投资咨询业务资格：
证监许可[2011]1771号

东海期货 DONGHAI FUTURES

东海策略

黑色金属

2025年3月1日

关注需求兑现情况，3月钢价或先抑后扬

——黑色金属3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：

- **库存高点显著低于去年，关注需求恢复情况：** 年后开工多以存量项目为主，新增项目不多，且近期海外对中国钢材产品贸易保护逐渐加剧，按此逻辑推演，3月上旬需求集中释放概率不高。但旺季需求只会延后，不会缺席，一旦3月下旬到4月需求集中释放，叠加低库存影响，价格仍有反弹可能。

- **利润&需求改善预期下，钢材供应仍有回升空间：**钢厂利润尚可 ，尽管3月上半月需求集中释放概率不大，但市场对于需求旺季仍有期待。至于供给侧改革政策，即使有出台，落地也需要一定时间，3-4月份长流程钢厂产量大概率继续回升。短流程方面，由于今年的利润水平好于去年同期，我们预计本轮电炉钢复产的高点可能会超过去年28万吨的水平。

- **铁矿石短期高位震荡，3月有下行风险：**2月铁矿石价格走势偏强，是因为供需阶段性错位所致。高炉日均铁水产量2月出现连续两周下滑，不过下旬钢厂利润再次扩张，在钢材需求旺季到来之前，钢厂仍有较强的复产动能。进入3月份之后，供给冲击因素也有所减弱，2月最后一周铁矿石发运量再次回升至3000万吨以上，但因船期影响，供应的边际改善可能要到3月月中才会体现到到港量数据上面。

- **结论：**3月份之后，决定钢材价格走势的核心因素是现实需求的恢复程度以及两会政策预期兑现情况。我们认为两会出台政策利好概率较大，但因市场之前已有充分预期，且政策超过中央经济工作会议力度可能性较小，政策预期在3月上旬将有所减弱。需求因多重利空因素，3月上旬集中释放概率不大，不过按照季节性特征来看，3月下旬到4月上旬仍有出现小高峰可能。另外，2月底针对供给侧改革的预期逐渐增强，钢厂利润也有所恢复，但即使有政策落地也需要时日，3月份钢厂复产力度有望进一步加大。所以综合来看，3月份，钢材市场先抑后扬概率较大。

- **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3150-3400；热卷3200-3500；铁矿则可关注09合约780-800之间沽空机会。

- **风险因素：**政策力度高于预期，铁矿石供应继续收缩

目录

1. 2025 年 2 月黑色行情回顾 3
2. 库存高点或显著低于去年，关注需求恢复情况 3
3. 利润&需求改善预期，钢材供应仍有回升空间 4
4. 铁矿石：短期高位震荡，3 月有下行风险 5
5. 结论及投资建议 7

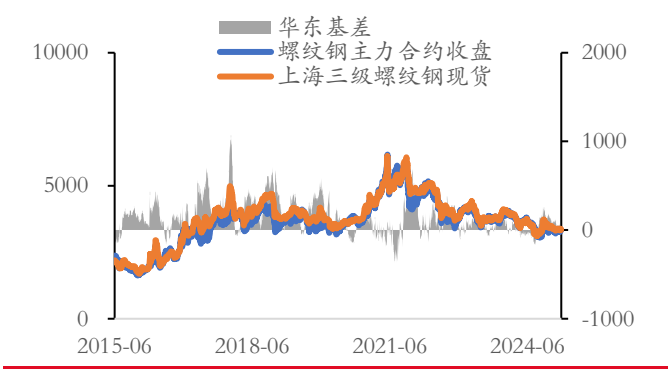
图表目录

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 粗钢日均产量季节性走势 4
图 6 高生铁日均产量与高炉产能利用率 4
图 7 长流程螺纹钢利润季节性走势 5
图 8 短流程螺纹钢产量季节性走势 5
图 9 高炉日均铁水产量季节性走势 6
图 10 螺纹钢毛利与铁矿石价格走势对比 6
图 11 铁矿石进口利润季节性走势 7
图 12 铁矿石港口库存季节性走势 7

