



SD-GOLD

# 本轮“反内卷”行情还能持续多久？

——本轮黑色系商品上涨逻辑梳理与未来走势研判

曹有明

从业资格号：F3038998

交易咨询号：Z0013168

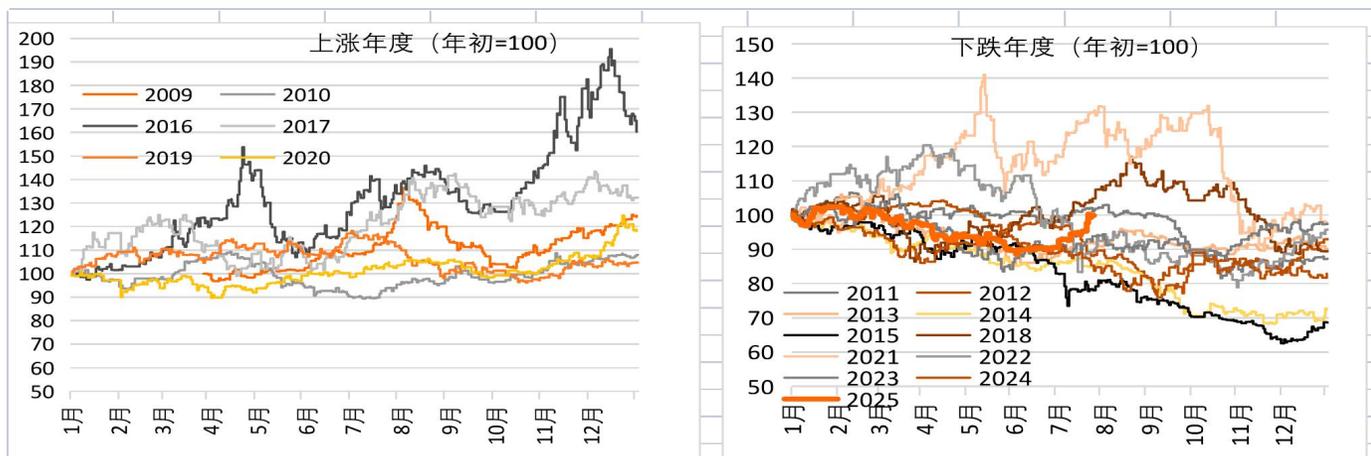
2025年7月25日 星期五



投资有风险，入市需谨慎

- 一. 本轮黑色系商品上涨的一般性和特殊性
- 二. 近期钢材方面的数据解读
- 三. 行情展望

# 为什么7月份的上涨具有一般性



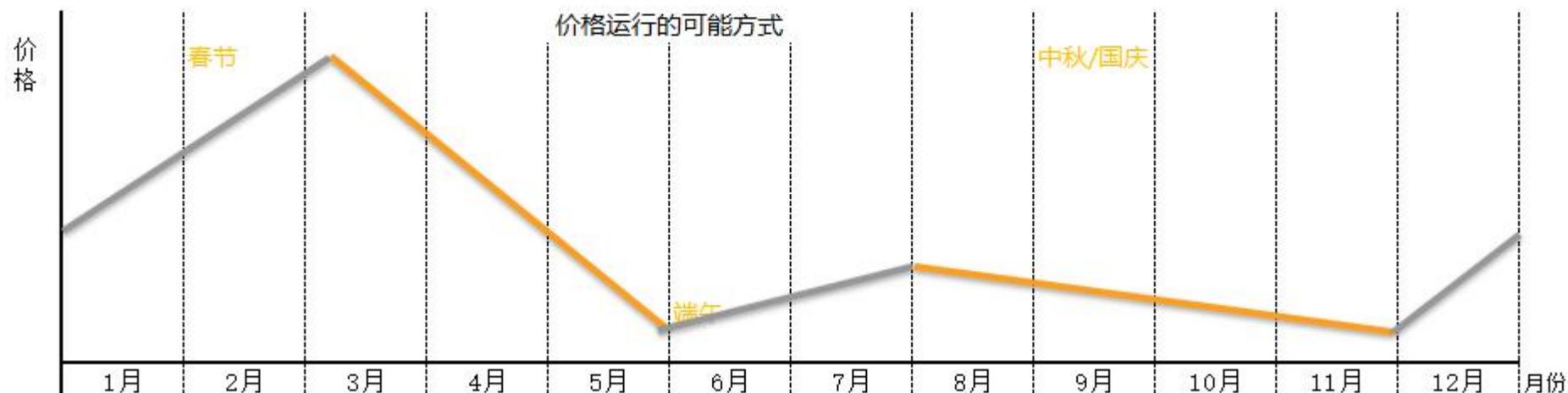
涨幅%	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2009				0.11	1.62	5.96	20.79	-10.72	-10.21	4.77	7.93	6.21
2010	-2.74	0.58	8.20	-1.77	-8.83	-5.03	5.86	1.65	-0.45	4.06	3.87	3.95
2011	4.69	-2.95	-2.15	2.54	-0.77	-2.57	3.64	-1.61	-10.45	-4.90	-0.76	2.77
2012	2.13	-0.03	0.54	-1.26	-3.87	-1.01	-6.84	-9.58	5.42	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	-3.48	-2.10
2025	2.21	-1.60	5.08	-1.99	-4.36	1.22						
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	2.36	0.30	-0.58	1.00	-3.60	1.64	3.05	-3.10	-2.86	-0.70	1.42	3.38
上涨概率	62.50%	43.75%	37.50%	47.06%	29.41%	58.82%	68.75%	31.25%	31.25%	50.00%	56.25%	75.00%
下跌概率	37.50%	56.25%	62.50%	52.94%	70.59%	41.18%	31.25%	68.75%	68.75%	50.00%	43.75%	25.00%

- 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。
- 2021年因为受政策扰动比较大，季节性规律受到干扰。2025的季节性规律预计和2014年比较接近，6-7月的反弹整体幅度有限，8-10月份仍有较大的下行压力，在年底预计将会有一定幅度的反弹

投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

# 半年报中我们已经提前预判了7月份行情的上涨



- 整体维持弱势震荡，没有明显的长周期的趋势性行情。下行周期也还没有到翻转的时候。
- 节奏为王，整体以中线波段思路对待更为合适。7月，逢低做多，目前仅适合回调后短线做多，大涨之后就不可追涨了；8-11月，逢高做空为主；11月之后，等待机会中线逢低做多
- 套利方面，做多螺矿比或者卷矿比，胜率及赔率均占优。风险主要在于螺矿比的上升不一定会在下半年出现，但大方向没有问题。

(备注：此为今年6月半年报的观点)

# 为什么今年7月的上涨具有其特殊性？



- 6月份，市场担心一致看空过于强烈，价格已经充分反映了市场的一致预期，存在上涨的可能。
- 7月1日中央财经委第六次会议，直接点燃本轮价格上涨行情，叠加后续的中央城市工作会议和对中央政治局会议的乐观预期。

# 顶层关注“反内卷”，各部委跟进推出各项政策

表1：“反内卷”重要政策事件及其内容

时间	政策事件	内容
2024/07/30	中共中央政治局召开会议	防止“内卷式”恶性竞争
2024/12/11	中央经济工作会议	综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为
2025/02/25	市场监管总局召开部分企业公平竞争座谈会	整治“内卷式”竞争的具体建议
2025/03/05	《政府工作报告》	要加快建立健全基础制度规则，破除地方保护和市场分割，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点，综合整治“内卷式”竞争
2025/05/26	《人民日报》发表《反“内卷”该出手时就出手》	监管者应“该出手时就出手”引导平台企业摒弃打价格战这种“内卷式”竞争
2025/05/31	中国汽车工业协会发布《关于维护公平竞争秩序，促进行业健康发展的倡议》	引导所有企业遵从公平竞争原则，坚持创新驱动，持续提升产品品质和服务质量
2025/06/29	《人民日报》刊发《在破除“内卷式”竞争中实现高质量发展》	要“破除‘内卷式’竞争”、“加大‘内卷式’竞争整治力度”
2025/07/01	中央财经委员会第六次会议	要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出
2025/07/01	《求是》杂志刊发《深刻认识和综合整治“内卷式”竞争》	要靠供需两侧同时发力、规范政府行为、强化行业自律推动“反内卷”
2025/07/01	中国水泥协会《关于进一步推动水泥行业“反内卷”“稳增长”高质量发展工作的意见》	将优化产业结构调整，推动去产能
2025/07/03	工信部组织14家光伏行业企业及光伏行业协会召开座谈会	光伏龙头表态“反内卷”，多家企业官宣减产
2025/07/11	多行业推动“反内卷”	中汽办表示要严格防止“内卷外溢”，国家邮政局召开会议强调完善邮政快递领域市场制度规则，部分焦炭企业召开市场分析会

