

2025 年 11 月 28 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：终端压力渐显，下行风险仍存

核心观点

11 月以来，铁矿因收基差导致期货价格偏强，带动下游钢价上涨，煤焦则因库存压力增大而整体承压运行，12 月炉料供给压力易继续增大，且终端钢材库存压力逐渐显现，建议在未来 1 个月的整体操作策略上以谨慎观望或者防守为主：

铁矿方面，近期现货标准仓单基差较去年同期高近 40 元/吨，或因部分持货商挺价惜售，期货“收基差”导致价格表现较坚挺。而随着后续基差逐步收敛，价格或回归供需现实，明年 1 季度铁矿供应过剩存在较高确定性，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，将导致全球铁矿阶段过剩，加剧矿价压力，建议在基差收敛基本完成前，短期单边持谨慎观望，中期对 05 合约等远月合约持偏空操作思路。

煤焦方面，供应端，虽然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”，但仍需警惕 12 月政策性限产反复引发供需阶段性错配的风险。需求端，短期内火电淡季导致煤炭需求偏弱，北方气温较常年偏暖引发需求预期不佳，库存高企且去化缓慢，对煤炭及下游双焦价格仍有压制，建议策略防守为主。中期关注需求回升及去化幅度，警惕供需错配扰动。

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，远月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；煤矿政策性限产情况、矿山库存变化；钢厂减产力度；财政政策发力情况。

目录

一、铁矿石：进口放量，库存压力增大	3
1、矿价高企激发增产，进口铁矿供应逐渐放量	3
2、铁矿需求表现偏弱，10月继续缩量	5
3、港口库存压力增大，将导致价格承压	6
二、煤焦：弱现实压力渐显，但需警惕政策限产反复	7
1、冬季能源保供推进，但限产仍有反复	7
2、火电耗煤淡季，煤炭消费现实及预期偏弱	8
3、原煤库存压力较大，预计价格仍然承压	9
三、钢材：旺季消费失色，库存压力陡增	10
1、行业利润明显走弱，粗钢产量继续走低	10
2、钢材需求偏弱运行，建材减量是主因	11
3、显性库存走高，钢材价格承压	12
四、后市展望：策略防守为主，关注供给扰动	13
分析师介绍	15
免责声明	16

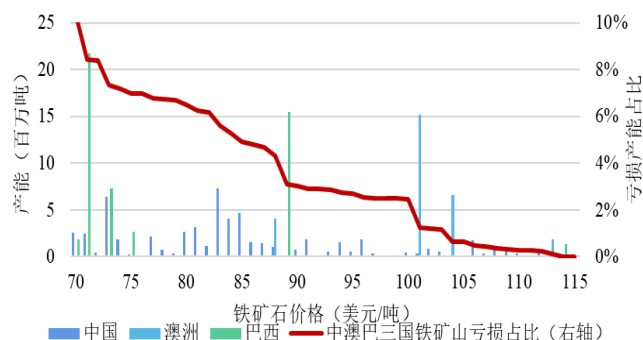
一、铁矿石：进口放量，库存压力增大

1、矿价高企激发增产，进口铁矿供应逐渐放量

图表：青岛港普氏 62% 铁矿价格指数（美元/吨）



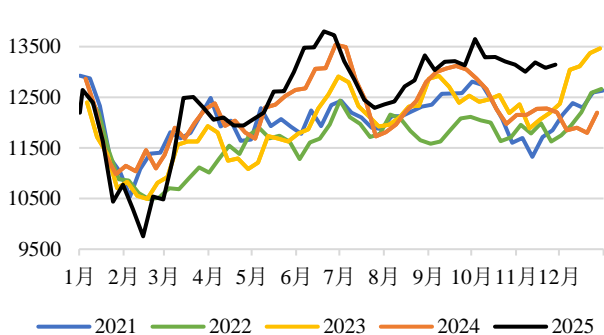
图表：中澳巴三国铁矿山送到港口成本分析



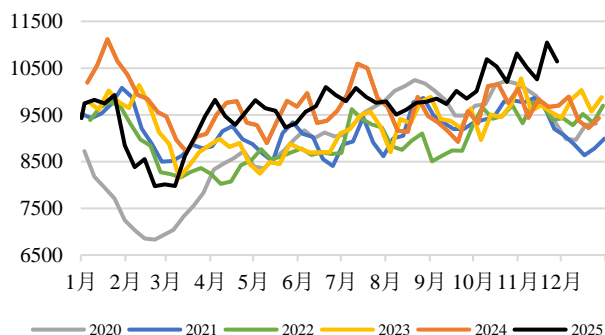
来源：广金期货研究中心，钢联数据

从价格来看，11 月普氏 62% 铁矿石价格指数月均价仍在 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%。虽然国内矿山因产能置换进展缓慢导致供给增量有限，但 8 月以来海外矿山在较高矿价下得以修复利润，矿山生产积极性提升，因此 11 月份海外发运量继续保持高位，且有利于几内亚西芒杜铁矿、西非姆巴拉姆-纳贝巴等新增矿山项目投产兑现，其中西芒杜铁矿已于 11 日投产，全球铁矿市场中长期供应压力增大。

