



山东黄金集团有限公司
SHANDONG GOLD GROUP CO.,LTD.

2025年螺纹热卷行情展望

山金期货投资咨询部

2024.11

曹有明

投资咨询资格证号：Z0011385

邮箱：caoyouming@sd-gold.com



山东黄金集团有限公司
SHANDONG GOLD GROUP CO.,LTD.

山金期货有限公司
SHANDONG GOLD FUTURES CO.,LTD.

主要内容

◆2024行情回顾

◆宏观经济展望

◆产业层面的逻辑梳理

◆未来的行情展望与投资建议

2024年行情回顾：跌宕起伏，重心下移

- ☆一月初见顶回落，春节后大幅下跌。主要因高库存及弱预期压制了期价。
- ☆四月初触底回升，持续上涨了近两个月时间。主要因为一线城市房地产市场放宽了限购政策（市场提前交易了预期），市场预期一线城市房价将企稳回升，带动二三线城市房地产市场的改善，从而改善终端需求。
- ☆6月份之后，因为热卷以及铁矿石高库存状态延续，钢企利润严重压缩，叠加房地产市场回暖不明显，成材价格与原料价格形成负反馈循环，造成今年一轮最大幅度的中线级别下跌行情，一直持续到9月下旬。
- ☆9月之后，在股市上涨、宽财政预期、热卷库存大幅回落、悲观情绪修复、供需边际改善等因素的驱动下，出现一轮明显的强势反弹行情。



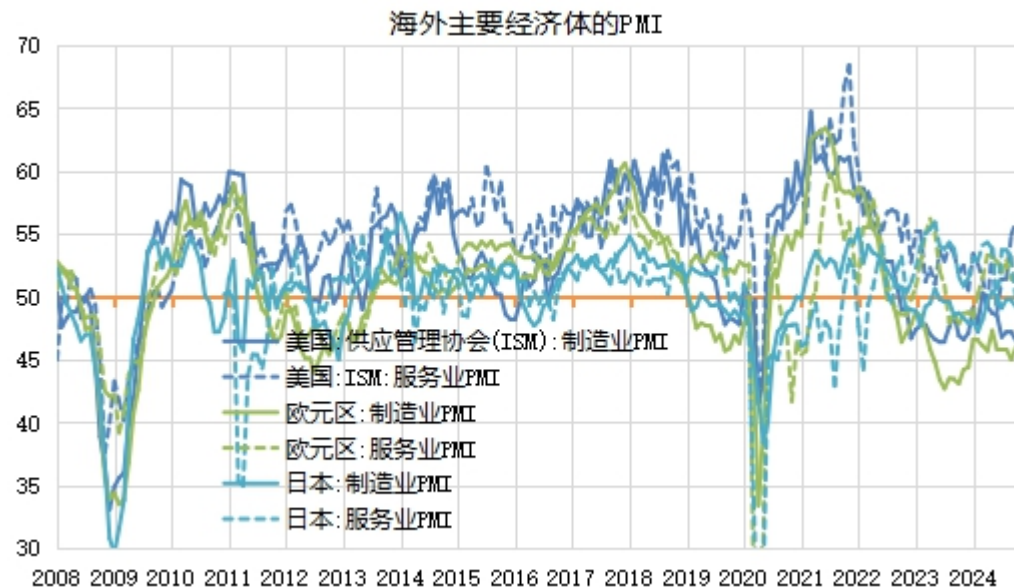
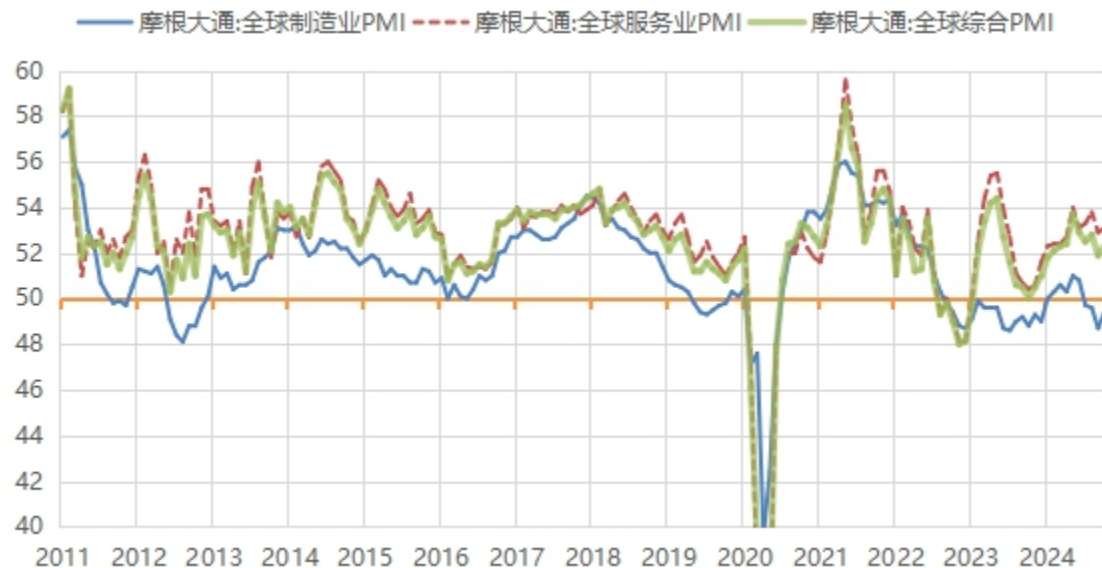
2024年行情节奏和以往不一样的地方

- ☆开始下跌的时间早，下跌的周期更长，反弹的幅度大，且速度快。整体表现为震荡偏弱的行情。
- ☆元旦之后开始下跌，开始下跌的时间早于往年。往年一般是从春节之后才下跌，有时要到下游消费旺季开始后才下跌。
- ☆4月出现明显的上涨，持续近两个月时间，反弹的时间相对更长。往年在4月也倾向于出现反弹，但反弹时间一般只在一个月之内。今年因为房地产调整政策的变化，4月份的反弹时间明显更长，使得短线的反弹演变成中线级别的上涨。
- ☆6月之后的下跌，持续时间长，属于“主跌浪”，类似于往年3月份开始的下跌，到最后也出现了螺纹、铁矿石“负反馈循环”，但“负反馈循环”在时间上比其他年度滞后。
- ☆“主跌浪”之后的反弹快而短暂，时间上明显滞后于往年。以往一般在7月份会出现一轮中线级别的反弹行情，今年在9月下旬才出现。反弹幅度之大以及速度之快（其中国庆节前最后一个交易日以及节后的第一个交易日，两个交易日最大涨幅达到15%），超越以往，让很多做空的投资者难以适应。

全球宏观：贸易战增加全球经济下行压力，预期悲观

☆ 美国发动贸易战，市场看空明年全球的经济形势

- 特朗普竞选时宣称要对中国加征60%的关税、对其他国家加征10%-20%的关税，如果实施，则对世界经济影响偏负面。
- 加征关税的对象主要是工业制品，中国的反制，重点是美国的农产品。由于出口受到打压对工业品终端需求的影响偏空。
- 制造业PMI将承压下行。工业品价格与制造业PMI呈正相关关系。目前全球制造业以及主要发达经济体的制造业PMI指数均处于荣枯线下方，明年全球制造业形势比今年更弱。



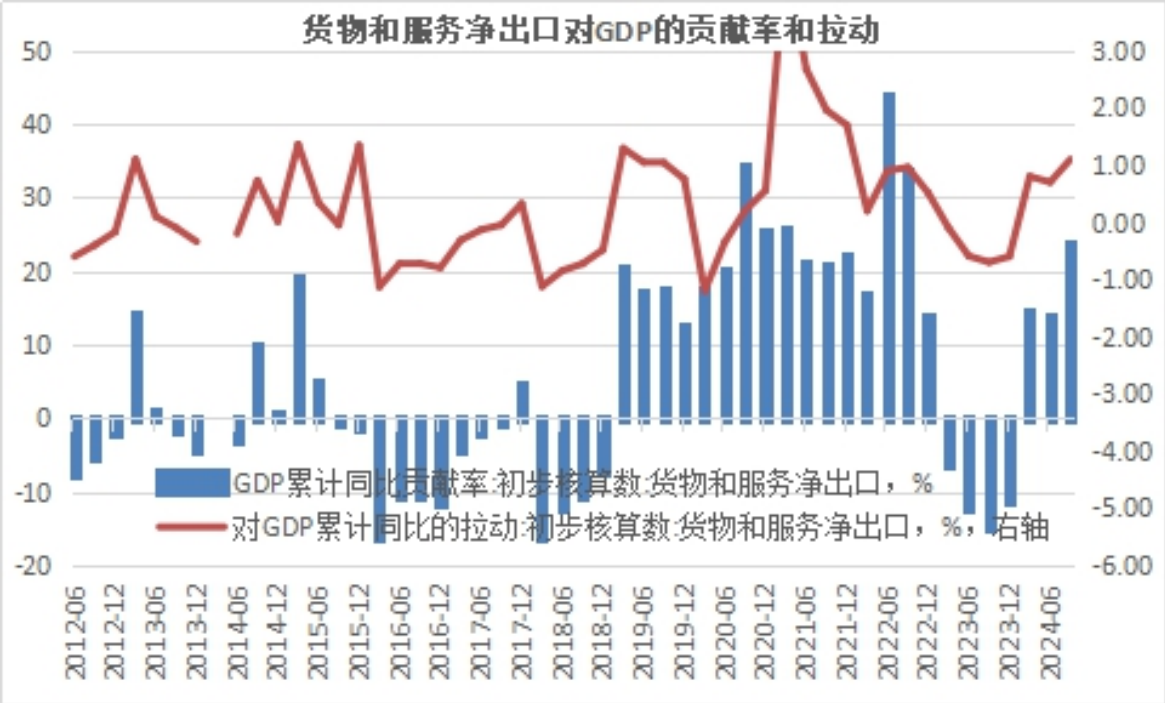
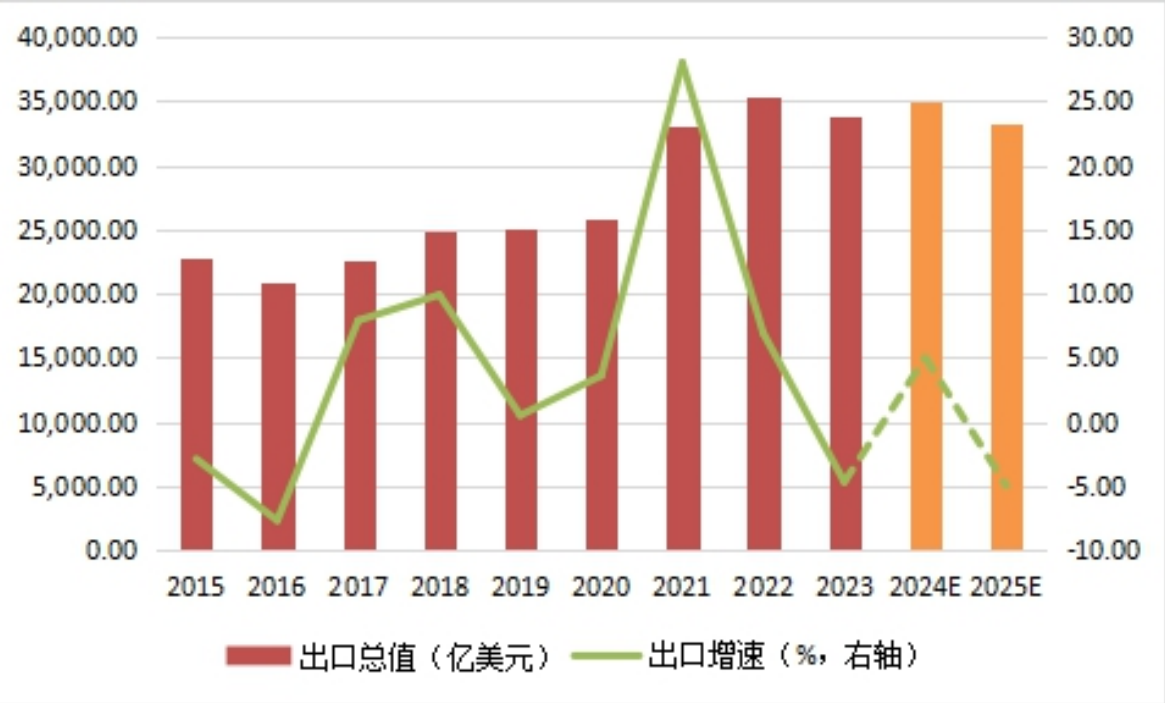
欧洲继续降息，美国降息趋缓，美元指数进入新一轮上行周期

