

2025 年 9 月 19 日

投资咨询业务资格

证监许可【2011】1772 号

广金期货研究中心

黑色金属研究员

郑航

从业资格号：

F03101899

咨询资格号：

Z0021211

联系电话：

020-88523420

黑色：强弱交叠，远忧仍存

核心观点

2025 年三季度，反内卷相关政策预期助推黑色系商品价格整体反弹。但由于相关去产能政策自 8 月后未明显加码，我们认为炉料方面因供需偏弱存在价格走弱风险，同时终端需求不振压制钢材价格运行，后续仍需关注政策落地指引：

铁矿方面，近期海外发运量增加，或导致铁矿港口存货压力加大，且远期面临西芒杜铁矿项目投产预期，近忧仍存且远忧未解，价格难有大涨，此外，需警惕市场提前开始交易年底铁矿供给过剩预期，可卖出虚值看涨期权，或逐步逢高卖出期货介入套保。

煤焦方面，价格仍总体上反映市场对煤炭供需预期，国内价格高位运行或导致长期供应逐渐放量，如国产产量回升，及蒙古、印尼对华出口煤炭增长，且煤炭整体需求由旺转淡，后续煤炭整体库存压力更难消化。但鉴于“反内卷”矿山限产政策预期仍未完全消退，后续价格变动受政策预期影响仍较大。

钢材方面，受建筑行业拖累，整体需求偏弱导致库存持续走高，后续需求或“旺季不旺，淡季更淡”，而受铁矿供给放量影响，钢价估值下行风险仍存，交易上建议以防守偏空思路为主，但需关注炉料价格变动、去产能等政策预期影响。

关注关键变量：进口铁矿增量及库存变化；煤炭需求拐点及库存变化；“反内卷”政策实际出台情况。

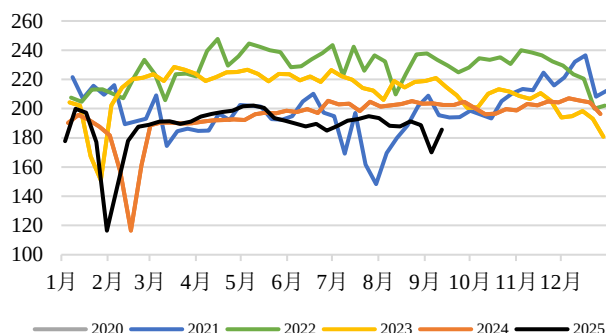
目录

一、煤焦：政策强预期，供需弱现实	3
1、煤炭供应短期受限，但限产政策未加码	3
2、火电进入淡季，整体煤耗下降	4
3、煤炭去库速度放缓，价格跟随限产预期指引	5
二、铁矿石：近虑不解，远忧仍存	7
1、估值重回高位，但供应与国产关联度较低	7
2、铁矿需求短期平稳，但后续增量有限	9
3、港口库存近期平稳，远期累库风险仍存	10
三、钢材：供需现实偏弱，价格承压运行	11
1、钢厂利润承压，产销同比走弱	11
2、建材下游：建筑业内需收缩，项目资金问题仍存	13
3、钢板材等下游：造船、汽车、家电、出口支撑需求增长	15
4、显性库存持续增加，钢价上行驱动减弱	18
四、后市展望：远忧未解，政策变量仍为关键	19
分析师介绍	21
免责声明	22

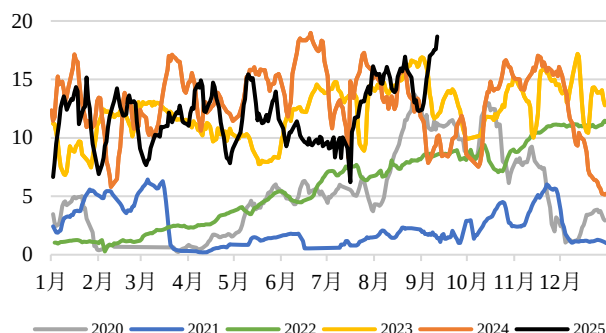
一、煤焦：政策强预期，供需弱现实

1、煤炭供应短期受限，但限产政策未加码

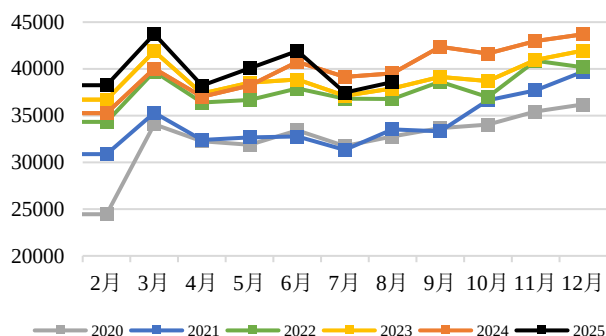
图表：样本矿山原煤周度产量（万吨）



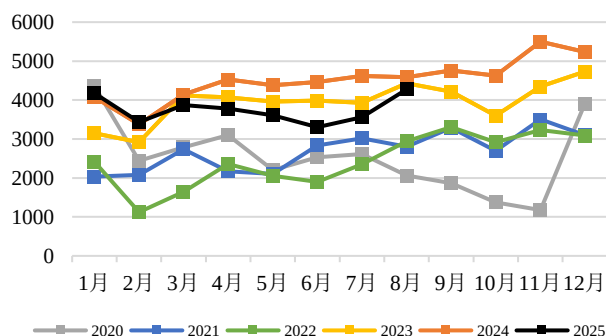
图表：进口蒙煤日均通关数量（万吨）



图表：国内原煤月度产量（万吨）



图表：国内煤炭月度进口量（万吨）



来源：广金期货研究中心，钢联数据

近期煤焦市场价格仍然主要反映煤炭市场整体供求关系。从产业链来看，焦煤是经原煤洗选加工的下游产品，与其他品种煤炭存在重要关联。由于动力煤期货交易受限，焦煤及下游焦炭的期货合约已成煤炭市场投机的平替产品，近期煤炭供给是驱动煤焦行情的主要因素。

从前期事件来看，因7月初中央财经委员会第六次会议提出“治理企业低价无序竞争”和“推动落后产能有序退出”，市场对新一轮“供给侧改革”的预期强烈，而煤炭在上半年库存创下近5年最高水平，呈现出产能持续过剩。7月以来，部分地区对煤矿实行“276工作日”、

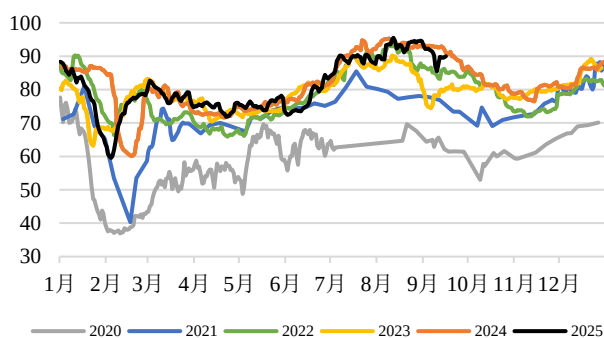
严查超产等政策措施，导致国内 7 月原煤产量出现阶段性环比回落 10.62%，并为市场带来投机想象空间，此后 9 月初原煤产量再度下滑，但主要是阅兵前后矿山因安监原因限产。

此后限产政策并未进一步加码，且官方在后续表述有所变化，如在 7 月 30 日政治局会议的相关表述“治理企业无序竞争”中删去了“低价”二字，《经济日报》刊文指出“反内卷政策旨在治理部分行业的低价无序竞争，而非推动物价普遍上涨”，意图纠偏市场预期，且 8 月并未见煤矿限产预期加码。

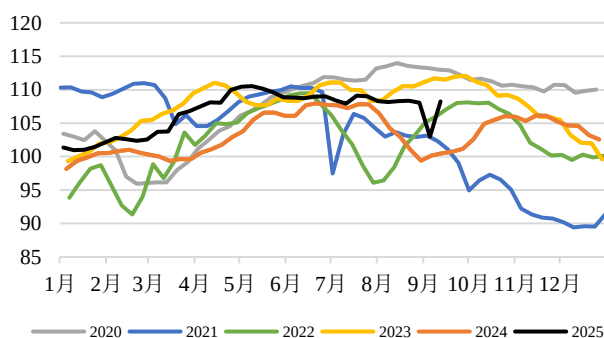
从周度数据变化来看，受国内煤焦价格高位运行的支撑，近期国内煤矿已部分复产，而进口蒙煤通关量已攀升至近 5 年同期最高位，印尼取消对出口煤强制限最低价政策，预计煤矿长期进口供应较宽松，或将引发煤焦市场投机情绪降温。

