



让衍生品成为  
新的生产力

Make derivatives  
the new productivity

中辉期货研究院  
投资咨询业务资格：  
证监许可[2015]75号

黑色研究团队

陈为昌 Z0019850  
李海蓉 Z0015849  
李卫东 F0201351  
赵晴 Z0019543

报告日期：2026/03/27

## 外炽内寒，玉汝于成

### 摘要

二季度双焦市场的核心矛盾，依然是“需求侧确定性收缩”与“供应侧结构性支撑”之间的博弈。预计呈现宽幅震荡的格局。

从基本面看，需求侧是主要拖累。在“十五五”钢铁行业减量调整导向下，铁水产量及原料总需求难有增长。供应端则明显分化：焦煤面临国内产量约束与进口优质主焦煤的结构性矛盾，基本面预期强于焦炭；而焦炭行业产能整体仍处过剩状态，供应相对宽松。

从估值与比价看，双焦绝对价格已自历史低位修复至中性区间。值得注意的是，焦煤/铁矿比价已回升至1.63附近的合理区间，继续主动做多的性价比下降。同时，焦化利润（焦炭/焦煤比价）亦修复至近五年均线附近，考虑到焦炭自身产能压力，可关注其逢高沽空的机会。

季节性规律亦发生演变，传统“金三银四”框架参考价值减弱。二季度价格波动将更依赖于需求现实强度、政策预期落地、供应扰动以及海外地缘冲突等多因子动态博弈，节奏可能更贴合“N”型震荡，而非单边季节性走势。

综上，建议以震荡偏强思路对待。单边重点跟踪成材需求与成本支撑。套利方面，可把握逢高做空焦化利润（多焦煤空焦炭）的阶段性机会。

### 风险与关注：

上行风险：政策强刺激、安监加严、地缘冲突升级；下行风险：需求坍塌、粗钢压减、进口增量超预期。

## 目录

<b>第一章 焦煤基本面分析</b> .....	<b>2</b>
1.1. 市场行情回顾.....	2
1.2. 焦煤供需分析.....	3
1.2.1. 供给总览：总量微降、区域分化、供应刚性.....	3
1.2.2. 焦煤进口：进口放量遇成本高压.....	5
1.2.3. 动力煤概述：结构支撑强化.....	7
1.3. 焦煤库存利润.....	9
1.3.1. 焦煤库存：关注终端复苏强度.....	9
1.3.2. 煤炭利润：结构改善，盈利承压.....	11
<b>第二章 焦炭基本面分析</b> .....	<b>13</b>
2.1. 市场行情回顾.....	13
2.2. 焦炭供需分析.....	14
2.2.1. 焦炭供给：产能净增、产量微升.....	14
2.2.2. 焦炭需求：驱动减弱，结构优化.....	15
2.3. 焦炭库存利润.....	16
2.3.1. 焦炭库存：总库存偏高，但季节性累库幅度温和.....	16
2.3.2. 焦化利润：结构分化与化产支撑下的行业韧性.....	17
2.3.3. 焦化产业经营策略.....	18
<b>第三章 双焦 2026 年行情展望</b> .....	<b>21</b>

## 第一章 焦煤基本面分析

### 1.1. 市场行情回顾

2026年一季度，焦煤期货市场行情延续了自去年低点以来的反弹格局，呈现单边震荡上行的强势特征。本季度行情主要受两方面因素驱动：年初，在国内宏观预期持续改善、产业链冬季补库需求以及供给侧收紧预期的共同作用下，价格稳步抬升；进入三月后，国际地缘政治冲突（美伊战争）爆发引发全球能源供应链担忧，进一步强化了市场对焦煤作为战略资源品的看涨情绪，推动价格持续上行。

从具体数据来看，焦煤加权指数年初第一个交易日收盘报1080元/吨，截至3月25日收盘已升至1296.6元/吨，一季度累计涨幅达20.1%，显著高于蒙5现货12.0%的涨幅，反映出期货市场对远期预期的定价更为积极。值得注意的是，自美伊战争事件以来，焦煤加权指数累计涨幅高达16.7%，显著超越其他黑色系商品。同期，螺纹钢、热卷、铁矿石、焦炭等品种涨幅均在10%以下。这凸显出焦煤在本轮行情中不仅受益于黑色产业链的整体回暖，其自身特有的能源属性与供给逻辑被单独定价，成为板块内领涨的核心品种。