- ☆因为贸易战的影响，美国国内通胀降速趋缓，甚至有抬升的可能，但加征关税意味着需求的下降，但是否会引发制造业的回流，有待观望（长期有可能，短期不明显）
- ☆欧洲将继续降息，目前市场预期是降息6次左右。由于美国其他国家进行无差别的贸易战，欧洲本来糟糕的经济表现可能将雪上加霜。
- ☆非美走弱，美元指数进入新一轮上行周期，最新价显示，美元指数已经突破了近两年的震荡平台，欧元已经跌破了近两年的震荡平台。美元指数的上涨不利大宗商品的价格



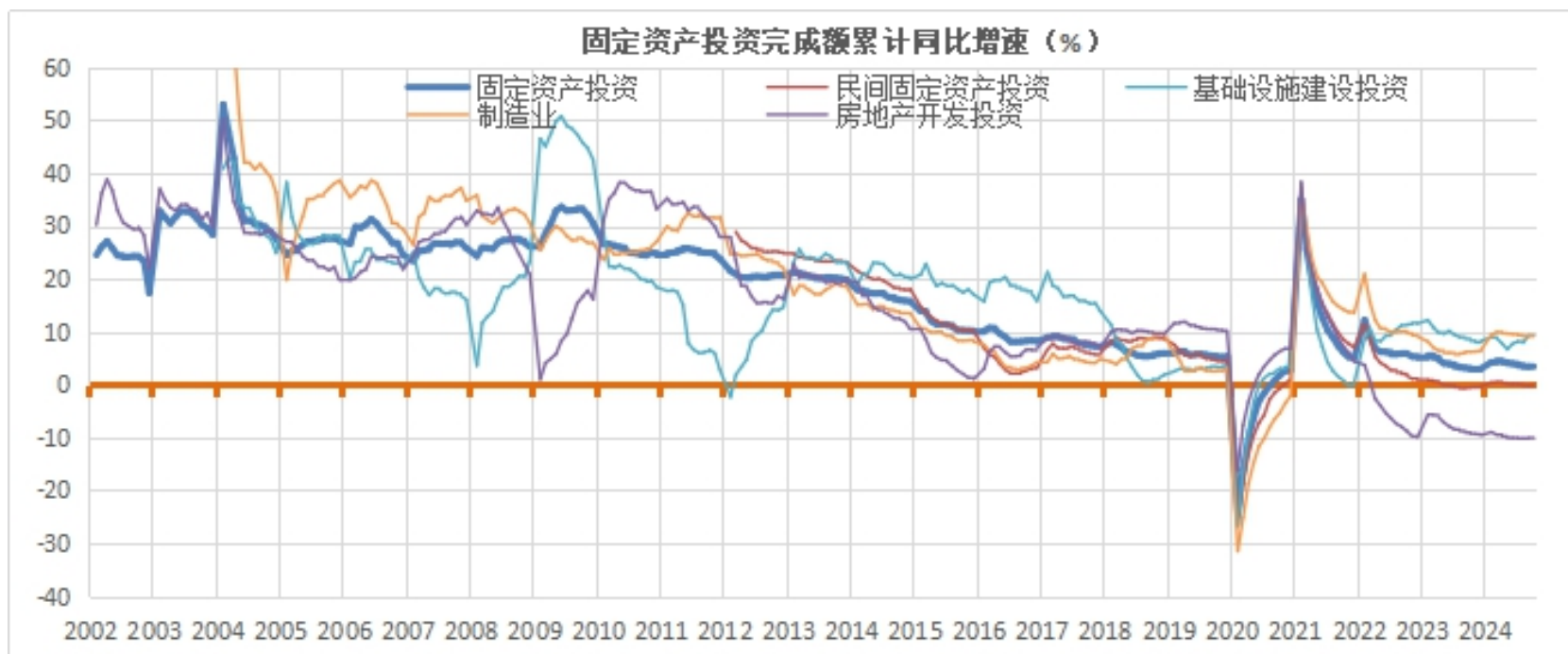
进出口增速有望回落，净出口对GDP的拉动作用形成拖累

- ☆今年外贸超预期增长，一方面因去年基数偏低，另一方面，因为市场担心特朗普当选后发动贸易战，因而海外的进口商提前备货，导致近几个月出口增速维持在高位，同时顺差也维持在纪录高位。
- ☆特朗普当选后，其政府班底相比上一任期对华更加强硬，贸易战以及取消最惠国待遇等大概率将发生，出口的增速将回落，整体预计会回到2023年的水平，净出口对GDP的拉动作用为负。



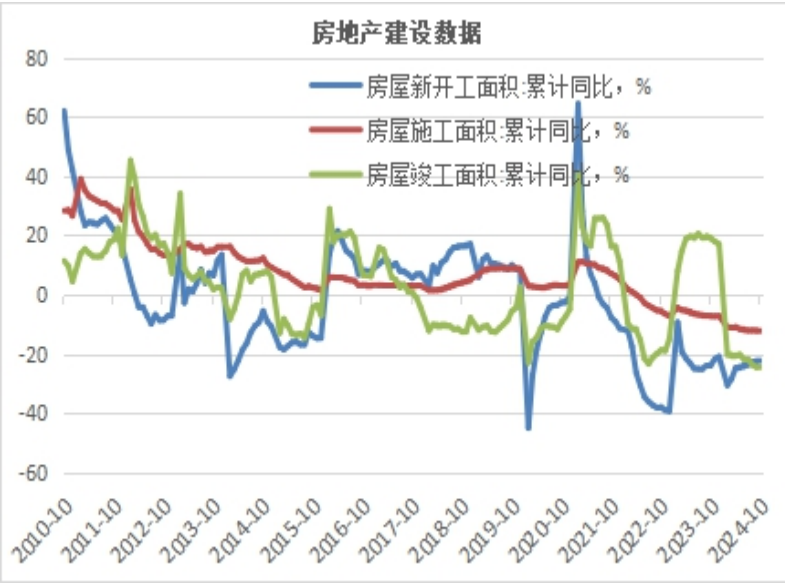
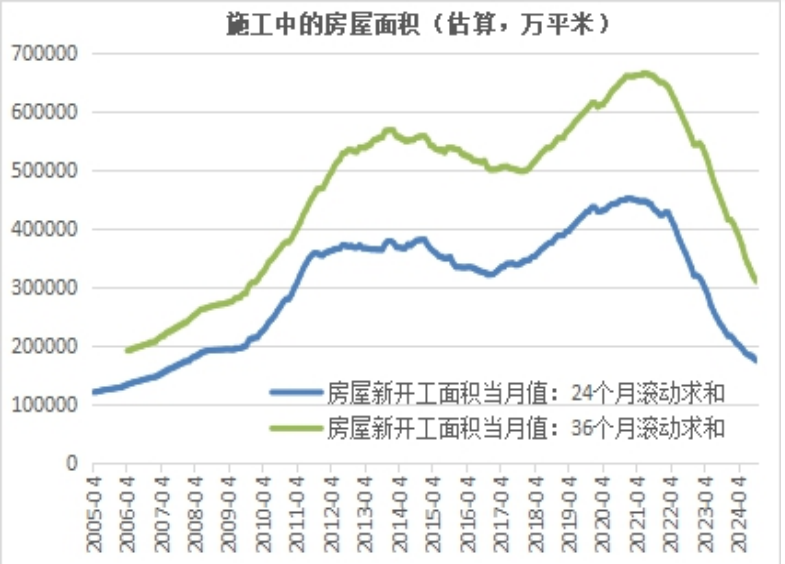
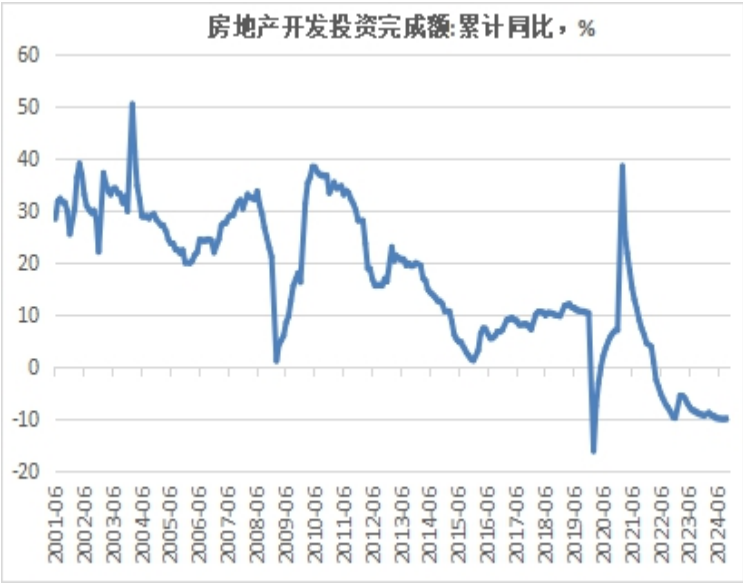
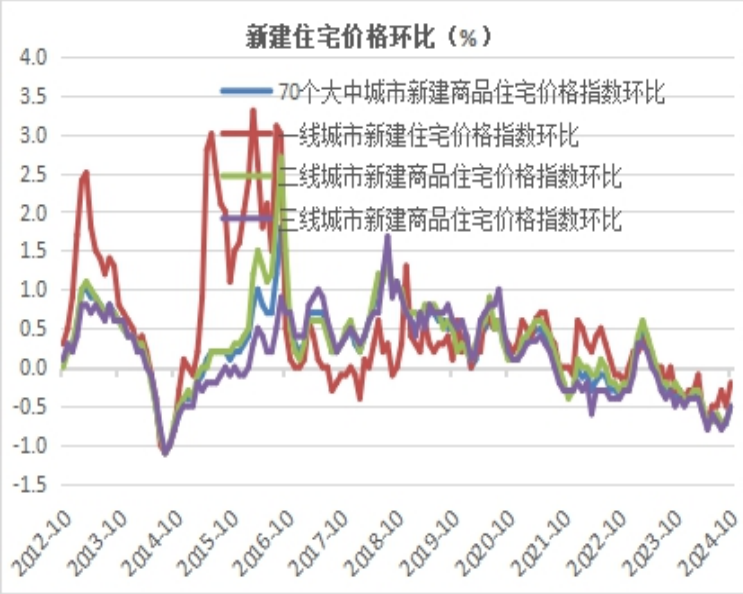
固定资产投资增速依旧承压，房地产拖累明显

