

国信期货研究所

焦煤焦炭

供应扰动存在，关注年末下游补库

2025 年 10 月 24 日

● 主要结论

宏观面，当地时间 10 月 14 日，鲍威尔在费城的一次会议上发表演讲时称，美国劳动力市场有进一步降温的迹象。这一表态被外界解读为，他可能准备在 10 月晚些时候支持再次降息。美联储长期推进的资产负债表缩减计划，可能即将接近尾声。据 CME “美联储观察”，截至 10 月 20 日，美联储 10 月降息 25 个基点的概率为 99%，维持利率不变的概率为 1%。关注月末（10 月 29 日-29 日）的美联储会议具体降息靴子落地情况。

国家统计局发布数据显示 9 月份，CPI 环比上涨，PPI 环比持平，而 CPI、PPI 同比仍在负值区间，但同比降幅有所收窄，9 月价格水平边际改善，但下游仍面临需求不足的压力，绝对水平仍在低位。9 月，居民部门新增贷款 3890 亿元，同比去年减少 22%，是 2014 年以来同期最低水平。1-9 月居民部门新增贷款 11000 亿元，同比去年减少 43.3%。数据反馈居民端信贷尚未看到企稳以及恢复迹象，反而在加速收缩，显示目前居民端信心仍较疲软。9 月政府债券融资 11886 亿元，同比下降 22.3%，企业新增贷款 12200 亿元，同比下降 18.1%，虽然同比增速均为负，但从量来看，政府部门融资表现仍明显好于居民部门，是社融的重要支撑部分。

产业面，10 月以来，虽然长假结束之后主产区煤矿开始复产，但是中下旬内蒙古、山西等地区仍有环保以及安全检查影响，导致部分煤矿产量释放受限。进口方面，除法定节假日闭关外，蒙煤通关维持在年内高位。展望四季度，蒙古为保证达成全年供货量目标，预计煤炭出口将会持续发力，未来焦煤进口增量仍主要来自蒙古。俄罗斯部分远期资源性价比不足，下游接货放缓。美国受到关税影响焦煤进口较难恢复，而澳洲或部分资源流向印度。整体来看，四季度主要焦煤进口国增减互现，总进口量环比或有微降。

需求方面，从开工角度来看，焦企利润一般，开工积极性不佳，开工率小幅回落。钢厂方面个别有检修限产，叠加终端需求不及预期，铁水产量自高位开始逐步回落，但降速相对较缓，目前铁水产量的绝对水平仍在年内偏高位。从库存角度来看，国庆中秋双节后，焦企开始适当增加厂内库存，但目前钢厂仍维持按需采购，厂内库存偏低。伴随年末临近，下游焦钢企业将进行季节性补库，进而带动原料需求。综合来看，焦煤供应有扰动，高频数据显示需求边际下滑，但伴随时间推移下游仍有补库支撑，我们认为盘面价格下方支撑存在。但向上驱动受到黑色终端需求走弱的压力，预计价格维持区间震荡格局。警惕钢厂减产引发的负反馈。

国信期货交易咨询业务资格：

证监许可〔2012〕116 号

分析师：邵荟瑾

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 美联储月底或继续落地降息

美国当地时间9月17日下午两点(北京时间9月18日凌晨两点),美联储联邦公开市场委员会宣布,决定将联邦基金利率目标区间下调0.25个百分点,至4%—4.25%。这是美联储2025年首次降息,也是继去年12月以来,重启降息步伐。利率点阵图显示,年内美联储有望降息两次25个基点,明年再降息25个基点。

当地时间10月14日,鲍威尔在费城的一次会议上发表演讲时称,美国劳动力市场有进一步降温的迹象。这一表态被外界解读为,他可能准备在10月晚些时候支持再次降息。美联储长期推进的资产负债表缩减计划,可能即将接近尾声。据CME“美联储观察”,截至10月20日,美联储10月降息25个基点的概率为99%,维持利率不变的概率为1%。关注月末(10月29日-29日)的美联储会议具体降息靴子落地情况。

1.2 中美贸易摩擦,双方谈判在即,关注海外市场风险

路透社10月23日消息,特朗普政府正考虑限制使用美国软件生产或含美国软件的产品对华出口,涉及范围从笔记本电脑至喷气发动机。此举为回应中国加强稀土出口管制,并兑现特朗普此前提出的对“关键软件”实施出口控制的威胁。新措施可能影响全球对华技术贸易,若实施,将类似于拜登政府对俄制裁模式。美国财政部长贝森特证实“所有选项都在桌上”,并称若实施,将与G7协调特朗普曾威胁11月1日起对华产品加征100%关税,并限制所有关键软件出口。专家指出该措施难以执行,或引发对美科技产业反噬。中方回应称坚决反对美方“单边长臂管辖”,将采取反制措施。美股受该消息波动,纳斯达克下跌约1%,标普500跌0.5%。

