

## 黑色金属2025年半年报—中枢下移，聚焦结构

### 半年报摘要

#### 行情回顾

由于贸易摩擦和地缘冲突，贵金属走势强劲。黑色金属则受到地产行业持续低迷拖累，整体价格表现趋弱，品种间走势分化，螺纹、热卷、铁矿跌幅远小于“双焦”。

2025年“金三银四”传统积极性旺季不旺，5-6月份在天气逐渐转热，南方地区梅雨季等的影响需求，黑色系商品市场在“弱预期-弱现实-成本坍塌”的循环中逐级探底。

#### 主要观点

**终端需求，上半年整体呈现地产投资继续拖累，基建投资托底，制造业投资和出口需求表现平稳的局面。**上半年成材终端需求表现不佳，一方面来自于地产市场的继续低迷导致钢材需求继续减少。另一方面，上半年基建投资增速一直处于增长状态，好于去年同期。地缘政治动荡和外部贸易环境不确定性加剧，去年表现亮眼的制造业和出口端，今年上半年对原料需求改善力度有限。

铁矿，上半年供应宽松，需求并不差，港口库存处于近年高位。

钢材，上半年粗钢产量减少，出口增速回落，五大材持续累库。

#### 后市展望

铁矿：2025年铁矿步入“低价-减产”的产能出清周期，价格中枢降至85-95美元/干吨。下半年，随着西芒杜一期和澳洲扩产产能的集中释放，全年供应扩张的格局已定。中性假设下，国内粗钢平控压制铁水至220-230万吨/日，且出口需求未受影响，全年需求亦将萎缩。若供需矛盾加剧，价格区间下移，价格中枢或降至80-85美元。预计三季度政策博弈下，矿价震荡为主；四季度新增产能压制，矿价震荡寻底。投资者需以偏空操作为主，以“套利为盾”应对市场波动，紧盯非主流矿减产信号与政策预期差。

钢材：2025年的“供给侧改革2.0”已在路上，钢铁行业再次步入“剩者为王”周期。展望下半年，供应端钢厂在微利下维持高产的状况不可持续，需求端地产寒冬仍未过去，“两新”政策退坡或抑制汽车、家电用钢。价格上，螺纹Q3看3100-3300元，Q4或再次下探3000元；热卷Q3看3350-3550元，Q4承压至3200-3400元。策略上，单边操作关注螺纹3350+/热卷3550+空配的机会，套利操作关注原料跌幅大于成材时，做多钢厂利润。黑色产业链作为“供给侧改革1.0”时期的亲历者，钢铁企业在弱平衡下的精细化生存已不可同日而语。

报告日期 2025-7-7

#### 研究咨询部

海明超

从业资格号：F03107347

投资咨询号：Z0021499

电话：010-84183050

邮件：haimingchao@guodu.cc

## 目录

一、2025 年上半年行情回顾 .....	4
二、基本面分析 .....	7
(一) 铁矿石 .....	7
(二) 钢材：螺纹钢&热卷 .....	10
(三) 套利机会 .....	12
三、后市展望 .....	12
四、风险提示 .....	14

## 目录

图 1 2025 年上半年大宗商品期货主力合约累计涨跌幅 .....	4
图 2 铁矿石期货价格走势 .....	5
图 3 螺纹钢期货价格走势 .....	5
图 4 地产开发建设指标仍未转正 .....	5
图 5 地产销售指标仍未转正 .....	5
图 6 基建投资上半年维持正增长 .....	6
图 7 制造业投资小幅正增长 .....	6
图 8 康波周期特征 .....	6
图 9 澳洲、巴西周度港口库存量 .....	7
图 10 澳洲、巴西周度港口发货量 .....	7
图 11 铁矿石日均疏港量（45 港） .....	8
图 12 北方六港到港铁矿石船舶数 .....	8
图 13 中钢协重点企业旬度日均粗钢产量 .....	9
图 14 日均铁水产量 .....	9
图 15 富宝废钢价格指数 .....	9
图 16 进口铁矿石平均库存可用天数 .....	9
图 17 铁矿石港口库存（45 港） .....	9
图 18 废钢价格与铁水成本对比 .....	9
图 19 粗钢表观消费量 .....	10
图 20 水泥价格指数 .....	10
图 21 电炉开工率 .....	10
图 22 高炉开工率 .....	10
图 23 钢材出口数量增速（累计值） .....	11
图 24 中钢协重点企业日均钢材库存 .....	11
图 25 螺纹钢-钢厂库存 .....	11
图 26 螺纹钢-社会库存 .....	11
图 27 钢材出口当月同比 .....	12
图 28 热卷-社会库存 .....	12
图 29 热卷螺纹期货价格 .....	12
图 30 热卷螺纹现货价格 .....	12