- ☆ 相对疲弱的房地产投资预计很难有根本性的改变。乐观情形是，在低基数的影响，降幅趋缓，全年来看，不大可能同比转为正增长。
- ☆ 受贸易战影响，制造业出海节奏加快，制造业景气度承压，制造业固定资产投资增速大概率承压。
- ☆ 在宽财政影响下，基础设施建设投资主要依赖中央加杠杆，增速预计将有所抬升。但地方政府目前主要任务是“化债”，无力进行大规模基建投资，而且化债不影响当期的实物工作量。



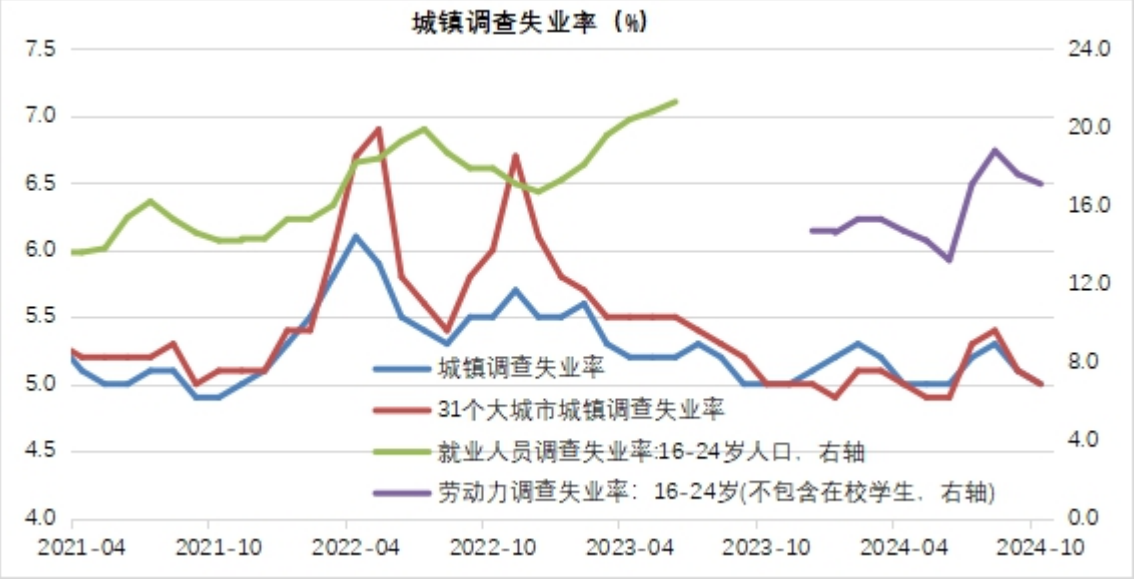
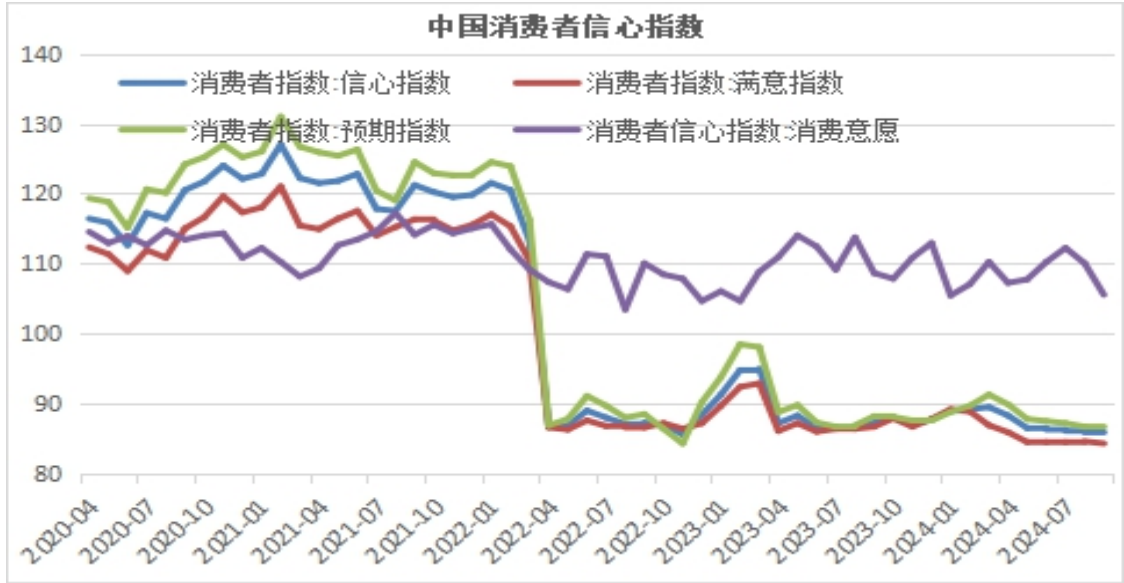
房地产：低开工、低施工、低竣工，低销售，低投资、低土地购置

- ☆ 虽然调控政策基本解除，但市场预期依然偏弱，一线城市及个别二线城市新房的企稳回升，并不具备普遍的代表性。
- ☆ 低开工、低施工、低竣工、低销售、低投资、低土地购置的状况可能会持续很久，远超一个年度的时间。比较严峻的形式不会很快结束，因为当前处于地产的下行周期



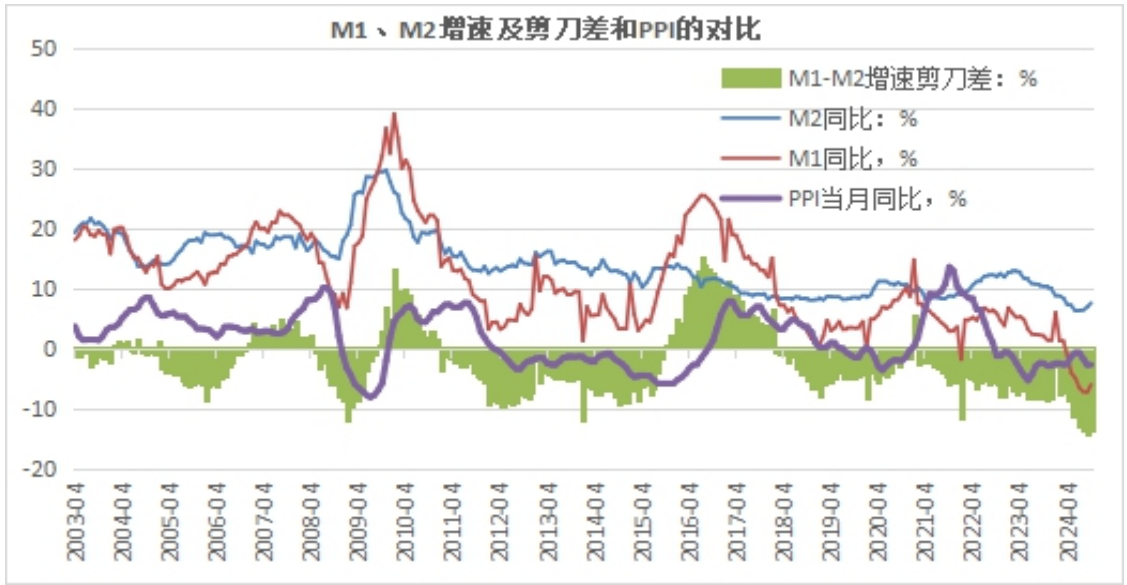
消费者信心指数偏弱，消费增速承压

- ☆ 消费增速与GDP增速高度相关，与消费者信心指数高度相关。
- ☆ 从收入、年轻人失业率、消费者信心指数看，明年消费增速下降的可能要大于上升的可能性。几年10月的改善大概率并不具备可持续性。
- ☆ 如果未来股市能继续走强，在股市财富效应带动下，消费也有边际改善的可能。
- ☆ 政策面可能会有提振消费的措施出台。



