

2025 年 8 月 29 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：8 月限产不及预期，驱动由强转弱

核心观点

8 月以来，市场交易的煤矿、钢厂限产政策具体执行力度均低于市场预期，随着炉料供需拐点临近，市场炒作情绪降温，黑色系价格驱动将整体转弱，建议策略防守为主：

铁矿方面，8 月下旬铁矿开始阶段性供增需减，预计 9 月将维持这一趋势，铁矿港口存货压力将有所加大，且面临西芒杜铁矿项目投产预期，价格难有大涨，建议卖出虚值看涨期权以赚取时间价值收益。此外，需警惕市场提前开始交易年底铁矿供给过剩预期，可逐步逢高介入卖出期货套保，或买入平值看跌期权进行套保对冲价格下跌风险。

煤焦方面，价格仍总体上反映市场对煤炭供需预期，短期煤炭供应受限于降雨天气，但限产政策短期内并未进一步加码，价格高位运行或导致长期供应逐渐放量，如蒙古、印尼对华出口煤炭增长，且火电耗煤需求季节性拐点意味着煤炭整体需求由旺转淡，后续煤炭整体库存压力更难消化，市场投机情绪降温导致价格走弱。但“反内卷”矿山限产政策预期仍未完全消退，短期多空交织，建议谨慎观望为主，或逢高买入场外看跌期权进行价格下跌风险对冲保护。

钢材方面，政策性限产不及预期，在目前 6 成以上高炉钢厂处于盈利的状况下，成品钢材供应高位运行的可能性较大，因螺纹钢、热轧卷板显性库存最近 6 周持续累库，钢价上行驱动减弱，下行风险仍存，建议策略由多转空。

关注关键变量：铁矿进口增量；煤矿限产、减产力度；钢厂限产政策执行力度与开工率变动。

目录

一、铁矿石：进口量将回升，港口累库或压制价格	3
1、矿价高企激发增产，进口铁矿供应压力逐渐增大	3
2、铁矿需求表现偏弱，8月继续缩量	5
3、港口累库导致价格承压	6
二、煤焦：限产预期降温，煤耗旺季接近尾声	7
1、短期供应受限但限产未加码，长期利空仍存	7
2、火电耗煤旺季接近尾声，谨防煤炭需求拐点	8
3、煤炭去库速度放缓，价格涨势趋缓	9
三、钢材：限产不及预期，供应压力高企	10
1、环保限产不及预期，利润尚可支撑开工率	10
2、建材拖累，现货需求整体弱稳运行	11
3、显性库存持续6周增加，钢价上行驱动减弱	12
四、后市展望：多空风格或切换，策略防守为主	13
分析师介绍	15
免责声明	16

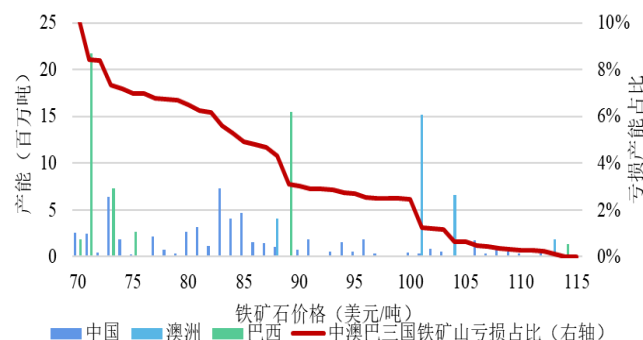
一、铁矿石：进口量将回升，港口累库或压制价格

1、矿价高企激发增产，进口铁矿供应压力逐渐增大

图表：2024 年青岛港普氏 62% 铁矿价格指数（美元/吨）



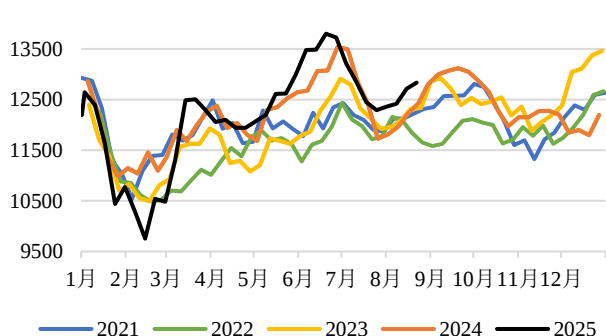
图表：中澳巴三国铁矿山送到港口成本分析



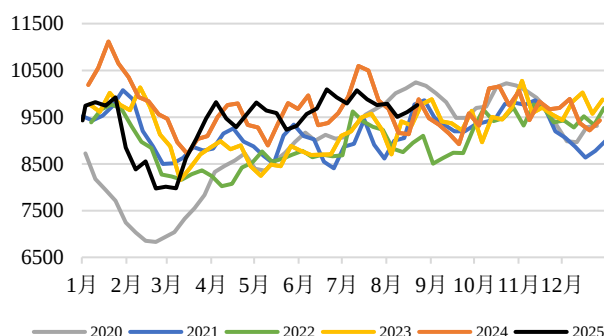
来源：广金期货研究中心，钢联数据

从价格来看，8 月普氏 62% 铁矿石价格指数月均价在 100 美元/吨以上，意味着中国、澳大利亚、巴西亏损矿山占比仅约为 1~2%。8 月以来较高矿价有利于矿山利润修复，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。