1.2025 年 2 月黑色行情回顾

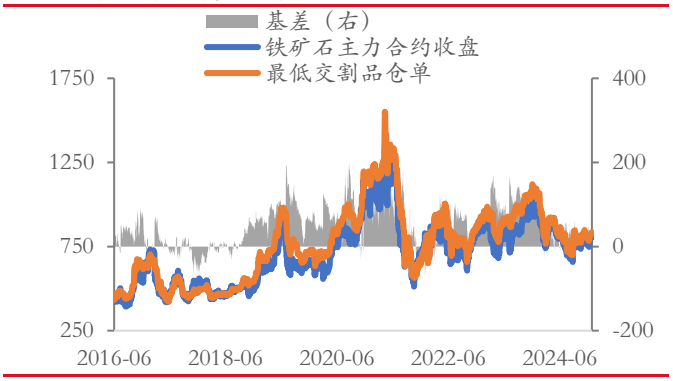
春节过后，国内黑色板块呈现区间震荡格局，原料价格走势明显强于成材。截止到 2 月 24 日，螺纹、热卷主力合约分别收于 3340 和 3431 元/吨，较 1 月底分别下跌 42 元/吨和 54 元/吨，跌幅分别为 1.24%和 1.55%。铁矿石主力合约收于 832.5 元/吨，相比 1 月初上涨 22 元/吨，涨幅 2.7%。螺矿比 4.01，相比 1 月底回落 0.16。

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 月份钢材市场依旧是宏观因素占据主导，价格趋势性并不明显。上半个月，受到美国对全球钢铝产品加征 25%关税，1 月 CPI 超预期以及节后建材表观消费量环比大幅回落影响，钢材市场弱势下跌。月中之后，因金融数据转好，政策加码消息不断释放以及下旬钢材表观消费的大幅回升，钢材市场出现 5 个交易日的反弹。随后，因韩国、越南对中国钢材产量加征反倾销税的消息在次转弱。铁矿石走势明显强于钢材，则主要是因为 2 月份供需阶段性错位的格局比较明显。

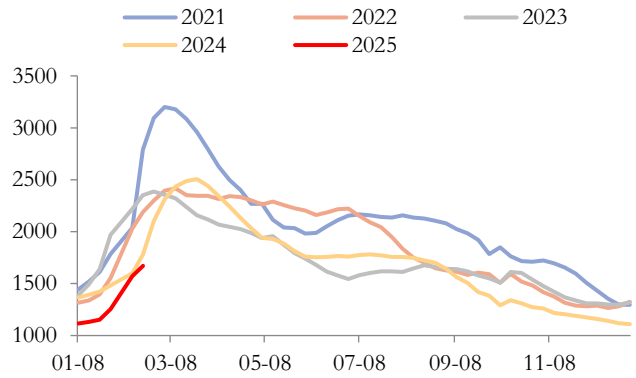
2.库存高点或显著低于去年，关注需求恢复情况

2 月份依然处于钢材需求淡季，钢材库存继续累积，但库存总量偏低格局也继续延续。截止到 2 月 27 日当周，五大品种钢材库存总量仅为 1879.12 万吨，同比（阴历）下降 608.41 万吨；其中螺纹钢库存 863.44 万吨，同比（阴历）下降 455.21 万吨。根据以往历史经验，历年春节期间的累库时长约为 9-14 周，春节过后的累库时长在 4-7 周左右。目前春节过后已经有四周，结合电炉钢的复产速度以及近几周累库情况，预计库存顶点在未来 2-3 周可能会出现，高点可能会在 2000 万吨以下，相比 2 月初月度报告中的预估有小幅下调。库存绝对量的低位将会增加后期价格的弹性。

