

2025年2月8日

低库存&强预期，钢材价格走势依旧偏强

——黑色金属2月月度投资策略

分析师：

刘慧峰

从业资格证号：F3033924
投资咨询证号：Z0013026
电话：021-68757089
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：

- **低库存、弱需求格局延续：** 目前钢材市场仍处于需求淡季，现实需求相对偏弱。但因前期产量下降影响，库存也在比较低的位置。根据我们测算，今年春节之后的库存高点在2100万吨左右，相比去年有明显降低。分行业看，地产、基建在政策提振下有改善空间，制造业或因出口下降受到一定抑制。不过，考虑到两会之前政策预期偏强，加之低库存影响，钢价仍有支撑。
- **高利润&季节性影响，钢材供应延续回升：** 钢厂利润处于高位，同时目前钢材市场呈现强预期、低库存的格局，且按季节性因素看，未来一段时间需求大概率会环比改善。所以，在此背景下，长流程钢厂产量依然有进一步回升的空间。短流程螺纹钢的谷电利润仍在200元/吨以上，与去年同期水平接近。高利润叠加季节性复产影响，预计2-3月份电炉钢复产速度也会比较快。
- **铁矿石需求尚可，短期仍维持强势：** 按照目前的钢厂利润以及钢材市场基本面情况来看，铁水产量仍有进一步的回升空间，铁矿石需求强度短期仍有保障。供应方面，按照历史经验，一季度海外事故、天气因素影响较多，发运量和到港量均处于历史同期低位。供需阶段性错位情况短期会继续延续。若在结合两会前的政策强预期，铁矿石的估值亦有进一步向上修复的空间。
- **结论：** 春节长假期间，中美贸易冲突再起导致市场避险情绪增加，但同时也使得两会之前，国内宏观政策加码预期增强。基本面方面，钢材市场低库存格局继续延续，预计今年春节后库存高点在2100万吨左右，相比去年有明显下降。分行业看，地产、基建在政策提振下有改善空间，制造业或因出口下降受到一定抑制。低库存、强预期之下，2月份钢材市场仍进一步上涨空间。
- **操作建议：** 螺纹、热卷以区间震荡思路对待，螺纹运行区间预计在3250-3500；热卷3300-3550；铁矿走势偏强，预计运行区间在750-850之间，5-9正套逻辑依然存在。
- **风险因素：** 政策力度低于预期，需求继续超预期走弱

目录

1. 2025 年 1 月黑色行情回顾	3
2. 低库存、弱需求格局继续延续	3
3. 高利润&季节性影响，钢材供应延续回升	5
4. 铁矿石：需求尚可，短期仍维持强势	7
5. 结论及投资建议	8

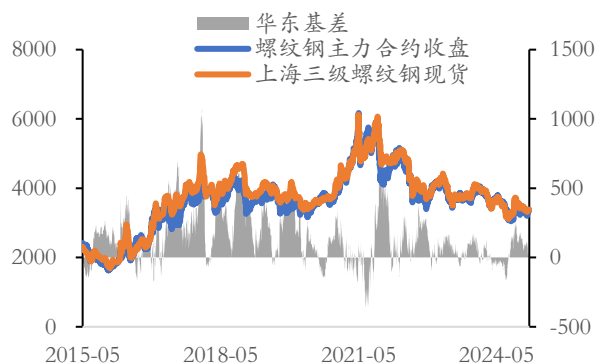
图表目录

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 3 大主要下游行业投资增速对比	5
图 6 商品房销售、新开工、施工及竣工面积同比	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. 2025 年 1 月黑色行情回顾

