2025 年 9 月 5 日

黑色：反内卷炒作再起，但需关注落地实效

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

核心观点

因铁矿、煤炭临近供需拐点由强转弱，而钢材终端需求不足，黑色系商品本周库存均呈现环比上升，本周一至周四价格承压回落，基本符合我们此前预期。但周五网传反内卷周末将出台细则的消息重新引爆了市场热情，以焦煤为首的黑色系商品价格出现明显反弹。综合来看，后续需关注反内卷政策出台动态情况，但因预期兑现情况的不确定性，我们先假设政策维持现状，随着炉料供需拐点临近，市场情绪或降温，市场多空风格或切换，策略宜防守或观望：

铁矿方面，预计 9 月阶段性供增需减，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，当前价格走势仍主要反映煤炭市场供需关系，近期对煤矿限产措施无明显加码，印尼取消对出口煤强制限价政策或导致远期进口煤炭供应宽松，而且近期火电耗煤需求临近季节性拐点，煤炭去库速度明显放缓。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，需等待后续相关限产政策细则出台，若限产不及预期，或可逢高买入场外看跌期权对价格下跌风险进行对冲保护。

钢材方面，政策性限产影响不及预期，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，而需求表现仍受限于建材消费偏弱。9 月 4 日数据显示螺纹钢、热轧卷板显性库存最近 7 周持续累库，钢价上行驱动不足，下行风险仍存，可卖出虚值看涨期权以赚取期权时间价值收益，交易上建议以防守偏空思路为主。

关注关键变量：进口铁矿增量；煤炭需求季节性下降；反内卷限产政策实际落地情况。

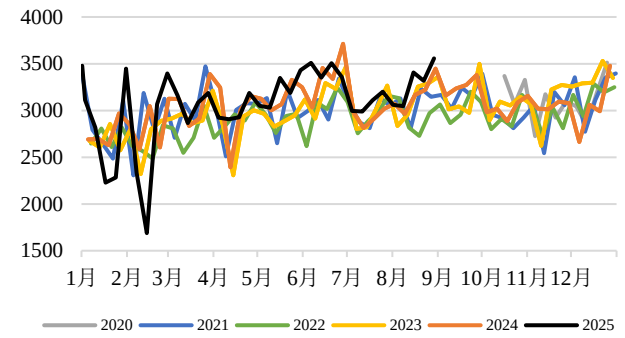
目录

一、铁矿石：进口供应回升，港口累库压力增大 3
1、海外矿发运增加，进口矿到港量将呈上升趋势 3
2、钢厂限产如期进行，铁矿消耗量短期回落 4
3、港口累库压力将显，行情或将多空切换 5
二、煤焦：煤耗旺季临近尾声，“反内卷”预期降温 6
1、国内矿山复产，进口供应高位运行 6
2、火电耗煤旺季接近尾声，谨防煤炭需求拐点 7
3、煤炭去库速度放缓，价格涨势趋缓 8
三、钢材：短期限产预期仍存，低库存支撑价格运行 9
1、短期产量下滑，但利润尚可将支撑钢厂开工 9
2、建材拖累，现货需求整体弱稳运行 10
3、显性库存持续增加，钢价上行驱动减弱 11
四、后市展望：多空风格或切换，但需关注政策动态 12
分析师介绍 14
免责声明 15