3 月份之后，钢材市场将逐步进入需求旺季，现实需求的改善程度以及节奏将是决定价格走势的一个关键因素。春节过后的几周，Mysteel 口径的五大品种钢材表观消费量同比（阴历）都呈现增加的态势，但今年春节过后几周的复工率和资金到位率均不同程度低于去年同期，我们了解到年后开工得新增项目也不多，基本都是以存量项目为主。同时，近期海外对中国钢材产品的贸易保护措施逐步增多，继 2 月初美国宣布对所以输美钢铝产品加征 25%关税之后，越南、韩国也相继宣布对中国的热卷、中厚板等产品加征反倾销税，这一影响可能

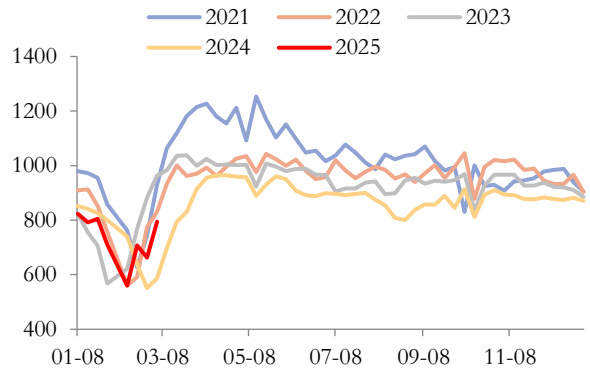
会在 3-4 月份的海关数据中有所体现。按这一逻辑推演，3 月上半月需求集中释放的概率不高，随着弱需求现实的逐步验证，价格依然会受到一定压制。

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



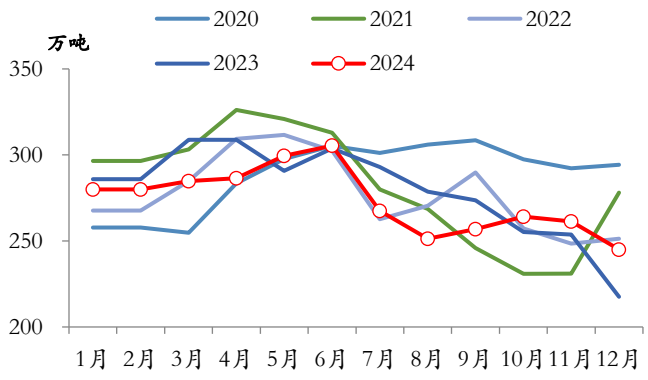
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

对于两会的政策预期，3 月份也将进入落地阶段。全方位扩大内需，上调财政赤字率、增发国债以及促进地产止跌回稳等政策都是相对确定的，但这些政策自去年中央经济工作会议以来，市场已经有充分的预期，两会期间再有超预期政策的概率不高。政策预期在 3 月上中旬预计也会有所减弱。不过，根据以往历史经验，每年 3-4 月都会有一波需求得集中释放，虽有延后，但不会缺席。一旦需求有所恢复，低库存之下，价格反弹幅度可能也会更大。

3. 利润&需求改善预期，钢材供应仍有回升空间

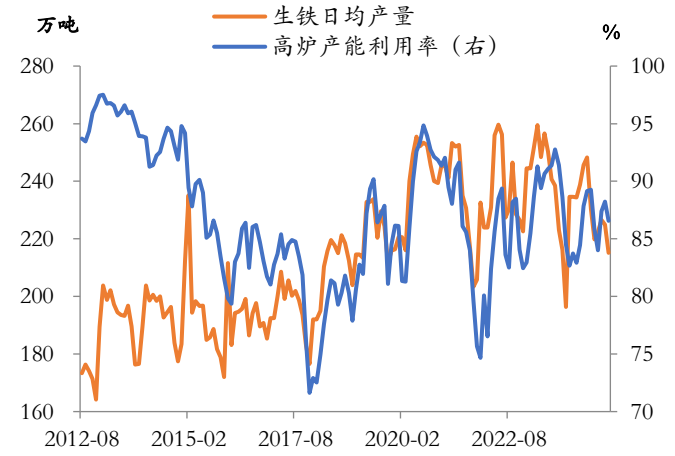
1-2 月份统计局口径的数据属于真空期，我们这里通过行业协会和其他的高频数据来观测钢材供应情况。根据国际钢铁工业协会数据，1 月份中国粗钢产量为 8191 万吨，同比下降 5.6%；日均产量 264.23 万吨，环比 12 月回升 19.17 万吨。中钢协公布 2 月上中旬粗钢日均产量均值为 214.2 万吨，环比 1 月回升 6 万吨。按此进行估算，1-2 月份统计局口径的粗钢产量大概率也会呈现环比回升趋势。