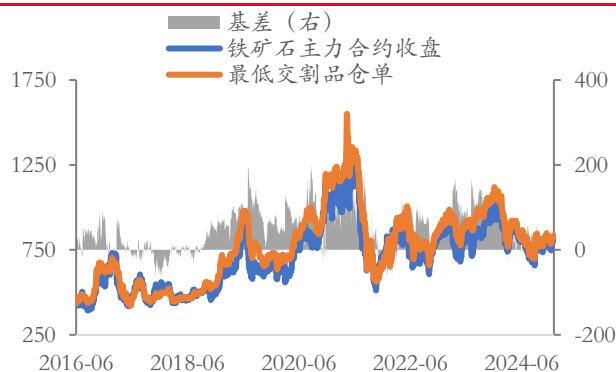
1 月以来，国内黑色板块先抑后扬，原料价格走势强于成材。截止 2 月 5 日，螺纹、热卷主力合约分别收于 3320 和 3416 元/吨，较 1 月初分别上涨 14 元/吨和下跌 8 元/吨，涨跌幅分别为 0.4% 和 -0.2%。铁矿石主力合约收于 801 元/吨，相比 1 月初上涨 19 元/吨，涨幅 2.43%。螺矿比 4.14，相比 1 月初回落 0.08。

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

1 月份为钢材市场传统需求淡季，钢价波动主要受宏观预期影响较大。上旬，国内为宏观政策真空期，海外美联储对通胀有所担忧，开始释放偏鹰基调，且市场对于关税政策有一定担忧。这一阶段，钢材市场呈现震荡下行格局。中旬之后，中美元首通话，阶段性缓和预期增强；国内一系列发布会也释放政策偏暖信号，钢材市场随即触底反弹。2 月初，因春节长假期间关税政策落地，长假后首个交易日成材价格在度下跌。铁矿石走势强于钢材，主要是因铁水产量持续回升以及春节之前钢厂补库因素所致。

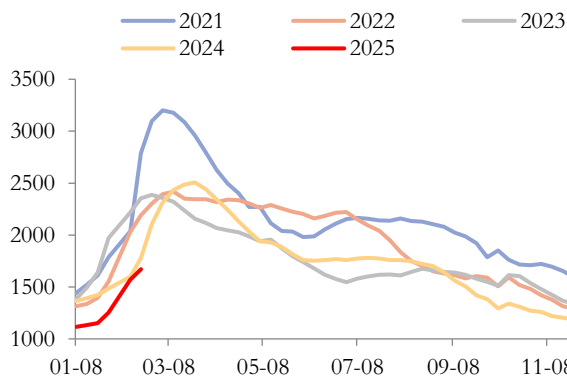
2. 低库存、弱需求格局继续延续

1 月份为传统的钢材需求淡季，根据以往历史经验，春节前 5-9 周左右开始累库，今年是春节前 5 周开始累库，累库开始时间较晚。同时，因 2024 年地产需求下滑，建材产量下降明显影响，建材库存一直处于历史低位，使得钢材库存总量偏低。考虑到春节因素影响，我们以最近两期五大材库存均值数据进行对比，该数据为 1620.76 万吨，同比（阴历）下降 587.05 万吨，降幅约在 27% 左右；其中螺纹钢库存下降了 439 万吨，降幅接近 40%。

对于 2025 年库存高点，我们从两个角度进行预估：（1）假设 2 月份剩余时间建材产量同比（阴历）下降 10%，3 月建材产量下降 7%；消费量 2 月份剩余时间同比（阴历）下降 12%，3 月份同比下降 9%，则建材库存高点在 1170 万吨左右。同时，考虑产量回升以及出口下行影响，板材库存假设相比去年高点增长约 4% 左右，则五大材库存高点在 2080 万吨左右。（2）2016 年以来，春节期间五大材累库幅度得均值为 111.34%，剔除 2020、2021 两年因疫情影响异常之外，其余年份均值为 90% 左右，按此幅度估算，库存高点在 2107 万吨。所以综合考虑，今年库存高点可能在 2050-2100 万吨之间，相比去年 2500 万吨有明显下降。而春节

