



**申银万国期货**  
SHENYIN & WANGUO FUTURES

# 政策空间仍存，需求亟待支持

## ——2025年二季度钢矿投资策略展望

分析师： 冉宇蒙 (F3085160, Z0016375)

联系人： 赵兴 (F03119205)

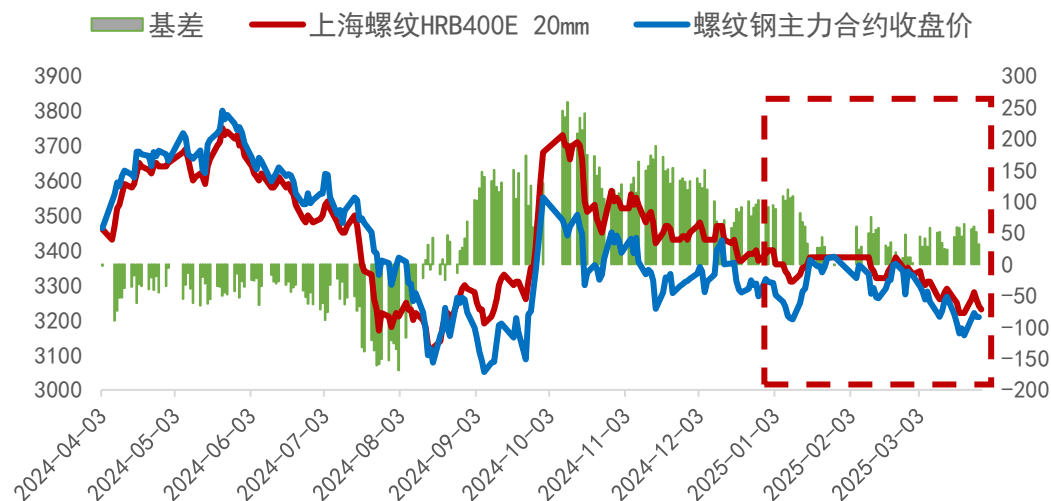
# 政策空间仍存，需求亟待支持

## ——2025年二季度钢矿投资策略展望

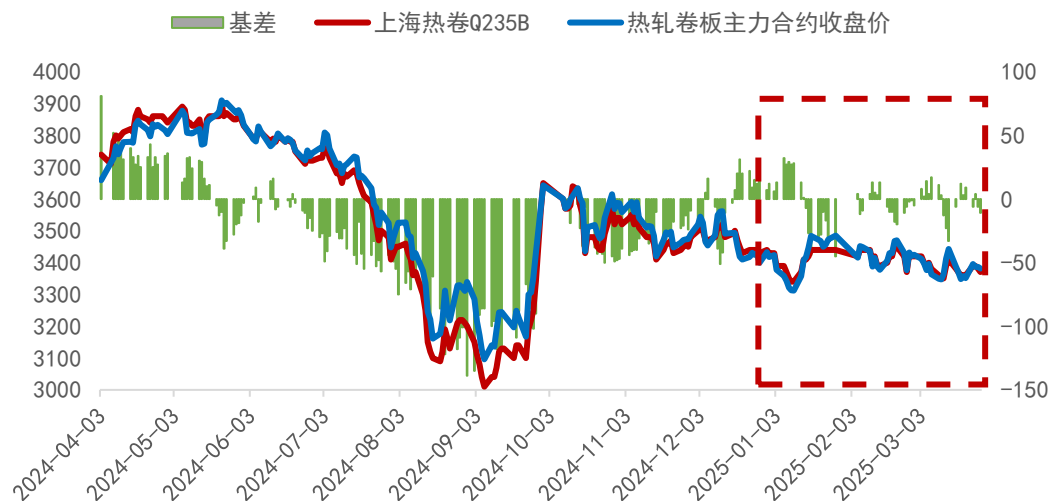
- 钢矿主要驱动因素：2025年一季度黑色建材板块呈现供需双弱、价格承压格局，核心矛盾集中于宏观预期与现实需求的错位。二季度终端需求依然面临下行压力，政策端目前保持谨慎但后续释放预期较强，但可能转化为实物工作量仍需时间，对钢材需求提振有限，价格可能会先涨后跌。主要关注两个驱动：宏观政策的持续释放以及钢材需求端的持续转好，短期宏观带动上涨，难言反转。
- 供需角度：
  - 钢材：国内经济刺激政策逐步落地，但一季度政策效果尚未充分显现，市场对后续政策力度及效果存在分歧。海外美联储降息预期反复叠加地缘政治扰动，宏观风险外溢导致市场情绪谨慎。地产与基建投资增速放缓，1-2月房地产开发投资同比下降9.8%，新开工面积降幅扩大至29.6%。尽管政策推动楼市“止跌回稳”，但居民购房意愿修复缓慢，短期难以扭转市场悲观情绪；制造业（汽车、家电、船舶）用钢韧性较强，但以旧换新政策对需求拉动边际减弱。短期仍为看到较好的向上驱动因素，或只能期待政策端提供引领。
  - 铁矿：铁矿石供应增量显著，全球主流矿山（如力拓、FMG）及非主流项目（如澳洲MRL的Ongelaw）产能释放，中国铁矿石进口同比高增，港口库存持续累积。铁矿石价格中枢下移至90美元附近（对应人民币715元/吨），钢厂利润维持低位，产业链利润再次向上游原料端让渡。铁矿石港口库存创年内新高，需要警惕钢厂复产后产业链负反馈的压力。目前中下游维持低库存策略，投机性补库意愿不足，市场呈现“弱现实、弱预期”特征。短期铁矿石下跌驱动不足，供给端增量尚未明显体现，钢厂复产尚未结束，易有反弹行情。

# 一季度钢材行情走势回顾

## 螺纹钢期现价格相关性（元/吨）



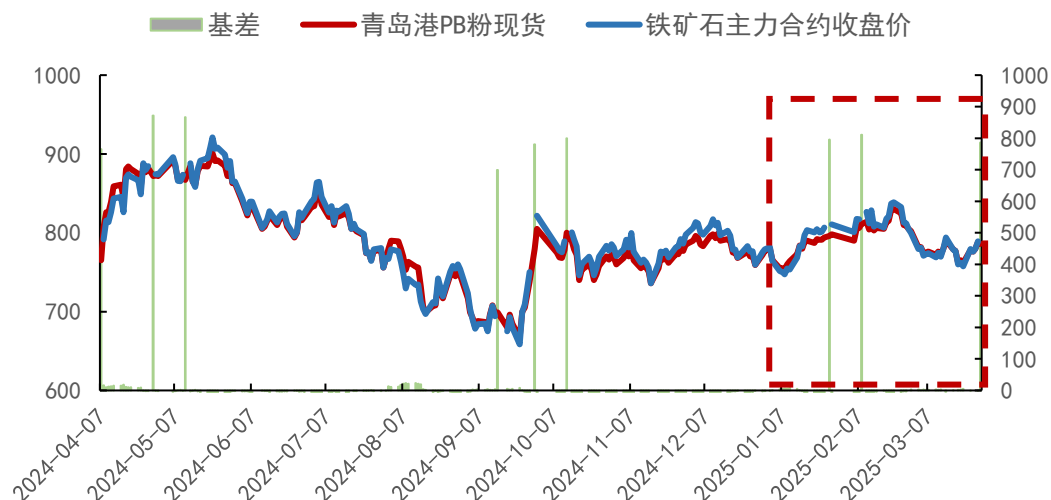
## 热轧卷板期现价格相关性（元/吨）



- 2025年一季度螺纹钢价格整体呈现震荡下行趋势，1月受供需双弱拖累，2月短暂反弹后重回弱势，3月因需求恢复不足加速回调。
- 市场核心矛盾集中在政策预期与实际需求的分化，以及成本端与成材端的利润再平衡，整体还是延续呈现“强预期、弱现实”格局，政策预期支撑价格中枢，但实际需求复苏疲软导致价格承压。
- 伴随着原料端铁矿石和焦炭供应宽松，原料价格下行阶段性缓解钢厂成本压力，但也削弱了成材价格的支撑。尽管库存处于近年低位，但需求不足导致去库速度缓慢，市场波动更多依赖限产等政策影响和阶段性的预期错配。需关注二季度政策发力及原料成本支撑带来的潜在修复机会，但在全球铁矿石过剩、国内粗钢压减预期下，中期价格重心或继续承压，成材仍将面临现实需求验证与政策预期博弈。

# 一季度铁矿行情走势回顾

## 铁矿石期现价格相关性（元/吨）



- 2025年一季度，铁矿石市场呈现“阶段性偏强—快速下跌—震荡筑底”的三阶段走势。1月至2月中旬，受南半球飓风天气扰动发运、钢厂节前补库需求支撑，矿价延续节前反弹趋势。2月下旬开始，随着发运恢复、粗钢限产预期升温及宏观利好兑现，价格快速回落。3月进入需求验证期，终端复苏节奏放缓叠加港口库存持续高位，整体呈现“近强远弱”结构。
- 受短期补库需求支撑与长期过剩预期交织影响，铁矿石价格波动性显著，尽管宏观政策短暂提振市场，但需求疲软和供应宽松的格局仍主导价格下行趋势。

## 钢铁板块观点总结

**中长期：道阻且长，行则将至**

**当下看：厚积薄发，由量到质**

**未来看：革故鼎新，否极泰至**

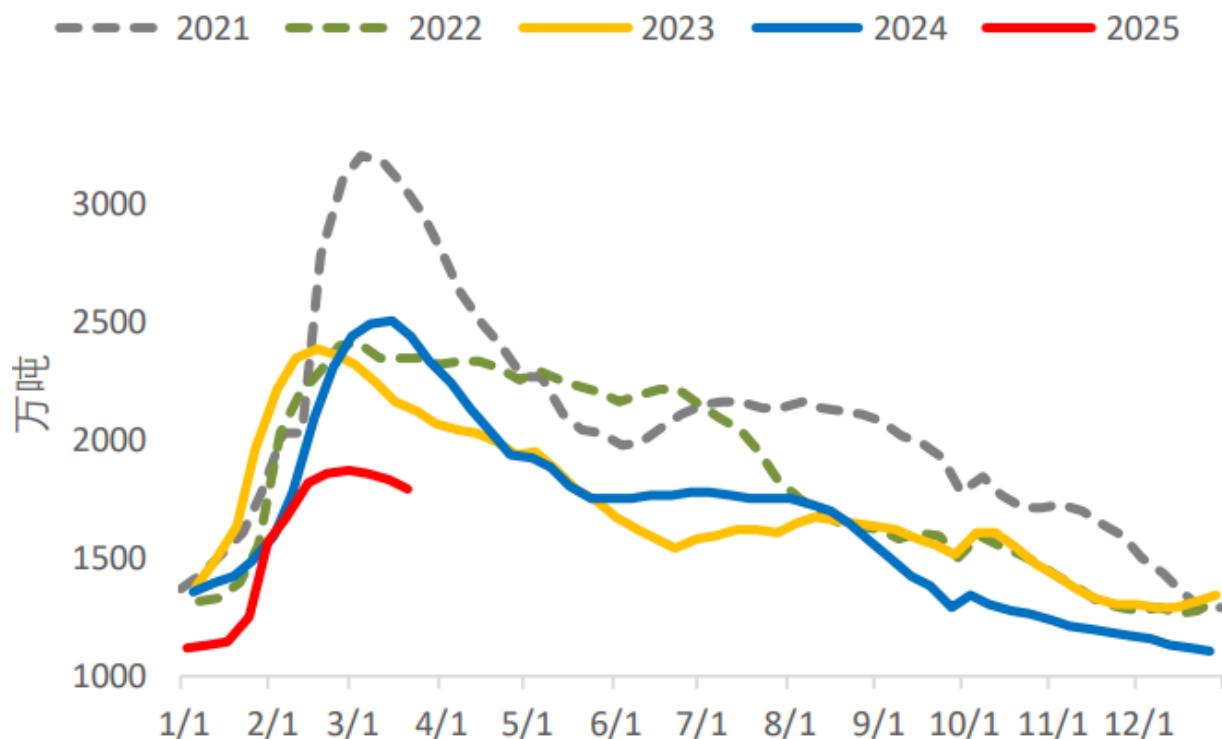
## 钢铁行业中长期观点：关注板块从“底部反弹”到“长期反转”机遇

- 经过三年漫长的下行后，当前钢铁板块的底部位置更清晰，企稳回升的概率在加大。**从库存、盈利和需求三个维度，基本面均处于长周期的底部。**
- 1) 库存：钢材总库存位于近 5 年最低位置，映射产业悲观情绪充分；或也意味着一旦需求出现拐点，价格弹性较为显著。
- 2) 盈利：24 年过半钢企持续亏损现金流，引发的自发减产负反馈至原料环节，致使矿、焦的基本面弱化。库存分别累积至近 5 年的 80%、56%分位，或预示着过往“矿强材弱”的产业链利润分配格局开始演变。
- 3) 需求：国内地产和全球工业均处周期底部，印证需求下行压力。虽然触底不意味着反弹，但随国内利好政策落地，海外降息向经济复苏传导，对宏观企稳回升的展望或更合适。

## 库存：库存去化至历史低位，映射产业悲观预期浓厚

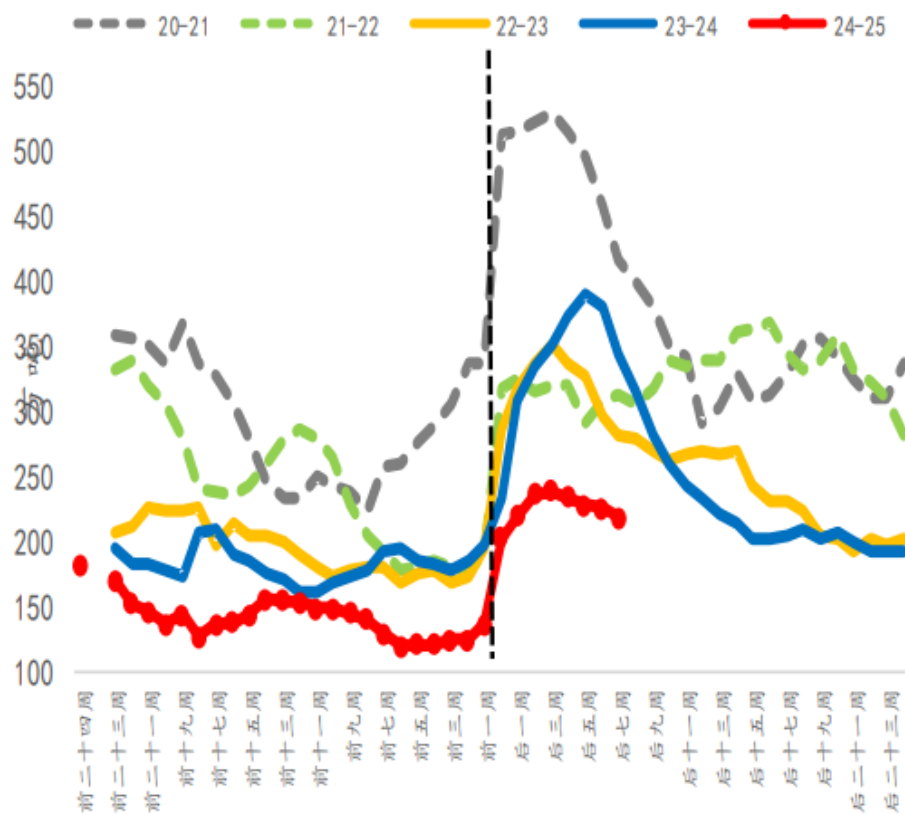
- 钢厂和贸易商库存加总口径，当前产业链显性库存去化至 2020 年以来的最低位，映射产业的悲观预期浓厚。毕竟在过去三年的下行期中，持有库存的钢厂和贸易商均受到大幅的存货跌价损失，主动降库的心态浓厚。当前，产业链库存仅能维持日常周转的水平。**极低的库存也意味着，一旦需求出现拐点，价格向上的弹性较为显著。**

