



# 蛰伏蓄力，分化演绎

## —2026年黑色市场策略报告

道通期货研究所  
2025年12月25日

### 报告导读

#### 钢材：蛰伏磨底，待机而动

需求方面，过去几年钢材下游消费结构发生较大变化，制造业与出口稳定增长，对冲地产用钢的损失量，钢材的直接出口和机电产品出口与地产新开工相比，对钢材消费的影响更为巨大，预计 2026 年制造业和直接出口的消费增长将带动钢材需求出现 3%以上的增长，对冲房地产的 1.5%的减量，全年钢材需求或增长 1.5%。供应方面，国内钢材的供应在低价和国内“反内卷”政策制约下产能仍有望收缩，总供给或跟随需求增长 1.5%左右。成本方面，铁矿石供需边际宽松，价格中枢仍有下移空间；焦煤政策支撑增强，价格底部基本探明，供求处于再平衡过程。在钢材弱平衡的格局下，钢铁利润难有明显扩张，价格依托成本波动。

目前钢价处于近十年来相对低位，在“反内卷”及潜在的宏观利好政策支撑下，下行空间不大。由于需求复苏仍需要较长时间，供应端过剩产能出清相对缓慢，钢价反弹空间也受到明显制约。除此之外，国内外宏观变量依然较多，阶段性或放大市场情绪和价格波动。2026 年钢材大概率宽幅震荡为主，预计螺纹的运行区间为 2900-3500 元/吨，热卷的运行区间为 3100-3700 元/吨。

#### 铁矿：供需边际宽松，价格重心下移

2026 年铁矿市场呈现供需双增格局，过剩幅度有所扩大。供给方面，四大

矿山(不含西芒杜权益)预计新增产能 1500-1800 万吨产能, 非主流矿预计新增产能 3000-3500 万吨, 国产矿预计新增产能 600 万吨, 全球合计新增约 5100-5900 万吨产能, 折算对应产量约 4080-4700 万吨; 需求方面, 预计全球生铁产量增幅 1%, 增量 1240 万吨, 对应铁矿石需求增量约 2000 万吨; 2026 年铁矿石过剩幅度扩大 2080-2700 万吨。

在供需边际宽松的背景下, 市场大概率呈现价格重心逐渐下移的态势, 61% 指数价格中枢将由当前的 100-105 美元/吨逐渐下移至 95 美元/吨, 全年价格主要波动区间预计为 85-110 美元/吨, 对应大商所铁矿石期货价格 650-850 元/吨; 当然, 不排除在政策预期和情绪推动下, 价格在一季度或有达到 115 美元/吨的可能性, 这也会为套期保值提供了良好的时点。考虑到 2026 年国内外宏观环境偏暖、新增产能的释放进度和铁矿石的掉品问题, 预计价格难以出现流畅下跌, 市场波动率依然偏低, 节奏上关注钢铁利润情况和供应释放节奏。

### 焦煤: 价格底部基本确认, 弹性空间受制于需求

明年国内煤矿生产料在“保供—纠偏—再平衡”的政策框架下运行, 国内焦煤产量预计不再是单边、持续的供给扩张或收缩趋势, “保供”和“合规生产”的政策影响并存, 同时生产利润的引导性也将增强, 焦煤产量重心同比料持稳, 波动料增强。进口在调节供需平衡中的边际影响力持续提升, 蒙煤仍将构成进口增量的核心来源, 海运煤则更多取决于阶段性性价比变化, 共同决定焦煤进口对国内市场的边际影响。

### 焦炭：产能过剩特征延续，焦价继续跟随焦煤波动

焦炭行业供给端的结构性过剩特征依然突出，行业整体呈现出“微利运行、高产出弹性”的被动生产状态，供给总量大幅扩张的可能性较低，但存量产能的闲置弹性依然构成潜在供给压力。焦企盈利水平仍将主要受制于上游原料煤成本的刚性约束以及下游钢厂利润分配的边际变化，行业运行状态难以脱离“低利润、弱波动”的常态区间，焦炭价格继续跟随焦煤成本波动。

整体在终端需求弱稳的情况下，焦煤供应波动性预计增大，双焦向下面临成本支撑，但向上仍受制于需求不足的制约，价格预计依托成本区宽幅震荡，区间可分别参考 900-1500 元/吨、1500-2100 元/吨。高点位置主要受阶段性的供需错配情况影响，需关注明年煤矿生产政策影响以及需求预期的变化，关注阶段性供求变化带来波段机会。

#### 风险提示：

宏观面宽松超预期带动全球制造业补库存（上行风险）

逆全球化导致贸易摩擦加剧拖累全球总需求（下行风险）

## 目 录

### 一、钢材市场：蛰伏磨底，待机而动

#### 1.1 供给面分析

##### 1.1.1 产能置换暂停，政策扰动有限

##### 1.1.2 2026年全球钢铁产量有望小幅增长

#### 1.2 需求面分析

##### 1.2.1 制造业需求稳定增长

##### 1.2.2 基建需求稳定

##### 1.2.3 地产持续下滑

##### 1.2.4 出口维持高位

#### 1.3 主要影响因素分析

##### 1.3.1 国际宏观面分析

##### 1.3.2 国内宏观面分析

#### 1.4 2026年钢材市场展望

### 二、铁矿市场：供需边际宽松，价格重心下移

#### 2.1 铁矿石供应分析

##### 2.1.1 四大矿山供应展望

##### 2.1.2 非主流矿供应展望

##### 2.1.3 国产矿供应增量有限

#### 2.2 全球生铁产量将小幅增长

#### 2.3 港口库存累积，钢厂库存持续低位

#### 2.4 供需平衡和价格推演

### 三、双焦市场：价格底部基本确认，弹性空间受制于需求

#### 3.1 国内煤炭行业政策变化

#### 3.2 供应政策趋于审慎，焦煤产量料重心稳定、波动增强

#### 3.3 全球炼焦煤资源成本分布

#### 3.4 2026年焦煤进口供应有增量空间，外部补充权重预计抬升

##### 3.4.1 蒙煤进口有增量空间

##### 3.4.2 俄煤进口预计平稳

##### 3.4.3 澳煤进口的价格弹性增大

##### 3.4.4 美、加焦煤进口

#### 3.5 2026年焦炭预计延续产能过剩格局

##### 3.5.1 2025年焦化产能净增为主

##### 3.5.2 结构性过剩继续锁定低利润，价格跟随焦煤波动

##### 3.5.3 焦炭出口回落

#### 3.6 焦煤下游低库存特征料延续，可关注阶段性的补库需求

##### 3.6.1 负反馈压制，焦炭被动去库

##### 3.6.2 焦煤库存降至偏低水平，关注阶段性补库需求影响

## 一、钢材市场：蛰伏磨底，待机而动

### 1.1 供给面分析

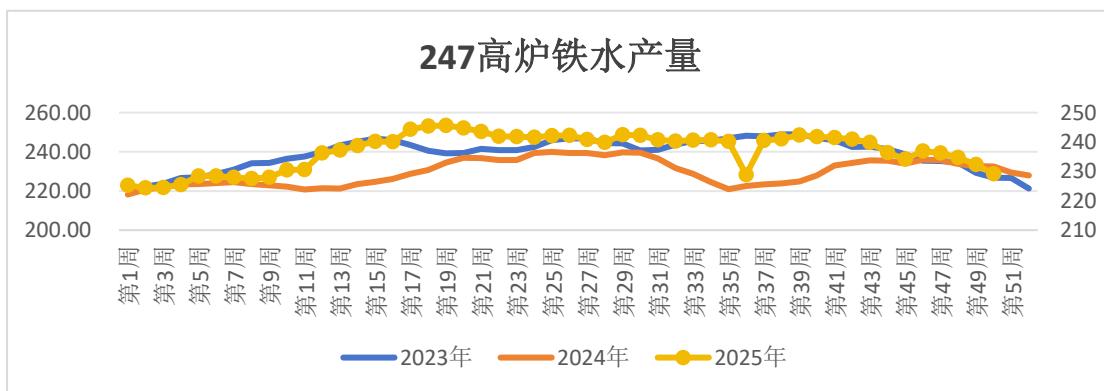
#### 1.1.1 产能置换暂停，政策扰动有限

自 2024 年 8 月 23 日起，工信部发布通知暂停公示、公告新的钢铁产能置换方案，未按通知要求继续公示、公告钢铁产能置换方案的，将视为违规新增钢铁产能。因此 2025 年并没有新的产能置换公示。2025 年 8 月 6 日，工业和信息化部、自然资源部、生态环境部、商务部、市场监管总局关于印发《钢铁行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》的通知。方案中提出要求 2025—2026 年钢铁行业增加值年均增长 4%左右，加大产能减量置换力度，推进绿色低碳改造，促进产业减量发展及转型升级。同时强化产能置换、项目备案、环评、排污许可、工业产品生产许可、能评等政策协同。支持大气污染防治重点区域钢铁产能向区域外减量转移。按照支持先进企业发展、倒逼落后低效产能退出的原则落实年度产量调控任务。此外，还将推进钢铁企业分级分类管理、强化产业科技创新、增强高端产品供给能力。

2025 年 10 月 24 日，工信部对《钢铁行业产能置换实施办法（征求意见稿）》公开征求意见，与上一版相比，新的方案更加注重环保和低碳发展目标，鼓励发展电炉钢，将重点区域调整为京津冀及周边地区、长三角地区和汾渭平原。同时进一步严格了产能置换管理的要求，将产能置换比例提高至不低于 1.5:1（2021 年 6 月 1 日后新取得的合规产能置换不得低于 1.25:1）。

整体来看，通过制造业和“以价换量”出口增量的支撑，国内钢材供需矛盾暂不突出。同时在原料让利的情况下，年内钢铁行业维持较好的生产利润，钢厂缺乏主动减产的意愿。在利润驱动下，247家钢厂全年铁水维持近年高位，整体供应充裕。另一方面，在宏观经济新旧动能转换的过程中，地方政府面临较强的就业及财政压力，政策强制减产的驱动亦显不足。

图 1：铁水产量



来源：mysteel 道通期货研究所

国家统计局数据显示：2025年11月，中国粗钢产量6987万吨，同比下降10.9%；生铁产量6234万吨，同比下降8.7%；钢材产量11591万吨，同比下降2.6%。1-11月，中国粗钢产量89167万吨，同比下降4.0%；生铁产量77405万吨，同比下降2.3%；钢材产量133277万吨，同比增长4.0%。

预计2026年政策端对钢材产能变化的影响仍然较为有限。但仍需对环保限产等问题对钢铁供应的影响给予充分的重视。

中国房地产行业用钢已基本接近底部，且制造业用钢需求仍将继续增长，预计2026年中国钢铁消费降幅收窄，钢铁产量降幅也将收窄，预计2026年中国粗钢产量或下降1000万吨。

### 1.1.2 2026 年全球钢铁产量有望小幅增长

世界钢铁协会 (World Steel Association) 12 月 23 日发布的数据显示，全球 11 月全球粗钢产量 1.401 亿吨，同比降 4.6%。延续今年以来需求疲软与成本压力交织的下行趋势。

2025 年 11 月，非洲粗钢产量为 200 万吨，同比提高 7.4%；亚洲和大洋洲粗钢产量为 9990 万吨，同比下降 7.1%；欧盟（27 国）粗钢产量为 1020 万吨，同比下降 3.5%；其他欧洲国家粗钢产量为 370 万吨，同比提高 9.8%；中东粗钢产量为 550 万吨，同比提高 8.2%；北美粗钢产量为 900 万吨，同比提高 5.4%；俄罗斯和其他独联体国家+乌克兰粗钢产量为 630 万吨，同比下降 3.9%；南美粗钢产量为 350 万吨，同比提高 2.4%。

2025 年 11 月，中国粗钢产量为 6987 万吨，同比下降 10.9%；印度粗钢产量为 1370 万吨，同比提高 10.8%；美国粗钢产量为 680 万吨，同比提高 8.5%；日本粗钢产量为 680 万吨，同比下降 1.6%；俄罗斯粗钢预估产量为 520 万吨，同比下降 6.6%；韩国粗钢产量为 500 万吨，同比下降 4.8%；土耳其粗钢产量为 330 万吨，同比提高 10.0%；德国粗钢产量为 280 万吨，同比下降 2.6%；巴西粗钢产量为 280 万吨，同比提高 0.7%；伊朗粗钢产量为 340 万吨，同比提高 9.2%。

全球钢铁产业正面临多重压力：首先，主要经济体制造业恢复缓慢，房地产与基建投资不振，终端需求疲弱，使钢材订单缩减。尤其在中国房地产市场持续低迷的背景下，长材与板材消费均出现下滑，带动钢厂主动或被动压减产能，以应对利润挤压和库存累积风险。此外，钢铁行业在能源价格回落后虽获得一定成本缓冲，但铁矿石价格仍处高位运行，进一步压缩生产利润空间。从区域看，中

国之外的亚洲市场产量整体走弱，而欧洲因能源成本回升与经济增长不及预期，多家钢厂选择季节性检修或减产。美国市场在制造业放缓与汽车行业波动的影响下，产量保持低位震荡，难以协助全球供应回升。短期来看，钢铁行业仍将承受需求不足和政策不确定性的双重压力。虽然部分国家在基础设施建设和绿色转型方面持续投入，但整体订单仍未见明显改善。中国若后续推出进一步刺激房地产和地方基建的政策，有望为钢铁需求带来一定托底作用，但力度和持续性仍取决于宏观政策空间。

全球钢厂普遍认为，四季度将延续生产收缩节奏，全年粗钢产量大概率较2024年下滑。市场普遍预计，行业复苏可能要等到2026年，在工业投资回暖、供应链恢复以及新能源相关产业刺激需求后才显现积极迹象。

Mysteel 预计 2026 年全球粗钢产量同比小增 0.5%-1%。中国粗钢产量降幅收窄，印度、东南亚、非洲及中东继续延续增长态势。

## 1.2 需求面分析

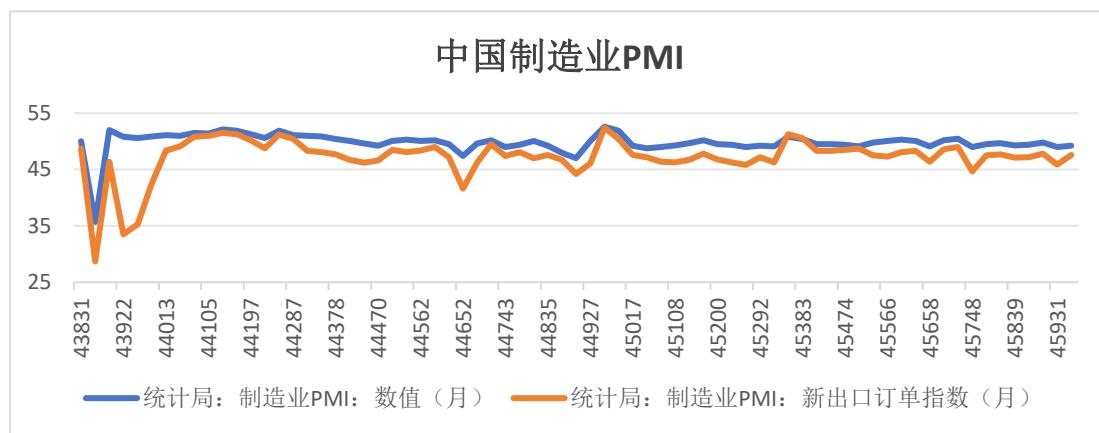
### 1.2.1 制造业需求稳定增长

自地产下行以来，钢材需求结构发生重大变化，地产用钢持续转弱，制造业用钢和出口需求快速拉升，对冲地产用钢损失量，因此制造业用钢对研判钢材需求至关重要。

2025 年以来，除 2、3 月份制造业 PMI 小幅扩张外，其余月份均处荣枯水平线之下，截至 11 月中旬，数据已连续 7 月处荣枯水平线之下，制造业整体维持偏弱态势。细分来看，生产、订单、库存指标均有所回落，且生产指数表现强于订单指标，显示出当前供需过剩的格局暂未改变，逆周期政策亟需进一步发力。

