

2025年5月5日

需求强弱转换，钢价延续区间波动

——黑色金属5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：021-80128600-8621
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：

- **淡季将至，关注需求顶部何时出现：**4月底到5月初为淡旺季切换的时间点，按照季节性因素来看，随着雨季的到来，需求将走弱。而今年因为贸易冲突和反倾销因素影响，需求走弱的概率更高。所以，尽管价格可能会受到宏观预期摆动的影响，但5月份市场可能会进入弱现实、弱预期的格局。
- **供应已接近顶部区域：**4月底到5月初为需求淡旺季切换时点，钢材需求大概率回落。那么5月份大概率会先压缩钢厂利润，之后在倒逼钢厂减产。4月最后一周，全国247家钢厂中盈利钢厂占比环比前一周回落1.3个百分点。同时在高炉产能利用率回升0.4个百分点的情况下，开工率持平，表明一些盈利能力较差的钢厂开始有减产迹象。
- **铁矿石价格有补跌风险：**鉴于5月份钢材需求可能会见到上半年顶部，且根据Mysteel的相关报道，多数钢厂已经处于满产状态，铁水日产继续向上空间也不大。未来2-3个月需关注铁水产量顶部何时出现以及下降的路径。供应方面，二季度之后为传统的铁矿石发运旺季，4月最后一周铁矿石发运及到港量均环比回升，预计未来1-2个月这一趋势仍会延续，故铁矿石港口可能重回累库状态。
- **结论：**5月份为淡旺季切换时点，按照以往季节性数据看，需求大概率会走弱。同时，5月之后关税和反倾销的实际影响将逐步显现，内需尽管会出台对冲政策，但落地尚需时日。房地产政策的重心又在去库存方面，对钢材需求实际拉动作用有限。供应方面，钢厂利润短期尚可，且粗钢压减政策出台的时间和落地的方式仍有较大不确定性，供应短期仍会在高位维持一段时间。不过，鉴于需求5月大概率见顶，后期大概率会先压缩钢厂利润，之后在倒逼钢厂减产，因此若把时间周期拉长到二季度末，钢材供应大概率回落。所以，5月份钢材市场大概率是一个去利润的过程，价格或仍延续区间震荡走势。
- **操作建议：**螺纹钢运行区间3000-3300；热卷运行区间3100-3300；铁矿运行区间680-730。继续关注卷螺价差做缩策略。
- **风险因素：**需求超预期回升，宏观政策力度超预期，铁水日产持续位

目录

1. 2025 年 4 月黑色行情回顾	3
2. 淡季将至，关注需求顶部何时出现	3
3. 供应已经接近顶部区域	5
4. 铁矿石：需求接近顶部，5 月有下行压力	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. 2025 年 4 月黑色行情回顾

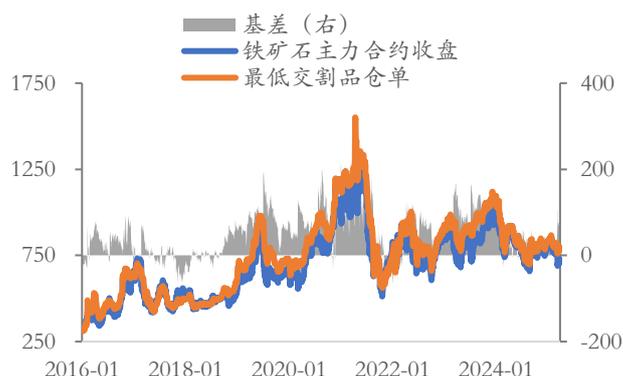
2025 年 4 月份，黑色板块呈现先弱后稳态势，原料价格走势略弱于成材。截止到 4 月 25 日，螺纹、热卷主力合约分别收于 3204 和 3101 元/吨，较 3 月底分别下跌 138 元/吨和 58 元/吨，跌幅分别为 4.2%和 1.8%。铁矿石主力合约收于 709 元/吨，较 3 月底下跌 64 元/吨，跌幅 8.28%。螺矿比 4.37，相比 3 月底回升 0.29。