### 五大品种总库存（万吨）

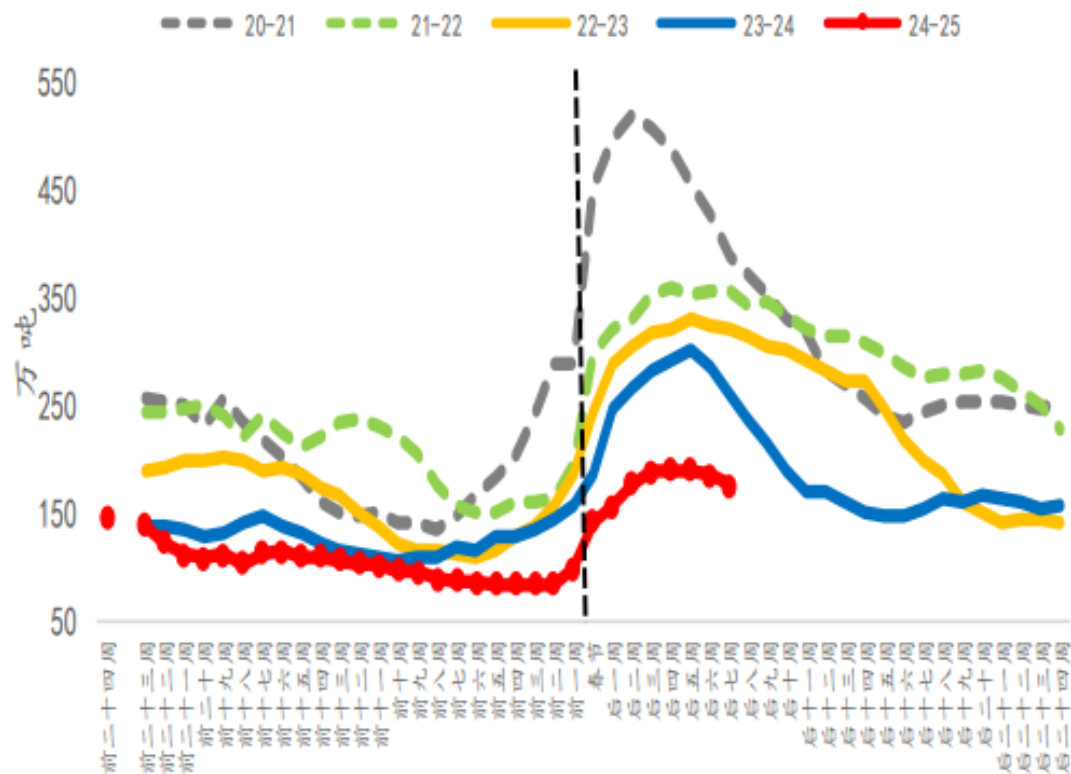


# 库存：长材板材分化明显

## 螺纹钢钢厂库存（农历）

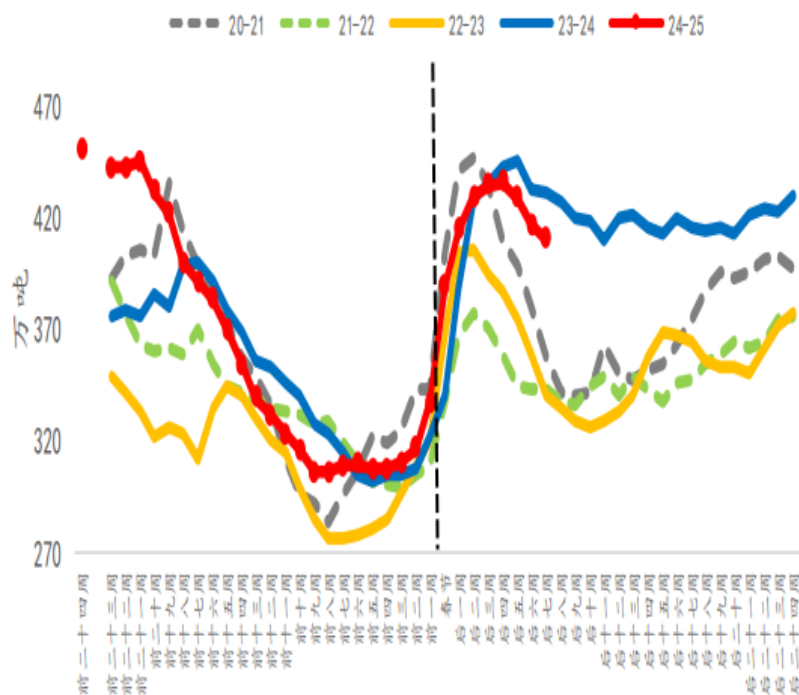


## 线材总库存（农历）

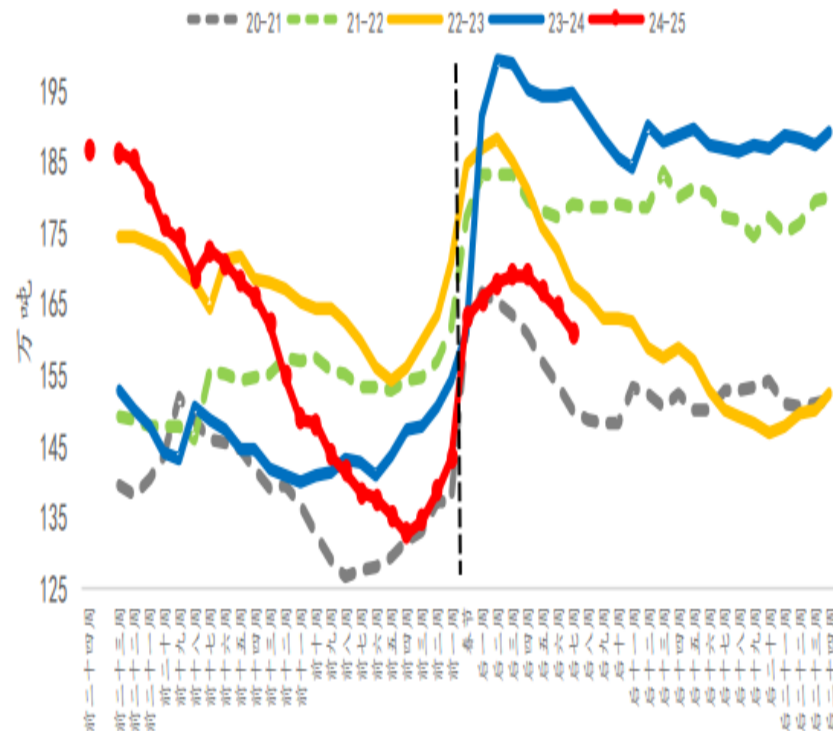


# 库存：长材板材分化明显

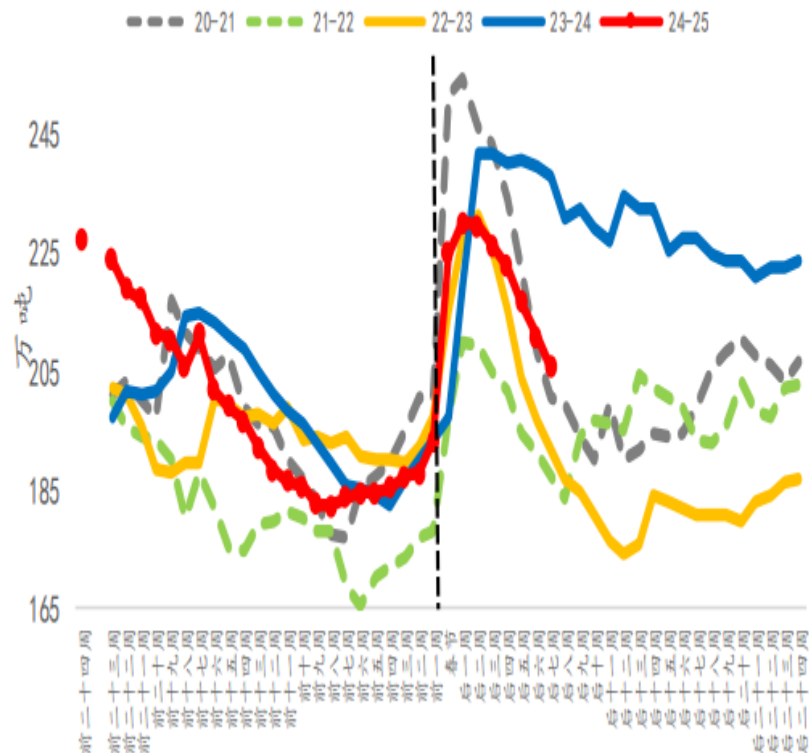
## 热卷总库存 (农历)



## 冷轧总库存 (农历)



## 中厚板总库存 (农历)

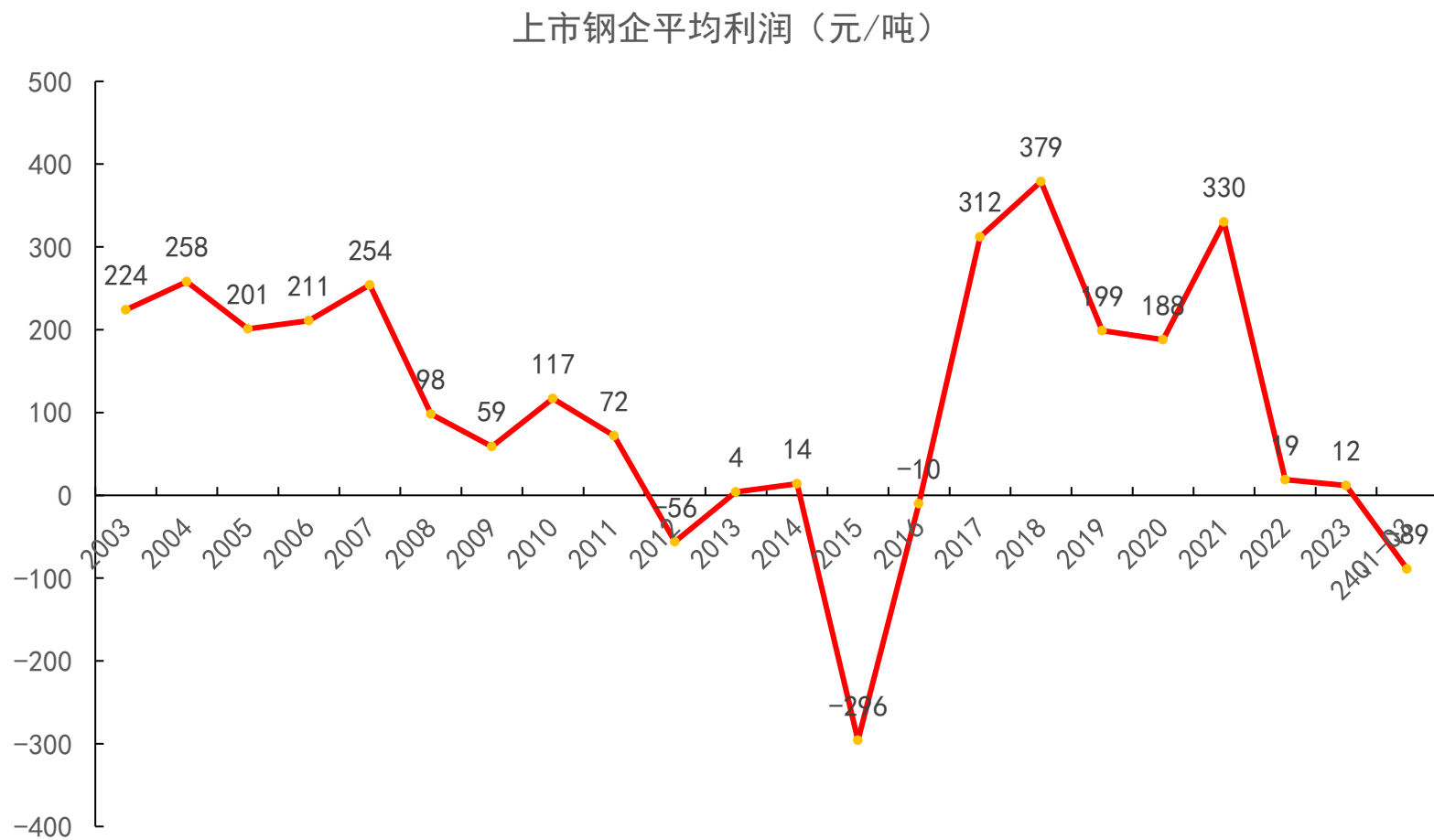


# 供给：现金流亏损加剧，自发性减产驱动上游原料端基本面弱化

- 盈利方面，2024 年钢企购销价差进一步收窄，叠加钢价加速下跌后引发大额的存货跌价损失，压制盈利中枢进一步下移。大部分钢企从 2022~2023 年报表亏损，到 2024 年出现持续现金流亏损。
- 2024年Q1-Q3，上市钢企平均利润为-89元/吨，吨钢盈利9家，吨钢亏损17家。

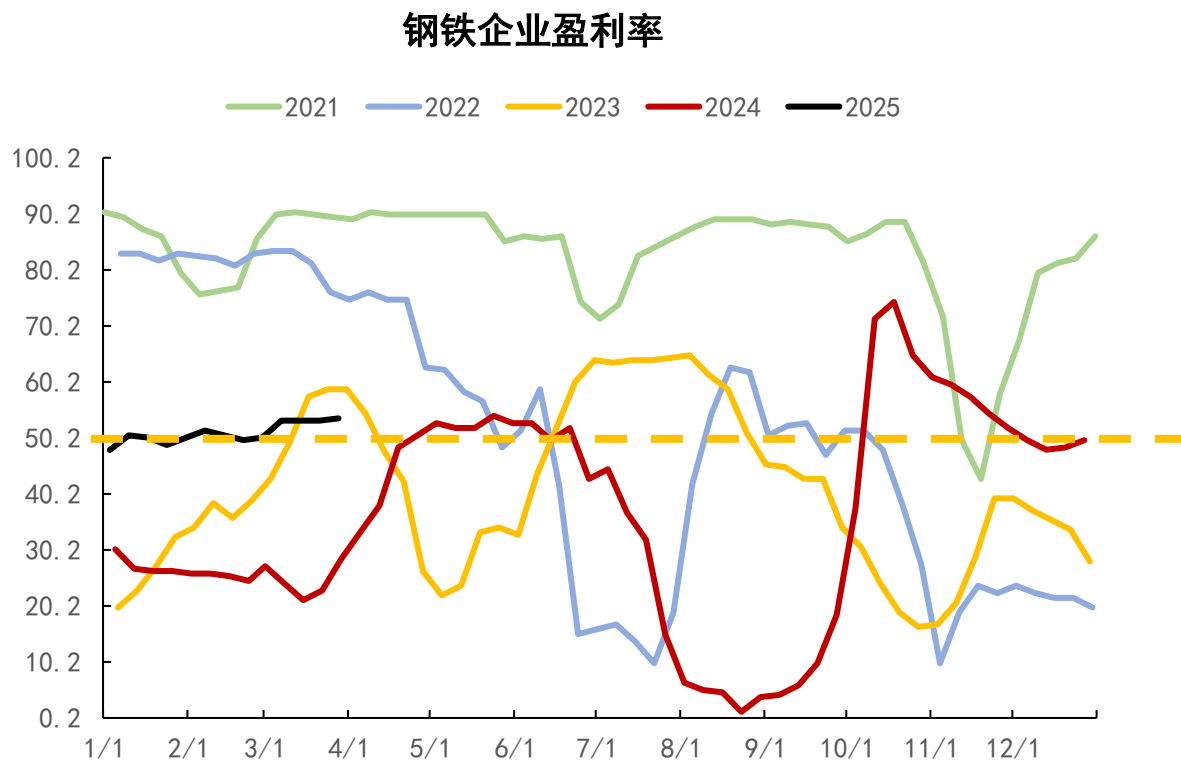
证券代码	公司简称	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24Q1-3
000708.SZ	中信特钢	-60	29	75	286	278	197	300	421	409	152	150	193	197	170	193	223	392	415	531	441	312	285
600282.SH	南钢股份	239	225	124	114	248	29	29	145	48	-86	-106	40	-307	43	387	517	339	312	394	236	216	254
600019.SH	宝钢股份			667	635	594	289	272	529	300	443	275	279	32	382	442	494	287	307	571	281	265	178
000932.SZ	华菱钢铁	186	180	92	151	197	110	10	-202	5	-258	10	10	-284	-104	318	469	291	277	409	289	250	147
600507.SH	方大特钢	243	236		125	98	7	15	122	285	164	168	170	32	193	691	690	468	508	650	206	163	61
000778.SZ	新兴铸管	342	357	295	219	222	203	244	271	274	202	123	68	61	66	152	284	208	234	249	231	164	59
002075.SZ	沙钢股份									188	5	15	24	-45	146	462	693	292	350	640	237	79	39
000709.SZ	河钢股份	160	201	142		233	205	49	62	50	5	5	24	14	51	81	170	113	82	119	59	47	34
000959.SZ	首钢股份		282	197	94	127	129	103	77	-83	-239	-160	-4	-216	34	214	227	108	133	373	68	33	17
000825.SZ	太钢不锈		339	243	470	470	133	95	145	187	105	53	28	-398	106	416	459	205	173	518	13	-96	-52
601003.SH	柳钢股份					258	4	54	118	61	23	41	31	-209	36	367	603	290	183	188	-299	-102	-65
600010.SH	包钢股份	145	198	200	127	254	100	-170	21	51	27	25	24	-428	7	157	232	61	45	206	-107	2	-66
600782.SH	新钢股份					254	161	30	48	23	-132	16	53	7	61	367	691	392	302	458	101	48	-77
600126.SH	杭钢股份	215	257	85	83	134	22	67	140	122	-146	16	9	-513	166	416	442	216	263	412	108	41	-136
600022.SH	山东钢铁										-294	15	-116	8	-69	273	234	67	99	204	91	-5	-140
000717.SZ	中南股份	418	326	40	104	204	-416	23	4	-218	-364	17	-226	-515	20	434	535	256	232	240	-162	6	-147
002110.SZ	三钢闽光				117	149	9	10	26	58	-44	10	5	-158	150	910	679	353	222	351	14	-60	-166
600808.SH	马钢股份					195	52	38	81	12	-229	11	14	-279	71	273	377	91	130	293	-41	-80	-207
601005.SH	重庆钢铁				108	144	186	28	2	-266	21	-471	13	-1814	-2011	82	293	144	94	318	-122	-146	-240
000898.SZ	鞍钢股份			344	488	504	199	36	93	-122	-229	39	46	-243	81	271	330	69	81	281	7	-131	-285
000761.SZ	本钢板材		147	105	233	225	22	-171	93	78	7	26	25	-279	72	142	90	44	30	181	-87	-120	-297
600307.SH	酒钢宏兴	323	347	157	146	238	10	45	116	169	49	-211	2	-988	4	57	159	168	59	171	-279	-118	-301
600231.SH	凌钢股份	289	233	158	169	189	179	99	175	42	12	15	-137	13	38	240	218	73	97	171	-165	-126	-348
600581.SH	八一钢铁	171		89	43	103	23	22	79	75	21	5	-280	-577	9	237	134	20	53	197	-243	-179	-371
600569.SH	安阳钢铁	241	192	97	113	165				5	-665	5	4	-295	13	212	231	32	29	122	-397	-159	-391
600005.SH	武钢股份		571	512	390	617	404	121	113	57	2	23	70	-524	9								
行业平均	0	224	258	201	211	254	98	59	117	72	-56	4	14	-296	-10	312	379	199	188	330	19	12	-89

