



SD-GOLD

低估值叠加驱动向下，期价仍承压

——山金期货螺纹热卷周报

曹有明

从业资格号：F3038998

交易咨询号：Z0013162

2025年11月17日

投资有风险，入市需谨慎

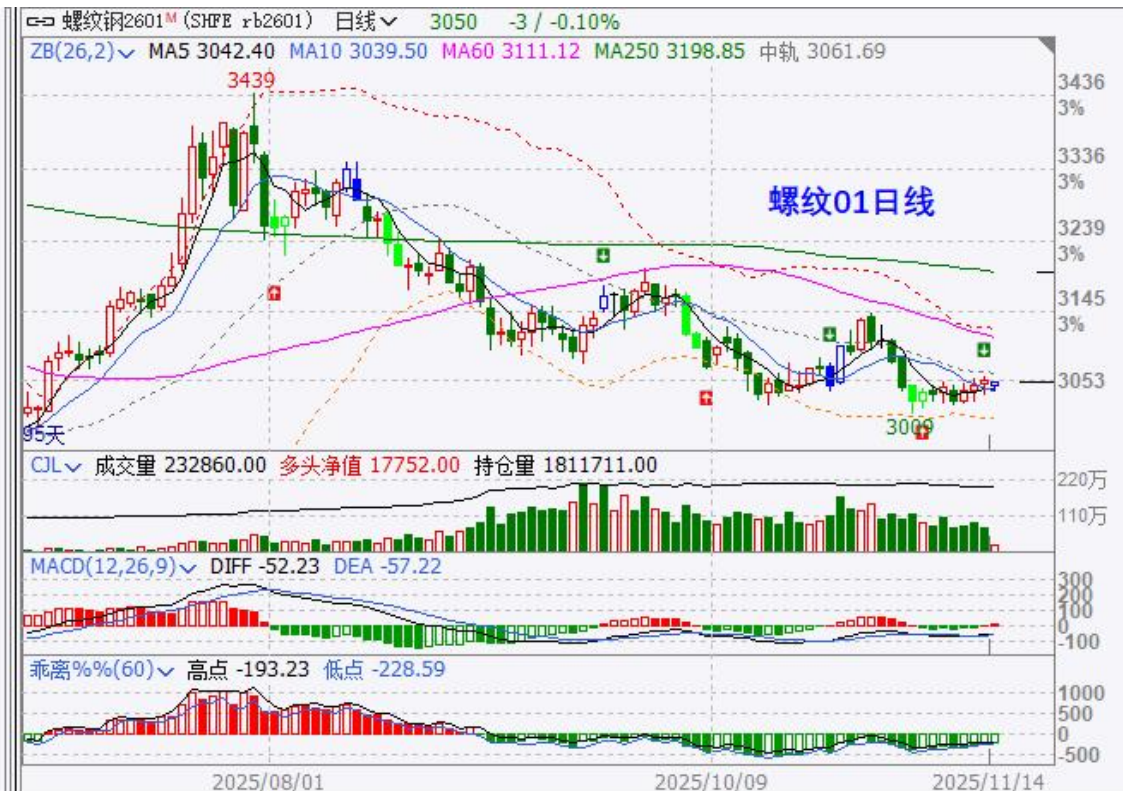


- 一. 主要观点
- 二. 螺纹热卷期现货市场回顾
- 三. 钢材的供需分析
- 四. 行情展望与投资机会研判

主要观点：低估值叠加驱动向下，期价仍承压

- 估值：目前螺纹和热卷处于明显低估的状态，且螺纹的01合约估值相对更低。
- 驱动：市场处于供需双弱的状态，价格的下行压力主要由两个方面造成，首先是较高的库存，特别是热卷的库存压力更大；其次是消费的回落、钢厂的亏损以及终端需求在低位停留的时间相对更长可能会引发行业出现超过季节性趋势的减产，造成铁矿石和焦炭等出现负反馈循环。
- 总结：目前期价处于低估值+驱动向下的状态，期价仍面临较大的压力，但下方的空间可能十分有限，单边投机的难度较大。从技术面看，期价仍处于中线级别的下行趋势中，短线窄幅震荡之后，面临方向选择。只要技术面的下行趋势没有彻底的改变，则以低位震荡对待。
- 策略建议：
 - 1) 单边投机建议维持观望，耐心等待技术面上底部的构筑完成、市场预期的改善和价格充分的体现了弱需求现实后，将会迎来较好的中线做多机会。
 - 2) 套利方面，长期做多螺矿比的策略可以继续持有，可能需要承受较长时间的低位震荡。
- 风险提示：政策面变化；股市回调的外溢效应

螺纹处于近8年低位；短线窄幅震荡，面临方向选择



投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

热卷处于近8年低位；短线窄幅震荡，面临方向选择



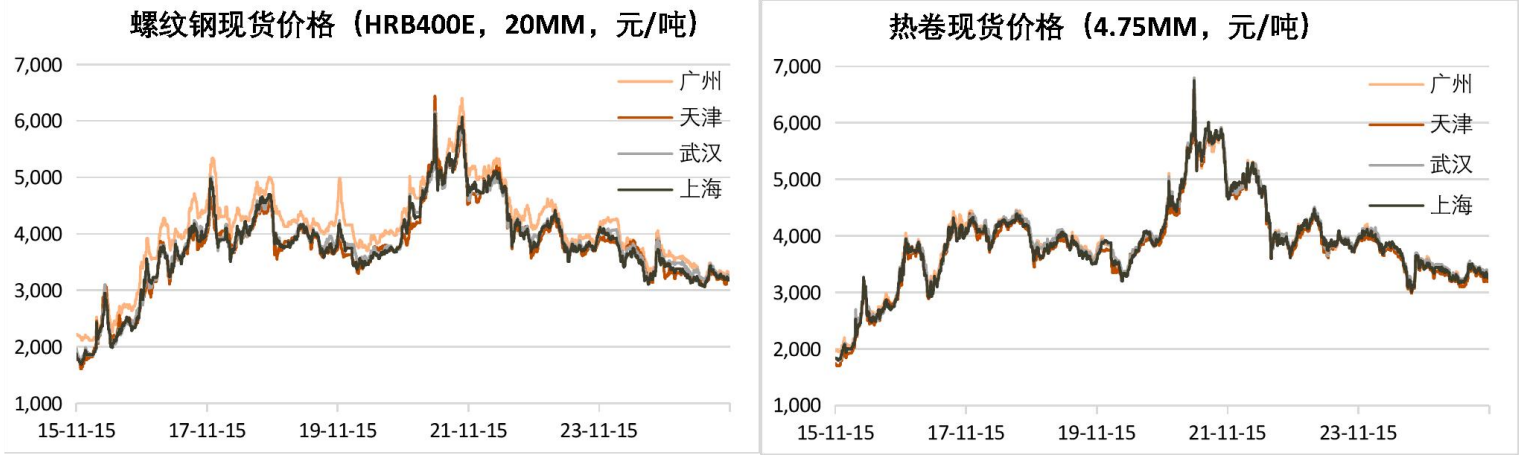
投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

上周螺纹价格小幅反弹，热卷变化不大

现货价格（元/吨）	最新	上周	上月	去年同期	周环比	月环比	年同比
螺纹钢（HRB400E 20mm，上海）	3190	3190	3190	3480	0	0	-290
螺纹钢（HRB400E 20mm，广州）	3330	3290	3240	3640	+40	+90	-310
螺纹钢（HRB400E 20mm，天津）	3210	3200	3130	3290	+10	+80	-80
螺纹钢（HRB400E 20mm，武汉）	3250	3240	3220	3510	+10	+30	-260
热卷（4.75mm，上海）	3260	3260	3280	3460	0	-20	-200
热卷（4.75mm，广州）	3270	3260	3230	3540	+10	+40	-270
热卷（4.75mm，天津）	3190	3190	3200	3460	0	-10	-270
热卷（4.75mm，武汉）	3330	3340	3360	3540	-10	-30	-210