从需求端来看，新订单方面，“新旧”动能行业分化表现延续，其中技术制造、装备制造业、消费品行业新订单指数虽然环比有所回落，但整体仍处荣枯水平线上，而高耗能、建筑行业 PMI 仍然处于偏弱区间；出口方面，11 月新出口订单指数较 10 月反弹至 47.6%，上升 1.7 个百分点。

图 2：中国制造业 PMI



来源：同花顺 道通期货研究所

1-11 月份，全国固定资产投资（不含农户）444035 亿元，同比下降 2.6%；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长 0.8%。11 月份，固定资产投资（不含农户）环比下降 1.03%。其中制造业投资增长 1.9%。

图 3：固定资产投资累计同比



数据来源：同花顺

细分行业来看，与钢材需求密切相关的汽车制造业和铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业均维持着同比正增长。1—11月份，通用设备制造业投资同比增长8.9%。交通运输装备技术更新升级、生产投入也在加大。1—11月份，汽车制造业、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业投资分别增长15.3%和22.4%。同时，能源绿色转型投入加大，信息技术广泛应用，相关服务投资继续扩大。

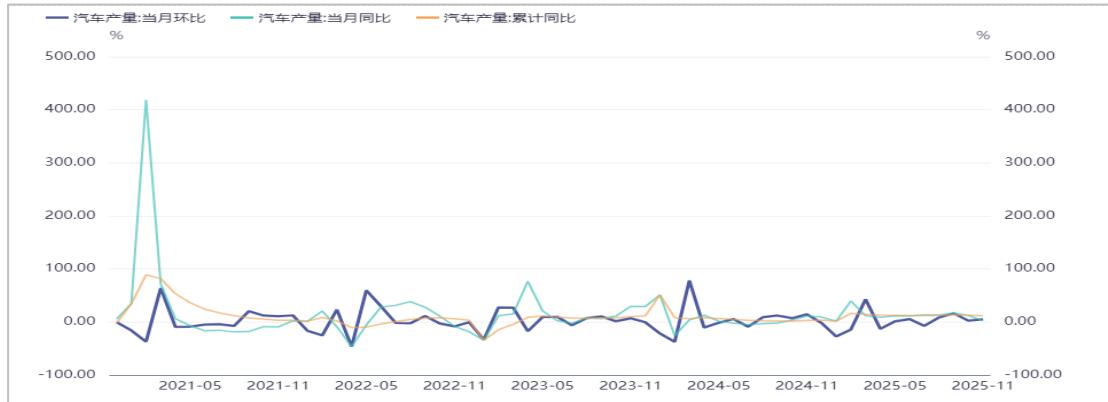
图5：制造业投资累计同比



来源：mysteel

11月汽车产销同环比均增长。11月汽车供给指数为171.34，同比上升2.57%，环比上升3.72%。2025年11月，汽车产销分别完成353.2万辆和342.9万辆，环比分别增长5.1%和3.2%，同比分别增长2.8%和3.4%，月度产量首次超过350万辆，创历史新高。11月车企对政策窗口期积极抢抓，汽车产销延续良好态势，同环比均实现增长。新能源汽车产销强劲，11月新能源汽车产销分别完成188万辆和182.3万辆，同比分别增长20%和20.6%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的53.2%。

图 6: 汽车产量同比



数据来源: 同花顺

据中国钢铁工业协会披露, 近 5 年我国汽车销售年均增速为 7%, 2025 年增速高达 11%。汽车销售高增速得益于我国在全球新能源汽车行业的产业优势, 同时 2024—2025 年消费补贴对国内汽车消费也有拉动作用。

2025 年全国家电产量维持稳定增长, 增幅主要来自国补、以旧换新等政策补贴带动的增量需求, 以及外部贸易冲击带需求前置。下半年伴随着补贴退坡、前期抢出口致使海外库存高企、去年高基数等多方面因素共同影响下, 四季度产量环比转弱, 同比增速亦有所下滑。

国家统计局数据显示, 2025 年 11 月中国空调产量 1502.6 万台, 同比下降 23.4%; 1-11 月累计产量 24536.1 万台, 同比增长 1.6%。11 月全国冰箱产量 944.2 万台, 同比增长 5.6%; 1-11 月累计产量 9934.2 万台, 同比增长 1.2%。11 月全国洗衣机产量 1201.3 台, 同比增长 5.5%; 1-11 月累计产量 11309.7 万台, 同比增长 6.3%。11 月全国彩电产量 1744.9 万台, 同比下降 5.0%; 1-11 月累计产量 18340.9 万台, 同比下降 2.7%, 前期国补透支需求, 加之补贴力度减弱, 家电销

售情况不佳，虽有“双十一”促销节活动刺激消费者，但整体表现一般，11月家用电器和音像器材类零售额同比下滑19.4%，降幅较前期扩大4.8个百分点。

图7：家电产量累计同比



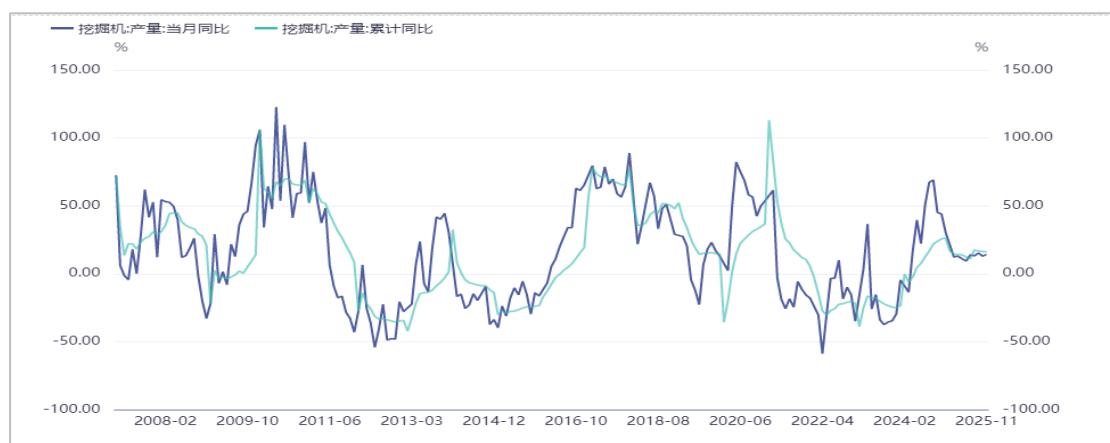
数据来源：同花顺

展望后期，中央经济工作会议提及要优化“两新”政策实施，或提振家电市场期待值，叠加年底促销活动频繁，家电市场或保持一定销售份额。预计2026年家电行业用钢需求持平略增。

机械方面仍维持增长态势。根据国家统计局数据，11月挖掘机产量为33623台，同比增14.3%，1-11月累计产量达到341667台，累计同比增长16.2%。11月工程机械销量同比增长。11月工程机械供给指数为228.41，同比上升19.19%，环比上升5.97%。2025年11月销售各类挖掘机20027台，同比增长13.9%。其中国内销量9824台，同比增长9.1%；出口量10185台，同比增长18.8%。11月销售各类装载机11419台，同比增长32.1%。其中国内销量5671台，同比增长29.4%；出口量5748台，同比增长34.8%。综合来看，11月挖掘机销量同比保持增长，其中内销数据明显改善，但根据中国工程机械工业协会公布的数据显示，11月挖掘机开工率57%，

与销量增长趋势不匹配，需求结构可能有所分化。出口方面，欧美需求复苏、改善，叠加“一带一路”沿线国家合作深化，使得出口同比实现增长。展望后期，12月重大会议陆续召开，宏观层面释放积极信号，在国家对大规模基建项目的支持下，工程机械需求有望稳步增长。

图8：挖掘机产量当月同比和累计同比



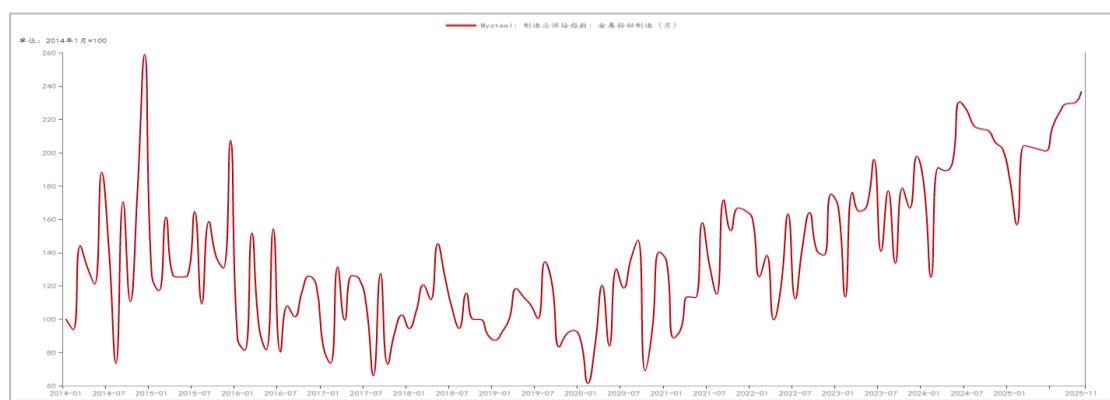
数据来源：同花顺

2025年机械行业用钢需求有所增长，主要受益于“设备更新”政策支持，以及出口支撑。前11个月我国机电产品出口同比增长8%。机械是制造业中用钢体量最大的行业，相关数据显示，2024年机械行业用钢量占比17%。机械设备出口至非美国家占比提升，出口韧性仍存；机械行业新能源渗透率提升将支撑机械行业稳健增长，预计机械行业用钢量将保持稳中有增趋势。

2025年11月全球造船业新订单环比回升。11月造船业供给指数为236.71，同比上升14.87%，环比上升2.99%。根据克拉克森数据显示，11月全球新船订单量出现反弹。11月全球新船订单成交量为152艘、513万CGT，按CGT计比去年同期的517万CGT下降1%，环比10月的299万CGT增加72%。其中，中国船企承接新船订单

100艘、258万CGT，全球市场占有率为50%，位居榜首。截止11月底，全球手持订单量为1.6840亿CGT，环比10月底减少120万CGT。其中，中国手持新船订单量达到10369万CGT，同比增加848万CGT，环比减少1万CGT，以62%的市场占有率继续稳居第一。

图9：造船业供给指数



来源：mysteel

由于地缘政治紧张局势，今年中国船企市场占有率整体有所下降，但仍保持领先地位，展现出中国造船业的韧性。

造船业对钢材的需求保持快速增长，2021—2025年中国手持船舶订单年均增速为47%。中国造船业已占据全球60%以上份额，2025年，全球手持船舶订单呈现下滑迹象，但中国受产业优势影响，手持船舶订单依然高于全球增速。考虑船舶2~3年的交付期，至2028年，中国手持船舶订单将支撑中国造船行业较高的用钢需求。

展望2026年，预计在政策端提振消费及以旧换新的支持下，制造业需求仍然维持增长态势，预计总体用钢需求增长5%左右，2025年制造业已经占据钢材总需求的50%，因此，我们预计2026年制造业将贡献钢材总需求约2.5%的增长。

### 1.2.2 基建需求稳定

据国家统计局数据显示，2025年1—11月份，基础设施投资累计同比下跌 1.1%。其中，1—11月份，电力热力生产和供应业、水上运输业投资同比分别增长12.5%、8.9%。

图10：基础建设投资累计同比



来源：mysteel

从基建投资细分领域来看，年内由中央资金主导的电力板块表现相对强势，而与地方资金相关的建筑、交运等板块表现弱势。这一结构性变化表明，虽然再融资专项债的发行帮助缓解了一些地方政府的偿债压力，但是在遏制新增隐性债务的定调没有发生改变的情况下，城投债发行低迷及土地出让金下滑严重影响了地方政府自身财力，从而限制了部分领域投资增速，这也是基础设施建设投资增速整体回落的主要原因。

从资金方面来看，今年以来，积极的财政政策为金融总量合理增长提供了有力支撑，特别是随着财政赤字率提升，政府债券对社会融资规模的贡献度明显提高。数据显示，今年新增政府债务总规模11.86万亿元，较去年增加2.9万亿元，普通国债、特别国债和地方政府专项债额度都明显增加，相应带动政府债券在社

会融资规模中占比提升，据测算，今年前11个月累计增量占比近四成。政府部门发债加杠杆，有力带动了全社会的信用扩张，对社会融资规模增长形成重要支撑。

最近的两次五年规划开局之年，均是财政政策边际扩张之年。“十三五”、“十四五”和“十五五”相比，宏观经济背景或有不同，但财政边际扩张的逻辑有所类似。此外，五年规划开局之年均会进行重大项目投资的规划和开工，且主要集中在上半年。

整体来看，为了保证“十五五”开局之年经济运行的良好态势，预计2026年财政政策或稳中求进，在既有框架下保证不退坡，力争有增量，新增专项债额度或进一步上调，对基建需求带来支撑。但考虑到央地财政情况表现，及“新旧”动能转换期，资金或更多流向传统用钢领域外的板块，基建用钢高度或表现有限。