## 2024年Q1-Q3，上市钢企平均利润为-89元/吨，吨钢盈利9家，吨钢亏损17家



## 供给：现金流亏损加剧，自发性减产驱动上游原料端基本面弱化

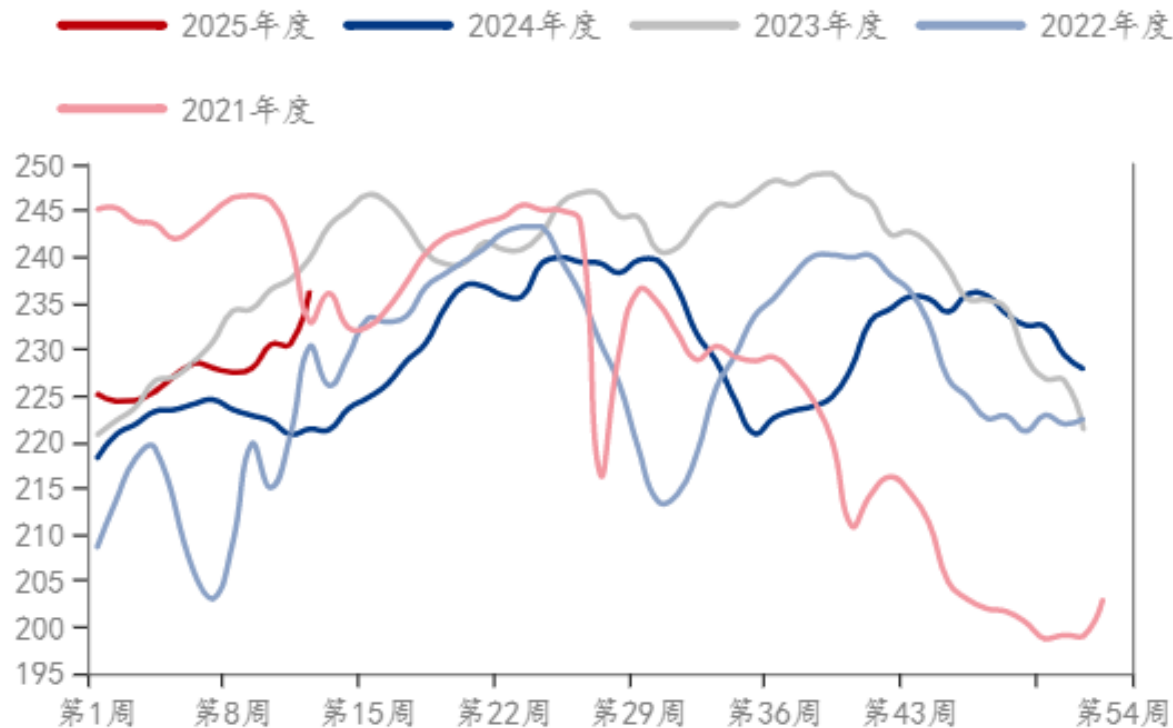
- 根据 Mysteel 调研 247 家钢厂样本数据，2024 年样本钢企的平均盈利面为 36.28%，较 2023 年的 40.93%进一步下滑。并且，全年来看，盈利钢企的数量占比鲜有超过 50%的时段，意味着过半的钢企今年处于持续亏现金流的状态。



## 供给：现金流亏损加剧，自发性减产驱动上游原料端基本面弱化

- 2023 年，由于大部分钢企仍有现金利润，且可通过“以价换量”的方式在海外市场降价倾销，以此化解过剩产量；在尽可能多生产摊薄固定成本的利益驱动下，钢企的生产积极性依旧强烈。由此，尽管成材的终端需求弱势，铁水产量反而逆势增长，夯实原料端需求。

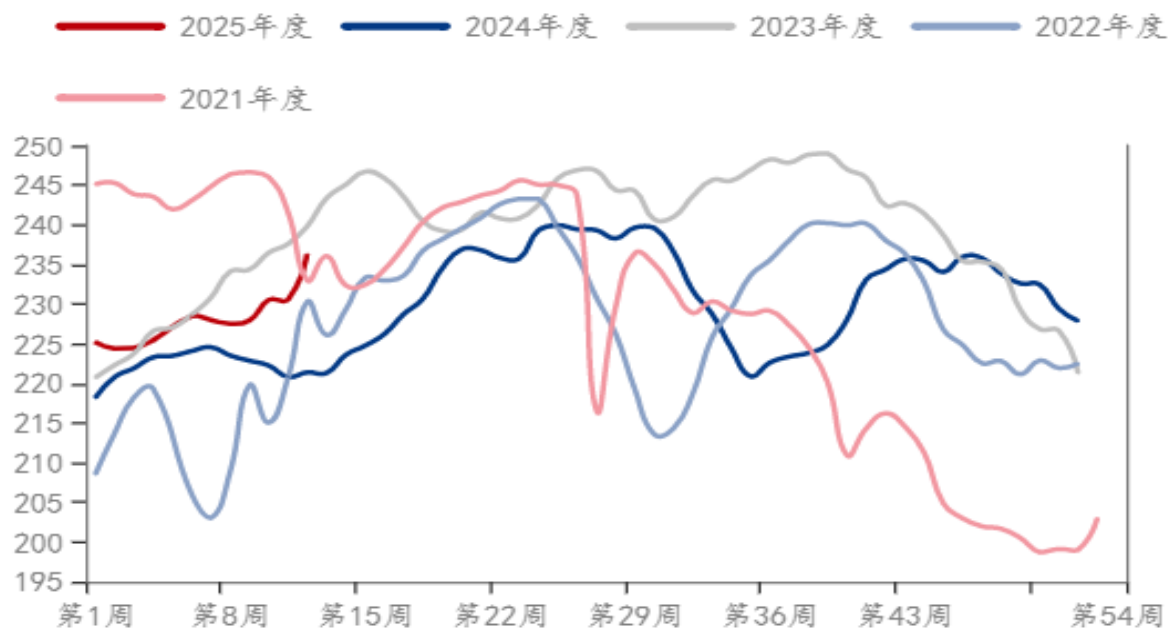
247家钢铁企业：铁水：日均产量：中国（周）



## 供给：现金流亏损加剧，自发性减产驱动上游原料端基本面弱化

- 2024 年，随着国内需求进一步承压，海外市场“以价换量”的增量空间有限，过剩产量难以消纳，只有压制价格和盈利进一步下行。最终，亏损至现金流的钢企不得不通过自发性减产的方式减少亏损。由于钢企盈利恶化，2024 年行业自发性的减产更加频繁，终端需求的下行压力开始传导至原料环节。
- 根据 Mysteel 调研 247 家钢厂样本数据，2024 年样本钢厂的日均铁水产量为 229.7 万吨，同比-3.9%，对比 2023 年日均铁水产量为 238.9 万吨，同比+4.9%。区别于 2023 年成材需求弱势，原料需求旺盛，2024 年矿、焦和材的需求全面下滑。

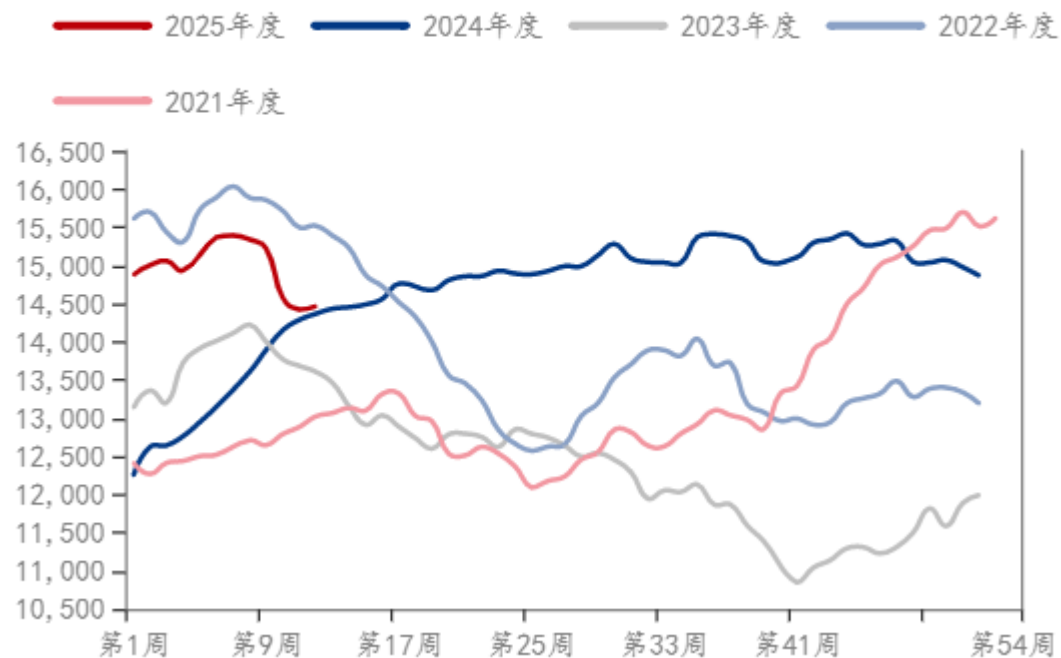
247家钢铁企业：铁水：日均产量：中国（周）



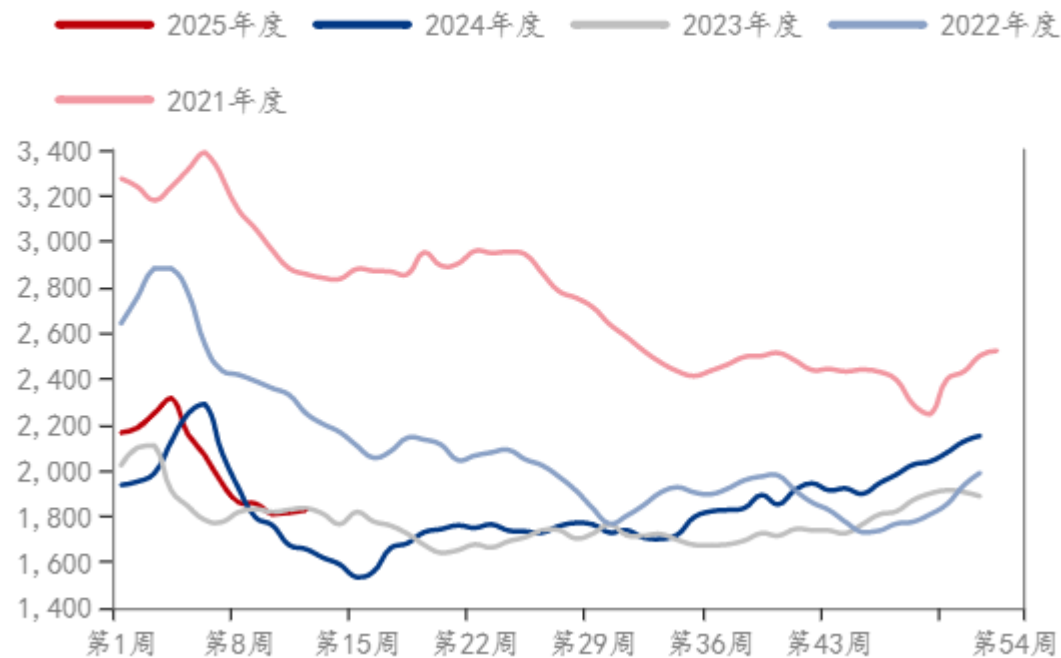
## 供给：现金流亏损加剧，自发性减产驱动上游原料端基本面弱化

- 在成材环节库存低位，原料环节均明显累库的趋势下，过往几年产业链“矿强材弱”的地位或逐步发生转变。

铁矿：进口：库存：45个港口（周）



炼焦煤：进口：港口库存（周） + 炼焦煤：230家独立焦化厂：库存：中国



## 供给：行业集中度加速整合，整体供给水平逐渐可控

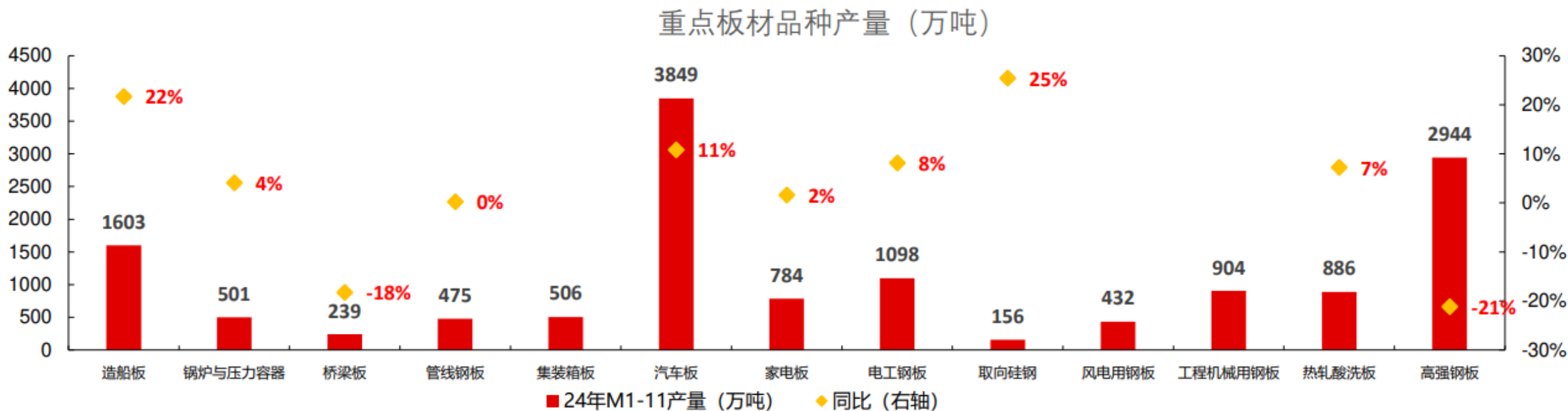
- 随着下行周期的延续，钢铁企业破产重整的节奏也在加速。
- 根据中钢网，24 年上半年，包括唐山燕峰钢铁、泰州泰威钢铁、无锡泰钢、扬州华轩钢铁等在内的多家钢企已正式进入破产清算或强制清算程序，其中河北、江苏、山东成为重灾区，民营企业更是首当其冲。
- 7 月，千亿钢企江苏德龙镍业申请破产重整；位列“2023 年中国企业 500 强”榜单 205 位的东岭集团申请破产重整；
- 9 月，川威集团申请被破产重整。随着破产重整钢企的停产退出节奏的加速，有望进一步压制钢铁的供给水平。

## 需求：板强长弱分化延续，地产和制造周期进一步筑底

- 2024 年，钢铁需求延续“板强长弱”态势。根据 Mysteel 样本口径，下游以建筑需求为主的螺纹钢、线材表观消费量同比分别-16.7%、-21.0%，延续宽幅下跌态势。以机械和工业制品为主的热轧表观消费量同比+0.5%；以造船、能源、机械、钢结构为主的中厚板表观消费量同比-0.2%。值得注意的是，由于家电、汽车等中高端制造业需求表现靓丽，冷轧的表观消费量同比+2.9%，为需求增长最快的主流钢材品种。
- 区别于粗钢环节产能增长受到产能置换的限制，由于轧材环节扩产约束较小，**近年在板强长弱的趋势下，从长材向板材的转产导致板材的供给压力明显增大**。由此，尽管普板的需求尚可，但价格和盈利水平并未明显优于长材，**只有硅钢、汽车板、造船板、特钢等具有一定技术壁垒或准入门槛的品种，才保持了较强的盈利韧性**。

## 需求：当前板材需求种类增速整理

- 从中钢协披露的重点板材品种的生产情况来看，2024 年前 11 月，重点企业的集装箱板（+218%）、取向硅钢（+25%）、造船板（+22%）、汽车板（+11%）产量增速领先，映射相应细分制造领域景气。桥梁板（-18%）、高强钢板（-21%）等偏建筑和工程机械类的板材需求亦明显承压。



（注：集装箱板 2024 年 1-11 月产量同比上升 218.1%）

## 2025年三重因素促进钢铁行业格局逐步改善：厚积薄发，由量到质

- 从库存、供给、需求三个维度，当前钢铁基本面的底部特征显著，向上改善弹性较大。
- 倘若配合宏观利好和产业政策逐步落地，则向上修复的概率也有望逐步强化。
- 站在更久期的维度，2025 年钢铁行业在成本侧、供给侧和需求侧均存有一定改善预期，行情也有望从“短期反弹”向“长期反转”过渡。

