

2025年10月9日

预期和现实博弈，黑色板块继续箱体震荡

——黑色金属四季度投资策略

分析师：

刘慧峰

从业资格证号：F3033924
投资咨询证号：Z0013026
电话：021-68751490
邮箱：Liuhf@qh168.com.cn

联系人

武冰心

从业资格证号：F03118003
电话：021-68751490
邮箱：wubx@qh168.com.cn

投资要点：

- **需求或有边际改善，但幅度有限：**10月份仍为钢材需求旺季，现实需求依然偏弱，但存在一定边际改善空间。地方政府专项债的提前下达以及出口的韧性均会对需求起到一定支撑作用。但结合当下地产、基建、制造业均持续走弱的现状，预计需求改善幅度有限。且11月之后，需求将再度走弱。
- **利润压缩继续，四季度钢材供应前高后低：**当下钢厂利润水平不足以触发主动减产，10月份长流程钢厂高供给以及利润压缩逻辑均会持续。但进入11月份之后，钢厂主动减产意愿将有所增强，政策性限产亦有升级可能。整体来看，四季度钢材供应或呈现前高后低趋势
- **铁矿短期偏强，但有负反馈风险：**铁矿石短期在高铁水以及供应扰动影响下依然偏强。但进入11月之后国内外铁水产量均会下降。而供应端则会继续恢复，所以10月下旬到11月随着利润的进一步压缩和需求的恶化，铁矿石存在向下修复估值的可能。
- **结论：**9月下旬之后，需求有边际改善迹象，10月之后，这一个格局仍可能会继续延续。但结合当下地产、基建、制造业均持续走弱的现状，预计需求改善幅度有限。且11月之后，需求将再度走弱。供应方面，因目前钢厂利润水平尚不足以触发主动减产，10月份高供给的格局仍将继续持续，加之10月还有一系列宏观利好事件，故产业链负反馈触发条件不足。不过，采暖季之后，限产政策存在进一步升级的可能，且随着利润的进一步压缩，政策推动的阻力可能会进一步减小。同时，主要的宏观利好事件在10月底11月初也会逐步落地，因此，11月之后黑色产业链出现负反馈概率较高。
- **操作建议：**四季度钢材、铁矿预计维持箱体震荡的概率较大，螺纹钢运行区间预计在3000-3300，热卷在3200-3450之间；铁矿盘面预计在750-820元之间。
- **风险因素：**需求走弱超预期，宏观政策未有加码

目录

1. 9 月份黑色板块走势回顾	3
2. 需求：或有边际改善，但高度预计有限	3
3. 供给：利润压缩继续，四季度供应或前高后低	5
4. 铁矿石：短期偏强，但有负反馈风险	7
5. 结论及投资建议	8

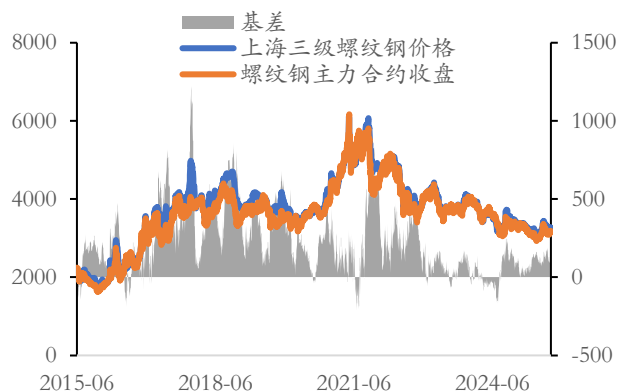
图表目录

图 1 螺纹钢期现价差走势	3
图 2 铁矿石期现价差走势	3
图 3 钢材 5 大品种库存季节性走势	4
图 4 钢材 5 大品种表观消费季节性走势	4
图 5 钢材三大主要下游行业投资增速变化	5
图 6 地产主要指标走势变化	5
图 7 粗钢日均产量季节性走势	6
图 8 高生铁日均产量与高炉产能利用率	6
图 9 长流程螺纹钢利润季节性走势	6
图 10 短流程螺纹钢产量季节性走势	6
图 11 高炉日均铁水产量季节性走势	7
图 12 螺纹钢毛利与铁矿石价格走势对比	7
图 13 铁矿石进口利润季节性走势	8
图 14 铁矿石港口库存季节性走势	8

