

摘要：过去两年中多通过原料上涨挤压钢厂利润并推升钢价，但在当前铁水产量已现筑顶迹象、原料供应宽松的背景下，钢厂补库提涨动能不足，原料驱动逻辑弱化；若转向成材下跌挤压利润的负反馈模式，则需等待需求走弱信号明确。综合来看，5月钢价或在强现实、高铁水维持下呈现震荡盘整，流畅下跌需待需求转弱兑现；而趋势性上涨则受制于原料端缺乏紧缺驱动及出口价格天花板压制，除非出现原料供应扰动或是需求、宏观政策超预期等外生变量打破现有平衡，否则上行空间有限，成材单边上仍建议反弹偏空操作，螺纹10合约上方关注3150-3250压力位，热卷

## 钢价运行逻辑变化

2025/05/15

严志妮 投资咨询证号：Z0022076

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1290号

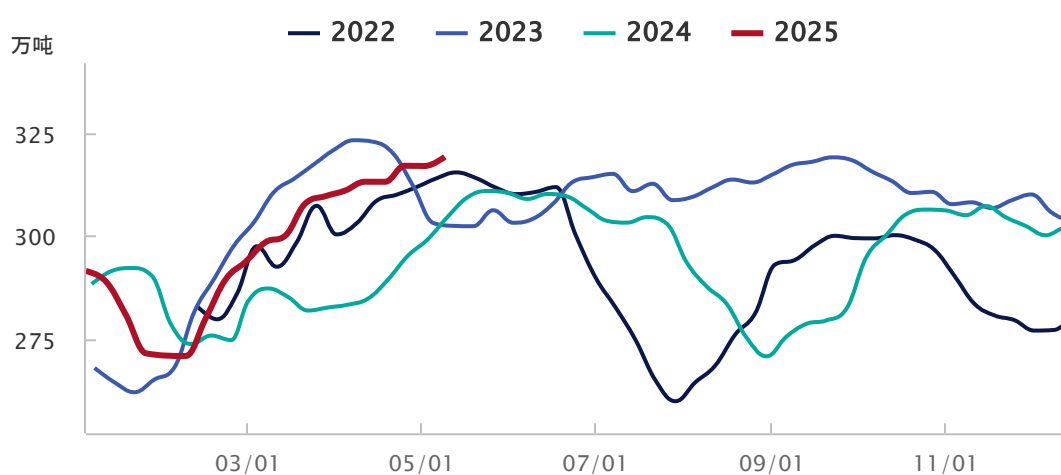
自去年10月8日以来，钢价进入到持续阴跌的状态中，几乎没有超过两三百点以上的反弹。从基本面的角度来看，自去年四季度至今，由于国内两新政策支持，以及海外抢出口、抢转口的支撑下，钢材需求表现较好，从供应和库存的角度就可看出，在高供应（铁水+废钢日耗）的水平下，钢材库存处于相对低位。为什么四季度以来，在需求较好，高供给下库存不高，钢厂利润仍然较好的状态下，钢价却低迷不振呢？这似乎与前两年钢价运行逻辑有所相悖。

