



2025年半年报 | 黑色策略：

反内卷进行时 黑色产业探底回升

2025年7月15日

国联期货研究所

吴剑剑 从业资格证号：F03132084
投资咨询证号：Z0020830

期货交易咨询业务资格：证监许可[2011] 1773号



CONTENTS

目录

01

行情回顾 05

03

产业格局 20

02

宏观与需求 9

04

总结与策略展望



01

行情回顾



涨跌幅回顾

品种	2024年12月31日	2025年6月30日	涨跌幅
螺纹加权指数	3305.42	2995.67	-9.4%
铁矿石加权指数	777.52	708.6	-8.87%
焦炭加权指数	1811.9	1408.48	-22.27%
焦煤加权指数	1159.7	832.97	-28.2%



走势回顾



策略回顾（按加权指数计算，未计算移仓收益）

策略一	买螺纹空玻璃（实际表现：12月底2.488，最低2.31，最高3.054，半年底2.93，涨幅17.7%）
-----	---

策略二	买股指空黑色（实际表现：12月底1.73，最低1.66，最高1.975，涨幅14.2%）
-----	--

策略三	空焦煤（实际表现：12月底1159.7，最高1171.99，最低721.36，半年底832.97，盈利28.2%）
-----	---

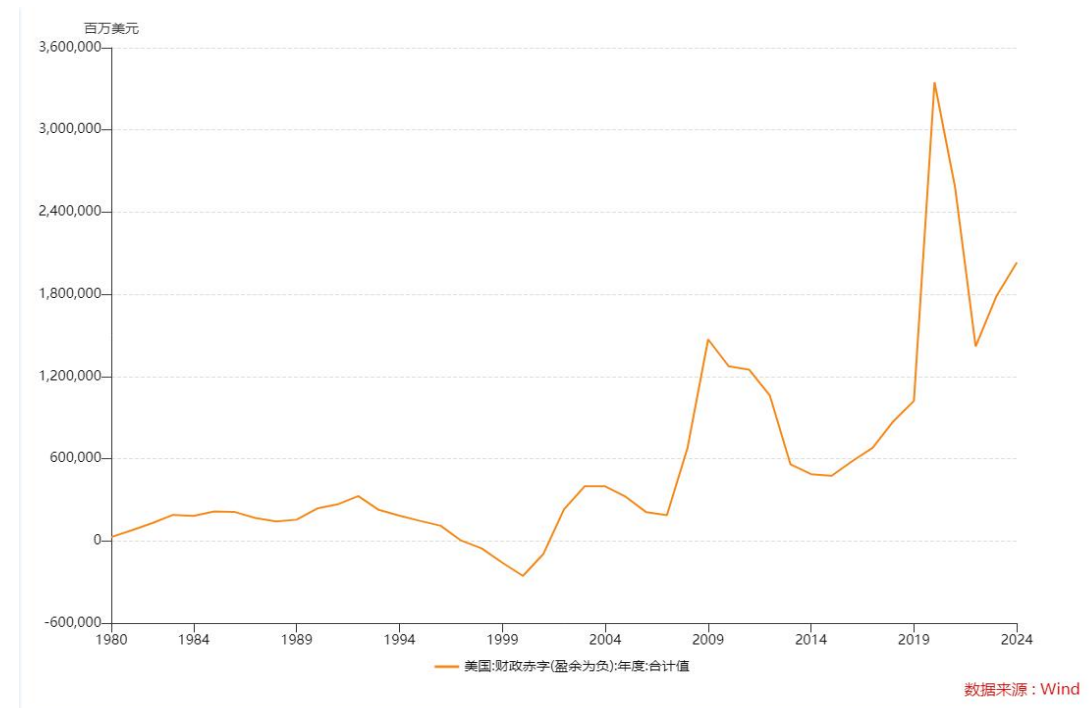
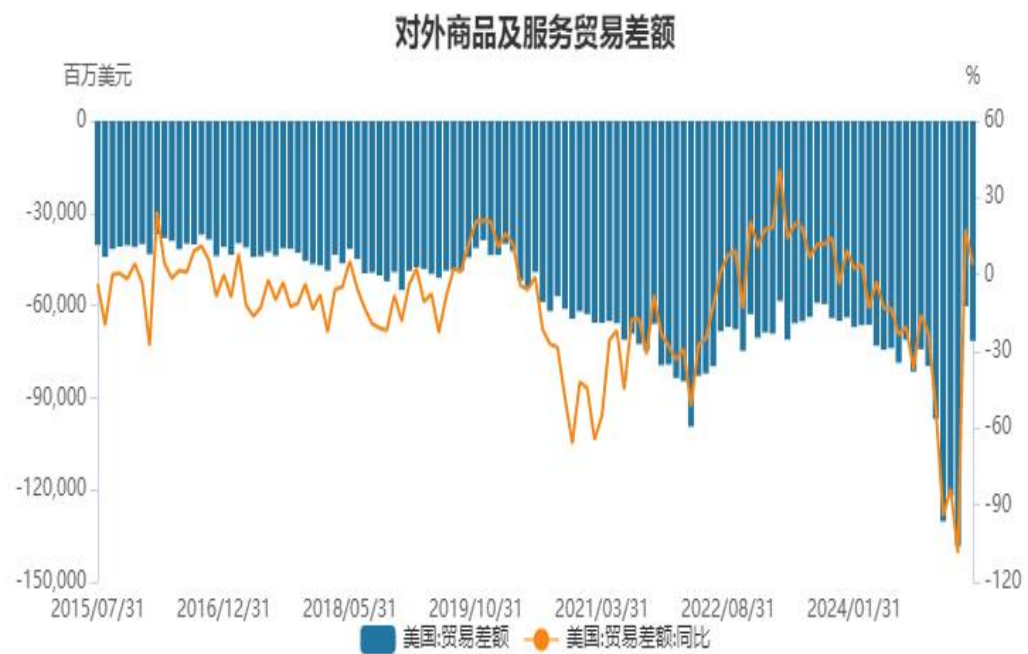


02

宏观经济格局



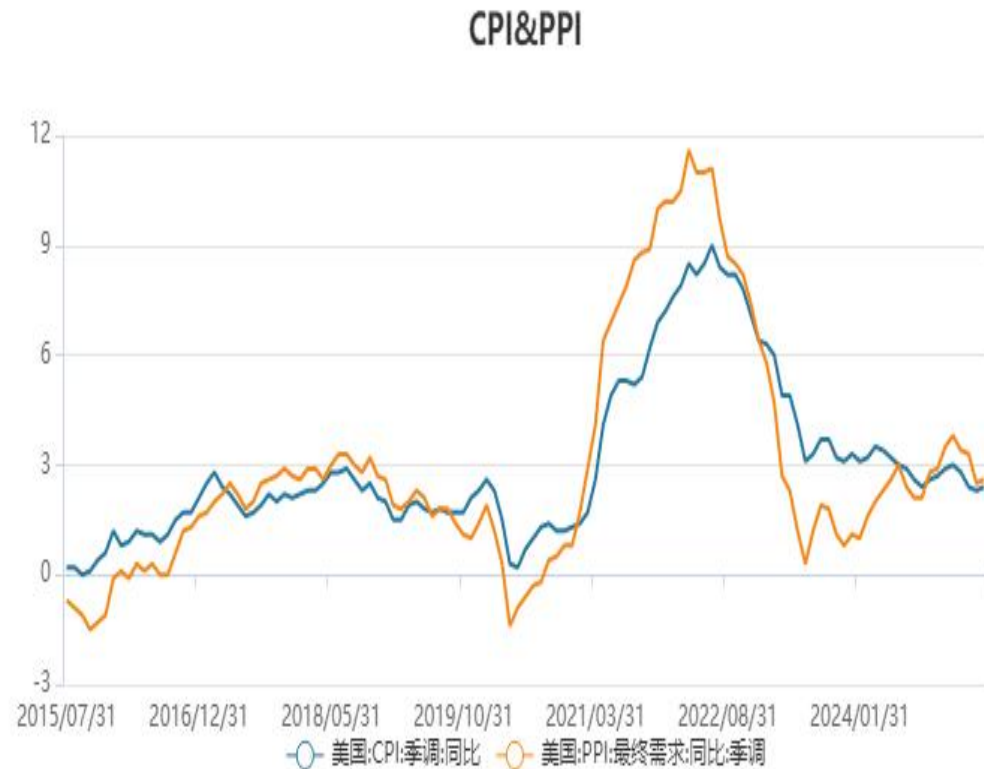
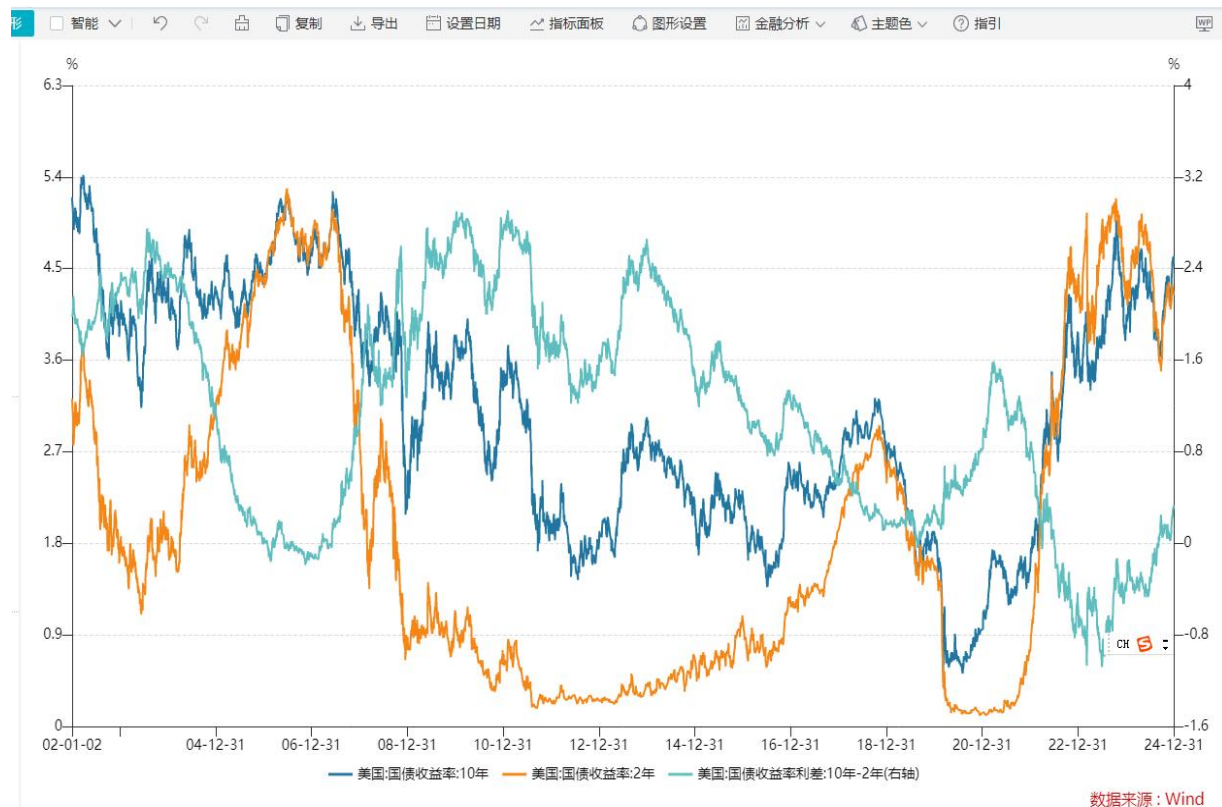
美国双赤字