# 2025年一季度行情驱动因素



我们预计，宏观驱动 > 产业驱动 > 事件驱动

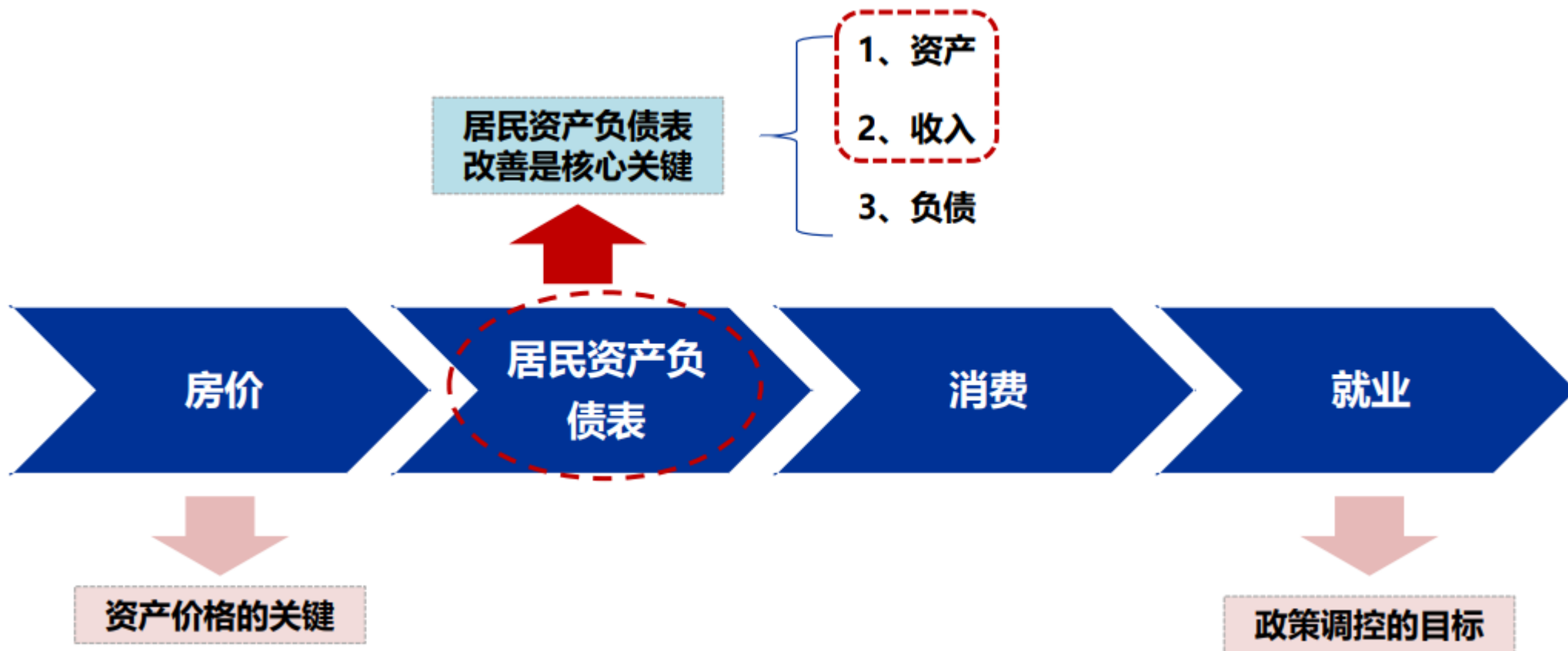
## 地产供给判断：预计本轮行业供给端修复速度缓慢、路径曲折



- 从后续加杠杆恢复经营过程看，这一轮周期多主体市场参与者的经营信心均需要重塑，后续修复路径更为曲折，修复时间也需要更久，供给端孱弱也会拖累住宅销售端后续复苏势头。

# 地产关系到地方财政，也通过财富效应影响居民的消费

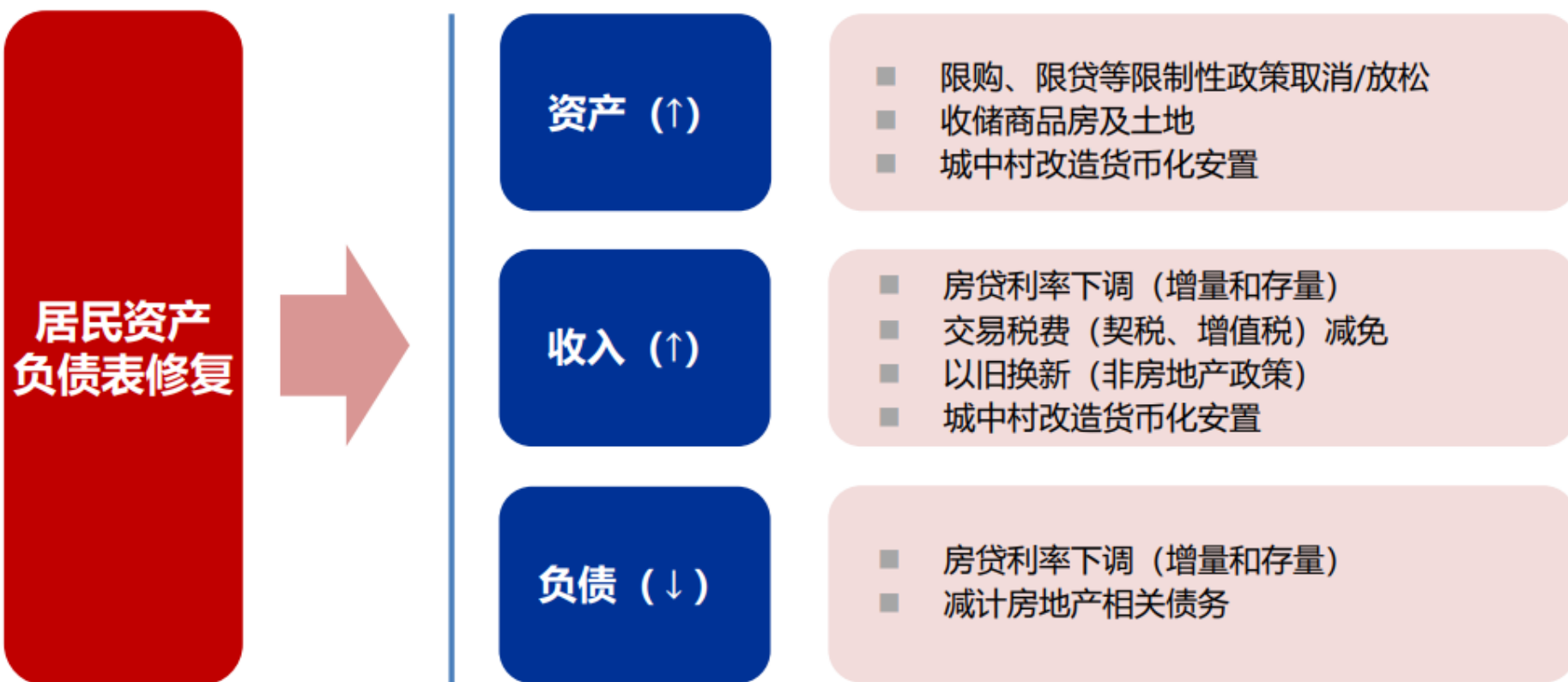
- 逻辑链条梳理：房价 -> 居民资产负债表 -> 消费 -> 就业
- 就业是政府调控的目标，居民资产负债表是消费的关键影响因素，而房价是资产价格的重要影响因素。



# 预计后续政策基调将延续聚焦修复居民资产负债表

- 今年9月政治局会议提出止跌回稳、12月政治局会议提出稳住楼市股市，这表明9月底以来的房地产政策路径已经很清晰，预计后续房地产也将遵循着“修复居民资产负债表+止跌回稳”的政策思路进一步推动支持政策落地。

## ■ 居民资产负债表是关键，房价是重要决定因素。

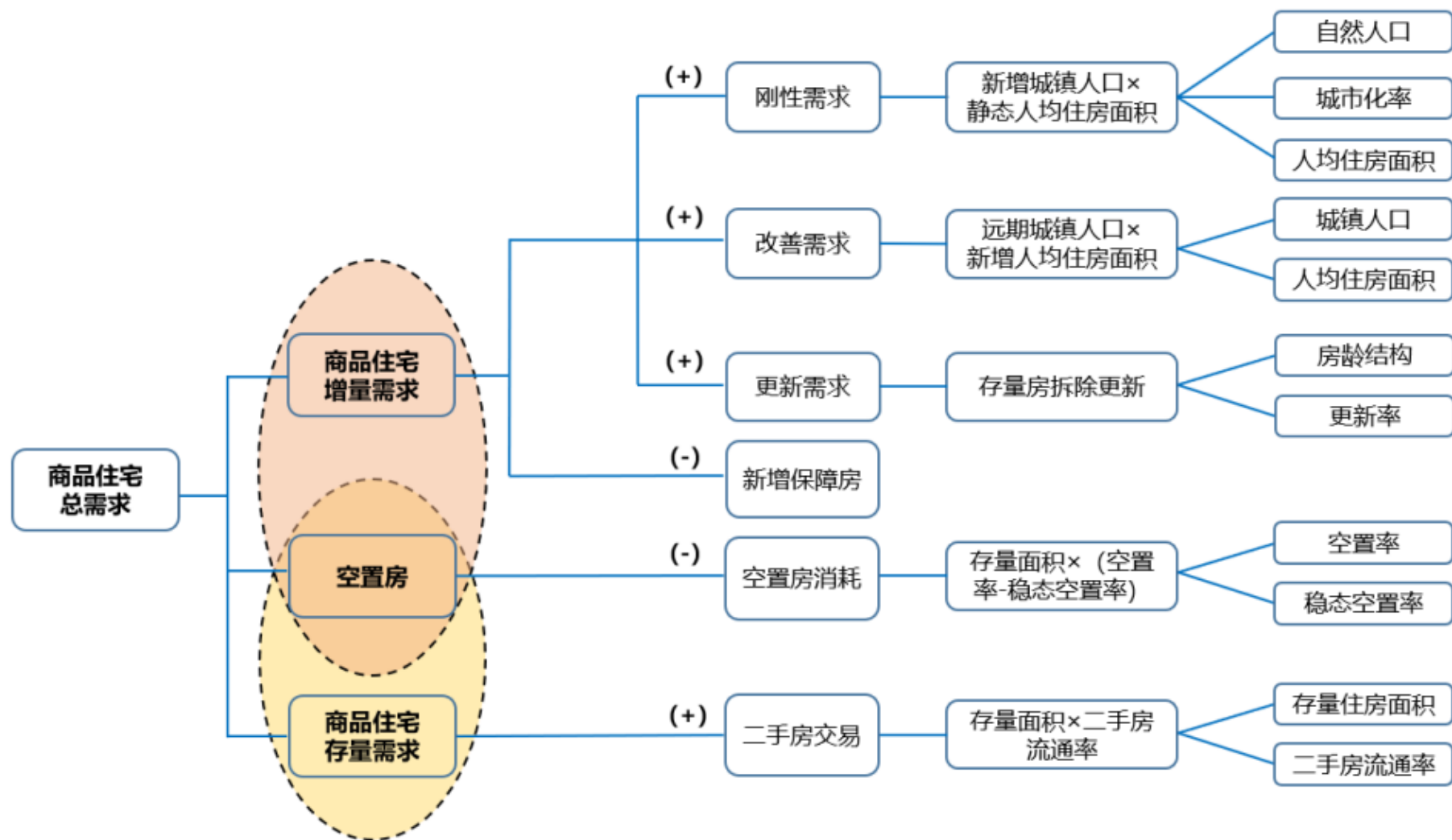


# 预计收储实施加快，并将是楼市“平准基金”

- 收储政策可以改善供需环境，利好于房价稳定。收储政策可以在供给端转移库存从而阶段性改善供需环境，从而间接稳定房价，并间接利好于居民。
- 收储也可认为是供给端的楼市平准基金。本质上收储政策在当期实现了“转移库存+化解企业债务风险”，在当期实现了商品房供给的收购，在远期可以实现商品房供给的再投放，从而综合实现供给的调节，从供给端稳定房价。

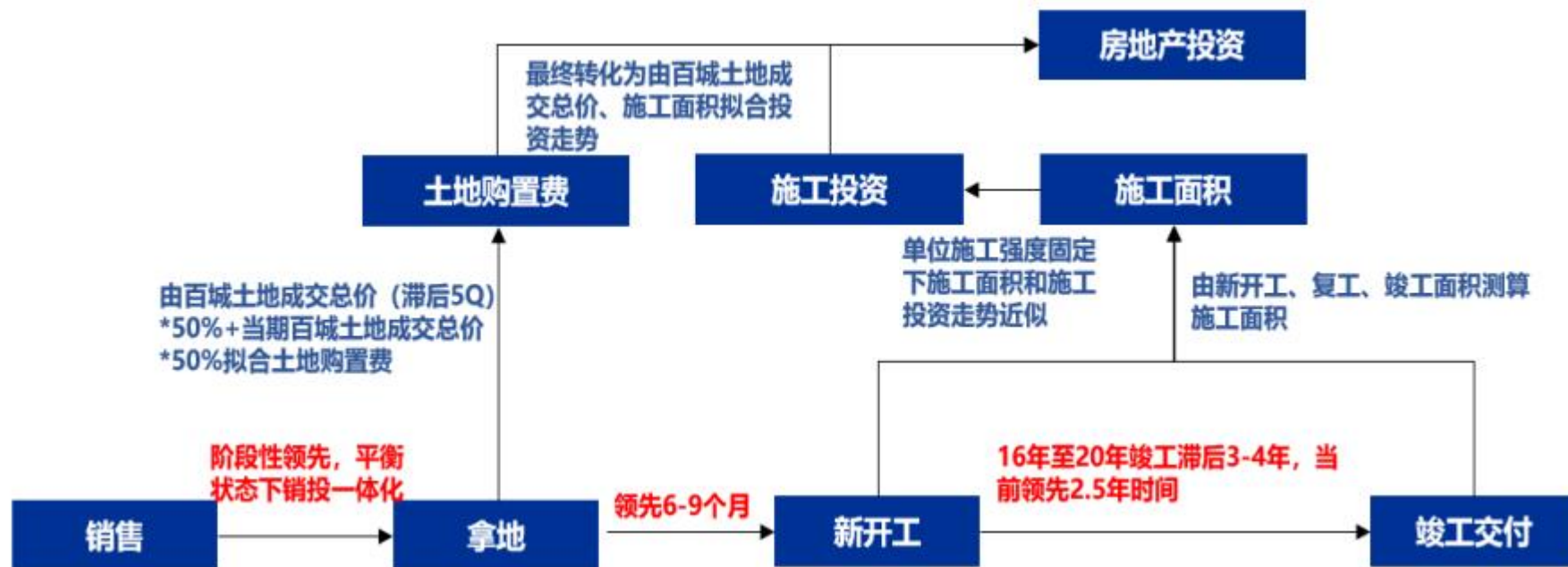


# 构建住房总需求的测算模型，考虑增量、存量和空置等



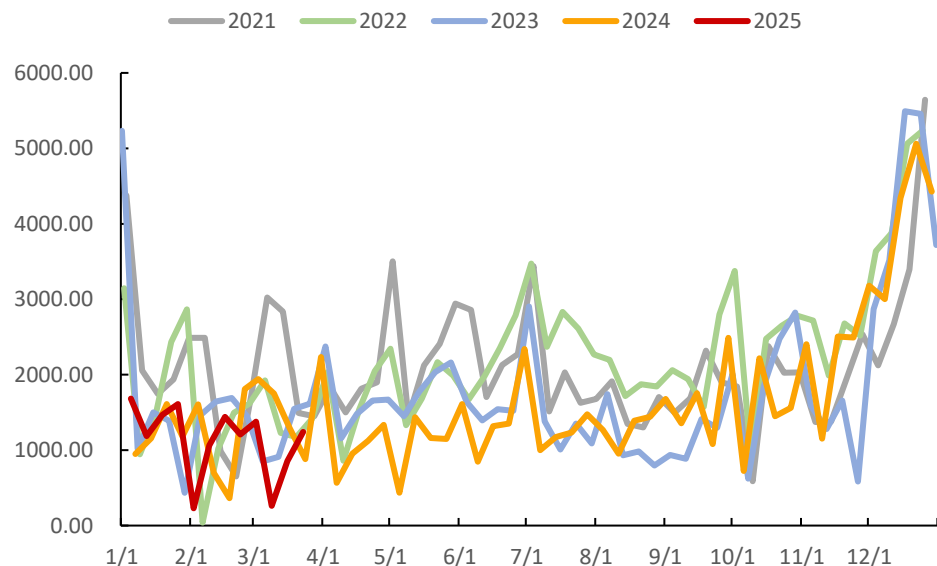
# 预计拿地和开工将成为中短期地产总量数据预测源头

- 从项目周期看，单项目施工需要经历拿地-规划设计-开工-施工-预售-竣工交付的生命周期，但在总量指标关系看，各指标并没有完全呈现出项目周期特点；
- 在众多指标中，销售是最前瞻性指标，销售从2014-2018年去库存阶段领先拿地，到2018年后销投同步化，往后看行业供给侧出清过度、中短期仍会出现销售领先拿地局面；
- 拿地领先新开工6-9月时间；开工领先竣工2.5年时间；此后可以通过开复工、竣工测算出施工趋势；而统计局的房地产开发投资指标又可以通过调整后的百城土地成交总价、施工投资进行拟合。

