

黑色金属：现实压力逐步显现

方正中期期货 汤冰华 (F3038544 Z0015153)

2025年5月27日

观点及逻辑

• 中期逻辑：

①5月关税下调缓解出口压力，支撑短期板材需求，但6月开始需求面临季节性和关税的双重压制；②关税的不确定导致企业补库和投资均比较谨慎；③关税冲突缓和使国内逆周期政策加码的概率下降；④房地产修复趋势结束，基建投资受地方财政制约；⑤原料供应偏高，铁矿石主流矿山供应或逐步增加，焦煤在当前价格下尚未有减产动作。

钢材需求6月或逐步走弱，铁水也将滞后于钢厂利润下降，铁矿发运回升，基本面将走弱，焦煤在铁水回落后供应或进一步宽松，原料基本面将环比转差，成本拖累钢价，不过钢材需求回落速度有待跟踪，黑色目前处于“基本面走弱-压缩钢厂盈利-铁水下降-原料基本面走弱-成本下移”的链条中。

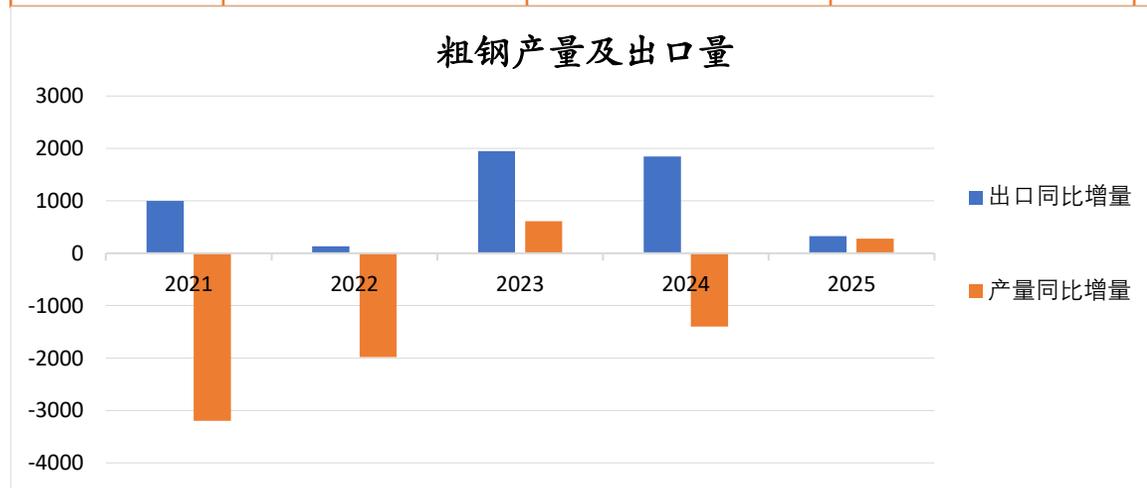
• 操作策略：

①5-6月黑色商品考虑逢反弹卖保，螺纹运行区间关注2900-3200元，热卷关注3000-3300元，铁矿石现货关注90-100美元，期货关注650-730元，焦煤运行区间700-900元，焦炭运行区间1250-1450元；②套利方面，钢材现货关注期现反套，但需考虑能否顺利拿到现货，阶段性空钢厂利润（需要关注减产政策）；③螺纹钢卖出执行价3200元以上看涨期权持有，同时如果反弹也可阶段性买入执行价2900元看跌期权；④对铁矿而言，后期价格若快速跌至90美元以下并接近85美元，可考虑阶段性买入，或买入执行价720元的看涨期权；⑤焦煤关注供应变化，煤矿减产前谨慎做多。

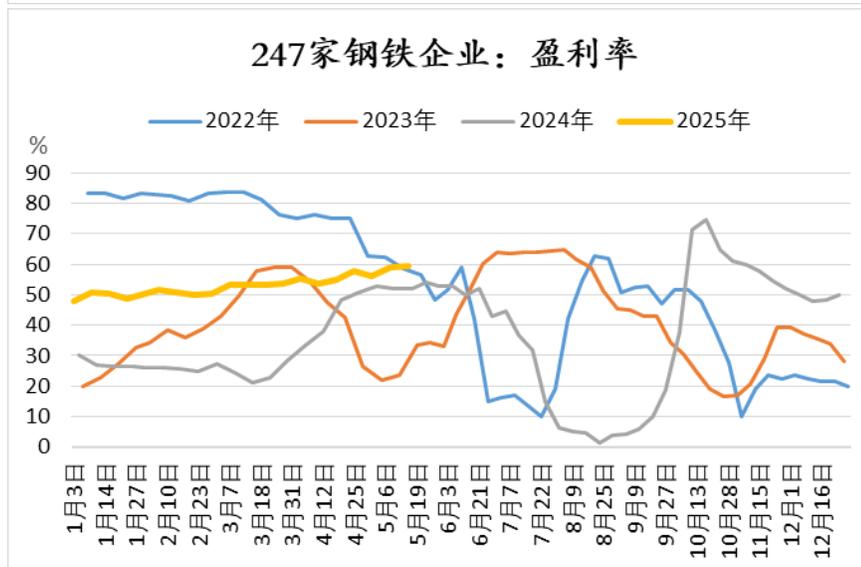
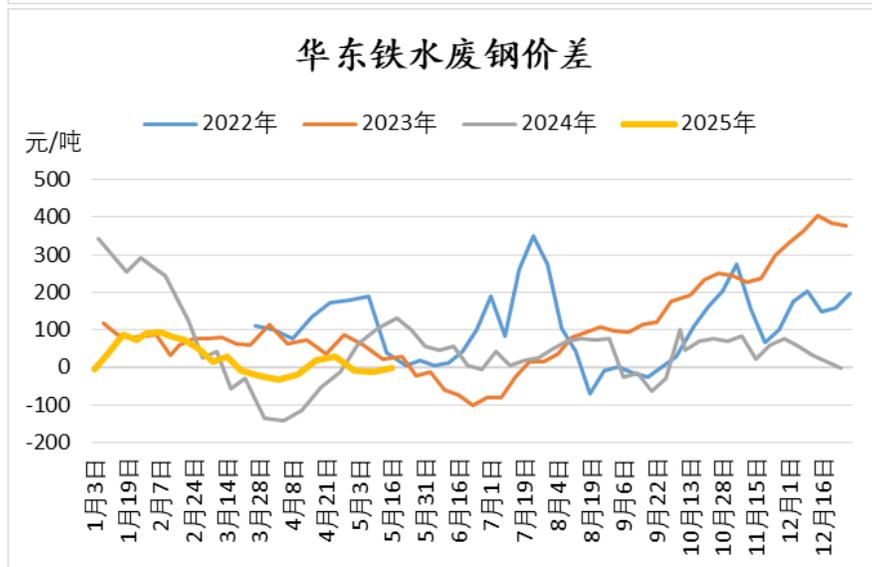
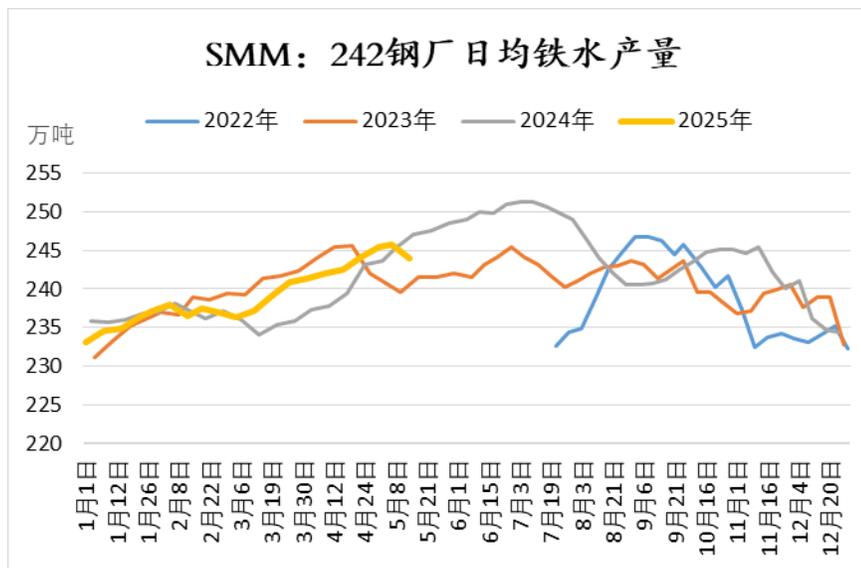
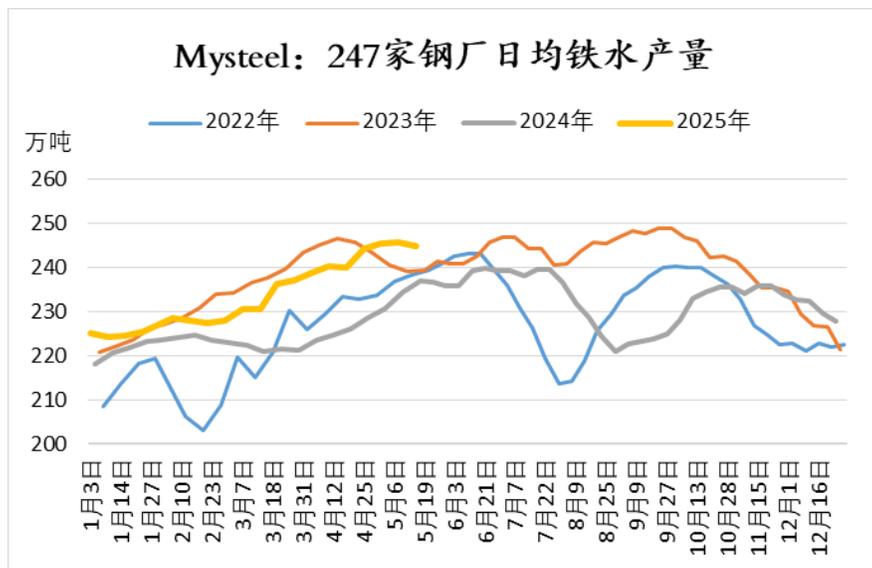
以价换量背景下 年初以来钢材现货矛盾一般

单位: 万吨	SMM日均铁水产量 (1-4月)	Mysteel日均铁水 产量 (1-4月)	Mysteel五大材周 均产量 (1-4月)	中钢协粗钢日均产 量 (1-4月)	统计局粗钢产量 (1-4月)	SMM热卷表观消费 (1-4月)	钢材出口量 (1-4月)	钢坯出口量 (1-4月)
2025年	239	233	851	273	34,535	333	2744	334
2024年	238	224	845	258	34,367	330	2580	85
同比	0.4%	4.0%	0.7%	5.8%	0.5%	0.9%	6.4%	292.9%

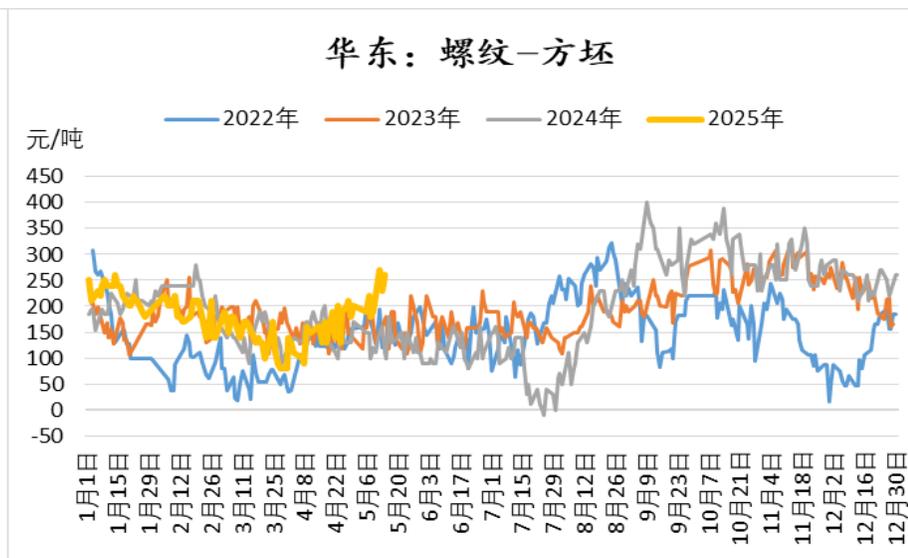
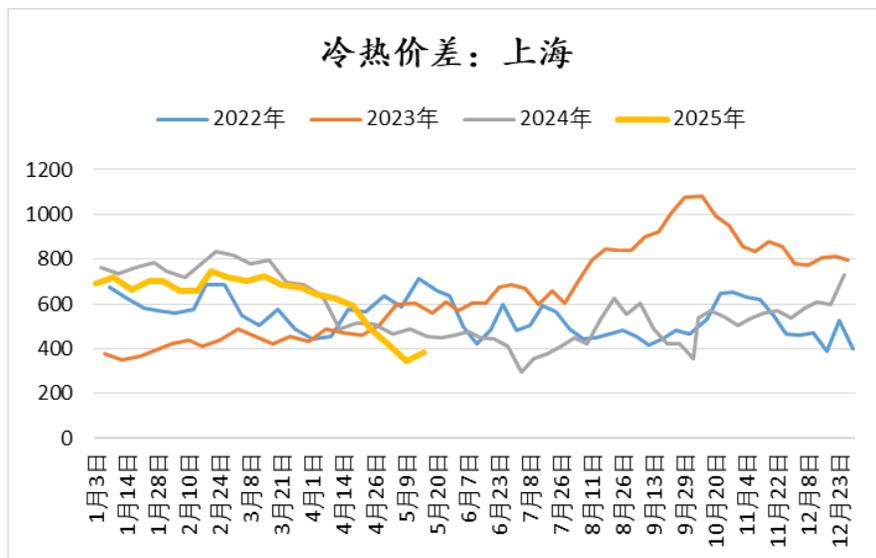
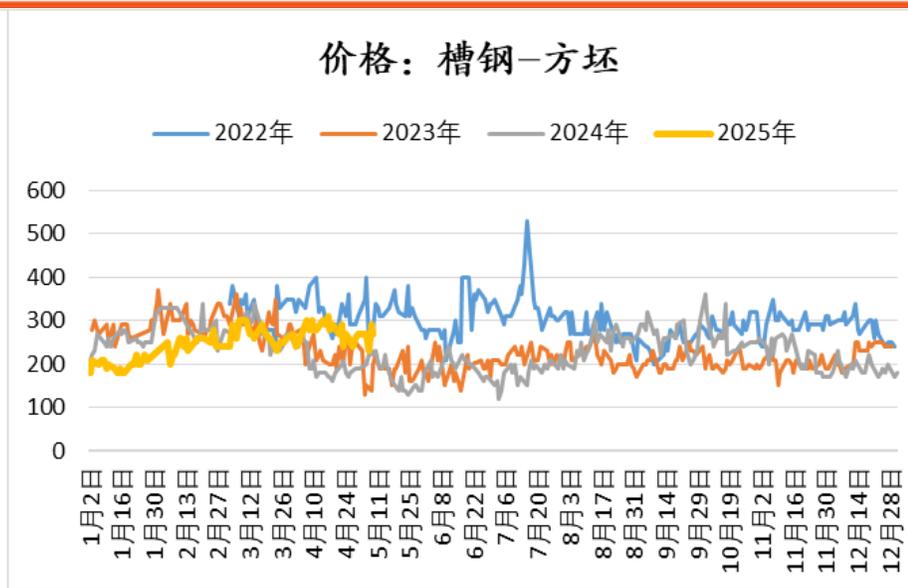
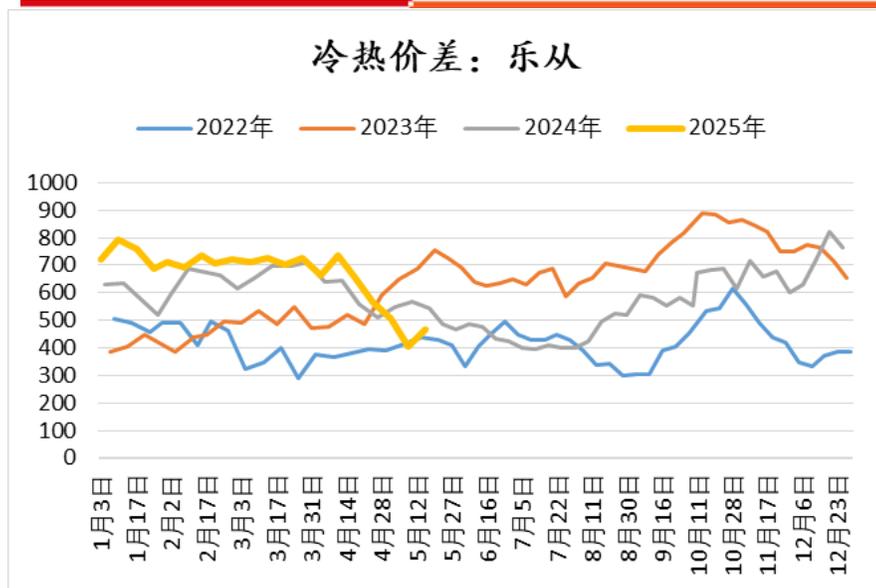
	统计局口径粗钢表观消费 (1-4月)			Mysteel钢材周均表观消费 (1-4月)		
单位: 万吨	总需求	内需	净出口	五大材	螺纹钢	热卷
2025年	34,074	30,825	3,250	823	196	316
2024年	33,498	30,718	2,779	813	199	307
同比	1.7%	0.3%	16.9%	1.2%	-1.5%	2.9%



