



弱现实强预期拉锯，钢矿区间盘整延续

锦泰期货黑色研发团队

撰写：陈捷

投资咨询证号：Z0002863

电话：025-83116183, 83659289

传真：025-83659281

E-mail：275632446@qq.com

地址：南京中央路 258-28 号锦盈大厦 7F

摘要

展望后市，2025 年碳元素的供给仍将维持平衡偏松状态，焦化产能的过剩和焦煤市场进口增产压力延续；随着阶段性的补库对产业链的传导速度加快；正负反馈的预期都能迅速传导至上游缺乏议价权的煤焦市场，呈现以钢定焦的行情传递逻辑。

在市场总体供需宽松的背景预期下，市场结构性短期错配也很难导致趋势性行情，2025 煤焦市场将延续短期价格波动的弹性大，波动区间收窄的特征；预测全年煤焦走势或先抑后扬，上半年受制于去化压力低位盘整，阶段性反弹或将随着宏观经济复苏和需求释放在三季度后到来；预测焦煤主力全年波动重心在 1000-1500 元/吨；焦炭 1500-1900 元/吨之间震荡。

供需格局宽松，双焦承压运行延续

——2025 焦煤焦炭市场年报

锦泰期货 陈捷

一、2024 年双焦市场行情回顾

上半年双焦市场整体呈现震荡盘跌、重心不断下移的“M”字形双顶走势。截至 12.31 日收盘，万得焦煤指数报收 1159.7 元/吨，较年初下跌 38.56%；焦炭指数报收 1811.9 元/吨，较年初下跌 27.2%。

图 1 焦炭指数 2024 年 1-12 月走势



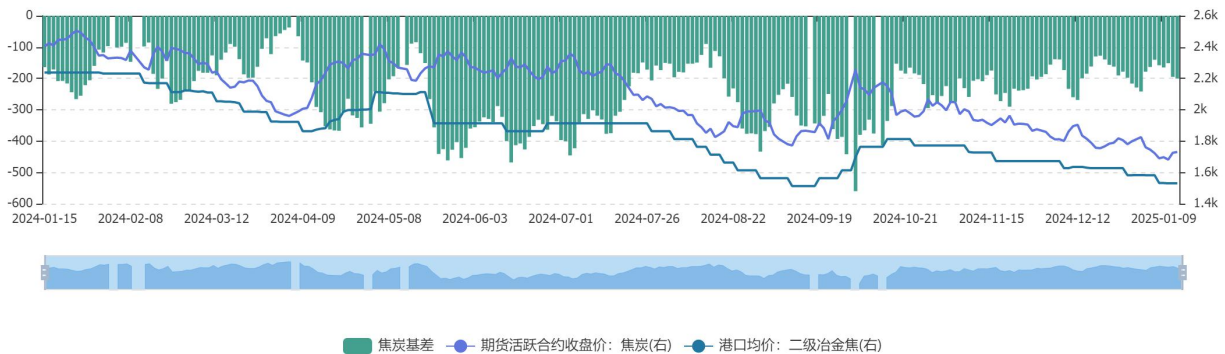
资料来源：锦泰期货投资咨询部，wind

现货方面，回顾全年走势，一季度焦煤国内产量大幅下降，然而下游需求却持续疲弱，终端需求未见改善迹象，铁水产量同比下降明显。这种需求端的疲软直接导致了黑色系整体交易需求的恶化，进而使得盘面价格下行。二季度后随着开春市场对基建政策发力的预期增强，尽管现实需求依然疲弱，但盘面开始逐渐转向交易需求预期，叠加季节性补库需求释放，市场出现一波企稳反弹。进入 6 月之后，随着市场期待的基建需求释放强度不及预期，叠加上游焦煤产量维持高位，库存积累和需求支撑趋弱的压力下，市场交易重心再度转向宽松基本面，期价再度走低。

正当三季度伊始市场情绪悲观之时，9 月底国家降息降准、化债、政策托底经济一系列“组合拳”爆发，催化市场情绪。双焦价格随着成材和宏观预期乐观指挥下，双焦价格再度出现大涨。产业层面也出现了积极变化，螺纹新旧国标切换基本完成，刺激消费、地