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



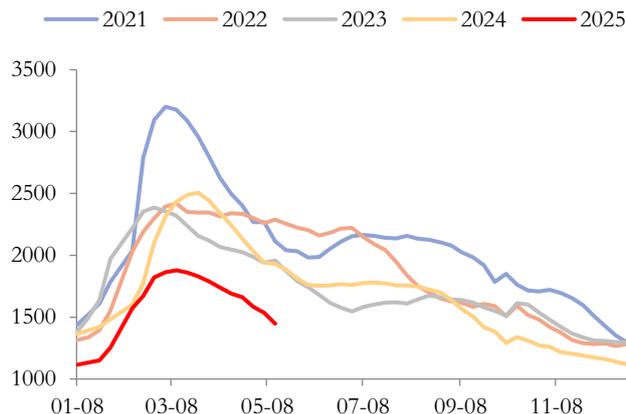
资料来源：东海期货研究所、ifind

4 月份为传统的钢材需求旺季，现实需求表现尚可。钢材价格的大幅下跌主要是受到贸易冲突持续升级因素的影响。月中之后，随着贸易冲突风险的阶段性释放，市场逐步回归基本面逻辑，钢材盘面价格也在 3000 附近企稳。铁矿石在 4 月上旬因贸易冲突原因，跟随钢材价格大幅下跌。中旬之后，其表现明显强于钢材，主要是因为钢厂尚有盈利的情况下，钢材供应持续释放所致。下旬之后，因粗钢压减预期增强，铁矿石价格大幅下挫，且走势明显弱于钢材。

2. 淡季将至，关注需求顶部何时出现

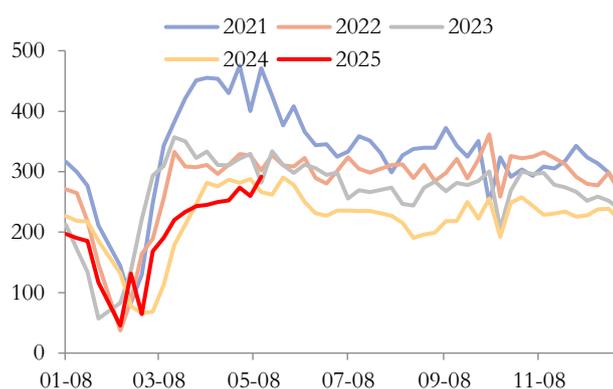
4 月份为传统的钢材需求旺季，钢材需求呈现持续改善趋势。截止到 4 月底，五大品种钢材表观消费量为 970.86 万吨，环比回升 44.61 万吨，同比增长 82 万吨，为近 6 周以来首次同比正增长。另外，1-4 月份五大品种钢材表观消费量为 1.49 亿吨，同比增长约 1%。这表明钢材市场处于强现实、弱预期的格局，与近期持续基差的持续扩大也相吻合。不过，4 月底到 5 月初为淡旺季切换的时间点，按照季节性因素来看，随着雨季的到来，需求将走弱。而今年因为贸易冲突和反倾销因素影响，需求走弱的概率更高。所以，尽管价格可能会受到宏观预期扰动的影响，但 5 月份市场可能会进入弱现实、弱预期的格局。从品种上面讲，建材因低库存+对冲政策预期影响可能表现略强，板材则因出口下行预期+偏高的库存表现偏弱，卷螺价差大方向上讲仍有进一步收缩空间。

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

结合一季度经济数据来看，地产投资降幅继续扩大，基建投资延续回升趋势，制造业投资韧性继续维持。3月份，随着地产调控政策效果的逐步显现，商品房销售面积降幅相比1-2月收窄3.9个百分点。同时，地产资金来源分项中的定金及预收款和按揭贷款占比相比1-2月回升1.5个百分点。在结合3月居民中长期贷款环比回升5047亿元。表明居民购房意愿的确有所好转。地产投资的下滑主要是受3月施工端下滑24个百分点的拖累，新开工及竣工数据相比之前则有所改善。不过，由于4月地产增量政策不多，当月30个大中城市商品房销售面积环比3月下降了35.18%，因此未来地产行业仍有赖于去库存政策的进一步加力。

4.25 中央政治局会议明确提及加力城市更新行动，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定的态势。接下来调控政策的持续解绑，城中村改造，专项债用于土地储备和商品房收储等政策均可能出台。地产行业信心有望进一步恢复。目前一线城市新建商品住宅价格指数连续4个月环比回升，二线城市环比0增长，也表明了地产市场有所回稳。但需要注意的是，当下地产政策仍以去库存为主，短期对钢材实际消费拉动作用有限。

