

终端库存有待提升，迎峰度夏前煤价或将止跌企稳

高峰

期货从业资格号：F0250578

期货投资咨询号：Z0002778

谢季轲

期货从业资格号：F3067907

期货投资咨询号：Z0014888

郭庆祎

期货从业资格号：F03112336

一、4-5 月煤炭市场回顾

（一）国内煤炭市场回顾

4-5 月，国内煤炭市场供需两弱，需求减量超过供应减量，环渤海及沿江港口库存再创历史新高，市场煤价进一步下行。截至 5 月 23 日，环渤海港口 5500 千卡市场煤价 616 元/吨，月环比下降 53 元/吨，降幅 7.9%；年初以来，环渤海港口 5500 千卡市场煤均价 702 元/吨，同比下降 180 元/吨，降幅 20.4%。

图 1-1：环渤海港口煤炭价格走势



数据来源：金正能源，先融期货

（二）国际煤炭市场回顾

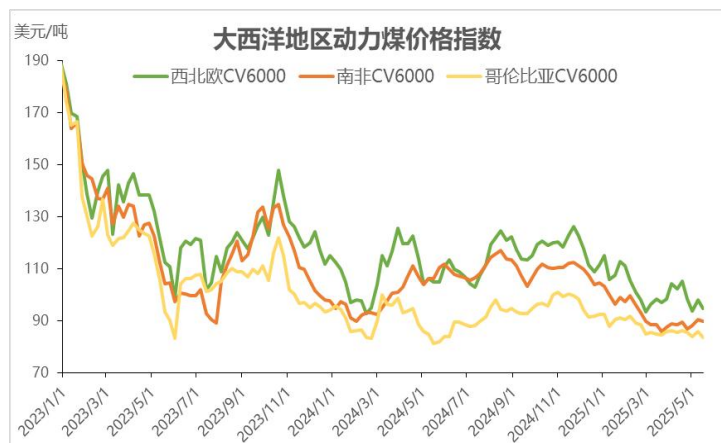
4-5 月，国际市场弱需求占主导，煤价整体以下行为主，区域市场内不同煤种略有分化。

大西洋沿岸市场：欧洲煤电发电量持续回落，煤价大幅下降；哥伦比亚两大露天煤矿减产落地，对煤价稍有提振；受印度高温天气带动采购需求好转支撑，南非煤价相对坚挺。截至 5 月中旬，西北欧 API2 指数 94.75 美元/吨（月环比下降 9.8%）；南非 API4 指数 89.82 美元/吨（月环比上涨 0.3%）；哥伦比亚 API10 指数 83.35 美元/吨（月环比下降 3.2%）。

亚太市场：北半球气温转暖，澳洲高卡煤需求有所分化，煤价涨跌互现。

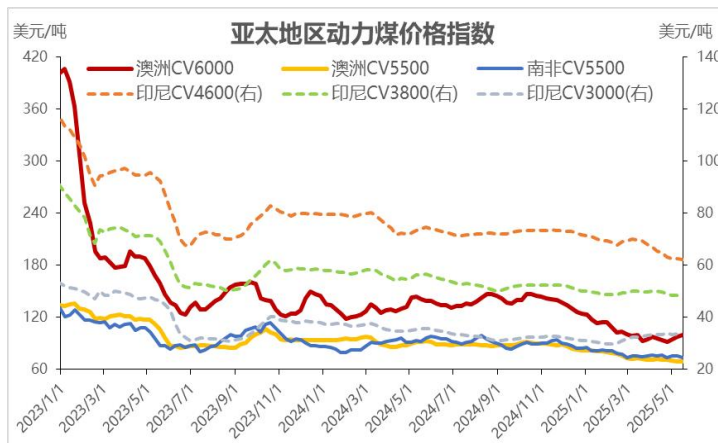
截至5月中旬，澳煤6000大卡98.77美元/吨（月环比上涨5.9%）；5500大卡68.17美元/吨（月环比下降3.3%）。印尼煤需求分化，中高卡煤价格松动，低卡及超低卡煤价格相对坚挺。截至5月中旬，印尼煤4600大卡61.99美元/吨（月环比下降4.1%），3800大卡48.64美元/吨（月环比下降2%），3000大卡33.85美元/吨（月环比上涨2.1%）。

图 1-2：大西洋地区动力煤价格



数据来源：Wind，先融期货

图 1-3：亚太地区动力煤价格



二、迎峰度夏煤炭市场展望

（一）供应端展望

1. 5月国内煤炭供应环比增加、同比增幅收窄。

4月国内煤炭产量受去年同期低基数的影响仍然持续，但受需求低迷、市场持续下行影响，原煤产量环比下降、同比增幅收窄。根据国家统计局数据，2025年1-4月，全国规模以上工业原煤产量158473.8万吨，同比增长6.6%（1-3月增长8.1%），增加9811.7万吨。其中，4月份规模以上原煤产量38930.6万吨，环比减少5127.6万吨，下降11.6%；同比增长3.8%（3月增长9.6%）。

主产区煤炭供应增量主要在山西和新疆。1-4月，晋陕蒙新合计原煤产量同比增长7.1%，增加8527.9万吨。其中，山西产量同比增长16.6%，增加6170.5万吨；新疆原煤产量同比增长7.6%，增加1252.4万吨；陕西、内蒙古原煤产量同比分别增长3.5%、0.6%，增加849.7万吨、255.3万吨。

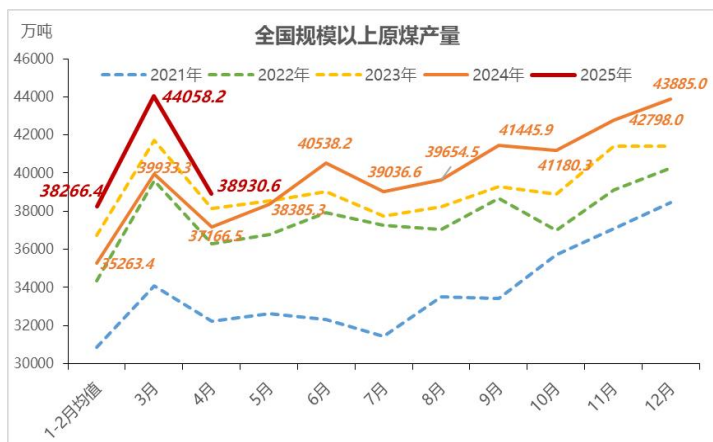
非主产区贵州、黑龙江及河南煤炭供应保持较快增长。1-4月，贵州原煤产量同比增长13.3%，增加581.5万吨；黑龙江原煤产量同比增长36.9%，增加538.7万吨；河南原煤产量同比增长5.7%，增加189.1万吨。