1. 9 月份黑色板块走势回顾

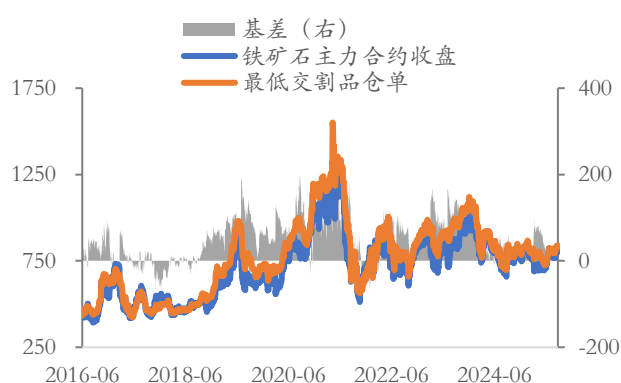
9 月份，钢材市场宽幅震荡格局。截止到 9 月 30 日，螺纹、热卷主力合约分别收于 3072 元/吨和 3253 元/吨，相比 8 月底分别下跌 18 元/吨和 93 元/吨，跌幅分别为 0.6% 和 2.7%。原料价格走势则整体偏强，铁矿石主力合约收于 780.5 元/吨，相比 8 月底下跌 7 元/吨，跌幅 0.8%。螺矿比 3.94，相比 8 月底回升 0.02。

图1 螺纹钢期现价差走势



资料来源：东海期货研究所、ifind

图2 铁矿石期现价差走势



资料来源：东海期货研究所、ifind

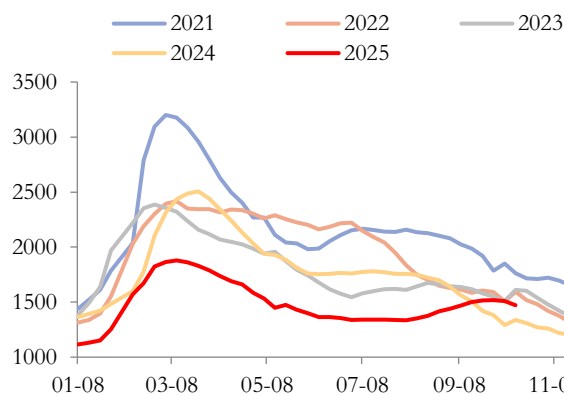
9 月份黑色产业链走的依然是压缩利润逻辑。旺季之下，现实需求恢复明显不及预期，9 月前三周五大品种钢材库存累计回升了 51.86 万吨，表观消费量同比降幅亦连续两周扩大。供应则在 9 月初短暂下降之后快速回升，铁水产量处于持续高位，而铁矿石供应并未出现明显增加，导致矿石价格走势持续强于钢材，钢厂利润基本压缩至盈亏平衡附近。

2. 需求：或有边际改善，但高度预计有限

9 月份为传统的钢材需求旺季，不过现实需求改善明显不及预期。当月 5 大品种钢材表观消费量同比下降了 3.1%，且 9 月下旬之前一直延续累库格局。10 月份仍为钢材需求旺季，现实需求依然偏弱，但或有一定边际改善空间，9 月下旬之后，5 大品种钢材库存见顶回落，并连续两周去库，库存累计降幅为 46.88 万吨，其降幅主要由建材所贡献；表观消费量至 9 月末亦回升至 900 万吨上方。我们拟合的螺纹钢周度供需缺口（需求-供给）也连续三周走扩，这些均显示需求有边际改善迹象。