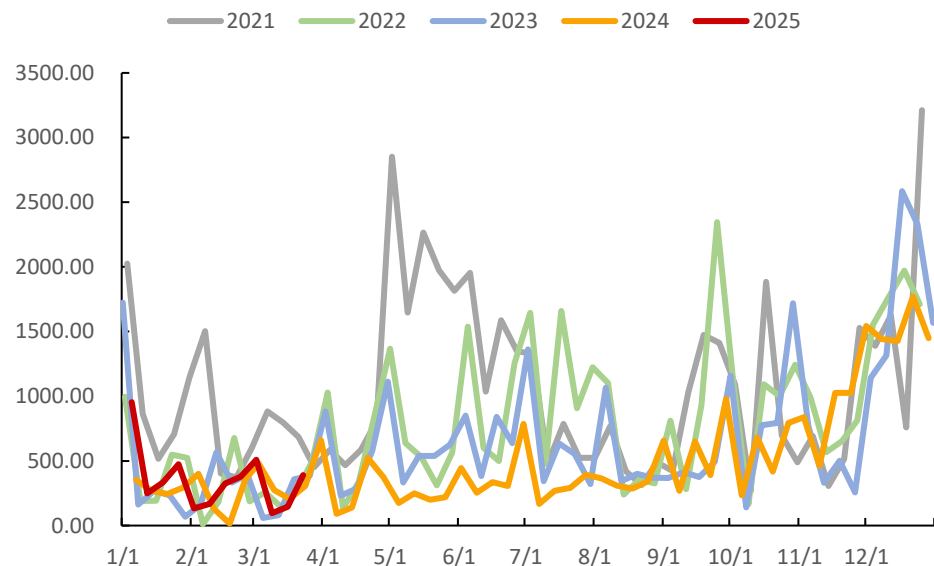


# 房企拿地持续疲软，资金面依旧承压

## 100大中城市:成交土地占地面积（万平方米）



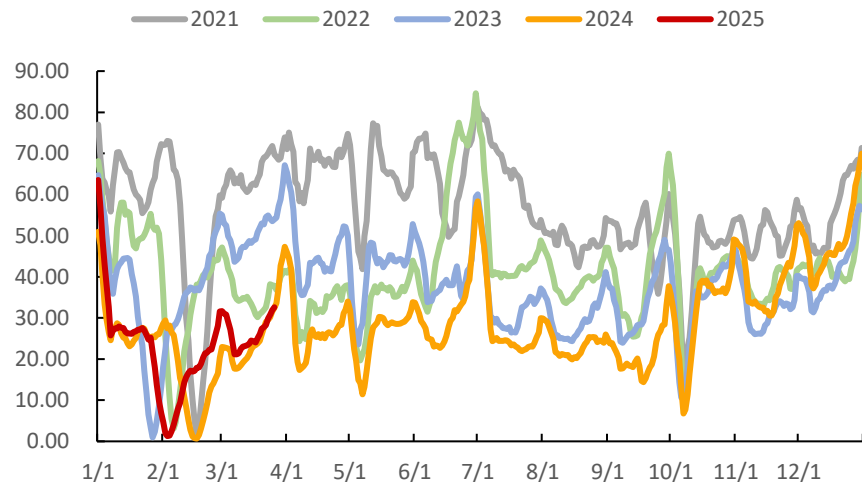
## 100大中城市:成交土地总价（亿元）



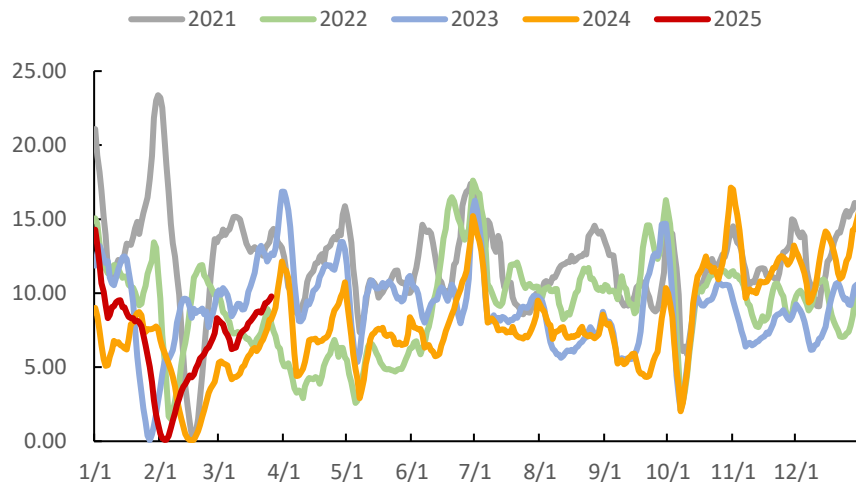
- 百城土地成交出现明显量缩。3月11日，自然资源部与财政部联合发布《关于做好运用地方政府专项债支持土地储备有关工作的通知》，明确通过专项债支持土地储备工作，旨在推动房地产市场止跌回稳。从执行层面看，专项债资金将重点投向具备开发潜力的土地储备项目，尤其是人口流入大、库存压力小的核心城市。
- 3月（截至3月23日）百城土地成交面积同比下降41.6%。土地成交溢价率升至12%，高于2024年同期的4%。热点优质地块竞争激烈，但整体土地成交规模大幅低于往年同期，显示房企投资持续缩圈至核心区域。
- 从新开工的必要性来考虑，新开工会进一步削减公司本身不足的现金流，对后续的经营并无明显利好。此外，从指标的领先关系来考虑，土地成交通常领先新开工大概在6个月左右，根据上述领先关系可得当前房屋新开工仍然面临一定压力，

# 地产销售低位回升

## 30大中城市:商品房成交面积(万平方米)



## 30大中城市:商品房成交面积:一线城市



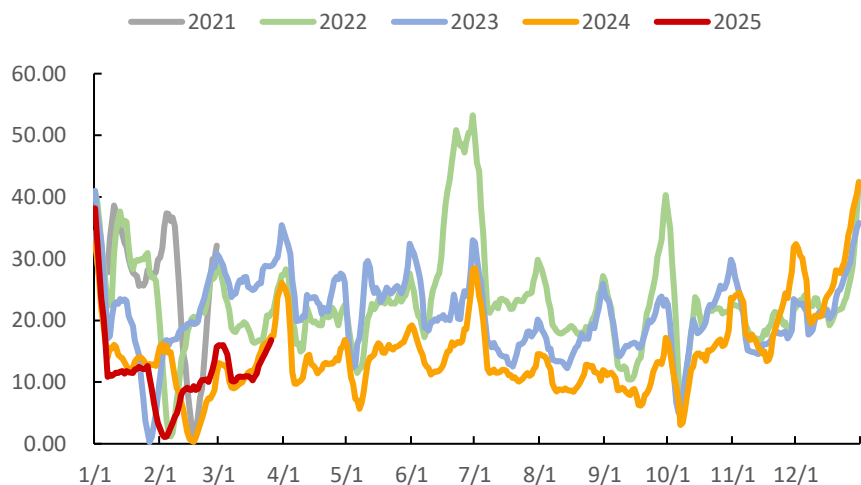
■ 地产领域针对供给需求端均出台了多项政策,包括一线城市也进行了较大力度的宽松,以及近期推出的“政府收储”等政策,从效果来看并未出现明显好转,反映当下市场信心仍然比较脆弱,房市仍面临较大压力。

■ 受制于目前全国各地待售面积处于高位的冲击,不同能级的商品房均面临较大的下行压力。

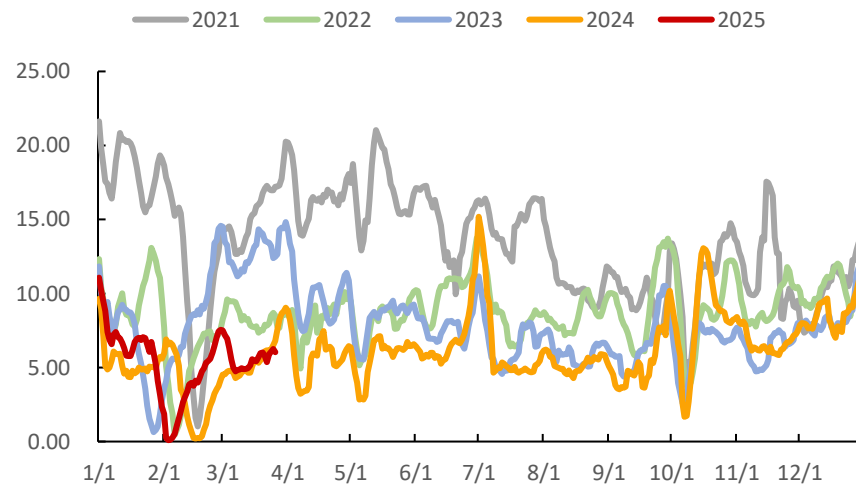
■ 政治局会议对于地产端的新表述“促进房地产市场止跌回稳”主要还是在价格端,也在一定程度上有利于下一阶段商品房的成交修复。

■ 2月30大中城市新房日均成交面积同比上行36%至19万平方米,重点城市二手房日均成交面积同比上行35%至77.96万平米,指向高能级城市政策效应持续显现。

## 30大中城市:商品房成交面积:二线城市

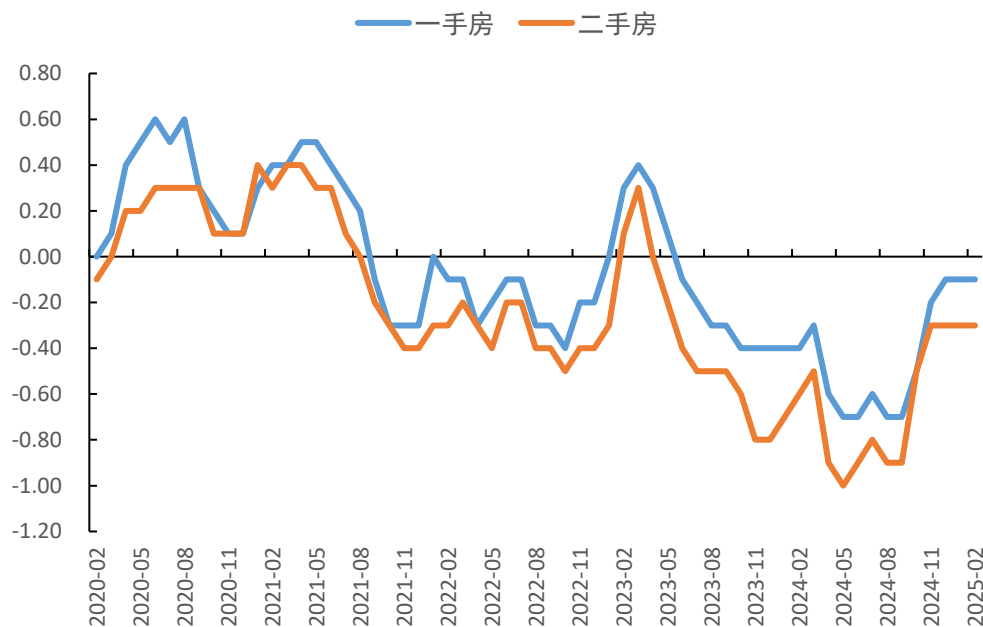


## 30大中城市:商品房成交面积:三线城市



# 房价指数依然较弱，预计宏观带动企稳

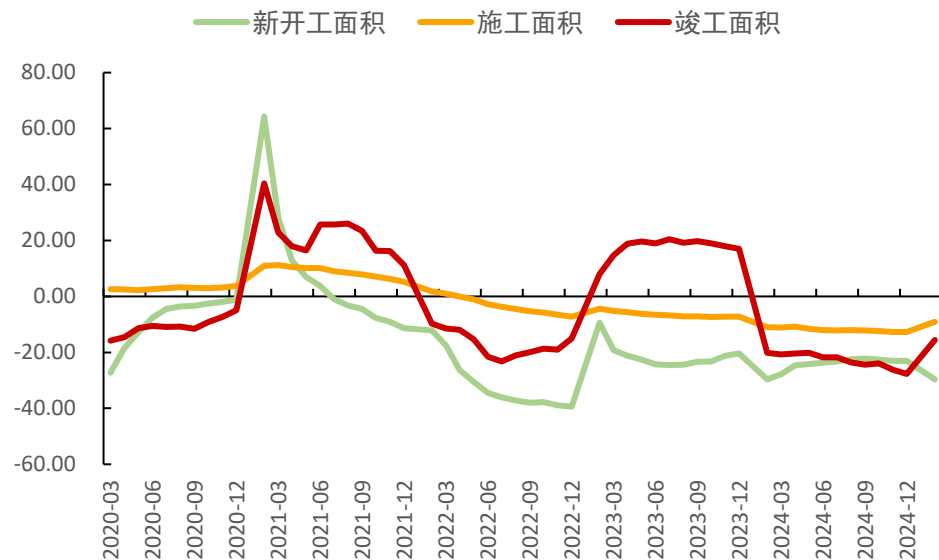
## 70城住宅价格环比变动情况（%）



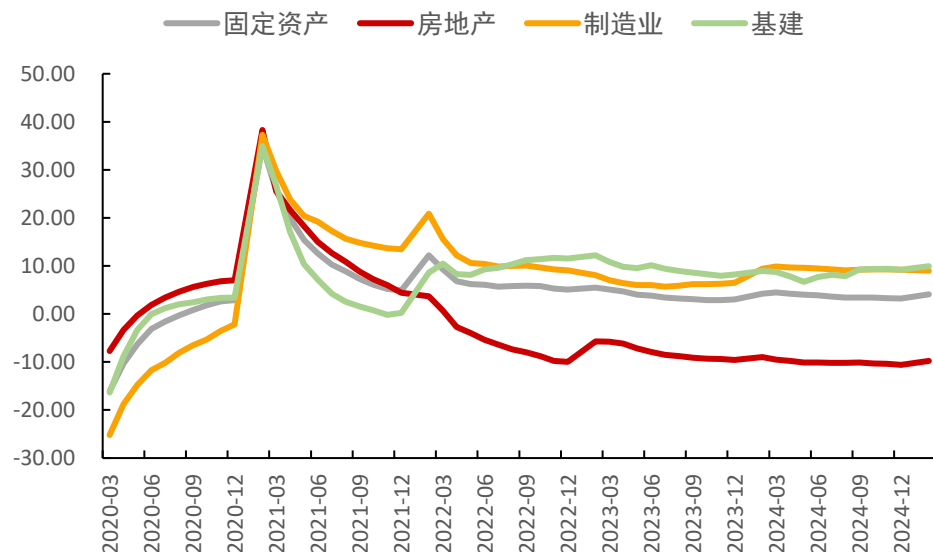
- 房价方面，2月70大中城市房价表现延续分化。其中，一线城市价格连续第三个月稳定在环比正增长，二线环比基本持平，而三线环比仍形成较为明显的拖累。
- 政治局会议表明，要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量——说明止跌回稳更多指的是价格。

# 新开工延续低迷格局，竣工有所缓解

## 房地产开发建设指标累计同比 (%)



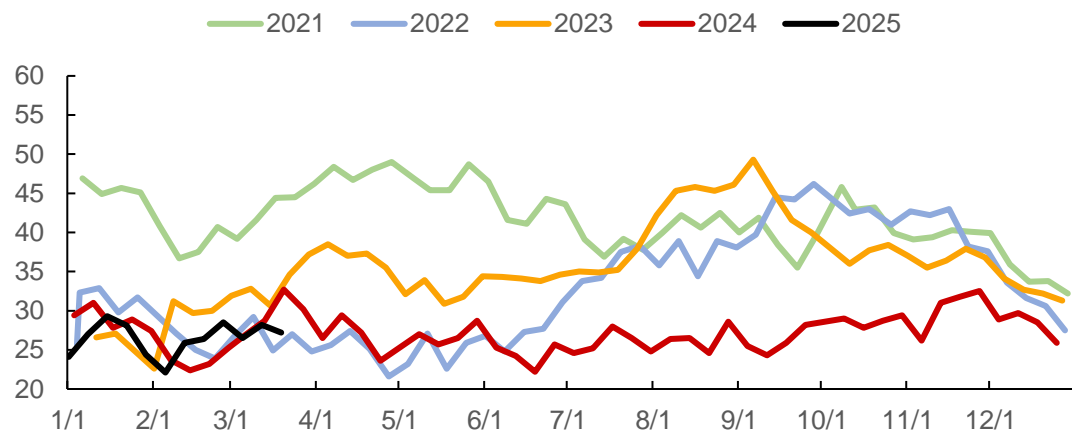
## 固定资产投资累计同比 (%)



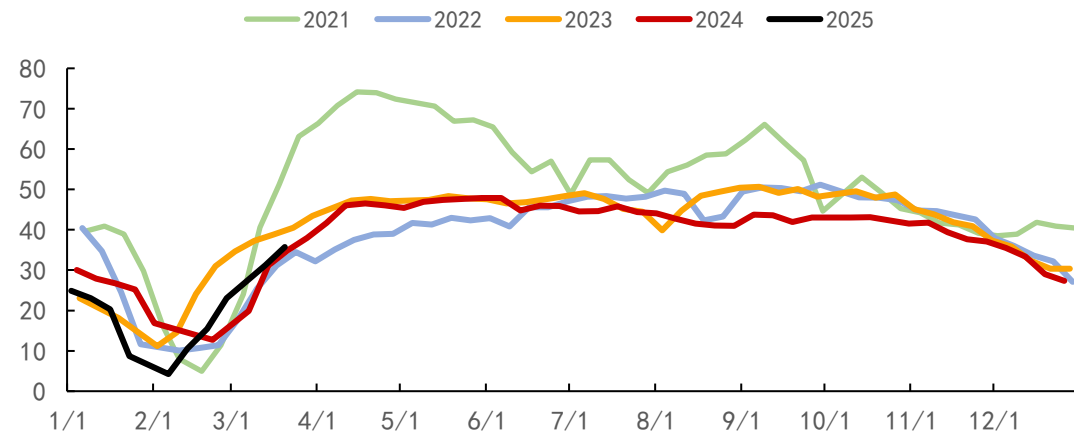
- 根据新开工-竣工的时间周期，当前竣工的大幅下滑对应的是21年新开工的大幅下滑，预计竣工将持续维持低迷状态。
- 地产投资低迷，拿地情况不佳，拖累新开工和施工数据。2021年以来，房地产企业投资持续回落，购置土地面积也表现较为弱势，2024年房地产开发投资完成额同比下降9.6%；投资和拿地的低迷进一步传导至开工和施工端，2024年我国新开工面积同比下降23%、施工面积同比下降12.7%。
- 地产用钢需求主要集中在开工和施工环节，在当前地产开工和施工较弱的背景下，预计25年地产用钢需求整体仍然承压，但降幅较前两年预计将有所收窄。考虑到后续保障性住房、城中村改造等政策支撑下，预计地产需求降幅将有所收窄。