2、火电进入淡季，整体煤耗下降

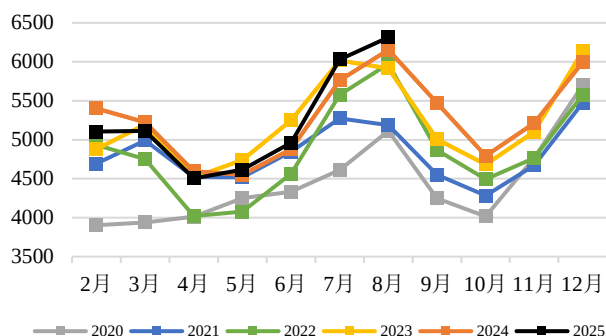
图表：六大发电集团日均耗煤量（万吨）



图表：247 家钢厂日均焦炭消耗量预估（万吨）



图表：国内火电月度发电量（亿千瓦时）

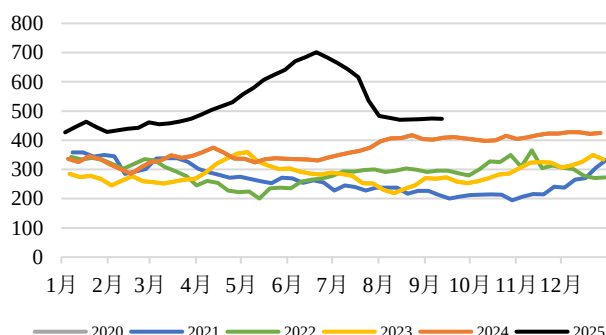


来源：广州金控期货研究中心，钢联数据

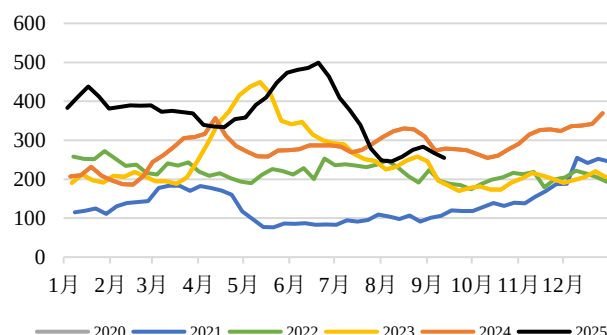
煤炭整体需求已见淡季拐点。煤炭下游主要分支电煤方面（占比约 60%），受天气气温变化影响，每年夏季、冬季均为国内用电及火力发电高峰期，随着国内气温逐渐下降，火电耗煤量已见淡季拐点，将拖累煤炭市场整体需求转淡，对煤炭库存整体消化速度将季节性放缓。煤焦冶金方面（占比约 16%），国内 247 家钢厂对焦煤、焦炭需求虽然在 7 月以来同比增长，不过煤炭在冶金方面用量仅占煤炭总需求 16%左右，其并非需求驱动重点。

3、煤炭去库速度放缓，价格跟随限产预期指引

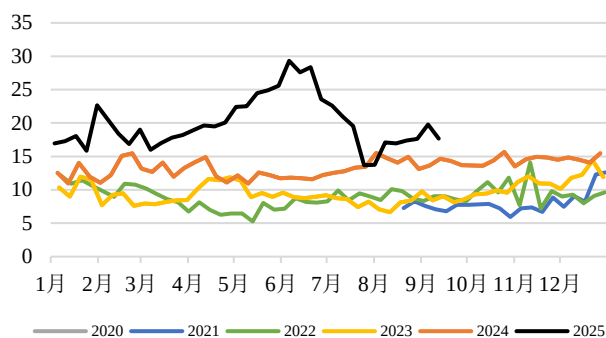
图表：全国样本矿山原煤库存（万吨）



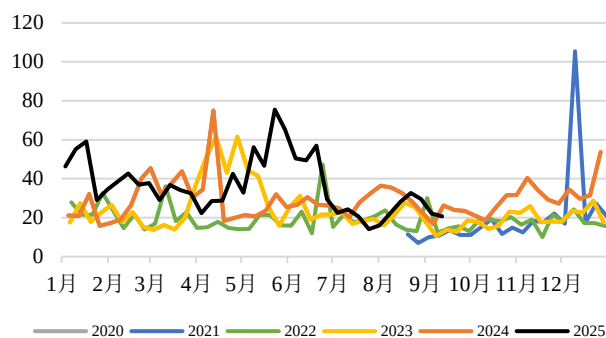
图表：全国样本矿山精煤库存（万吨）



图表：样本矿山原煤库存天数（天）



图表：样本矿山原煤库存天数（天）



来源：广州金控期货研究中心，钢联数据

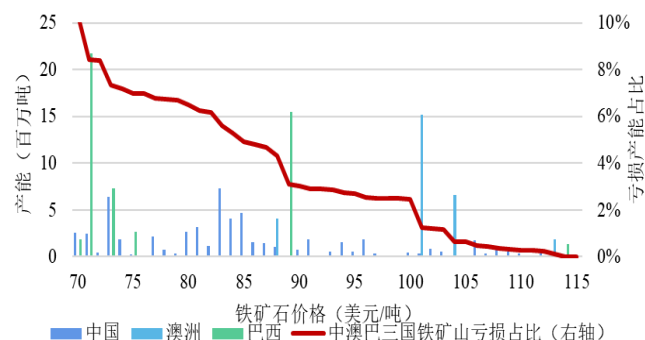
从库存数据来看,自7月底以来原煤库存与库存天数均整体回升,虽然近期市场对于煤矿反内卷限产政策预期再度升温,但目前暂未有进一步表明整体需求在经历了市场炒作后有所降温,对煤炭及煤焦价格表现产生压制,建议后市仍需关注产业政策(如煤矿限产、停产等)执行力度,同时警惕煤炭需求由旺转淡拐点,以防守策略为主。

二、铁矿石：近虑不解，远忧仍存

1、估值重回高位，但供应与国产关联度较低

图表：2024 年青岛港普氏 62%铁矿价格指数（美元/吨）

图表：中澳巴三国铁矿山送到港口成本分析

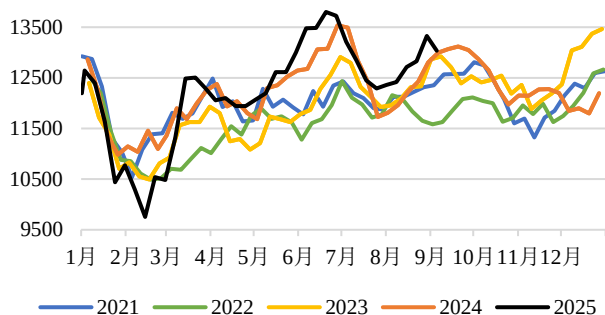


来源：广金期货研究中心，钢联数据

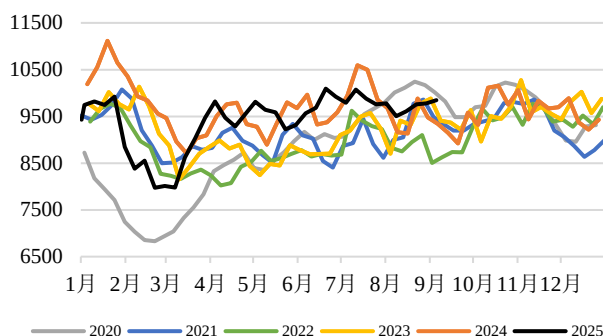
7 月以来，铁矿价格在市场资金对“反内卷”题材炒作情绪亢奋中被显著拉涨至高位水平：一方面，在亢奋的市场环境下，资金凭借 2016 年供给侧改革“肌肉记忆”的投机拉涨黑色系价格；另一方面，在黑色系商品价格联动的作用下，“煤矿限产→焦煤供应缺口→焦炭成本抬升→钢材被动提价→铁矿需求预期修复”逻辑层层传导的结果。但从产业供需来看，本轮行情中所涉及铁矿开采业去产能传闻较少。

