

粗钢限产，为何原料涨幅超成材

2025年7月10日 星期四

兴证期货·研究咨询部

黑色研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

陈庆

从业资格编号：F03114703

投资咨询编号：Z0022436

联系人

陈庆

邮箱：chenqingqh@xzfutures.com

■ 内容提要

受“反内卷”竞争概念的影响，部分供应过剩的工业品价格在近期触底反弹。曾在上一轮供给侧改革受益的钢铁行业，也再度传闻要进行粗钢限产，据最新消息，山西主流钢厂已经接到口头减产的通知。

从2021年开始，粗钢限产几乎是每一年必谈的热门话题。以正常的供需角度出发，限产意味着成材供应下降，同时原料需求减少，反映在价格上应是成材上涨、原料下跌，同时利润大幅扩张。但在限产预期发酵的阶段，黑色价格走势有时候会较为反常——即原料端焦煤或铁矿石的涨幅高于钢材。粗钢限产为何在前期更利多原料，主要可以从长期与短期两个角度来解释。

从长期历史角度来看，只要经济还在发展，钢铁的需求亦会持续增长，无论是房地产还是制造业，钢铁都是最基础的原料之一，并且目前还没有任何一种材料可以大规模替代钢铁。因此过剩可以理解为只是阶段性的错配，在短则数月、长则数年的限产后，钢厂总会复产，届时原料的需求也将跟随铁水的回升而增加，如果配合出口或国内积压的需求释放，原料的总需求可能会超过减产前。

从短期利润角度来看，减产预期带动了钢材价格反弹上涨，如果成材单方面上涨会导致利润大幅扩张，这意味着钢厂不但不会减产反而会增产，所以正常情况下原料都会跟涨。

总结来看，不论长期还是短期视角，减产过程中，原料与成材的价格方向以及涨跌幅大小主要取决于基本面的强弱对比。

报告目录

1、限产预期发酵，原料涨幅超过成材	3
2、长期取决于经济发展	3
2、短期取决于利润水平	4
3、核心还是取决于基本面的强弱	5

图目录

图表 1：铁矿石总供应对比	4
---------------------	---

1、限产预期发酵，原料涨幅超过成材

受“反内卷”竞争概念的影响，部分供应过剩的工业品价格在近期触底反弹。曾在上一轮供给侧改革受益的钢铁行业，也再度传闻要进行粗钢限产，据最新消息，山西主流钢厂已经接到口头减产的通知。

从 2021 年开始，粗钢限产几乎是每一年必谈的热门话题。以正常的供需角度出发，限产意味着成材供应下降，同时原料需求减少，反映在价格上应是成材上涨、原料下跌，同时利润大幅扩张。但在限产预期发酵的阶段，黑色价格走势有时候会较为反常——即原料端焦煤或铁矿石的涨幅高于钢材。粗钢限产为何在前期更利多原料，主要可以从长期与短期两个角度来解释。