信贷需求弱，资金活化程度低，风险资产仍有压力

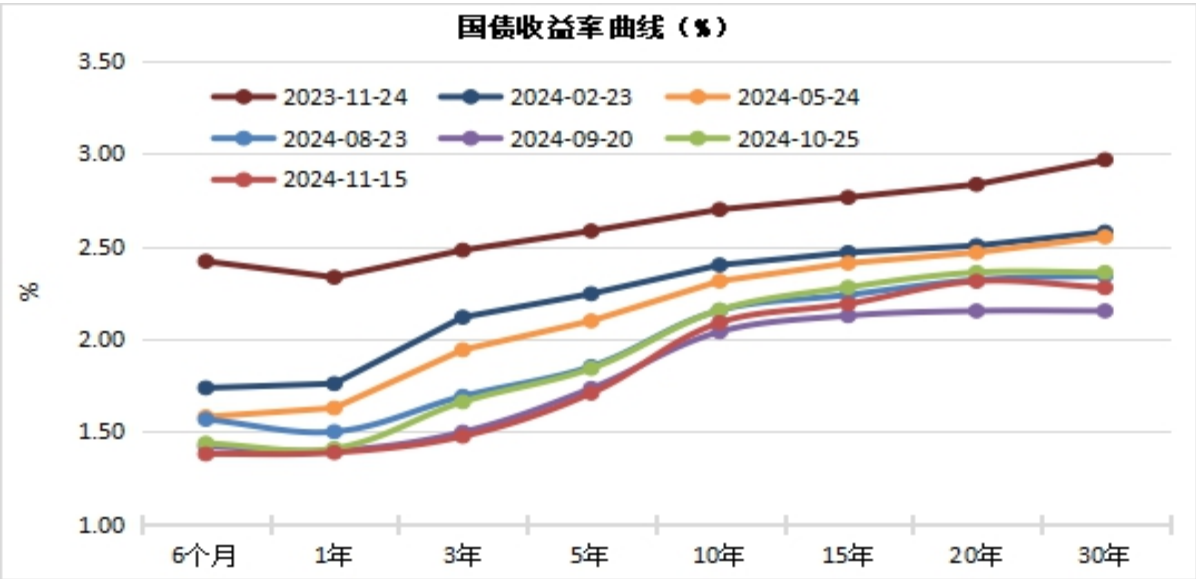
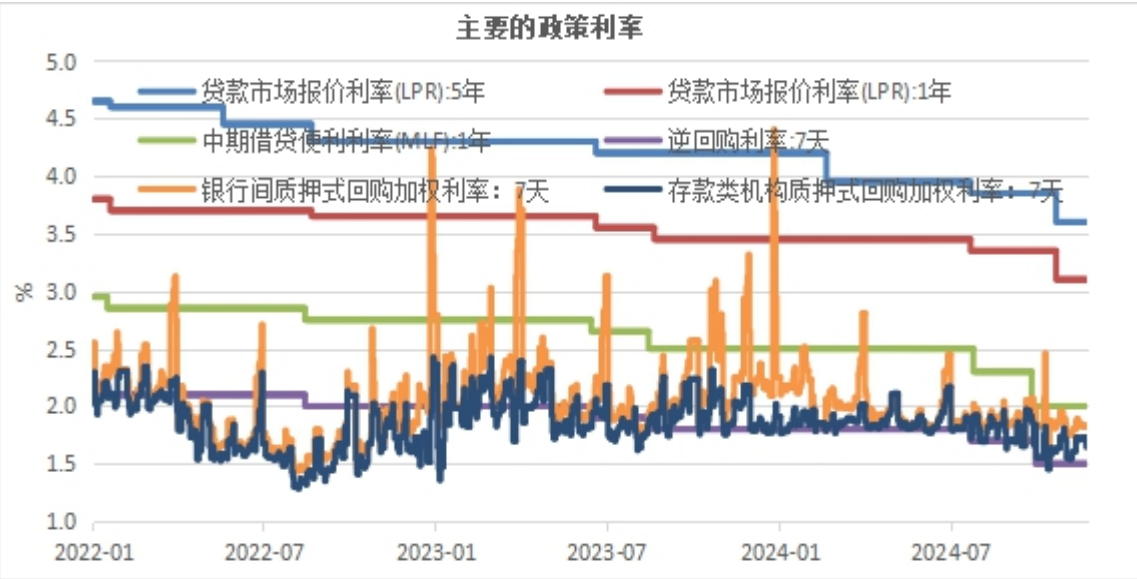
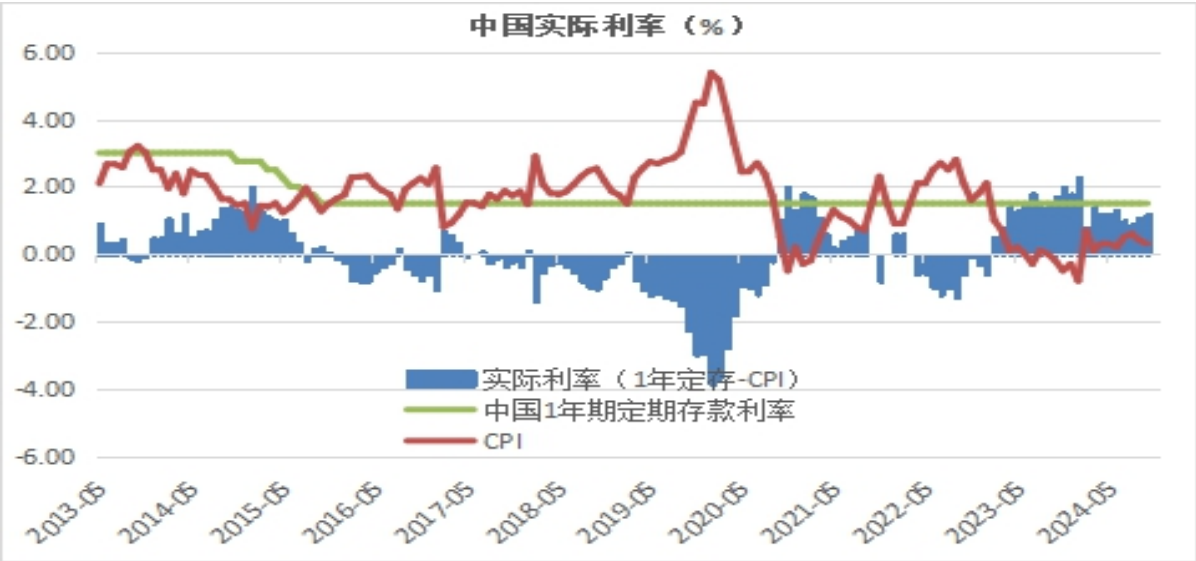
- ☆近几年，M1、M2增速不断下降，目前已经跌至有纪录以来低位，M1-M2亦创历史纪录低位，说明资金活化程度不断走低。10月情况有所改善，但主要因股市上涨带动。
- ☆社融规模存量增速、中长期贷款增速整体不断下移。在预期不明朗的情况下，预计信贷需求的增速仍将承受下行压力。



官方利率仍存在下降空间，但市场可能已经充分的兑现了预期

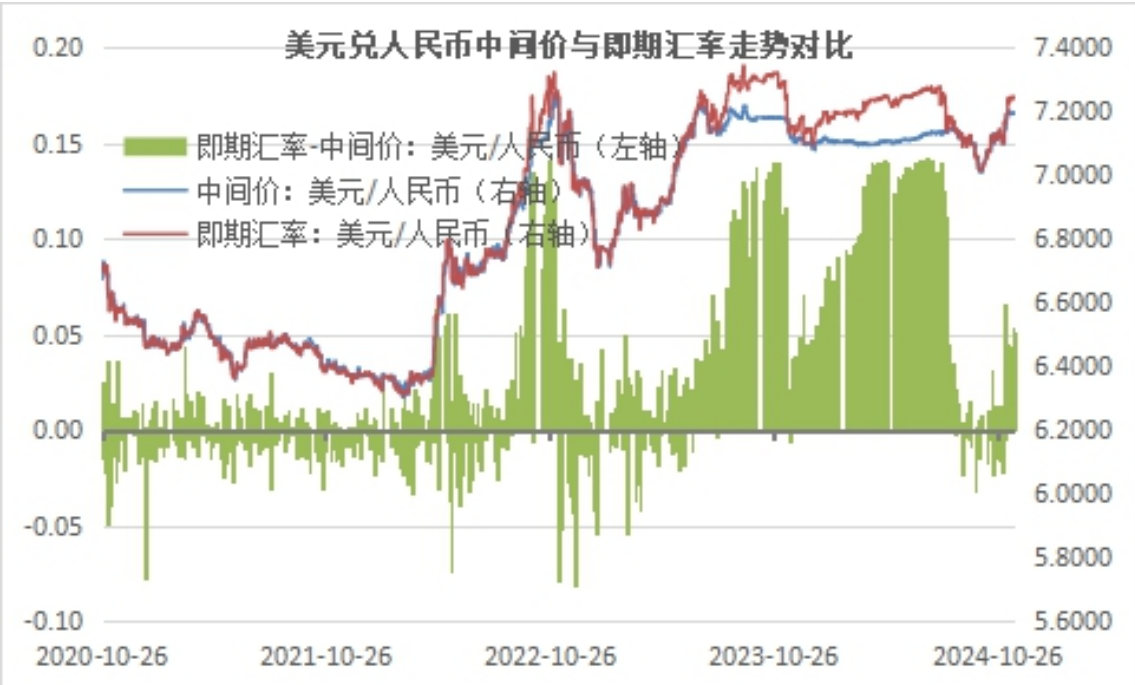
☆ 目前市场普遍预期明年央行的利率仍存在40BP左右的下降空间。不过，从国债市场收益率看，10-30年期的收益率已经走平，说明市场已经比较充分的消化了降准和降息的预期。

☆ 债市可能会存在收益率走平的结构性机会



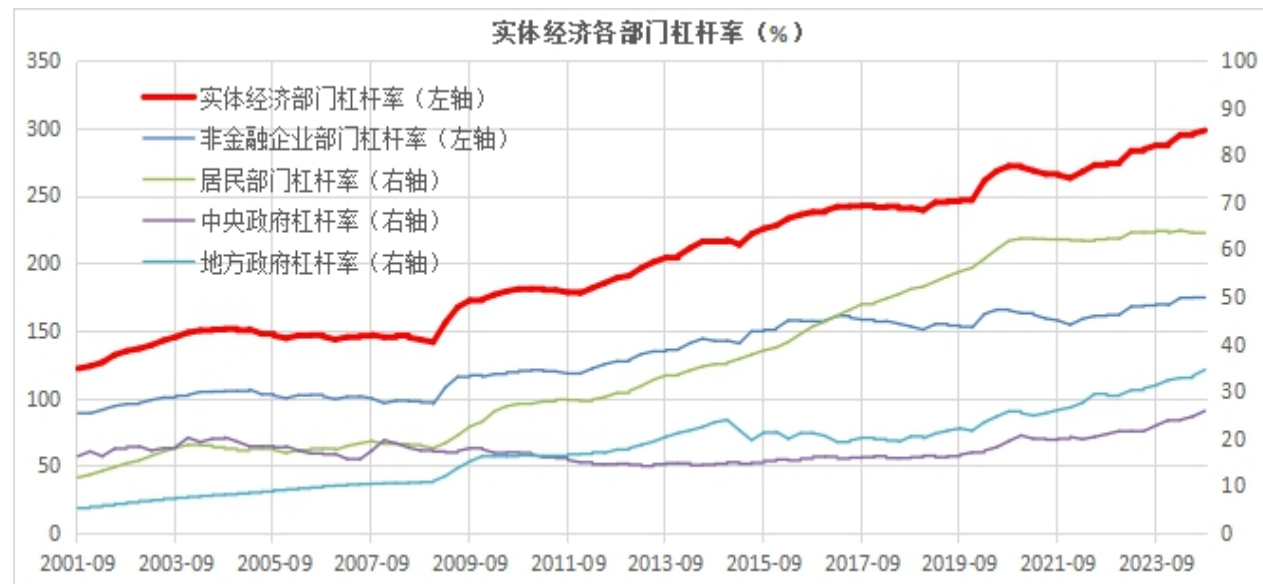
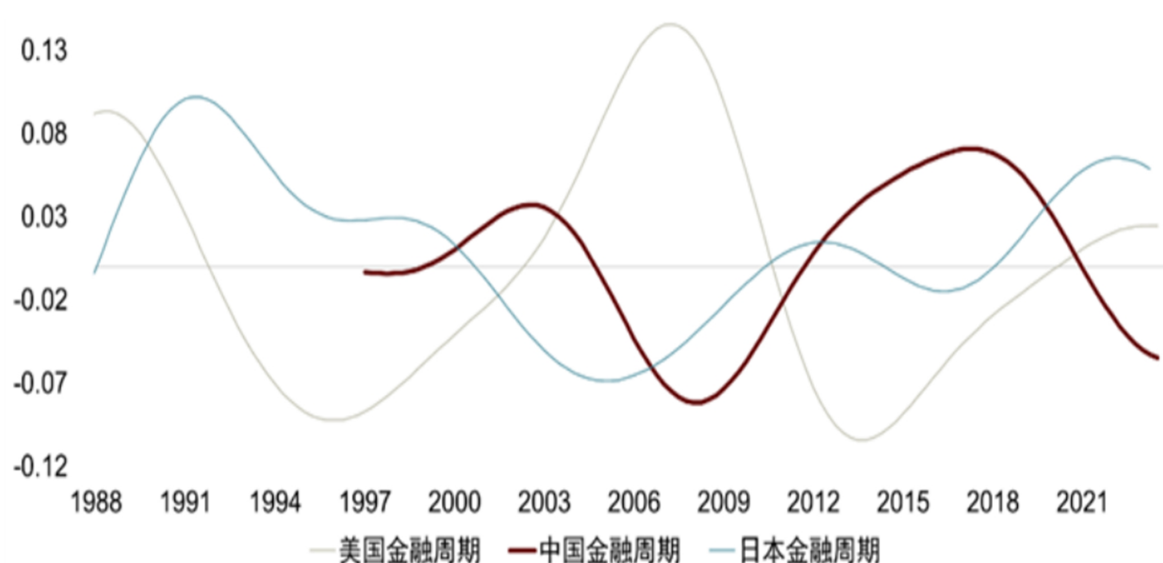
中美利差的走阔以及汇率压力限制了国内降息的空间