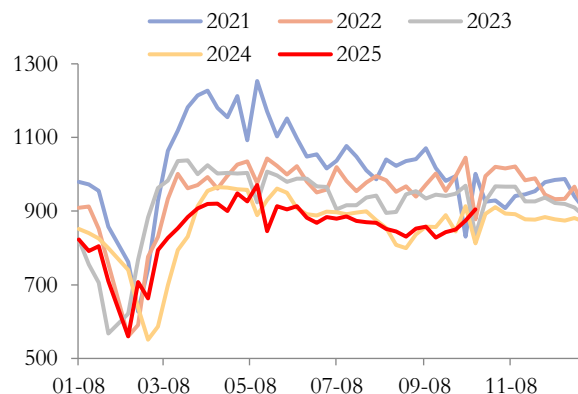
另外，因 9 月最后几个交易日，盘面价格大幅下挫，基差再度走扩，期现正套利润持续兑现。9 月下旬杭州螺纹钢库存从 102.3 万吨降至 83.4 万吨，唐山板带材库存亦从最高的 278 万吨降至 247.74 万吨。10 月上半月随着需求的边际改善，这一趋势仍会继续延续。不过，11 月之后将进入需求淡季，10 月下旬之后随着基差的进一步扩大，或刺激部分反套需求进场，届时可能会进入基差收敛阶段。

图3 钢材 5 大品种库存季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图4 钢材 5 大品种表观消费季节性走势



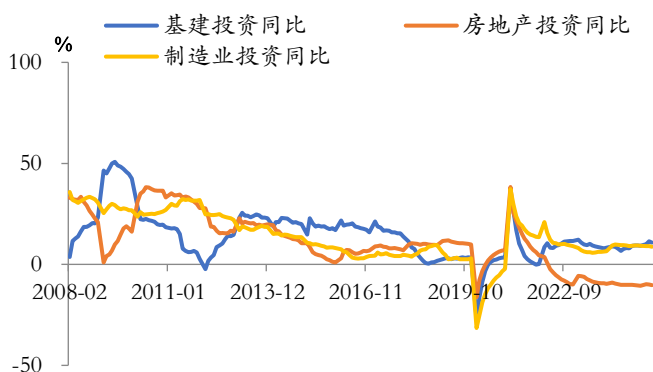
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

具体分行业来看，地产、基建和制造业投资增速相比7月份均有所放缓。8月份地产销售数据继续走弱，当月商品房销售面积分别下降10.99%和14.77%，降幅相比7月分别扩大2.5和0.7个百分点。供应端，地产投资、新开工面积降幅继续扩大，竣工面积降幅则收窄约8个百分点。销售的回落导致地产企业资金状况依然偏紧，我们跟踪的房企资金盈余缺口数据一直在低位运行，定金及预收款和按揭贷款占房企资金来源的比重也回落0.1个百分点。广义商品房库存去化周期继续维持在40个月以上。地产行业的持续下行与市场信心不足以及前期稳地产政策效果的消退有一定关系。不过，自8月份开始，北京、上海、深圳等一些城市相继加码了稳地产的政策，包括部分区域放松限购，二套房贷利率调整以及公积金贷款等政策。虽然9月份LPR利率维持不变，但随着美联储降息周期的开启，10月之后利率仍有进一步下调可能。政策的持续加码或对地产销售形成一定提振，9月份当月全国30个大中城市商品房销售面积的均值为27.83万平方米，环比8月份回升近5.8万平方米。不过，当下地产政策依然是以去库存为主，对于建材消费的拉动作用预计有限。

基建方面，今年1-8月广义基建投资同比增长5.42%，增速较前7个月回落1.87个百分点；其中8月份当月同比下降6.42%，降幅比7月扩大4.47个百分点，且为年内第二个月同比下滑。分项来看，前8个月，水利建设投资同比下降0.2%，成为基建下行的主要拖累因素。7-8月份地方政府专项债发行进程明显加快，前8个月发行额为3.27万亿元，占全年地方债发行额度4.4万亿的74.24%，明显高于去年同期得66.15%。但资金落地存在一定时滞，加之极端天气影响，造成基建投资持续走弱。不过，基建投资的相关政策依然在加码。9月中旬财政部新闻发布会宣布提前下达部分2026年新增地方政府专项债限额。月底发改委新闻发布会也宣布将设立5000亿元得新型政策性金融工具，并全部用于补充项目资本金，预计可撬动投资约3-4万亿元。另外，10月份之后天气逐步转凉，在一定程度上也有利于项目施工。9月份建筑行业PMI和新订单指数均有不同程度回升；9月沥青装置开工率均值为34.38%，相比8月回升3.23个百分点，其中9月最后一周开工率回升至40%以上；混凝土产能利用率均值也环比回升0.4个百分