价格估值方面，7 月中旬以来普氏 62%铁矿石价格指数重回 100 美元/吨以上运行，较高矿价有利于矿山利润修复，从生产成本来看，当前价格意味着中国、澳大利亚、巴西亏损矿山占比仅约为 1~2%，或提升矿山生产积极性，加速海外发运节奏与新增矿山项目建设进展，国内铁矿潜在供应压力增大。

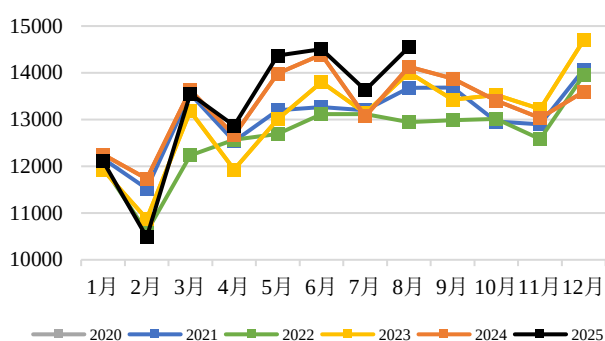
图表：全球主港铁矿石近四周发货量（万吨）



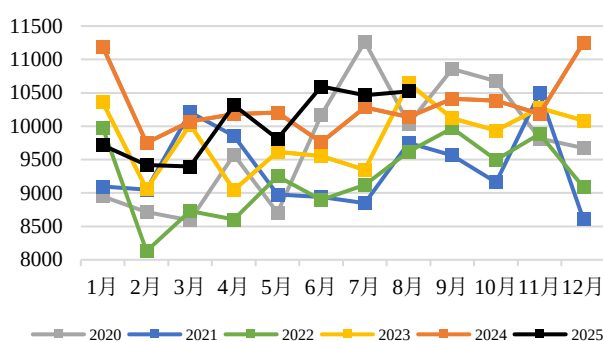
图表：45 座港口近四周进口铁矿到港量（万吨）



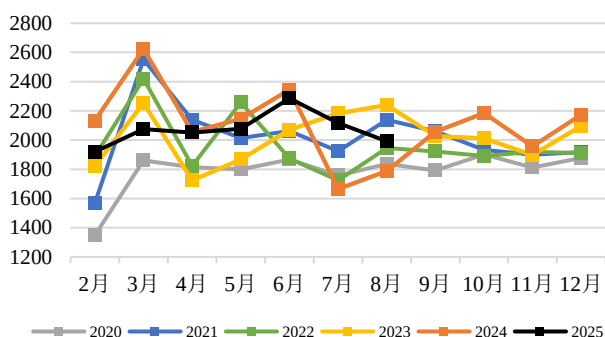
图表：全球主港铁矿石月度发货量（万吨）



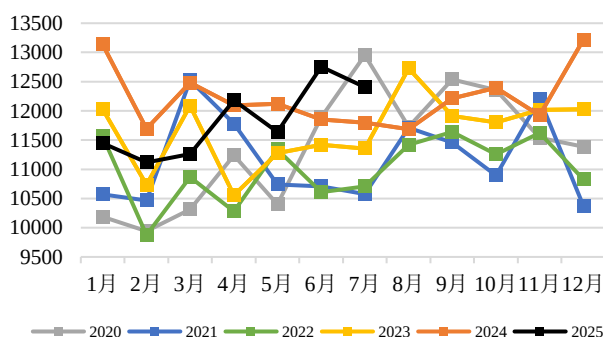
图表：中国铁矿石月度进口量（万吨）



图表：国内铁精粉月度产量估算（万吨）



图表：澳洲、巴西七港铁矿库存（万吨）

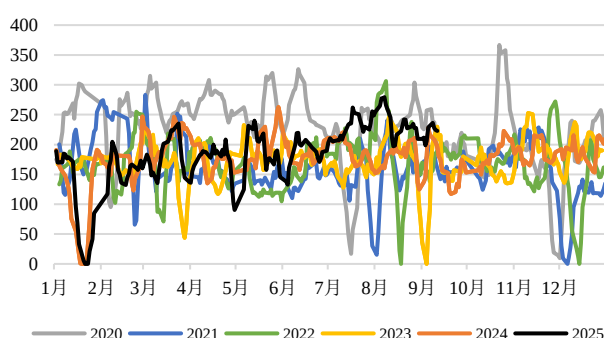
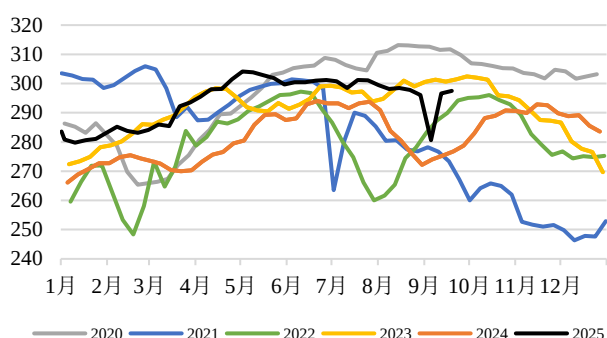


来源：广金期货研究中心，钢联数据，海关总署

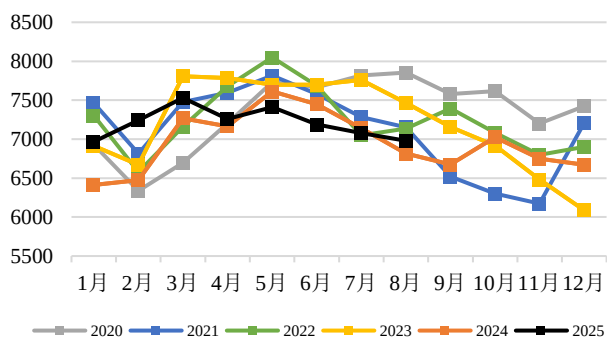
进口矿供应（占比约 83%）仍是国内铁矿供应的最重要变量。7-8 月全球供应量和我国铁矿进口量均同比增长，而全球铁矿石主要港口发货数据显示，8-9 月海外矿供应易呈季节性上升趋势。考虑到铁矿从澳洲、巴西发运到中国到港卸货约滞后 2-4 周，预计我国进口铁矿石到港供应压力在 10 月中旬前逐渐增大。

2、铁矿需求短期平稳，但后续增量有限

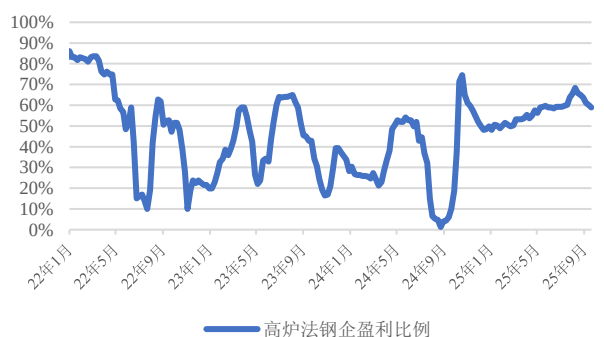
图表：247 家钢厂进口铁矿日均消耗量（万吨） 图表：主流港口铁矿石成交情况（万吨）



图表：中国钢厂生铁月度产量（万吨）



图表：样本高炉法钢企盈利占比



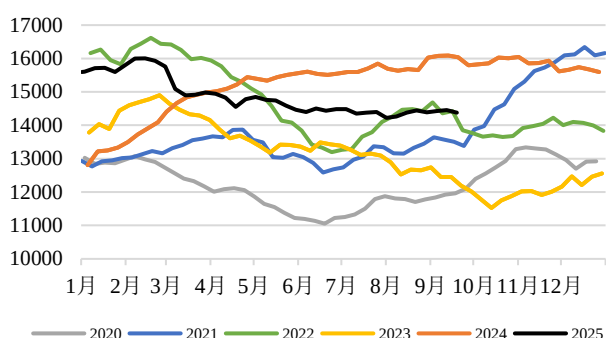
来源：广金期货研究中心，钢联数据，统计局

铁矿主要用于冶炼需求，用途较为单一，自 7 月以来因下游钢铁需求偏弱，供给相对过剩，国内生铁产量环比整体下行，对应铁矿消耗量减少，9 月初阅兵庆典前后北方地区因钢厂限产导致需求短暂显著减少，目前国内 247 家样本高炉钢厂进口铁矿日耗量虽已有所恢复，但整体上仍在 5 月初以来整体回落趋势中。

