

● 主要结论

焦煤焦炭：需求边际好转 宽松格局下反弹高度受限

宏观面，国内前两月金融宏观数据出炉，价格水平方面，春节错月因素影响，国内CPI同比和环比转负，扣除春节错月影响，2月份CPI同比上涨0.1%。依然处在极低的水平，因此从宏观角度来看，紧缩压力仍未有效缓解，价格压力持续存在。印证了我们上一篇报告中关于“未来价格或仍有紧缩压力”的判断。信贷方面，政府发债支撑社融增速，居民端，短期贷款减少显示消费信心严重不足，而中长期贷款低于去年同期基本符合市场预期，因此近期国内政策继续发力扩大消费刺激与支持。

2025年2月10日，特朗普表示，将于周一（2月10日）宣布对所有国家的钢铝进口加征25%的关税。但从中国钢材出口区域分布来看，更多分布在东南亚以及东盟和“一带一路”沿线国家，2024年中国对美国钢材出口总量约89万吨，占总出口量0.8%。因此加征关税对中国直接钢材产品出口影响较小。未来我们需要关注关税对于钢材制品（如机械、家电、汽车）等产成品的关税措施，以及涉及转出口部分的关税政策。

产业面，2月春节期间煤矿多停产放假，春节后恢复正常生产。三月两会期间，煤矿保安全生产开工阶段性下滑，伴随会议结束，上游生产逐步恢复，国内煤炭供应整体保持稳中有增格局。进口端，甘其毛都口岸日均通关车数保持在高位水平，偶有通关下滑也是来自于口岸库存高企的卸港压力，海运煤方面，俄罗斯焦煤进口稳定，澳煤性价比相对不足，主要焦煤进口来源国仍保持的稳定的供应。焦煤内外供应稳中有增。需求方面，环保放松，焦企以及钢厂开工回升。下游整体利润一般，对原料维持按需采购格局。煤焦目前盘面估值相对较低，需求边际好转，带动价格低位反弹。但中期来看，宽松格局延续，谨慎看待反弹高度。

国信期货交易咨询业务资格：
证监许可〔2012〕116号

分析师：邵荟憧

从业资格号：F3055550

投资咨询号：Z0015224

电话：021-55007766-305168

邮箱：15219@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、宏观

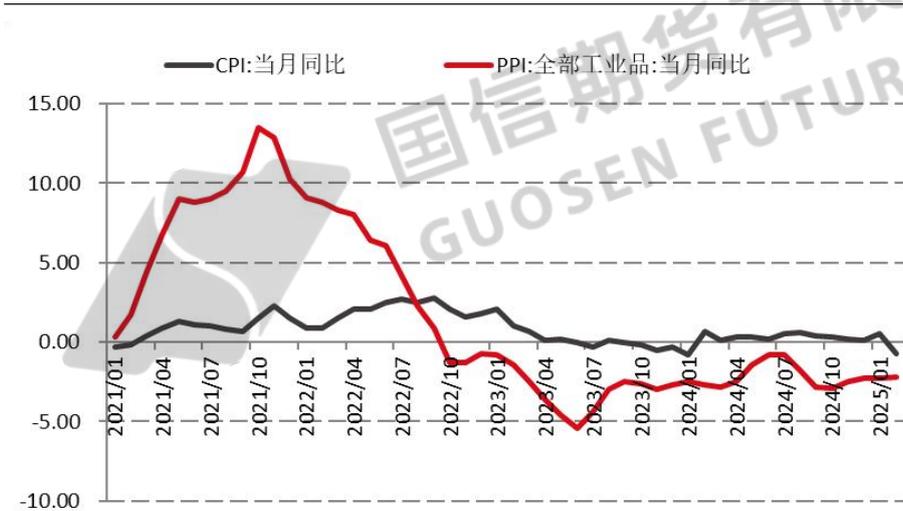
1.1 春节错月因素影响，国内 CPI 同比和环比转负

3月9日，国家统计局发布了2月份的国内消费数据。数据显示，2月份，居民消费价格指数（CPI）环比下降0.2%，同比下降0.7%；工业生产者出厂价格指数（PPI）环比下降0.1%，同比下降2.2%。

对此，国家统计局新闻发言人、国民经济综合统计司司长付凌晖17日在国新办新闻发布会上表示，从历史数据看，春节因素对1到2月的CPI影响较大，而2025年春节法定假期一半在1月一半在2月，春节前和春节期间商品和服务需求集中释放，节前对消费带动更强，带动价格出现上涨。春节以后，随着需求回落，价格往往出现下行。因此1月物价水平出现好转，2月则出现回落。此外，2024年春节法定假日均在2月，因此去年2月同期基数相对较高，导致CPI同比也出现回落。2月是工业生产淡季，部分国际大宗商品价格波动等多因素影响PPI下降，降幅略有收窄。