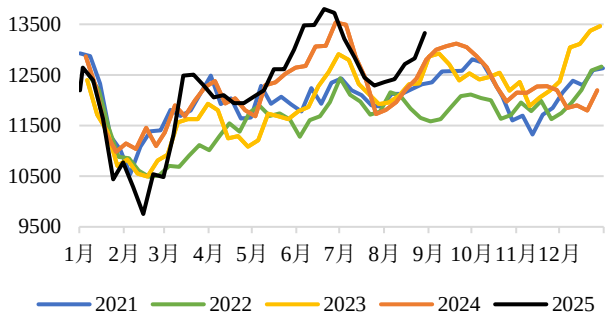
一、铁矿石：进口供应回升，港口累库压力增大

1、海外矿发运增加，进口矿到港量将呈上升趋势

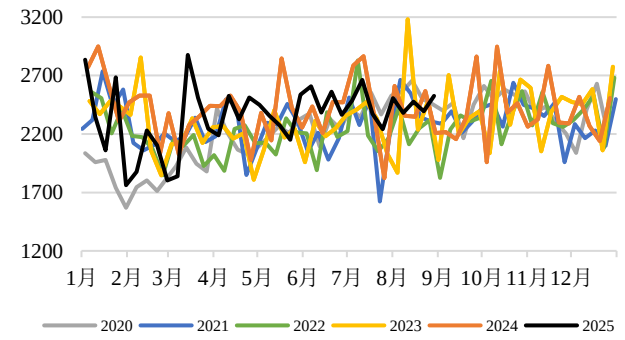
图表：全球铁矿石周度发货量（万吨）



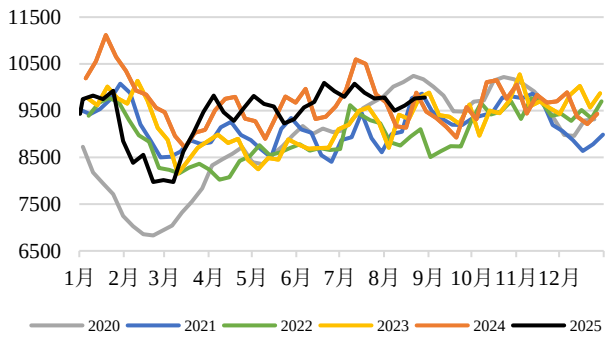
图表：全球铁矿石近四周发货量（万吨）



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

进口矿供应仍是国内铁矿供应的最重要变量（占比约 83%），近期进口铁矿到港量或将先降后升。

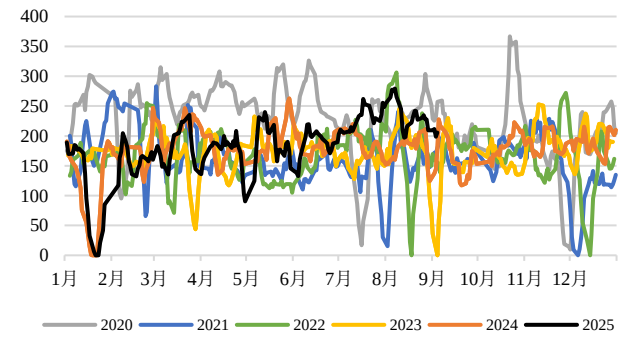
从季节性来看，近期全球铁矿发运量将逐步回升。截至上周五，全球主要港口铁矿石发货量 3556.8 万吨，环比+7.27%，同比+3.13%；近四周发货量总计 13325.9 万吨，环比+3.86%，同比+4.10%。

从进口到港数据来看，截至上周五，国内 45 座港口铁矿到港量 2526 万吨，环比+5.54%，同比+14.34%；近四周到港量总计 9777.8 万吨，环比+0.19%，同比+3.16%。考虑到铁矿从澳洲、巴西发运到中国

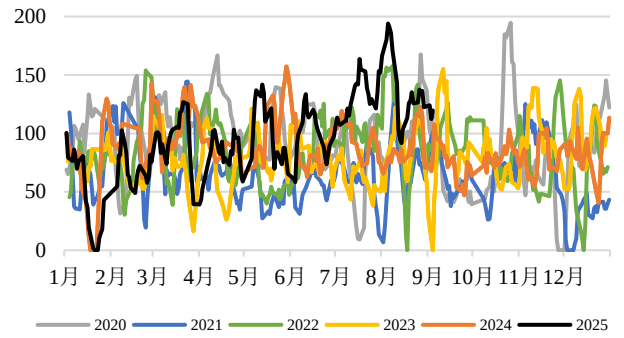
到港卸货约滞后2-4周，预计9月我国进口铁矿石到港量将继续回升，供应压力逐渐增大。