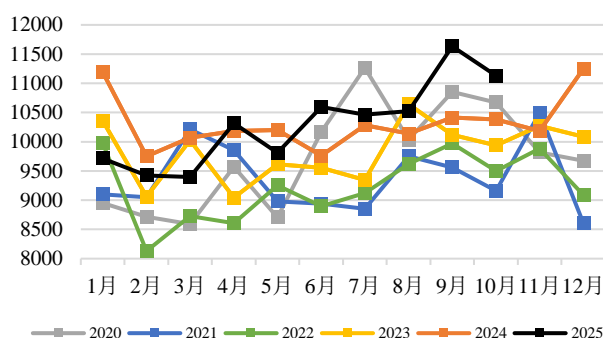
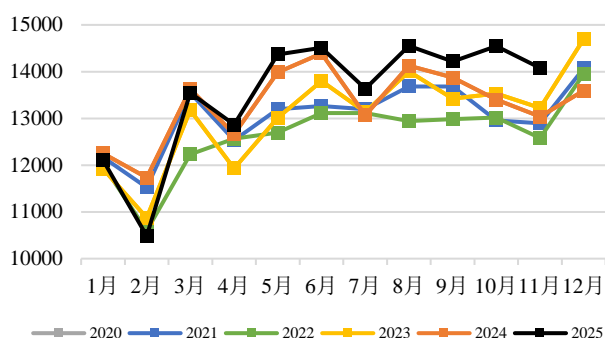
图表：全球主港铁矿石近四周发货量（万吨）



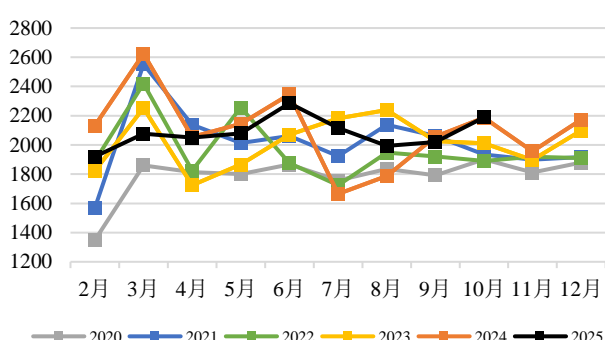
图表：45 座港口近四周进口铁矿到港量（万吨）



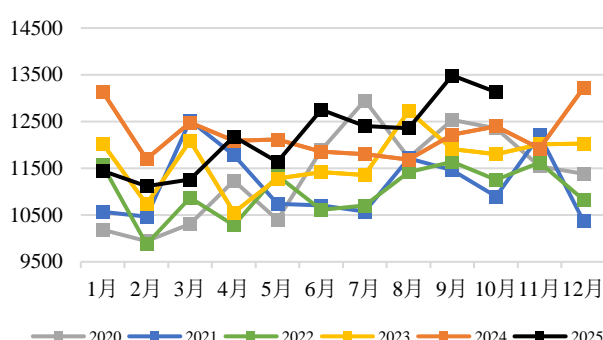
图表：全球主港铁矿石月度发货量预测（万吨） 图表：中国铁矿石月度进口量预测（万吨）



图表：国内铁精粉月度产量估算（万吨）



图表：我国铁矿月度总供应量（万吨）



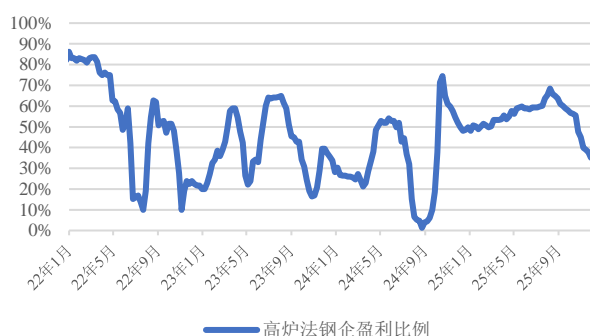
来源：广金期货研究中心，钢联数据，海关总署

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 11 月以来海外矿供应继续维持同比增长。从海外铁矿石发货量及中国进口矿石到港数据来看，全球主要港口近四周铁矿石发货量 13142.2 万吨，同比+7.68%。近四周 45 座港口铁矿到港量 10644.3 万吨，同比+9.77%，相比往年面临更大的供给压力。