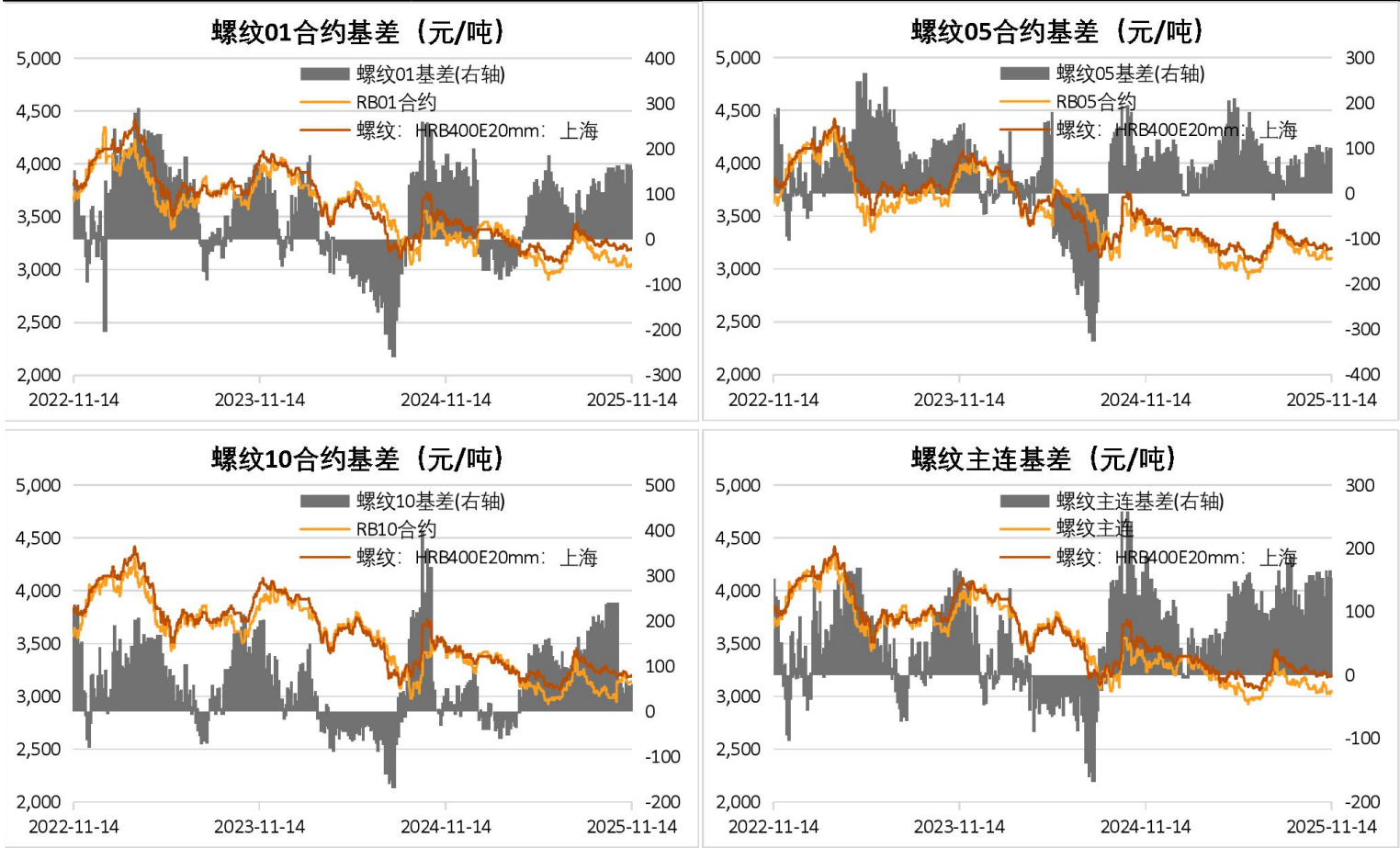
最近一周螺纹现货小幅反弹，热卷现货有涨有跌，近期螺纹现货明显强于热卷现货。



螺纹基差有所收窄，期货近月估值更低

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	137	156	149	167	-19	-12	-30
螺纹现货-05合约	85	95	96	97	-10	-11	-12
螺纹现货-10合约	46	58	240	45	-12	-194	+1

螺纹的基差有所缩小，主要因期货涨幅较现货更大。另外，近月的基差更大，显示在不考虑资金成本情况下，近月估值更低。



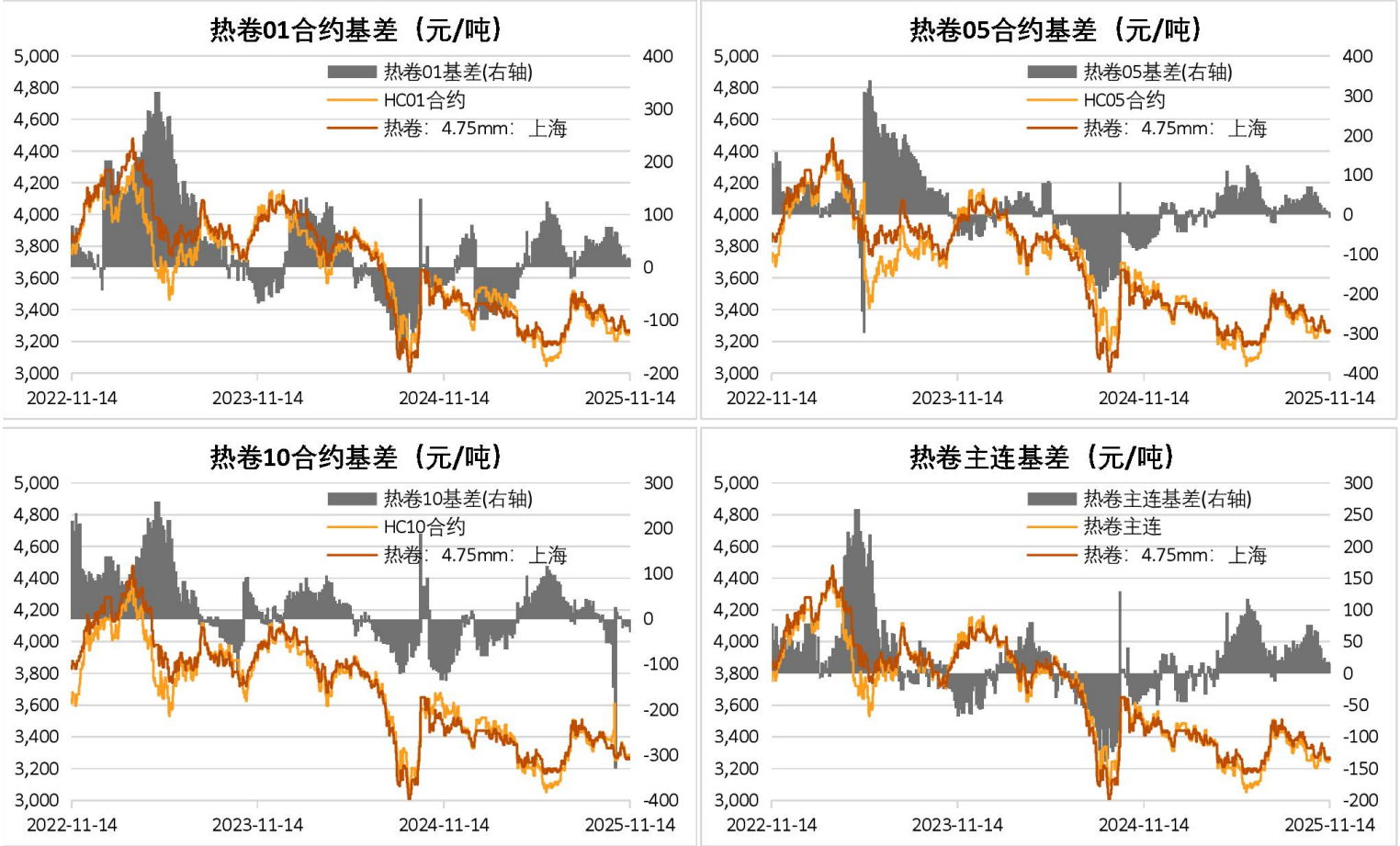
投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

热卷的基差继续收窄，远月已转为升水

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	4	15	49	-24	-11	-45	+28
热卷基差: 现货-05合约	-8	6	42	-79	-14	-50	+71
热卷基差: 现货-10合约	-30	-16	-152	-118	-14	+122	+88

热卷的基差继续收窄，远月已经转为升水现货。相对来说，现货以及近月合约估值更低，市场更加担忧的是现货市场供应压力，预期远期供过于求的状态将有所好转。相对来说，热卷的现货及近月的估值更低。



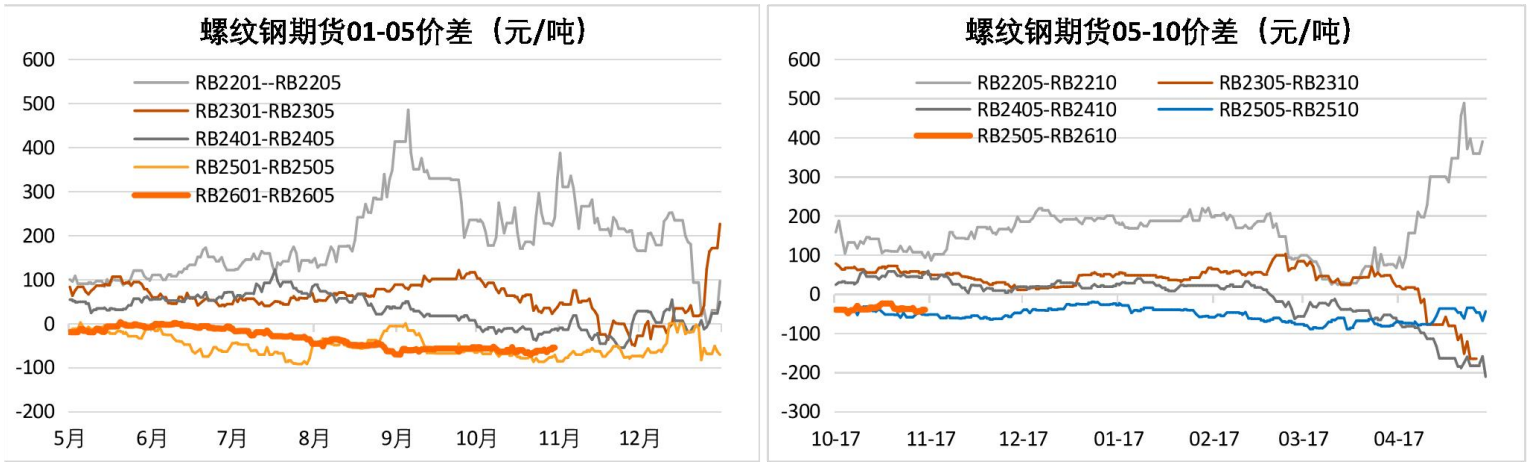
投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