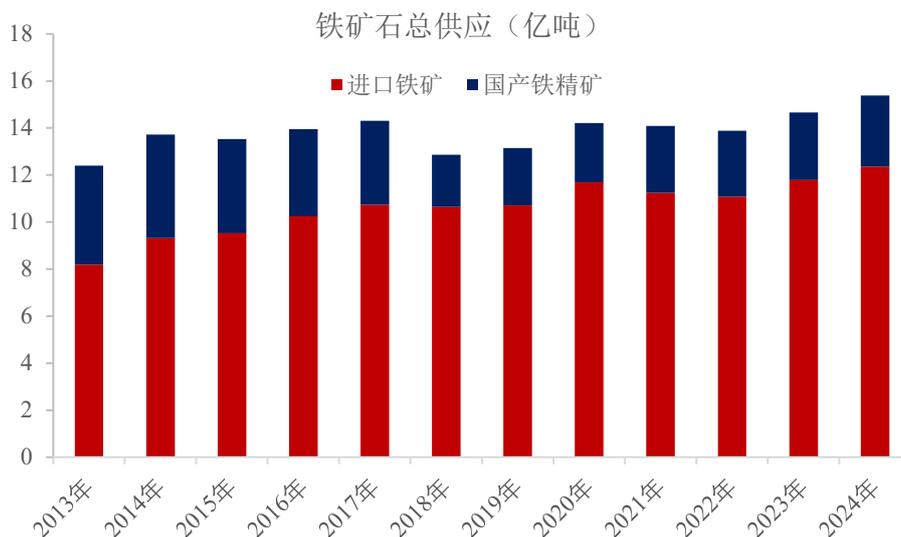
2、长期取决于经济发展

从长期历史角度来看，只要经济还在发展，钢铁的需求亦会持续增长，无论是房地产还是制造业，钢铁都是最基础的原料之一，并且目前还没有任何一种材料可以大规模替代钢铁。因此过剩可以理解为只是阶段性的错配，在短则数月、长则数年的限产后，钢厂总会复产，届时原料的需求也将跟随铁水的回升而增加，如果配合出口或国内积压的需求释放，原料的总需求可能会超过减产前。

例如，2015-2018 的供给侧改革结束后，粗钢、铁水的产能、产量经过短暂的下滑后，反而再度迎来了爆发式增长期。据钢联，247 家铁水产量 2018 年周均 220 万吨，是 2015-2018 年最低值，但 2019 年放开限产后，铁水产量迅速回升，至 2020 年铁水周均产量已增至 239 万吨，远超过了供给侧改革前的峰值。据统计局，2019、2020 年粗钢产量分别是 9.96、10.65 亿吨，较供给侧改革时的峰值增加了 2 亿吨（未计算表外数据）。

反映在原料上，据海关统计，2015-2018 年我国每年进口铁矿石平均 10-11 亿吨，供给侧改革完成后的，铁矿石进口反而增至 11-12 亿吨。当然，进口的增加也有部分原因是因为国产矿的减产，2014 年我国原矿产量 15.14 亿吨，至 2018 年降至 7.63 亿吨，折算为精粉大概减少了 2.18 亿吨，不过 2024 年原矿产量已回升至 10 亿吨。但长期来看，内外矿合计后，铁矿石总供需仍是保持增长的趋势，测算 2024 年铁矿石总供应 15.4 亿吨，较 2017 年的 14.3 亿吨增长了 1.08 亿吨。

图表 1：铁矿石总供应对比



数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

如果说 2020 年情况较为特殊，那么更近的例子则是 2021 年-2023 年，2021 年下半年地产是“三道红线”生效后，市场普遍认为钢材需求已经见顶，2021、2022 年粗钢铁水产量同比持续下降。但 2023 年粗钢铁水产量不降反增，通过铁矿石供需存测算出，实际铁水粗钢可能已超过 2020 年的前高。

但复产后的需求增长，并不表示原料价格一定能回到减产前的高位，主要是因为原料的供应增长速度快于需求。例如，2023 年铁水实际产量可能已超过了 2020 年，但铁矿石供应也是从那年开始逐渐宽松甚至过剩。

2、短期取决于利润水平

从短期利润角度来看，减产预期带动了钢材价格反弹上涨，如果成材单方面上涨将会导致利润大幅扩张，这意味着钢厂不但不会减产反而会增产，所以正常情况下原料都会跟涨。

但原料与成材的涨幅大小主要取决于双方基本面和利润水平的博弈。若钢厂已经在亏损，通常减产消息出来后，成材涨幅会大于原料，将利润扩张到合适水平，再继续观察减产是否执行；若钢厂本身利润还不错，则原料涨幅大概率会更高，通过缩利润迫使后期钢厂主动减产。

但在减产中还有种特殊情况，即成材原料一起下跌，但利润扩张。这种原因通常是因为减产导致原料基本面崩塌，成本下移对成材形成了负反馈，而成材的需求状况尚未好转，只能一起下跌。例如 2021 年下半年，减产过程中，因为房地产需求的减少，钢材价格不但没有上涨，

反而跟随原料一起大幅下跌。

3、核心还是取决于基本面的强弱

总结来看，不论长期还是短期视角，减产过程中，原料与成材的价格方向以及涨跌幅大小主要取决于基本面的强弱对比。预期发酵阶段，即期利润水平将决定原料价格方向，通常情况下，原料基本面都会略好于成材，从而涨幅更明显；实际减产中，除非原料供应端出现突发事故，否则原料价格将会下跌；而减产结束开始复产，原料也会快速上涨，但价格能否回到之前的高度还需要看供应增速。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。