

2025 年 11 月 21 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：反弹窗口有限，维持防守观点

### 核心观点

本周黑色系价格表现分化，其中铁矿石价格表现稍强（近 5 日 +1.42%），带动热轧卷板（+0.58%）、螺纹钢（+0.33%）价格小幅上涨，但焦煤（-8.16%）、焦炭（-3.93%）价格仍承压走弱。综合来看，虽然铁矿短期内因期货“收基差”表现稍强，但黑色产业链利空因素仍在逐渐浮现，建议交易操作以谨慎观望或者防守为主：

铁矿方面，由于现货折标准仓单基差较去年同期高近 40 元/吨，部分持货商挺价惜售，导致 12 月之前期货价格存在一定向上“收基差”的风险。但近期供需现实仍偏弱，且明年 1 季度铁矿将过剩，近期几内亚西芒杜铁矿（最晚 1 月底兑现到港，预计进口量月增约 150-200 万吨）、西非姆巴拉姆-纳贝巴铁矿等项目投产，终端钢铁需求淡季且前景不明朗，钢厂亏损利空铁矿需求，将导致矿价承压运行，因此我们预计近期价格反弹时间窗口较有限，建议仍持谨慎观望或对 05 合约等远月合约偏空操作思路。

煤焦方面，国产量继续回升，主要因产区环保安监力度未进一步加大，且发改委关于供暖季能源保供工作的措辞再次强调“稳定能源生产供应，全力做好高峰期能源保供”。进口继续放量，受高价影响，蒙煤通关量已恢复至高位。煤炭整体需求淡季、库存去化缓慢，对煤炭及下游双焦价格仍有压制。

钢材方面，供需现实较弱，远期驱动转弱较确定。钢材整体消费处于近 5 年同期低位水平，仍主要受建材弱需求拖累，北方降温且项目资金不足导致施工放缓拖累建材消费，钢板材需求增长但不足以对冲建材需求减量。粗钢库存处于高位运行，螺卷库存水平较前期明显上升，钢材市场潜在抛压增大，不仅导致钢价上行驱动不足，且下行风险仍存，建议卖出虚值看涨期权，期货以偏空操作思路为主。

**关注关键变量：**铁矿进口增量、港口库存变化；煤矿环保安监力度是否加码、矿山库存变化；钢厂减产力度。

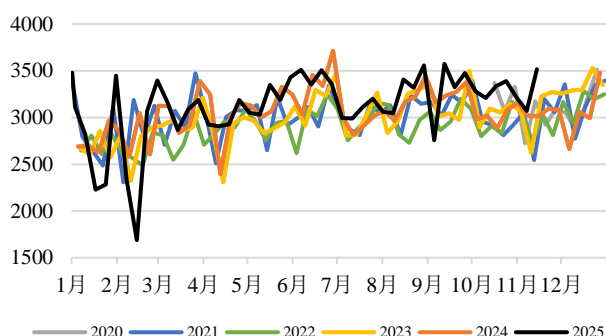
## 目录

|                      |    |
|----------------------|----|
| 一、铁矿石：供应压力渐增，价格仍将承压  | 3  |
| 1、海外供应放量，进口到港量整体增长   | 3  |
| 2、下游钢厂亏损，铁矿需求承压      | 4  |
| 3、港口存货压力显现，矿价承压运行    | 5  |
| 二、煤焦：火电淡季来临，煤炭供应宽松   | 6  |
| 1、冬季能源保供影响，国内产量回升超预期 | 6  |
| 2、火电耗煤淡季，煤炭消费季节性低位运行 | 7  |
| 3、存货压力仍然较大，压制价格运行    | 8  |
| 三、钢材：弱消费下库存高企，价格承压运行 | 9  |
| 1、钢铁行业亏损面扩大，短期产量整体承压 | 9  |
| 2、建材淡季来临，钢材整体需求走弱    | 10 |
| 3、钢材显性库存高企，钢价承压运行    | 11 |
| 四、后市展望：利空逐渐浮现，策略防守为主 | 12 |
| 分析师介绍                | 14 |
| 免责声明                 | 15 |