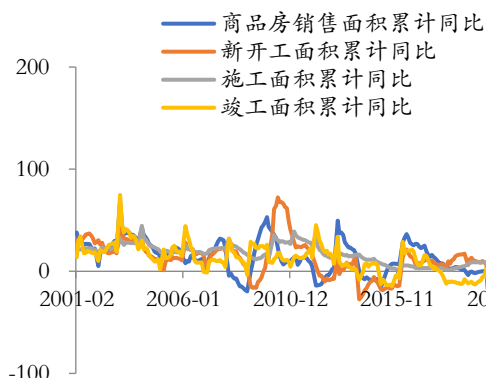
点,这些均预示着10月基建投资仍有好转可能。预计4季度基建投资大概率会回到7%-8%的区间。

图5 钢材三大主要下游行业投资增速变化



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图6 地产主要指标走势变化



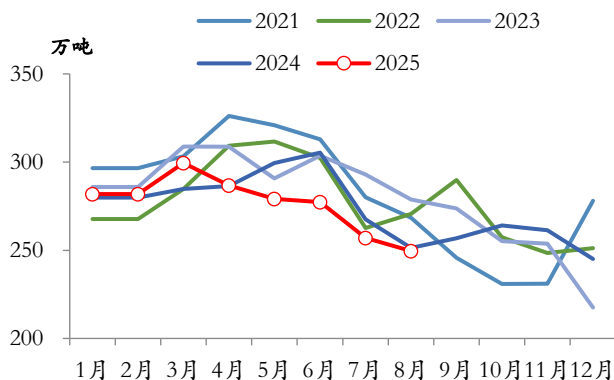
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

制造业方面，今年1-8月，国内制造业投资同比增长5.1%，增速较1-7月回落1.1个百分点；其中8月份当月同比下降1.3%，降幅较7月扩大1.05个百分点，为连续第二个月负增长。价格因素以及需求放缓依然是制造业投资仍是制造业投资下行的两大主因。前8个月，PPI累计同比增长2.9%，增速处于近几年来低位；剔除价格因素后，8月制造业投资同比增长1.7%。内需端，两新政策效果边际效应持续减弱，8月社会消费品零售总额同比增长3.4%，增速比7月继续回落0.3个百分点；其中汽车、家电分项增速分别加快2.3个百分点和回落2个百分点。而前8个月固定资产投资分项中的设备和工具购置费用同比增长14.4%，增速比7月回落0.8个百分点。外需端，8月PMI新出口订单小幅回升0.1个百分点，但仍处于荣枯分界线以下；前8个月机电产品出口同比增长8.1%，增速相比之前持平。不过，宁波集装箱出口货运指数9月份连续4周下降，8月份，韩国和越南出口增速亦不同程度回落。同时，美国8月份扩大了钢铝产品关税征收范围，市场又传出欧盟计划在未来几周对中国钢铁及相关产品加征25%-50%关税的消息，因此四季度出口依然面临一定下行压力。而工业企业利润的持续负增长以及工业产能利用率的低位也压制了制造业企业的投资意愿。所以综合来看，10月份制造业投资仍会延续下行格局。

3. 供给：利润压缩继续，四季度供应或前高后低

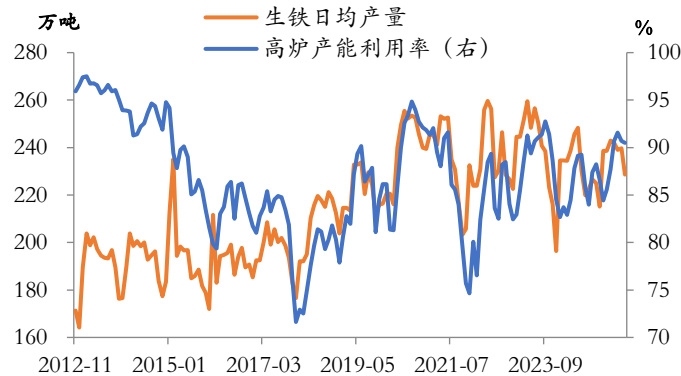
今年前8个月，国内粗钢产量为6.72亿吨，同比下降2.8%或1935.24万吨；日均产量延续回落趋势，8月份当月粗钢日均产量249.57万吨，环比回落7.39万吨。前8个月粗钢产量的下降依然是由废钢所贡献，同期生铁产量降幅为1.1%，低于粗钢产量降幅。同时，8月铁钢比回升至90%，为2023年12月以来新高。短流程钢厂开工率、产能利用率以及钢厂废钢到货量等指标则均有不同程度下滑。