螺纹、热卷主力价格



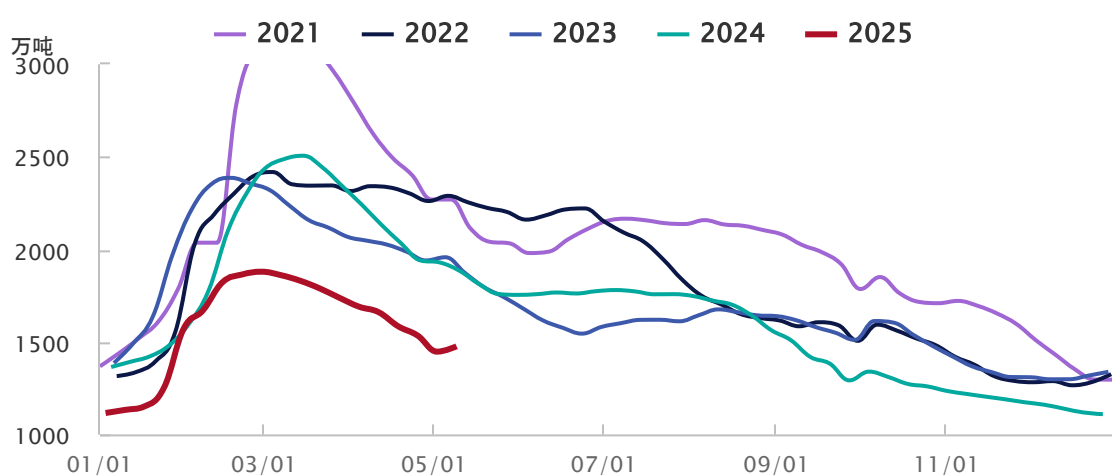
source: wind,南华研究,同花顺

铁水+废钢估算



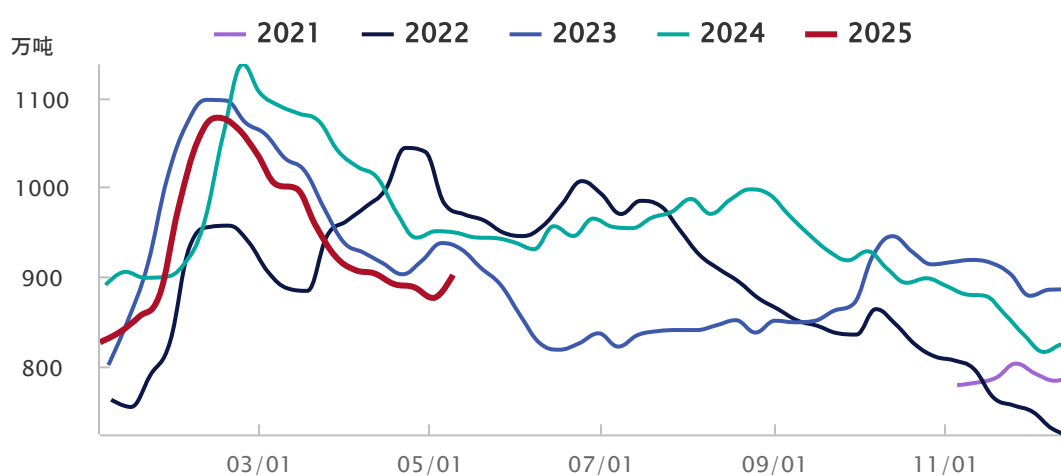
source: 钢联 富宝 南华研究