商务部消息,经中美双方商定,中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰将于10月24日至27日率团赴马来西亚与美方举行经贸磋商。双方将按照今年以来两国元首历次通话的重要共识,就中美经贸关系中的重要问题进行磋商。

近期中美贸易摩擦有所升级,周末双方谈判在即,关注海关市场波动风险。

1.3 国内价格压力持续存在

国家统计局发布数据显示,2025年9月份,全国居民消费价格同比下降0.3%。其中,城市下降0.2%,农村下降0.5%;食品价格下降4.4%,非食品价格上涨0.7%;消费品价格下降0.8%,服务价格上涨0.6%。1—9月平均,全国居民消费价格比上年同期下降0.1%。

9月CPI降幅环比8月收窄0.1%,但绝对水平仍在负值区间,对比历年9月CPI数据,2025年是2009年以来同期最低,显示目前价格压力仍存。核心CPI同比上升1%,比8月增加0.1%,价格水平环比改善。

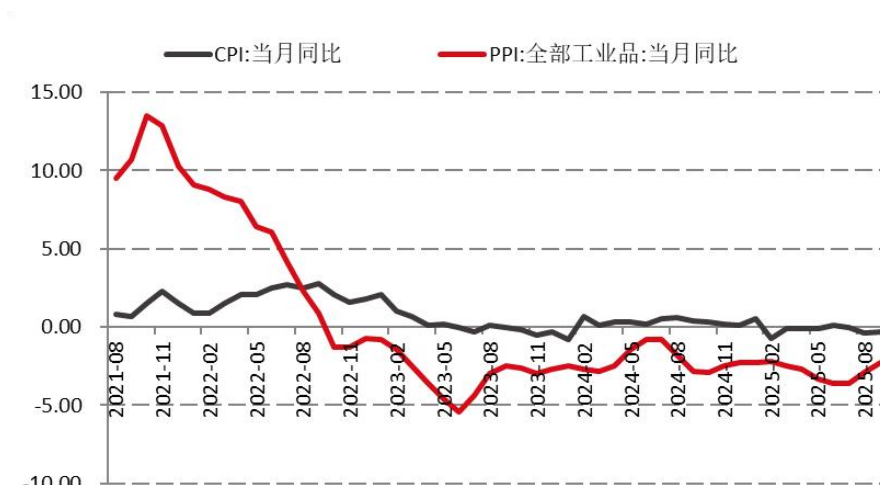
2025年9月份,全国工业生产者出厂价格同比下降2.3%,降幅比上月收窄0.6个百分点,环比继续持平。工业生产者购进价格同比下降3.1%,降幅比上月收窄0.9个百分点,环比上涨0.1%。1—9月平均,工业生产者出厂价格比上年同期下降2.8%,工业生产者购进价格下降3.2%。

伴随煤炭以及黑色产业链价格低位反弹,价格同比降幅收窄,在反内卷等措施下,部分工业品供需有

所改善，价格通缩下行压力有所缓解，PPI 环比连续两个月持平，同比降幅如市场预期收窄。但中下游制造业价格仍偏弱，叠加消费端乏力导致 CPI 持续承压，当前价格结构或将挤压中间环节的开工意愿。

