

● 主要结论

焦煤焦炭：铁水见顶，原料承压

宏观面，5月12日《中美日内瓦经贸会谈联合声明》发布，中美之间关税率较前期大幅降低，如果按照美方对中国输美商品征收43%的税率进行计算，按美元计，预估2025年我国对美出口规模或与2024年基本持平；预估2025年我国出口总金额或增长5.0%左右；预估2025年净出口对GDP的贡献或有1.2个百分点以上。对大类资产来讲，或利多人民币和股市，利空债市。市场风险下降，悲观情绪缓和，结构性利多商品。

国内金融数据表现依旧低迷，价格压力持续存在，PPI环比、同比跌幅较3月继续扩大，且比2024年4月跌幅扩大0.2%。分项来看，普遍原材料以及商品价格都在下跌，生活资料价格下降1.6%，显示居民端消费依旧疲软。综合来看，当前市场价格紧缩的压力仍然存在，对大宗商品估值形成一定压力。民众风险偏好持续回落，投资意愿不足，储蓄意愿增加。尤其在当前复杂多变的外部环境中，政府加杠杆仍将在大类资产价格表现中发挥重要作用。

产业面，部分矿点因事故或销售不畅有停减产现象，但多数煤矿仍维持正常供应，产地供应较为充足。进口方面，美国或因关税等问题焦煤进口量出现下滑，但考虑到俄罗斯出于地缘政治等因素考虑，依旧会加大对中国的煤炭出口，因此俄罗斯焦煤进口增量将替代其他国家的减量。而蒙古方面长期来看供应保持稳定。需求方面，短期来看焦钢企业利润尚可，开工维持在相对高位，但考虑到黑色终端需求即将由旺季转淡，铁水阶段性见顶回落，因此原料需求有边际下滑压力。短期在宏观悲观情绪缓解与成材市场带动下盘面或有反弹，但我们认为宽松格局仍存，仍以逢高空单布局为主。

焦炭基本面亦缺乏矛盾，焦化产能宽松，短期来看无减产动能，开工率在年内高位，但钢厂方面高炉开工开始下滑，铁水产量见顶回落，对炉料需求逐步走弱。供需矛盾累积，焦企库存开始增加，近期市场对二轮提降预期增强，市场心态偏弱，叠加成本支撑不足，偏弱思路看待。

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、国内外宏观解读

1.1 中美关税大幅降低，悲观情绪有所缓解，

根据商务部5月12日的消息，《中美日内瓦经贸会谈联合声明》发布，双方承诺将于2025年5月14日前采取相关措施，降低关税税率。具体来说，根据《商务部新闻发言人就中美日内瓦经贸会谈联合声明发表谈话》，本次中美经贸高层会谈取得实质性进展，大幅降低双边关税水平，美方取消了共计91%的加征关税，中方相应取消了91%的反制关税；美方暂停实施24%的“对等关税”，中方也相应暂停实施24%的反制关税。

根据财政部5月13日的消息，《国务院关税税则委员会公布公告调整对原产于美国的进口商品加征关税措施》发布，自2025年5月14日12时01分起，调整《国务院关税税则委员会关于对原产于美国的进口商品加征关税的公告》（税委会公告2025年第4号）规定的加征关税税率，由34%调整为10%，在90天内暂停实施24%的对美加征关税税率。自2025年5月14日12时01分起，停止实施《国务院关税税则委员会关于调整对原产于美国的进口商品加征关税措施的公告》（税委会公告2025年第5号）和《国务院关税税则委员会关于调整对原产于美国的进口商品加征关税措施的公告》（税委会公告2025年第6号）规定的加征关税措施。

表：中美关税政策

	时间	美方	中方
特朗普就任美国总统前	1月20日	实际关税约为20% 据美国白宫4月3日倒推为13%	中方对美国商品征收关税约12%
“对等关税”前	2月1日	美方对中国商品加征关税10% 征收关税23%	中方相应反制
	3月3日 -3月4日	美方对中国商品加征关税10% 征收关税33%	中方相应反制
“对等关税”后	4月3日 -4月4日	美方对中国商品加征关税34% “对等关税”34% 征收关税67%	中方对美国商品加征关税34%
	4月8日 -4月9日	美方对中国商品加征关税50% “对等关税”后累计加征84% 征收关税117%	中方对美国商品加征关税由34%调整为84%
	4月10日 -4月11日	美方对中国商品再加征关税41% “对等关税”后累计加征125% 叠加“对等关税”前20%累计加征145% 征收关税158%	中方对美国商品加征关税由84%调整为125%
经贸会谈后	5月12日	美方取消了共计91%的加征关税 美方暂停实施24%的“对等关税” “对等关税”由4月3日调整为10% 征收关税约43%	中方相应取消了91%的反制关税 相应暂停实施24%的反制关税 反制关税由4月4日调整为10% 征收关税约为32%