## 地方主导基建进展缓慢

### 石油沥青装置开工率(%)



### 水泥磨机运转率(%)



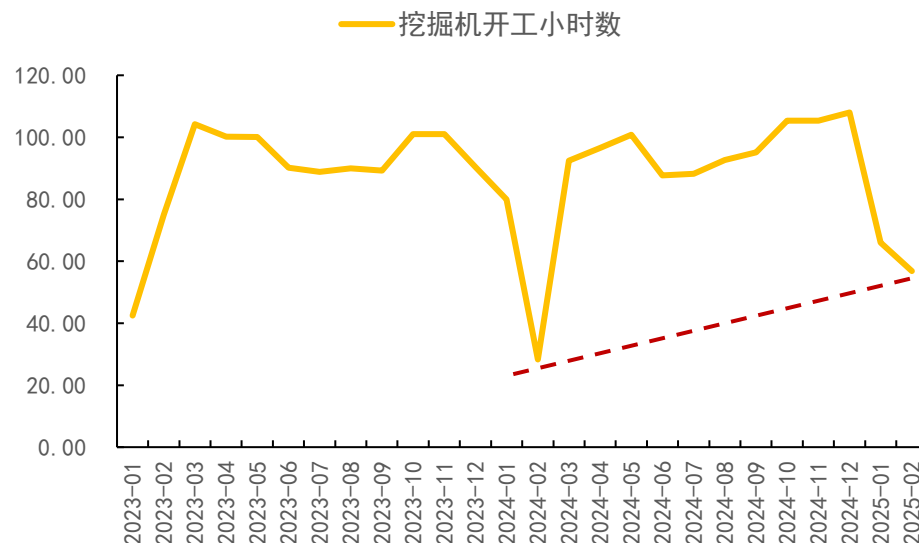
- 一季度建材消费普遍偏弱，石油沥青装置开工率仍低于往年同期，映射地方主导的基建增量有限。
- 今年春节过后工地开复工节奏偏慢，无论是建筑钢材的表观消费，还是水泥发运量按春节同比口径均不及去年同期水平。
- 直接映射道路投资强度（地方主导基建）的石油沥青装置开工率均值环比修复至27.3%，总体仍在低位运行，2025年3月平均值（27.3%）低于2024年3月平均水平（29.6%）。

# 中央主导基建好于同期

## 央地基建投资增速明显分化(%)



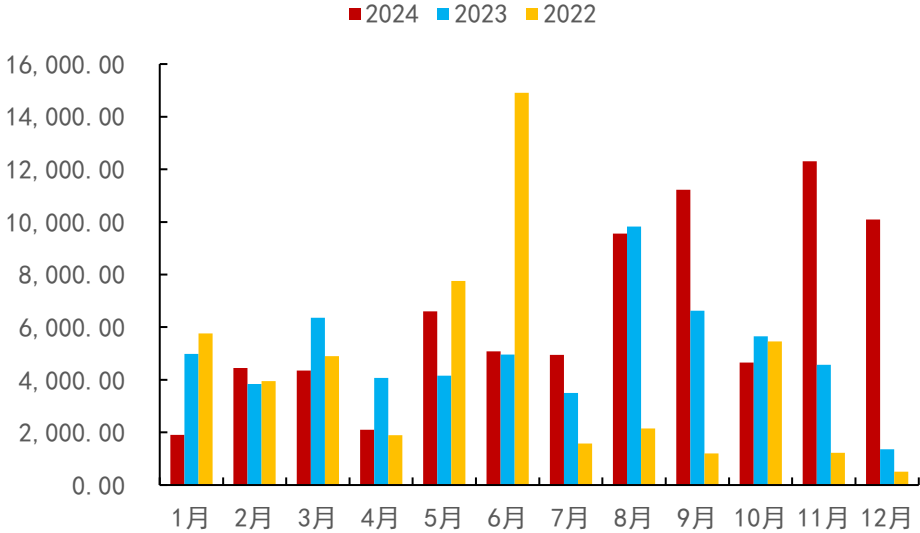
## 挖掘机开工小时数 (月)



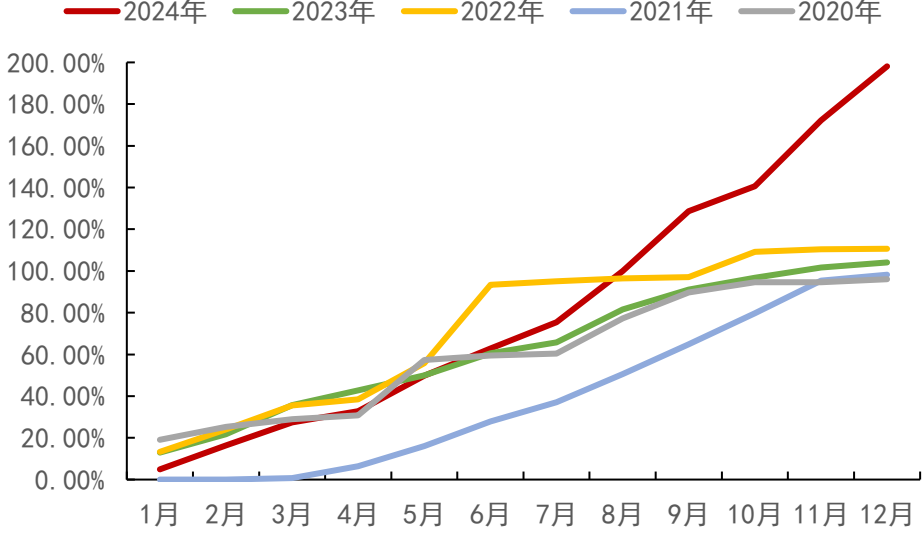
- 中低频的工程机械数据显示，1-2月挖掘机开工小时数大幅高于往年同期，指向中央主导的基建（水利）出现边际改善。
- 挖掘机作为进行建筑施工活动的主要机械，主要应用下游是道路和水利建设。其开工小时数通常能反映建筑业的施工强度。值得注意的是，从基建各行业2024年以来的固定资产投资增速来看，挖掘机所对应的下游水利建设投资增速明显强于道路投资增速。
- 今年1-2月挖掘机开工小时数延续去年四季度以来的强势表现，持续高于往年同期，和建材消费的疲弱形成对比，或仍单一指向水利投资等中央投资项目的边际改善。

# 资金充足，期待转化实物工作量

专项债当月值（亿元）



新增专项债发行进度（%）



- 2024年9.26会议后，当年四季度专项债释放明显加速，全年完成发行进度为198.11%。
- 2025年1-2月新增专项债发行进度较慢，前两月仅发行5968亿元，发行进度约14%，后续资金空间充足。
- 资金转化为实物工作量需要3个月左右的时间，预计二季度会有所体现。

新增专项债发行进度

	2024年	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年
1月	4.89%	12.93%	13.27%	0.00%	19.06%	6.57%
2月	16.28%	21.76%	24.04%	0.00%	25.33%	14.32%
3月	27.43%	35.71%	35.56%	0.72%	28.88%	30.98%
4月	32.83%	42.67%	38.41%	6.36%	30.72%	33.94%
5月	49.75%	49.92%	55.72%	16.00%	57.34%	39.99%
6月	62.78%	60.55%	93.32%	27.79%	59.50%	64.49%
7月	75.45%	65.71%	95.00%	37.11%	60.43%	78.43%
8月	99.96%	81.52%	96.41%	50.49%	77.25%	93.29%
9月	128.73%	91.05%	97.07%	64.82%	89.74%	99.06%
10月	140.68%	96.79%	109.13%	79.65%	94.58%	99.06%
11月	172.23%	101.67%	110.37%	95.43%	94.58%	99.06%
12月	198.11%	104.09%	110.64%	98.20%	96.05%	99.94%

资料来源：Wind，百年建筑网、申万期货研究所

## 政策空间仍存，亟需加快发力

### ■ 年初广义财政收支增速放缓，而预算完成度与过去五年平均水平基本持平。

2025年1-2月，广义财政支出同比2.9%；从预算完成度看，广义财政支出预算完成13.4%，与过去五年平均支出进度13.5%基本持平；1-2月，广义财政收入同比-2.9%，从预算完成度看，广义财政收入预算完成17.8%，高于过去五年平均的17.5%。

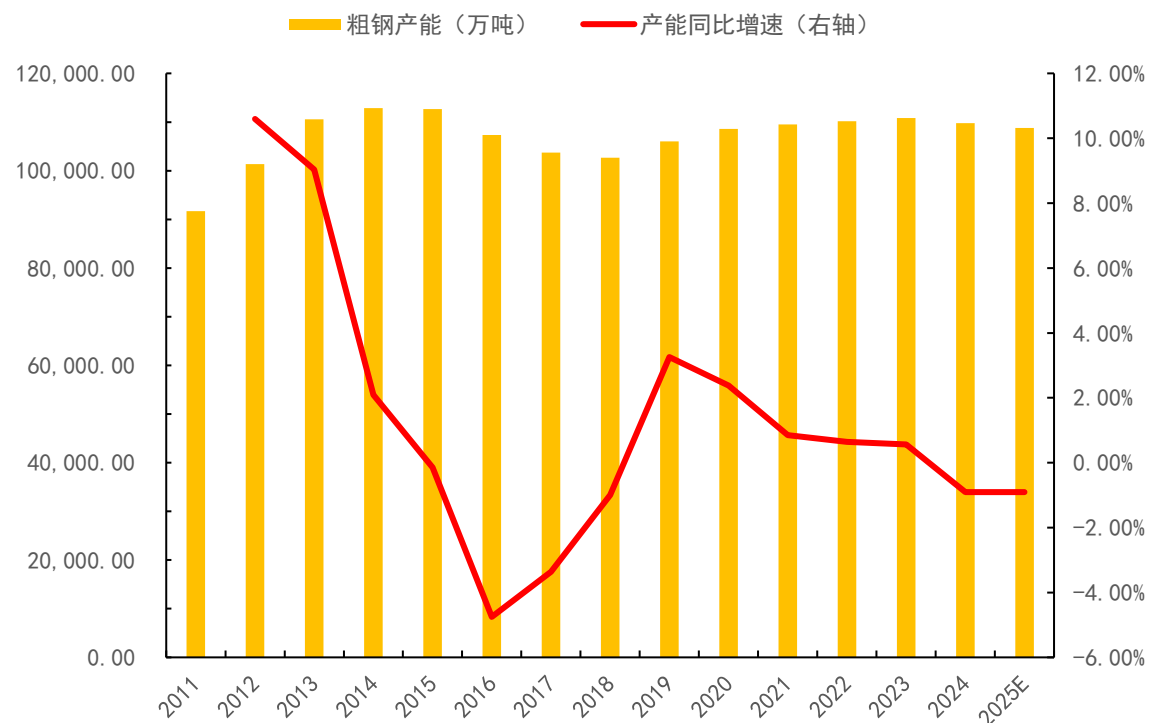
### ■ 年初地方债发行规模虽维持较高水平，但多为特殊再融资专项债，新增专项债发行及使用尚待提速。

2025年1-2月，新增地方债及特殊再融资债发行规模近1.8万亿元。用于置换隐性债务的特殊再融资专项债发行较快，前两月已发行9542亿元、发行进度约48%；相比之下，新增专项债发行进度较慢，前两月仅发行5968亿元，发行进度约14%。

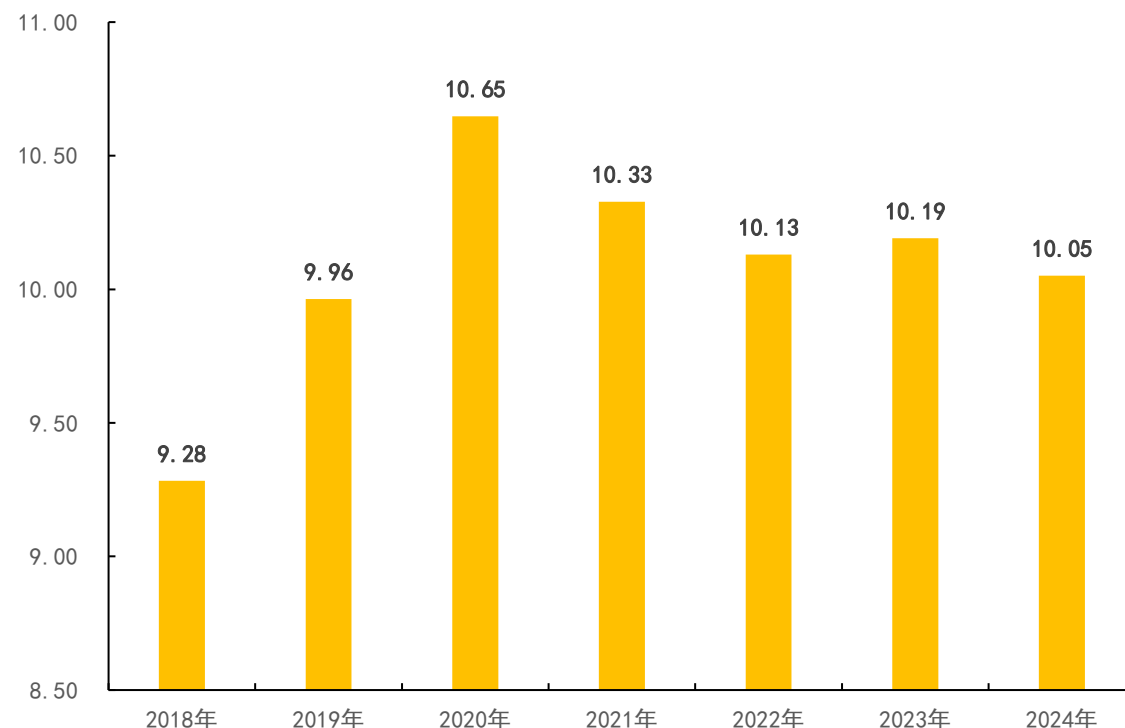
### ■ 货币政策保持谨慎，降准降息预计年内各开展两次。

# 行政化控产的形式更明确，2025 年底或是落地的关键拐点

## 国内粗钢产能与产能增速



## 国内粗钢产量（亿吨）



## 产能调控：对比 2015 年，当前钢铁产能的优化存在哪些矛盾？

**在传统需求延续下滑的趋势下，供给侧的优化或是钢铁长周期拐点更为可见的因素。**当前钢铁行业产能过剩矛盾凸出，历史上可类比 2015 年。回顾 2015 年，在地产和制造需求增速放缓，产能过剩矛盾加剧下，发改委对钢铁等行业开展了供给侧改革，在 2016-2018 年累计出清约 1.4 亿吨地条钢产能和约 1.5 亿吨落后产能，从而大幅优化行业的供需格局，钢价和盈利改善显著。本轮产能优化的背景和 15 年相比有哪些异同？

1、2015 年，表外存有约 1.4 亿吨地条钢产能，由于地条钢本质是违规建设的产能，产品质量低劣，以次充好扰乱市场，所以对地条钢的取缔比较直接和顺畅。当前钢铁产能绝大部分为工信部备案的合规产能，退出的难度更大。

2、2015 年产能压减任务由中央到地方，各省份、各大钢铁集团均分配了产能压减的指标，模式上更类似“一刀切”。然而，随着国内制造业高端升级，龙头企业的产品结构亦逐步优化，使得头部和尾部企业的盈利分化愈发明显，“一刀切”的模式不符合行业需求侧结构升级，向高质量发展的需要。

3、2015 年供给侧改革，中央财政拿出 1000 亿元的奖补资金用于煤炭和钢铁行业的产能出清，奖补资金结合退出产能任务量、需安置职工人数、困难程度等因素分配。本轮来看，中央和地方财政对钢铁行业产能出清的补贴力度仍需跟踪。

# 产量平控：总需求转向下行后，调控手段从“有效”到“失效”

产量平控政策于 2021 年刚落地时，驱动钢价上涨的弹性显著。

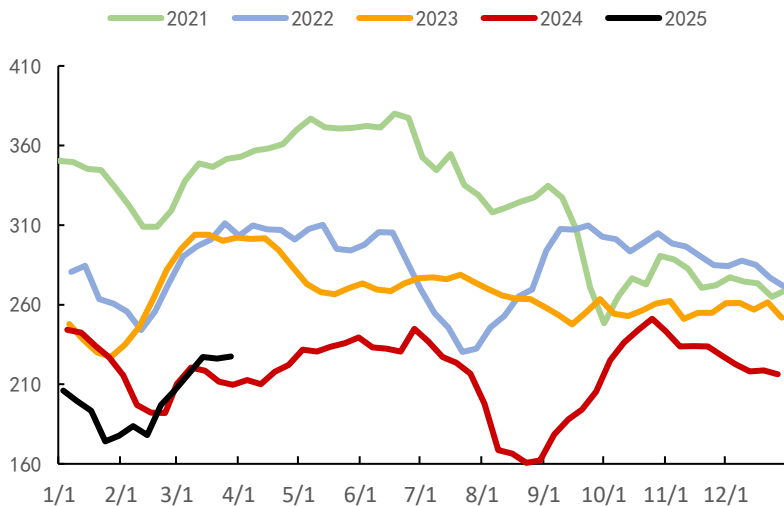
回顾 2021 年，彼时地产和工业周期处于顶部位置，随产量平控政策落地，在“需求有增长+供给受约束”逻辑下，成材、铁矿、焦煤价格均创下近年的新高。然而，随着地产需求从 2021 年下半年开始下行，钢铁的总需求随之逐年下台阶。钢企因现金流亏损而频频自发性减产，不需要经过行政化控产，即可以实现产量的“平控”，使得平控政策对钢价的影响逐步失效。