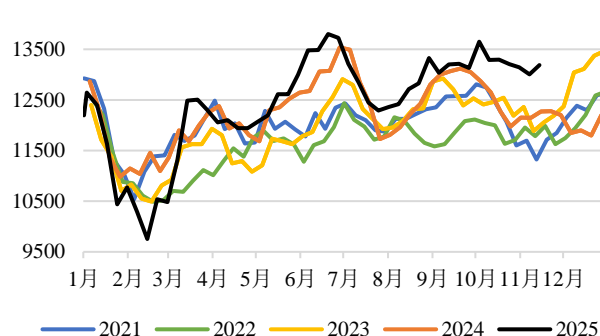
# 一、铁矿石：供应压力渐增，价格仍将承压

## 1、海外供应放量，进口到港量整体增长

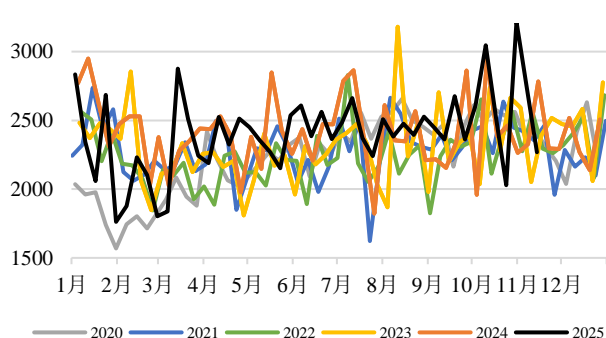
图表：全球铁矿石周度发货量（万吨）



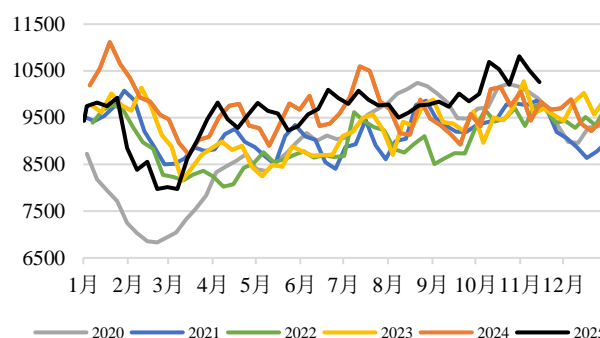
图表：全球铁矿石近四周发货量（万吨）



图表：国内 45 座港口铁矿周度到港量（万吨）



图表：45 座港口近四周进口铁矿到港量（万吨）



来源：广金期货研究中心，钢联数据

进口矿供应（占比约 83%）持续保持较往年同期增长，主要原因是海外铁矿发运量持续高企。作为我国进口量的先行指标，11 月 14 日当周全球主要港口铁矿石发货量 3516.4 万吨，环比+14.58%，同比+16.79%；近四周发货量总计 13187.6 万吨，环比+1.41%，同比+7.46%，相比往年同期明显增长。

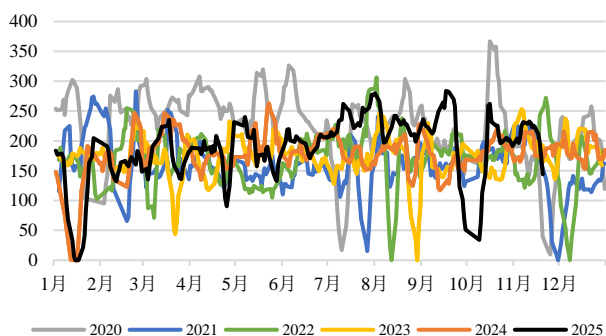
从进口铁矿到港数据来看，11 月 14 日当周国内 45 座港口进口铁矿到港量 2268.9 万吨，环比-17.23%，同比-18.44%；近四周到港量总计近 10257.6 万吨，环比-2.38%，同比+4.31%。因铁矿从澳洲、巴西

发运到中国港口船期约 2-4 周,我们预计 11 月下旬前我国进口铁矿石到港量仍将相比往年同期增长,铁矿供应压力也将逐渐增大。

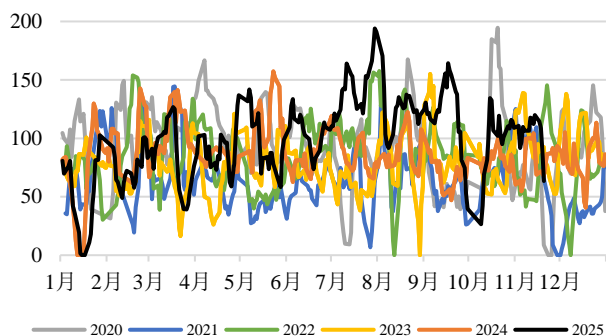
国产供应方面(占比约 17%),近四周样本矿山铁精粉产量 1325.38 万吨,环比+0.06%,同比-2.71%,处于往年同期偏低水平,但国产矿占总供应占重较小,是供给端次要驱动因素,国内减产对铁矿整体供应压力缓解有限。

## 2、下游钢厂亏损,铁矿需求承压

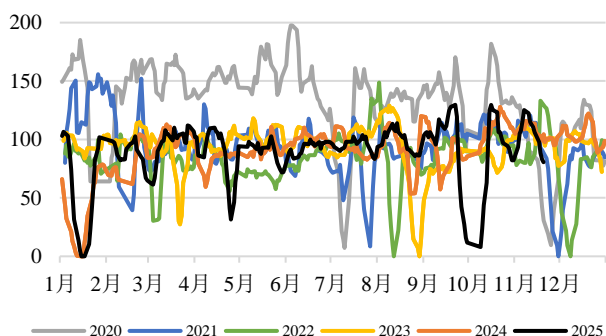
图表: 主流港口铁矿石成交情况 (万吨)