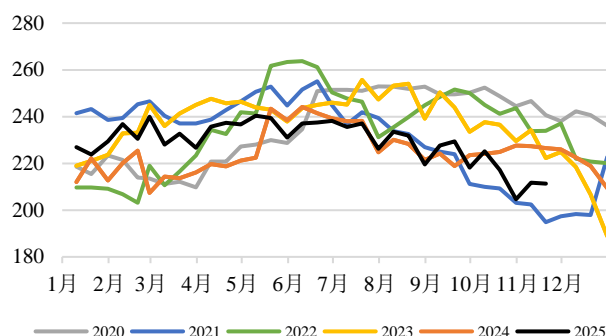
考虑到铁矿从澳洲、巴西发运到中国到港卸货约滞后 2-4 周，预计我国进口铁矿石到港量较往年同期增长将至少持续至 11 月上旬，届时港口市场的供应压力将高于往年同期。

2、铁矿需求表现偏弱，10 月继续缩量

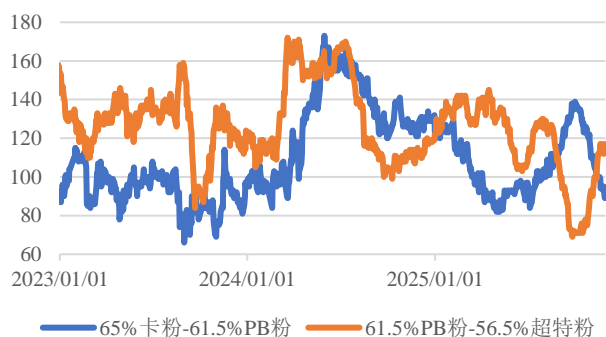
图表：样本高炉钢厂盈利占比



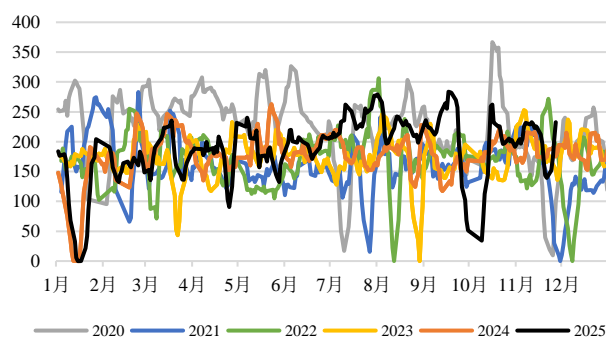
图表：中钢协会员企业生铁日均产量（万吨）



图表：铁矿石各品位间价差（元/吨）



图表：主流港口铁矿石成交情况（万吨）

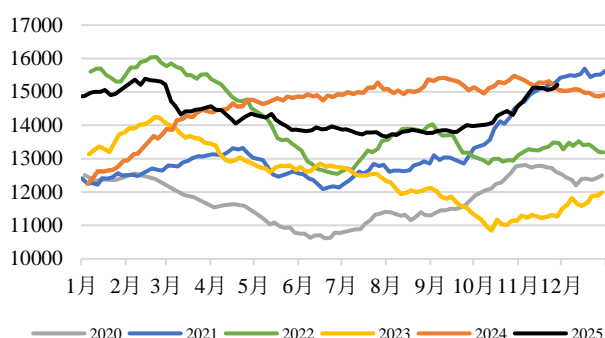


来源：广金期货研究中心，钢联数据，海关总署，统计局

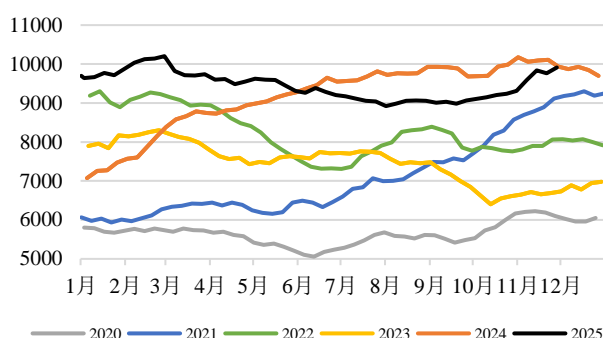
虽然政策性因素导致的钢厂限产不及预期，但市场因素驱动的减产正在进行。截至11月底，据钢联数据统计，国内样本高炉钢厂盈利占比已下滑至35.06%，已明显低于年初水平，吨钢理论利润整体亏损。钢厂生产意愿降低，除了使用更低品位矿石（如超特粉）进行原料替代，整体开工率也有所降低，生铁产量环同比下降对应铁矿石需求量减少。展望12月份，受限于吨钢利润低迷，下游钢厂亏损面扩大，铁矿需求继续偏弱运行的可能性较大。