## 一、2025 年上半年行情回顾

2025 年上半年，地缘政治动荡和外部贸易环境不确定性加剧，贵金属走势强劲。黑色金属则受到地产行业持续低迷拖累，整体价格表现趋弱，品种间走势分化，螺纹、热卷、铁矿跌幅远小于“双焦”。原料端，以铁矿石主力连续为参照，上半年矿价呈现前高后低的震荡走势，期间主力合约波动区间在【670.5, 844.0】，区间振幅 213.5 点（24.15%），区间涨跌幅为-8.15%，比 2024 年末重心下移。

2025 年“金三银四”传统积极性旺季不旺，5-6 月份在天气逐渐转热，南方地区梅雨季等的影响之下，市场价格持续下行。成材端，以螺纹钢为参照，期间主力合约波动区间在【2912, 3398】，区间振幅 486 点（14.69%），区间涨跌幅为-9.43%，在 5 月底螺纹期价一度跌破去年低点。但由于原料端的“双焦”价格下跌得更快，钢厂上半年生产始终有利润，钢厂订单较为活跃，社会库存低位运行。

图 1 2025 年上半年大宗商品期货主力合约累计涨跌幅

期货主力合约	2024/12/31	2025/6/30	累计涨跌幅
沪金	617.6	767.58	24.28%
沪银	7470	8762	17.30%
豆粕	2696	2961	9.83%
沪锡	244860	268110	9.50%
豆二	3327	3611	8.54%
沪铜	73770	79870	8.27%
菜粕	2410	2572	6.72%
玉米	2229	2378	6.68%
豆一	3936	4141	5.21%
沪铝	19780	20580	4.04%
菜油	9057	9415	3.95%
豆油	7712	7984	3.53%
沪铅	16765	17200	2.59%
棉花	13495	13740	1.82%
尿素	1707	1712	0.29%
PTA	4892	4798	-1.92%
沪镍	124750	120830	-3.14%
锰硅	6090	5642	-7.36%
PVC	5290	4889	-7.58%
铁矿	779	715.5	-8.15%
热卷	3418	3123	-8.63%
螺纹钢	3309	2997	-9.43%
燃油	3326	2990	-10.10%
塑料	8178	7261	-11.21%
沪油	559.9	496.7	-11.29%
沪锌	25460	22495	-11.65%
甲醇	2703	2381	-11.91%
硅铁	6256	5344	-14.58%
纯碱	1433	1181	-17.59%
烧碱	2907	2319	-20.23%
焦炭	1812	1404	-22.52%
玻璃	1327	1006	-24.19%
焦煤	1160.5	825	-28.91%