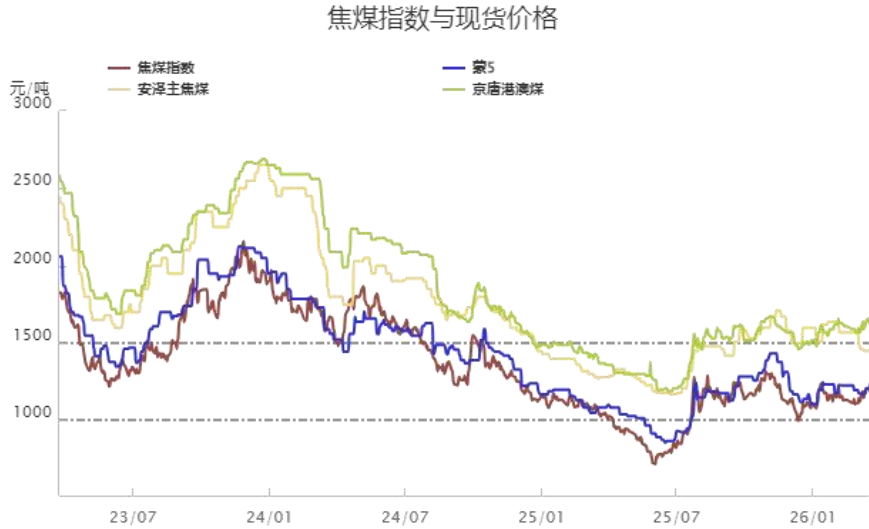
总体而言，一季度行情由宏观回暖、产业补库与突发地缘风险事件接力驱动，期现价格同步上涨但期货涨幅更大，表明市场正在从去年对远期需求的深度悲观预期中逐步修正，并对当前及未来的供给约束给予了更高的定价权重。

图1 焦煤加权



数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

图2 焦煤指数与现货价格



数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

## 1.2. 焦煤供需分析

### 1.2.1. 供给总览：总量微降、区域分化、供应刚性

2026年一季度，国内煤炭生产在“安全保供”与“治本攻坚”的政策基调下，呈现出“总量微降、区域分化、供应刚性”的鲜明特征。全国规模以上企业原煤产量累计7.6亿吨，同比小幅下降0.3%。然而，主产区走势显著分化：最大产区山西产量同比下滑2.0%；内蒙古以0.9%的增速保持平稳；陕西则以6.2%的同比增幅成为主要增产地区。这一结构性差异，正是去年以来持续的“反内卷”与严格“查超产”政策效果的直接体现。

展望二季度，国内煤炭供应将深度锚定于2026年两会部署的刚性框架之中。政策核心在于“在绝对安全前提下保障供给，在合规生产基础上推动转型”，这决定了“查超产”的力度与系统性将至少与2025年持平甚至更严。安全生产治本攻坚行动进入深化年，意味着超能力生产将面临常态化、精准化的高压监管。因此，国内原煤产量难以出现大幅增长，供应弹性将持续受限。产量的区域分化可能进一步加剧，晋陕蒙核心保供矿区将力求在合规范围内稳定生产，而部分地质条件复杂的中小煤矿可能面临更大的生产波动。整体来看，二季度国内供应将延续“规范化偏紧”

的格局，市场供需平衡将更依赖于“迎峰度夏”带来的需求侧变化以及进口煤成本波动等外部变量。

图3 国内原煤产量

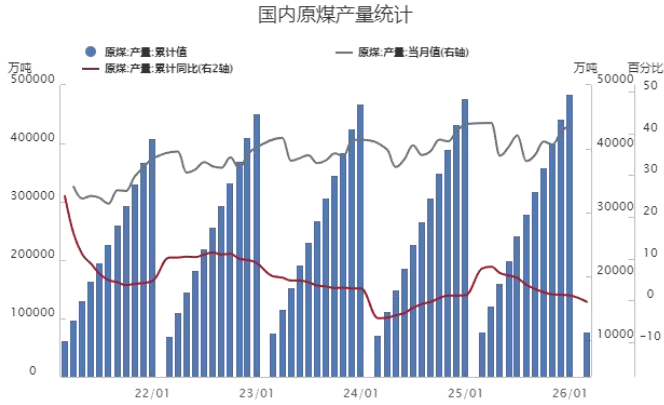
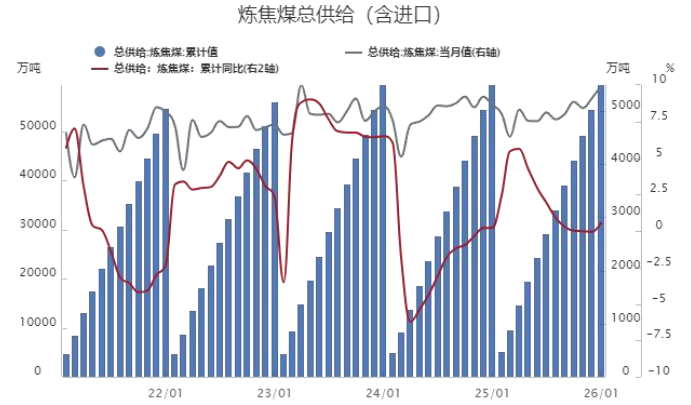