3、港口库存压力增大，将导致价格承压

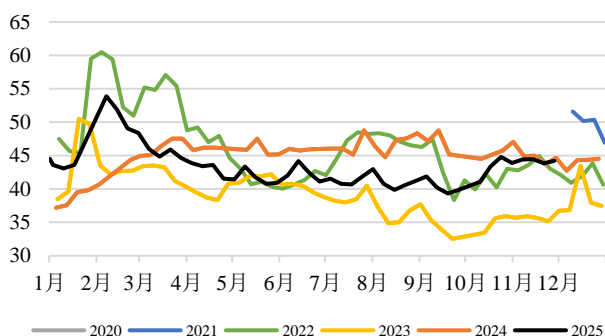
图表：全国 45 港进口铁矿石库存（万吨）



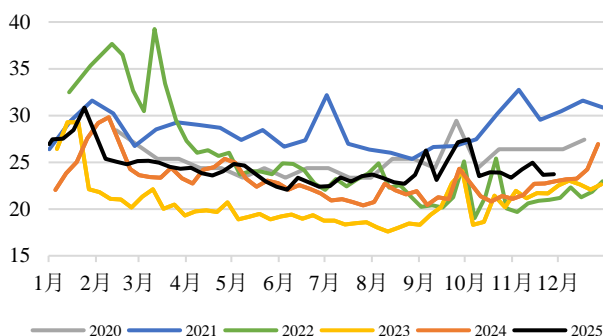
图表：45 港可贸易铁矿石数量（万吨）



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

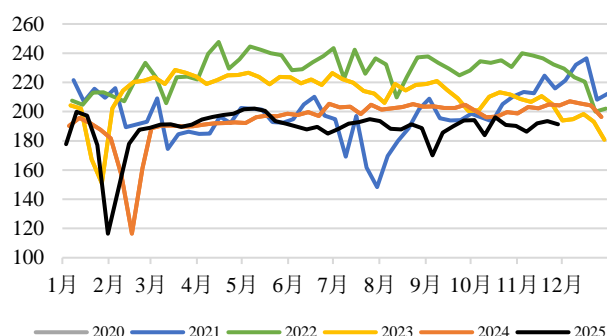
从港口库存数据来看，自 8 月初以来 45 座港口进口铁矿库存整体呈现见底回升，并在 11 月加速上升至 1.53 亿吨，港口市场呈现供过于求的状况。

从远期来看，全球铁矿市场面临几内亚西芒杜铁矿、西非姆巴拉姆-纳贝巴铁矿等新增项目投产压力，其中西芒杜铁矿已于 11 月 11 日投产装船，或最晚 1 月底兑现到港，预计进口量月增约 150-200 万吨，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，需谨防市场提前在铁矿期货 05 合约及其他远月提前交易供应过剩预期，策略上建议仍以防守为主。