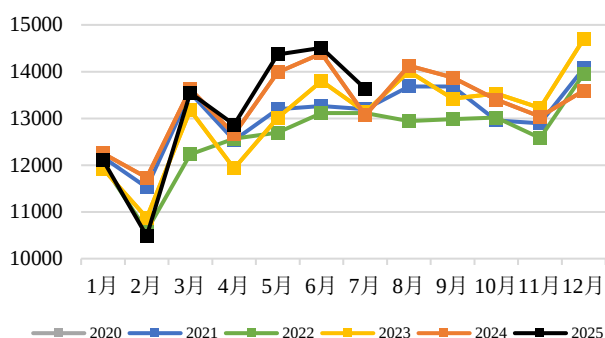
图表：全球主港铁矿石近四周发货量（万吨）



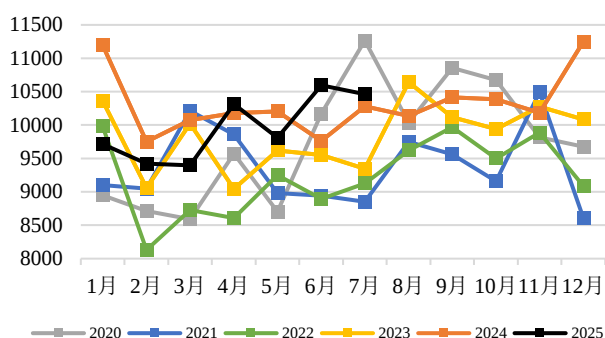
图表：45 座港口近四周进口铁矿到港量（万吨）



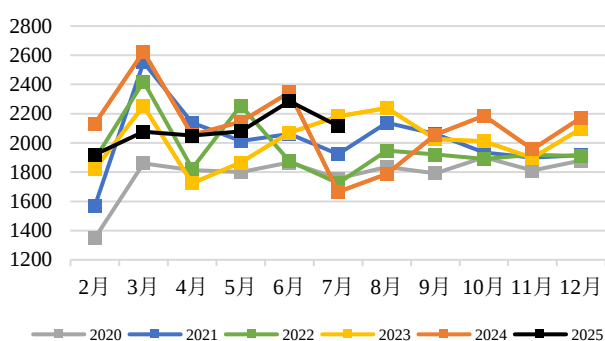
图表：全球主港铁矿石月度发货量（万吨）



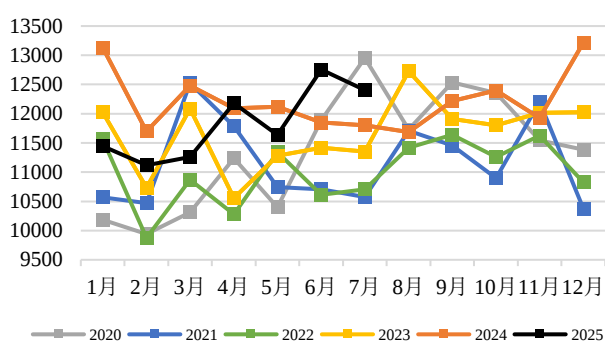
图表：中国铁矿石月度进口量（万吨）



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）



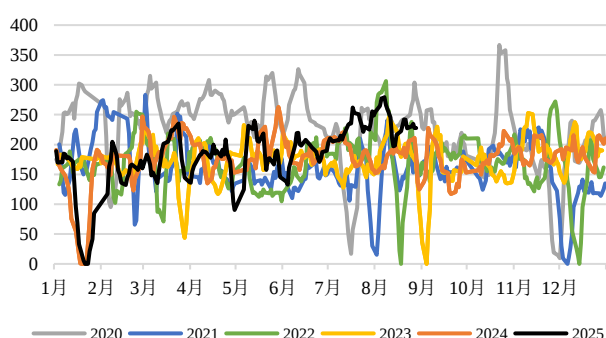
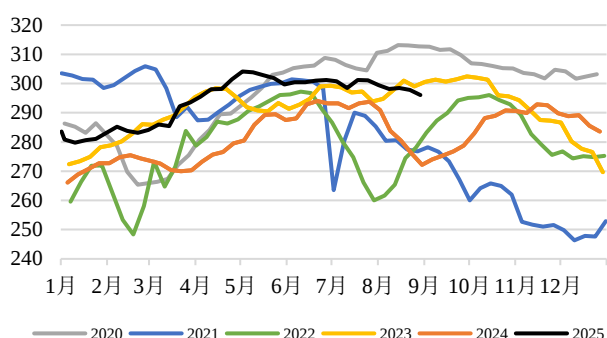
来源：广金期货研究中心，钢联数据，海关总署