总体来看，9 月价格水平边际改善，但下游仍面临需求不足的压力，绝对水平仍在低位。

图：CPI、PPI



数据来源：WIND、国信期货

1.4 政府债支撑社融增量，居民消费低迷

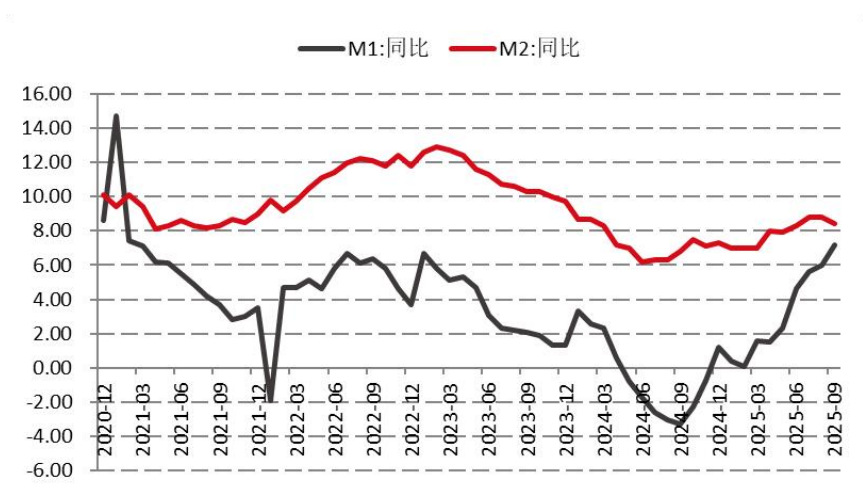
中国人民银行发布数据显示，9 月末，广义货币 (M2) 余额 335.38 万亿元，同比增长 8.4%，较上月下降 0.4%。狭义货币 (M1) 余额 113.15 万亿元，同比增长 7.2%，较上月增加 1.2%。流通中货币 (M0) 余额 13.58 万亿元，同比增长 11.5%，较上月下降 0.2%。前三季度净投放现金 7619 亿元。

9 月 M2 同比增速较上月下降，M1 增速较上月从 7 月的 5.6% 回升，剪刀差缩小，显示经济活力略有回升。

中国人民银行发布数据显示，2025 年前三季度社会融资规模增量累计为 30.09 万亿元，比上年同期多 4.42 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 14.54 万亿元，同比少增 8512 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 946 亿元，同比少减 1117 亿元；委托贷款减少 572 亿元，同比多减 417 亿元；信托贷款增加 2004 亿元，同比少增 1558 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 3011 亿元，同比多增 4487 亿元；企业债券净融资 1.57 万亿元，同比少 151 亿元；政府债券净融资 11.46 万亿元，同比多 4.28 万亿元；非金融企业境内股票融资 3168 亿元，同比多 1463 亿元。

2025 年 9 月，居民部门新增贷款 3890 亿元，同比去年减少 22%，是 2014 年以来同期最低水平。1-9 月居民部门新增贷款 11000 亿元，同比去年减少 43.3%。数据反馈居民端信贷尚未看到企稳以及恢复迹象，反而在加速收缩，显示目前居民端信心仍较疲软。9 月政府债券融资 11886 亿元，同比下降 22.3%，企业新增贷款 12200 亿元，同比下降 18.1%，虽然同比增速均为负，但从量来看，政府部门融资表现仍明显好于居民部门，是社融的重要支撑部分。

图：M1、M2



数据来源：WIND、国信期货

二、近期焦煤行情回顾

2025 年 10 月，焦煤期货价格低位出现反弹。基本面来看，国庆期间国内部分煤矿限产运行，节后陆续恢复生产，中下旬开始，受环保检查及井下条件等因素制约，主产区域内部分煤矿产能受限，供应扰动存在，国内供应缓慢恢复。进口方面，国庆期间蒙煤口岸闭关，8 日开始恢复通关，节后甘其毛都口岸日均通车数维持在高位窄幅波动。需求方面，焦炭首轮提涨落地，但焦企利润一般，提产动能不足，钢厂铁水产量缓慢下行，钢联口径样本钢厂日均铁水产量绝对水平仍维持在 240 万吨以上高位，真实需求叠加市场乐观预期，盘面低位小幅反弹。

