

2025年4月1日

价格延续区间震荡，关注需求改善高度

——黑色金属二季度投资策略

分析师：

刘慧峰

从业资格证号：F3033924
投资咨询证号：Z0013026
电话：021-80128600-8621
邮箱：LiuHF@qh168.com.cn

联系人

武冰心

从业资格证号：F03118003
电话：021-80128600-8619
邮箱：wubx@qh168.com.cn

投资要点：

- **二季度钢材需求或环比改善：**结合以往历史经验来看，二季度钢材需求大概率会继续环比改善，特别是建材在4月中下旬可能会有一波工地复产。而板材可能会受到外需下行的影响，另外4月底中央政治局会议之前，也会有政策进一步加码的预期存在，这在一定程度上也会刺激投机性需求得增加。不过，需求节奏上看，可能呈现先扬后抑态势，5月上旬之后，需求大概率会在度走弱。
- **供应仍有回升空间，关注粗钢压减政策落地情况：**长流程钢厂利润尚可，钢厂复产意愿仍存，铁水产量预计可能会回升至240万吨上方。短流程钢厂因谷电亏损以及废钢到货量低于预期，产量可能会有进一步下行空间。粗钢压减政策，我们认为今年大概率会出台，但落地可能要等到下半年。
- **铁矿石价格先扬后抑：**结合铁矿石基本面和短期估值水平看，5月合约不宜过分看空。但长周期看，铁矿石供需格局较为确定，这将压制矿石价格反弹空间，二季度铁矿石价格突破110美元概率不高。且一旦铁水产量见顶，钢材需求转弱等利空因素在5月份兑现，则会导致矿石估值中枢进一步下移，不排除下探90美元/吨的可能。
- **结论：**二季度之后，钢材需求大概率环比改善，但需求节奏上可能是先扬后抑，5月之后需求大概率会继续走弱。供应方面，长流程钢厂利润尚可，在二季度需求环比改善的情况下，铁水产量预计会回升至240万吨上方。短流程钢厂则因谷电亏损以及废钢到货量偏低，产量可能会进一步下降空间。至于粗钢压减政策我们认为今年大概会出台，但落地可能要等到下半年。所以综合来看，二季度钢材市场将继续呈现区间震荡，重心下移格局，建材走势可能会强于板材。
- **操作建议：**螺纹钢运行区间3100-3500；热卷运行区间3150-3550；铁矿运行区间700-780。另可关注螺纹5-10反套，铁矿5-9正套以及卷螺价差做缩策略。
- **风险因素：**政策力度高于预期，铁矿石供应继续收缩

目录

1. 一季度行情回顾	3
2. 政策预期&季节性影响，二季度需求或环比改善	3
3. 供应仍有回升空间，关注粗钢压减政策落地情况	5
4. 铁矿石： 供需错位改善，矿石价格先扬后抑	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

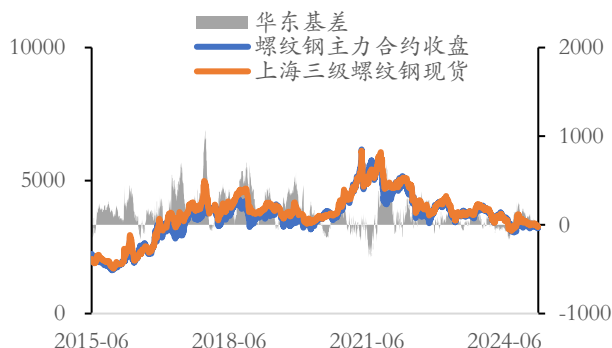
1. 一季度行情回顾

2025 年一季度，国内黑色板块呈现宽幅震荡，重心下移态势。具体价格走势可分为三个阶段，开年之后到春节之前为第一阶段：开年之后，国内宏观政策进入真空期，海外因美联储对于通胀上行和新总统就职后政策的担忧，也开始频繁释放偏鹰基调，叠加淡季需求走弱，使得 1 月上旬黑色板块整体以回调为主。1 月中旬之后，中美元首通话，阶段性缓和预期增强；同时，国内一系列发布会也释放政策偏暖信号，黑色板块相应也走出了一波反弹行情，并一直持续至春节之前。