钢厂盈利带动铁水产量增加 钢坯部分缓解铁水压力



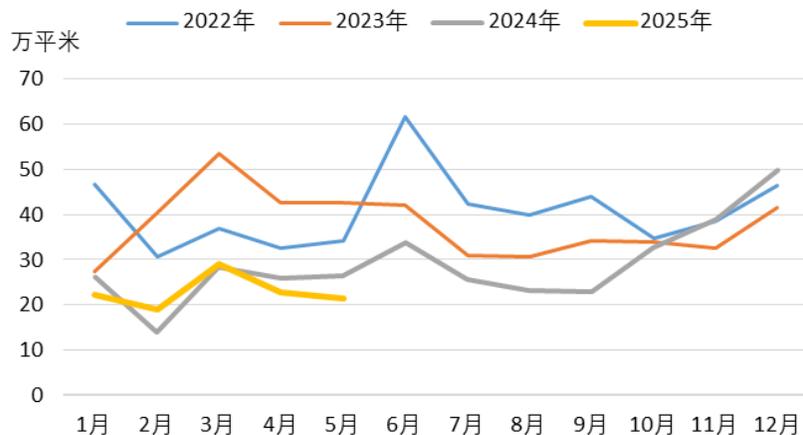
关税下调带动冷轧好转 但持续性一般



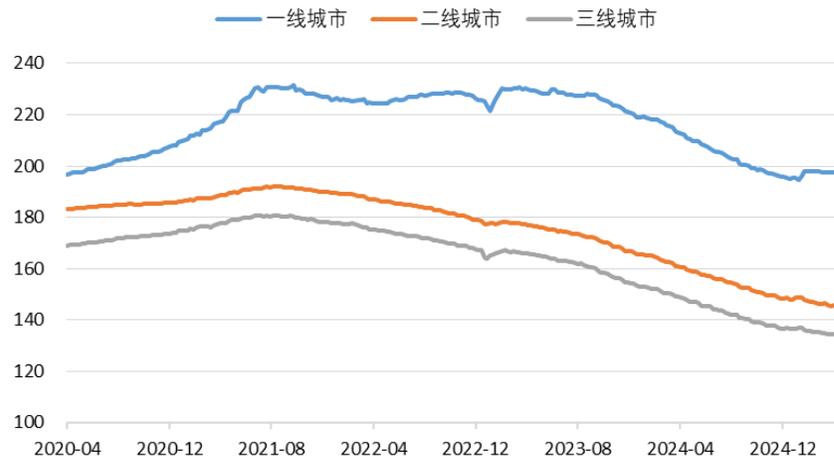
房地产销售修复放缓 房价继续回落

- 4月30城商品房销售同比减12%，5月以来同比下降5%，结束自去年11月以来近5个月的同比正增长，与2022年疫情防控放开后，销售回升的持续时间相近；
- 5月以来二手房销售同比增幅收窄，1-3月11城二手房销售同比增45%，4月以来同比增19%；
- 二手房挂牌价指数继续下跌，一线城市年初短暂反弹后重新走弱，二、三线城市未有止跌迹象。

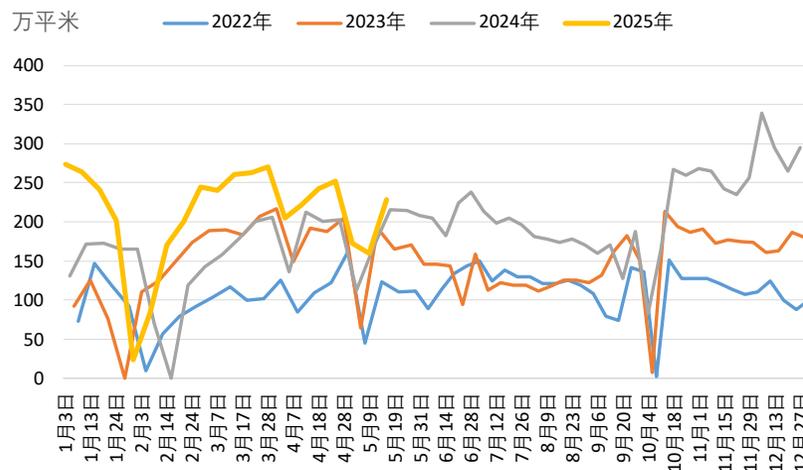
30大中城市:商品房日均成交面积



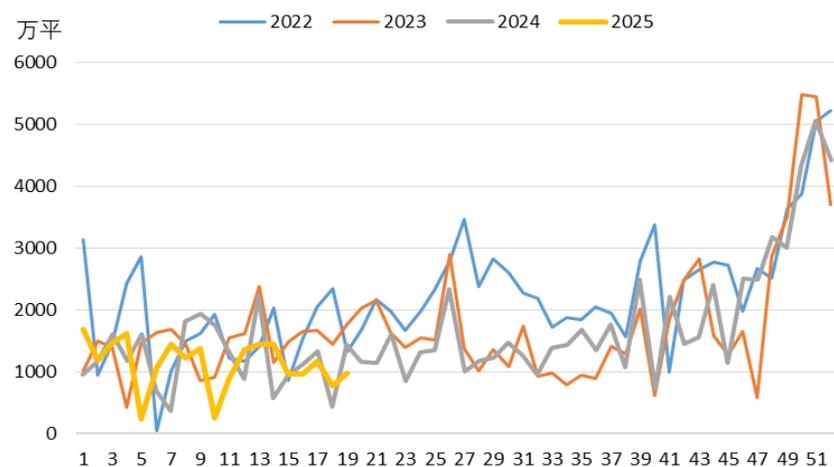
二手房出售挂牌价指数



11城二手房周成交面积

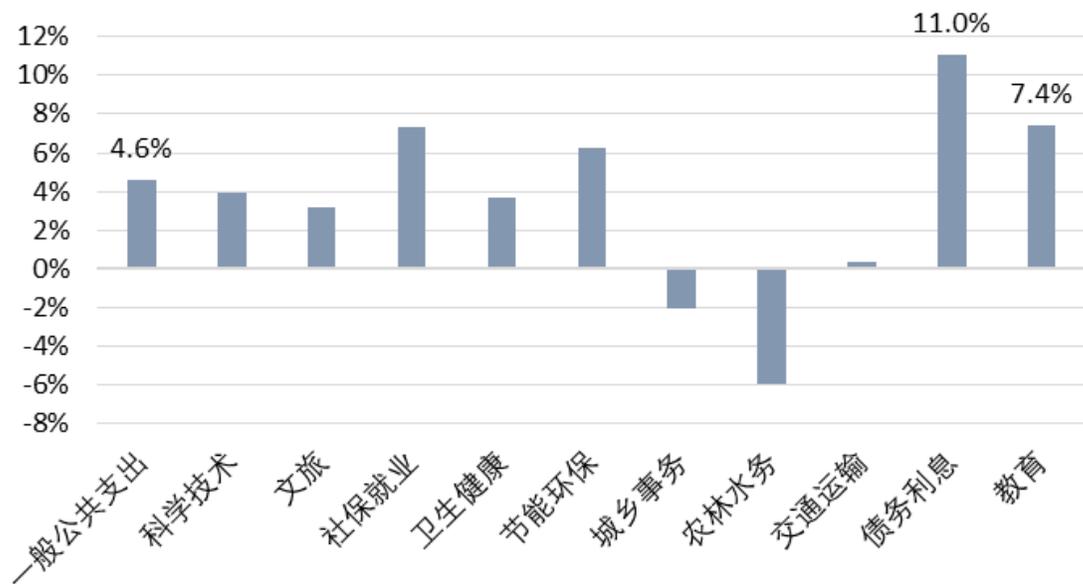


100大中城市:周成交土地占地面积

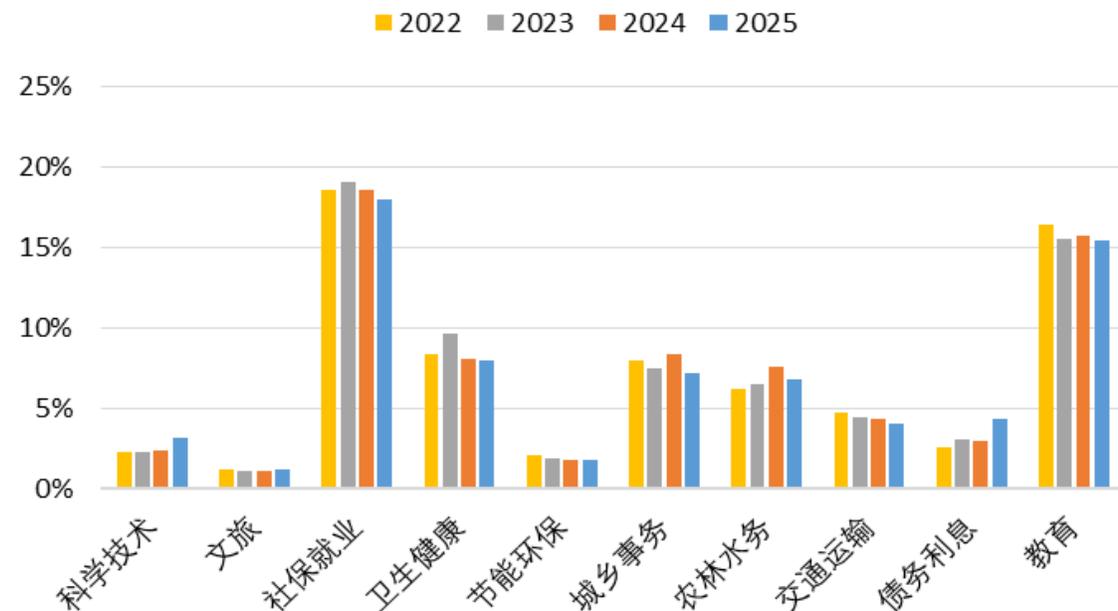


1-4月财政对基建的支持力度一般

2025年1-4月一般公共预算支出同比

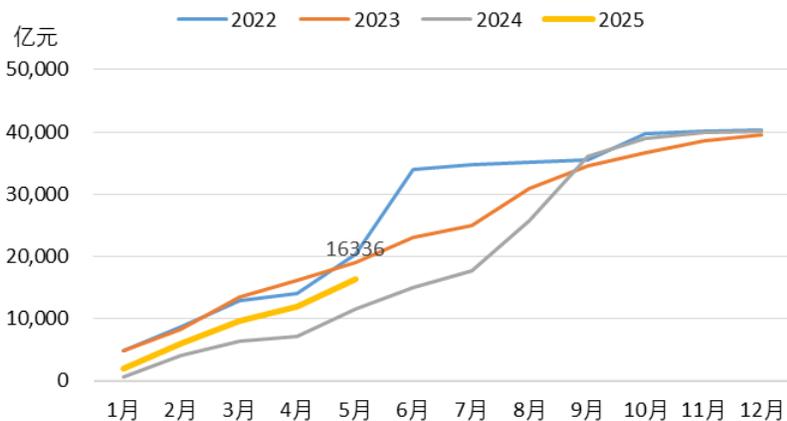


1-4月一般公共预算支出占比

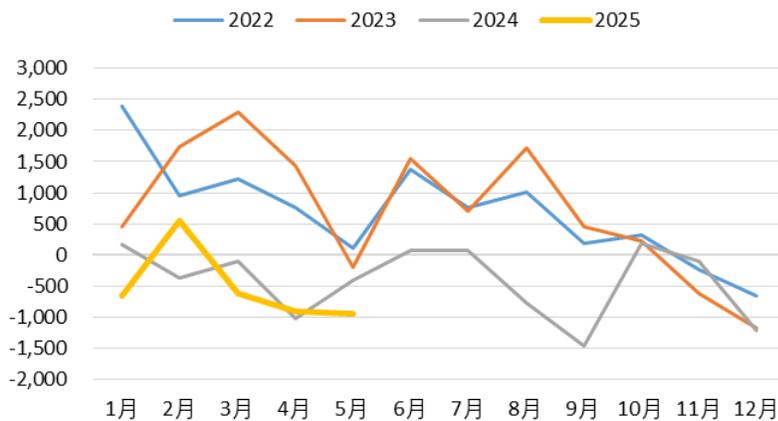


1-4月地方化债是财政主要发力方向

新增专项债累计发行额

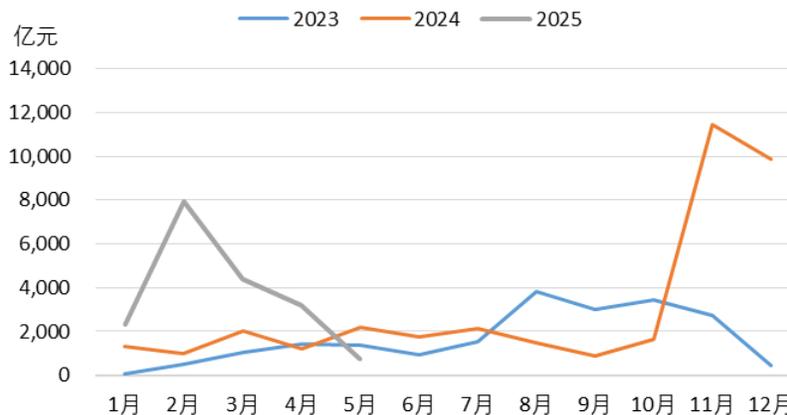


城投债净融资额

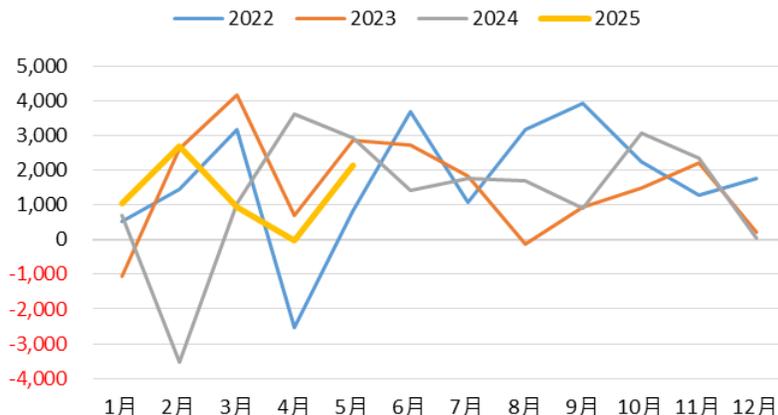


- 年初至今地方新增专项债累计发行进度为37%，高于去年同期但低于2023年；
- 截至5月下旬，2万亿特殊再融资债已发行计划量的80%，8000亿特殊新增专项债发行近20%，为二季度其他专项债和超长期特别国债发行提供空间。