图：焦煤期货主力合约（单位：元/吨）



数据来源：文华财经、国信期货

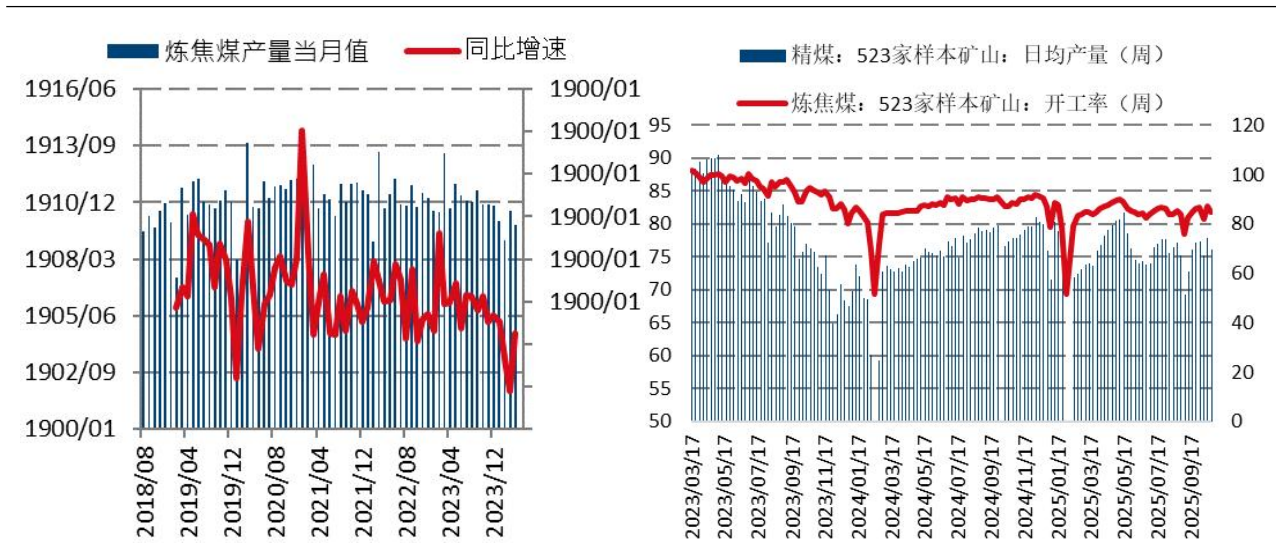
三、焦煤市场基本面分析

3.1 煤炭产量释放缓慢恢复

国家统计局发布数据显示，9月份，规模以上工业产量4.1亿吨，同比下降1.8%，降幅比8月份收窄1.4个百分点；日均产量1372万吨。1—9月份，规上工业原煤产量35.7亿吨，同比增长2.0%。原煤生产降幅收窄。截至10月24日当周，钢联统计523家样本煤矿开工率85.06%，周环比下降2.27%，月环比下降1.4%。主产区供应陶冬再现，国内产出环比下滑。

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 预计四季度进口量微降

据海关总署最新数据显示，2025年9月，进口炼焦煤总量达到1092.36万吨，环比上涨7.49%。国内焦煤价格上涨，国内贸易商进口量增加，蒙煤通关明显回升，带动焦煤进口量环比增长。1—9月，2025年中国进口量炼焦煤总计8353.11万吨，同比下降6.05%，降幅进一步收窄。上半年受到国内下游需求走弱以及焦煤总库存累积，价格下跌的影响焦煤进口同比出现明显回落，近期开始回升，同比降幅逐月收窄。

展望四季度，蒙古为保证达成全年供货量目标，预计煤炭出口将会持续发力，未来焦煤进口增量仍主要来自蒙古。俄罗斯部分远期资源性价比不足，下游接货放缓。美国受到关税影响焦煤进口较难恢复，而澳洲或有部分资源流向印度。整体来看，四季度主要焦煤进口国增减互现，总进口量环比或有微降。

图：焦煤进口量（单位：吨）

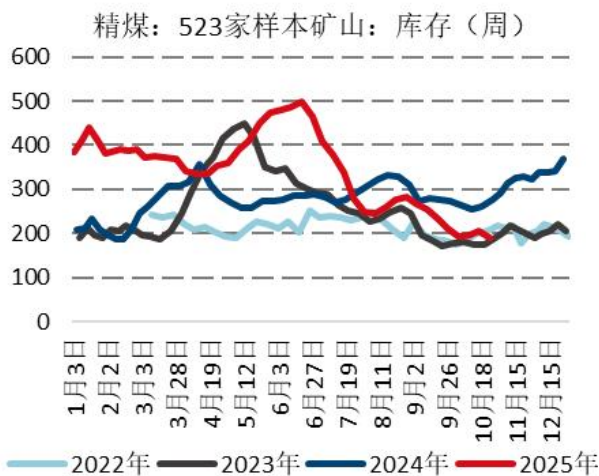
国别	2025年	占比	2024年	同比
蒙古	2954.06	51.81%	2225.26	32.75%
俄罗斯	1483.23	26.01%	1343.23	10.42%
加拿大	444.99	7.80%	381.92	16.51%
美国	341.33	5.99%	267.08	27.80%
澳大利亚	278.15	4.88%	102.02	172.65%
印尼	119.91	2.10%	167.37	-28.35%
其他	80.27	1.41%	31.97	151.07%
合计	5701.93	100%	4518.85	26.18%