如果扣除春节错月影响，2月份CPI同比上涨0.1%。依然处在极低的水平，因此从宏观角度来看，紧缩压力仍未有效缓解，价格压力持续存在。印证了我们上一篇报告中关于“未来价格或仍有紧缩压力”的判断。

图：CPI、PPI



数据来源：WIND、国信期货

1.2 政府债持续发力，居民消费低迷

中国人民银行发布数据显示，截至2月末，广义货币（M2）余额320.52万亿元，同比增长7%，与上月持平。狭义货币（M1）余额109.44万亿元，同比增长0.1%。流通中货币（M0）余额13.28万亿元，同比增长9.7%。前两个月净投放现金4562亿元。

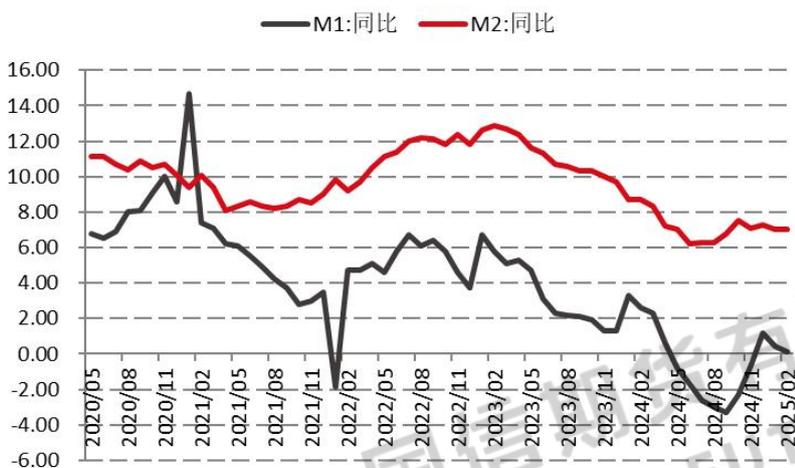
2月，社融新增2.23万亿，同比多增0.74万亿，增速环比1月上升0.2个百分点至8.2%，1-2月社融累计新增9.3万亿，同比多增1.3万亿。从占比看，今年2月社融口径下政府债净融资1.7万亿元，约占当月社融的四分之三。

1-2月人民币贷款增加6.14万亿元。分部门看，住户贷款增加547亿元，其中，短期贷款减少3238亿元，中长期贷款增加3785亿元；企（事）业单位贷款增加5.82万亿元。

综合来看，政府发债支撑社融增速，居民端，短期贷款减少显示消费信心严重不足，而中长期贷款低于去年同期基本符合市场预期，因此从政策角度来看，国内继续扩大消费刺激与支持政策。

3月16日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，内容总计30条，从条目来看重视程度较历年有所上升，但我们目前看到的仍是一份纲领性文件，对于具体预算支出投入金额等信心仍未披露，未来需持续观察消费刺激的政策表现及落地情况。

图：M1、M2



数据来源：WIND、国信期货

1.3 美开启加征关税，关注钢材制品关税以及转出口情况

2025年2月1日，美国宣布对中国输美产品加征10%关税，同时对来自加拿大和墨西哥的进口商品分别加征25%和10%的关税。该政策原定于2025年2月4日生效。在关税生效前夕，美国对加拿大和墨西哥的关税政策进行了调整，给予两国30天的缓冲期，但对中国的关税政策保持不变。

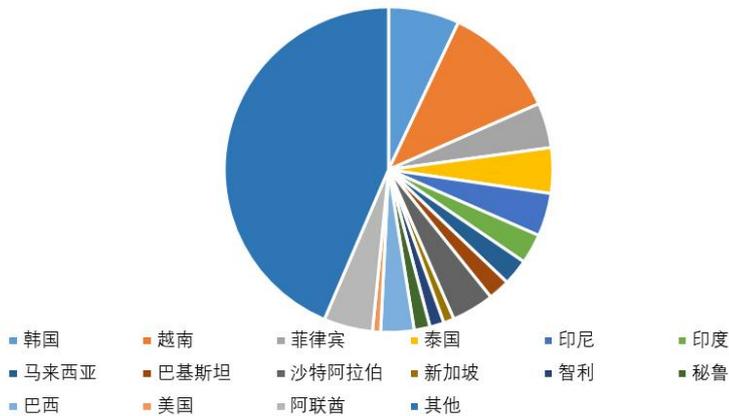
2025年2月10日，特朗普表示，将于周一（2月10日）宣布对所有国家的钢铝进口加征25%的关税。

根据海关总署数据显示，中国24年1-12月累计出口钢材11071.6万吨，同比增长22.7%。2024年中国钢材出口持续高位增长，成为有效需求的重要组成部分。而从中国钢材出口区域分布来看，更多分布在东南亚以及东盟和“一带一路”沿线国家，2024年中国对美国钢材出口总量约89万吨，占总出口量0.8%。因此加征关税对中国直接钢材产品出口影响较小。