再融资专项债发行额

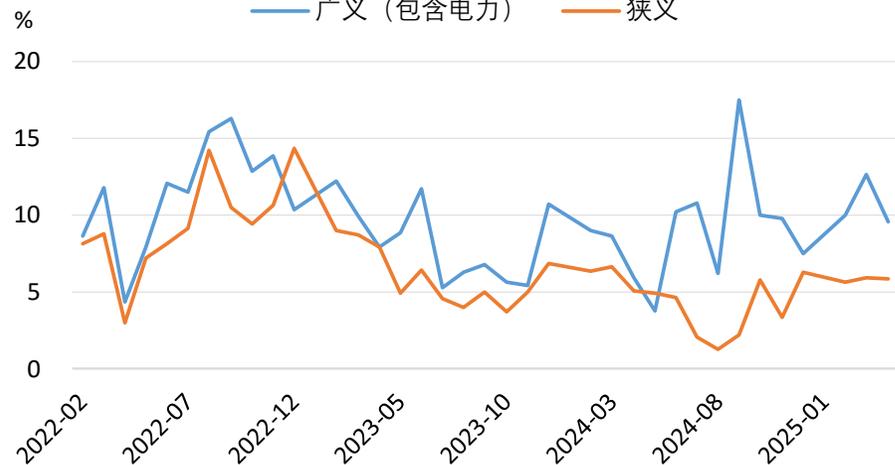


政策性银行债净融资额

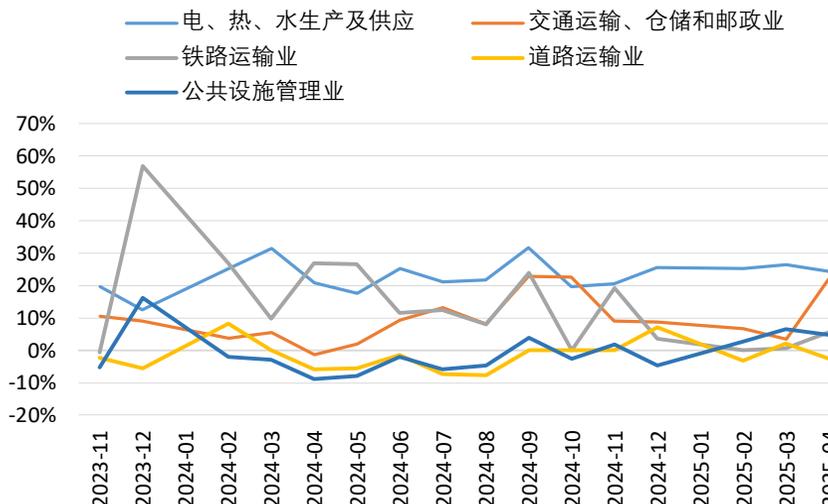


土地出入收入继续下降 限制地方财政对基建支持力度

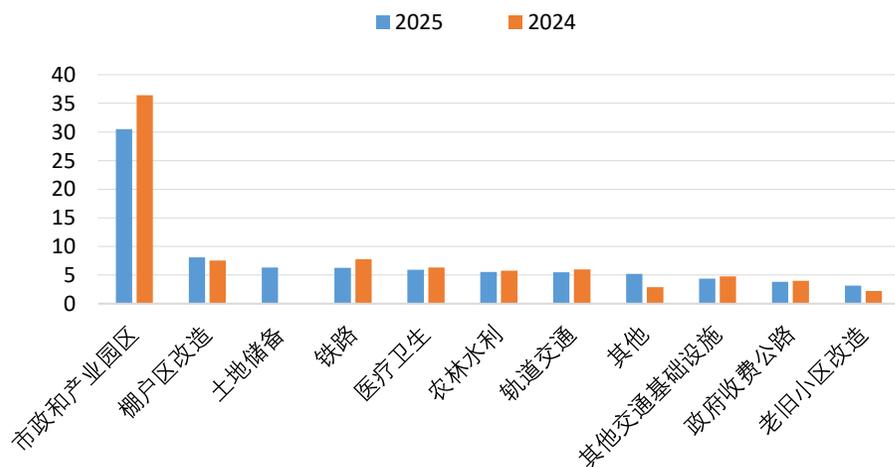
基建投资增速：当月同比



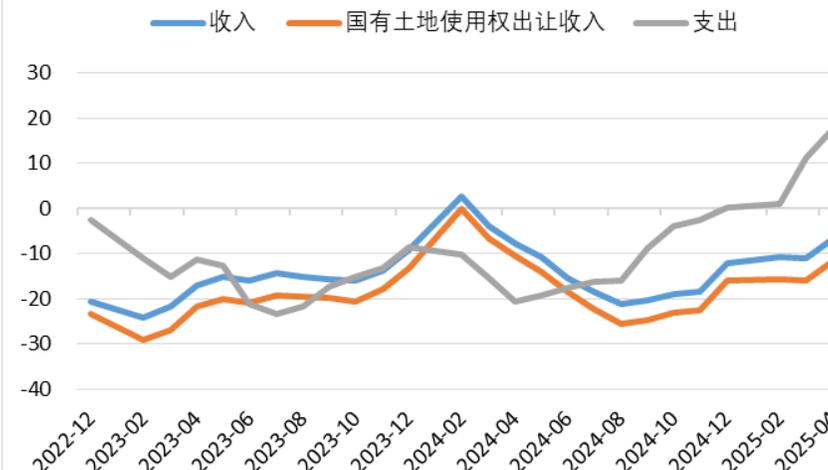
基建投资完成额：当月同比



新增专项债投向占比



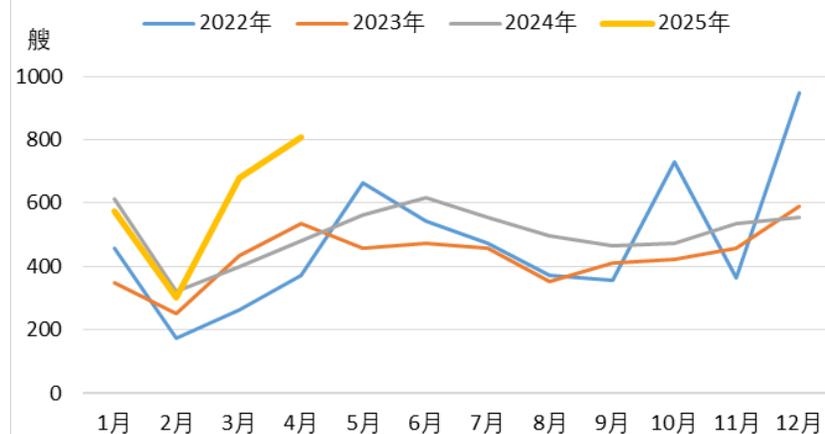
政府性基金收支同比增速



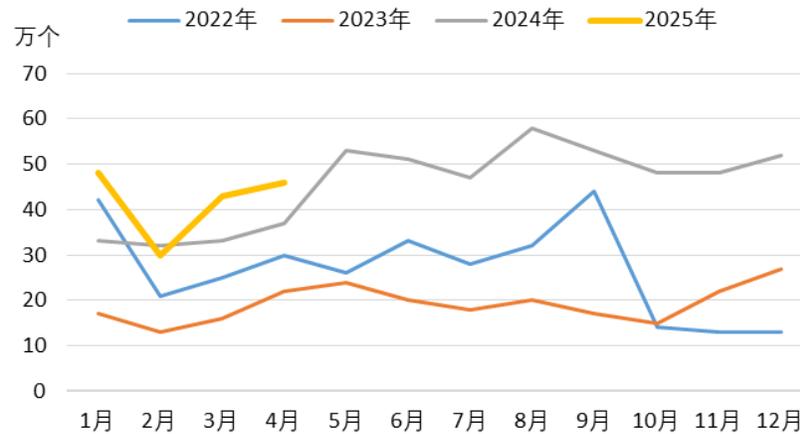
- 1-4月，广义及狭义基建投资增速分别为10.9%和5.8%；
- 分项看：①电热水投资维持高位；②公共设施管理投资由降转增但增速仍不高；③交运仓储及邮政业4月增速回升，但持续性待跟踪；
- 从专项债投向看，今年新增土地储备，同时对棚改、老旧小区改造投向占比增加，对市政产业园投向占比略降。