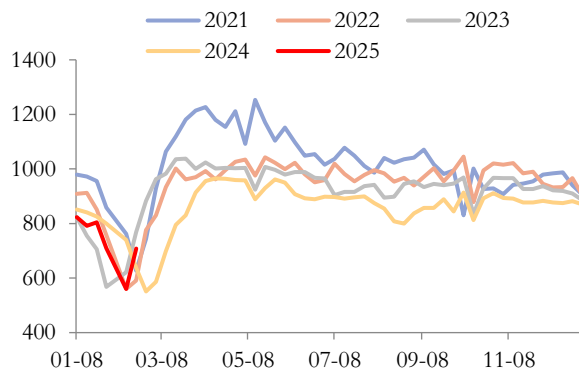
长假期间中美贸易冲突的升级以及国务院第七次全体会议强调加大逆周期调节力度、打破常规，推出可感可及的政策举措又使得市场对两会期间政策加码有一定期待。强于期、低库存两大因素叠加仍会对短期钢价形成支撑。

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

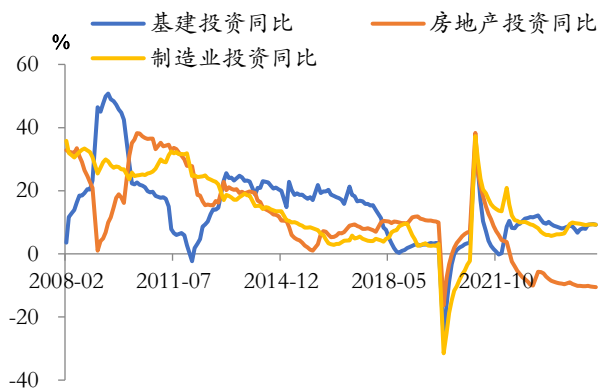


资料来源：东海期货研究所、Mysteel

具体来看，去年四季度钢材三大主要下游行业呈现地产底部震荡，基建小幅走弱，制造业维持韧性的格局。本轮地产政策“组合拳”出台之后，地产销售数据自9月以来持续改善，11月单月商品房销售面积增速转正，为3.25%，12月销售增速虽有回落，但依然维持正增长。同时，随着销售的企稳，地产企业资金情况也有所好转，12月地产企业资金来源增速为6.4%，相比11月回升10.1个百分点，定金及预收款和按揭贷款占比也持续提升。2024年中央经济工作会议提出“持续用力推动房地产市场止跌回稳”，预计针对销售端的政策在2025年仍会持续发力。另外，根据最新数据，2024年地产融资“白名单”审批项目金额已经超过5万亿元，2025年将按照“应进尽进、应贷尽贷、能早尽早”原则，将符合条件的项目均纳入“白名单”，地产企业融资情况也将持续好转。不过，也需要注意，本轮地产政策主基调仍是推动去库存，目前地产前端得投资、新开工等数据依旧偏弱，因此对于建材消费的实际拉动作用有限。

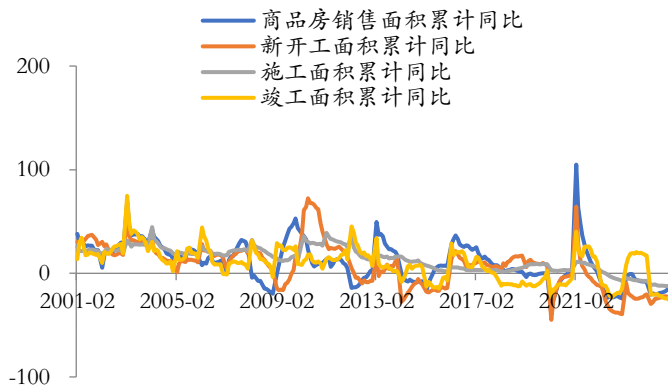
季节性因素，叠加四季度地方政府专项债发行量减少，导致年末基建投资增速有所回落。12月当月广义基建投资同比增长7.44%，增速较11月回落2.34个百分点。一季度之后，基建投资预计会进一步回升，一方面，中美贸易冲突升级后，出口存在下行压力，基建投资拖底作用凸显。另一方面，每年一季度都会提前下达一部分地方政府专项债限额，根据相关统计，截止1月15日，已经有20个省份披露了专项债发行计划，合计约3581.13亿元，占去年地方政府专项债限额得9.2%。加之去年地方存量隐性债务置换政策落地，地方将有跟多的财力资源支持基建投资。2024年制造业PMI新订单从9月的39.5回升至51.4，也预示着后期基建投资可能会继续回升。