因此，预计2026年基建对用钢需求维持稳定略增。

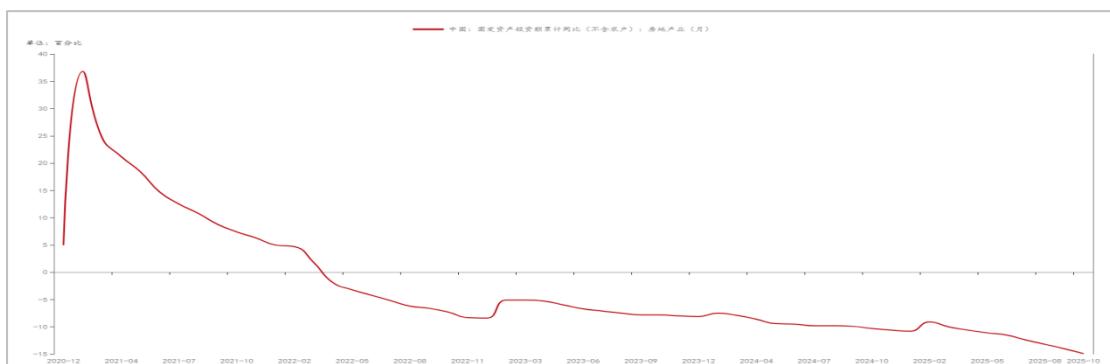
### 1. 2. 3 地产持续下滑

在政策端对地产定调未发生改变的情况下，地产行业趋向于以防范化解风险、稳定态势为主，措施和举措上也更倾向于以优化供给、提高质量、刺激销售为主，在开工端缺乏增量。这也与宏观数据表现一致，据国家统计局数据显示，1—11月份，全国房地产开发投资78591亿元，同比下降15.9%；其中，住宅投资60432亿元，下降15.0%。1—11月份，房地产开发企业房屋施工面积656066万平方米，同比下降9.6%。其中，住宅施工面积457551万平方米，下降10.0%。房屋新开工面积53457万平方米，下降20.5%。其中，住宅新开工面积39189万平方米，下降19.9%。房屋竣工面积39454万平方米，下降18.0%。其中，住宅竣工面积28105万平方米，下降20.1%。

1—11月份，房地产开发企业到位资金85145亿元，同比下降11.9%。其中，国内贷款13149亿元，下降2.5%；利用外资23亿元，下降24.6%；自筹资金30628亿元，下降11.9%。

自2021年以后，地产投资、开工方面长期维持着10-20%的同比减量，开工减量向施工和竣工端传导，持续压制后市建材需求，地产行业对钢材消费的带动作用也持续下滑，房地产行业钢材消费也长期维持负增长。

图11：房地产投资



产周期进行到现在，新开工面积以每年-20%的速度下降，销售面积降幅收窄为-7.6%，需求降幅已经大大低于供给降幅。除此之外，经过四年回调，地产环节占用钢总量比例已经大幅收窄，从2021年的45%降为2025年的15%左右。市场预计2026年新开工仍有10%的降幅，但对用钢总量的影响占比将下降到约1.5个百分点的拖累。

#### 1. 2. 4 出口维持高位

自2011年以来，每当由于各种因素致使国内钢铁企业利润承压时，我国钢铁企业都会通过出口缓解国内的供应压力，这也使得行业利润水平与出口的反比关系较为显著。出现这一现象的主要原因还是由于我国钢铁生产规模大、产业链配套完善、生产效率较高，单位生产成本相对其他国家较低，在全球价格竞争优势明显。因此每当国内成材价格下滑致使内销利润低于出口时，就会通过大量出口来降低过剩压力。

2025年，受益于煤炭让利的影响，国内钢价维持低位但仍维持较好的生产利润，铁水产量居高不下，钢材供应高位，供需过剩格局下价格持续承压，但在钢材低价下出口“以价换量”效应明显，有效的化解了国内过剩供应压力。与之相应的是，通过出口来化解过剩压力的同时，出口利润也对钢材价格高度形成了强有力压制。

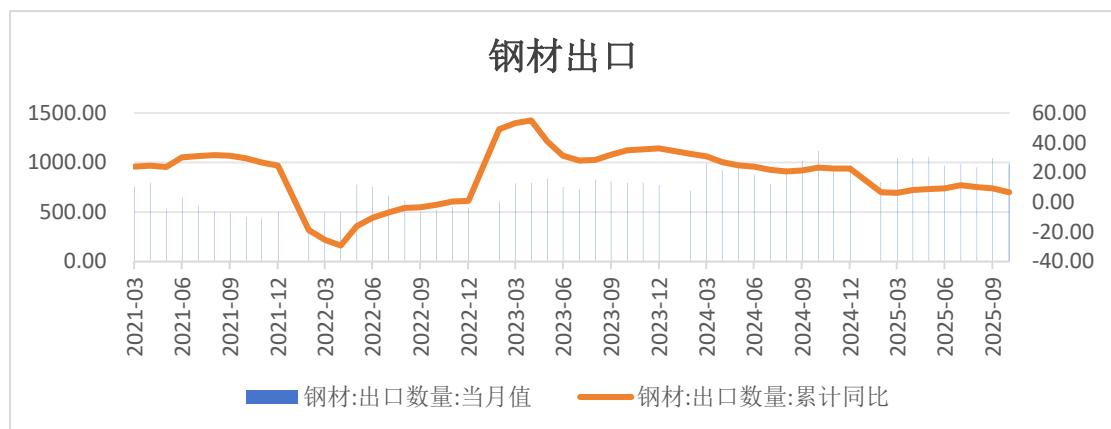
2025年中国钢材和钢制品出口增长明显，带动钢材产量呈现增长态势，增量主要来自两个方面：一方面是钢材净出口延续增长；另一方面是以机电产品为代表的出口增长，带动制造业用钢需求增加。

据海关总署发布数据显示，2025年11月中国出口钢材998.0万吨，较上月增

加19.8万吨，环比增长2.0%；1-11月累计出口钢材10771.7万吨，同比增长6.7%。

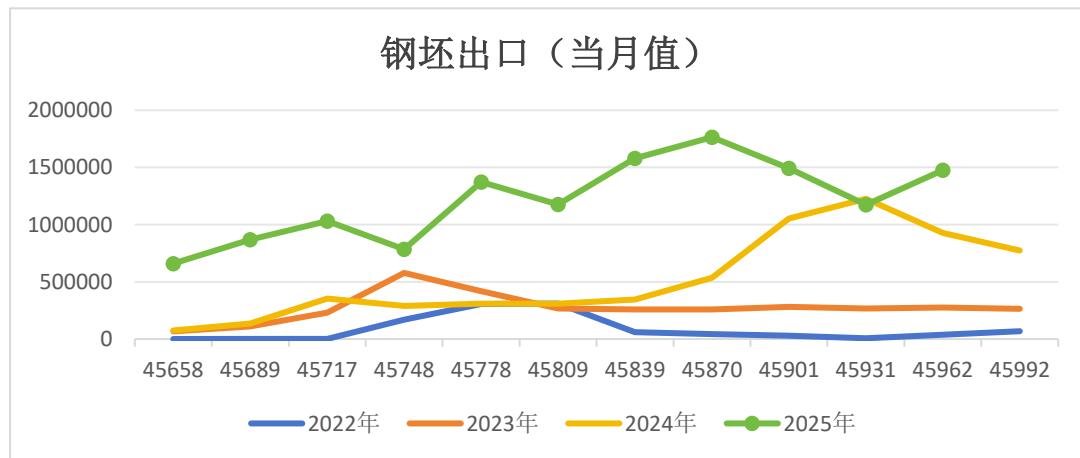
受去年下半年出口高基数及今年下半年原料成本抬升的影响，出口增幅在下半年有所减弱，但整体仍处高位。

图12：钢材出口



来源：mysteel

图13：钢坯出口



来源：mysteel

海关总署数据显示：2025年11月国内钢坯出口总量共计147.66万吨，月环比增加25.80%，年同比增加59.23%。2025年1-11月国内钢坯出口总量共计1338.01

万吨，年同比增加140.86%；国内钢坯进口总量共计66.38万吨，年同比减少62.00%。

近5年中国钢材出口量持续增长，2025年钢材净出口量比2021年累计增长近6000万吨，年均增幅为20%。预计2025年全年钢材和钢坯净出口量增长近2000万吨，需求占比2%。

2025年钢坯出口量大幅增长的原因是：一方面东南亚国家对中国热卷实施反倾销政策；另一方面钢坯出口利润比其他成品材更高。从钢坯出口流向看，今年钢坯出口占比大的国家依次是印尼（19%）、菲律宾（14%）、土耳其（11%）、意大利（10%）、泰国（9%）和沙特（8%）。钢坯出口占比大的国家受两方面因素驱动，一方面是东南亚经济向好的国家城镇化进程用钢需求；另一方面是共建“一带一路”国家的基建需求。

具体到出口品种上，2025年板材出口量占比依然是最大的。板材（热卷+涂镀+冷轧+中厚板和钢管）出口占比63%；越南、泰国对中国热卷实施反倾销政策后，热卷出口量同比下滑，钢坯、螺纹钢和线材出口量保持增长。

近几年钢材出口增长的核心是中国钢材的价格优势和产业优势。2026年国内钢材市场供应宽松格局不改，钢材出口“以价换量”逻辑延续，钢材出口依然有增量预期。

2025年国内“抢出口”和“两新”政策共振，对制造业用钢需求影响较大。考虑“抢出口”已经结束，“两新”政策对需求拉动效应边际减弱，预计2026年国内制造业用钢需求增速将放缓。

展望2026年，尽管出口面临反倾销压力，但受益于国内钢材具有较强的价格竞争优势，在国内需求未发生好转前，出口企业或仍将继续以利润为核心，通过

品种转变和转口贸易等方式，化解“双反”带来的压力。同时，考虑到海外进入降息周期，海外需求或仍有增量，消解国内钢材供应压力。预计2026年国内钢材净出口仍有增量，但仍需关注全球供应链安全及重构下贸易保护主义加剧，对出口带来的不利影响。2025年钢材直接净出口对钢材的需求占比预计上升1个百分点达到11.4%。预计2026年需求增幅或下降至0.5个百分点。

综合来看，预计2026年在政策端提振消费及以旧换新的支持下，制造业需求仍然维持高位；而基建端在财政发力下或有增量，但资金流向领域变化致耗钢增量空间有限；地产端维持弱势，仍将对钢材需求形成拖累。净出口对钢材需求仍将平稳略增。因此，总体预计2026年粗钢消费同比或增1.5%左右。

### 1.3 主要影响因素分析

#### 1.3.1 国际宏观面分析

12月份美联储在货币政策委员会FOMC会后公布，联邦基金利率的目标区间从3.75%至4.00%下调至3.50%至3.75%。至此，美联储连续第三次FOMC会议降息，每次均降25个基点，今年累计降75个基点，自去年9月以来，本轮宽松周期合计降息175个基点。会后公布的点阵图显示，美联储决策层的利率路径预测和三个月前公布点阵图时一致，依然预计明年会有一次25个基点的降息。这意味着，明年的降息动作将较今年明显放缓。

会后公布的美联储官员利率预测中位值显示，联储官员本次的预期和9月公布的上次预测一模一样。具体预测的中位值如下：2026年底的联邦基金利率为3.4%，2027年底联邦基金利率为3.1%，2028年底联邦基金利率3.1%，更长期的联邦基金利率为3.0%，均持平9月预期。以上述利率中位值计算，和上次一样，美

联储官员目前也预计，在今年降息三次后，明年和后年大概各会有一次25个基点的降息。本次降息和暗示明年行动放缓几乎完全在市场意料之中。

会后公布的经济展望显示，美联储官员本次上调了今年以及此后三年的GDP增长预期，其中明年的增速上调幅度最大、提高0.5个百分点，其他年份均仅小幅提高0.1个百分点，小幅下调了2027年、即后年的失业率预期0.1个百分点，其余年份失业率预期均保持不变。这种调整显示，美联储认为劳动力市场更具韧性。同时，美联储官员小幅下调了今明两年的PCE通胀以及核心PCE通胀预期各0.1个百分点。这体现出，美联储对未来一段时间内通胀放缓的信心略有增强。

决议还声明从12月12日开始，每个月购买400亿美元国债。很显然，美联储(FED)降息预期继续主导市场风险偏好，从中长期来看，美联储结束缩表开始扩表，货币政策趋向宽松，这将有利于全球资产风险偏好的回升。

### 1.3.2 国内宏观面分析

国内方面，10月中美两国元首釜山会晤达成重要共识，中美关税休战延期一年，明年特朗普还将访华，中美关系从对抗走向合作。因此，接下来的一段时间内中美经贸关系保持稳定，2026年大部分时间外围市场不确定性减少。

12月8日，中共中央政治局召开会议和中央经济工作会议在北京举行，定调明年经济工作。会议强调要继续实施更加积极的财政政策，保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量，重视解决地方财政困难。要继续实施适度宽松的货币政策，灵活高效运用降准降息等多种政策工具。会议确定八方面重点任务，提出要优化“两新”政策实施，清理消费领域不合理限制措施。推动投资止跌回稳，适当增加中央预算内投资规模。坚持创新驱动，深化拓展“人工智能”。深入整治“内

卷式”竞争。着力稳定房地产市场，因城施策控增量、去库存、优供给，鼓励收购房存量商品房重点用于保障性住房等。多措并举化解地方政府融资平台经营性债务风险。

随后，中央财办有关负责同志回应经济热点问题时表示：

(1) 2025年我国主要经济指标符合预期，预计全年经济增长5%左右、继续位居世界主要经济体前列，经济总量有望达到140万亿元左右。2026年继续实施更加积极的财政政策，继续实施适度宽松的货币政策。

(2) 扩大内需是明年排在首位的重点任务。要把握消费的结构性变化，从供需两侧发力提振消费，统筹提振消费和扩大投资。

(3) 明年要采取更具针对性的措施，进一步增强统一大市场的建设成效，实现各类资源要素高效配置。市场层面，要持续完善市场运行规则。政府层面，要持续规范地方政府经济促进行为。企业层面，要深入整治“内卷式”竞争。

(4) 明年要从供需两端发力稳定房地产市场。供给端要严控增量、盘活存量，加快消化库存。需求端要采取更多针对性措施，充分释放居民刚性和改善性需求。

总体来看，决策层已经清醒的认识到国内整体“供强需弱”的现实，所以明年的整体政策基调都是建立在这个现实之上的。对明年的认知非常清晰，政策布局也非常精准有效。宏观面“双宽松”政策对钢材需求存在托底效应，“反内卷”政策持续深入也将支撑市场底部的构筑。

#### 1.4 2026 年钢材市场展望

展望2026年，我们认为钢材市场维持弱平衡格局。

需求方面：过去几年钢材下游消费结构发生较大变化，制造业与出口稳定增长，对冲地产用钢的损失量。钢材的直接出口和机电产品出口与地产新开工相比，对钢材消费的影响更为巨大。预计2026年制造业和直接出口的消费增长将带动钢材需求出现3%以上的增长，对冲房地产的1.5%的减量，全年钢材需求或增长1.5%。