2、钢厂限产如期进行，铁矿消耗量短期回落

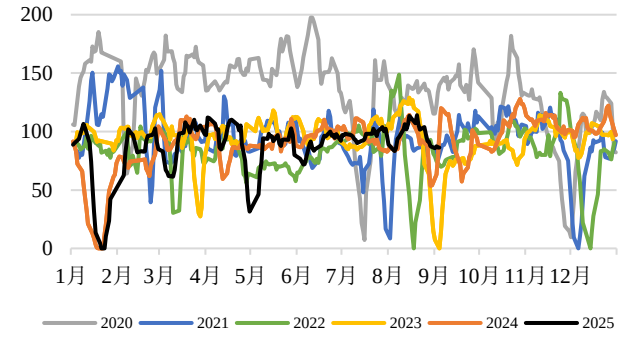
图表：主流港口铁矿石成交情况（万吨）



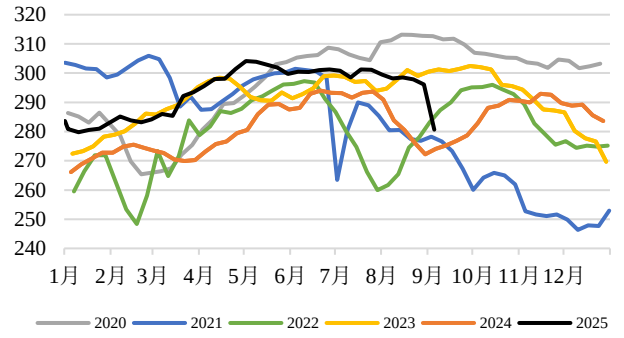
图表：贸易商铁矿远期日均成交量（万吨）



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）



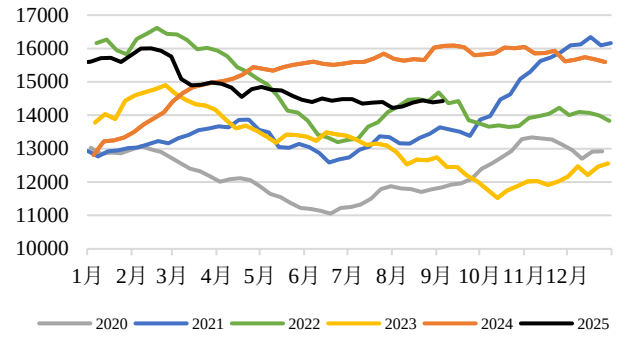
来源：广金期货研究中心，钢联数据

因阅兵前北方钢厂如预期集中限产，铁矿消费量亦随之回落。

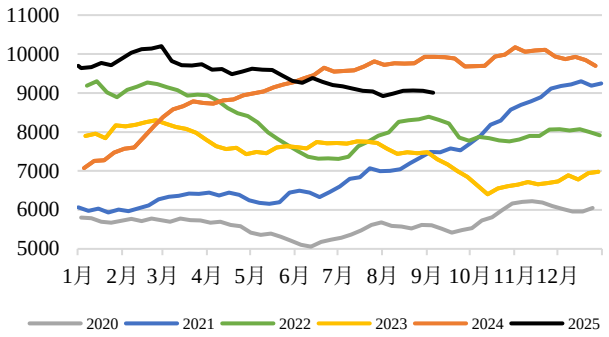
贸易商成交方面，国内主港铁矿周度总贸易成交量1029.5万吨，环比-9.56%，同比-9.52%。受下游部分钢厂集中检修（预计影响2-3天），本周现货市场成交表现相对远期合约更弱。本周国内247家高炉产能利用率明显回落，对应进口铁矿日均消耗量280.67万吨，环比-5.21%，同比+2.42%。