数据来源：中国财政部 中国商务部 美国白宫

备注：税率为平均税率，征收关税水平为估计值

日内瓦经贸谈判之后，中美之间关税税率较前期大幅降低，如果按照美方对中国输美商品征收 43% 的税率进行计算，按美元计，预估 2025 年我国对美出口规模或与 2024 年基本持平；预估 2025 年我国出口总金额或增长 5.0% 左右；预估 2025 年净出口对 GDP 的贡献或有 1.2 个百分点以上。

对大类资产来讲，或利多人民币和股市，利空债市。市场风险下降，悲观情绪缓和，结构性利多商品，贵金属的黄金或延续回调，总体相对利好有色和能化商品，对黑色商品影响也较为积极。农产品方面，或利多棉花；相对利空对外依存度较高的大豆。

1.2 国内价格压力持续存在

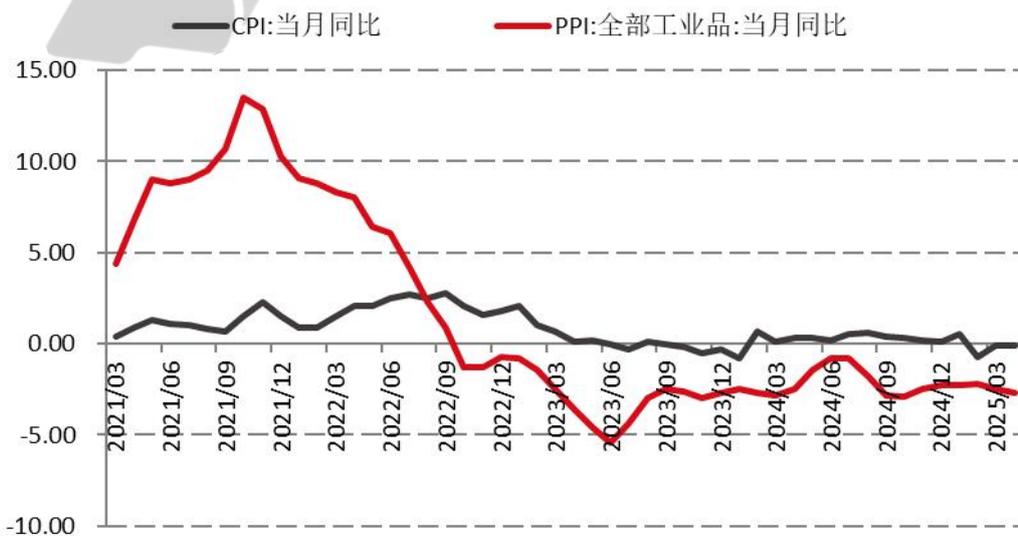
5 月 10 日，国家统计局发布数据显示，2025 年 4 月份，全国居民消费价格同比下降 0.1%。其中，食品价格下降 0.2%，非食品价格持平；消费品价格下降 0.3%，服务价格上涨 0.3%。1—4 月平均，全国居民消费价格比上年同期下降 0.1%。

虽然 4 月份全国居民消费价格环比上涨 0.1%，但同比仍保持在 -0.1% 的极低水平，且连续三个月为负值。观测历年同期 CPI 同比变化，2025 年 4 月 2013 年以来同比最低值。市场整体表现疲弱，我们将延续上一期报告的观点：“价格压力持续存在”。

国家统计局发布数据显示，2025 年 4 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 2.7%，环比下降 0.4%；工业生产者购进价格同比下降 2.7%，环比下降 0.6%。1—4 月平均，工业生产者出厂价格和购进价格比上年同期均下降 2.4%。

4 月份，PPI 环比、同比跌幅较 3 月继续扩大，且比 2024 年 4 月跌幅扩大 0.2%。分项来看，普遍原材料以及商品价格都在下跌，生活资料价格下降 1.6%，显示居民端消费依旧疲软。综合来看，当前市场价格紧缩的压力仍然存在，对大宗商品估值形成一定压力。