产销售回暖等需求改造政策下，板材加速去库、产业短期进入正反馈阶段。不过在政策靴子落地后，市场价格过快的反弹透支了未来黑色系需求，乐观情绪宣泄后价格重归弱现实，双焦价格更是在年末再探低点。

图 2 焦炭期现基差走势



资料来源：锦泰期货投资咨询部，wind

二、市场基本面分析

2.1 宏观政策面：外部环境严峻，复苏挑战重重

从宏观环境来看，双焦及其直接下游的钢铁行业面临的形势依然严峻。随着房地产行业步入深度调整时期，以建筑行业为代表的传统的增长极转向制造、新能源新材料等多元化发展；但从国际环境和经济周期角度看，中国经济依然处于后房地产时代的修复盘整阶段。2024 年中国 PMI 指数先抑后扬。全年在荣枯线附近波动，显示出经济复苏过程依然面临反复。随着三季度美国降息落地、政策空间打开，国内一揽子刺激政策出台，近期企稳预期增强，四季度 PMI 指数显著回升，制造业和非制造业景气度均有所改善。但随着美国政府换届，2025 年国内面临的外部环境特别是出口方面依然存在很强不确定性。

图 3 PMI 与 GDP 增速走势



资料来源：锦泰期货投资咨询部，wind

综合目前信息看，2025 年国内总体政策基调依然是促内需，稳增长。用内需的增长来抵消出口的影响。这与 2024 年的“新质生产力”提法有很大不同，主要缘于当时美国处于加息周期，国内货币政策调整空间受限所致。

从政策细节看，宏观政策主要发力点依然是刺激内需，从消费家电、制造业和基础设施建设等角度发力；地产方面，2025 年或将继续通过降低税费和购房置换成本等角度刺激升级和去化需求，但根本上解决地产低迷需要宏观经济状况明显改善，从而带动居民收入稳定增加，激发房产采购的积极性；短期看地产政策面工具已然大部分出台，2025 止跌回稳、震荡运行概率大，但仅靠政策很难使地产出现较大反弹和需求增量。而新经济、新装备的制造对钢铁实质需求增量有限；虽然有专项债等增量，但相较于地产基建行业总量依然占比有限，作为主要上游原料，预计煤焦行业 2025 面临的宏观大环境依然严峻，需求增速下滑趋势短期恐难扭转。

2.2 需求端：地产调整延续，政策预期托底

从下游需求侧看，正如此前宏观分析所言，随着 2025 年房地产行业调整逐步深化，地产及其相关建材用钢需求虽然有政策因素托底，但增量空间不大。2024 年 1-9 月房地产新增资金、开工面积、销售金额同比均下降-10%以上。建筑用钢需求锐减，对煤焦的需求也相应降低。2024 年 1-10 月国内生铁产量为 7.15 亿吨，同比下降 4%，降幅超过粗钢产量同期降幅一个百分点。

图 4 重点企业粗钢产量



资料来源：锦泰期货投资咨询部，wind

虽然 10 月在政策信贷“组合拳”的刺激下，10 月地产销售出现了比较明显的好转，10 月单月商品房销售同比下降幅度回升到-1.6%，相较前 3 季度来有明显好转。不过综合来看由于存量和化债等压力，地产新开工未来还是会受到比较大的约束。同时销售好转到房企拿地和新开工也有一定时间，2024 年除新开工面积继续走弱外，施工面积也从 2023 年的 7.2% 下降到 12.4%，未来房企的债务问题以及二手房对新房的冲击也是需求面临的问题，综合目前的开工和政策传导因素判断，预计 2025 年地产用钢需求下降同比将下降 2%~3% 左右，降幅较 24 年显著收窄，但逆转走强难度较大。