供给方面：国内钢材的供应在低价和国内“反内卷”政策制约下产能仍有望收缩，总供给或跟随需求增长1.5%左右。

成本方面：铁矿石供需边际宽松，价格中枢仍有下移空间；焦煤政策支撑增强，价格底部基本探明，供求处于再平衡过程。

在钢材弱平衡的格局下，钢铁利润难有明显扩张，价格依托成本波动。

图14：螺纹钢成本矩阵

铁矿石		焦煤	1500	1400	1300	1200	1100	1000	900	800
		焦炭	2200	2050	1950	1800	1700	1600	1450	1300
美元	人民币	螺纹钢								
115	941		3565	3500	3457	3392	3350	3306	3242	3177
110	901		3505	3440	3397	3332	3289	3246	3181	3116
105	861		3444	3379	3336	3271	3228	3185	3120	3055
100	822		3384	3318	3275	3210	3167	3124	3059	2995
95	782		3322	3257	3214	3150	3106	3063	2998	2933
90	743		3262	3197	3154	3089	3046	3002	2938	2873
85	703		3200	3135	3093	3028	2985	2941	2877	2812
80	664		3140	3075	3032	2967	2924	2881	2816	2751

数据来源：道通期货研究所

根据对铁矿石和焦炭的成本支撑分析，我们认为2026年铁矿的成本支撑在85-90美元，焦煤的成本支撑在900-1000点，相应的焦炭成本支撑在1450-1600点。那么根据螺纹钢的成本矩阵图，我们预计螺纹钢的成本支撑在2900-3000点，相应的热卷的成本支撑在3050-3150点。

图15：螺纹主力周线图



来源：博易大师 道通期货研究所

目前钢价处于近十年来相对低位，在“反内卷”及潜在的宏观利好政策支撑下，下行空间不大。而由于需求复苏仍需要较长时间，供应端过剩产能出清相对缓慢，钢价反弹空间也受到明显制约。除此之外，国内外宏观变量依然较多，阶段性或放大市场情绪和价格波动。

2026年钢材大概率以区间内宽幅震荡为主，预计螺纹的运行区间为2900-3500元/吨，热卷的运行区间为3100-3700元/吨。

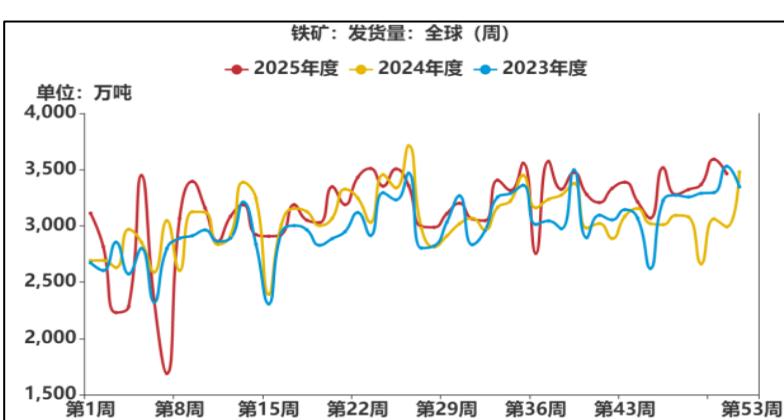
风险提示：宏观面宽松超预期带动全球制造业补库存（上行风险），逆全球化导致贸易摩擦加剧拖累全球总需求（下行风险）。

## 二、铁矿石市场：供需边际宽松，价格重心下移

### 2.1 铁矿石供应分析

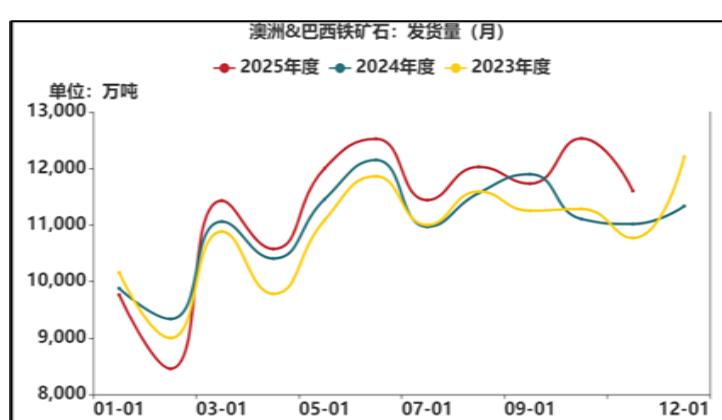
2025 年，全球发运整体呈现出上半年发运偏低，下半年发运冲量的格局，不同矿山发运分化明显。截止到 12 月 19 日，全球铁矿石累计发运 16.02 亿吨，同比增加 4493 万吨；具体来看，巴西累计同比增加 2078 万吨，其中中小矿山贡献较多；澳洲累计同比增加 2559 万吨，飓风影响时间长、产能置换推进缓慢，澳洲发运不及预期；除澳巴外，非主流国家同比减少 144 万吨，南非、加拿大发运有所增加，印度全年出口不及预期。

图16全球铁矿石发运量



数据来源：我的钢铁，道通期货研究所

图17 澳巴铁矿石发运量

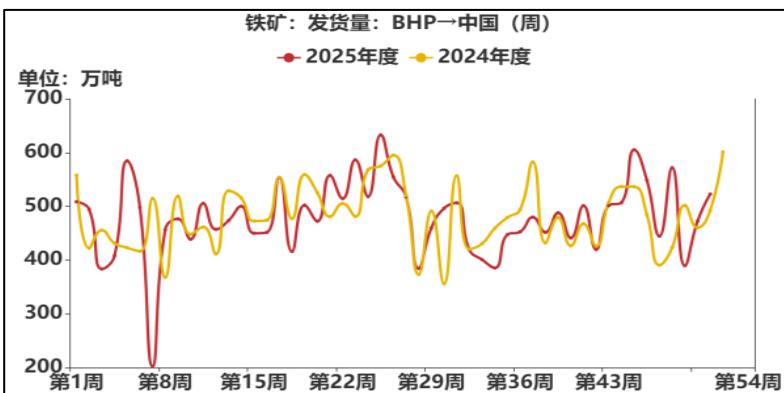


数据来源：我的钢铁，道通期货研究所

#### 2.1.1 四大矿山供应展望

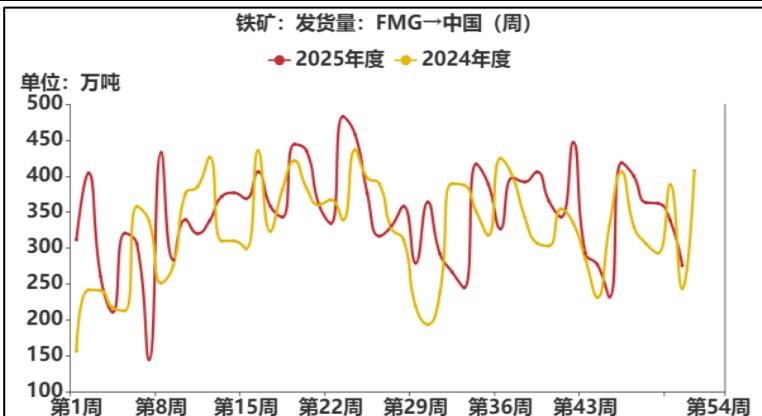
2025 年，受到上半年澳洲飓风、巴西强降雨、港口维护等影响，四大矿山产量和发运量增量有限。今年前三季度，四大矿山产量合计 8.52 亿吨，同比去年增加 1008 万吨；销量合计 8.47 亿吨，较去年同期新增 220 万吨，产量增量高于销量增量。从矿山表现来看，2025 年发运增量主要由 FMG 和淡水河谷贡献，BHP 基本持平，而力拓的发运量则有所下降。

图18 BHP发运量



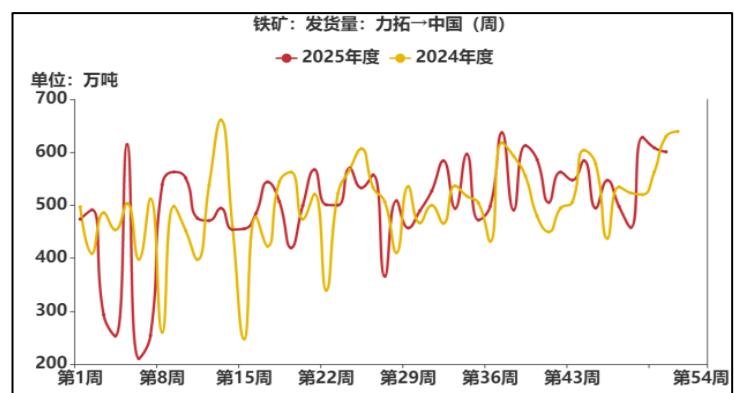
数据来源：我的钢铁，道通期货研究所

图20 FMG发运量



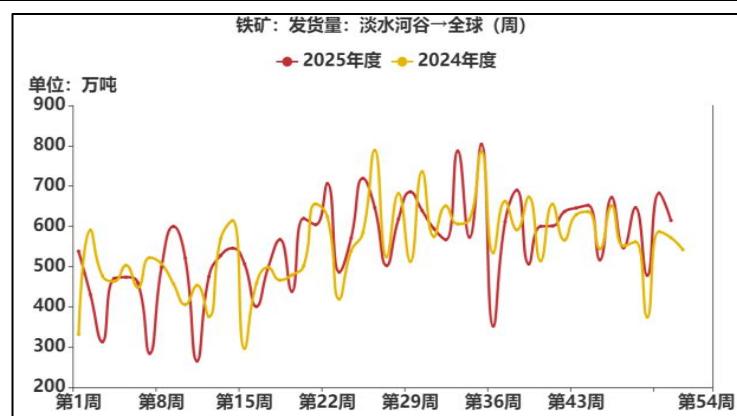
数据来源：我的钢铁，道通期货研究所

图19 力拓发运量



数据来源：我的钢铁，道通期货研究所

图21 淡水河谷发运量



数据来源：我的钢铁，道通期货研究所

淡水河谷：2025年12月3日，淡水河谷表示预计将达成2025年铁矿产量

指导目标的上限，即3.35亿吨，预计同比增加2%。淡水河谷预计其2026年铁矿石产量将在3.35-3.45亿吨之间，较2025年目标区间（3.25-3.35亿吨）有所上调。基于此，预计淡水河谷2026年铁矿石产量同比有望进一步增加，增幅最高可达3%。另外，该公司还表示维持到2030年实现铁矿石产量约3.6亿吨的预测。

2026年Vale产能增量主要来自三大矿区：（1）北部S11D土建项目项目有所推迟，在2025年9月获得关键许可，2026年下半年试运行，预计在12-18

个月后达产，2026 年预计产能增长 100-200 万吨左右；（2）东南部的卡帕内玛 Capanema 在 2025 年下半年投产，计划在 2026 年二季度满产 1500 万吨，但进度相较之前也有所推后。（3）南部的大瓦尔任 Vargen Grande (VGR) 项目建设进度已超 60%，计划于 2026 年下半年满产，预计年度增量 500 万吨左右。

力拓：2025 年一季度飓风导致力拓 1300 万吨铁矿石发运受到影响，且预计仅能恢复一半左右，2025 年力拓皮尔巴拉铁矿石发运量（100%）预计将处于指导目标（3.23-3.38 亿吨）区间下限。2026 年力拓项目以置换为主。西坡项目作为主要置换项目，于 2025 年中投产，2026 年的增量填补老旧矿区枯竭确保西澳地区发运基数稳定；皮尔巴拉棕地项目也在建设中，大纳穆尔迪项目仍在推进，但进度落后于原开发计划。罗德岭项目仍在可行性研究的阶段中，开采潜力巨大，但预计要在 2030 年之后才能见到投产。同时，力拓面临产品调整，新 PB 粉自 2025 年 7 月开始发货，并在三季度持续发运。据力拓披露新 PB 粉由原有 PB 粉与 SP10 混合制成，平均铁品位由 61.6% 下调至 60.8%。因新 PB 产品配方调整导致 SP10 的出货量有所下降。考虑 2026 年主要增量在几内亚，本土产量增加预期不强，产量目标持平为主。

必和必拓：2025 年前三季度，必和必拓 2026 财年（2025.07-2026.06）产量为 7059.2 万吨，同比去年下降 1.3%。BHP 2026 财年（25/07-26/06）目标产量仍为 2.84-2.96 亿吨（100% 权益），预计全年完成量处于区间目标产量的中值附近。BHP 在 2026 年仍然以稳为主，产能增量有限。WesternRidge 西岭破碎机项目是其置换工程，旨在取代纽曼周边枯竭矿体的一部分产量，预计 2026 年开采第一批矿石，主要意义在于对冲减量而非通过新增产能冲击市场；Samarco 项

目复产较慢，目前已恢复 60%左右，计划在 2028 年将产能恢复至 100%，2026 年仅能少量边际修复。

FMG：虽仍受到极端天气影响，但由于 FMG 开采、加工等供应链环节的可靠以及对生产力的持续关注，且新增的铁桥项目爬坡顺利，FMG 贡献了 2025 年四大矿山主要的增量。FMG 2026 财年（25/07-26/06）发运指引在 1.95-2.05 亿吨，较上一年目标上移 500 万吨。铁桥项目依然是核心，公司计划在 2026 财年将发运量提升至 1000-1200 万吨区间，预计在 2026 年产能增长约 400-500 万吨。此外，Blackwater (RedHawk) 项目预计于 2025 年四季度投产，2026 年预计产能增量 200 万吨。长期来看，尼町胡项目作为未来的主力接续矿山，目前仍处于建设初期，2026 年尚未形成有效产能。

综合来看，按照从四大矿山生产目标和项目规划来看，2026 年，四大矿山（不含西芒杜权益）预计将新增约 1500-1800 万吨产能，其中 Vale 贡献约 800-900 万吨，FMG 贡献 600-700 万吨，BHP 略增 100-200 万吨，力拓不考虑西芒杜矿山情况下，澳洲本土产量基本持平。需要注意的是，力拓、淡水河谷目前都是以新增项目来对资源枯竭项目代替、补充以及升级，因此，四大矿山 2026 年的实际增量释放或还有一定抵消。

### 2.1.2 非主流矿供应展望

目前非主流地区产能仍在逐步释放，2026 年后置换项目减少，新的原矿和选厂投产增加，也是未来几年主要的供给增加区域。2026 年产量增量的主要贡献来自于几内亚的西芒杜项目、利比里亚二期项目、澳大利亚 Onslow 项目、印度的 Sur jagarh 项目、刚果&喀麦隆的 Mbalam-Nabeba 项目等。

几内亚方面，西芒杜项目作为全球最大的未开发高品位矿床，于 2025 年下半年首产，2026 年将正式进入关键爬坡期。据 CRU 预测，西芒杜铁矿项目将通过 4-5 年时间进行产量爬坡。北区项目进展较快，2026 年全年产量将达 1500 万吨，未来五年均新增产量 1000 万吨。南区项目整体进展略晚 2 年，2026 年全年产量预估为 460 万吨，CRU 预计将在 2032 年达产，未来五年均新增产量 940 万吨。随着产量上升不断摊薄成本，CRU 数据显示北段的完全成本分位将由 2026 年 72% 下降到 2030 年 57%，南段完全成本分位将由 2026 年 98% 下降到 2030 年 68%。预计 2026 年西芒杜南北矿区合计贡献产能增量在 2000 万吨左右。