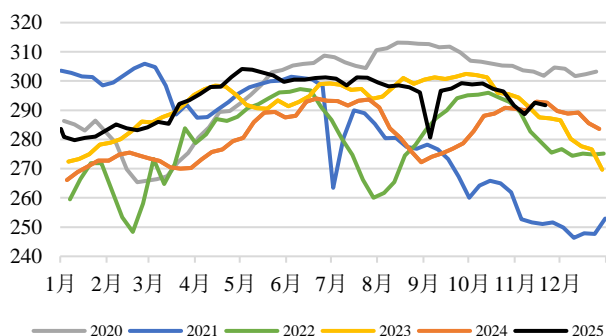
图表: 贸易商铁矿远期日均成交量 (万吨)



图表: 样本贸易商铁矿现货日均成交 (万吨)



图表: 247 家钢厂进口铁矿日均消耗量 (万吨)



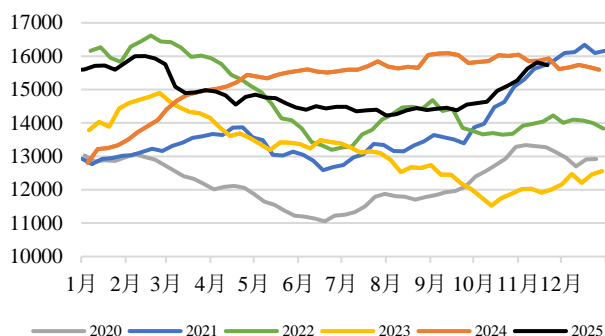
来源: 广金期货研究中心, 钢联数据

数据来看,因高炉产能利用率承压运行,因下游钢铁需求偏弱,钢厂盈利占比从最高 68.40%降至 37.66%,生产意愿降低,10 月以来国内生铁产量整体下行,对应铁矿消耗量减少。

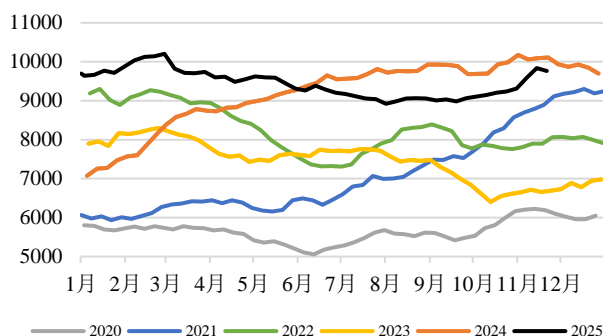
铁矿消费周环比继续走弱，国内 247 家钢厂本周进口铁矿日均消耗量 291.68 万吨，环比-0.32%，同比-0.32%。，预计后续铁矿需求下行压力仍存，