1-4月钢材间接出口并未体现关税影响

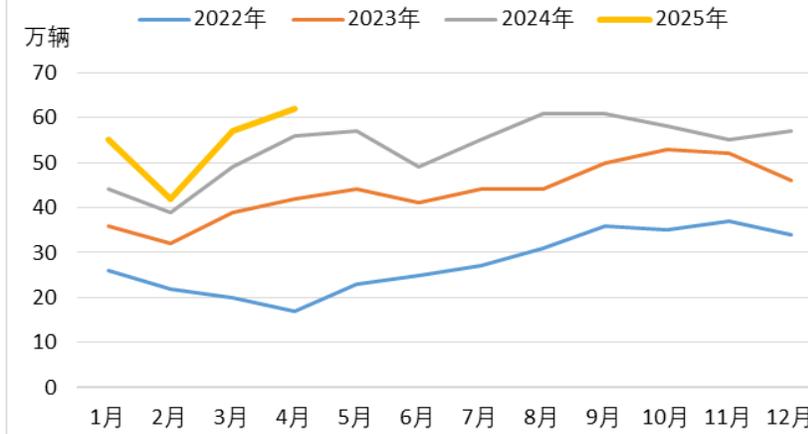
船舶出口数量



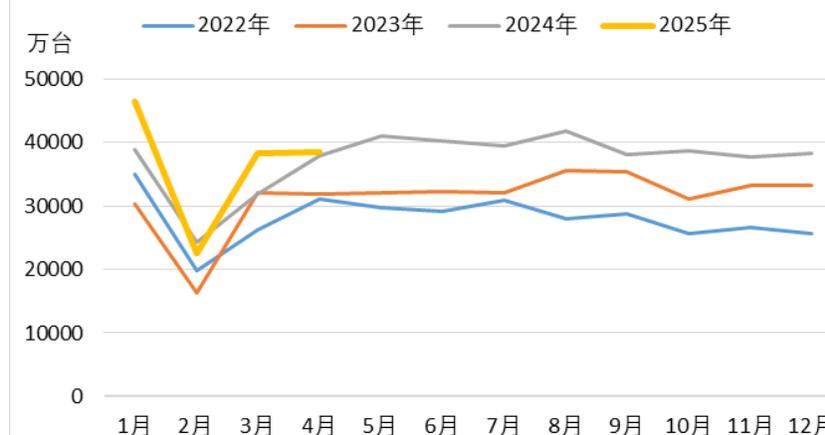
集装箱出口数量



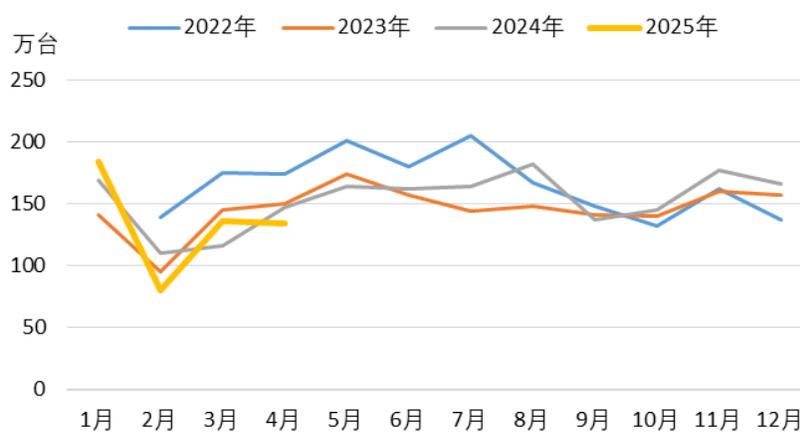
汽车包括底盘出口数量



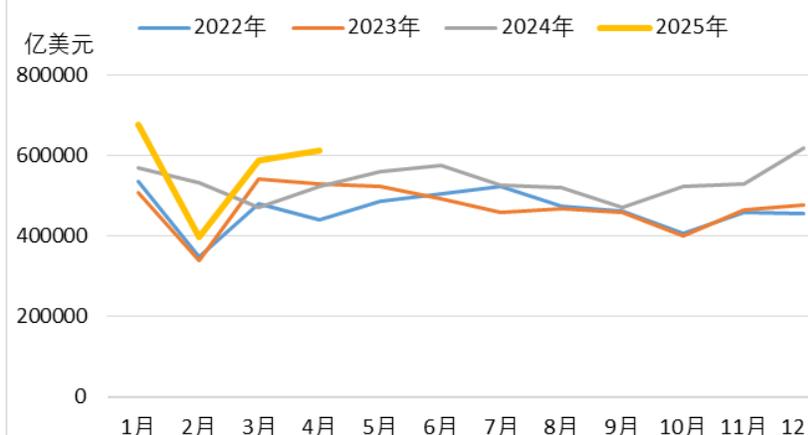
家电出口数量



机床出口数量

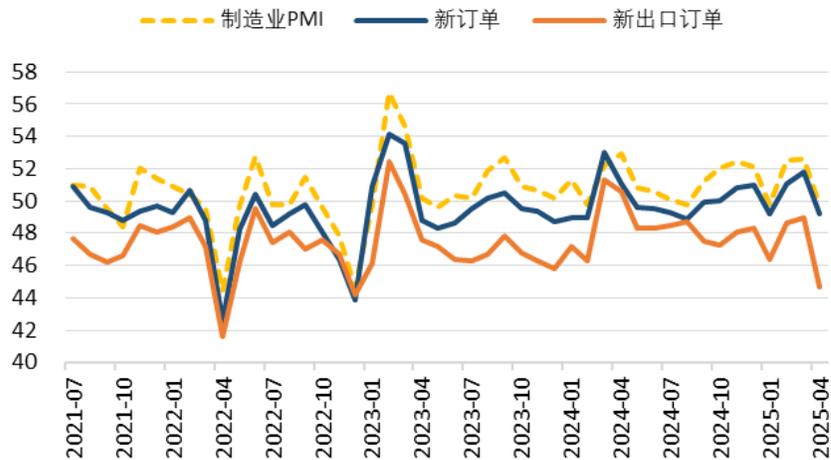


通用机械设备出口金额

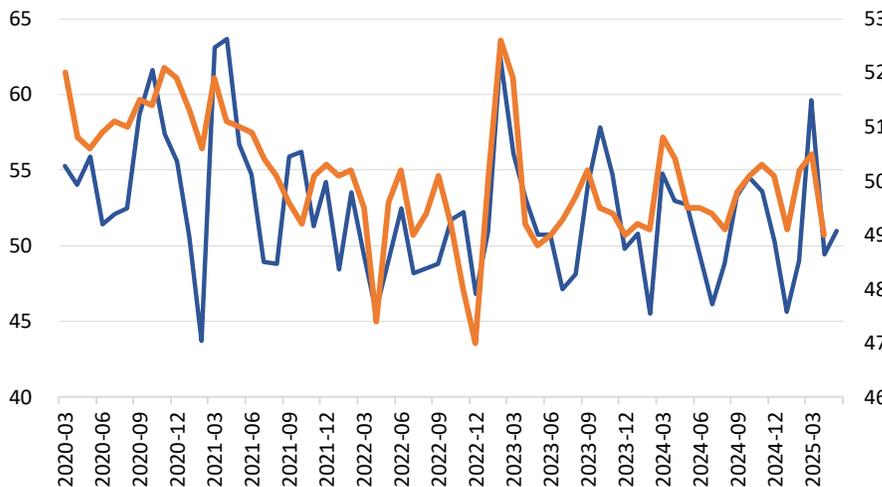


6月关税或开始影响间接出口

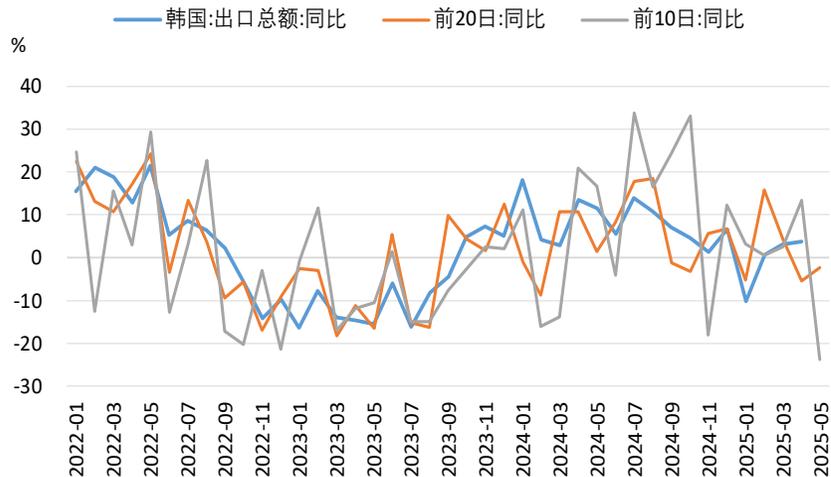
制造业PMI



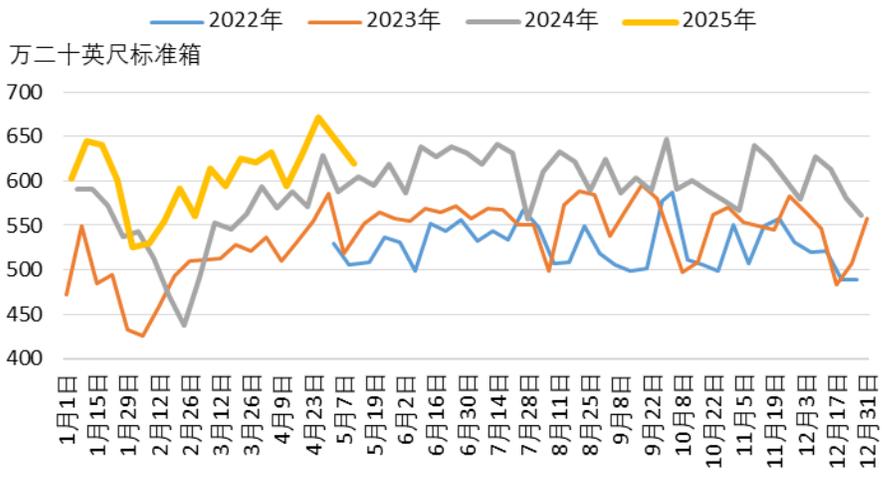
中国:EPMI 制造业PMI右轴



韩国出口金额



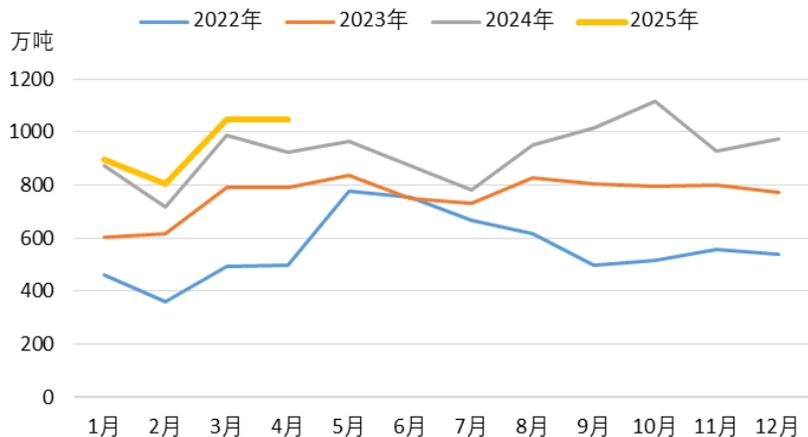
港口完成集装箱吞吐量:当周值



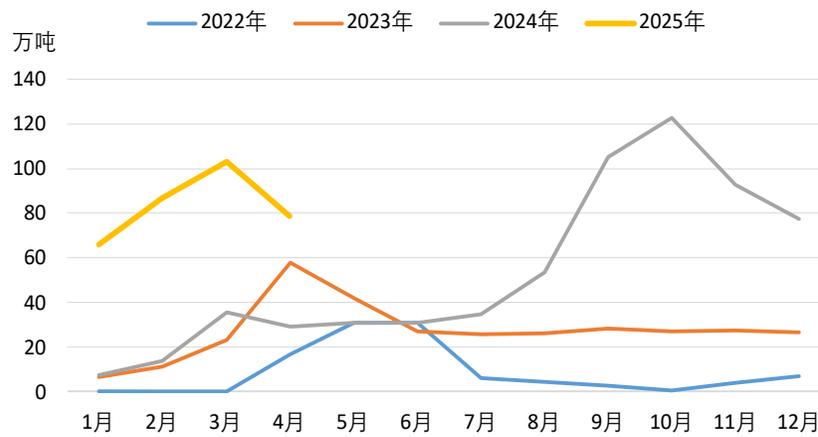
- 4月制造业PMI大幅回落，从制造业企业接单时间推算，6月预计出口可能回落；
- 韩国5月前10天出口同比下降23.8%，家电、汽车零件、钢铁制品出口降幅最为明显；
- 不过5月关税大幅下调后，伴随一定程度的对美强出口，可能会使6月出口回落幅度放缓；
- 截至5月24日的15天，中国发往美国载货集装箱船数量同比下降37.5%。截至5月24日当周，东盟主要国家港口停靠船舶数量环比前一周下降6.3%，5月前24天，东盟主要国家港口船舶停靠数量同比增4.5%，4月同比增8.3%。

钢材直接出口暂无较大压力

钢材出口量

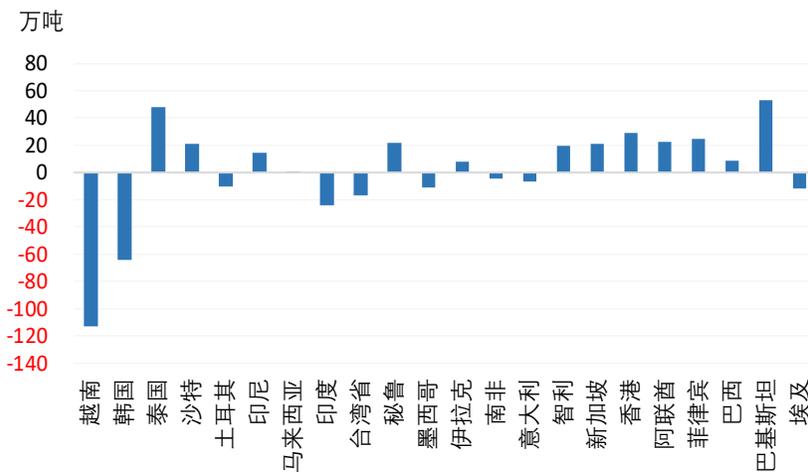


钢坯出口量

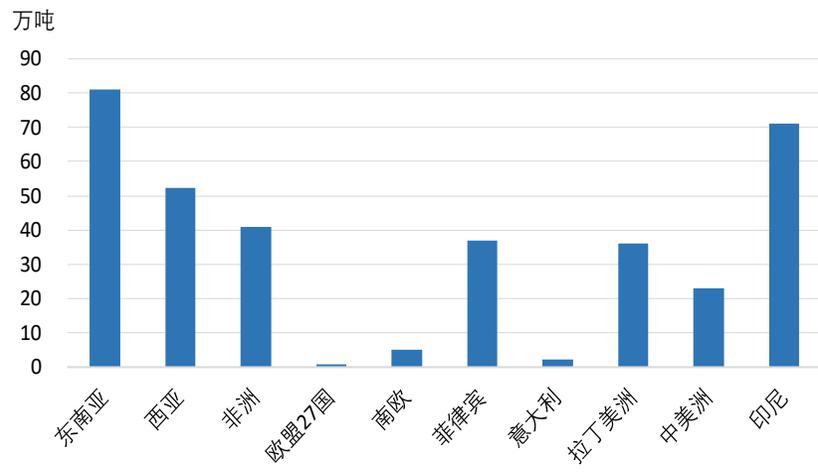


- 3-4月，中国钢材出口重回1000万吨以上，1-4月出口同比增8%；
- 受反倾销税影响，对越南、韩国等亚洲地区出口同比下降，对非洲、拉丁美洲、南美洲、中东出口增加；钢坯出口量同比增加350%，对东南亚地区钢坯出口明显增加，对冲了钢材出口下降的数量。
- 6月从钢厂接单看出口尚无较大压力。

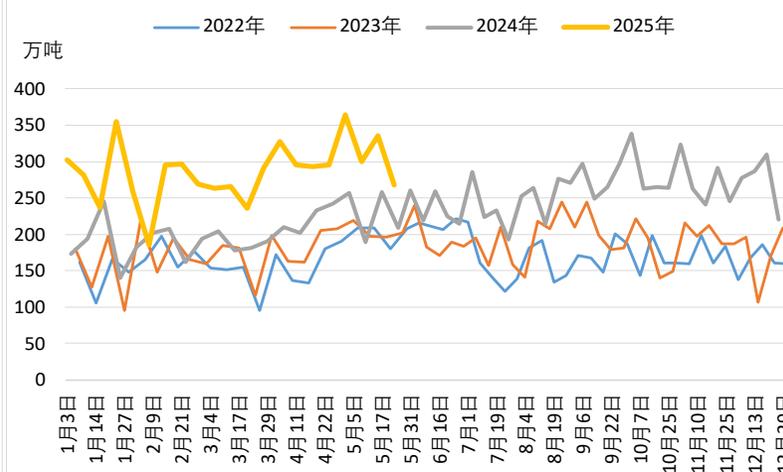
2025年1-4月中国钢材出口量同比



2025年1-4月中国钢坯出口量同比



SMM：钢材国内主要港口出港汇总(32港)