图7 粗钢日均产量季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

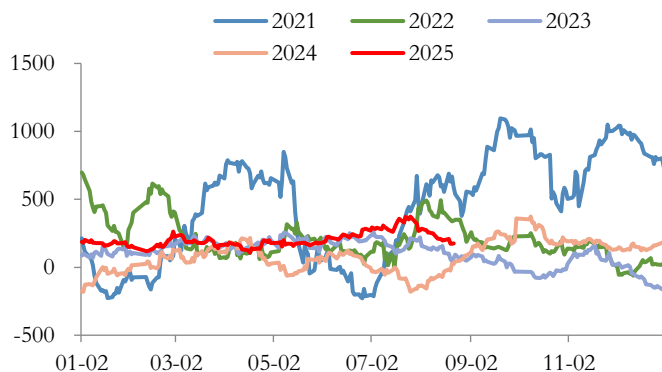
图8 高生铁日均产量与高炉产能利用率



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

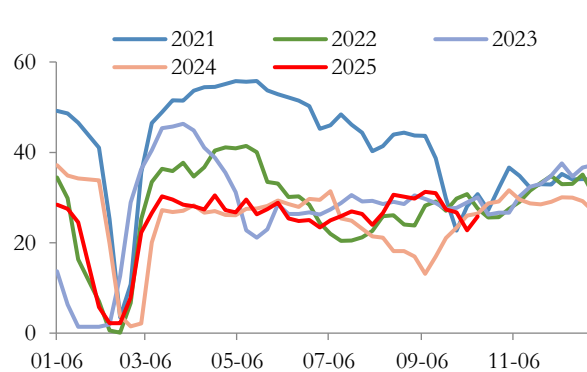
对于四季度的供应，需求和钢厂利润的变化仍然是主要的因素。需求不及预期叠加高供给之下，9月份长流程钢厂利润压缩逻辑继续，但截止到9月底，长流程螺纹钢利润仍在100元/吨附近，热卷也有小幅盈利，全国247家钢厂中盈利钢厂占比也在56%附近。这种情况下，钢厂主动减产的意愿依然较低。因此，10月份之后，钢材的高供给以及长流程钢厂的利润压缩均会继续持续。不过，进入11月份之后，下游需求将继续走弱，钢厂利润大概率转负，届时钢厂主动减产意愿将有所增强。同时，《钢铁行业稳增长行动方案（2025-2026）》明确提及落实年度产量压减任务，加之反内卷政策的持续推进，11-12月限产政策不排除有进一步升级的可能。事实上，自9月中旬开始，唐山因空气质量原因已经要求部分钢企做好硬减排措施的准备，限产时间为9月15日至9月30日。所以四季度长流程钢厂产量或呈现前高后低态势。

图9 长流程螺纹钢利润季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图10 短流程螺纹钢产量季节性走势



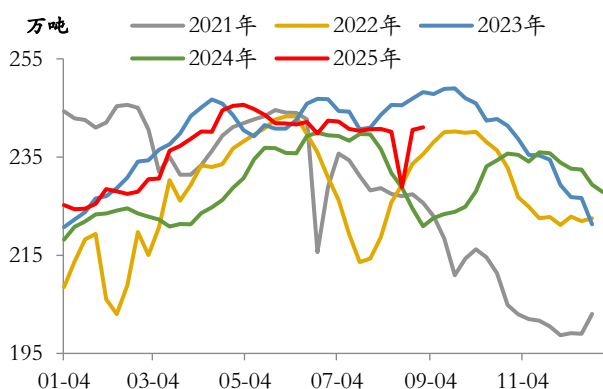
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

