

2025年1月24日

春节前后黑色系主要交易机会分析

分析师：

刘慧峰

从业资格证号：F3033924
投资咨询证号：Z0013026
电话：021-68757089
邮箱：Liuhf@qh168.com.cn

联系人

武冰心

从业资格证号：F03118003
电话：021-68757089
邮箱：wubx@qh168.com.cn

投资要点：

- **政策强预期依然存在：**春节期间，虽然海外有美联储议息会议以及关税政策等风险因素存在，但春节之后国内对于政策的强预期依然会存在。对2月份市场风险偏好形成一定提振。
- **低库存支撑钢材价格：**我们预估2025年五大品种钢材库存高点预计在2100万吨左右，显著低于2024年的2500万吨。低库存的背景下，一旦宏观预期有所好转，则会对价格形成较强支撑。
- **铁矿石供需阶段性错位继续：**春节过后，铁矿石供需阶段性错位的格局仍会继续延续。铁水日产连续两周回升，且节后仍会继续。供应端一季度海外事故，天气因素影响较多，发运量和到港量均为全年低点。今年又有力拓港口受损影响。矿石价格节后仍将维持偏强格局。
- **双焦供应继续维持高位：**双焦，特别是焦煤端供应压力偏大。虽然经历钢厂冬储补库，但主要库存压力依然集中在上游煤矿端。同时，山西省2025年煤炭产量目标为13亿吨，在2024年基础上进一步增长。
- **结论：**春节长假期间，海外有美联储议息会议以及关税政策等风险因素存在，若长假期间出现一些利空因素。节后黑色板块不排除短期会出现调整。不过，3月份两会政策落地之前，政策端强预期会一直存在，且我们预计今年钢材库存水平可能会显著低于去年，所以黑色板块2月份仍以震荡偏强为主。分品种看，依然是铁矿强于成材强于双焦得格局。3月份两会结束后，市场回归基本面逻辑，届时可能面临较大调整压力。
- **操作建议：**螺纹钢运行区间3200-3550之间；铁矿770-850之间，5-9正套可继续考虑择机介入；焦煤短期延续区间震荡，中期可能测试1000元蒙煤长协成本支撑
- **风险因素：**成材复产过快，海外宏观出现较大利空

目录

1. 政策强预期依然存在	3
2. 低库存对钢材价格仍有支撑.....	3
3. 铁矿石：供需阶段性错位，节后价格仍偏强.....	4
4. 双焦：供应维持高位，价格依旧承压	5
5. 风险因素	5
6. 结论及投资建议	5

图表目录

图 1 广义和狭义财政赤字率	3
图 2 地方专项债发行目标	3
图 3 全球铁矿石发运季节性走势	4
图 4 钢厂盈利占比和高炉日均铁水产量走势	4
图 5 焦炭库存及价格走势对比.....	5
图 6 煤矿焦煤库存季节性走势	5

2025 年开年以来，黑色板块呈现先抑后扬格局，截止到 1 月 22 日，文华黑链指数收于 119.57 点，相比 12 月底上涨 1.36%。分品种涨幅看铁矿>成材>双焦。本文将对春节后黑色板块各品种主要逻辑进行梳理，并提出相应策略，供参考。

1. 政策强预期依然存在

2025 年开年以来黑色板块的走势应该说既有宏观，也有基本面方面的因素，宏观因素影响权重更高一些。上旬的走弱主要是因为国内宏观政策进入真空期，且市场对于关税政策有一定担忧；海外美联储对通胀担忧有所增加，开始释放偏鹰基调。下旬的反弹则主要是因为中美元首通话之后，阶段性缓和预期增强；国内一系列的发布会也释放了政策偏暖的信号。

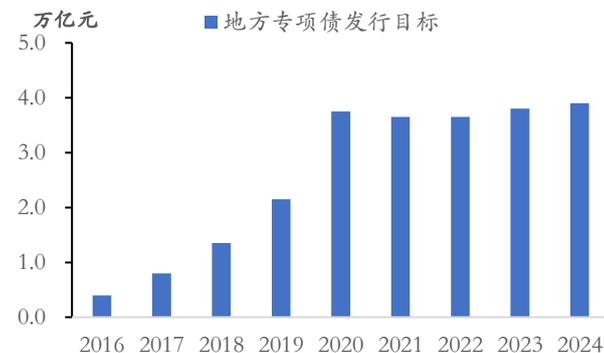
春节期间，虽然海外有美联储议息会议以及关税政策等风险因素存在，但春节之后国内对于政策的强预期依然会存在。这主要体现在两个方面：一是，国内政策依然在释放偏暖信号，开年国常会研究推进城市更新政策；“两新”政策范围有所扩大；财政部对于提高财政赤字率、化债以及财政货币政策协同均有积极表述；近期六部委公布了《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，预计在 3 月份两会之前，政策利多信号可能会持续释放。二是，因为去年底的中央经济工作会议内容超出了市场预期，这就使得两会之前市场对于政策会有较高期待，包括赤字率上调幅度，以及专项债和特别国债的发行量等等。同时，截止到 1 月 20 日，地方两会公布的 31 个省市 GDP 加权目标增速为 5.26%，预计 2025 年全国 GDP 增长目标仍为 5%。这些因素均会对 2 月份的市场风险偏好形成一定提振。