春节之后至 2 月下旬为第二阶段：春节期间美国先后宣布对中国商品加征 10% 的关税和对所有输美钢铝产品加征 25% 关税的决定，长假结束前一天中国也公布了相应得反制措施。而春节之后两周，钢材消费的表现明显弱于往年同期，两因素叠加使得春节过后整个板块再度走弱，并持续至 2 月月中。2 月月中之后，因金融数据转好，加之两会政策预期增强以及 2 月下旬钢材表观消费的大幅回升推动板块再次出现反弹，并持续至 2 月下旬。

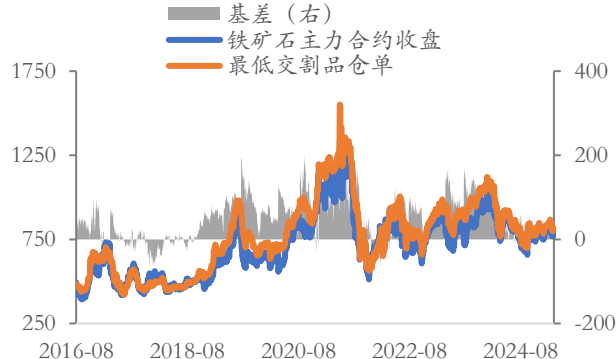
2 月下旬之后为第三阶段：2 月下旬，越南、韩国宣布对中国钢材产品征收反倾销税，之后 3 月上旬，美国的钢铝关税开始生效，加之唐山地区环保限产升级和粗钢压减传闻影响，整个产业链走了一波负反馈行情。

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

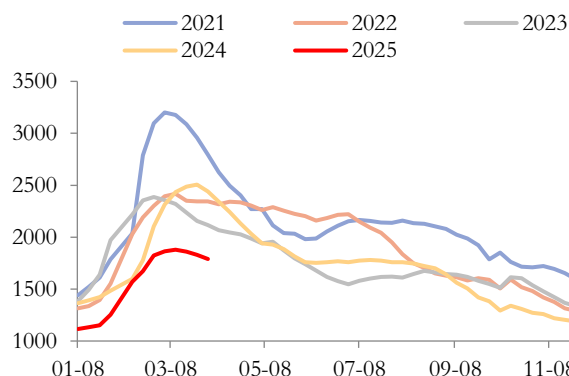


资料来源：东海期货研究所、ifind

2. 政策预期&季节性影响，二季度需求或环比改善

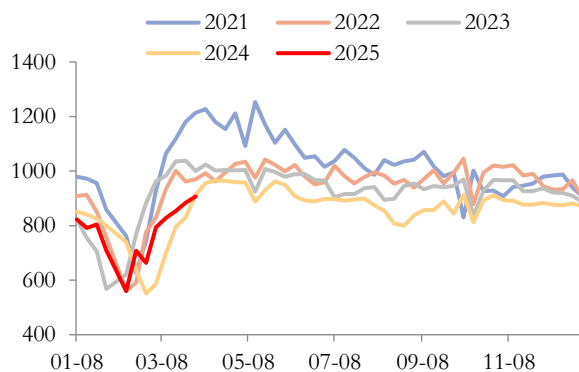
3 月下旬之后，钢材市场逐步进入传统的需求旺季，内需呈现边际改善趋势。今年 5 大品种钢材库存自春节之后 5 周见顶，见顶时间基本在近 5 年均值水平。库存绝对量则明显低于往年，截止 3 月第三周，五大品种钢材库存为 1788.09 万吨，同比下降了 652.67 万吨。同时，钢材品种间需求表现有所分化，建筑钢材呈现低需求、低产量、低库存格局；而板材则呈现高需求、高产量、高库存的格局。目前接近 200 的卷螺价差也反应了当下这种基本面的差异。