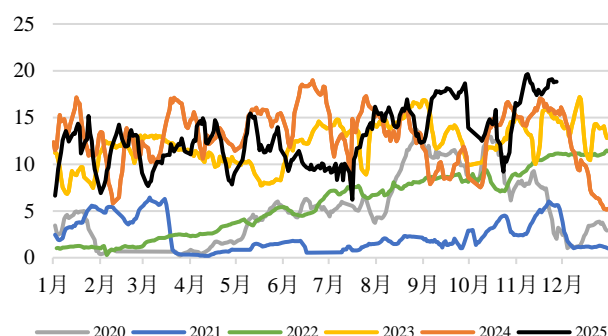
二、煤焦：弱现实压力渐显，但需警惕政策限产反复

1、冬季能源保供推进，但限产仍有反复

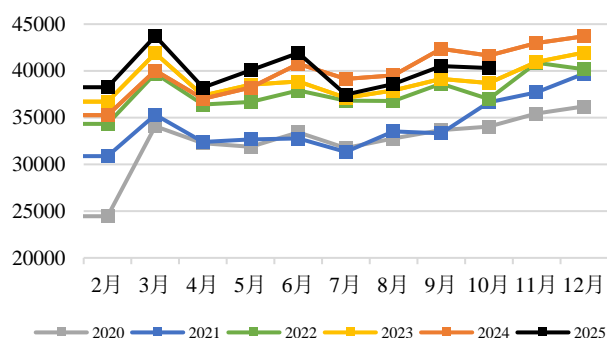
图表：样本矿山原煤周度产量（万吨）



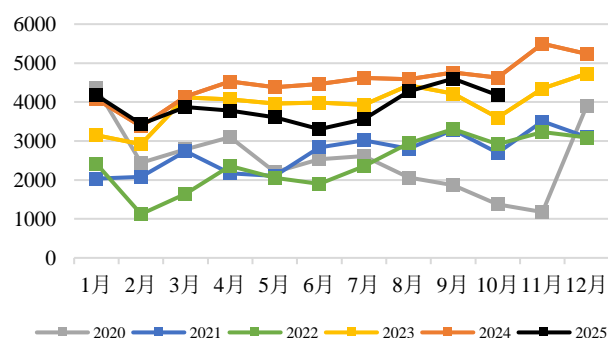
图表：进口蒙煤日均通关数量（万吨）



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）



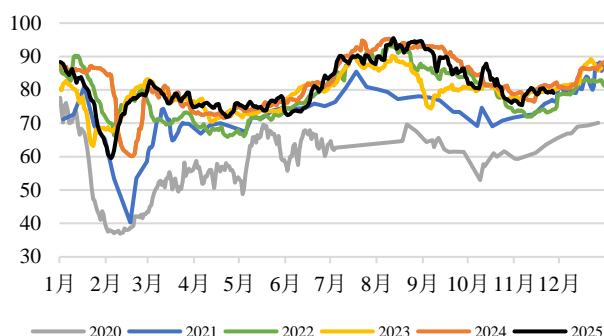
来源：广金期货研究中心，钢联数据

下游钢厂减产导致焦煤、焦炭在冶炼方面需求偏弱，焦炭价格紧跟成本端焦煤价格变动，而焦煤价格仍总体上反映市场对煤炭供需预期，焦煤作为原煤洗选加工的下游产品，由于动力煤期货交易受限而成为煤炭市场投机的平替产品。

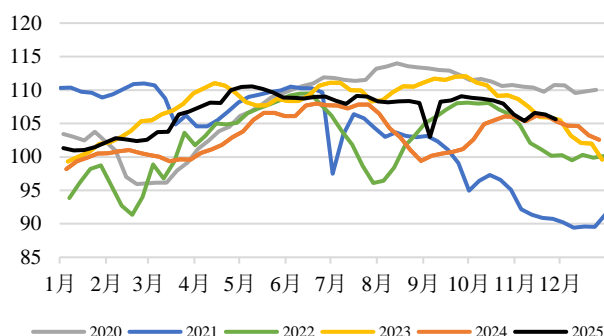
国产方面，样本矿山原煤产量整体保持平稳运行，虽发改委关于供暖季能源保供工作的措辞再次强调“稳定能源生产供应，全力做好高峰期能源保供”，但仍需警惕 12 月政策性限产反复引发供需阶段性错配的风险。进口方面，11 月受国内高价影响整体进口处于高位。

2、火电耗煤淡季，煤炭消费现实及预期偏弱

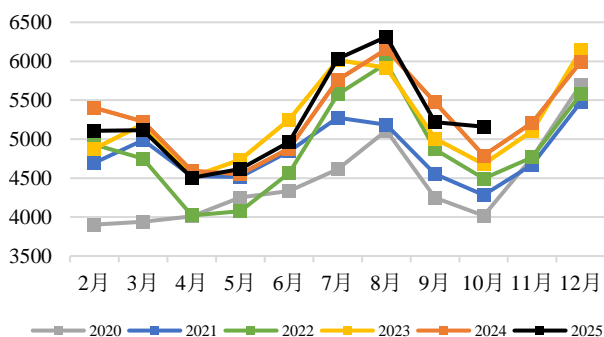
图表：六大发电集团日均耗煤量（万吨）



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）

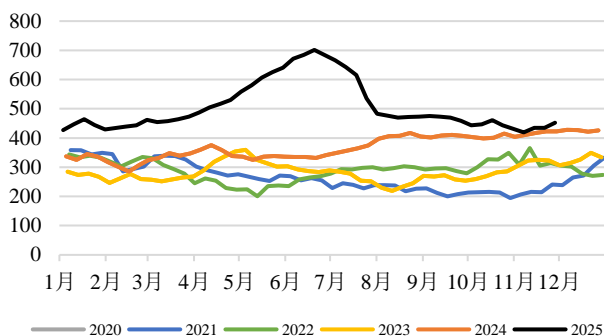


来源：广州金控期货研究中心，钢联数据

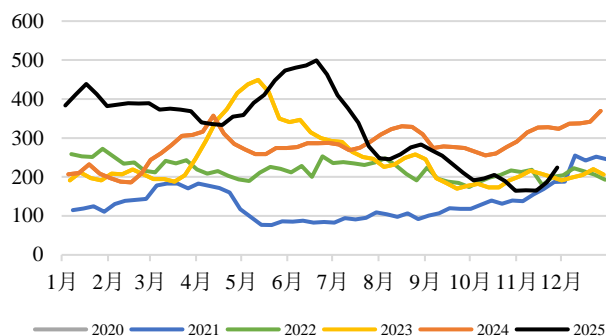
煤炭整体需求已进入淡季。钢厂用量方面（16%需求），国内 247 家样本钢厂对双焦消费短期运行坚挺，但受制于钢厂利润整体走弱，后续增量空间有限，且其并非煤炭需求驱动重点，对原煤消费拉动有限。煤炭主要下游分支电煤方面（60%需求），近期火力发电厂冬储补库节奏有所放缓，后续冬季北方地区取暖需求而增加煤炭消费，但冬季煤炭需求量一般不及夏季水平，且今年北方地区气温较常年偏高，引发需求预期不佳。