考虑去年同期原煤产量低基数效应趋弱、迎峰度夏临近煤矿减产的可能性较小，预计5月国内煤炭供应环比增加、同比增幅收窄。

从主产区看，4月受传统淡季部分煤矿检修，以及煤价持续下行、部分民营矿生产出现减量影响，主产区煤矿供应出现阶段性小幅下降；但国有大矿生产不受影响，主产区煤矿整体供应维持平稳。截至5月上旬，CCTD晋陕蒙样本煤矿产能利用率81.3%，月环比持平，同比下降0.1个百分点。分省区看，山西、内蒙、陕西煤矿产能利用率分别为70.9%、87.5%、90.1%，月环比分别持平、下降0.6、上升1.1个百分点，同比分别高1.9、高1.3、低3.4个百分点。夏

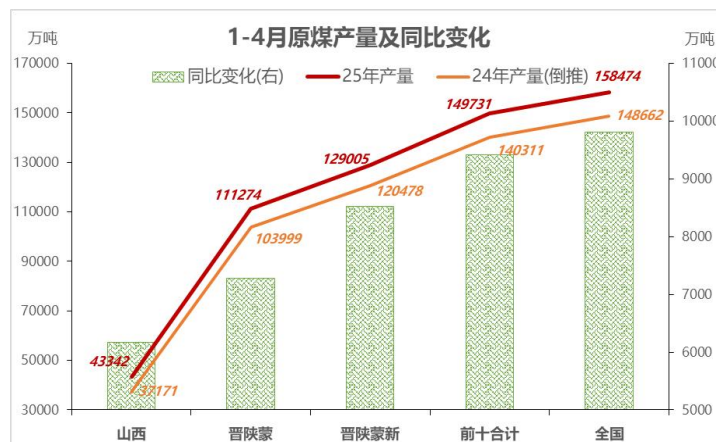
季煤矿安全生产和汛期灾害风险增加，近期主产区晋陕蒙新对二季度安全生产工作部署，预计主产区煤矿生产保持平稳，供应增量相对有限。

图 2-1：规模以上工业原煤产量



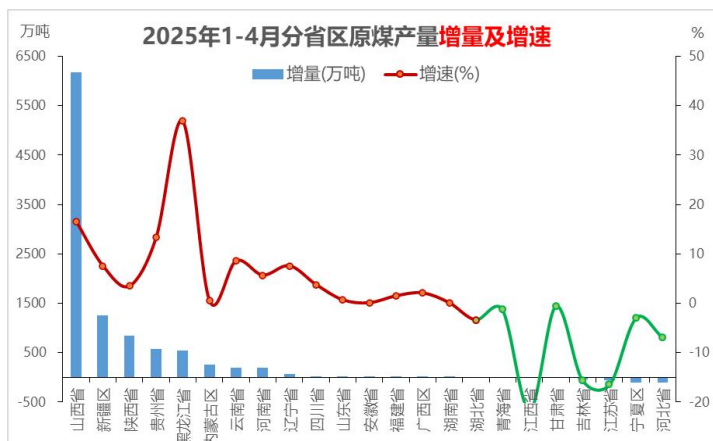
数据来源：国家统计局，先融期货

图 2-2：1-4 月原煤产量及同比变化



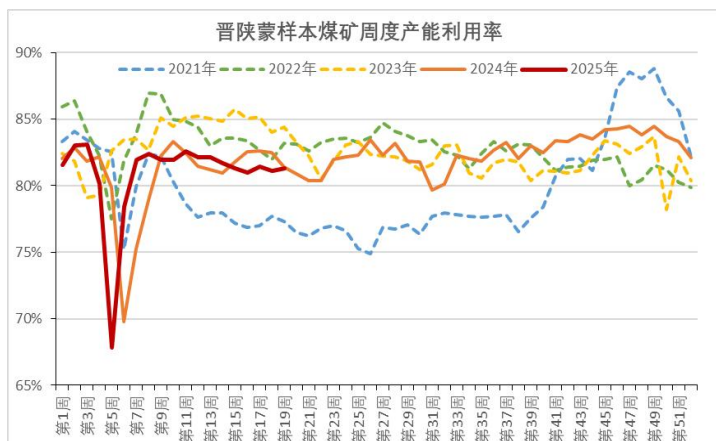
数据来源：国家统计局，先融期货

图 2-3：2025 年 1-4 月分省区原煤产量增量



数据来源：国家统计局，先融期货

图 2-4：晋陕蒙样本煤矿产能利用率



数据来源：CCTD，先融期货

2. 港口供应：极端天气制约拉运，叠加大秦线检修结束后铁路发运快速恢复，港口疏港压力骤增。

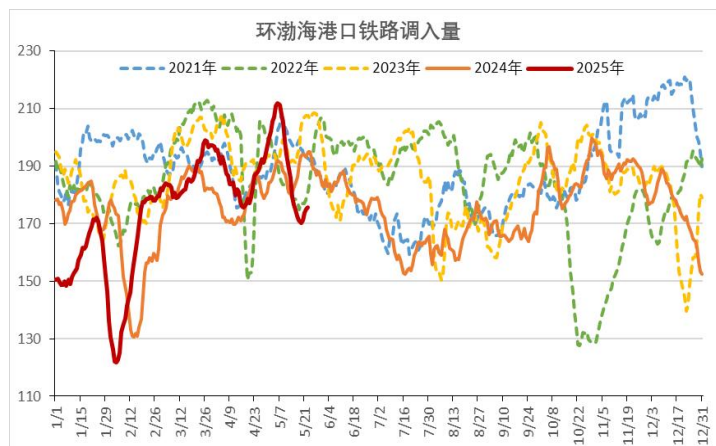
大秦线检修对铁路发运量影响较往年有限，港口供应环比微降、但高于去年同期：4月环渤海港口日均铁路调入量186.3万吨，环比减少2万吨（-1.1%），同比增加8.6万吨（+4.8%）。