进口矿供应仍是国内铁矿供应的最重要变量（占比约 83%），最新数据显示 8 月以来海外矿供应呈季节性上升趋势。从全球铁矿石主要港口发货数据来看，近四周发货量总计 12830.9 万吨，同比+3.30%。从进口到港数据来看，近四周到港量总计 9606.8 万吨，同比+5.16%。

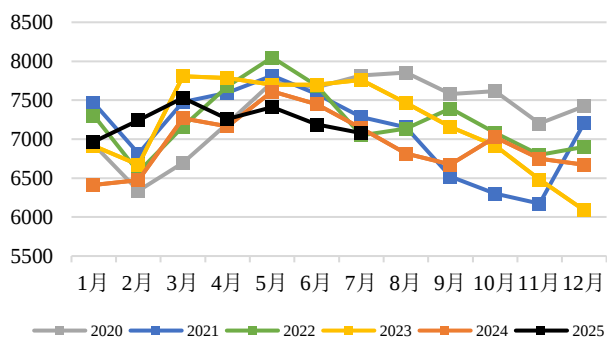
考虑到铁矿从澳洲、巴西发运到中国到港卸货约滞后 2-4 周，预计 8 月下旬-10 月上旬我国进口铁矿石到港量将逐步回升，供应压力逐渐增大。

2、铁矿需求表现偏弱，8月继续缩量

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：中国钢厂产生铁月度产量（万吨）



来源：广金期货研究中心，钢联数据，海关总署，统计局

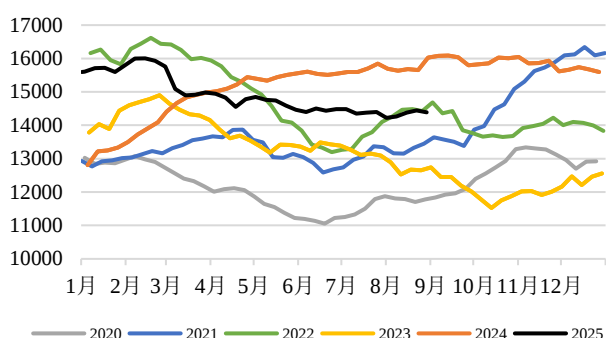
因北方地区钢厂限产落地不及预期，从钢联数据调研样本来看，8月份无论贸易商成交，还是国内247家高炉钢厂铁矿日耗量数据，两者均表现较好，但相比7月而言整体回落，表明铁矿需求整体缩量。

自5月以来因下游钢铁供给过剩，国内生铁产量开始低于去年同期，而近期临近9月初阅兵庆典北方地区环保安监政策加码预期仍存，随着相关区域（尤其是唐山等地）钢厂集中限产兑现，铁矿石需求仍将相应呈现阶段性减少。