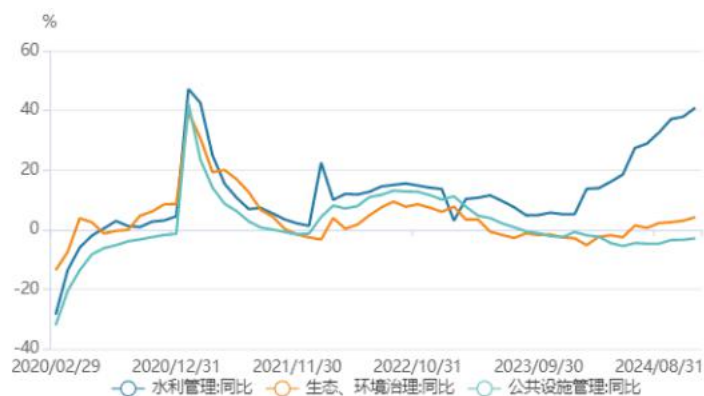
图 5 建筑业：新开工、施工与竣工建筑面积累计同比



资料来源：锦泰期货投资咨询部，wind

基建、制造业需求方面。2024 年 1-10 月，全国一般公共预算收入 184981 亿元，同比下降 1.3%；全国政府性基金预算收入 35462 亿元，同比下降 19%；不过随着 2024 最大力度规模的化债方案出台，2025 年度地方政府化债压力也会明显缓解，不过仍需观察各个省份专项债发行的落地情况；短期看各地基建相关行业的支出受到化债推进影响有望逐渐恢复，各地方的基建和国家专项重大基础设施建设或将支持基建用钢企稳微幅增长。

图 6 水利、环境、公共设施投资同比增速



资料来源：锦泰期货投资咨询部，wind

制造业需求方面，2024 年我国 1-10 月制造业投资增速 9.3%，表现出比较强的韧性。10 月开始制造业 PMI 逆季节性回升到枯荣线以上，汽车、家电以及机械行业中船舶、集装箱、农用机械表现都不错，大规模设备更新改造政策效果也不断显现，预计随着 2025 年国家推动大规模设备更新和家电、建材等消费品以旧换新行动方案的延续，同时制造业相关行业出口也保持稳定增长，2024 年制造业用钢需求或将维持较高增长趋势。

此外汽车需求继续维持高增长，24 年 1-10 月，汽车产销分别完成 2401.6 万辆和 2396.7 万辆，同比分别增长 8%和 9.1%。1-11 月汽车出口 534.5 万辆，同比增加 27.3%，汽车行业用钢成为近几年少数维持高增速的下游领域，但汽车行业整体用钢规模占总体钢材消费依然不

高，且 2025 年随着特朗普政府上台，汽车行业面临关税的等出口不确定性问题增加。预计随着基数和出口扰动因素增加，2025 年国内汽车需求增速依然能保持 5% 以上稳定增长，要维持 24 年的高增速难度较为艰巨。

图 7 汽车产量与房屋新开工面积走势



资料来源：锦泰期货投资咨询部，wind

从煤焦需求整体方面看，2024 年 1-10 月份铁水产量同比下降 2960 万吨，粗略估算带动焦炭需求下降 1400 万吨、焦煤需求下降 1700 万吨；煤焦需求基本依赖钢铁行业，2025 年粗钢需求受到地产拖累情况或延续，但基建走稳，制造业家电、机械等行业需求依然强劲，给整体钢材市场需求形成托底。2025 年煤焦需求首先关注地方债限额落地提速和政策发力能否止住地产开工下滑态势，此外制造业的景气主要依赖国内政策刺激和国际经贸大环境等因素，综合而言 2025 年煤焦需求环境依然不容乐观，依然将维持稳中偏弱格局。