4月中旬以来，分别受北方极端大风天气导致港口拉运受阻、吞吐量骤降，以及大秦线检修结束后日均发运量快速上升至120-125万吨/天、但下游拉运需求低迷影响，环渤海港口在原本高库存状态下经历两轮巨幅累库；5月中旬，国家发改委召开会议要求加快疏港，国铁太原局每日召开铁路调度会并压降大秦线发运量，港口库存由增转降，但仍处于高位水平：截至5月23日，环渤海四港（含黄骅港）合计库存3208.6万吨，月环比增加96万吨，增长3.1%；同比增加646.4万吨，增长25.2%。

港口疏港主要是库存结构的转移，在提高长协兑现率的要求下，迎峰度夏

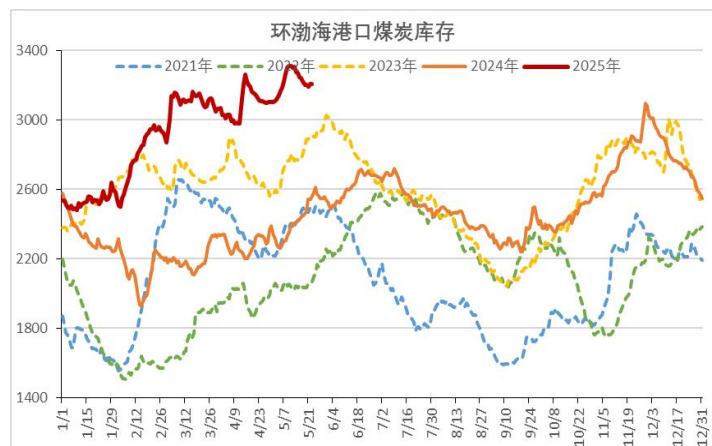
前市场采购需求有限，预计对 market 价格的支撑亦相对有限。

图 2-5：环渤海港口铁路调入量（万吨）



数据来源：Wind 资讯，先融期货

图 2-6：环渤海港口库存（万吨）



数据来源：Wind 资讯，先融期货

3. 进口煤：受政策影响，进口煤环比、同比大概率维持减量。

4 月，受部分进口煤价格倒挂、国内市场高库存低需求以及海关严控劣质煤炭进口导致部分俄煤通关受限影响，进口煤量环比由增转降、同比降幅扩大。根据海关总署数据，4 月，全国煤及褐煤进口量 3782.5 万吨，环比减少 90.7 万吨，下降 2.3%；同比减少 742.7 万吨，下降 16.4%。1-4 月，全国累计煤炭进口量 15267.1 万吨，同比减少 847.4 万吨，下降 5.3%。

印尼煤方面，4 月末，印尼采矿特许权使用费率新规正式生效，新费率仍与 HBA 指数挂钩，但针对矿商所持许可证类型不同，对其成本的影响有所差异。参照当前 HBA 价格水平、结合对近期煤价走势预判，新费率对持有普通许可证的矿商（IUP）基本没有影响；但对持有特殊许可证的矿商，中低卡煤进口煤成本抬升。在当前印尼中低卡煤价格倒挂的情况下，预计印尼煤进口量将继续有所缩减。

澳煤方面，中高卡煤经济性低于俄煤，部分下游询货转向俄煤，预计澳煤进口量进一步下降。

俄煤方面，中国海关对进口煤炭所含微量元素审查趋严，部分劣质俄煤通关受限。

受进口煤价格倒挂、国内市场需求不足、海关严控劣质煤进口等综合影响，结合近期海运煤发运量情况看，预计 5 月进口煤仍将有所减量。

图 2-7：煤及褐煤进口量

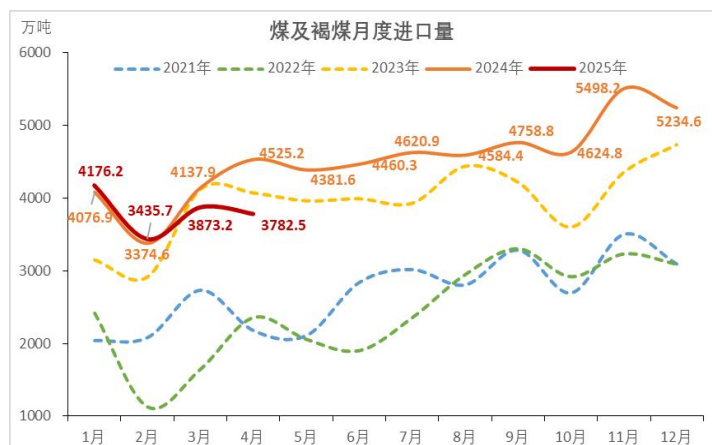


图 2-8：华南港口内外价差走势



数据来源：海关总署，先融期货

数据来源：金正能源，先融期货

表 2-1：印尼采矿权税率新规对普通矿工（IUP）的影响

发热量 (kcal/kg)	HBA (\$/t)	费率变化	成本变化
$Q(\text{GAR}) \leq 4200$	≥ 90	8%→9%	无
$4200 < Q(\text{GAR}) \leq 5200$	≥ 90	10.5%→11.5%	无
$Q(\text{GAR}) > 5200$	≥ 90	13.5%	无

资料来源：印尼能矿部，先融期货

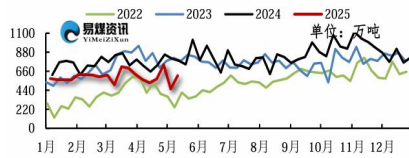
表 2-2：印尼采矿权税率新规对特殊矿工（IUPK）的影响

5 月下半月 HBA 参考价 (\$/t)	费率变化	成本变化
HBA (GAR6322)	110.38	28%→18%
HBAI (GAR5300)	76.62	17%→18%
HBAII (GAR4100)	50.58	14%→15%
HBAIII (GAR3400)	35.42	14%→15%

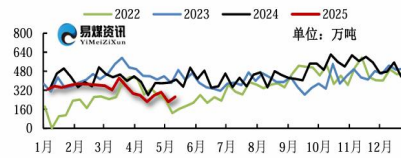
资料来源：印尼能矿部，先融期货

图 2-9：海运煤炭发运量

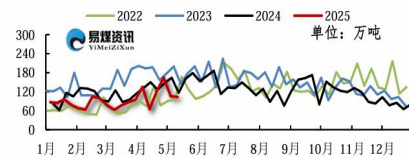
图：全球海运煤炭发往中国



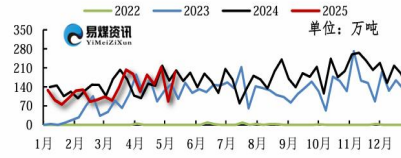
图：印尼海运煤炭发往中国



图：俄罗斯海运煤炭发往中国



图：澳洲海运煤炭发往中国



数据来源：易煤，先融期货

（二）需求端展望

1. 宏观经济

（1）景气度：5 月关税对制造业供需两端影响或仍然存在；非制造业主要看政策调控的力度和持续性。

根据国家统计局数据，2025 年 4 月，中国制造业/服务业/建筑业 PMI 分别为 49%、50.1%、51.9%，环比下降 1.5、下降 0.2、下降 1.5 个百分点。