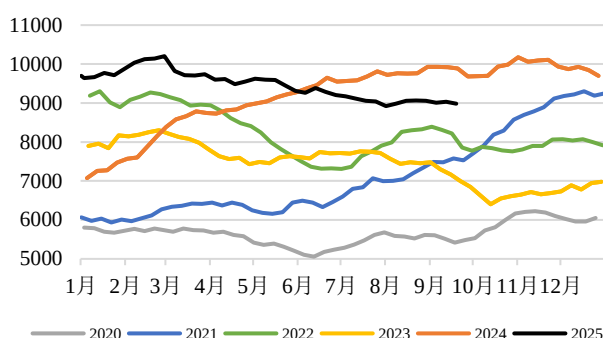
受限于下游高炉法钢厂利润整体回落（盈利钢企从近期最高 68% 降至 58%），钢厂继续增产意愿有限，铁矿需求持续偏弱运行的可能性较大。

3、港口库存近期平稳，远期累库风险仍存

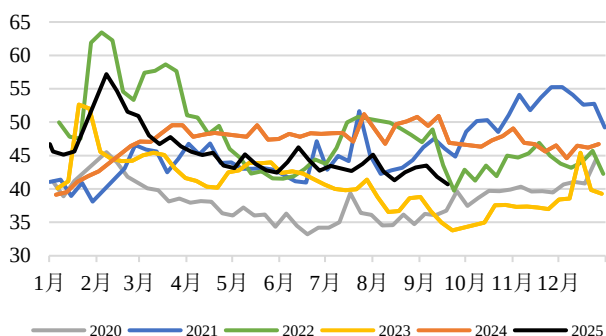
图表：全国 45 港进口铁矿石库存（万吨）



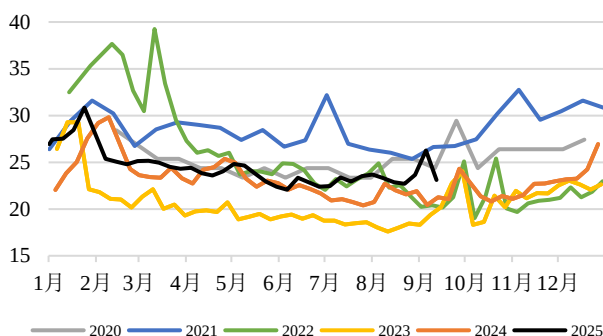
图表：45 港可贸易铁矿石数量（万吨）



图表：45 港铁矿石库存天数（天）



图表：主流钢厂铁矿石库存天数（天）



来源：广金期货研究中心，钢联数据

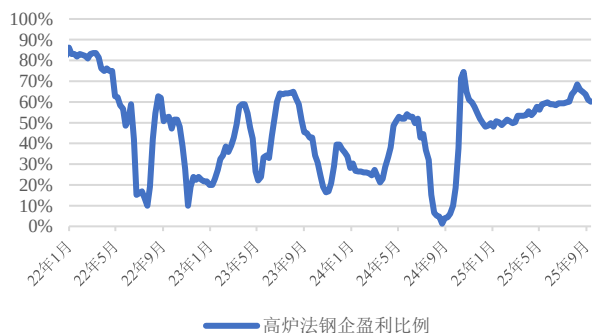
自三季度以来国内 45 座港口的进口铁矿库存整体表现稳中略升，库存天数低于去年同期，处于近 5 年同期中位水平，对铁矿石价格暂无明显压制。但由于进口矿供应量逐渐上升，且下游钢厂尚无大幅增产驱动，预计港口铁矿累库压力仍将在近期逐渐显现。

从远期来看，几内亚西芒杜铁矿预计将于 11 月后投产，其初期合计产能或占全球铁矿总供应量的 5-6%，由于下游钢厂面临“反内卷”限产政策可能性仍存，这意味着后续铁矿需求增量有限，库存压力也将更加难以消化，而市场或在铁矿期货 01 合约及往后合约中先行反映矿山投产供应增量的预期，后市交易策略需考虑投产节奏。