未来我们需要关注关税对于钢材制品（如机械、家电、汽车）等产成品的关税措施，以及涉及转出口部分的关税政策。

图：2024年钢材出口分国别

钢材出口分国别



数据来源：WIND、国信期货

二、焦煤焦炭行情回顾

2025 年一季度，焦煤焦炭主力合约整体走势震荡下行，重心下移。

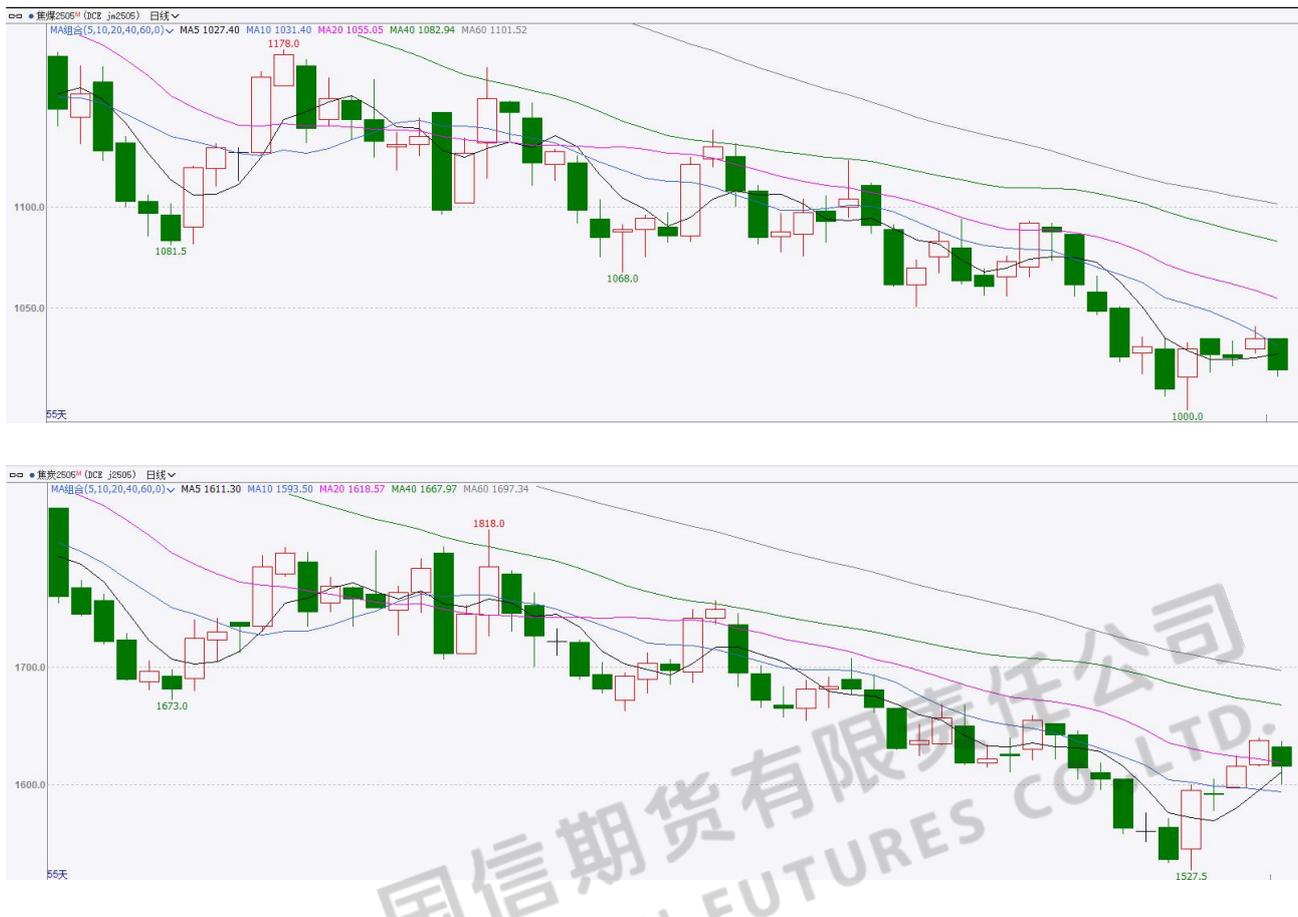
基本面来看，元旦节后煤矿开始复产，上游开工率回升，但伴随农历春节临近，煤矿逐步开启停产放假，一月下旬至二月初，春节假期影响下国内煤炭产出进入季节性低点。与此同时，下游焦钢企业在 1-2 月开始节前补库与节后消耗原料库存的采购节奏。2 月春节假期结束之后，国内煤矿陆续启动复产，目前除个别煤矿因井下因素导致限停产外，多数煤矿已基本恢复正常生产。进口方面，蒙煤通关保持高位稳定，但下游成交积极性一般，口岸库存累积。焦炭现货连续提降落地，焦企有小幅亏损，但主动减产驱动不足，开工率基本走平，而钢厂在节后有一定复产，但从铁水产量表现来看，复产节奏相对较缓，钢厂仍在等待终端需求有效回升之表现，复产步伐相对谨慎，因此对原料来说，供需表现都相对平稳。春节之后，国内煤矿有序复产，重要会议期间保安全生产开工有所回落，伴随会议结束，上游供应恢复稳定。进口方面，蒙煤通关持续高位，个别时段由于口岸库存累积导致通关被动下滑，但整体进口维持在高位。