**在总需求长周期下行的趋势下，或只有减量政策（无论是减产能还是减产量）才能对供给侧形成有效调控。**

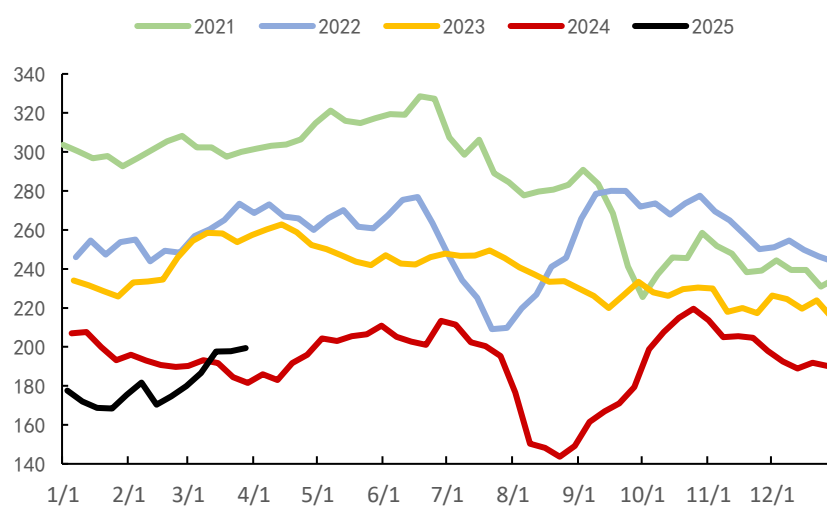
**“平控”一词大概率已经是过去式了。**

# 螺纹供给：产量持续回升，警惕回升较快带来新的矛盾

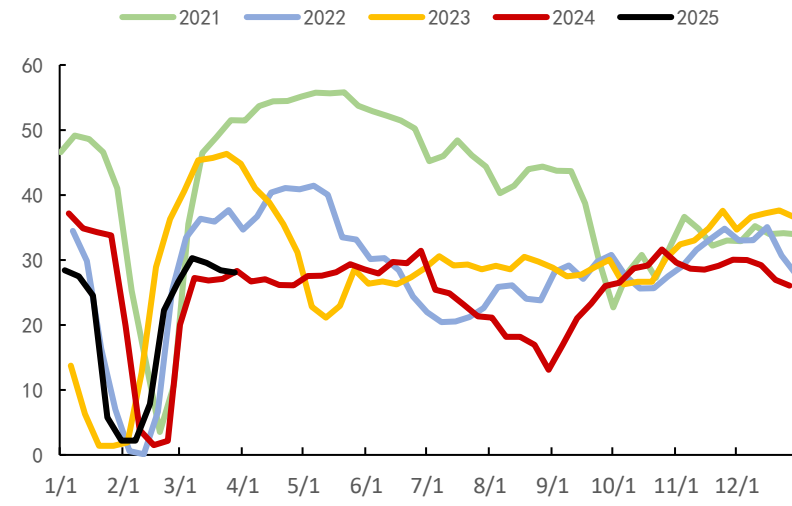
## 螺纹钢产量（万吨）



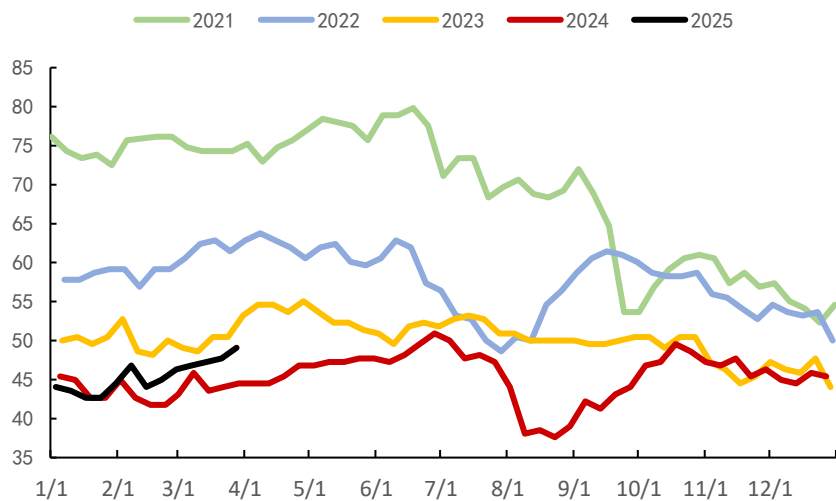
## 螺纹钢长流程产量（万吨）



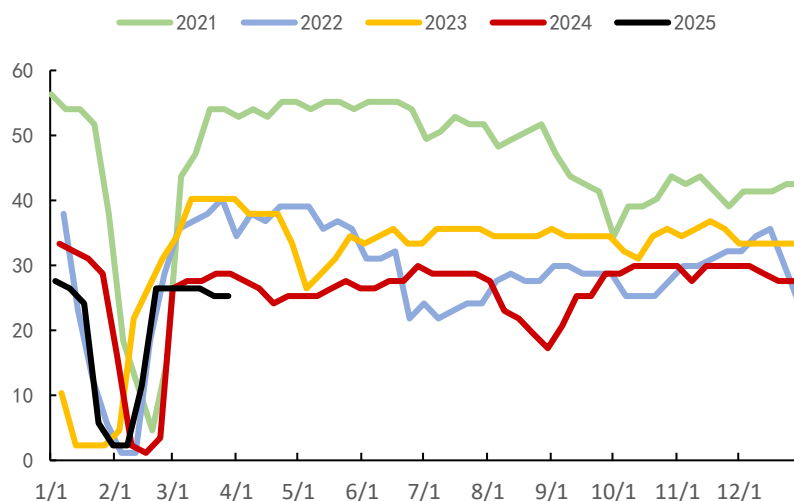
## 螺纹钢短流程产量（万吨）



## 螺纹钢长流程开工率（%）



## 螺纹钢短流程开工率（%）

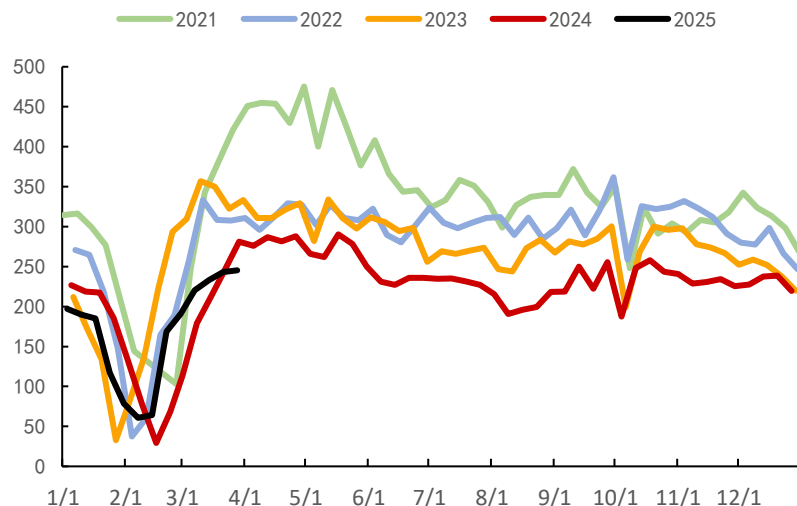


■ 五大钢材品种产量环比增加12.21万吨至865.42万吨，其中螺纹产量环降0.89万吨至226.21万吨。从工艺角度来看，长流程产量增加0.26万吨至197.8万吨；短流程产量减产1.15万吨至28.41万吨。

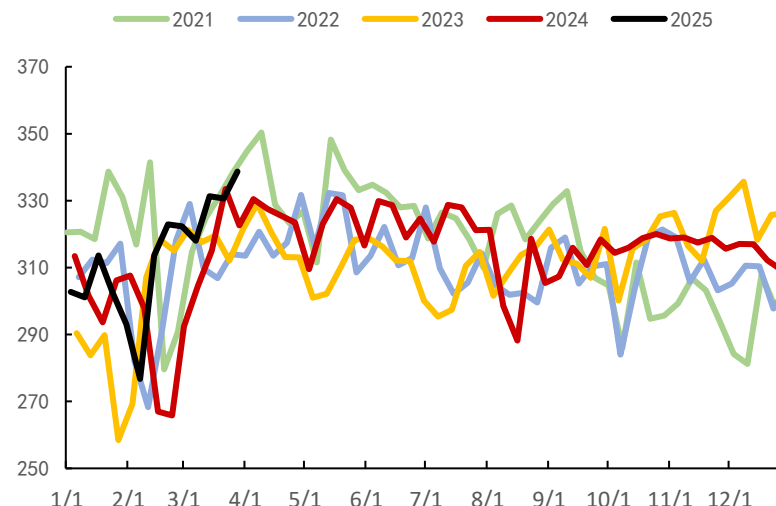
■ 长流程螺纹即期吨钢利润收缩后有所反弹，预计长流程仍有少量复产空间；短流程谷电已经亏损，很难继续复产。

# 钢材需求：长板分化，旺季需求有望持续改善，关注后期持续性

螺纹表需（万吨）



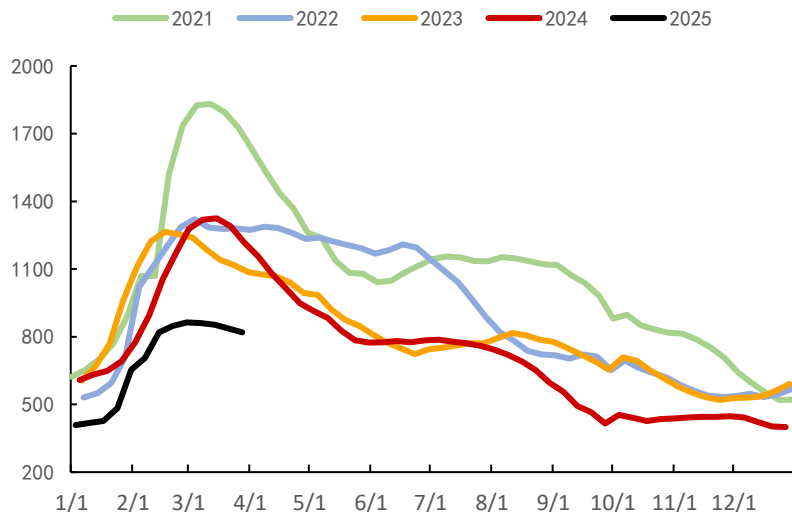
热卷表需（万吨）



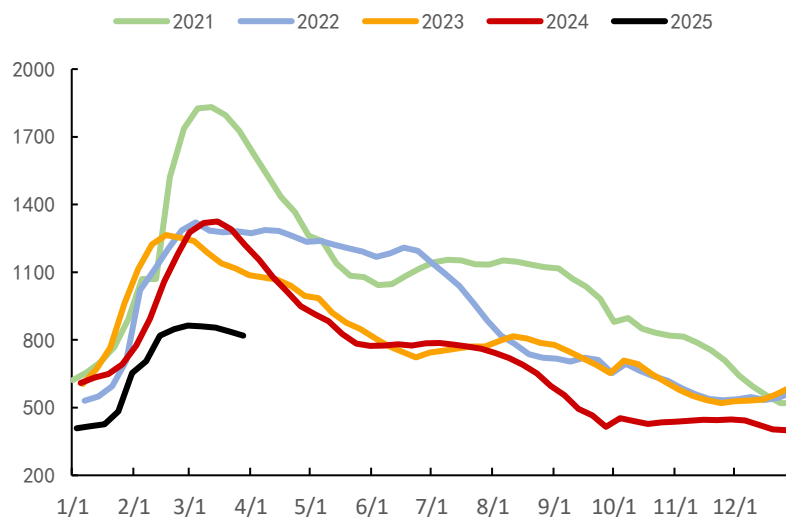
- 螺纹表需周环比增加9.77万吨至242.99万吨，较上年同期下降1.4%。热卷表需下降0.7万吨至330.65万吨。外需受限抑制下热卷需求改善存疑，基本面难现持续改善，叠加市场情绪偏弱，热卷价格承压偏弱震荡运行。
- 据百年建筑调研，截至3月18日，样本建筑工地资金到位率为57.53%，周环比上升0.31个百分点，且高于去年同期53.41%的水平。其中，非房建项目资金到位率微增0.35个百分点至59.59%，仍远低于节前；房建项目资金到位率47.43%，环比增加0.12个百分点，整体变化有限。
- 热卷目前供需韧性都强，制造业维持了刚需补库，下游制造业在季节性回暖背景下，持续释放采购需求，进一步推动库存去化。热卷最大的隐忧还是在出口，上海有色统计的3月钢厂出口接单环比2月下降4.7%，近期国内出口贸易商接单有所转弱，具体影响或在4月及5月的出口数据上体现。