图1 广义和狭义财政赤字率



资料来源：东海期货研究所、ifind

图2 地方专项债发行目标



资料来源：东海期货研究所、ifind

2. 低库存对钢材价格仍有支撑

从近 5 年历史数据来看，每年春节前 5-9 周左右，钢材库存开始累积。今年是春节前 5 周开始，累库开始时间较晚。同时，从库存结构看，螺纹钢库存处于历史低位，春节前最后一周数据为 483.21 万吨，阴历同比下降 291.32 万吨；热卷库存则处于正常水平，春节前最后一周数据为 336.51 万吨，阴历同比增长 14.65 万吨。这一结构的变化与今年钢材消费结构变化，螺纹钢产量大幅下降所致，2024 年螺纹钢产能利用率最低降至 35.2%，最新的数据也仅为 42.3%。

我们认为，螺纹钢低产量的格局可能还会继续，在结合今年冬储普遍谨慎的现状，五大品种钢材库存高点可能会明显低于去年。若以建材 2 月份产量同比（阴历）下降 10%，3 月份同比下降 7%；消费量 2 月份同比（阴历）下降 12%，3 月份同比下降 9%估算，则建材（螺纹+线材）库存高点可能为 1183 万吨，其中螺纹库存 960 万吨左右。在假设板材库存同比增长 3%左右，则 2025 年五大品种钢材库存高点预计在 2100 万吨左右。低库存的背景下，一旦宏观预期有所好转，则会对价格形成较强支撑。

表 1 五大品种钢材库存历年春节累库情况

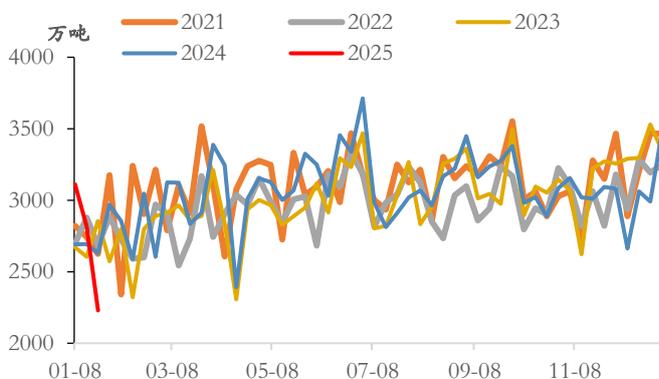
年份	库存累积起点	库存初始量	春节时点	库存累积终点	库存顶点量	累积时间(周)	累积幅度
2017	2016/11/11	1315.12	2017/1/28	2017/2/17	2347.21	14	78.48%
2018	2017/12/8	1155.39	2018/2/16	2018/3/16	2647.54	14	129.15%
2019	2018/12/7	1236.71	2019/2/4	2019/3/1	2519.28	12	103.71%
2020	2019/11/28	1166.47	2020/1/24	2020/3/12	3890.92	15	233.56%
2021	2020/12/24	1307.48	2021/2/12	2021/3/4	3200.64	10	144.79%
2022	2021/12/30	1295.72	2022/1/31	2022/3/3	2417.52	9	86.58%
2023	2022/12/15	1265.42	2023/1/21	2023/2/16	2386.51	9	88.59%
2024	2023/12/7	1297.85	2024/2/9	2024/3/14	2505.97	14	93.09%
2025	2024/12/26	1109.37	2025/1/28				

资料来源：Mysteel

3. 铁矿石：供需阶段性错位，节后价格仍偏强

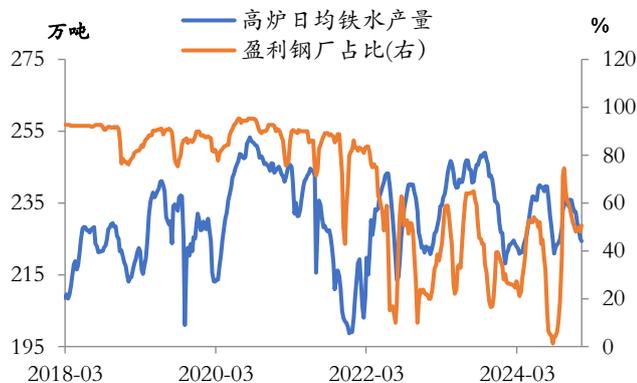
受到钢厂冬储补库以及人民币汇率阶段性走弱影响，1月以来铁矿石价格走势整体偏强。从历史数据看，一般春节前 10 周左右钢厂开始进行补库，补库幅度在 15%-20%之间。今年钢厂铁矿补库启动得时点和补库幅度与往年相当，截止到 1 月 24 日当周，全国 247 家钢厂铁矿石库存为 1.08 亿吨，相比 11 月初低点回升 20.8%；库存可用天数 38.6 天，与去年春节前基本接近。