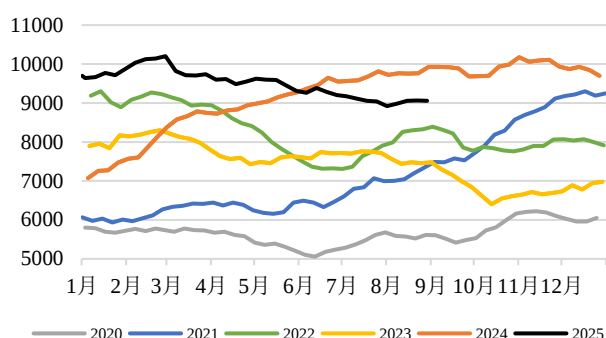
展望9月份，受限于下游钢厂利润回落，铁矿需求继续偏弱运行的可能性较大。

3、港口累库导致价格承压

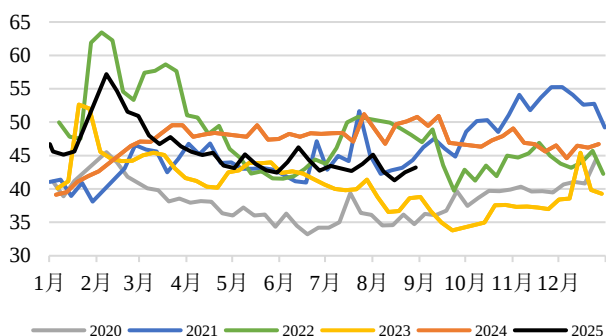
图表：全国 45 港进口铁矿石库存（万吨）



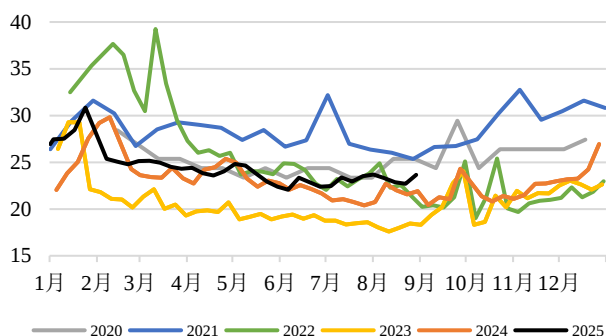
图表：45 港可贸易铁矿石数量（万吨）



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

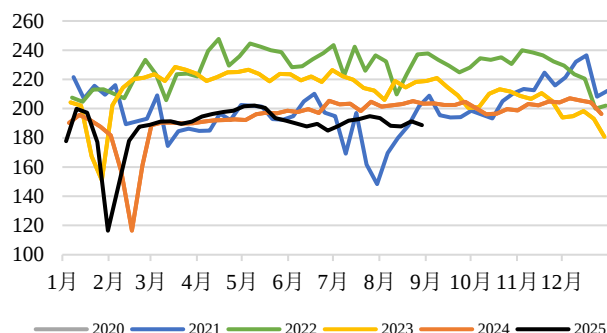
从港口库存数据来看，自 8 月初以来 45 座港口进口铁矿库存整体呈现见底回升，表明市场供过于求，对铁矿石价格产生压制。

从远期来看，几内亚西芒杜铁矿预计将于 11 月后投产，但作为全球储量最大、铁矿品质最高的铁矿项目，其初期合计产能达 6000 万吨，市场份额或占全球铁矿总供应量的 5-6%，虽然兑现时间将相对靠后，但在当前国内“反内卷”政策基调下，下游钢厂存在淘汰部分产能的预期，意味着后续铁矿需求增量有限，届时铁矿库存压力将更加难以消化，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，以防守为主。

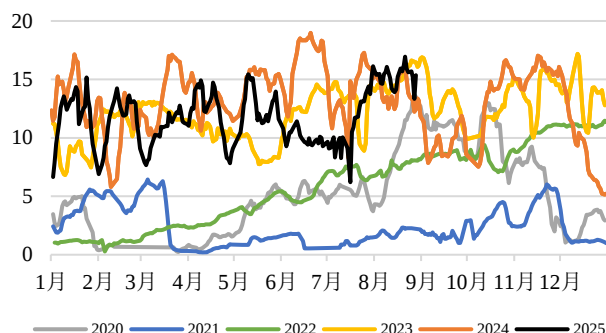
二、煤焦：限产预期降温，煤耗旺季接近尾声

1、短期供应受限但限产未加码，长期利空仍存

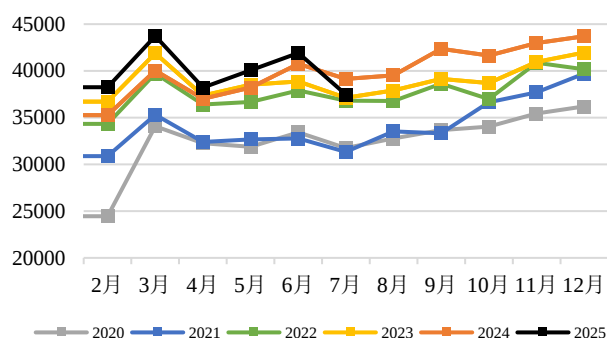
图表：样本矿山原煤周度产量（万吨）



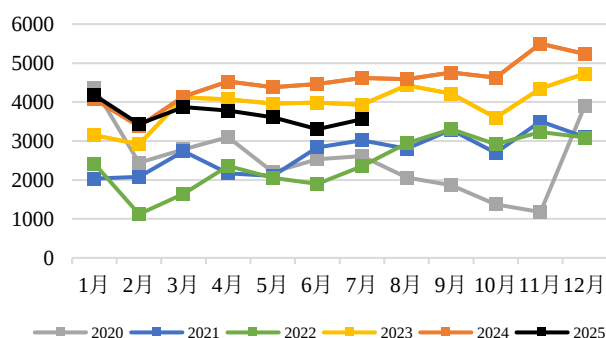
图表：进口蒙煤日均通关数量（万吨）



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

焦煤本质上是经原煤洗选加工的下游产品，在供需与价格方面与其他品种煤炭存在重要关联，由于动力煤期货交易受限，焦煤及下游焦炭期货已成煤炭市场投机的平替产品。

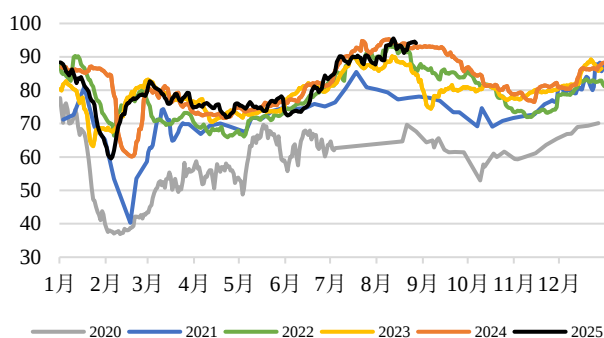
供给预期变化仍是驱动煤炭行情发展的主要脉络，一方面，因部分煤矿实行“276 工作日”、严查超产等政策影响，国内 7 月原煤产量同比下滑 3.8%，意味着“反内卷”预期已部分兑现。另一方面，后续限产力度存疑，《经济日报》刊文指出“反内卷政策旨在治理部分行业的低价无序竞争，而非推动物价普遍上涨”，意图纠偏市场预期，