图5 粗钢日均产量季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图6 高生铁日均产量与高炉产能利用率

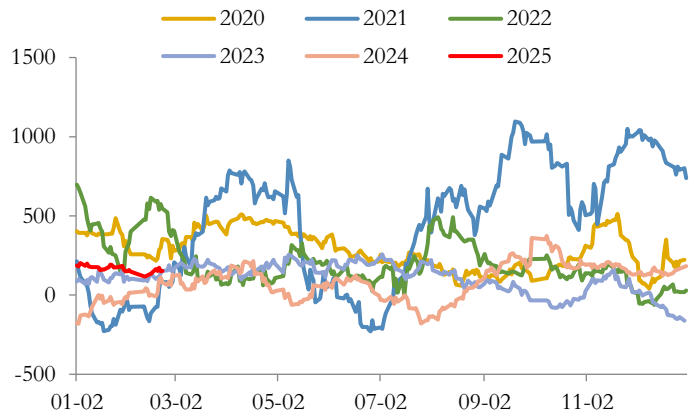


资料来源：东海期货研究所、Mysteel

对于未来 1-2 个月钢材供应的变化，需求恢复程度以及钢厂利润变化依然是两大主要因素。2 月份之后，原料价格走势强于成材，钢厂利润明显收窄，长流程螺纹钢利润一度回落

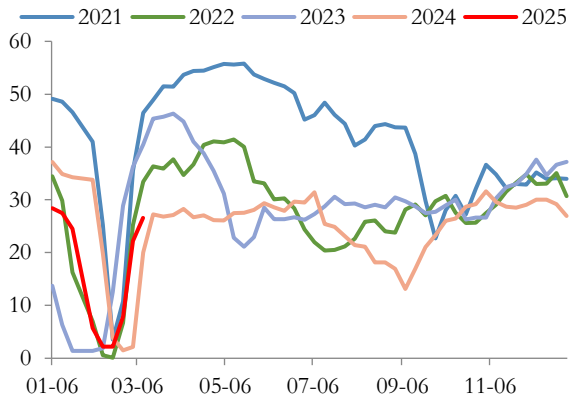
至 100 元/吨附近，热卷回落至盈亏平衡附近；之后因供给侧改革 2.0 传闻发酵，利润又有明显恢复。截止 2 月底，长流程螺纹钢利润在 200 附近，热卷在 90 元/吨附近。同时，全国 247 家钢厂中的盈利钢厂的占比仍在 50%以上。至于需求端，根据前文所述，3 月上半月需求明显改善概率不大，但市场对于旺季需求仍会有一定期待。所以尽管近期关于供给侧改革传闻较多，不过即使出台政策，落地也需要一定时间，3-4 月份长流程钢厂产量大概率继续回升，高炉日均铁水产量预计回到 232-235 之间。

图7 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8 短流程螺纹钢产量季节性走势



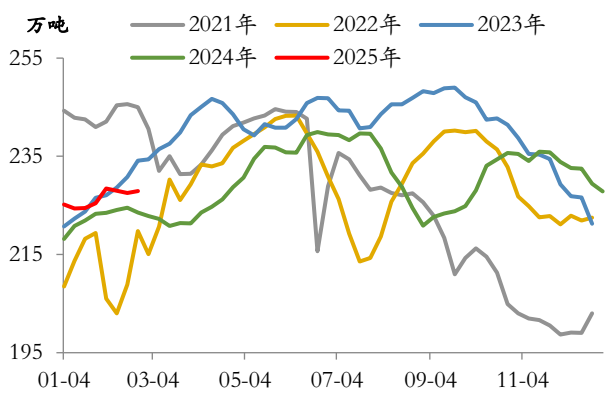
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