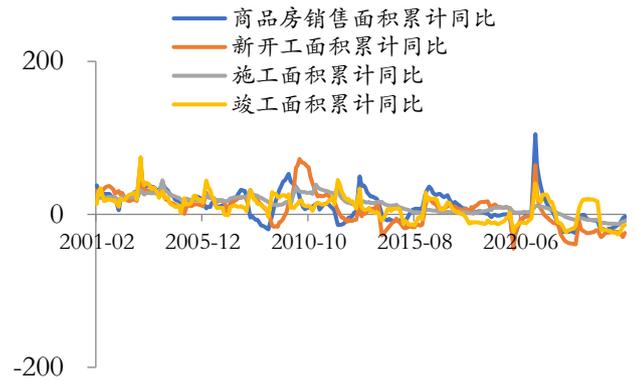
基建方面，今年一季度广义基建投资同比增长11.5%，增速较1-2月回升1.55个百分点；其中3月份当月同比增长12.59%，相比1-2月回升2.64个百分点。开年以来，财政政策持续靠前发力，一季度地方政府专项债发行额为9603亿元，占全年总额的21.83%，占比相比去年同期提升5.2个百分点。且从结构上看，专项债券的发行有从置换债券向新增项目专项债券发行的迹象。4月份贸易冲突升级之后，基建投资的托底作用进一步凸显，上一轮贸易战过程中，基建投资增速从2018年的1.8%回升至2019年的3.3%。4.25 中央政治局会议也强调了，要加快地方政府专项，特别是超长期特别国债的发行和使用，因此未来基建投资有望进一步提速。建筑业PMI一季度整体回升，4月虽有小幅回落，但仍在荣枯分界线以上。沥青、混凝土开工率以及水泥出库量等领先指标的回升也从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



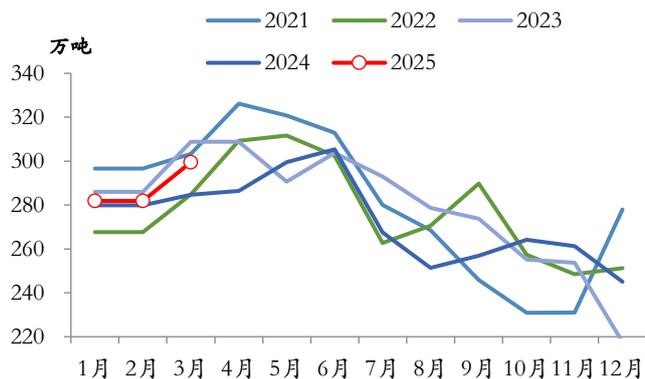
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

制造业方面，今年一季度，国内制造业投资同比增长 9.1%，增速较 1-2 月份回升 0.1 个百分点；其中 3 月份当月同比增长 9.2%，增速较 1-2 月回升 0.2 个百分点。“两新”政策以及抢出口因素仍是 3 月份制造业投资维持韧性的主要原因。今年一季度固定资产投资分项中的设备和工具的购置费用同比增长 19%，增速较一季度继续回升 1 个百分点。挖掘机、新能源汽车销量也保持了中高速增长。另外，因担心关税政策影响，3 月份抢出口继续，当月机电产品出口同比增长 13.38%，增速相比 1-2 月份提升超过 9 个百分点。对于后期的制造业投资，利多和利空因素都存在。利多主要是政策仍会继续加力，今年用于两新的超长期特别国债达到 5000 亿元，目前首批 1210 亿元已经于 4 月 24 日发行，且支持范围有进一步扩大。另外一季度中央政治局会议明确提及创设新的结构性货币政策工具和新型的政策性金融工具支持科技创新，预计后期政策仍可能进一步加力。利空因素主要是关税政策的影响将逐步显现，外需大概率会出现下滑。4 月份中国制造业 PMI 的新出口订单指数环比回落 4.3 个百分点至 44.3%。韩国 4 月份前 20 天的出口金额同比下降 5.24%。表明关税政策对于出口的影响已经开始有所显现。而根据中钢协的初步预测，美国的高关税叠加其他国家的贸易壁垒，2025 年或影响中国钢材产品直接、间接出口 2000 万吨以上，对于板材端的影响更为利空。