- ☆ 目前中美利差已经处于-3.0%附近的历史极值水平，且已经持续了近一年半时间。同期，人民币汇率基本在7.0以上运行，说明人民币贬值压力较大。
- ☆ 从过去的情况看，官方死守7.3一线。在强势美元以及美元利率从底部抬升的现实，为了维持人民币汇率的稳定，央行下调利率的空间有限，或比目前市场预期的40BP的空间要小。

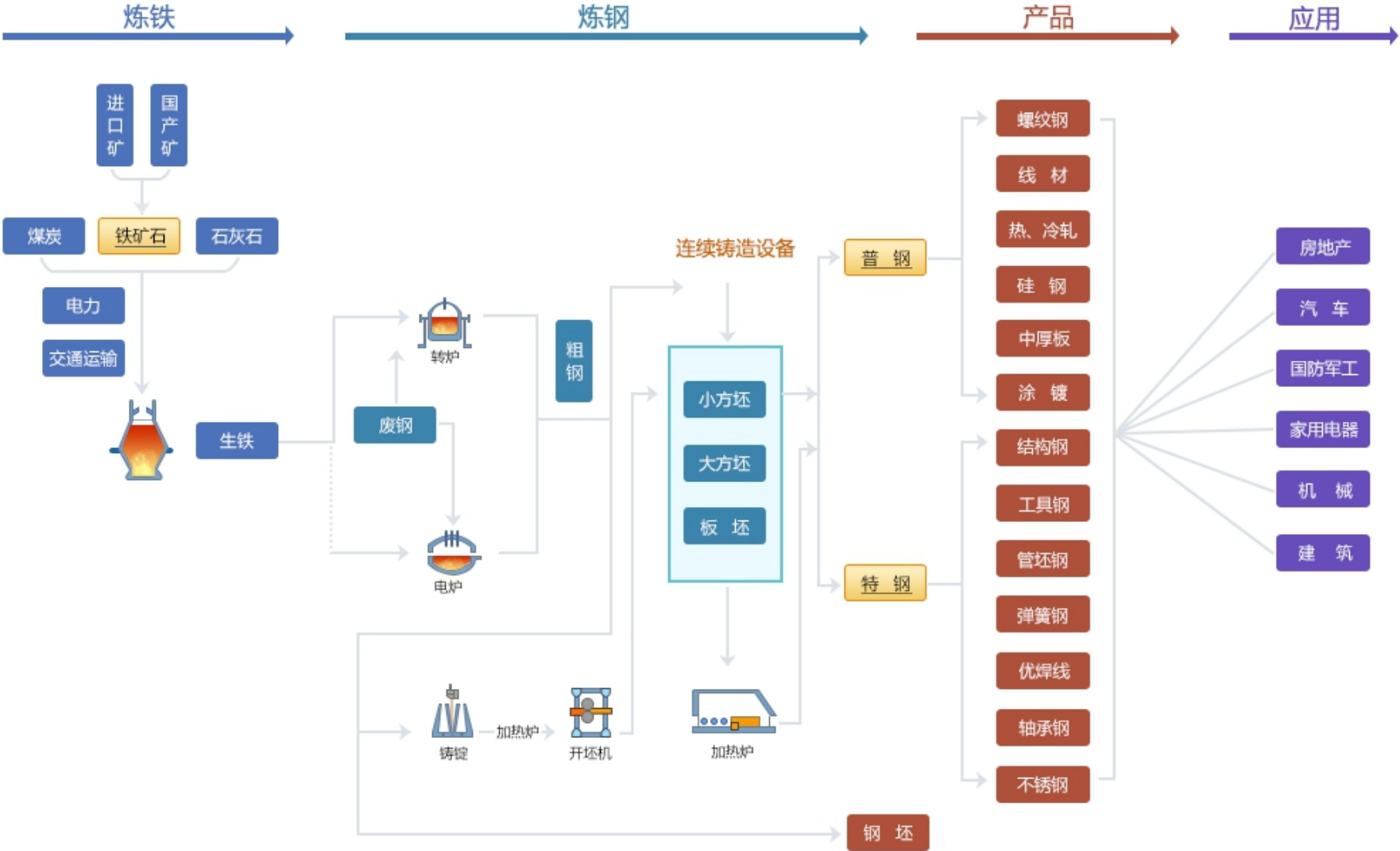


金融周期的下行阶段，股市对政策更敏感，终端需求弱，商品压力仍大

- ☆ 从金融周期的角度看，目前中国处在金融周期下行阶段。房地产和信贷下行相互叠加带来紧缩压力，地方政府因为隐性债务的原因而导致基建投资乏力，居民因为收入预期转差而出现消费降级。这些因素在一定程度上互为因果，形成正反馈循环从而导致整体需求不足，形成“债务-通缩”循环。
- ☆ 为了应对贸易战、投资、消费的压力，2025年国内将采取“财政-货币”双宽松的政策。但是，已经落地的化债方案，并不会形成实物工作量，对投资的拉动作用有限，未来宽财政主要看中央的赤字规模
- ☆ 在金融周期的下行阶段，商品一般处于熊市。因国内股市对政策更敏感，其表现另当别论。

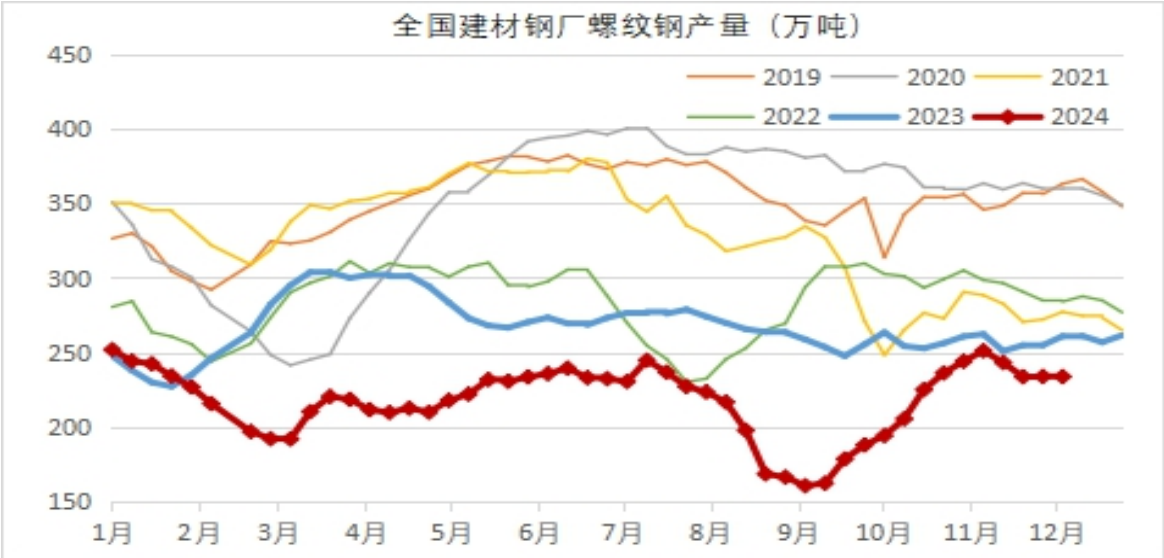
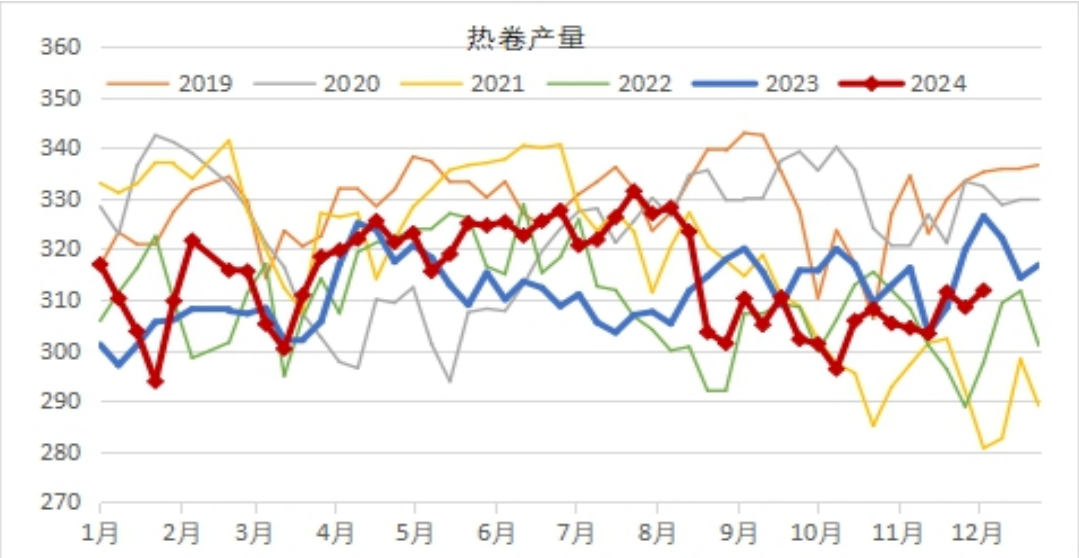
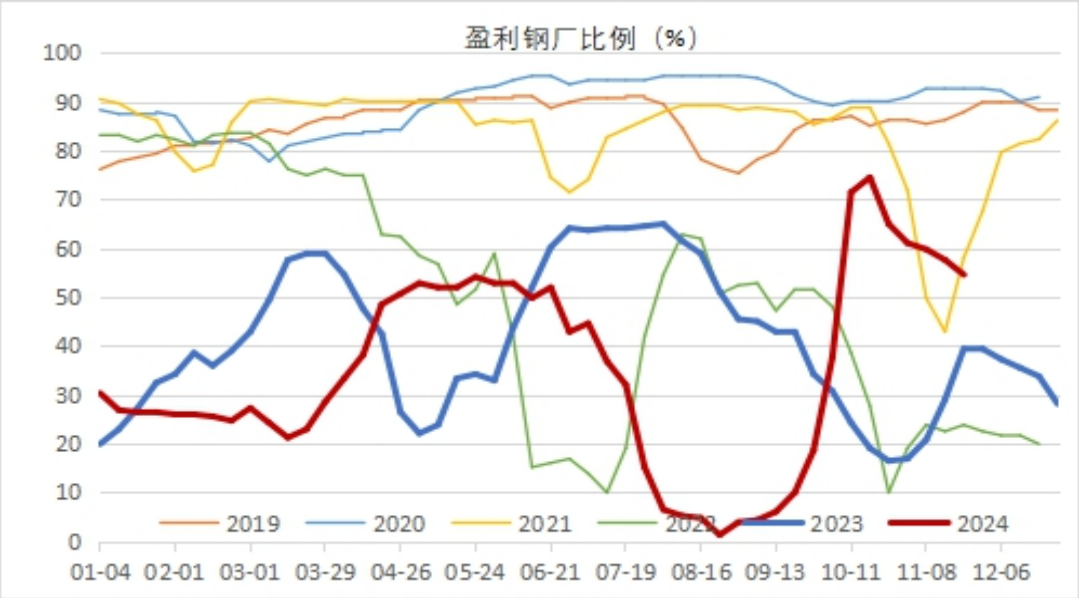


