

## 国信期货 2026 年投资策略报告

热卷

需求仍然悲观 或将再次下行

2025 年 11 月 23 日

## ● 主要结论

- 热卷在 2025 年上半年走势弱势，年初市场情绪相对较强，市场对于国内政策面出台强力刺激政策预期较强，热卷本身供需表现也不错，盘面短线反弹。随着原料供需情况走弱拖累热卷价格，同时国内政策面落地，市场预期重新转弱，4 月份美国特朗普政府宣布执行“对等关税”，对中国加征关税，由于国内钢材需求出口端占比较大，市场情绪恐慌下跌。7 月份国内政策面提出反内卷，推动市场情绪转强，热卷价格持续上涨。原料端，焦煤的供给端有较强的收缩预期，反弹强势；反内卷政策对铁矿石供应影响相对较小，反而粗钢压减预期利空铁矿石，导致铁矿石走势相对焦煤较弱，但铁矿石自身供需情况较为健康，情绪回暖推动铁矿石价格同样上行，炉料价格上行推动热卷价格反弹。随着钢材表需进一步回落，钢厂产量坚挺，钢材价格再次回落。
- 2025 年钢材产量小幅增加，数据显示，1-10 月累计粗钢、生铁产量分别下降 3.9%、1.8%，但钢材产量增长 4.7%。产量回落主要集中在第 1 和第 2 季度，从第 3 季度开始钢材产量同比有所回升，进入 4 季度才开始再次回落。从钢联口径看，热卷周度产量累计同比小幅增加，冷轧产量同比增加较多，显示今年汽车家电等需求相对强势，也导致钢材产量增加较多。展望 2026 年，预计粗钢产量小幅回落，热卷供应跟随需求波动，同比继续小幅增加，建材供应同样下滑，钢材总供应继续收缩。
- 房地产需求继续回落，截至 10 月份，房地产新开工面积累计 49061 万平方米，同比回落 20%，且销售端同比也在回落，当前仍未看到见底迹象。今年钢联口径的螺纹钢需求回落约 5% 左右，但房地产端需求下滑约 20%，基建需求增加无法对冲房地产需求回落力度。
- 综合来看，2026 年房地产需求继续回落、基建需求回暖，但基建需求无法对冲房地产需求回落力度，建材需求继续下行。板材需求有望继续走强，但同样无法对冲建材需求回落力度，全年钢材需求或将继续回落。但从需求节奏上，明年板材需求增速有望前低后高，因此明年钢材整体较为悲观，但年底可能出现阶段性低点。

国信期货交易咨询业务资格：

证监许可【2012】116 号

分析师：马钰

从业资格号：F03094736

投资咨询号：Z0020872

电话：021-55007766-305161

邮箱：15627@guosen.com.cn

## 独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 一、 市场行情回顾

热卷在 2025 年上半年走势弱势，年初市场情绪相对较强，市场对于国内政策面出台强力刺激政策预期较强，热卷本身供需表现也不错，盘面短线反弹。随着原料供需情况走弱拖累热卷价格，同时国内政策面落地，市场预期重新转弱，高位开始弱势震荡，但由于热卷自身供需情况偏强，整体跌幅有限，原料价格走势更弱，热卷利润走扩；4 月份美国特朗普政府宣布执行“对等关税”，对中国加征关税，由于国内钢材需求出口端占比较大，市场情绪恐慌下跌，其后随着中美贸易关税摩擦缓解，热卷出现短线反弹。不过由于对于出口端预期仍有担忧，房地产、基建等钢材需求预期较弱，同时原料走势较弱拖累，热卷继续震荡下跌。

7 月份国内政策面提出反内卷，推动市场情绪转强，热卷价格持续上涨。原料端，焦煤的供给端有较强的收缩预期，反弹强势；反内卷政策对铁矿石供应影响相对较小，反而粗钢压减预期利空铁矿石，导致铁矿石走势相对焦煤较弱，但铁矿石自身供需情况较为健康，情绪回暖推动铁矿石价格同样上行，炉料价格上行推动热卷价格反弹。