资料来源：新华社、人民日报、求是杂志、工信部网站等

7月22日——【严查煤矿超产、整治内卷风暴来袭，煤炭股昨日上演涨停潮，焦煤连续涨停】煤炭板块昨日午后集体爆发，消息面上，当日午间，一则有关“煤矿生产核查”的通知流传于市：国家能源局综合司近日发布了《关于开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》。《通知》提到，今年以来，全国煤炭供需形势总体宽松，价格持续下行，部分煤矿企业“以量补价”，超公告产能组织生产，严重扰乱煤炭市场秩序。本次核查范围为山西、内蒙古、安徽、河南、贵州、陕西、宁夏、新疆等8省(区)的生产煤矿，已进入联合试运转的煤矿参照生产煤矿进行核查。记者从中国煤炭运销协会了解到，该文件内容属实，何时开始核查尚不确定。据通知，具体核查内容包括：一是煤矿2024年全年原煤产量是否超过公告产能（其中已进入联合试运转的煤矿以公告的建设规模为准，下同），2025年1-6月单月原煤产量是否超过公告产能的10%；二是企业集团有限公司在安排2025年计划时，是否向所属煤矿下达超过公告产能的生产计划及相关经济指标；三是煤矿在安排2025年季度、月度生产计划时，是否存在不均衡、不合理的情况。

# “反内卷” 主要涉及的行业

- 光伏
- 新能源汽车
- 平台企业
- 产能过剩的钢铁、煤炭、化工、建材、有色等十大行业。

# “反内卷”与2015年供给侧改革的比较

- 2015年供给侧改革之所以带来大宗商品价格的大幅上涨，主要因其后的货币化棚改以及全球经济的回暖。当时的市场情景是供给收缩+需求扩张
- 本轮“反内卷”暂时尚处于政策出台阶段，市场主要炒作预期，供给收缩不明显。
- 受贸易战以及国内房地产市场的低迷影响，预计在相当长时间很难看到需求扩张
- 因此，本轮“反内卷”能否扭转黑色、化工的熊市格局，需要看未来终端需求能否改善
- 2016供给侧改革，市场是强现实与弱预期的博弈，期价深度贴水，本次“反内卷”是弱现实强预期，期价由贴水转大幅升水

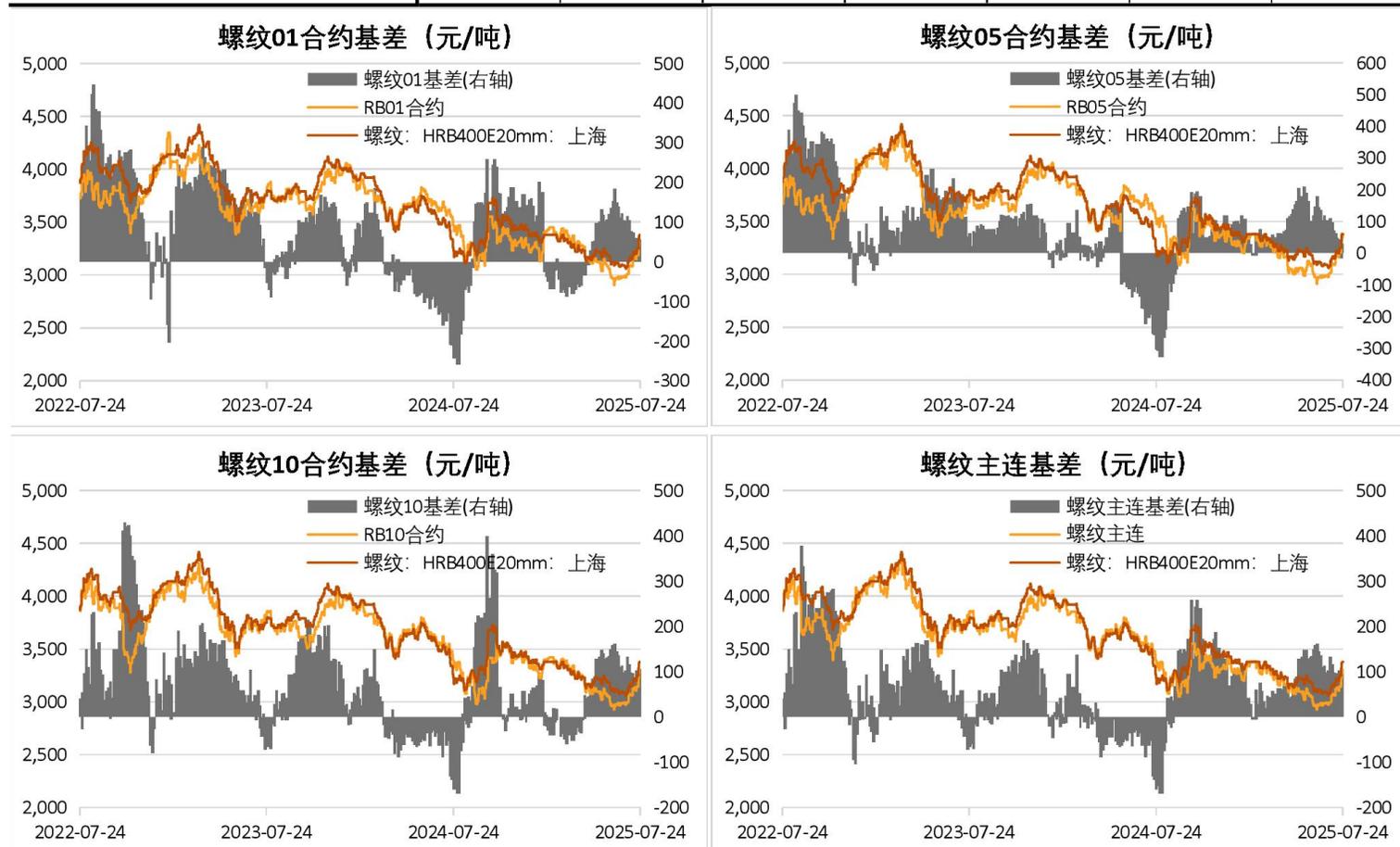
	2015年供给侧结构性改革	本轮“反内卷”
目标行业	以国有企业为核心的钢铁、纺织等传统行业	传统行业+以私企为主的新兴行业
政策方式	政府主导、财政政策引领市场	行业协会主导、企业自觉遵守
基本策略	控制存量产能，提振增长	控制增量产能，稳定经济
改革任务	去无效产能，优化产业结构	提质增效，创新实现高质量发展
核心焦点	去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板	整治价格战、盲目扩产，鼓励研发、产能升级

资料来源：新华社等

# 螺纹期现货价格反弹，基差收敛

螺纹基差 (元/吨)	最新	上周	上月	去年同期	周环比	月环比	年同比
螺纹现货-01合约	27	41	99	-237	-14	-72	+264
螺纹现货-05合约	2	24	98	-297	-22	-96	+299
螺纹现货-10合约	86	87	95	-161	-1	-9	+247