3、港口累库压力将显，行情或将多空切换

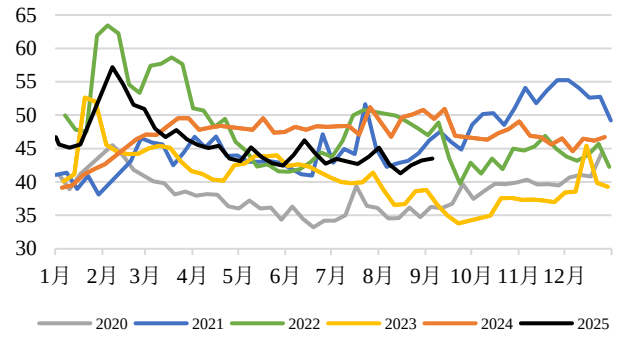
图表：全国 45 港进口铁矿石库存（万吨）



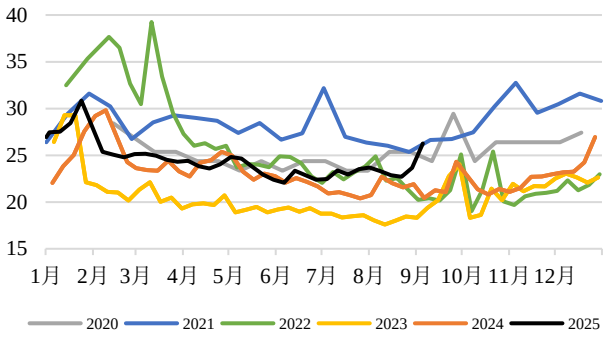
图表：45 港可贸易铁矿石数量（万吨）



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

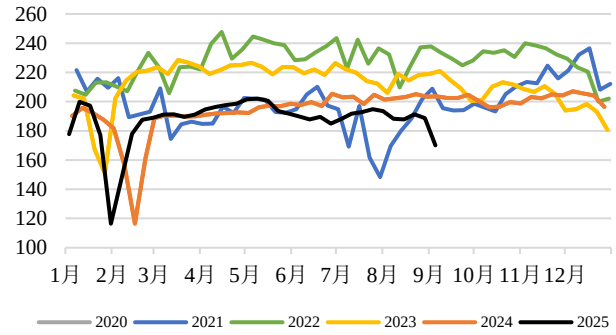
从港口库存数据来看，45 座港口进口铁矿库存 13825.32 万吨，环比+0.45%，同比-10.28%，由于 9 月进口铁矿石供应量将逐渐回升，且下游钢厂尚无大幅增产驱动，预计近期港口铁矿累库压力逐渐显现。

从远期来看，几内亚西芒杜铁矿预计将于 11 月后投产，作为全球储量最大、铁矿品质最高的铁矿项目，其初期市场份额或占全球铁矿总供应量的 5-6%。而在当前“反内卷”政策基调下，而国内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。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。

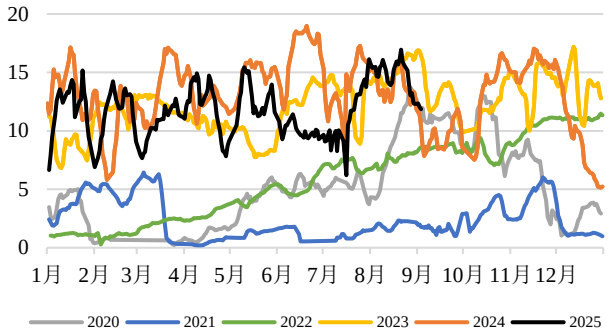
二、煤焦：煤耗旺季临近尾声，“反内卷”预期降温

1、国内矿山复产，进口供应高位运行

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

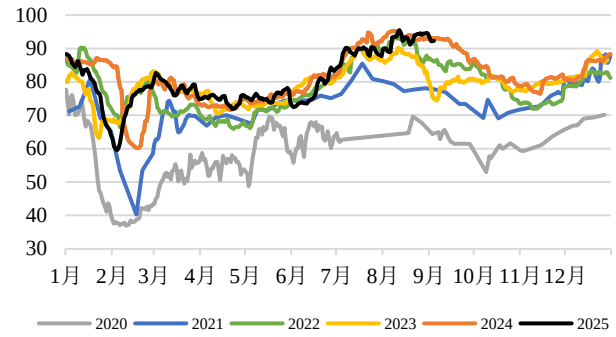
焦煤本质上是经原煤洗选加工的下游产品，在供需与价格方面与其他品种煤炭存在重要关联。近期焦煤、焦炭价格主要反映煤炭整体供求关系。日前《经济日报》刊文指出“反内卷政策旨在治理部分行业的低价无序竞争，而非推动物价普遍上涨”，意图纠偏市场预期。而本周市场对于“反内卷”政策炒作情绪再起，由于官方政策细则仍未落实，因此建议谨慎对待相关市场传闻。

从周度数据来看，国内产量方面（85%供应），因阅兵庆典导致短期煤矿停产，影响预计时间 2-3 天，本周国内矿山精煤产量 69.31 万吨，环比-7.98%，同比-12.30%，而煤矿限产政策并未明确进一步加码。