电炉钢10月之后产量仍有继续回落可能。自8月下旬以来，电炉钢利润持续下滑，根据我们测算，谷电利润从8月底的185元/吨收窄到了71元/吨，且仍有进一步压缩可能。相应反应电炉钢供应的指标均不同程度下滑，截止9月最后一周，电炉钢产能利用率降至50%附近，相比9月初下降5.71个百分点；9月全月短流程螺纹钢产量均值为26.72万吨，相比8月回落3.77万吨。同时，全国300家钢厂9月全月废钢日均到货量均值为55.89万吨，环比8月回落1.35万吨。

4. 铁矿石：短期偏强，但有负反馈风险

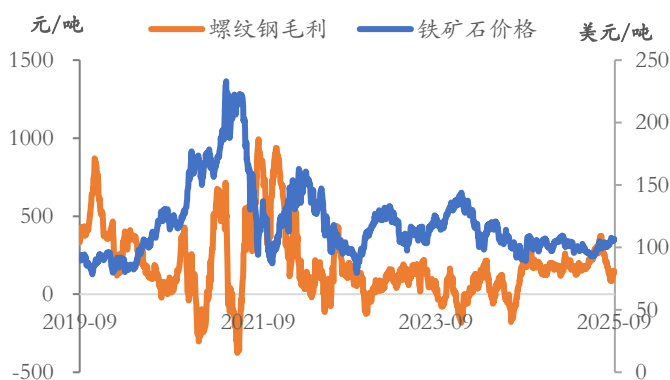
9月铁矿石价格走势明显强于成材，主要是因为钢材供应居高不下，叠加国庆节前钢厂补库两大因素推动所致。月初，北方钢厂阶段性限产，铁水日产量一度降至229万吨左右，之后快速回升至240万吨上方。9月第一周，全球铁矿石发运量单周环比回落800.6万吨。受此影响，矿石价格在9月初触底，并走出了一波上涨行情。中旬之后，铁水日产继续维持高位；下游钢厂节前补库亦开始启动，全国247家钢厂矿石库存连续三周回升，累计回升幅度796万吨。铁矿石价格进一步走高。下旬之后，随着国庆长假的临近，铁矿石现货价格在105-106美元之间，盘面价格在800附近，呈现区间震荡走势。

图11 高炉日均铁水产量季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图12 螺纹钢毛利与铁矿石价格走势对比



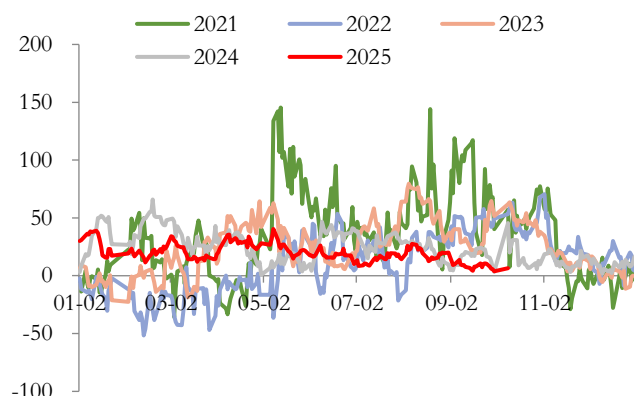
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

9月下旬之后，随着钢厂利润的收窄，市场上一直都在讨论负反馈得问题。但考虑到10月份尚有一系列宏观利好事件，且全国247家钢厂中盈利钢厂占比仍在58%左右，所以上半月之前出现大幅负反馈概率不高。不过，利润压缩逻辑依然在继续，10月下旬到11月在钢材需求进一步走弱的背景下，到11月份不排除钢厂会出现亏损的可能，届时钢厂主动减产意愿将明显增强。另外，根据前文所述，四季度北方地区不排除有进一步限产可能，且会以减铁水为主。供应方面，9月上旬，几内亚政府要求西芒杜铁矿投资方在当地建立冶炼厂消息曾一度引发供应收缩预期，但随后几内亚政府辟谣。另外，根据公开消息，西芒杜铁矿投产并未受到影响。赢联盟控股得1、2号矿区已经正式启动首批开采作业；力拓控股得3、4号矿区预计年底前也将投产。同时，BHP及FMG分别上调了2026财年铁矿石产量目标。11-12月，铁矿石供需格局有望进一步恶化，事实上，根据我们测算得月度供需平衡表，8月份铁矿石供需缺口（供-需）在进一步扩大。