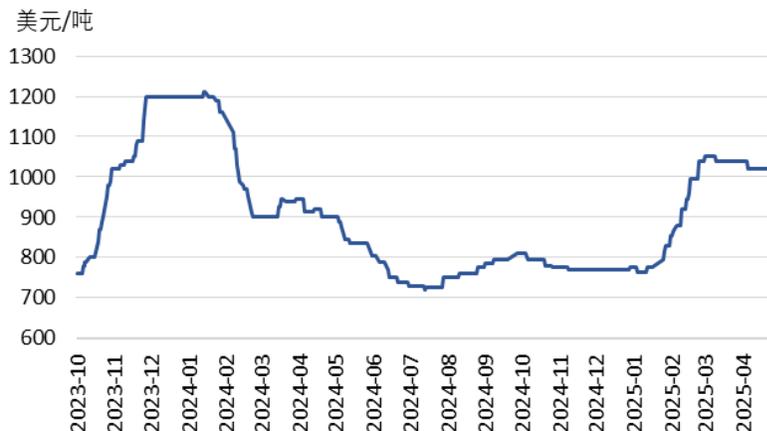


出口压制国内钢价反弹高度

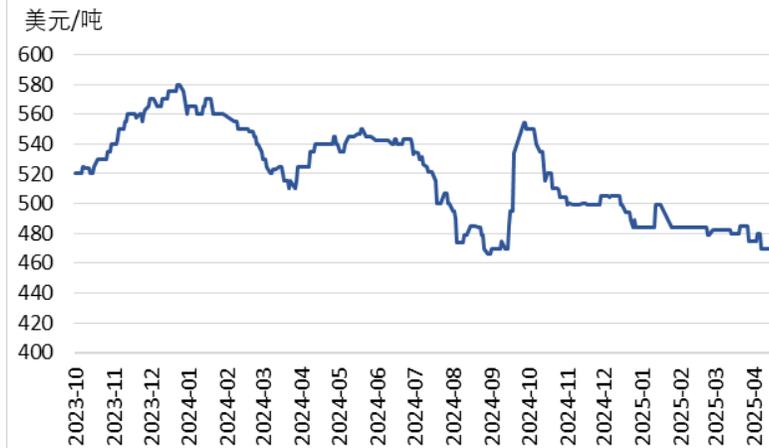
土耳其进口价：方坯-重废



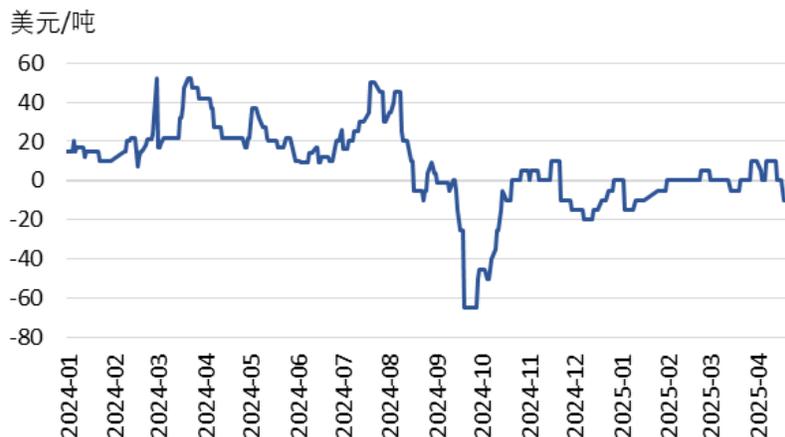
热轧板卷：美国中西部地区



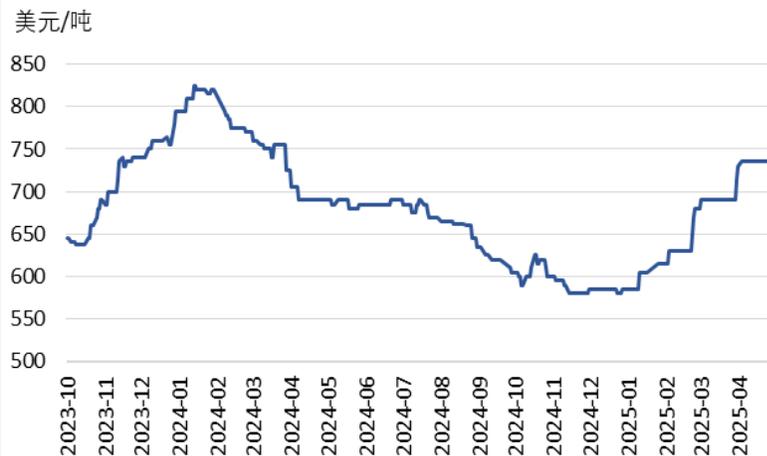
热轧板卷：东南亚CFR



热卷出口FOB价：独联体-中国

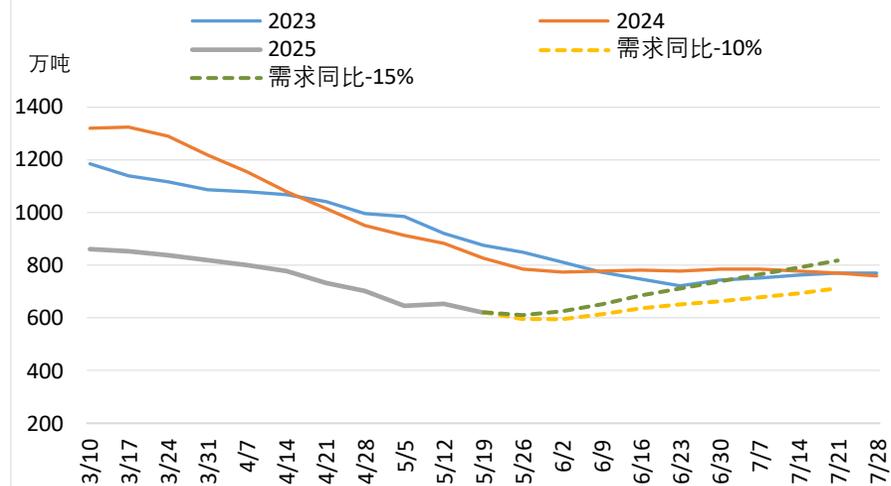


热轧板卷：欧盟



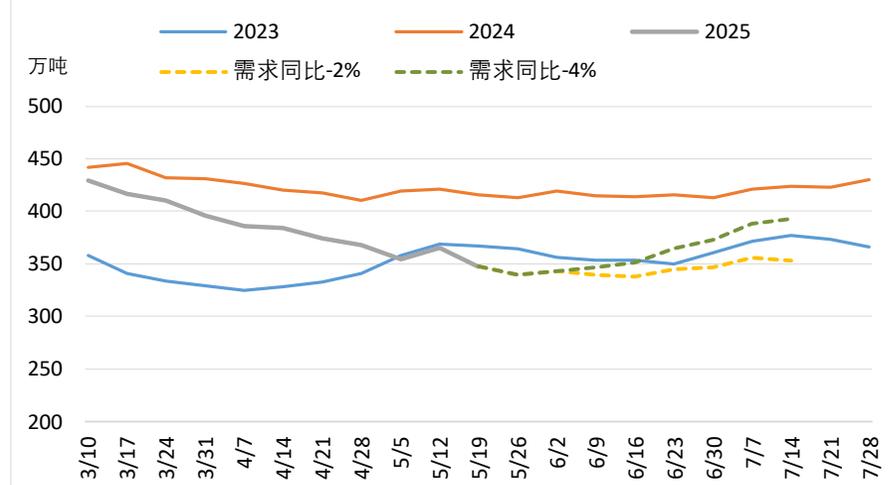
从现实看 6月基本面大幅走弱预期仍不强

螺纹钢库存

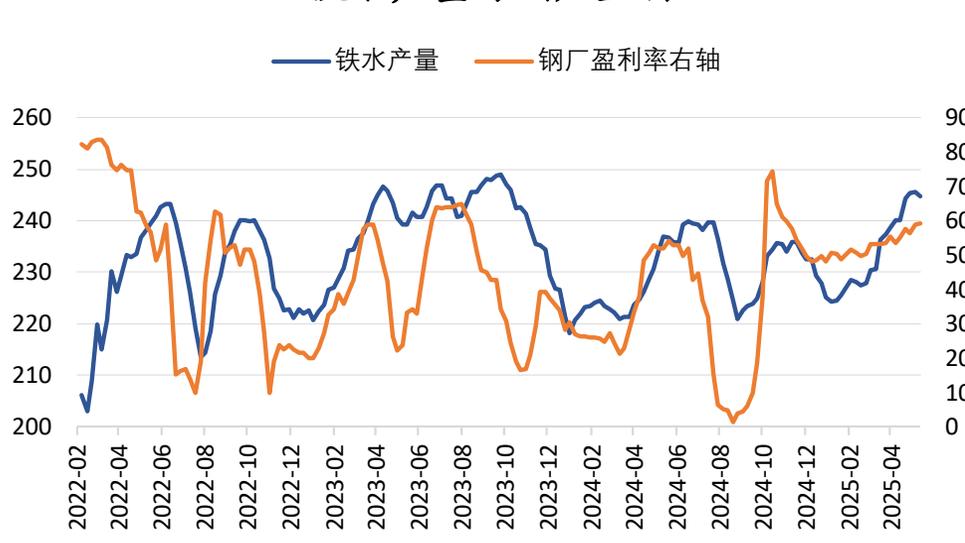


- 螺纹钢：当前产量下，①需求同比降幅维持10%（季节性表现与去年相近），库存降幅收窄；②需求同比降幅扩大至15%（季节性弱于去年），库存由降转增；
- 热卷：产量回到前期高点320万吨，①需求同比减2%（关税影响程度可控），库存维持低位；②需求同比降幅扩大至4%（关税影响程度较大），库存同比降幅明显收窄；
- 若钢材需求呈现情景①的表现，在钢坯出口回落不大的情况下，钢材市场供需未明显走弱，则钢厂盈利率回落受限，6月铁水产量回落可能受限，7月铁水或进一步下降。

热卷库存

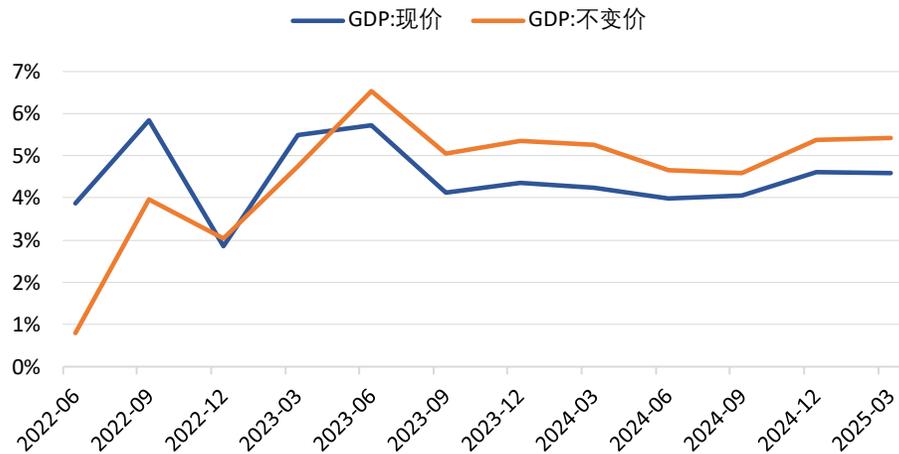


铁水产量与钢厂盈利

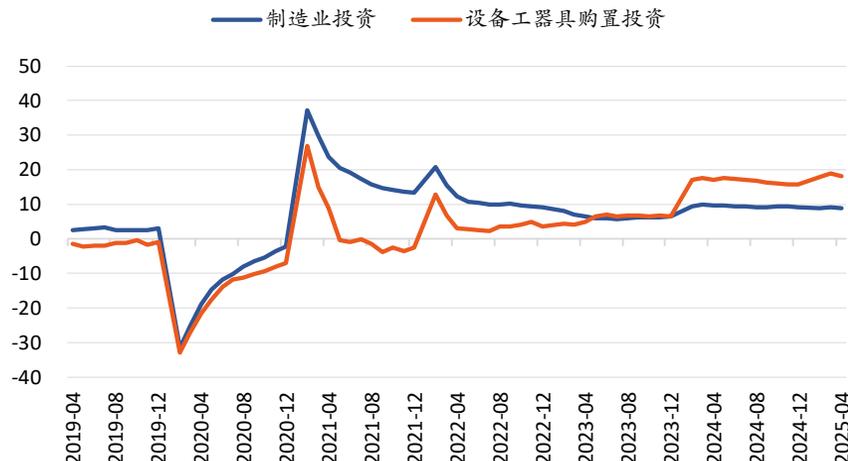


国内政策刺激力度是否增强取决于高层对经济看法

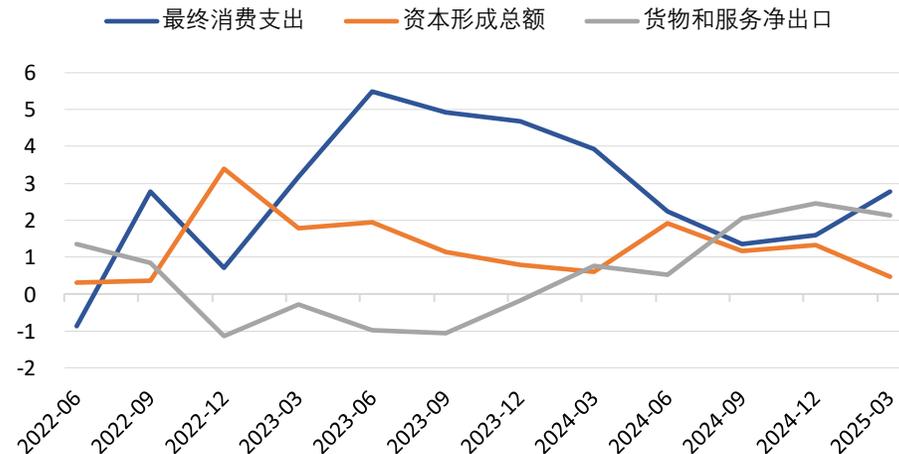
中国GDP季度同比增速



制造业投资同比增速



对GDP当季同比的拉动

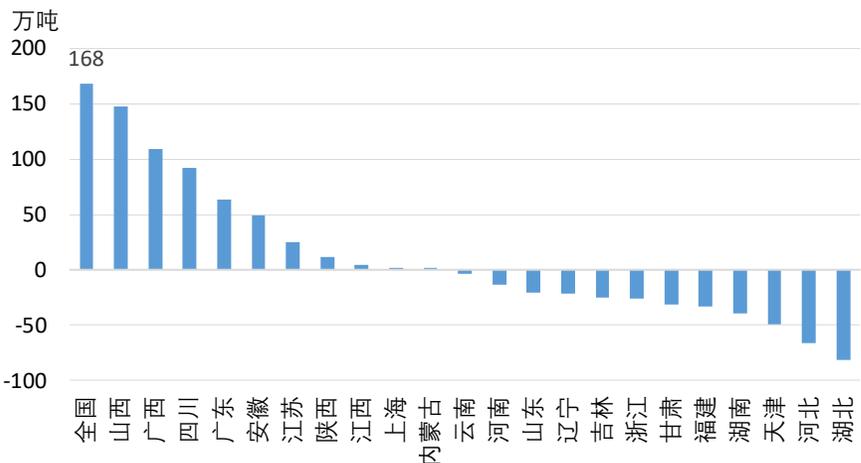


PPI增速 收入预期指数 右轴

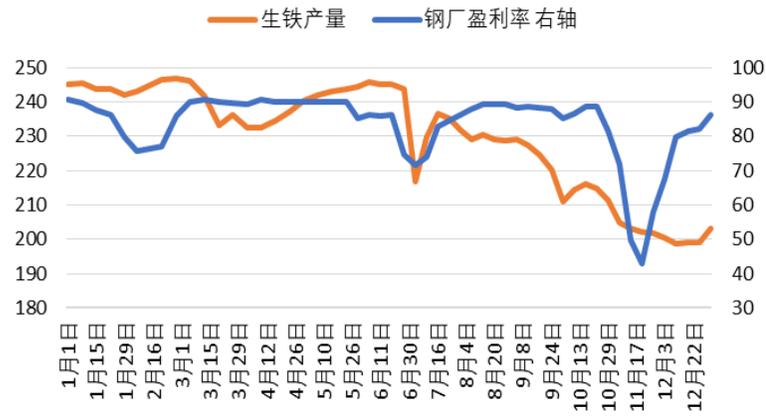


粗钢减产落实情况尚不明朗

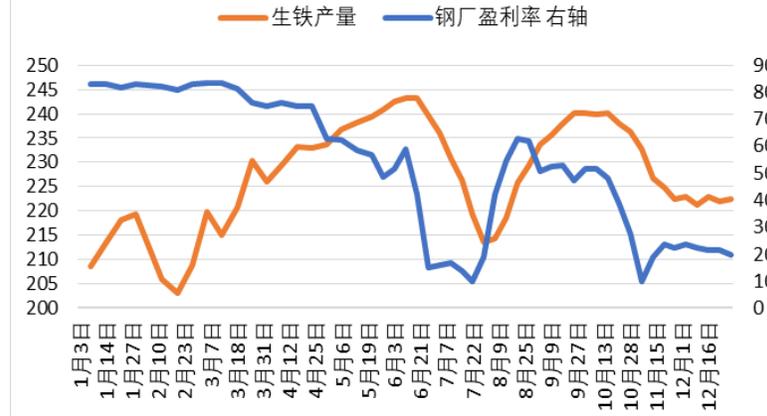
统计局：1-4月粗钢产量同比



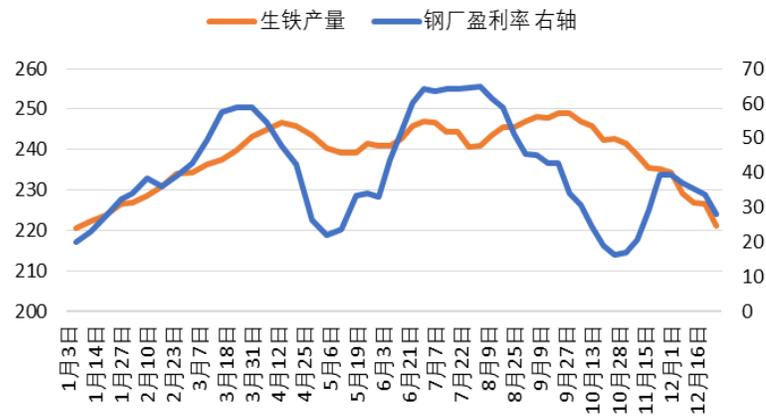
2021年



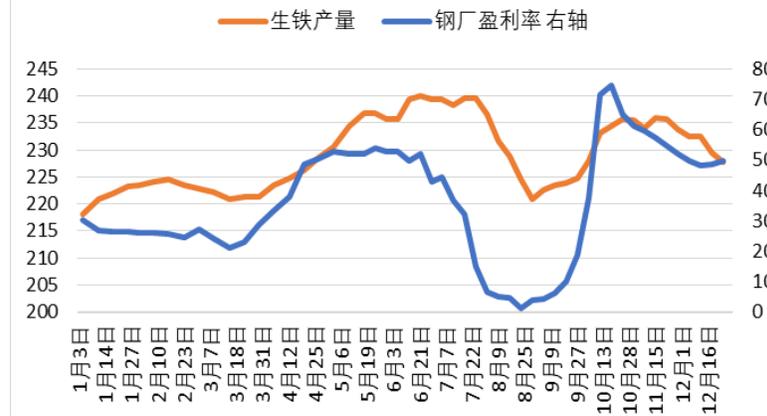
2022年



2023年



2024年



全年粗钢产量不同降幅下，5-12月产量同环比变化

	-5000	-2000	0
环比	-14%	-10%	-7%
同比	-7%	-3%	0%

目前了解到有山东、陕西钢厂进行行政建材，陕西可能有

相比2021年 今年减产政策并不完善

• 产量压减指导目标

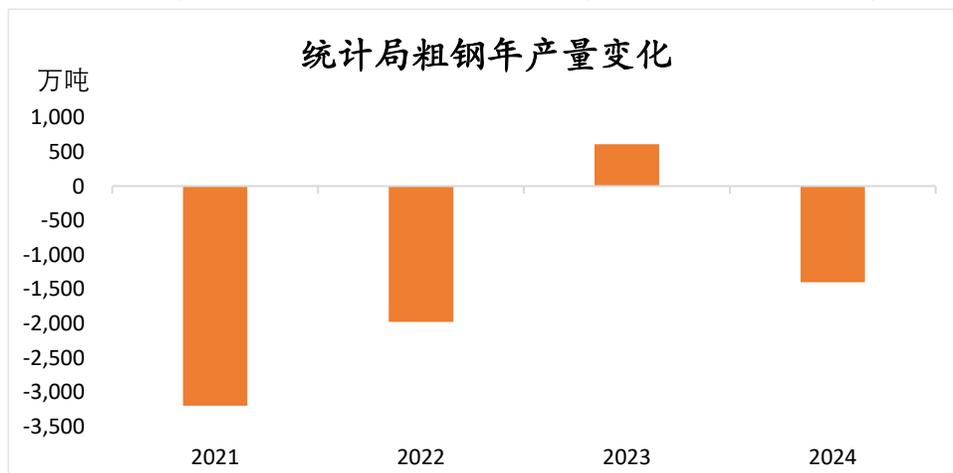
1. 2021年4月，工信部明确提出“确保全年粗钢产量同比下降”，首次实施全国性产量调控。
2. 2022年延续减产，但更强调“精准调控”，避免“一刀切”。
3. 2023年转向“以能耗和碳排放强度为约束”，推动产能置换而非简单压减。