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



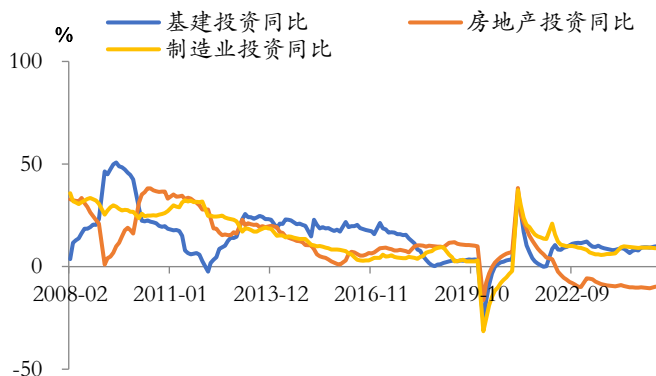
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

对于二季度钢材市场需求变化，我们依然主要从地产、基建和制造业三个方面来进行详细分析：

结合前两个月经济数据来看，地产投资继续下滑，基建投资企稳回升，制造业投资依旧维持韧性。1-2 月份国内地产投资同比下降 9.8%，降幅较 2024 年收窄 0.8 个百分点。地产投资降幅收窄主要是竣工面积的改善所贡献。前两个月竣工面积同比下降 15.6%，而新开工面积则同比下降 29.6%。同时，新开工面积仅占当期商品房销售面积得 61%，广义商品房库存水平进一步下降。地产企业资金面业有所改善，前两个月，地产企业资金来源同比下降 3.6%，降幅较 2024 年全年收窄 13.4 个百分点，其中国内贷款和自筹资金的占比回升至 52.5%，为近一年以来高位，表明地产融资支持政策已经开始见效。鉴于今年的政府工作报告首次将“稳住楼市股市”放在总体要求部分，之后国务院的《提振消费专项行动方案》又再次强调了更好满足住房消费需求。可以预见，接下来专项债收储、公积金政策的放松以及部分一线城市调控政策的松绑均会逐步落地，这有助于进一步稳定市场信心。今年 1 月份，全国 100 个大中城市土地成交溢价率自 2021 年之后首次回到 10% 以上，也侧面验证了当下房企信心略有恢复。

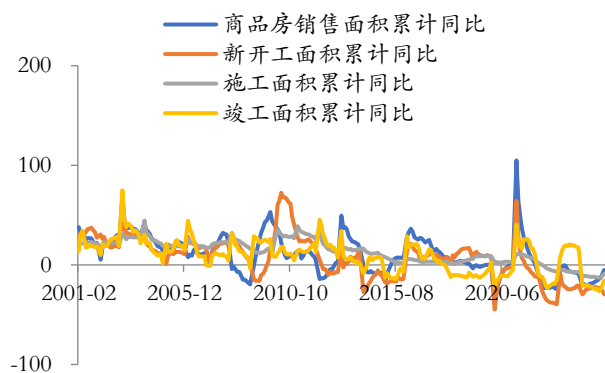
基建方面，今年前两个月，广义基建投资同比增长 9.9%，增速较 2024 年全年回升 0.76 个百分点；狭义基建投资同比增长 5.6%，增速较 2024 年全年回升 1.2 个百分点。2024 年底国家发改委提前下达了 2025 年 1000 亿元中央预算内投资机会和 1000 亿元“两重”项目建设清单，对前两个月基建投资形成了一定支撑。同时，根据两会经济主题记者会的信息，今年国家层面用于投资建设的资金规模达到 5 万亿元以上。政府工作报告中也明确要求要加快各项资金下达拨付，尽快形成实际支出。可以预见的是，未来几个月财政靠前发力的趋势依然会延续，基建投资增速也会继续回升。建筑业 PMI 指数在经过 1 月份的短暂回落之后，2 月份再次回到荣枯分界线以上；混凝土产能利用率也自春节之后持续回升，这些领先指标的回升也侧面验证了基建投资将继续回升的结论。