数据来源：WIND、Mysteel、国信期货

3.3 上游库存去化，港口库存窄幅波动

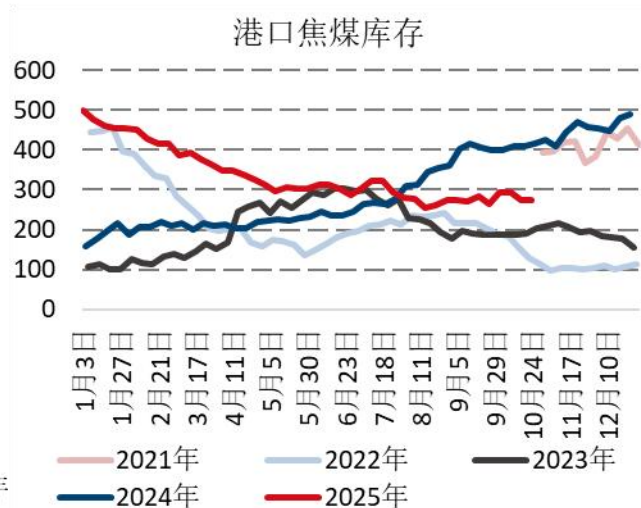
十一假期之前，下游焦钢企业对于原料进行补库，假期主产地部分煤矿限产运行，节后上游开工虽有恢复，但又遭遇环保检查安全检查等供应扰动，使得上游焦煤库存持续去化，绝对水平位于低位。截至10月24日，钢联调研523家样本矿山焦煤库存189.54万吨，周环比下降15.87万吨，月环比下降21.42万吨。港口方面，到港量增加，库存略有回升。截至10月24日，主要港口焦煤库存275.65万吨，周环比增加2.94万吨，月环比增加10.16万吨。

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

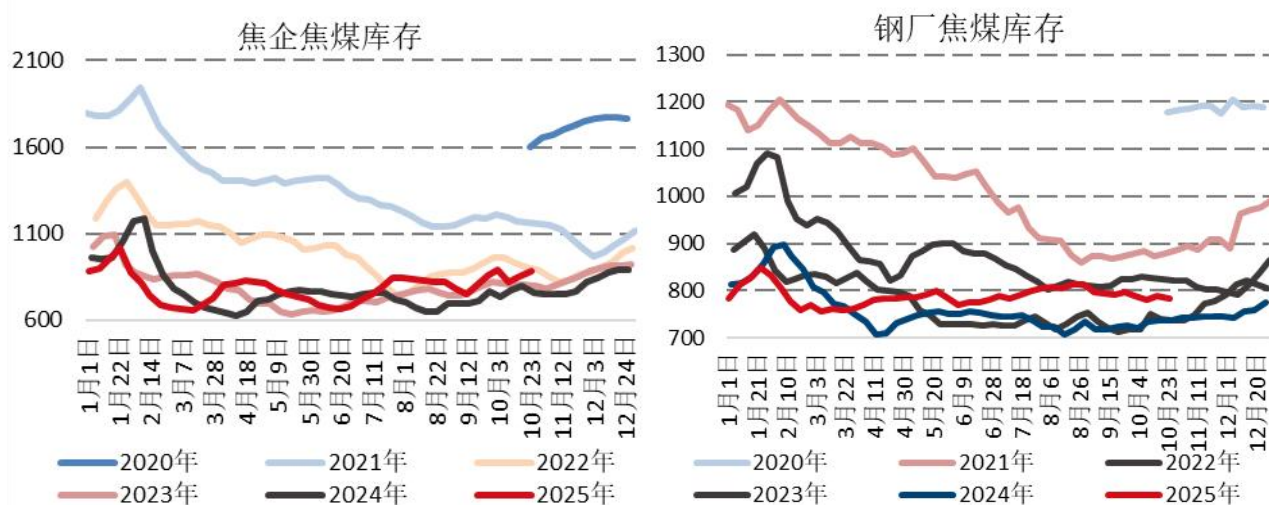
3.3 年末临近，下游将开启补库

十一节前下游对原料进行补库，节后焦企开始增加厂内库存，钢厂维持低库存策略。钢联数据显示，截至10月24日，样本焦企焦煤库存885.26万吨，周环比增加32.33万吨，月环比增加29.03万吨，样本钢厂焦煤库存782.96万吨，周环比下降5.36万吨，月环比下降13.11万吨。伴随年末临近，下游将逐