### 3、港口存货压力显现，矿价承压运行

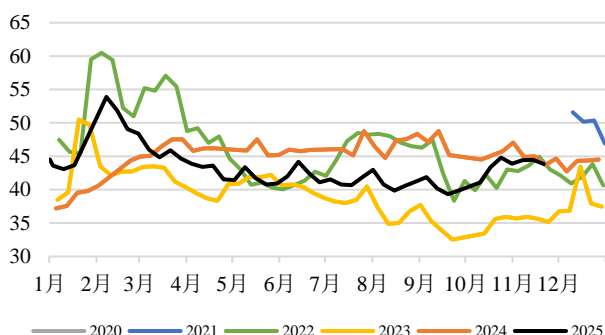
图表：全国 45 港进口铁矿石库存（万吨）



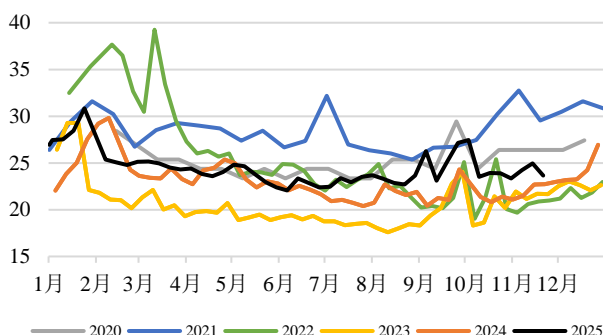
图表：45 港可贸易铁矿石数量（万吨）



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

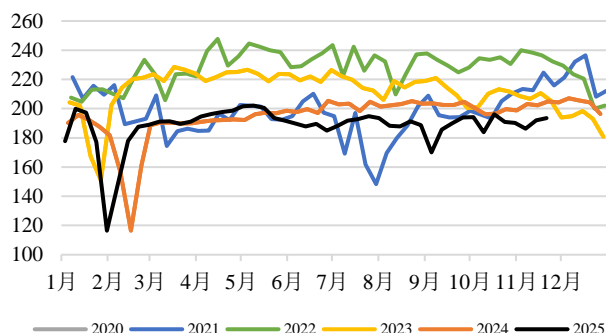
从港口库存数据来看，45 座港口进口铁矿库存 15054.65 万吨，环比-0.50%，同比-1.73%，由于进口铁矿石供应量增长，且下游钢厂面临淡季及亏损压力，意味着远期铁矿需求增量有限，近期港口铁矿存货压力逐渐显现。

中长期来看，几内亚西芒杜铁矿、西非姆巴拉姆-纳贝巴铁矿等项目临近投产，而国内下游钢厂面临限制新增产能影响，意味着远期铁矿供应增量将大于需求增量，需警惕市场提前交易铁矿过剩预期。

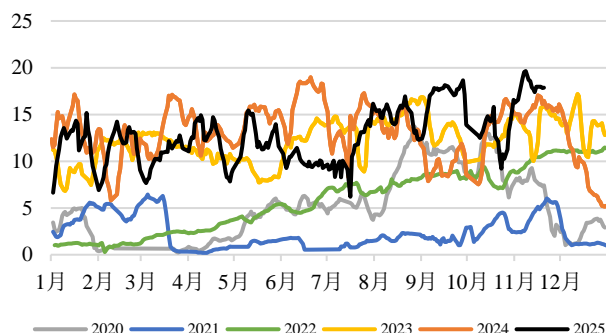
## 二、煤焦：火电淡季来临，煤炭供应宽松

### 1、冬季能源保供影响，国内产量回升超预期

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）



来源：广金期货研究中心，钢联数据

焦煤、焦炭作为经原煤洗选加工的下游产品，在供需与价格方面与动力煤等其他品种煤炭存在重要关联。近期煤炭供应有所回升，从周度数据来看，国内产量方面（85%供应），本周国内矿山样本矿山原煤产量 193.42 万吨，环比+0.77%，同比-5.61%，主产区部分矿山开始恢复生产。

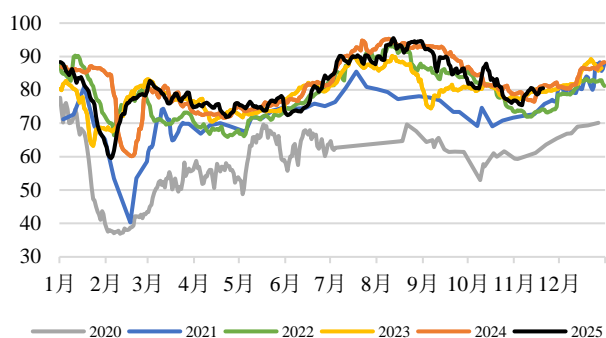
进口方面（15%供应），进口蒙煤日均通关量 17.85 万吨，环比+0.95%，同比+11.49%，在国内高价的带动下，目前口岸通关量已在高位运行。