效率部与大美丽法案

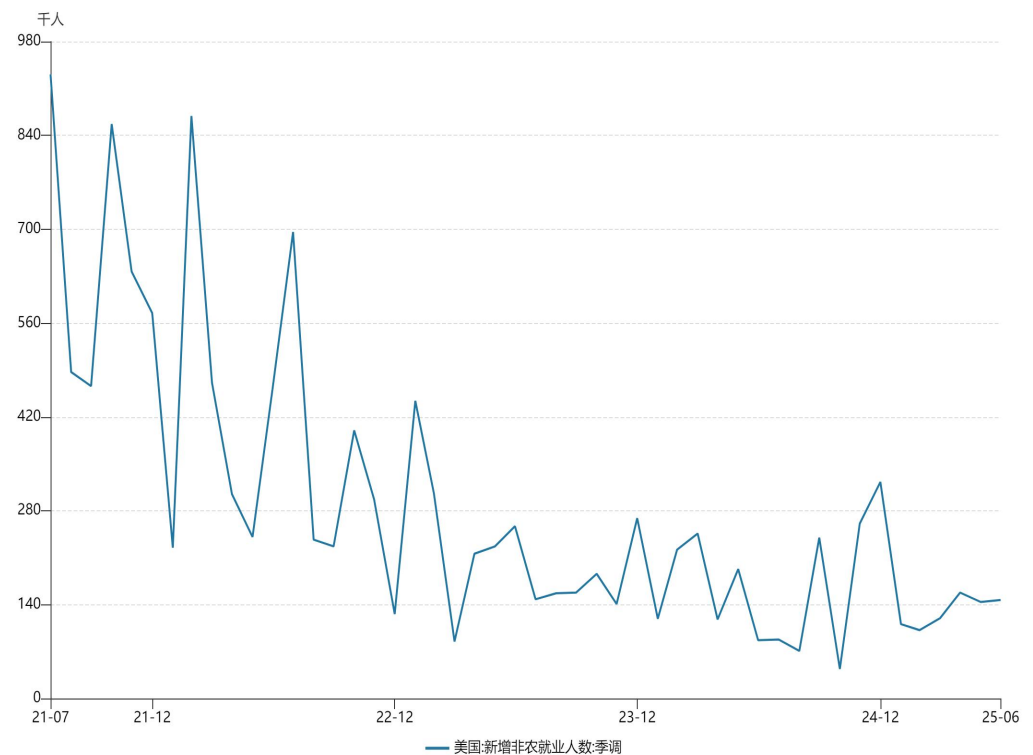


美国国债收益率与通胀



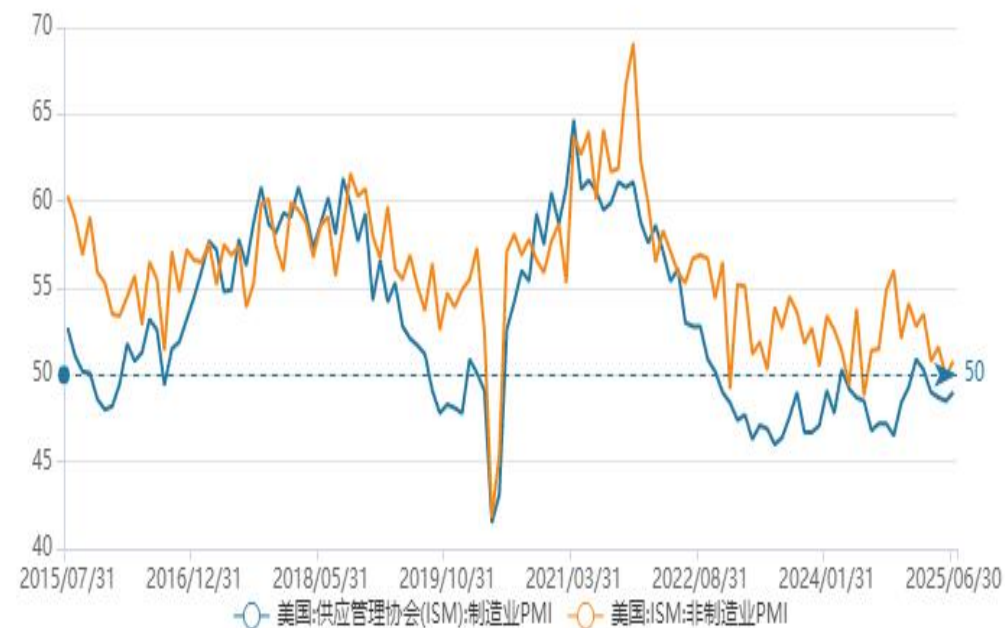


美国非农就业和PMI



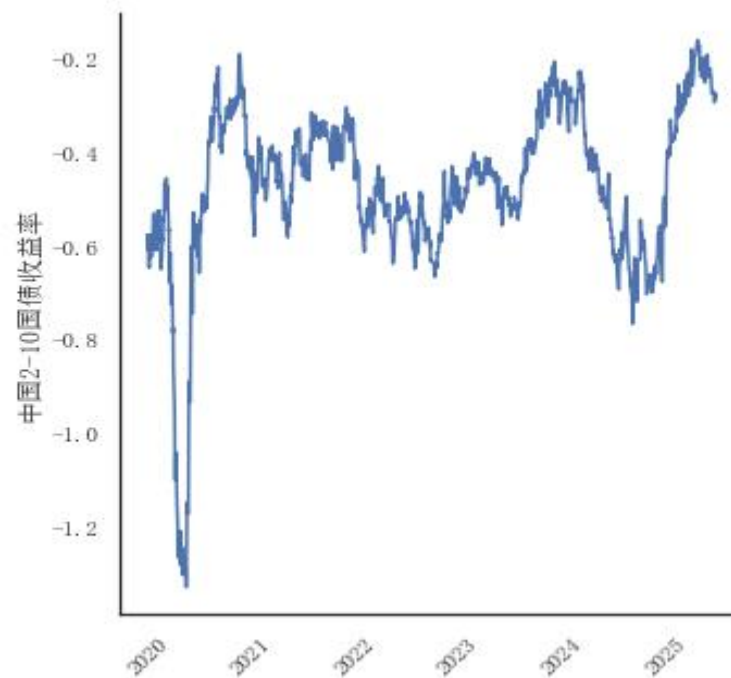
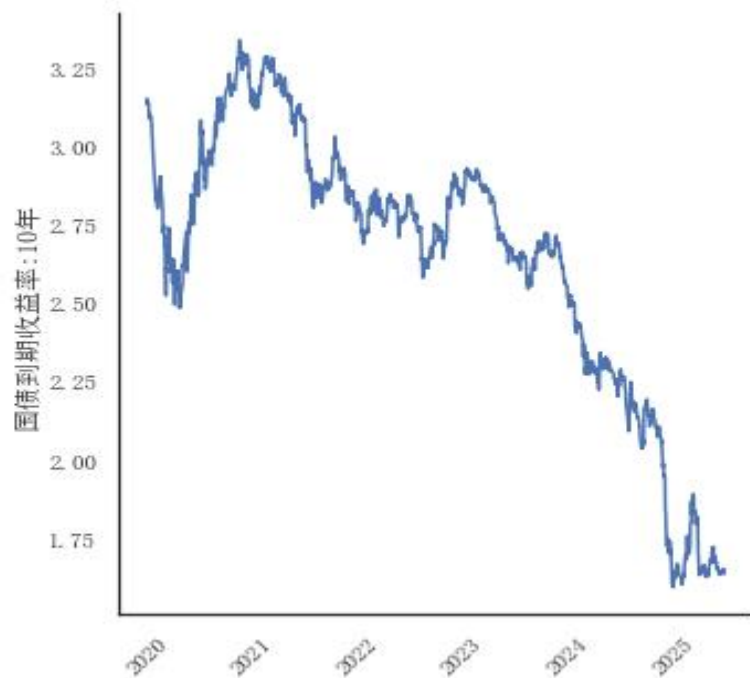
数据来源: Wind

美国ISM制造业和非制造业PMI





中国国债收益率





中国宽松的货币政策



数据来源：Wind

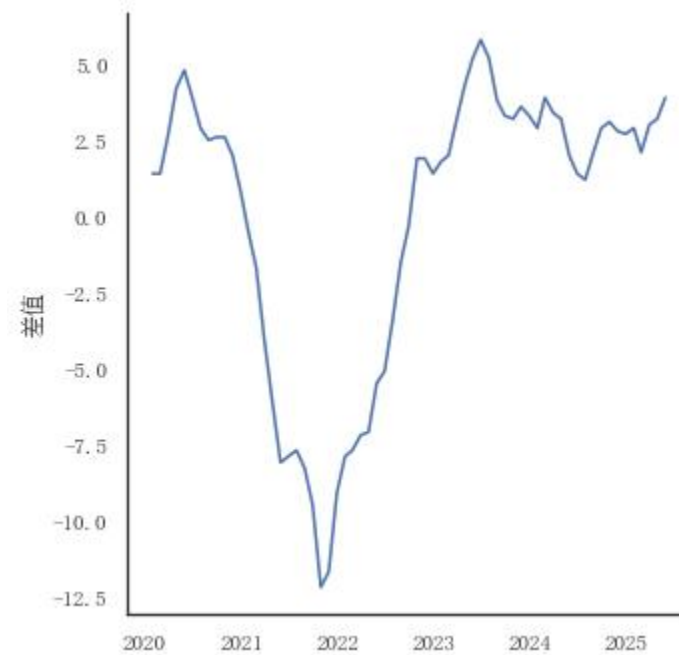
2025年上半年社会融资规模增量累计为**22.83**万亿元，比上年同期多**4.74**万亿元。结合前值计算可得，6月社融规模增量为**4.2**万亿元。

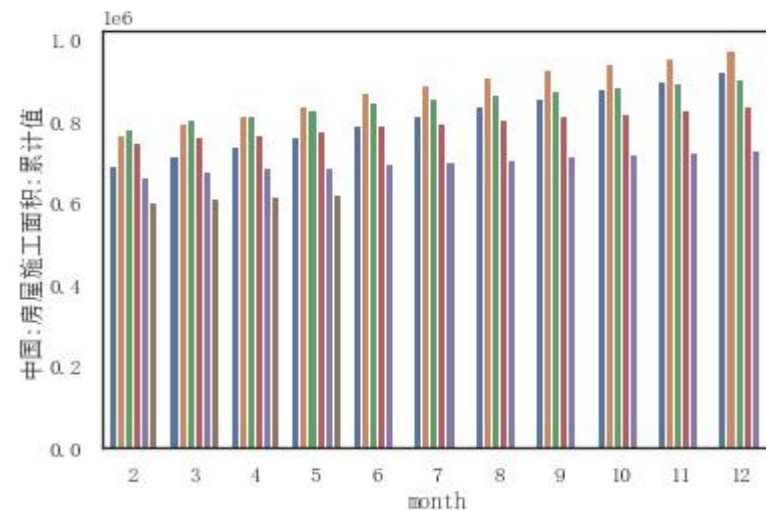
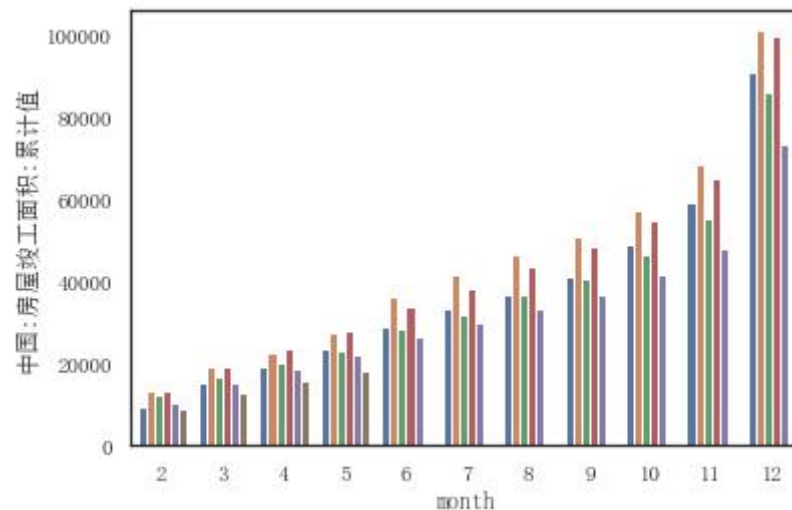
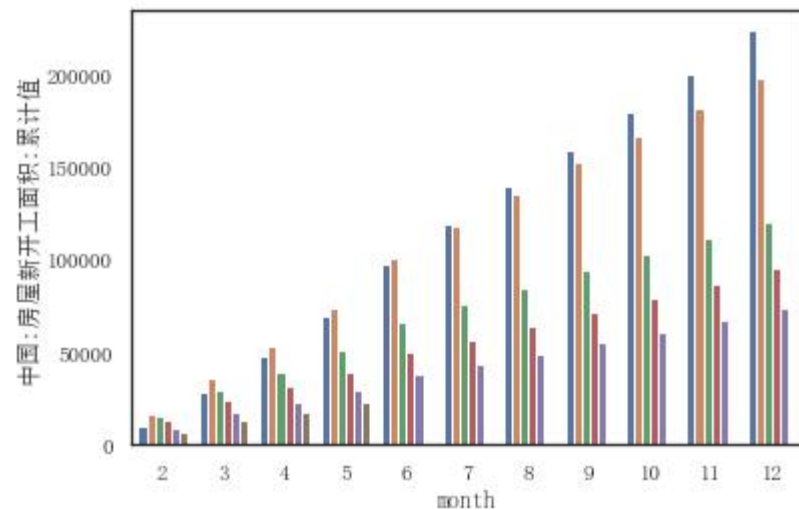
上半年人民币贷款增加**12.92**万亿元。人民币存款增加**17.94**万亿元。

6月末，广义货币(M2)余额**330.29**万亿元，同比增长**8.3%**。狭义货币(M1)余额**113.95**万亿元，同比增长**4.6%**。M2-M1剪刀差为**3.7**个百分点，较5月的**5.6**个百分点缩小**1.9**个百分点。



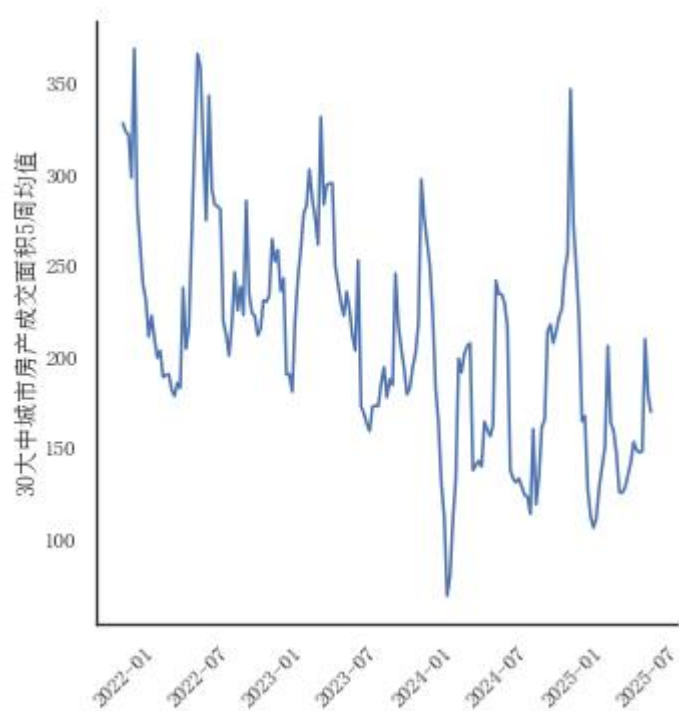
中国CPI





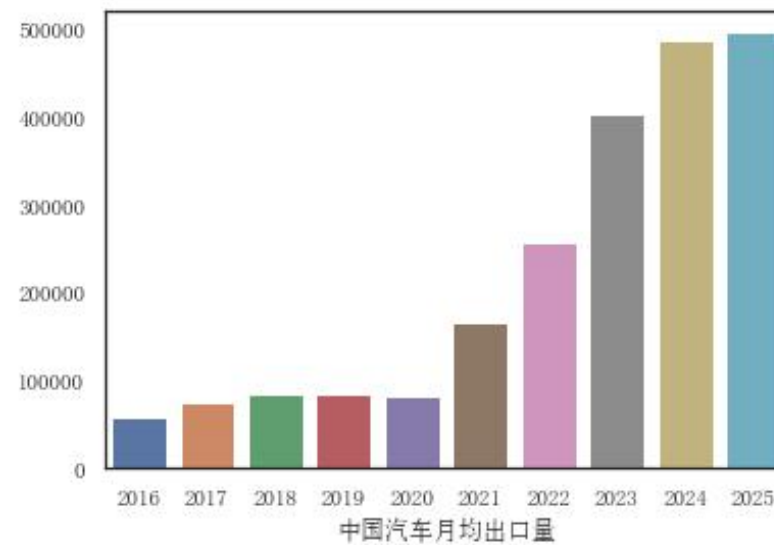
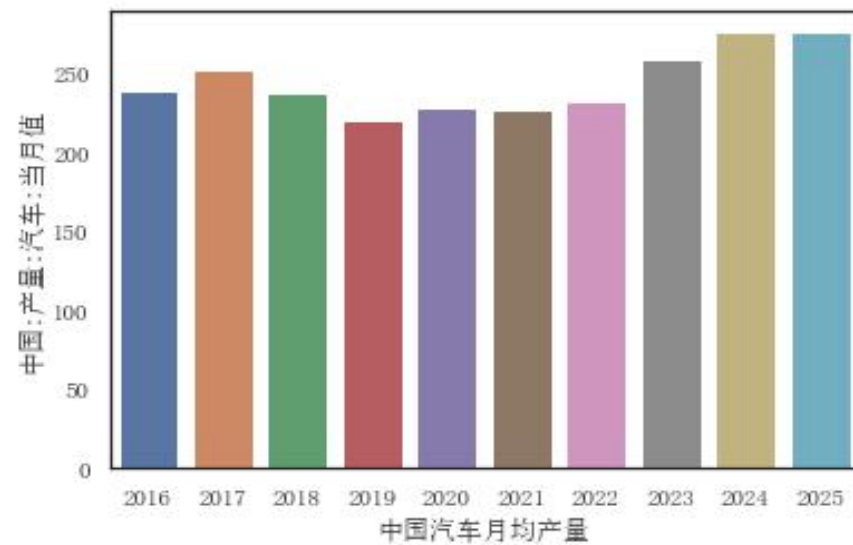