图4 炼焦煤总供给（含进口）



数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

图5 炼焦煤国内供应量

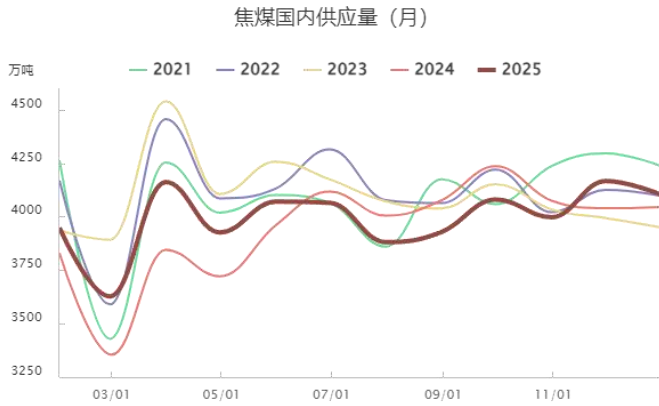
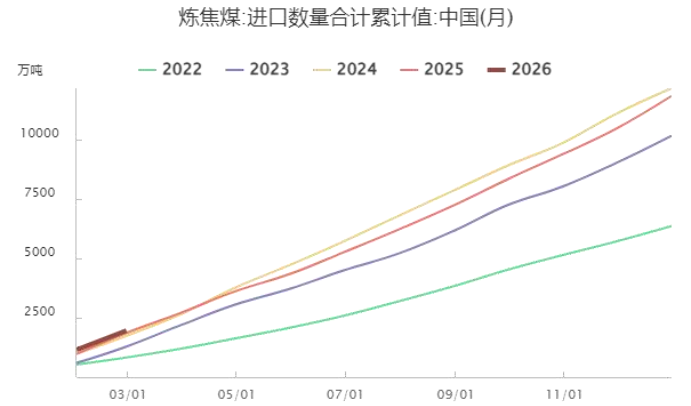


图6 炼焦煤进口数量累计值



数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

图 7 矿山供应情况

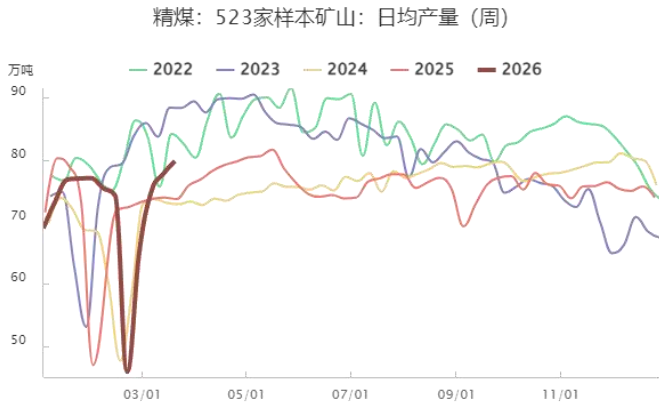
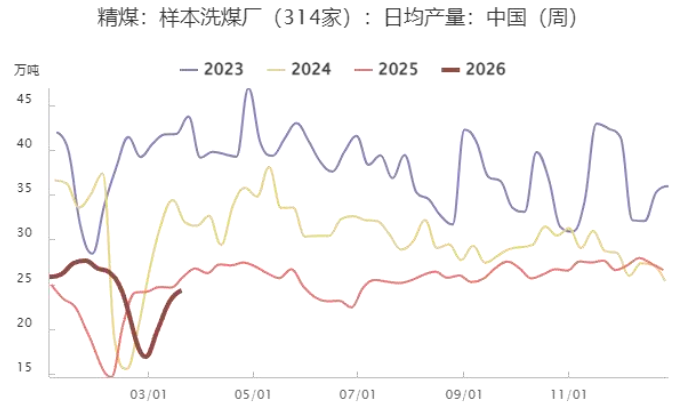


图 8 洗煤厂供应情况



数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

图 9 2026 年两会关于煤矿安全生产与保供的核心部署要点

核心方向	刚性要求与任务摘要	责任主体	监管与考核要点
安全生产治本攻坚	深化三年行动，健全重大灾害“一矿一策”防控体系，实现重大隐患动态清零，坚决杜绝重特大事故。	矿长（第一责任人），安全副矿长/总工分管	零重大隐患、零责任事故；接受国家矿山安监局专项执法检查。
煤炭稳产保供	严格按核定产能组织均衡生产，落实保供责任，严禁恶意压减产能、哄抬价格及“三超”（超能力、超强度、超定员）生产。	矿长（第一责任人），生产副矿长分管	无违法违规生产行为，100%完成保供任务；产能与价格监控常态化。
智能化绿色转型	制定年度方案，推进智能化采掘升级，落实矿区生态保护修复，推广清洁高效利用技术。	矿长（第一责任人），机电副矿长/总工分管	建设进度与环保指标纳入监管，与产能核增、政策扶持挂钩。
科技创新与装备升级	推广重大灾害防治先进技术与装备，按期淘汰落后产能与工艺设备。	矿长（第一责任人），总工程师分管	按期完成淘汰计划，先进技术应用成效作为考核依据。
产业工人队伍建设	落实全员安全法定培训，健全技能等级认定机制，保障工人合法权益。	矿长（第一责任人），人力资源部门执行	全员培训100%合格，特殊工种100%持证上岗。