图：CPI、PPI



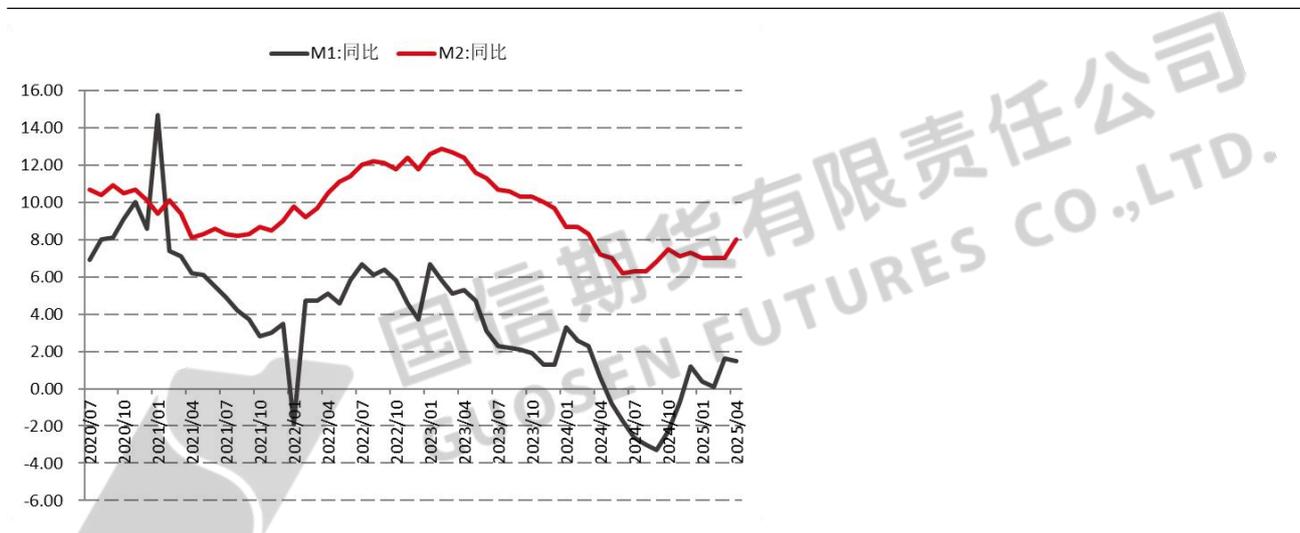
数据来源：WIND、国信期货

1.3 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，2025年前4个月社会融资规模增量累计为16.34万亿元，比上年同期多3.61万亿元。其中，企业债券净融资7591亿元，同比少4095亿元；政府债券净融资4.85万亿元，同比多3.58万亿元；非金融企业境内股票融资1353亿元，同比多404亿元。2025年4月末社会融资规模存量为424.0万亿元，同比增长8.7%。从结构表现上来看，仍呈现出政府债作为基石，企业债环比有所改善的迹象。4月政治局会议表示要加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用，预计后市政府供给仍将是支撑社融的主要支柱。尤其在当前复杂多变的外部环境中，政府加杠杆仍将在大类资产价格表现中发挥重要作用。

中国人民银行发布数据显示，截至4月末，广义货币（M2）余额325.17万亿元，同比增长8%。狭义货币（M1）余额109.14万亿元，同比增长1.5%。流通中货币（M0）余额13.14万亿元，同比增长12%。前四个月净投放现金3193亿元。M2较上月有所回升，同比增幅扩大，部分来自去年同期基数相对较低。而M1增速较上月下降0.1%，表明在关税战背景下实体经济活跃度依然低迷。二者剪刀差的扩大也显示民众风险偏好持续回落，投资意愿不足，储蓄意愿增加。

图：M1、M2



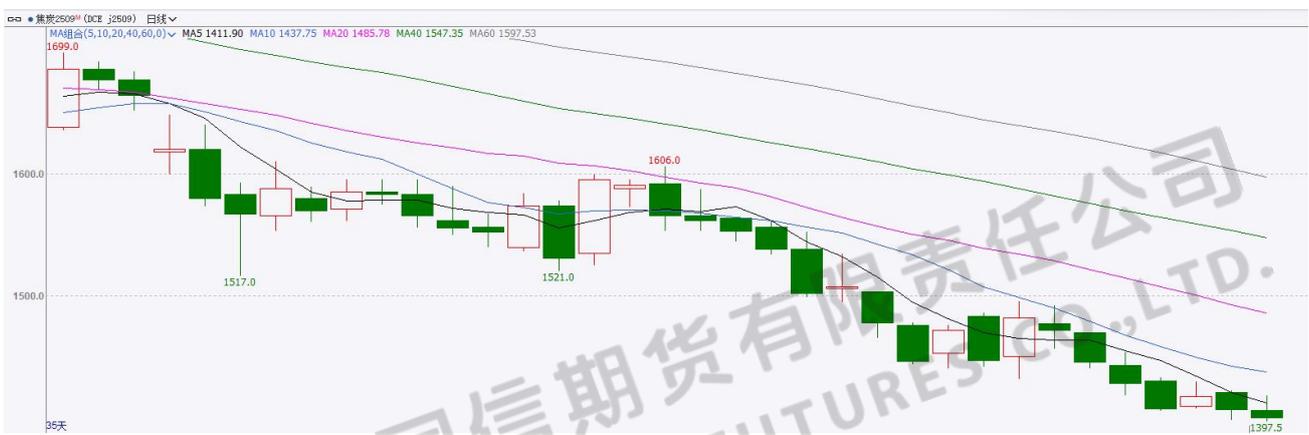
数据来源：WIND、国信期货

二、焦煤焦炭行情回顾

2025年4月以来，在宏观中美摩擦不断升级引发金融市场动荡，悲观情绪蔓延，避险情绪抬升的背景下，产业面煤炭国内生产以及进口供应总体平稳，下游开工率回升但由于预期不佳补库动能不足，按需采购为主，基本面改善有限，宏观与情绪主导盘面，焦煤价格保持下跌。