中国房地产与水泥价格





中国汽车



美国	关税、降息、美元、社会撕裂
----	---------------

中国	总需求不足、反内卷（水泥、光伏、新能源汽车、黑色？）
----	----------------------------

小结	全球格局不确定性增加，但对商品、包括黑色的影响已充分消化
----	------------------------------

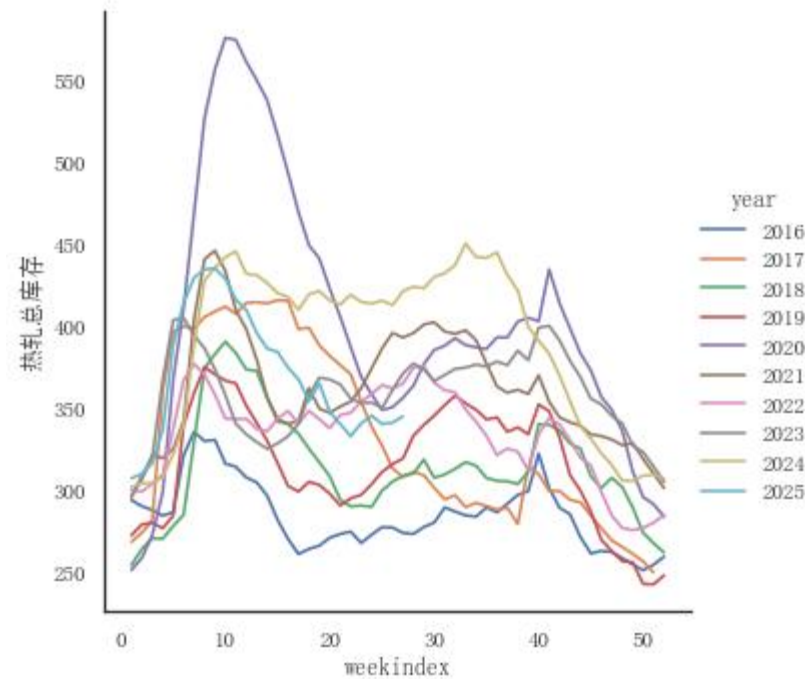
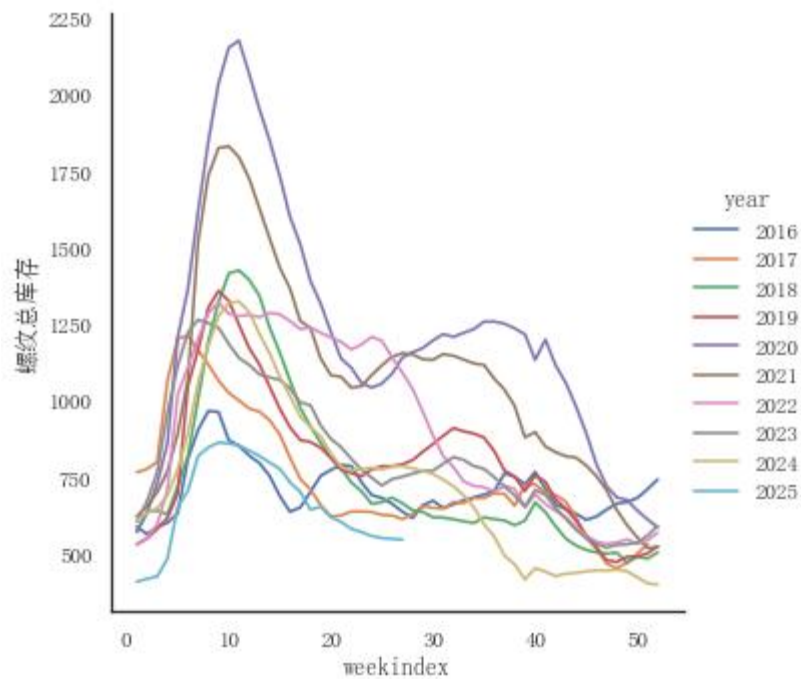


03

产业格局



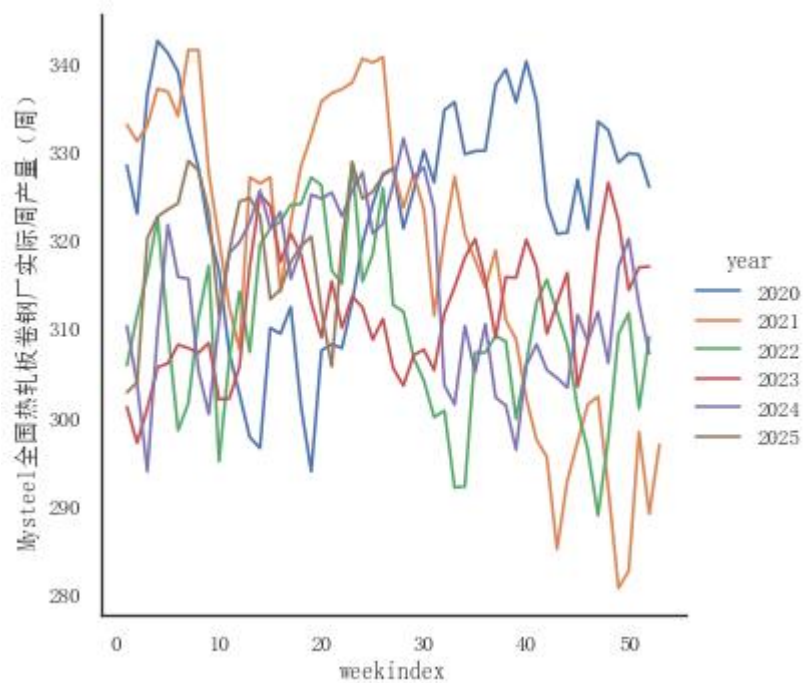
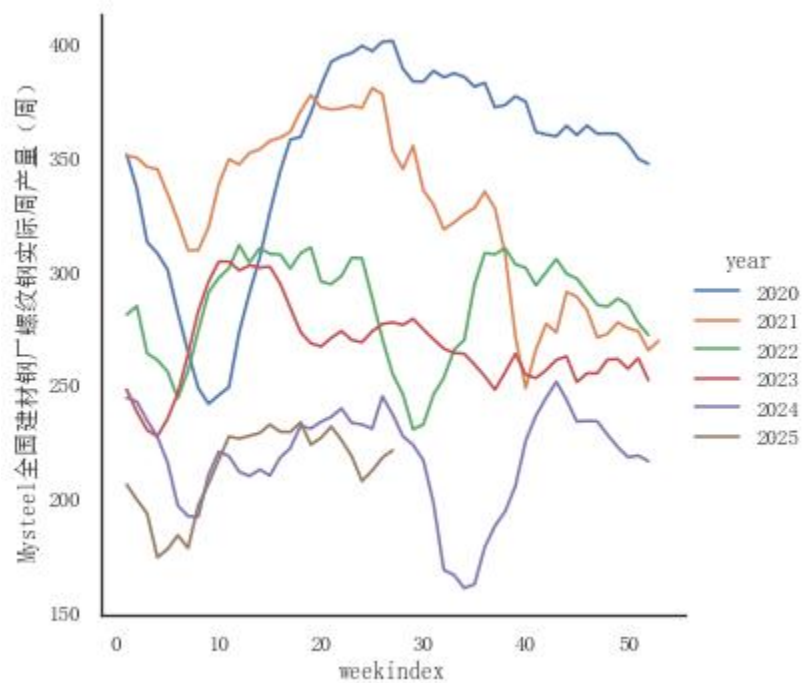
热卷螺纹库存



螺纹低库存是一个重要主题。

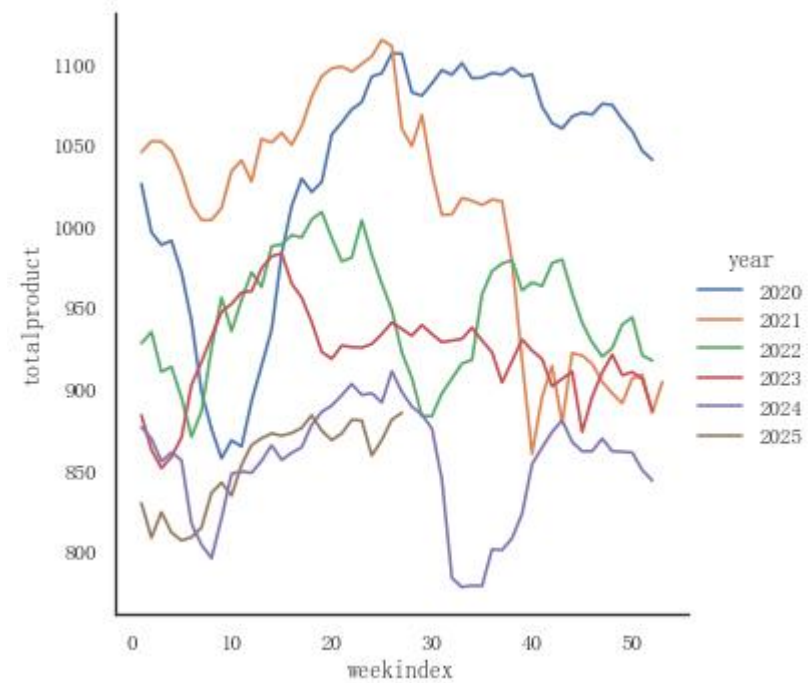
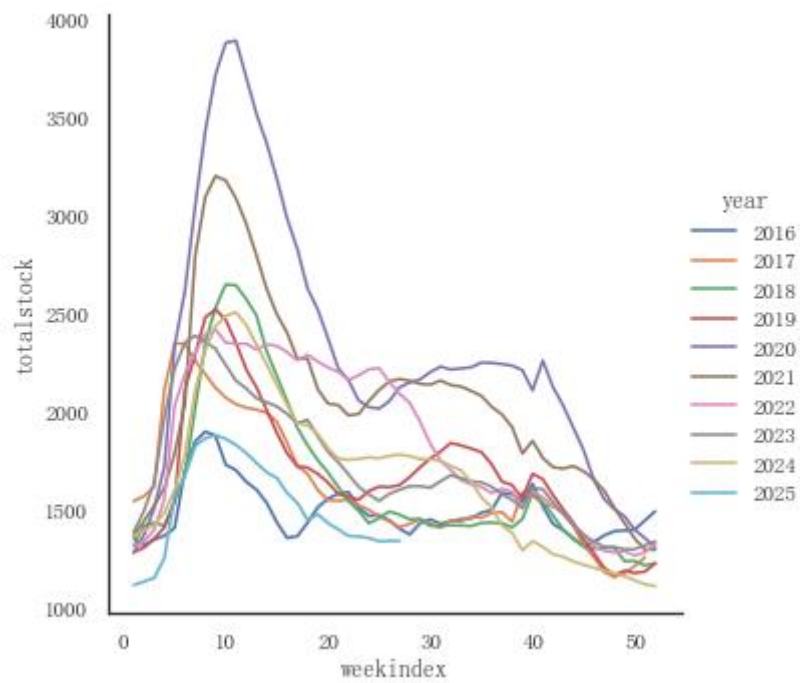