制造业受关税战影响下出口放缓拖累，PMI 低于历史同期均值（剔除 2020 年，50.1%），供需两端均有所走弱。其中，生产指数较上月回落 2.8 个百分点，至 49.8%；新订单、新出口订单指数较上月分别回落 2.6/5.7 个百分点，至 49.2%/44.7%。

服务业 PMI 虽保持在扩张区间，但边际小幅回落，其中餐饮住宿等生活性服务业受清明小长假提振作用有限，电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务等生产性服务业仍保持较高景气度。建筑业 PMI 延续低位，

其中房地产依然偏弱，房屋建筑业环比下降 7 个百分点，高频数据显示水泥开工率同比回落 0.5 个百分点，建筑钢材成交量同比回落超 2 成；但土木工程建筑业较同期均值降幅收窄，基建或出现边际改善，与沥青开工率回升走势保持一致。

(2) 进出口：出口增速面临下行压力；进口恢复仍需政策加码。

根据海关总署数据，以美元计价，2025 年 4 月，出口同比增长 8.1%（前值 12.4%），进口同比下降 0.2%（前值-4.3%）。

出口增速虽然回落但仍处较高水平。一是由于去年同期基数较低（24 年 4 月出口同比增长 1.3%）；二是出口商选择在美国加征关税政策正式生效前加快出货，“抢出口”、“抢转口”现象仍然存在；三是对东盟、非洲、拉美等新兴市场出口显著增长，抵消了对美出口下滑的影响。当前中美关税战形势趋缓，但“抢出口”、“抢转口”扰动下外需提前释放，后期出口增速或面临下行压力。

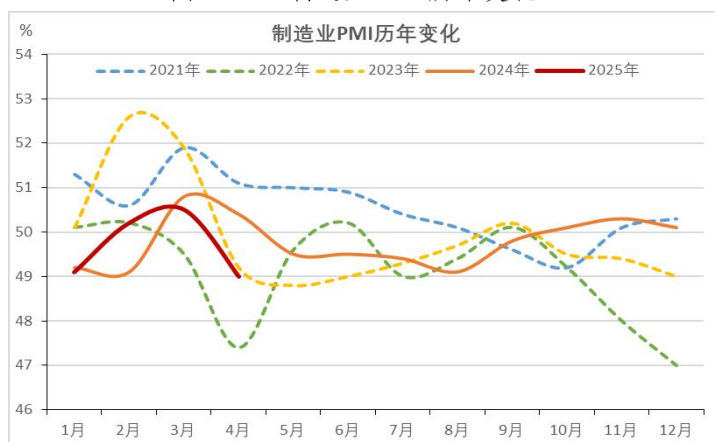
进口有所改善但结构分化特征明显。一方面中国对美关税反制背景下初级产品进口量缩减（大豆-14.6%、天然气-9.2%），压制进口增速；另一方面，国内制造业设备更新与技术改造需求回升，相关产品进口有支撑（机电产品+5.7%）。进口商品结构显示我国内需修复仍不均衡，5 月 7 日降准降息等一揽子金融政策率先落地，后续仍需配套财政政策加码或等待关税影响进一步显现。

(3) 价格指数：5 月 CPI 同比小幅回升，PPI 增速大概率继续承压。

4 月 CPI 同比下降 0.1%（3 月同比下降 0.1%），环比由降转涨 0.1%（3 月环比下降 0.4%）。CPI 同比降幅与上月持平，主要受 3 月下旬以来国际油价大幅下行，导致国内成品油价格大幅下调。CPI 环比增速超预期，主要是需求回暖叠加假期因素带动出行服务价格回升；另外食品类 CPI 同比降幅明显收窄，其中鲜果类价格同比增长 5.2%。5 月气温上升，蔬菜鲜果等食品价格大概率走弱，但旅游出行相关服务消费或迎来上升期，CPI 增速有望小幅回升。

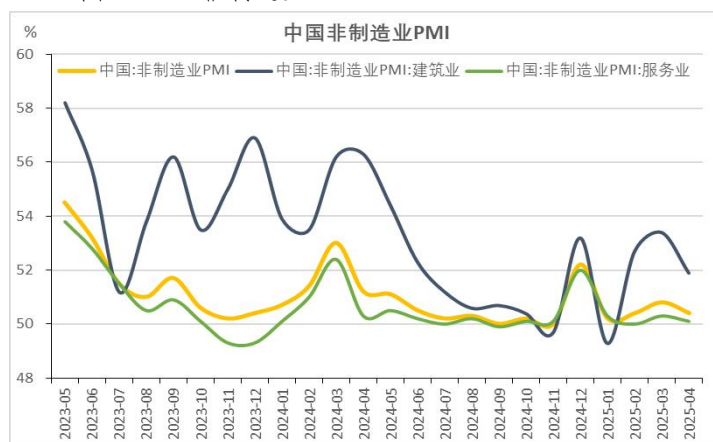
4 月 PPI 同比下降 2.7%（3 月同比下降 2.5%），环比下降 0.4%（3 月环比下降 0.4%）。PPI 同比降幅扩大、环比降幅持平，一方面是由于国内房地产市场持续调整、工业品需求本身偏弱；另一方面受国际输入性因素影响，能源价格大幅下行，相关行业中油气开采及加工等行业同比降幅扩大。5 月结合出口增速回落可能性较大、以及制造业出厂价格指数回落，PPI 增速大概率继续承压。