此外，因产区环保安监力度未进一步加大，且发改委关于供暖季能源保供工作的措辞再次强调“稳定能源生产供应，全力做好高峰期能源保供”，国产煤炭供应有继续回升预期。

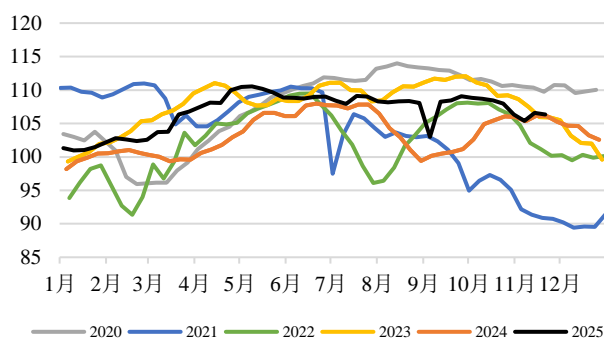


## 2、火电耗煤淡季，煤炭消费季节性低位运行

图表：六大发电集团日均耗煤量（万吨）



图表：国内钢厂日均焦炭消耗量预估（万吨）

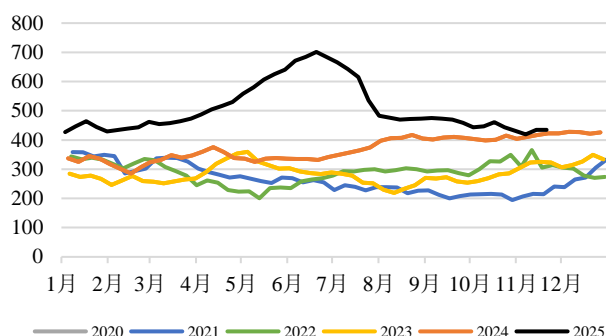


来源：广州金控期货研究中心，钢联数据

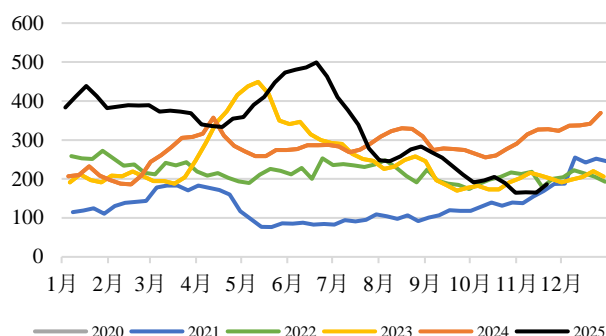
煤炭整体需求已进入淡季。钢厂用量方面（16%需求），国内 247 家样本钢厂对双焦消费短期有所走弱，受制于钢厂利润近期加速走弱，后续或降低开工而减少对煤炭及双焦需求。煤炭主要下游分支电煤方面（60%需求），近期全国火电耗煤需求仍处于季节性低位，近期补库节奏有所放缓，现货市场成交转弱，不利于煤炭库存消化。

### 3、存货压力仍然较大，压制价格运行

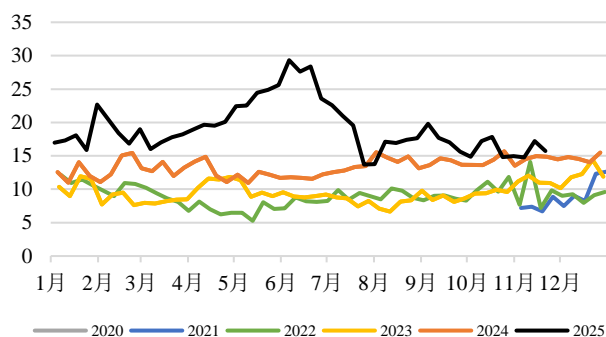
图表：全国样本矿山原煤库存（万吨）



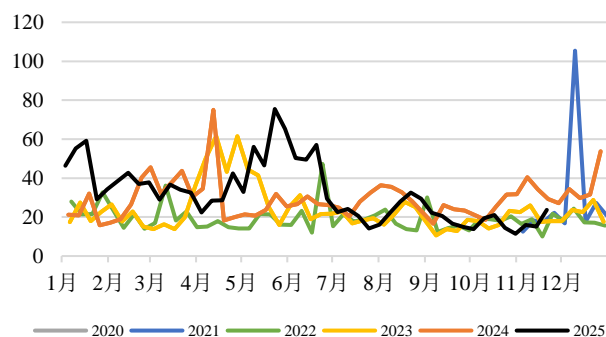
图表：全国样本矿山精煤库存（万吨）



图表：样本矿山原煤库存天数（天）



图表：样本矿山精煤库存天数（天）



来源：广州金控期货研究中心，钢联数据

从库存数量来看，本周样本矿山原煤库存 434.46 万吨，环比-0.02%，同比+2.77%，库存天数 15.72 天，均处于近 5 年同期高位。下游焦钢企业煤焦库存压力同比增长。国内焦钢企业焦煤总库存同比+11.44%，企业焦炭总库存同比+4.70%。从产业链整体来看，整体存货压力仍然较大，煤炭及其下游双焦价格承压运行。

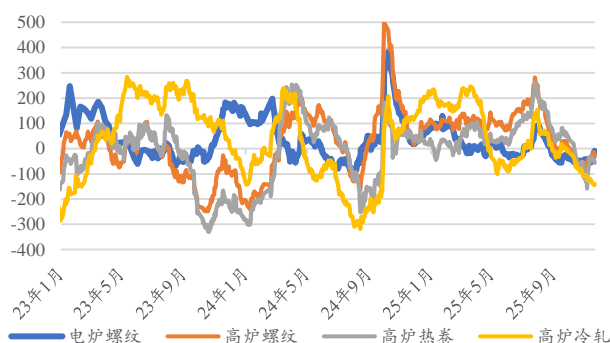
展望后市，双焦供需驱动偏弱导致近期价格将承压运行，但供给扰动时有发生导致其价格仍存潜在的上行风险。我们建议后市需关注三点风险变量：环保安监力度、矿山实际生产情况、煤炭库存变化。