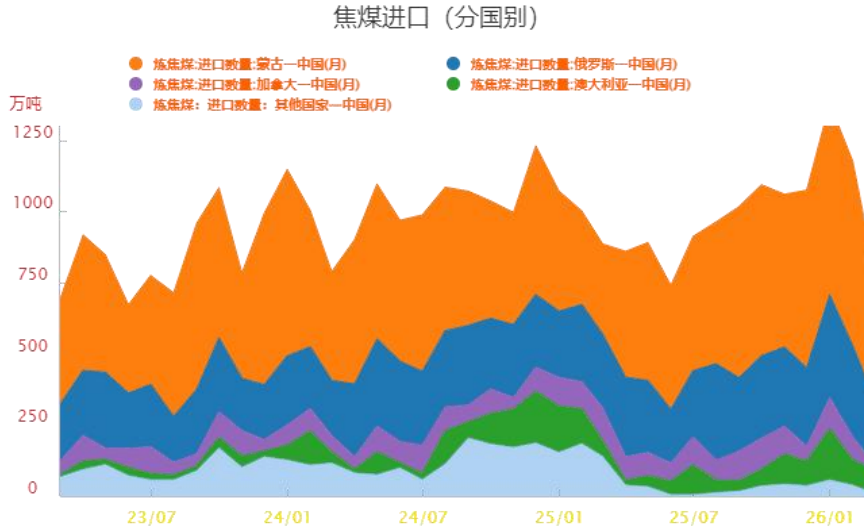
数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

### 1.2.2. 焦煤进口：进口放量遇成本高压

2026 年 1-2 月，中国炼焦煤进口累计 1983 万吨，同比增长 5.2%。2 月单月进口 806.97 万吨，环比下降 31.36%，主要受春节假期影响。分煤种看：蒙古煤主导地位稳固，累计占比 55.82%，2 月因春节口岸关闭 6 天及节后物流恢复缓慢，进口环比下降 29.26%，但累计同比大幅增长 71.8%；俄煤累计进口 550 万吨，同比增长 4.0%，2 月环比下降 27.78%，值得注意的是，1 月进口量是继 12 月冲高后的次高水平，体现了进口商在政策窗口期集中采购的策略；澳大利亚煤 2 月进口环比微降 4.69%，但

同比显著增长 54.82%；美国煤对华出口已实质性停滞，加拿大和澳大利亚煤有意补充缺口。

图 10 焦煤进口（分国别）



数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

图 11 焦煤进口数据

国家	2026-02-28	累计值	当月环比	当月同比	累计同比
蒙古	459	1107	-29.3%	44.9%	71.8%
俄罗斯	231	550	-27.8%	-10.5%	4.0%
加拿大	23	104	-72.1%	-80.6%	-50.8%
澳大利亚	84	172	-4.7%	54.8%	-2.2%
其他国家	11	50	-71.3%	-92.0%	-84.6%
合计	807	1983	-31.4%	-8.8%	5.2%

数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

结合当前国际油价高企的形势，2026 年二季度蒙煤价格的核心变量在于运输成本，尤其是对油价极度敏感的短盘运费预计将显著攀升，推动综合到岸成本中枢上移。其影响传导至供需层面：若下游钢铁需求疲软，成本上涨将难以顺利传导，从而抑制焦化企业的边际采购意愿，可能导致月度进口量波动；在成本波动加剧的预期下，进口商为规避风险将更倾向于执行成本稳定的长协合同，竞拍市场活跃度可能因此受到压制；尽管蒙煤供应充足，但高运费可能制约进口节奏，使得进口量增速面临压力。潜在风险在于，若成本与价格出现倒挂，口岸贸易商将面临亏损，可能引发短期进口活动收缩，加剧市场波动。