由高峰期的200左右回归至86左右



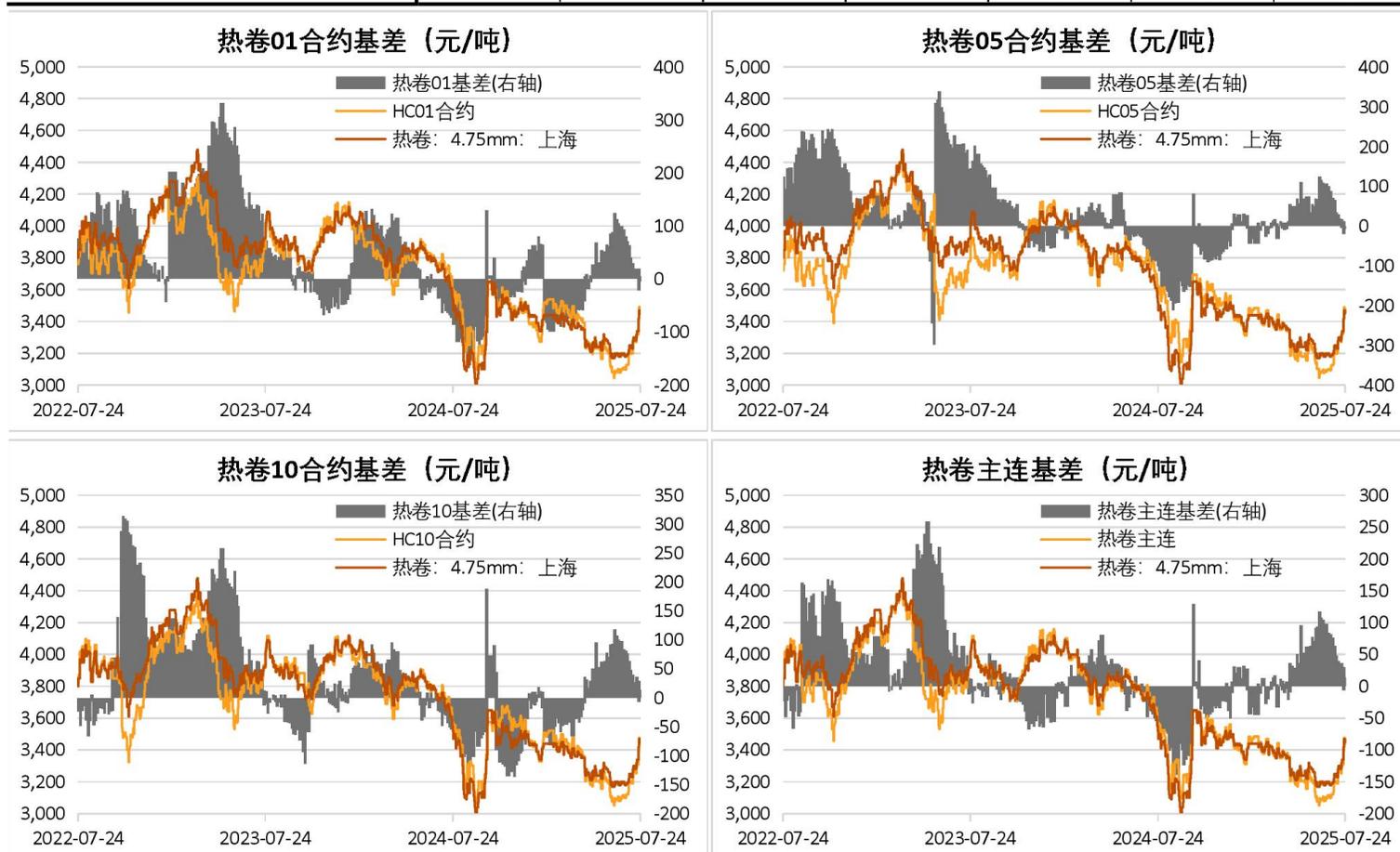
投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

# 热卷基差已经转负

热卷基差 (元/吨)	最新	上周	上月	去年同期	周环比	月环比	年同比
热卷基差: 现货-01合约	-2	12	78	-15	-14	-80	+13
热卷基差: 现货-05合约	-9	11	87	-30	-20	-96	+21
热卷基差: 现货-10合约	14	28	78	-3	-14	-64	+17

高峰期约140左右，01、05合约基差目前跌至负值。

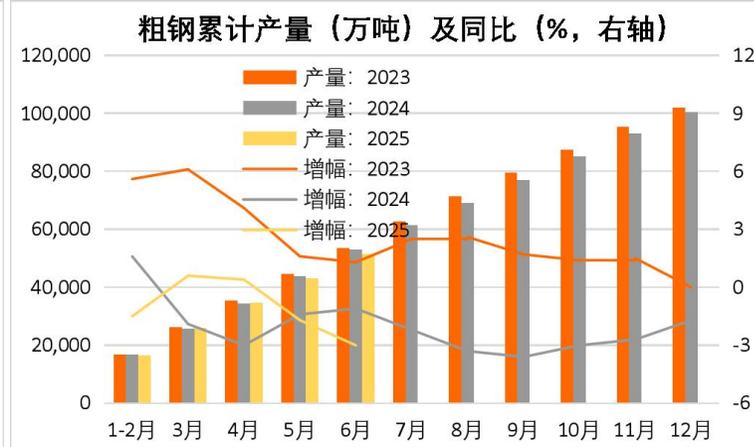
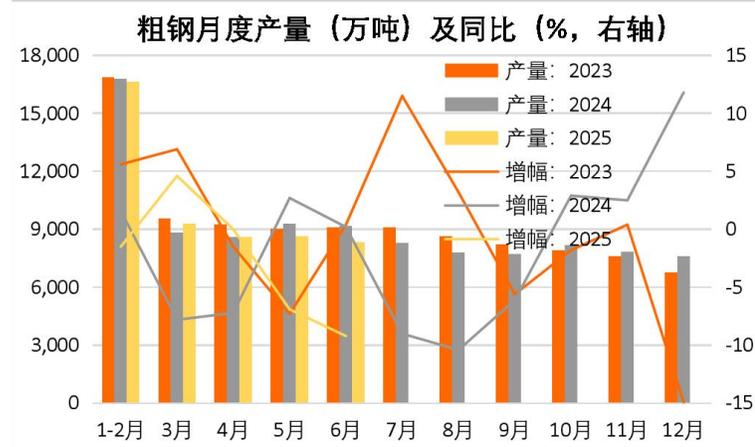


投资有风险，入市需谨慎

数据来源: iFinD、山金期货投资咨询部

# 粗钢产量月度以及累计同比均已转负

国内粗钢产量	最新	上月	去年同期	月度环比	当月同比
粗钢月度产量 (万吨)	8318	8655	9161	-336	-842
月度产量同比 (%)	-9.2	-6.9	0.2	-2.3	-9.4
粗钢产量累计值 (万吨)	51483	43163	53057	—	-1575
累计同比 (万吨)	-3	-1.7	-1.1	-1.3	-1.9