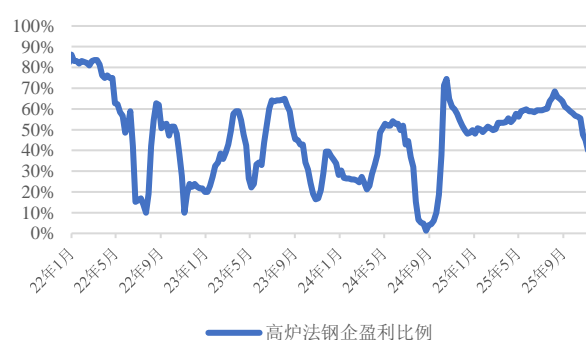
## 三、钢材：弱消费下库存高企，价格承压运行

### 1、钢铁行业亏损面扩大，短期产量整体承压

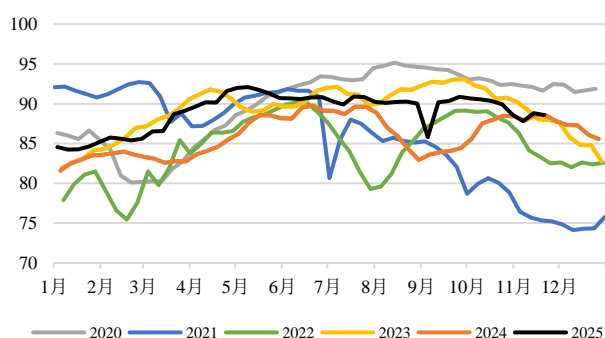
图表：主要品种钢材利润模拟（元/吨）



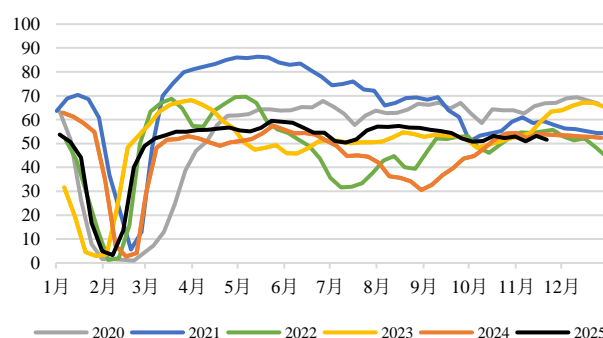
图表：高炉法样本钢厂盈利占比



图表：国内高炉法钢厂产能利用率



图表：国内电炉法钢厂产能利用率



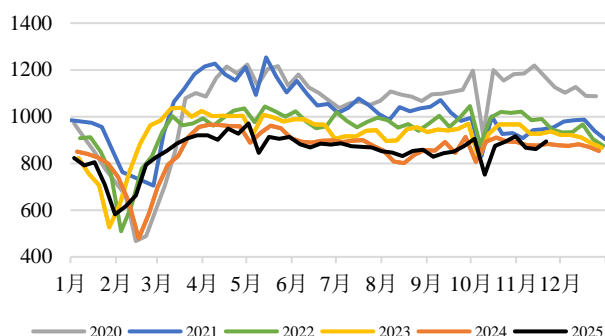
来源：广州金控期货研究中心，钢联数据

本周钢材生产行业生产利润仍然低迷,高炉螺纹利润为-31 元/吨,热卷利润为-51 元/吨,电炉螺纹利润(谷电)为-9 元/吨,10 月以来钢厂粗钢出货量持续少于去年同期,反映近期出货不畅,同时也是钢厂利润低迷主要原因。

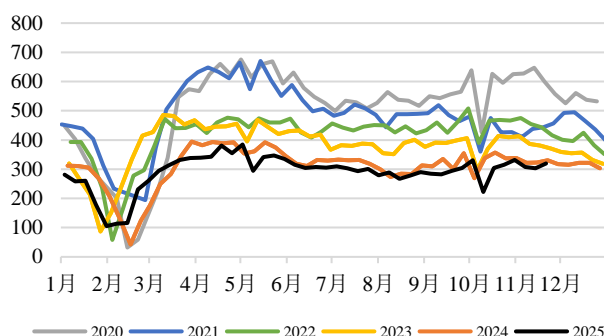
高炉盈利企业占比为 37.66%,较前期高位下降 30%,生产积极性受挫,10 月国内粗钢产量环同比均明显下滑,存在继续减产驱动。而政策方面,工信部定调未来两年的年均产能增长目标设定在 4%,并非市场预期去产能目标。