3、原煤库存压力较大，预计价格仍然承压

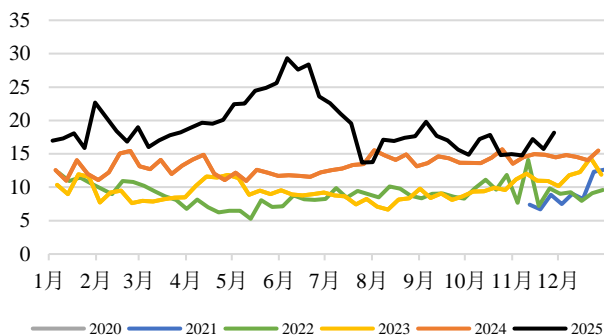
图表：全国样本矿山原煤库存（万吨）



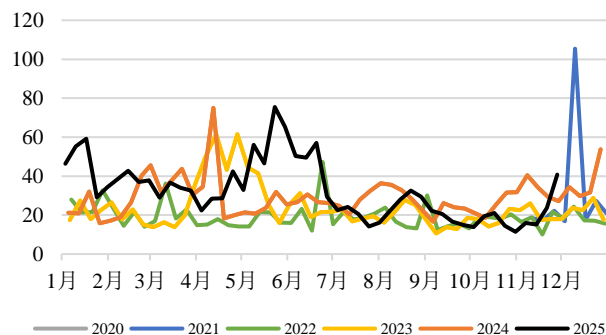
图表：全国样本矿山精煤库存（万吨）



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）



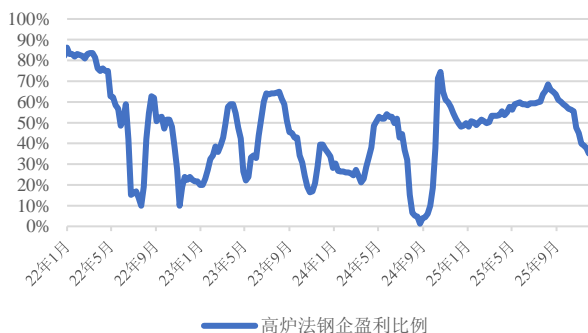
来源：广州金控期货研究中心，钢联数据

从库存数据来看，11 月份原煤库存与库存天数仍然整体处于近 5 年同期最高位，存货周转速度缓慢，库存总量压力较大，对煤炭及下游双焦价格仍有压制，建议策略防守为主。中期关注需求回升及去化幅度，警惕供需错配扰动。