热卷螺纹产量





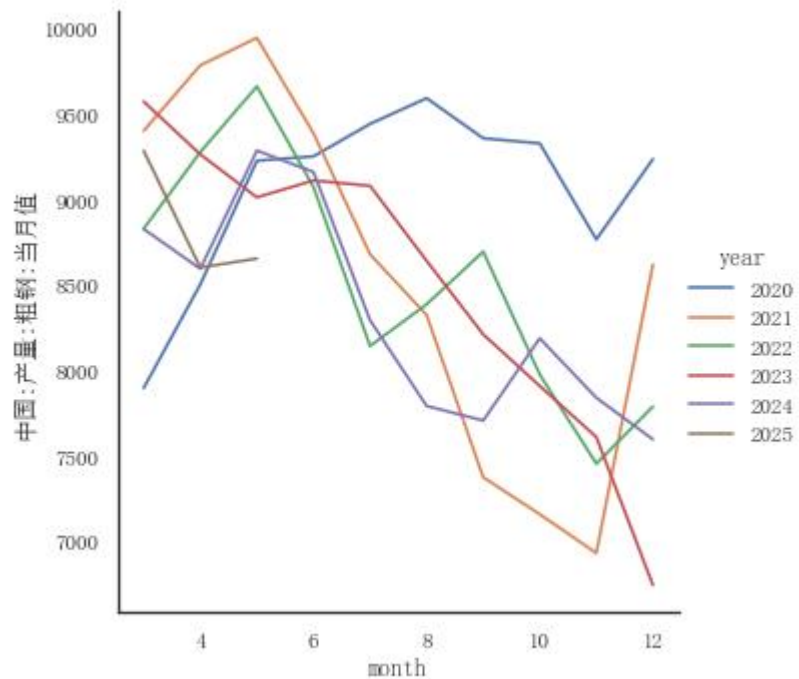
五大材库存和五大材产量



五大材库存低，产量也不高。



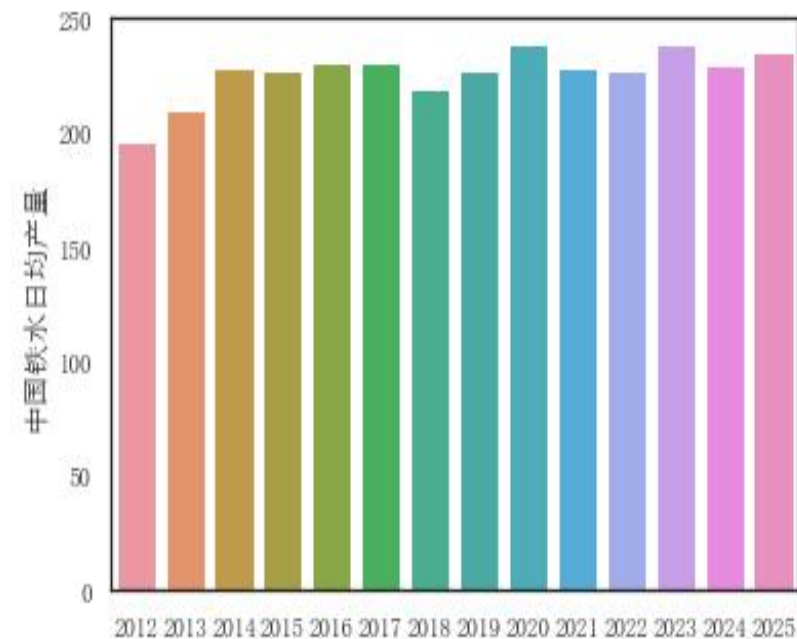
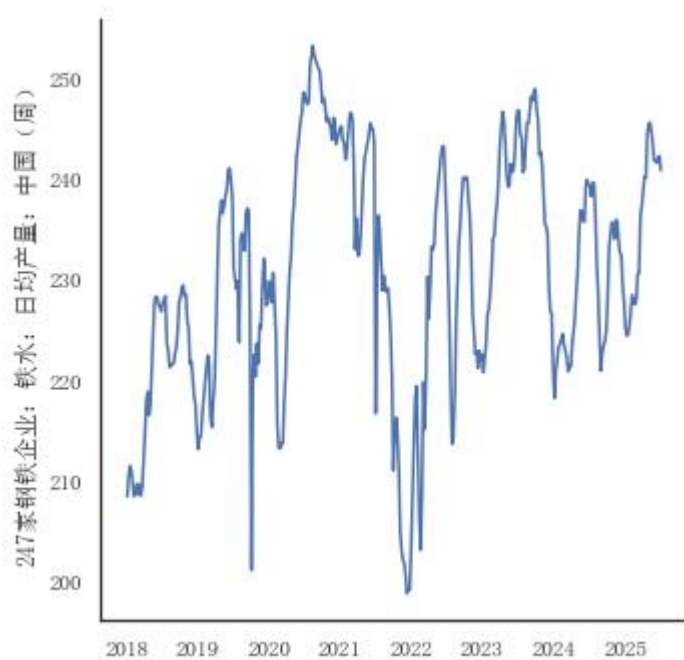
粗钢产量



粗钢产量并不低。



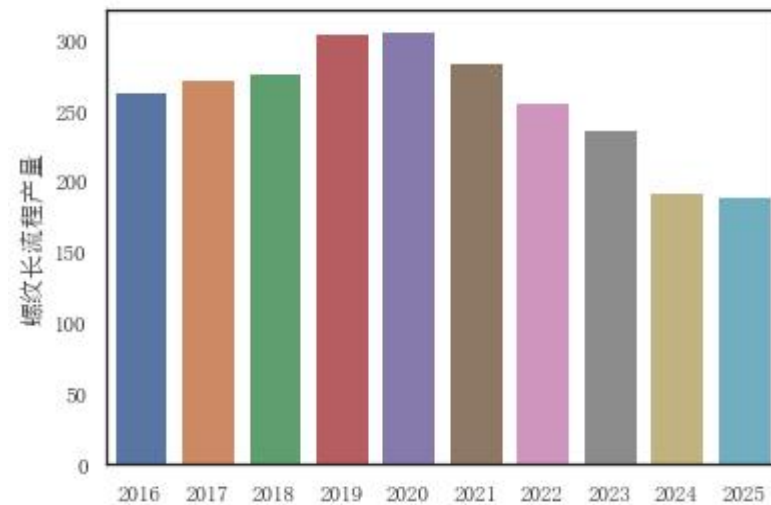
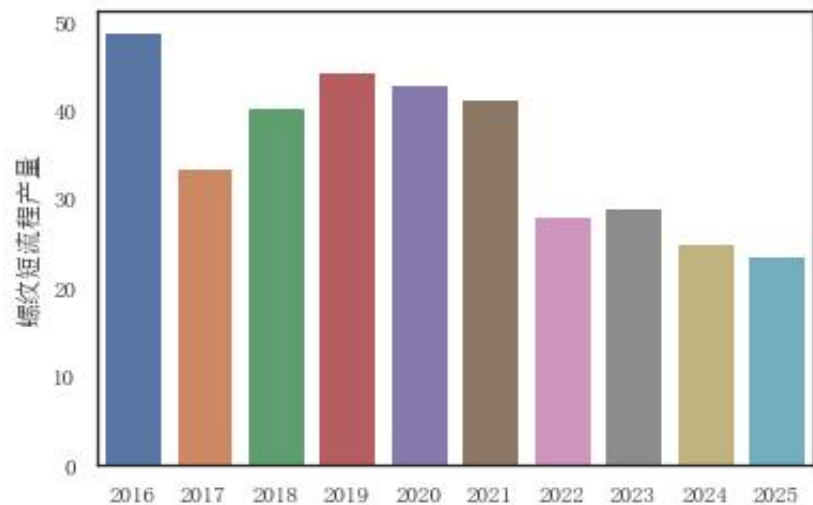
中国铁水产量



铁水产量不低。

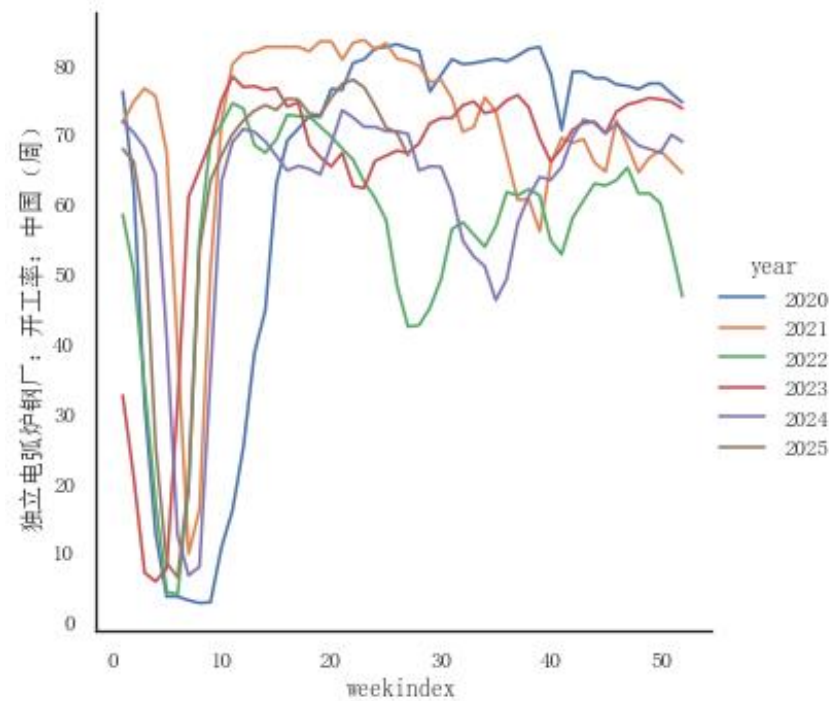
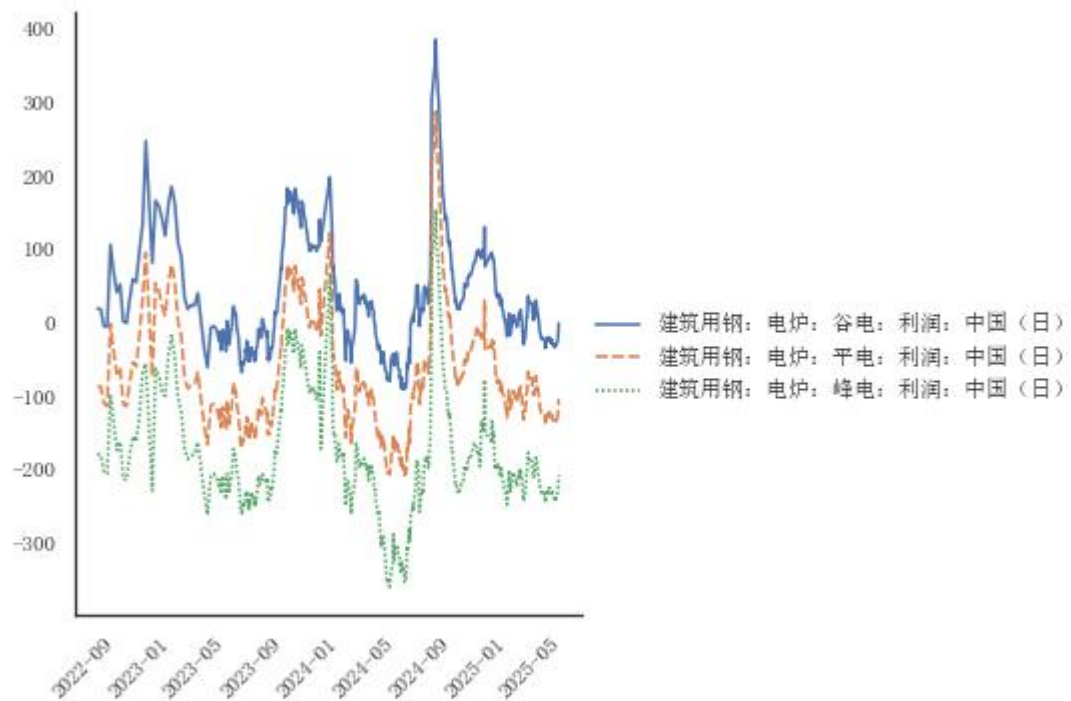


长流程利润及产量





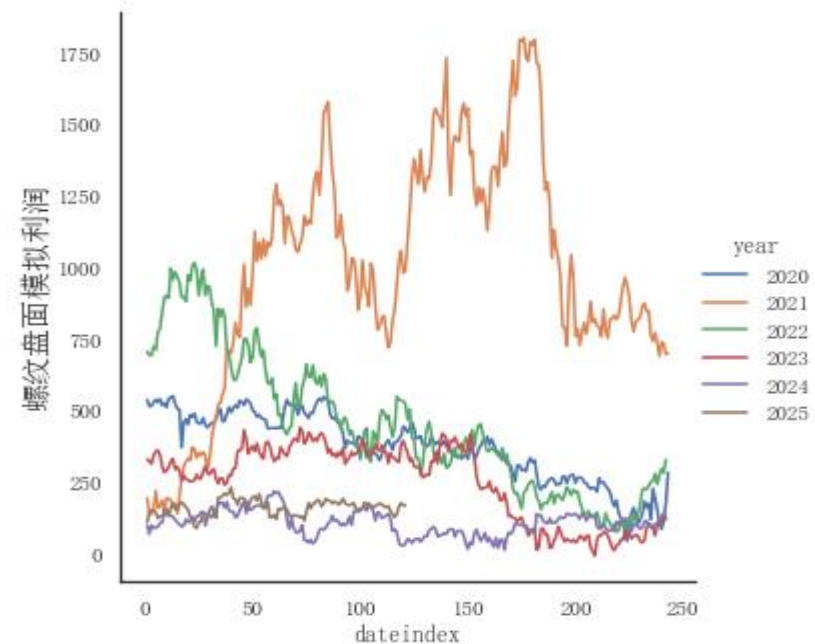
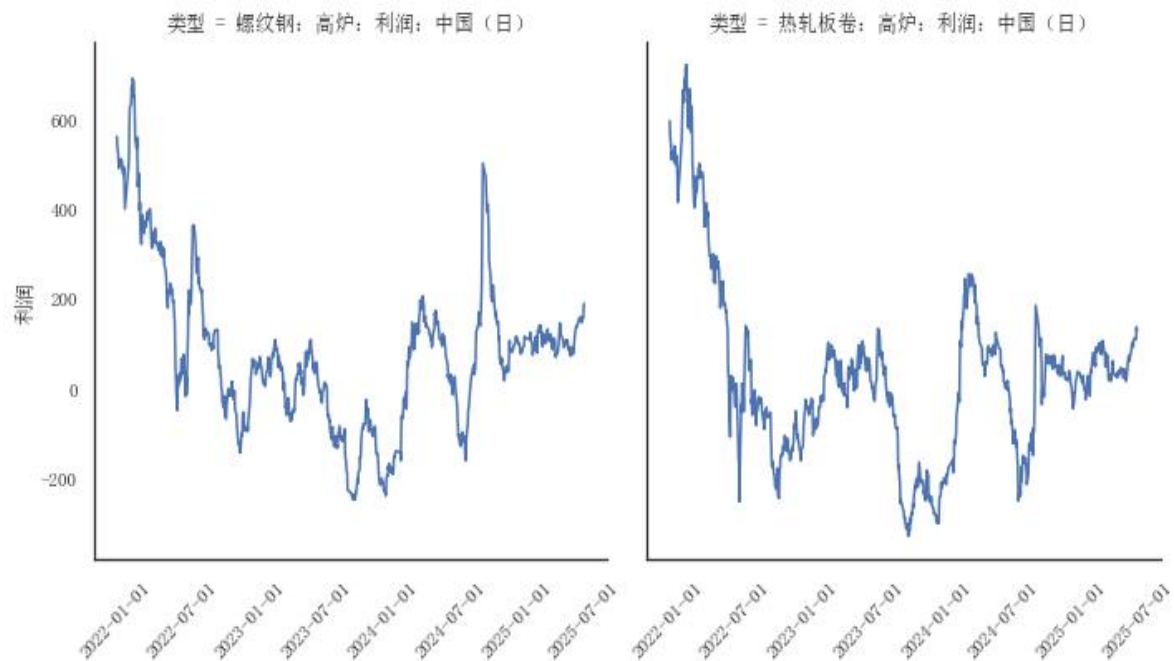
短流程利润及产量