且 8 月并未见煤矿限产预期加码。

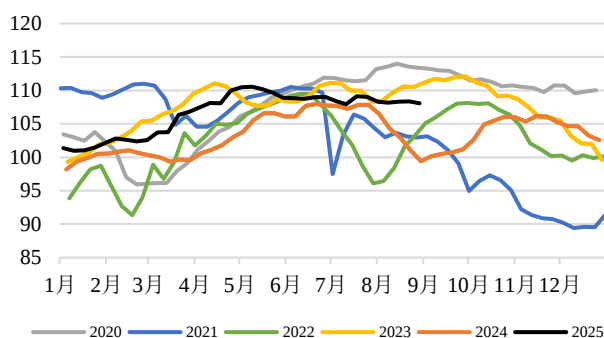
从周度数据变化来看，国产方面，近期煤矿限产政策并未进一步加码，但因主产区降雨多发影响煤矿生产，短期国产煤炭供给受限。进口方面，8 月蒙煤通关量处于近 5 年同期最高位附近，国内高价支撑进口煤炭数量高位运行，印尼取消对出口煤强制限最低价政策，煤矿长期进口供应预期宽松，导致煤炭及下游煤焦市场情绪降温。

2、火电耗煤旺季接近尾声，谨防煤炭需求拐点

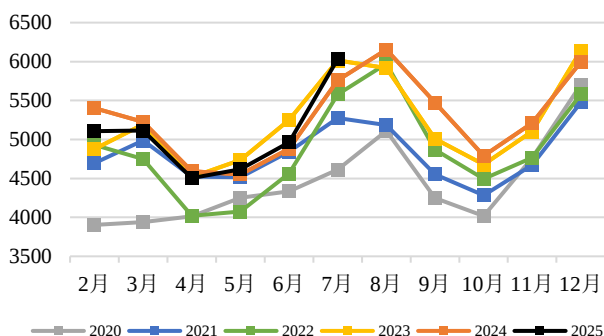
图表：六大发电集团日均耗煤量（万吨）



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）



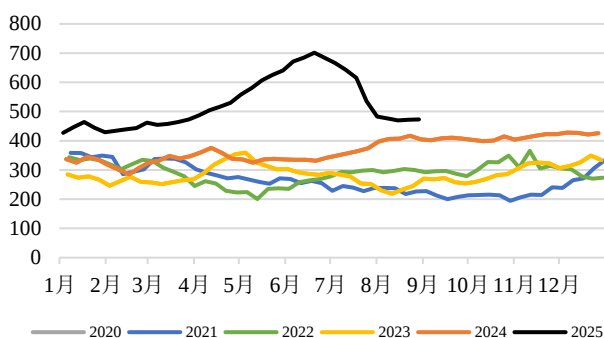
来源：广州金控期货研究中心，钢联数据

煤炭整体需求面临季节性拐点。煤炭下游主要分支电煤方面（占比约 60%），火力发电耗煤量临近季节性旺季尾声，预计 9 月 6 日全国多地气温下降将导致用电量下降，进一步引发火电用煤需求量下滑，

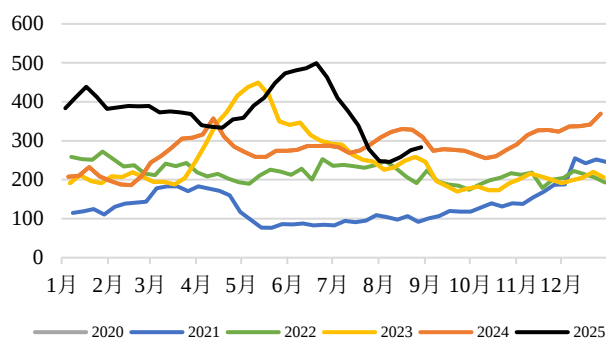
煤炭市场整体需求将随之由旺转淡，对煤炭库存整体消化速度将季节性放缓。煤焦实际用量（冶金）方面（占比约 16%），8 月份国内 247 家钢厂焦煤、焦炭现货实际需求平稳运行，不过因其占煤炭消费比重较低，并非需求驱动重点，且面临北方钢厂环保限产导致需求阶段下行压力。