热卷需求虽然有韧性，但建材需求较弱，国庆节前钢材已经进入下跌走势当中，钢材需求偏弱，产量较高，市场资金主要操作思路为做空钢厂利润。但在政策面推动下，钢厂远月供应有下滑预期，同时钢材现货利润不断被压缩，市场对钢厂减产有一定预期，因此原料在负反馈预期压力下出现摇摆，钢厂利润并未持续下行。国庆节后，随着钢材表需进一步回落，钢厂产量虽然坚挺，但此情况下，即使钢厂减产，价格支撑力度也不足，钢材价格再次回落，盘面价格持续下跌。

图：热卷期货指数日 K 线



数据来源：文华财经 国信期货

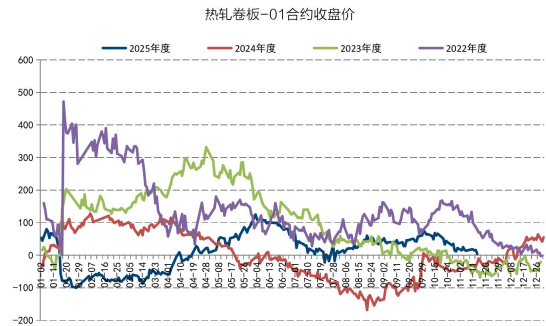
热卷在上半年能维持一定生产利润，但在 3 季度随着情绪回暖，钢材产量释放，热卷生产利润被持续压缩，倒逼钢厂减产。

图：热卷利润

图：热卷基差



数据来源: Mysteel 国信期货



数据来源: Mysteel 国信期货

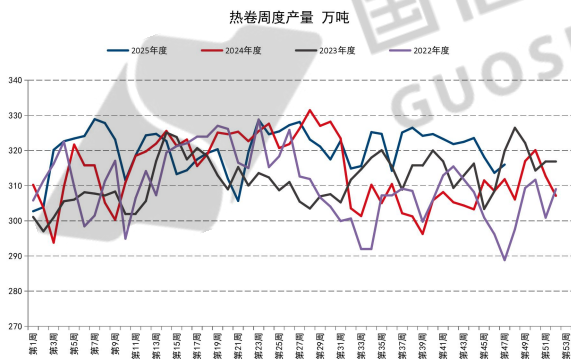
## 二、供需分析

### (一) 供应

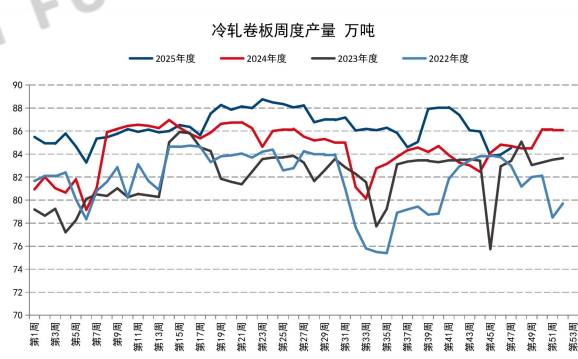
2025 年钢材产量小幅增加, 数据显示, 1-10 月累计粗钢、生铁产量分别下降 3.9%、1.8%, 但钢材产量增长 4.7%。产量回落主要集中在第 1 和第 2 季度, 从第 3 季度开始钢材产量同比有所回升, 进入 4 季度才开始再次回落。从钢联口径看, 热卷周度产量累计同比小幅增加, 冷轧产量同比增加较多, 显示今年汽车家电等需求相对强势, 也导致钢材产量增加较多。

图: 热卷周度产量 (单位: 万吨)

图: 冷轧卷板周度产量 (单位: 万吨)