步开启原料季节性补库存。

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

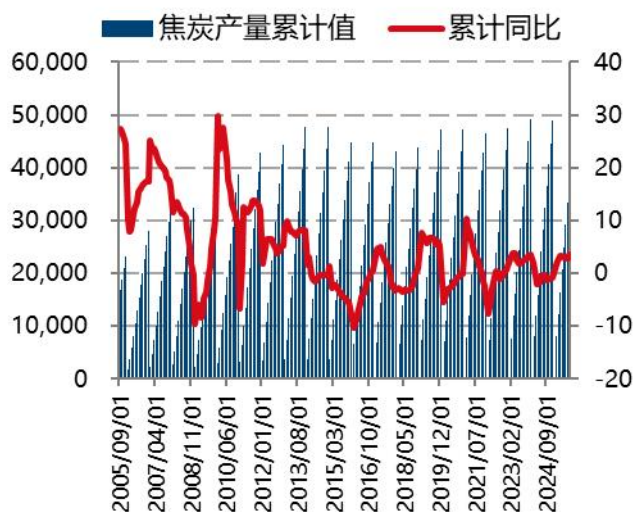
3.5 焦炭产量同比增长，近期利润影响开工

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，1-9 月份，全国焦炭产量 37716 万吨，同比增长 3.5%。9 月份焦炭产量为 4256 万吨，同比增长 8.0%，环比下降 0.1%；据此测算，9 月份焦炭日均产量为 142 万吨，环比增长 3.2%。

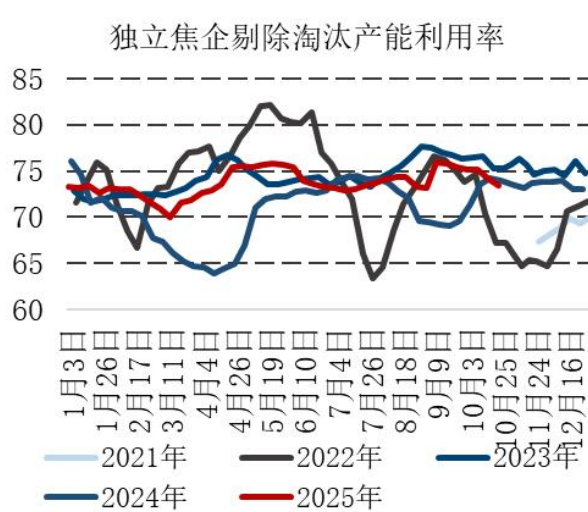
高频数据来看，虽然十一期间焦炭现货落地提涨，但由于焦煤价格上涨，吞噬焦企利润，导致焦企整体盈利情况不佳，提产动能不足。钢联调研全样本独立焦企产能利用率 73.47%，周环比下降 0.77%，月环比下降 1.96%。利润制约生产动能，焦炭供应下滑。