图5 钢材 3 大主要下游行业投资增速对比



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图6 商品房销售、新开工、施工及竣工面积同比



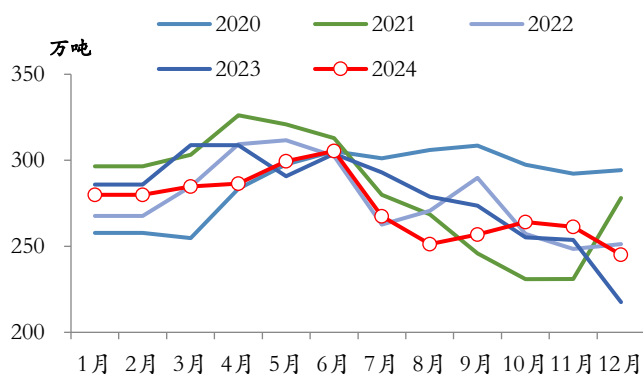
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

制造业方面，2024 年全年，国内制造业投资同比增长 9.2%，增速较 1-11 月回落 0.1 个百分点；12 月份当月制造业投资同比增长 8.3%，增速较 11 月回落 0.95 个百分点。出口的韧性和内需刺激政策是制造业投资表现良好的主要原因。“抢出口”因素得推动下，12 月机电产品出口同比增长 12.14%，增速较 11 月回升 4.22 个百分点。同时，因“两新”政策影响，2024 年全年设备和工具的购置费用同比增长了 15.7%。12 月当月社会消费品零售总额中的汽车和家电分项数据均创出了年内新高。春节长假期间，中美贸易冲突在度发酵，且此次对加拿大、墨西哥等国也同时加征关税，这会进一步抑制转口贸易。目前反应海外需求景气度的 1 月前 20 天韩国出口同比增速已经降至-5.13%（12 月份为 6.78%），所以未来出口下行压力会比较大。不过，内需政策依然在持续加码，年初国家发改委宣布“两新”政策扩围，财政部也宣布了设备更新贷款贴息政策延期的通知，且在中美贸易冲突加剧的背景下，两会期间政策有进一步加码的可能性。综合内外部因素考虑，未来 1-2 个月制造业投资存在一定下行压力。1 月份中国制造业 PMI 降至 49.1%，生产和新订单指数同比回落，也从侧面验证了这一结论。

3. 高利润&季节性影响，钢材供应延续回升

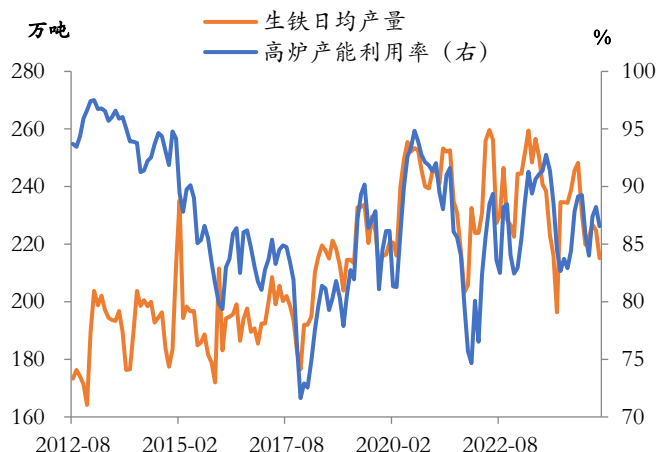
12 月份因钢厂利润阶段性回落，叠加季节性因素影响，生铁、粗钢日均产量均不同程度回落。根据国家统计局数据，12 月份国内粗钢产量 7596.92 万吨，日均产量 245.06 万吨，环比回落 16.27 万吨。12 月铁钢比环比 11 月回升 2 个百分点，表明当月产量的下降主要是由废钢所贡献。12 月 Mysteel 口径的 300 家钢厂废钢日均消耗量环比回落了 0.7 万吨以及当时螺纹钢产量的持续下行，均从侧面验证了这一结论。1 月份之后，钢厂利润有所恢复，日均铁水产量也在持续回升，且中钢协公布的 1 月份粗钢日均产量为 208.2 万吨，环比 12 月回升 12.43 万吨，所以统计局口径的 1 月粗钢产量预计也会呈现回升趋势。