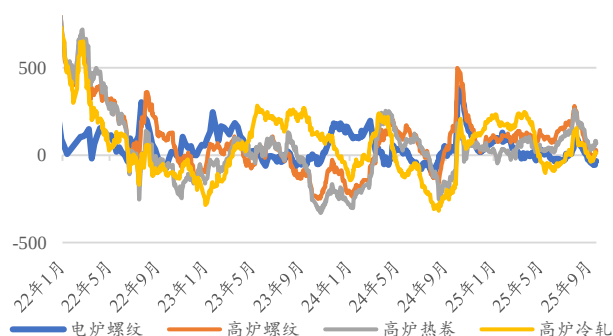
三、钢材：供需现实偏弱，价格承压运行

1、钢厂利润承压，产销同比走弱

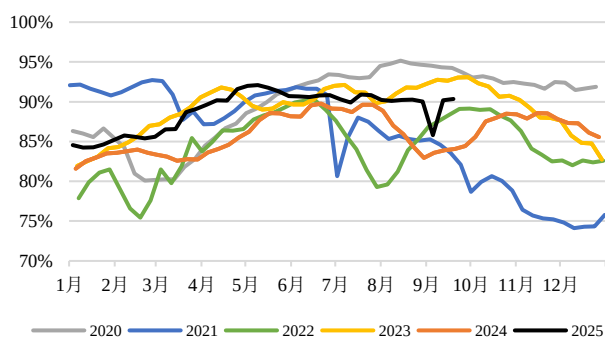
图表：样本高炉法钢企盈利占比



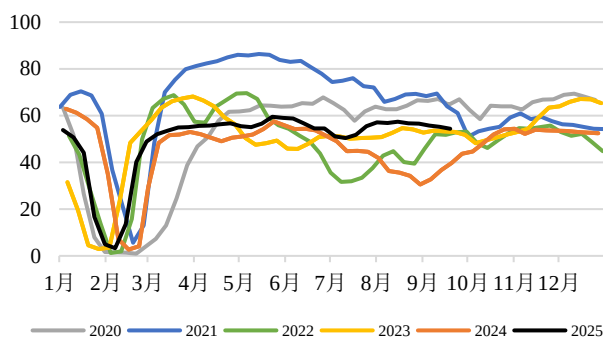
图表：主要品种钢材利润模拟（元/吨）



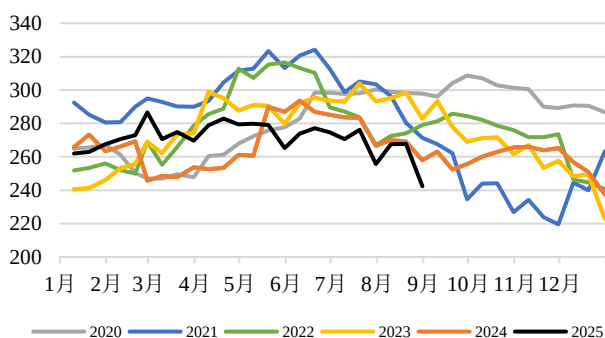
图表：国内样本高炉法钢厂产能利用率



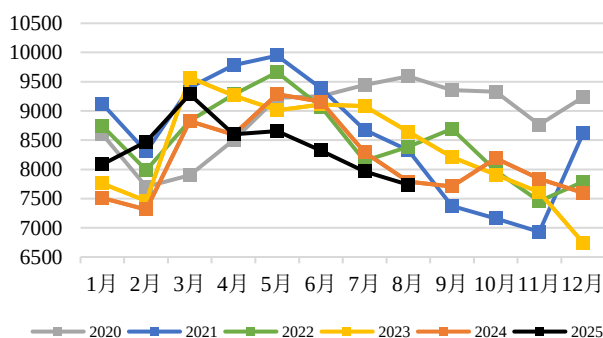
图表：国内样本电炉法钢厂产能利用率



图表：粗钢日均产量（万吨）



图表：国内粗钢月度产量（万吨）



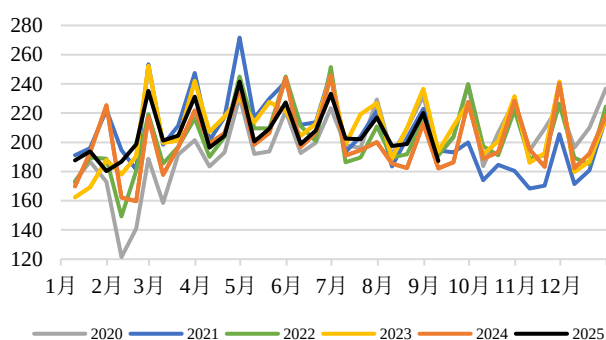
来源：广州金控期货研究中心，钢联数据，中钢协，统计局

从利润估值来看，受市场资金自7月以来对“反内卷”预期炒作的持续影响，炉料价格涨幅整体大于成品钢材价格涨幅，高炉法钢厂

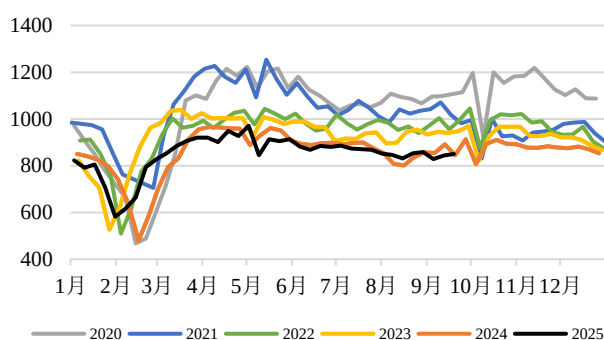
（占钢材供应 90%）盈利企业数量占比从最高 68% 左右回落至近期 58% 左右，钢厂开工意愿降低，产能利用率整体上仍处于 5 月份以来的下行趋势中，除政策性限产因素以外，近期尚无主动大幅增产或大幅减产的驱动因素。

钢材产销整体表现偏弱。据统计局公布的数据，1-8 月国内粗钢产量同比下滑 2.8%，而我国是钢材净出口国（年内钢材出口量增长 10%），表明今年三季度以来国内钢厂整体产销仍然延续同比下降。

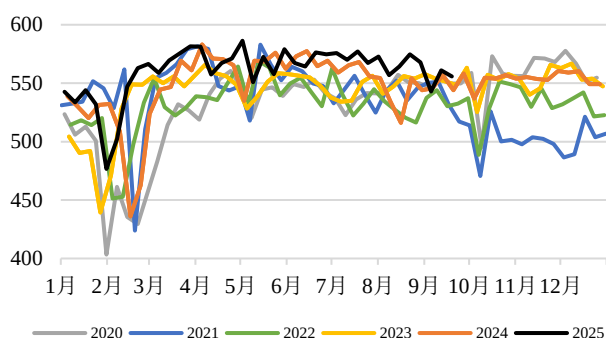
图表：中钢协企业粗钢日均出库量（万吨）



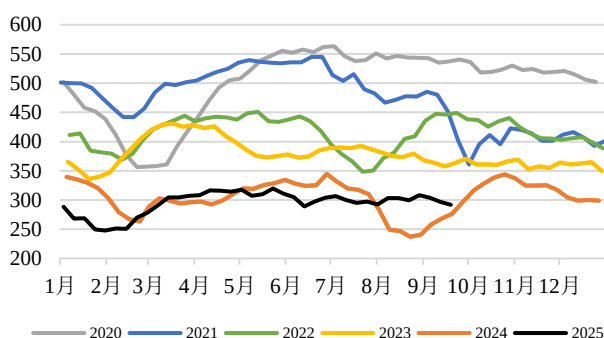
图表：五大品种钢材周度消费量



图表：国内钢板材周度消费量（万吨）



图表：国内建筑钢材周度消费量（万吨）



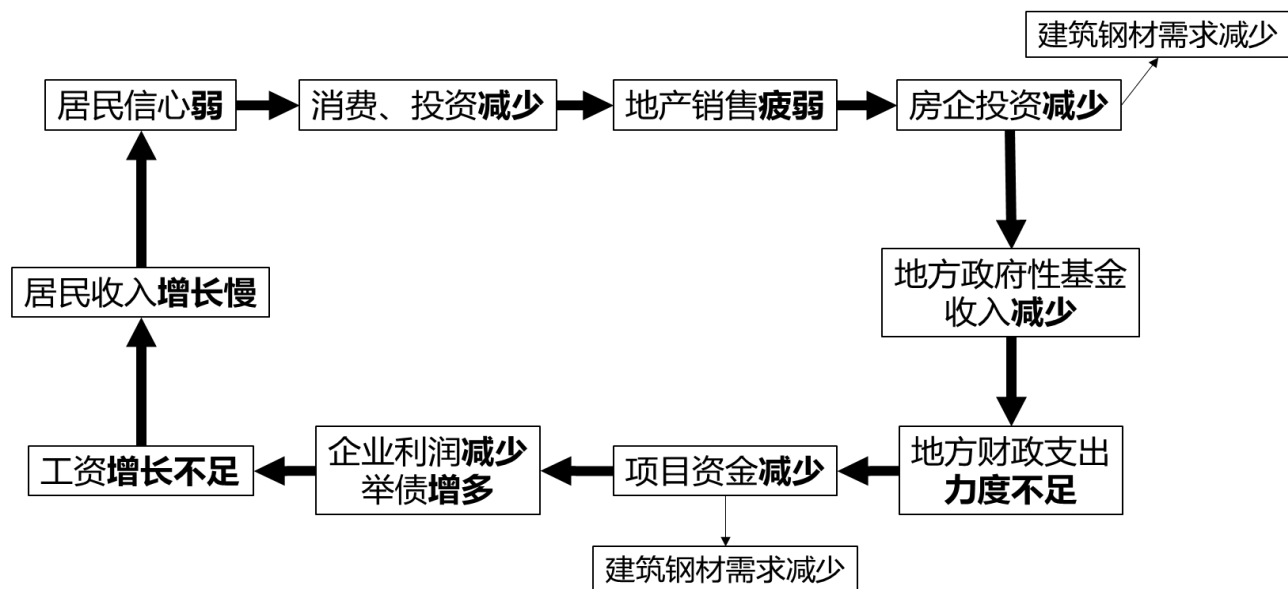
来源：广州金控期货研究中心，钢联数据

从品种需求细分来看，近期五大品种钢材整体消费处于近 5 年同期低位水平，仍主要受建材拖累。建材（螺纹钢、线材）方面，消费表现偏弱，三季度国内多地因降雨偏多导致建筑项目施工放缓，尤其

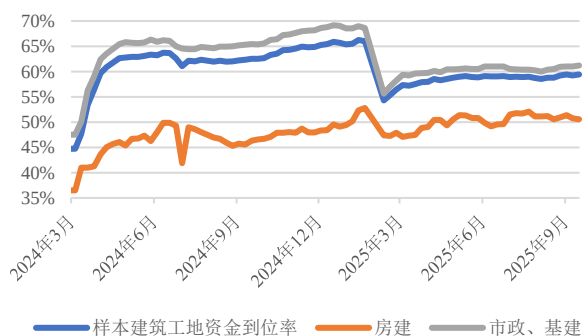
是7-8月为需求淡季，而地产销售、土地财政走弱导致建筑项目资金到位率低于去年，同样也制约建筑施工整体进展，导致建材消费量仍然偏低。钢板材（热轧卷板、冷轧卷板、中厚板）方面，消费量整体处于近5年同期高位水平运行。由于目前钢材出口仍具有一定优势，且国内以旧换新国补政策延续，对钢板材制品相关下游消费有一定支撑，但钢板材需求增量仍不足以弥补建筑钢材需求减量。