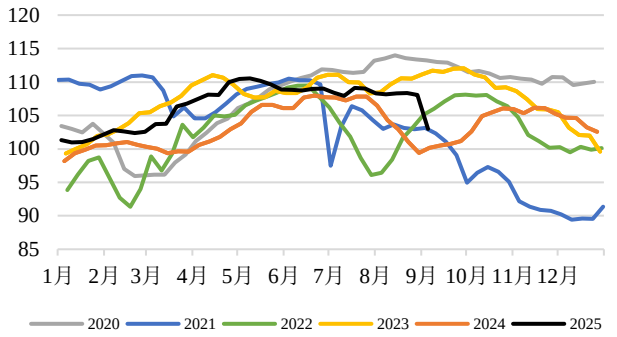
进口方面（15%供应），进口蒙煤日均通关量 11.86 万吨，环比-8.96%，同比+35.49%，蒙煤通关量处于往年同期高位运行，近期印尼取消对出口煤强制限最低价政策，未来国内进口煤供应预期宽松。

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：国内钢厂日均焦炭消耗量预估（万吨）

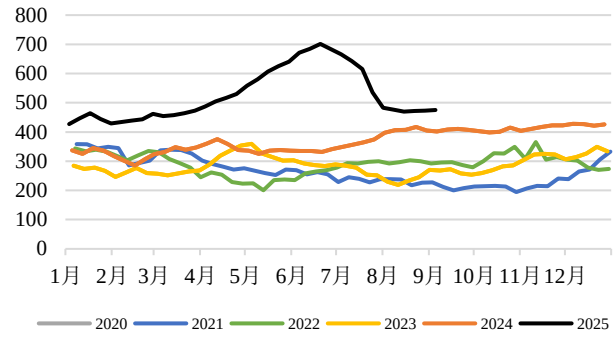


来源：广州金控期货研究中心，钢联数据

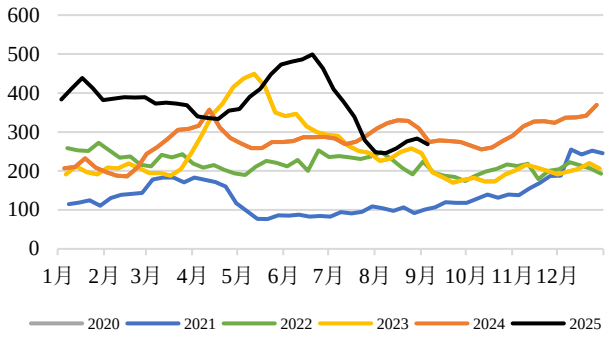
从煤炭整体需求来看，煤炭下游主要分支电煤方面（60%需求），目前六大发电集团耗煤量在近 5 年同期高位支撑煤炭去库，但火力发电耗煤量临近季节性旺季尾声，9 月开始用电量下降将导致火电用煤需求量下滑，煤炭市场需求随之由旺转淡，意味着煤炭市场需求随之由旺转淡，对煤炭库存整体消化速度将季节性放缓。煤炭在冶金方面用量仅占煤炭总需求 16%左右，因阅兵期间下游钢厂集中停产检修，钢厂对双焦消费短期有所回落。