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

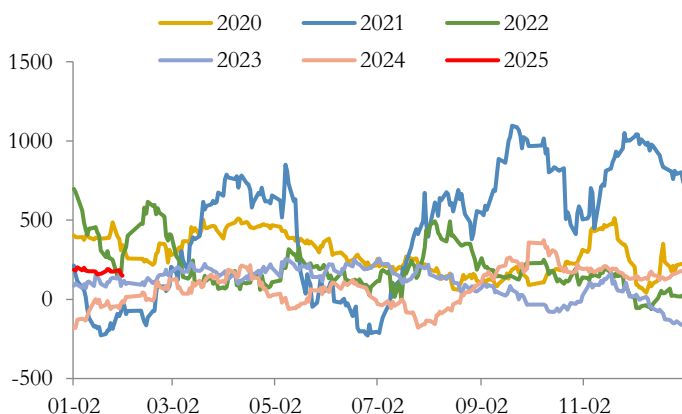
图8 高生铁日均产量与高炉产能利用率



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

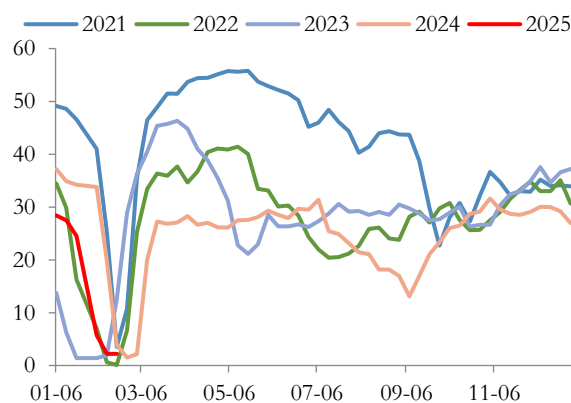
对于未来 1-2 个月的钢材供应变化，节后钢材需求恢复情况以及钢厂利润变化仍是两大主要因素。12 月下旬之后，因原料价格跌幅快于成材，钢厂利润有所恢复，截止到 2 月第一周，长流程螺纹钢利润在 150 元/吨附近，热卷也有 25 元/吨左右的利润。同时，全国 247 家钢厂中盈利钢厂的占比仍在 50%以上。至于需求端，短期依然处于弱势，根据 Mysteel 相关数据，截止到 2 月 6 日，全国 1.35 万个工地复工率为 7.4%，同比下降 5.5 个百分点；资金到位率 19.6%，同比下降约 8 个百分点。但根据前文所述，目前钢材市场呈现强预期、低库存的格局，且按季节性因素看，未来一段时间需求大概率会环比改善。所以，在此背景下，长流程钢厂产量依然有进一步回升的空间。预计高炉日均铁水产量有望回升至 232-235 的区间内。