螺纹近-远月价差维持在相对偏低的位置

螺纹主要期货合约间价差 (元/吨)	最新	上周	上月	去年同期	周环比	月环比	年同比
螺纹钢期货01-05价差	-52	-61	-56	-70	+9	+4	+18
螺纹钢期货05-10价差	-39	-37	140	-52	-2	-179	+13

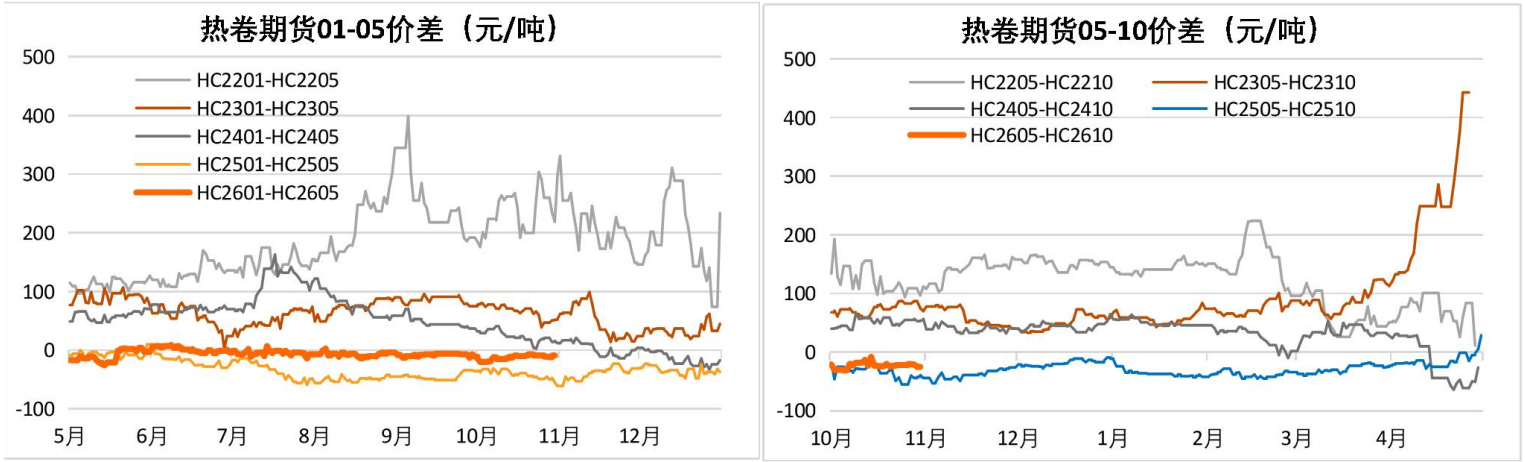
螺纹近远月的价差维持在相对偏低的位置，考虑到01合约离交割月较远，暂时也没有较好的做多近远月价差的机会



热卷合约跨期价差稳定，暂时没有很好的交易机会

热卷主要期货合约间价差（元/吨）	最新	上周	上月	去年同期	周环比	月环比	年同比
热卷期货01-05价差	-12	-9	-11	-55	-3	-1	+43
热卷期货05-10价差	-22	-22	-387	-39	0	+365	+17

热卷的近-远月价差基本维持在零附近波动，没有好的交易机会



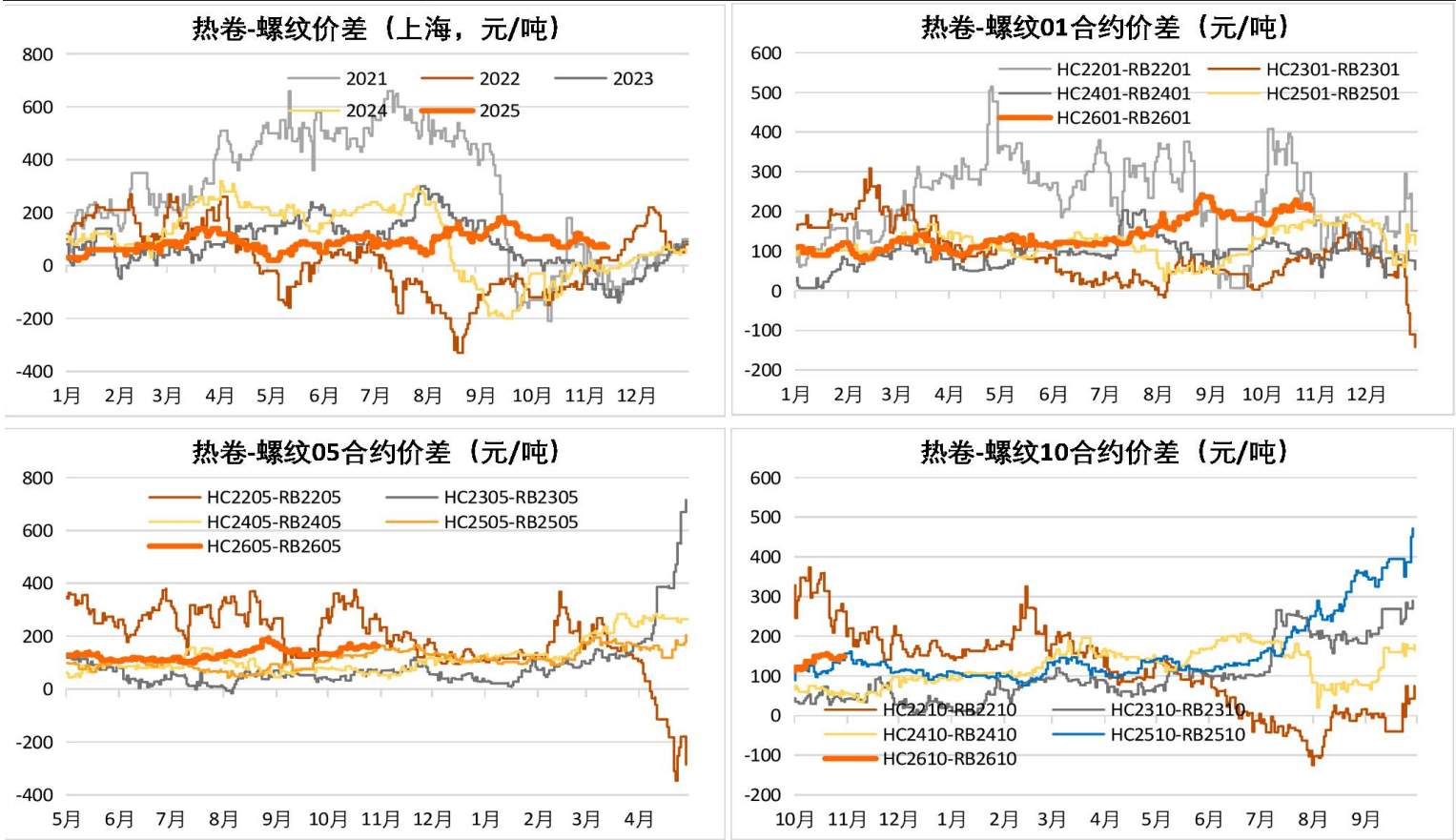
投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

现货卷螺差偏低，期货卷螺差在正常范围

螺纹热卷价差 (元/吨)	最新	上周	上月	去年同期	周环比	月环比	年同比
热卷-螺纹 (上海)	70	70	90	-20	0	-20	+90
热卷01-螺纹01	203	211	178	171	-8	+25	+32
热卷05-螺纹05	163	159	133	156	+4	+30	+7
热卷10-螺纹10	146	144	660	143	+2	-514	+3