## 2、建材淡季来临，钢材整体需求走弱

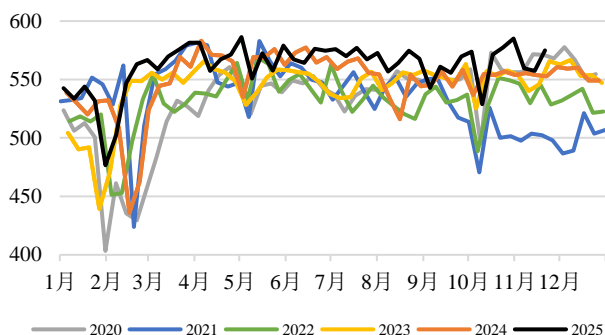
图表：五大成品钢材周度表观消费量（万吨）



图表：建筑钢材周度表观消费量（万吨）



图表：钢板材周度表观消费量（万吨）



来源：广金期货研究中心，钢联数据

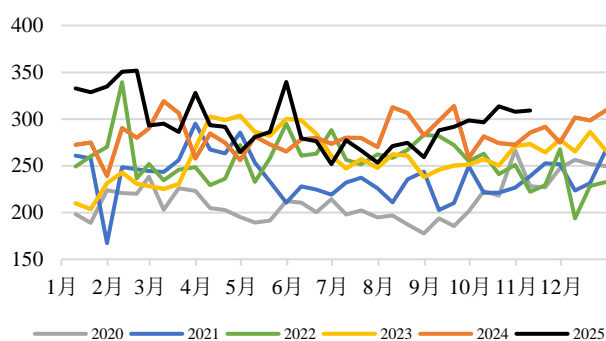
从本周表观消费数据来看，五大品种钢材消费环比回升，但考虑到周初价格反弹，可能为市场脉冲式备货所致，目前仍主要受建材拖累，本周五大品种钢材消费量 894.16 万吨，环比+3.90%，同比+1.19%。处于往年同期低位水平。

建筑钢材方面，消费相比往年持续偏弱，因降温天气影响施工，且目前项目资金到位率一般，本周建筑钢材消费量 319.3 万吨，环比+5.26%，同比-3.51%。目前地方财政受土地出让金收入降低的制约，地方对新增项目资金配套能力相对有限，项目资金落实到位情况不佳。百年建筑数据显示反映资金不足的样本建筑工地仍占 4 成，资金到位率比去年同期低 5 个百分点。

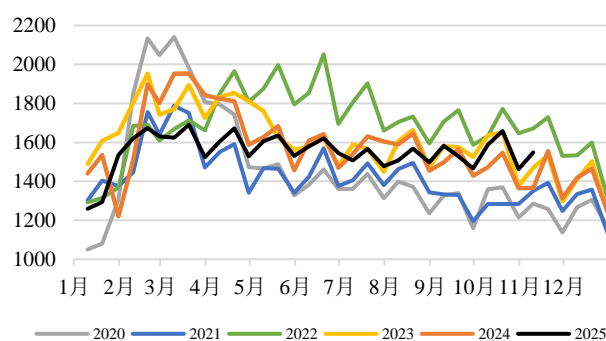
钢板材方面，在假期影响下，周度消费量环比有所增回落，钢板材消费量 574.86 万吨，环比+3.16%，同比+4.01%，相较往年同期仍然较高。主要因汽车、造船业订单增长拉动，及出口需求增长，对钢板材制品相关下游消费有一定支撑。但国内粗钢产量同比减少（因我国钢材净出口，故知钢材总需求下滑），表明板材需求增量不足以对冲建材需求减量。

### 3、钢材显性库存高企，钢价承压运行

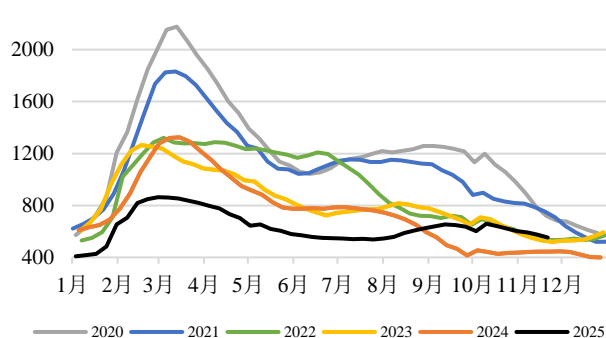
图表：中钢协企业粗钢库存（万吨）



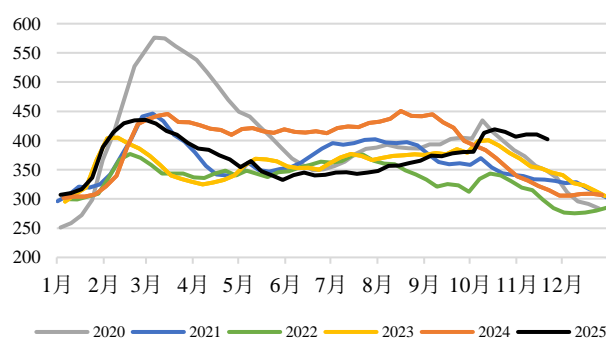
图表：中钢协企业成品钢材库存（万吨）



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

10 月以来中钢协企业粗钢库存加速攀升，并处于近 5 年同期最高位运行，表明目前存货压力仍然较大。对上市品种螺纹钢、热轧卷板而言，尽管钢厂主动缩减了上市品种螺纹钢、热轧卷板的产量，但两者库存相比去年仍明显增长（热卷更显著），钢材市场潜在抛压增大。