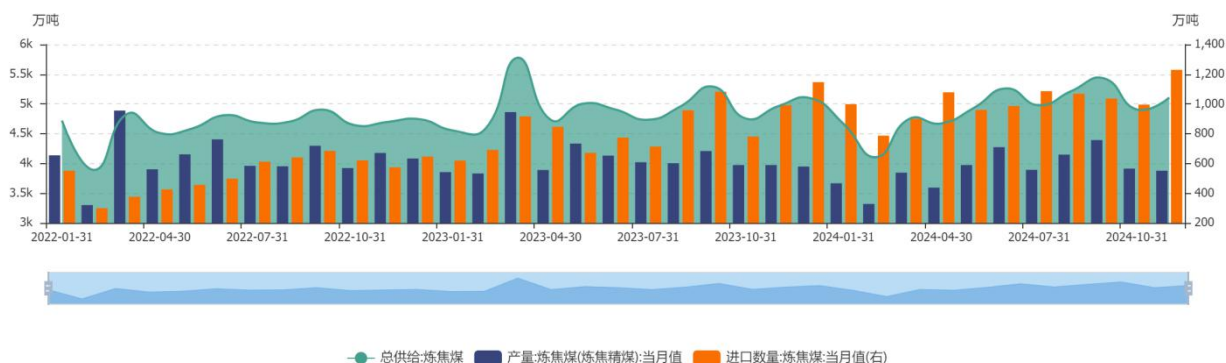
2.3 供给端：进口释放，供给延续高位

从供给角度看，虽然煤炭行业安检持续严格；但在安检形势缓和、主产地保 GDP 的压力下，焦煤产量全年先减后增，三季度后开始环比逐月增长，同比降幅也持续收窄，9 月份开始产量同比转正。此外，据 Mysteel 钢联数据统计，2024 炼焦煤煤矿产能投产接近 1500 万吨（其中核增产能 300 万吨），投产主要集中在山西、陕西、贵州等地区；此外据汾渭能源数据统计，未来全国 2025—2028 年焦煤年均新增产能在 900 万吨，4 年间总计焦煤新增产能高达 3400 万吨左右；结合 2025 年全国煤炭产量 48 亿吨的总体目标，未来几年焦煤自身的供给在没有大的安检事件扰动的前提下，国内焦煤将维持平衡略宽松格局。

另外，今年进口煤成为焦煤市场一大增量，特别是蒙煤的高速增长给了国内焦煤市场带来更大的竞争压力；据统计，24 年 1-11 月进口蒙古国焦煤 5257 万吨，同比增加 519 万吨，增幅达 11.0%；蒙古国内经济结构单一，主要依靠卖出煤炭等基础资源；中蒙之间煤炭贸易占其经济体量比重很大。2024 年蒙古国计划出口 7800 万吨煤炭，其中大部分为焦煤；而 2025 年其计划将煤炭出口量增加到 8300 万吨；随着近年来蒙古境内铁路、口岸设施的不断完善，

蒙煤的通关量稳步增长，成本优势逐渐显现，辐射范围已经从此前的蒙东、唐山等地内扩到山西、河北南部等腹地焦化企业,对国内主焦煤企业竞争压力日增。除蒙古外，前 11 月我国进口俄罗斯焦煤 2819 万吨，增幅 19.2%；进口澳大利亚焦煤 876 万吨，增幅为 284.4%；受到中澳关系缓和、俄罗斯取消煤炭出口税等刺激，预计俄、澳等主焦煤在 2025 年仍将维持正增长态势。当然具体增量取决于后市内地煤矿复产进程和国际地缘走向。