短流程方面，春节之后，电炉钢开始季节性复产，截止到 2 月最后一周，短流程螺纹钢产量已经回升至 26.57 万吨，节后三周累计回升 24.37 万吨，但同比（阴历）依然下滑 0.68 万吨。目前电炉钢谷电仍有 185 元/吨左右的利润，在此利润水平下，电炉钢依然有复产空间。对于电炉钢复产空间，由于今年的利润水平好于去年同期，我们预计本轮电炉钢复产的高点可能会超过去年 28 万吨左右的水平，若以 2023-2024 年高点均值 34 万吨估算，还有 8 万吨左右的复产空间。同时，截止到 2 月底，全国 300 家钢厂的废钢到货量也回升至 48.8 万吨，节后首个交易日为 25.5 万吨。

4. 铁矿石：短期高位震荡，3 月有下行风险

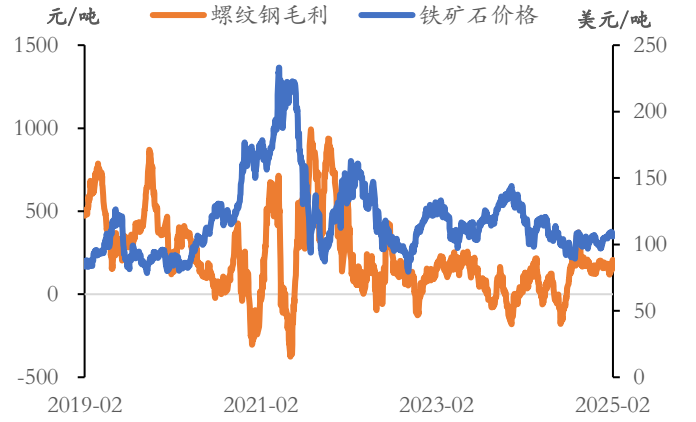
前文提到过，2 月份铁矿石价格的强势，且与钢材价格走势有所背离，主要是因为供需阶段性错位所致。2 月份高炉日均铁水产量出现了连续两周的短暂下滑，但仍显著高于去年同期水平，矿石日均疏港量也处于历史同期高位水平。供应则因飓风等天气因素明显回落，2 月前三周全球铁矿石发运量均值为 2363 万吨，相比 1 月的 2777 万吨回落了 414 万吨。

图9 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10 螺纹钢毛利与铁矿石价格走势对比

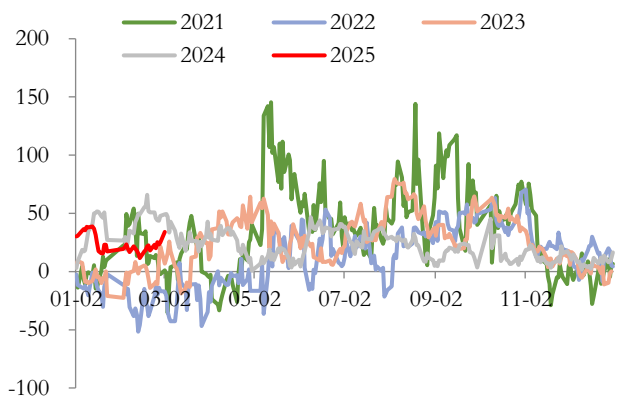


资料来源：东海期货研究所、Mysteel

春节过后，高炉日均铁水产量经历了两周下滑，但全国 247 家钢厂中盈利钢厂占比依然在 50%以上。同时，随着 2 月下旬，供给侧改革预期的增强，钢厂利润再次出现扩张。而在低库存下，前期铁水产量的下降又进一步修复了钢材的供需平衡表。所以，在钢材需求旺季即将到来之际，钢厂依然具备较强的复产意愿，铁水产量仍有望回升至 232-235 的区间。供应方面，进入 3 月份之后，供给冲击因素将有所减弱。2 月份全球铁矿石发运量均值相比 1 月回落 414 万吨，不过 2 月最后一周发运量再次回升至 3000 万吨以上。但考虑船期影响，供应的边际改善可能要到 3 月月中才会体现到到港量数据上面。因此，3 月份，铁矿石将呈现需求高位震荡，供应边际改善格局。