• 顶层政策

1. 2021年4月，国家发改委、工信部联合部署粗钢产量压减工作，明确要求全国粗钢产量同比下降，并强调“分类指导、避免一刀切”，重点限制环保绩效差、能耗高、技术落后的企业。
2. 2021年5月，《钢铁去产能“回头看”检查通知》进一步细化压减目标，要求各省制定实施方案并核查进展。
3. 2022年延续减产政策，但更注重“精准调控”，统筹经济稳定与减排目标。

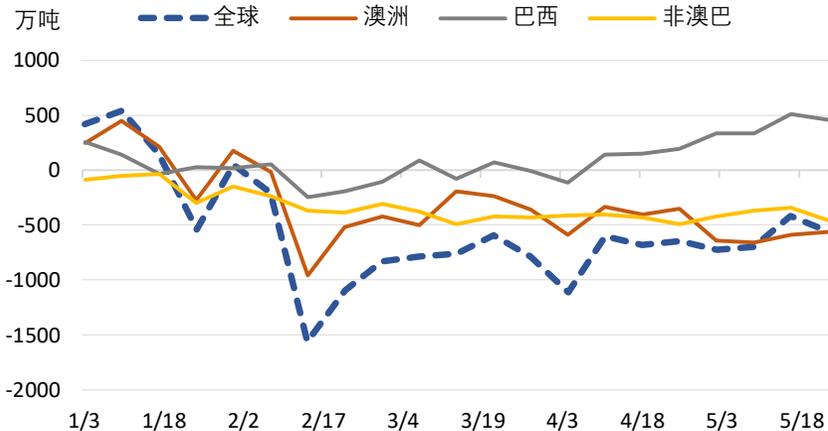
• 配套措施

1. 出口政策调整：2021年5月取消部分钢材出口退税，8月对冷轧、镀层等加征关税，以优先保障国内供应。
2. 环保升级：推动超低排放改造，对未达标企业实施限产，A级企业不限产，C级企业错峰生产。



铁矿石年初以来发运同比下降

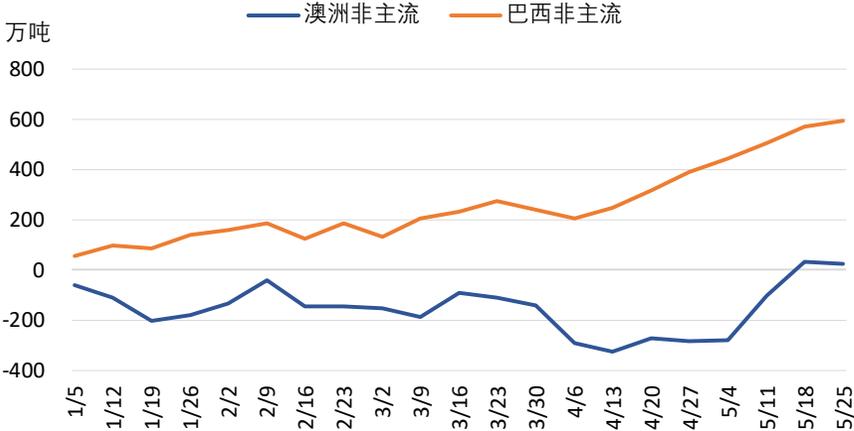
2025年至今全球铁矿石累计发运量同比



单位: 万吨	全球	澳大利亚	巴西	非澳巴	加拿大	印度	南非	智利
2025年	61,229	36,064	14,120	11,045	2,236	1,108	2,191	524
2024年	61,786	36,622	13,658	11,505	2,116	1,667	2,126	584
同比	-557	-559	461	-460	120	-560	65	-60

单位: 万吨	FMG	BHP	力拓	淡水河谷
2025年	7,900	11,417	11,865	10,034
2024年	7,487	11,581	12,177	10,071
同比	413	-164	-312	-37

2025年至今澳巴非主流矿累计发运量同比

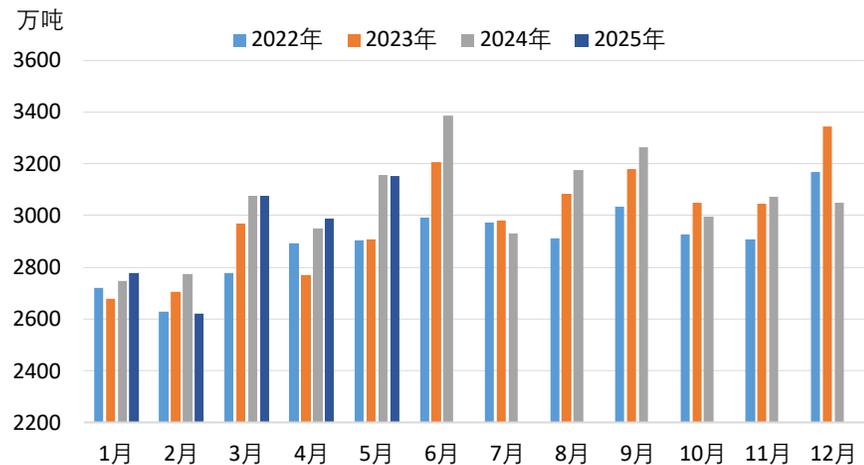


	ROYHILL	ATLAS	KARARA	MRL	CITIC PACIFIC	CSN	TRAFIGURA	ANGLO AMERICAN
2025年	2,376	606	351	650	670	1,294	907	839
2024年	2,457	560	405	738	557	1,501	931	919
同比	80	-47	55	87	-114	207	24	80

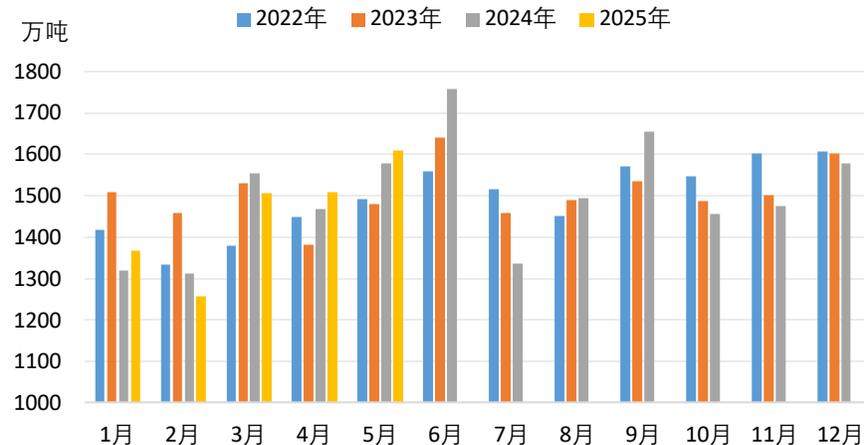
①加、印、南非、智利取自路透海运数据；
 ②2024年11月开始路透口径乌克兰铁矿石发运停滞并持续至今，据此计算乌克兰今年减量超过600万吨，但其他来源有乌克兰发运数据，不过数量较少。