5月12日日内瓦经贸谈判之后，中美之间关税大幅降低，宏观面悲观情绪有所缓解，盘面短暂出现企稳之势。但回归基本面，煤焦整体供需仍偏向宽松，叠加伴随时间推移，黑色终端逐步由旺季转淡，钢材供需阶段性见顶，而钢厂也有一定减产压力。而5月国内经济数据表现一般，未给到市场足够信心提振，因此煤焦盘面继续走弱，重心进一步下移。

图：焦煤焦炭主力合约（单位：元/吨）



数据来源：文华财经、国信期货

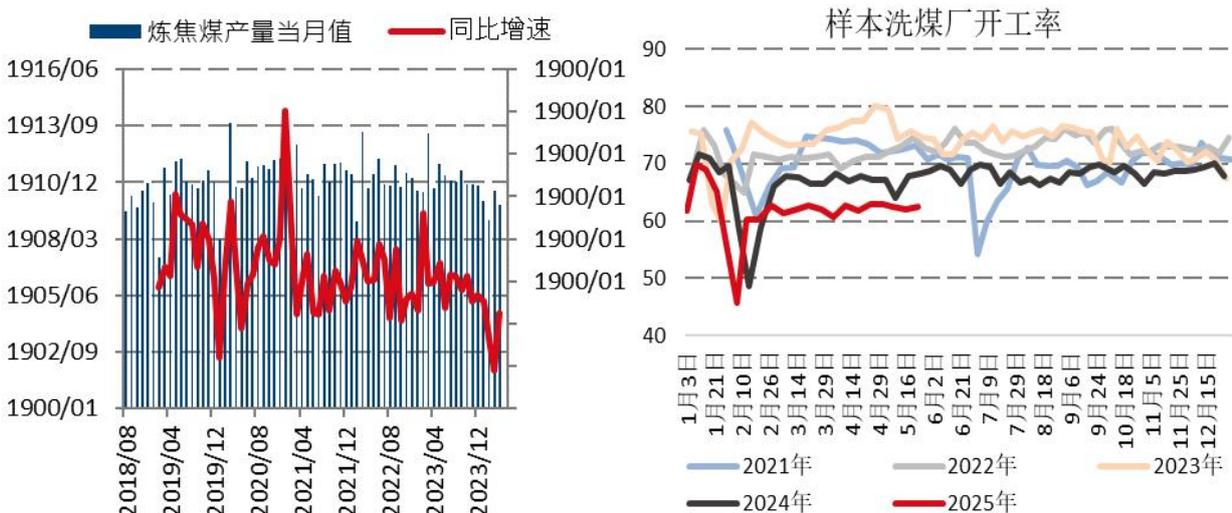
三、焦煤市场基本面分析

3.1 煤炭生产增速加快，国内供应维持宽松格局

国家统计局发布数据显示，原煤生产稳定增长。4月份，规上工业原煤产量3.9亿吨，同比增长3.8%，增速比3月份回落5.8个百分点；日均产量1298万吨。1—4月份，规上工业原煤产量15.8亿吨，同比增长6.6%。其中2025年1—3月，焦煤累计产量1.17亿吨，较去年同期增加6.32%。国内煤炭供应整体保持稳中有增格局。国内供应保持宽松。

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

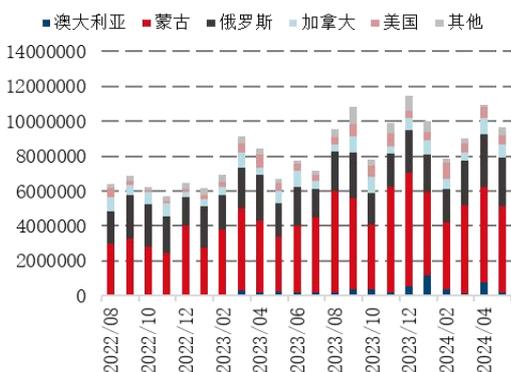
3.2 国内需求走弱，进口同比由增转降

据海关总署最新数据显示，2025年4月，中国进口煤及褐煤3783万吨，同比下降16.4%；1-4月累计进口15267万吨，同比下降5.3%。伴随国内天气转暖，进入电煤需求淡季，终端日耗持续回落，下游电力企业进入检修季节，煤炭采购节奏逐步放缓。国内需求下滑导致煤炭进口量下滑。