图 12 炼焦煤进口（蒙古）

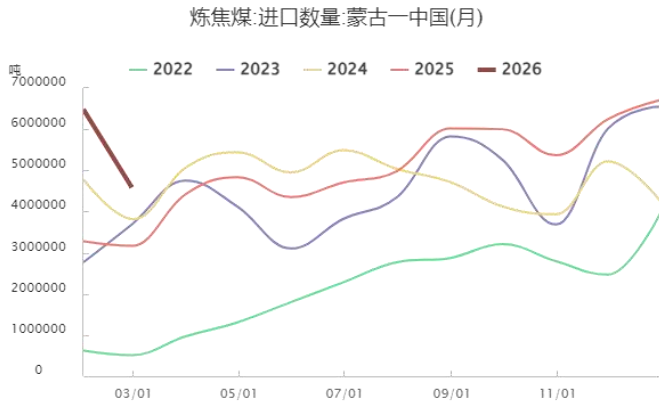
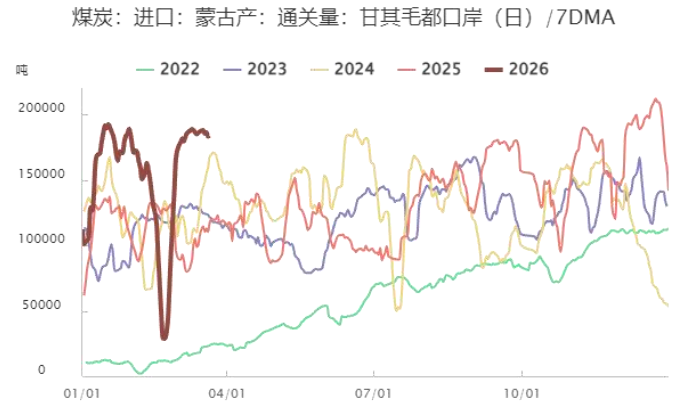


图 13 甘其毛都口岸通关量



数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

图 14 炼焦煤进口（俄罗斯）

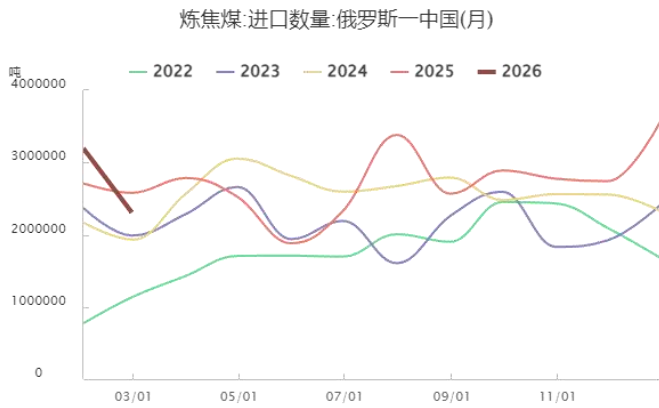
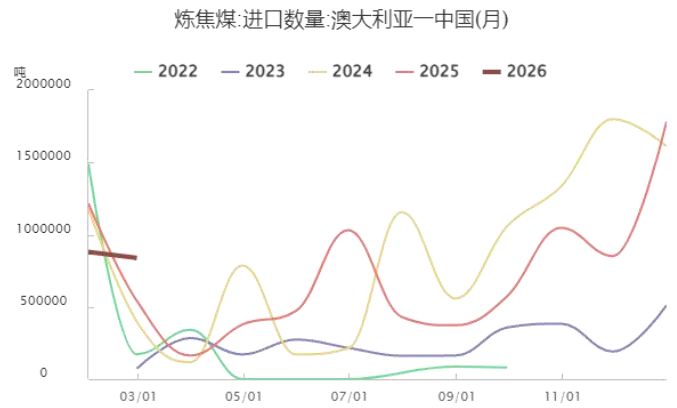


图 15 炼焦煤进口（澳大利亚）



数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

### 1.2.3. 动力煤概述：结构支撑强化

一季度市场呈现出内外分化的紧平衡格局。国内方面，需求展现出超预期韧性，1-2月火电产量同比由降转增，非电需求亦提供支撑，带动内贸港口库存有效去化。价格层面，秦港5500大卡现货价格震荡走强，而焦煤动力煤价格比值处于1.75的历史低位，这清晰反映了在“保供”基调下动力煤基本面的相对强势，以及与地产链相关的焦煤需求的持续疲软。外部供应的变化是更关键的驱动因素。进口在1月冲高后于2月显著回落，这一趋势并非偶然。核心在于我国最大的进口来源国印尼，其煤炭产业正面临资源禀赋、开采成本上升及内需分流的长期约束，未来出口增长

弹性显著下降。这导致我国煤炭进口的“调节阀”功能弱化，进口总量的波动性加大，并为内贸煤价提供了更坚实的底部支撑。

展望二季度，我们认为市场在多重因素博弈下，价格中枢存在上移基础，但上行空间与节奏将受到约束。核心的乐观驱动力源于供应端。印尼年度生产配额存在下调至6亿吨的风险，若落地将严重冲击全球海运煤市场，加剧我国进口煤的紧张局面。同时，海外能源价格高位运行，进一步抬高了进口成本。这两大因素共同构成了内贸煤价的强成本支撑。需求端，尽管市场对高库存及可再生能源持续挤压火电需求存在担忧，但我们认为“迎峰度夏”前的常规备货需求仍将提供季节性动力。潜在的博弈点在于国内保供产能（如新疆）的释放能否有效对冲进口减量。我们判断，在进口收缩趋势下，内贸煤的定价权重将进一步提升，市场将呈现“下有刚性成本底、上有政策预期顶”的区间偏强震荡格局，价格运行区间可能较此前市场上调。