2、建材下游：建筑业内需收缩，项目资金问题仍存

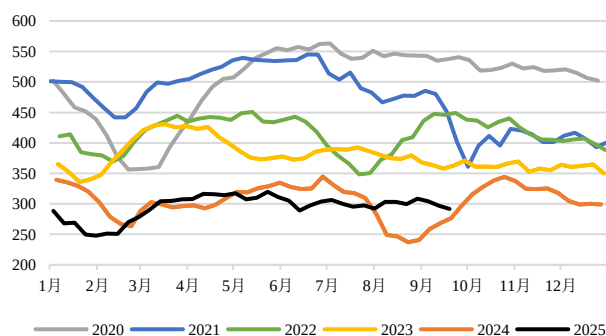
图表：建筑行业下行螺旋问题传导逻辑



图表：样本建筑项目资金到位率



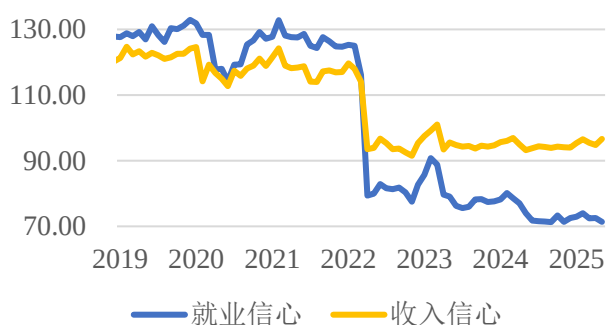
图表：国内建筑钢材周度消费量（万吨）



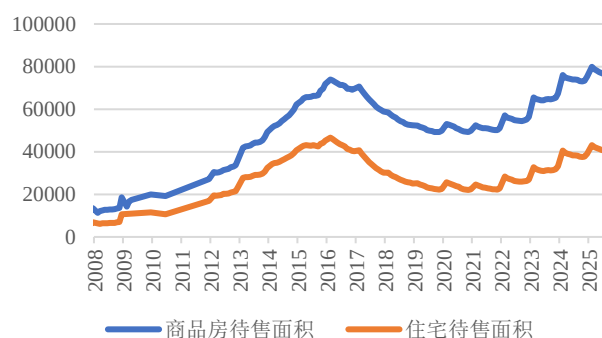
来源：广州金控期货研究中心，钢联数据

建筑行业整体内需收缩，资金不足或为主因。建筑钢材是钢铁的重要分支，在地产、基建等建筑行业项目建设的各个阶段均广泛使用到螺纹钢等建筑钢材。据百年建筑统计，截至 9 月 16 日，样本市政基建项目资金到位率为 61.21%，房建项目资金到位率 50.58%，整体样本建筑工地资金到位率为 59.39%，仍有约 4 成项目资金到位不足。

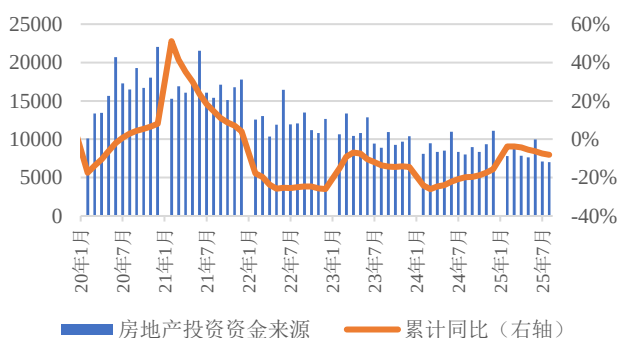
图表：消费者信心指数（就业、收入信心）



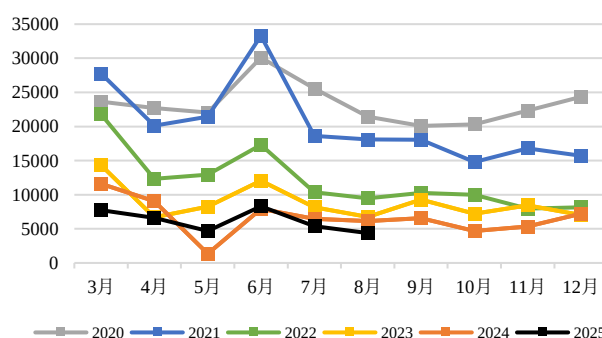
图表：商品房累计待售面积（万平方米）



图表：房企资金到位情况（亿元）



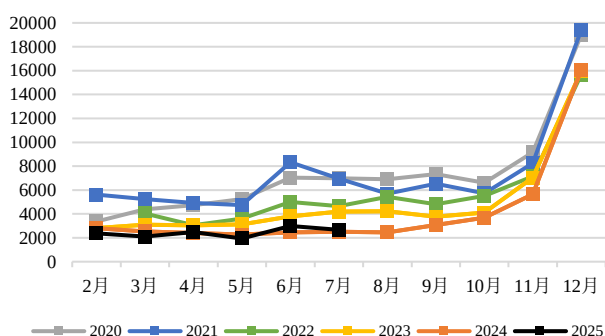
图表：房地产施工面积月度值（万平方米）



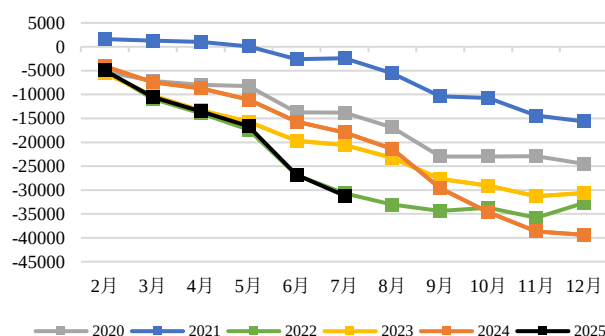
来源：广州金控期货研究中心，Wind，统计局

地产方面，受国内居民消费信心不足的影响（消费者信心指数分项中的就业信心指数、消费信心指数偏低），居民贷款购房意愿不足，新房销售低迷且库存积压（8 月待售面积累计同比增 3.23%），意味着房企资金链存在较大压力导致其项目开工更保守，在减少土地购置数量的同时减缓房建施工进度，导致建筑钢材需求减少。

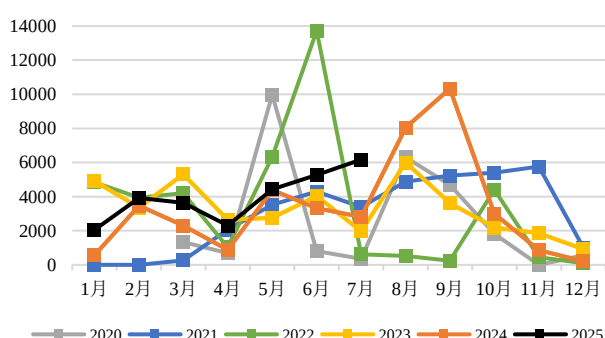
图表：地方政府土地出让金当月收入（亿元）



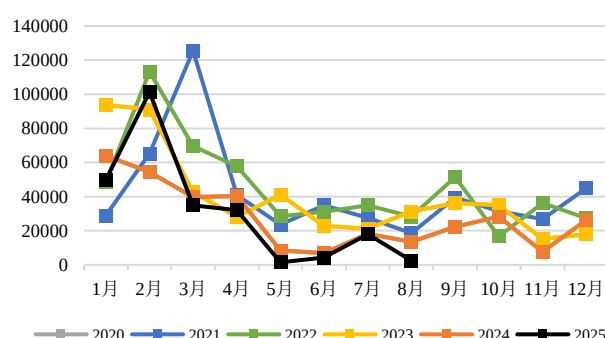
图表：地方政府性基金累计收支差（亿元）



图表：地方政府专项债发行额（不含再融资，亿元）



图表：国内新开工项目投资额（亿元）



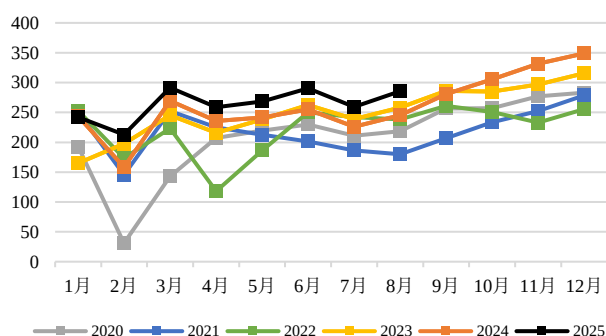
来源：广州金控期货研究中心，钢联数据

基建方面，资金配套仍显不足，不仅因为土地财政偏弱导致地方政府性基金收支差缺口增大，而且今年地方政府专项债增发部分多用于再融资（即化债，1-7月占比达46%），而剔除再融资部分后的专项债发行额甚至不及2022年同期水平。地方为新增项目配套资金力度不足，基建项目资金到位仍存在“堵点”。