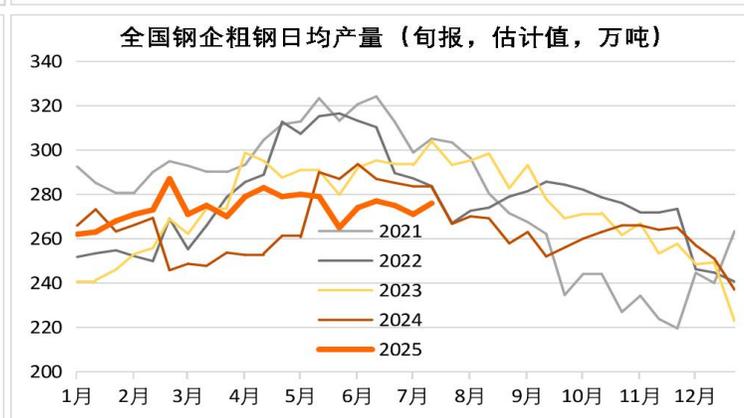
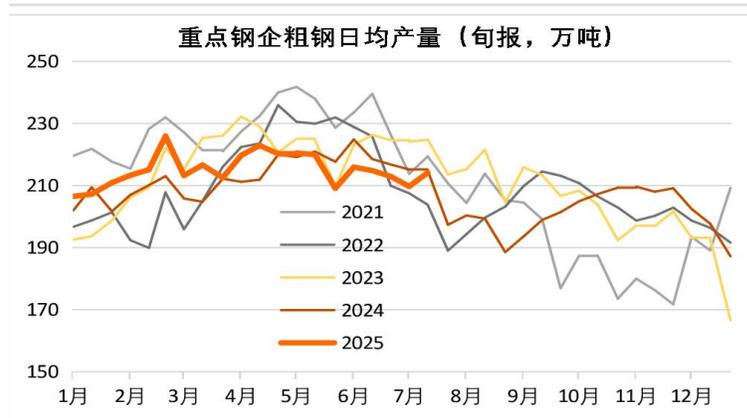
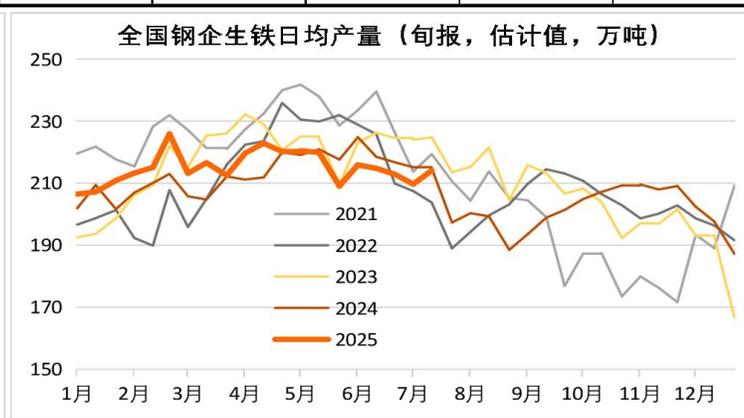
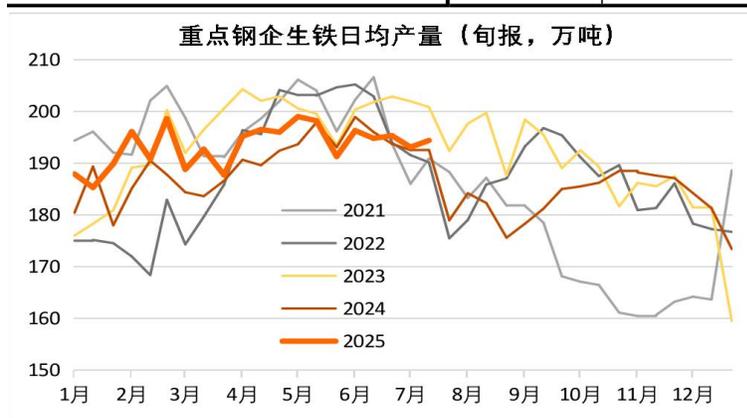


产量的下降主要因6月价格低迷且预期较差造成。另外，贸易战的影响暂时没有明显的体现。

但是，随着钢厂盈利的好转以及市场进入消费旺季，“反内卷”没有全面执行的划，则产量仍有上升的可能

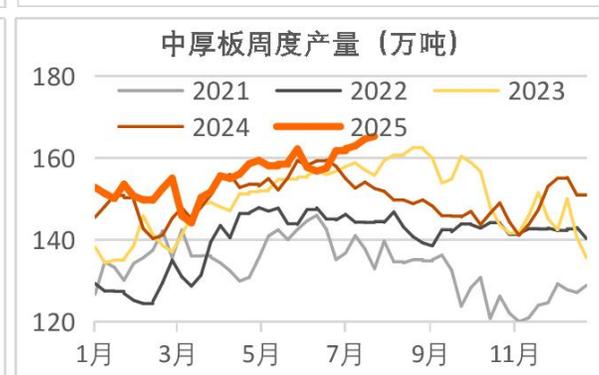
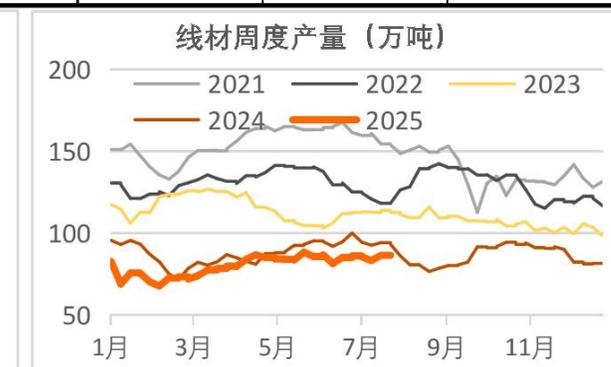
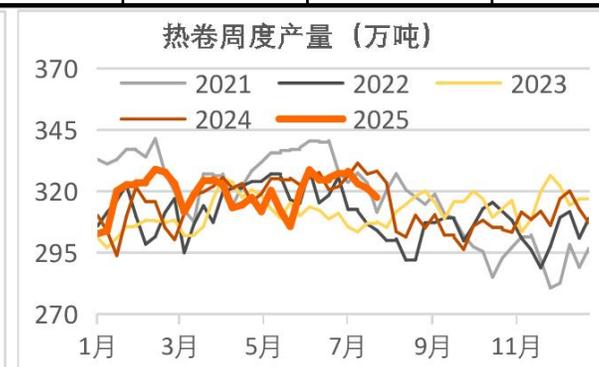
# 钢协的数据显示生铁产量有所回升，粗钢产量同比小幅下降

产量 (旬报, 万吨, 中钢协)	最新	上旬	上月	去年同期	旬环比	月环比	年同比
重点钢企生铁日均产量	194.4	193.1	194.8	192.6	+1.3	-0.4	+1.8
全国钢企生铁日均产量 (估计值)	237.0	236.0	238.0	238.1	+1.0	-1.0	-1.1
重点钢企粗钢日均产量	214.1	209.7	214.8	214.8	+4.4	-0.7	-0.7
全国钢企粗钢日均产量 (估计值)	276.0	271.0	277.0	283.3	+5.0	-1.0	-7.3
重点钢企钢材日均产量	208.0	198.8	212.1	203.7	+9.2	-4.1	+4.3
全国钢企钢材日均产量 (估计值)	419.0	409.0	416.0	394.8	+10.0	+3.0	+24.2



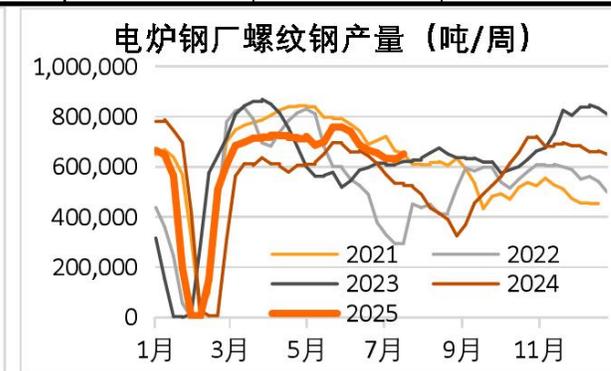
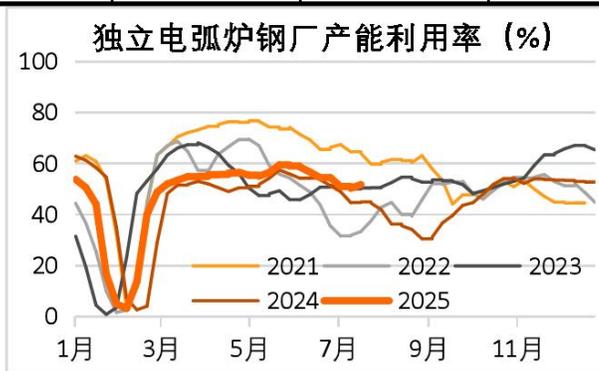
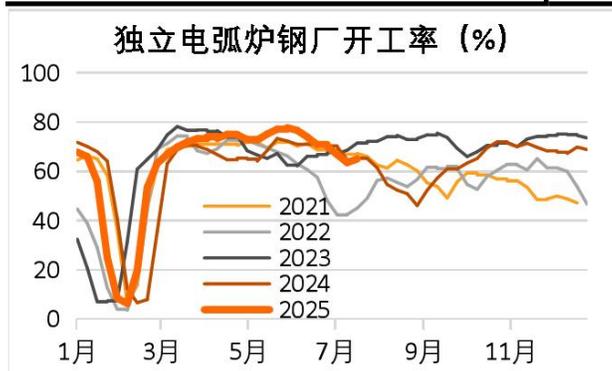
# 建材产量降幅明显，板材产量总体略增，总产量略有回落