利比里亚方面，安塞乐米塔尔二期扩建项目的核心精选厂已于 2025 年 6 月投产，年产能计划从 500 万吨跃升至 2000 万吨，预计 2026 年将为市场带来约 500-800 万吨的增量。

南非方面，Palabora 矿业计划投入 60 亿元推进深部开发二期项目，预计 2026 年投产后，年新增磁铁矿 300 万吨，服务年限延长 15 年，预计 2026 年同比增量 100-200 万吨。

澳大利亚方面，MinRes 的 26 财年产量指导区间或抬升 1600 万吨至 3900-4300 万吨，从自然年角度，预计 2026 年 Onslow 项目年同比供给增加 500 万吨。Onslow 项目目标于 2026Q3 达成 3500 万吨的年产能。2025 年 5 月，MinRes 更新了 Onslow 的资源和储量，按 100% 权益计算，Onslow 总矿产资源量已达 7.44 亿吨，平均品位 56.3%Fe，较先前报告增长 89%，矿石储量提升至 3.59 亿吨，平均品位 57.5%Fe 增幅达 73%。

印度方面，2026 年也有新增产能项目，主要为 Vedanta 在卡纳塔克邦的铁矿

项目、KIOCL 的 Devadari 铁矿项目、LMEL 的 Surjagarh 铁矿项目，预计 2026 年印度产量增量 1000–1200 万吨左右，但随着印度国内钢铁行业的快速发展，印度的出口逐渐减少，2025 年预估印度铁矿石净出口量同比减少 1500 万吨，2026 年预计印度净出口量或进一步下滑。

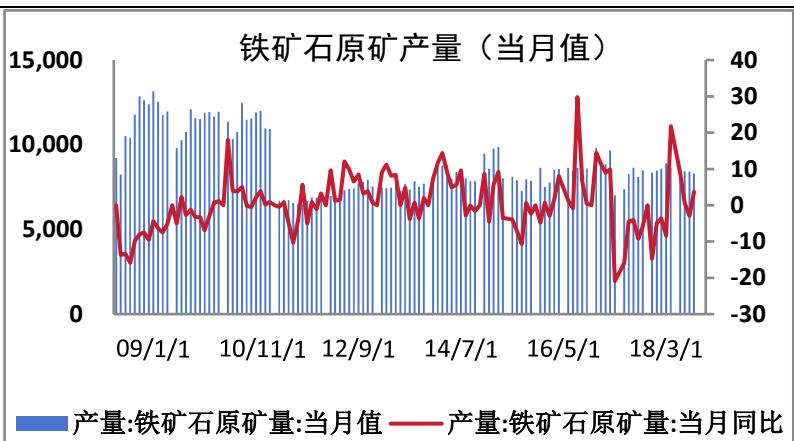
其他地区来看，乌克兰曾是欧洲重要的铁矿石生产和出口国，战前年产量达 8000 万吨，受战争影响，2024 年铁矿产量降至 4200 万吨，2025 年 1–10 月铁矿出口量同比再降 4.4%，降至 2656 万吨。随着俄乌冲突缓和，两国铁矿石对华出口有所恢复，但考虑到俄乌两国的战后重建将拉动其国内钢材消费，提升内贸铁矿石需求，挤压出口份额，预计其出口量将微幅增长。

合计来看，2026 年，非主流矿山预计产能同比增量在 3000–3500 万吨，但是随着铁矿石价格中枢的持续下移，非主流矿的增产意愿和投产进度会趋于谨慎，实际增量释放或有可能低于规划值。

### 2.1.3 国产矿供应增量有限

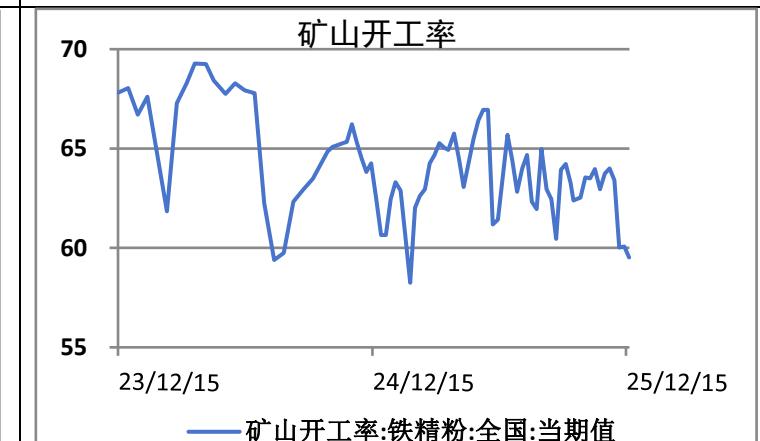
2025 年国内矿山生产偏弱，主要是国内安全生产检查（包括河北承德减产、山西减产扩大、华东安监停产等）和铁矿石低价格压制等原因。根据钢联口径，1–11 月全国矿山精粉累计产量 25247.1 万吨，累计同比减少 857.6 万吨，降幅 3.3%。按原矿产量口径计算，2025 年 1–11 月中国原矿产量为 9.24 亿吨，同比下降 2.8%，尤其 4–6 月份，受河北地区部分内矿停产影响，国产铁精粉单月累计同比降幅分别为 6.5%、7.3%、5.5%。12 月份国内矿山开工率持续下滑，且周度产量和开工率均低于去年同期，预计 2025 全年国内铁精粉产量同比下降 900 万吨左右。

图22 铁矿石原矿产量



数据来源：我的钢铁，道通期货研究所

图23 矿山开工率



数据来源：我的钢铁，道通期货研究所

2022年“基石计划”提出，到2025年要比2020年新增1亿吨铁精矿产量，即达到3.7亿吨。从目前的情况来看，完成难度较大，一方面在于铁矿价格中枢持续下移，国内铁精粉开采利润不佳；另一方面，近年来国内矿山安全要求提高、环保政策趋严，限制了国内矿的生产与开发。

2026年来看，国内仍有增产项目，主要为河北马城铁矿项目、辽宁思山岭铁矿项目、陈台沟铁矿项目以及其他矿山部分有增产项目，考虑投产进度和产能情况，2026年精粉产量市场空间有限，预计同比增加600万吨。

表1-国产矿新增产能情况

铁矿项目名称	设计年采选铁矿石产能	设计年铁精粉产能	项目进度节点	2026年精矿增量
辽宁思山岭铁矿	3000 万吨	1060 万吨	1. 2023.12.29:一期前阶段 750 万吨原矿产能试生产； 2. 2024.05.18:一期后 750 万吨 / 年采矿工程启动建设；3. 预计 2028 年全面达产，达产后年铁精粉 515 万吨。	150 万吨
陈台沟铁矿（一期）	1100 万吨	470 万吨	1. 计划 2025 年底前井巷工程完成 90% 以上；2. 计划 2026 年 7 月实现试生产。	100 万吨

山东临沂凤凰山铁矿	400 万吨	98.87 万吨	1. 2025 年 12 月具备试生产条件；2. 2026 年 6 月计划通过安全生产竣工验收，验收后转正式投产。	50 万吨
马城铁矿	2200 万吨	737.5 万吨 (铁精粉品位 68%)	1. 2025.03.25：取得安全生产许可证，实现局部投产；2. 2025 年底计划实现全流程达产，逐步接近设计产能。	300 万吨

数据来源：我的钢铁，道通期货研究所

## 2.2 全球生铁产量将小幅增长

2025 年全球生铁产量小幅下滑，1-10 月全球生铁产量累计约 10.42 亿吨，相比去年同期减少 1746.3 万吨，同比下降 1.65%。海外生铁产量累计为 3.35 亿吨，相比去年同期下降 673.3 万吨，同比降幅约 2.0%。

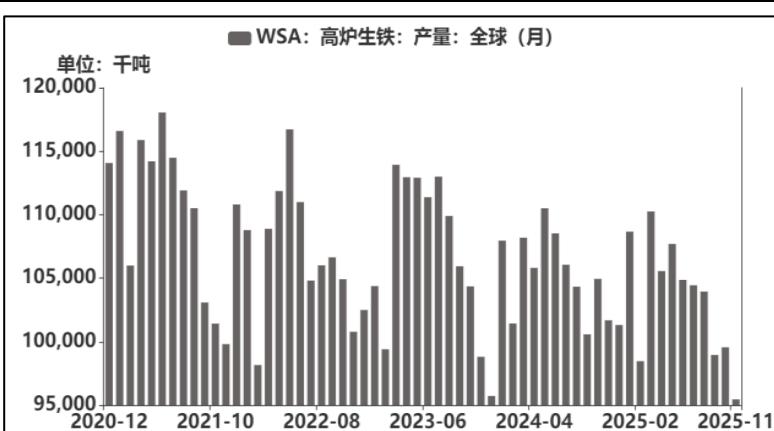
国内市场来看，2025 年，钢厂盈利较去年明显改善，在 11 月之前，钢厂盈利率基本处于 50% 以上的高位水平，主要原因在于原料的相对弱势、制造业的韧性和出口的强势的，叠加废钢的偏紧和电炉钢产量的有限，铁水产量明显高于去年。截止到 12 月 19 日，日均铁水产量的均值为 237.51 万吨，较 2024 年全年均值 229.93 万吨，提高 7.58 万吨，折合年度铁水产量增量 2767 万吨。2026 年，国内的铁水产量预计持平到小幅增长，主要逻辑在于房地产市场仍处于下行周期，但制造业韧性仍存，钢铁直接出口和间接出口仍将保持在高位水平，钢铁行业结构化转型下，建材占比下降，板材占比提升，总体钢铁表观消费量相对稳定，不确定因素在于国内的限产政策。

海外市场来看，2025 年，亚洲、欧洲的减量较为明显，日本由于下游需求低迷，生铁产量呈震荡下行趋势，2025 年同比下降 4%；韩国生铁产量同比下降

1.88%；欧洲由于成本压力和制造业低迷，生铁产量同比下滑约7.5%；新兴市场为贡献主要增量，东南亚与中东需求稳步增长，印度表现尤为亮眼。2025年印度生铁产量或达到9520万吨，同比增长约5.9%。自2021年开始，印度粗钢产量持续增长，年复合增速高达8%。根据《国家钢铁政策(2017)》，印度计划2030财年粗钢产能提升至3亿吨，估计印度钢铁产量仍将维持8%-10%的增长。

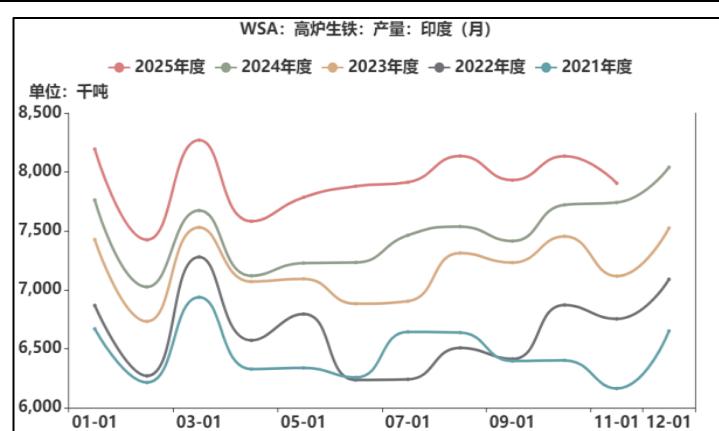
2026年，全球主要经济体普遍处于降息周期下，宏观环境有所回暖，中美补库周期有望共振开启，战后重建、新兴经济体的城市化推进及发达经济体钢铁需求的企稳复苏下，预计全球钢铁需求和产量均将有所增长，保守估计增长1%，对应生铁产量增量1240万吨，拉动铁矿石新增需求2000万吨左右。

图24 全球高炉生铁产量



数据来源：我的钢铁，道通期货研究所

图25 印度高炉生铁产量



数据来源：我的钢铁，道通期货研究所

### 2.3 港口库存累积，钢厂库存持续低位

2025年以来，铁矿石港口库存总体呈现“先去库后累库”走势。年初45港港口库存为15392.53万吨，在铁水增产驱动下，8月1日库存降至13657.9万吨，去库幅度为1735万吨，此后供需逆转，一路累积至12月23日的15682.46万吨，回补约2025万吨，预计到年底45港港口库存约1.60-1.62亿吨，相较年

初累库 600-800 万吨，同比去年底增加 1100-1300 万吨，显示 2025 年供需格局比 2024 年更为宽松。

与之相对应的是，钢厂铁矿石库存持续处于低位，补库较为谨慎。截止到 12 月下旬，钢厂进口矿库存仍处于下滑状态，且当前库存处于历史同期最低水平，若 12 月下旬至 1 月上旬钢厂集中启动原料补库，需求端或将获得阶段性支撑。按照钢厂往年补库情况，在春节前的补库幅度保守预估为 1500-2000 万吨。

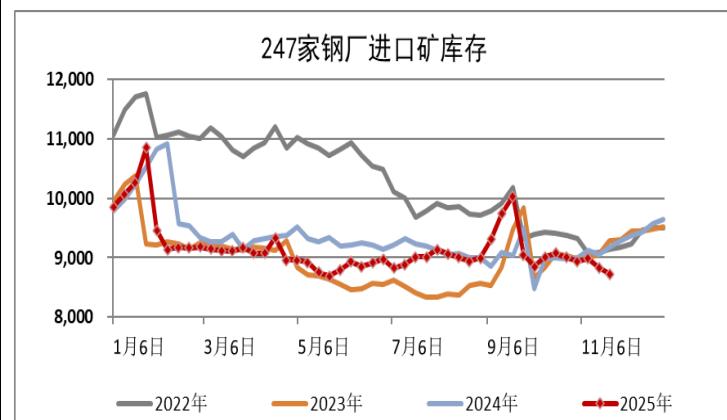
2026 年来看，全球铁矿石供需边际宽松，考虑到钢厂冬储补库、季节性因素和新增产能的释放情况，预计港口库存一季度累库有限，后期随着供应的释放，港口库存将逐渐上升，到 26 年年底，45 港港口库存或将达到 1.75-1.8 亿吨左右。

图26 全国45港进口矿库存



数据来源：我的钢铁，道通期货研究所

图27 247家钢厂进口矿库存



数据来源：我的钢铁，道通期货研究所

## 2.4 供需平衡和价格推演

2026 年铁矿市场呈现供需双增格局，过剩幅度有所扩大。供给方面，四大矿山（不含西芒杜权益）预计新增产能 1500-1800 万吨产能，非主流矿预计新增产能 3000-3500 万吨，国产矿预计新增产能 600 万吨，全球合计新增约 5100-5900

万吨，折算对应产量约 4080-4700 万吨；需求方面，预计全球生铁产量增幅 1%，增量 1240 万吨，对应铁矿石需求增量约 2000 万吨；2026 年铁矿石过剩幅度扩大 2080-2700 万吨。