3、煤炭去库速度放缓，价格涨势趋缓

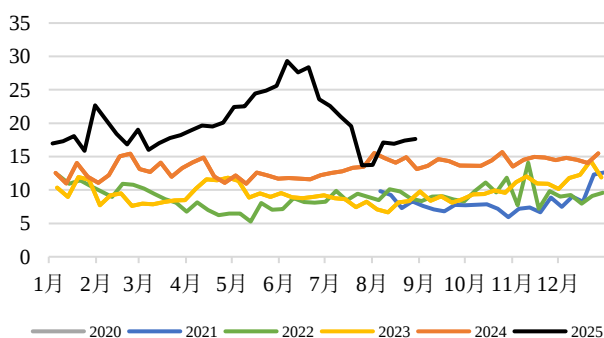
图表：全国样本矿山原煤库存（万吨）



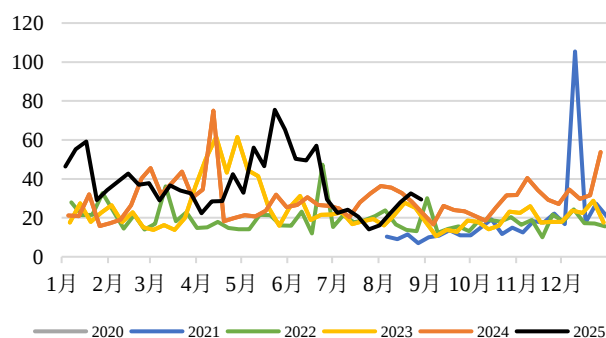
图表：全国样本矿山精煤库存（万吨）



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）



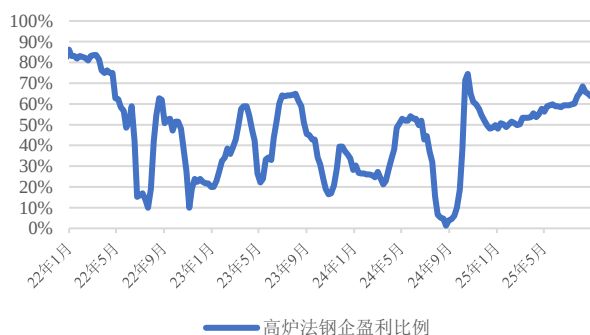
来源：广州金控期货研究中心，钢联数据

从库存数据来看，8 月以来原煤库存与库存天数均有所回升，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。