4月开始发运逐步恢复

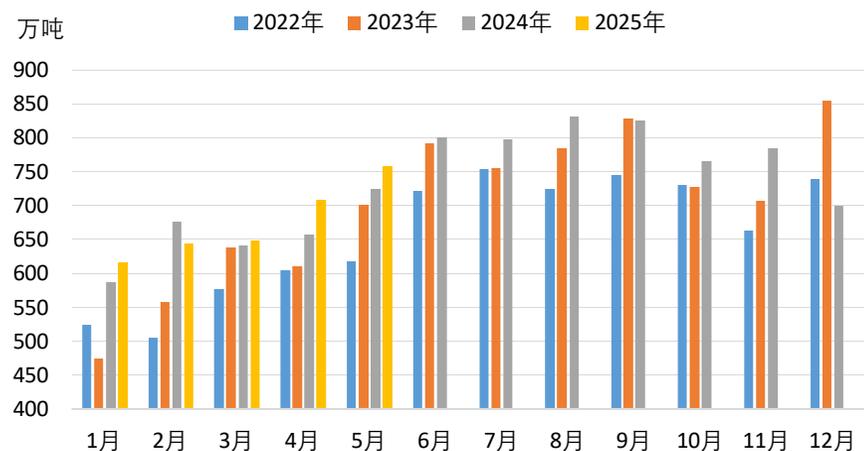
全球铁矿石周均发运量



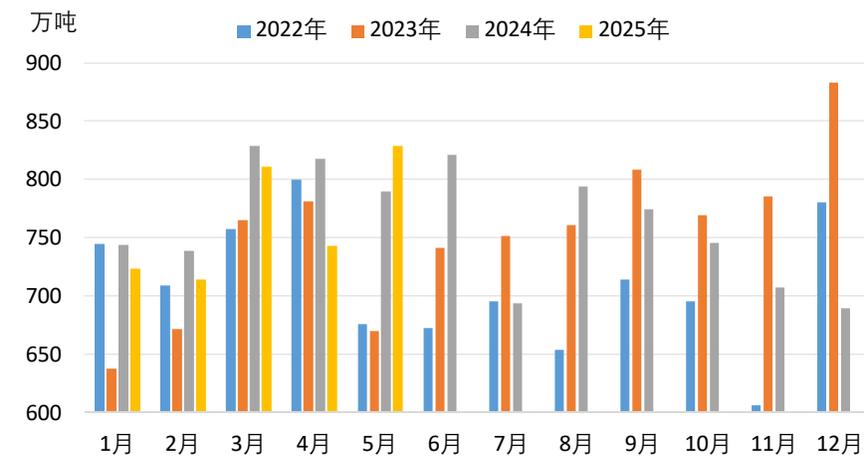
澳大利亚周均发运量



铁矿石巴西周均发运量

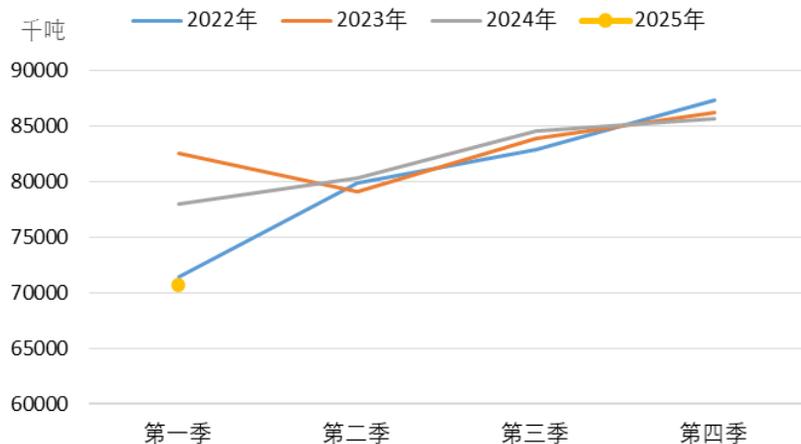


非澳巴发货量：周均值

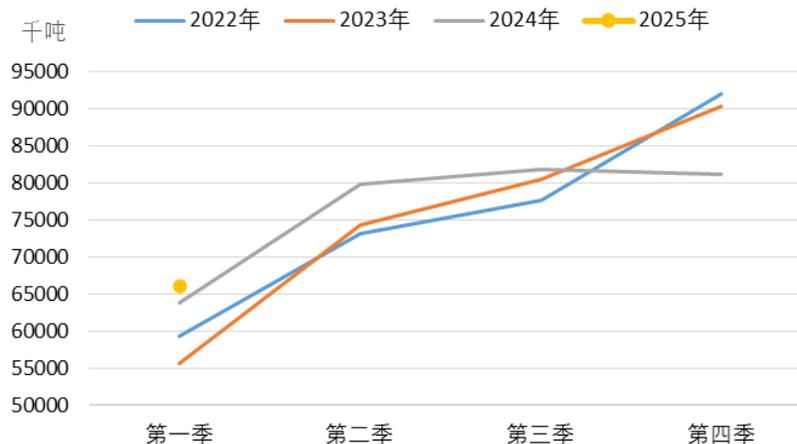


二季度末四大矿山发运仍有冲量可能

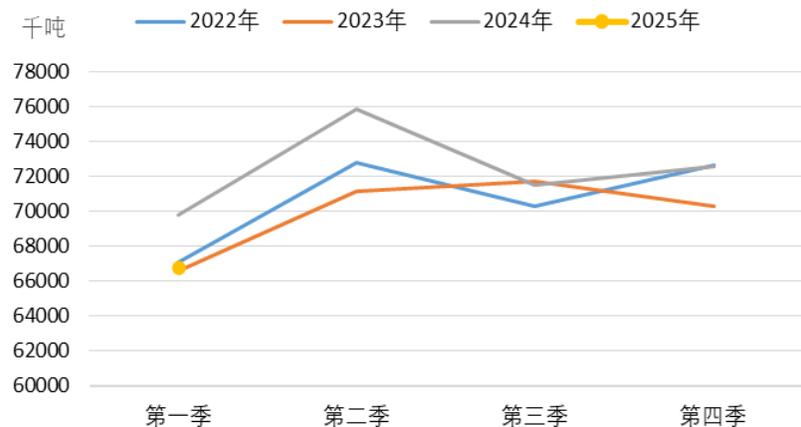
铁矿销量：力拓皮尔巴拉矿区



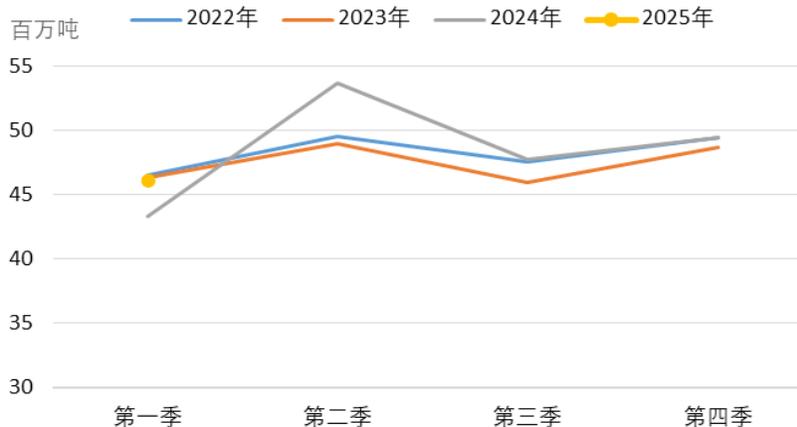
铁矿销量：淡水河谷



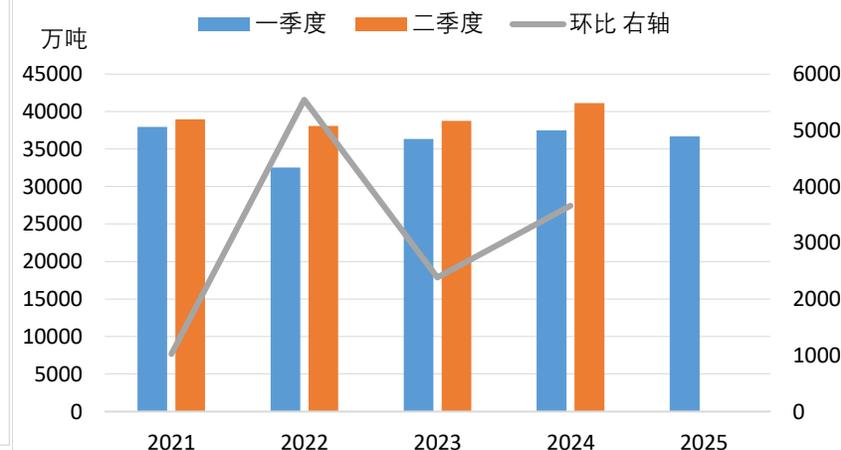
铁矿销量：BHP：100%股权



FMG铁矿石：发运量

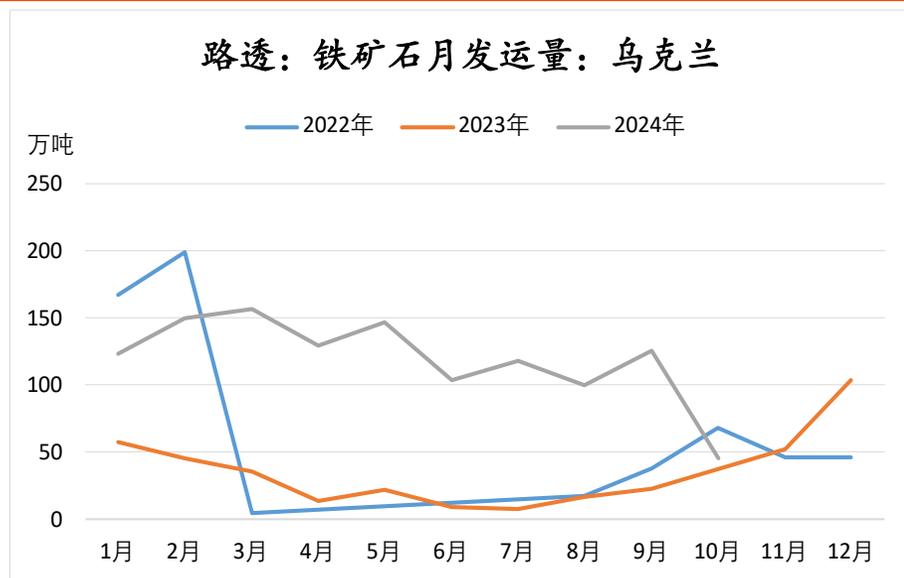
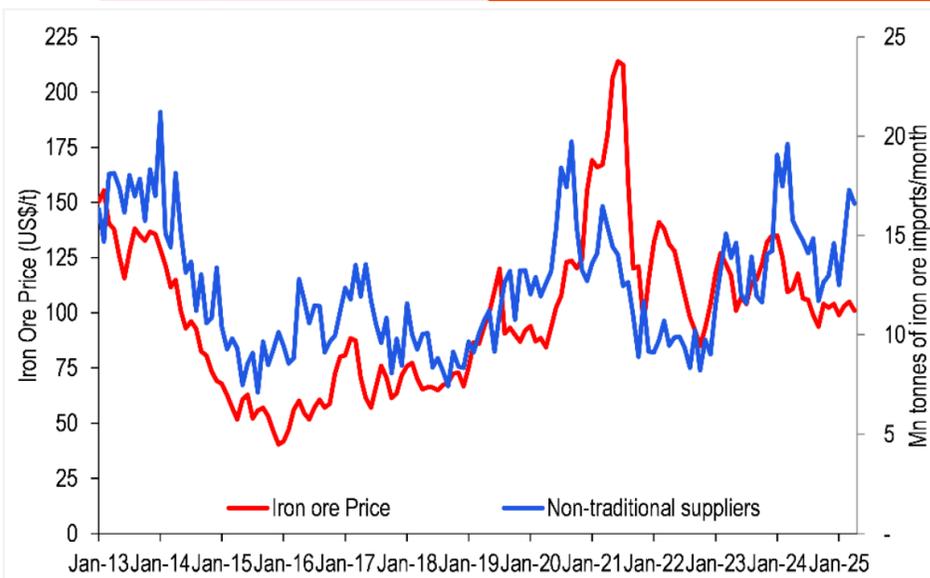


全球铁矿石发运量



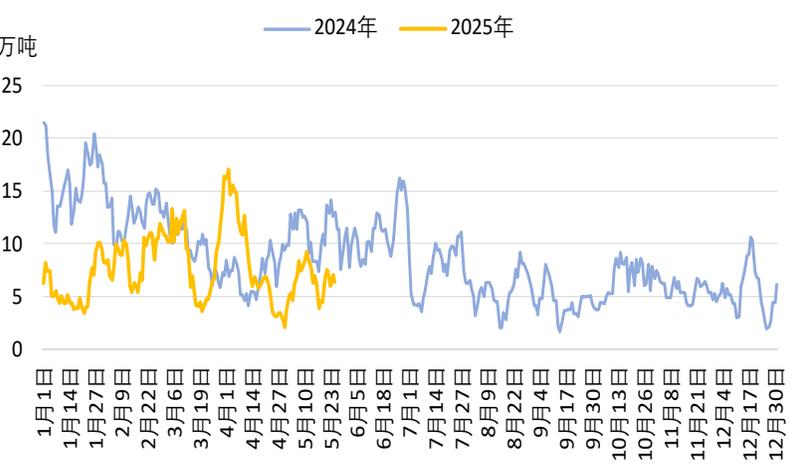
- 过去4年，二季度全球铁矿石发运量环比一季度平均增加3100万吨，近4年四大矿山平均环比增2500万吨；
- 二季度，BHP和FMG是2025财年最后一个季度，力拓一季度发运较低，二季度可能补运，FMG增量预计在400-800万吨，BHP环比增500-1000万吨，Vale和力拓环比增1000万吨和800万吨；
- 预计四大矿山二季度发运量环比增量大概2700-3600万吨。

价格跌至95美元以下对非主流发运有一定抑制

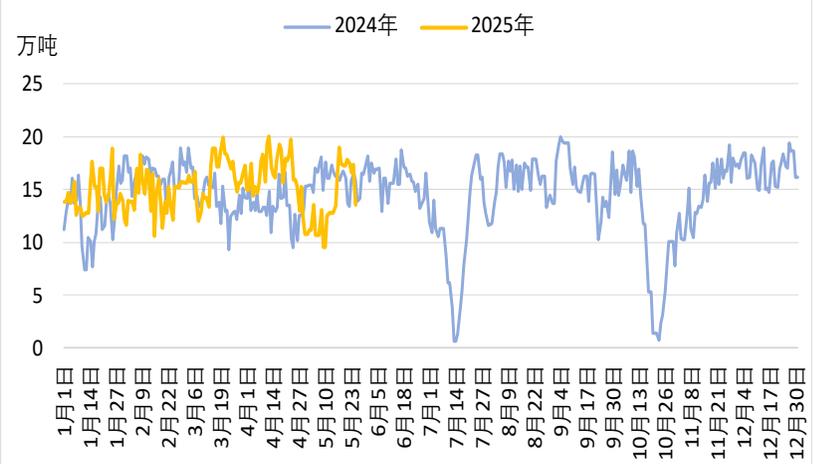


- 过去10年，澳、巴及南非以外国家铁矿石供应与价格的相关系数为72%；
- 铁矿石价格每波动10美元，非主流国年化供应量变化加1500万吨，随着价格下跌供应变化将加大，价格若从100跌至90美元以下，预计全球减少4000万吨供应量，到80美元减少8000万吨供应。

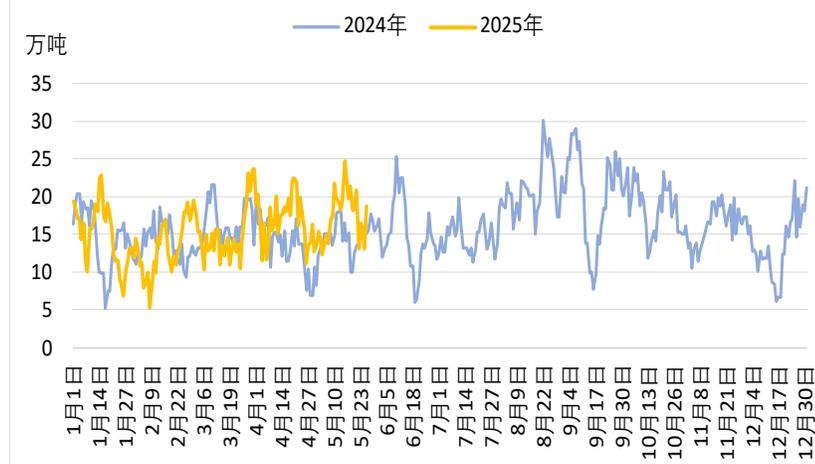
路透：铁矿石日发运量：印度(Ma7)



路透：铁矿石日发运量：南非(Ma7)

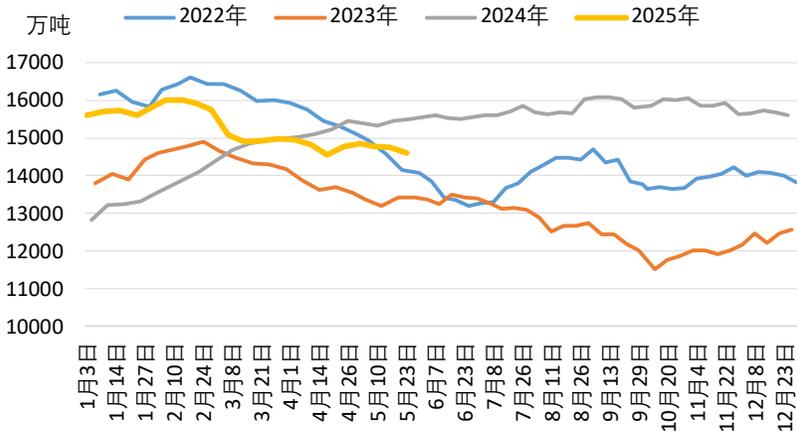


路透：铁矿石日发运量：加拿大(Ma7)

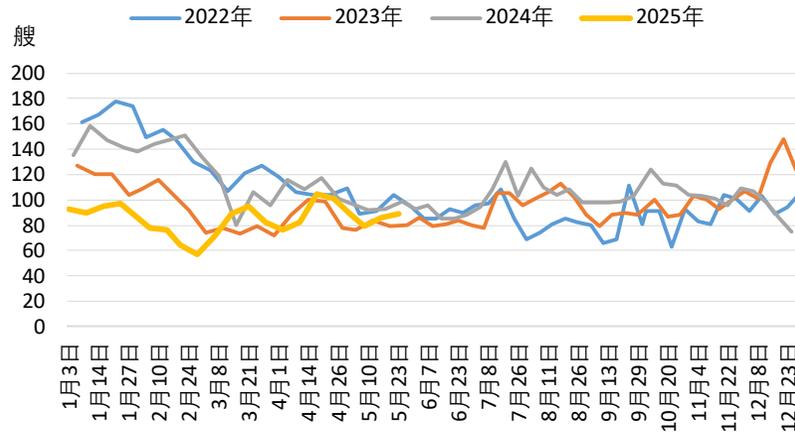


短期累库压力不大 6月下旬累库或加快

进口铁矿石库存：47个港口

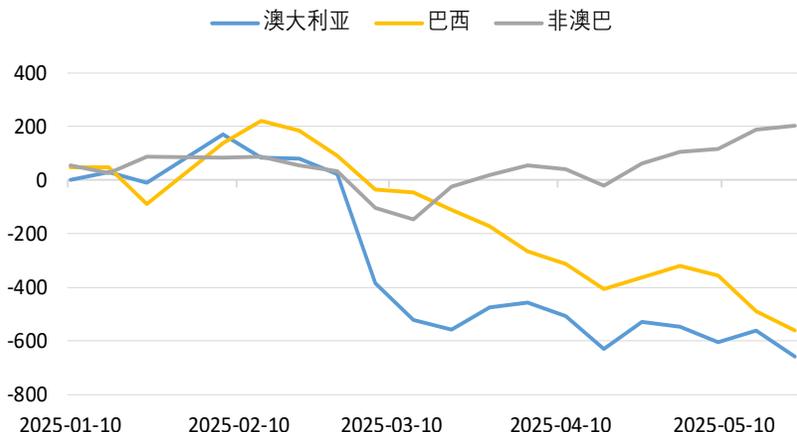


45个港口：在港船只数量

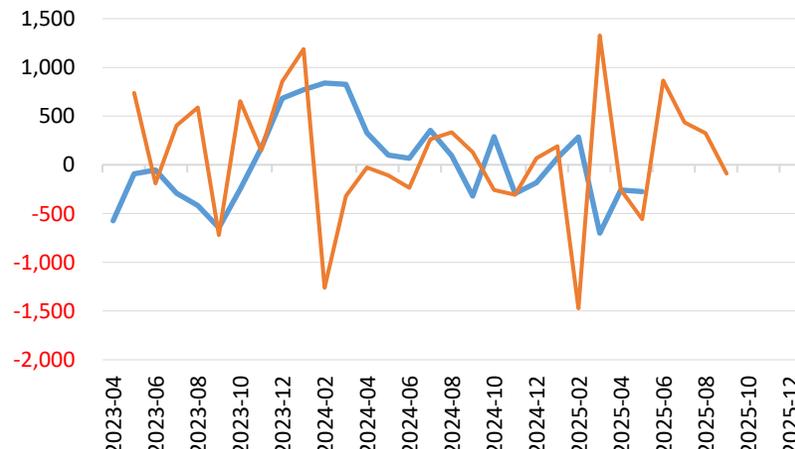


- 铁水产量较高，不过4月伴随供应回升，港口去库放缓，但同比降幅仍持续走扩，其中澳矿年初以来库存降幅较大；
- 考虑6月矿山可能冲量，同时铁水及疏港面临见顶回落，6月或逐步累库，高铁水产量下，累库量需跟踪实际发运情况。