电炉产量略低于23年。

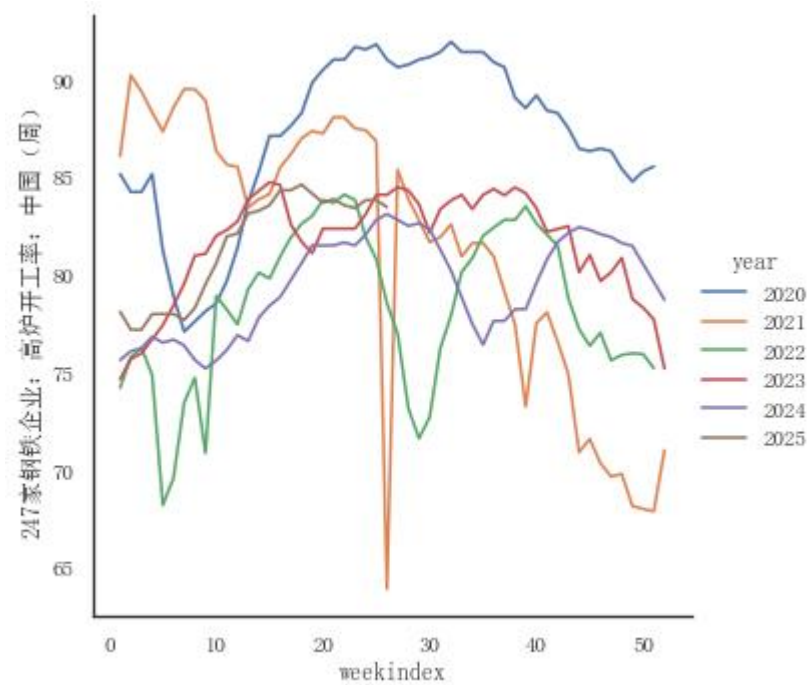
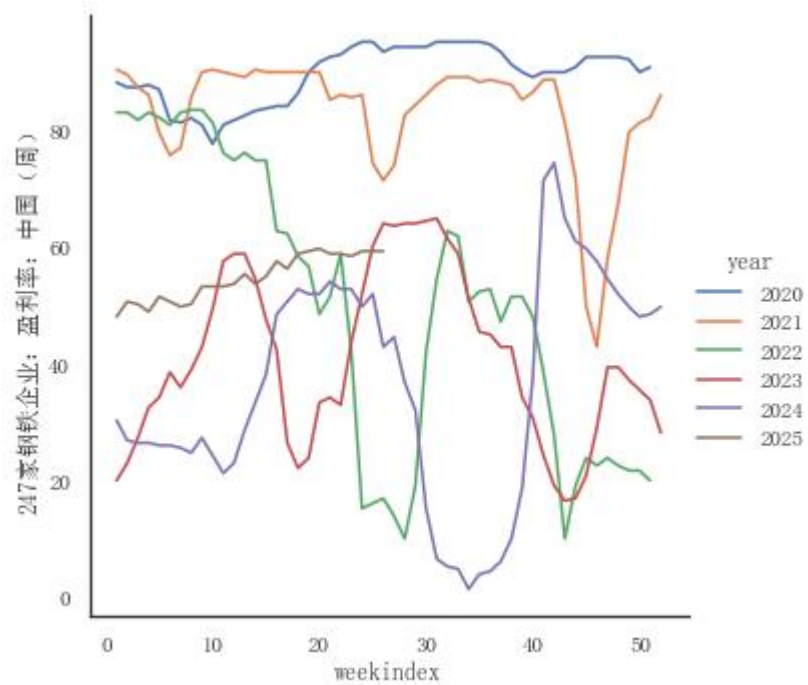


钢材生产利润

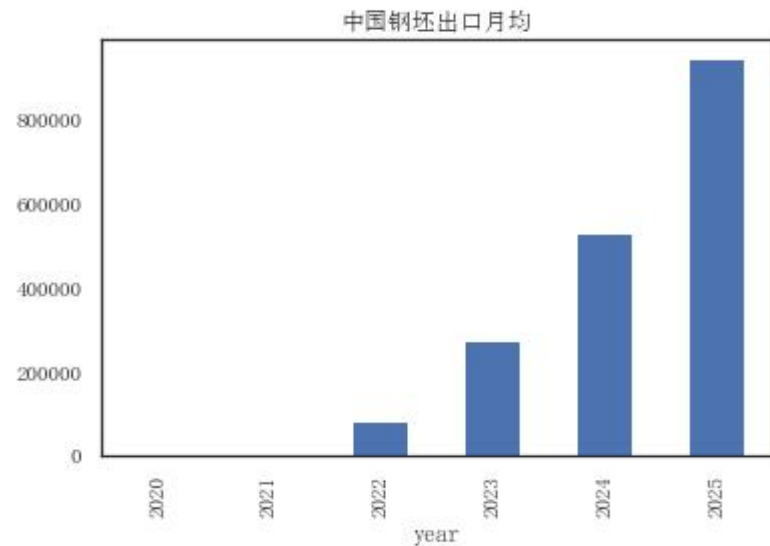
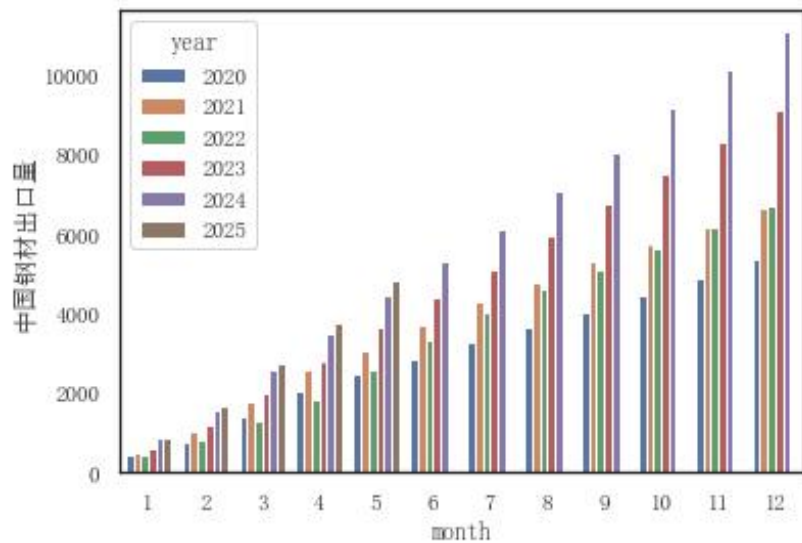




钢材开工率与盈利率



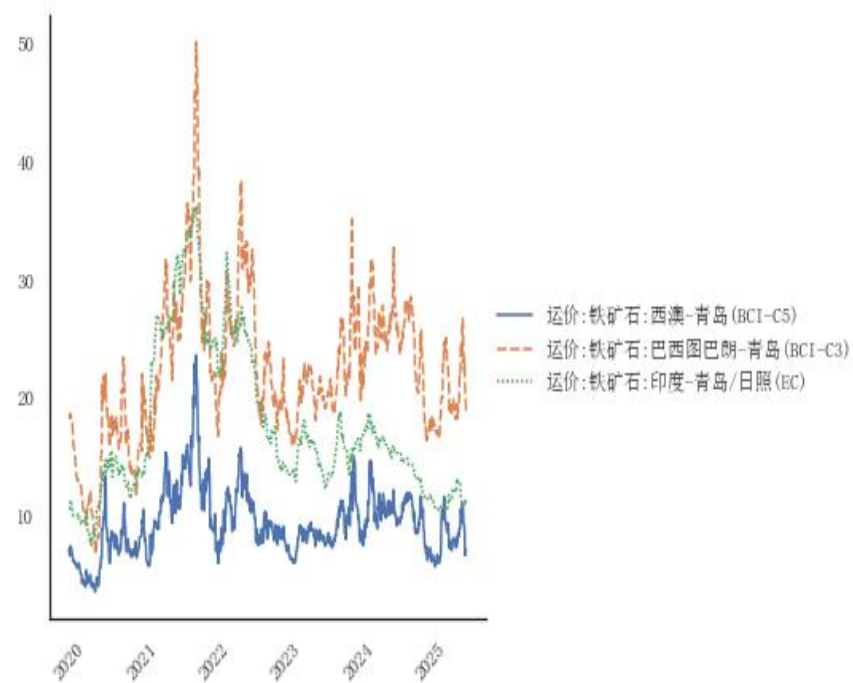
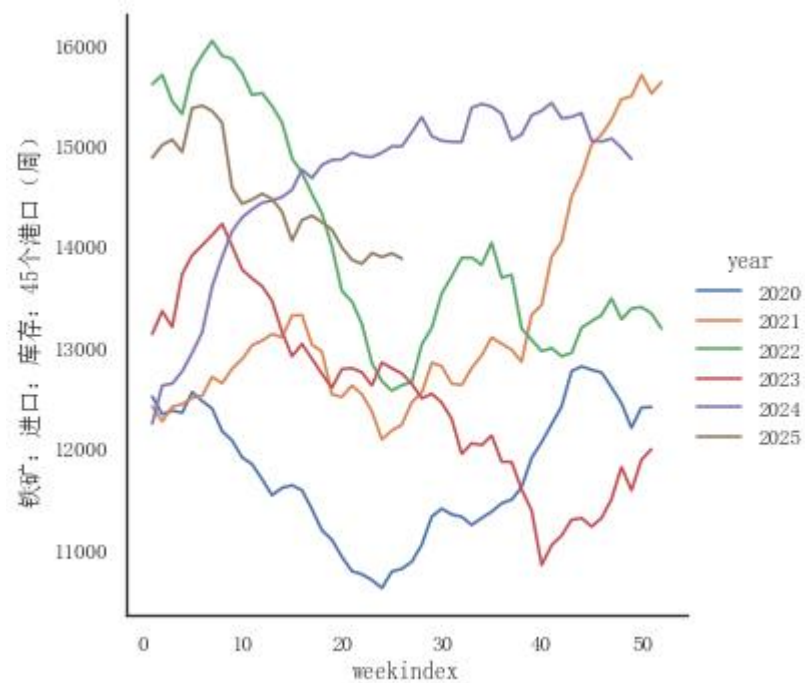
中国钢材出口量 钢坯出口



钢材出口，特别是钢坯出口体现了韧性。

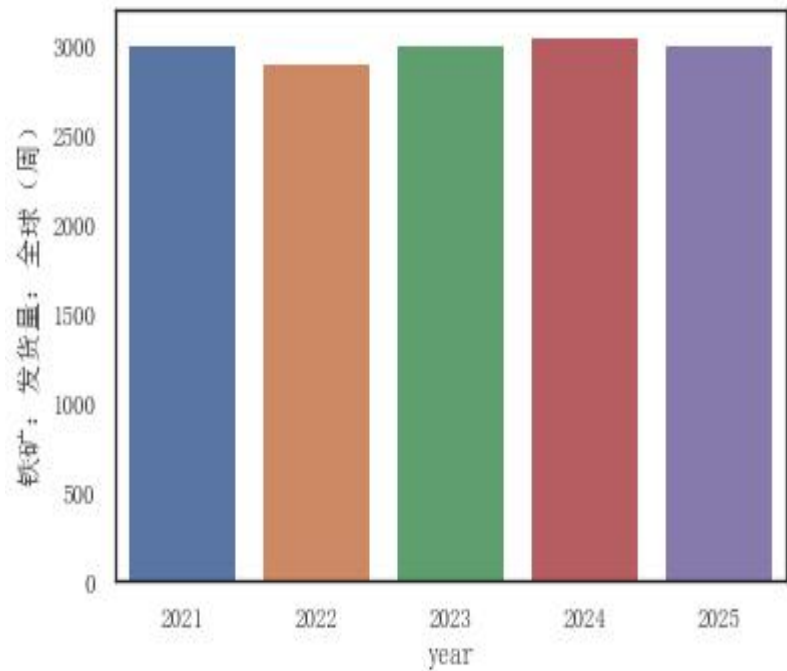
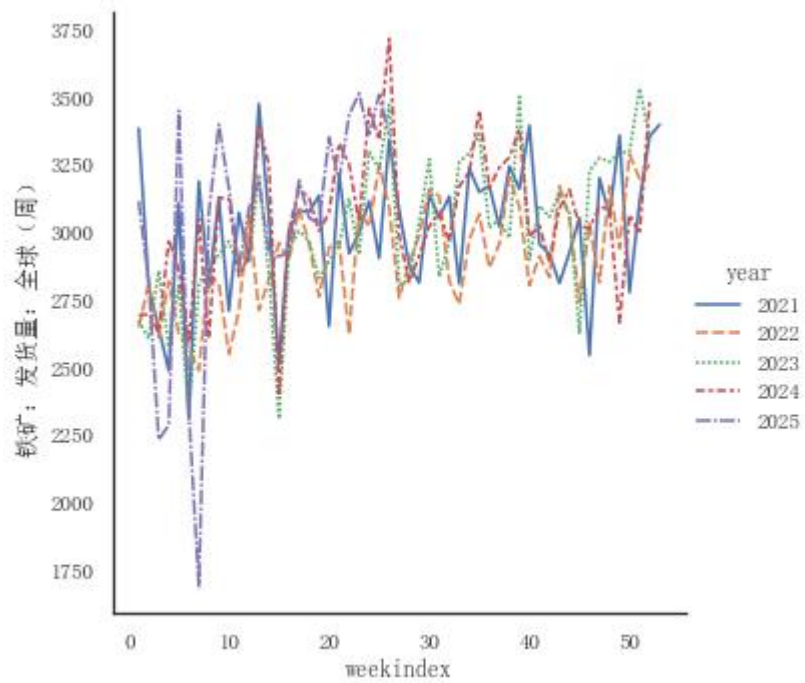