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，今年前两个月国内制造业投资同比增长9%，增速较2024年回落0.2个百分点。制造业投资的韧性一方面得益于“两新”政策的带动；另一方面则是受益于抢出口因素的支撑。1-2月份，固定资产投资分项中的设备和工具的购置费用同比增长18%，增速较2024年全年回升2.3个百分点。同时，因担心关税政策影响，1-2月份出现部分抢出口现象，当期机电产品出口同比增长了4.2%，虽相比2024年全年增速回落3.3个百分点，但表现整体尚可。对于后期制造业投资，我们认为韧性依然会继续维持。内需角度看，“两新”政策继续加力，今年用于支持设备更新的超长期特别国债规模达到2000亿元，相比去年增加500亿元。安排3000亿元用于消费品以旧换新，相比去年增加1倍，且范围也有进一步扩大。1-2月份国内挖掘机销量同比增长27%，新能源汽车销量同比增长58.2%，表明政策支持下内需将继续呈现改善趋势。外需角度看，3月份之后，美国的关税政策逐步落地，外需未来几个月大概率会面临压力。这一点从近两个月韩国和越南出口的回落也能得到验证。不过，全球制造业PMI在12月份短暂回落之后，今年1-2月份再次回到荣枯分界线以上，且我国针对新兴经济体的出口依然保持高速增长趋势。因此关税政策对于出口的影响可能会低于市场预期。

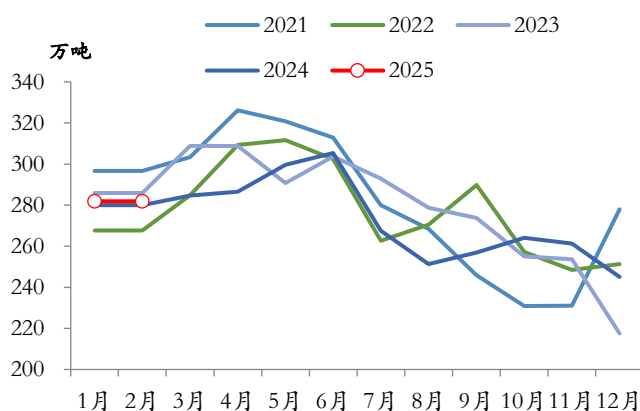
根据以上分析，结合以往历史经验来看，二季度钢材需求大概率会继续环比改善，特别是建材在4月中下旬可能会有一波工地复产。而板材可能会受到外需下行的影响，另外4月底中央政治局会议之前，也会有政策进一步加码的预期存在，这在一定程度上也会刺激投机性需求得增加。不过，需求节奏上看，可能呈现先扬后抑态势，5月上旬之后，需求大概率会在度走弱。

3. 供应仍有回升空间，关注粗钢压减政策落地情况

因钢厂利润的恢复，前两个月钢材供应有所恢复。根据国家统计局数据，今年1-2月份国内粗钢产量为1.66亿吨，同比下降1.5%；日均产量281.86万吨，环比12月回升36.8万吨。分项数据看，前两个月粗钢的减产量主要由废钢所贡献，同期生铁产量同比下降0.5%，降幅相比废钢低一个百分点。同时，1-2月份废钢到货量也是全年低位。3月初因唐山限产

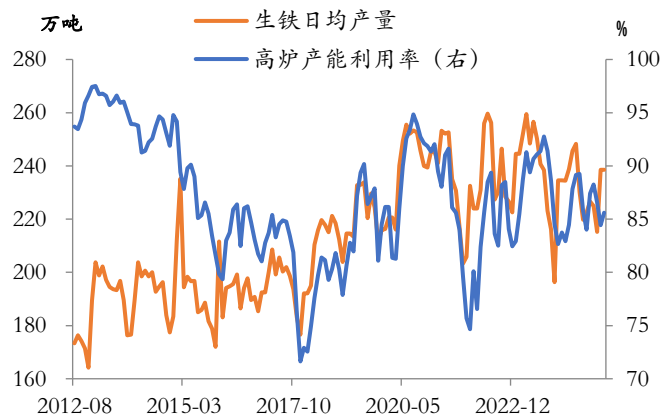
因素导致矿石价格下跌，钢厂利润走扩，钢材供应可能会继续回升。中钢协公布的3月中旬粗钢日均产量环比回升4.4万吨，也侧面验证了这一结论。