需求方面，下游焦钢企业在 1-2 月开始节前补库与节后消耗原料库存的采购节奏。焦炭现货连续十一轮提降，焦企亏损有所扩大，提产动能不足。钢厂方面，春节之后高炉端开始缓慢复产，但由于下游整体利润不佳，对原料主动补库存意愿不足，维持刚需采购节奏。

宏观面 1-2 月进入国内宏观政策真空期，市场对于宏观博弈力度走弱。而海外特朗普总统上台之后，虽然宣布了一系列关税政策，但一方面其贸易保护主义倾向在当选期间市场就已对该信息内含交易过，其上台之后未有超预期的政策出台，因此金融市场表现相对冷静；另一方面，针对黑色下游钢材的关税政策，由于中美之间的钢材直接贸易总量非常小，因此对于黑色产业链的直接冲击相对较小。3 月，海外市场美国就业承压通胀有所回落，但特朗普的关税政策仍然带来很大的不确定性，海外市场难以对国内形成有效提振。而国内经历 1-2 月政策真空期后，两会的政策提振相对有限，当前国内面临复杂的外部环境，政府发债支持，但消费端内需仍待提振，宏观表现相对中性。

综上，宏观没有超预期利好以及基本面偏宽松的情况喜爱，双脚期货市场整体表现出震荡下行的走势。

图：焦煤焦炭主力连续合约走势（单位：元/吨）



数据来源：文华财经、国信期货

三、焦煤焦炭市场基本面分析

3.1 国内焦煤产量同比下滑，但降幅逐步收窄

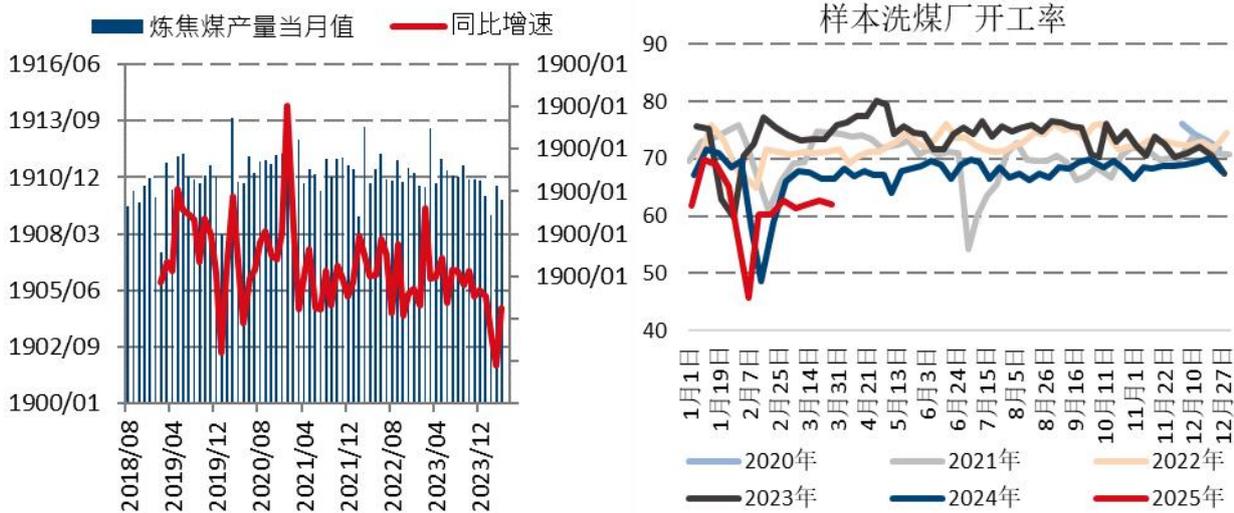
国家统计局发布数据显示，1—2月，规模以上工业原煤、天然气生产增速加快，原油、电力生产基本稳定。其中，原煤生产增速加快。1—2月份，规上工业原煤产量7.7亿吨，同比增长7.7%，增速比上年12月份加快3.5个百分点；日均产量1297万吨。

焦煤月度产量数据发布相对滞后，但我们从高频数据来看，春节期间，煤矿多停产放假，焦钢企业消耗场内原料库存，供需双弱格局下煤价持稳。春节之后，伴随煤矿生产恢复，而下游跌价，供需矛盾开始累积。