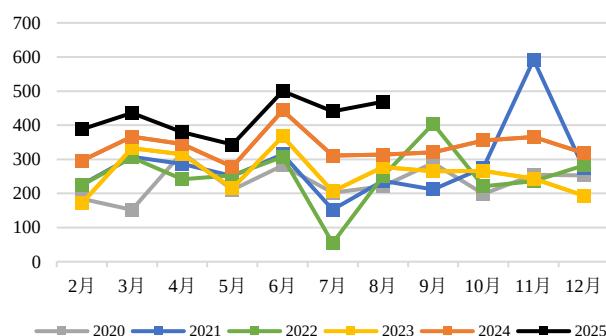
3、钢板材等下游：造船、汽车、家电、出口支撑需求增长

今年以来，虽然美国特朗普对全球加征的“对等关税”正常为全球贸易和工业品消费带来逆风，但是国内汽车、造船业、家电、出口钢材订单持续增长，支撑钢板材消费表现整体向好。

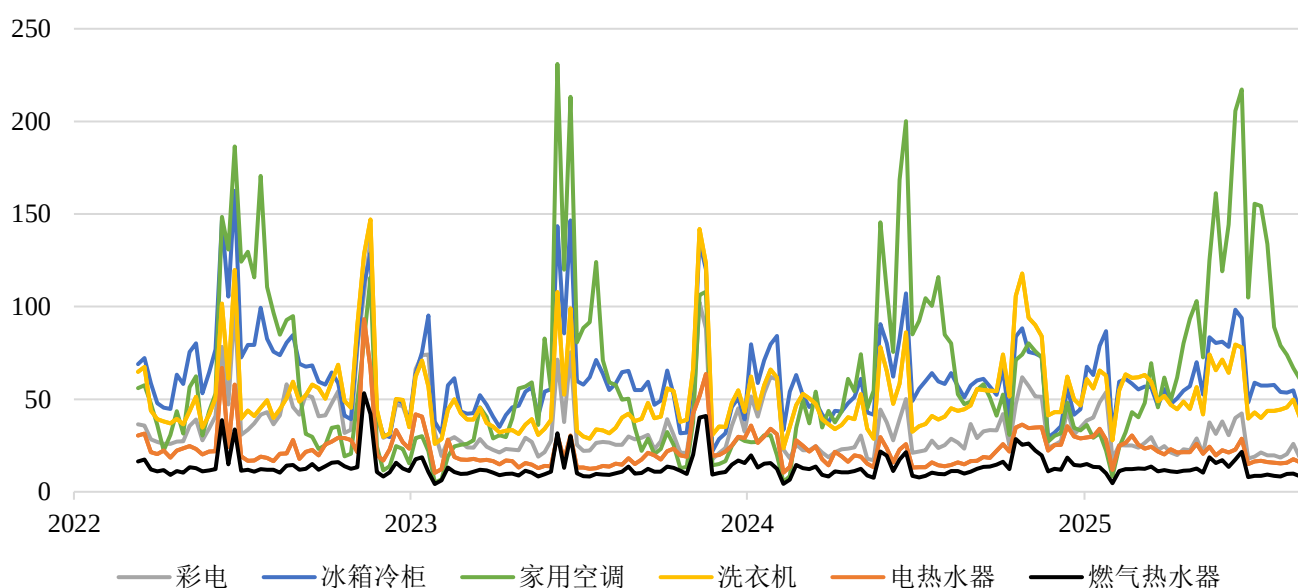
图表：乘用车当月销量（万辆）



图表：国内民用钢质船舶月度产量（万载重吨）



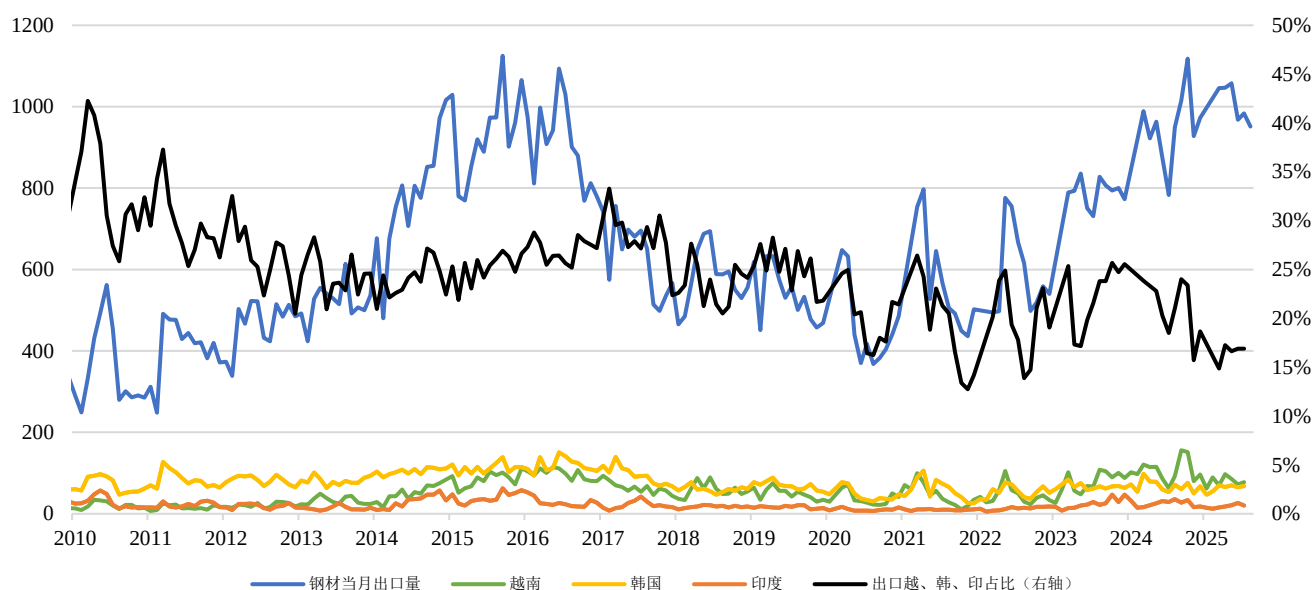
图表：国内家电当周零售量（万台）



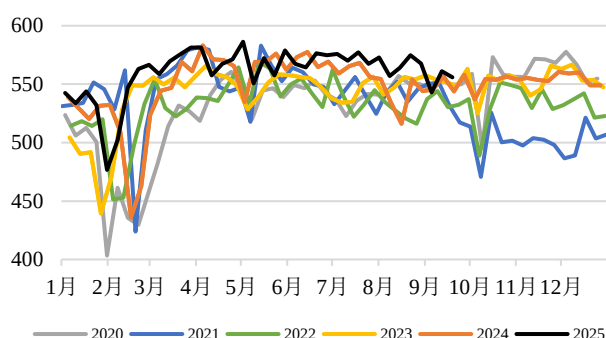
来源：广州金控期货研究中心，乘联会，钢联数据

汽车方面，政府延续支持“两新”补贴（大规模设备更新和消费品以旧换新），拉动国内汽车、家电需求增长。从数据来看，乘用车1-8月累计零售1474.1万辆，同比增长9.5%。造船方面，国内造船业订单较饱和，1-8月国内民用钢质船舶产量累计同比增长14.30%。家电方面，在国补政策刺激下，冰箱、空调、热水器、洗衣机零售数量均有一定程度增长。在终端需求带动下，相关钢板材产销两旺，对热轧卷板的消费亦有明显支撑。