3. 供应已经接近顶部区域

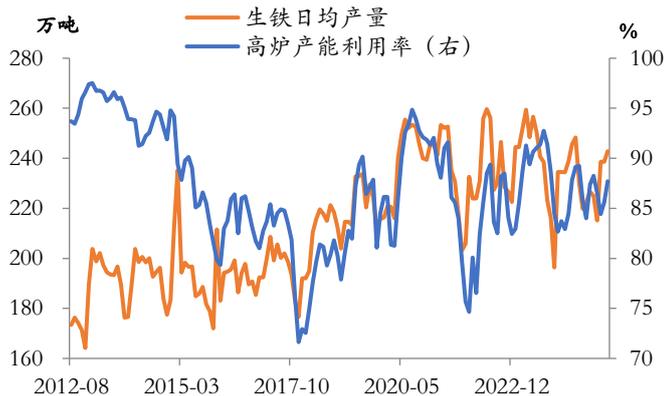
因钢厂利润水平尚可，今年 1 季度国内钢材供应呈现增加趋势。根据国家统计局数据，今年 1 季度国内粗钢产量为 2.59 亿吨，同比增长 0.6%；3 月份当月粗钢日均产量为 299.48 万吨，环比 1-2 月份回升 17.62 万吨。分项数据看，3 月份粗钢产量的增量主要由废钢所贡献，这一点从 3 月份铁钢比环比 1-2 月下降 4 个百分点以及生铁产量相比粗钢产量增幅低 1.5 个百分点均能得到验证。鉴于整个 4 月钢厂利润均维持在百元以上，且中钢协公布的 4 月上中旬粗钢日均产量连续两旬环比回升，故统计局口径的粗钢日均产量 4 月份可能会继续回升。

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

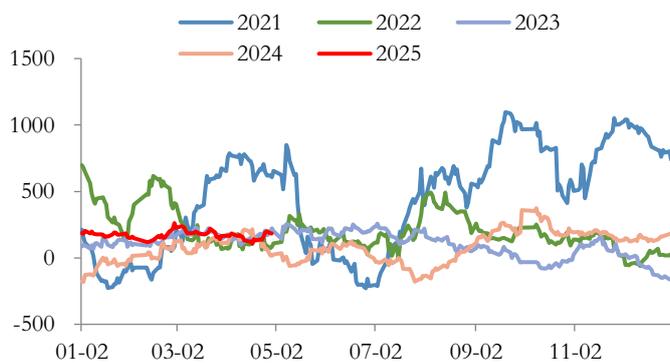
图8 高生铁日均产量与高炉产能利用率



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

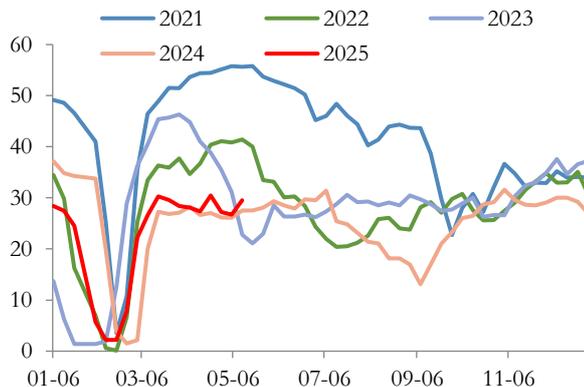
对于5月份之后的钢材供应变化，仍需关注钢厂利润和粗钢压减政策两大因素。4月25日，中钢协副会长骆铁军表示，在当前需求下滑，市场下行的背景下，减产已是行业共识，但尚未转化为统一行动。因此，虽然我们认为今年下半年限产政策出台是大概率事件，但是具体出台方式及落地时点有很大不确定性。至于钢厂利润，目前整体水平尚可。根据我们的测算，截止到4月底，长流程螺纹钢利润185元/吨，热卷利润22元/吨。且全国247家钢厂中盈利钢厂占比最高回升至57%附近。所以短期钢材供应仍可能维持高位。不过，前文我们已经分析过，4月底到5月初为需求淡旺季切换时点，钢材需求大概率回落。那么5月份大概率会先压缩钢厂利润，之后在倒逼钢厂减产。4月最后一周，全国247家钢厂中盈利钢厂占比环比前一周回落1.3个百分点。同时在高炉产能利用率回升0.4个百分点的情况下，开工率持平，表明一些盈利能力较差的钢厂开始有减产迹象。