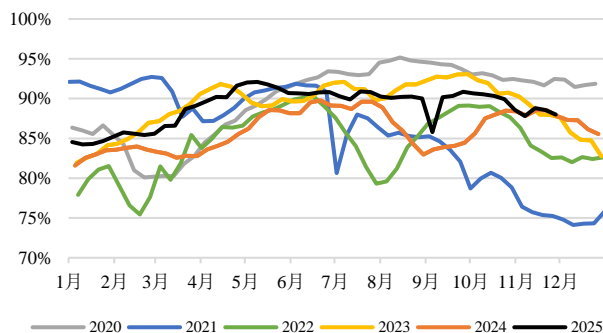
三、钢材：旺季消费失色，库存压力陡增

1、行业利润明显走弱，粗钢产量继续走低

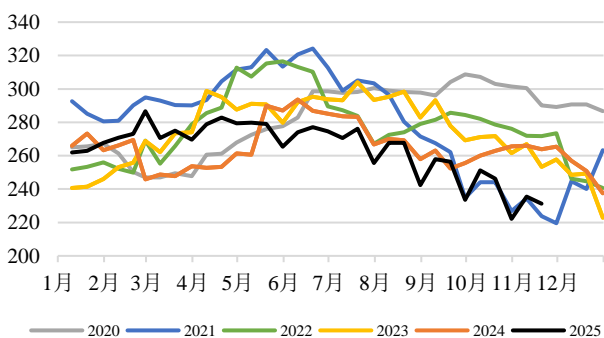
图表：高炉法样本钢厂盈利占比



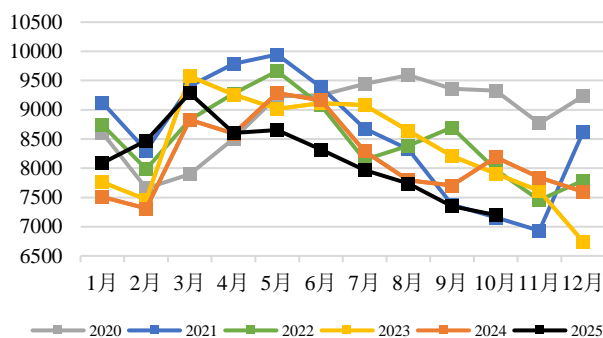
图表：国内样本高炉法钢厂产能利用率



图表：粗钢日均产量（万吨）



图表：粗钢月度产量（万吨，1-9月同比-2.9%）



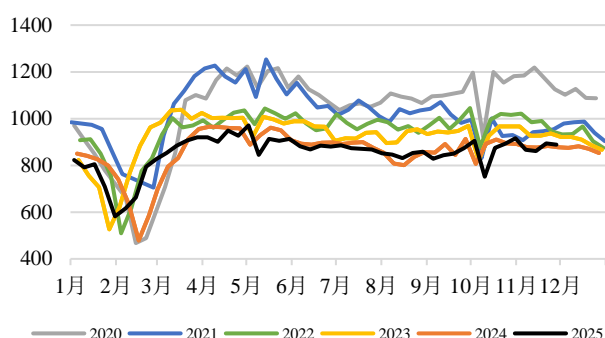
来源：广州金控期货研究中心，钢联数据，中钢协，统计局

钢厂利润低迷，生产积极性受挫。由于原料成本价偏强但钢价运行偏弱，11月份吨钢利润继续承压，高炉法（占钢材供应90%）钢厂盈利占比月底降至35.06%，较前期高位下降了33%，已低于年初水平。从主要品种和工艺来看，高炉螺纹利润为-19元/吨，热卷利润为-45元/吨，电炉螺纹利润（谷电）为43元/吨。

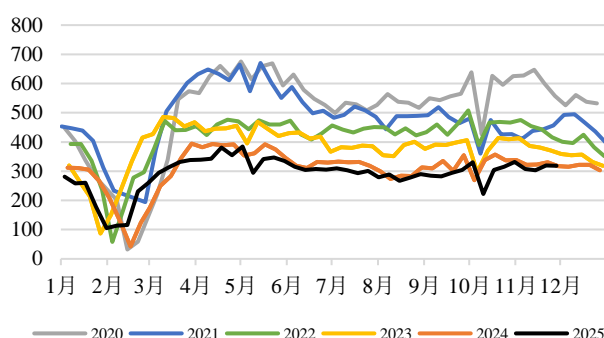
虽然钢铁行业并非本轮“反内卷”去产能重点，但生产亏损迫使部分钢厂采取主动减产措施。根据统计局和中钢协数据，1-9月粗钢产量累计同比降2.9%，10月粗钢产量在9月基础上继续下降。

2、钢材需求偏弱运行，建材减量是主因

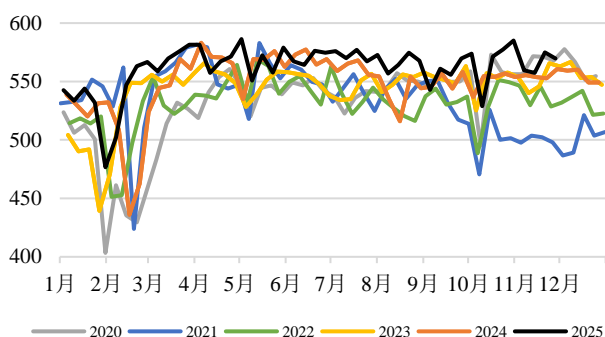
图表：五大成品钢材周度表观消费量（万吨）



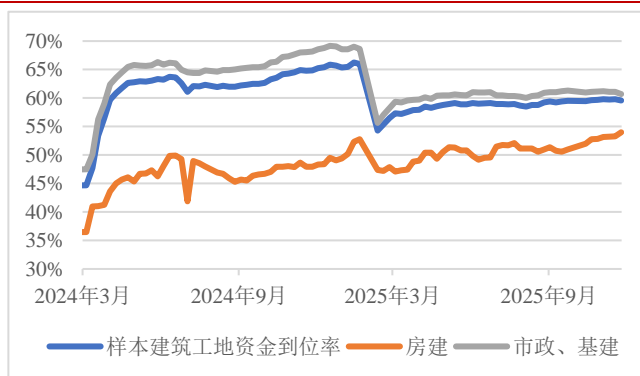
图表：建筑钢材周度表观消费量（万吨）



图表：钢板材周度表观消费量（万吨）



图表：样本建筑项目资金到位率



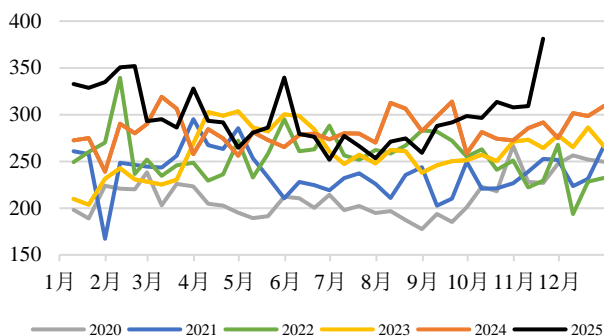
来源：广金期货研究中心，钢联数据，百年建筑

从周度表观消费数据来看，11 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。建材消费方面（螺纹钢、线材），仍有约 4 成项目资金到位不足。在建筑项目资金到位不足拖累下，叠加主要受冬季降温影响，多地施工进度放缓，建筑钢材消费量偏弱。