钢厂产量 (万吨/周, MySteel)	最新	上周	上月	去年同期	周环比	月环比	年同比
螺纹	211.96	209.06	217.84	216.69	+2.90	-5.88	-4.73
热卷	317.49	321.14	327.24	328.21	-3.65	-9.75	-10.72
线材	85.25	86.35	86.09	93.03	-1.10	-0.84	-7.78
冷卷	86.96	87.01	88.06	85	-0.05	-1.10	+1.96
中厚板	165.31	164.63	161.76	152.55	+0.68	+3.55	+12.76
五大品种总产量	866.97	868.19	880.99	875.48	-1.22	-14.02	-8.51



# 独立电弧炉产量有所回落，后市大概率将回升

电弧炉钢厂开工及废钢数据	最新	上周	上月	去年同期	周环比	月环比	年同比
独立电弧炉钢厂开工率 (%)	65.08	63.59	54.54	65.36	+1.49	+10.54	-0.28
独立电弧炉钢厂产能利用率 (%)	51.79	50.36	54.54	44.98	+1.43	-2.75	+6.81
电炉钢厂螺纹钢产量 (吨/周)	651,800	627,300	666,800	525,720	+24500	-15000	+126080
电炉钢厂盘螺产量 (吨/周)	361,100	351,400	361,660	327,705	+9700	-560	+33395
废钢到货量: 准入企业 (万吨/日)	4.68	4.77	5.1	5.1	-0.09	-0.42	-0.42
废钢库存: 准入企业 (万吨)	61.45	60.95	58.36	63.82	+0.50	+3.09	-2.37

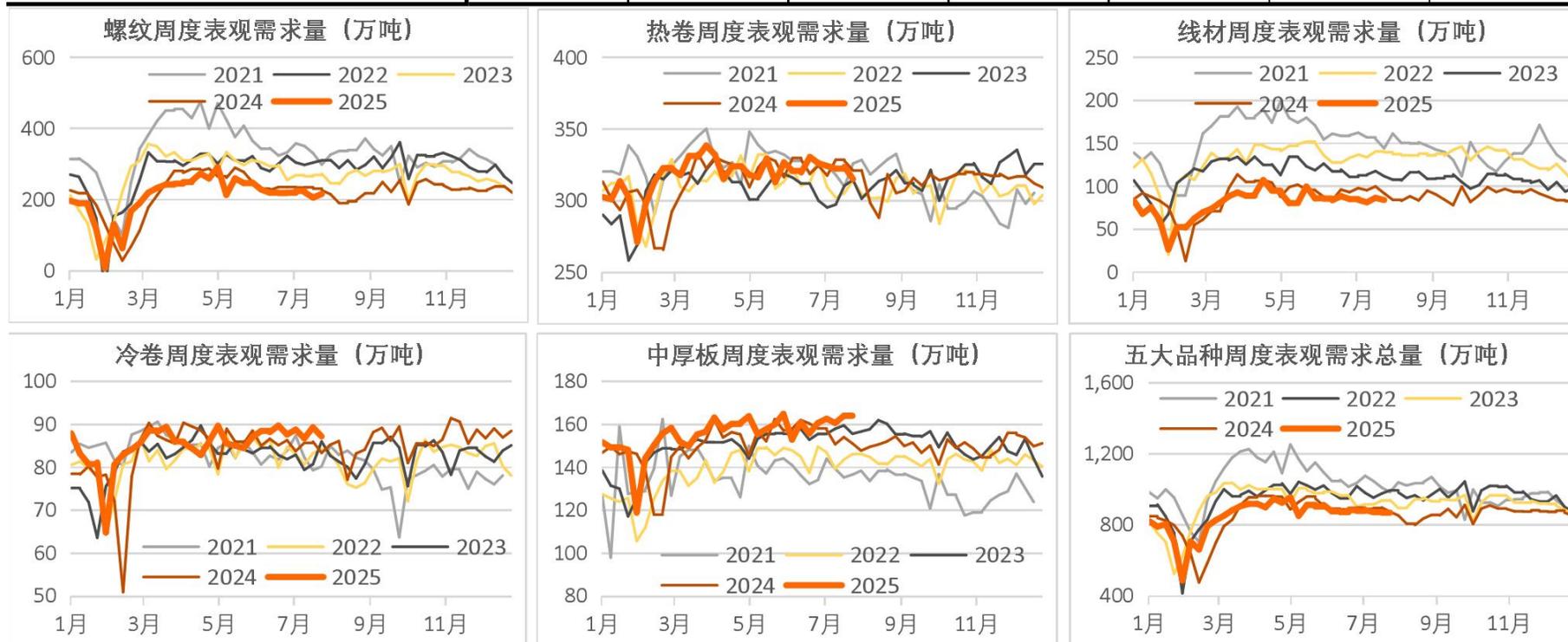


投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

# 建材的表观需求较差，板材的表观需求较好，整体和去年同期接近

钢材表观需求 (万吨/周, MySteel)	最新	上周	上月	去年同期	周环比	月环比	年同比
螺纹	216.6	206.2	219.9	227.0	+10.4	-3.3	-10.4
热卷	315.2	323.8	326.3	321.2	-8.6	-11.0	-6.0
线材	84.2	86.7	85.3	92.0	-2.5	-1.1	-7.8
冷卷	87.2	89.4	87.7	83.4	-2.1	-0.5	+3.8
中厚板	164.9	164.1	160.7	151.2	+0.8	+4.2	+13.7
五大品种	868.1	870.1	879.9	874.8	-2.0	-11.7	-6.7



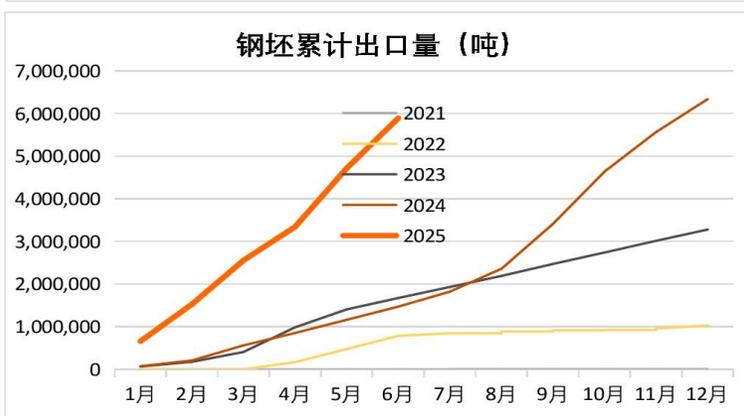
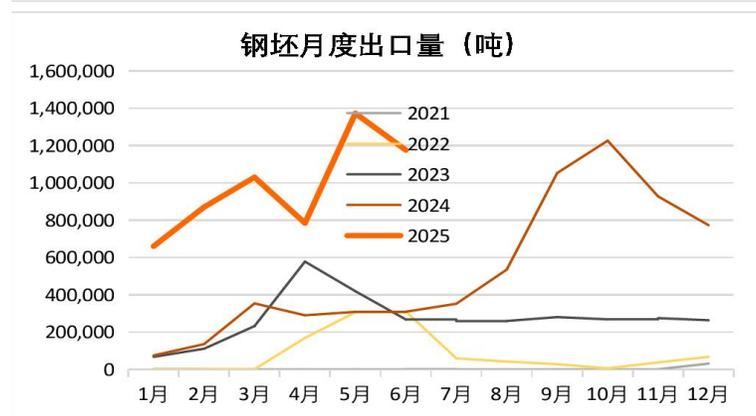
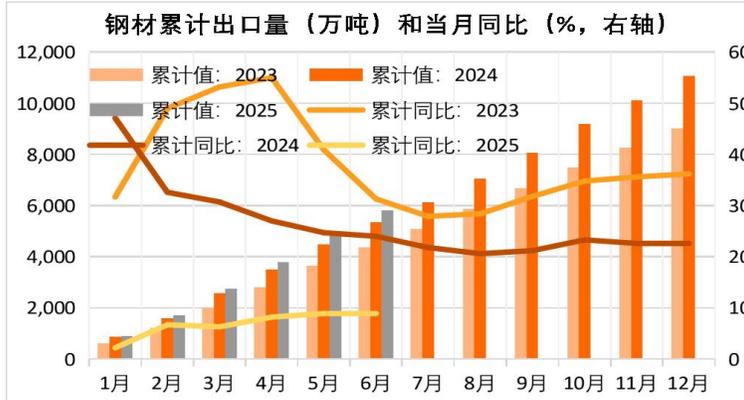
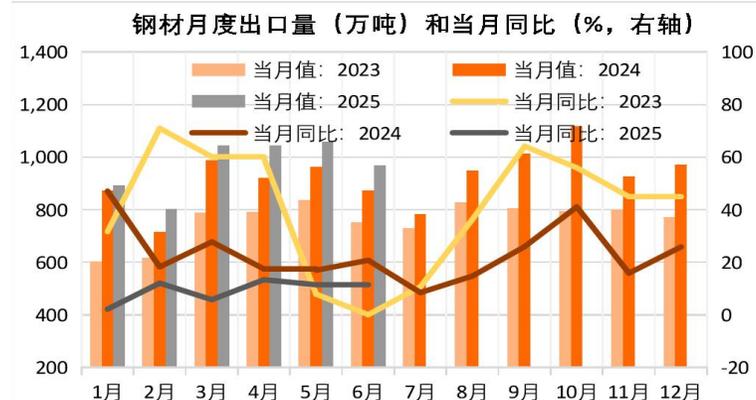
投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