数据来源：iFind、Mysteel、国都期货研究咨询部

**图 2 铁矿石期货价格走势**

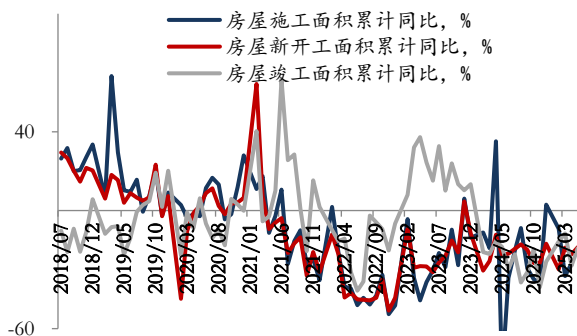

数据来源: iFinD、Mysteel、国都期货研究咨询部

**图 3 螺纹钢期货价格走势**

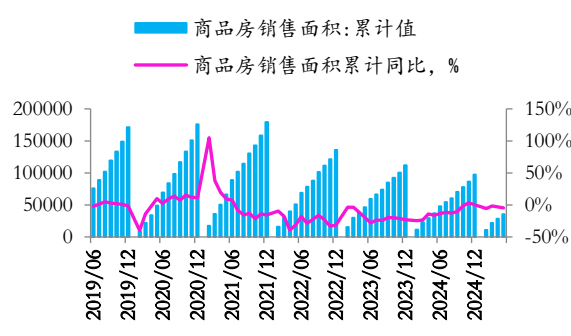

数据来源: iFinD、Mysteel、国都期货研究咨询部

上半年,黑色系商品期现货市场整体成交清冷,市场在“弱预期-弱现实-成本坍塌”的循环中逐级探底。1-2月,受特别国债传闻的政策预期影响,市场博弈预期由弱转强,价格高点出现,整体呈现抵抗式下跌。3-4月,“金三银四”旺季需求被证伪,价格破位下行。5-6月,钢厂有利润开始增产,叠加南方梅雨季影响需求,供强需弱下库存压力显现,价格探底至去年低点。

品种分化明显,原料端负反馈传导,成材成本下移。铁矿供给宽松兑现,西芒杜一期即将投产背景下,全球铁矿石发运量上半年累计增加170万吨。双焦持续溃退,焦炭13轮提降落地,焦化厂利润全线亏损,蒙煤通关量创历史新高。螺纹的吨钢现金成本从3400元降至3150元/吨,但钢价下跌更快,钢厂利润从200+元/吨被压缩至50-80元/吨。

**图 4 地产开发建设指标仍未转正**


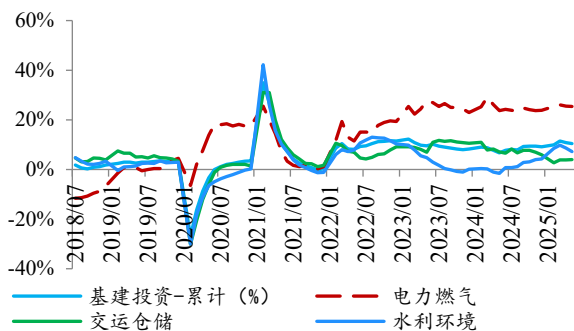
数据来源: iFinD、Mysteel、国都期货研究咨询部

**图 5 地产销售指标仍未转正**


数据来源: iFinD、Mysteel、国都期货研究咨询部

终端需求方面,2025年上半年整体呈现地产投资继续拖累,基建投资托底,制造业投资和出口需求表现平稳的局面。上半年成材终端需求表现不佳,一方面来自于地产市场的继续低迷导致钢材需求继续减少。今年房地产行业依旧维持弱势,1-5月份房地产开发投资同比降10.7%,房屋新开工面积同比降18.72%,房地产销售面积同比降4.56%,降幅普遍有所收窄。另一方面,今年基建情况好于去年同期,上半年基建投资增速一直处于增

长状态。1-5月份基建投资累计完成额85153亿元，同比增长10.42%，远超去年同期的6.68%。

**图6 基建投资上半年维持正增长**


数据来源：iFinD、Mysteel、国都期货研究咨询部

**图7 制造业投资小幅正增长**


数据来源：iFinD、Mysteel、国都期货研究咨询部

由于贸易摩擦和地缘冲突，去年表现亮眼的制造业和出口端，今年上半年对原料需求改善力度有限。上半年“两新”政策和关税压力下的“抢出口”带动制造业用钢消费增加，板材消费量同比增加2%。而五大材消费量同比下降1.0%。受房地产拖累，上半年建筑钢材消费量同比下降6.1%。尽管贸易保护主义频出，但因国际市场需求仍在，以及中国钢材价格优势，中国钢材出口仍然保持增长。2025年1-5月，全国出口钢材4846.9万吨，同比增长8.9%。钢材出口品种出现分化，热卷和冷轧受关税影响，分别同比下降21.8%和2.8%，而钢坯出口471万吨，同比增加305%。

**图8 康波周期特征**

特征	繁荣	衰退	萧条	复苏
国民生产总值	高增长	增长率下降	很少或没有增长	增长率提高
投资需求	存量资本强烈扩张	投资规模增长	生产能力过剩； 投资合理化	投资规模增加
消费需求	所有部门需求扩张	新的部门继续增长	以储蓄减少为代价继续增长	购买力寻找新出路