按照全球铁矿石成本曲线，四大矿山处于全球成本曲线左侧，而主流矿和国产矿成本依然偏高，一方面，价格下跌会挤出非主流矿的高成本供应，另一方面，价格处于相对低位区域波动，一定程度上会影响非主流矿的新产能的投产进度，因此，铁矿石价格在全球成本曲线的 90%分位线 80-85 美元/吨，仍存在较强的支撑；考虑国内的宏观政策预期、澳巴发运淡季、钢厂的复产情况和新产能的释放情况，年内价格高点区域预计出现在一季度，参考 105-110 美元/吨。

在铁矿石供需边际宽松的环境下，市场将大概率呈现价格重心逐渐下移的态势，61%指数价格中枢将由当前的 100-105 美元/吨逐渐下移至 95 美元/吨，全年主要波动区间预计为 85-110 美元/吨，对应大商所铁矿石期货价格 650-850 元/吨；当然，不排除在政策预期和情绪推动下，价格在一季度或有达到 115 美元/吨的可能性，这也会为套期保值提供了良好的时点。考虑到 2026 年国内外宏观环境偏暖、新增产能的释放节奏和铁矿石的掉品问题，预计价格难以出现流畅下跌，市场波动率依然偏低，节奏上关注钢铁利润情况和供应释放节奏。

### 三、双焦市场：价格底部基本确认，弹性空间受制于需求

#### 3.1 国内煤炭行业政策变化

煤炭行业作为国家能源安全的“压舱石”，发展方向受政策主导，回顾过去十年煤炭行业的发展历程和政策变化，政策主导下的煤炭行业产能退出、优质产能

释放及合规生产等，对原煤、焦煤的产量变化以及价格波动都产生了重要影响。

根据“十三五”规划对煤炭行业的政策导向：加快煤炭等行业过剩产能退出；限制东部、控制中部和东北、优化西部地区煤炭资源开发，推进大型煤炭基地绿色化开采和改造。在“十三五”时期，各项细化政策也聚焦煤矿落后产能退出和煤矿生产安全水平的提高。截止 2020 年底，全国累计退出煤矿 5500 处左右，淘汰落后产能 10 亿吨，全国煤矿数量减少到 4700 处以下。

表2-“十三五”期间煤炭行业政策梳理

时间	国家政策	重点内容
2016年2月	国务院印发《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	在近年来淘汰落后煤炭产能的基础上，从2016年开始，用3至5年的时间，再退出产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量，煤炭行业过剩产能得到有效化解，市场供需基本平衡，产业结构得到优化，转型升级取得实质性进展。
2016年3月	关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知	从2016年开始，全国所有煤矿按照276个工作日规定组织生产，压减在产产能的同时，严格治理超产及瞒报产量的行为
2017年7月	国务院安全生产委员会今天发布了关于开展全国安全生产大检查的通知	7月至10月，集中4个月时间在全国范围内开展安全生产大检查。
2018年2月	国家发改委、能源局、安监局、煤监局联合发布关于进一步完善煤炭产能置换政策、加快优质产能释放、促进落后产能有序退出的通知。	将自然保护区重叠煤矿、灾害严重煤矿、一级安全生产标准化煤矿等符合条件的煤矿产能置换比例提高至200%，此前违法在建煤矿减量置换的最高比例120%，指标置换难度降低。
2018年3月	李克强总理3月5日政府工作报告	2018年再压减钢铁产能3000万吨左右，退出煤炭产能1.5亿吨左右。
2018年7月	国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	重点区域继续实施煤炭消费总量控制。到2020年，全国煤炭占能源消费总量比重下降到58%以下。
2018年8月	国家煤矿安全监察局发布《关于开展煤矿安全生产督查的通知》	国家煤矿安监局于8月下旬至9月下旬，对山西、内蒙古、云南、四川、安徽、江西、陕西、重庆、贵州、河北、湖南、河南等12个省（区）开展煤矿安全生产督查，督促防范煤矿系统性安全风险，遏制重特大事故发生。
2019年5月	国家发展改革委、应急管理部等部门联合印发《关于加强煤矿冲击地压源头治理的通知》	各产煤地区和有关煤矿企业要突出主动防范，强化源头治理，不断夯实煤矿安全生产基础，促进煤炭工业高质量发展。
2019年5月	国家发展改革委印发《关于做好2019年重点领域化解过剩产能工作的通知》	要求巩固去产能成果。通知要求，坚持上大压小、增优减劣，着力提升煤炭供给质量。
2020年6月	关于做好2020年重点领域化解过剩产能工作的通知	确保去产能任务在2020年底前全面完成。

来源：道通研究所整理

根据“十四五”规划对煤炭行业的政策导向：推动煤炭生产向资源富集地区集中；合理控制煤炭开采强度；推动煤炭等化石能源清洁高效利用；加强煤炭储备能力建设。在“十四五”时期，各项细化政策也聚焦消费端的能源结构调整及供应

端的优质产能释放，不过根据需求端的变化，政策分阶段的重心也有差异。

2021-2022 年侧重于能源消费结构的调整，降低能源消耗；2022 年底-2025 年强调煤炭保障能力，释放先进产能；2025 年开始强调均衡生产，整治“内卷式”竞争。

表3--十四五期间煤炭行业政策梳理

时间	国家政策	重点内容
2022年12月	《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》	优化煤炭产运结构,推进煤矿智能化、绿色化发展,优化建设蒙西、蒙东、陕北、山西、新疆五大煤炭供应保障基地,提高煤炭铁路运输能力。
2023年3月	《关于延长煤炭零进口暂定税率实施期限的公告》	为支持国内煤炭安全稳定供应,国务院关税税则委员会按程序决定,自2023年4月1日起至2023年12月31日,继续对煤炭实施税率为零的进口暂定税率。
2023年11月	《空气质量持续改善行动计划》	到2025年,全国地级及以上城市PM2.5浓度比2020年下降10%,重度及以上污染天数比率控制在1%以内;氮氧化物和VOCs排放总量比2020年分别下降10%以上。京津冀及周边地区、汾渭平原PM2.5浓度分别下降20%、15%,长三角地区PM2.5浓度总体达标,北京市控制在32微克/立方米以内。
2024年3月	《2024年能源工作指导意见》	有序释放煤炭先进产能,推动已核准项目尽快开工建设。在建煤矿项目尽早投产达产,核准一批安全、智能、绿色的大型现代化煤矿,保障煤炭产能接续平稳。在安全生产基础上,推动产量保持较高水平。建立煤炭产能储备制度,加强煤炭运输通道和产品储备能力建设,提升煤炭供给体系弹性。
2024年4月	《关于建立煤炭产能储备制度的实施意见》	到2027年,初步建立煤炭产能储备制度,有序核准建设一批产能储备煤矿项目,形成一定规模的可调度产能储备。到2030年,产能储备制度更加健全,产能管理体系更加完善,力争形成3亿吨/年左右的可调度产能储备,全国煤炭供应保障能力显著增强,供给弹性和韧性持续提升。
2024年5月	《2024-2025年节能降碳行动方案》	2024年,单位国内生产总值能源消耗和二氧化碳排放分别降低2.5%左右、3.9%左右。2025年,非化石能源消费占比达到20%左右,重点领域和行业节能降碳改造形成节能约5000万吨标准煤、减排二氧化碳约1.3亿吨,尽最大努力完成“十四五”节能降碳约束性指标。
2025年3月	政府工作报告	大力提升能源资源安全保障能力:强化煤炭兜底保障作用;完善战略性矿产资源探产供储销统筹和衔接体系。深入实施安全生产治本攻坚三年行动,做好重点行业领域安全生产风险排查整治,坚决遏制重特大事故发生。纵深推进全国统一大市场建设,加快建立健全基础制度规则,破除地方保护和市场分割,打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点,综合整治“内卷式”竞争。
2025年7月	国家能源局综合司下发《关于组织开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》	根据煤炭产能管理规定,煤矿应当按照均衡生产原则,科学安排年度、季度、月度生产计划,合理组织生产。年度原煤产量不得超过公告产能,月度原煤产量不得超过公告产能的10%。企业集团公司不得向所属煤矿下达超过公告产能的生产计划及相关经济指标。煤矿要严格按照公告产能组织生产,对超能力生产的煤矿,一律责令停产整改。

来源：道通研究所整理

结合各地的执行情况和煤炭产量来看，2023 年起晋陕蒙政策重心转向增强煤矿保障能力，2022-2023 年原煤产量开始有明显提高，2024 年受安检增强影响，原煤产量有阶段性下滑。今年原煤产量受到保供和合规生产政策的双向影响，也因为基数偏低，原煤产量小幅回升。截止 2025 年 11 月底，原煤累计产量 44.02 亿吨，同比增 1.38%。

目前在“十五五”规划的起点，对煤炭行业的规划内容将继续决定长期的发展方向。7 月份主席在山西考察时，提出在电煤保供的前提下，推动煤矿产业从低

端向高端化；对重点行业节能减排，推动矿山生态修复，切实维护生态安全；强化安全生产，坚决防范和遏制重大安全事故的发生。根据中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议的会议公报，提到“加快经济社会发展全面绿色转型”，要求“要持续推进污染防治攻坚和生态系统优化”。

从更细化的规定来看，12月17日，国家发改委、工信部、生态环境部等部门关于发布《煤炭清洁高效利用重点领域标杆水平和基准水平（2025年版）》，新规明确要求，要对标国内外煤炭清洁高效利用领域的先进水平，并结合国家及地方现行政策、标准中的先进能效指标值与最严格污染物排放要求，对煤炭清洁利用的标杆水平进行完善。

煤炭行业规划的关键词从“优质产能释放”、“保供转”逐步转向“合规生产”、“产业升级”、“节能减排”、“矿山生态修复”、“维持生态安全”等进一步优化的方向，整体供应政策更加审慎，兼顾能源安全和合规生产以及绿色转向。

### 3.2 供应政策趋于审慎，焦煤产量料重心稳定、波动增强

2025年煤矿生产政策从上半年的“保供”逐步转向“合规生产”，5月底开始安检、环保以及煤矿合规生产的政策导向增强，各阶段会议或政策影响如下：

表4-2025年影响煤矿生产的政策、会议等内容梳理

时间	会议、政策或事项	影响
3月上旬	全国两会	关于煤炭行业的政策导向，要大力提升能源资源安全保障能力，强化煤炭兜底保障作用，完善战略性矿产资源探产供储销统筹和衔接体系。
3月11日	吕梁的经济运行调度会	强调要坚持“以量补价，以非煤补煤、以一产三产补两产”的工作思路，推动煤炭增产保供。
5月26日	中央环保组督察活动	中央生态环境保护督察组启动对山西的督察工作，部分煤矿受环保影响停产。
6月份	安全生产月	山西煤矿安全事故频发，煤矿安检力度相应增大。
7月初	习近平主席在山西考察	提出在电煤保供的前提下，推动煤矿产业从低端向高端化；对重点行业节能减排，推动矿山生态修复，切实维护生态安全；强化安全生产，坚决防范和遏制重大安全事故的发生。
7月下旬	国家能源局发布《关于组织开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》	要求煤矿在安排2025年季度、月度生产计划时，要注意均衡合理、依法依规生产。
10月16日	应急管理部举行新闻发布会	声明2025年度中央安全生产考核巡查即将开展，今年首次以中央名义开展，推动安全生产责任措施落实，时间覆盖11-12月份，11月份22个巡察组集中对31个省、自治区、直辖市、新疆生产建设兵团党委、兵团进行考核巡查，12月份集中对国务院安委会成员单位进行考核巡查。

来源：道通研究所整理

受安检力度增强影响，7月份起，原煤、炼焦煤产量开始下滑。根据统计局数据，11月份原煤产量42679万吨，环比增4.93%，1-11月份原煤累计产量440164万吨，同比增1.38%，同比增速继续收窄。10月份炼焦煤产量3997万吨，环比减2.03%，1-10月份炼焦煤累计产量39673万吨，同比增1.16%，增幅也延续收窄趋势。

展望2026年，焦煤供应对市场的影响，预计不再是单边、持续的供给扩张或收缩趋势，料主要体现在节奏与结构层面的扰动。

从产能方面，优质主焦煤资源的自然条件与生产效率持续承压，新增产能受限。焦煤资源开采难度大，资源面临劣化，炼焦煤资源埋深普遍高于动力煤，1000m以浅的资源量仅占33%，随着矿井开采深度不断延伸，煤与瓦斯突出、冲击地压、复杂水文地质条件等伴生安全隐患不断增大，开采条件和安全生产压力较大。随着开采深度的增长，焦煤资源硫分逐渐上升，以华北赋煤区为例，当前该区域的

原煤硫分平均为 0.8%-1.2%，近年来市场上的主流焦煤品种已逐渐转变为中硫焦煤。据汾渭数据显示，预计 2023-2027 年全国新增煤炭产能共计 50318 万吨，炼焦煤新增产能 8783 万吨，仅占总新增产能的 17.5%；炼焦煤产量增速总体低于煤炭产量增速，炼焦精煤产量对原煤的占比从 2021 年的 12% 降至今年的 9.9%。

在产量方面，2026 年国内焦煤产量节奏的关键因素，也不再是产能规模本身，而是生产约束条件与释放意愿的组合。一方面，围绕安全生产、超产治理等方面形成的监管框架，在短期内仍将对煤矿生产形成现实约束，使企业生产决策更加注重合规边界与计划执行。另一方面受需求主导，价格对产量的调节能力预计增强，需求阶段性改善或利润条件修复时，部分矿井仍具备通过调整负荷来提升产出的空间。

整体来看，2026 年焦煤产量重心料持稳运行，但阶段性的波动预计增大。“保供”和“合规生产”生产政策的切换，以及需求和利润对煤矿生产的影响，均将影响焦煤阶段性生产的强弱，焦煤产量变化的趋势性减弱，波动性预计增强。

图28 原煤月度产量

原煤:产量:当月值

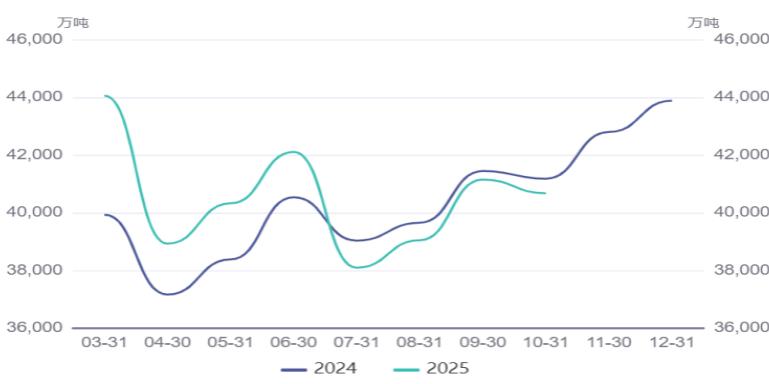
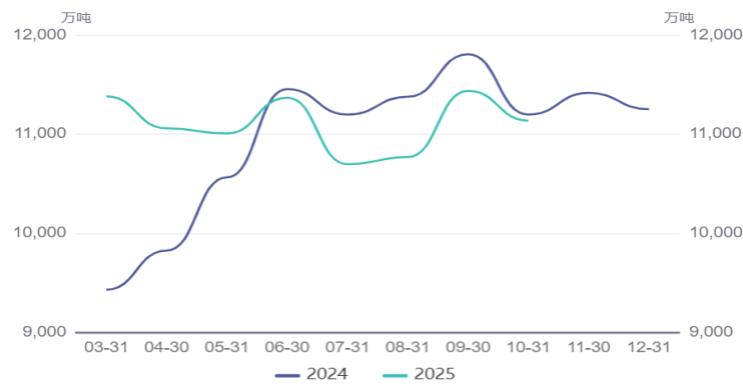