钢铁产业链整体情况



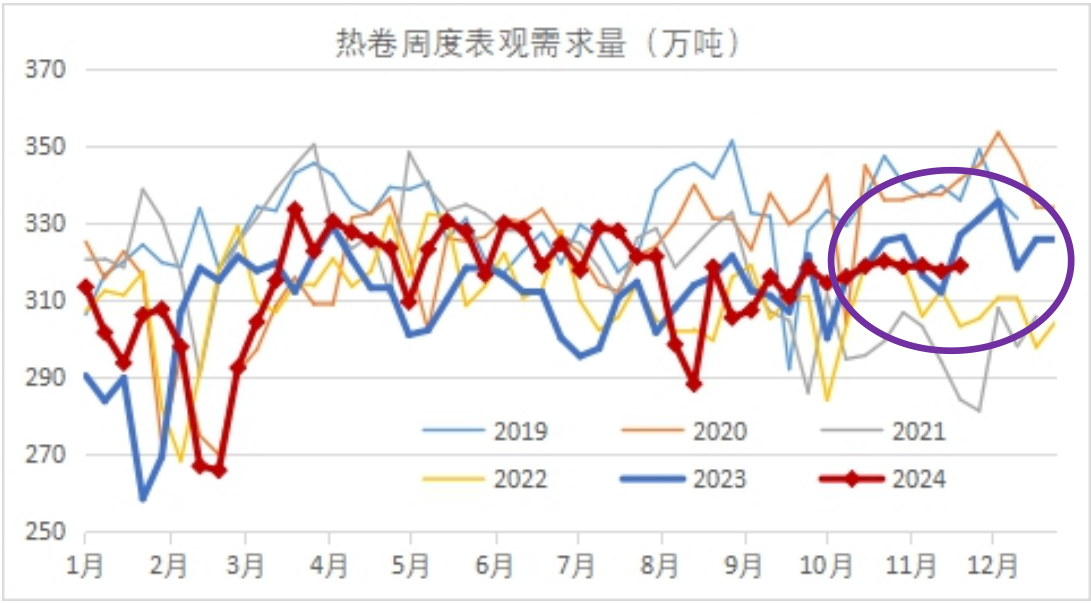
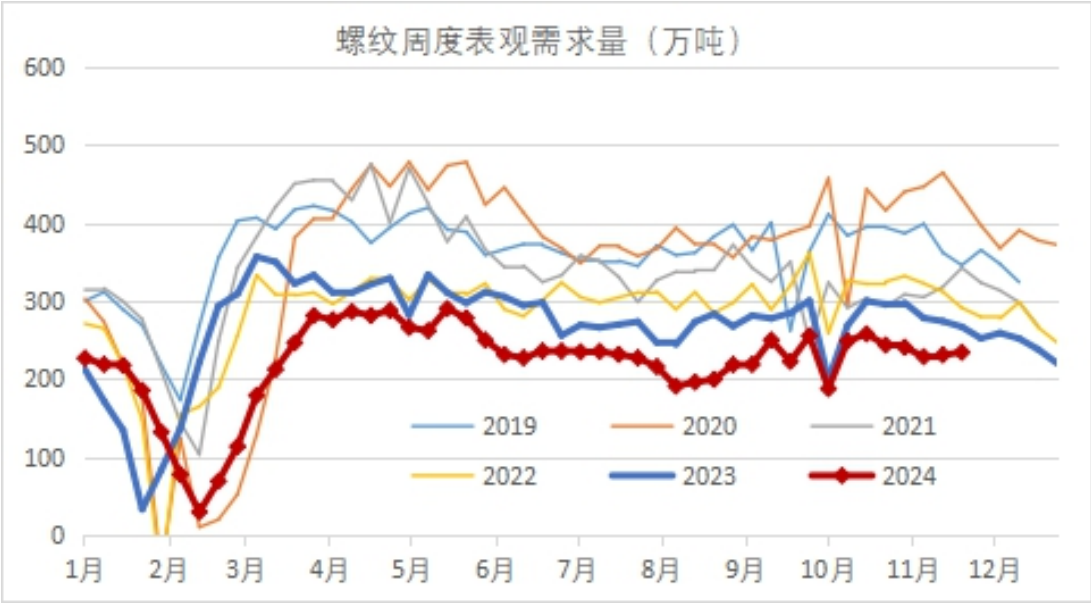
钢厂低利润将成为常态，更多钢厂转产热卷

- ☆ 由于市场竞争更加激烈，钢厂对亏损的忍耐程度提高，低利润将成为常态。
- ☆ 极低利润如果持续时间较长，则容易引起主动减产，主动减产则容易引发炉料品种的下跌，从而引发螺纹与铁矿石等品种的负反馈循环。
- ☆ 在普遍的亏损状态下，价格与利润更倾向于呈现正相关关系。



螺纹表观需求逐年走低，热卷的表观需求逐年走高但增幅放缓

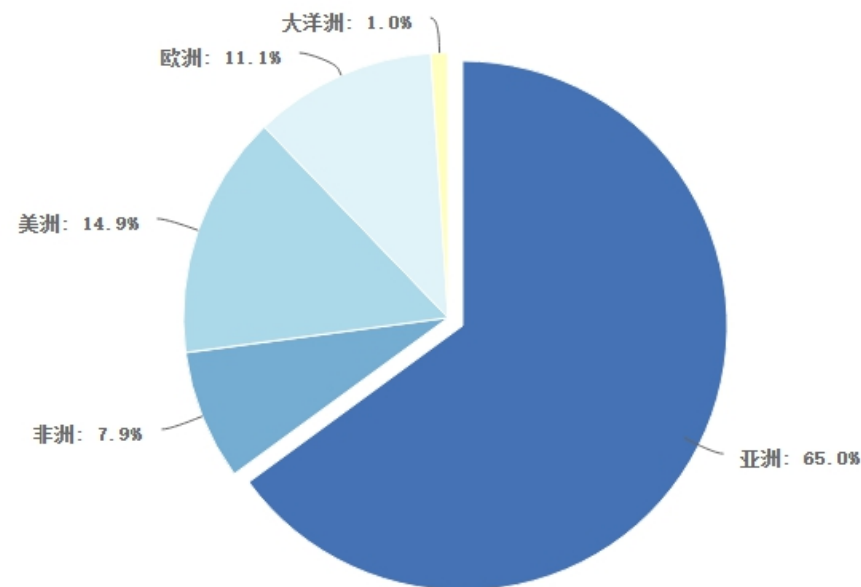
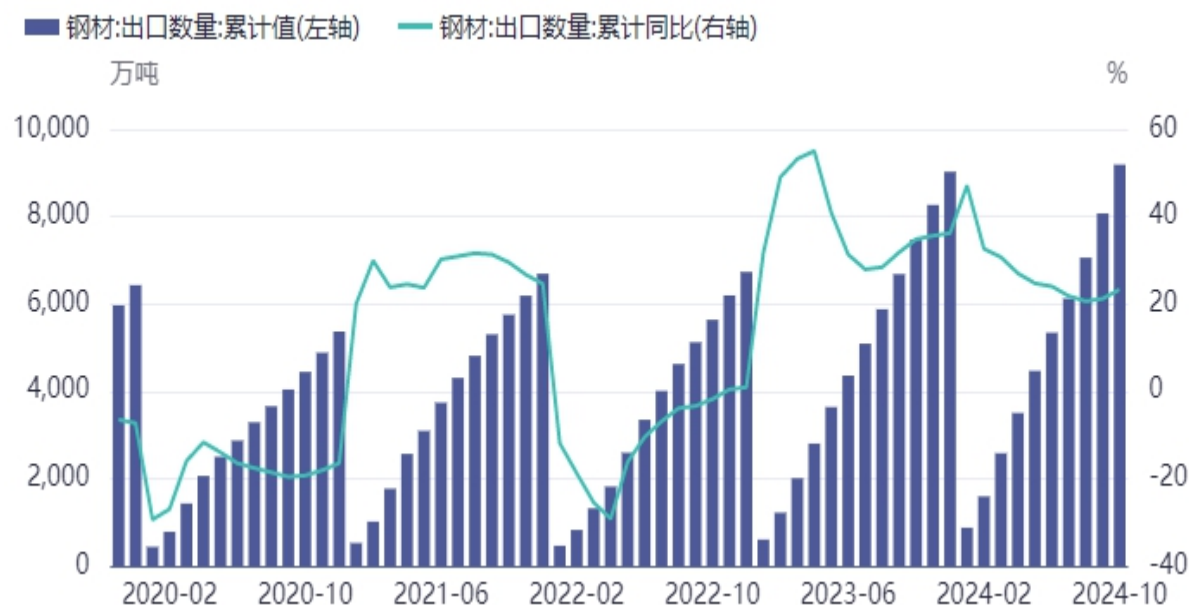
- ☆ 由于和房地产以及固定资产投资相关性更高，螺纹的表观需求逐渐走低，预计2025年这一趋势仍将延续
- ☆ 热卷的表观需求逐年走高，目前已经大幅高于螺纹的需求，未来该趋势还将延续。未来钢材的消费主要看制造业的表现。
- ☆ 不过，需要注意的是，目前热卷的表观需求明显不及去年同期。如果这一现象在明年还继续存在，则意味着热卷的表观需求同比大概率将有所回落，年度来看，总需求可能已经过了阶段性高点。