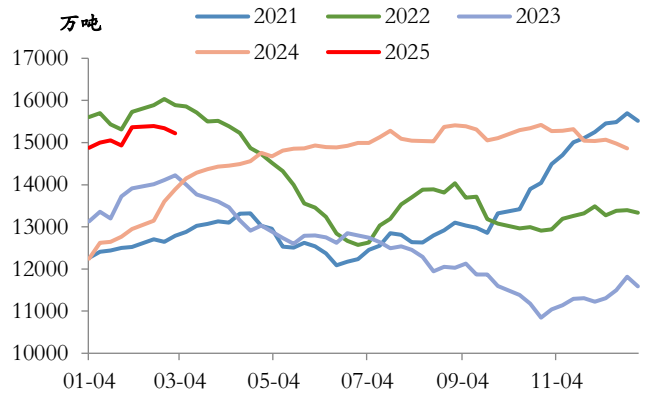
估值角度看，铁矿石现货价格目前在 104 美元附近，盘面主力合约在 95 美元/吨附近，从历史数据看，绝对水平并不算高。相对估值方面，2 月半月，因铁矿和钢材走势背离，钢厂利润明显收窄，铁矿石进口利润则因人民币汇率升值以及春节过后因关税因素导致海外商品走势偏弱影响有所扩大，长流程螺纹钢和铁矿石进口利润的差值最低压缩至 100 元/吨附近。但随后因供给侧改革预期强化，导致二者差值到 2 月底再度拉大至 180 元/吨以上。按照历史数据来看，相对估值也不算高。不过，这里需要注意一点，就是焦煤价格最低已经跌至蒙煤长协附近（1000 元），且近期关于煤矿供应边际收缩的消息逐渐增多。另外，近期供给侧改革的消息虽有所增多，但我们认为即使有政策，落地可能也要到下半年。所以 3 月份钢厂利润依然有压缩的可能，届时铁矿石价格将将存在较大下行风险。

图11 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12 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

2 月份钢材市场仍是宏观因素占主导，期现货价格趋势均不明显。3 月份之后，决定钢材价格走势的核心因素是现实需求的恢复程度以及两会政策预期兑现情况。我们认为两会出台政策利好概率较大，但因市场之前已有充分预期，且政策超过中央经济工作会议力度可能性较小，政策预期在 3 月上旬将有所减弱。需求因多重利空因素，3 月上旬集中释放概率不大，不过按照季节性特征来看，3 月下旬到 4 月上旬仍有出现小高峰可能。另外，2 月底针对供给侧改革的预期逐渐增强，钢厂利润也有所恢复，但即使有政策落地也需要时日，3 月份钢厂复产力度有望进一步加大。所以综合来看，3 月份，钢材市场先抑后扬概率较大。

2 月铁矿石价格走势偏强，是因为供需阶段性错位所致。高炉日均铁水产量 2 月出现连续两周下滑，不过下旬钢厂利润再次扩张，在钢材需求旺季到来之前，钢厂仍有较强的复产动能。进入 3 月份之后，供给冲击因素也有所减弱，2 月最后一周铁矿石发运量再次回升至 3000 万吨以上，但因船期影响，供应的边际改善可能要到 3 月月中才会体现到到港量数据上面。同时，在钢厂利润有收窄风险以及焦煤价格低位回稳的情况下，铁矿石估值有进一步下移风险。所以，铁矿石在 3 月上旬可能会是高位震荡走势，中旬之后需注意下跌风险。

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 3150-3400；热卷 3200-3500；铁矿则可关注 09 合约 780-800 之间沽空机会。

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