据海关总署最新数据显示，截至4月底，2025年中国进口量炼焦煤总计3632.7万吨，同比下降3.31%，同比由增转降。分国别来看，俄罗斯、加拿大、美国进口量保持增长，而主要进口国蒙古进口量同比则出现下滑。主要原因还来自于国内需求的疲软，下游采购积极性不佳，中蒙口岸库存累积至高位难以去化，因此口岸通关量出现被动下降。这是在国内煤炭价格下跌与需求相对较弱的作用下造成，而非外煤供应能力出现缺口。考虑到欧盟碳关税（CBAM）压制欧洲钢厂采购俄煤，促使俄矿商加大对华出口。而蒙古对中国的煤炭输入能力不减，整体外部供应保持相对稳定。

图：焦煤进口量（单位：吨）

图：焦煤进口量（单位：万吨，%）



国别	2025年	占比	2024年	同比
蒙古	1569.96	43.22%	1910.17	-17.81%
俄罗斯	1059.93	29.18%	951.44	11.40%
加拿大	375.11	10.33%	272.37	37.72%
美国	290.88	8.01%	256.54	13.39%
澳大利亚	229.95	6.33%	239.73	-4.08%
印尼	84.03	2.31%	85.45	-1.67%
其他	22.85	0.63%	41.34	-44.74%
合计	3632.70	100%	3757.03	-3.31%

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

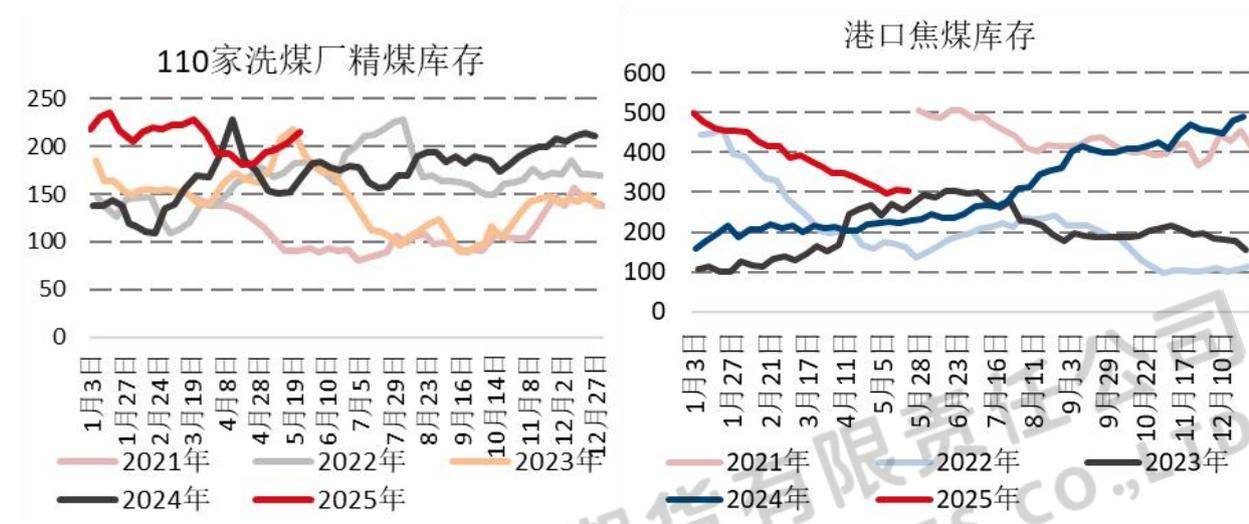
3.3 焦煤上游库存累积，下游补库动能不足

3月重要会议结束后，上游煤矿逐步恢复正常生产，虽然个别时段因井下因素有部分煤矿限停产，但整体上游供应仍保持稳中有增的格局。洗煤厂库存累积。截至5月23日，钢联调研110家样本洗煤厂精煤库存214.74万吨，月环比增加33.06万吨，高于去年同期水平。

港口方面，由于国内煤炭供应充分，价格持续下跌，澳煤性价比不足，焦煤库存高位有所回落。钢联数据显示，截至5月23日，主要港口焦煤库存301.56万吨，月环比下降23.23万吨。