五大材总库存



source: 钢联 南华研究

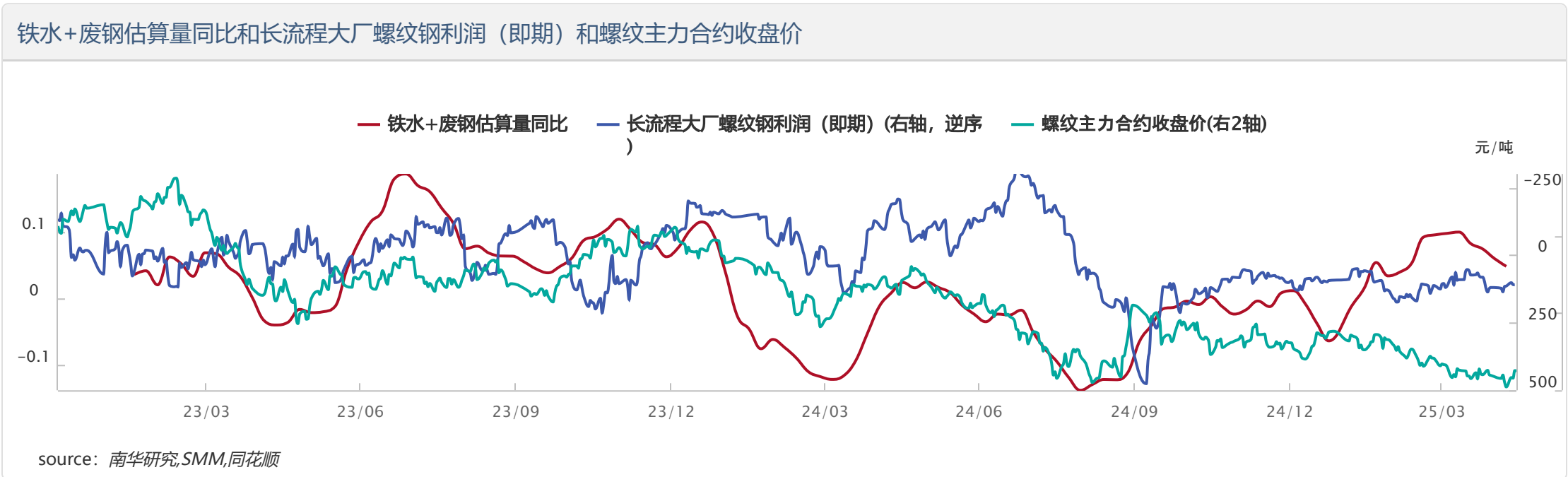
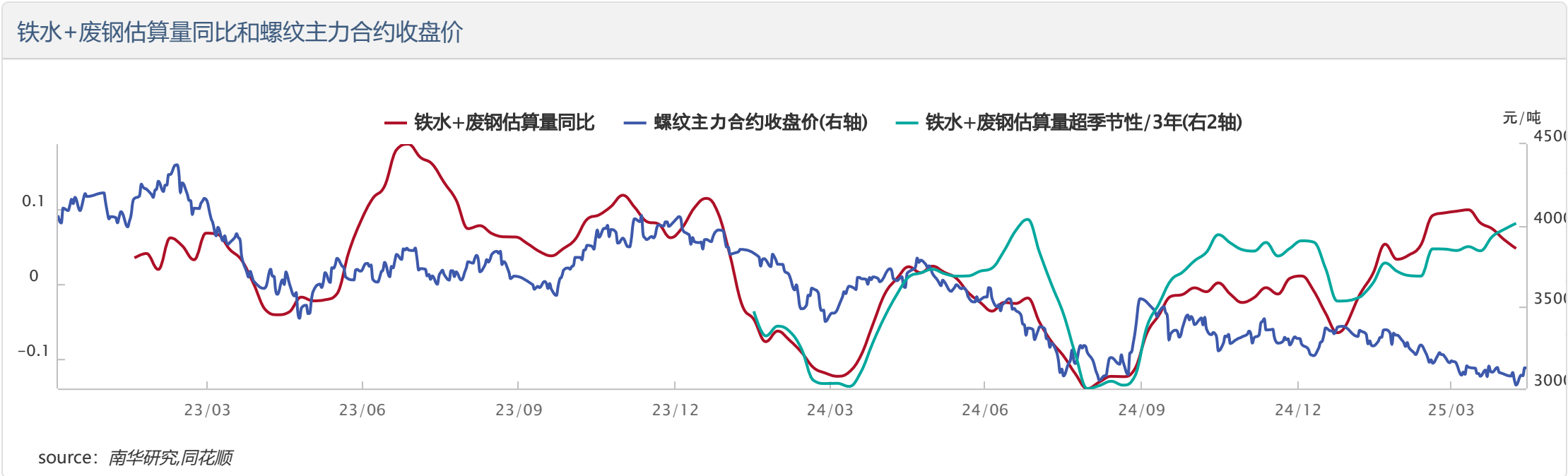
表外库存（镀锌板卷、优特钢、H型钢、工角槽、钢坯、彩涂板卷、热轧带钢、无缝管、焊管）季节性