综合来看，动力煤市场的核心矛盾正从国内供需平衡，转向全球资源可获得性与进口成本的博弈。印尼供应收缩的长期趋势，是支撑市场乐观预期的结构性基石。在此背景下，国内高库存对价格的压制作用可能被削弱，而进口成本将对内贸价格形成持续牵引。主要风险在于国内经济复苏力度不及预期导致的实际需求疲软，以及国内新增产能释放进度超预期，这可能延缓价格的上涨节奏。但总体而言，供应端的约束更为刚性，动力煤市场在二季度具备偏强运行的基础。

图 16 动力煤现货价格

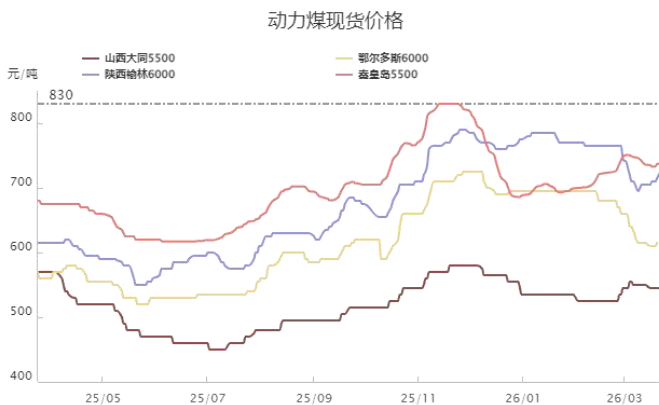


图 17 焦煤动力煤比价



数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

图 18 电厂库存

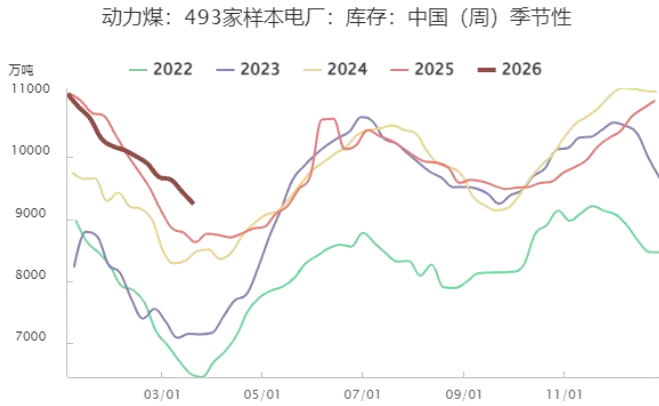
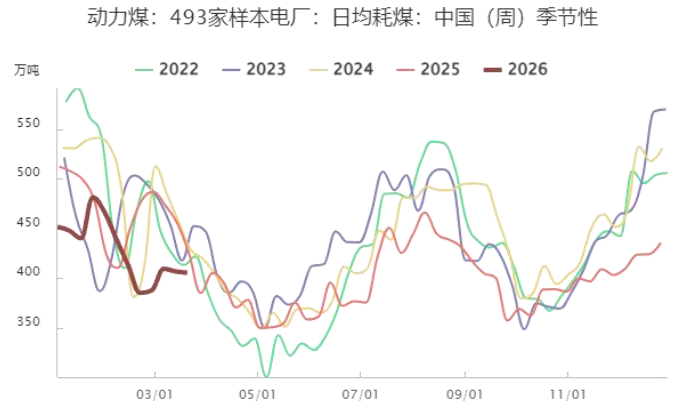