图：洗煤厂精煤库存（单位：万吨）

图：主要港口焦煤库存量（单位：万吨）



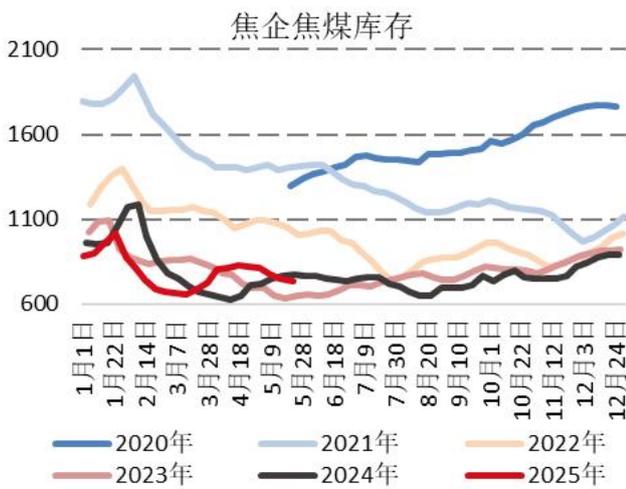
数据来源：WIND、Mysteel、国信期货

数据来源：WIND、Mysteel、国信期货

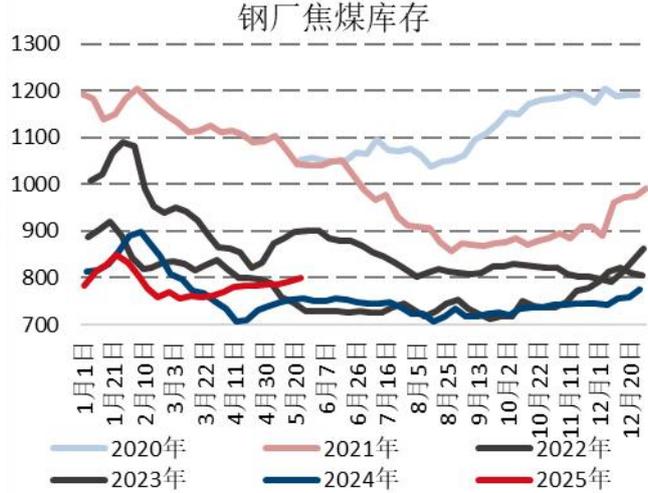
5月是终端消费旺季尾声，原料价格下跌，高炉利润尚可，开工积极性充足。而伴随原料价格下跌，焦企生产利润好转，开工积极。但在贸易摩擦的背景下，下游普遍对后市需求心存悲观，因此对原料补库积极性不足，焦钢厂内焦煤库存维持在低位水平，按需采购为主。其中焦企焦煤库存水平较去年同期偏高，适当降库，钢厂利润尚可，采购略有回暖，总体来看，焦钢企业对原料采购维持谨慎态度。钢联数据显示，截至5月23日，样本焦企焦煤库存737.96万吨，周环比下降14.6万吨，月环比下降81.87万吨，样本钢厂焦煤库存798.75万吨，周环比增加7.54万吨，月环比增加16.27万吨。下游补库动能不足，按需采购为主。

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

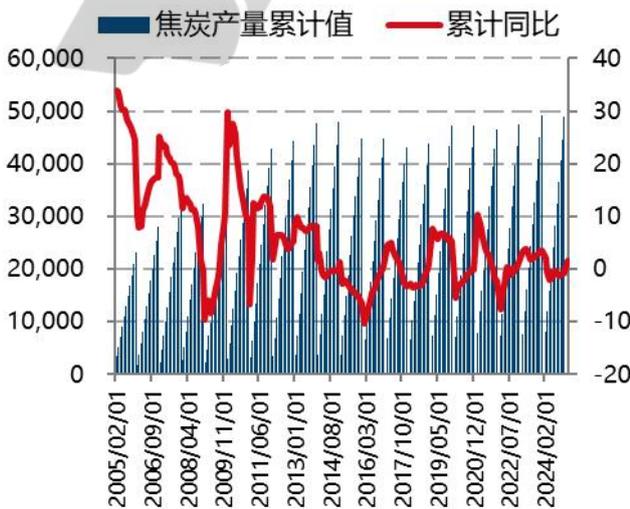
3.4 焦炭供应弹性较大，开工年内高位

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，1-4月份，全国焦炭产量16443万吨，同比增长3.2%。4月份焦炭产量为4160万吨，同比增7.1%，环比增0.8%；据此测算，4月份焦炭日均产量139万吨，环比增4.1%。

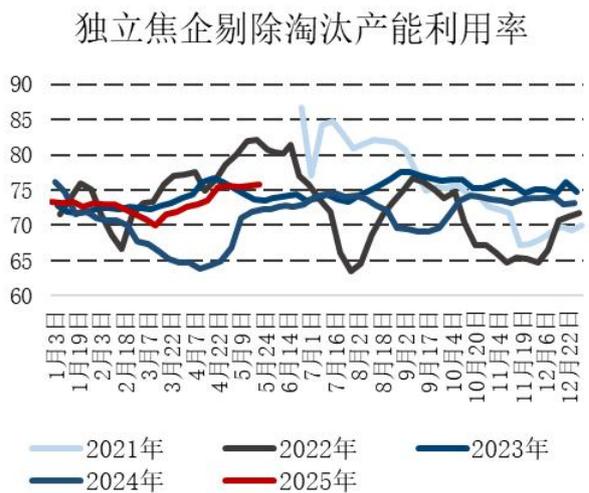
焦煤价格下跌让利，焦企生产利润尚可，焦企在当前利润水平下开工积极，开工率自年内高位小幅回落。截至5月23日，钢联统计样本焦企产能利用率75.18%，周环比下降0.05%，月环比下降0.09%，焦炭供应弹性较大，产量稳中有升。