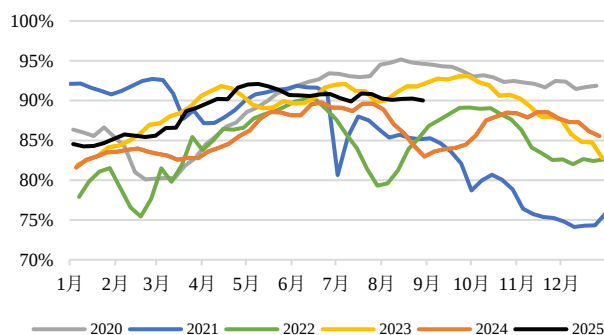
三、钢材：限产不及预期，供应压力高企

1、环保限产不及预期，利润尚可支撑开工率

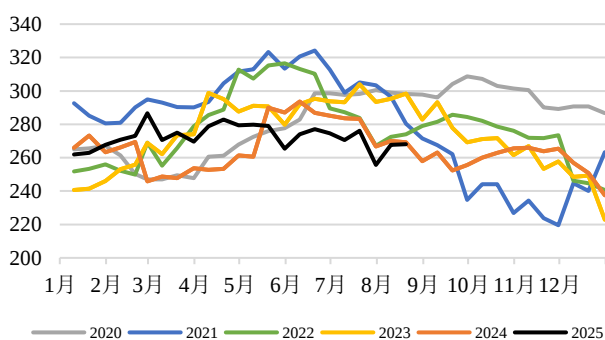
图表：高炉法样本钢厂盈利占比



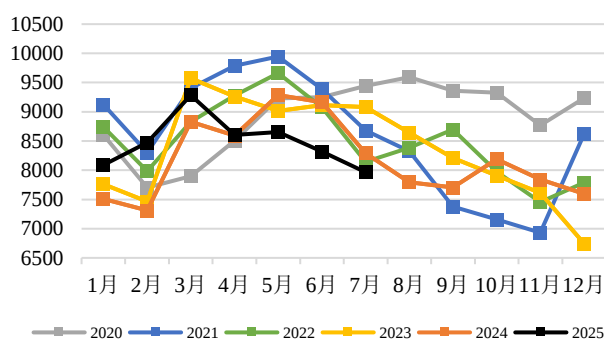
图表：国内样本高炉法钢厂产能利用率



图表：粗钢日均产量（万吨）



图表：粗钢月度产量（万吨，1-7月同比-4.0%）



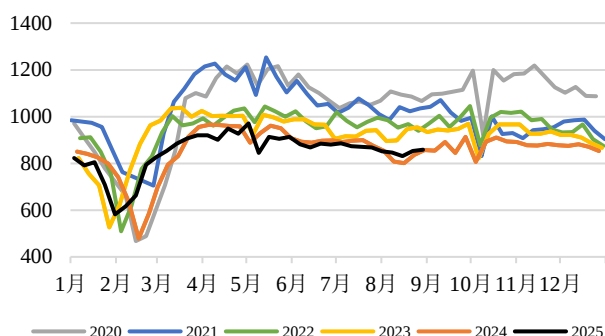
来源：广州金控期货研究中心，钢联数据，中钢协，统计局

此前市场预期8月下旬开始北方钢厂开工率将因环保因素阶段下行，然而集中限产实际兑现时间或在8月30日后。截止8月29日，装置变动情况仍未证实相关市场预期，样本高炉法钢厂产能利用率仍在90.02%高位运行。

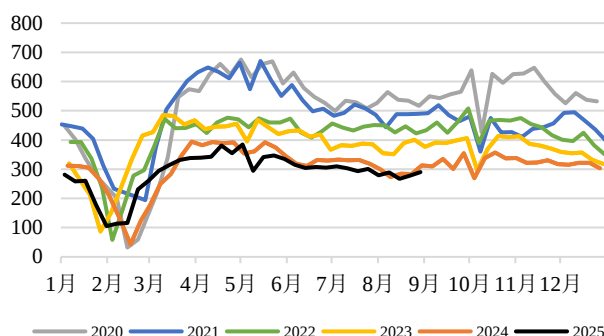
钢厂利润尚可，支撑高炉铁水产量。从利润来看，8月份高炉钢厂（占钢材供应90%）盈利企业数量占比整体维持在6成以上，若无政策性限产扰动，理论上钢厂将维持高开工并增产，从而加大钢材供应压力。

2、建材拖累，现货需求整体弱稳运行

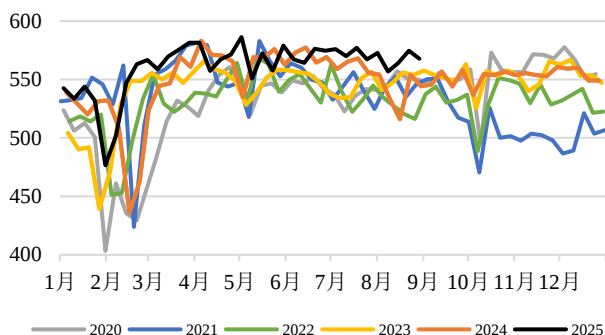
图表：五大成品钢材周度表观消费量（万吨）



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

从周度表观消费数据来看，8月份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。

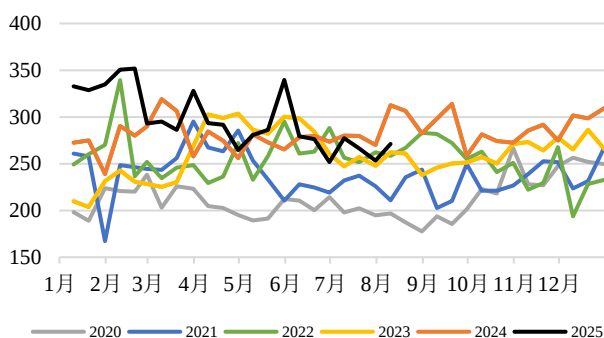
建材消费（螺纹钢、线材）表现偏弱，虽然国内大部分地区天气逐渐好转，有利于建筑项目施工，但目前建筑项目资金到位率一般，建筑施工进展缓慢导致及建材消费量仍然偏低，目前地方财政受土地出让金收入降低的制约，地方对新增项目资金配套能力相对有限，因此虽然一季度新开工项目总计投资额同比明显增长，但项目资金落实到位情况不佳。截至8月26日，样本建筑工地资金到位率不足6成，相比去年同期略低近2个百分点。在建筑项目资金到位不足拖累下，

施工进展放缓，建筑钢材消费量同比下滑。

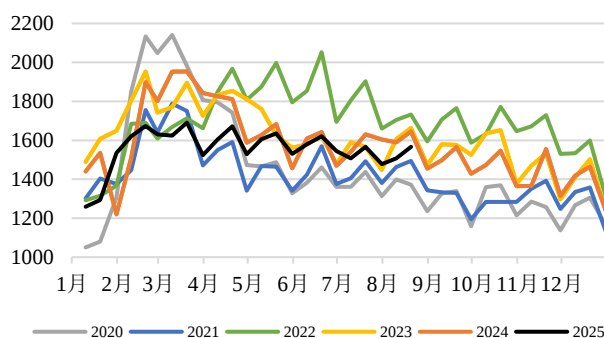
钢板材（热轧卷板、冷轧卷板、中厚板）消费量较上周有所增长，8月份整体处于近5年同期高位水平运行。目前出口仍具有一定优势，国内以旧换新补贴政策延续，对钢板材制品相关下游消费有一定支撑。但统计局数据显示1-7月国内粗钢产量累计同比减少4.0%，表明钢材总需求下降，可知钢板材需求增量不足以弥补建筑钢材需求减量。