图 19 电厂日耗



数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

图 20 全社会火电发电量

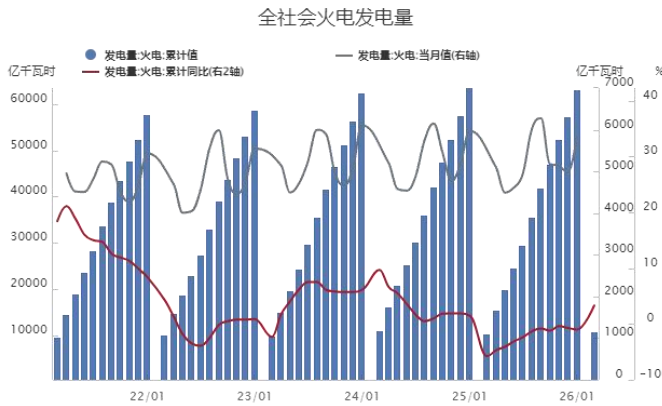
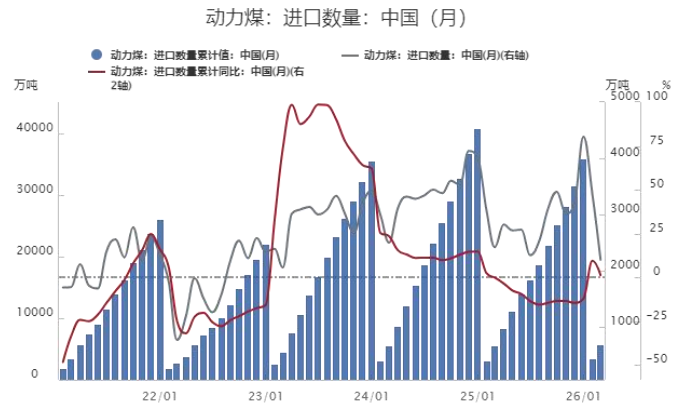


图 21 动力煤进口数量



数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

### 1.3. 焦煤库存利润

#### 1.3.1. 焦煤库存：关注终端复苏强度

一季度焦煤市场呈现显著的“高库存平衡”特征。总库存于历史中高位震荡，其内部结构分化明显：供应端，国内矿山库存、口岸与港口库存均处于近年偏高水平，反映国内保供平稳与进口资源充裕，库存压力明显集中于上游；需求端，下游钢厂及独立焦企库存维持于中性水平，在终端需求复苏乏力、产业链利润微薄的制

约下，中下游仅维持刚性采购，补库意愿谨慎，导致库存压力未能有效向下游传导。整体形成了“上游累、下游稳”的格局。

展望二季度，焦煤库存变化的核心矛盾仍在于终端需求的复苏强度。预计在季节性需求带动下，库存或于季初有所去化，但若“金三银四”成色不足，高库存态势难以根本扭转。分环节看，矿山与港口库存去化幅度将受制于供应的持续性，而中下游库存更可能维持中性波动，难以出现趋势性补库。总体而言，在需求未现强劲驱动、供应端保持弹性的背景下，二季度行业大概率将延续“高库存、结构分化”的态势，去库进程或将缓慢。

图 22 焦煤总库存



数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

图 23 焦煤库存：矿山



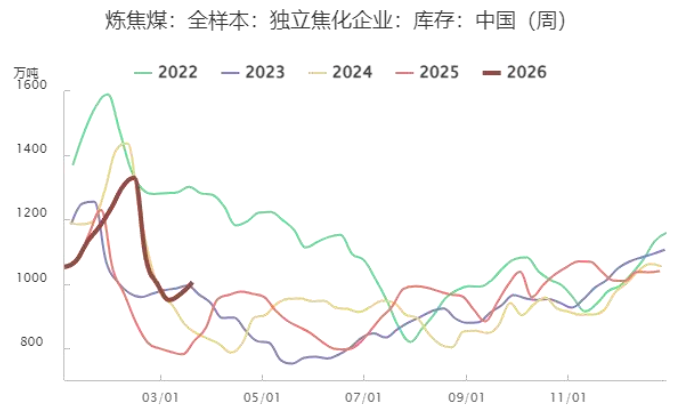
图 24 焦煤库存：港口



图 25 焦煤库存：钢厂



图 26 焦煤库存：焦企



数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

### 1.3.2. 煤炭利润：结构改善，盈利承压

一季度，煤炭行业呈现出“供需结构改善与行业利润深度承压”并存的复杂局面。供给端，1-2月国内原煤产量同比微降0.3%，进口增速亦显著收窄至1.5%，测算总供应量同比由增转降。需求侧则表现积极，火电产量同比由降转增3.3%，化工、建材耗煤需求亦提供正增长，带动整体煤炭消费估算同比增长约3.1%。在此“供略缩、需略增”的格局下，行业库存整体去化，尤其北方港口动力煤库存下降显著。价格层面呈现分化，港口主焦煤价格同比仍有可观涨幅，而动力煤价格同比承压。

然而，行业基本面改善并未有效传导至盈利端。截至 2025 年末的数据显示，行业利润总额累计同比大幅下滑 41.78%，亏损企业比例攀升至 48.26%，亏损额同比增加 32.6%，成本线下的普遍亏损是当前核心矛盾。

展望二季度，预计供需紧平衡格局有望延续。进口煤价格倒挂可能支撑内贸煤需求在 4-5 月进一步释放，叠加海外能源价格高位运行，或对国内煤价形成边际支撑。但行业能否实现利润修复，关键取决于需求增长的可持续性以及“以量换价”的恶性竞争能否缓解。总体看，二季度市场或延续“需求温和复苏支撑价格，但高亏损制约行业弹性”的特征，利润的实质性回暖仍需等待供需出现更显著的改善。