数据来源：周金涛《涛动周期论》、国都期货研究咨询部

根据周期嵌套理论，一个康波周期中包含6个朱格拉周期，18个库存周期。熊彼特在借鉴康德拉季耶夫、朱格拉、基钦三人研究成果基础上，形成“三周期嵌套”，将康波周期由二阶段划分为“繁荣、衰退、萧条、复苏”的四阶段模型。从康波周期的维度，2019年商品价格即进入新一轮的萧条期，但由于2020年初新冠疫情的冲击，美联储进行了天量货币投放，充当全球金融市场最大的“买家”，人为创造了2020-2021年近两年的大宗商品牛市，也延后了康波周期的萧条期。从10年一次的地产周期（朱格

拉周期)的维度,本轮地产下行周期与经济大周期的萧条期在2022年共振向下,地产下行周期或延续至2025年前后。宏观调控将稳定预期与提振信心摆在更重要的位置,预计2025年地产投资对黑色系商品的拖累效应将明显减弱,商品房销售和新开工面积同比降幅将有所收窄,一二线城市房价整体下滑的趋势或将扭转,钢价重心不存在大幅向下驱动的动力。若考虑库存周期,2023年国内工业品处于被动去库周期,2024年内需不振滞后了主动补库周期,考虑到宏观政策传导中存在普遍存在6个月的时滞,2025年上半年仍未看到国内进入主动补库周期,下半年关注“反内卷”政策,钢价存在向上驱动的可能性。

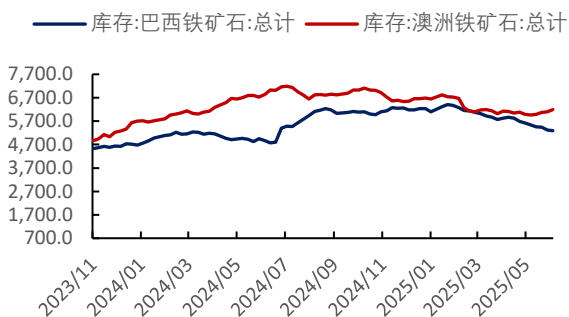
## 二、基本面分析

### (一) 铁矿石

#### 1、供给：上半年铁矿供应偏松

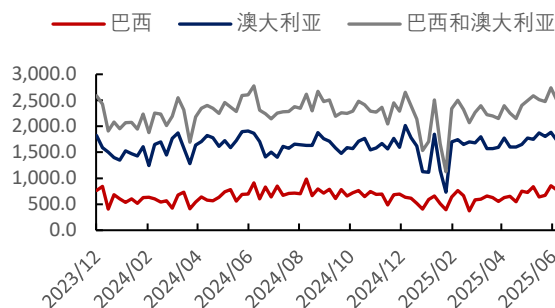
尽管上半年价格中枢下移,但铁矿石供给仍处于近三年同期高位。远端来看,全球铁矿石发运量环比回升,处于近三年同期最高水平。根据Mysteel全球铁矿石发运量数据显示,本期值为3506.7万吨,周环比增加154万吨;6月全球发运量周均值为3456.6万吨,环比5月增加247万吨,同比去年6月增加72万吨。其中澳洲周均发运量2051.7万吨,环比5月增加199万吨,同比去年6月增加8万吨;巴西游周均值为820万吨,环比5月增加27万吨,同比去年6月增加19万吨。从上半年累计发运情况来看,全球铁矿石发运累计同比增加170万吨,其中巴西累计同比增加820万吨,澳洲累计同比减少388万吨,非主流累计同比减少262万吨。

图9 澳洲、巴西周度港口库存量



数据来源: iFinD、Mysteel、国都期货研究咨询部

图10 澳洲、巴西周度港口发货量



数据来源: iFinD、Mysteel、国都期货研究咨询部

近端来看,47港铁矿石到港量环比回升,处于近三年同期最高水平。根据Mysteel47港铁矿石到港量数据显示,本期值为2772.9万吨,周环比增

加255万吨；6月到港量周均值为2654.7万吨，环比5月增加170万吨，同比去年6月增加143万吨。从上半年累计到港况来看，47港铁矿石到港量累计同比减少2009万吨，其中澳洲累计同比减少327万吨，巴西累计同比减少424万吨，非主流累计同比减少1259万吨。