图3 全球铁矿石发运季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图4 钢厂盈利占比和高炉日均铁水产量走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

春节过后，冬储补库对于铁矿石的支撑作用将有所减弱。但供需阶段性错位的格局仍会继续延续。1月以来，高炉日均铁水产量已经连续两周回升，累计回升幅度 1.08 万吨。根

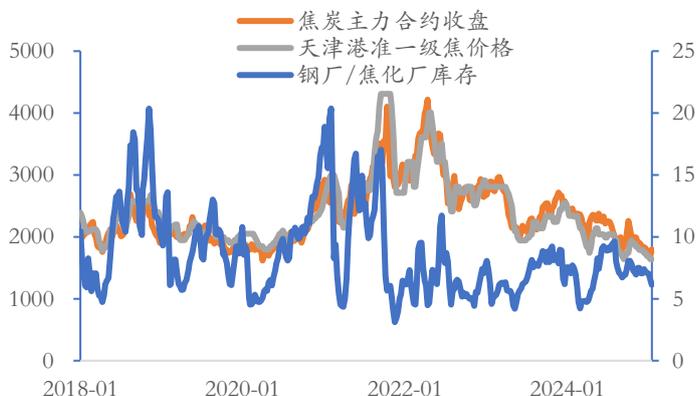
据我们的测算，长流程螺纹钢利润在 190 元/吨附近，热卷在 70 元/吨附近，因此春节过后，高炉日均铁水产量大概率继续回升。而 1 月全球铁矿石发运量连续三周下降，累计降幅 1250 万吨。按照历史经验看，一季度海外事故，天气因素影响较多，发运量和到港量均为全年低点。近期，力拓又发布公告称 EII 港口设施受损，预计影响 3-4 周左右。2024 年该港口发运量为 4500 万吨，按此估算，影响发运量约 300-400 万吨。但公告称年度发运目标不变，若在考虑下半年非洲矿投产等因素得影响，铁矿石近强远弱得格局仍会继续延续。

4. 双焦：供应维持高位，价格依旧承压

1 月份煤焦价格走势明显弱于铁矿，主要是因自身供应压力所致。节前最后一周，钢厂焦炭库存已经回升至 716.23 万吨，且钢厂和焦化厂焦炭库存比值已经连续 5 周下降，焦煤下游库存也已经接近了去年同期水平，双焦的冬储补库预计也将暂时告一段落。

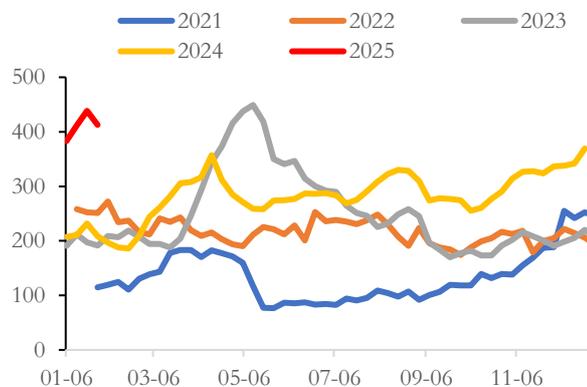
春节过后，虽然铁水产量的回升也会对煤焦的需求形成一定提振，但双焦，特别是焦煤端供应压力偏大。截止到 1 月 24 日当周，全国 523 家炼焦煤矿山焦煤库存为 412.6 万吨，阴历同比增加了 215.89 万吨，主要库存压力依然集中在上游煤矿端。同时，山西省 2025 年煤炭产量目标为 13 亿吨，在 2024 年基础上进一步增长。另外，根据我们的了解，一季度蒙煤长协价格下调至 1000 元/吨。所以，总体来看春节后双焦价格仍会面临较大的下行压力。

图5 焦炭库存及价格走势对比



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图6 煤矿焦煤库存季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

5. 风险因素

(1) 本文假设成品材，特别是建材低产量格局会延续，若春节后成品材复产过快，库存水平快速回升，甚至接近去年，则下跌可能会提前到来。

(2) 春节期间，海外宏观存在较大不确定性，若长假期间出现较大利空，则可能会对宏观预期产生较大影响

6. 结论及投资建议

春节长假期间，海外有美联储议息会议以及关税政策等风险因素存在，若长假期间出现一些利空因素。节后黑色板块不排除短期会出现调整。不过，3月份两会政策落地之前，政策端强预期会一直存在，且我们预计今年钢材库存水平可能会显著低于去年，所以黑色板块2月份仍以震荡偏强为主。分品种看，依然是铁矿强于成材强于双焦得格局。3月份两会结束后，市场回归基本面逻辑，届时可能面临较大调整压力。

操作建议，螺纹钢3200附近预计有较强支撑，若本文假设能够兑现，节后可能会测试电炉钢峰电成本（3550附近）；铁矿石现货在95-105美元之间，考虑盘面贴水因素影响，主力合约运行区间预计在770-850之间，5-9正套驱动依然存在，30以下可考虑介入，（20, 25止损），焦煤以区间震荡为主，中期可能测试1000元蒙煤长协支撑。

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：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL：Jialj@qh168.com.cn