目前现货卷螺差在70左右，期货卷螺差在150-200的范围。整体来看，相对来说，热卷偏低估，螺纹偏高估。

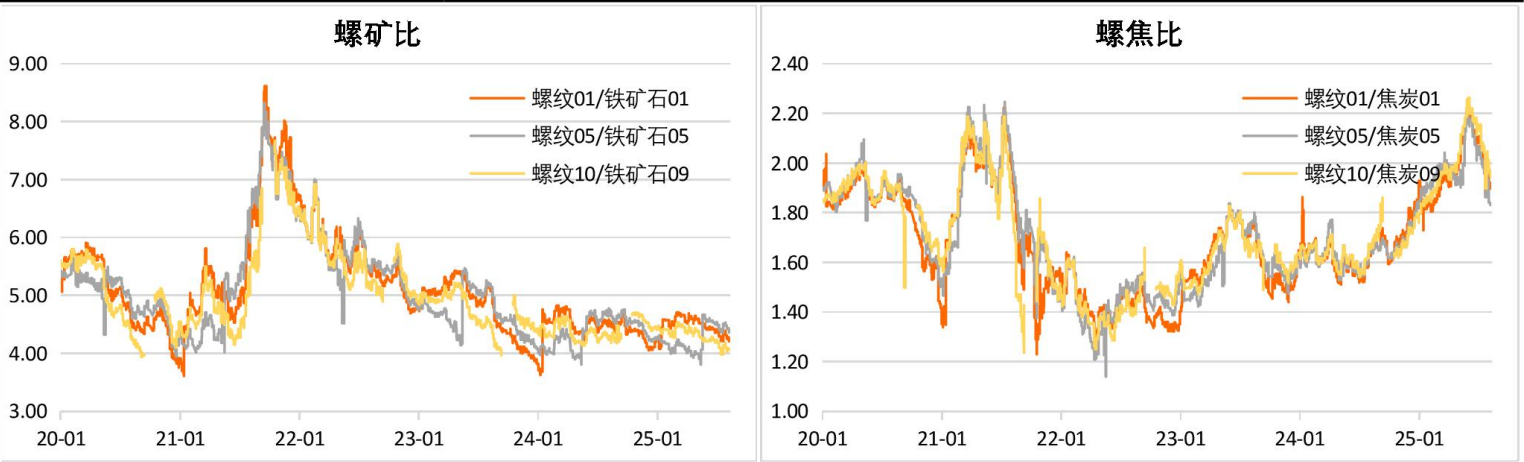


投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

螺矿比维持在低位，螺焦比短线有所反弹

螺矿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	3.93	3.97	3.98	4.39	-0.03	-0.05	-0.45
螺纹05/铁矿石05	4.16	4.16	4.16	4.52	-0.00	+0.00	-0.36
螺纹10/铁矿石09	4.33	4.32	4.33	4.67	+0.01	+0.01	-0.34
螺纹01/焦炭01	1.81	1.72	1.78	1.72	+0.09	+0.03	+0.10
螺纹05/焦炭05	1.71	1.64	1.67	1.69	+0.07	+0.04	+0.02
螺纹10/焦炭09	1.65	1.59	1.62	1.68	+0.06	+0.03	-0.03

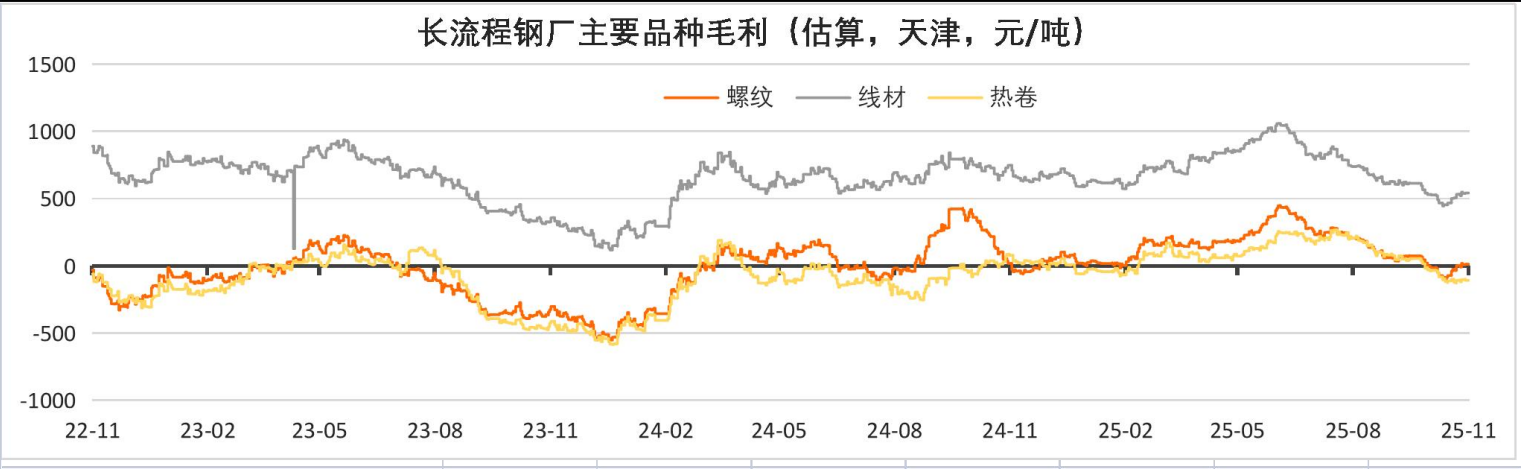


螺矿比整体处于低位，未来有可能走高，有比较好的做多机会。螺焦比已经大幅回落，后市仍有继续回落的空间。不过，因焦炭价格涨幅远大于螺纹的涨幅，短线焦炭的跌幅或将超螺纹，螺纹/焦炭短线存在反弹的可能。从整体上看，螺纹的估值相对于铁矿石来说偏低。

钢厂毛利有所反弹，但仍处于亏损状态

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)	12.4	3.2	-13.2	18.4	9	26	-6
热卷 (=热卷-2.4*铁矿-0.68*焦炭-400)	-107.6	-106.8	-33.2	78.4	-1	-74	-186
线材 (=线材-2.4*铁矿-0.68*焦炭-250)	542.4	533.2	526.8	748.4	9	16	-206

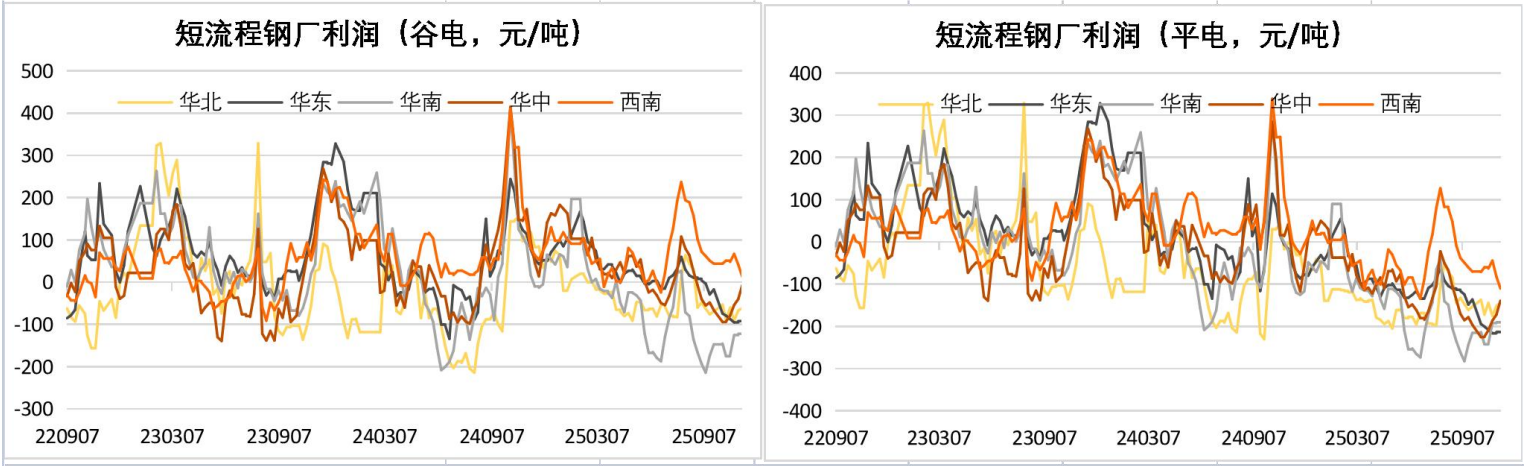
因双焦及铁矿石价格有所回调，钢厂毛利有所改善，但整体仍处于亏损状态。



短流程钢厂利润回落

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	3245	3329	3425	-29	-145	6
华东	3359	3480	3613	1	-214	-1
华南	3304	3372	3504	0	-193	-3
华中	3169	3301	3419	-23	-139	-28
西南	3146	3269	3394	20	-110	1

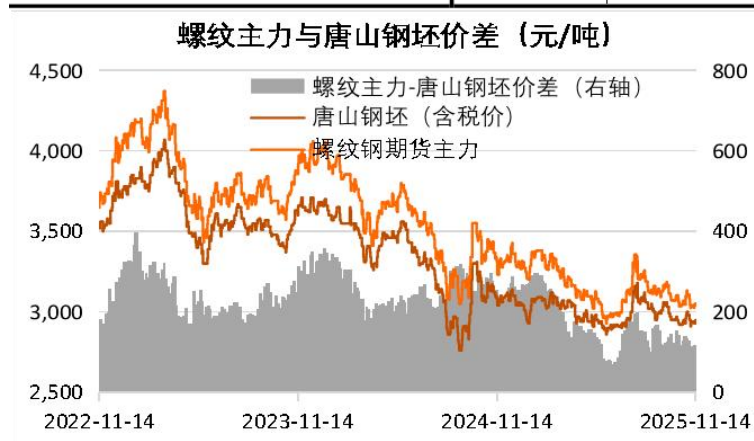
目前短流程钢厂无论是谷电还是平电，均处于亏损状态。



螺纹与钢坯及废钢价差扩大，冷热卷价差不变，热卷与带钢价差下跌

主要品种间的价差 (元/吨)	最新	上周	上月	去年同期	周环比	月环比	年同比
螺纹主力-唐山钢坯	103	94	114	233	+9	-11	-130
螺纹(天津)-唐山钢坯	260	260	210	210	0	+50	+50
螺纹(上海)-废钢(张家港)	1060	1020	1050	1220	+40	+10	-160
冷卷-热卷(上海)	510	510	510	560	0	0	-50
热卷(天津)-带钢(唐山)	80	90	90	80	-10	-10	0