图 2-10：制造业 PMI 历年变化



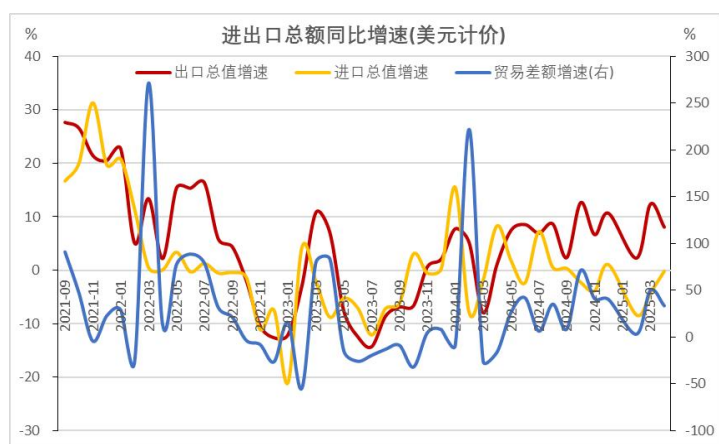
数据来源：Wind 资讯，先融期货

图 2-11：非制造业 PMI



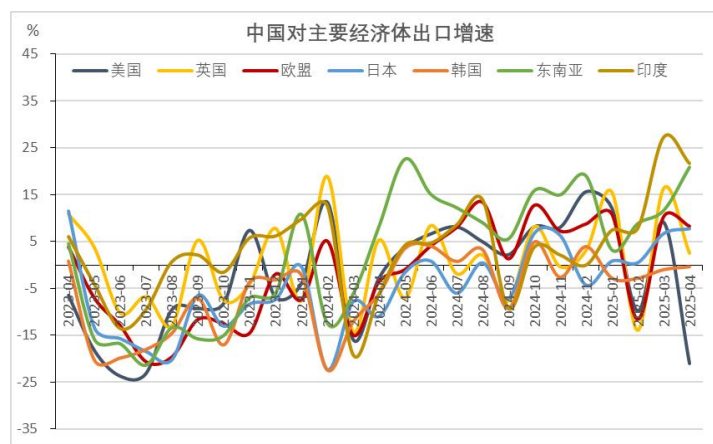
数据来源：Wind 资讯，先融期货

图 2-12：进出口增速（%）



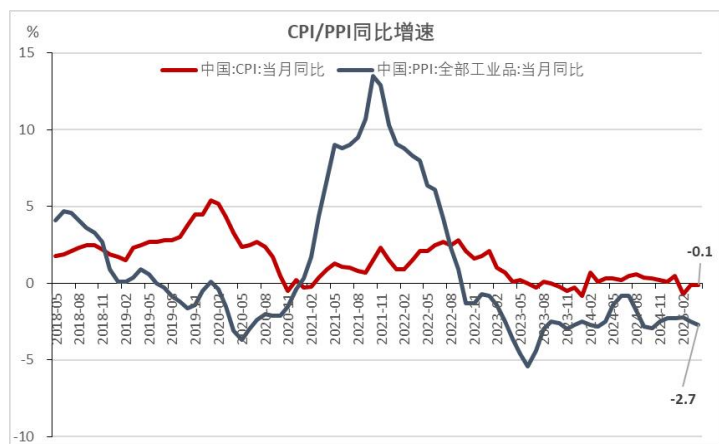
数据来源：Wind 资讯，先融期货

图 2-13：中国对主要经济体出口增速



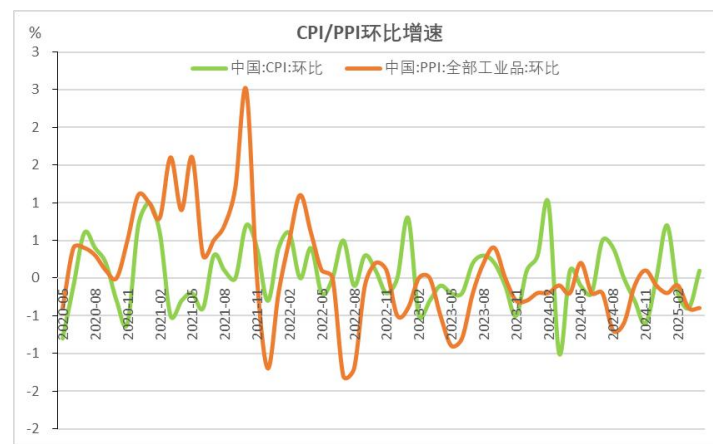
数据来源：Wind 资讯，先融期货

图 2-14：CPI/PPI 同比增速



数据来源：Wind 资讯，先融期货

图 2-15：CPI/PPI 环比增速



数据来源：Wind 资讯，先融期货

2. 电煤需求：电煤日耗呈现地区间分化，后期需关注各地升温及降水情况。

4月，受水电出力转弱影响，煤电发电量降幅略有收窄；1-4月，煤电发电量延续负增长。CCTD统计的4月上、中、下旬总日均发电量同比分别增长5.6%、增长2.2%、增长0.4%，其中，火电日均发电量同比分别下降2.2%、下降5.5%、下降4.7%。

中电联统计的燃煤电厂（煤电装机占比约2/3）4月发电量同比下降5%（3月下降5.6%），1-4月发电量同比下降7.4%（1-3月下降8.1%）。五大发电集团（煤电装机占比近1/2）4月总发电量同比增长2%（3月增长0.7%），其中煤电发电量同比下降5.1%（3月下降5.6%）。1-4月，总发电量同比下降0.7%（1-3月下降1.4%），其中煤电发电量同比下降7.2%（1-3月下降7.8%）。

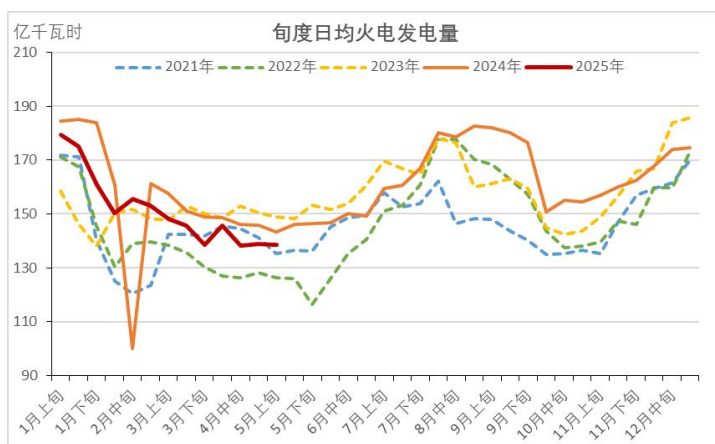
国家气候中心预测，夏季（6-8月）全国大部地区气温较常年同期偏高，其中华东、华中、西南、西北大部地区高温（ $\geq 35^{\circ}\text{C}$ ）日数较常年同期偏多。华北、华东北部、新疆等地初夏高温热浪明显，华东南部、华中南部、华南、西南地区东部盛夏高温伏旱显著。4月下旬，全国各地终端日耗基本见底。5月以来，随着气温自南向北上升，除西北、东北地区外，其余地区终端日耗季