三月两会期间，煤矿保安全生产开工阶段性下滑，伴随会议结束，上游生产逐步恢复，但由于一季度现货煤价下跌，部分煤矿出现亏损，停产限产，开工环比下滑，但综合来看国内煤炭供应整体保持相对宽松的格局。

图：焦煤产量及同比（单位：万吨，%）

图：样本洗煤厂开工率（单位：%）



数据来源: WIND、Mysteel、国信期货

数据来源: WIND、Mysteel、国信期货

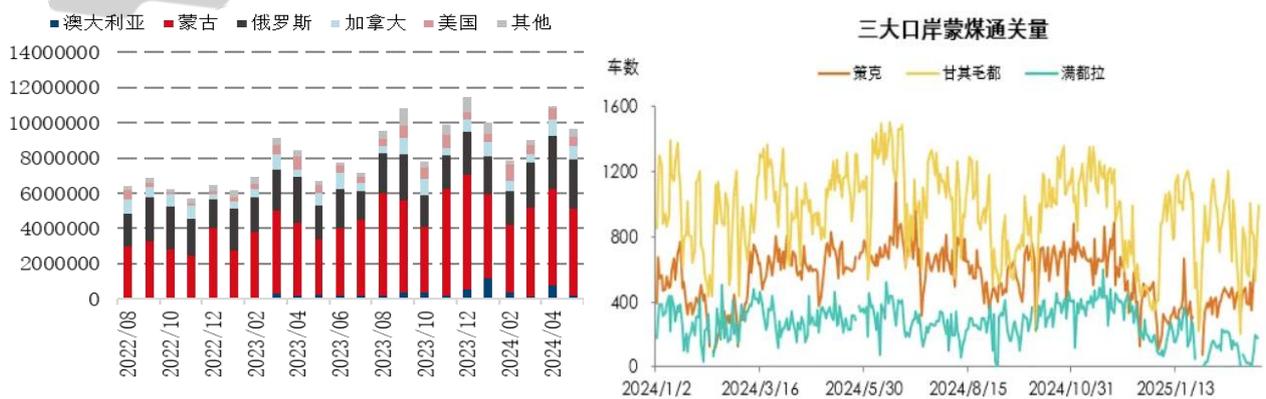
3.2 焦煤进口供应保持增长

据海关总署最新数据显示, 2025 年 1-2 月, 我国累计进口煤炭 7611.9 万吨, 较 2024 年同期的 7452 万吨增加 159.9 万吨, 增长 2.1%, 煤炭进口量同比继续增长, 但同比增幅明显收窄。2025 年 1-2 月份我国一共进口炼焦煤 1884.5 万吨, 同比增 5.3%。分国别来看, 2 月我国炼焦煤进口前五大来源国为蒙古、俄罗斯、美国、加拿大和澳大利亚。从上述五国累计进口炼焦煤 871.5 万吨, 占炼焦煤进口总量的 99%。

但从高频数据来看, 甘其毛都口岸日均通关车数保持在高位水平, 偶有通关下滑也是来自于口岸库存高企的卸港压力, 海运煤方面, 俄罗斯焦煤进口稳定, 澳煤性价比相对不足, 综合来看, 主要焦煤进口来源国仍保持的稳定的供应。阶段性出现由于需求导向的被动下滑而非供应缺口。

图: 焦煤进口量 (单位: 吨)

图: 蒙煤通关量 (单位: 车)



数据来源: WIND、Mysteel、国信期货

数据来源: WIND、Mysteel、煤炭资源网、国信期货

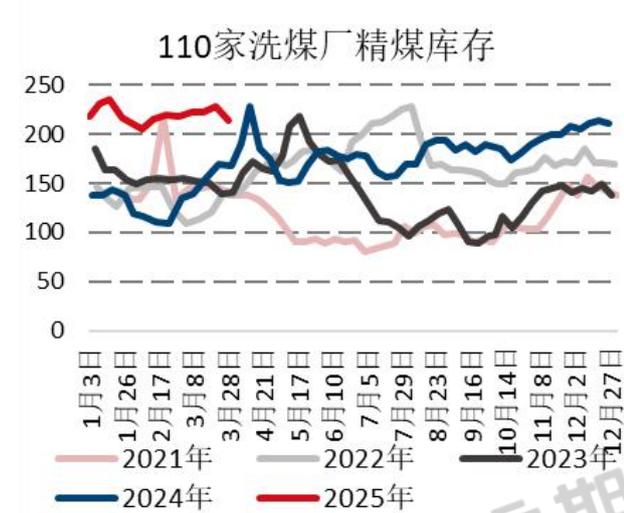
3.3 焦煤库存向上游累积, 市场情绪较弱

春节期间, 国内煤矿多数停产, 节后陆续开工复产, 3 月重要会议期间阶段性冲击, 但整体供应保持

高位平稳。反观下游接货积极性不佳，上游库存累至高位窄幅波动，未能有效去化。截至3月28日，钢联调研110家样本洗煤厂精煤库存213.92万吨，较年初下降4万吨，较去年同期增加26.7%，煤炭上游库存偏高。