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

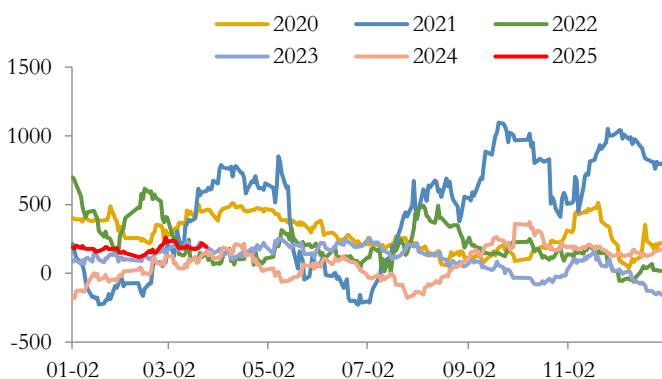
图8 高生铁日均产量与高炉产能利用率



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

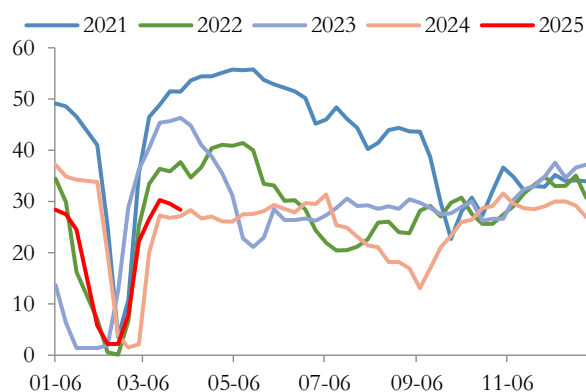
对于二季度以后钢材供应的变化，钢厂利润以及粗钢压减政策的变化是主要决定因素。3月下旬之后，尽管因需求恢复偏慢以及钢厂复产的原因，钢厂利润有所收窄，但整体水平尚可。根据我们的测算，截止到3月26日，长流程螺纹钢利润为192元/吨，热卷利润为118元/吨。同时，全国247家钢厂中盈利钢厂占比仍在50%以上。这一水平水平仍会刺激钢厂的复产意愿。至于粗钢压减政策，3月份以来，市场消息较多，先是唐山地区环保管控，下旬新疆地区主要钢厂有压产10%，月末生态环境部又公布了《全国碳排放权交易市场覆盖钢铁、水泥、铝冶炼工作方案》。结合后期外需可能会面临压力的预期，我们认为今年大概率会出台供给压缩的政策，但落地可能要等到下半年。二季度长流程钢厂的供应依然有回升空间，预计高炉日均铁水产量可能会达到240万吨上方。

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

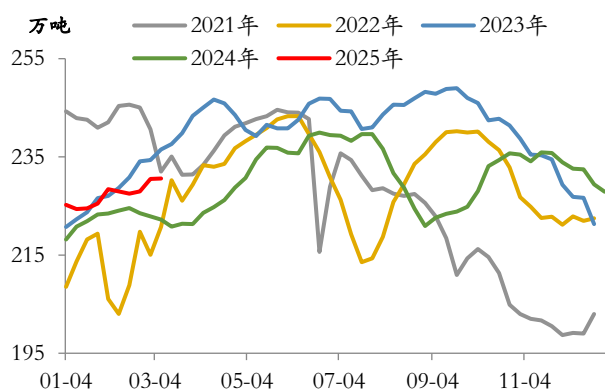
短流程方面，春节过后，电炉钢企业经历了一轮季节性复产。短流程螺纹钢产量在3月初一度回升至30.28万吨，市场也一度担忧电炉钢快速复产导致螺纹钢累库。不过，随着钢材价格的调整，电炉钢利润持续收窄，部分区域谷电开始出现亏损。3月之后的几周电炉钢产量见顶并持续回落，截止到3月底，短流程螺纹钢产量已经降至28.04万吨，相比高点下