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

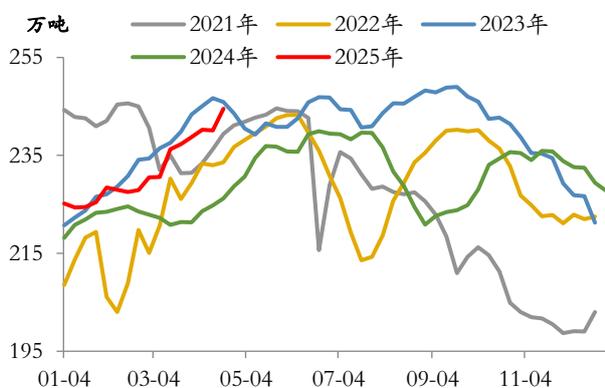
短流程方面，4月份电炉钢谷电利润先抑后扬，产量走势与利润变化基本一致。短流程螺纹钢产量最低下探至26.71万吨，之后又回升至29.55万吨。不过，4月最后两个交易日，电炉钢谷电利润再次冲高回落。考虑5月份需求将逐步回落，而废钢供应增量相对有限，短流程钢厂利润可能会继续回落，因此短流程钢厂产量增长空间有限。实际上，自4月中旬开始，独立电弧炉企业开工率连续两周下降，产能利用率在4月下旬也见顶回落。所以，综合

来看，5月份之后，钢材供应虽然会在高位维持一段时间，但基本上已经接近了顶部区域，继续向上空间有限。

4. 铁矿石：需求接近顶部，5月有下行压力

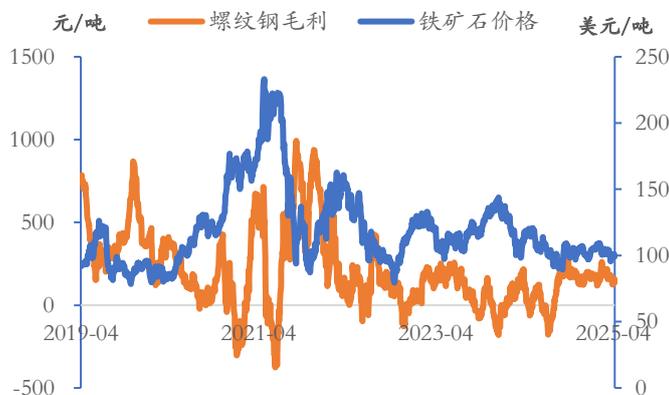
4月上旬，铁矿石价格受系统性风险影响大幅下跌。中旬之后，随着系统性风险的缓解，矿石价格逐步回归基本面逻辑。整个4月份，铁水日产量延续了3月下旬以来的回升至趋势，截止4月底已经达到244.53万吨高位。同时，因3月下旬发运量减少影响，4月上中旬铁矿石到港量出现明显回落，4月第三周，全国45港铁矿石到港量仍环比回落200.2万吨。同期港口库存也出现连续三周下降，累计降幅464.4万吨。所以，4月中旬铁矿石价格的表现明显强于成材。下旬之后，因粗钢压减传闻在度发酵，铁矿石价格重回弱势。

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



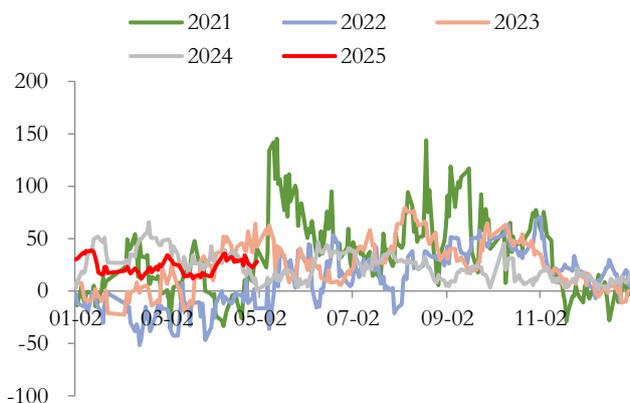
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