source: 南华研究

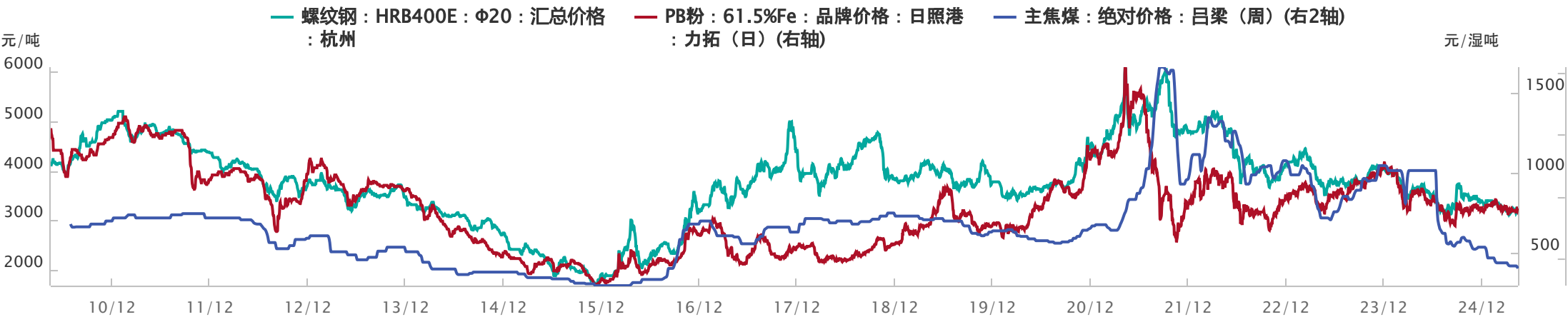
从前两年钢价运行逻辑来看，钢厂利润修复带动钢厂复产，原料补库需求推升原料价格，进而传导至成材价格上行；当产量攀升或需求转弱导致供需格局逆转、钢厂利润受挤压时，负反馈机制下的减产行

为将促使原料成本支撑弱化，进而引发钢价下行调整；待钢企因亏损主动压减供给形成阶段性供需缺口后，复产预期重启的原料补库动能又会开启新一轮价格传导链条，由此形成周而复始的产业循环机制。



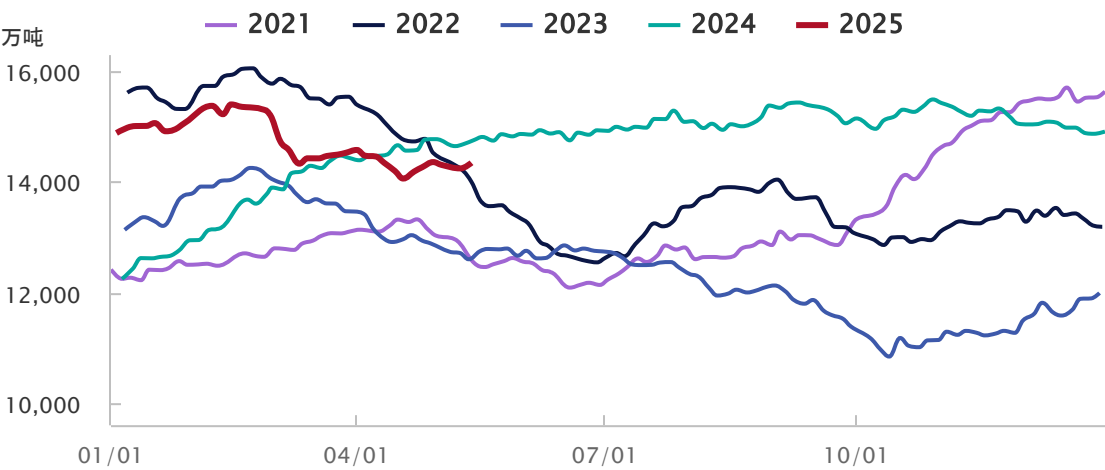
从今年市场运行特征看，传统传导逻辑呈现显著偏离：一方面，钢材需求韧性虽支撑钢厂复产，但未能如过往周期般同步推升原料及成材价格；另一方面，钢厂在复产过程中利润未受到明显挤压，当前钢厂利润仍然较好。该运行逻辑转变的核心驱动在于产业链过剩矛盾的结构性上移——当前市场已从中间环节炼钢产能过剩为主导，转向原料供应端过剩量级的显著扩大，并成为利润分配的核心变量。具体表现为：原料端宽松供应格局下，钢厂复产难以触发集中补库需求，原料价格疲弱导致成材成本支撑塌陷；同时，钢材需求韧性不再通过价格传导机制释放，而是转化为钢厂利润留存空间，反映出黑色产业链利润分配逻辑的重构——过去原料供应偏紧时，钢厂复产易引发原料挤占成材利润，而当前原料过剩促使利润向钢厂端倾斜，原料价格主动让渡空间反而形成钢价下行压力。