数据说明短期钢厂利润有所改善，但下游加工环节利润有所下降。



投资有风险，入市需谨慎

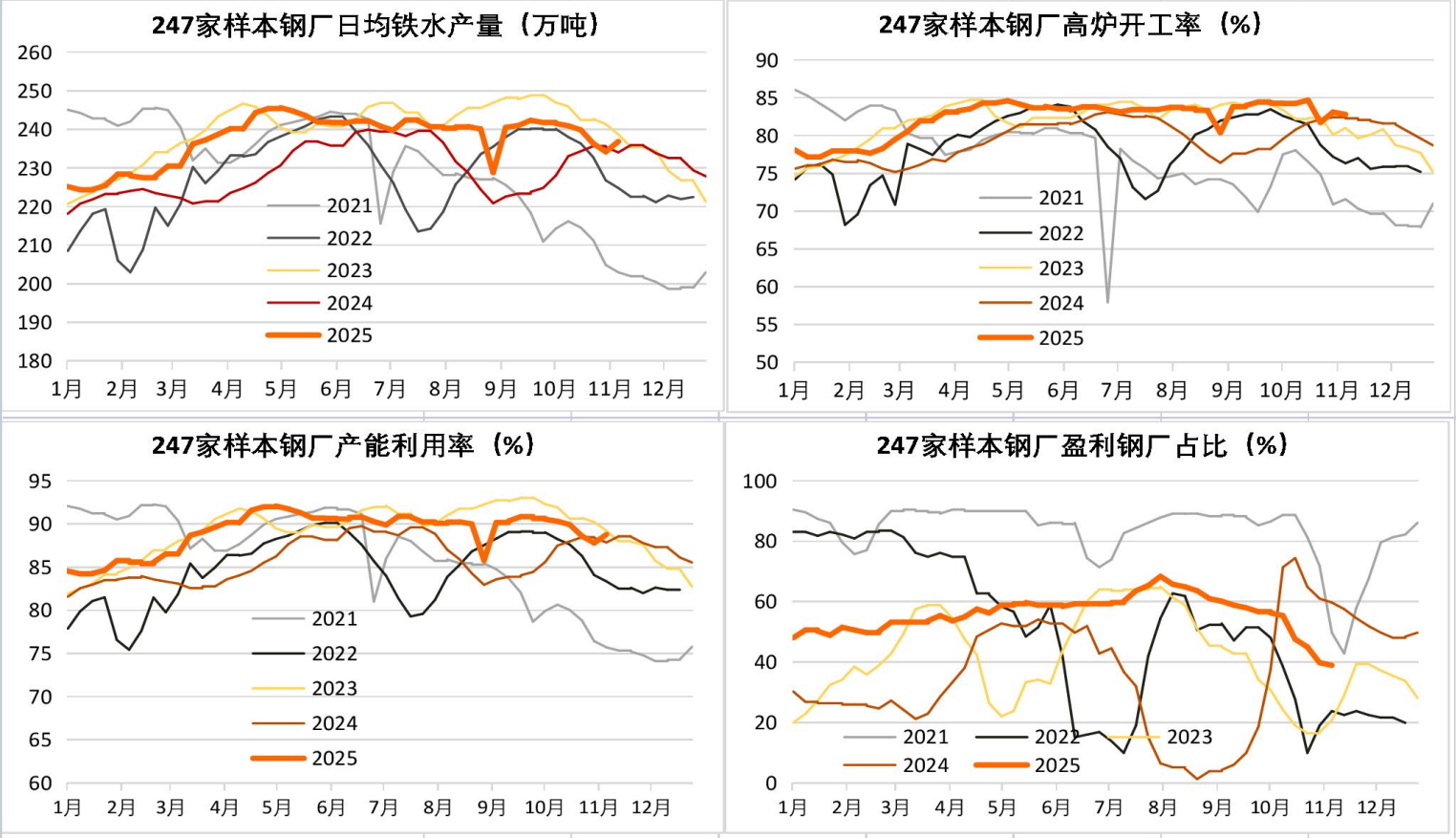
数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

小结：螺纹和热卷明显低估

- 期现货绝对价格水平处于近8年来的低位。虽然难以确定周期性的长期底部在哪里，但从多个品种的经验性规律看，当价格跌至上一个周期的低点时，继续下跌的空间将非常有限。短期来看，期价横盘后面临方向选择。
- 目前螺纹的基差较大，现货价格对期价有支撑，热卷现货与期货价格接近平水。价差方面，螺纹呈现明显的近弱远强的结构，热卷的价差走平。从估值的角度来说，螺纹的近月合约估值相对更低，热卷的远月合约估值更低。
- 卷螺差现货明显偏小，而螺纹热卷期货的卷螺差在合理的范围内波动，没有很好的套利机会。
- 螺矿比仍处于低位震荡，未来有很大的潜在上涨空间，螺焦比相对前期高点已经大幅回落，因双焦的供应相对偏紧，预计螺焦比仍有继续下降的空间，这在一定程度上被动拉低螺纹和热卷的相对估值。
- 目前钢厂毛利处于盈亏平衡之间，叠加下游消费进入淡季，整体产量将继续延续季节性回落态势。目前产业链下游加工利润也在下降。
- 总结：从估值的角度来看，螺纹和热卷处于明显低估的状态，而且，相对来说，螺纹的01合约和热卷的10合约估值相对更低。

铁水产量有较大的下降空间，负反馈循环风险仍未解除

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)	236.88	234.22	240.95	235.94	+2.66 +1.14%	-4.07 -1.69%	+0.94 +0.40%
高炉开工率 (%)	82.81	83.13	84.27	82.08	-0.32	-1.46	+0.73
产能利用率 (%)	88.8	87.81	90.33	88.58	+0.99	-1.53	+0.22
盈利钢厂占比 (%)	38.96	39.83	55.41	57.58	-0.87	-16.45	-18.62



今年铁水产量最高峰时接近250万吨，创了同期的历史纪录。目前样本钢厂产能利用率维持在相对偏高的高位。盈利钢厂占比回落至39%附近，铁水产量236.9万吨/日，处于相对高位，对炉料的需求保持了较好的韧性，支撑了铁矿石、双焦的价格。但从数据来看，钢厂铁水产量仍有较大下滑空间，后期铁矿石及双焦价格仍面临需求回落形成的负反馈循环。

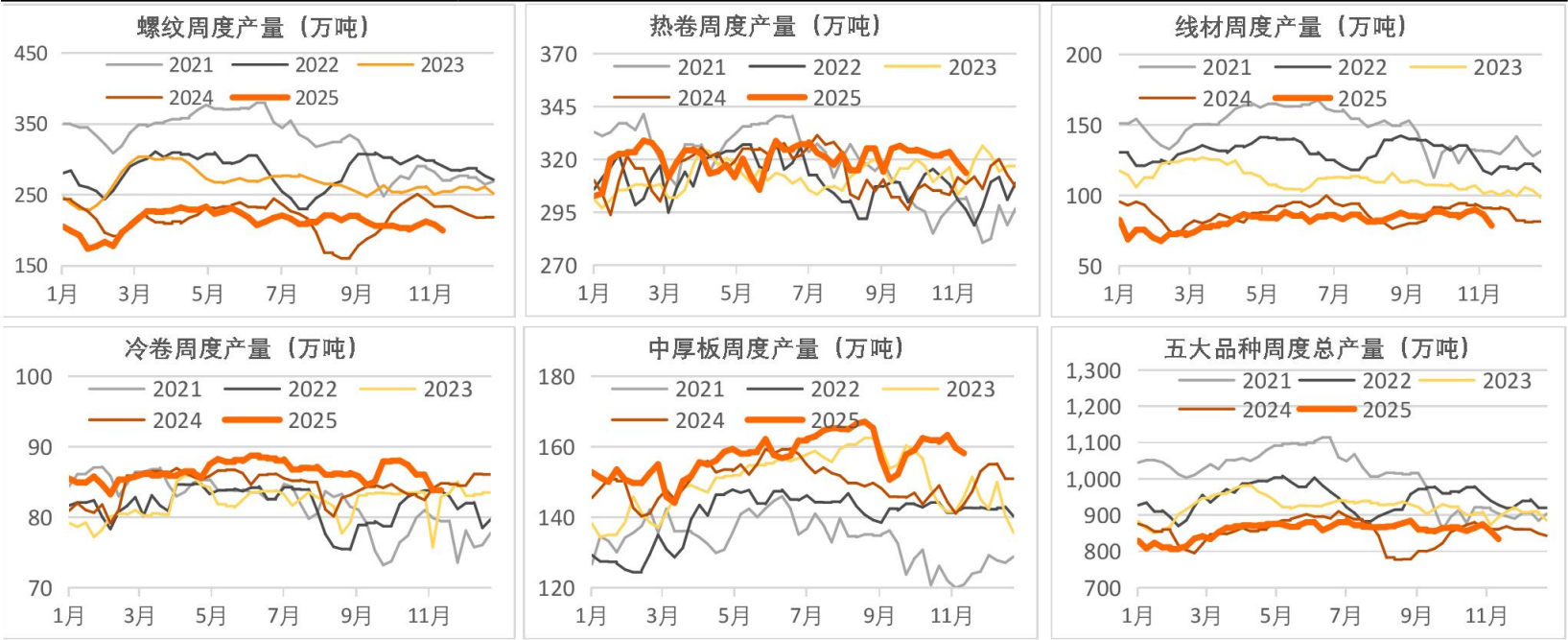
投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