铁矿石库存与运费





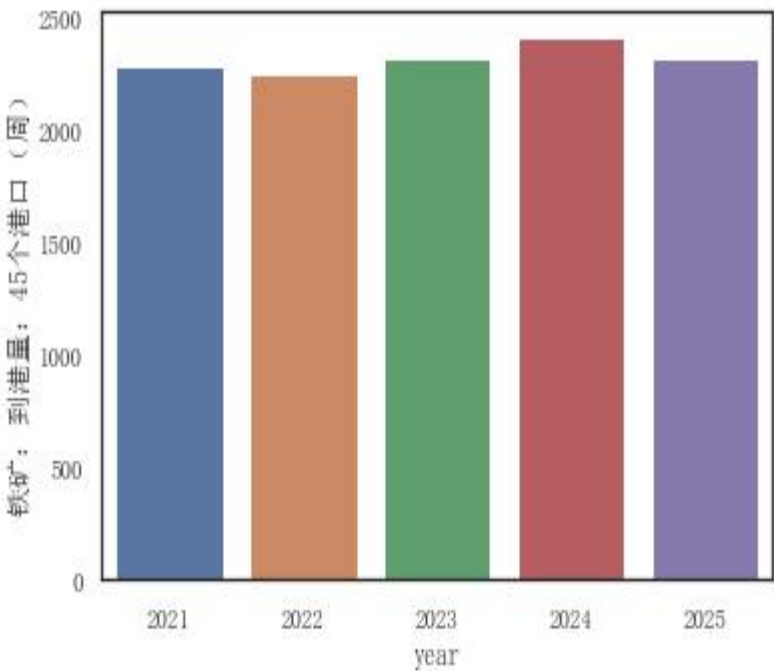
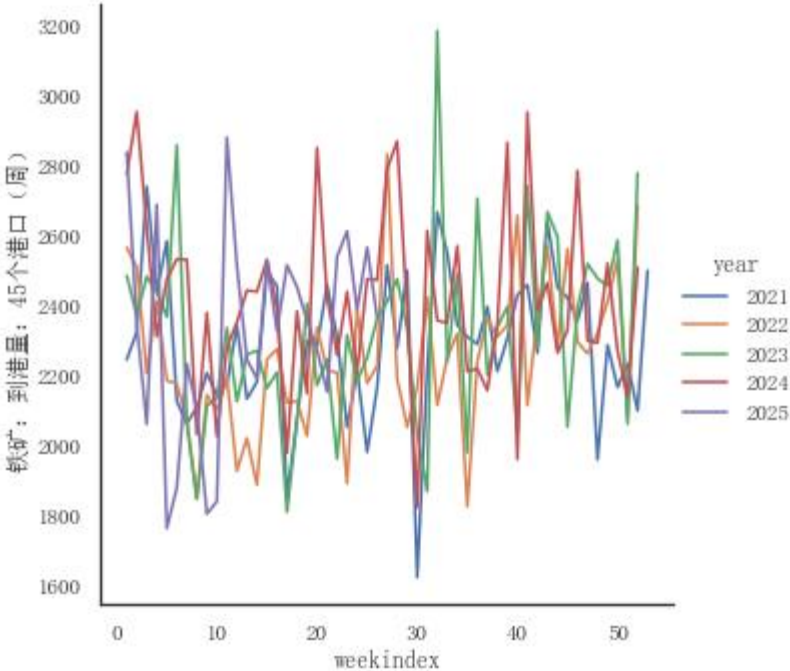
铁矿石发运



铁矿：发货量：全球（周）	
year	
2021	3011.543396
2022	2911.888462
2023	3006.540385
2024	3052.782692
2025	3014.880769



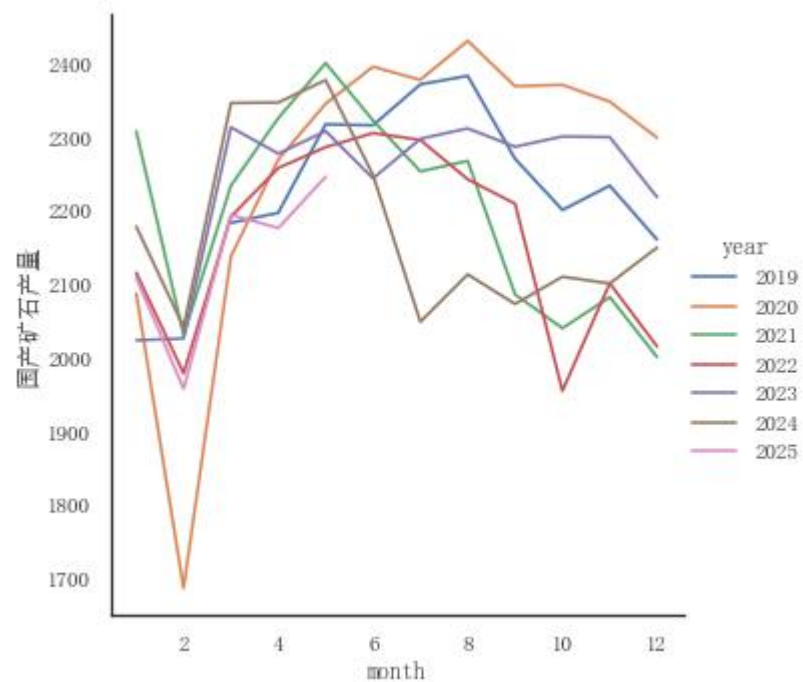
铁矿石到港量



铁矿：到港量：45个港口（周）	
year	
2021	2288.279245
2022	2249.088462
2023	2317.148077
2024	2409.869231
2025	2323.196154



矿石的产能扩张



国内矿石产能稳定，原预计**25年**产能的增加**6000-9000万吨**，从目前的主流观点看，**25年**产能增加低于预期，或**4000-5000万吨**。



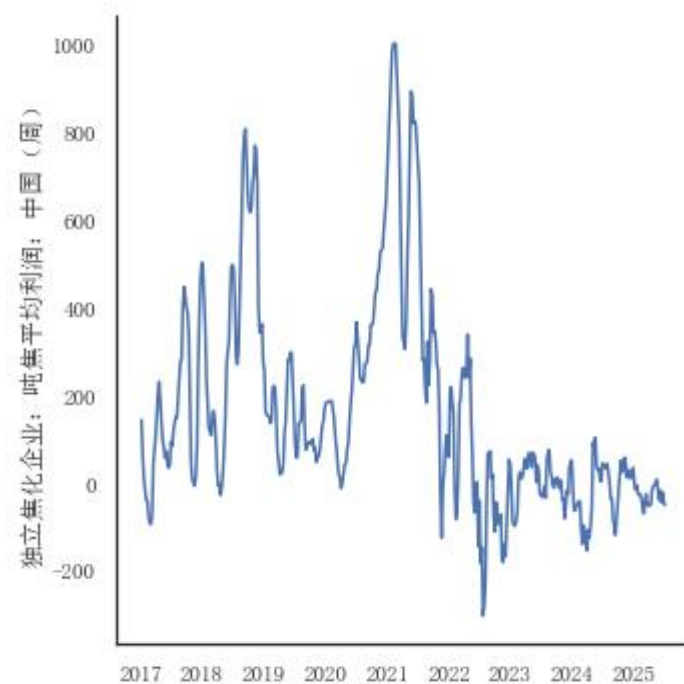
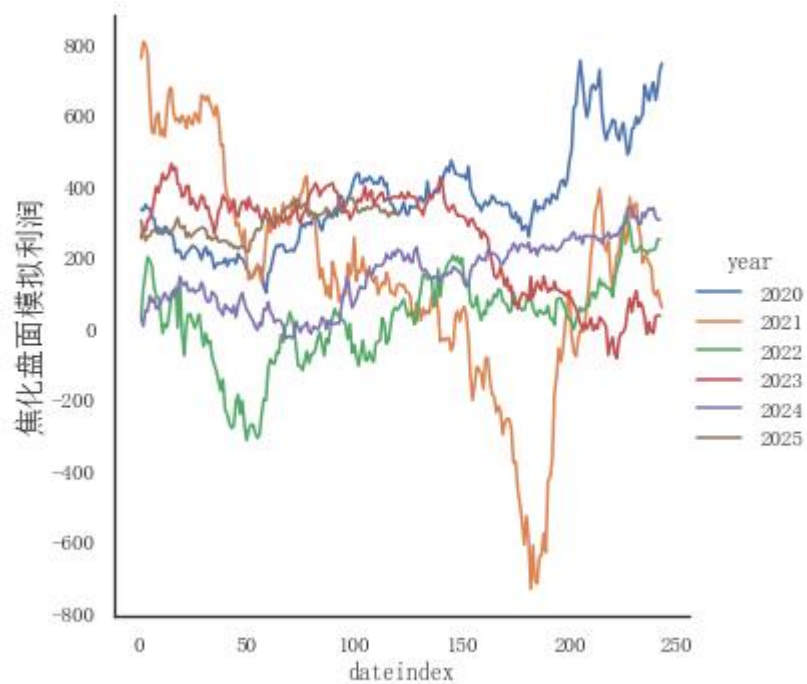
西芒杜项目



- 前后二十年
- 预计年底前有产出
- 产能1.2亿吨



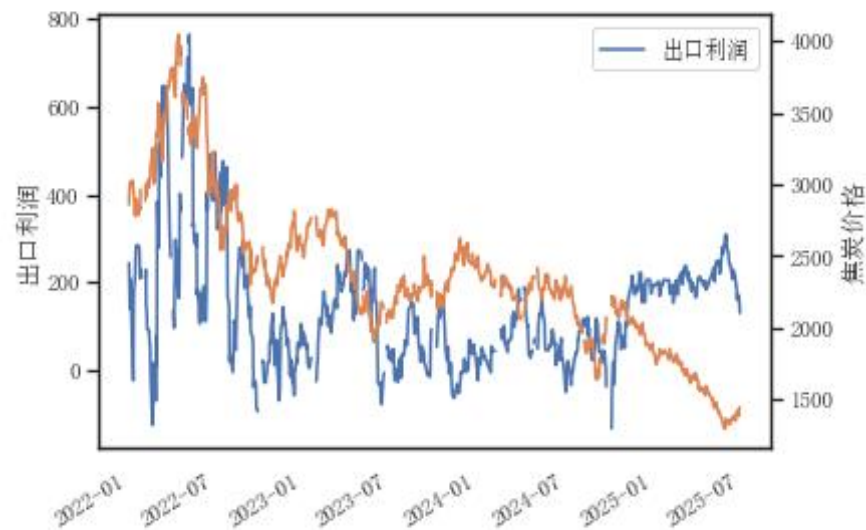
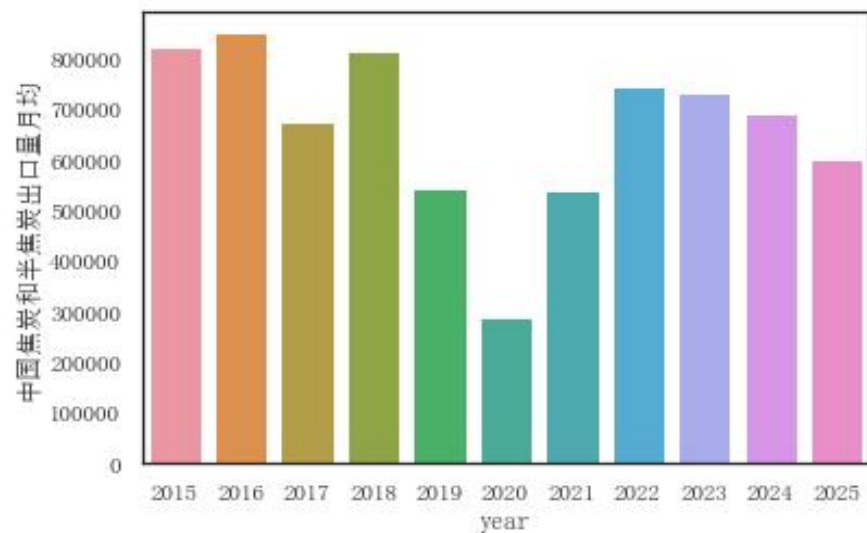
焦化利润



焦化利润稳定。

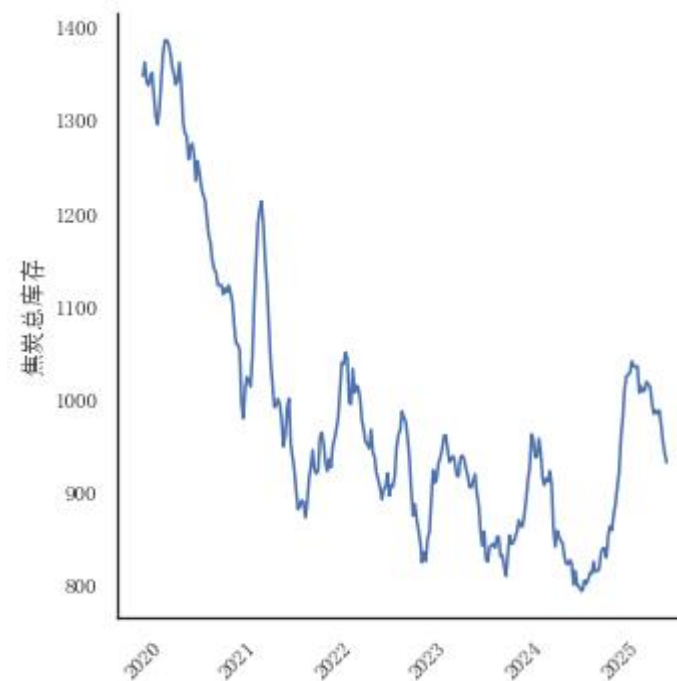
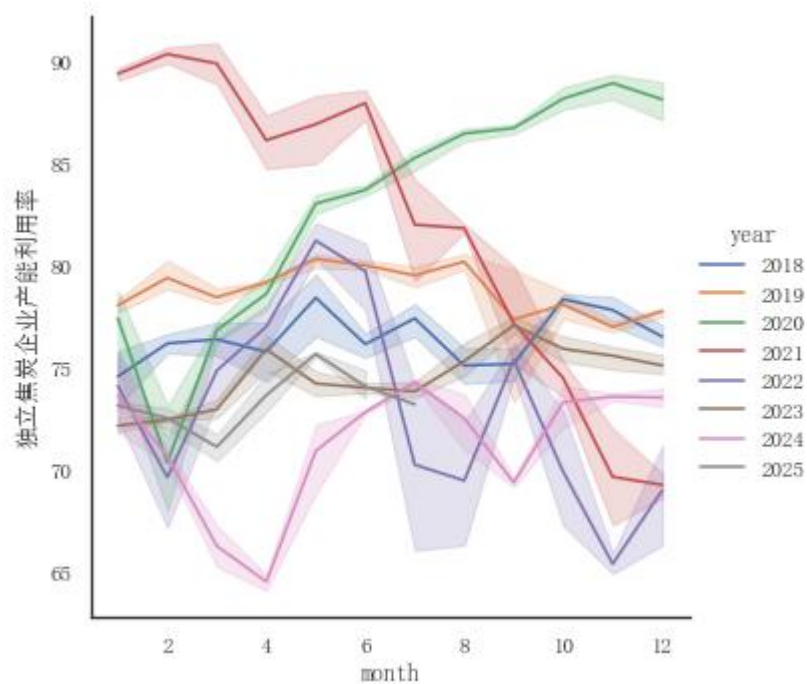