港口方面，海外澳煤供应充足，但需求表现一般，价格持续阴跌，但与国内产地煤价相比仍缺乏价格优势。港口成交清淡，焦煤库存高位持续回落。截至3月28日，钢联统计四大港口焦煤库存362.66万吨，较年初下降98.63万吨。

图：洗煤厂精煤库存（单位：万吨）



数据来源：WIND、Mysteel、国信期货

图：主要港口焦煤库存量（单位：万吨）

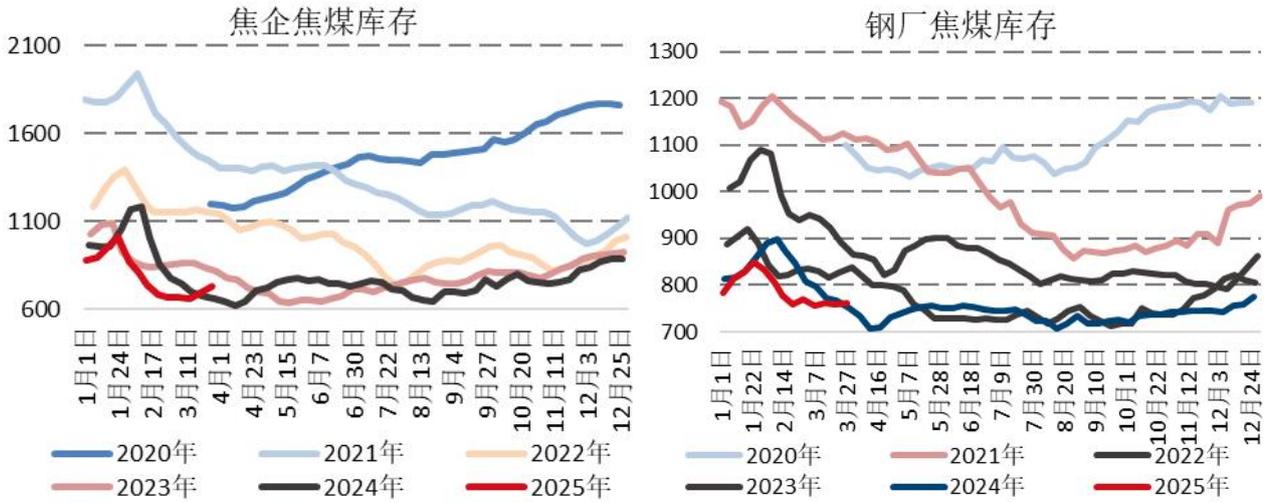


数据来源：WIND、Mysteel、国信期货

春节前后焦钢企业对原料进行正常的补库与消耗库存，假期下游保持正常生产，节后下游虽然有缓慢复产，但考虑到终端改善相对较弱，而焦炭现货价格连续十一轮下跌，焦企利润收缩至回负，近期亏损有所扩大，跌价汾渭下游对原料采购积极性不足，维持在刚需采购为主，焦钢企业焦煤库存低位。钢联数据显示，截至3月28日，样本焦企焦煤库存729.61万吨，周环比增加38.4万吨，较年初下降152.28万吨，样本钢厂焦煤库存762.68万吨，周环比增加4.86万吨，较年初下降21.65万吨。目前下游库存绝对水平在相对合理水平，整体仍维持按需采购策略。