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

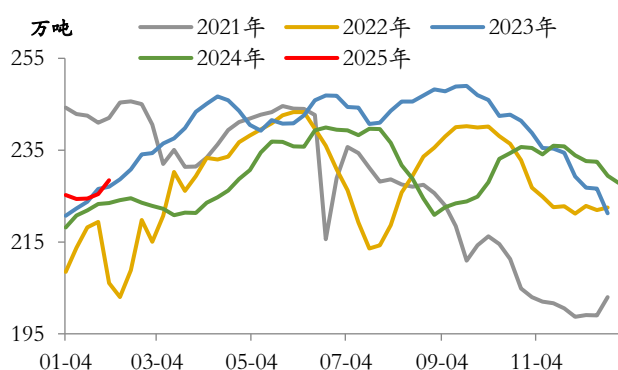
短流程方面，一般春节前 8-10 周左右，短流程钢厂会有季节性减产，至春节前产量达到年内低点，目前最新的短流程螺纹钢产量水平为 2.2 万吨，属于年内低位。春节长假过后，短流程企业一般都会有一轮集中复产；同时，目前短流程螺纹钢的谷电利润仍在 200 元/吨以上，与去年同期水平接近。高利润叠加季节性复产影响，预计 2-3 月份电炉钢复产速度会

比较快，参照去年 28.3 万吨的峰值，预计有 25 万吨左右的复产空间。另外，从历史数据来看，春节长假过后，废钢到货量也会有季节性回升。

4. 铁矿石：需求尚可，短期仍维持强势

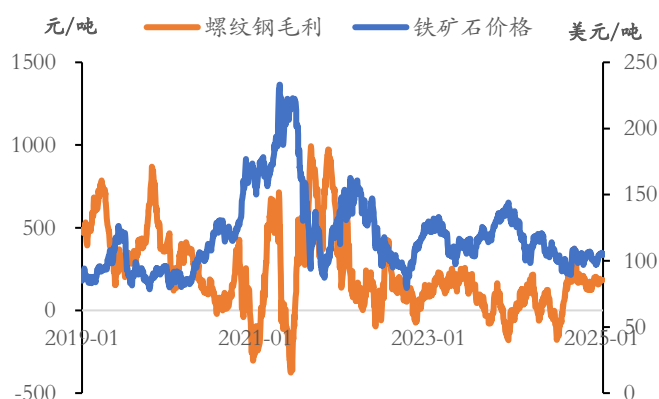
前文提到过，1 月以来矿石价格的强势，除宏观因素外，更多是铁水产量的回升以及钢厂春节前补库所致。因钢厂利润转好，春节长假之前，铁水日产量连续两周回升，达到 225.45 万吨，累计回升幅度 1.08 万吨。钢厂补库力度也比较大，截止到春节长假之前，全国 247 家钢厂矿石库存为 10846.32 万吨，相比 10 月底低点回升 1867 万吨，回升幅度为近 5 年冬储补库的次新高。港口日均疏港量也一直维持在 330 万吨左右得高位。