根据前文所述，4月底到5月初为钢材需求淡旺季切换的时间点，上半年需求高点大概率已经出现。对于铁水日产量的高点，市场普遍预计240-245万吨之间，目前也已经接近了预测区间得上沿。尽管按照目前钢厂的利润水平，铁水产量短期未必会出现大幅下滑，但继续向上的空间也不大。供应方面，一季度因天气以及物流等因素影响，四大矿山的产量及发运量水平均低于市场预期。根据相关数据，一季度四大矿山产量同比下降2.31%，销量同比下降2.1%。但二季度之后为传统的铁矿石发运旺季，4月最后一周，全球铁矿石发运量环比回升262.7万吨，发货量环比回升230.4万吨，港口库存也相应环比回升205万吨。预计未来1-2个月这一趋势仍会继续延续。因此，后期粗钢压减政策的变化以及铁水产量回落的斜率将成为决定铁矿石价格走势得关键，一旦铁水下行趋势确立，则矿石价格存在补跌可能。

估值角度看，整个4月份铁矿石现货价格在95-100美元之间波动，盘面价格在81-85美元之间波动，从近5年水平看，处于相对低位。相对估值方面，4月中旬因钢材需求偏弱，供应高位，钢厂利润和矿石进口利润得差值一度收窄至80元/吨附近得低位。之后，随着下旬粗钢压减传闻的再起，这一差值有扩大至200元/吨以上。按照历史经验看，铁矿石相对估值水平也不算高。不过，需要注意的是，从逻辑上讲，今年下半年出台限产政策是一个大概率事件，这就导致了矿石中期需求下降的预期可能会一直存在。另一方面，5月份之后钢

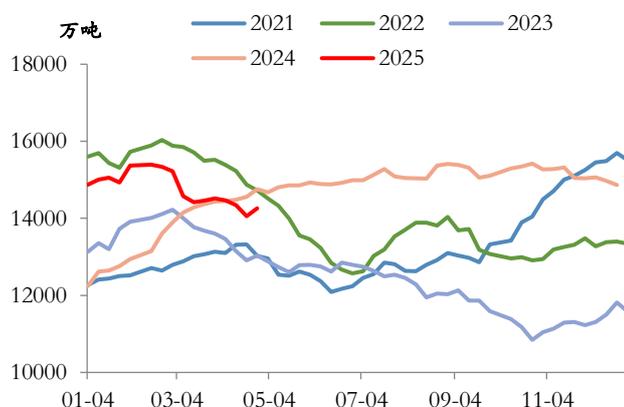
材需求大概率是走弱的。因此未来铁矿石价格向上修复估值的可能性不大，大概率是待钢厂利润回落至低位后，铁矿石价格继续向下，形成产业链负反馈。

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

4 月份钢材价格强现实、弱预期格局，盘面受宏观因素影响表现较弱，现货价格表现相对坚挺，基差扩大。5 月份为淡旺季切换时点，按照以往季节性数据看，需求大概率会走弱。同时，5 月之后关税和反倾销的实际影响将逐步显现，内需尽管会出台对冲政策，但落地尚需时日。房地产政策的重心又在去库存方面，对钢材需求实际拉动作用有限。供应方面，钢厂利润短期尚可，且粗钢压减政策出台的时间和落地的方式仍有较大不确定性，供应短期仍会在高位维持一段时间。不过，鉴于需求 5 月大概率见顶，后期大概率会先压缩钢厂利润，之后在倒逼钢厂减产，因此若把时间周期拉长到二季度末，钢材供应大概率回落。4 月末一些盈利能力较差的钢厂已经开始减产。所以，5 月份钢材市场大概率是一个去利润的过程，价格或仍延续区间震荡走势。分品种看建材走势可能强于板材。

4 月份铁水日产量持续回升，铁矿石供应则相对平稳，尽管受到粗钢压减政策传闻的影响，但全月走势仍强于钢材。按照目前钢厂的利润水平，铁水日产量短期可能仍会在高位维持一段时间。不过鉴于 5 月份钢材需求可能会见到上半年顶部，且根据Mysteel的相关报道，多数钢厂已经处于满产状态，铁水日产继续向上空间也不大。未来 2-3 个月需关注铁水产量顶部何时出现以及下降的路径。供应方面，二季度之后为传统的铁矿石发运旺季，4 月最后一周铁矿石发运及到港量均环比回升，预计未来 1-2 个月这一趋势仍会延续，故铁矿石港口可能重回累库状态。所以，一旦铁水产量顶部确立，铁矿石价格存在补跌可能，中期看不排除下探至 85-90 美元可能。

操作策略：螺纹钢运行区间 3000-3300；热卷运行区间 3100-3300；铁矿运行区间 680-730。继续关注卷螺价差做缩策略。

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