2025年7月2日，淡水河谷（Vale）宣布，鉴于当前球团矿市场形势，公司已更新2025年铁矿石团块产品产量预测（包括铁矿石球团和压块），调整如下：**铁矿石团块产品产量由此前预测的3800万吨至4200万吨，下调至3100万吨至3500万吨。**然而，公司其余指导目标（包括铁矿石生产总量）均维持不变。基于当前情况，公司决定提前于2025年第三季度对圣路易斯球团厂（该球团厂2024年产量为260万吨）进行预防性维护，其间将暂停生产。原计划用于球团生产的造球精粉将转为粉矿产品进行销售，从而优化产品组合。

图 11 铁矿石日均疏港量（45 港）



数据来源：iFinD、Mysteel、国都期货研究咨询部

图 12 北方六港到港铁矿石船舶数



数据来源：iFinD、Mysteel、国都期货研究咨询部

Mysteel预计2025年铁矿石新增产能仍有1亿吨左右，目前70%产能已经投产，还有3000万吨左右产能集中下半年释放，考虑四大矿山衰减量，预计2025年铁矿石产能净新增5400万吨左右。

## 2、需求：上半年铁矿需求并不差

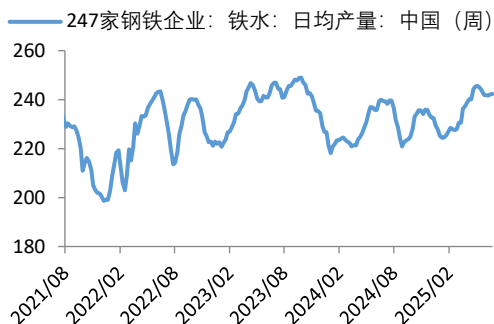
2025年上半年钢厂利润尚可，生产需求并不弱。6月日均铁水产量整体在241-242万吨之间窄幅波动，多数为年中短期高炉检修，未出现规模性持续减产。截至2025年6月30日，247样本钢厂铁水日均产量为242.29万吨/天，环比上周增0.11万吨/天，较年初增14.35万吨/天，同比增2.85万吨/天。全年累计同比增加8.1万吨，增幅3.5%。本期新增3座高炉复产，3座高炉检修；复产的高炉主要分布在东北、江苏、内蒙地区，属于高炉设备维修结束后正常复产；高炉检修主要分布在河北、江苏地区，主要为季节性淡季常规检修；随着成材淡季的来临，预计后期高炉轮修情况增加。

图 13 中钢协重点企业旬度日均粗钢产量



数据来源: iFinD、Mysteel、国都期货研究咨询部

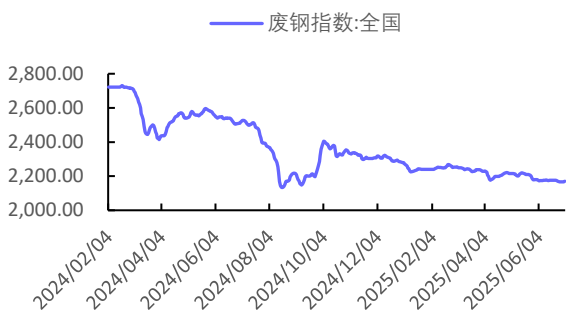
图 14 日均铁水产量



数据来源: iFinD、Mysteel、国都期货研究咨询部

尽管近期市场关于“反内卷”和“供给侧2.0”政策的讨论不断，但产业及铁矿石需求并不差，自身基本面矛盾累积速度偏慢。目前钢厂减产压力较小，在淡季以及行政减产到来前抓紧生产兑现利润动力较足，月内铁水产量经历小幅常规减产后再度回升。