3、煤炭去库速度放缓，价格涨势趋缓

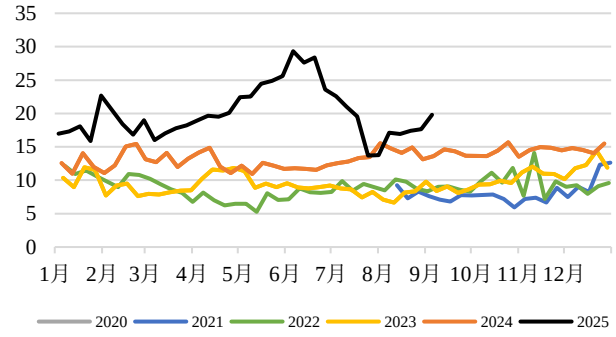
图表：全国样本矿山原煤库存（万吨）



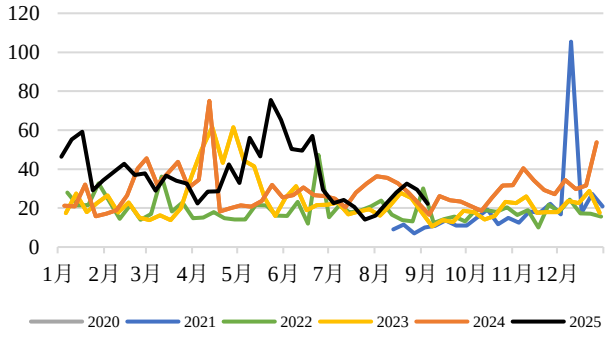
图表：全国样本矿山精煤库存（万吨）



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

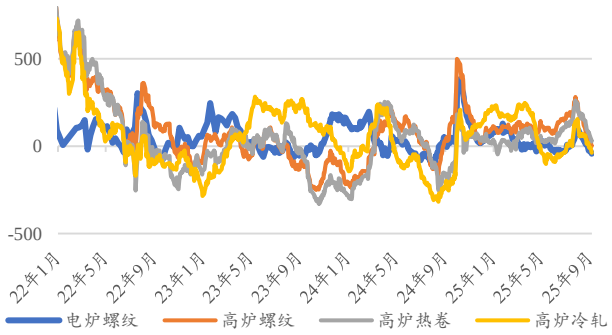
从库存数据来看，本周样本矿山原煤库存 474.83 万吨，环比+0.47%，同比+18.16%；矿山精煤库存 268.08 万吨，环比-5.48%，同比-2.14%。原煤库存与库存天数均有所回升，表面煤炭市场整体需求近期有所降温，库存消化放缓。