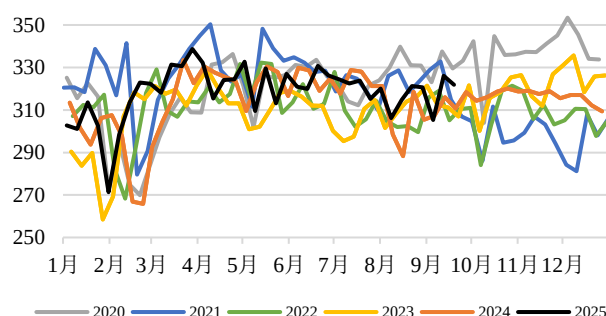
图表：中国钢材月度出口数量、占比（万吨）



图表：国内钢板材周度消费量（万吨）



图表：国内热轧卷板周度消费量（万吨）

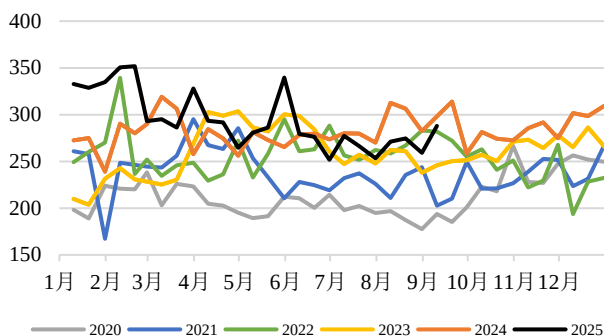


来源：广州金控期货研究中心，钢联数据

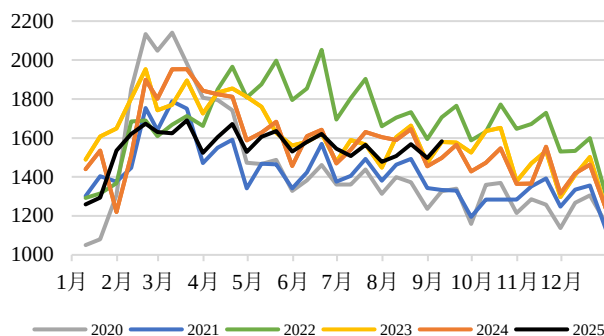
海外对华钢铁加税，但国内钢铁出口延续增长。越南、韩国、印度是我国钢材出口前三大目的地（占约两成左右），今年以来相继对我国进口的部分品种钢铁加征反倾销税，税率达到2-4成，对钢材出口（尤其华南钢板材）产生不利影响。不过从1-8月钢材出口情况来看，成品钢材累计出口数量达到7749万吨，同比增长10.0%。

4、显性库存持续增加，钢价上行驱动减弱

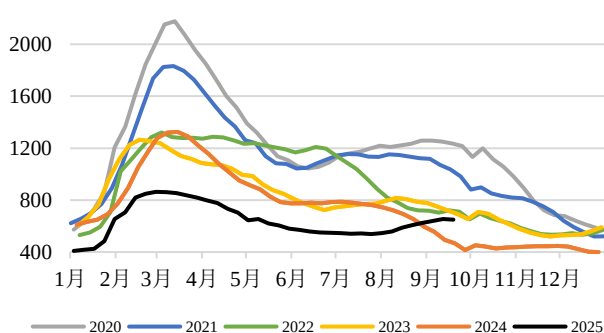
图表：中钢协企业粗钢库存（万吨）



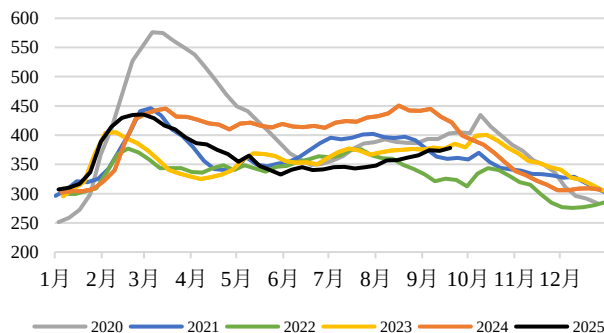
图表：中钢协企业成品钢材库存（万吨）



图表：国内螺纹钢厂内+社会库存（万吨）



图表：国内热轧卷板厂内+社会库存（万吨）



来源：广州金控期货研究中心，钢联数据

三季度以来，中钢协企业粗钢库存处于近5年同期高位，尽管钢厂主动缩减了上市品种螺纹钢、热轧卷板的产量。9月18日数据显示五大品种钢材库存连续9周累库，高库存压力将导致钢价上行驱动减弱，下行压力增大。

四、后市展望：远忧未解，政策变量仍为关键

通过以上分析，我们将黑色品种行情驱动存在的共性总结为：供给“反内卷”去产能预期强驱动主导价格反弹，但现实需求表现偏弱或压制反弹高度，政策变动对黑色系商品价格影响显著。由于去产能政策自8月后未明显加码，我们认为炉料方面因供需偏弱存在价格走弱风险，同时终端需求不振压制钢材价格运行，后续仍需关注政策落地指引：

铁矿方面，近期海外发运量增加，或导致铁矿港口存货压力加大，且远期面临西芒杜铁矿项目投产预期，近忧仍存且远忧未解，价格难有大涨，此外，需警惕市场提前开始交易年底铁矿供给过剩预期，可卖出虚值看涨期权，或逐步逢高卖出期货介入套保。

煤焦方面，价格仍总体上反映市场对煤炭供需预期，国内价格高位运行或导致长期供应逐渐放量，如国产产量回升，及蒙古、印尼对华出口煤炭增长，且煤炭整体需求由旺转淡，后续煤炭整体库存压力更难消化。但鉴于“反内卷”矿山限产政策预期仍未完全消退，后续价格变动受政策预期影响仍较大。

钢材方面，受建筑行业拖累，整体需求偏弱导致库存持续走高，后续需求或“旺季不旺，淡季更淡”，而受铁矿供给放量影响，钢价估值下行风险仍存，交易上建议以防守偏空思路为主，但需关注炉料价格变动、去产能等政策预期影响。

关注关键变量：进口铁矿增量及库存变化；煤炭需求拐点及库存

变化；“反内卷”政策实际出台情况。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。

分析师介绍



郑航

黑色金属研究员

华南理工大学工学、经济学双学位。从事 6 年以上分析商品研究工作，现主要关注黑色金属相关品种。注重宏观分析与产业链基本面驱动分析相结合，致力于深入发掘黑色系商品期货与衍生品保值交易及套利交易机会。



更多期货资讯请关注广金公众号

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的更改，在任何情况下，我公司报告的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写过程中融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与广州金控期货有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表广州金控期货有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映广州金控期货有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经广州金控期货有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的资料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“广州金控期货有限公司”，并保留我公司的一切权利。

广州金控期货有限公司是广州金融控股集团有限公司的控股子公司，业务范围包括商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询和资产管理业务。全资控股风险管理子公司-广州金控物产有限公司，业务范围包括基差贸易、仓单服务、场外衍生品业务。

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1772号

总部地址：广州市天河区体育西路 191 号中石化大厦 B 塔 25 层 2501-2524 单元

联系电话：400-930-7770

公司官网：www.gzjkqh.com

广州金控期货有限公司分支机构

·广州营业部 地址：广州市天河区临江大道1号之一904室 电话：020-38298555	·佛山营业部 地址：佛山市南海区大沥镇毅贤路8号17层20号至17层22号 电话：0757-85501856/85501815
·大连营业部 地址：辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座 -大连期货大厦2311室 电话：0411-84806645	·山东分公司 地址：山东省济南市市中区英雄山路129号祥泰广场1号楼2403室 电话：0531-55554330
·福州营业部 地址：福建省福州市晋安区福飞北路175号6层6D单元 电话：0591-87800021	·杭州分公司 地址：浙江省杭州市西湖区文二西路5号508室 电话：0571-87791385
·河北分公司 地址：河北省石家庄市长安区中山东路508号东胜广场三单元1406室 电话：0311-83075314	·唐山营业部 地址：河北省唐山市路北区金融中心3号楼1607、1608号 电话：0315-5266603
·淮北营业部 地址：安徽省淮北市相山区惠苑路6号金冠紫园6幢105号 电话：0561-3318880	·太原营业部 地址：山西省太原市万柏林区长风街道长兴路1号4幢11层1123、1124号 电话：0351-7876105
·嘉兴分公司 地址：浙江省嘉兴市海宁市海洲街道新苑路147-149号2楼 电话：0573-87216718	·深圳分公司 地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦1905室 电话：0755-23615564