图 15 富宝废钢价格指数



数据来源: iFinD、Mysteel、国都期货研究咨询部

图 16 进口铁矿石平均库存可用天数



数据来源: iFinD、Mysteel、国都期货研究咨询部

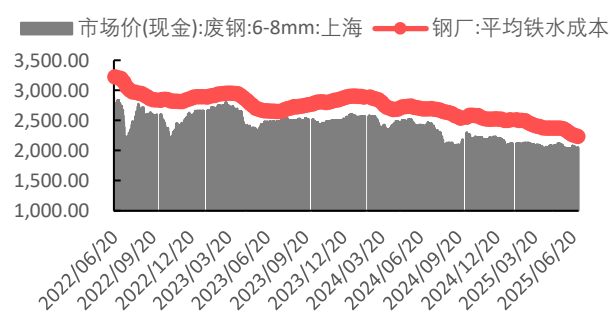
### 3、库存：港口库存仍处于近年高位

图 17 铁矿石港口库存（45 港）



数据来源: iFinD、Mysteel、国都期货研究咨询部

图 18 废钢价格与铁水成本对比



数据来源: iFinD、Mysteel、国都期货研究咨询部

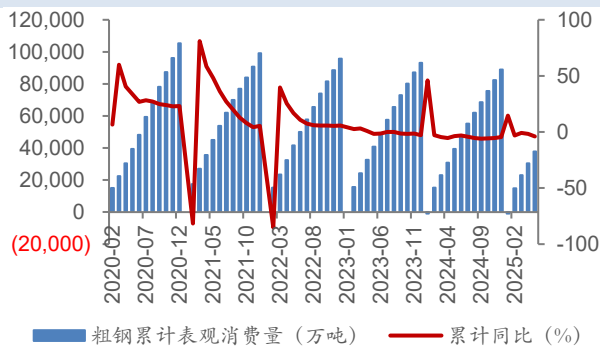
春节后港口库存持续去库，目前仍处于1.4亿吨以上的近3年高位，钢厂补库节奏上更多的是按实际的刚需补货。中国47港铁矿石库存环比去库，低于去年同期。截止6月30日，47港铁矿石库存总量14433.56万吨，环比去库70万吨,较年初去库1177万吨,比去年同期库存低1113万吨。

## (二) 钢材：螺纹钢&热卷

### 1、供给：粗钢产量低于去年同期

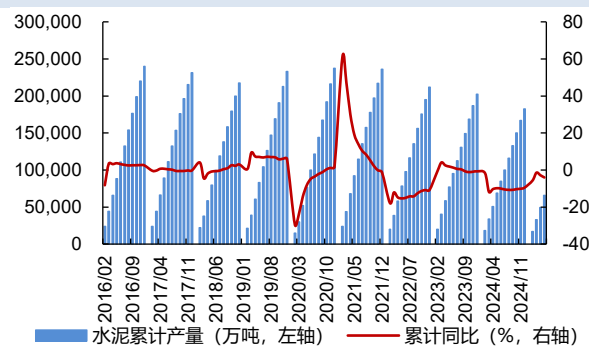
上半年粗钢产量下滑，但钢材产量增长。国家统计局数据显示，2025年5月份，中国粗钢产量8655万吨，同比下降6.9%；生铁产量7411万吨，同比下降3.3%；钢材产量12743万吨，同比增长3.4%。1-5月份，中国粗钢产量43163万吨，同比下降1.7%；生铁产量36274万吨，同比下降0.1%；钢材产量60582万吨，同比增长5.2%。