港口库存年初以来变化

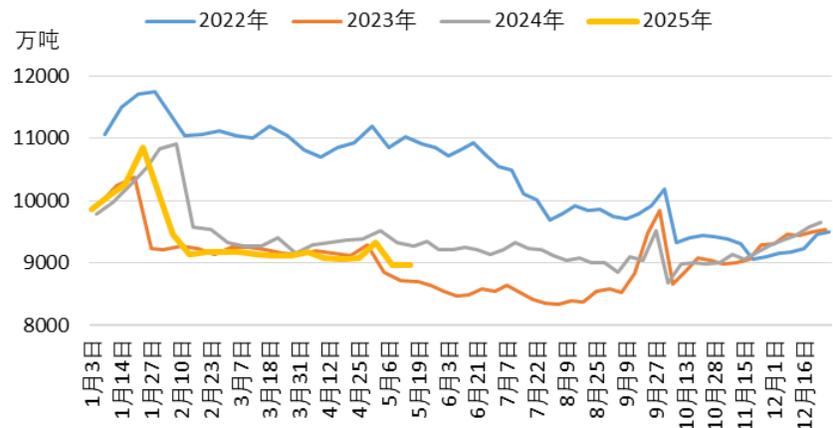


港口实际累库 港口预估累库

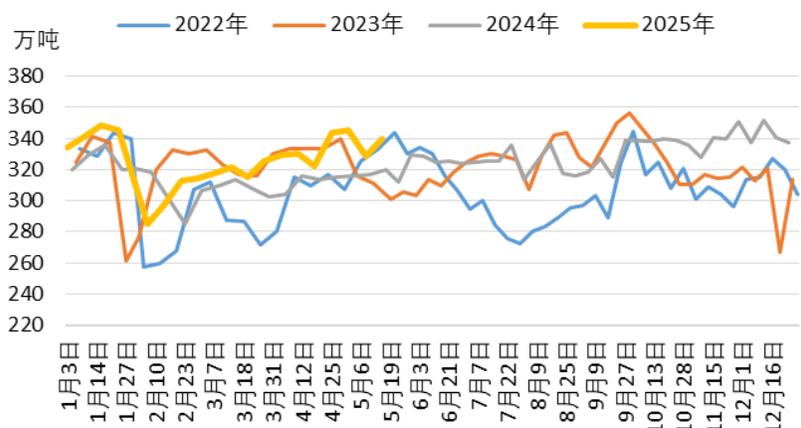


钢厂主动降库未结束 压制去库阶段铁矿价格

铁矿：进口：库存：247家钢铁企业

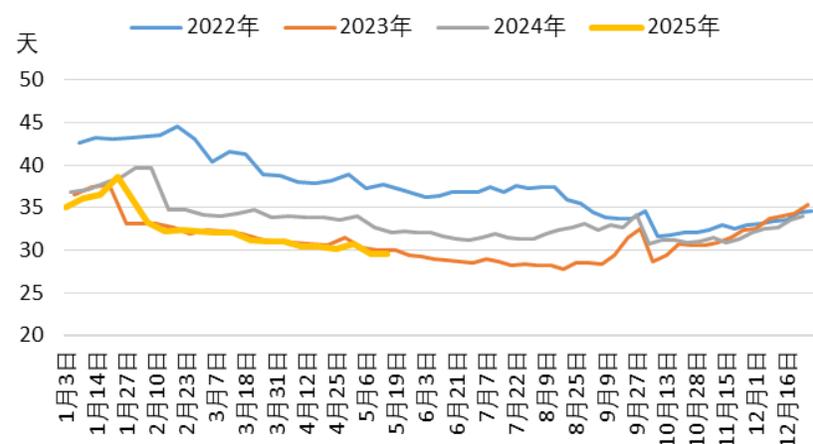


进口铁矿石日均疏港量：45个港口

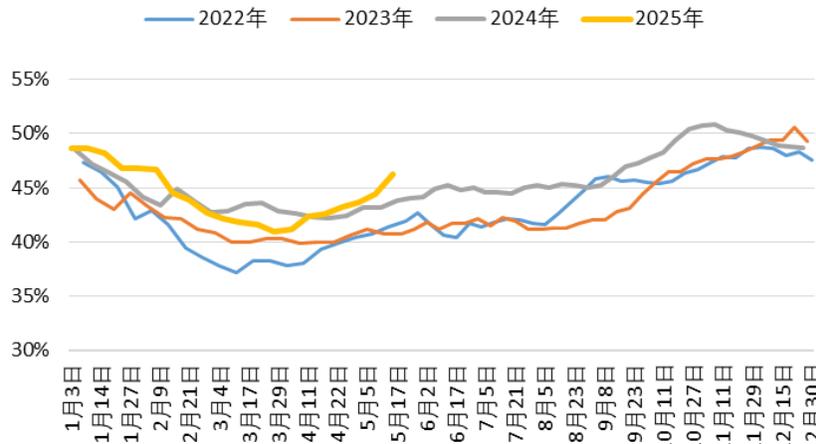


- 钢厂库存低于去年，因铁水产量较高，使库存天数处于历史低位，截至5月中旬库销比同比下降2.5天；
- 目前钢厂利润持稳偏好，原料低库存源自钢厂对需求预期谨慎，外加后期铁矿供应可能逐步增加，故延缓补库节奏，整体看钢厂仍在主动降库阶段。

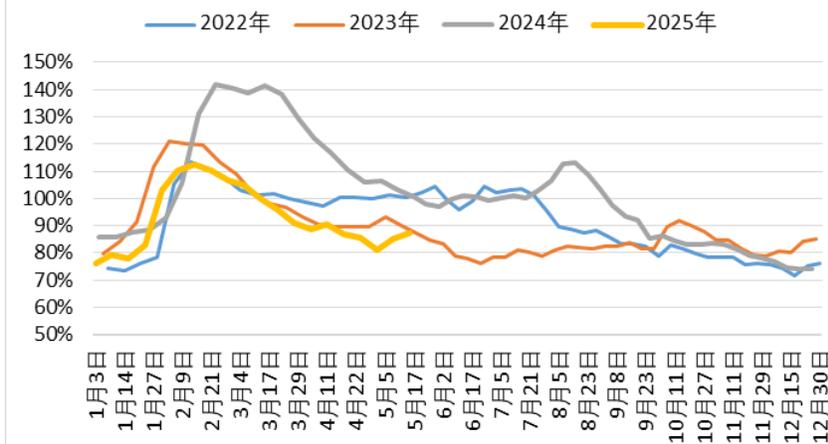
进口铁矿石库存消费比：247家钢铁企业



五大材厂库/总库



五大材厂库/总产量

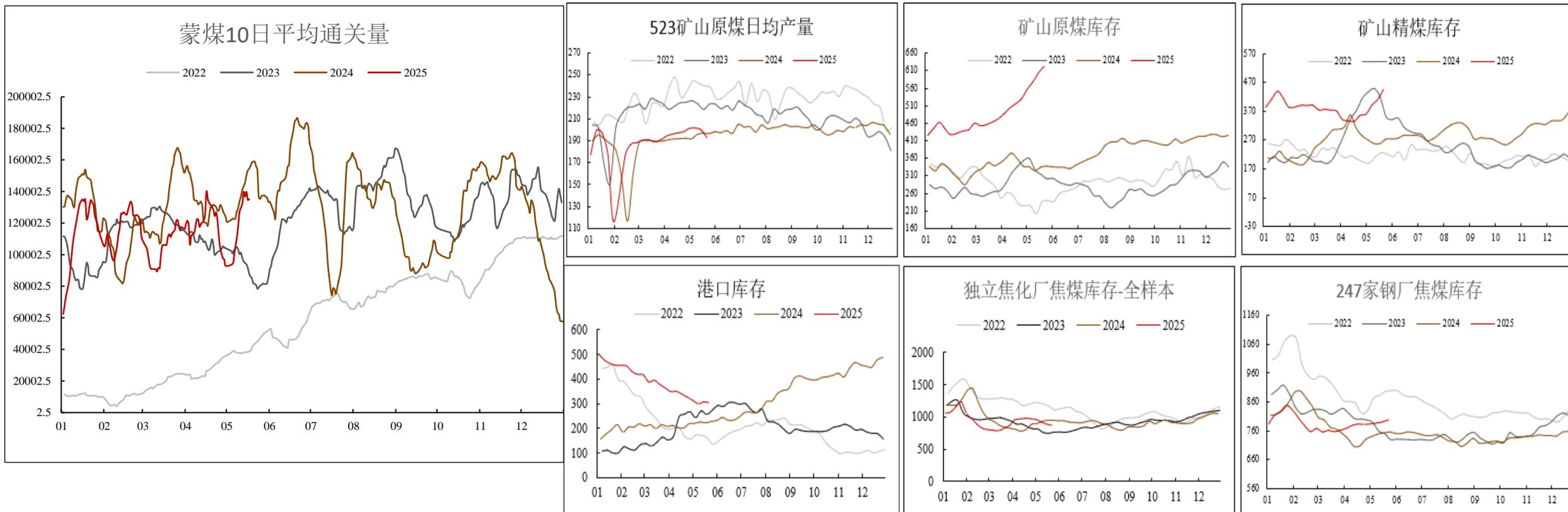


焦煤现货补跌 双焦基差仍在高位

双焦价格								
品种	今日	昨日	上月	去年同期	月涨跌	月涨跌幅	同比涨跌	同比涨跌幅
临汾低硫主焦	1230	1230	1300	2000	-70	-5.38%	-770	-38.50%
蒙5原煤	755	755	835	1340	-80	-9.58%	-585	-43.66%
蒙3精煤	915	915	985	1530	-70	-7.11%	-615	-40.20%
蒙5精煤	970	970	1030	1560	-60	-5.83%	-590	-37.82%
主焦煤：满都拉	745	745	780	1320	-35	-4.49%	-575	-43.56%
主焦煤：南戈壁A	540	540	750	970	-210	-28.00%	-430	-44.33%
俄罗斯CFR(K4)	117.5	117.5	117.5	191.0	0.0	0.00%	-74	-38.48%
俄罗斯CFR(K10)	106.5	106.5	107.0	162.0	-1	-0.47%	-56	-34.26%
美国煤CFR	167.0	167.0	173.0	254.0	-6	-3.47%	-87	-34.25%
加拿大煤CFR	165.0	165.0	171.5	250.0	-7	-3.79%	-85	-34.00%
澳大利亚港口自提	1280	1280	1320		-40	-3.03%		
焦炭港口贸易价	1250	1250	1340	2030	-90	-6.72%	-780	-38.42%
焦炭港口平仓价	1390	1390	1440	2040	-50	-3.47%	-650	-31.86%
仓单价格及基差								
	今日	昨日	上月	日价格变动	期货价格	基差	基差率	
蒙煤折算仓单成本	895	895	955	0	800	95.5	10.67%	
焦炭折算仓单成本	1410	1410	1500	0	1375	35.0	2.48%	

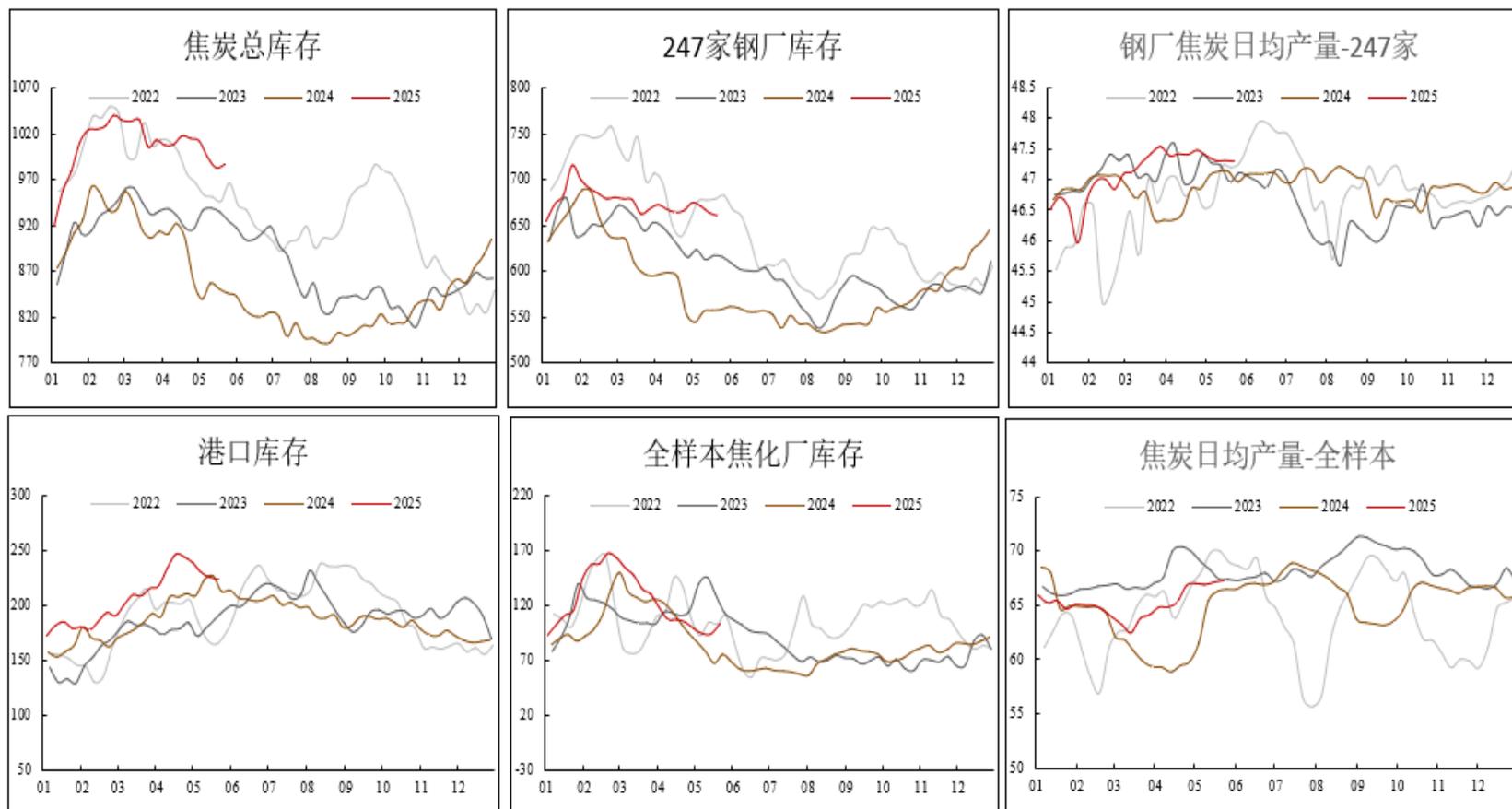
国内产量减少 但供需宽松导致煤矿继续累库

- 国内矿山原煤和精煤产量环比略降，但同比仍较高，同时矿山库存持续增加，精煤和原煤库存同比较高；同时，蒙煤通关量环比回升，与去年同期相近；
- 当前价格跌破部分矿山成本，但多数矿山仍有利润且亏损企业也并未亏现金流，因此产量降幅有限，铁水见顶回落带动原料需求走弱。短期焦煤仍处空头趋势，有继续下行可能，观察迎峰度夏期间，库存问题是否能得到解决。



需求走弱叠加成本下行 焦炭提降未结束

- 全样本独立焦化企业产量同比偏高，247家钢铁企业产量也明显高于去年；库存方面，钢厂库存较高，港口库和焦化厂库存压力暂时不大；
- 铁水见顶回落，钢厂主动降库，导致焦化厂销售压力略有增加，厂内库存开始增加。第二轮提降预计本周落地，且钢厂6月仍有提降预期，叠加焦煤价格连续下跌减弱焦炭成本支撑，短期焦炭暂未看到反转迹象。焦化厂利润尚可，对后续提降抵抗力度不强，后续焦炭可能仍有2轮提降空间。



总结：预期先行 关注6月基本面走弱程度

- 淡季+关税使6月终端需求下行预期较强，并可能导致钢厂盈利回落及铁水产量下降；
- 原料端铁矿存在发运冲量可能，焦煤国内企业并未明显亏损、减产动力也不强；
- 在看到淡季需求超预期或扭转需求弱预期的因素出现前，黑色产业压利润的逻辑仍难证伪，钢材成本及利润均面临下移；
- 5月黑色系再下台阶后，关注6月需求表现，若走弱程度低于预期，则价格或阶段性止跌，但中期维度见底可能要看海外及国内政策能否同步宽松，从时间看可能要看7月上旬关税+月底政治局会议的情况。

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

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，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。

本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，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，须注明出处为方正中期期货有限公司。



谢谢!

方正中期期货有限公司

北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层 100020

16F, Tower A, ZT International Center, No.10 Chaoyangmen South Street, Chaoyang District, Beijing, China 100020