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

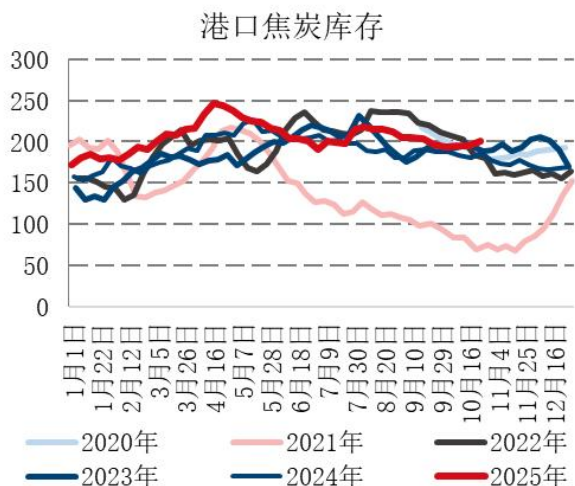


数据来源：WIND、Mysteel、国信期货

3.6 焦企库存低位，港口库存窄幅波动

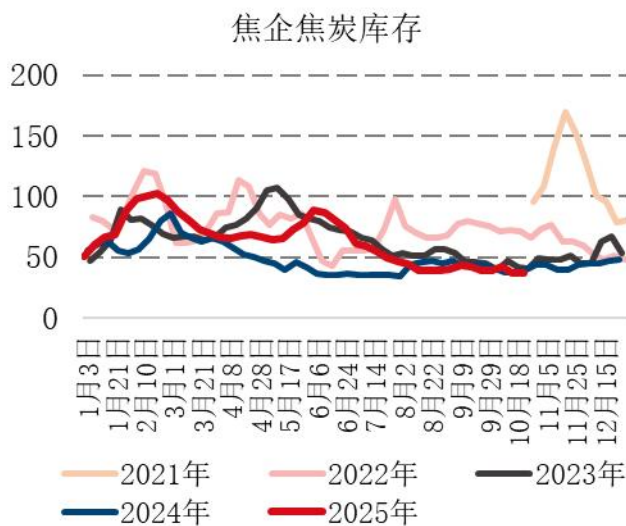
截至10月24日，钢联统计独立焦企全样本焦炭库存37.49万吨，周环比下降0.1万吨，月环比下降2.05万吨。焦炭供应收缩，下游真实消耗量在高位，焦炭现货流转顺畅，焦企焦炭库存持续回落，绝对水平在低位。截至10月24日，钢联调研数据显示主要港口焦炭库存合计200.09万吨，周环比下降4.94万吨，月环比下降4.03万吨。贸易商集港积极性一般，港口焦炭库存窄幅波动。

图：港口焦炭库存（单位：万吨）



数据来源：WIND、Mysteel、国信期货

图：焦企焦炭库存（单位：万吨）



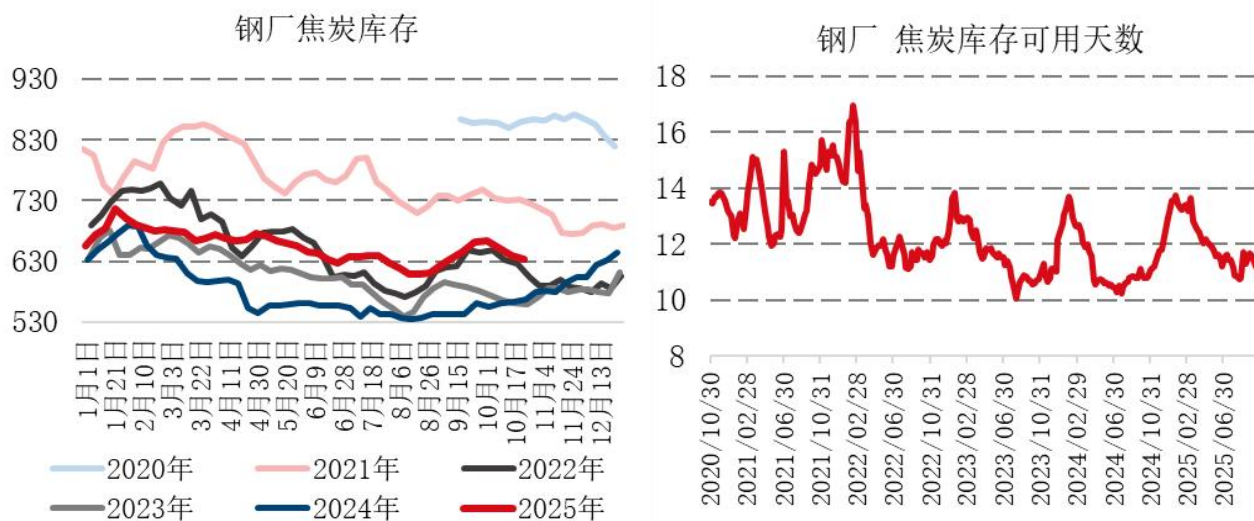
数据来源：WIND、Mysteel、国信期货

3.7 钢厂原料库存低位，年末临近将开启补库

当前钢厂盈利一般，对原料维持按需采购节奏，目前钢厂厂内焦炭库存绝对水平在低位，伴随年末来临，下游将对原料进行一定补库，进而带动原料需求。截至10月24日，钢联数据显示调研247家钢厂焦炭库存633.16万吨，周环比下降6.28万吨，月环比下降28.15万吨。钢厂焦炭库存可用天数11.07天，周环比下降0.12天，月环比下降0.59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

3.8 生铁产量同比下降，铁水产量边际下滑

国家统计局数据显示，1-9 月份，全国生铁产量 64586 万吨，同比下降 1.1%。9 月份生铁产量为 6605 万吨，同比下降 2.4%，环比下降 5.4%，环比连续第四个月下降；1-9 月份，全国粗钢产量 74625 万吨，同比下降 2.9%。9 月份粗钢产量为 7349 万吨，同比下降 4.6%，环比下降 5.0%，环比连续第四个月下降；1-9 月份，全国钢材产量 110385 万吨，同比增长 5.4%。9 月份钢材产量为 12421 万吨，同比增长 5.1%，环比增长 1.2%。