图 19 粗钢表观消费量



数据来源：iFinD、Mysteel、国都期货研究咨询部

图 20 水泥价格指数



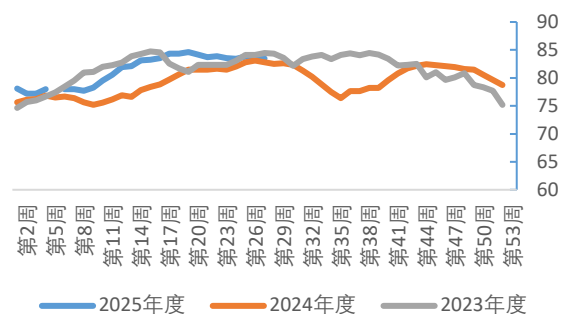
数据来源：iFinD、Mysteel、国都期货研究咨询部

图 21 电炉开工率



数据来源：iFinD、Mysteel、国都期货研究咨询部

图 22 高炉开工率



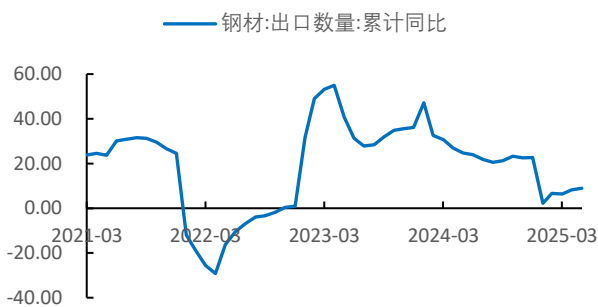
数据来源：iFinD、Mysteel、国都期货研究咨询部

上半年，钢厂利润改善。统计局数据显示，2025年1-5月，黑色金属冶炼和压延加工业利润总额为316.9亿元，相较于前两年利润情况大大改善（2023年同期亏损21亿元，2024年同期亏损127亿元）。

## 2.需求：出口增速回落

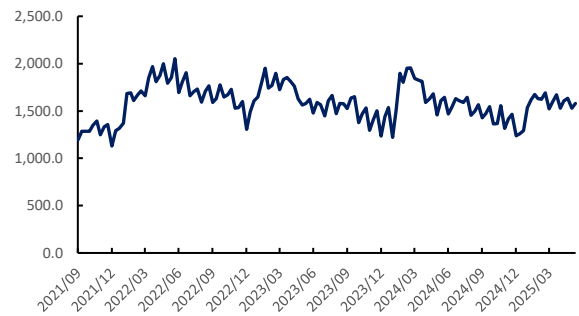
本周五大钢材品种供应880.99万吨,周环比增12.48万吨,增幅为1.4%。本周长材与板材产量均呈现回升,主因由于当前需求表现韧性,叠加钢厂边际利润尚存,因此推动产量短期回升;消费方面,本周五大品种周度表观消费量为879.85万吨,环比降0.5%:其中建材消费降0.9%,板材消费降0.3%。本周五大钢材品种中建材消费降幅较小,反映雨季对需求的影响未进一步加深,需求总体表现相对有韧性。总体来看,本周五大钢材品种供需增降,库存由降转增,基本面压力边际增加。

图 23 钢材出口数量增速 (累计值)



数据来源: iFinD、Mysteel、国都期货研究咨询部

图 24 中钢协重点企业日均钢材库存

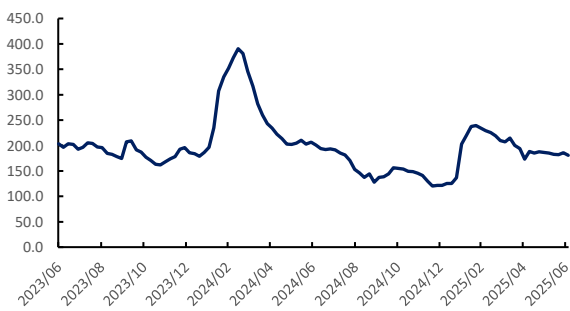


数据来源: iFinD、Mysteel、国都期货研究咨询部

## 3、库存：上半年五大材库存持续增加

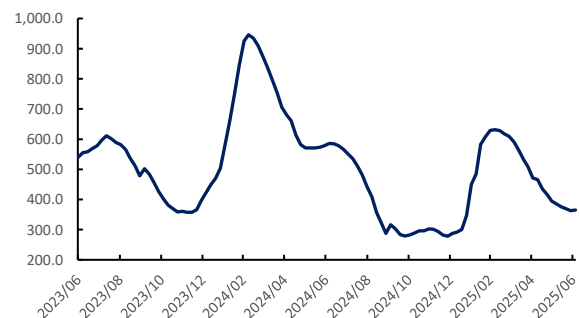
本周五大钢材总库存1340.03万吨,周环比增1.14万吨,增幅为0.1%。本周五大品种总库存虽由降转增,但增幅较小低于预期。若从库存结构来看,本周库存累增压力主要体现在厂库上,社库仍然维持去库。