钢材周度超产量环比出现较大幅度下降

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	200.00	208.54	201.16	233.94	-8.54	-1.16	-33.94
热卷	313.66	318.16	321.84	308.51	-4.50	-8.18	+5.15
线材	78.57	86.47	84.67	90.56	-7.90	-6.10	-11.99
冷卷	83.96	83.84	87.41	84.82	+0.12	-3.45	-0.86
中厚板	158.19	159.73	161.87	143.75	-1.54	-3.68	+14.44
五大品种总产量	834.38	856.74	856.95	861.58	-22.36	-22.57	-27.20

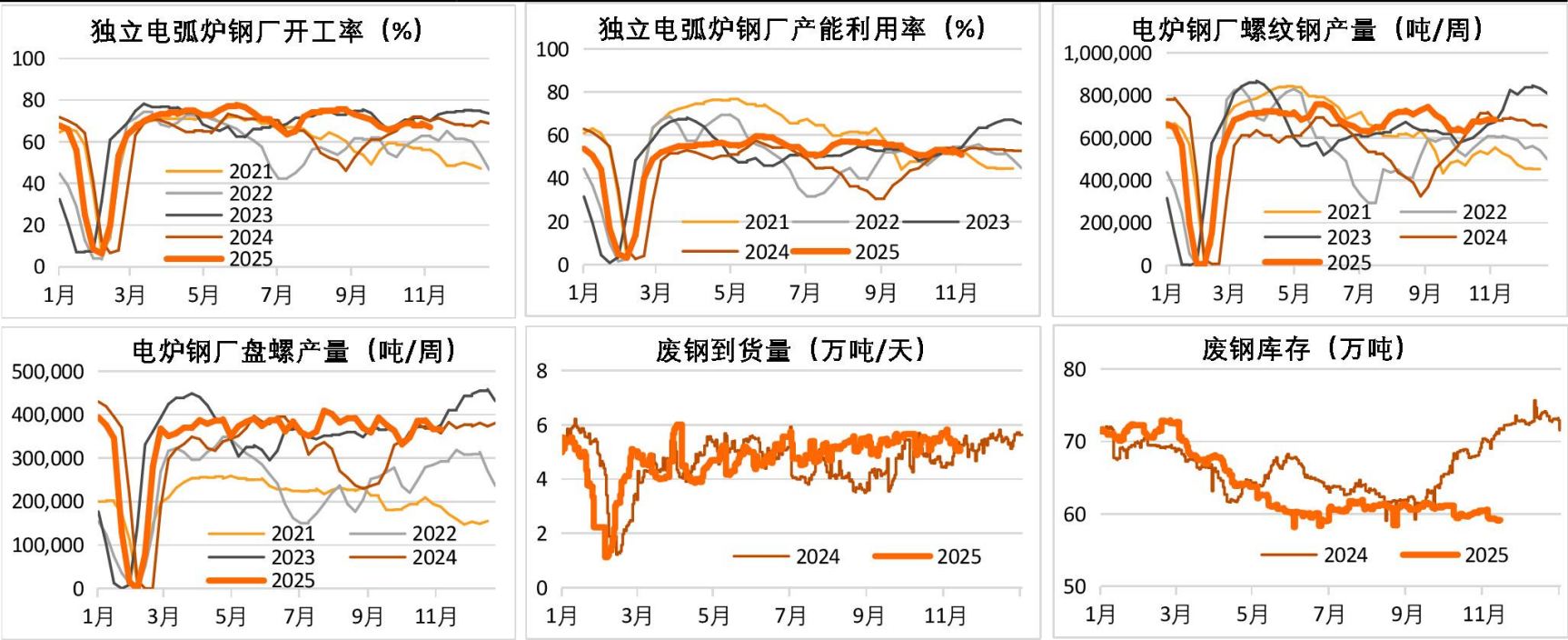
最近螺纹和热卷的产量均有所下降，五大品种总产量环比下降。随着钢厂亏损的增加以及下游需求的回落，未来钢厂产量仍存在继续下降的空间



独立电弧炉产量依然维持在相对偏高的位置

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 (%)	67.03	68.83	51.07	70.09	-1.80	+15.96	-3.06
独立电弧炉钢厂产能利用率 (%)	50.87	52.99	51.07	52.23	-2.12	-0.20	-1.36
电炉钢厂螺纹钢产量 (吨/周)	686,600	686,600	628,500	682,099	0	+58100	+4501
电炉钢厂盘螺产量 (吨/周)	366,700	366,700	348,000	357,487	0	+18700	+9213
废钢到货量: 准入企业 (万吨/日)	5.15	5.40	5.56	5.24	-0.25	-0.41	-0.09
废钢库存: 准入企业 (万吨)	59.14	59.36	59.94	71.82	-0.22	-0.80	-12.68

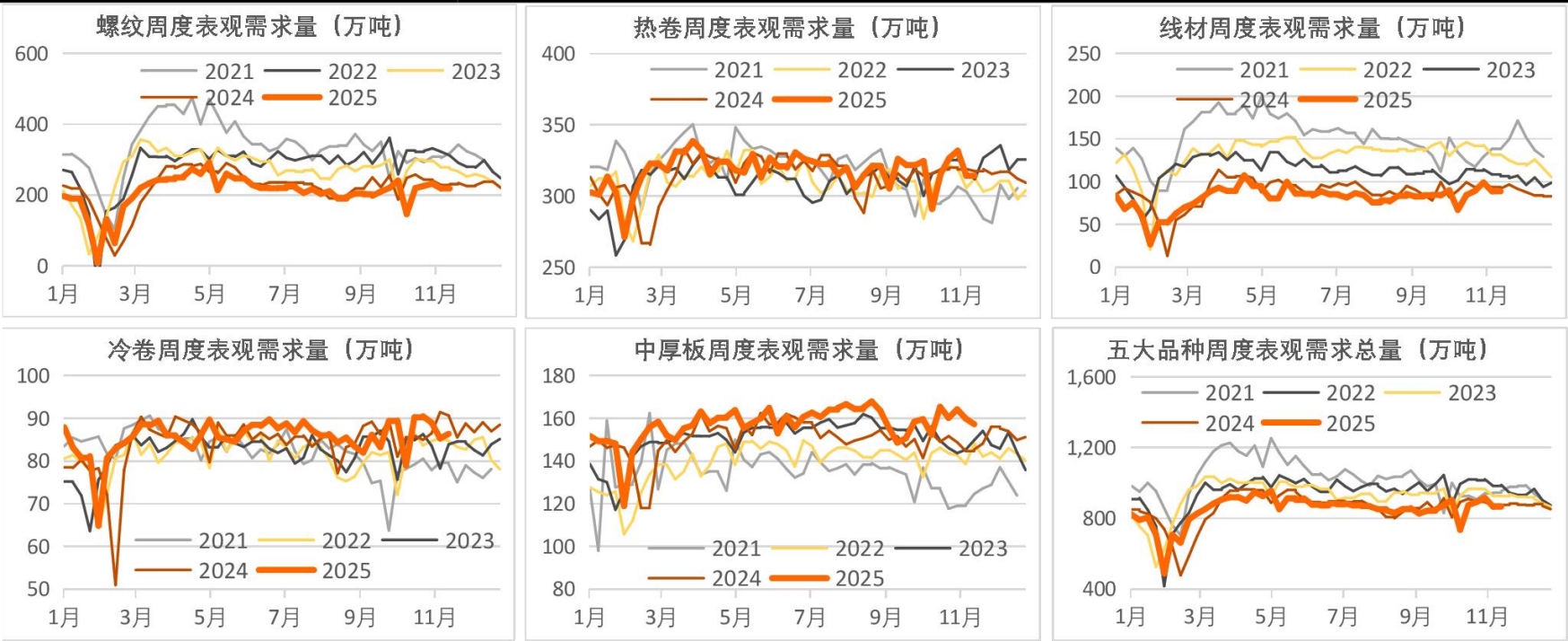
独立电弧炉螺纹钢产量处于近几年峰值水平附近。开工率和产能利用率均维持在高位。



建材表观需求环比继续回落，后期仍有下降空间

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	216.4	218.5	219.8	230.8	-2.2	-3.4	-14.5
热卷	313.6	314.3	315.6	317.5	-0.7	-2.0	-3.9
线材	87.0	88.8	84.4	92.1	-1.8	+2.6	-5.1
冷卷	86.4	85.3	90.3	90.7	+1.1	-3.9	-4.3
中厚板	157.3	159.9	165.4	145.5	-2.7	-8.2	+11.8
五大品种合计	860.6	866.9	875.4	876.6	-6.3	-14.8	-16.0