## 四、后市展望：利空逐渐浮现，维持防守观点

综合来看，虽然铁矿短期内因期货“收基差”表现稍强，但黑色产业链利空因素仍在逐渐浮现，建议交易操作以谨慎观望或者防守为主：

铁矿方面，由于现货折标准仓单基差较去年同期高近 40 元/吨，部分持货商挺价惜售，导致 12 月之前期货价格存在一定向上“收基差”的风险。但近期供需现实仍偏弱，且明年 1 季度铁矿将过剩，近期几内亚西芒杜铁矿（最晚 1 月底兑现到港，预计进口量月增约 150-200 万吨）、西非姆巴拉姆-纳贝巴铁矿等项目投产，终端钢铁需求淡季且前景不明朗，钢厂亏损利空铁矿需求，将导致矿价承压运行，因此我们预计近期价格反弹时间窗口较有限，建议仍持谨慎观望或对 05 合约等远月合约偏空操作思路。

煤焦方面，国产量继续回升，主要因产区环保安监力度未进一步加大，且发改委关于供暖季能源保供工作的措辞再次强调“稳定能源生产供应，全力做好高峰期能源保供”。进口继续放量，受高价影响，蒙煤通关量已恢复至高位。煤炭整体需求淡季、库存去化缓慢，对煤炭及下游双焦价格仍有压制。

钢材方面，供需现实较弱，远期驱动转弱较确定。钢材整体消费处于近 5 年同期低位水平，仍主要受建材弱需求拖累，北方降温且项目资金不足导致施工放缓拖累建材消费，钢板材需求增长但不足以对冲建材需求减量。粗钢库存处于高位运行，螺卷库存水平较前期明显上升，钢材市场潜在抛压增大，不仅导致钢价上行驱动不足，且下行

风险仍存，建议卖出虚值看涨期权，期货以偏空操作思路为主。

**关注关键变量：**铁矿进口增量、港口库存变化；煤矿环保安监力度是否加码、矿山库存变化；钢厂减产力度。

## 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](http://www.gzjkqh.com)

## 广州金控期货有限公司分支机构

|  |  |
|--|--|
| <p>• 【子公司】广州金控物产有限公司<br/>地址：广东省广州市天河区临江大道1号寺右万科中心901<br/>电话：020-88527737</p>       |  |
| <p>• 广州营业部<br/>地址：广州市天河区临江大道1号之一904室<br/>电话：020-38298555/020-38298522</p>          | <p>• 上海分公司<br/>地址：上海市虹口区吴淞路218号宝矿国际大厦2903C<br/>电话：021-60759585</p>                   |
| <p>• 福州营业部<br/>地址：福建省福州市晋安区福飞北路175号6层6D单元<br/>电话：0591-87800021</p>                 | <p>• 深圳分公司<br/>地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦1905室<br/>电话：0755-23615564</p>                    |
| <p>• 重庆分公司<br/>地址：重庆市渝北区新南路439号中国华融现代广场2幢5层4-1<br/>电话：023-67380843</p>             | <p>• 佛山营业部<br/>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<br/>电话：0757-85501856/0757-85501815</p> |
| <p>• 杭州分公司<br/>地址：浙江省杭州市滨江区浦沿街道江南大道4760号A楼1002室<br/>电话：0571-87791385</p>           | <p>• 嘉兴分公司<br/>地址：浙江省嘉兴市海宁市海洲街道新苑路147-149号2楼<br/>电话：0573-87216718</p>                |
| <p>• 河北分公司<br/>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<br/>电话：0311-83075314</p>          | <p>• 唐山营业部<br/>地址：河北省唐山市路北区金融中心3号楼1607、1608号<br/>电话：0315-5266603</p>                 |
| <p>• 大连营业部<br/>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<br/>电话：0411-84806645</p> | <p>• 太原营业部<br/>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<br/>电话：0351-7876105</p>         |
| <p>• 龙岩营业部<br/>地址：福建省龙岩市新罗区龙岩大道中688号1幢703室<br/>电话：0597-2566256</p>                 | <p>• 淮北营业部<br/>地址：安徽省淮北市相山区惠苑路77号中央花城(南区)2幢103号商铺<br/>电话：0561-3318880</p>            |
| <p>• 济南分公司<br/>地址：山东省济南市市中区七贤街道二环南路6636号中海广场1604B<br/>电话：</p>                      | <p>• 河南分公司<br/>地址：河南自贸试验区郑州片区(郑东)普惠路80号绿地之窗B座云峰座3117<br/>电话：0371-55687378</p>        |