3、显性库存持续6周增加，钢价上行驱动减弱

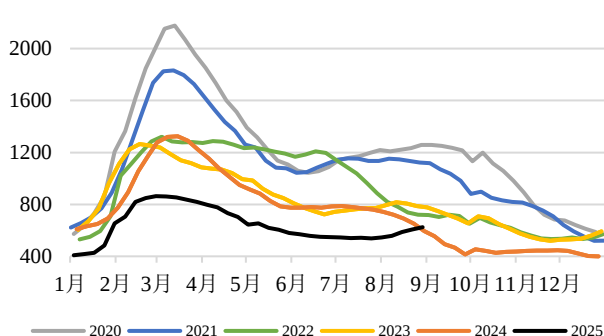
图表：中钢协企业粗钢库存（万吨）



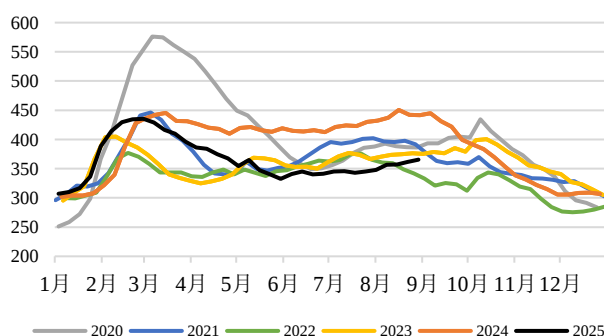
图表：中钢协企业成品钢材库存（万吨）



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

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。8月28日数据显示螺纹钢、热轧卷板库存最近6周持续累库，导致钢价上行驱动减弱，下行压力增大。

四、后市展望：多空风格或切换，策略防守为主

综合来看，随着炉料供需拐点临近，市场炒作情绪降温，黑色系价格驱动将整体转弱，建议策略防守为主：

铁矿方面，8月下旬铁矿开始阶段性供增需减，预计9月将维持这一趋势，铁矿港口存货压力将有所加大，且面临西芒杜铁矿项目投产预期，价格难有大涨，建议卖出虚值看涨期权以赚取时间价值收益。此外，需警惕市场提前开始交易年底铁矿供给过剩预期，可逐步逢高介入卖出期货套保，或买入平值看跌期权进行套保对冲价格下跌风险。

煤焦方面，价格仍总体上反映市场对煤炭供需预期，短期煤炭供应受限于降雨天气，但限产政策短期内并未进一步加码，价格高位运行或导致长期供应逐渐放量，如蒙古、印尼对华出口煤炭增长，且火电耗煤需求季节性拐点意味着煤炭整体需求由旺转淡，后续煤炭整体库存压力更难消化，市场投机情绪降温导致价格走弱。但“反内卷”矿山限产政策预期仍未完全消退，短期多空交织，建议谨慎观望为主，或逢高买入场外看跌期权进行价格下跌风险对冲保护。

钢材方面，政策性限产不及预期，在目前6成以上高炉钢厂处于盈利的状况下，成品钢材供应高位运行的可能性较大，因螺纹钢、热轧卷板显性库存最近6周持续累库，钢价上行驱动减弱，下行风险仍存，建议策略由多转空。

关注关键变量：铁矿进口增量；煤矿限产、减产力度；钢厂限产政策执行力度与开工率变动。



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.gzjqh.com

广州金控期货有限公司分支机构

• 【子公司】广州金控物产有限公司 地址：广东省广州市天河区临江大道1号寺右万科中心901 电话：020-88527737	
• 北京分公司 地址：北京市丰台区广安路9号国投财富广场2号楼1403、1404室 电话：010-63358907	• 上海分公司 地址：上海市虹口区吴淞路218号宝矿国际大厦2903C 电话：021-60759585
• 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：020-38298555/020-38298522	• 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
• 重庆分公司 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 电话：023-67380843	• 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：0757-85501856/0757-85501815
• 杭州分公司 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 电话：0571-87791385	• 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
• 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
• 厦门营业部 地址：中国（福建）自由贸易试验区厦门片区东港北路29号港航大厦2503-6单元 电话：0592-5669586	• 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
• 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	• 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
• 龙岩营业部 地址：福建省龙岩市新罗区龙岩大道中688号1幢703室 电话：0597-2566256	• 淮北营业部 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 电话：0561-3318880
• 济南分公司 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 电话：	• 河南分公司 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 电话：0371-55687378