焦炭出口和利润



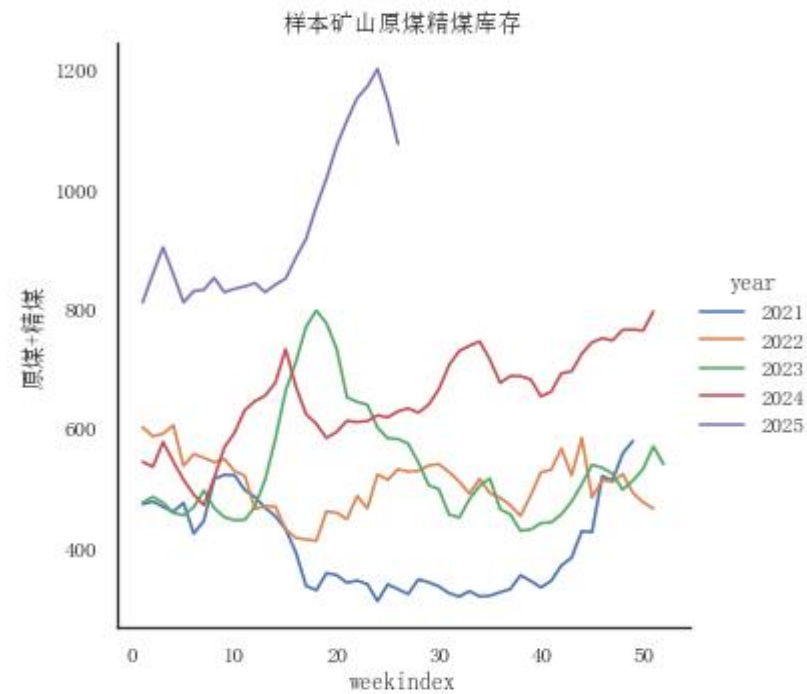
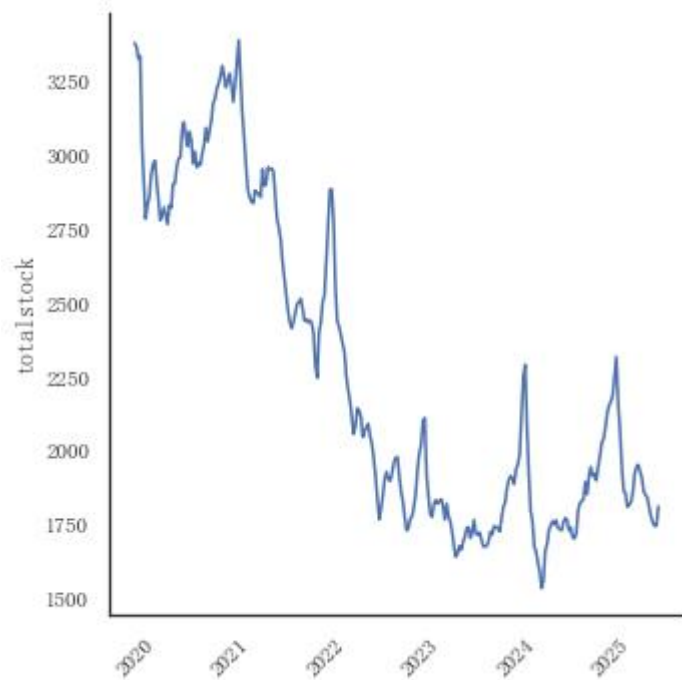


焦化产能利用率与库存



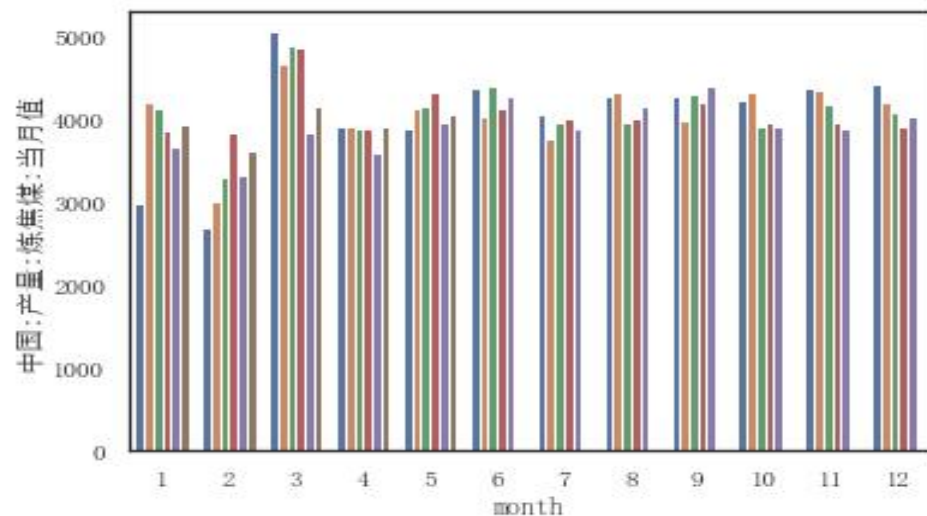


焦煤库存

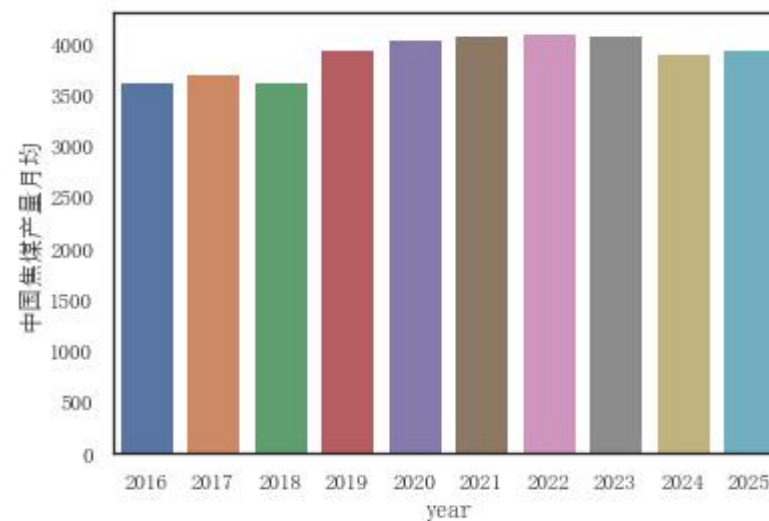




国内焦煤产量



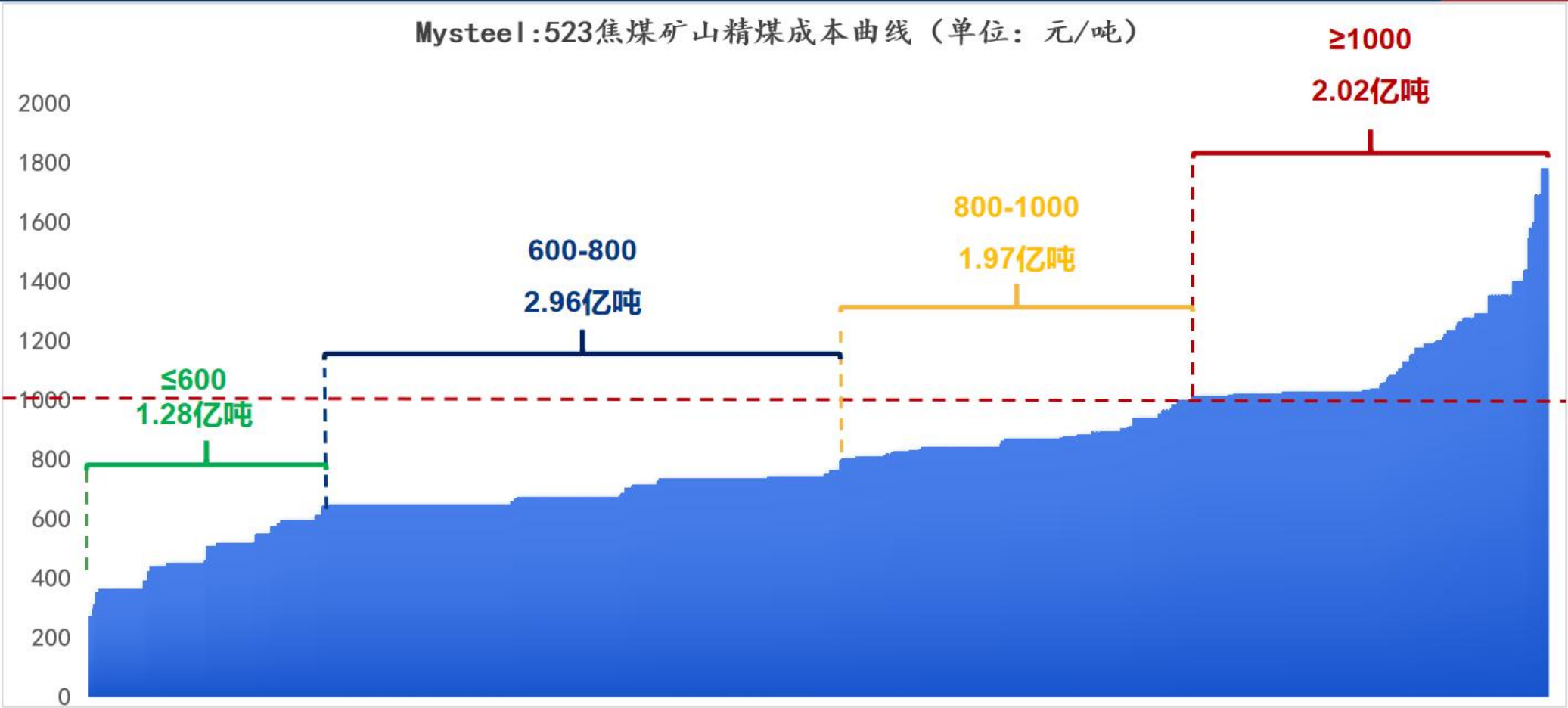
中国:产量:炼焦煤:当月值	
year	
2016	3632.708333
2017	3710.106667
2018	3622.110000
2019	3937.833333
2020	4051.541667
2021	4078.666667
2022	4098.000000
2023	4082.500000
2024	3912.138333
2025	3944.768000



6月后因为安监环保等因素，有数百万吨产能停产。

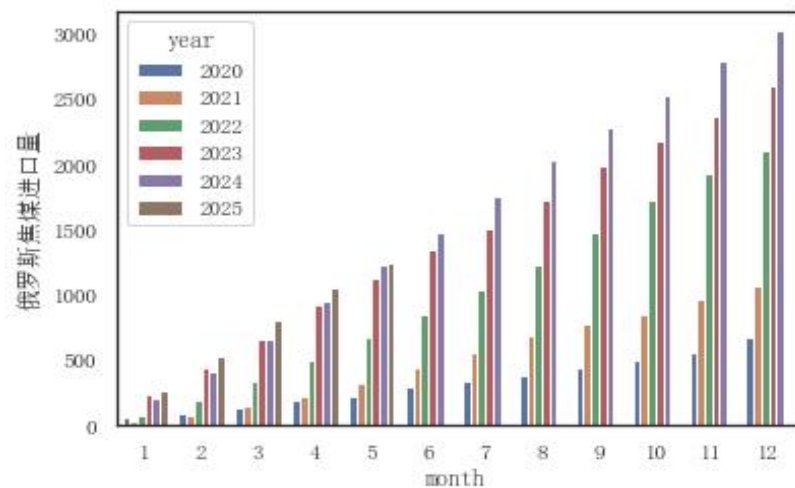
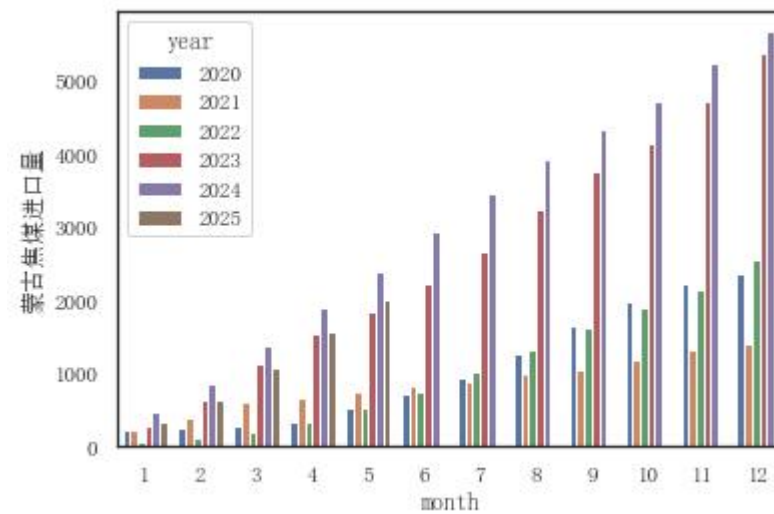
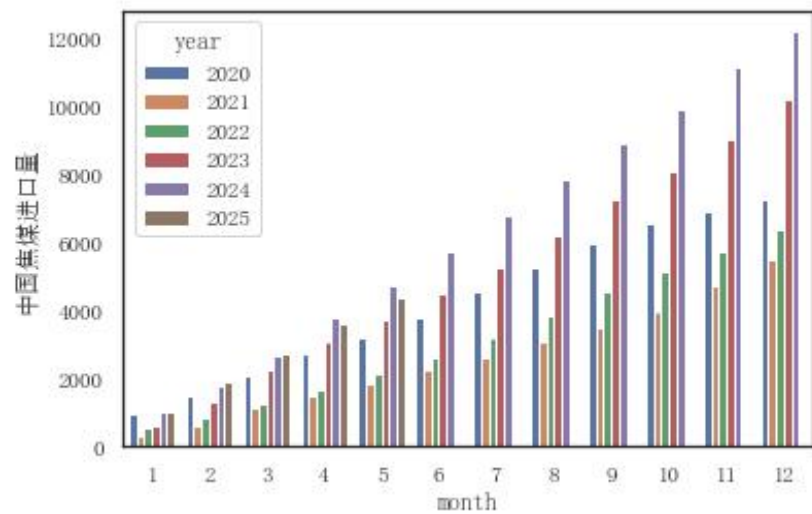