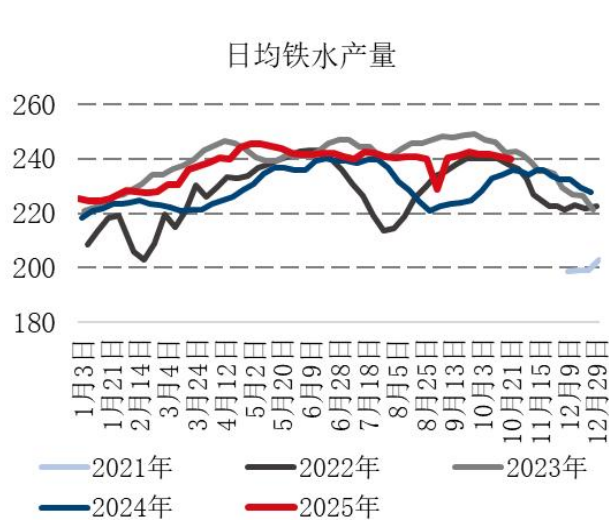
前三季度，统计局口径生铁与粗钢产量同比下滑。从高频数据来看，10 月钢厂高炉生产节奏有所放缓，部分钢厂检修，钢联口径铁水产量周环比持续小幅回落，但绝对水平仍在高位。截至 10 月 24 日，钢联调研 247 家样本钢厂日均铁水产量 239.9 万吨，周环比增加 1.05 万吨，月环比下降 2.46 万吨。高铁水产量支撑炉料真实消耗。

图：粗钢产量及同比（单位：%）



数据来源：WIND、Mysteel、国信期货

图：日均铁水产量（单位：万吨）



数据来源：WIND、Mysteel、国信期货

四、主要结论

宏观面，当地时间10月14日，鲍威尔在费城的一次会议上发表演讲时称，美国劳动力市场有进一步降温的迹象。这一表态被外界解读为，他可能准备在10月晚些时候支持再次降息。美联储长期推进的资产负债表缩减计划，可能即将接近尾声。据CME“美联储观察”，截至10月20日，美联储10月降息25个基点的概率为99%，维持利率不变的概率为1%。关注月末（10月29日-29日）的美联储会议具体降息靴子落地情况。

国家统计局发布数据显示9月份，CPI环比上涨，PPI环比持平，而CPI、PPI同比仍在负值区间，但同比降幅有所收窄，9月价格水平边际改善，但下游仍面临需求不足的压力，绝对水平仍在低位。9月，居民部门新增贷款3890亿元，同比去年减少22%，是2014年以来同期最低水平。1-9月居民部门新增贷款11000亿元，同比去年减少43.3%。数据反馈居民端信贷尚未看到企稳以及恢复迹象，反而在加速收缩，显示目前居民端信心仍较疲软。9月政府债券融资11886亿元，同比下降22.3%，企业新增贷款12200亿元，同比下降18.1%，虽然同比增速均为负，但从量来看，政府部门融资表现仍明显好于居民部门，是社融的重要支撑部分。

产业面，10月以来，虽然长假结束之后主产区煤矿开始复产，但是中下旬内蒙古、山西等地区仍有环保以及安全检查影响，导致部分煤矿产量释放受限。进口方面，除法定节假日闭关外，蒙煤通关维持在年内高位。展望四季度，蒙古为保证达成全年供货量目标，预计煤炭出口将会持续发力，未来焦煤进口增量仍主要来自蒙古。俄罗斯部分远期资源性价比不足，下游接货放缓。美国受到关税影响焦煤进口较难恢复，而澳洲或有部分资源流向印度。整体来看，四季度主要焦煤进口国增减互现，总进口量环比或有微降。

需求方面，从开工角度来看，焦企利润一般，开工积极性不佳，开工率小幅回落。钢厂方面个别有检修限产，叠加终端需求不及预期，铁水产量自高位开始逐步回落，但降速相对较缓，目前铁水产量的绝对水平仍在年内偏高位。从库存角度来看，国庆中秋双节后，焦企开始适当增加厂内库存，但目前钢厂仍维持按需采购，厂内库存偏低。伴随年末临近，下游焦钢企业将进行季节性补库，进而带动原料需求。综合

来看，焦煤供应有扰动，高频数据显示需求边际下滑，但伴随时间推移下游仍有补库支撑，我们认为盘面价格下方支撑存在。但向上驱动受到黑色终端需求走弱的压力，预计价格维持区间震荡格局。警惕钢厂减产引发的负反馈。

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。