图：焦炭产量累计及同比（单位：万吨，%）

图：焦炭企业产能利用率（单位：%）



数据来源：WIND、Mysteel、国信期货



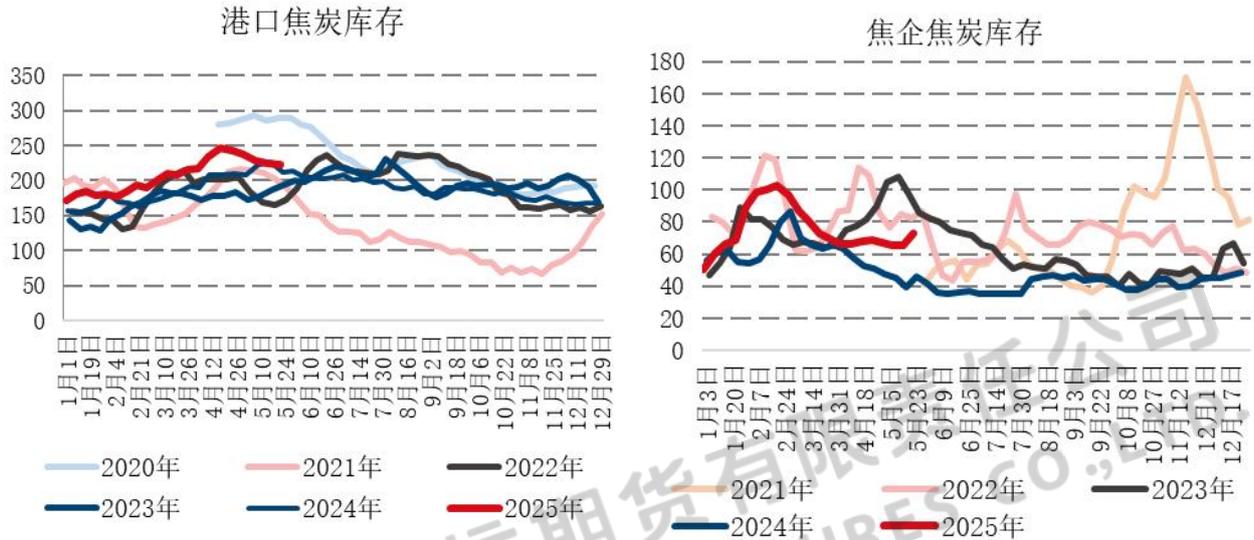
数据来源：WIND、Mysteel、国信期货

3.5 焦企正常出货，贸易商集港增加

5月中旬，焦炭现货落地首轮提降，市场情绪转弱，贸易商集港积极性下滑。焦企方面，开工率环比虽有小幅回落，但绝对水平仍在偏高位。而下游钢厂铁水见顶回落，炉料真实消耗量边际下降，焦企库存出现累积。截至5月23日，钢联调研数据显示主要港口焦炭库存合计233万吨，周环比下降2万吨，月环比增加20.48万吨。样本焦企焦炭库存73.1万吨，周环比增加7.64万吨，月环比下降7.46万吨。