降约 2.24 万吨。另外，3 月份，国内 3000 家钢厂的废钢可用天数为 8.12 天，相比去年同期的 10.26 天有明显下降，表明目前的钢材产量水平下，废钢供应依然是偏紧的格局。在这种情况下，短流程企业产量依然有进一步下行空间。

4. 铁矿石：供需错位改善，矿石价格先扬后抑

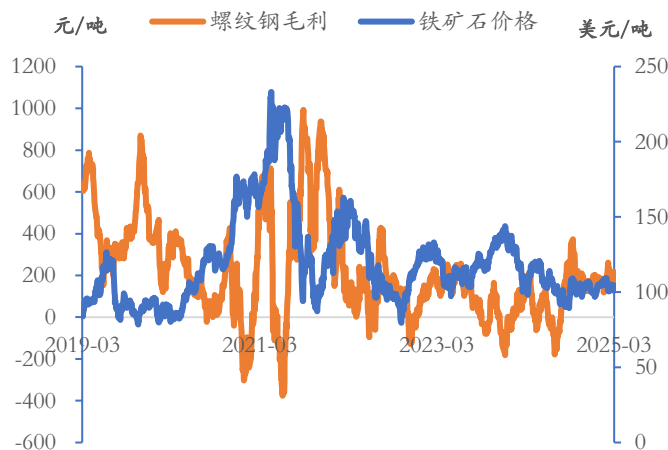
3 月初，因唐山地区环保限产升级叠加粗钢压减 5000 万吨传闻影响，铁矿石价格出现大幅下跌。两会结束之后，唐山地区钢厂陆续复产，铁水日产量连续 5 周回升，到 3 月底已经达到 237.28 万吨。同时，因澳洲飓风、巴西铁路运输受阻等原因导致的外矿发货量下降开始逐步传导至到港量，3 月第三周，全国 45 港铁矿石到港量环比回落 365.8 万吨。铁矿石港口库存也有所回落，截止 3 月末为 1.45 亿吨，相比 2 月底回落 701 万吨。

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



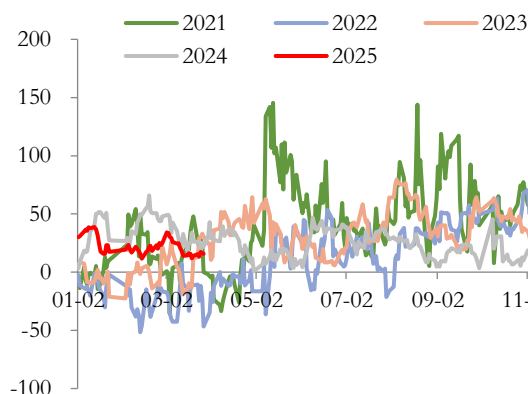
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

根据前文所述，二季度钢材需求大概率环比改善，上半年需求高点大概率会出现在4月下旬到5月上旬。若以铁水产量作为需求的前置指标，在结合当下钢厂的利润水平，未来1-2个月铁水产量依然会有回升空间，乐观估计，铁水日产量可能会回升至240-245万吨之间。供应方面，3月份外矿发货量整体有所回升，前三周全球铁矿石发运量均值为3036万吨，环比2月份回升415万吨。但因澳洲天气以及巴西铁路运输受阻影响，3月前两周外矿发运量相比2月最后一周环比有明显回落，且发运量的下降可能会体现到4月份的到港量数据之中。3月份第三周全国45港铁矿石到港量已经环比回落365.1万吨。铁矿石港口库存可能也会延续去库格局。因此，铁水产量未见顶之前，对矿石价格不宜过分看空。不过，也需要注意的是，二季度一般为传统外矿发货旺季，若4月底到5月初铁水产量一旦见顶，则远月合约可能会面临较大下行压力。