图 25 螺纹钢-钢厂库存



数据来源: iFinD、Mysteel、国都期货研究咨询部

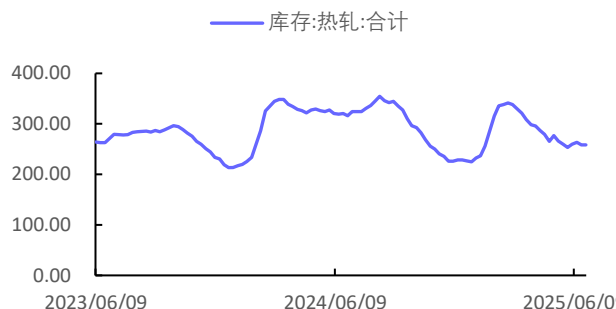
图 26 螺纹钢-社会库存



数据来源: iFinD、Mysteel、国都期货研究咨询部

**图 27 钢材出口当月同比**


数据来源: iFinD、Mysteel、国都期货研究咨询部

**图 28 热卷-社会库存**


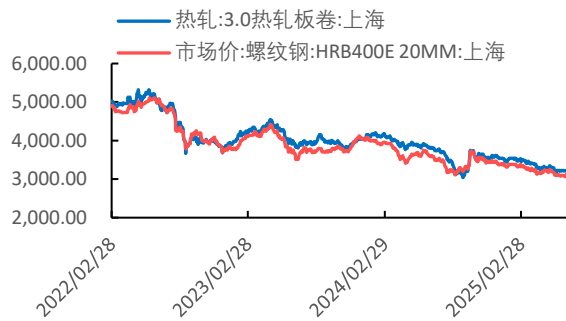
数据来源: iFinD、Mysteel、国都期货研究咨询部

### (三) 套利机会

关注建材-板材价差修复机会, 卷螺价差(HC-RB)已扩至150元/吨, 介入做缩, 空热卷多螺纹, 目标50-100元/吨。

**图 29 热卷螺纹期货价格**


数据来源: iFinD、Mysteel、国都期货研究咨询部

**图 30 热卷螺纹现货价格**


数据来源: iFinD、Mysteel、国都期货研究咨询部

## 三、后市展望

**铁矿:** 2025年铁矿步入“低价-减产”的产能出清周期, 价格中枢降至85-95美元/千吨。下半年, 随着西芒杜一期和澳洲扩产产能的集中释放, 全年供应扩张的格局已定。中性假设下, 国内粗钢平控压制铁水至220-230万吨/日, 且出口需求未受影响, 全年需求亦将萎缩。若供需矛盾加剧, 价格区间下移, 价格中枢或降至80-85美元。预计三季度政策博弈下, 矿价震荡为主; 四季度新增产能压制, 矿价震荡寻底。投资者需以偏空操作为主, 以“套利为盾”应对市场波动, 紧盯非主流矿减产信号与政策预期差。

**钢材:** 2025年的“供给侧改革2.0”已在路上, 钢铁行业再次步入“剩者为王”周期。展望下半年, 供应端钢厂在微利下维持高产的状况不可持续, 需求端地产寒冬仍未过去, “两新”政策退坡或抑制汽车、家电用钢。价

格上，螺纹Q3看3100-3300元，Q4或再次下探3000元；热卷Q3看3350-3550元，Q4承压至3200-3400元。策略上，单边操作关注螺纹3350+/热卷3550+空配的机会，套利操作关注原料跌幅大于成材时，做多钢厂利润。黑色产业链作为“供给侧改革1.0”时期的亲历者，钢铁企业在弱平衡下的精细化生存已不可同日而语。

#### 四、风险提示

- 1、下行扰动：矿山发运超预期、铁水跌破225万吨。
- 2、上行驱动：矿山突发供应中断、国内超规模基建刺激、“反内卷”政策超预期。

## 分析师简介

海明超，国都期货研究咨询部黑色金属分析师，首都经济贸易大学量化金融硕士。

## 国都期货研究咨询部简介

国都期货研究咨询部拥有一支由多名博士、硕士组成的高水平研究团队，成员来自海内外一流名校，具有丰富的衍生品投资经验，一直坚守“贴近市场、客观分析、独立判断、创造价值”的核心理念，为机构客户、产业客户提供研究分析、交易咨询、产品设计、风险管理等专业服务。本土智慧，全球视野，国都期货研究所始终与投资者在一起，携手共赢。

## 免责声明

如果您对本报告有任何意见或建议，请致信于国都信箱(yfb@guodu.cc)，欢迎您及时告诉我们您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。国都期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。

版权声明：（c）本报告版权为国都期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经国都期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其他任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。涉及版权的所有问题请垂询：010-84183058。