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

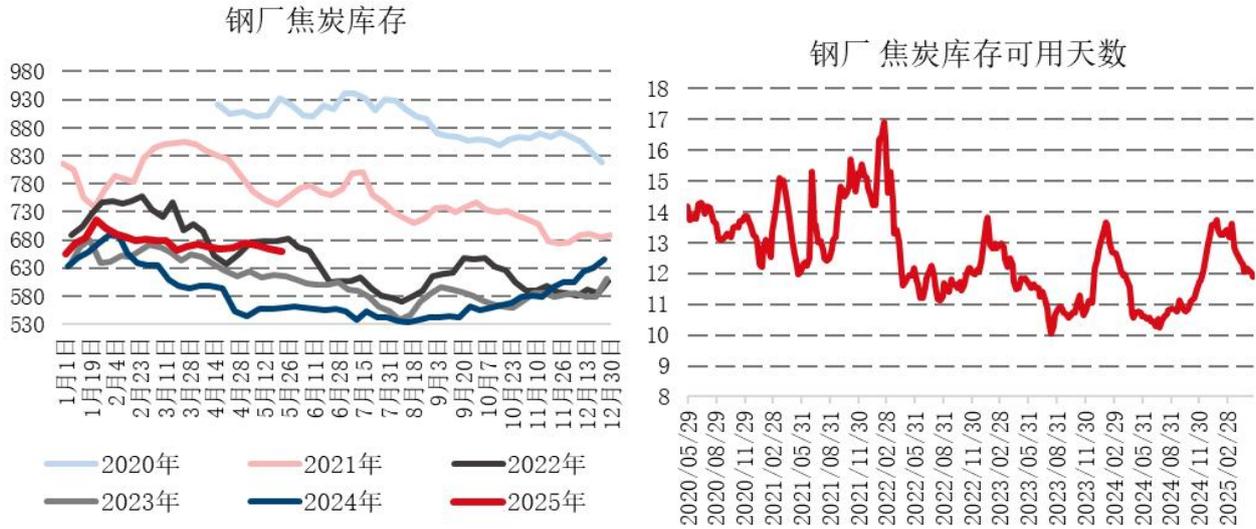
数据来源：WIND、Mysteel、国信期货

3.6 钢厂适当降库

但鉴于目前钢厂焦炭库存绝对水平处在合理区间，而宏观面的冲击带来对后市需求的诸多不确定性，因此钢厂方面对原料主动补库动能不足，且伴随终端淡季来临，钢厂也面临减产压力，因此厂内焦炭库存环比出现回落。截至5月23日，钢联数据显示样本钢厂焦炭库存660.59万吨，周环比下降3.21万吨，月环比下降5.76万吨，钢厂焦炭库存可用天数11.89天，周环比下降0.12天，月环比下降0.17天。

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 生铁产量环比下滑，铁水产量或将见顶

国家统计局数据显示，1-4 月份，全国生铁产量 28885 万吨，同比增长 0.8%。4 月份生铁产量为 7258 万吨，同比增 0.7%，环比降 3.6%；据此测算，4 月份生铁日均产量 242 万吨，环比降 0.4%。1-4 月份，全国粗钢产量 34535 万吨，同比增长 0.4%。4 月份粗钢产量为 8602 万吨，同比持平，环比降 7.3%；据此测算，4 月份粗钢日均产量 287 万吨，环比降 4.3%。1-4 月份，全国钢材产量 48021 万吨，同比增长 6.0%。4 月份钢材产量为 12509 万吨，同比增 6.6%，环比降 6.9%；据此测算，4 月份钢材日均产量 417 万吨，环比降 3.8%。

在传统旺季需求的带动下，钢材产量环比回升，但统计局数据显示生铁产量环比下滑。截至 5 月 23 日，钢联数据显示样本钢厂日均铁水产量 243.6 万吨，周环比下降 1.17 万吨，月环比下降 0.75 万吨。铁水产量阶段性见顶，炉料真实消耗量边际下滑。

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：铁水见顶，原料承压

宏观面，5月12日《中美日内瓦经贸会谈联合声明》发布，中美之间关税税率较前期大幅降低，如果按照美方对中国输美商品征收43%的税率进行计算，按美元计，预估2025年我国对美出口规模或与2024年基本持平；预估2025年我国出口总金额或增长5.0%左右；预估2025年净出口对GDP的贡献或有1.2个百分点以上。对大类资产来讲，或利多人民币和股市，利空债市。市场风险下降，悲观情绪缓和，结构性利多商品。

国内金融数据表现依旧低迷，价格压力持续存在，PPI环比、同比跌幅较3月继续扩大，且比2024年4月跌幅扩大0.2%。分项来看，普遍原材料以及商品价格都在下跌，生活资料价格下降1.6%，显示居民端消费依旧疲软。综合来看，当前市场价格紧缩的压力仍然存在，对大宗商品估值形成一定压力。民众风险偏好持续回落，投资意愿不足，储蓄意愿增加。尤其在当前复杂多变的外部环境中，政府加杠杆仍将在大类资产价格表现中发挥重要作用。

产业面，部分矿点因事故或销售不畅有停减产现象，但多数煤矿仍维持正常供应，产地供应较为充足。进口方面，美国或因关税等问题焦煤进口量出现下滑，但考虑到俄罗斯出于地缘政治等因素考虑，依旧会加大对中国的煤炭出口，因此俄罗斯焦煤进口增量将替代其他国家的减量。而蒙古方面长期来看供应保持稳定。需求方面，短期来看焦钢企业利润尚可，开工维持在相对高位，但考虑到黑色终端需求即将由旺季转淡，铁水阶段性见顶回落，因此原料需求有边际下滑压力。短期在宏观悲观情绪缓解与成材市场带动下盘面或有反弹，但我们认为宽松格局仍存，仍以逢高空单布局为主。

焦炭基本面亦缺乏矛盾，焦化产能宽松，短期来看无减产动能，开工率在年内高位，但钢厂方面高炉开工开始下滑，铁水产量见顶回落，对炉料需求逐步走弱。供需矛盾累积，焦企库存开始增加，近期市场对二轮提降预期增强，市场心态偏弱，叠加成本支撑不足，偏弱思路看待。

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.