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

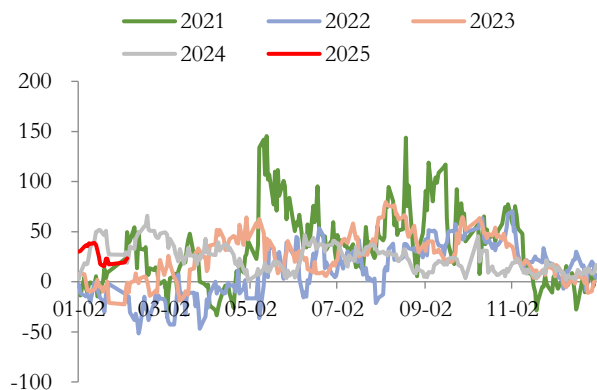


资料来源：东海期货研究所、Mysteel

春节长假过后，钢厂原料补库因素基本消除，全国 247 家钢厂矿石库存在春节长假期间回落了 1381.58 万吨。但铁矿石需求依旧偏强，春节长假期间，钢厂高炉日均铁水产量回升了 2.99 万吨。鉴于钢厂盈利占比数据仍在 50% 以上，长流程螺纹、热卷均有利润，且按照历史经验来看，春节长假过后，钢厂都会经历一轮阶段性复产，故未来 1 个月铁水产量回升的趋势将继续延续。供应方面，按照历史经验，一季度海外事故、天气因素影响较多，发运量和到港量均处于历史同期低位。长假之前，外矿发运量出现连续三周下降，累计降幅 1250 万吨；之后虽然长假期间发运量环比回升了 1163 万吨，但到港量依然环比回落了 922.8 万吨。因此，2 月份铁矿石市场供需阶段性错位的格局仍会继续延续，港口库存仍有望小幅回落。另外，中美贸易冲突的发酵也使得市场对于两会期间政策加码预期增强，这种强预期亦会对铁矿石价格形成支撑。

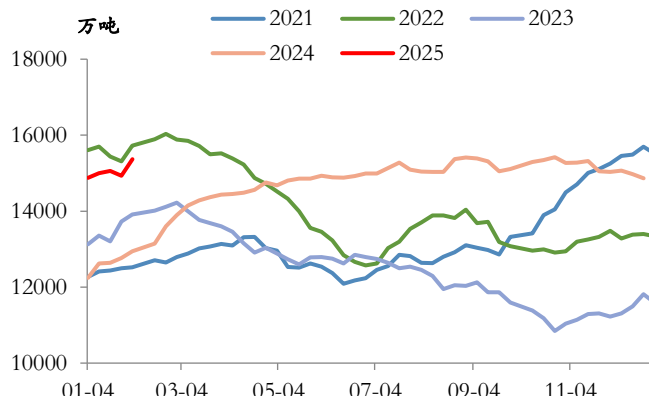
估值角度看，铁矿石现货价格目前在 105 美元/吨附近，盘面主力合约价格在 95 美元/吨附近，从历史数据看，处于近 5 年历史同期低位水平。同时，因 1 月份双焦价格持续走弱，且上半月整个板块下跌过程中，矿石价格表现弱于钢材，导致钢厂利润阶段性回升。铁矿石进口利润则因人民币汇率阶段性走强以及 1 月份海外矿山事故影响有所走弱，长流程螺纹利润和矿石进口利润得差值从 12 月下旬得 100 元/吨附近回升至 161 元/吨。若在考虑铁矿石供需阶段性错位的持续以及 3 月两会之前政策的强预期，铁矿石的估值依然有一定向上修复空间。

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

宏观因素主导了1月份钢材价格走势。春节长假期间，中美贸易冲突再起导致市场避险情绪增加，但同时也使得两会之前，国内宏观政策加码预期增强。基本面方面，钢材市场低库存格局继续延续，预计今年春节后库存高点在2100万吨左右，相比去年有明显下降。分行业看，地产、基建在政策提振下有改善空间，制造业或因出口下降受到一定抑制。低库存、强预期之下，2月份钢材市场仍进一步上涨空间。不过，当下钢厂利润处于中高位水平，未来钢厂复产速度存在超预期风险，若这一情况出现，钢材累库幅度可能会超出预期。同时，经过本轮钢价反弹，年前冬储贸易商已有一定利润。所以，需要警惕利空因素集中出现后，贸易商集中套现风险。

铁矿石价格的反弹除宏观因素外，基本面强于钢材也是一个主要原因。按照目前的钢厂利润以及钢材市场基本面情况来看，铁水产量仍有进一步的回升空间，铁矿石需求强度短期仍有保障。供应方面，按照历史经验，一季度海外事故、天气因素影响较多，发运量和到港量均处于历史同期低位。供需阶段性错位情况短期会继续延续。若在结合两会前的政策强预期，铁矿石的估值亦有进一步向上修复的空间。

操作策略：螺纹、热卷以区间震荡思路对待，螺纹运行区间预计在3250-3500；热卷3300-3550；铁矿走势偏强，预计运行区间在750-850之间，5-9正套逻辑依然存在。

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，并不构成对客户的投资建议，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