估值角度看，铁矿石现货价格3月份在100-105美元之间波动，盘面价格在90-95美元之间。从近5年历史数据看，绝对估值水平不算高。相对估值方面，3月份因粗钢压减传闻影响，钢厂利润走扩，其与铁矿石进口利润的差值一度回升至200元/吨以上，到3月底仍在130元/吨附近。按历史数据来看，相对估值水平也不算高。在结合前文钢材需求环比改

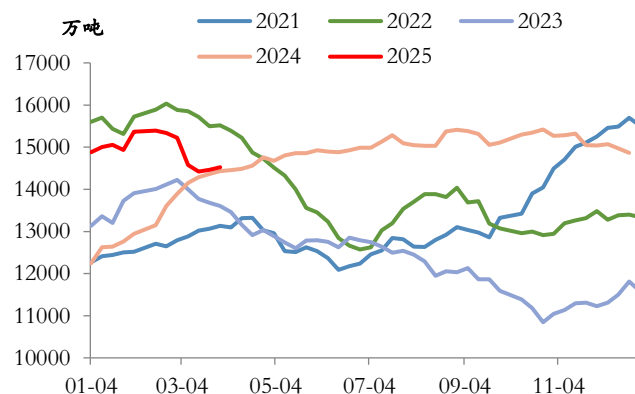
善的假设，5月合约对应时段铁矿石价格不具备大幅下跌动能。不过，尽管铁矿石短期基本面尚可，估值也不高，但长周期的供增需减格局较为确定，这一预期将会压制铁矿石的反弹高度，因此，二季度铁矿石价格超过110美元概率不高。而且一旦前文提及的铁水产量见顶，钢材需求转弱等利空因素在5月份兑现，则会导致矿石估值中枢进一步下移，不排除下探90美元/吨的可能。

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

一季度钢材价格重心整体下移，板材价格表现好于长材。二季度之后，钢材需求大概率环比改善，特别是建材在4月中下旬可能有一波工地集中复产，地产、基建政策也有进一步加码可能。板材在4月初关税政策落地之后，外需可能会受到一定影响，但“两新”政策持续加力会提振内需，在一定程度上对冲外需下滑的影响。从需求节奏上，二季度可能是先扬后抑，5月之后需求大概率会继续走弱。供应方面，长流程钢厂利润尚可，在二季度需求环比改善的情况下，铁水产量预计会回升至240万吨上方。短流程钢厂则因谷电亏损以及废钢到货量偏低，产量可能会进一步下降空间。电炉钢快速复产导致螺纹钢累库的预期基本被证伪。至于粗钢压减政策我们认为今年大概会出台，但落地可能要等到下半年。所以综合来看，二季度钢材市场将继续呈现区间震荡，重心下移格局，建材走势可能会强于板材。

一季度铁矿石价格走势强于钢材，主要是因为供需阶段性错位因素所致。二季度之后，钢材需求大概率环比改善。若以铁水产量作为钢材需求的前置指标，在结合当下钢厂利润水平，铁水日产有望回升至240-245万吨之间。同时，4月上中旬，铁矿石到港量有进一步下降空间。在结合铁矿石估值水平看，5月合约不宜过分看空。但长周期看，铁矿石供增需减格局较为确定，这将压制矿石价格反弹空间，二季度铁矿石价格突破110美元概率不高。且一旦铁水产量见顶，钢材需求转弱等利空因素在5月份兑现，则会导致矿石估值中枢进一步下移，不排除下探90美元/吨的可能。

操作策略：螺纹钢运行区间3100-3500；热卷运行区间3150-3550；铁矿运行区间700-780。另可关注螺纹5-10反套，铁矿5-9正套以及卷螺价差做缩策略。

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：021-80128600-8632

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL:Jialj@qh168.com.cn