节特征明显。从同比看，华南、西南及中南地区终端日耗明显偏高；华东地区终端日耗与去年基本持平；西北、东北地区终端日耗较去年仍明显偏低。

5月中旬后，各地升温过程仍有所差异，终端日耗走势或仍呈现地区间分化。迎峰度夏临近，电煤需求能否有效增加仍取决于升温及水电出力情况。

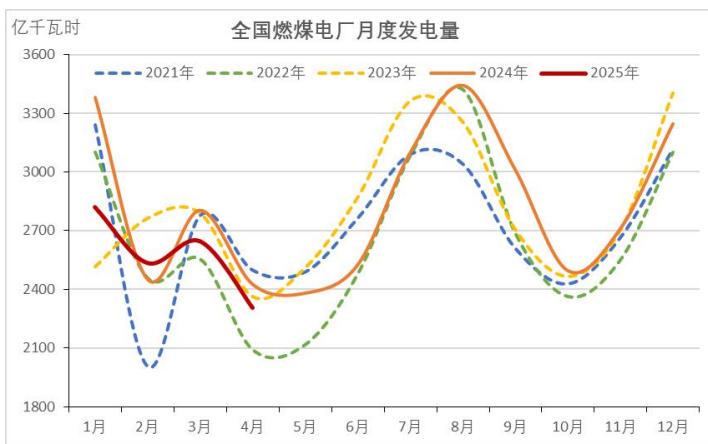
结合1-4月中电联口径煤电发电量同比下降7.4%的情况，1-4月煤炭消费总量同比减少约6200万吨。从近期五大发电集团周度发电量数据看，5月以来水电发电量降幅扩大，按5-6月煤电发电量（2024年同期煤电发电量约8232亿千瓦时）同比下降2%测算，预计煤炭消费量同比减少约800万吨。

图 2-16：旬度日均火电发电量



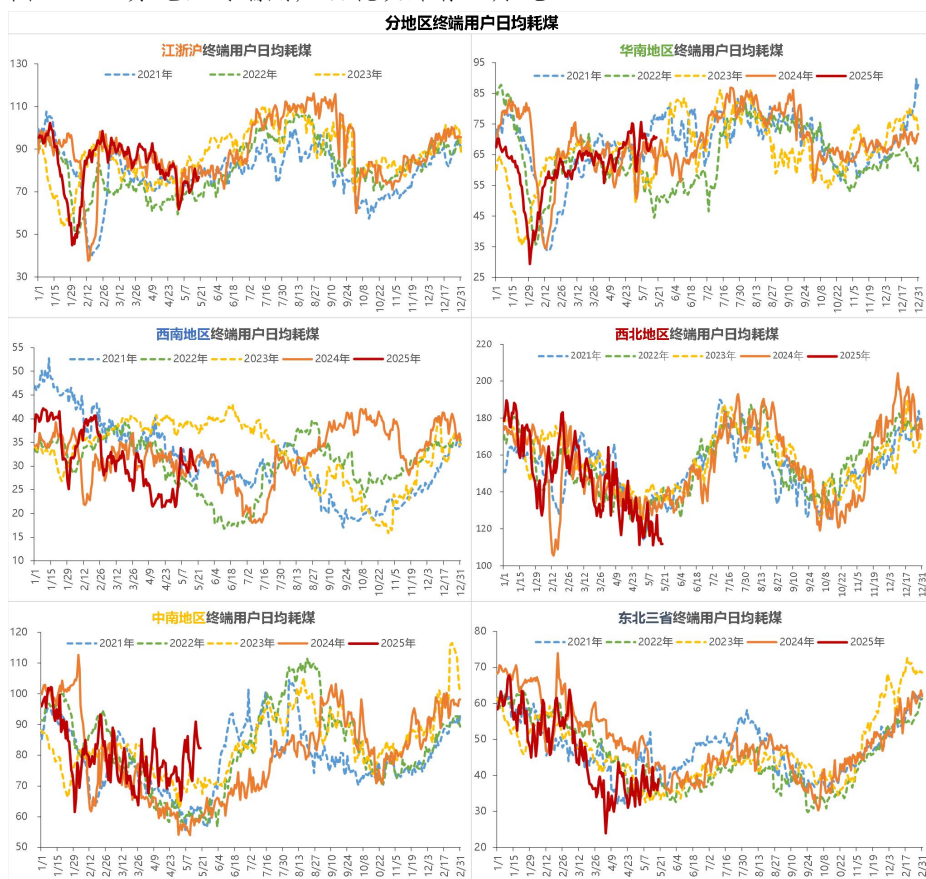
数据来源：CCTD，先融期货

图 2-17：燃煤电厂月度发电量



数据来源：中电联，先融期货

图 2-18：分地区终端用户日耗及库存（万吨）



数据来源：CCTD，先融期货

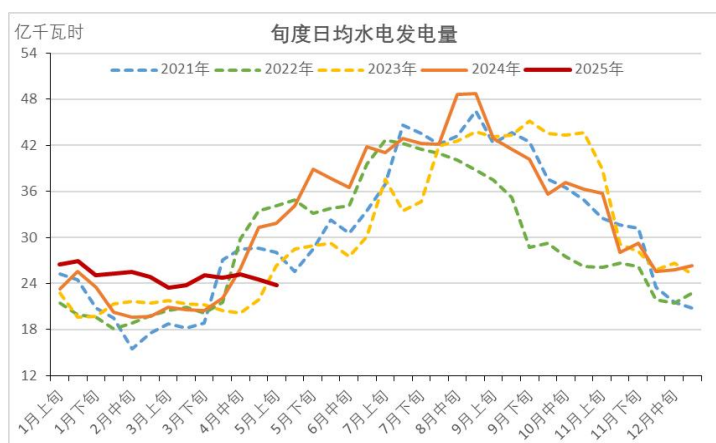
3. 水电：5月水电或继续保持负增长。

4月，水电发电量增幅收窄（转降）。根据CCTD统计，4月上、中、下旬水电日均发电量同比增长12.2%、下降2.7%、下降21.7%。五大发电集团4月水电发电量同比增长2.5%，1-4月水电发电量同比增长8.5%。国网经营区域4月水电发电量同比下降13.8%，1-4月水电发电量同比下降4.4%。

