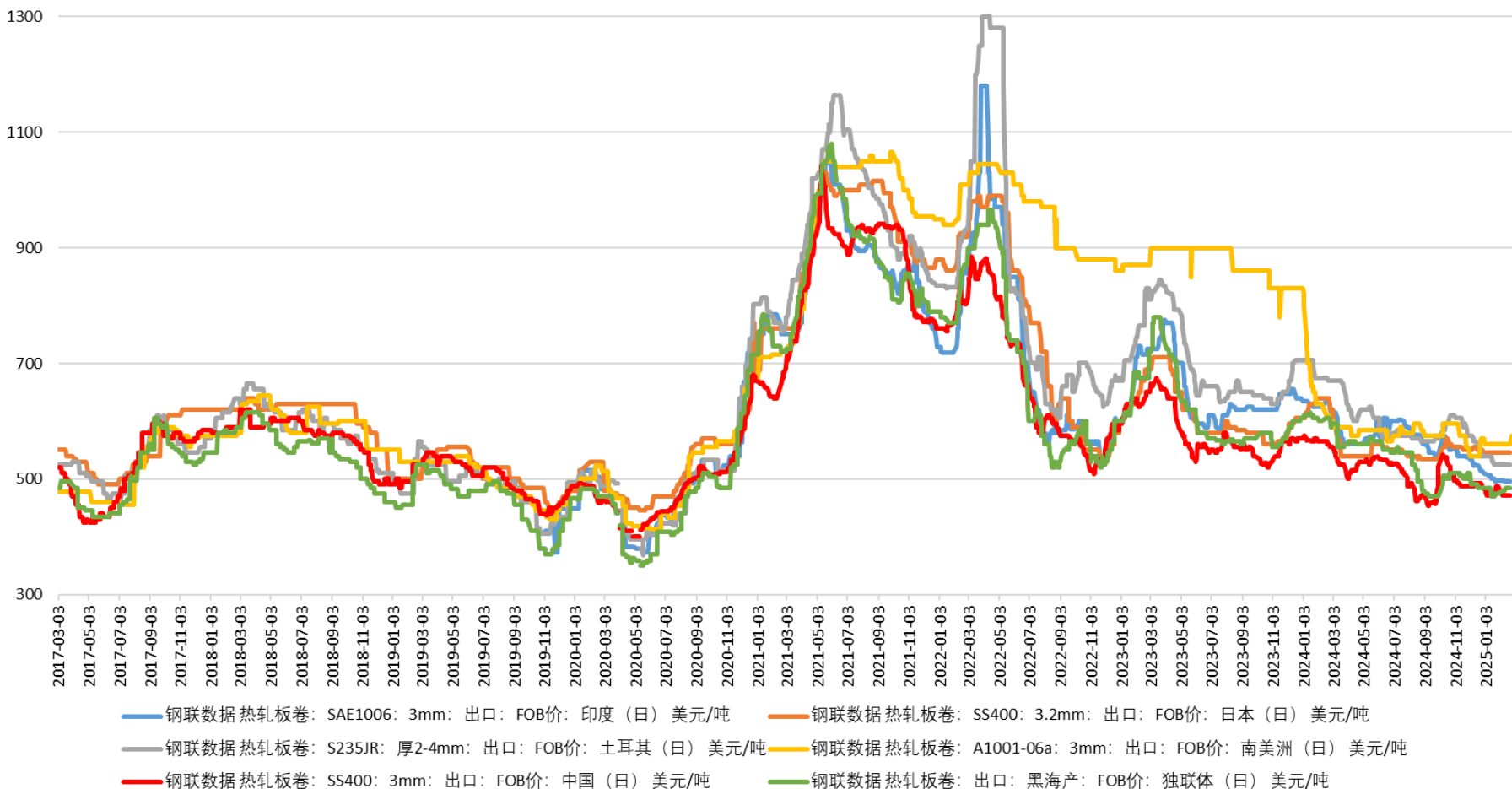
越南本次反倾销基本涵盖所有热卷种类，但宽度限制是在1880mm以下，1880mm以上宽卷仍可正常出口（2米以上和2米以下热卷出口比例基本为1:9）。2米以上卷板主要是越南主要用于国内工业和制造业。其中直接转口和来料加工转口不征反倾销税，这部分比重市场估计约在1/3以内。

2025年2月20日，韩国产业通商资源部贸易委员会宣布，提议对自中国进口的厚板征收临时反倾销税，税率为27.91%-38.02%不等。不同企业的倾销税率分别为宝钢27.91%、江苏沙钢29.62%、湘潭钢铁、赛诺国际和厦门国贸控股38.02%，其他在华供应商31.69%。

2025年2月21日，越南工业和贸易部发布第460/QD-BCT号决定，对自中国进口的热轧卷板征收临时反倾销税，税率为19.38%-27.83%不等。自发布之日起15日后生效（2025年3月7日），期限为自生效之日起120天（除非根据法律规定延长、修改或取消）。

# 出口价格:

热卷FOB价格





本报告版权归“浙商期货”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布前已使用或了解其中信息。

# THANK YOU