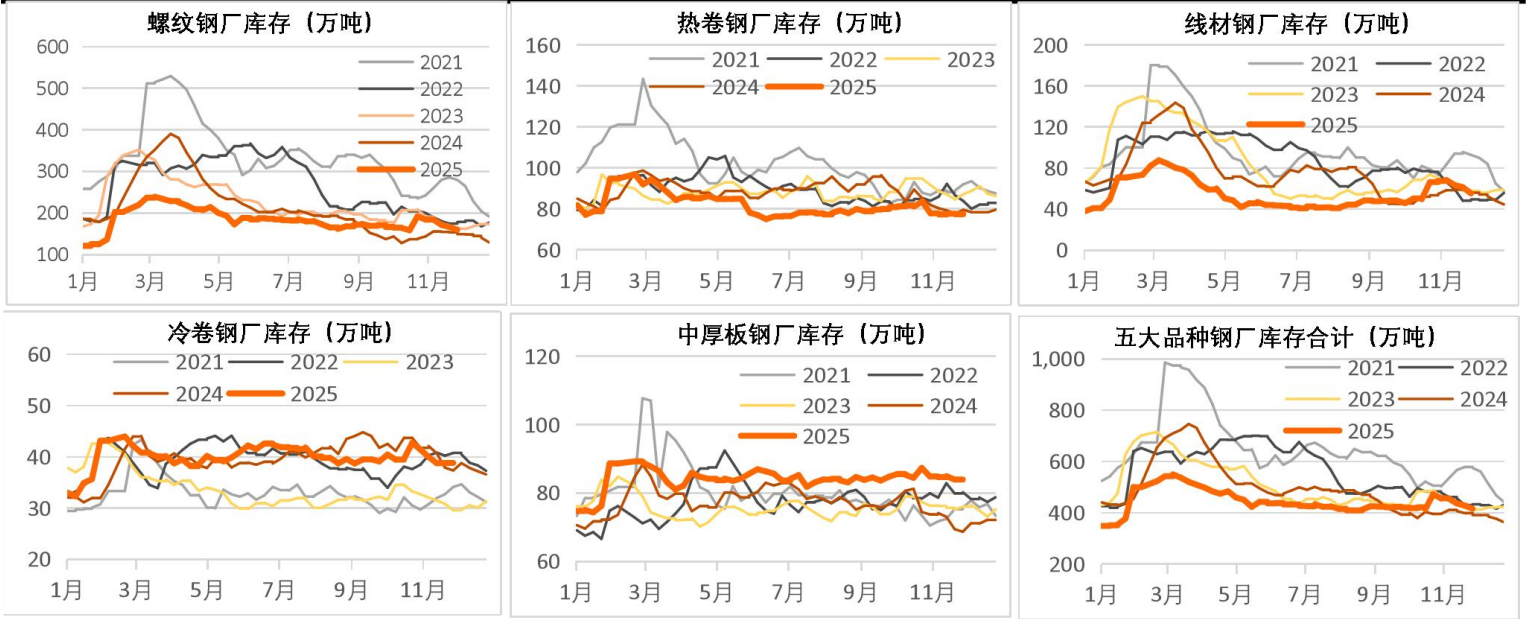
螺纹和热卷的表观需求均有所回落。螺纹以及五大钢材品种的总需求处于五年低位。随着消费淡季的来临，钢材的需求仍有回落的空间



主要品种钢厂库存环比有所下降

主要品种钢厂库存 (万吨)	最新	上周	上月	去年同期	周环比	月环比	年同比
螺纹	160.4	166.8	184.6	149.4	-6.4	-24.2	+11.1
热卷	77.5	77.4	77.9	79.5	+0.1	-0.3	-2.0
线材	55.4	61.5	67.6	56.1	-6.1	-12.2	-0.8
冷卷	38.9	38.9	41.5	37.4	+0.0	-2.6	+1.5
中厚板	83.8	84.0	84.9	68.7	-0.2	-1.1	+15.1
五大品种合计	416.0	428.6	456.4	391.1	-12.6	-40.5	+24.8

螺纹的钢厂库存继续下降，热卷的钢厂库存环比小幅反弹，五大品种总库存整体呈现回落态势

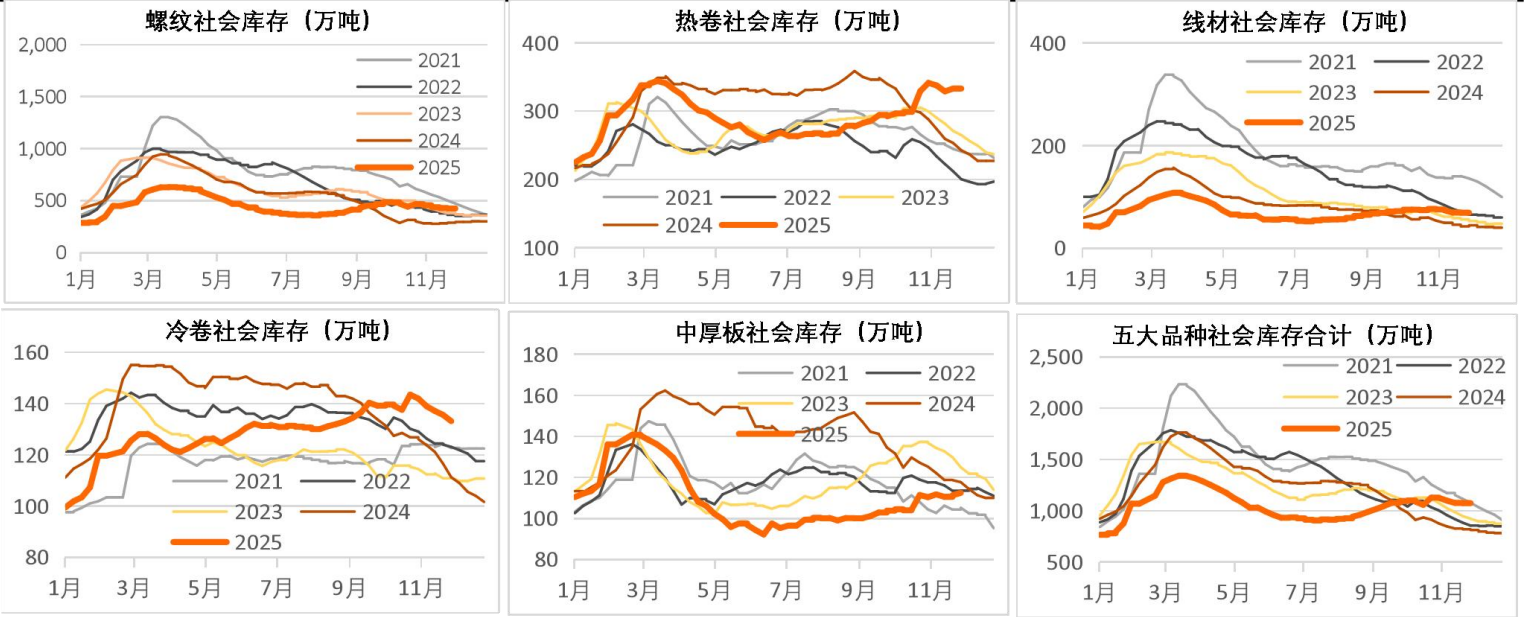


主要品种社会库存持续回落，热卷社会库存仍旧偏高



主要品种社会库存 (万吨)	最新	上周	上月	去年同期	周环比	月环比	年同比
螺纹	415.8	425.7	456.4	296.1	-9.9	-40.7	+119.6
热卷	333.0	333.0	341.3	242.8	-0.0	-8.3	+90.3
线材	66.9	69.2	75.7	44.7	-2.3	-8.7	+22.2
冷卷	133.2	135.7	142.0	111.3	-2.5	-8.8	+21.9
中厚板	112.5	111.4	110.4	117.8	+1.1	+2.1	-5.2
五大品种合计	1,061.4	1,075.0	1,125.8	812.7	-13.6	-64.4	+248.7