图：230家独立焦企焦煤库存（单位：万吨）

图：247家样本钢厂焦煤（单位：万吨）



数据来源：WIND、Mysteel、国信期货

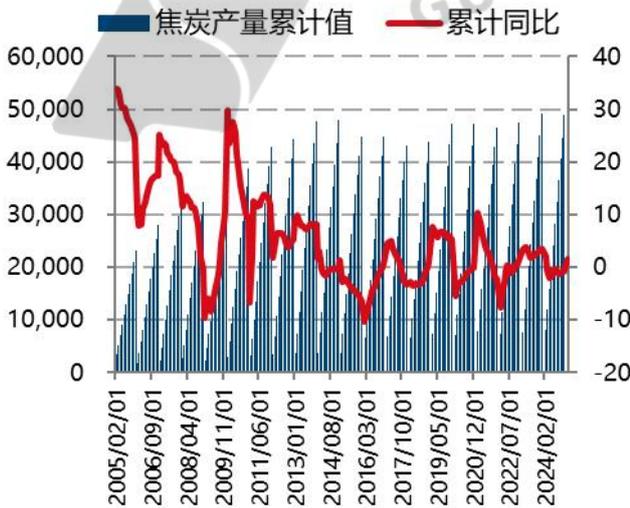
数据来源：WIND、Mysteel、国信期货

3.4 焦化产能宽松，动态调节开工

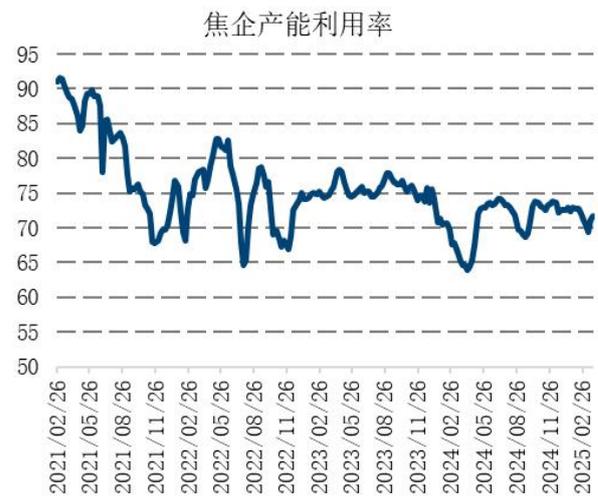
从产能来看，焦化产能仍处于相对过剩状态。国家统计局数据显示，1-2月份，全国焦炭产量8190万吨，同比增1.6%。据此测算，1-2月份焦炭日均产量为138.8万吨，较去年12月份日但焦企仍回到亏损区间，叠加环保限制，焦企开工动能下滑。截至3月28日，钢联统计样本焦企产能利用率71.59%，周环比增加0.42%，较年初下降0.93%。

图：焦炭产量累计及同比（单位：万吨，%）

图：焦企产能利用率（单位：%）



数据来源：WIND、Mysteel、国信期货



数据来源：WIND、Mysteel、国信期货

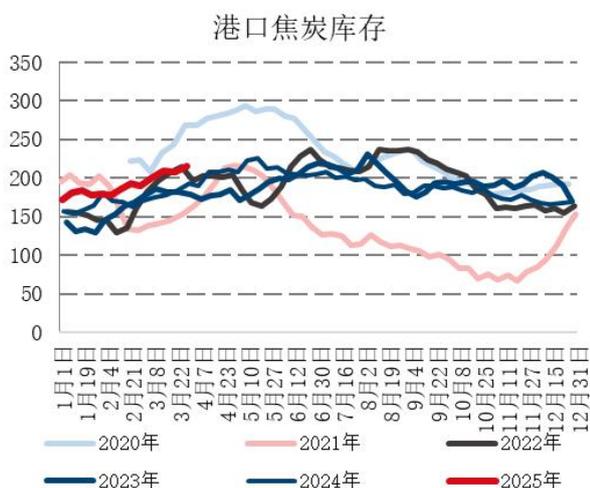
3.5 港口库存累积，焦企库存回落

焦炭现货价格连续下跌，部分贸易商开始采购，港口焦炭库存有所回升。但钢厂方面复产节奏相对谨慎，厂内原料库存在相对高位，对原料采购积极性不高。焦企焦炭库存自高位回落，目前回归到中性区间。

短期来看，焦企库存环比回落显示焦炭现货流转情况尚可，市场情绪有所企稳。截至3月28日，钢联调研数据显示主要港口焦炭库存合计215.11万吨，周环比增加7.01万吨，较年初增加42.89万吨。样本焦企焦炭库存69.69万吨，周环比下降2.96万吨，较年初增加19.01万吨。

图：港口焦炭库存（单位：万吨）

图：焦企焦炭库存（单位：万吨）



数据来源：WIND、Mysteel、国信期货

数据来源：WIND、Mysteel、国信期货

3.6 钢厂按需采购为主

钢厂春节后正常消耗厂内原料库存，三月以来，钢厂铁水开始回升，但对原料采购偏谨慎。截至2月28日，钢联数据显示样本钢厂焦炭库存668.12万吨，周环比增加5.29万吨，月环比下降12.83万吨，钢厂焦炭库存可用天数12.72天，维持合理区间。