国内焦煤矿山成本曲线





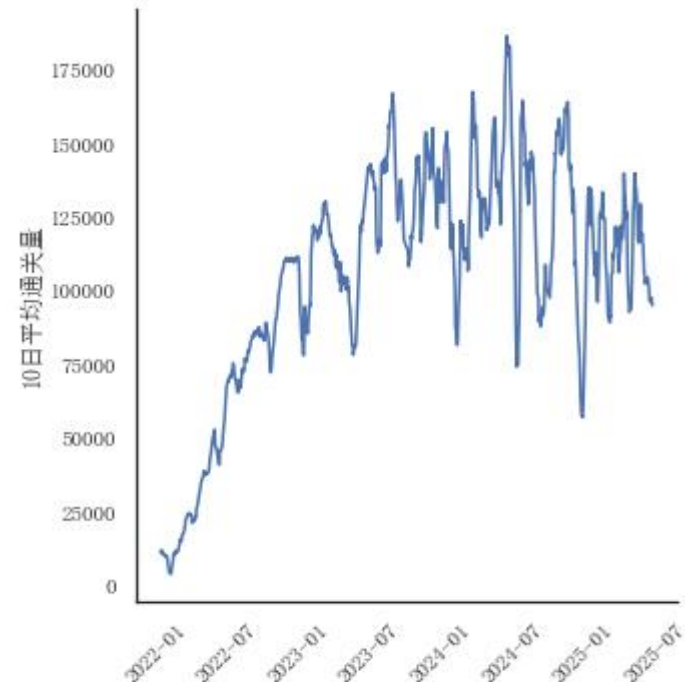
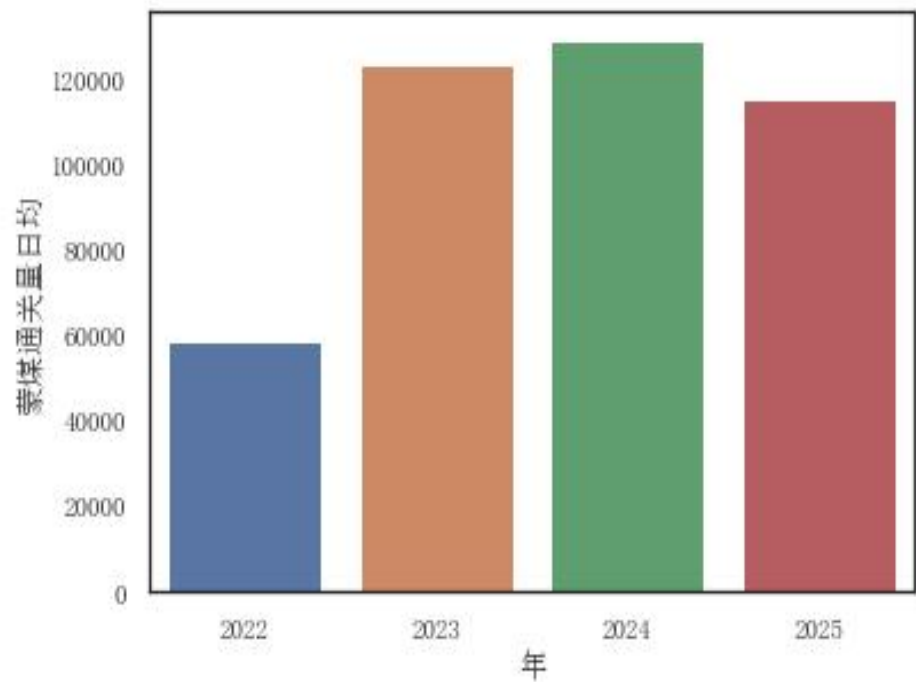
焦煤进口量



因为价格等因素，
蒙煤进口明显减少；
美国焦煤进口基本
消失。

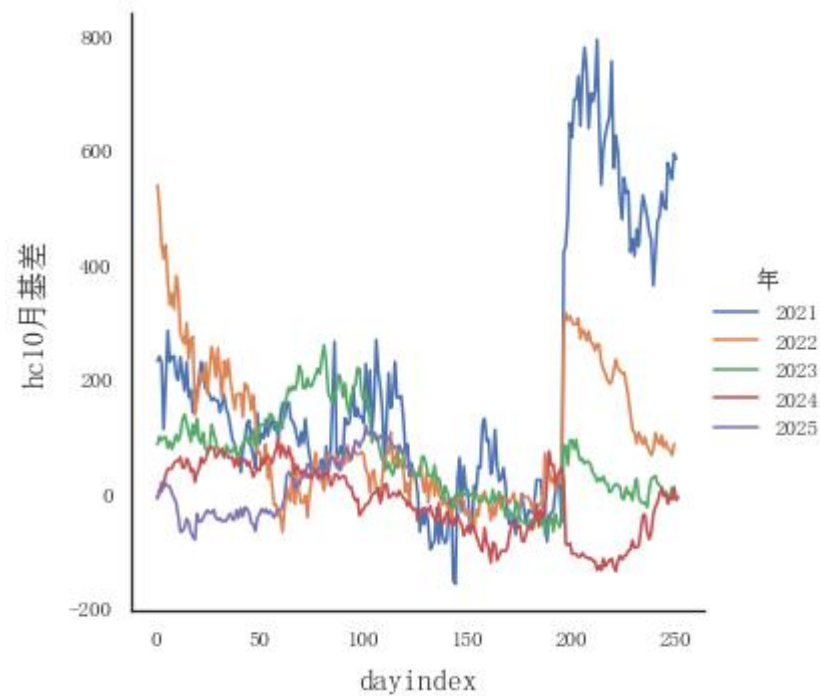
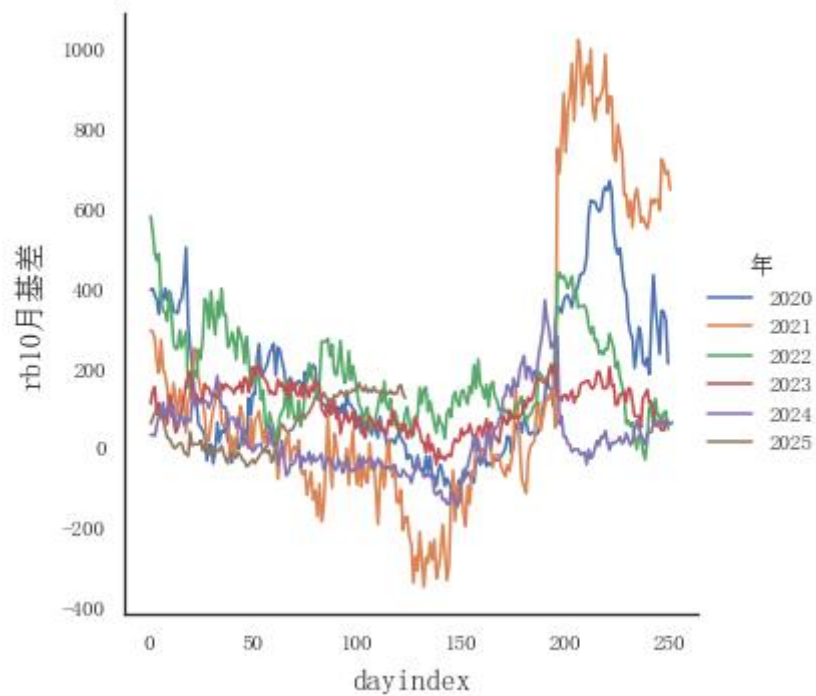


蒙煤通关





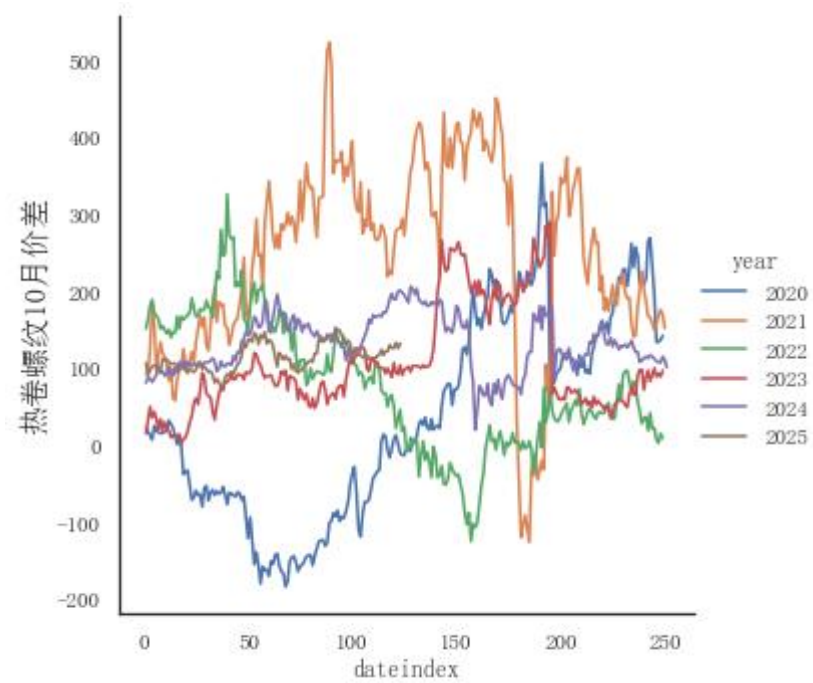
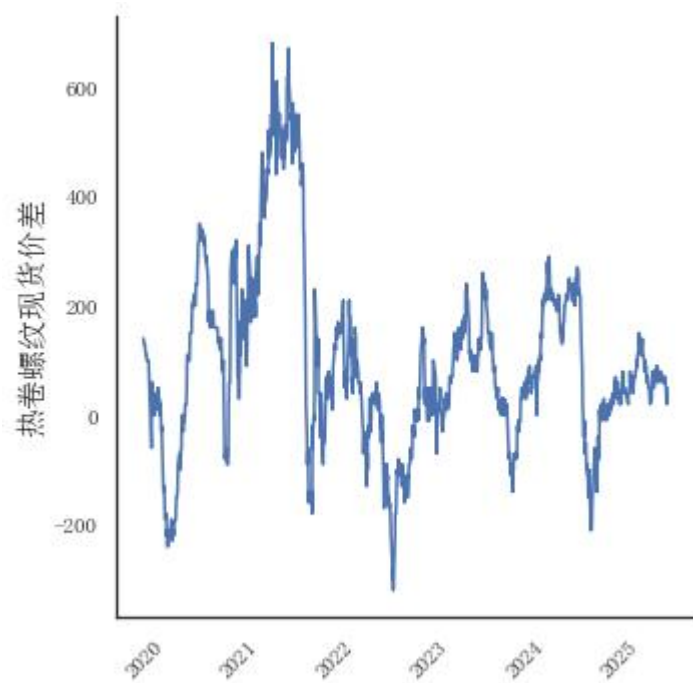
螺纹热卷基差



基差较为稳定。

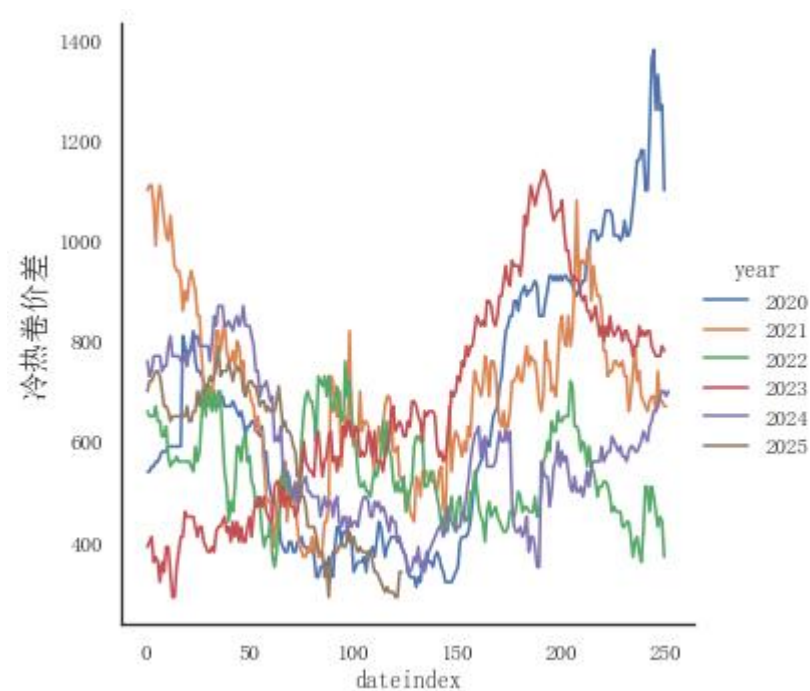
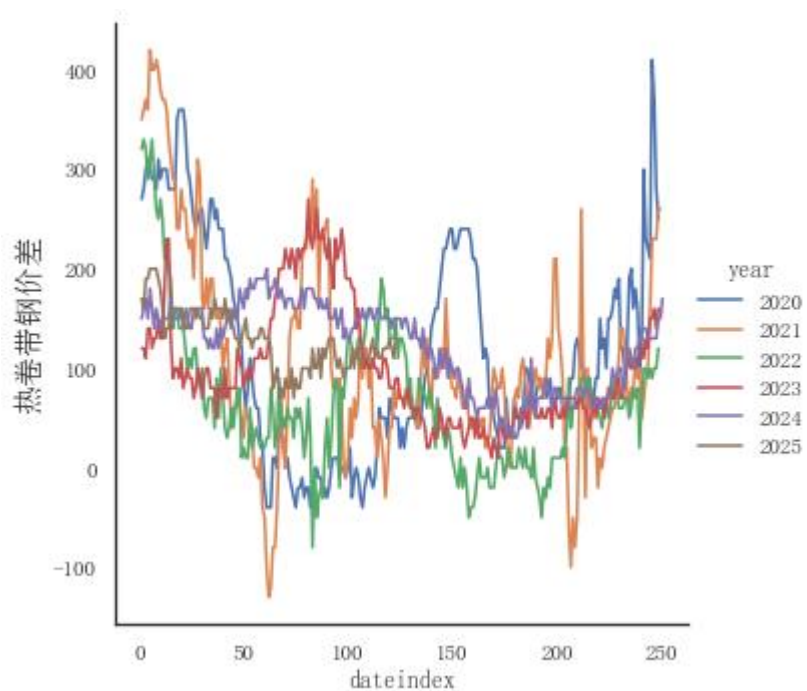


螺纹热卷价差





热卷冷轧、带钢价差



产业格局

钢材	螺纹库存不高，产量较低。热卷出口依然强劲。如出口没有大的变数，钢材需求不差。
----	--

矿石 供过于求的形势将更加明显，观察低价的挤出效应。

焦炭	焦炭供求也比较宽松，预计焦化利润稳定。
----	---------------------

焦煤 焦煤的变数较大，是观察的重点，估计焦煤的低点已然见到。



04

总结与策略展望



总结：

- 估计6月初的低点已经成为重要的低点，后期再有低点也离此不会太远
- 向上的空间仍然需要宏观需求或者供给政策的实质性出台，当前仍然缺乏太多的想象力
- 总体看，2025下半年估计还是以波段性机会为主
- 运行区间的猜想：螺纹（2900-3400）、焦煤（700-1200）

策略：构建做多钢材利润的思维

	整体观点
基差	螺纹中性，矿石升水，焦煤贴水
驱动	如果经济复苏，需求引领，钢材偏强；如果供给侧有动作，利好钢材，利空原料；当前螺纹库存偏低，在利润100上下操作，风险相对可控。
策略构建	买螺纹空焦炭和矿石

风险提示 关注需求的变化，特别是出口



Thanks 感谢观看

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货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国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