# 出口整体增加，但增速放缓；钢坯出口快速增长，支撑出口增速

钢材出口数据	当月	上月	去年同期	月环比	年同比
钢材出口量：当月值 (万吨)	968	1058	874	-90	+94
钢材出口量：当月同比 (%)	10.9	11.5	20.8	-0.6	-9.9
钢材出口量：累计值 (万吨)	5815	4847	5340	+968	+475
钢材出口量：累计同比 (%)	9.2	8.9	24.0	+0.3	-14.8
钢坯出口量：当月值 (万吨)	117.6	137.2	30.9	-19.7	+86.6
钢坯出口量：累计值 (万吨)	589.2	471.7	147.2	+117.6	+442.0

- 出口增加的部分，主要是钢坯出口高增速带动。目前贸易战并没有影响到钢材以及钢坯的出口。
- 由于5月关税战暂缓，抢出口是推动钢材出口以超预期速度增加的重要原因。
- 随着美国对贸易对手加征关税的落地，钢坯以及钢材出口增速大概率将会回落

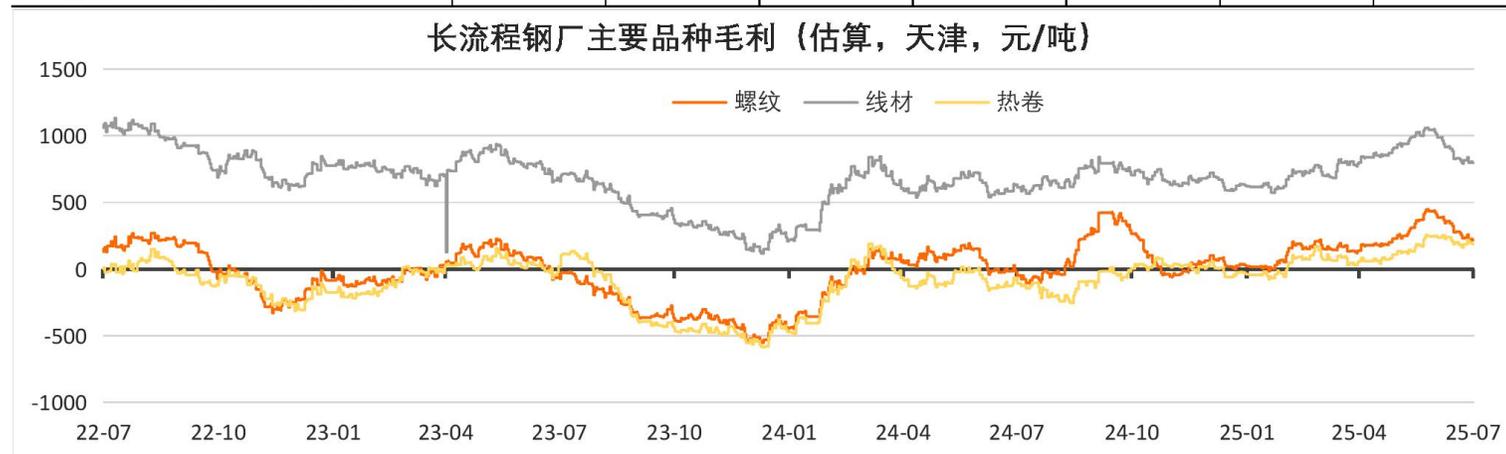


投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

# 钢厂毛利有所回落，主要因近期炉料品种上涨较快

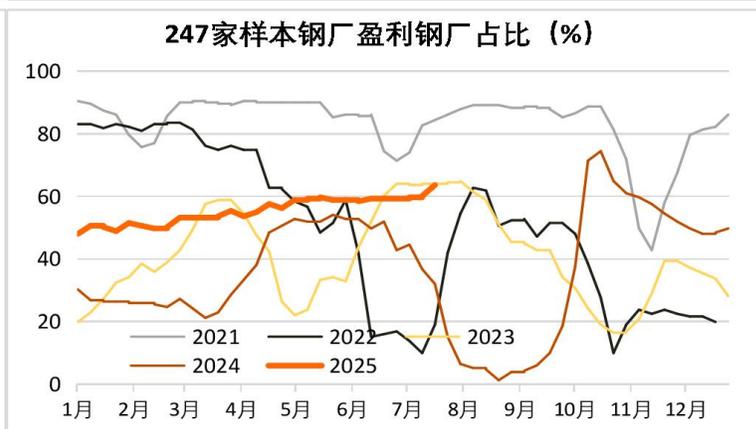
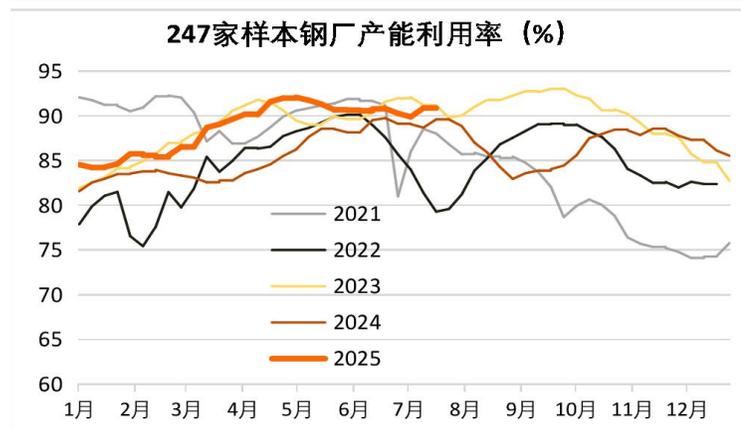
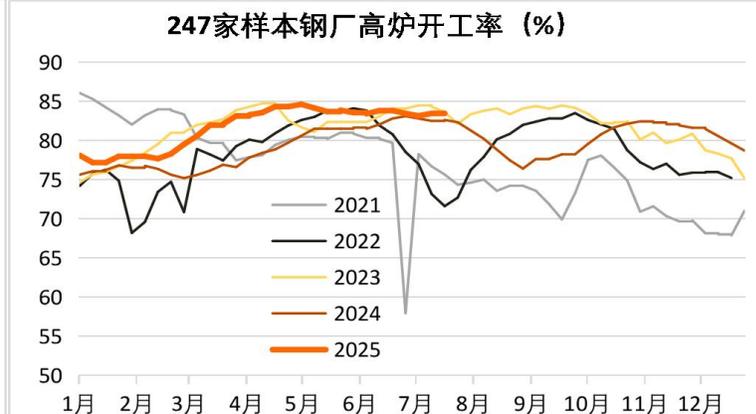
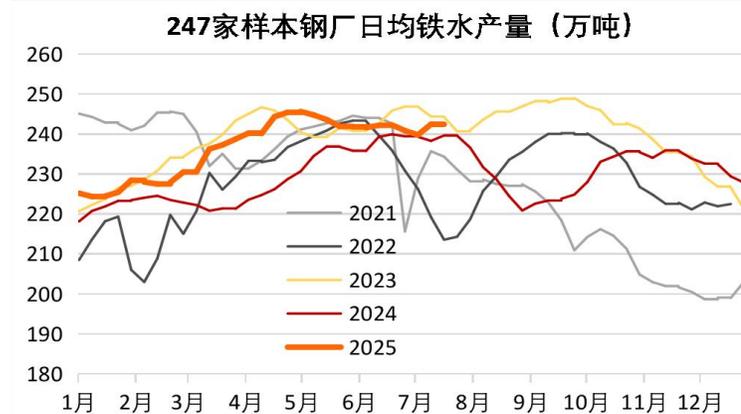
钢材生产毛利 (天津, 估算, 元/吨)	最新	上周	上月	去年同期	周环比	月环比	年同比
螺纹 (=螺纹-2.4*铁矿-0.68*焦炭-250)	218	237.6	426.8	-24.4	-20	-209	242
热卷 (=热卷-2.4*铁矿-0.68*焦炭-400)	188	187.6	246.8	-64.4	0	-59	252
线材 (=线材-2.4*铁矿-0.68*焦炭-250)	798	817.6	1026.8	635.6	-20	-229	162