图：钢厂焦炭库存（单位：万吨）

图：钢厂焦炭库存可用天数（单位：天）



数据来源：WIND、Mysteel、国信期货

数据来源：WIND、Mysteel、国信期货

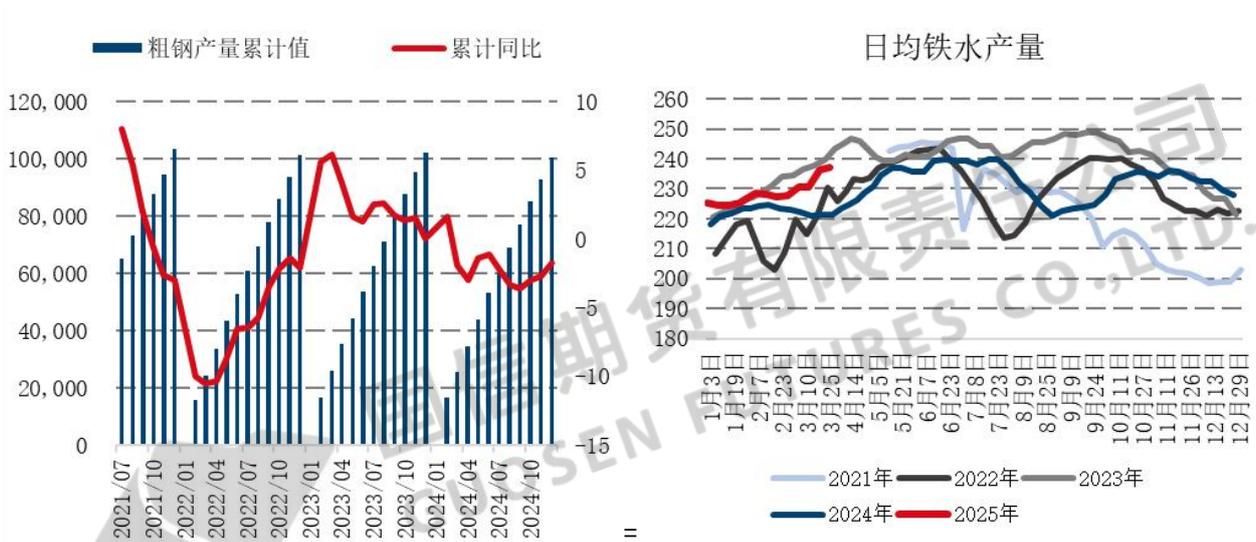
3.7 钢材产量同比回落，铁水小幅增加

国家统计局数据显示，2025年1-2月份，全国钢材产量22409万吨，同比增4.7%。1-2月份钢材日均产量为379.8万吨，较去年12月份下降1.1%。1-2月份，全国粗钢产量16630万吨，同比降1.5%。1-2月份粗钢日均产量为281.9万吨，较去年12月份增15.0%。1-2月份，全国生铁产量14075万吨，同比降0.5%。1-2月份生铁日均产量为238.6万吨，较去年12月份增10.9%。

春节期间钢厂正常生产，节后钢厂缓慢复产。高频数据来看，当前钢厂复产节奏相对较缓，铁水低于2023年同期但高于2024年同期，这有一部分原因来自于2025年春节相对较早，钢厂启动复产时间较早。钢联数据显示，截至3月28日，钢联数据显示样本钢厂日均铁水产量237.28万吨，周环比增加1.02万吨。钢厂提产态度较为谨慎，跟随终端表现排产。

图：粗钢产量及同比（单位：%）

图：日均铁水产量（单位：万吨）



数据来源：WIND、Mysteel、国信期货

数据来源：WIND、Mysteel、国信期货

四、主要结论

焦煤焦炭：需求边际好转 宽松格局下反弹高度受限

宏观面，国内前两月金融宏观数据出炉，价格水平方面，春节错月因素影响，国内CPI同比和环比转负，扣除春节错月影响，2月份CPI同比上涨0.1%。依然处在极低的水平，因此从宏观角度来看，紧缩压力仍未有效缓解，价格压力持续存在。印证了我们上一篇报告中关于“未来价格或仍有紧缩压力”的判断。信贷方面，政府发债支撑社融增速，居民端，短期贷款减少显示消费信心严重不足，而中长期贷款低于去年同期基本符合市场预期，因此近期国内政策继续发力扩大消费刺激与支持。

2025年2月10日，特朗普表示，将于周一（2月10日）宣布对所有国家的钢铝进口加征25%的关税。但从中国钢材出口区域分布来看，更多分布在东南亚以及东盟和“一带一路”沿线国家，2024年中国对美国钢材出口总量约89万吨，占总出口量0.8%。因此加征关税对中国直接钢材产品出口影响较小。未来我们需要关注关税对于钢材制品（如机械、家电、汽车）等产成品的关税措施，以及涉及转出口部分的关税

政策。

产业面，2月春节期间煤矿多停产放假，春节后恢复正常生产。三月两会期间，煤矿保安全生产开工阶段性下滑，伴随会议结束，上游生产逐步恢复，国内煤炭供应整体保持稳中有增格局。进口端，甘其毛都口岸日均通关车数保持在高位水平，偶有通关下滑也是来自于口岸库存高企的卸港压力，海运煤方面，俄罗斯焦煤进口稳定，澳煤性价比相对不足，主要焦煤进口来源国仍保持的稳定的供应。焦煤内外供应稳中有增。需求方面，环保放松，焦企以及钢厂开工回升。下游整体利润一般，对原料维持按需采购格局。煤焦目前盘面估值相对较低，需求边际好转，带动价格低位反弹。但中期来看，宽松格局延续，谨慎看待反弹高度。



国信期货有限责任公司
GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

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。



国信期货有限责任公司
GUOSEN FUTURES CO., LTD.