近期煤焦价格仍反映煤炭供求关系，建议后市关注三点：反内卷政策预期落地情况、矿山实际生产情况、煤耗季节性由旺转淡驱动。

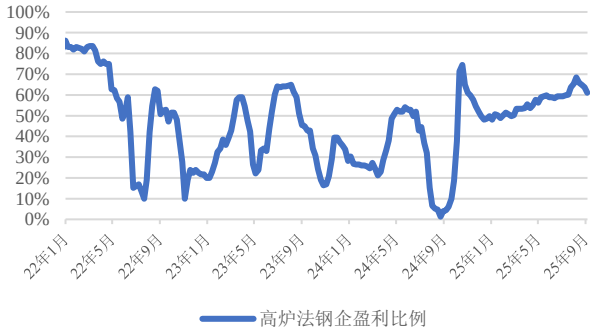
三、钢材：短期限产预期仍存，低库存支撑价格运行

1、短期产量下滑，但利润尚可将支撑钢厂开工

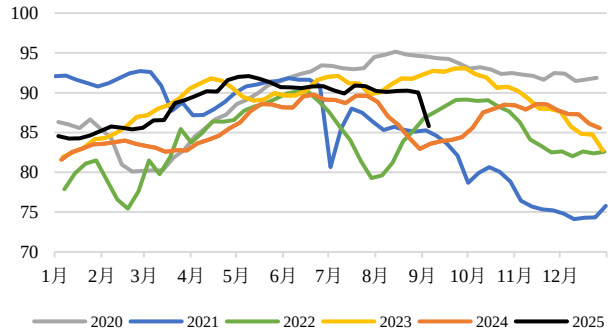
图表：主要品种钢材利润模拟（元/吨）



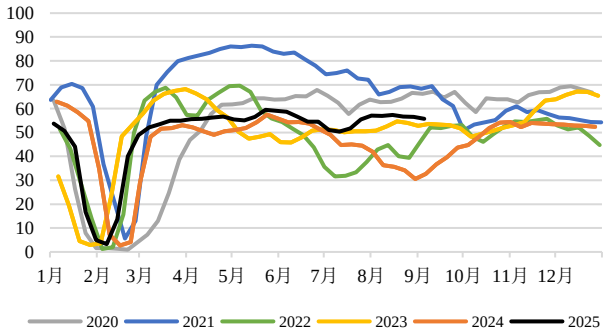
图表：高炉法样本钢厂盈利占比



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



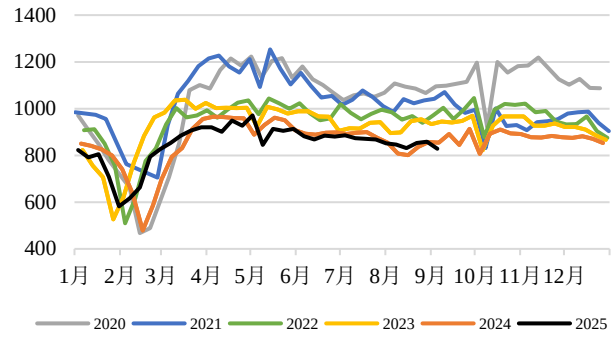
来源：广州金控期货研究中心，钢联数据

本周部分钢厂虽因安全生产需要从 9 月 1 日开始停产，但限产时间仅为 2-3 天，对成品钢材供给影响程度较小。

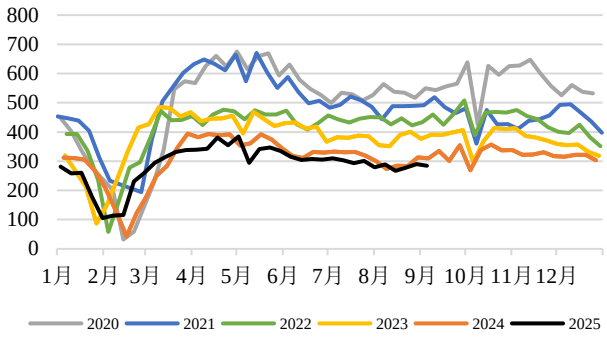
本周钢材生产行业生产利润较上周回落，高炉螺纹利润为 1 元/吨，热卷利润为 27 元/吨，电炉螺纹利润（谷电）为-43 元/吨。高炉盈利企业占比为 61.04%，整体盈利状况尚可，预计将支撑成品钢材供应保持高位运行。

2、建材拖累，现货需求整体弱稳运行

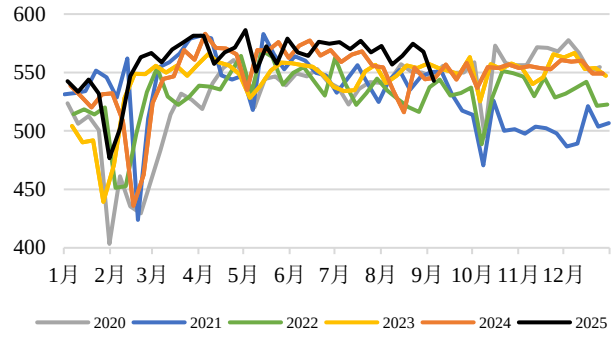
图表：五大成品钢材周度表观消费量（万吨）



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

从本周表观消费数据来看，五大品种钢材消费环比有所回落，整体上仍主要受建材拖累，本周五大品种钢材消费量 827.83 万吨，环比-3.49%，同比-3.17%。处于往年同期低位水平。

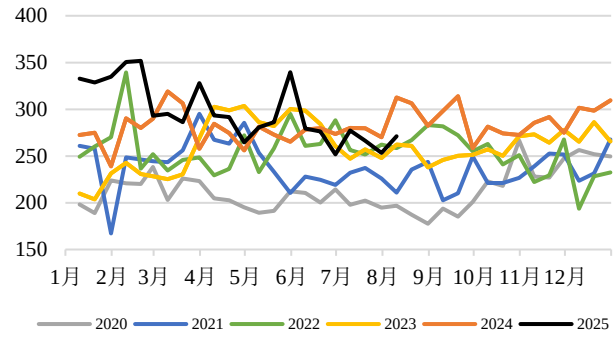
建材消费走弱，虽然天气好转有利于建筑施工，但 9 月 3 日前后部分建筑项目暂停施工，且目前建筑项目资金到位率一般，建筑施工进展缓慢导致及建材消费量仍然偏低，本周建筑钢材消费量 284.84 万吨，环比-1.78%，同比-7.92%。

