



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD



黑色板块风险释放仍未结束， 双焦价格震荡探底

双焦半年报

2025/06/06

MINMETALS
FUTURES

陈张滢（黑色建材组）

☎ 0755-23375161

✉ chenzy@wkqh.cn

👤 从业资格号：F03098415

🏠 交易咨询号：Z0020771

目录

CONTENTS



01 半年度评估及策略推荐

04 需求端

02 行情回顾

05 库存情况

03 供给端

06 行情展望

01

半年度评估及策略推荐

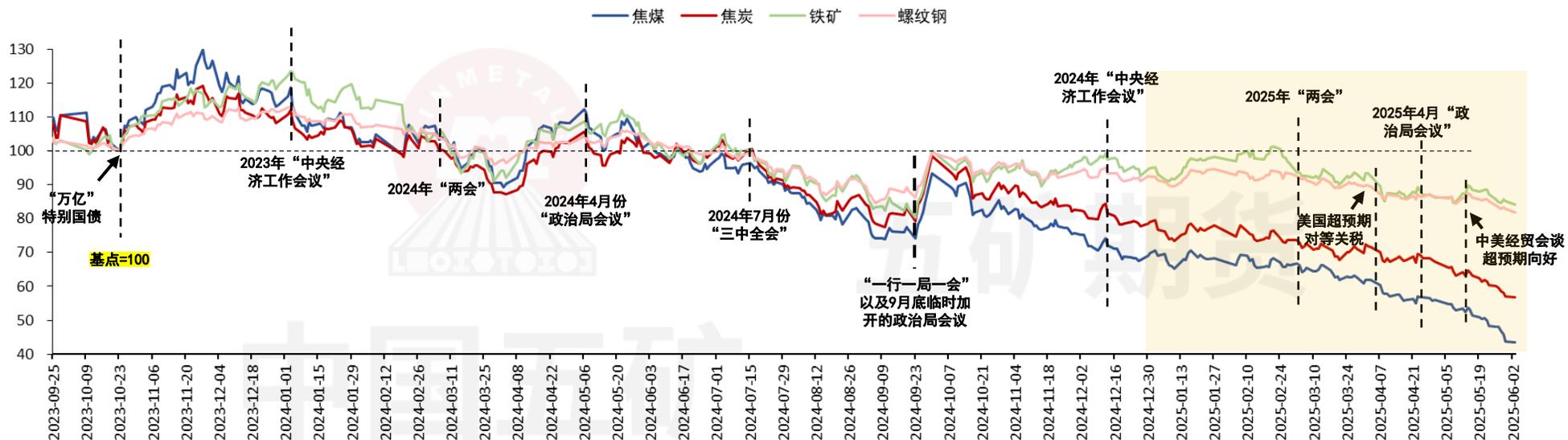
- ◆ **供给端：**我们预期2025年下半年，焦煤总供应将同比持稳或小幅增长（250万吨左右），全年焦煤供应将达到6.05亿吨左右水平，全年同比增约1350万吨或2.3%（较年报下调0.3pct）；
- ◆ **需求端：**基于我们对于钢材各板块需求的展望，我们对于今年整体的需求总量依旧是看同比走弱（幅度较年初预计的1000万吨或更甚），意味着上半年“抢”出来的需求韧性在一定程度上是透支下半年的需求，后期需求往下回补是大概率事件。基于此，展望后市，我们认为铁水下半年回落至220万吨甚至之下的均值水平（6-12月）是相对确定的，只是时间以及节奏的问题。但无论何时以及以何种方式走低，最终需求指向的方向均是向下的，回补的时间兴许会延后，但不会没有。
- ◆ **供需结构：**下半年，静态条件下焦煤供应预计维持高位且有概率出现小幅增长，而需求则面临显著下滑的情况，在这样的背景下，除非出现行政性的限产，否则焦煤整体宽松的格局难以改变。焦炭方面，在焦化产能充足背景下，独立焦化厂开工率仍旧跟随焦化利润波动，在利润调节下，焦化产量将被动跟随钢铁产量做动态调整，延续小幅宽松局面。
- ◆ **行情展望：**展望2025年下半年，我们认为黑色板块存在一次由需求向下回补（建材端需求在淡季的继续走弱以及板材端受出口影响的向下回落）带动的价格快速走低行情，但在品种表现上或存在差异，时间窗口或出现在6-7月份的淡季窗口期间。前期受需求“韧性”保护的成材以及铁矿或将出现更大的跌幅，而盘面已经将现实宽松以及下半年悲观预期打入盘面，走出向下加速的双焦，尤其是出现急加速的焦煤，继续向下的跌幅或相对有限。届时，盘面或呈现出成材、铁矿补跌，双焦震荡向下，逐步探底、筑底的情形（焦炭价格相对于焦煤存在一定向下回补的需求）。

- ◆ 行情展望：黑色板块后续存在的向下风险的释放，我们认为是相对具备确定性的（当下或已在逐步酝酿）。至于经历风险释放后，黑色板块能否出现一轮向上的价格反弹，或由政策预期带动，或由需求阶段性回升带动（修复性），我们目前无法给出确切的回复，需要结合当时市场具体情况进行分析。至于双焦价格何时能够触底？对此，我们认为盘面估值，尤其是焦煤，已经十分接近底部（焦炭或仍存在向下补跌可能），但考虑资金情绪释放所带来的冲击，具体的低点仍未可知（取决于资金实力）。双焦价格向上反弹的驱动，我们暂时未观察到相关迹象，除非出现煤矿端的控产政策（如安全监察、环保、限制煤炭进口等），否则短期内价格或仍将呈现弱势状态，但不排除价格继续加速下跌之后大幅减仓所带动的阶段性急反行情。

02

行情回顾

图1：黑色板块重心不断下移，焦煤供给超预期宽松带动价格持续回落，焦炭价格跟随成本端焦煤同步下行（指数化，2023年10月23日=100）



资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

2025年上半年，黑色板块价格如我们所预期的，以“中央经济工作会议”、“两会”、“政治局会议”等重要会议为关键时间节点，重心不断下移。期间，突发的“美国对等关税”加剧了价格的波动。黑色板块中，受反倾销及关税问题带动的“抢出口”以及“两重两新”带动的需求前置影响，上半年成材需求显示出超预期韧性，价格在旺季相对坚挺，直至近期即将步入淡季之际，价格开始较明显下移，螺纹跌破3000元/吨关口。铁矿方面，上半年受气候等因素干扰，供应释放不及预期，叠加需求韧性之下铁水显著走强，价格同样持续坚挺，近期开始趋弱。焦煤受上半年煤炭供给超预期宽松影响，价格持续下行，成为成材利润主要的让利端，焦炭维持低利润，跟随成本端焦煤下行。

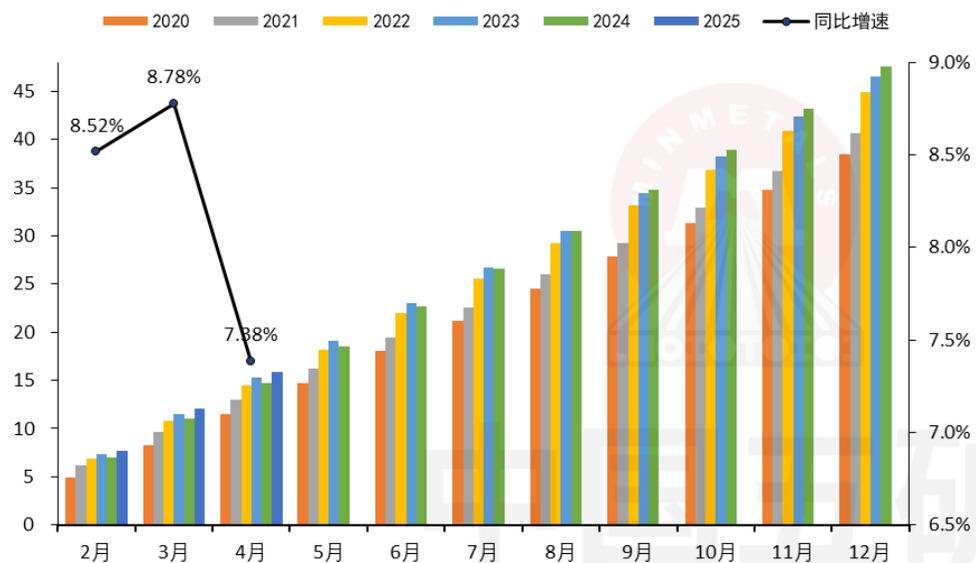
03

供给端



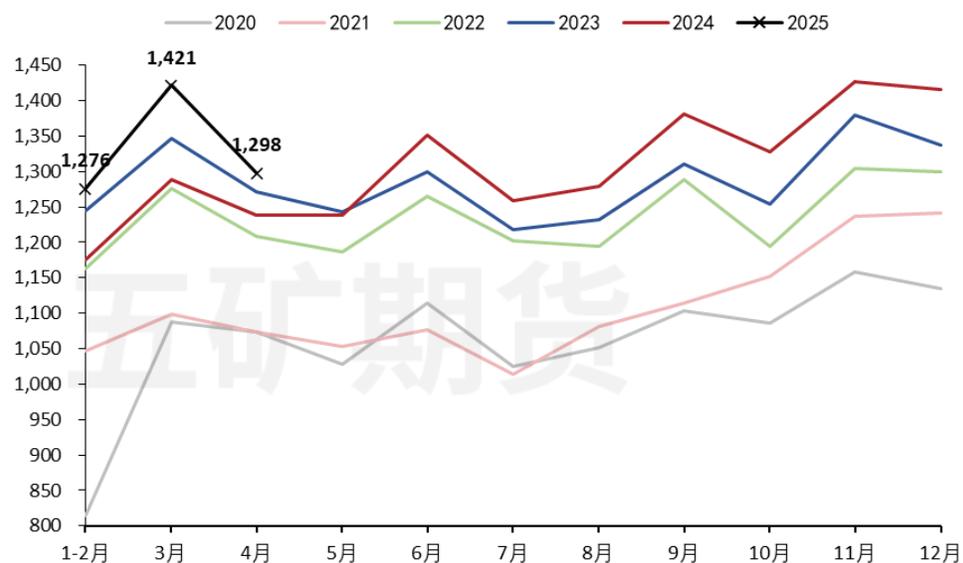
“稳产增产”目标之下，上半年国内原煤产量增速超预期

图2：1-4月我国原煤产量同比增1.09亿吨（7.38%），维持高增速（亿吨，%）



资料来源：国统局、WIND、五矿期货研究中心

图3：1-4月原煤日产持续处于高位，3月份创下历史记录新高（月度日均，万吨）

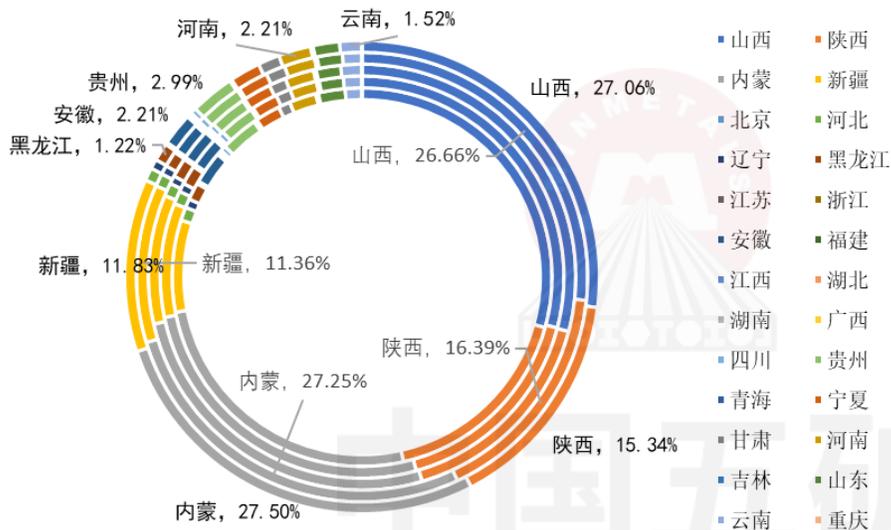


资料来源：国统局、WIND、五矿期货研究中心

据统计局公布数据，2025年1-4月，我国累计原煤产量15.85亿吨，同比增约10895万吨或7.38%，原煤产量持续处于高位。在煤炭“稳产增产”的主要政策方针（国家能源局2月27日公布的《2025能源工作指导意见》）之下，国内煤炭产量供应增幅超出我们对于一季度仅“修复性”增产的预期，实际产量创近几年新高。

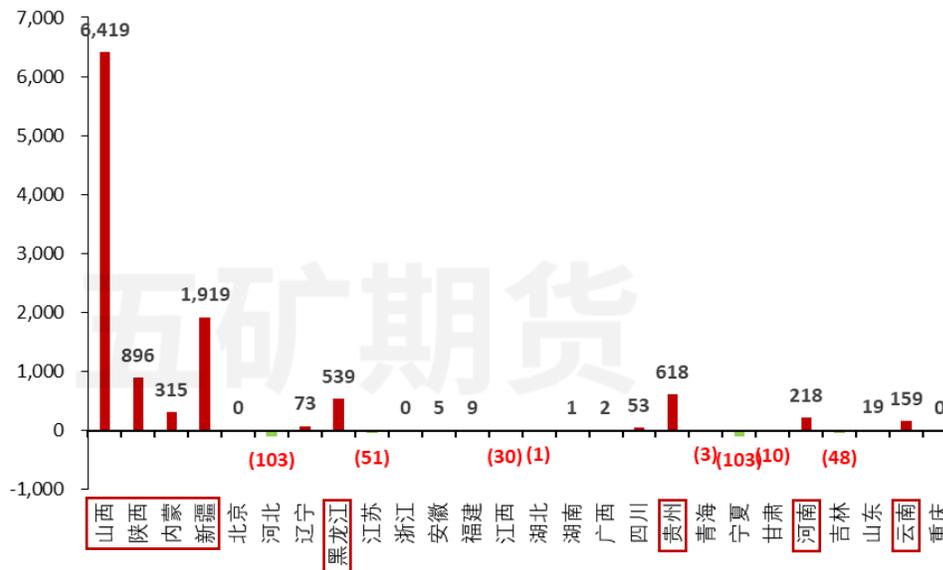
四大主产区增量占总增量约88%，其中山西增量最为显著

图4：2025年1-4月，山西原煤产量占比回升，新疆地区占比进一步提高（%）



资料来源：国统局、WIND、五矿期货研究中心

图5：山西省贡献了大部分增量，新疆继续维持高增速（万吨）

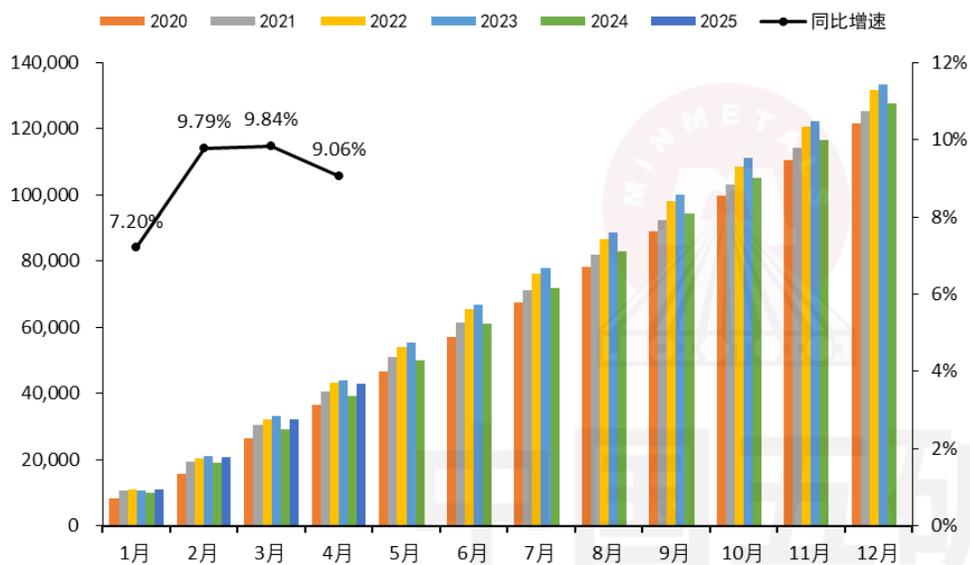


资料来源：国统局、WIND、五矿期货研究中心

分省份数据来看，山西及新疆地区增量明显，尤其山西地区受去年同期低基数（“三超”和“隐蔽工作面专项整治行动”导致的低产量）影响，1-4月原煤产量增幅高达6419万吨或17.38%（修复性）。新疆地区紧随其后，同比增幅1919万吨或12.14%。此外，陕西、内蒙、黑龙江、贵州、河南、云南也贡献了部分增量。其中，黑龙江地区煤炭产量同比增长同样主要源自对于2024年一季度安全监察导致的产量下滑的修复，陕西、贵州煤炭产量的同比增长则是源自于地方规划中的增量目标。

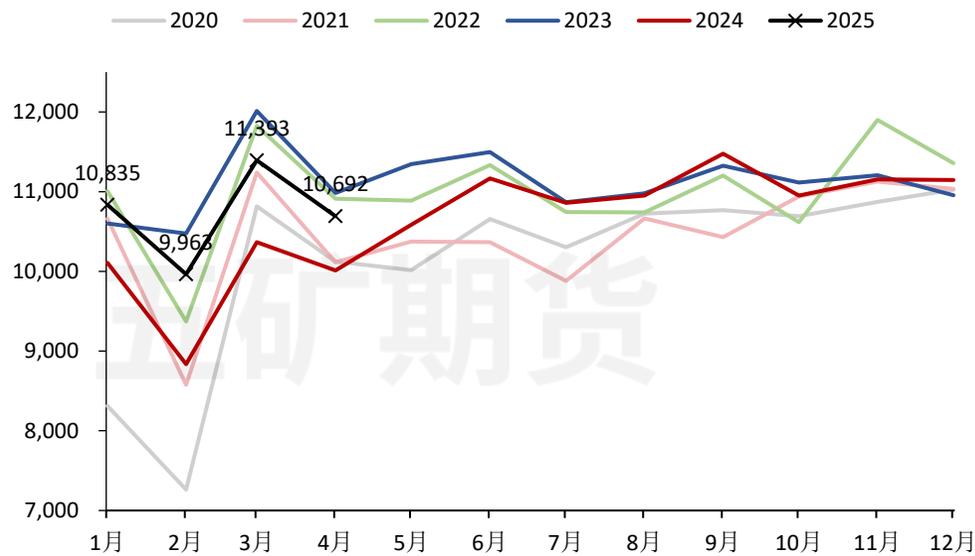
炼焦煤产量与动力煤产量同步增长，同比增速甚至略高于动力煤

图6：1-4月炼焦煤产量同比增3564万吨，占原煤增量的约33%（万吨，%）



资料来源：汾渭、五矿期货研究中心

图7：炼焦煤产量维持在近五年同期相对高位水平（万吨）

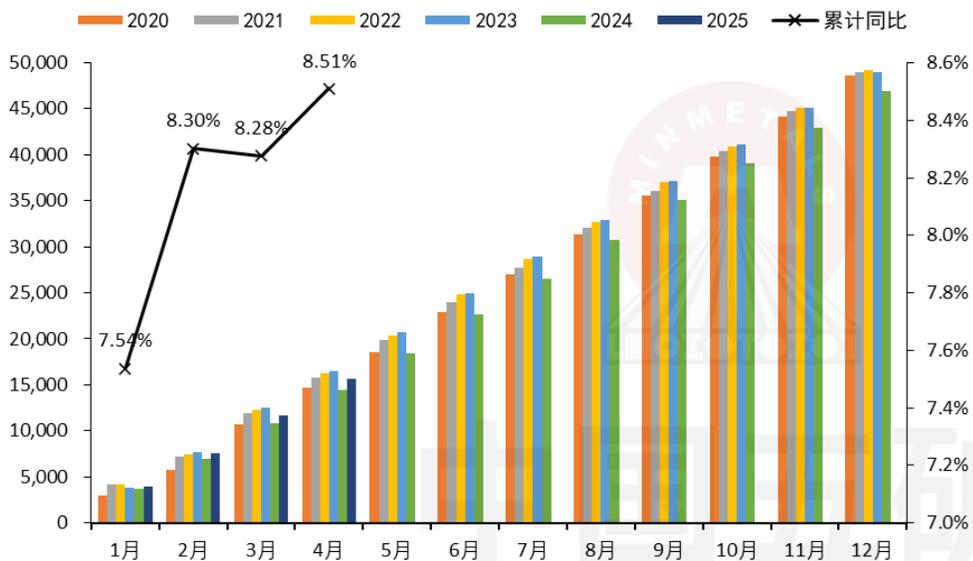


资料来源：汾渭、五矿期货研究中心

与2024年煤炭供给内部呈现结构性差异（炼焦煤供应下滑、动力煤供应增长）不同的是，2025年至今，焦煤及动力煤呈现同步增长，炼焦煤产量增速甚至略高于动力煤。据汾渭数据，1-4月炼焦煤产量累计4.29亿吨，累计同比增约3564万吨或+9.06%，占煤炭产量总增量的约33%。

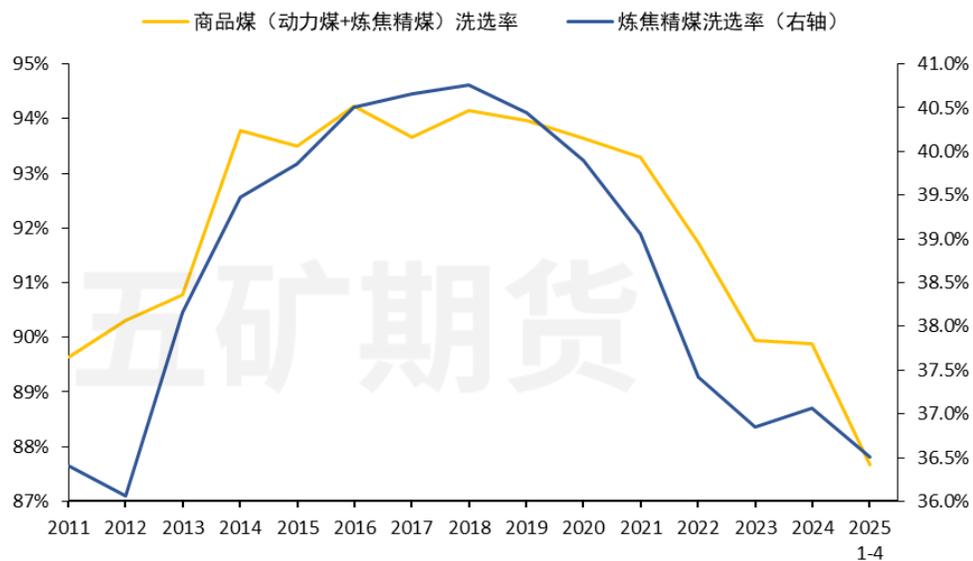
炼焦精煤产量呈现明显回升态势

图8：炼焦精煤产量同比增约8.51%（万吨，%）



资料来源：国统局、WIND、五矿期货研究中心

图9：煤炭洗选率较上年有所回落（%）

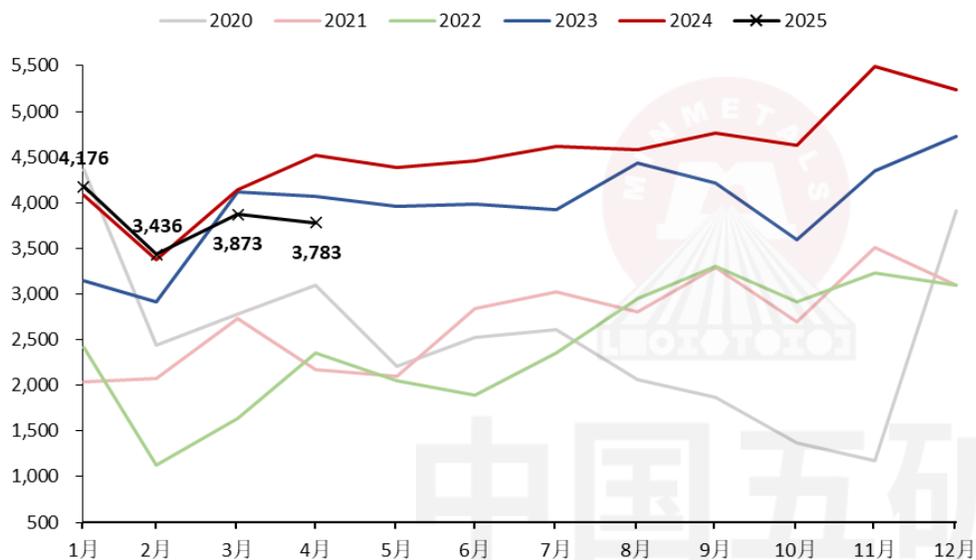


资料来源：汾渭、五矿期货研究中心

据统计局数据，1-4月我国炼焦精煤（后简称炼焦煤）累计产量约1.57亿吨，累计同比增1228万吨或+8.51%。

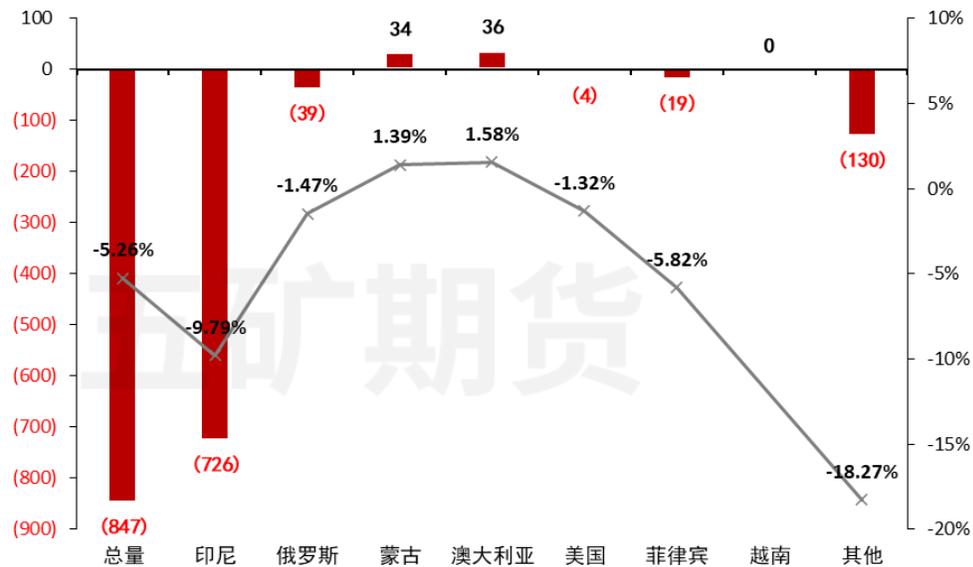
低煤价压制煤炭进口，2025年1-4月煤炭进口小幅下降

图12: 煤价持续走低压制煤炭进口，1-4月同比累计降约850万吨（万吨）



资料来源: 海关、WIND、五矿期货研究中心

图13: 煤炭进口减量主要来自于印尼（万吨）

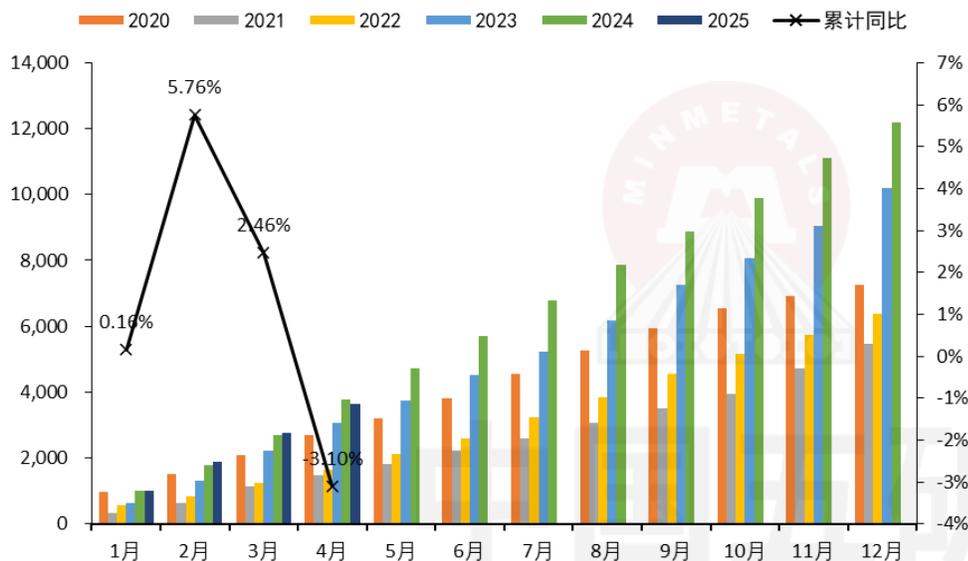


资料来源: 海关、WIND、五矿期货研究中心

据海关数据，2025年1-4月，我国进口煤及褐煤累计1.53亿吨，同比降约847万吨或-5.26%。其中，含煤进口0.92亿吨（同比降1217万吨或-11.65%，占比60%）及褐煤进口0.6亿吨（同比增370万吨或+6.54%，占比40%），进口减量主要来自于印尼（动力煤，国内低价导致进口利润显著收窄，制约进口）。

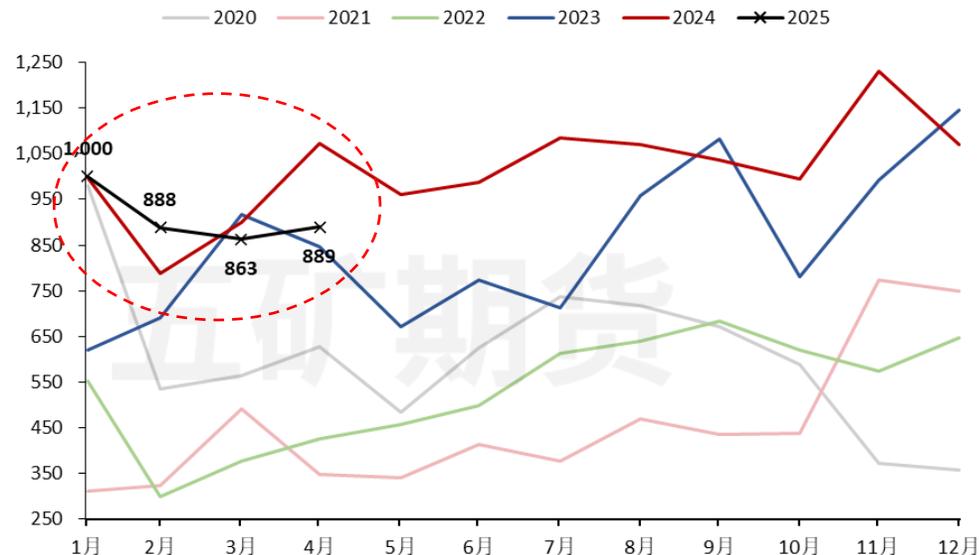
炼焦煤进口同比小幅回落，仍维持在相对高位水平

图14：炼焦煤进口同比小幅负增长（万吨，%）



资料来源：海关、WIND、五矿期货研究中心

图15：炼焦煤进口仍维持在同期相对高位水平，较2024年同期有所回落（万吨）

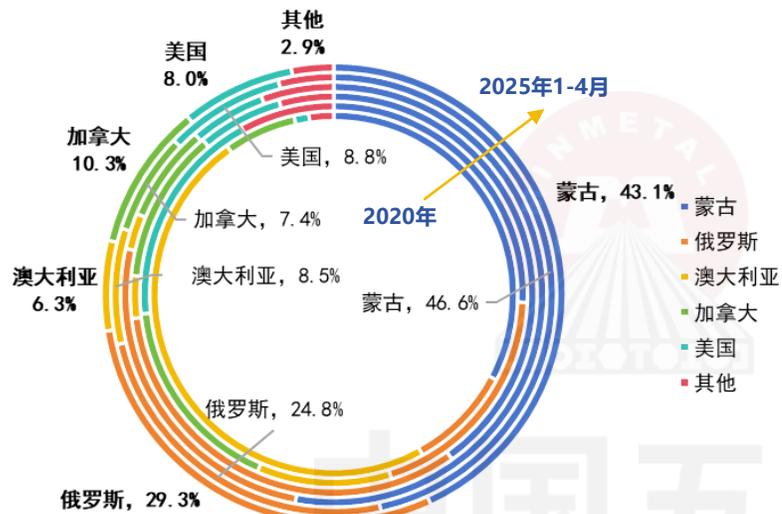


资料来源：海关、WIND、五矿期货研究中心

其中，海关口径下，1-4月炼焦煤累计进口3640万吨，同比降117万吨或-3.1%。受价格低迷影响，进口较去年同期有所回落，但仍维持在过去几年同期的相对高位水平。

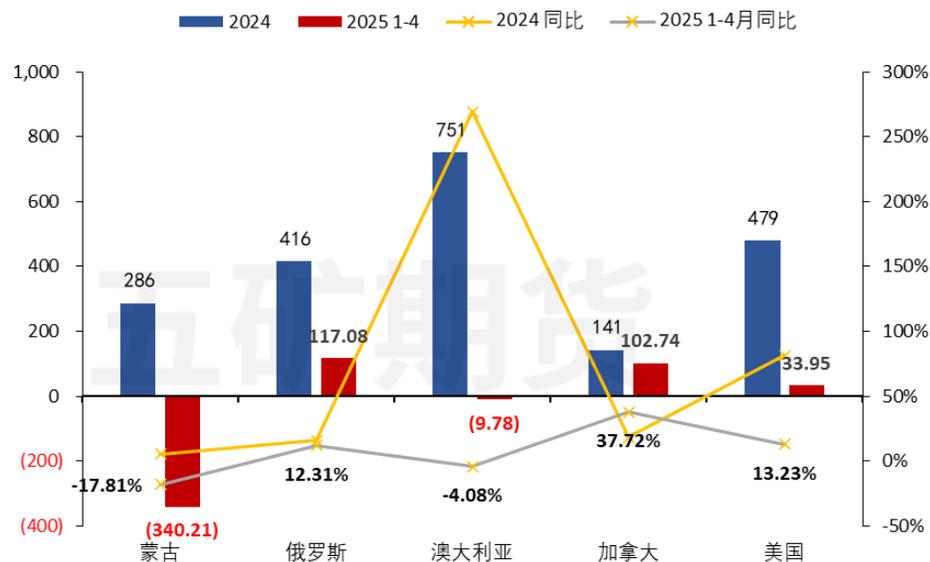
蒙古焦煤进口同比有所下滑，俄罗斯及加拿大等焦煤进口小幅增加

图16: 蒙焦煤进口占比延续回落，俄罗斯占比有所提升 (%)



资料来源: 海关、WIND、五矿期货研究中心

图17: 主要进口国焦煤进口均呈现增量，澳大利亚及美国增量同比上升 (万吨, %)

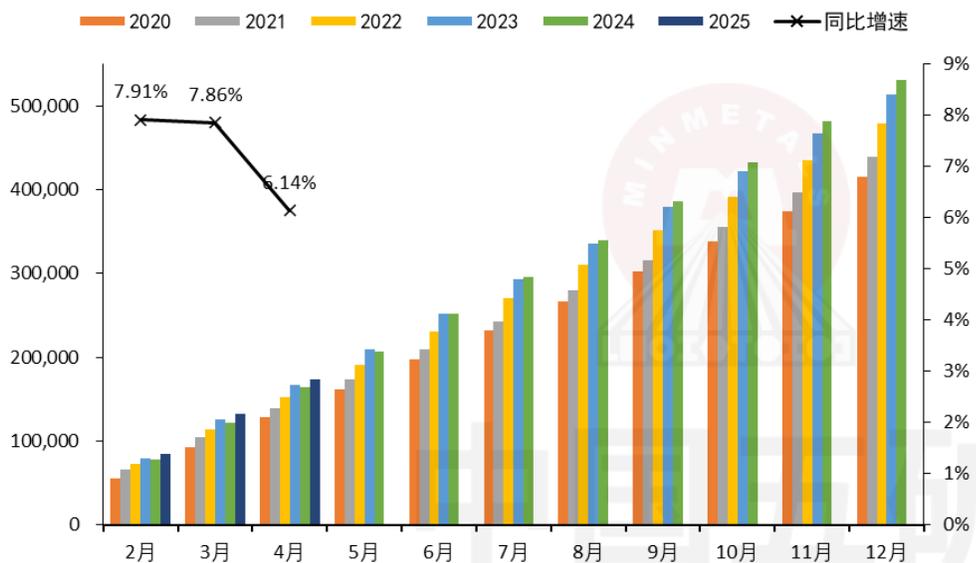


资料来源: 海关、WIND、五矿期货研究中心

从主要进口国来看：虽然蒙古国1-4月份煤炭进口同比小幅增长，但蒙焦煤进口同比走弱（仍维持在同期相对高位水平）；俄罗斯煤进口总量呈现小幅收缩，同样主要影响动力煤端，炼焦煤进口维持12%左右增速；海运煤方面，加拿大及美国焦煤进口同比有所增加，澳大利亚焦煤进口量同比基本持稳；

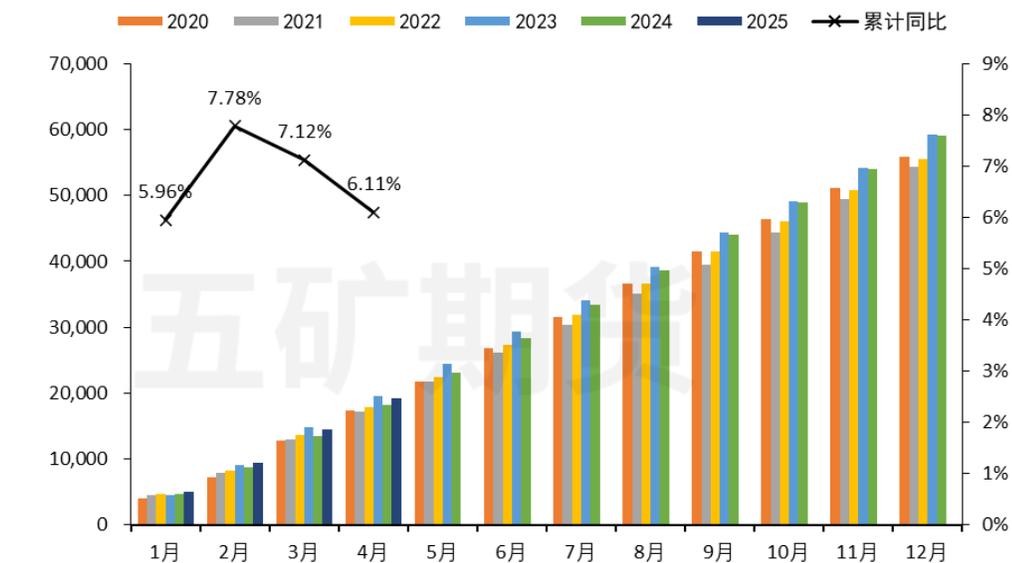
一季度煤炭产量同比修复叠加“稳产增产” 推升煤炭供应显著增长

图18：国内原煤产量同比大幅提升推升原煤总供应同比显著增加（万吨，%）



资料来源：国统局、海关、WIND、五矿期货研究中心

图19：炼焦煤供应同比增长1110万吨或6.11%（万吨，%）

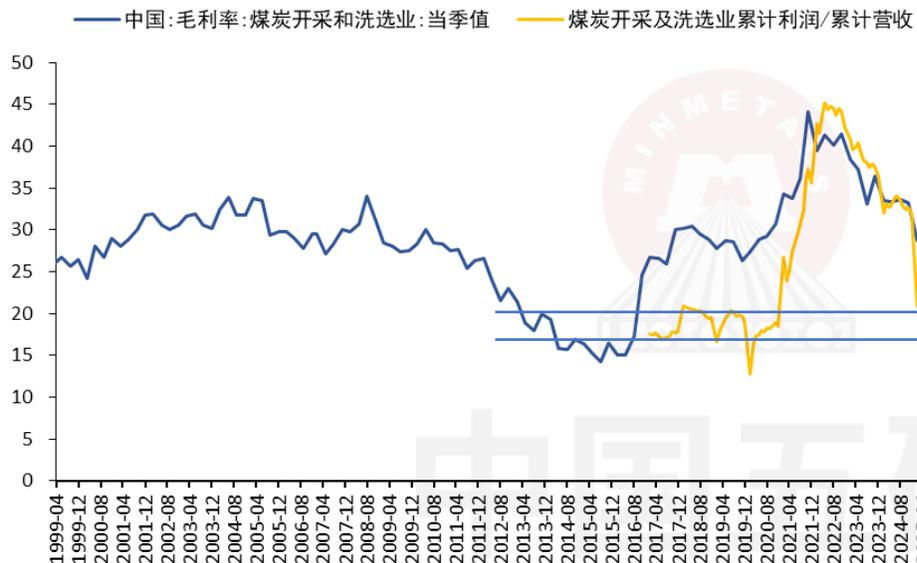


资料来源：国统局、海关、WIND、五矿期货研究中心

结合国内产量及海外进口两端，2025年1-4月我国累计原煤供应达17.37亿吨，同比增1亿吨或+6.14%。炼焦精煤方面，同期总供应为1.93亿吨，同比增1110万吨或+6.11%。其中，炼焦煤进口依赖度仍维持在接近20%的水平（18.87%）。

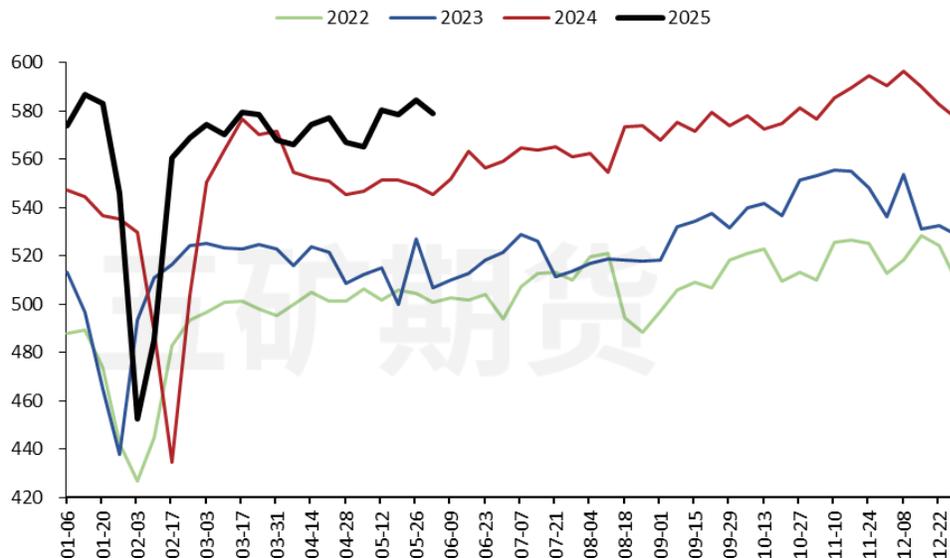
展望：煤企仍采取“以量补价”方式生产，暂未看到明显减产意愿

图20：煤炭开采及洗选业利润率显著回落，仍高于2013-2015年水平（%）



资料来源：公开资料整理、五矿期货研究中心

图21：钢联口径下462家动力煤产量仍处于同期高位水平，未见明显回落（万吨）



资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

基于过去几年，尤其2020年以来持续的高盈利以及煤炭企业需要承担的社会就业责任、企业自身现金流考虑。当下，我们并未看到煤企明显的减产意愿，仍多采取“以量补价”的方式进行“稳产增产”。

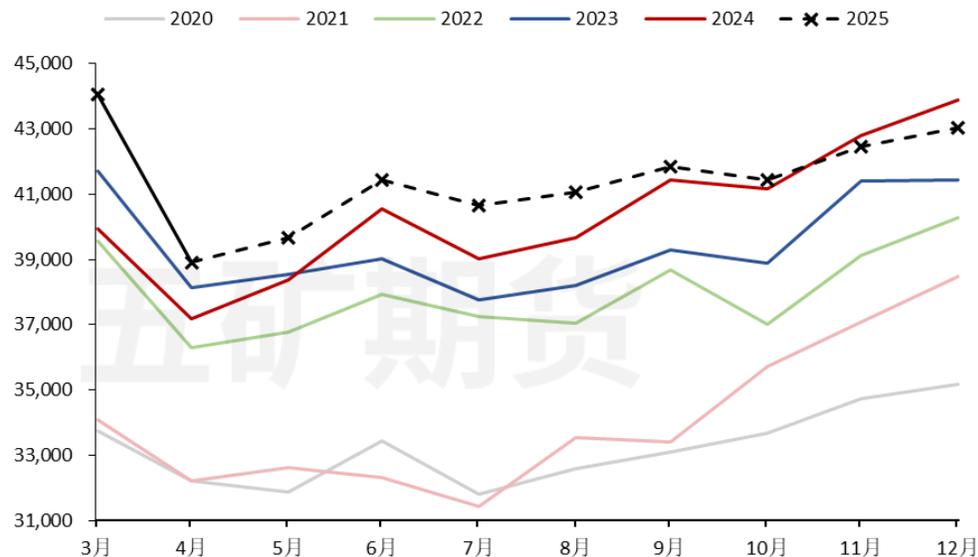
展望：静态条件下，预计下半年原煤产量仍将有约5000万吨左右增量

图22：主要原煤产量地区煤炭生产目标或相关规划表述

地区	2025年煤炭产量目标或相关规划表述	来源
山西	到2025年，煤炭产能稳定在15.6亿吨/年以内、煤炭产量保持在14亿吨/年，煤矿数量900座左右	《山西省矿产资源总体规划（2021—2025年）》（2023年）
内蒙	…继续做好煤炭供应保障和天然气增储上产…加快推动煤炭矿区总体规划批复，力争国家新核准煤矿项目3000万吨以上，全年煤炭产量12亿吨以上，新增煤炭产能储备2000万吨以上…	《2025年内蒙古自治区国民经济和社会发展规划》
陕西	…高度重视煤炭稳增长工作，采取得力措施，充分挖掘在产煤矿潜力，促进煤炭稳产增产，确保四门沟等煤矿年内进入联合试运转…	陕西省能源局煤炭稳增长座谈会（2024年12月）
新疆	预计在“十五五”期间，新疆煤炭产量超过陕西省（7.6亿吨）。据此推算，未来六年内新疆煤炭产量将继续维持年均约4000万吨的增量…	煤炭网相关文章，其据“新疆相关部门人士解到”
宁夏	…加快在建煤矿进度，确保新投产矿井2025年达产稳产，力争煤炭产量突破1.05亿吨…	宁夏发展和改革委员会副主任蒋哲文在“宁夏绿电园区建设情况新闻发布会”中的介绍
贵州	2025年，贵州原煤产量有望达到2亿吨，煤炭开采和洗选业工业总产值有望突破1000亿元	贵州省能源局煤炭处副处长杨毕相关介绍
黑龙江	-	备注：修复式增长
云南	2023-2025年，力争每年新增释放煤炭产能1000万吨左右	《云南省煤炭产业高质量发展三年行动计划(2023—2025年)》

资料来源：公开资料整理、五矿期货研究中心

图23：预计2025年5-8月份原煤产量仍将维持同比增长（万吨，虚线部分为预测值）

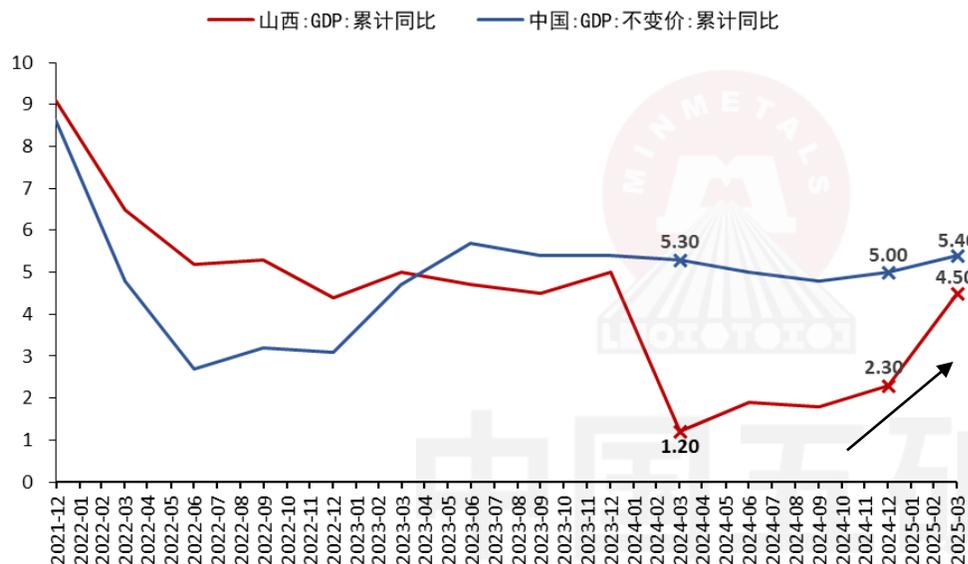


资料来源：统计局、五矿期货研究中心

展望2025年下半年，我们据相关省份关于煤炭产量的目标或相关规划，预计在**静态条件下**（指处在当前价格水平上，无新的限制性政策干扰，价格再度大幅走低容易导致减产意愿提升），5-8月份，原煤产量仍将出现5000万吨左右的同比增幅，即全年原煤产量预计或出现1.6亿吨或约3.3%的增量。

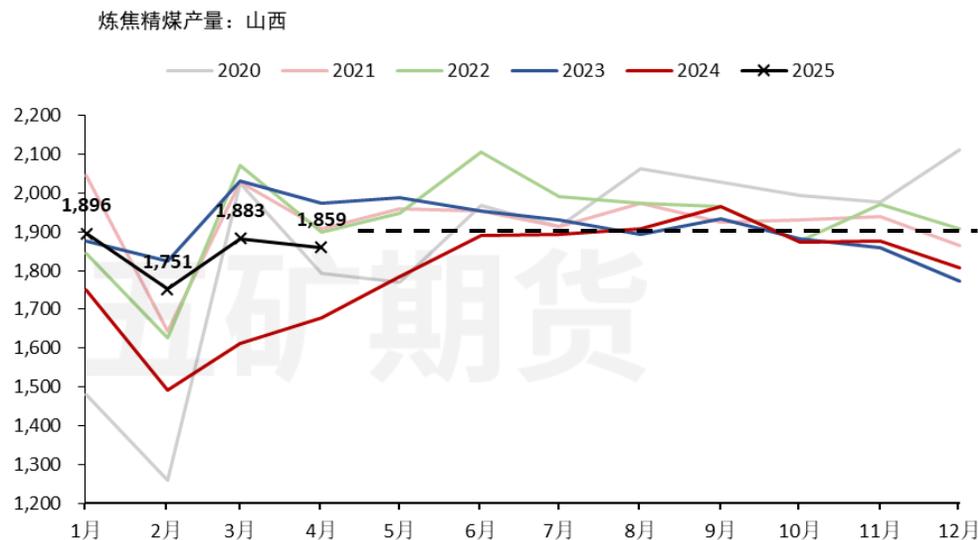
展望：预计5-12月山西炼焦煤供应仍将释放约200万吨增量

图24：山西省GDP随着煤炭产量修复向上回升，逐步朝全国平均水平靠拢（%）



资料来源：国统局、WIND、五矿期货研究中心

图25：山西省2025年1-4月炼焦精煤累计产量0.74亿吨，同比增860万吨（万吨）

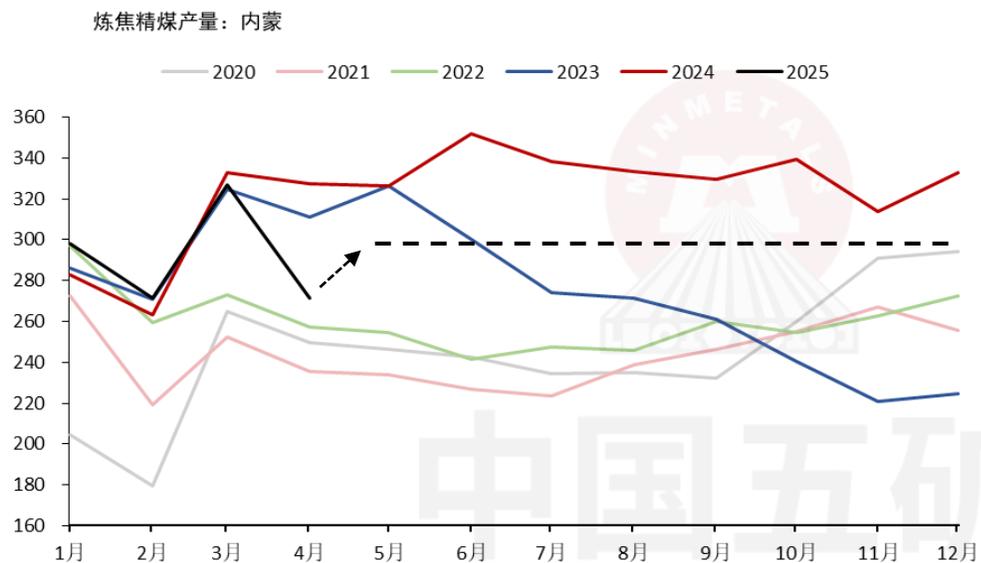


资料来源：汾渭、五矿期货研究中心

具体到炼焦煤，在年报中，我们基于“经济任务将被放置在‘安检’稍靠前位置”的判断，预计山西地区今年同比将释放500-600万吨增量。实际上，1-4月山西地区已经提供了860万吨的增量，超出我们的预期。若按照原煤产量预计对炼焦煤进行推测，预计山西地区5-12月仍将提供约200万吨炼焦精煤供给增量。

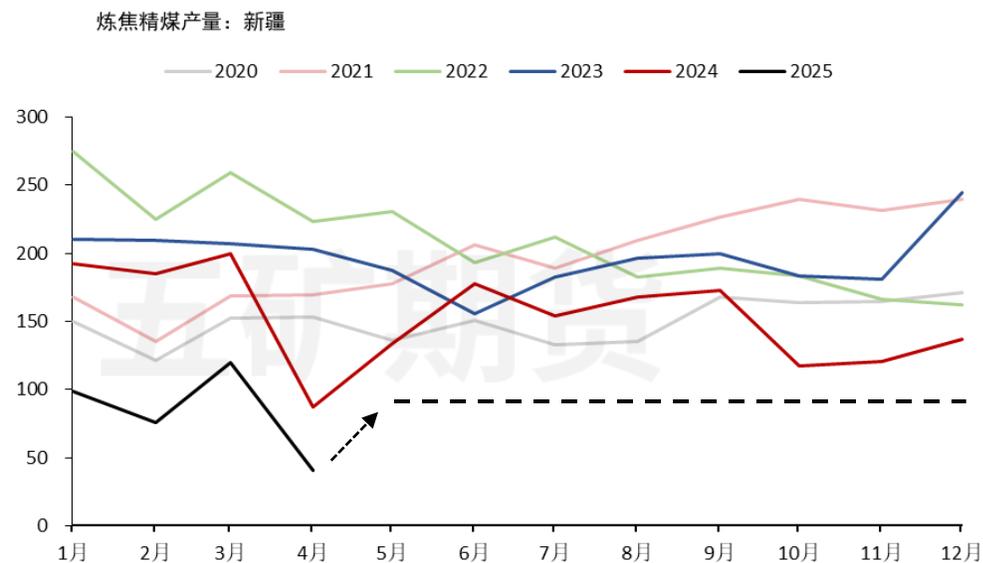
展望：预计5-12月内蒙及新疆炼焦煤供应将提供约450万吨减量

图26：内蒙2025年1-4月炼焦精煤累计产量1168万吨，同比降3.15%（万吨）



资料来源：汾渭、五矿期货研究中心

图27：新疆2025年1-4月炼焦精煤累计产量335万吨，同比降约49.5%（万吨）

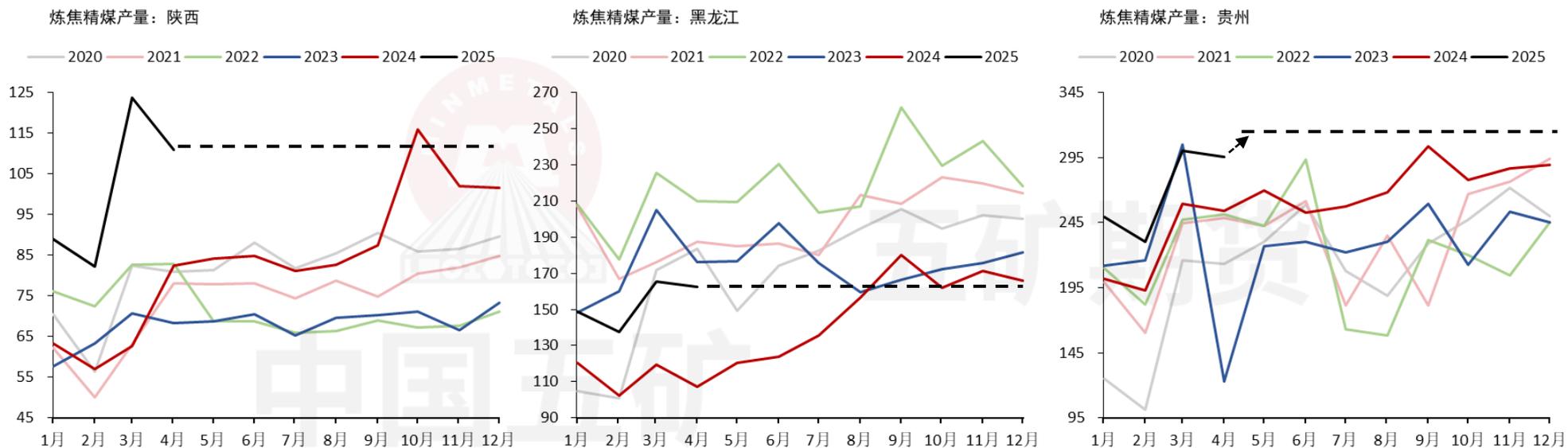


资料来源：汾渭、五矿期货研究中心

与山西地区不同，内蒙及新疆地区预计将给炼焦煤供应提供约450万吨减量；

展望：预计5-12月陕西、黑龙江及贵州炼焦煤供应将增约500万吨

图28：安徽、黑龙江及云南地区炼焦煤产量同比合计降约1280万吨，出现较明显减量，贵州地区同比增300万吨，出现较明显增量（万吨）

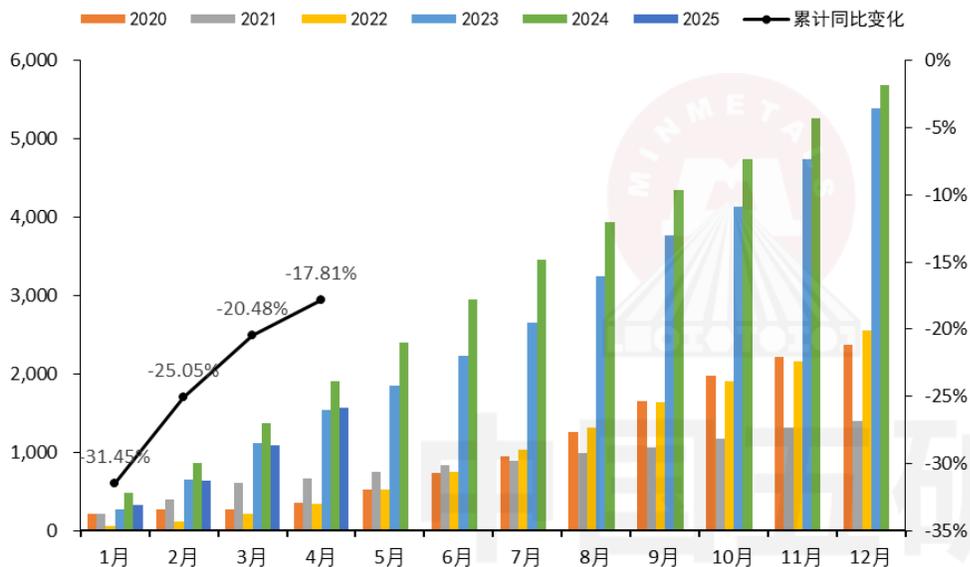


资料来源：汾渭、五矿期货研究中心

此外，我们预计陕西、黑龙江及贵州地区仍将有部分炼焦煤产量释放，增量约500万吨。

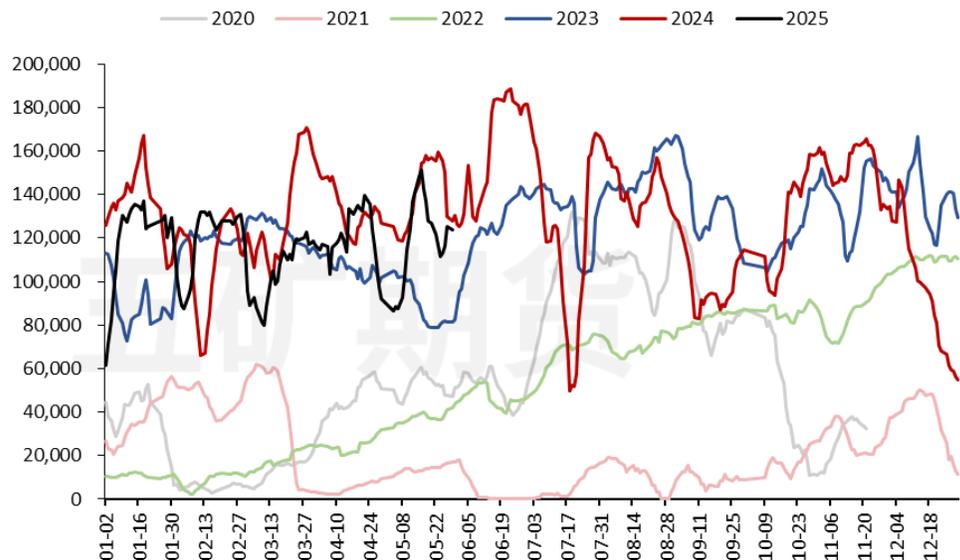
展望：预计下半年蒙古煤或存在阶段性冲量，总体持稳或小幅增长

图29：1-4月蒙古炼焦煤累计进口1570万吨，降340万吨或-17.8%（%，万吨）



资料来源：海关、WIND、五矿期货研究中心

图30：蒙煤通关数回升，仍维持在相对高位水平，后续存在冲量可能（吨，MA7）

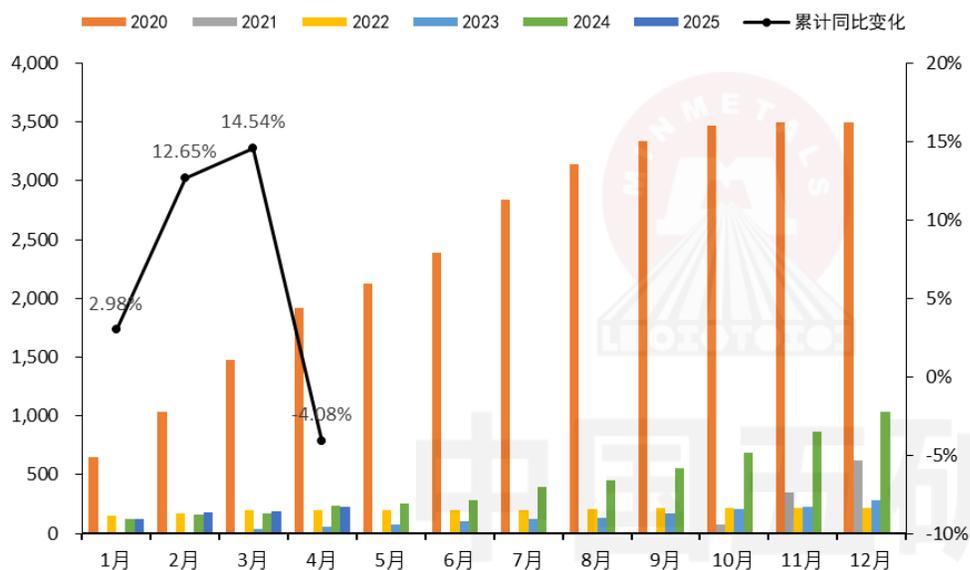


资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

2025年1-4月，蒙古煤炭累计进口1570万吨，同比降340万吨或-17.8%，进口总量低于预期，目标进度稍显滞后。2024年蒙煤超额完成7800万吨的出口目标，而据相关报道，2025年蒙古国计划向我国出口煤炭8300万吨，同比2024年增500万吨（预计全年蒙古焦煤增量在350万吨左右）。按照该目标，后期可能存在通过车数提量以完成该目标的可能。但考虑到今年整体煤炭市场的低迷情况，我们做保守估计，蒙煤全年进口或较2024年持稳甚至略低，即蒙煤下半年进口同比持稳或略有增长。

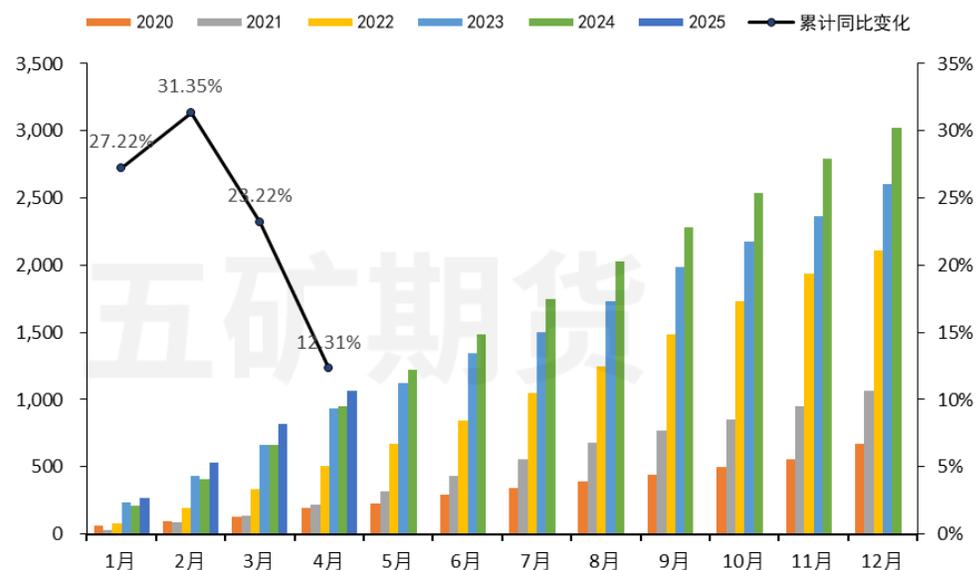
展望：澳焦煤及俄罗斯焦煤进口或变化相对有限

图31：1-4月澳大利亚炼焦煤累计进口230万吨，同比基本持稳（%，万吨）



资料来源：海关、WIND、五矿期货研究中心

图32：1-4月俄罗斯炼焦煤累计进口1070万吨，同比增117万吨或12.3%（%，万吨）

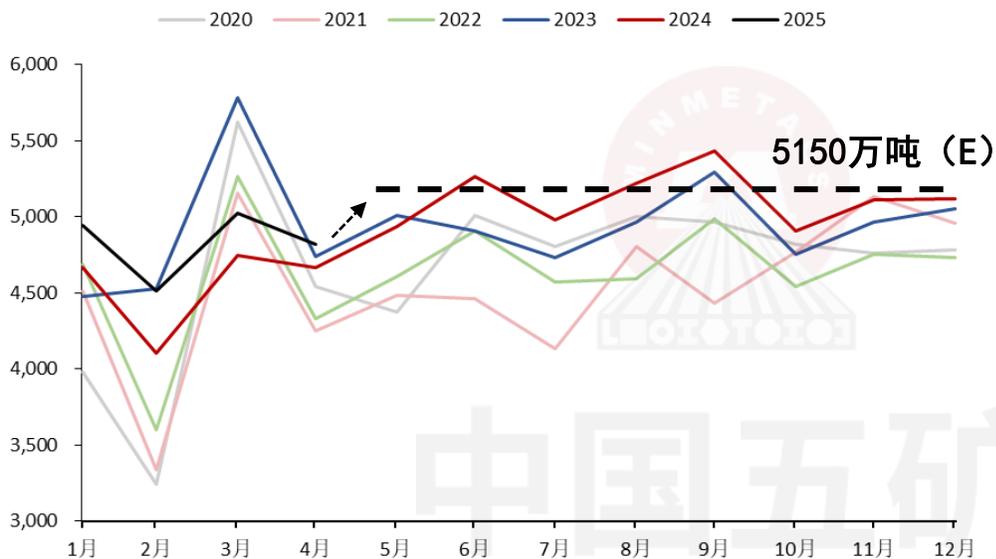


资料来源：海关、WIND、五矿期货研究中心

截至2025年4月，澳焦煤进口同比基本持稳，俄罗斯焦煤进口同比小幅增加（维持高位），相对稳定。预计全年二者同比变化不会产生太大的变化，即对总的供应端边际影响有限（进口端非主要矛盾）。

展望：下半年总供应预计同比持稳或小幅增长，未看到显著回落迹象

图33：预计下半年焦煤供应同比持稳或小幅增长（万吨）



资料来源：国统局、海关、WIND、五矿期货研究中心

综合国内产量及海外进口两端展望，我们预期2025年下半年，焦煤总供应将同比持稳或小幅增长（250万吨左右），全年焦煤供应将达到6.05亿吨左右水平，全年同比增约1350万吨或2.3%（较年报下调0.3pct）。

其中，我们预计静态条件下，下半年山西焦煤产量仍有小幅向上的回归空间，陕西、贵州供应同样存在一定增量，但内蒙与新疆预计将出现同比减量与部分增量做对冲，最终下半年国内产量预计提供约250万吨增量。

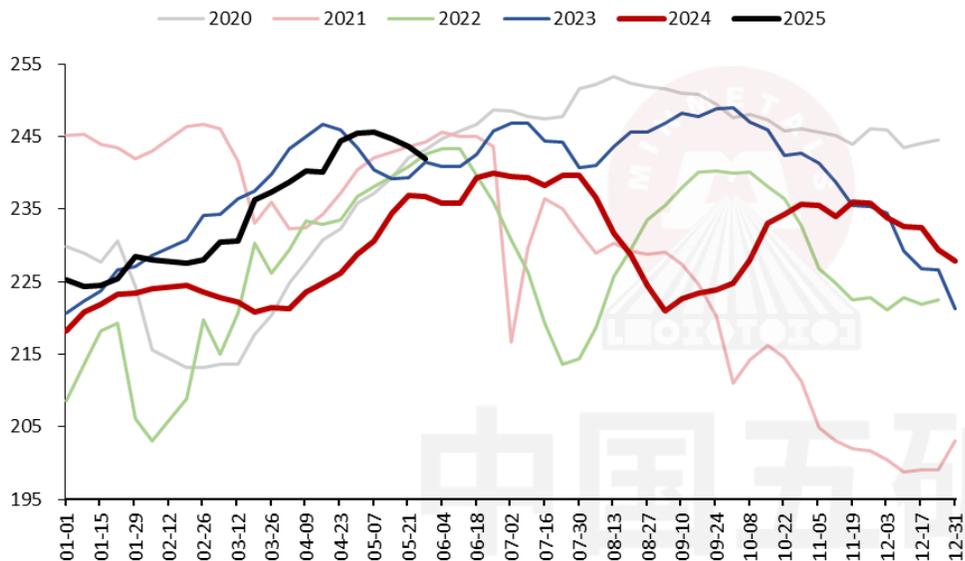
进口焦煤方面，蒙古焦煤预计存在冲量以完成目标的诉求，澳焦煤及俄罗斯焦煤预计同比变化有限，但出于整体煤炭市场的低迷情况，我们对蒙煤进口冲量做保守估计，预计下半年焦煤进口端或同比持平。

04

需求端

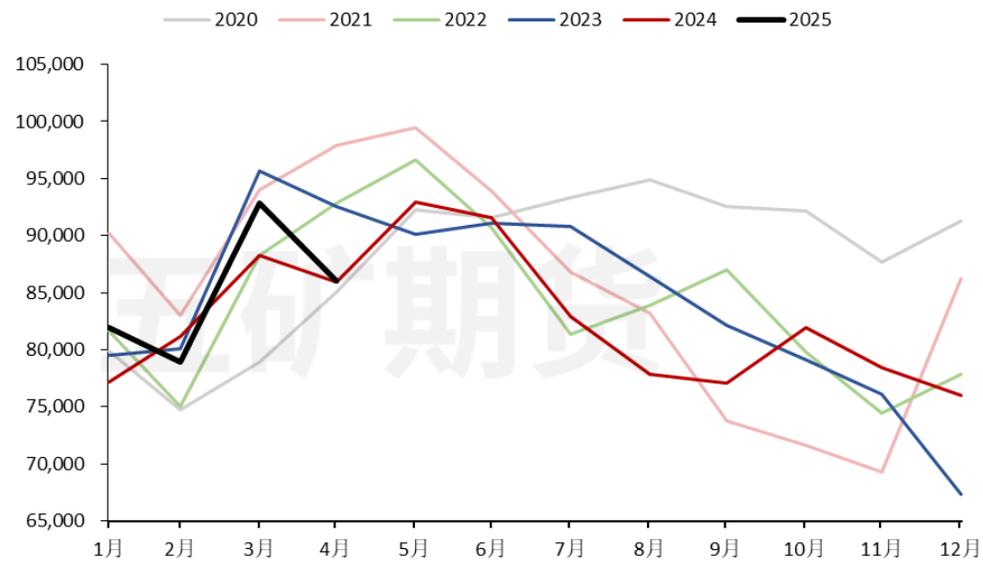
1-5月钢铁消费显示出超预期韧性，铁水产量同比增幅增近4%

图34：1-5月，钢联口径下铁水产量累计同比增约3.96%（万吨）



资料来源：国统局、WIND、五矿期货研究中心

图35：1-4月，统计局口径粗钢产量同比增约2.1%，4月份数据与钢联相劈叉（千吨）

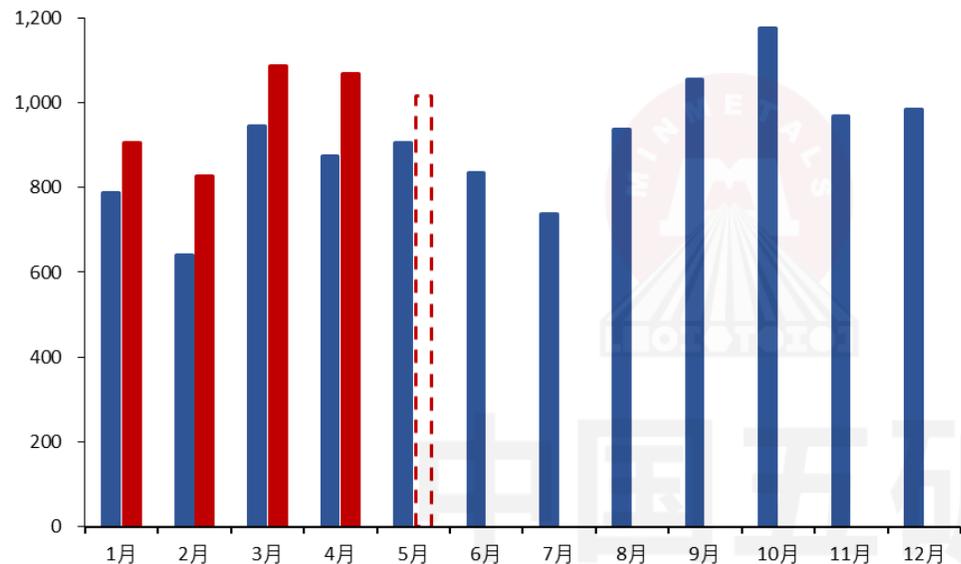


资料来源：国统局、WIND、五矿期货研究中心

需求方面，我们看到1-5月钢联口径铁水累计同比增速接近4%（与统计局数据相劈叉），在这样的背景下，我们并未看到钢铁库存出现明显的累积，这显示出上半年需求（含直接出口）超预期的韧性。

2025年1-5月，我国钢铁消费同比约增150万吨或0.46%

图36：1-4月我国钢铁(含钢坯)净出口累计增约637万吨或19.6% (万吨)



资料来源：海关、WIND、五矿期货研究中心

图37：钢材库存较年初小幅抬升，幅度有限 (万吨)



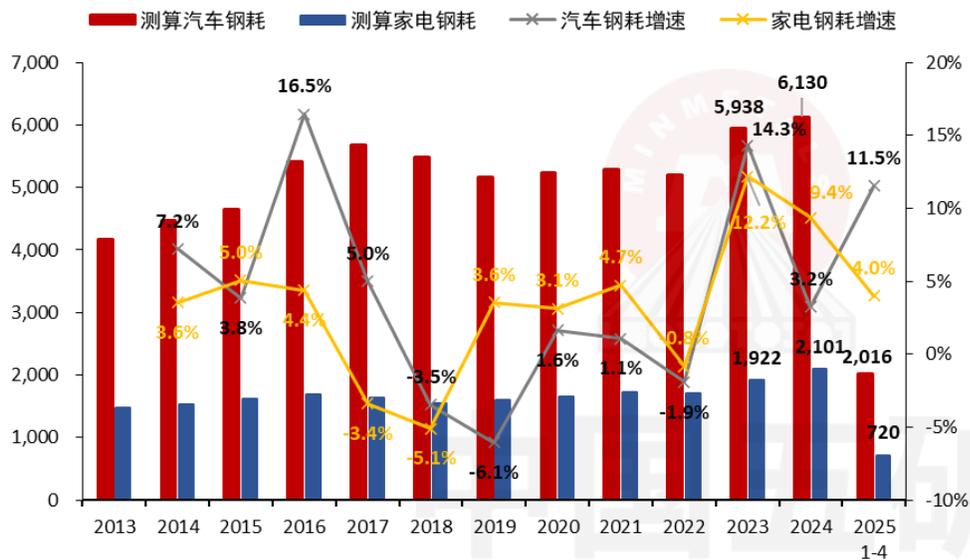
资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

按照钢联口径日均铁水数据，1-5月铁水累计增约1314万吨。需求侧：1-4月钢铁直接净出口（含钢材及钢坯，下同）增加637万吨，从预估数据来看，1-5月份预计钢铁净出口增量将达到720万吨（贡献铁水增量的55%）；另外，可获取部分钢材库存较年初增约306万吨（非全口径，若按70%比例折算，则库存增量预估达440万吨，贡献增量的33%）。即，我们可粗略估算1-5月份国内钢材需求增幅约为150万吨或0.46%。

注：以上消费情况为估算值，仅供参考；

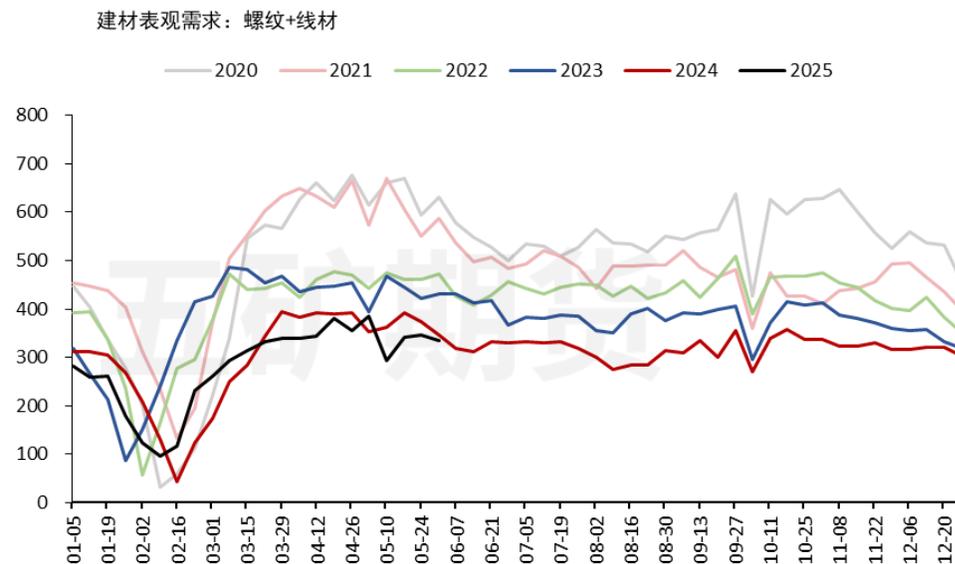
汽车、家电钢耗同比增长，建材需求同比延续回落

图38：1-4月，汽车钢耗同比增约210万吨，家电钢耗增约30万吨（%，万吨）



资料来源：国统局、WIND、五矿期货研究中心

图39：1-5月，建材端需求同比累计降约330万吨（万吨）

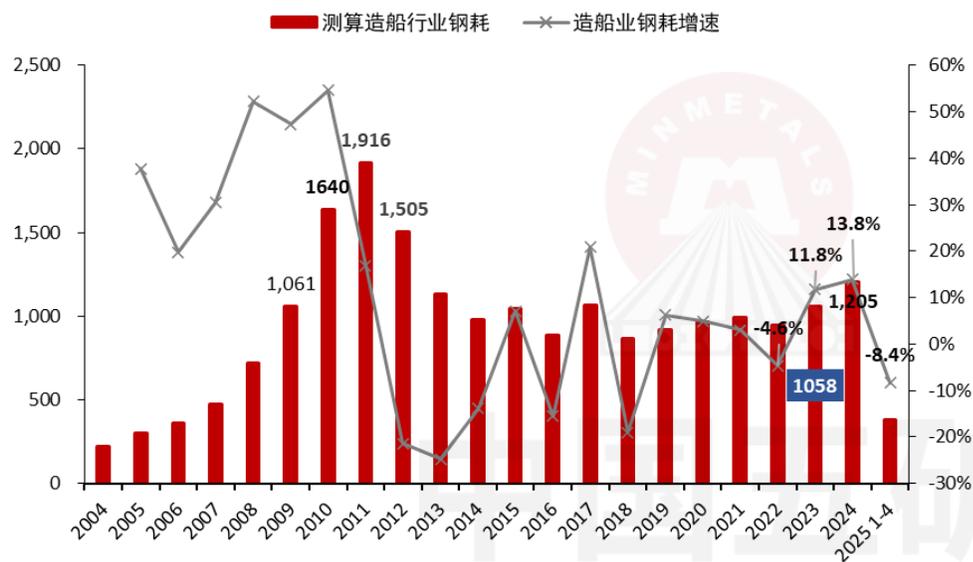


资料来源：国统局、WIND、五矿期货研究中心

2025年1-4月，我们测算的汽车行业钢耗为2016万吨，同比增约210万吨或11.54%。测算家电行业钢耗为720万吨，同比增约30万吨或4.00%。按线性外推，预计1-5月汽车及家电钢耗同比增量或达到250万吨（估算值），略微好于我们年初的预期（全年增量在300-400万吨，当时未考虑美突加关税影响）。同期，建筑钢材（以螺纹钢与线材为代表）消费同比累计降约330万吨或-5.02%，其背后是地产及基建，降幅明显低于我们的预期（认为是存量施工在“旺季”的干扰，年初预计房地产全年存在1800万吨至2000万吨需求减量）。

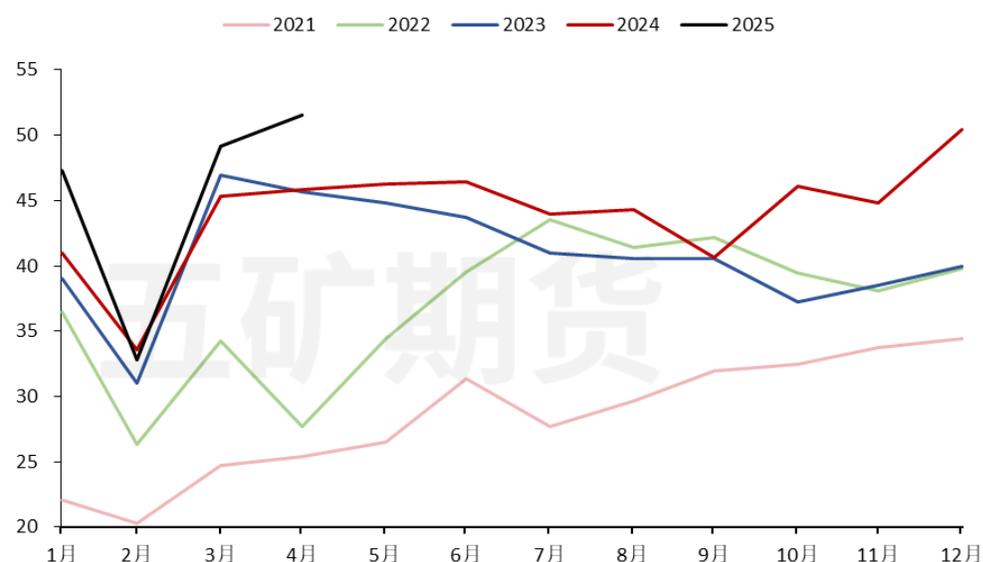
造船业需求小幅走弱，机械端需求增长好于预期

图40：2025年1-4月，造船业钢耗同比降约32万吨或-8.4%（%，万吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

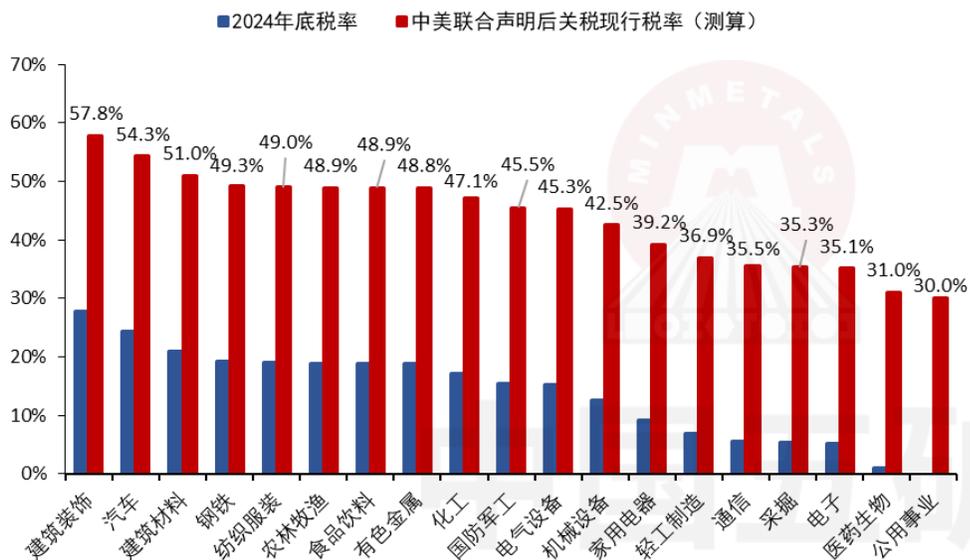
图41：1-4月，工程机械出口金额累计同比增约9.1%（亿美元）



资料来源：国统局、WIND、五矿期货研究中心

2025年1-4月，我们测算的造船业钢耗水平约在383万吨，同比降约32万吨或-8.4%，增速显著低于我们年初全年15%增幅或150-200万吨需求增量的预期。通过需求总体增量以及汽车家电、建筑钢材、船舶需求变化情况，我们倒推机械方面1-5月需求增量大致在200万吨，好于我们年初的预期（全年200-300万吨，当时未考虑美突加关税影响）。

图42：中美联合声明后现行关税税率仍显著高于2024年（%，万吨）



资料来源：WIND、开源证券研究所、五矿期货研究中心

图43：海外对中国钢材反倾销愈演愈烈，对我国钢材出口形成明显掣肘

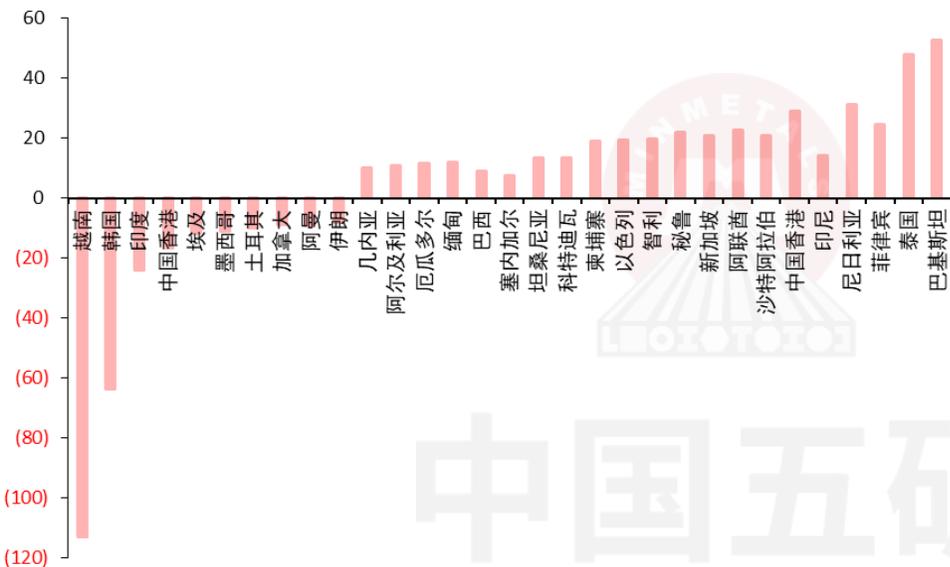
- **越南**：2月21日，越南对原产于中国的某些热轧钢产品征收**19.38%-27.83%**的临时反倾销税，并限制转口贸易。
- **印度**：当地时间4月21日，印度宣布对部分进口钢铁产品征收**12%**的临时关税，以遏制来自中国的廉价进口。
- **加拿大**：4月22日，加拿大边境服务署对包括中国在内的9国及中国台湾地区出口的碳钢丝和合金钢丝发起反倾销调查。此外，加拿大自2024年10月22日起对中国钢铁和铝产品加征25%关税。
- **韩国**：4月24日，韩国对原产于中国的热轧中厚板征收**27.91%-38.02%**临时反倾销税，涉及造船和建筑用钢。
- **美国**：6月4日起，将把钢铁和铝的进口关税从25%提高至50%。美国自3月12日起对所有进口钢铁和铝征收25%关税。

资料来源：公开资料整理、五矿期货研究中心

中美联合声明后现行关税税率（美对中）仍显著高于2024年，且美国与全球其他国家等关税也仍在博弈中，大概率难以回到加征之前税率水平。全球贸易环境显著恶化，关税给全球经济带来的伤痕已经形成，将对全球经济形成拖累（拖累钢材间接出口）；此外，国家完善出口报关单据的要求以及海外对我国钢材的反倾销政策将对我国钢铁直接出口形成限制，其影响或在下半年集中体现（据中国贸易救济信息网显示，2024年到2025年至今，涉及中国钢铁出口反倾销的案件将近30起正在调查，涉及马来西亚、土耳其、澳大利亚、泰国、埃及、危地马拉、英国、南非、巴西以及欧盟11个国家）。

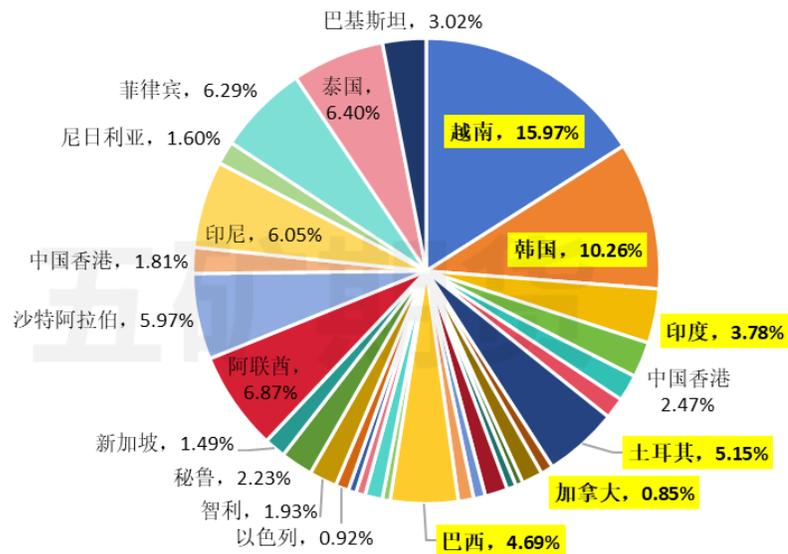
反倾销政策对于钢铁直接出口的影响将在下半年得到体现

图44：1-4月越南、韩国、印度等对中国钢材进口开始出现回落（万吨）



资料来源：WIND、开源证券研究所、五矿期货研究中心

图45：对中国存在反倾销（调查及加征反倾销关税）的国家合计占出口总额超40%

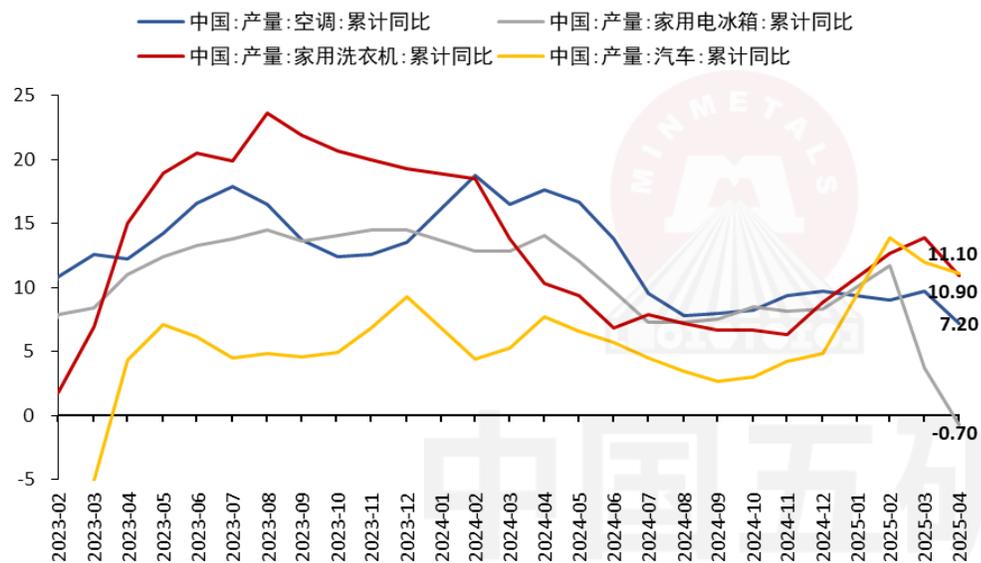


资料来源：公开资料整理、五矿期货研究中心

从目前统计数据来看，对中国钢材进口存在反倾销调查及加征反倾销关税国家对中国的钢材进口总量超中国全年钢材出口总量的40%。2025年1-4月，受反倾销影响，我国钢材出口中，越南、韩国、印度等主要进口国已经出现较明显减量。但同时，如巴基斯坦、泰国、菲律宾、尼日利亚、阿拉伯等国家提供一定增量进口需求，对冲了越南、韩国等地的进口减量。基于越南、韩国及印度庞大基数（占比接近30%，折合约2400万吨），我们认为后续影响量无法被全部承接，全年钢材出口预计将出现同比减量，下半年出口同比降幅预计在600万吨左右，全年直接出口降幅约在200-300万吨（“抢”的第一部分，在反倾销关税落定以及查“买单出口”更加严厉前加速加快出口进程）。

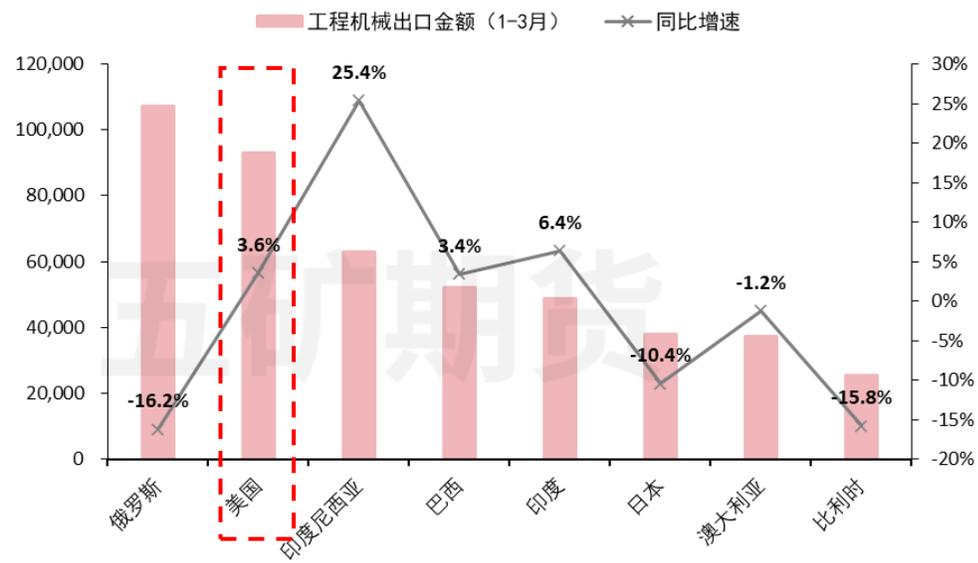
“两重两新”下需求前置告一段落，家电、汽车及机械需求将回落

图46：4月份家电及汽车增速开始显著放缓（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图47：关税问题将导致对美工程机械增速显著走弱（万美元）

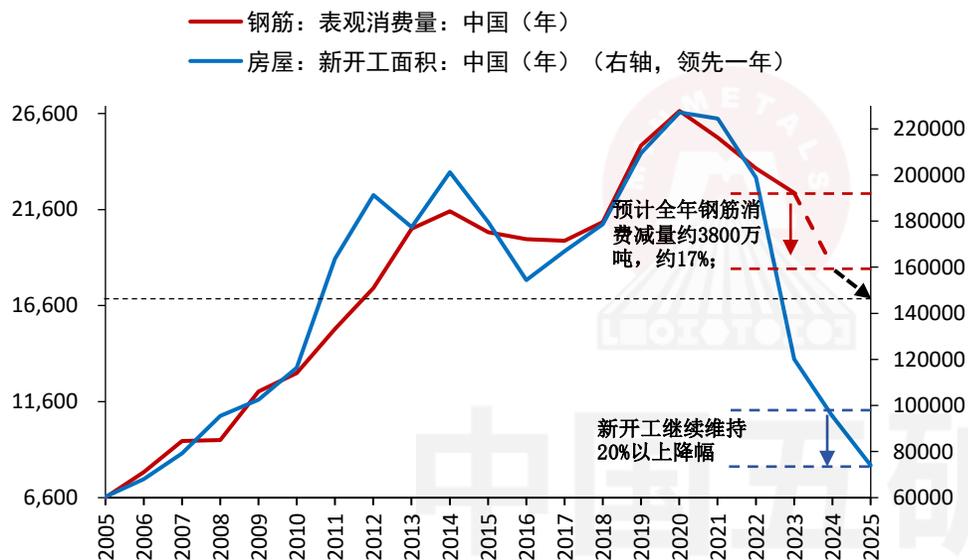


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

随着家电“以旧换新”以及大规模设备更新政策的推进，家电及机械设备需求逐步释放（“抢”的另一部分，将需求前置）。后续来看，随着“两重两新”政策带来的需求前置的基本完成，家电、汽车及机械设备需求预计将出现回落（4月份已经开始出现迹象）。叠加关税对于工程机械对美出口的制约，下半年家电、汽车以及工程机械需求预计将出现同比下滑。基于增加了关税对于间接出口的影响，我们预计家电、汽车以及机械设备全年需求增量将低于我们年初预测值的下沿，即下半年这部分需求或将出现100-200万吨的同比减量。

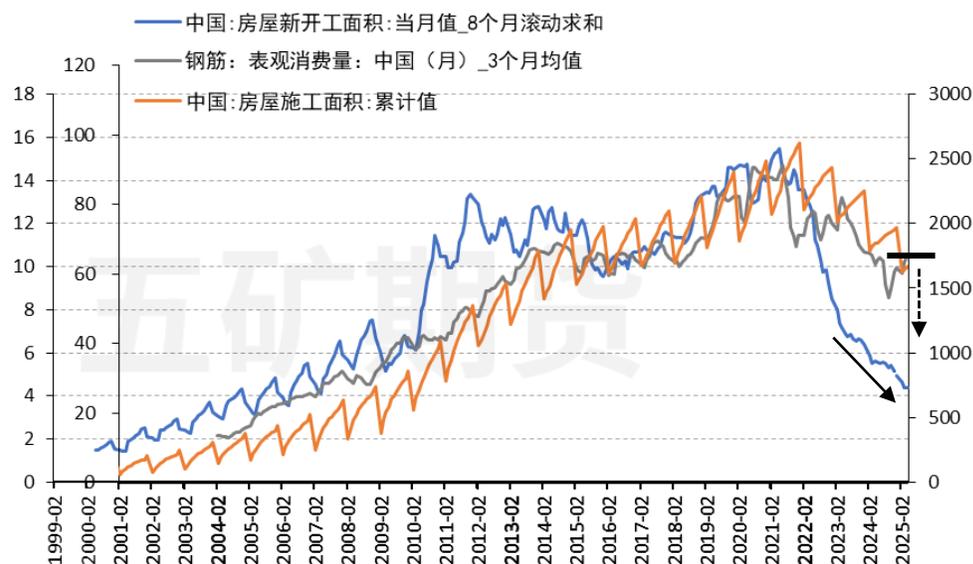
维持“地产用钢需求仍将继续向下‘追逐’低位新开工”观点

图48：钢筋需求减量仍显著低于房屋新开工面积缩减水平（万吨，万平方米）



资料来源：国统局、WIND、五矿期货研究中心

图49：施工面积继续下行，钢筋需求仍将向下追逐新开工减量（万吨、亿平方米）

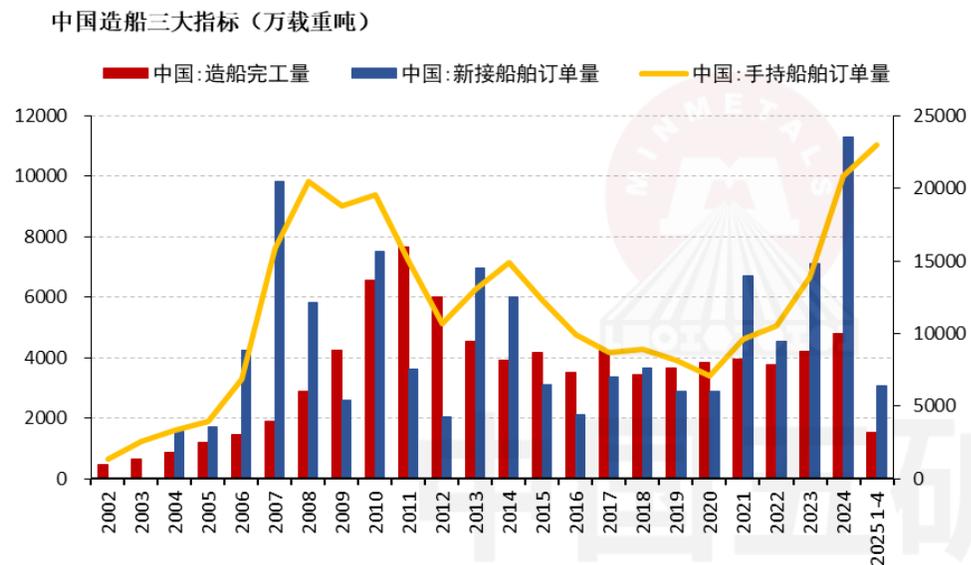


资料来源：国统局、WIND、五矿期货研究中心

2025年1-4月，房地产新开工面积仍维持-23.8%的同比降幅，弱于我们的预期，加之去年以来一系列重要会议对于房地产的定性仍是“去库存”及“稳价格”，我们维持年初对于房地产“钢筋消费将继续向下‘追逐’低位新开工”的观点。前期，“金三银四”期间，存量施工对建筑钢材用量起到一定的支撑作用，导致整体建材需求降幅低于我们的预期，随着淡季的到来，我们预计建材需求或将向下“补跌”，带动需求向新开工靠拢。基建方面，今年增速仍体现在“高质量发展”端，我们维持政府今年以“化债”为主以及传统基建项目已不再是当下经济发展方向重点的观点，不再赘述。

造船业需求全年预计仍将出现增量，下半年有望往上补充需求

图50：造船业手持订单量及新接船舶订单创历史新高（万载重吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

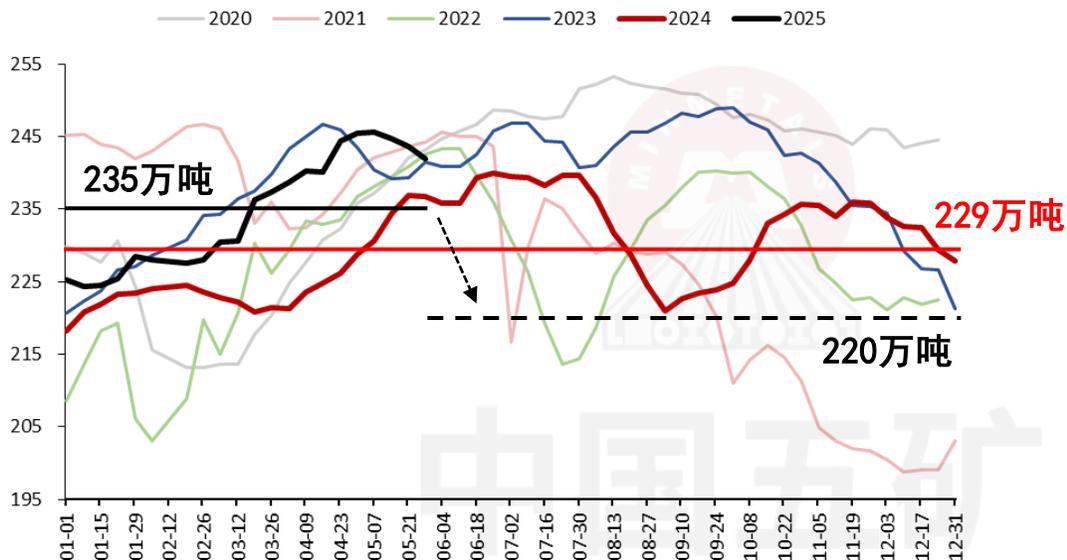
当前造船行业手持订单创历史新高（受限于产能相对紧张，完工量增速远不及在手订单增速，在手订单持续上升）。

在订单支撑之下，我们仍预期今年造船业对于钢材的消耗水平将持续处于高位，全年仍有一定增量，即下半年造船业有望向上补充需求。

五矿期货

需求同比走弱背景下，下半年铁水回落至220万吨附近存在确定性

图51：下半年铁水产量向下回落至220万吨附近是确定性事件（万吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

基于前文我们对于钢材各板块需求的展望，我们对于今年整体的需求总量依旧是看同比走弱（幅度较年初预计的1000万吨或更甚），那么上半年“抢”出来的需求韧性在一定程度上是透支下半年的需求，后期需求往下回补是大概率事件。

基于此，展望后市，以市场主流观测指标（钢联口径铁水）为准，我们认为铁水下半年回落至220万吨甚至之下的均值水平（6-12月）是相对确定的，只是时间以及节奏的问题（什么时候开始走低，以及以什么斜率走低的问题）。

但无论何时以及以何种方式走低，最终需求指向的方向均是向下的，回补的时间兴许会延后，但不会没有。

焦煤下半年面临供给收缩未知以及需求确定性走弱的局面



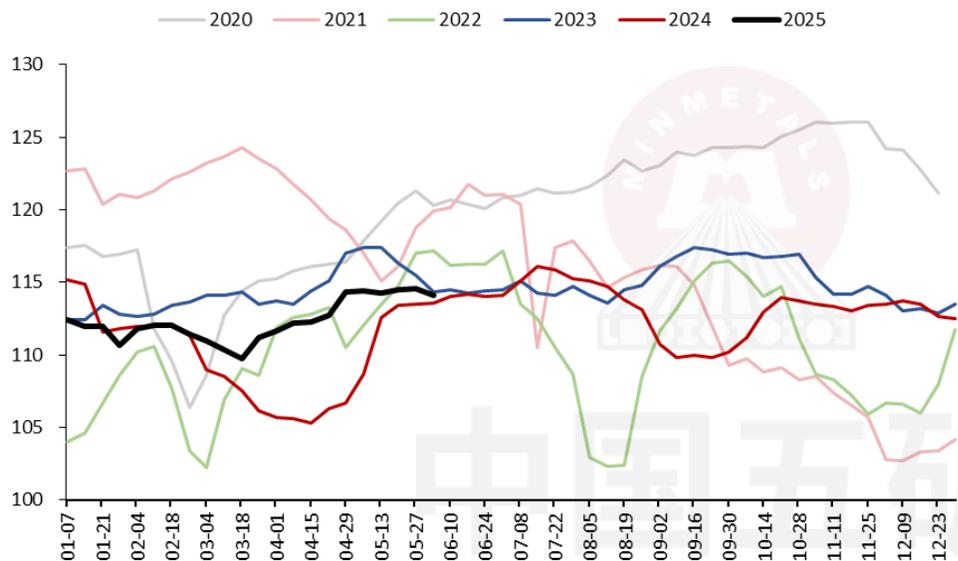
五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

- ◆ 综合下半年的供给以及需求来看，焦煤基本面存在供给能否收缩未知（取决于政策是否从“稳产增产”转向，目前未看到迹象，站在稳经济以及煤企所承担的保就业等社会责任来看，行政性限产概率偏低）以及需求确定性走弱的局面。
- ◆ 在上半年铁水攀升至240万吨以上的背景下，焦煤在上半年供求结构仍呈现宽松（体现在库存的累积上）。下半年，静态条件下焦煤供应预计维持高位且有概率出现小幅增长，而需求则面临显著下滑的情况，在这样的背景下，除非出现行政性的限产，否则焦煤整体宽松的格局难以改变。

五矿期货
中国五矿

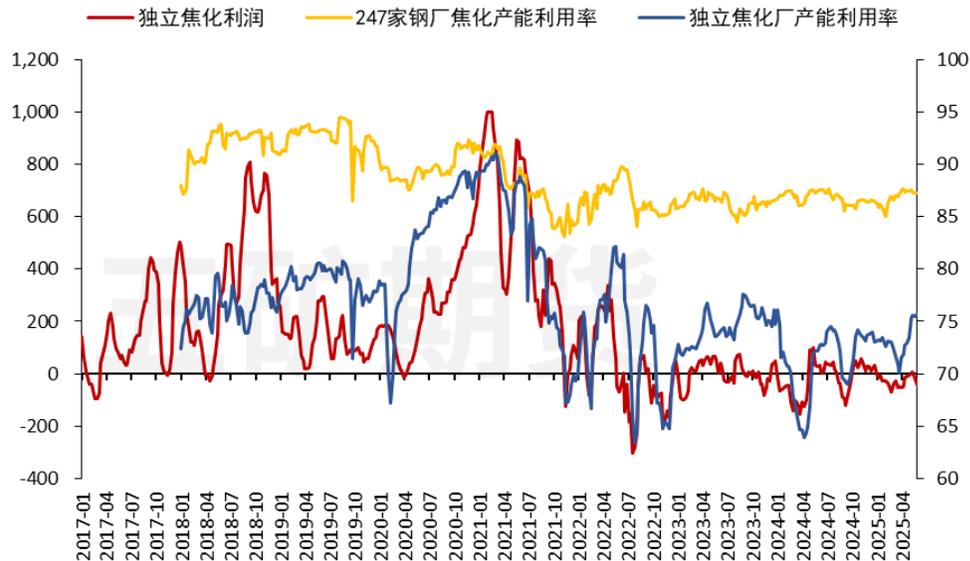
焦炭供给在低估值背景下，价格大体跟随成本端焦煤波动

图52：1-5月，焦炭产量累计增约340万吨或+1.99%（万吨/日）



资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

图53：独立焦化厂开工率跟随焦化利润动态调节，产能利用率处于低位（元/吨，%）



资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

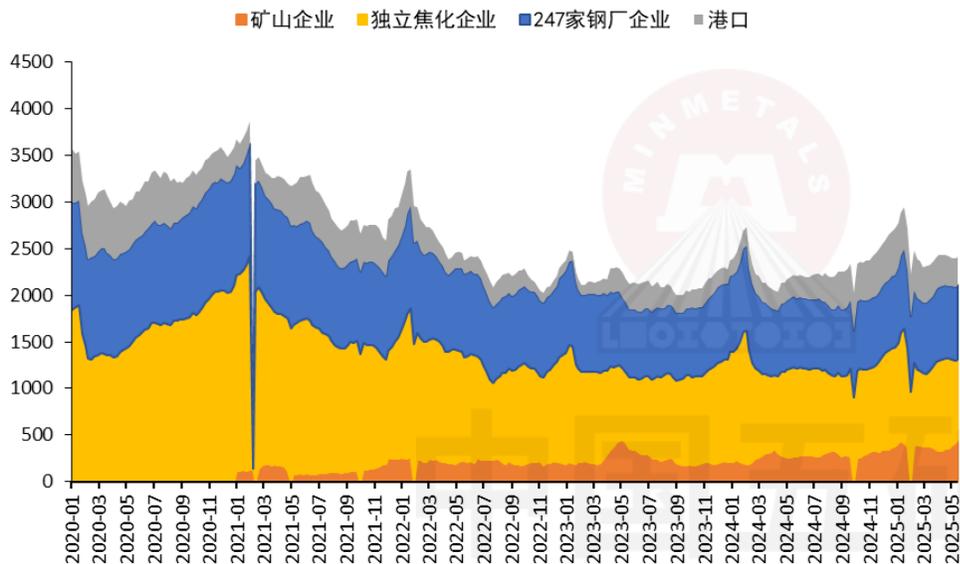
焦炭方面，焦化产能充足背景下，独立焦化厂开工率仍旧跟随焦化利润波动。我们维持2025年焦化继续呈现不盈利或微利状态的判断，在利润调节下，焦化产量将被动跟随钢铁产量做动态调整。焦炭在整体维持相对低估值的背景下，其价格我们仍旧认为将大体跟随成本端焦煤价格波动（缺乏自身的主要矛盾）。

05

库存情况

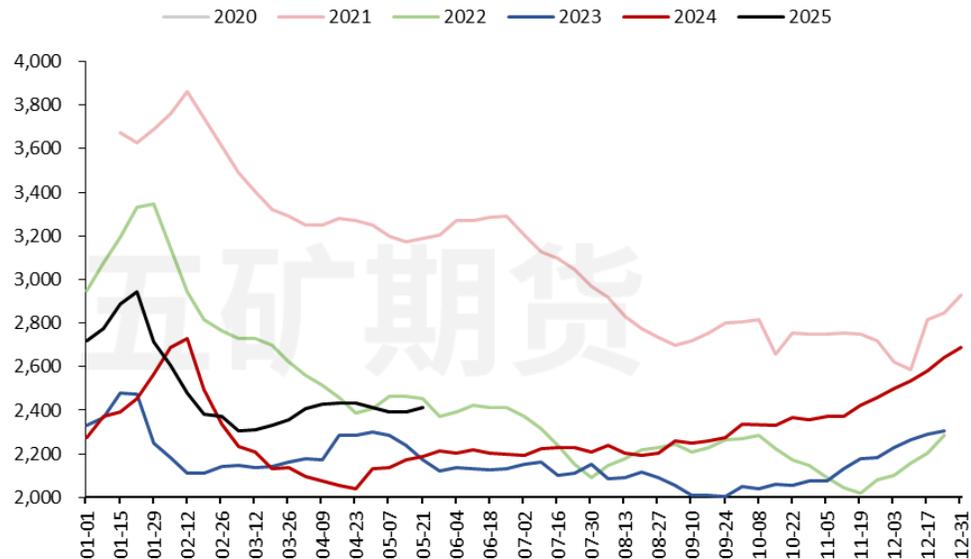
宽松格局下，炼焦煤库存持续处于同期相对高位

图54：炼焦煤分项库存情况（万吨）



资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

图55：炼焦煤总库存处于同期高位（万吨）

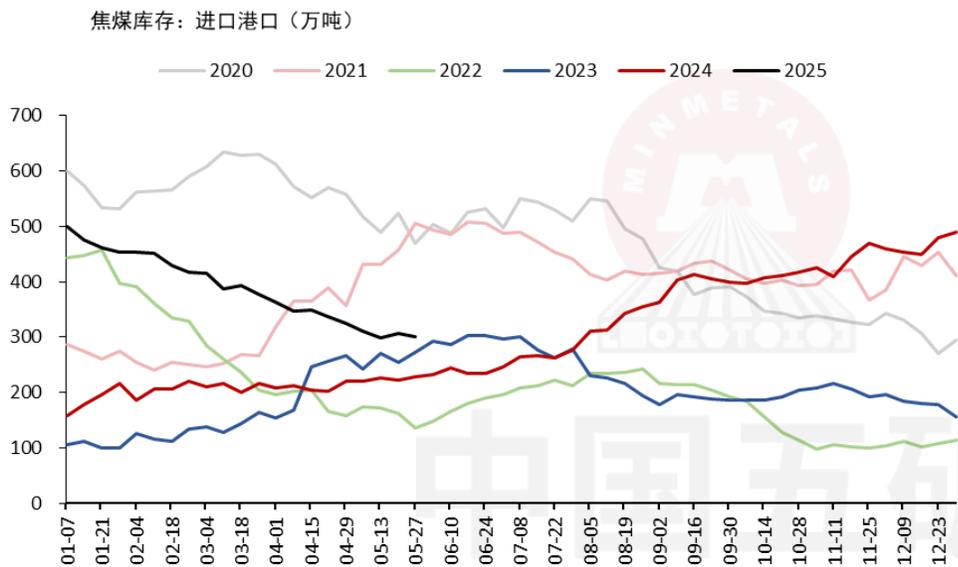


资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

炼焦煤总库存（不含口岸）持续处于过去几年同期高位水平。

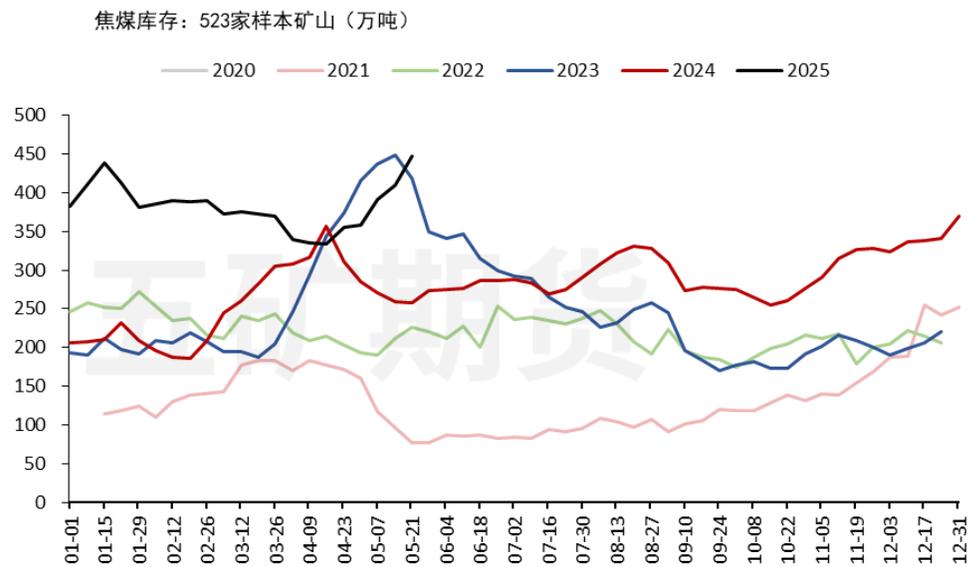
焦煤库存压力集中在上游，尤其矿山端库存压力显著

图56：炼焦煤港口库存处在过去三年高位水平（万吨）



资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

图57：炼焦煤矿山库存显著高于同期（万吨）

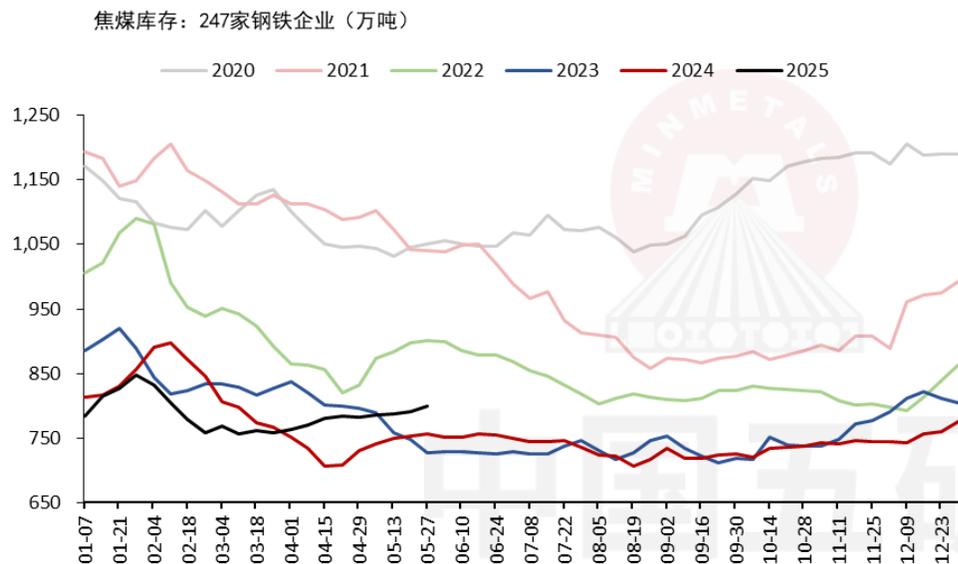


资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

供给宽松背景下，下游需求及采购意愿降低，炼焦煤库存压力主要集中在上游，尤其矿山端库存压力显著。

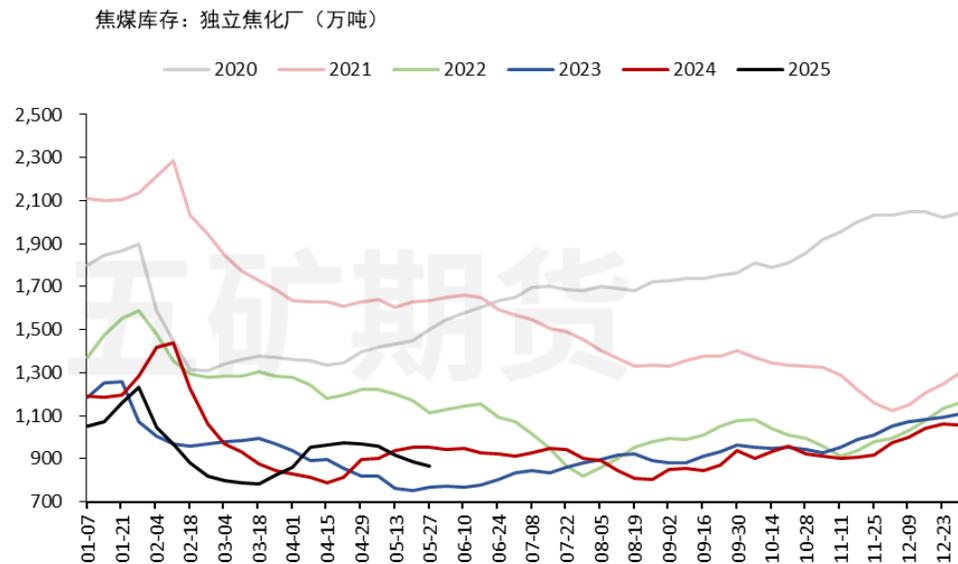
下游对原材料采购维持谨慎态度，库存维持在相对低位水平

图58：钢厂炼焦煤库存处于历史低位水平，维持低库存经营（万吨）



资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

图59：独立焦化厂库存处于同期相对低位水平（万吨）

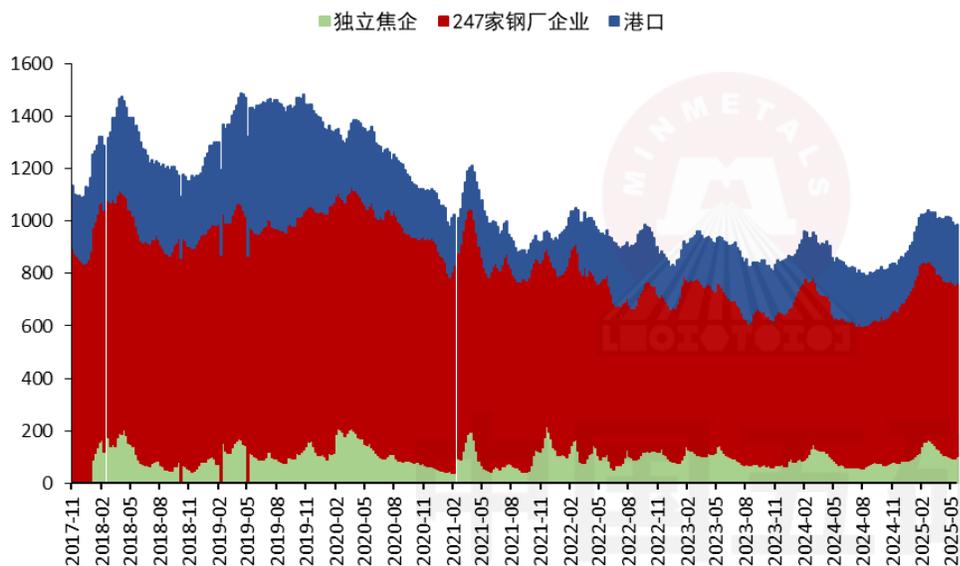


资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

下游炼焦煤库存处于相对低位水平，对于炼焦煤采购持相对谨慎态度。

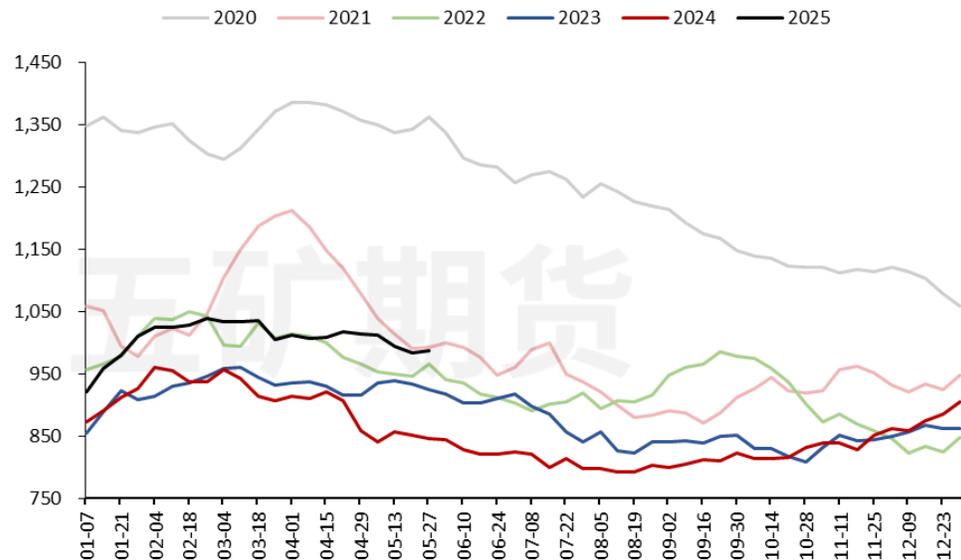
焦炭整体相对宽松，库存处于过去五年相对高位水平

图60：焦炭库存分项情况（万吨）



资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

图61：焦炭库存处在过去五年同期高位水平（万吨）

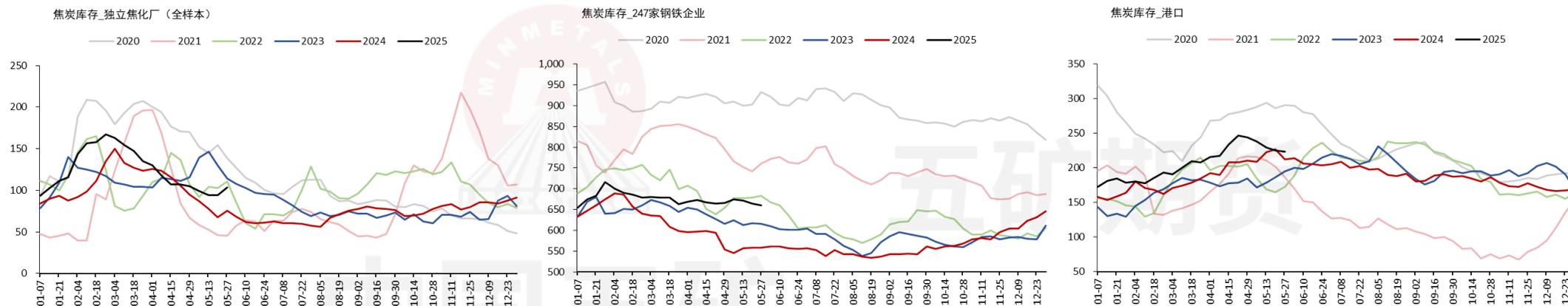


资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

焦炭整体相对宽松，库存处于过去五年相对高位水平。

焦炭整体相对宽松，库存处于过去五年相对高位水平

图62：焦炭各环节库存均处于过去几年同期相对高位水平，呈现宽松态势（万吨）



资料来源：汾渭、五矿期货研究中心

06

行情展望

黑色板块存在一次由需求向下回补带动的价格快速走低行情

展望2025年下半年，我们认为黑色板块存在一次由需求向下回补（建材端需求在淡季的继续走弱以及板材端受出口影响的向下回落）带动的价格快速走低行情，但在品种表现上或存在差异，时间窗口或出现在6-7月份的淡季窗口期间。前期受需求“韧性”保护的成材以及铁矿或将出现更大的跌幅，而盘面已经将现实宽松以及下半年悲观预期打入盘面，走出向下加速的双焦，尤其是出现急加速的焦煤，继续向下的跌幅或相对有限。届时，盘面或呈现出成材、铁矿补跌，双焦震荡向下，逐步探底、筑底的情形（焦炭价格相对于焦煤存在一定向下回补的需求）。

黑色板块后续存在的向下风险的释放，我们认为是相对具备确定性的（当下或已在逐步酝酿）。至于经历风险释放后，黑色板块能否出现一轮向上的价格反弹，或由政策预期带动，或由需求阶段性回升带动（修复性），我们目前无法给出确切的回复，需要结合当时市场具体情况进行分析。

至于双焦价格何时能够触底？对此，我们认为盘面估值，尤其是焦煤，已经十分接近底部（焦炭或仍存在向下补跌可能），但考虑资金情绪释放所带来的冲击，具体的低点仍未可知（取决于资金实力）。双焦价格向上反弹的驱动，我们暂时未观察到相关迹象，除非出现煤矿端的控产政策（如安全监察、环保、限制煤炭进口等），否则短期内价格或仍将呈现弱势状态，但不排除价格继续加速下跌之后大幅减仓所带动的阶段性急反行情。

供给预期维持宽松、需求存在显著下滑风险背景下价格或继续寻底

图63：预计焦煤价格短期跌势延续，价格或最终向下考验600-640元/吨区间重要支撑区间（元/吨）



资料来源：文华财经、五矿期货研究中心

具体到品种盘面价格角度，在年初的报告中，我们认为焦煤价格有望向下测试930-1030元/吨区间支撑，实际盘面价格较我们预期的要更加疲弱（供给的超预期宽松，以及资金的空配选择），价格向下击穿我们认为的强支撑，并一路跌至最低710.5元/吨。基于当下价格向下的强趋势，以及焦煤供给预期仍旧宽松、需求存在显著下滑风险的基本面情况，我们认为跌势或仍未结束，下半年价格或最终继续向下考验600-640元/吨区间。若期间煤炭供应端出现诸如安监、环保以及限制进口等控产政策，价格向上反弹的重要压力位在930-1030元/吨。

供给预期维持宽松、需求存在显著下滑风险背景下价格或继续寻底

图64：预计焦炭价格短期跟随焦煤继续探底，1100元/吨区间附近存在较强支撑（元/吨）



资料来源：文华财经、五矿期货研究中心

焦炭方面，我们在年初报告中预测其底部支撑在于1330-1470元/吨，实际受焦煤超预期弱势带动，价格向下跌破重要支撑水平。按照焦煤预期最终向下考验600-640元/吨区间来看，折合焦炭底部支撑在870-900元/吨附近，但考虑焦化企业产量调控的灵活性远高于煤炭端，盘面预计将给予一定的溢价水平，1100元/吨附近或是价格下方的重要支撑水平。

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

产融服务专家 财富管理平台

网址 www.wkqh.cn

全国统一客服热线 400-888-5398

总部地址 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务



官方微博