螺纹的社会库存环比继续回落，热卷的社会库存没有变化。五大品种总库存环比继续回落。目前热卷的社会库存处于历史峰值水平附近，且远高于历史同期。



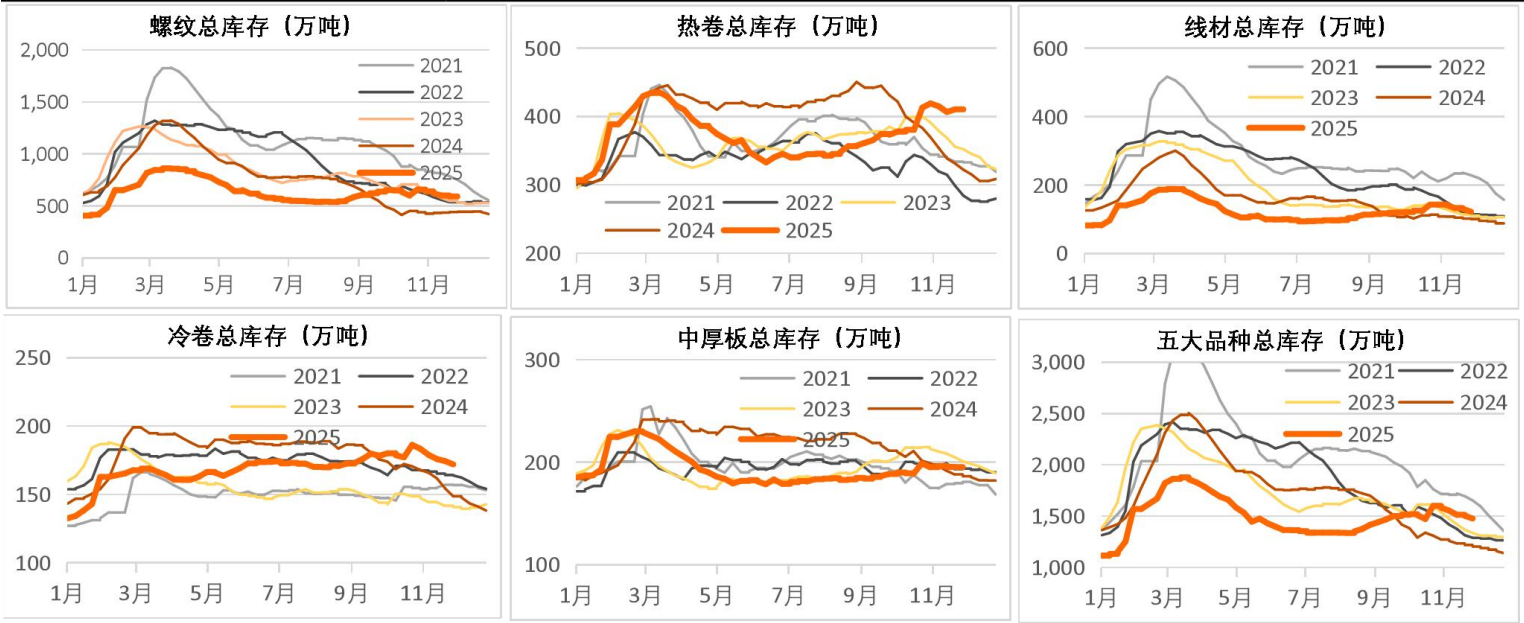
投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

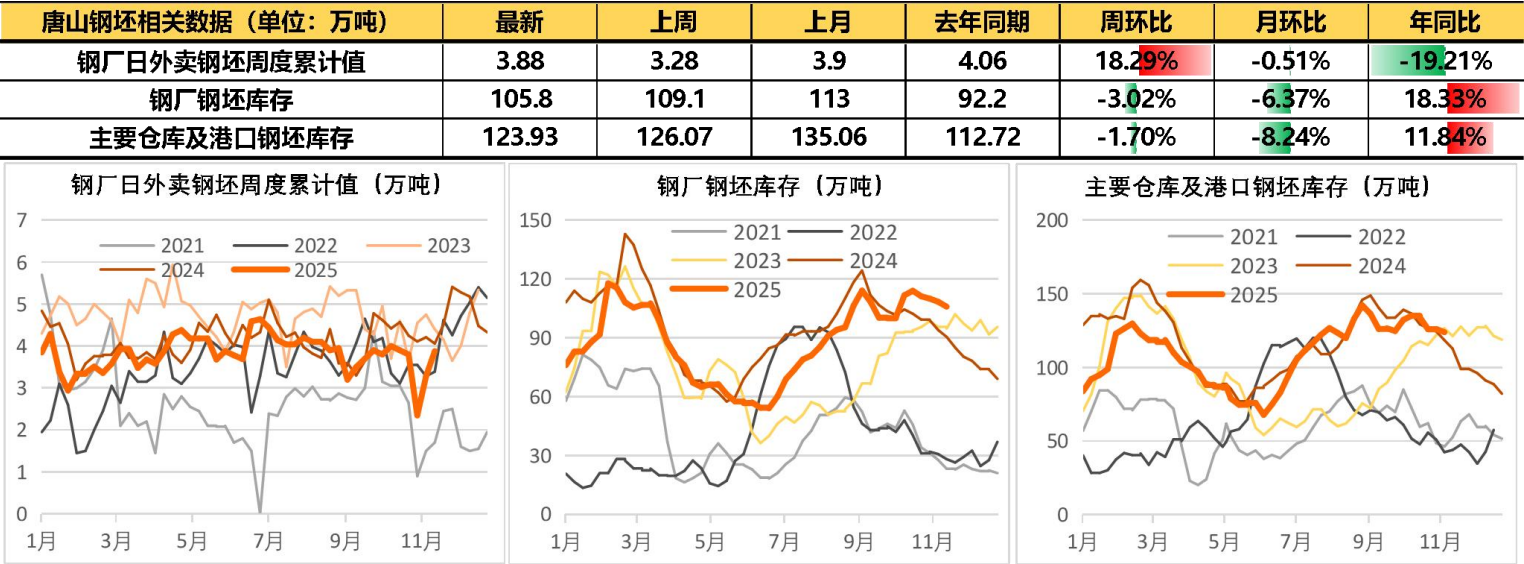
主要品种总库存环比回落，热卷的总库存压力巨大

主要品种总库存 (万吨)	最新	上周	上月	去年同期	周环比	月环比	年同比
螺纹	576.2	592.5	641.1	445.5	-16.4	-64.9	+130.7
热卷	410.5	410.5	419.2	322.3	+0.1	-8.7	+88.2
线材	122.3	130.7	143.2	100.8	-8.4	-21.0	+21.5
冷卷	172.1	174.5	183.5	148.7	-2.4	-11.4	+23.4
中厚板	196.3	195.4	195.3	186.5	+0.9	+1.0	+9.8
五大品种合计	1,477.3	1,503.6	1,582.5	1,203.8	-26.2	-105.1	+273.6

主要品种的总库存环比继续回落，但仍高于前几年的水平。热卷的总库存环比有所增加，且远高于历史同期水平。



唐山钢坯库存有所回落，钢厂日外卖钢坯量仍在回升空间



目前唐山地区钢厂日外卖钢坯的周度累计值仍在增加，从历史数据看，短期仍有继续上升的空间。唐山的钢厂钢坯库存周环比有所回落，但整体仍在高位。主要仓库及港口的钢坯库存环比小幅下降，整体也处于历史同期高位。

小结：钢材库存压力大，减产有可能引发负反馈循环

- 供应：随着消费淡季的来临，钢材产量整体延续季节性的下降趋势。短期来看，虽然上周247家样本钢厂铁水产量有所反弹，但预计这种反弹不会长期持续，钢厂铁水产量大概率将继续回落。因为需求的下降，铁矿石和双焦仍有可能出现负反馈循环。
- 需求：终端需求进入消费淡季，且处于冬储尚未启动的时期，需求预计对价格有较大的压力。而且，今年由于闰月的影响，春节更晚来临，意味着今年冬储比以往更晚到来，终端需求在低位停留的时间相对更长。
- 库存：目前社会库存继续下降，但五大品种总库存处于近几年同期高位。另外，热卷的总库存处于纪录高位附近，且明显大幅高于以往同期水平。未来一段时间，热卷的库存压力相对更大。
- 驱动以及未来的变化：短期来看，螺纹和热卷处于供需双弱的状态，且库存的压力较大。随着时间的推移，在冬储来临前，终端需求将继续季节性回落，铁水以及钢材产量也将逐步回落，铁矿石和双焦价格仍有可能进入负反馈循环。由于今年春节很晚，冬储的来临相对更迟，市场可能需要忍受更长时期需求低迷的考验。

总结：低估值叠加驱动向下，期价仍承压

- 估值：目前螺纹和热卷处于明显低估的状态，且螺纹的01合约估值相对更低。
- 驱动：市场处于供需双弱的状态，价格的下行压力主要由两个方面造成，首先是较高的库存，特别是热卷的库存压力更大；其次是消费的回落、钢厂的亏损以及终端需求在低位停留的时间相对更长可能会引发行业出现超过季节性趋势的减产，造成铁矿石和焦炭等出现负反馈循环。
- 总结：目前期价处于低估值+驱动向下的状态，期价仍面临较大的压力，单边投机的难度较大。从技术面看，期价仍处于中线级别的下行趋势中，短线窄幅震荡之后，面临方向选择。只要技术面的下行趋势没有彻底的改变，则以低位震荡对待。
- 策略建议：
 - 1) 单边投机建议维持观望，耐心等待技术面上底部的构筑完成、市场预期的改善和价格充分的体现了弱需求现实后，将会迎来较好的中线做多机会。
 - 2) 套利方面，长期做多螺矿比的策略可以继续持有，可能需要承受较长时间的低位震荡。
- 风险提示：政策面变化；股市回调的外溢效应



谢谢

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