板材消费量较上周有所增长，处于近 5 年同期高位水平运行，钢板材消费量 542.99 万吨，环比-4.36%，同比-0.47%。国内以旧换新国

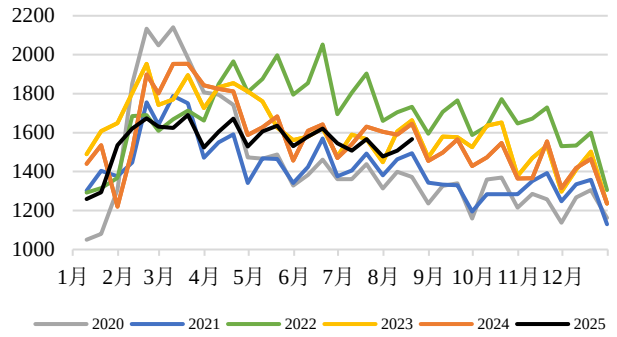
补政策延续，及出口需求增长，对钢板材制品相关下游消费有一定支撑。但统计局数据显示 1-7 月国内粗钢产量减少 4.0%，表面钢材消费整体仍萎缩，可见板材需求增量不足以对冲建材需求减量。

3、显性库存持续增加，钢价上行驱动减弱

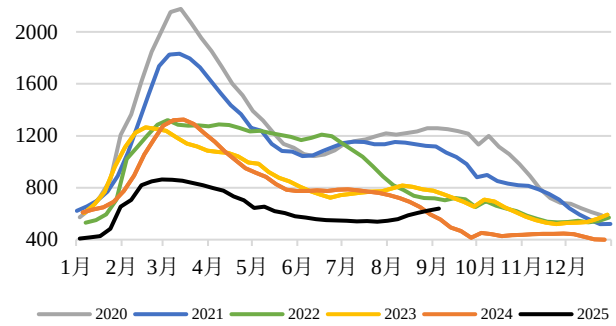
图表：中钢协企业粗钢库存（万吨）



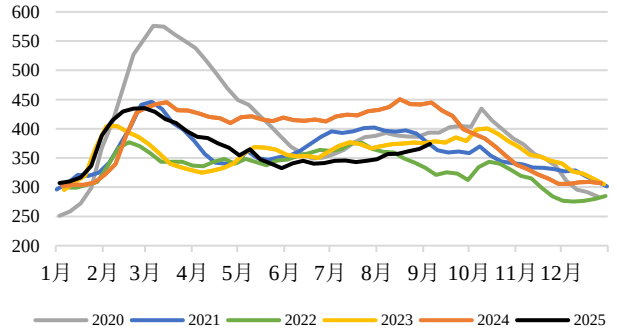
图表：中钢协企业成品钢材库存（万吨）



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

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 4 日数据显示螺纹钢、热轧卷板库存最近 7 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，但需关注政策动态

综合来看，后市需关注反内卷政策出台动态情况，但因预期兑现情况的不确定性，我们先假设政策维持现状，随着炉料供需拐点临近，市场情绪或降温，市场多空风格或切换，策略宜防守或观望：

铁矿方面，预计 9 月阶段性供增需减，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，当前价格走势仍主要反映煤炭市场供需关系，近期对煤矿限产措施无明显加码，印尼取消对出口煤强制限价政策或导致远期进口煤炭供应宽松，而且近期火电耗煤需求临近季节性拐点，煤炭去库速度明显放缓。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，需等待后续相关限产政策细则出台，若限产不及预期，或可逢高买入场外看跌期权对价格下跌风险进行对冲保护。

钢材方面，政策性限产影响不及预期，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，而需求表现仍受限于建材消费偏弱。9 月 4 日数据显示螺纹钢、热轧卷板显性库存最近 7 周持续累库，钢价上行驱动不足，下行风险仍存，可卖出虚值看涨期权以赚取期权时间价值收益，交易上建议以防守偏空思路为主。

关注关键变量：进口铁矿增量；煤炭需求季节性下降；反内卷限产政策实际落地情况。

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

<table>
<tr><td colspan="2">• 【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</td></tr>
<tr><td>• 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</td><td>• 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</td></tr>
<tr><td>• 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</td><td>• 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</td></tr>
<tr><td>• 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</td><td>• 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</td></tr>
<tr><td>• 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</td><td>• 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</td></tr>
<tr><td>• 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</td><td>• 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</td></tr>
<tr><td>• 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</td><td>• 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</td></tr>
<tr><td>• 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</td><td>• 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</td></tr>
<tr><td>• 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</td><td>• 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</td></tr>
<tr><td>• 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：</td><td>• 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</td></tr>
</table>