国家气候中心预测，夏季（6-8月）我国东部降水呈“北多南少”分布。京津冀、山西、内蒙古中部和东南部、辽宁、吉林南部、山东、河南北部、陕西中北部、宁夏东部、西藏南部等地将发生极端强降水过程并引发洪涝灾害；福建西部、江西大部、湖南大部、新疆北部降水偏少，将出现阶段性气象干旱。海河流域、黄河流域中下游、辽河流域、淮河流域降水较常年同期明显偏多，暴雨过程多，将有较重汛情；长江下游将出现阶段性汛情。

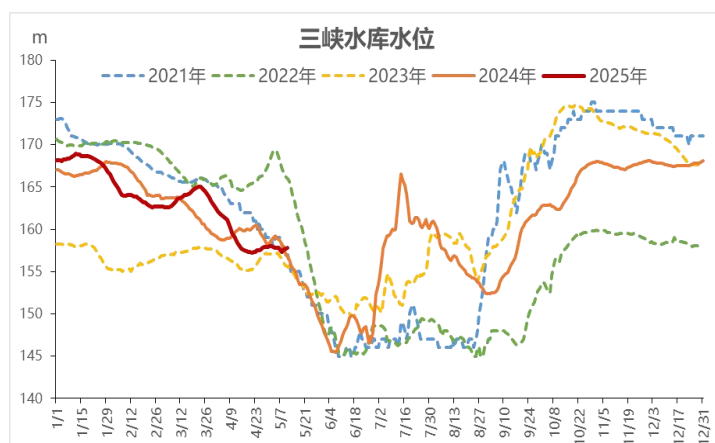
5月全国大部地区降水整体仍偏少，预计水电出力好转程度或相对有限。

图 2-19：旬度日均水电发电量



数据来源：CCTD，先融期货

图 2-20：三峡水库水位



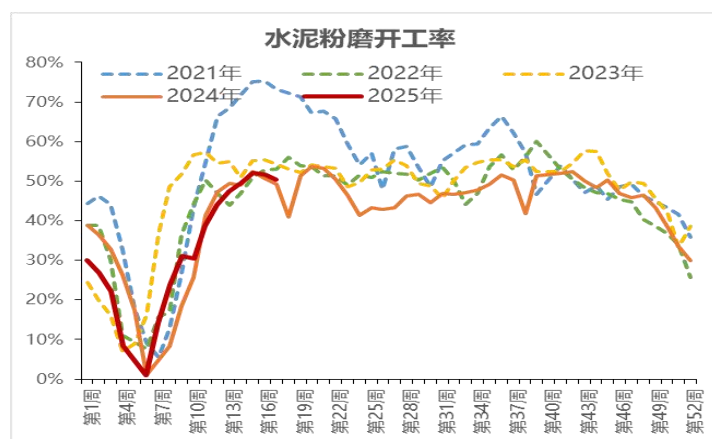
数据来源：Wind 资讯，先融期货

4. 非电需求：非电行业旺季进入尾声，预计需求以稳为主。

建材及冶金：建材方面，年初以来受项目资金到位情况及经济前景不确定性影响，水泥厂基本保持低库存按需采购。二季度水泥开工率持续回升，截至5月上旬，水泥熟料产能利用率63.9%，月环比上升1.4个百分点，同比上升8.4个百分点，基本达到季节性高点，5-6月建材行业进入相对平稳阶段，预计用煤稳中略有下降。冶金方面，一季度全国规模以上粗钢产量同比增长0.6%，增加约155万吨；但全年钢铁产量预期仍有所下降，粗钢产量同比减少约800-1000万吨，考虑房地产市场弱势和外部环境因素，预计二季度及后期冶金煤需求将有所减量。

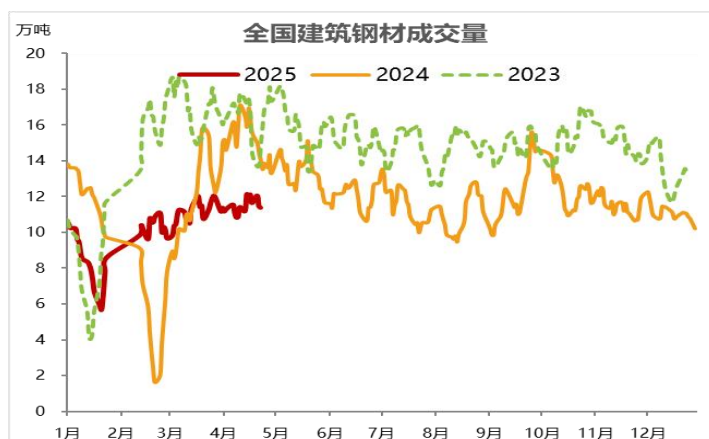
化工：二季度以来化工耗煤量在高位保持平稳；5月初，受甲醇开工率上升带动，化工行业耗煤量快速增加。随着新疆、内蒙新建煤化工项目投产，预计化工煤需求仍有增量。

图 2-21：水泥粉磨开工率



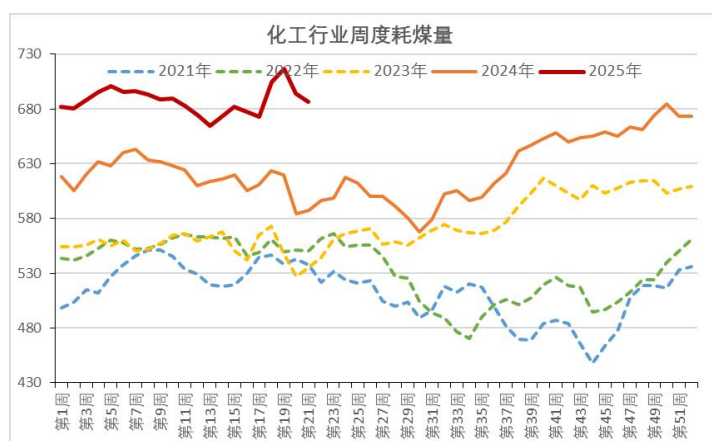
数据来源：CCTD，先融期货

图 2-22：全国建筑钢材成交量



数据来源：Wind 资讯，先融期货

图 2-23：化工行业周度耗煤量（万吨）



数据来源：CCTD，先融期货

（三）供需平衡及价格预测

港口库存创历史新高；终端库存整体水平适中，地区间有所分化。受北港大风天气扰动及下水煤需求持续偏弱影响，环渤海及沿江港口库存再创历史新高，同比增幅扩大：截至5月上旬，全国主要港口动力煤库存月环比增长7.1%，同比增长23.9%。其中，环渤海港口库存月环比增长7.2%，同比增长38.2%；沿海及沿江港口库存月环比增长7.1%，同比增长13.2%。