出口快速增加的趋势难以持续

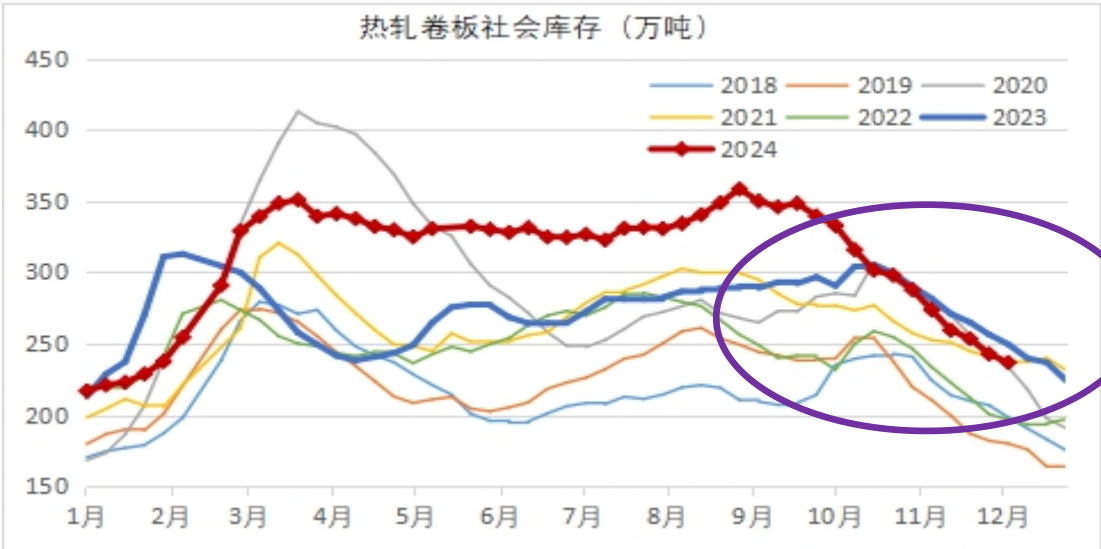
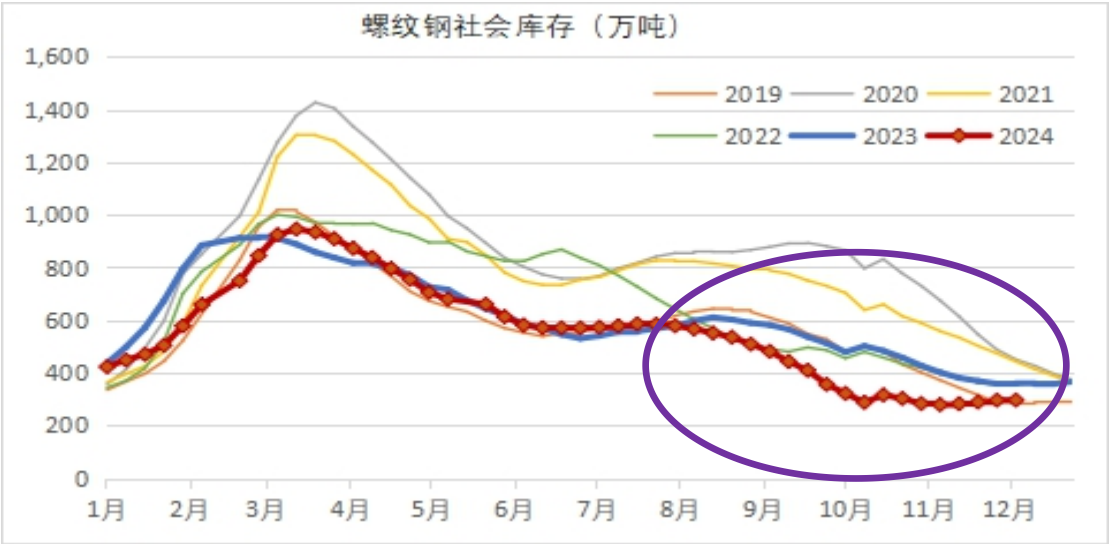
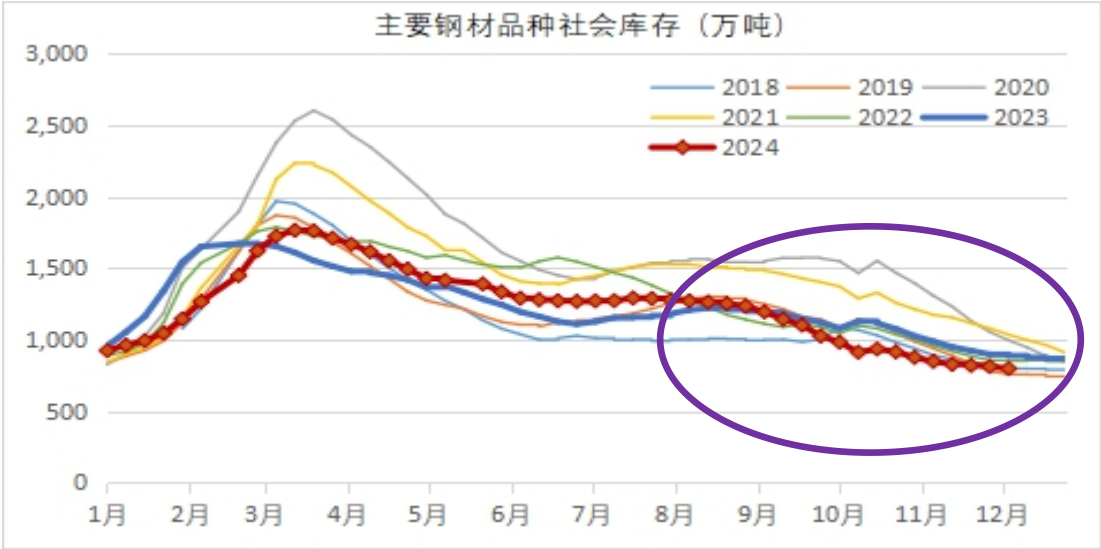
☆最近两年，钢材出口增速同比均在20%以上，主要出口地为亚洲、非洲、美洲。这些区域重工业相对落后。

☆因为国际市场担心贸易战的影响，部分2025年的出口需求前置，预计2025年的出口预计很难再保持高增速。钢材出口增速下降，乐观的情形是和今年持平。



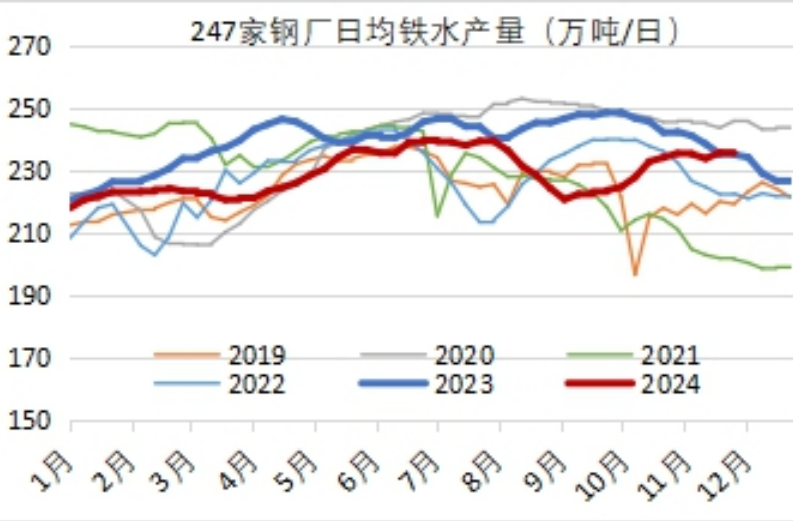
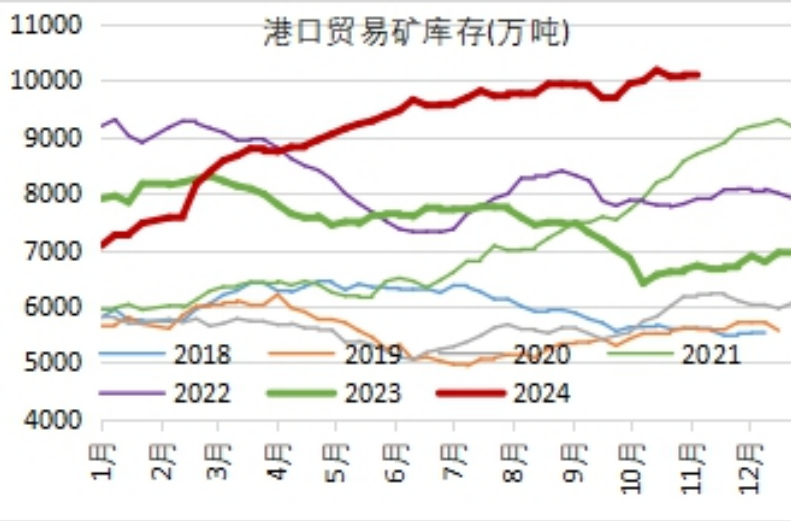
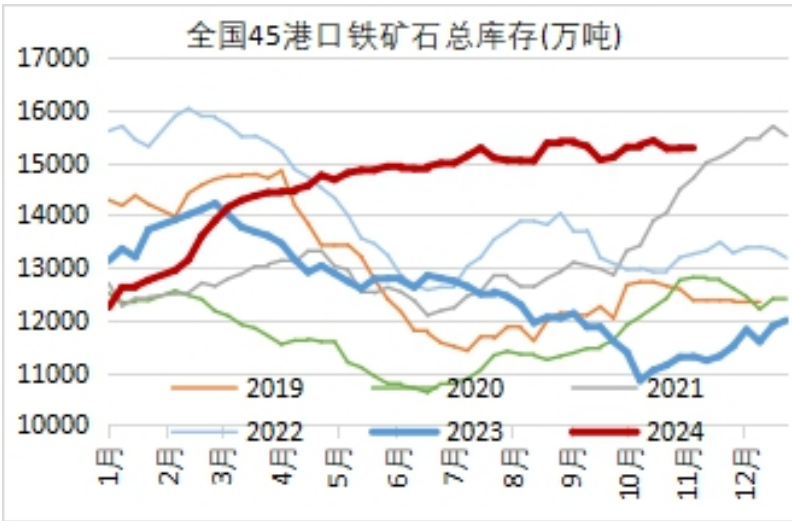
被动补库向主动去库转变

- ☆今年大部分时间，主要品种的社会库存同比偏高，但随着价格的下跌，在下半年库存快速下降，伴随的是价格的快速回落，市场进入主动去库状态。
- ☆2025年因为贸易战以及房地产方面的影响，市场预期偏弱，预计将延续主动去库态势，整体库存水平同比将转负。