- 近期双焦价格快速反弹，铁矿石也跟随上涨，而产成品现货价涨幅相对较小，钢厂的毛利有所回落。
- 炉料品种涨幅更大，说明限产、“反内卷”等暂时对钢材生产环节影响不大。后期限产规模以及真正落地的规格有待跟踪。

# 铁水产量仍处于高位

247家样本钢厂	最新	上周	上月	去年同期	周环比	月环比	年同比
日均铁水产量(万吨)	242.23	242.44	242.29	239.61	-0.21 -0.09%	-0.06 -0.02%	+2.62 +1.09%
高炉开工率 (%)	83.46	83.46	83.82	82.33	0	-0.36	+1.13
产能利用率 (%)	90.81	90.89	90.83	89.61	-0.08	-0.02	+1.20
盈利钢厂占比 (%)	63.64	60.17	59.31	15.15	+3.47	+4.33	+48.49

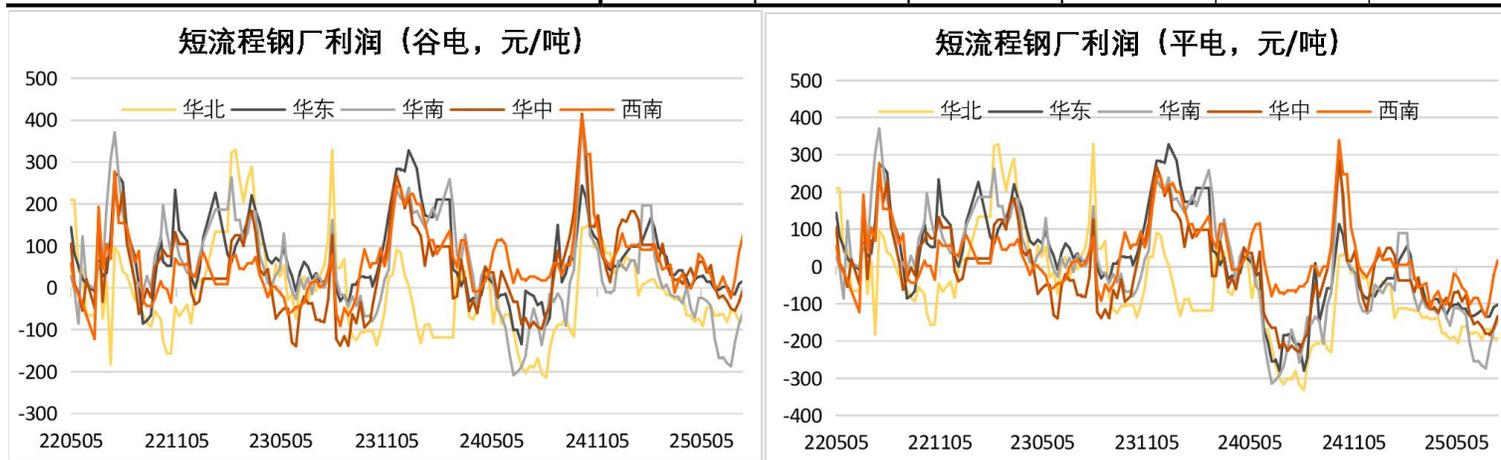


- 今年铁水产量最高峰时接近250万吨，创了同期的历史纪录。样本钢厂产能利用率在高位。盈利钢厂占比虽然不高，但整体表现稳定上升，这也是铁水产量维持高位的重要原因。
- 一般情况下，7-8月铁水产量会出现季节性回落。近期铁水产量预计维持高位震荡，继续上涨可能性不大

# 短流程钢厂利润有所改善，预计会对电炉钢产量形成支撑

地区 (元/吨)	含税成本			成本周环比	利润	利润周环比
	谷电	平电	峰电	平电	平电	平电
华北	3239	3353	3473	24	-196	-3
华东	3228	3347	3486	14	-102	7
华南	3269	3354	3493	91	-144	27
华中	3176	3306	3431	16	-133	40
西南	3114	3224	3313	23	17	15