螺纹、铁矿、焦煤现货价格



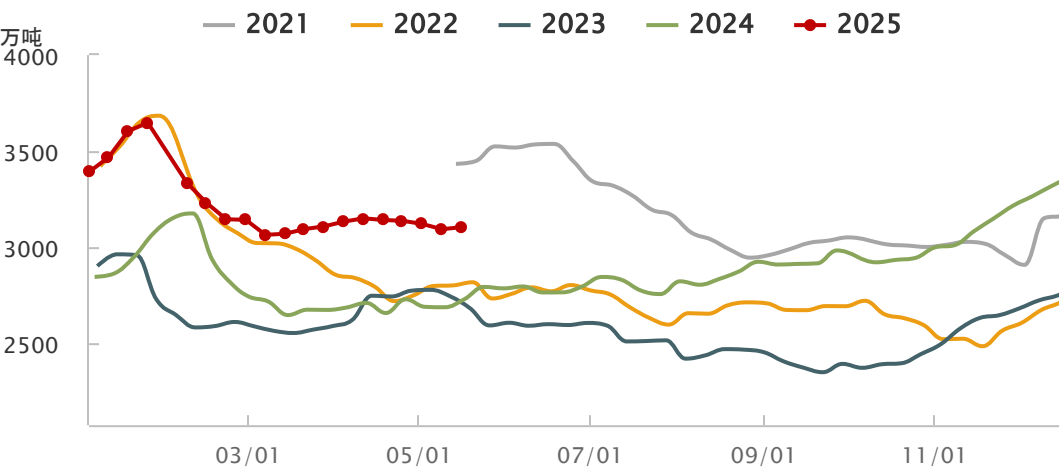
source: 南华研究

铁矿：进口：库存：45个港口（日）季节性



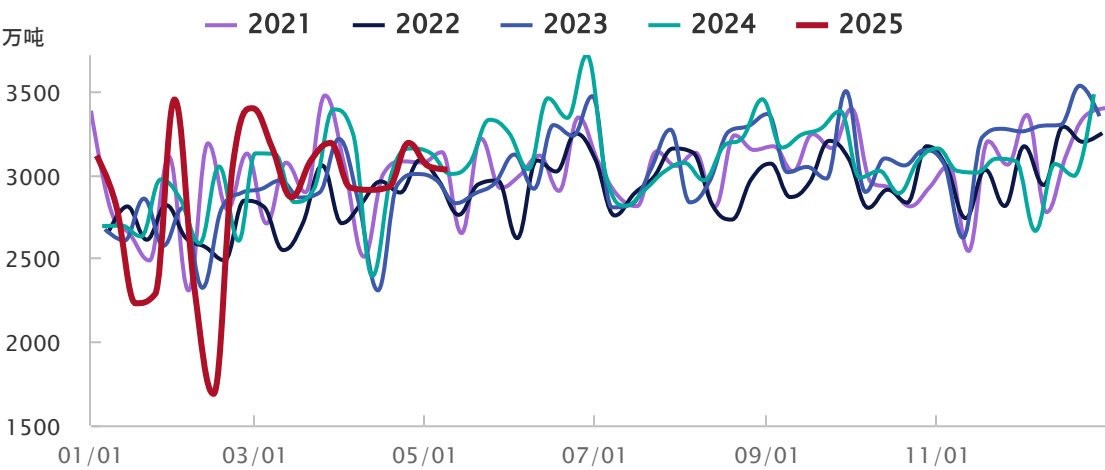
source: 南华研究

全样本焦煤库存季节性



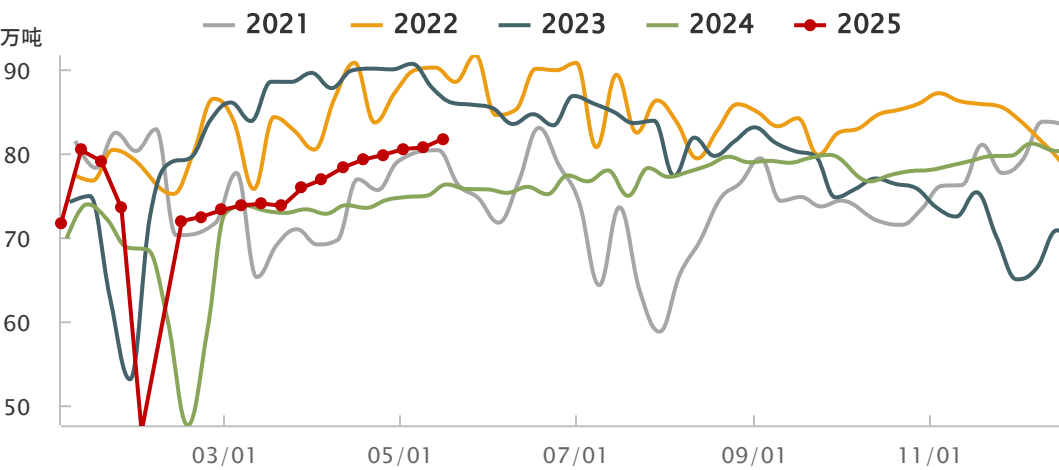
source: 南华研究

铁矿：发货量：全球（周）季节性



source: 南华研究

精煤：523家样本矿山：日均产量



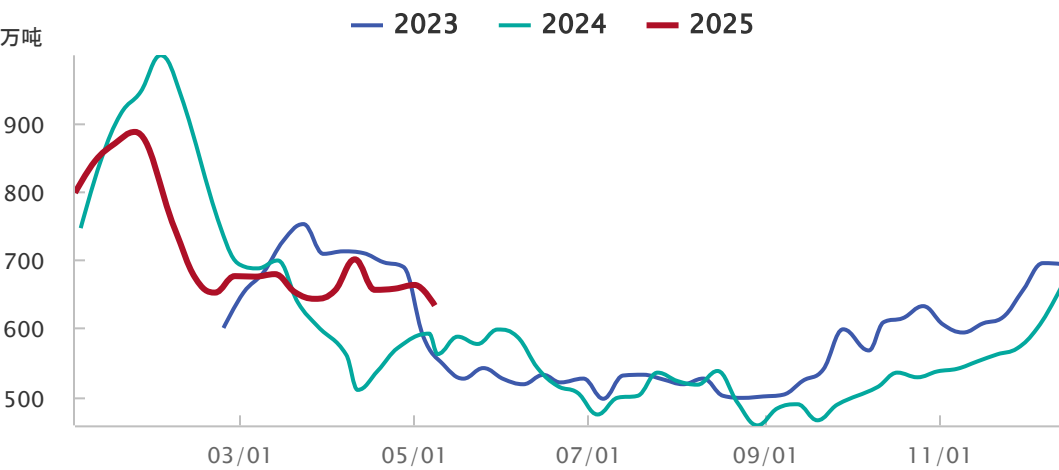
source: 南华研究

废钢价格与到货



source: 富宝 南华研究

320家钢厂废钢库存：全国季节性