数据来源: Mysteel 国信期货

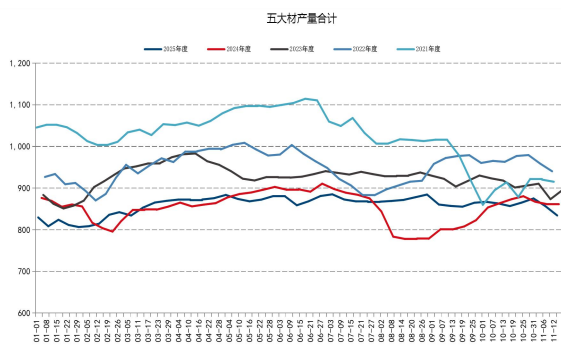


数据来源: Mysteel 国信期货

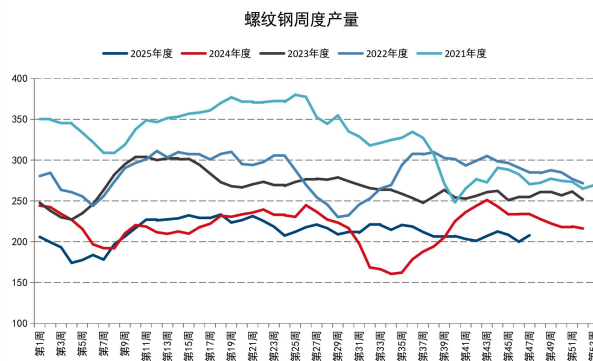
热卷产能增加相对应的是建材产量的回落, 按照钢联口径, 截至 11 月份热卷产量 14378 万吨, 螺纹钢产量 9759 万吨, 五大材产量 40336 万吨, 去年同期为 40112 万吨, 其中热卷产量小幅增加, 螺纹钢产量小幅回落。按照钢联口径, 如果折算 11 月份产量, 全年五大材产量同比仅增长 0.5%。

图: 五大材产量合计 (单位: 万吨)

图: 螺纹钢周度产量 (单位: 万吨)



数据来源: Mysteel 国信期货



数据来源: Mysteel 国信期货

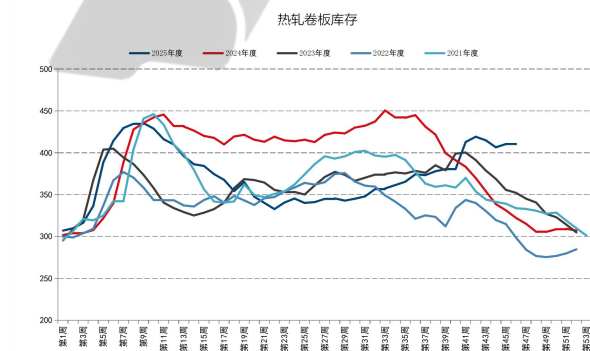
钢材供应虽然不断回落,但相对于需求仍较高。上半年基本跟随需求波动,具有一定韧性,下半年再反内卷预期结束后,供应开始回落。展望 2026 年,预计粗钢产量小幅回落,热卷供应跟随需求波动,同比继续小幅增加,建材供应同样下滑,钢材总供应继续收缩。

## (二) 库存

### 1、热卷库存

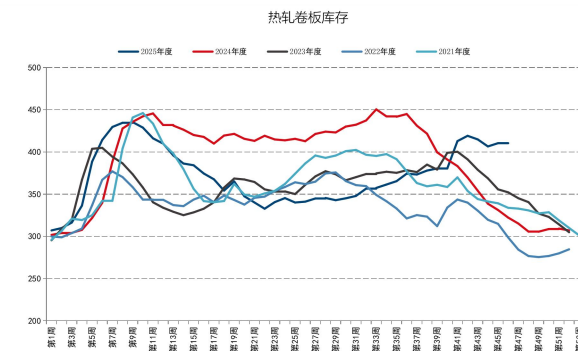
2025 年上半年热卷库存持续回落,虽然热卷产量持续维持在高位水平,但需求坚挺,热卷库存持续下行至近几年低位。伴随热卷库存去化,市场并没有交易现实需求较强的逻辑,主要是因为关税政策压力下,短期需求走强可能是因为抢出口,即使中美贸易关系缓和,市场对未来的预期仍有较大不确定性。但在 3 季度后,由于供应偏高,热卷库存持续攀升,进入 4 季度后才开始见顶回落。

图:热轧卷板库存(单位:万吨)



数据来源: Mysteel 国信期货

图:冷轧库存(单位:万吨)



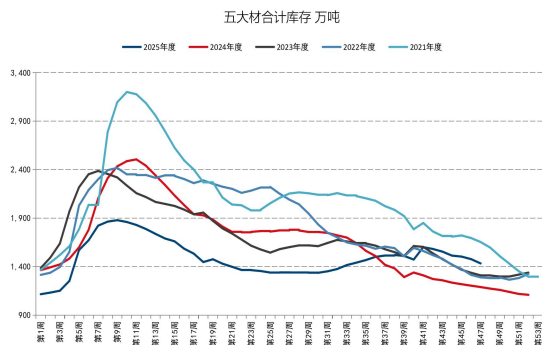
数据来源: Mysteel 国信期货

### 2、其他钢材库存

今年的库存前低后高,上半年市场预期悲观,钢材积极减产,钢材库存处于相对低位,钢材也得以保持一定利润,在反内卷政策后,钢材产量持续攀升,尤其螺纹钢没有减产,五大材库存攀升至高位,虽然 4 季度后库存再次回落,但全年库存同比仍是增加。