终端库存水平整体适中：截至5月上旬，25省终端库存月环比增长4.2%（分地区看，5月以来华南、西南终端库存小幅增加；华东终端库存基本稳定；西北、中南、东北终端库存小幅下降）；同比由增转降0.1%（分地区看，5月上旬华东、西南、西北终端库存同比偏高4%-8%；华南、中南、东北终端库存同比偏低2%-6%）。其中，沿海及沿江10省库存月环比增长5%，同比微增0.1%。

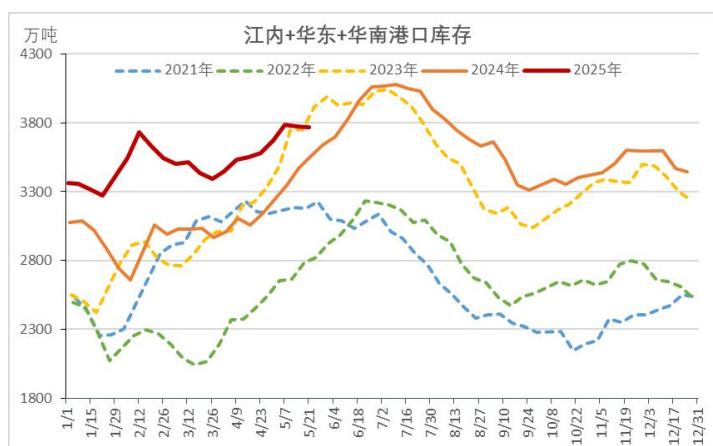
5-6月，国内煤炭市场供需由宽松趋向平衡，短期市场煤价仍有下行空间，后期在进口煤减量和迎峰度夏前提库存需求的双重支撑下，煤价或将企稳甚至小幅反弹。

供应增幅放缓。国内煤矿淡季检修结束，在迎峰度夏保供要求下供应将有

所恢复；但去年同期煤炭产量低基数效应趋弱，预计国内煤炭产量环比增加、同比增幅收窄。进口煤受价格倒挂、印尼采矿权费率新规抬升中低卡煤成本、海关严控劣质煤进口导致部分俄煤通关受限、发改委要求电力企业主动压降进口煤采购量等影响，进口煤将延续减量。

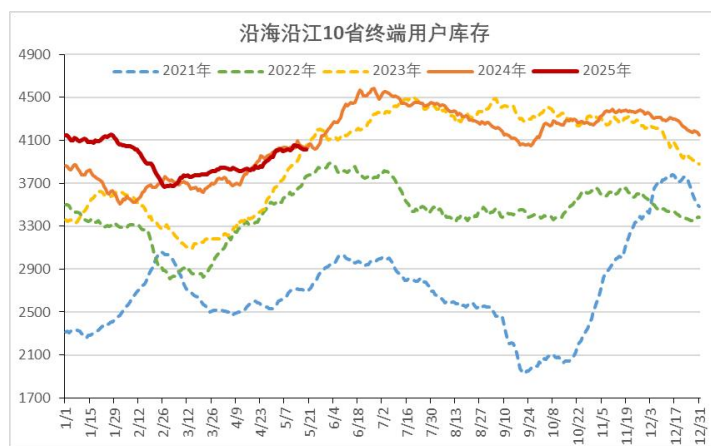
电力需求有增量，非电需求保持平稳。5月气温较往年同期偏高，华南、长江中下游日耗提前季节性上升，电厂在迎峰度夏前提升库存，需求增加。非电需求旺季接近尾声，叠加中美关税战导致的外部环境不确定性影响，预计将以稳为主。

图 2-24：沿海及沿江港口库存



数据来源：煤炭江湖，先融期货

图 2-25：沿海及沿江终端库存



数据来源：CCTD，先融期货

图 2-26：中下游库存及价格



数据来源：煤炭江湖，CCTD，先融期货

三、应对策略建议

4-5月，虽然受长协煤价支撑和进口煤价格倒挂影响，不排除迎峰度夏前受电厂集中补库影响，市场煤价阶段性小幅反弹，但在新能源替代、高库存、中美对等关税等多因素叠加，预判煤炭市场延续供需相对宽松格局，建议有关单位：

一是加强与电力部门沟通，结合区域发电量预测情况，落实好迎峰度夏前

提库存计划，加大优质低价现货采购，为完成全年保供控价工作目标创造有利条件。

二是沿海沿江地区电厂要密切跟踪国际市场形势和主要出口国政策变化，及时调整采购策略，确保采购进口煤经济性。

三是充分利用好各路局铁路运费优惠政策，持续优化采购结构。

中电投先融期货股份有限公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

制作人

部门	姓名	岗位	从业资格号	投资咨询号
研究发展部（大宗商品研究中心）	高峰	部门总监	F0250578	Z0002778
研究发展部（大宗商品研究中心）	谢季轲	研究员	F3067907	Z0014888
研究发展部（大宗商品研究中心）	郭庆祯	研究员	F03112336	

制作人声明

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

本报告仅供中电投先融期货股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

我们已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，报告中作出的任何建议不作为我公司的建议。本公司提供的投资咨询建议具有针对性和时效性，不能在任何市场环境下长期有效。您应当充分了解并评估交易咨询建议的局限性，审慎决策。您应当充分了解市场变化的不确定性和投资风险，当本公司及其业务人员在为您提供交易咨询服务时，任何有关行情的预测都可能与实际情况有差异，若您据此作出的任何投资决策均与本公司无关，您需要承担由此带来的风险和损失。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证报告所含的信息和建议不会发生任何改变。

本报告版权仅为本公司所有，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。

©版权所有：中电投先融期货股份有限公司

地址：重庆市江北区江北城聚贤岩9号国华金融中心A塔23F