图29 山西煤月度产量

原煤:产量:山西:当月值

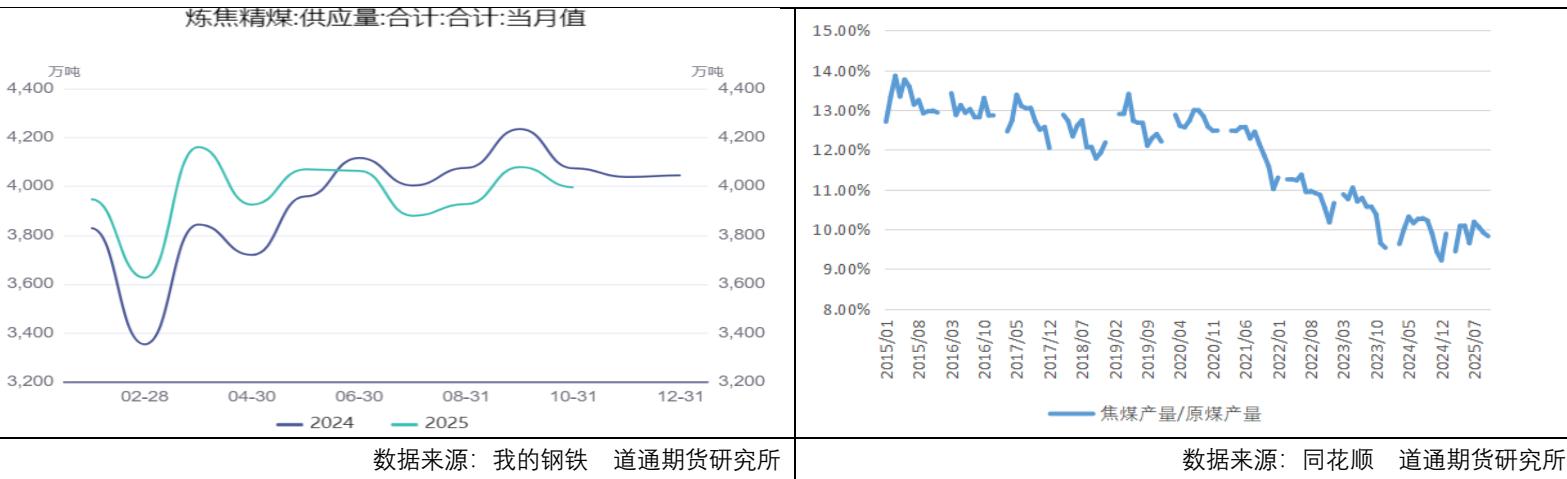


数据来源：我的钢铁 道通期货研究所

图30 焦煤月度产量

数据来源：蒙古煤炭网 道通期货研究所

图31 焦煤对原煤占比



### 3.3 全球炼焦煤资源成本分布

从国际市场来看，炼焦煤的成本洼地在蒙古，蒙古煤炭资源埋藏深度浅，适合露天开采，成本低、效率高，能够大规模开采，蒙煤的成本优势较为显著，据了解，蒙煤完全出矿成本在 30-40 美元/吨，折算到国内的仓单价格 600-700 元/吨。

其次是我国焦煤成本。根据 mysteel 对 523 家炼焦煤矿山成本的调研来看，如果价格下探至 800-1000 元/吨，则整体煤矿盈亏平衡的比例进一步扩大至 48.48%。根据中国煤炭资源网的统计，2024 年炼焦精煤完全出场成本均值 798 元/吨，现金成本均值 707 元/吨。综合来看，800 元/吨可看作国内煤矿明显减产的成本参考。

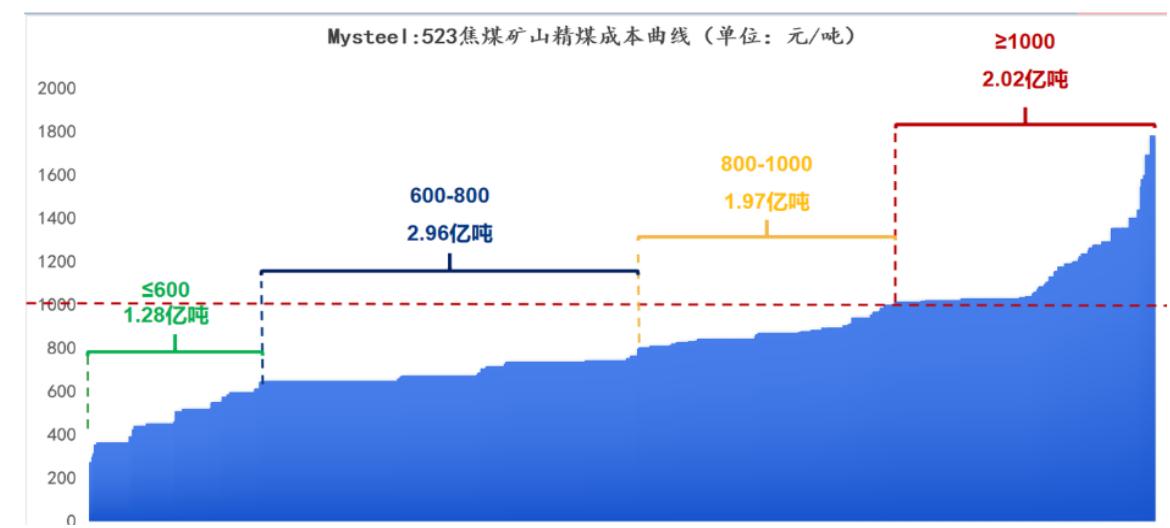
俄煤的生产成本也不高，但因其质量不高，通常作为配煤使用，也达不到大商所的仓单质量要求。俄罗斯焦煤到港价格跌破 120 美元/吨，进口量有明显的收缩表现。同时俄罗斯的运力瓶颈一直限制其向远东地区的出口量，但通过调节煤炭出口结构，仍能实现焦煤的出口的增加。

受贸易重构的影响，目前我国对澳煤的进口量降至较低水平，但 10 月份澳

煤进口呈现倍数增长，边际影响仍不可忽视。据了解，澳洲二线焦煤港口成本价预计在 150-160 美元/吨，加上海运费，对应 CFR 价格 170 美元/吨上下，折算仓单价格在 1120 元/吨。

整体来看，今年国内山西介休 1.3 硫主焦价格从 1 月份的 1300 元/吨降至 7 月份的 1000 元/吨后反弹，目前现货价格 1380 元/吨，均价从去年的 1775 元/吨，降至今年的 1223 元/吨。目前山西中硫主焦折算仓单价格已降至澳煤成本之下，价格对海运煤进口的调节能力逐步增强。

图32 炼焦煤矿山精煤成本曲线



数据来源：我的钢铁 道通期货研究所

### 3.4 2026年焦煤进口供应有增量空间，外部补充权重预计抬升

根据海关数据，1-11 月份焦煤进口量 10485 万吨，同比增 562 万吨，增幅 5.66%，贡献今年供应增量的 55.21%。上半年受价格下跌影响，焦煤进口同比下滑，下半年价格反弹，焦煤进口快速回升，进口增幅提高至 5.66%。

#### 3.4.1 蒙煤进口有增量空间

1-11 月份蒙煤进口 5333 万吨，占整体进口量 50.86%，是我国的第一大进口煤种。蒙煤凭借成本优势以及蒙古国对煤炭出口的积极推动，下半年蒙煤通关不

断刷新年内高点。6月10-11日中蒙边界联合委员会第六次会议在乌兰巴托举行，双方围绕包括联合海关执法与监督等问题展开深入探讨，并达成了多项重要共识。口岸管理方面推动联合执法和监督，使用集装箱检测设备并引入电子关锁系统，提升通关效率、有效遏制走私；在物流技术领域，引进中国5G通信和AGV无人运输车系统。11月18日蒙古国总理在莫斯科与李强总理会晤时提出，建议将蒙古对华出口煤炭的实际数量提高到1亿吨。截止12/19日当周，甘其毛都口岸日均通关量1559车，11月份以来，蒙煤口岸日度通关量持续刷新年内高点，蒙煤进口稳定在高位。

从蒙煤产量方面看，TT矿产量已从三季度的阶段性下降中恢复，整体保持稳定，预计明年产量规模将维持平稳。在通关能力上，当前运力充足，不会成为明年蒙煤进口的制约因素，规划中的甘其毛都-嘎舒苏海图跨境铁路正在按计划推进，如通车将显著提升运输效率——设计年运力达4000万吨，运输成本预计降低约50%，运输时间也将从3天大幅压缩至20小时以内。

整体来看，2026年蒙煤进口有增量空间，有望向6000万吨水平靠拢，继续成为进口增量的核心来源，实际进口量取决于我国需求情况。

### 3.4.2 俄煤进口预计平稳

根据海关数据，11月份俄煤进口274万吨，环比基本持平，受利润提振，进口继续处于年内高位，1-11月份俄煤累计进口量2915万吨，同比增3.52%，占焦煤进口量的27.8%，是我国的第二大进口煤种。

今年以来俄罗斯至我国的煤炭出口量有所下滑，但其中炼焦煤出口稍增。由于地缘政治问题，今年俄罗斯至日韩出口量减少，但至印度和土耳其增量明显。

明年来看，俄罗斯 ELGA 仍有增量计划，但印度等东南亚需求持续，预计至中国量持平。

### 3.4.3 澳煤进口的价格弹性增大

上半年受国内煤价大幅下跌的影响，澳煤进口价格倒挂，进口处于低位，三季度起，进口利润持续好转，带动进口量明显回升，尤其 10 月份的进口量明显增加。根据海关数据，10 月份澳煤进口量 105 万吨，环比增 48 万吨，增幅 84.21%，11 月份进口量 85 万吨，环比减 23 万吨，小幅回落。1-11 月份澳煤累计进口量 707 万吨，同比减 19.66%。

明年来看，由于税费和特许费价格较高，因此澳洲新增产能较少，主要为美国公司收购后的部分新增，产量释放较慢。产量方面，从各公司财报来看，由于 2025 年产量下降，明年有部分增产计划。

但相对来说，目前国内焦煤价格水平已降至澳煤成本上下的水平，对澳煤进口的价格弹性增大，如价格温和反弹，则澳煤进口有增量空间。

### 3.4.4 其他海运煤进口

根据海关数据，11 月份进口加拿大焦煤 52 万吨，环比减 46 万吨，1-11 月份累计进口加拿大焦煤 969 万吨，同比增 21.13%。上半年由于进口利润偏低进口量较少，下半年随着国内煤价上升，进口利润回升，带动加拿大焦煤进口回升并维持高位，整体进口节奏和澳煤基本一致。

美国焦煤方面，一季度累计进口美国焦煤 284 万吨，同比增 44.9%，后受贸易战影响，美国焦煤进口窗口关闭。自 2025 年 11 月 10 日 13 时起，停止实施《国务院关税税则委员会关于对原产于美国的部分进口商品加征关税的公告》，其中

我国对美国炼焦煤加征关税仍维持 15%，且仍保留 3% 的进口关税及 10% 的加征关税。目前，中国进口美国炼焦煤仍维持 28%，高关税情况下美国焦煤进口窗口继续关闭。明年来看，在美国炼焦煤加征关税暂无取消前提下，预计仍为零进口，目前美国焦煤进口占国内整体进口量比例微乎其微，关税是否取消更多是测试中美关系冷暖的指标，对国内供应影响不大。

整体来看，今年受国内焦煤价格反弹带动，下半年焦煤进口明显回升，是国内焦煤供应压力边际增大的主要因素。2026 年焦煤进口有增量空间，进口在供需平衡中的影响权重预计增大。蒙煤仍将构成进口增量的核心来源，海运煤则更多取决于阶段性性价比变化，共同决定焦煤进口对国内市场的边际影响。不过实际进口量的核心制约因素仍在于我国的需求情况，限制实际供应的增量空间，需关注进口是否面临窗口指导。