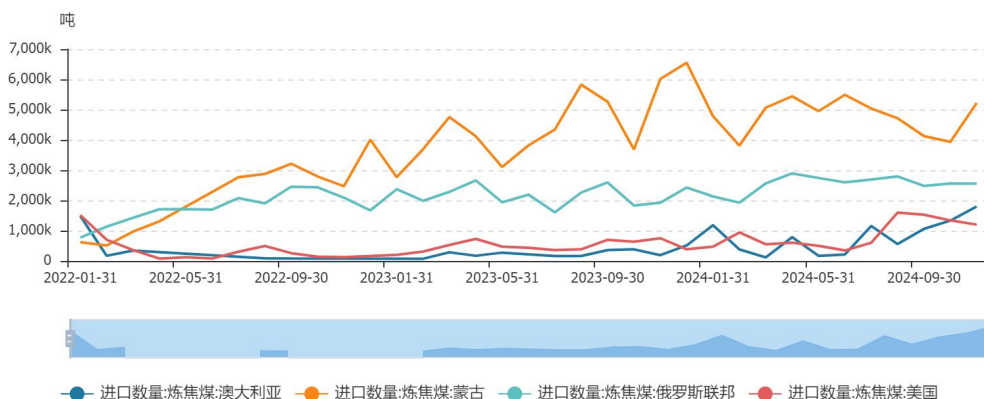
图 8 焦煤总供给与国产、进口量分布



资料来源：锦泰期货投资咨询部，wind

从焦炭生产方面来看，2024 焦化市场产能呈现净新增态势，全国焦化产能总计在 5.65 亿吨左右，由于焦化产能长期处于过剩状态，企业盈利能力较差，但受到新增产能逐步投产影响、焦炭产量并未出现明显的宽松，叠加下游需求趋于下滑，焦化企业控制产能利用率，维持限产保价的总体格局；根据 Mysteel 钢联数据显示，2024 年全样本独立焦企平均产能利用率 71.22%，较 2023 年下降 3.31 个百分点。国家统计局数据显示，2024 年 1-11 月我国焦炭累计产量 44671 万吨，同比下降 405 万吨，降幅 0.9%。

图 9 澳大利亚、俄罗斯、蒙古等焦煤进口量



资料来源：锦泰期货投资咨询部，wind

由于焦化产业自身议价权较为受限，价格及产量独立性较差。在经历了两年多的亏损后，多数焦炭企业现金流较为紧张，对于原料及产成品都和钢厂一样维持低位库存策略；此外落

后产能淘汰在 2025 总量放缓，钢联数据统计预计 2025 年全国将淘汰焦化产能 1626 万吨，新增 2602 万吨，净新增 976 万吨；这近千万吨产能置换项目又将对焦化整体的市场供给“雪上加霜”。25 年焦化企业大概率将维持目前跟随钢厂的低库存、快销策略，复减产对价格弹性敏感性进一步增强。

2.4 库存：高库存压制双焦反弹空间

焦煤库存方面，分环节看，钢厂、港口和上游煤矿库存总量目前均处于历史高位附近；据统计截至 2024 年 12 月，洗煤厂原煤库存 269 万吨、精煤库存 211 万吨，洗煤厂库存合计 480 万吨，处于近几年偏高位置；甘其毛都口岸库存 400 万吨左右，处于偏高位置；港口库存 453 万吨，略有下降但仍偏高；焦企库存 1002 万吨，钢厂库存 741 万吨；全环节焦煤总库存近 2500 万吨，显著高于近年来平均水平。

图 10 焦炭港口库存



资料来源：锦泰期货投资咨询部，wind

2025 年，虽然国内焦煤产能在安检、双碳等压力下会有阶段性收缩预期，但后期随着蒙煤等进口煤通关能力增长，进口煤增速高位运行、不少重点口岸依然面临较大胀库压力。在国内焦煤生产步入产能置换基本完成的后期阶段、国内焦煤产能释放预期平稳前提下，高库存格局料将延续到 2025 年。

三、2025 焦煤焦炭市场行情展望

展望 2025 煤焦市场，地产调整趋势延续，新产业有效需求支撑不足以短期弥补房建需求减量的格局延续，刺激消费和财税信贷政策组合拳对真实需求的提振还有待时间传导和验证。供给侧从目前数据和趋势看，2025 年碳元素的供给仍将维持平衡偏松状态，焦化产能的过剩和焦煤市场进口增产压力延续；随着阶段性的补库对产业链的传导速度加快；正负反馈的预期都能迅速传导至上游缺乏议价权的煤焦市场，呈现以钢定焦的行情传递逻辑。

在市场总体供需宽松的背景预期下，市场结构性短期错配也很难导致趋势性行情，2025 煤焦市场将延续短期价格波动的弹性大，波动区间收窄的特征；预测全年煤焦走势或先抑后扬，上半年受制于去化压力低位盘整，阶段性反弹或将随着宏观经济复苏和需求释放在三季度后到来；预测焦煤主力全年波动重心在 1000-1500 元/吨；焦炭 1500-1900 元/吨之间震荡。

■ 免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，锦泰期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经锦泰期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。