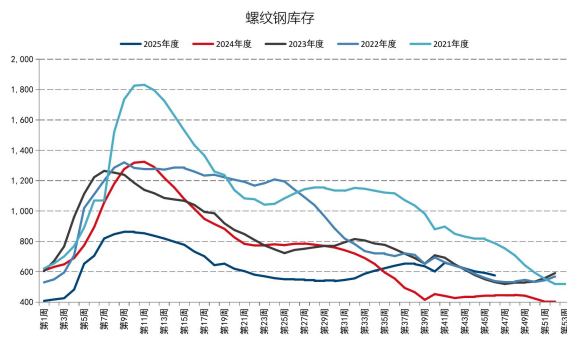


图：五大材库存（单位：万吨）



数据来源：Mysteel 国信期货

图：螺纹钢库存（单位：万吨）



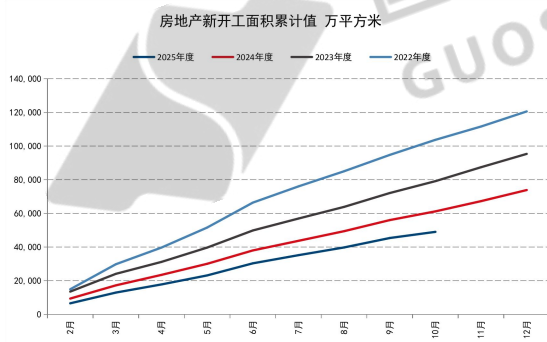
数据来源：Mysteel 国信期货

由于需求没有明显起色，预计 2026 年钢材继续去库存，钢材库存可能逐步回落至低位。

### （三）需求

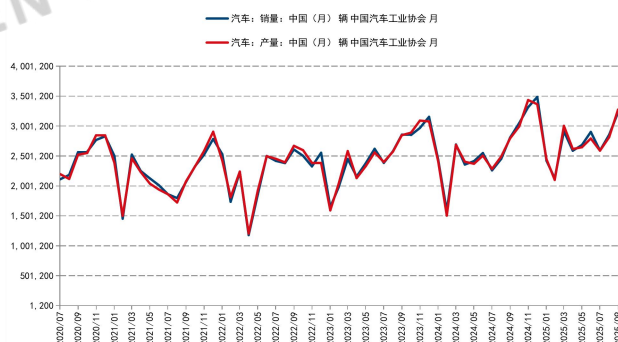
房地产需求继续回落，截至 10 月份，房地产新开工面积累计 49061 万平方米，同比回落 20%，且销售端同比也在回落，当前仍未看到见底迹象。今年钢联口径的螺纹钢需求回落约 5% 左右，但房地产端需求下滑约 20%，基建需求增加无法对冲房地产需求回落力度。

图：房地产新开工面积（单位：万台）



数据来源：Mysteel 统计局 国信期货

图：汽车产量（单位：万台）



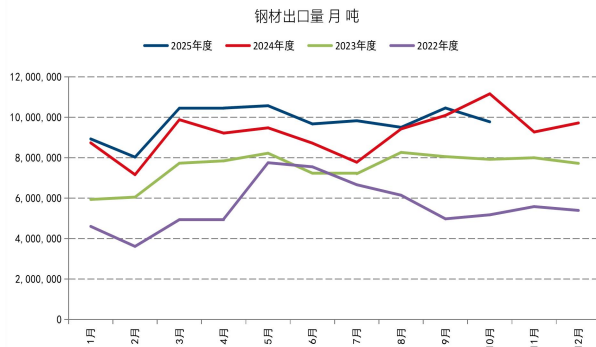
数据来源：Mysteel 统计局 国信期货

2025-2026 年基建用钢政策为超长期特别国债（3.5 万亿元）+ 专项债（4.8 万亿元）+ REITs 扩募，拉动用钢需求。从 2025 年数据看，基建投资预计增长 8% 至 15.6 万亿元，每亿元投资用钢 1.2 万—1.5 万吨”，但实际若项目审批延迟（如 2024 年专项债资金闲置率约 12%），2026 年基建用钢或较基准值减少 800 万—1000 万吨。