海外生铁产量自今年4月份开始见顶回落，8月份除中国之外的其他地区生铁日产量为144.25万吨，环比回升0.35万吨。目前欧美日等发达经济体制造业PMI基本处于荣枯分界线以下，且美国对全球钢铝加征关税的影响逐渐显现，海外钢材需求或进一步回落。9月份以来，国内外热卷价差持续回落，也从侧面验证了海外钢材需求回落的结论。所以四季度海外生铁产量也不排除进一步回落可能。

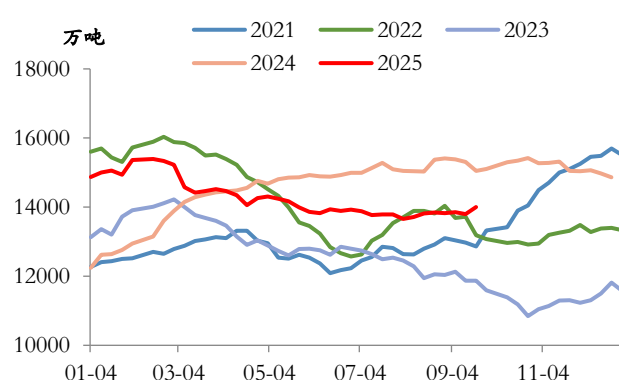
估值角度，9 月份，铁矿石现货价格一直在 105-107 美元之间波动，盘面价格折算美元在 95-98 美元之间波动，处于近 3 年以来高位水平。相对估值方面，9 月上旬，钢厂利润和铁矿石进口利润的差值从 126 元/吨最低压缩至 75 元/吨；中旬之后随着钢材价格的反弹又修复至 154 元/吨，以历史经验看，矿石相对估值亦处于偏高区域。鉴于钢厂依然有利润和订单，且 10 月份仍有一系列的宏观利好时间，因此铁矿石向下修复估值的概率不高。压缩钢厂利润的逻辑可能还会持续一段时间。10 月下旬到 11 月随着利润的进一步压缩和需求的恶化，或存在向下修复估值的可能。

图13 铁矿石进口利润季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图14 铁矿石港口库存季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

5. 结论及投资建议

9 月上中旬钢材市场的反弹主要是受宏观预期支撑，下旬之后逐步回归到弱基本面逻辑。9 月下旬之后，需求有边际改善迹象，10 月之后，这一个格局仍可能会继续延续。但结合当下地产、基建、制造业均持续走弱的现状，预计需求改善幅度有限。且 11 月之后，需求将再度走弱。供应方面，因目前钢厂利润水平尚不足以触发主动减产，10 月份高供给的格局仍将继续持续，加之 10 月还有一系列宏观利好事件，故产业链负反馈触发条件不足。不过，采暖季之后，限产政策存在进一步升级的可能，且随着利润的进一步压缩，政策推动的阻力可能会进一步减小。同时，主要的宏观利好事件在 10 月底 11 月初也会逐步落地，因此，11 月之后黑色产业链出现负反馈概率较高。

钢厂复产和国庆长假补库两大因素使得 9 月铁矿石价格走势明显强于钢材。10.1 长假过后，虽然钢厂补库因素消除，但铁水日产量短期还会再高位维持一段时间。同时，10.1 长假期间又传出西芒杜铁矿事故消息。所以 10 月下旬前矿石价格仍会在高位运行。进入 11 月之后，钢材需求下滑力度或进一步加大，钢厂利润也将继续压缩，届时不论是钢厂主动减产意愿还是政策性减产力度均可能会有所升级。海外生铁产量亦有进一步回落可能。而供应端则会继续恢复，BHP 和 FMG 均上调了 2026 财年产量目标，西芒杜铁矿石年底前预计也会政策出货。所以 10 月下旬到 11 月随着利润的进一步压缩和需求的恶化，铁矿石存在向下修复估值的可能。

操作策略：四季度钢材、铁矿预计维持箱体震荡的概率较大，螺纹钢运行区间预计在 3000-3300，热卷在 3200-3450 之间；铁矿现货的运行区间在 95-110 美元之间，盘面预计在 750-820 元之间

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，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，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市峨山路505号东方纯一大厦10F

联系人：贾利军

电话：021-80128600-8632

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn