



黑色产业链展望

2025 年度报告



弘业期货股份有限公司
HOLLY FUTURES CO., LTD.

金融研究院黑色年报

导读：2024 年钢材需求分化，螺纹钢低迷，热卷受制造业和出口支撑相对强劲。预计 2025 年宏观政策趋宽松，制造业提振延续，但房地产疲弱及关税政策压制需求，钢价重心或下移。

铁矿石 2024 年价格重心下移，供需博弈贯穿全年，预计 2025 年供需格局宽松，高质量制造业成需求亮点，但价格波动仍存政策与外矿扰动风险。

煤炭市场 2024 年震荡下行，供需反复调整，2025 年宽松格局或将延续，焦煤进口高位，焦炭产能释放，价格或进一步下探。制造业或将取代房地产成为钢材消费支柱。

铁矿石分析师：周贵升

执业证书号：F3036194

投资咨询号：Z0015986

邮箱：zhouguisheng@ftol.com.cn

螺纹钢、热卷分析师：段怡雯

执业证书号：F03131526

邮箱：duanyiwen@ftol.com.cn

焦煤、焦炭助理研究员：赵立言

从业资格证：F03142721

邮箱：zhaoliyan@ftol.com.cn



内容速览

钢材 2024 年钢材需求结构分化，螺纹钢需求同比往年处于低位，钢厂利润不佳，供给受到需求的影响同比低位。热卷需求受到制造业和出口的支撑强于螺纹。2025 年宏观政策转向更加宽松，政策对制造业的提振仍将维持，但关税政策影响板材需求。房地产长期疲弱，政策刺激的效果需要验证，叠加原料端供应宽松，成本难以支撑，钢价重心或将下移。

铁矿石 2024 年铁矿石价格重心下移，呈现螺旋式下跌走势，主要因供应扰动较少，行情围绕弱现实与强政策博弈展开。展望 2025 年，供应端预计保持小幅增长，但随价格波动可能出现国产矿及非主流矿的减量调整，整体供应变化较为平稳。需求端矛盾仍集中在房地产疲软的背景下，制造业和出口成为主要增量来源，高质量发展行业如汽车、新能源、机械等领域的表现将对需求起决定性作用。总体来看，2025 年铁矿石供需结构宽松，价格运行预计以震荡为主，但需警惕宏观政策、外矿扰动及需求端变化带来的潜在风险。

煤炭 2024 年双焦期货市场震荡下行，全年价格走势分为多个阶段，呈现出供需失衡反复调整的特点。一季度供需双弱拖累价格，二季度需求短期改善支撑价格反弹，三季度高温季供需双弱再度压制盘面，四季度则在需求转弱和供应压力增加下接近全年低点。展望 2025 年，双焦市场供需格局或延续宽松态势，价格预计继续下移。供给方面，焦煤进口量保持高位，而焦炭新增产能释放叠加出口回落，将令供应整体充裕。需求端，尽管政策倾向宽松，房地产与基建提振作用预计有限，国内钢铁需求增量空间较小。同时，海外制造业需求放缓将削弱钢材出口动力，钢厂原料采购或维持刚需水平。



目录

第一部分 螺纹钢、热卷.....	3
一、行情回顾	3
二、2024 年钢材市场	4
1.宏观方面	4
2.原料方面	5
(1) 铁矿石供应充足	5
(2) 焦煤焦炭供应稳定	5
3.供应方面	6
(1) 钢材产量	7
(2) 国外粗钢供应维持	8
4.需求方面	8
(1) 房地产：提出止跌回稳政策	8
(2) 基建稳中有增，未来将继续化债	9
(3) 制造业维持增长	10
(4) 钢材出口仍有优势支撑	12
三、2025 年展望	12
第二部分 铁矿石	14
一、2024 年行情回顾	14
二、重要影响因素分析	15
1.供应平稳增加，非主流矿增量	15
(1) 进口矿供应	15
(2) 国产矿供应	17
2.铁水表现弱势，矿石维持刚需	18
3.港口库存维持高位，钢厂库存低位	20
(1) 港口库存	20
(2) 钢厂库存	21
三、后市展望	21
第三部分 焦煤、焦炭	23
一、年度行情回顾	23
二、焦煤供给分析	24
1. 国内焦煤供给	25
2. 进口焦煤供给	26
三、焦炭供给分析	28
四、双焦需求展望	30
1. 焦炭出口需求	30
2. 双焦国内需求	31
五、双焦库存分析	33
1. 焦煤库存	33
2. 焦炭库存	34
六、总结与展望	36
分析师声明	37
免责声明	37

第一部分 螺纹钢、热卷

一、行情回顾

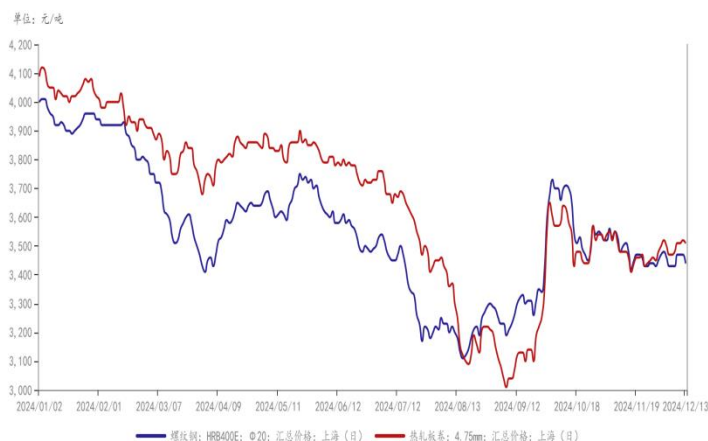
回顾 2024 年钢材市场走势，价格先高后低，整体处于震荡下行格局。

图 1：螺纹钢，热轧卷板收盘价



数据来源：Wind

图 2：螺纹钢，热轧卷板现货价格



2024 年 1 月，随着钢厂高炉检修结束，高炉开工率小幅上升，铁水产量反弹。由于受到气候影响，钢厂亏损减产增多，钢厂产量上升后回落，同比处于低位，下游施工逐渐结束需求加快下降，市场成交延续下降趋势，需求进入传统淡季，钢价高位回落。1 月下旬宏观政策利好，房地产政策放松，市场情绪好转，强预期推动价格上行。2 月由于春节假期影响，钢厂生产利润收缩，供需矛盾累积，负反馈情况下原料端走弱，钢价震荡下跌，节后需求恢复不及预期，虽有政策刺激地产仍然低迷。3 月价格震荡下行钢厂生产利润不佳，复产不及预期，铁水产量下降，螺纹向热卷转产，产量维持低位，库存小幅回落，下游终端延续下滑走势。

二季度，4 月钢价反弹回升，基本面开始季节性好转，市场情绪受到提振，需求方面有所改善，工地资金到位率显著提升，建材消费强于板材，钢厂利润回升，钢厂高炉复产，原料需求上升，螺纹产量同比仍在低位，库存有所去化。原料价格反弹上涨以及供需好转带动钢材价格回升。5 月钢价上涨，由于宏观方面新增专项债发行和地产政策出台利好，市场情绪好转，给予钢价支撑。前期旺季需求改善，钢厂生产积极性提升，产量环比增加。品种间板材需求韧性较好，建材需求环比下降。库存维持去化，板材库存压力较大。宏观影响因素较大驱动钢价上行。6 月钢厂盈利率环比下降，螺纹热卷产量环比增加，样本建筑工地资金到位率环比下降，建筑钢材需求疲软，螺纹库存累积。



7 月钢价受产业主导大幅下行。预期与现实相互博弈，需求旺季转向淡季，钢价承压下行，钢厂盈利下降，钢厂开始减产，螺纹产量同比处于低位，库存有所去化，而热卷产量较高，需求同样转弱，造成库存压力较大。螺纹新旧国标更替使现货市场有抛压担忧。8 月份，钢价先跌后涨，震荡运行。上旬价格由基本面主导，由于淡季需求下滑，高炉和电炉开工率大幅下降至年内低位，钢厂减产力度扩大，螺纹供应收缩。热卷供需矛盾加深，库存维持高位，价格受到抑制。下旬海外降息预期和国内利好政策提振市场情绪，钢价反弹。9 月开始传统消费旺季，钢材产量回升，需求有所改善但不及预期，9 月下旬出台一揽子政策，下调 7 天逆回购操作利率；下调存量房贷利率等；地产相关政策进一步放松，提出“促进房地产市场止跌回稳”。螺纹钢长流程产量小幅增加，但仍在绝对低位水平。市场信心受到宏观政策提振，钢材价格大幅反弹，价格重心上移，随后开始震荡走势。10 月市场情绪渐弱，价格有所回落。由于政策传递至实体端具有时滞性，宏观利好驱动减弱，产业回归现实。前期钢厂利润改善，复产积极性提升，供给压力增加，但钢材需求增幅有限，库存延续去化。

11 月，政策进入真空期，产业供需矛盾有限，自身驱动不足，由于逐渐进入淡季，需求下降钢厂利润减少，同时成本下行，钢材供应收缩但降幅较小，库存维持去化，市场博弈冬储逻辑，钢价震荡。

二、2024 年钢材市场

1.宏观方面

2024 年 11 月，美国大选落地，美国共和党总统候选人特朗普宣布赢得总统选举。其主要经济政策方向为对外加税、对内减税、减少移民、提高传统能源供给控制通胀等。关税方面，提出增加幅度达到 10%-20%全面关税的可能性，但需要国会两院批准，有一定难度。提出针对性关税，减少对特定国家进口依赖，征税幅度有较大不确定性。货币政策方面，市场比较关注特朗普的政策是否会对降息路径产生扰动。能源方面，提出放宽监管提高传统能源的供给。特朗普政策将主要影响制造业出口，为贸易环境带来不确定性；影响原油、天然气等能源价格；对美联储降息造成压力等。

美联储降息

2024 年年初首次会议至 6 月会议维持利率不变，但由于美国经济数据存在走弱压力，9 月美联储在第 6 次会议宣布大幅降息 50BP。在 11 月的会议中美联储继续降息 25BP，符合市场

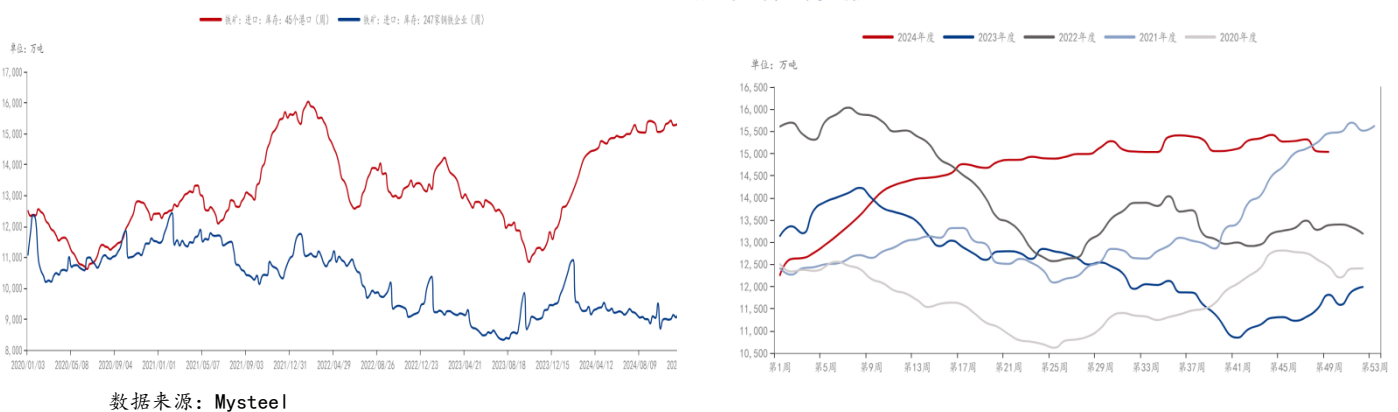
预期。美国经济活动有所扩张，失业率仍有上升，通胀在持续回落。在美国未来政策和经济数据不确定的背景下，降息可能会更加灵活。美联储降息的理由主要为：

- (1) 目前阶段政策利率仍属于限制性水平，进一步正常化比较合理。
- (2) 就业市场弱化。
- (3) 通胀总体回落趋势不变。

2.原料方面

(1) 铁矿石供应充足

图 3：铁矿石进口情况



数据来源：Mysteel

截至 2024 年 11 月，铁矿石进口量 11.24 亿吨，同比增长 4.2%。外矿发运方面，2024 年铁矿石供应量相对宽松，澳洲和巴西矿石的发运量有所增长，非主流矿山产量有所波动。

根据四大矿山报告，2025 年其仍有扩产计划，其中淡水河谷为主要产能释放增量，包括 S11D、卡帕内马（Capanema）项目以及 VGR 1 项目，预计新增产能释放约 5000 万吨，上调产量目标至 3.23 亿-3.30 亿吨。力拓的西坡项目（WesternRange）和西芒杜项目（Simandou）预计陆续释放 2450 万-4900 万吨产能。FMG2025 财年的发运目标指导量为 1.9 亿-2 亿吨。必和必拓主要的扩张计划为南坡项目（South Flank），2025 财年铁矿石产量指导目标为 2.82 亿-2.94 亿吨。2025 年铁矿石供应预计较宽松。

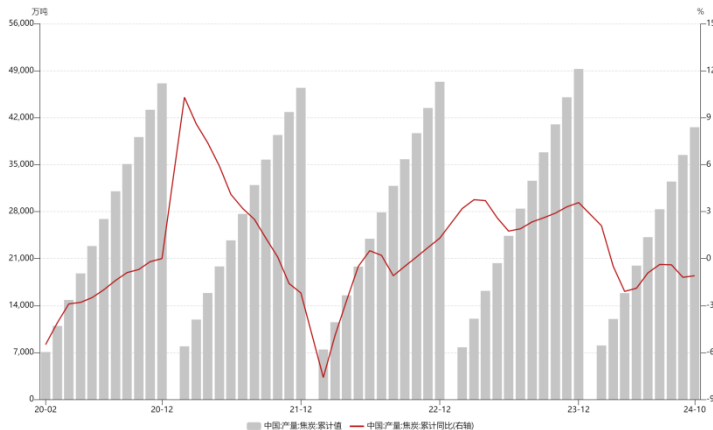
(2) 焦煤焦炭供应稳定

2024 年，焦炭供应整体保持稳定，月度产量波动。根据国家统计局数据显示，1-10 月焦炭产量 40570.8 万吨，同比下降 1.1%。2024 年，焦企利润整体在盈亏线徘徊，一季度焦炭库存高位价格下降，钢厂主动降库，9 月，受宏观利好刺激钢价上涨，港口和钢厂库存增加，但整体库存同比低位。钢联数据显示，焦企和独立焦化厂焦炭库存全年同比处于低位，截至

11 月 29 日，焦企库存 603.82 万吨，独立焦化厂库存 44.17 万吨。截至 11 月 29 日，焦炭港口库存 172.22 万吨，港口库存全年波动较小。截至 2024 年 11 月，预计 2024 年淘汰焦化产能 1555 万吨，新增 2637.5 万吨，净新增 1083 万吨，预计 2025 年新增焦化产能 1049 万吨，产能较为过剩。

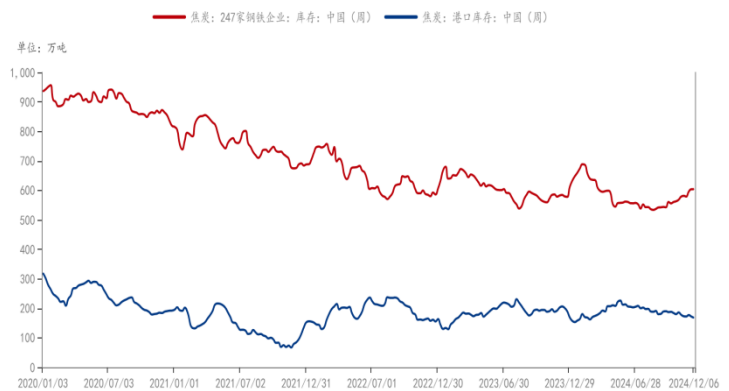
焦煤方面，国内焦煤产量较稳定，进口焦煤仍以蒙煤和俄煤为主，预计 2025 年焦煤进口维持高位。

图 4：焦炭产量累计



数据来源：Mysteel, Wind

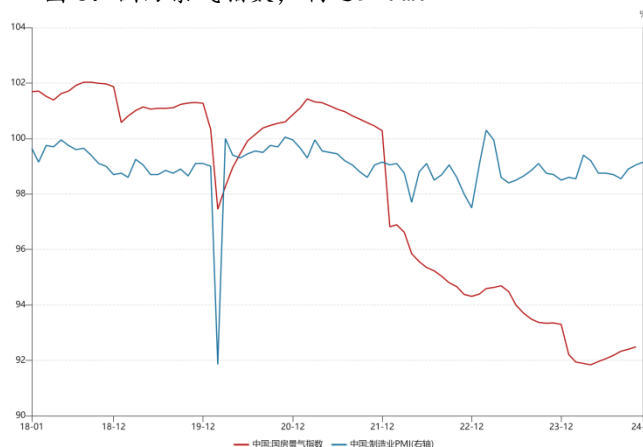
图 5：焦炭库存情况



3.供应方面

根据最新公布的数据，中国 11 月制造业 PMI 为 50.3%，比 10 月上升 0.2 个百分点，并连续 3 个月上升，制造业 PMI 的回升表明景气水平有所改善。从分类指数来看，生产指数为 52.4%，环比上升 0.4，新订单指数环比上升 0.8 个百分点至 50.8%，制造业处于扩张中；原材料购进价格指数和出场价格指数环比下降 3.6%至 49.8%和 2.2%至 47.7%，下游产品价格回落体现需求仍有不足。中国房地产指数方面，1-4 月处于下降走势，从 5 月开始反弹后再次回落，9 月受到宏观政策提振后景气程度上升。

图 6：国房景气指数，制造业 PMI



数据来源：Wind

图 7：螺纹钢，热轧，冷轧产量

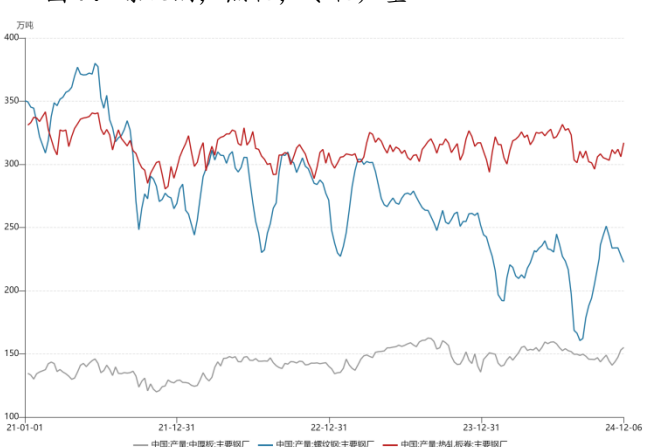
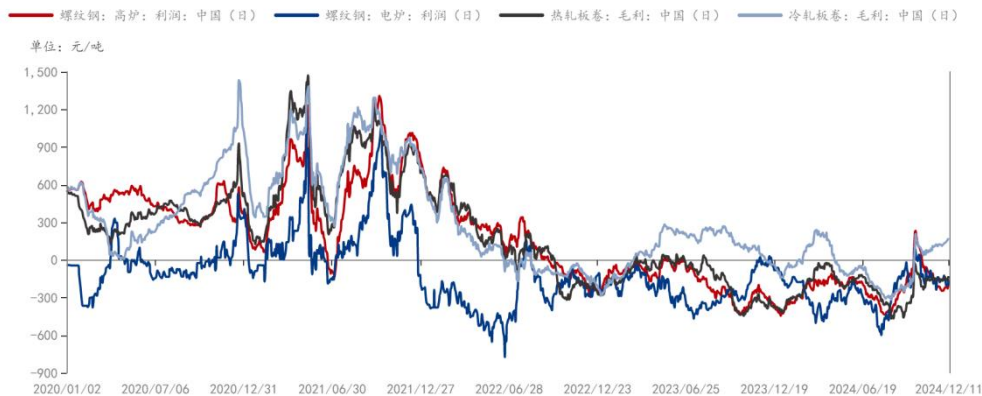


图 8：螺纹钢，热轧，冷轧利润



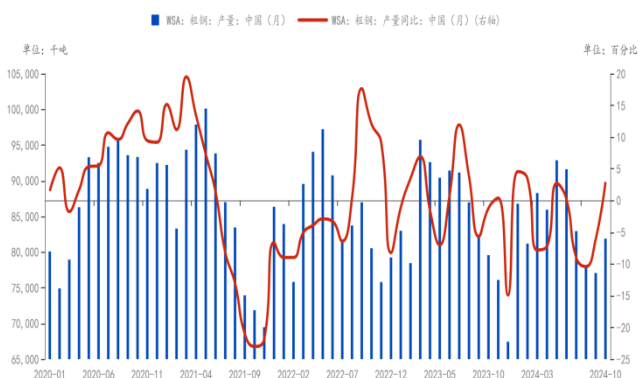
数据来源: Mysteel

从钢材品种的利润来看，2024 年钢材利润整体偏弱，冷轧板卷全年利润较高，对板材价格有支撑作用。年初，为了扩大内需，国内出台了大规模设备更新和消费品以旧换新政策，与装备制造制造业，消费制造业等直接相关，提振了下游消费品需求，支撑板材需求。

(1) 钢材产量

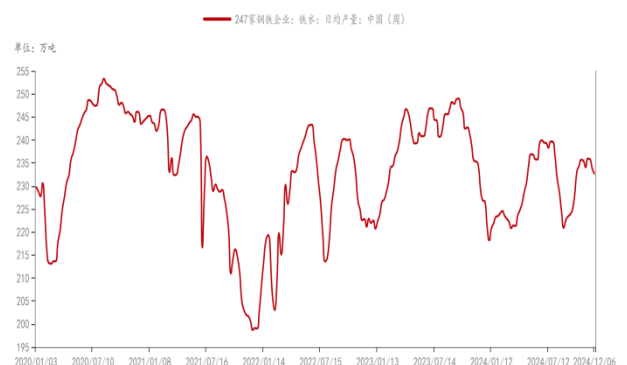
2024 年钢厂利润下滑，钢厂生产积极性下滑，钢材产量回落。根据 WSA 统计显示，2024 年 1-10 月中国粗钢产量 8.46 亿吨，同比 2023 年下降 2494 万吨，跌幅达到 2.86%。1-10 月中国生铁产量为 7.15 亿吨，同比下降 4%。1-10 月，钢材产量为 11.65 亿吨，同比增长 0.5%。根据钢联数据显示，铁水产量在 6-7 月达到年内高位，截至 11 月 29 日，日均铁水产量 232.61 万吨，1-11 月铁水产量同比下降 4.33%。2024 年螺纹钢产量整体同比处于低位，1-11 月累计产量为 1.05 亿吨，同比下降 18.72%，八月产量大幅下降，随后旺季产量回升但同比处于低位，热卷产量强于螺纹钢。热轧卷板产量 1.51 亿吨，同比上升 0.85%。热卷产量强于螺纹钢产量。

图 9：粗钢产量，粗钢产量同比



数据来源: Mysteel

图 10：铁水产量



(2) 国外粗钢供应维持

从国外粗钢产量来看，根据世界钢铁协会数据，截至 2024 年 9 月，印度粗钢产量为 110.3 百万吨，同比增长 5.8%，仍然维持高增长。日本，美国以及俄罗斯粗钢产量分别为 63.3 百万吨，60.3 百万吨，54 百万吨，同比减少 3.2%，1.6%和 5.5%。

4.需求方面

2024 年 1-11 月，螺纹钢消费量为 1.05 亿吨，同比下降 17.86%。热轧板卷消费量 1.5 亿吨，同比增长 1.2%。螺纹钢表观消费量同比往年处于低位，热卷需求较强。钢材下游需求主要依靠房地产，基建和制造业。

图 11：螺纹钢消费量

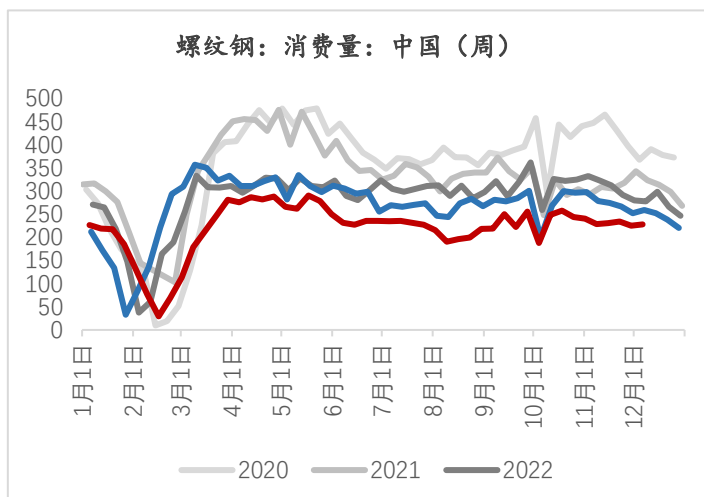
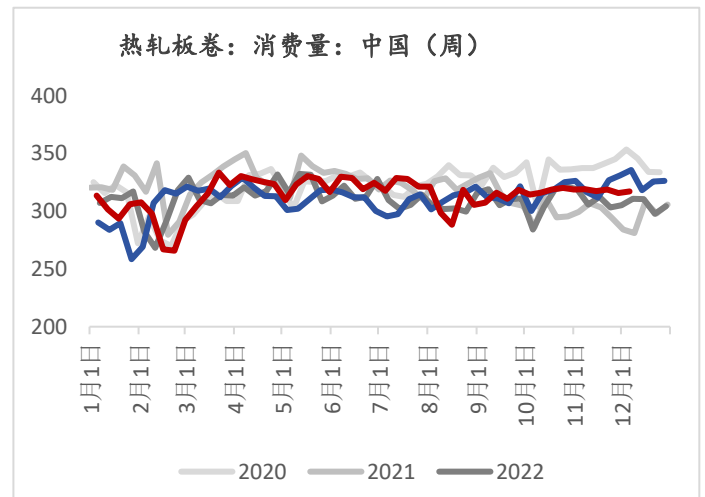


图 12：热轧板卷消费量



数据来源：Mysteel

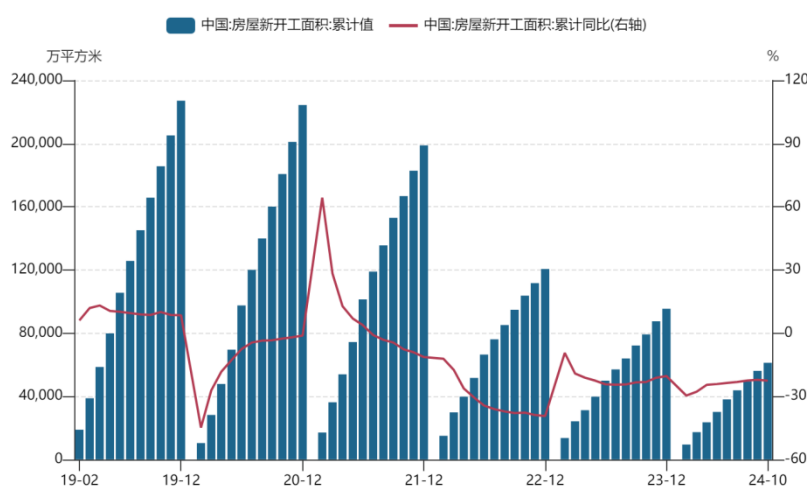
(1) 房地产：提出止跌回稳政策

从 2024 年的房产数据上看，房地产表现较低迷，截至 10 月，全国房地产开发投资 86309 亿元，同比下降 10.3%；房屋新开工面积累计 61227 万平方米，同比下降 22.6%；房地产开发企业房屋施工面积 720660 万平方米，同比下降 12.4%；房屋竣工面积 41995 万平方米，同比下降 23.9%。

根据国家统计局数据显示，新建商品房销售面积 77930 万平方米，同比下降 15.8%；新建商品房销售额 76855 亿元，同比下降 20.9%。

2024 年 9 月政治局会议首次提出促进房地产止跌回稳，国家统计局数据显示，10 月份全国房地产销售面积和销售额降幅环比收窄，政策效果显著，房地产景气程度提升。四季度，政策力度继续加大，包括调整或取消各类限制性措施如限购、限售、限价、普通住宅和非普通住宅标准；降低住房公积金贷款利率和首付比例，降低存量贷款利率和“卖旧买新”换购住房税费的负担，通过这些政策来降低居民的购房成本，支持居民刚性和改善性住房需求；另外通过货币化安置等方式新增实施 100 万套城中村和危旧房改造和将“白名单”项目的信贷规模增加到 4 万亿。

图十三：房屋新开工面积累计，房屋新开工面积同比

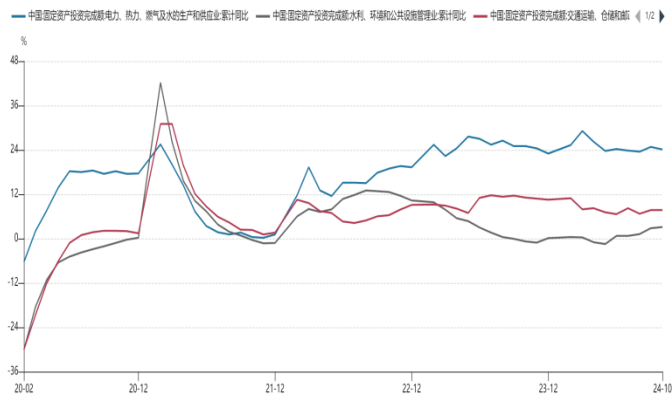


数据来源：Wind

（2）基建稳中有增，未来将继续化债

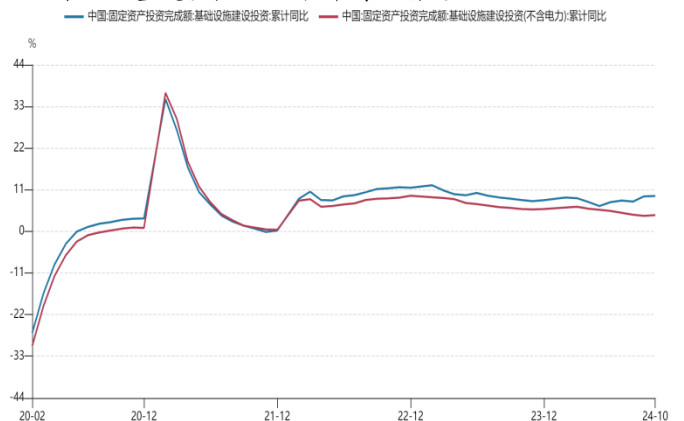
2024 年，广义基建投资和狭义基建投资增速情况出现了分化。根据最新数据，2024 年 10 月中国固定资产投资完成额中基础设施投资累计值为 200,792.9525 亿人民币元，中国基础设施投资保持增长态势，反映政府在基建领域的持续投入。2024 年 1-10 月广义基建投资同比增长 9.35%，狭义基建投资同比增长 4.3%。分季度来看，基建投资增速呈现出先降后升格局。一季度和二季度增速相对平稳，四季度增速在政策支持和资金到位的推动下回升。从政府债券发行情况来看，1-10 月，全国发行新增地方政府债券 4.57 万亿元，其中专项债券 3.91 万亿元，专项债的占比有所增加。在 9 月出台的增量政策中，大规模化债是核心举措之一，12 月的会议中提出实施更加积极的财政政策，预计明年增加专项债发行规模可能达到 4.5 万亿元以上。2025 年将新增 4 个专项债投资领域，包括支持收购存量商品房，支持盘活存量闲置土地，支持前瞻性、战略性新兴产业基础设施，支持有收益的老旧街区（老旧厂区）改造等城市更新项目。

图 14：基础设施建设累计同比增速



数据来源：Mysteel

图 15：基建重点项目累计同比增速



(3) 制造业维持增长

2024 年初，中国出台“两新”政策，以此推动大规模设备更新和消费品以旧换新。以旧换新政策带动汽车和家电方面的消费，下游需求的增长拉动产量回升，汽车用钢和家电用钢的需求增加，热轧板卷等板材消费受到支撑。由于钢材消费结构受到了分化，钢厂将长材的生产转向板材。

汽车方面，截至 2024 年 10 月，汽车产量 2466.07 万辆，同比增长 1.9%，销量为 2462.4 万辆，同比增长 2.7%。其中新能源汽车产销分别为 146.3 万辆和 143 万辆，分别同比增长 48% 和 49.6%。汽车产销增速同比下降，国内汽车需求主要以新能源车替代传统燃油汽车需求为主。出口方面，1-10 月新能源汽车出口 87.8 万辆，同比增长 10.1%，虽然出口同比保持正增长，但增速有所下降。

图 16：汽车产销



数据来源：Mysteel

图 17：汽车出口量



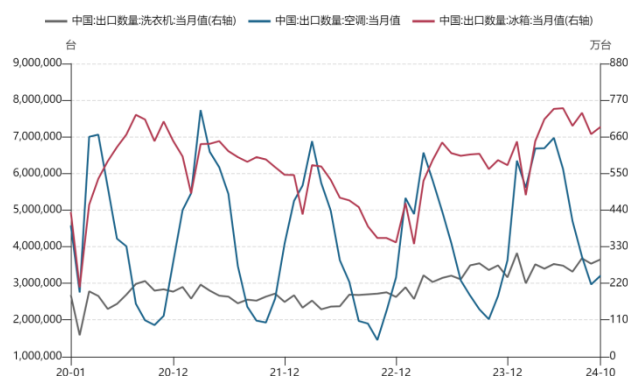
家电方面，今年家电内外销有所修复。1-10 月中国空调、家用冰箱、洗衣机、彩电产量分别为 22480.89 万台、8727.56 万台、9345.49 万台、6759.4 万台，同比增长 8.4%、8.5%、6.7%、2.7%。1-10 月家电累计出口 37.21 亿台，同比增长 22.2%，分类来看，1-10 月空调出口 5304 万台，同比增长 27.2%；冰箱出口 6,761 万台，同比增长 21.9%；洗衣机出口 2741 万台，同比增长 15.9%；电视出口 9,116 万台，同比增长 10.0%，出口情况相对乐观。10 月空调，冰箱，洗衣机内销同比增速分别为正 24%、9%、17%。以旧换新政策比较显著，但已经过一年多时间的家电出口或将进入高景气周期尾声，2025 年的国外关税和贸易政策存在不确定性，出口增速或将放缓。

图 18：空调，冰箱，洗衣机产量



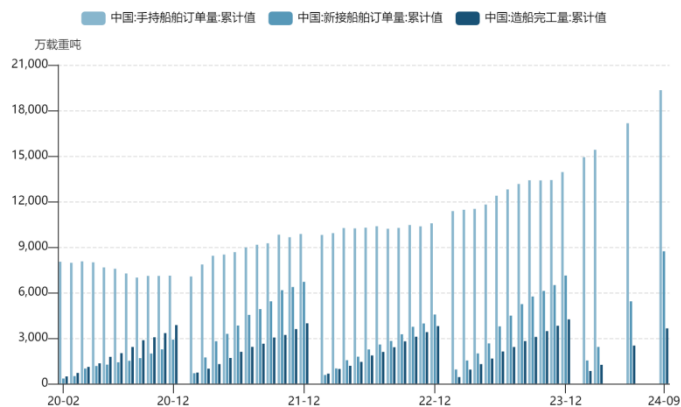
数据来源：Wind

图 19：空调，冰箱，洗衣机出口量



造船业方面，景气程度继续上行。根据工业和信息化部数据显示，1-9 月全国造船完工量 3634 万载重吨，同比增长 18.2%；手持订单量 19330 万载重吨，同比上升 44.3%；新接订单量 8711 万载重吨，同比增长 51.9%。2024 年中国造船业市场份额占比同比继续增加表示在国际市场中国造船业的地位不断巩固，市场需求持续提升显示出市场竞争力加强。

图 20：手持船舶订单量，新接订单量，造船完工量

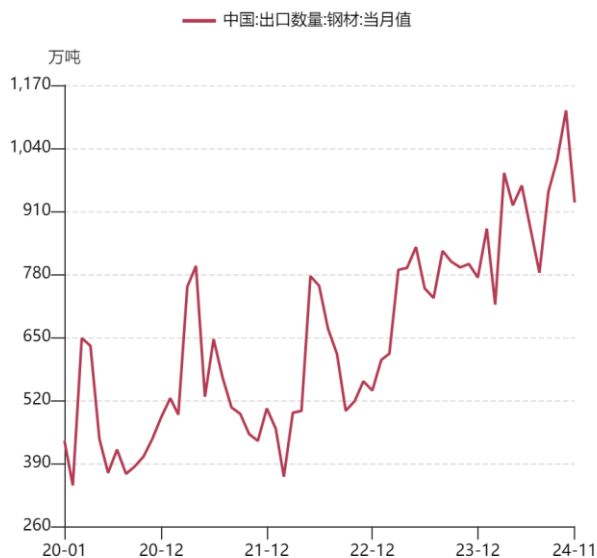


数据来源：Wind

(4) 钢材出口仍有优势支撑

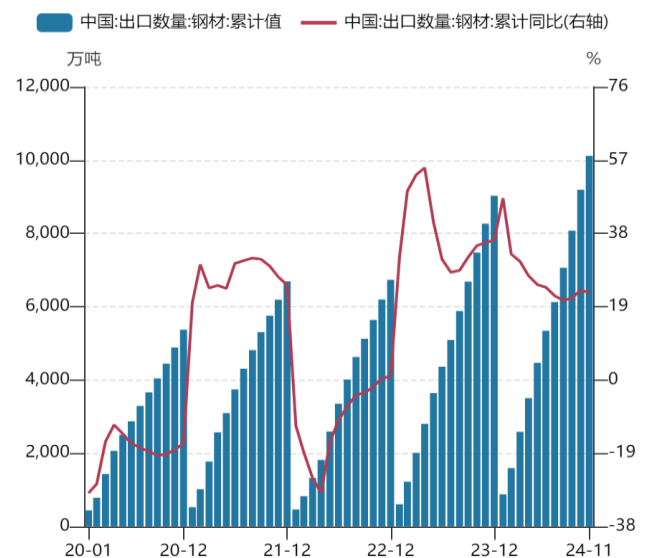
由于我国钢材出口价格有明显优势，市场竞争力较强，钢材的出口量不断提升。10 月，中国出口钢材 1118.2 万吨，环比增加 102.9 万吨，增长 10.1%；1-10 月累计出口钢材 9189.3 万吨，同比增加 1736.1 万吨，同比增长 23.3%，出口的增量弥补了内部需求的下滑。我国钢材出口量分国别来看，前十大出口国分别为越南、韩国、泰国、菲律宾、阿联酋，印尼、沙特、土耳其、巴西、印度，对欧盟和欧亚区域出口保持相对稳定，对南部非洲关税同盟出口量有增长。据钢联统计，2024 年多国对中国不同品种钢铁产品发起了反倾销、反补贴调查或裁决，因此 2025 年我国钢材出口量可能受到关税政策，反倾销政策以及贸易壁垒等问题影响下降，但我国钢材的成本和价格优势成为支撑。

图 21：钢材出口数量（当月值）



数据来源：Wind

图 22：钢材出口数量累计，钢材出口数量累计同比



三、2025 年展望

宏观方面，海外 2025 年特朗普当选美国总统大概率延续上一任任期内的内外政策，目前美国通胀回落过程虽有颠簸，但总体趋势不变。市场普遍认为美联储 12 月降息 25 个基点的概率较大。受关税政策、劳动力市场和能源价格的影响，未来其通胀压力存在不确定性。明年需要关注美联储关于通胀的表述，以及货币政策的选择。

2024 年 12 月的政治局会议强调实施更加积极有为的宏观政策,加强超常规逆周期调节,为 2025 年的政策奠定鲜明有力的基调；实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策；大力提振消费、扩大内需，提振消费；稳住楼市股市。这表明未来政策将进入新的周期，中



央财政有望继续加码。

供应方面，2024 年钢厂盈利不佳，建筑用钢需求下跌，螺纹钢产量同比低于往年，热轧受到制造业需求和出口的支撑需求增加，钢厂转产热轧板卷。由于钢铁产业长期产能过剩，利润受到压缩，建筑用钢需求依靠终端改善情况；板材需求仍有韧性，但需要关注明年关税政策变化情况。钢材产量预计跟随钢厂利润情况变化。

需求方面，钢材消费结构出现分化。受到政策提振，房地产出现回暖，但由于前期房地产持续下行周期较长，政策的实际效果等待验证。基建方面，预计 2025 年政府财政支持的基建资金延续交通运输等用钢强度高的基建支出逐渐减少，民生领域开支增加的趋势，基建方面用钢增量或有下降。制造业方面，主要受两新政策影响，家电，机械和船舶用钢量增加，2025 年以旧换新政策预计继续实施，预计为家电、汽车行业内需提供支撑带动用钢需求，海外需求维持韧性。

综合来看，明年需要关注宏观政策的落地情况和对需求的影响。另外需要关注钢厂利润边际变化是否会继续造成钢材品种间的变化。

由于原料端供应宽松，成本支撑比较有限，终端需求受政策落地效果影响，钢材价格承压，重心下移。2025 年预计钢材价格继续宽幅震荡格局，螺纹钢主力合约运行区间在 2800-3800 元/吨，热卷主力合约运行区间在 2750-3700 元/吨。

第二部分 铁矿石

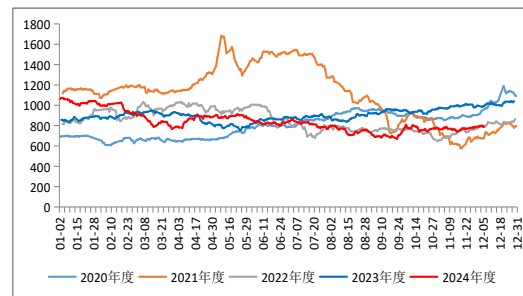
一、2024 年行情回顾

图 1：铁矿石主力合约（元/吨）



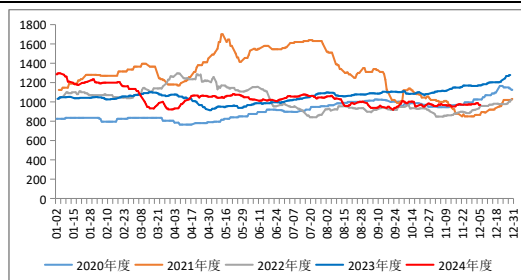
资料来源：文华财经

图 2：青岛港 62%PB 粉（元/吨）



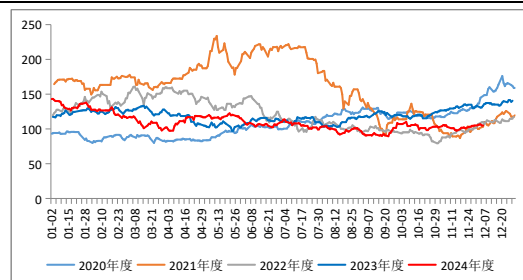
资料来源：mysteel

图 3：唐山 66%铁精粉（元/吨）



资料来源：mysteel

图 4：澳洲粉矿 62%远期价格指数（美元/干吨）



资料来源：mysteel

2024 年铁矿石价格呈现震荡回落、螺旋式下跌行情，期间有两波反弹，其余时间大多处于震荡下跌走势，反弹高点和下方支撑点位均有所回落，整体运行重心出现下移。回溯全年，供应稳定增加、需求不及预期和钢厂利润不佳成为压制矿价上方空间关键因素，而需求低位回升以及宏观政策刺激又成为托底下方的重要支撑。

年初，市场一度看好年内需求，钢厂积极补库，支撑矿价高位运行，但春节过后钢材需求恢复不及预期，负反馈下铁矿呈现快速下行趋势，主力合约最低跌至 692.8 元/吨，相比年初高位 932.4 元/吨跌幅达 25.7%。四月开始，由于美联储降息宏观环境好转叠加日均铁水产量低位快速回升，铁矿石价格超跌反弹，至五月下旬主力合约最高点接近 900 元/吨关口。但随后上证指数持续缩量下跌，海外环境恶化，宏观氛围再度转弱，在港口高库存压制下铁矿供需持续走弱，盘面维持震荡下跌走势。从五月下旬至九月下旬，近四个月时间铁矿由 894.2 元/吨跌至 651.4 元/吨，跌幅达 27.2%。九月末以来，国内宏观政策利好持续不断，经

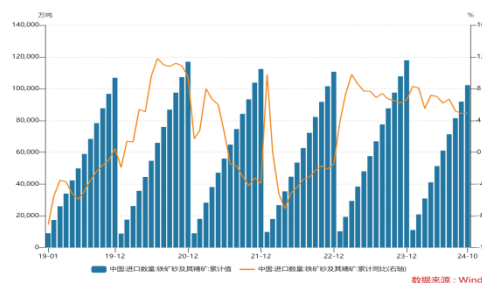
济刺激预期足，市场情绪明显好转，铁矿石价格出现强势上涨行情。十一月中旬以来，在冬储补库需求以及宏观利好预期支撑下，铁矿石价格维持震荡偏强运行。

二、重要影响因素分析

1. 供应平稳增加，非主流矿增量

(1) 进口矿供应

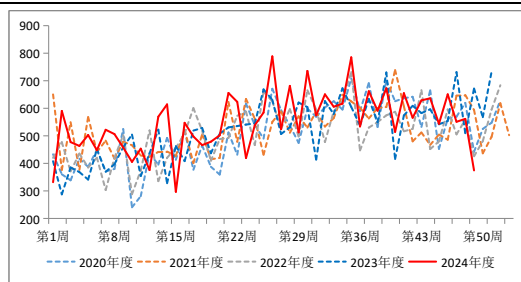
图 5：铁矿石进口量及同比



数据来源：wind

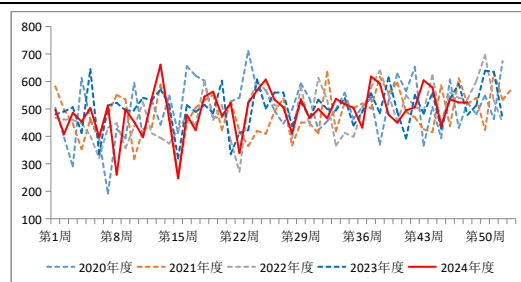
2024 年 1-10 月我国共进口铁矿 10.23 亿吨，同比增加 4669 万吨。具体来看，巴西矿进口量为 2.19 亿吨，同比增加 1986 万吨，澳大利亚矿进口量为 6.17 亿吨，同比几乎持平，小幅减少 11 万吨。印度矿进口量为 3294 万吨，同比增加 280 万吨，南非矿进口量为 3211 万吨，同比增加 176 万吨，其余地区矿进口量 1.22 亿吨，同比增加 2239 万吨。总体而言，今年巴西矿和非主流矿发运增量较为明显，澳洲方面由于上半年受安全事故以及飓风天气等因素扰动，上半年发运有所减量，但全年来看发运变化不大。

图 6：VALE 发货（万吨）



资料来源：mysteel

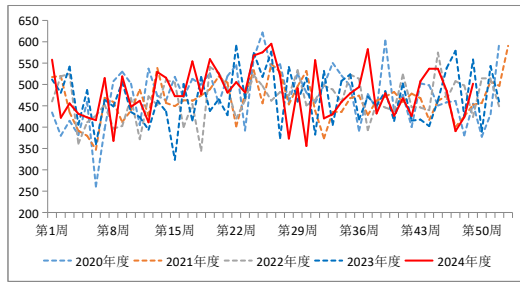
图 7：Rio Tinto-中国（万吨）



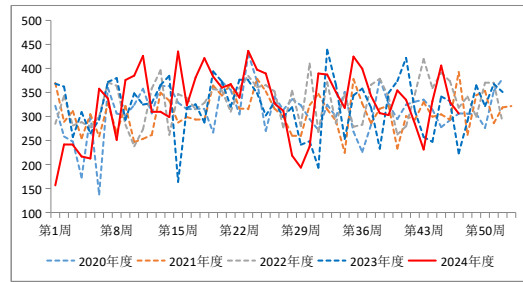
资料来源：mysteel

图 8：BHP-中国（万吨）

图 9：FMG-中国（万吨）



资料来源: mysteel



资料来源: mysteel

四大矿山方面，今年整体产量和发运保持稳定，突发事故以及天气影响相对可控，四大矿山基本能够稳定完成既定目标，对铁矿石供应格局起到了明显的稳定作用。

淡水河谷今年前三季度发运量达到 2.25 亿吨，同比增加 6.6%（增加 1490 万吨），产量达到 2.42 亿吨，同比增加 4.4%（增加 1060 万吨）。由于三季度产销延续较高水平，主要表现为 S11D、Itabira 和 Brucutu 的业绩改善，创 2019 年以来新高，因此将 2024 年目标产量上调至 3.23-3.3 亿吨。由于今年产量表现增量显著，且当前铁矿价格仍然承压，预计 2025 年将维持产量不变。

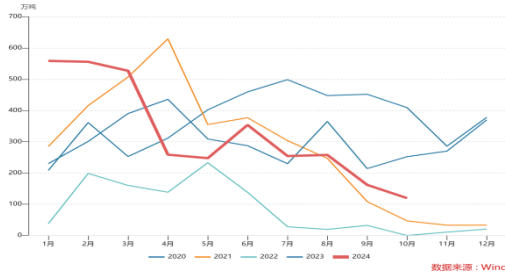
力拓今年前三季度发运量达到 2.43 亿吨，同比回落 1.1%（减少 270 万吨），产量达到 2.4 亿吨，同比回落 1.1%（减少 250 万吨），三季度产销小幅增加，但由于上半年产销不及预期，导致前三季度产销回落 300 万吨左右，四季度预计将延续季节性高发运。2024 财年目标发运量 3.23-3.38 亿吨，保持不变。2025 年力拓主要增量在西坡项目和西芒杜项目，力拓的西坡矿区已完成土方工程和矿山预处理工作，预计 2025 年投入生产并开始提产，西芒杜项目计划 2025 年底发运第一批铁矿石。预计 2025 年力拓产量提升 500 万吨左右。

必和必拓今年前三季度发运量达到 2.17 亿吨，同比增加 3.6%（增加 770 万吨），产量达到 2.16 亿吨，同比增加 3.8%（增加 820 万吨）。整体产销水平较好，2024 财年发运量在 2.88 亿吨，处于目标区间中值，维持 2025 财年铁矿石目标指导量 2.82-2.94 亿吨不变。Samarco 产量 130 万吨，同比增长 4%。由于 4 号球团厂提前恢复生产，产量有所增加，从而提高了性能。25 财年的生产指导保持不变，在 500 万至 550 万吨之间。整体来看，2025 年预计产量增量 400 万吨。

FMG 今年前三季度发运量达到 1.45 亿吨，同比增加 2.4%（增加 340 万吨），产量达到 1.41 亿吨，同比回落 0.8%（减少 110 万吨）。第三季度，也就是 25 财年开局铁矿石出货量创纪录达到 4770 万吨，其中包括铁桥的 160 万吨，铁桥项目预计在 2025 年第三季度达到 2200 万吨的年产能，2025 财年铁矿石出货量为 1.9-2 亿吨，其中铁桥贡献 500-900 万吨。预计 2025 年 FMG 增量 300 万吨左右。

综合以上，2024 年四大矿山发运有所分化，澳洲受安全事故和天气影响相对较多，力拓方面出现减量，淡水河谷表现亮眼。2025 年预计四大主流矿山增量约 1200 万吨左右。

图 10: 印度进口量



资料来源: wind

图 11: 南非进口量

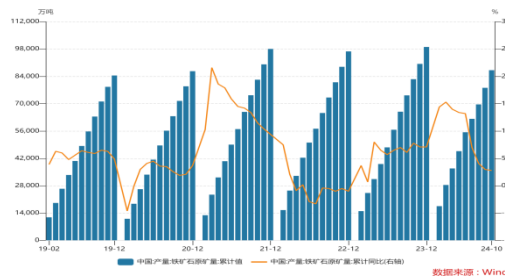


资料来源: wind

非主流矿今年增量显著，一季度因为铁矿价格高位、矿商利润较高叠加天气干扰较少，出口维持历史高位。一般而言，非主流矿发运跟随价格波动，下半年矿价回落明显，导致部分成本较高的印度等非主流矿出现发运减量，整体而言，得益于非主流矿山产能的增加，如 MRL 的 Onslow Iron 项目、宝武连同 MRL 开发的 Ashburton 项目、CSN 的扩展项目等，今年非主流供应增量明显。预计 2025 年产能仍将继续增加，后期继续关注各国对于铁矿出口的关税政策变动以及矿价下跌过后的影响。

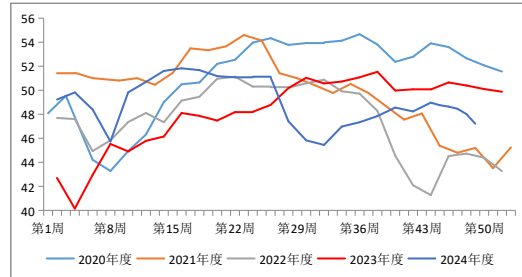
(2) 国产矿供应

图 12: 国产铁矿石累计产量及同比



资料来源: wind, 国家统计局

图 13: 363 座矿山日均铁精粉产量 (万吨)



资料来源: mysteel

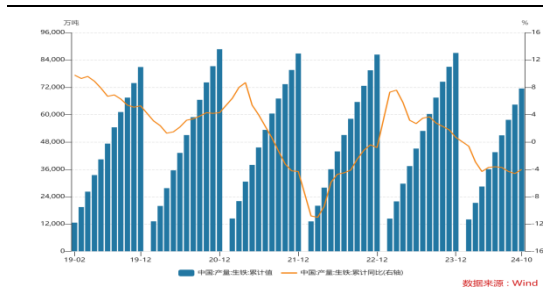
2020 年以来，国产铁矿石基本处于缓慢增长态势，受环保限产、突发事故以及利润波动等因素影响，产能利用率基本维持在 55%-65% 区间。国家统计局数据显示，2024 年 1-10 月铁矿石原矿产量为 87154.4 万吨，同比增长 2.8%。据中国冶金矿山企业协会统计，2024 年 1-10 月生产铁精粉 23848.8 万吨，同比下降 0.7%，整体来看，内矿增产明显不及预期。距离 2025 年实现国产矿产量 3.7 亿吨的目标仍有不少差距。



以往年份，由于春节长假、重要会议召开环保限产等因素，一季度产量相对偏低。但是受市场看涨情绪、铁矿价格高位及钢厂积极补库等因素，今年一季度国内产量处于高位运行。在 6 月安全生产月之后，安全检查频繁，产能利用率出现明显下滑，此外雨季和汛期对长江地区的生产也产生较大影响。下半年以来，因为矿山事故、盗采叠加矿价表现疲软，矿山开工率提升并不明显。从库存水平看，整体上维持近五年的偏低水平运行。

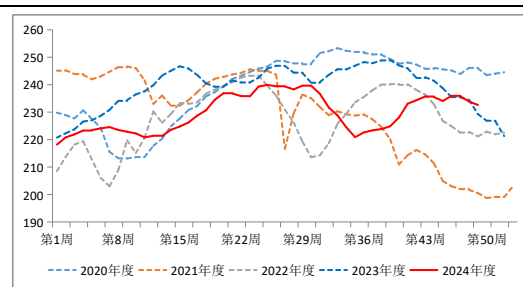
2.铁水表现弱勢，矿石维持刚需

图 14：生铁累计产量及同比



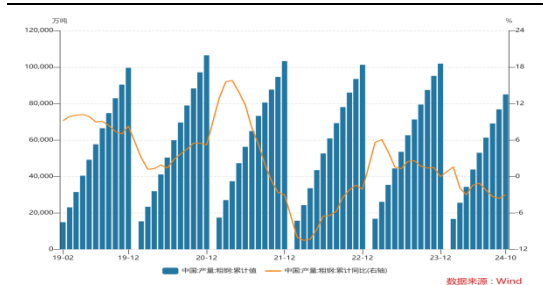
资料来源：wind

图 15：247 家钢厂日均铁水产量



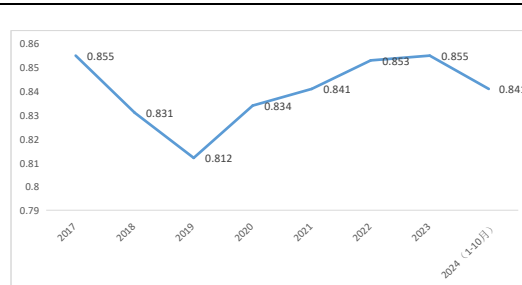
资料来源：mysteel

图 16：粗钢累计产量及同比



资料来源：wind，国家统计局

图 17：我国钢铁生产的铁钢比

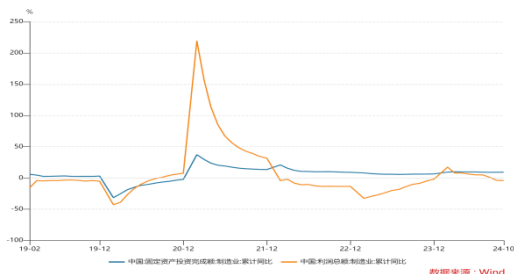


资料来源：wind，国家统计局

由于整体消费需求弱势、钢厂利润水平低位，今年铁水产量增量并不明显，粗钢产量平控政策并未受去年一样严控。据国家统计局数据显示，2024 年 1-10 月全国粗钢产量为 8.51 亿吨，同比下降 3%，全年除前两月出现累计同比增量，其余月份均为负增长，粗钢产量平控压力不大，若按过去四年最后两个月的均值 1.58 亿吨，今年粗钢产量为 10.09 亿吨。生铁方面，2024 年 1-10 月全国生铁产量为 7.15 亿吨，同比下降 4%。生铁产量降幅略大于粗钢产量降幅，今年铁钢比对比前两年有所下降，假设全年铁钢比维持在 0.841，那么在全年粗钢产量 10.09 亿吨的背景下，铁水产量 8.49 亿吨，同比下降 2.5%。从 247 家钢厂日均铁水产量来看，对比去年的降幅就比较明显了，周度数据几乎全年都位于去年之下。预计 2025 年的

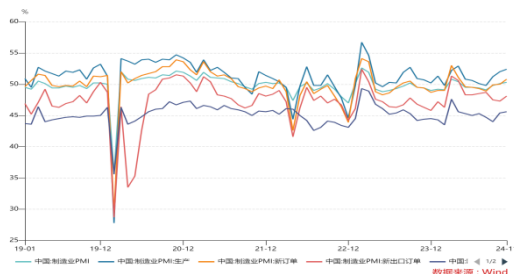
铁水产量将出现持平或小幅下滑趋势，在传统经济增长模式难以为继的大背景下，房地产和基建对钢材消费增量支撑逐步减弱，在此我们需要关注其他的钢材消费领域。

图 18: 制造业投资总额与利润



资料来源: wind, 国家统计局

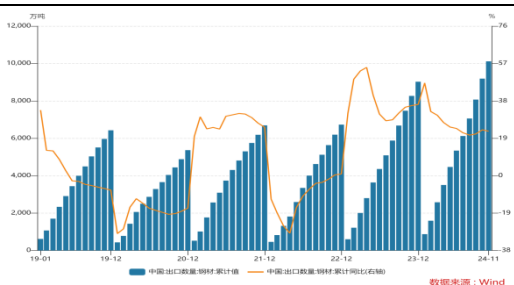
图 19: 制造业 PMI



资料来源: wind, 国家统计局

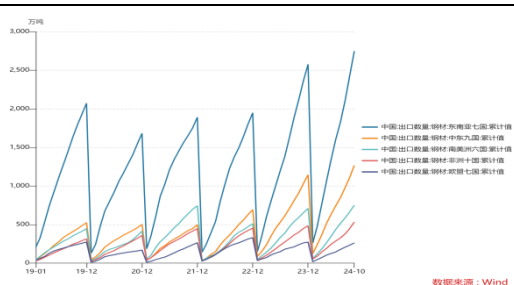
制造业是未来钢材消费最重要的市场，应用场景广，高附加值产业多，也是新质生产力的重要支撑。国家统计局数据显示，1-10 月，国内制造业投资完成额累计同比增长 9.3%，增速较为可观，但由于上游原材料价格相对高位以及产成品价格弱势，1-10 月制造业累计利润总额同比下跌 4.2%，下半年整体跌势有所走扩。制造业景气度方面，当前全球产业链发生深刻变革，出口拉动偏弱，新出口订单基本上处于荣枯线以下。而国内制造业保持着一定的增速，这也为我国用钢需求提供重要支撑。汽车方面，1-10 月产量和销量分别为 2466.07 万辆和 2462.4 万辆，分别增长 3.0% 和 2.7%。随着我国新能源汽车品牌竞争力显著提升，占比逐步上升，1-10 月新能源汽车产量和销量分别为 990.0 万辆和 975.0 万辆，分别增长 36.3% 和 33.93%。

图 20: 钢材累计出口量及同比



资料来源: wind, 国家统计局

图 21: 中国钢材出口分地区



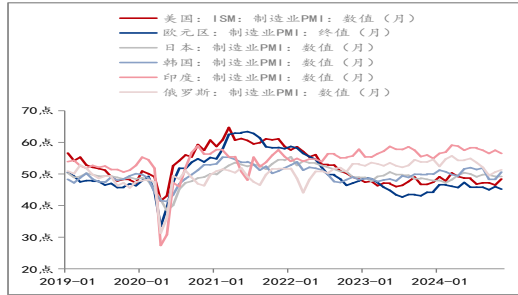
资料来源: wind, 国家统计局

近年来，我国钢材出口保持较高增速，2024 年 1-11 月钢材出口为 10115.2 万吨，同比增加 22.6%。从出口区域来看，东南亚和中东地区占比较高，作为一带一路两个重要地区提供了明显增量，1-10 月中国出口东南亚钢材 2748.63 万吨，同比增加 29.54%。中东地区表现更加亮眼，1-10 月出口中东钢材 1266.53 万吨，同比增加 38.86%。但是在贸易保护主义抬头的背景下，东南亚多国已对我国钢材进行反倾销调查，加之印度、越南等国钢铁产能扩张，对



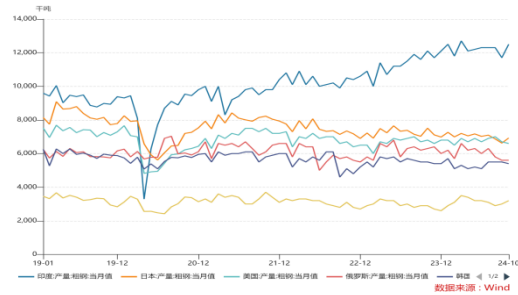
我国钢材出口消费市场或造成一定影响，但由于我国钢材价格成本优势，预计明年出口仍将维持高位。

图 22：海外经济体制造业 PMI



资料来源：mysteel

图 23：海外经济体粗钢产量



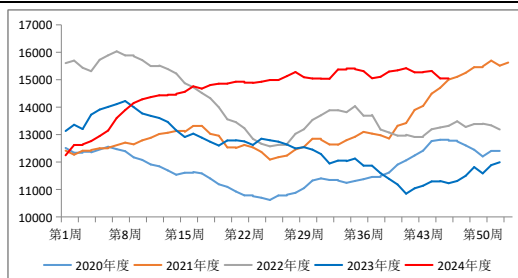
资料来源：wind，世界钢铁协会

海外需求方面，随着美联储降息落地，全球正式进入降息周期，海外经济体逐步复苏。根据世界钢铁协会数据，2024 年 1-10 月全球粗钢产量累计 15.43 亿吨，同比下降 1.53%。除我国以外其他国家粗钢产量合计 6.92 亿吨，同比基本持平。其中，印度提供了主要增量，2024 年 1-10 月累计产量 1.23 亿吨，同比增长 6.03%，成为主要经济体中增幅最大的市场。近年来，印度政府加大支持钢铁行业的发展，也通过一系列政策措施，激励企业增加产量，未来印度钢铁产量仍将维持第一大增量市场。

3.港口库存维持高位，钢厂库存低位

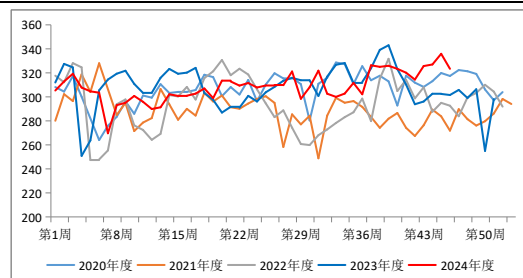
(1) 港口库存

图 24：45 港进口矿库存（万吨）



资料来源：mysteel

图 25：45 港日均疏港量



资料来源：mysteel

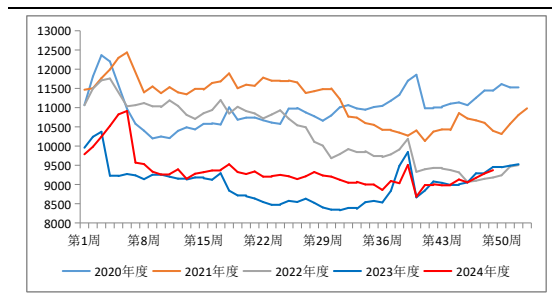
由于今年铁水产量同比降幅明显，铁矿石需求维持弱势，疏港量同比也出现一定降幅，加之供应端保持稳定增加，因此今年进口矿库存基本保持累库态势，尤其是一季度大幅累库，

导致矿石价格出现高位下跌。下半年以来库存维持震荡走势，去库迹象并不明显，供需宽松格局压制铁矿石价格震荡下行。传统消费旺季下铁水产量增速不及预期，并未对港口库存形成去化。临近年末铁水产量维持历年同期相对中高位，疏港量维持高位，进口矿库存出现小幅去化，进而支撑矿价震荡偏强。

钢材消费偏弱以及钢厂利润弱势导致钢厂对原料矿石基本维持刚需采购，直到十月中旬以后钢厂进口矿库存才逐步累积，与此相对应的是港口库存的高位运行，基本上处于 1.5 亿吨，这成为压制矿价上方的重要因素。

(2) 钢厂库存

图 26：钢厂进口矿库存（万吨）



数据来源：mysteel

在钢材消费趋弱以及钢厂利润持续低位运行的背景下，钢厂在原料端保持着按需补库的策略，今年铁矿库存继续维持低位运行，维持 9500 万吨以下的水平，仅仅略高于去年同期，期间的小长假补库驱动也并不明显，与港口高库存形成鲜明对比。目前的库存水平与去年同期几乎一致，临近春节长假，冬储补库对矿石存在一定支撑，关注钢厂对矿石的补库情况。

三、后市展望

主要观点：2024 年，铁矿石价格呈现螺旋式下跌走势，反弹高点和下方支撑点位均有所回落，运行重心出现下移。由于今年供应扰动相对较少，行情主要围绕弱现实与强政策刺激。

明年展望：2025 年，主流矿山将保持小幅增量发运态势，需注意在矿价持续低位运行情况下，国产矿以及高成本的非主流矿供应将出现减量，而在矿价明显复苏情况下的供应增量，整体而言供应波动并不明显。矛盾点仍然在于需求端，在房地产市场难有起色的大背景下，制造业和出口端是主要增量，由于内外价差仍有优势，出口预计仍能提供一定增量，未来我们要关注制造业中代表高质量发展的汽车、新能源、机械等等行业的增量发展，这些领域的



表现将直接影响到终端需求,粗钢的整体表现以及废钢对铁矿石的替代作用都是阶段性影响铁矿石的重要因素,也要注意宏观政策对铁矿石的提振作用。总体来看,2025 年供应强于需求,供需结构维持宽松,考虑到国内港口高库存以及钢厂低库存的现状,整体上矿价维持区间震荡运行,我们预计普氏指数运行区间在 80-110 美元/干吨,国内铁矿石价格运行区间在 650-900 元/吨。

风险:宏观政策刺激,外矿政策扰动,终端需求超预期(上行风险);粗钢平控,需求不及预期(下行风险)

第三部分 焦煤、焦炭

一、年度行情回顾

图 1：指数收盘价走势对比图



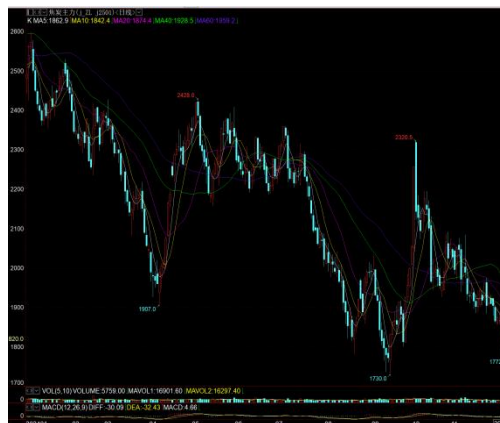
数据来源：Mysteel、弘业期货

图 2：焦煤期货主力合约日度走势



数据来源：博易大师、弘业期货

图 3：焦炭期货主力合约日度走势



数据来源：博易大师、弘业期货

2024 年，双焦期货市场整体呈现震荡下行的趋势。截至 12 月 13 日，焦煤期货指数累计



跌幅达 39%，焦炭期货指数累计下跌 30%，全年跌幅显著，整体走势呈阶段性下行。市场经历了三次较大起伏，全年走势可以划分为以下五个阶段：

第一阶段（1 月-3 月末）：盘面震荡下行，基本面呈现供需双弱格局，价格承压回落。煤矿安全检查、进口限制及河南煤矿事故在春节前压制供应，春节假期供应短暂收缩后，2 月中旬起煤矿复产、进口恢复，供应逐步改善。需求端，高炉开工率年初处低位，春节后环比提升，但终端需求恢复缓慢，房地产和基建表现欠佳，焦炭库存压力大，去库速度虽有加快但高位库存依然抑制价格。从 1 月到春节，市场情绪悲观，价格震荡走弱；2 月中旬后，复苏预期增强，情绪转谨慎观望，但需求未兑现令价格持续承压。

第二阶段（4 月初-5 月末）：盘面小幅反弹，基本面格局由供弱需强主导。随着天气转暖，终端基建与房地产需求逐步回升，钢厂复产带动焦煤与焦炭需求明显增加；但焦煤供应因部分进口通关放缓而未能完全跟上需求增幅，形成阶段性供应紧张。焦炭库存也在需求回升中有所下降，支撑盘面价格从底部企稳并小幅反弹。整体市场交易重心上移，市场对供需格局改善的预期逐步增强。

第三阶段（6 月-9 月初）：盘面震荡偏弱，基本面回归至供需双弱状态。进入高温季节后，终端需求减弱，钢厂高炉开工率下滑，焦炭库存开始累积；与此同时，焦煤供应逐步恢复，叠加进口量回升，供应端压力显现，供需整体趋于宽松。此阶段盘面价格震荡偏弱运行，重心逐步下移，市场对需求端疲软的担忧显著，反映出供需双弱的市场特征。

第四阶段（9 月中-9 月末）：盘面小幅反弹，供需格局阶段性改善。此阶段终端需求短暂好转，钢厂补库意愿增强，焦炭库存消化明显；焦煤供应相对稳定，但需求回升为盘面提供短期上涨动能。价格在前期下行基础上小幅反弹，市场情绪回暖，交易活跃度有所提升。然而，需求端的恢复力度有限，对盘面支撑持续性不足。

第五阶段（十月至今）：盘面震荡下行，供需表现为供强需弱。随着天气转冷，基建与房地产需求转弱，高炉开工率下降，焦煤和焦炭消费均显疲软。供应端因前期库存积累，压力进一步显现。12 月初受宏观政策刺激与冬季供应紧张预期的影响，价格短暂反弹，但最终未能持续，年末盘面回落逼近全年低点。下游钢材需求减弱，铁水产量环比下降，上游采购多以刚需为主，对价格的拉动作用有限。整体来看，市场对供需矛盾修复的信心逐步减弱，全年双焦价格呈现显著的震荡下行趋势。

二、 焦煤供给分析

2024 年 1-11 月，我国原煤产量继续保持稳步增长态势。据国家统计局数据显示，规上

工业原煤产量达 38.9 亿吨，同比增长 1.2%；其中 10 月份产量 4.1 亿吨，同比增长 4.6%，增速较 9 月份提高 0.2 个百分点，日均产量达 1328.4 万吨。与此同时，煤炭进口显著增长，12 月 10 日，海关总署数据显示，2024 年 11 月我国进口煤炭 5498.2 万吨，较上月增加 873.4 万吨，环比增长 18.89%，同比增长 26.38%，创下历年来单月进口量历史新高。2024 年 1-11 月，我国累计进口煤及褐煤 49034.9 万吨，同比增长 14.8%，进口均价 688.4 元/吨，同比下跌 12.5%。总体来看，国内原煤产量稳步增长叠加煤炭进口量的显著提升，使得炼焦煤市场供应呈现出相对宽松的局面。

1. 国内焦煤供给

2024 年，国内焦煤产量受多重因素影响，整体呈现先收紧后宽松的态势。全国原煤产量在 1-9 月累计达到 34.76 亿吨，同比增长 0.98%，增速较去年有所放缓。年初由于春节减产以及山西省煤矿的安全整治，部分煤矿产量受到抑制。上半年，山西省开展的煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治，进一步限制了煤矿生产。而在煤炭供需的压力下，独立洗煤厂的生产积极性较低，全年开工率保持在低位，影响了焦煤的供应。

在山西省这一焦煤主产区，虽然下半年煤矿逐步复产，但增产节奏较慢。9 月底政策提振了市场情绪，煤矿复产明显，导致阶段性供应有所增加。然而，由于安全整治和监管政策，部分煤矿未能恢复生产，导致焦煤产能增量受限。2024 年 1-10 月，焦煤累计产量为 3.92 亿吨，同比下降 4.81%，但降幅较上月收窄。尽管焦煤产量有所回升，但整体供应依然偏紧。

炼焦精煤的生产情况显示，2024 年 1-9 月累计产量为 35147.48 万吨，同比下降 5.4%。然而，9 月的炼焦精煤产量达到了 4393.94 万吨，环比增长 5.9%，同比增长 4.4%。这表明，虽然上半年受政策约束，焦煤产量下降，但下半年煤矿增产逐渐恢复，导致焦煤产量稳步回升。尽管如此，由于煤炭供应结构的变化和焦煤产量的下降，焦煤市场的供应压力仍然较大。

图 4：原煤年度产量及同比增速

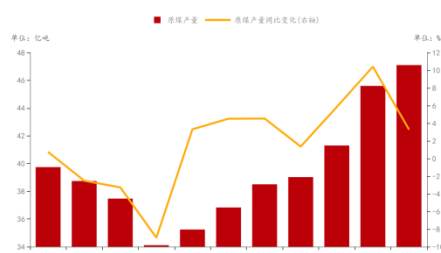


图 5：2024 年原煤月度产量



数据来源: Mysteel、弘业期货

数据来源: Mysteel、弘业期货

展望 2025 年,焦煤产量有望增加。2024 年山西省的煤炭生产目标为 13 亿吨,前三季度已完成 9.34 亿吨任务,预计第四季度产量将进一步增加。然而,煤矿生产积极性尽管较高,但随着采暖季的到来,煤矿安全生产风险增加,生产可能相对谨慎。此外,对于已完成年度生产目标的煤矿,其生产节奏可能会适当放缓,进而限制焦煤的产量增长。

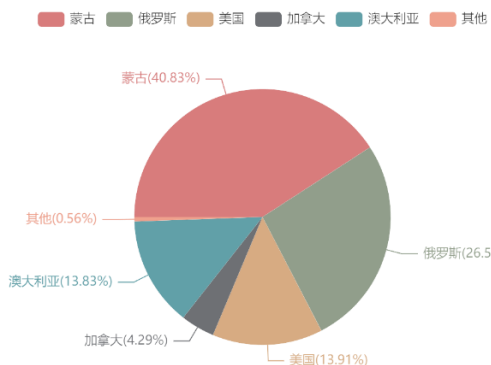
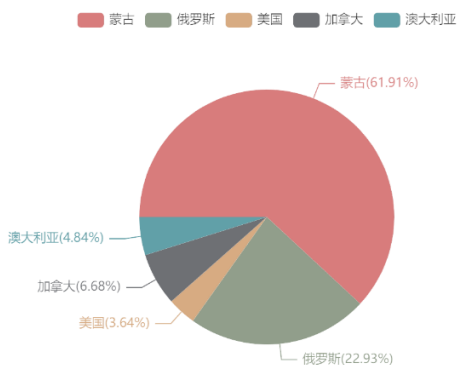
尽管煤矿生产积极性恢复,焦煤供应仍可能面临压力。煤炭保供政策将更多支持电煤,焦煤供应相对受限。随着需求未见大幅增长,2025 年焦煤市场将仍将呈现供大于求的局面。

2. 进口焦煤供给

2024 年我国焦煤进口继续保持强劲增长态势,有效弥补了国内焦煤产量下滑带来的供给缺口。截至 10 月底,我国进口炼焦煤总量达到 9924.74 万吨,同比增加 23.26%,全年进口量预计接近 1.2 亿吨。这一增长主要得益于蒙古和俄罗斯两大主要进口来源国的稳定供给,以及其他国家在特定市场条件下的补充作用。从整体供应来看,国内外焦煤市场供应格局趋于宽松,为焦煤市场提供了较为充裕的保障。

图 6: 炼焦煤 2023 年进口格局

图 7: 炼焦煤 2024 年 1-10 月进口格局



数据来源: Mysteel、弘业期货

数据来源: Mysteel、弘业期货

蒙古作为我国焦煤进口的第一大来源国,2024 年对华出口保持了强劲的增长势头。1-10 月,蒙古累计出口煤炭 6849.34 万吨,同比增长 25.9%,几乎追平去年全年水平,进口蒙煤占我国炼焦煤进口的 40.83%,相较 2023 年有所下降。得益于中蒙边境口岸通关效率的提高以及运输能力的逐步提升,蒙古焦煤在成本和运输便捷性上具有显著优势。年初,蒙古国制

定 2024 年煤炭出口目标为 7800 万吨，截至 10 月底已完成 87.8%，目标实现几无悬念。蒙古政府还计划在 2025 年进一步将煤炭出口量提升至 8330 万吨，其中大部分仍将销往中国。此外，蒙古政府希望通过完善边境口岸基础设施、加快关键铁路项目建设，以及与中国深化能源合作协议，进一步提升对华出口的稳定性与规模，这将对未来几年我国焦煤进口形成重要支撑。

图 8：蒙古炼焦煤进口数量季节性

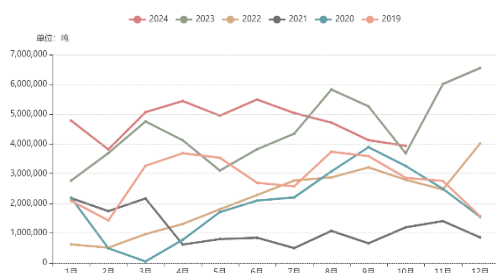
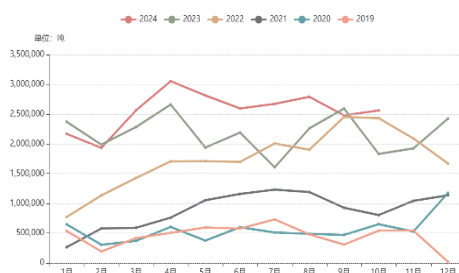


图 9：俄罗斯炼焦煤进口数量季节性



数据来源：Mysteel、弘业期货

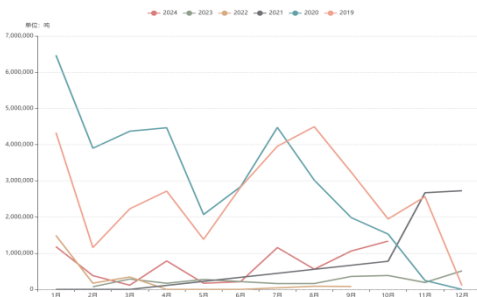
数据来源：Mysteel、弘业期货

俄罗斯则是我国焦煤进口的另一大重要来源国，尽管其出口在 2024 年受到多重因素制约，包括国际制裁、出口关税、运输瓶颈及成本上升等挑战，但其对华出口表现仍具韧性。前十个月，俄罗斯的焦煤进口量占我国总进口量的 26.58%，所占比例较去年有所增加，体现了俄罗斯焦煤在供应中的重要地位。俄方高层在多次公开场合明确表示，愿意进一步增加对中国的煤炭出口，特别是焦煤供应。俄罗斯能源部预计，从 2025 年开始，煤炭对华出口量将逐步恢复至 1 亿吨的规模。此外，中俄两国正在制定煤炭领域的政府间合作协议，这将为长期稳定供应提供政策保障。不过，受制于运力不足以及国际市场需求的波动，俄罗斯的焦煤出口在短期内可能难以实现快速增长，其对华出口的实际增量仍需关注铁路和港口运能的改善情况。

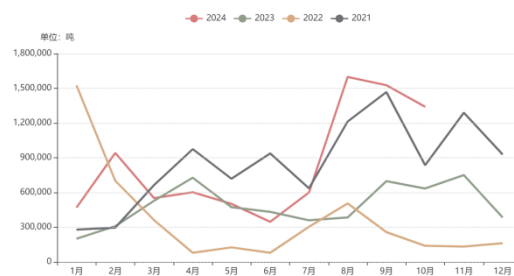
其他国家如美国、加拿大、澳大利亚的焦煤供应在我国进口结构中占比相对较小，但仍是重要的补充力量。美国和加拿大的焦煤由于质量较高，在我国高端钢材市场具有一定竞争力，尤其是美国 2024 年 1-10 月的炼焦煤进口量在我国总进口量的所占比例从去年的 3.64% 提升至 13.91%。澳大利亚焦煤进口虽然在近期有所恢复，但其总量仍处于低位，未来规模更多取决于中澳焦煤价格的差异以及政策变化带来的机会窗口。

图 10：澳大利亚炼焦煤进口数量季节性

图 11：美国炼焦煤进口数量季节性



数据来源: Mysteel、弘业期货



数据来源: Mysteel、弘业期货

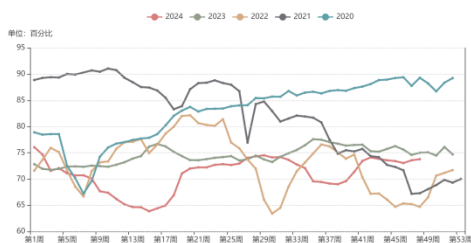
展望 2025 年,我国焦煤进口总量预计将继续维持高位,蒙古和俄罗斯依旧是供应主力。蒙古通过进一步提升运输能力和优化出口通道,有望实现出口量的稳步增长;而俄罗斯尽管受制裁和成本问题困扰,但其对华煤炭出口的长期战略定位明确,未来增量潜力较大。此外,其他国家的焦煤进口规模将根据市场需求和价格差异灵活调整,后续需关注国际政策变化和市场波动对进口格局的潜在影响。

三、 焦炭供给分析

2024 年,中国焦炭市场供给整体呈现过剩状态,但不同阶段出现供需动态变化。截至 2024 年 9 月,全国冶金焦在产产能约 5644 万吨,其中 4.3 米及以下的低效产能约 5250 万吨,反映出焦化行业仍处于优化调整期。2024 年已淘汰焦化产能 1348 万吨,新增 2088.5 万吨,净新增 740.5 万吨,全年淘汰 1615 万吨,新增 2637.5 万吨,净新增 1023 万吨。这样的产能扩张加剧了市场供需失衡,全年焦炭产量较 2023 年同比下降 1.05%,但供应压力仍然较大。

图 12: 全样本独立焦化企业焦炭产能利用率

图 13: 全国 247 家钢厂焦炭产能利用率 (%)



数据来源: Mysteel、弘业期货



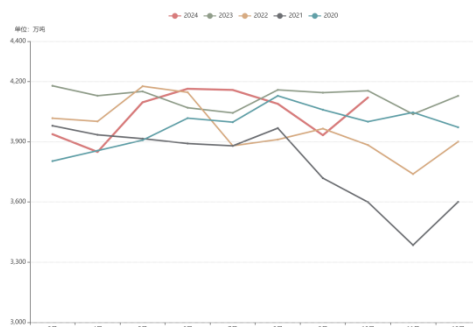
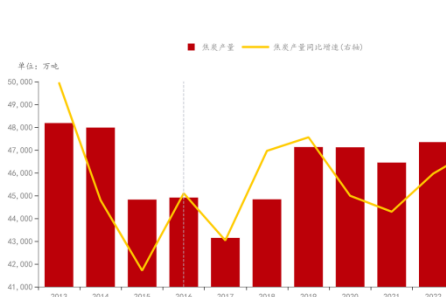
数据来源: Mysteel、弘业期货

春节后,黑色系终端需求疲软,钢厂利润低迷,铁水复产进度缓慢,焦炭价格连续八轮下跌,焦化企业普遍亏损 30-50 元/吨,部分企业限产 30%-50%。一季度焦化产能利用率仅

维持在 60%-72%，全国焦炭月均产量在 3937.2 万吨，同比下降 6%，创下历史同期最低水平。进入二季度，成材消费有所好转，钢厂利润被动扩大，铁水产量逐渐恢复。焦炭价格随之四轮提涨，焦企亏损逐步扭转，利润改善推动产量回升。6 月份，全国焦炭产量达到 4163.5 万吨，同比增加 2.32%，焦化行业开工意愿增强。三季度初，焦炭供应呈现增长趋势，但 8 月份后，下游钢材价格下滑，钢厂检修增加，焦炭需求随之减少，叠加煤价降幅小于焦价，部分焦企在亏损压力下主动限产。8 月份焦炭供应明显减少，月产量降至 3932.4 万吨，同比下降 5.11%。进入四季度，政策端刺激措施推动钢厂利润改善，终端需求短期回暖，钢厂复产节奏加快。焦炭价格连续三轮提涨，吨焦平均盈利回正至 36 元/吨，焦化厂开工意愿有所提升。但随着政策进入空窗期，需求逐步见顶，钢厂利润再次承压，焦炭产量趋于维稳，小幅下降。十月下旬开始焦炭价格经历四轮提降，截至 2024 年 12 月 13 日，独立焦企吨焦平均利润降至 9 元/吨，属于微利状态，但焦企生产积极性尚可，未有明显减产表现。

图 14：焦炭年度产量及同比增速

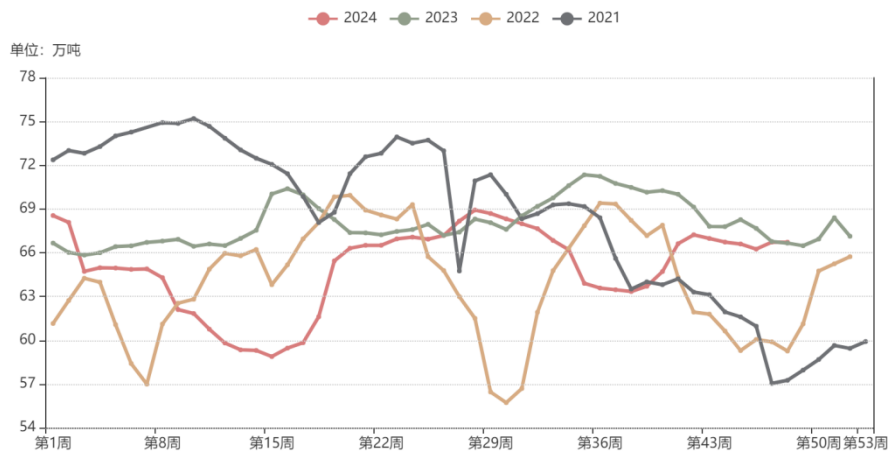
图 15：焦炭产量季节性



数据来源：Mysteel、弘业期货

数据来源：Mysteel、弘业期货

图 16：全样本独立焦化企业焦炭日均产量（万吨）



数据来源: Mysteel、弘业期货

2025 年,中国焦炭市场预计将继续呈现供需优化与压力并存的格局。供给端方面,新增与淘汰产能的博弈将持续进行,山西、内蒙古和陕西等地的现代化产能逐步释放,而 4.3 米及以下落后焦炉的淘汰力度加大,预计全年净淘汰产能规模将进一步扩大,推动行业迈向高效清洁生产。然而,受下游钢铁行业复苏有限的影响,焦化产能利用率难以大幅提升,整体维持在 75%-80% 的较低水平。同时,钢铁行业增速放缓、电炉钢比例上升以及碳减排目标的推进,均对长流程炼钢的焦炭需求形成边际削弱。环保政策的持续强化,将加速焦化产业向中西部地区转移,进一步加剧区域供需格局的差异化。价格方面,随着行业供需两端博弈,焦炭价格波动幅度将较 2024 年有所收窄,预计维持区间震荡。而受原材料价格刚性和环保成本上升影响,焦化企业吨焦利润修复空间有限。总体来看,2025 年焦化行业将面临去产能进程加速、绿色发展需求增强和市场需求驱动逐步转弱的综合挑战,同时宏观调控政策和环保约束也将对行业发展起到深远影响。

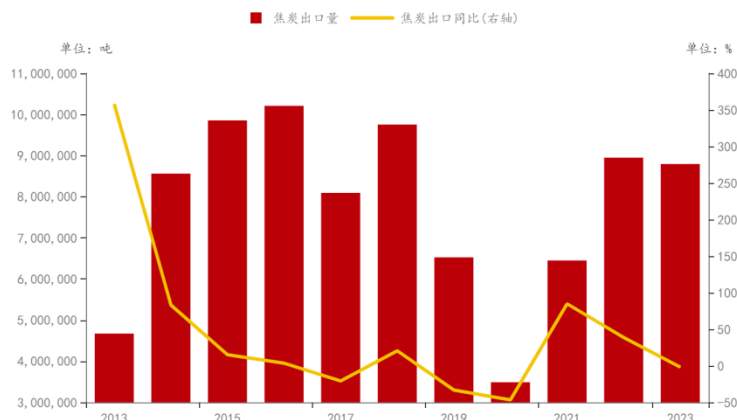
四、 双焦需求展望

1. 焦炭出口需求

2024 年上半年,我国焦炭出口表现强劲,一季度出口量达 241 万吨,创下近年同期新高。这主要得益于国内焦炭价格大幅下跌带来的竞争力提升,以及全球制造业尤其是亚洲地区复苏带动的旺盛需求。印度和印尼钢铁产能快速扩张,成为我国主要出口市场,4 月单月出口量达到 93 万吨,接近历史同期峰值。

然而，从 5 月开始，全球制造业复苏步伐放缓，同时国内外焦炭价格差缩小，使得出口动力减弱。下半年，随着海外焦化产能陆续释放，以及印度、马来西亚等国对我国焦炭需求减少，我国焦炭出口量逐步下降，1-10 月出口量为 723 万吨，同比增幅仅 0.5%。尽管钢材出口量显著增加，但低价钢材的竞争压制了部分海外原料需求。

图 17：焦炭净出口



数据来源：Mysteel、弘业期货

展望 2025 年，海外焦化产能持续投放或对我国焦炭出口形成挤压。同时，全球经济复苏不确定性增加，焦炭需求回升动力不足。尽管我国焦炭在价格方面仍具一定竞争优势，但出口增量空间有限。此外，印度、印尼等国家本地化供应的提升可能进一步削弱对中国焦炭的依赖。预计 2025 年我国焦炭出口或将延续下滑态势，但价格走势和全球需求的波动仍需关注。

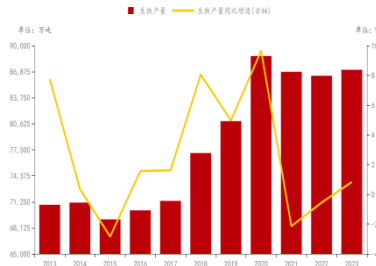
2. 双焦国内需求

2024 年，焦炭需求整体表现疲软，主要受到内需走弱和房地产市场持续低迷的拖累。1-11 月全国生铁产量 78277 万吨，同比下降 3.4%，11 月房地产开发投资额同比下降 9.83%，住宅销售面积下降 20.4%，房屋新开工面积、竣工面积比分别去年同比下降 23%和 26.2%，房地产用钢需求显著萎缩。尽管年内多次出台地产刺激政策提振市场情绪，但核心指标如新开工、竣工面积未见实质性改善，导致钢材需求疲软，进而抑制焦炭消费。废钢因性价比提升，对铁水替代作用增强，也进一步压缩了焦炭需求空间。

全年铁水产量呈现显著的季节性波动。二季度旺季需求释放、钢厂利润回升曾带动焦炭需求短暂反弹，但随着旺季结束，终端需求趋淡，叠加钢厂库存偏高及利润下行，铁水产量

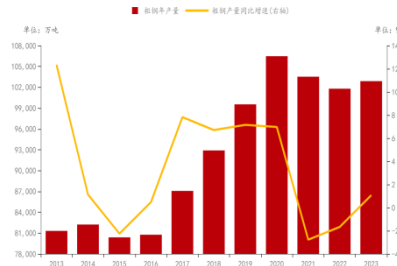
再度回落。尽管四季度“金九银十”期间市场情绪有所改善，但需求实际提升有限。进入 11 月后，政策空窗期及淡季效应显现，焦炭需求再次转弱，钢厂补库意愿不足，市场维持弱稳状态。

图 18：生铁年产量与同比增速



数据来源：Mysteel、弘业期货

图 19：粗钢年产量与同比增速



数据来源：Mysteel、弘业期货

图 20：日均铁水产量（万吨）



数据来源：Mysteel、弘业期货

图 21：高炉利润与电炉利润（元/吨）



数据来源：Mysteel、弘业期货

图 22：房地产累计开发投资额累计同比（%）



数据来源：Mysteel、弘业期货

图 23：全国房地产新开工、施工、竣工面积累计同比（%）



数据来源：Mysteel、弘业期货



展望 2025 年，焦炭需求的复苏取决于政策支持的实际效果和终端市场恢复进度。房地产政策可能进一步加码，若能有效提升购房需求和投资信心，将带动钢材及焦炭消费企稳回升，但短期内影响可能有限。同时，低碳转型趋势将对焦炭需求形成长期压制，电炉钢占比提升和废钢替代加剧，或减少高炉工艺对焦炭的需求。此外，焦化行业受环保限产影响，供需平衡或趋紧，价格波动风险加大。

12 月以来，宏观政策进一步强调稳定楼市和股市，预计对市场情绪和需求预期形成支撑，短期内或能提振地产相关数据并带动钢材需求边际改善，对焦炭形成一定拉动作用。但考虑到政策效果的传导周期，实际影响或需至 2025 年才能更明显体现。整体来看，焦炭需求未来将受到宏观政策、行业低碳转型及终端需求恢复的综合影响，复苏节奏仍存较大不确定性。

五、 双焦库存分析

1. 焦煤库存

2024 年炼焦煤港口库存呈现持续增长趋势。截至 12 月 13 日，炼焦煤整体港口库存 448.91 万吨，同比增长 149.55%。这一增量主要由两个因素推动：一是焦煤进口量高位运行，二是国内需求复苏不及预期，导致库存消化困难。

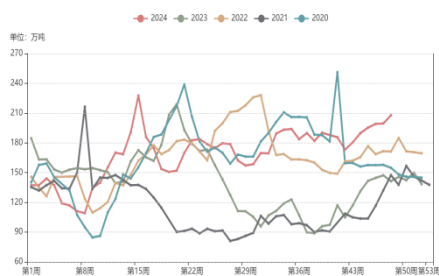
今年年初以来，焦煤进口量保持在较高水平，尤其前三季度，国内需求复苏未达预期，需求端较弱，库存难以消化。与去年春节期间大幅减产不同，今年煤矿复产受限，安全监管措施加严，煤矿产量偏低，库存维持震荡走势。进入 5 月后，保供意愿增强，部分未开工煤矿开始投产，但需求端仍未复苏，炼焦煤采购需求偏弱，导致库存积压。

截至 12 月 13 日，110 家样本洗煤厂原煤库存为 269.81 万吨，同比下降 7.39%，而精煤库存达到 211.35 万吨，同比增长 48.46%。这种库存增长表明，虽然供应端宽松，但需求端依然疲软。矿山端原煤和精煤库存分别为 427.49 万吨和 337.45 万吨，同比增长 30.99%和 64.24%，这显示出供给端的库存压力较大，而需求端未能形成有效的支撑。

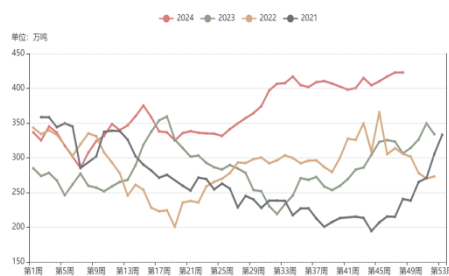
从焦化厂和钢厂的库存走势来看，尽管淡季去库存和旺季补库的趋势明显，但补库弹性较低。9 月，政策刺激市场情绪，短期内出现一定的备货意愿，但随着基本面见顶，需求端未能得到根本改善。总体来看，焦化厂和钢铁企业多数时间维持刚需采购，库存水平保持稳定。独立焦化厂和钢铁企业库存大多维持在 800-1000 万吨和 700-800 万吨之间。

图 24：110 家样本洗煤厂精煤库存（万吨）

图 25：矿山企业炼焦煤库存（万吨）



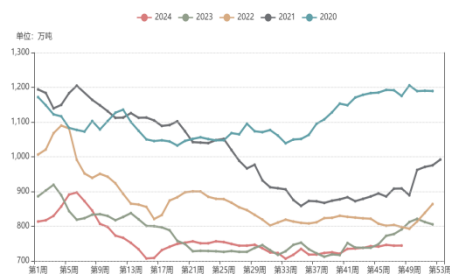
数据来源: Mysteel、弘业期货



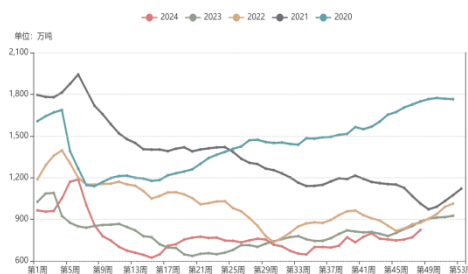
数据来源: Mysteel、弘业期货

图 26: 全国 247 家钢厂炼焦煤库存

图 27: 全国 230 家独立焦化厂炼焦煤库存 (万吨)



数据来源: Mysteel、弘业期货



数据来源: Mysteel、弘业期货

展望 2025 年，焦煤库存的结构性矛盾能否缓解，关键因素在于黑色终端需求是否能够转强。如果房地产市场在政策支持下能够企稳，并且需求端有所回升，炼焦煤需求将得到提振。政策支持措施，如房贷利率调整、楼市税收优惠和地方政府化债资源投入，都能为焦煤需求提供潜在支撑。总的来看，2025 年焦煤的供需格局有望得到改善，库存结构性问题逐渐缓解。

2. 焦炭库存

2024 年焦炭库存整体呈现震荡下行趋势，全年社会总库存保持低位，主要因需求端备货意愿偏弱。钢厂受终端需求疲软、成材价格下跌和亏损加剧影响，生产和采购意愿较低。尽管旺季库存与去年持平，但淡季屡创新低，三季度库存维持在 800 万吨左右。在低库存下，焦炭基本面相对健康，期货价格在 6 月下跌中更显坚挺，但市场整体活跃度不足，采购多以刚需为主。

独立焦企库存走势先升后降，全年基本与去年同期持平。年初受钢厂需求低迷影响，库存逐步累积，3 月达到近年次高水平。随后，焦企通过减产和积极出货降低库存，6 月降至

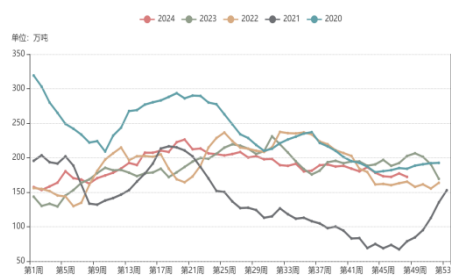
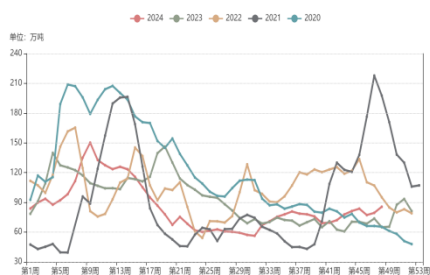
61 万吨左右。三季度库存延续低位，但钢厂减产带来一定库存回升，9 月政策利好下库存略有去化，但因开工率提升再次反弹。四季度，焦企小幅减产，库存波动区间预计在 65-80 万吨之间。

钢厂全年焦炭库存波动较小，除春节前补库外，其余时间维持在 530-600 万吨区间。钢厂低库存主要因成材需求不足和开工意愿偏低所致。临近年底，政策利好和冬储预期推动钢厂备货意愿回暖，库存略有增加。

截至 12 月 13 日，Mysteel 数据显示焦炭总库存为 874.17 万吨，同比微增 0.66%。全年库存季节性特征明显：一季度高库存集中于港口，二季度投机情绪推动库存增加，三季度供应端库存小幅增长，四季度则因宏观利好和需求改善，库存结构从供应端向港口及钢厂转移，库存小幅下降。

图 28：全样本独立焦化企业焦炭库存（万吨）

图 29：港口焦炭库存（万吨）

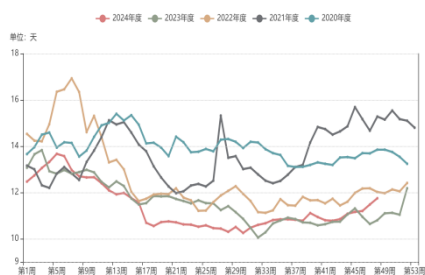
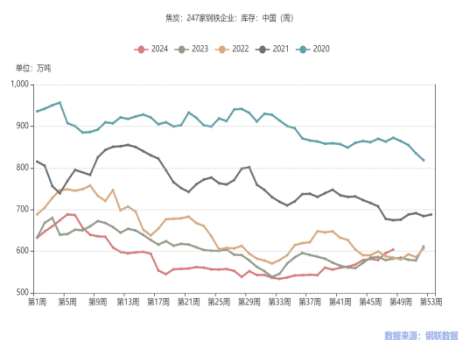


数据来源：Mysteel、弘业期货

数据来源：Mysteel、弘业期货

图 30：全国 247 家钢厂焦炭库存（万吨）

图 31：全国 247 家钢厂焦炭库存可用天数（天）



数据来源：Mysteel、弘业期货

数据来源：Mysteel、弘业期货

展望 2025 年，焦炭库存或继续保持低位震荡。需求端的钢厂开工率和成材需求是关键因素，若宏观经济复苏，基建和房地产行业的回暖将增加钢厂采购意愿，推动焦炭需求增长。



同时，贸易商入场活跃程度也将影响库存流转节奏。供应端方面，焦企库存将受价格波动和政策影响。如果价格支撑较强，焦企减产意愿可能下降，库存波动幅度增大。此外，国际需求和出口情况对港口库存的影响需重点关注。总体来看，2025 年焦炭库存或呈阶段性波动，年初因冬储补库小幅上升，全年库存水平可能略高于 2024 年。供需两端的不确定性以及宏观政策的影响将决定市场活跃度和库存变化的具体节奏。

六、 总结与展望

2024 年，双焦市场总体呈现震荡下行趋势，焦煤市场方面，虽然煤矿产量大多恢复正常，但考虑到安全检查与整治工作的持续，新增产能增长空间或较为有限。同时，蒙俄通运的进口量或仍会提升，进口端的供应能力将维持宽松局面。在需求方面，虽然钢铁行业的需求有所回升，但整体消费仍偏弱，房地产和基建的需求未能显著恢复，炼焦煤的需求端压力较大，港口库存与矿山库存高位运行，焦煤供给已相对宽松，库存的结构性矛盾逐步加剧。现阶段，焦煤市场供强需弱的局面明显，库存持续增加而需求未能同步跟进，从而对价格产生压制，导致焦煤价格不断下行。焦炭市场方面，焦炭产能相对过剩，近年来新增净产能较多，焦炭供给总量仍有所增加。需求端方面，尽管部分地区的基建和房地产需求有所回升，但整体市场仍显疲软。钢厂的复产未能显著带动焦炭需求增长，且库存处于低位，供需矛盾较为温和，未出现焦煤市场那样的库存结构性危机。焦炭市场更趋于供需双弱格局，价格跌幅相对焦煤较小，整体震荡下行。

展望 2025 年，双焦市场的供需格局预计将延续供给增加、需求疲弱的趋势。焦煤市场方面，预计矿端增量有限，需求端仍旧偏弱，全球市场的需求放缓也将影响出口，进一步加剧焦煤需求不足的局面。因此，焦煤的供给增量将继续受到限制，价格中枢预计将在低位震荡下行。焦炭市场方面，随着净产能的继续增加，供给压力仍将存在，但由于焦企的低开工率，供给端的增量将相对平稳。需求方面，政策虽然会有所支持，但国内房地产与基建需求的拉动有限，钢厂对焦炭的需求难以有大幅回升。因此，焦炭市场预计将延续供给过剩与需求不足的格局，价格难有明显反弹空间，整体走势将继续震荡偏弱。

综上所述，2025 年，双焦市场供给增多而需求疲软的局面将继续，预计价格中枢仍将面临下行压力。整体市场供需矛盾难以显著改善，焦煤与焦炭价格都将面临较大的下行压力，整体偏弱走势可能将成为主流。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生变更。

我们已力求报告内容的客观和公正，但文中的观点和建议仅供参考，客户应审慎考量本身需求。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告版权归弘业期货所有，未经书面许可，任何机构和个人不得翻版、复制和发布；如引用、刊发需注明出处为弘业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。