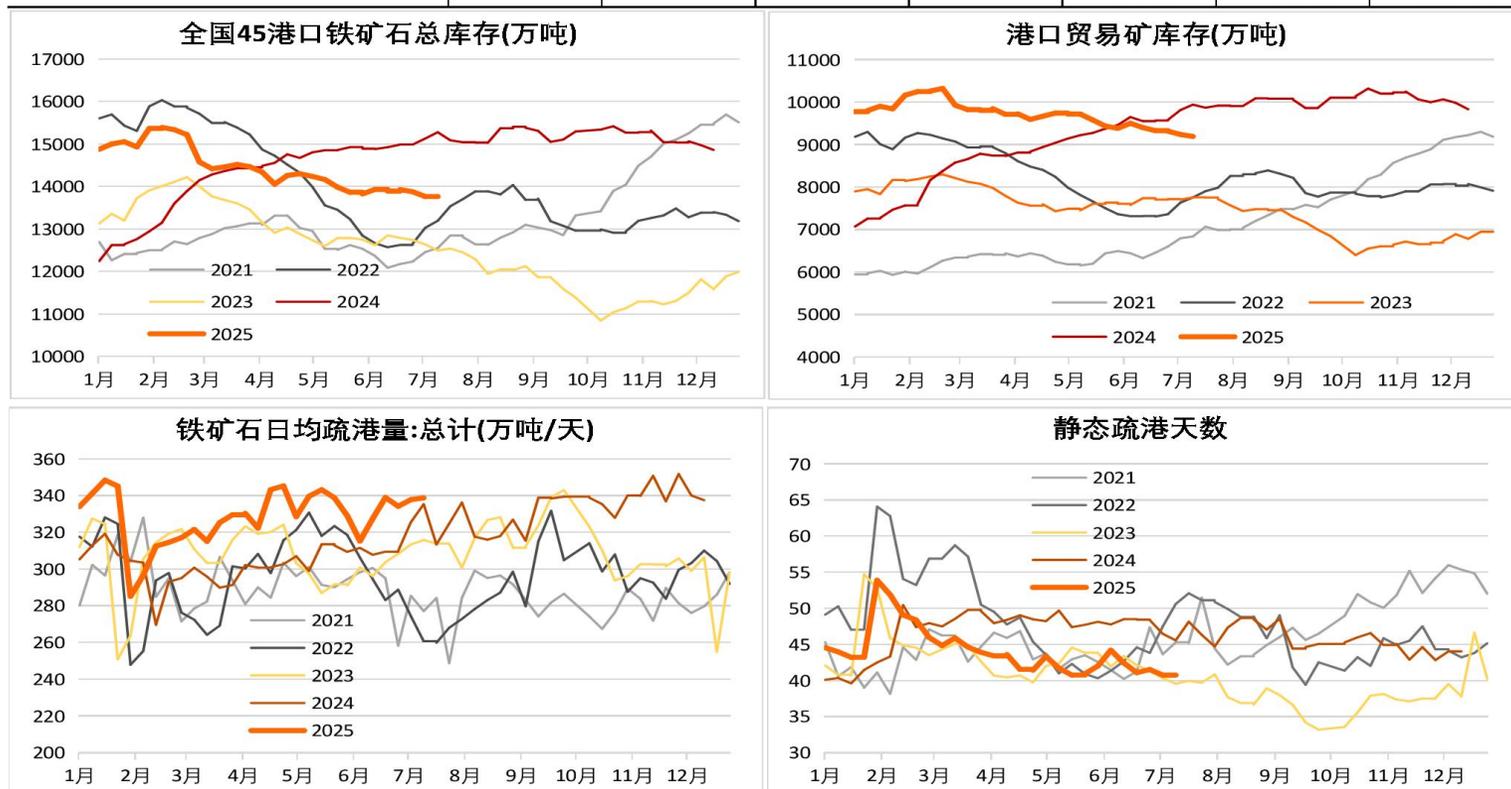
目前西南地区谷电生产转为盈利。从利润的季节性走势看，预计三季度利润将会有所改善，因此，短期电弧炉产量预计不会大幅下降



# 铁矿石库存降幅趋缓，贸易矿占比偏高

全国45港口	最新	上周	上月	去年同期	周环比	月环比	年同比
铁矿石库存(万吨)	13785.21	13765.89	13894.16	14988.89	+19.3 +0.14%	-109.0 -0.78%	-1203.7 -8.03%
贸易矿库存(万吨)	9193.54	9239.9	9401.45	9585.03	-46.4 -0.50%	-207.9 -2.21%	-391.5 -4.08%
日均疏港量(万吨)	338.76	337.8	327.46	309.38	+1.0 +0.28%	+11.3 +3.45%	+29.4 +9.50%
静态疏港天数(天)	40.7	40.8	42.4	48.1	-0.1 -0.14%	-1.7 -4.09%	-7.4 -15.46%

- 目前国内45港口铁矿石库存仍处于较高的位置（近五年次高库存水平）。
- 港口贸易矿库存亦处于相对偏高的位置，贸易矿库存占比明显偏高。

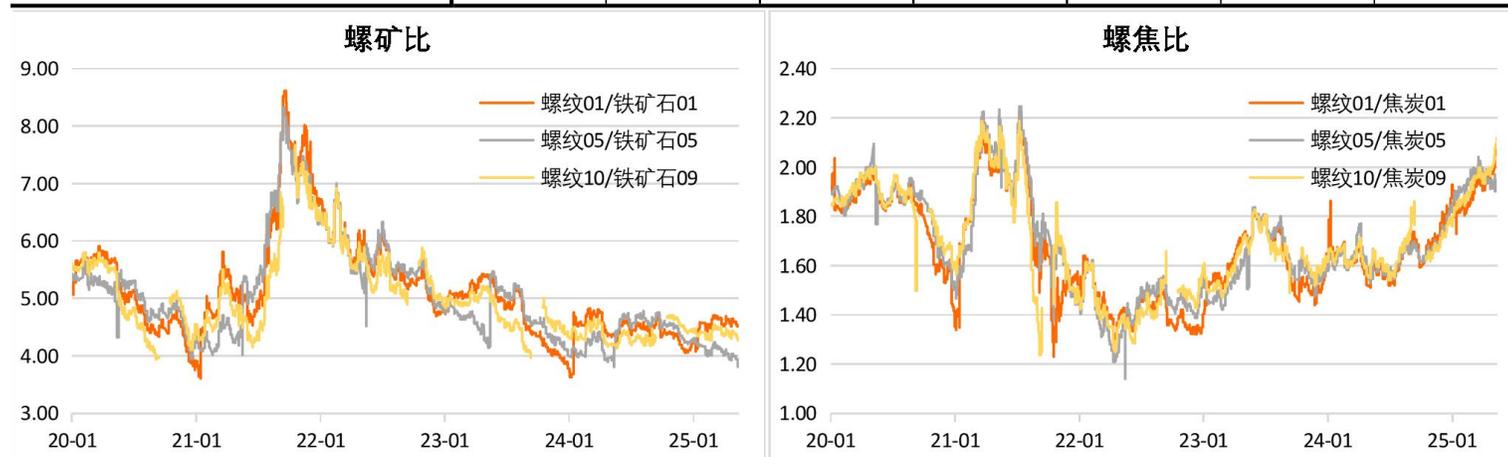


投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

# 螺纹/铁矿处于低位，存在较大的上涨空间

螺纹与铁矿石和焦炭的比值	最新	上周	上月	去年同期	周环比	月环比	年同比
螺纹01/铁矿石01	4.26	4.22	4.37	4.58	+0.04	-0.11	-0.32
螺纹05/铁矿石05	4.41	4.37	4.48	4.72	+0.04	-0.07	-0.31
螺纹10/铁矿石09	4.04	3.98	4.19	4.36	+0.06	-0.15	-0.32
螺纹01/焦炭01	1.89	2.04	2.06	1.58	-0.14	-0.17	+0.31
螺纹05/焦炭05	1.87	2.01	2.01	1.59	-0.14	-0.14	+0.28
螺纹10/焦炭09	1.90	2.07	2.11	1.61	-0.16	-0.21	+0.29



- 05和约的螺矿比处于历史极值附近，继续下跌的空间有限
- “反内卷”推动焦煤和焦炭价格的上涨，而铁矿石的供应基本不受反内卷的影响。因此，未来螺矿比具备较大的上涨空间
- 做多螺矿比的胜率以及赔率均较高，值得一试

- 自7月初中央财经委会议安排“反内卷”开始，黑色系商品大幅上涨。本轮黑色系上涨有其一般性和特殊性。多空的焦点是弱现实与强预期的博弈，价格的上涨主要是提前炒作预期。这和2016年价格的上涨有着本质的区别。
- 2016年的供给侧改革的行情，主要因下游需要好转，如货币化棚改、全球经济进入景气周期（美联储进入加息周期）等，而且，在2015年价格下跌的过程中，各方面的利空均已经提前消化。
- 今年进入8月份之后，下游需求情况能否配合，成为考验本轮“反内卷”行情的重要变量。目前钢材和铁水产量维持在高位，但现货市场终端表观需求一般，需要提防旺季需求不及预期的风险
- 从以往的规律看，8-10月份，市场处于消费旺季，但各方面的利多因素都已经在之前价格的上涨过程中消化完毕，如果需求情况不及乐观预期，或者后续的“反内卷”政策的推进弱于当前的预期，则期价容易出现深度调整。
- 目前的市场行情，如焦煤和玻璃，已经完全脱离了基本面或者供求层面的因素，完全成为资金博弈的局面。而且，由于期价偏离下方均线太远，成交量剧增，继续依靠资金推动难度极大，短线存在阶段性见顶可能。中期如果“反内卷”政策继续推进，预计将维持震荡偏强的走势
- 螺矿比处于低位，做多螺矿比的策略有很高的胜率和赔率，值得关注



感谢阅读

投资有风险，入市需谨慎



## 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。

山金期货官方微信号



投资有风险，入市需谨慎