2025 年 9 月起，工信部联合多部门陆续发布《机械行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》《汽车行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》等 6 项下游行业专项政策，政策共性特征表现为：明确 2025—2026 年行业营收/销量增长目标，其中机械、石化化工、电力装备行业年均增速分别不低于 3.5%、5%、6%；针对新能源、高端装备等领域设立专项补贴，如农机购置补贴、新能源汽车推广补贴等；拓展城中村改造、

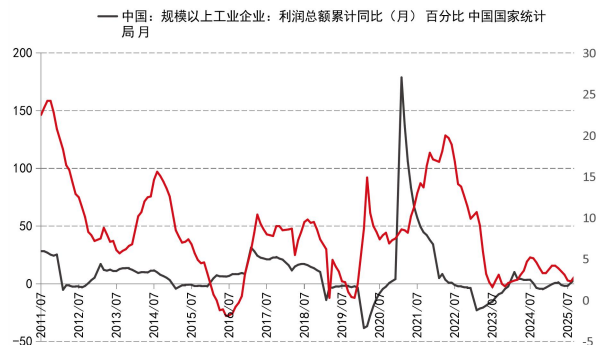
海上风电、特高压等新增用钢场景，形成需求增长新支点。

图：钢材出口量（单位：吨）



数据来源：Mysteel 统计局 国信期货

图：工业库存情况



数据来源：Mysteel 统计局 国信期货

此外，出口端维持强势。对于 2026 年，出口仍然维持相对乐观，有望成为过剩产能的重要消化途径。

综合来看，2026 年房地产需求继续回落、基建需求回暖，但基建需求无法对冲房地产需求回落力度，建材需求继续下行。板材需求有望继续走强，但同样无法对冲建材需求回落力度，全年钢材需求或将继续回落。但从需求节奏上，明年板材需求增速有望前低后高，因此明年钢材整体较为悲观，但年底可能出现阶段性低点。

### 三、 总结与展望

热卷在 2025 年上半年走势弱势，年初市场情绪相对较强，市场对于国内政策面出台强力刺激政策预期较强，热卷本身供需表现也不错，盘面短线反弹。随着原料供需情况走弱拖累热卷价格，同时国内政策面落地，市场预期重新转弱，4 月份美国特朗普政府宣布执行“对等关税”，对中国加征关税，由于国内钢材需求出口端占比较大，市场情绪恐慌下跌。7 月份国内政策面提出反内卷，推动市场情绪转强，热卷价格持续上涨。原料端，焦煤的供给端有较强的收缩预期，反弹强势；反内卷政策对铁矿石供应影响相对较小，反而粗钢压减预期利空铁矿石，导致铁矿石走势相对焦煤较弱，但铁矿石自身供需情况较为健康，情绪回暖推动铁矿石价格同样上行，炉料价格上行推动热卷价格反弹。随着钢材表需进一步回落，钢厂产量坚挺，钢材价格再次回落。

2025 年钢材产量小幅增加，数据显示，1-10 月累计粗钢、生铁产量分别下降 3.9%、1.8%，但钢材产量增长 4.7%。产量回落主要集中在第 1 和第 2 季度，从第 3 季度开始钢材产量同比有所回升，进入 4 季度才开始再次回落。从钢联口径看，热卷周度产量累计同比小幅增加，冷轧产量同比增加较多，显示今年汽车家电等需求相对强势，也导致钢材产量增加较多。展望 2026 年，预计粗钢产量小幅回落，热卷供应跟随需求波动，同比继续小幅增加，建材供应同样下滑，钢材总供应继续收缩。

房地产需求继续回落，截至 10 月份，房地产新开工面积累计 49061 万平方米，同比回落 20%，且销售端同比也在回落，当前仍未看到见底迹象。今年钢联口径的螺纹钢需求回落约 5% 左右，但房地产端需求下滑约 20%，基建需求增加无法对冲房地产需求回落力度。

综合来看，2026 年房地产需求继续回落、基建需求回暖，但基建需求无法对冲房地产需求回落力度，建材需求继续下行。板材需求有望继续走强，但同样无法对冲建材需求回落力度，全年钢材需求或将继续回落。但从需求节奏上，明年板材需求增速有望前低后高，因此明年钢材整体较为悲观，但年底可能出现阶段性低点。



### 重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。