# 钢材库存：去化明显，持续性待检验

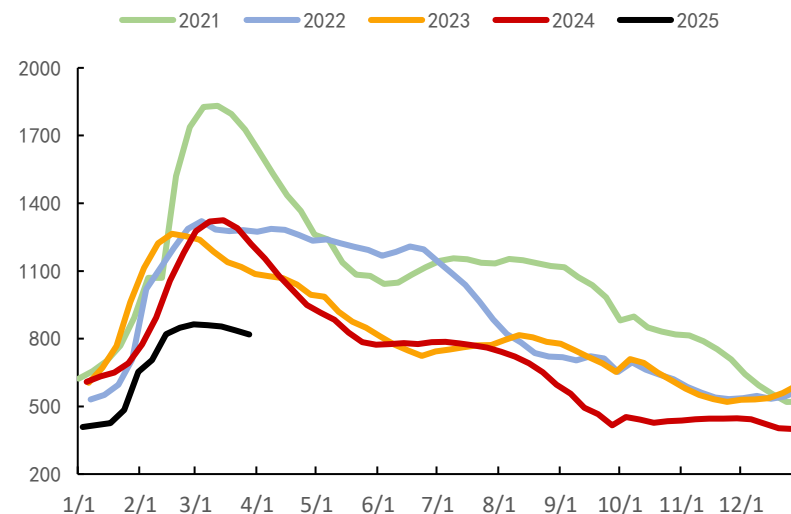
## 螺纹总库存（万吨）



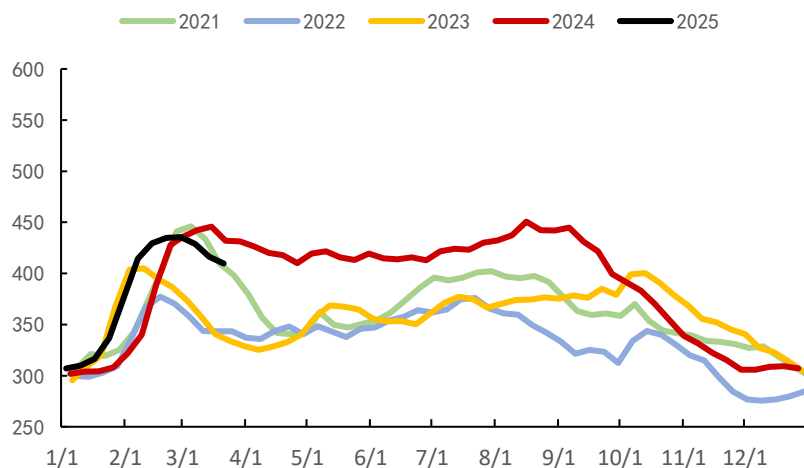
## 螺纹厂库库存（万吨）



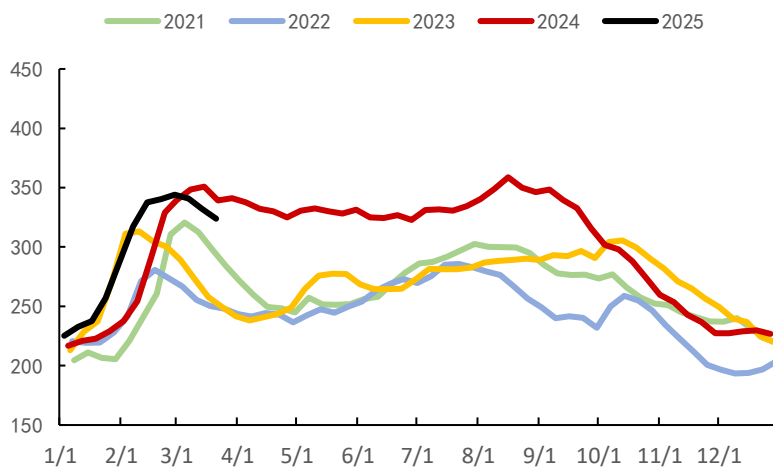
## 螺纹社会库存（万吨）



## 热卷总库存（万吨）



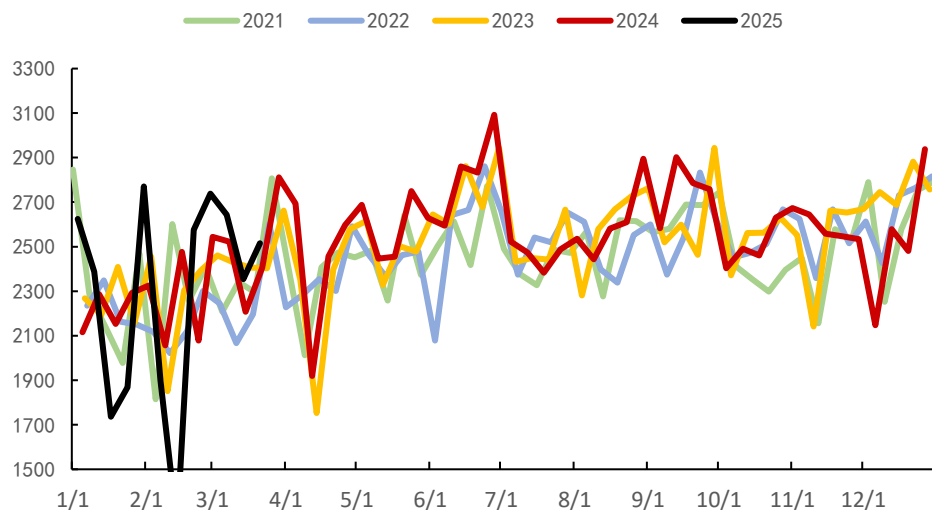
## 热卷社会库存（万吨）



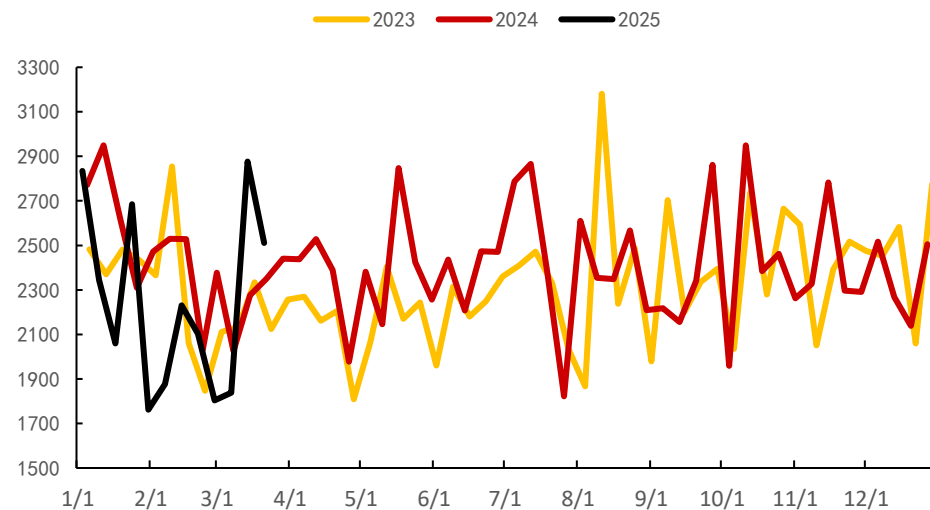
- 虽然库存绝对水平低于往年，但去库速度过低，表观消费弱于去年。下游需求处于季节性恢复，随着天气回暖和资金到位好转有望继续增加，但需求天花板过低。
- 虽然钢材进入去库阶段，不过需求预期不高和成本支撑减弱使得情绪性走弱仍在继续。

# 铁矿：供给端稍显宽松

## 澳巴铁矿石19个港口发货量（万吨）



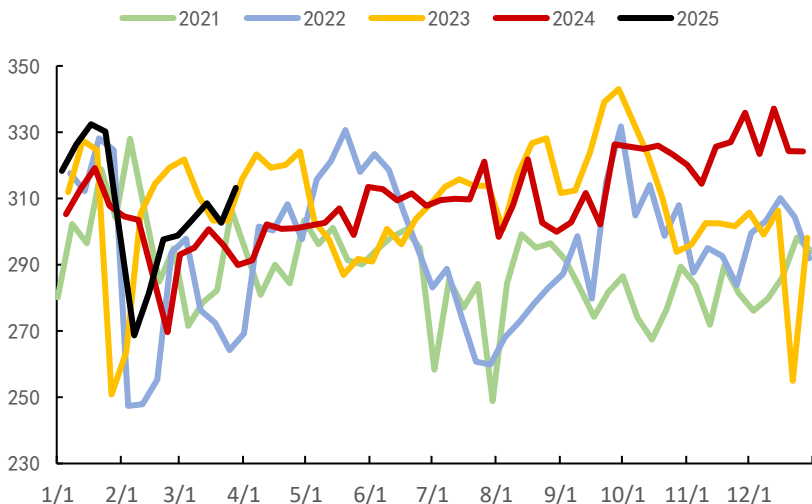
## 45港到港量（万吨）



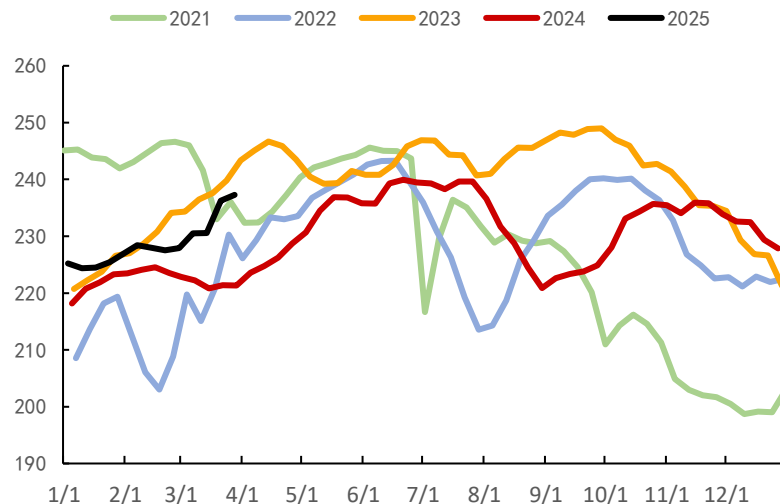
- 发运量远端供给：澳巴铁矿发运总量下降，全球铁矿石发运量远端供应下降。2025年03月10日-03月16日Mysteel 澳洲巴西铁矿发运总量2353.7万吨，环比减少288.8万吨。澳洲发运量1873.2万吨，环比增加47.0万吨，其中澳洲发往中国的量1538.4万吨，环比增加51.0万吨。巴西发运量480.5万吨，环比减少335.8万吨。本期全球铁矿石发运总量2863.5万吨，环比减少296.3万吨。
- 铁矿石到港量近端供给：铁矿石近端供应量环比增长，中国45港到港总量环比增长。2025年03月10日-03月16日中国47港到港总量2995.0万吨，环比增加1089.8万吨；中国45港到港总量2876.4万吨，环比增加1037.8万吨；北方六港到港总量1431.4万吨，环比增加465.5万吨。

# 铁矿：需求端空间有限，基本面压力仍较大

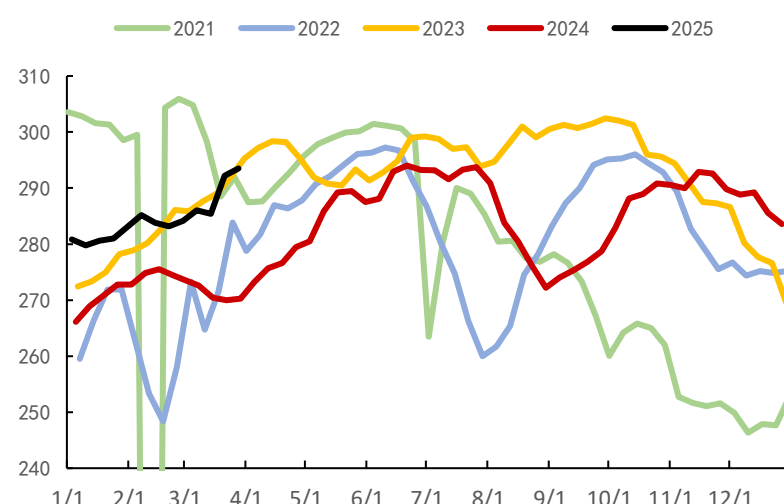
## 45港日均疏港量



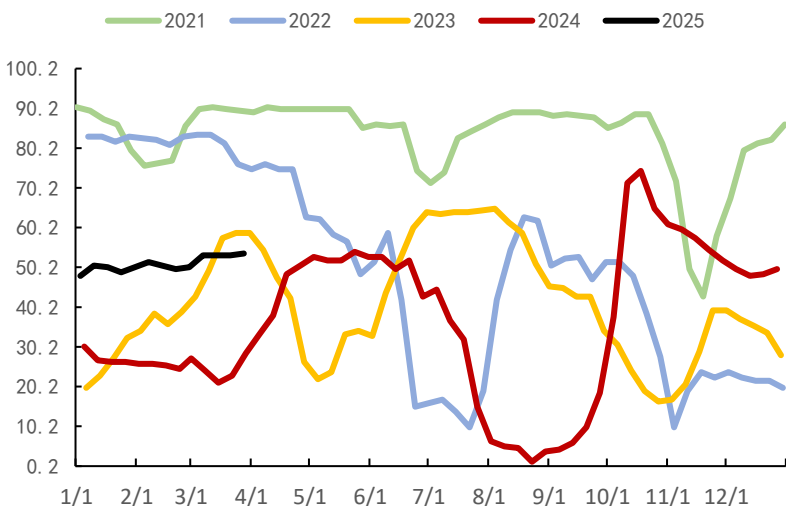
## 日均铁水产量



## 247家钢厂进口铁矿石日耗



## 钢铁企业盈利率

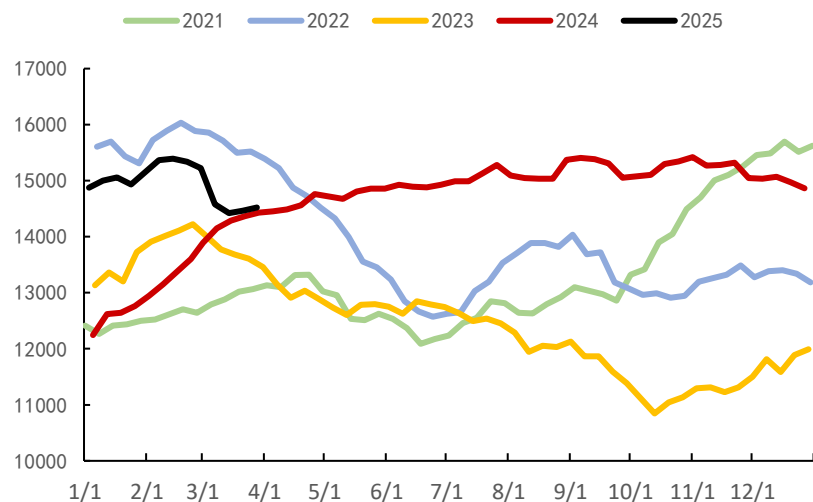


■ 铁水产量大幅回升，钢厂盈利率环比持平，同比大幅提高。截止3月21日，Mysteel调研247家钢厂高炉开工率81.96%，环比上周增加1.38个百分点，同比去年增加5.06个百分点；高炉炼铁产能利用率88.7%，环比上周增加2.13个百分点，同比去年增加5.91个百分点；钢厂盈利率53.25%，环比上周持平，同比去年增加30.31个百分点；日均铁水产量236.26万吨，环比上周增加5.67万吨，同比去年增加14.87万吨。

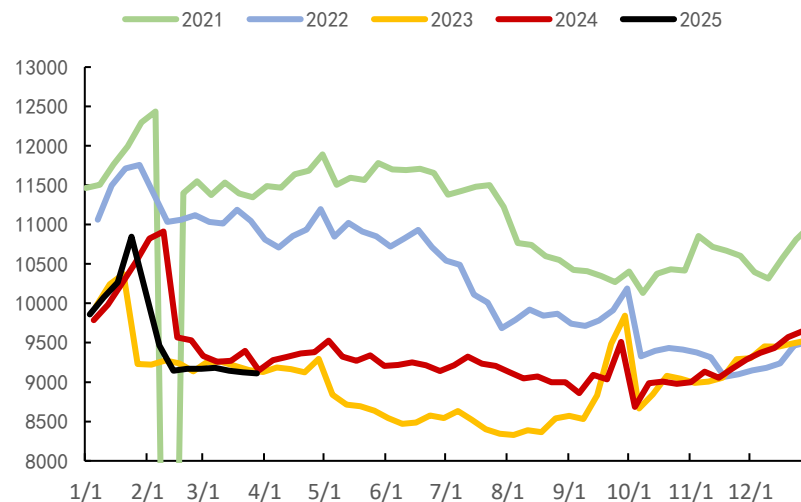
■ Mysteel统计2月份全球高炉钢厂生铁产量9705万吨，环比上月下降895万吨，降幅8.4%，较去年同期下降2.6%，日均生铁产量346.61万吨，环比增加4.68万吨，增幅1.37%。

# 铁矿：港口库存去化窗口仍未到

## 铁矿石港口库存



## 247家钢厂进口铁矿石库存



- 港口库存：本期45港铁矿石库存小幅增长，绝对值处于近3年同期高位。截至3月21日，Mysteel统计全国47个港口进口铁矿库存总量14914.49万吨，环比增加18.64万吨；日均疏港量315.11万吨，降6.47万吨。Mysteel统计全国45个港口进口铁矿石库存总量14462.49万吨，环比增41.64万吨，45港日均疏港量302.61万吨，环比降5.97万吨。
- 钢厂库存：钢厂进口矿库存环比持平，绝对值处于近3年同期低位。截至3月21日，Mysteel统计全国钢厂进口铁矿石库存总量为9124.86万吨，环比减19.79万吨；当前样本钢厂的进口矿日耗为292.18万吨，环比增6.79万吨，库存消费比31.23天，环比减0.81天。

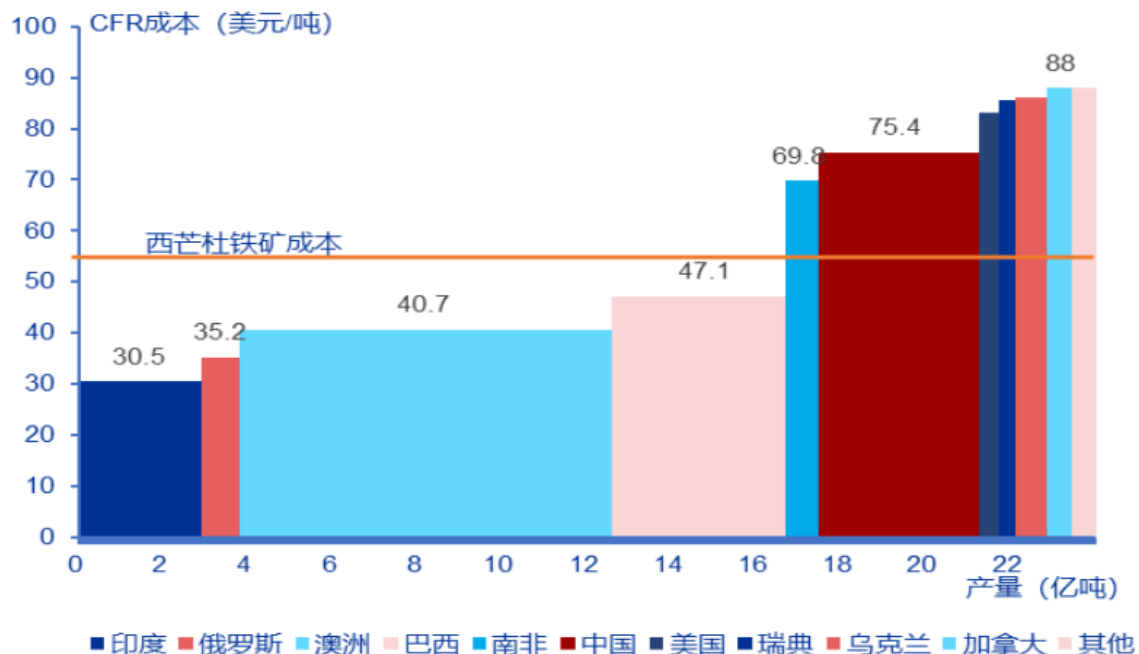
# 铁矿石：大型矿山投产在即，或冲击全球供给格局

- 大型铁矿投产在即，预期25年开始贡献增量。根据我的钢铁网及力拓集团，西芒杜铁矿位于几内亚东南部，已探获标准资源量44.1亿吨，平均铁品位超过65%，初期规划年产能1.2亿吨，占23年全球铁矿产量的4.8%，预期将于2025年开始投产。
- 西芒杜铁矿的投产，不仅贡献了矿石增量，也有助于提高中国企业在铁矿上的议价能力。根据我的钢铁网，西芒杜铁矿分为南北两个矿区，南段由力拓和中铝铁矿控股合资，北段由赢联盟和宝武集团合作开发。中资企业参与铁矿开发并持有股权，一定程度上有利于保障我国铁矿石供给，根据世界钢铁协会数据，23年我国铁矿石表观消费量约13.38亿吨，若西芒杜投产并全部运回国内，预计自给率可提升约10%。

西芒杜铁矿位置及最近港口



全球铁矿石成本曲线



# 风险提示

- 1、新一轮供给侧改革
- 2、海外矿山突发事故。
- 3、地产复苏超预期。

# 声明

本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格  
(核准文号 证监许可[2011]1284号)

## 研究局限性和风险提示

报告中依据和结论存在范围局限性，对未来预测存在不及预期，以及宏观环境和产业链影响因素存在不确定性变化等风险。

## 分析师声明

作者具有期货交易咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者及利益相关方不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的利益。

## 免责声明

本报告的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。市场有风险，投资需谨慎。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。