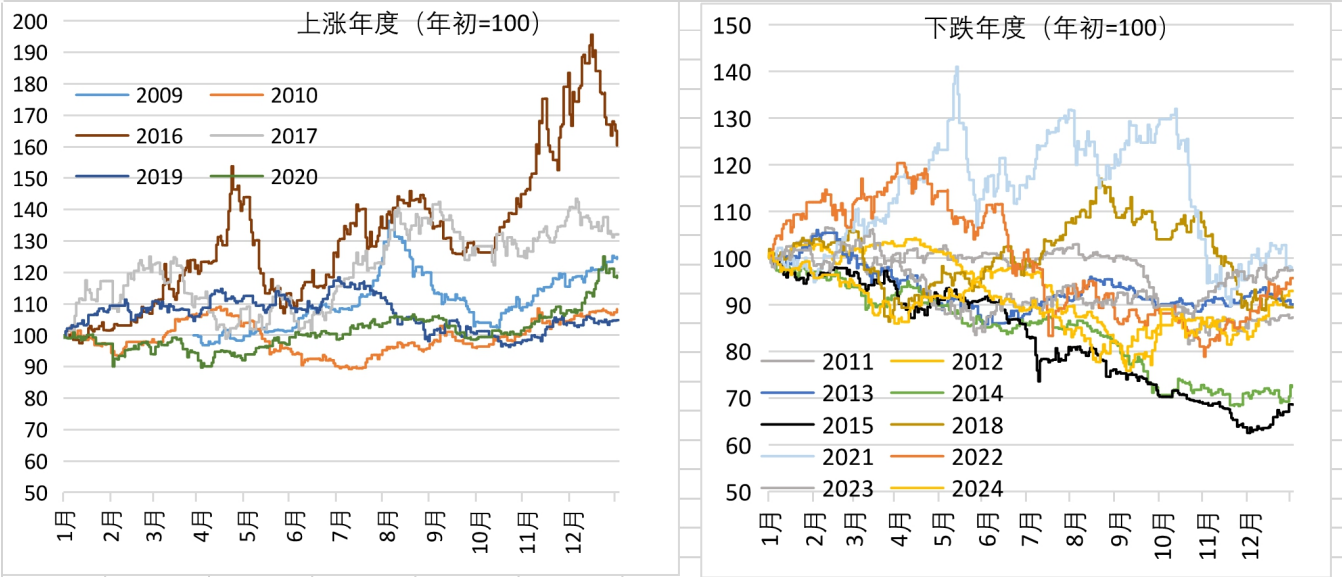
铁矿石的高库存，可能构成钢价的阶段性风险

- ☆ 目前国内45港口铁矿石库存远超往年同期水平，和2022年比较接近。
- ☆ 港口贸易矿库存亦处于纪录高位，且仍在不断增加。
- ☆ 随着粗钢产量的下降以及电弧炉产能和产量的增加，铁矿石需求预计将呈现逐年回落的态势。
- ☆ 在高库存的压力下，一旦钢厂在价格低位且在亏损比较严重时出现集中减产的情况，则容易引发“减产-铁矿石下跌-螺纹价格下跌”的负反馈循环。



螺纹的季节性：仍有望回归“淡季不淡、旺季不旺”的态势

- ☆ 螺纹的季节性主要表现我“淡季不淡、旺季不旺”
- ☆ 5、8、9三个月下跌概率大，其次是3月和10月，均是消费旺季。
- ☆ 12、1月、7月上漲概率大。其次是4、6、11月，2月也整体录得小幅上漲，均是消费淡季。
- ☆ 2022年因为受政策扰动比较大，季节性规律收到干扰。2025季节性规律的表现可能会好于今年



涨幅%	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2009				0.11	1.62	5.96	20.79	-10.72	-10.21	4.77	7.93	6.21
2010	-2.74	0.58	8.20	-1.77	-8.83	-5.03	5.86	1.65	-0.45	4.06	3.87	3.95
2011	4.69	-2.95	-2.15	2.54	-0.77	-2.57	3.64	-1.61	-10.45	-4.90	-0.76	2.77
2012	2.13	-0.03	0.54	-1.26	-3.87	-1.01	-6.84	-9.58	5.42	0.74	-3.57	13.81
2013	3.71	-2.31	-5.68	-5.48	-4.96	2.57	3.43	3.11	-4.00	-0.38	2.27	-1.91
2014	-2.94	-3.34	-1.28	-3.01	-5.15	0.53	0.07	-4.45	-13.70	2.03	-1.34	1.69
2015	-3.63	-0.15	-2.93	-2.50	0.22	-8.93	-2.65	-7.01	-6.56	-2.08	-9.16	9.96
2016	1.56	7.60	10.22	19.53	-23.29	17.80	3.07	-0.09	-5.68	15.56	14.10	-3.76
2017	17.28	2.45	-6.82	-3.16	-1.33	8.11	11.20	6.59	-6.35	-1.16	11.02	-6.19
2018	2.94	2.55	-13.43	3.76	2.45	2.75	8.77	0.12	-4.28	2.49	-16.60	0.63
2019	8.20	0.73	-2.73	6.16	-3.45	8.07	-4.50	-10.66	1.14	-3.06	5.82	1.16
2020	-2.68	-3.40	-2.53	2.51	5.81	-0.44	5.24	1.75	-6.15	3.02	4.76	14.18
2021	-2.58	9.43	4.90	10.17	-6.90	2.45	11.99	-7.89	7.06	-19.85	-7.33	1.72
2022	11.99	-3.38	9.14	-3.17	-4.70	-6.56	-9.25	-5.72	1.19	-10.53	10.22	10.11
2023	0.82	0.76	-0.55	-11.84	-5.37	7.27	3.99	-2.68	-1.78	1.48	4.96	1.79
2024	-3.18	-2.15	-9.21	6.33	1.63	-4.27	-5.96	-2.46	9.09	-3.35		
最大值	17.28	9.43	10.22	19.53	5.81	17.80	20.79	6.59	9.09	15.56	14.10	14.18
最小值	-3.63	-3.40	-13.43	-11.84	-23.29	-8.93	-9.25	-10.72	-13.70	-19.85	-16.60	-6.19
均值	2.37	0.43	-0.95	1.18	-3.56	1.67	3.05	-3.10	-2.86	-0.70	1.75	3.74

总结

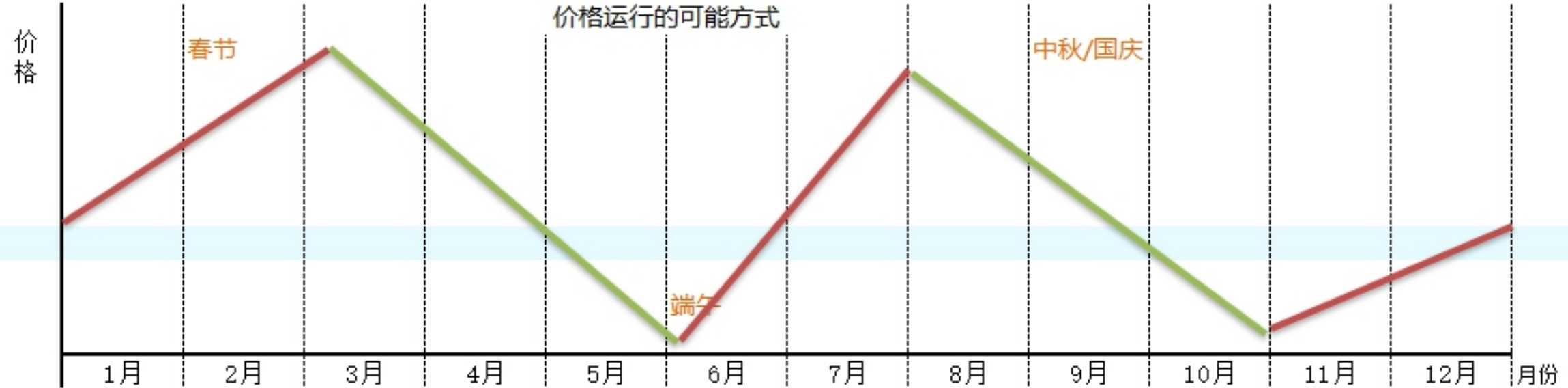
- ☆宏观视角：国内处于金融周期的下行阶段，经济增速面临较大的下行压力。海外方面，贸易战的影响下，部分出口需求前置，欧美经济体增速下行压力大，美国通胀形势严峻，美联储降息放缓，欧元区继续降息，美元指数继续上涨概率大，对大宗商品期价形成负面影响。全球制造业承压，对商品需求形成压制。
- ☆政策视角：为了应对下行压力，“货币-财政”双宽松，但对化债所带来的影响不宜有过高期待。财政赤字规模以及应对贸易战的措施增加影响更大，化债对实物工作量没有影响。
- ☆产业视角：大概率进入主动去库周期，钢厂低利润成为常态，价格与钢厂利润在较长的时间将呈现正相关关系，房地产对钢材需求延续下降的趋势，制造业对钢材需求增幅放缓，出口增速将回落。
- ☆股市的上涨，有可能会带动信心的改善，提振市场情绪。
- ☆季节性：将回归淡季不淡、旺季不旺，节奏和以往接近。
- ☆整体来看，多空双方力量对比没有非常明显的失衡，因而维持宽幅震荡概率大，难以走出长线级别的上行或者下行趋势。

策略建议

☆没有明显的长周期的趋势性行情

☆节奏为王，整体以中线波段思路对待更为合适

☆在节奏上：12月至2月，做多为主；3-5月，做空，注意4月可能出现的反弹行情；6-7月，逢低做多，8-10月，逢高做空；11月之后，等待机会中线逢低做多。



风险分析

- ☆在政策提振下，房地产方面的表现超预期；
- ☆贸易战不如预期的强烈；
- ☆因为铜等有色金属价格处于相对偏高的位置，受贸易战的影响，这些品种下行压力可能相对更大。如果明年铜等有色金属价格出现大幅下挫，对黑色商品形成较大的压力。（在2014-2015的下跌周期，原油价格从高位快速回落，给商品市场整体增加较大的下行压力）

山金期货简介

山金期货有限公司成立于1992年11月，注册资本6亿元，是山东黄金（SH.600547）旗下山金金控的全资子公司。公司具有商品期货经纪业务、金融期货经纪业务、期货投资咨询、资产管理业务资格，是中国四大交易所及上海国际能源交易中心的会员，是目前国内成立最早、运作最规范的期货公司之一。

公司依托山东黄金实体产业背景，积极完成了企业战略、经营理念、发展规划等全方面转型。公司法人治理结构完善，内部管理体制和风险防范机制健全，现在上海、杭州、天津、济南、烟台、东营、厦门、晋江等城市设有分支机构。

公司立足长远，稳健经营，努力实现与客户双赢，正以昂扬的姿态全力打造特色鲜明、业内领先的产业化特色金融衍生品服务商！

免责声明

本报告由山金期货投资咨询部制作，未获得山金期货有限公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在山金期货有限公司及其研究人员知情的范围内，山金期货有限公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎，了解市场风险，投资量力而行。



山东黄金集团有限公司

SHANDONG GOLD GROUP CO.,LTD.

THANKS



山东黄金集团有限公司
SHANDONG GOLD GROUP CO.,LTD.

山金期货有限公司
SHANDONG GOLD FUTURES CO.,LTD.

请务必阅读文后重要声明
投资有风险、入市须谨慎