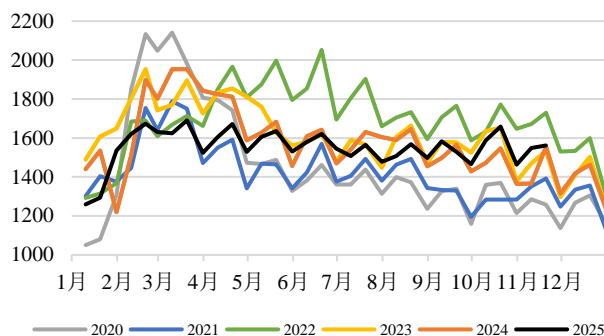
钢板材（热轧卷板、冷轧卷板、中厚板）11 月份整体处于近 5 年同期高位水平运行，表现较好。主要因目前钢铁直接出口仍具有一定优势，国内汽车、造船业订单景气对钢板材制品相关下游消费有一定支撑。但从粗钢产量减少、库存走高，表明钢材总需求下降，可知钢板材需求增量不足以弥补建筑钢材需求减量。

3、显性库存走高，钢材价格承压

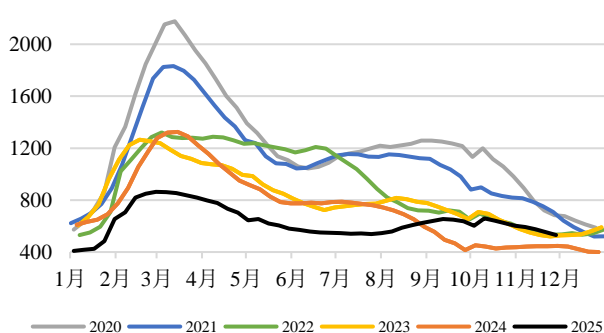
图表：中钢协企业粗钢库存（万吨）



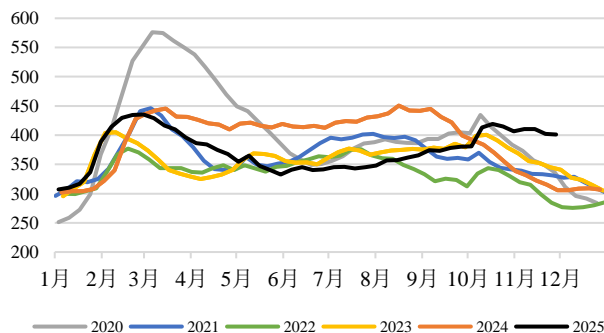
图表：中钢协企业成品钢材库存（万吨）



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，粗钢库存加速升至近5年同期最高，表明目前存货压力仍然较大。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，11月底显性库存同比增3成），库存大幅增加意味着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。

四、后市展望：策略防守为主，关注供给扰动

综合来看，12月炉料供给压力易继续增大，且终端钢材库存压力逐渐显现，建议在未来1个月的整体操作策略上以谨慎观望或者防守为主：

铁矿方面，近期现货标准仓单基差较去年同期高近40元/吨，或因部分持货商挺价惜售，期货“收基差”导致价格表现较坚挺。而随着后续基差逐步收敛，价格或回归供需现实，明年1季度铁矿供应过剩存在较高确定性，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，将导致全球铁矿阶段过剩，加剧矿价压力，建议在基差收敛基本完成前，短期单边持谨慎观望，中期对05合约等远月合约持偏空操作思路。

煤焦方面，供应端，虽然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”，但仍需警惕12月政策性限产反复引发供需阶段性错配的风险。需求端，短期内火电淡季导致煤炭需求偏弱，北方气温较常年偏暖引发需求预期不佳，库存高企且去化缓慢，对煤炭及下游双焦价格仍有压制，建议策略防守为主。中期关注需求回升及去化幅度，警惕供需错配扰动。

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，远月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；煤矿限产力度、矿山库存变化；钢厂减产力度；财政政策发力情况。

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

<p>• 【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</p>	
<p>• 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</p>	<p>• 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</p>
<p>• 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</p>	<p>• 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</p>
<p>• 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</p>	<p>• 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</p>
<p>• 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</p>	<p>• 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</p>
<p>• 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</p>	<p>• 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</p>
<p>• 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</p>	<p>• 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</p>
<p>• 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</p>	<p>• 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</p>
<p>• 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</p>	<p>• 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</p>
<p>• 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：</p>	<p>• 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</p>