source: 南华研究

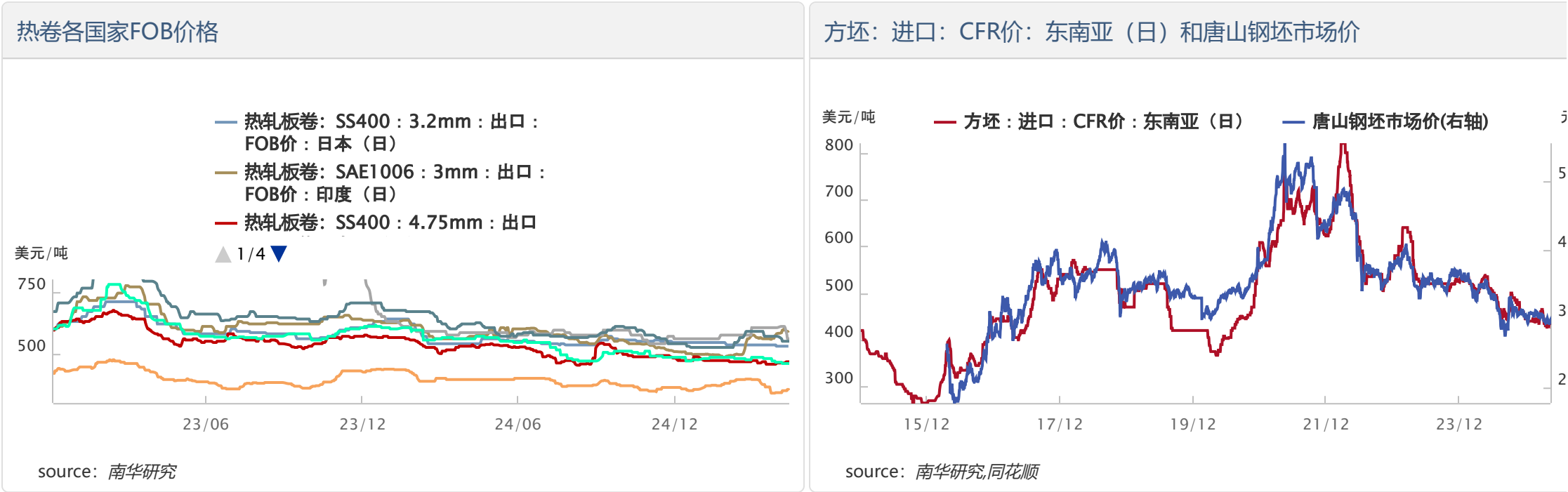
展望后市，当前中美关税超预期下调（从145%至30%）对钢材市场形成多空拉锯格局：短期维度看，对美出口订单修复及市场预期修正仍支撑钢材强现实逻辑，但需注意关税壁垒仅部分松绑，叠加前期转口贸易转移的高库存或面临需求收缩压力，而抢出口行为本质透支未来需求空间，后续出口动能持续性存疑；中期维度看，当前出口韧性背后主要是以价换量，在人民币升值与海外报价持稳的制约下，出口红



利对国内价格的边际提振效应趋于弱化，甚至形成隐性价格压制。更需警惕的是，淡季窗口临近或将加速内需季节性转弱压力显性化，而高铁水产量对应的原料供应宽松格局未现缺口，市场正步入强现实支撑衰减与弱预期逐步兑现的交织阶段。

在强现实边际转弱过程中，利润收缩路径的选择成为关键，过去两年中多通过原料上涨挤压钢厂利润并推升钢价，但在当前铁水产量已现筑顶迹象、原料供应宽松的背景下，钢厂补库提涨动能不足，原料驱动逻辑弱化；若转向成材下跌挤压利润的负反馈模式，则需等待需求走弱信号明确。综合来看，5月钢价或在强现实、高铁水维持下呈现震荡盘整，流畅下跌需待需求转弱兑现；而趋势性上涨则受制于原料端缺乏紧缺驱动及出口价格天花板压制，除非出现原料供应扰动或是需求、宏观政策超预期等外生变量打破现有平衡，否则上行空间有限，成材单边上仍建议反弹偏空操作，螺纹10合约上方关注3150-3250压力位，热卷10合约关注3300-3400附近阻力。

风险：原料供应扰动，宏观刺激超预期，需求超预期



免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。