图33 焦煤月度进口量



数据来源：海关总署 道通期货研究所

图35 俄煤月度进口量

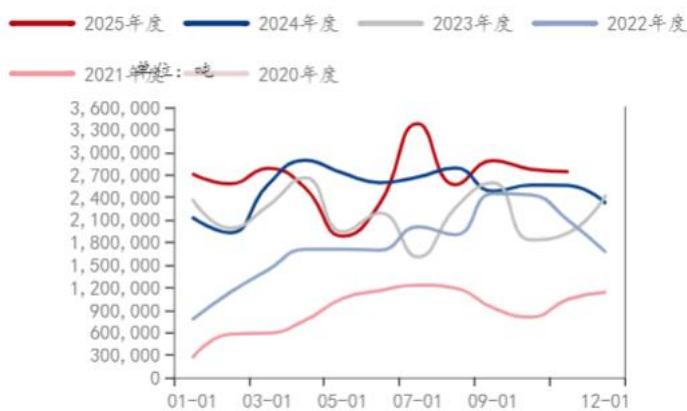
图34 蒙煤月度进口量



数据来源：海关总署 道通期货研究所

图36 澳煤月度进口量

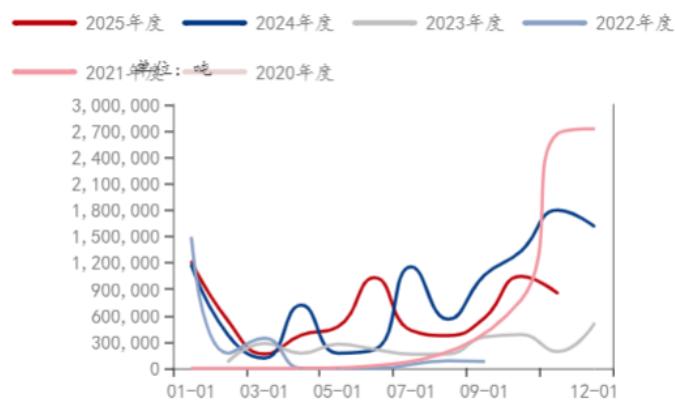
炼焦煤：进口数量：俄罗斯→中国（月）



数据来源：海关总署 道通期货研究所

图37 加拿大焦煤月度进口量

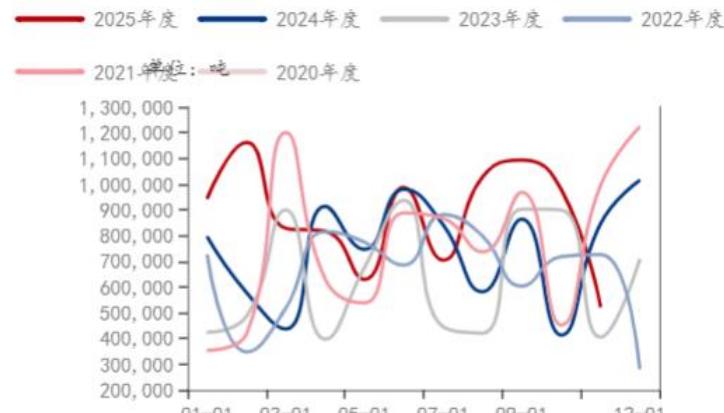
炼焦煤：进口数量：澳大利亚→中国（月）



数据来源：海关总署 道通期货研究所

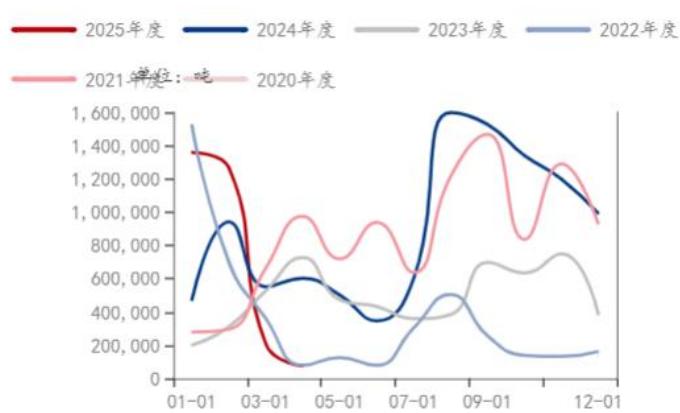
图38 美国焦煤月度进口量

炼焦煤：进口数量：加拿大→中国（月）



数据来源：海关总署 道通期货研究所

炼焦煤：进口数量：美国→中国（月）



数据来源：海关总署 道通期货研究所

### 3.5 2026年焦炭预计延续产能过剩格局

#### 3.5.1 2025年焦化产能净增为主

焦炭在煤焦钢链接中的弱势表现和自身产能过剩直接相关，2021年后焦炭进入产能扩张周期。根据钢联数据，截止11月，全国冶金焦在产产能56554万吨，其中碳化室高度4.3米及以下（含热回收焦炉）产能约5249万吨，5.5米及以上产能约51305万吨。2025年已淘汰焦化产能1682万吨，新增1397万吨，

净淘汰 285 万吨；预计 2025 年淘汰焦化产能 1682 万吨，新增 2150 万吨，净新增 468 万吨。2024 年已淘汰焦化产能 1626 万吨，新增 2602 万吨，净新增 976 万吨，2025 年延续产能净增的趋势。

2026 年各地淘汰落后产能的计划多数尚未公布，但新投产产能多为 6.2 米大焦炉，明年新增产能计划依然不少，料仍以产能净增为主。根据 mysteel 统计，2026 年计划新投产产能 1218 万吨。

表5-2025年焦化产能新增淘汰统计：

新增/淘汰	01月	02月	03月	04月	05月	06月	07月	08月	09月	10月	11月(28日前)	11月(28日后)	12月	总计
淘汰	445	360	202	180	50	0	125	120	0		200	0	0	1682
新增	115	90	512	70	150	0	0	0	200	100	340	0	573	2150
净新增	-330	-270	310	-110	100	0	-125	-120	200	100	140	0	573	468

来源：我的钢铁

### 3.5.2 结构性过剩继续锁定低利润，价格跟随焦煤波动

产能过剩是制约焦炭价利润的主要因素，今年焦炭价格一直处于跟随走势，随着焦煤价格波动而波动。受新增产能的影响，今年在焦煤供应、生铁产量均有下滑的情况下，焦炭产量同比继续走高，供求维持宽松格局。根据统计局数据，1-11 月份焦炭累计产量 45949 万吨，同比增 1508 万吨，增幅 3.39%。

供求宽松的压力下，尤其下半年焦煤价格反弹后，作为黑链中的弱势环节，焦企利润反而持续被压缩，焦企开工高位回落，开工水平明显低于钢厂。截止 12/24 日当周，独立焦企产能利用率 72.05%，低于钢厂的 84.93%。

明年焦化行业料将继续面临产能过剩的结构性问题，焦企开工率继续受制于

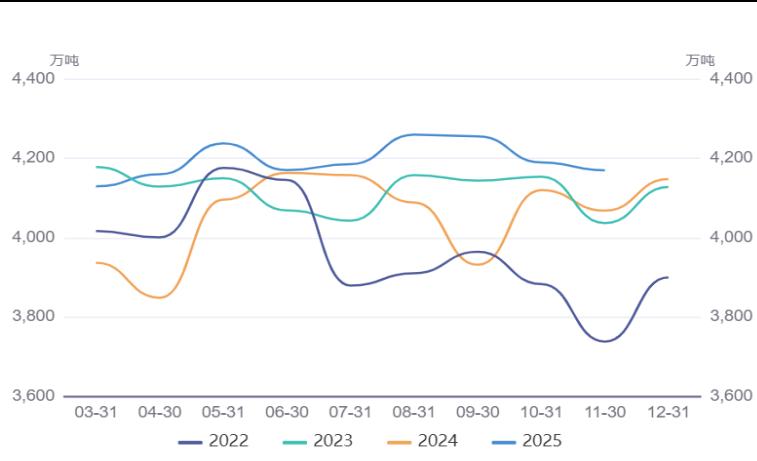
利润和需求，焦炭价格也将跟随焦煤价格波动。

### 3.5.3 焦炭出口回落

2024 年印尼新增产能投产后，2025 年东南亚千万吨级别的新增产能继续投产，挤压我国的焦炭出口市场，且国际市场环境变化较大，进出口贸易风险增加，我国焦炭出口贸易量下滑，预计 2026 年焦炭出口仍将维持低位，难有增量空间。

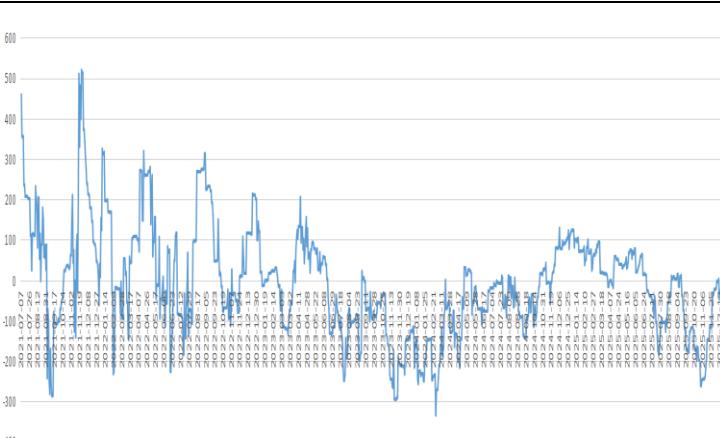
根据海关数据，今年 1-10 月焦炭累计出口量 694 万吨，同比减 84 万吨，减幅 10.8%。

图39 焦炭月度产量



数据来源：国家统计局 道通期货研究所

图41 焦企理论生产利润



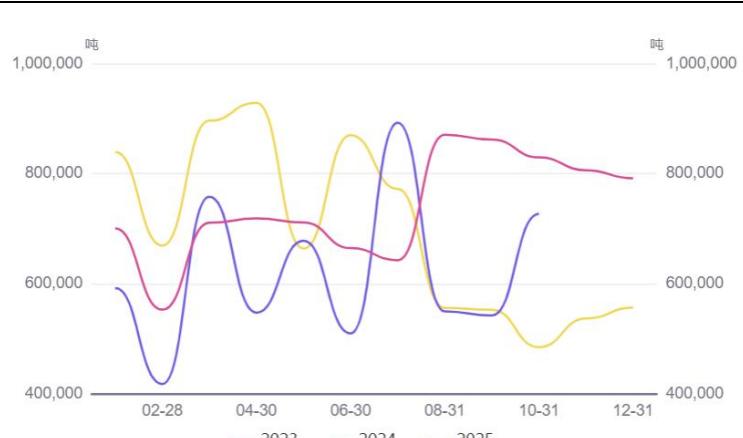
数据来源：道通期货研究所

图40 独立焦企/钢厂产能利用对比



数据来源：我的钢铁 道通期货研究所

图42 焦炭月度出口量



数据来源：海关总署 道通期货研究所

### 3.6 焦煤下游低库存特征料延续，可关注阶段性的补库需求

#### 3.6.1 负反馈压制，焦炭被动去库

受新增产能投产影响，上半年焦炭库存持续积累，下半年焦企生产持续压缩后，上游快速去库，不过贸易环节和钢厂库存仍偏高，预计将削弱冬储补库对焦炭价格的提振。截止 12/19 日当周，焦企库存 91.1 万吨，低于年度 98 万吨的均值水平；钢厂焦炭库存 633.7 万吨，高区高于去年同期的 579.6 万吨，春节前往往备货至 680 万吨，补库空间不大；港口库存 248.6 万吨，和年度均值 255 万吨相差不大，高于去年同期的 196.7 万吨，冬储空间也不大。

在产能高位与供给弹性显著的约束下，焦炭行业难以通过库存变化形成独立行情，其价格与盈利水平仍将更多体现为对原料煤成本与下游钢铁利润变化的被动响应。

#### 3.6.2 焦煤库存降至偏低水平，关注阶段性补库需求影响

受需求下滑影响，今年焦煤库存整体去化。一季度主要集中在下游去库存，上游库存仍维持高位。进入二季度后，受价格下跌影响，下游继续维持低库存策略，采购较为谨慎，受煤矿保供政策影响，库存煤矿端库存不断累积，推动总库存水平回升。进入三季度后，煤矿安检、合规检查力度增大，煤矿生产收缩以及下游集中补库，煤矿库存显著去化，推动总库存进入去化通道。四季度整体焦煤库存处于低位，但进入 11 月份钢厂持续减产，下游采购持续放缓，冬储预期也延后且走弱，库存煤矿端再度积累，负反馈下预计也将再度压制煤矿生产，弥补政策减产压力的不足。

截止 12/19 日当周，523 家煤矿精煤库存 272.8 万吨，低于年度均值 325 万

吨；焦企精煤库存 1036.3 万吨，往年春节前往往补库至 1250 万吨；钢厂联合焦化厂精煤库存 794.7 万吨，库存相对稳定，波动不大；港口精煤库存 494.81 万吨，低于年度均值 595 万吨。偏低的库存水平，使得补库阶段缺乏蓄水池的调节作用，即使当前冬储偏弱，但也仍要防范冬储需求启动情况下对供求的影响。

明年来讲，在需求预期仍较谨慎的背景下，下游低库存策略料延续，叠加煤矿生产政策的调整，煤矿库存大幅积累的可能性不大，整体低库存特征料可延续，这种市场特征下，需关注阶段性补库需求带来的波动行情。

图43 煤矿精煤库存



数据来源：我的钢铁 道通期货研究所

图45 港口焦煤库存

图44 独立焦企精煤库存

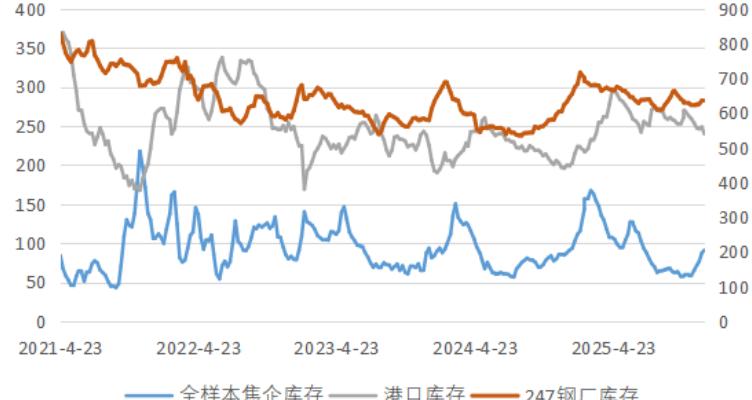


数据来源：我的钢铁 道通期货研究所

图46 焦炭各环节库存

**炼焦煤：进口：港口库存（周）**


数据来源：我的钢铁 道通期货研究所



数据来源：我的钢铁 道通期货研究所

整体来看，明年国内煤矿生产料在“保供—纠偏—再平衡”的政策框架下运行，国内焦煤产量预计不在是单边、持续的供给扩张或收缩趋势，“保供”和“合规生产”的政策影响并存，同时生产利润的引导性也将增强，焦煤产量重心同比料持稳，波动料增强。进口在调节供需平衡中的边际影响力持续提升，蒙煤仍将构成进口增量的核心来源，海运煤则更多取决于阶段性性价比变化，共同决定焦煤进口对国内市场的边际影响。

焦炭行业供给端的结构性过剩特征依然突出，行业整体呈现出“微利运行、高产出弹性”的被动生产状态，供给总量大幅扩张的可能性较低，但存量产能的闲置弹性依然构成潜在供给压力。焦企盈利水平仍将主要受制于上游原料煤成本的刚性约束以及下游钢厂利润分配的边际变化，行业运行状态难以脱离“低利润、弱波动”的常态区间，焦炭价格继续跟随焦煤成本波动。

下游终端需求，虽然房地产跌幅放缓，但尚未看到止跌迹象，基建更多承担托底角色，难以形成强拉动；制造业韧性尚存，但需求空间持续消耗，尚难提振整体终端需求的好转。在此背景下，铁水运行更可能维持弱稳状态，对焦煤、焦

炭需求的支撑以存量为主，难以提供趋势性增量。

整体来看，在终端需求弱稳的情况下，焦煤供应波动性预计增大，双焦向下面临成本支撑，但向上仍受制于需求不足的制约，价格预计依托成本区宽幅震荡，区间可分别参考 900-1500 元/吨、1500-2100 元/吨。高点位置主要受阶段性的供需错配情况影响，需关注明年煤矿生产政策影响以及需求预期的变化，关注阶段性供求变化带来波段机会。

注：以上文中涉及数据来源为：钢联、同花顺、统计局、海关总署、煤炭运销协会等。

请务必仔细阅读正文后免责申明

杨俊林，执业编号：F0281190(从业) Z0001142(投资咨询)

李 岩，执业编号：F0271460(从业) Z0002855(投资咨询)

李金元，执业编号：F0243170(从业) Z0001179(投资咨询)

道通期货经纪有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格【苏证监期货字[2013] 449号】。

本报告的观点和信息仅供本公司的合格投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非道通期货客户中的合格投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且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。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

#### 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，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。作者所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

#### 免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与道通期货其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反，道通期货并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

#### 版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“道通期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更



规划财富，成就梦想

详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为道通期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记，未经道通期货或商标所有人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

高效、严谨、敬