图 27 煤炭开采和洗选业：利润总额

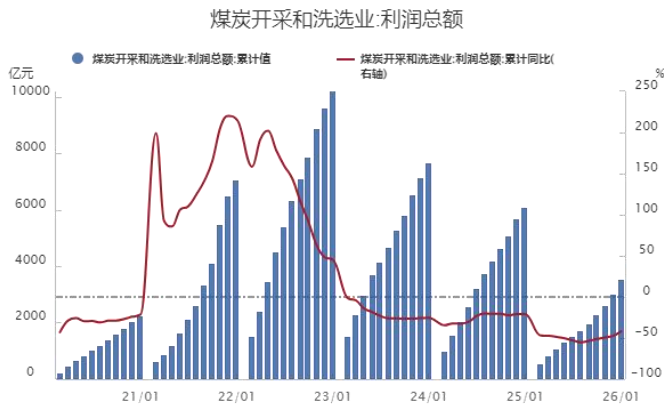
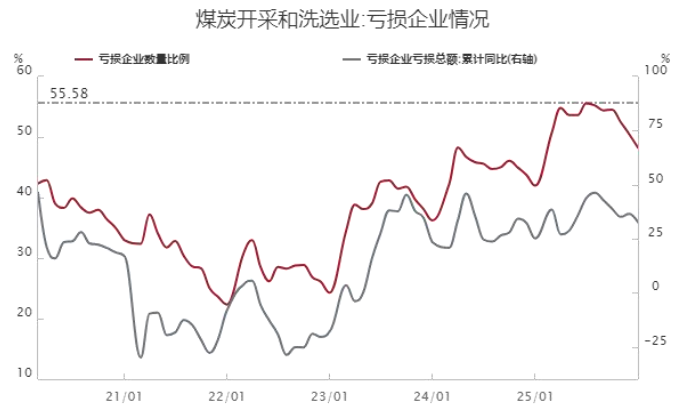


图 28 煤炭开采和洗选业：亏损企业比例



数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

## 第二章 焦炭基本面分析

### 2.1. 市场行情回顾

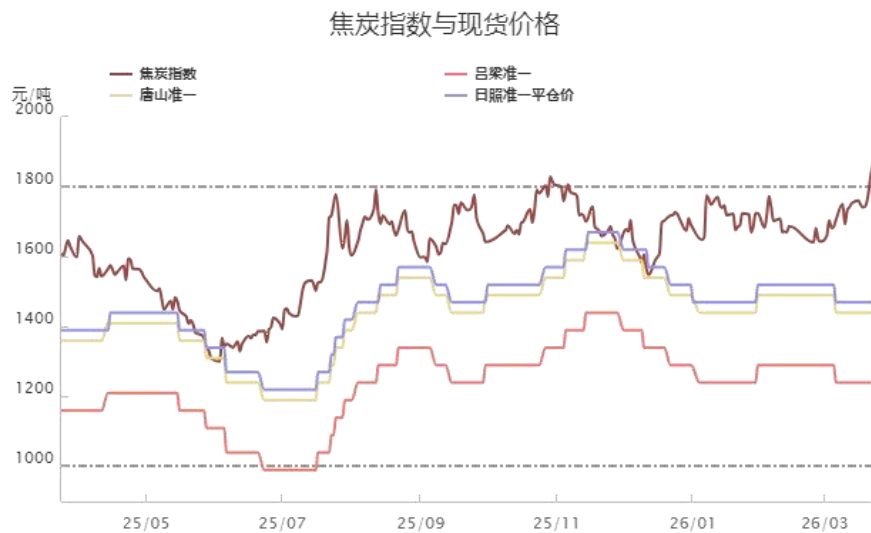
一季度，焦炭期货价格呈震荡上行趋势，走势与焦煤高度相关但涨幅相对温和。行情主要受宏观预期改善、成本支撑及地缘冲突传导驱动。截至3月25日，焦炭加权指数年初至今累计上涨9.6%，自美伊战争以来累计涨幅9.9%，在黑色商品中涨幅位列第二，原油系价格上涨带动的化产利润改善提供了强力支撑。本季度行情逻辑以成本驱动为主，自身基本面主要影响波动节奏。

图 29 焦炭加权



数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

图 30 焦炭指数与现货价格



数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

## 2.2. 焦炭供需分析

### 2.2.1. 焦炭供给：产能净增、产量微升

2026年焦炭行业供给端呈现“产能净增、产量微升”的格局。据钢联调研数据，2025年焦化产能全年净新增153万吨。展望2026年，预计淘汰产能规模将显著收窄至350万吨，而新增产能达1413万吨，全年净新增产能预计将扩大至1063万吨，产能约束整体趋于宽松。

产量方面，2026年1-2月全国焦炭产量8254.6万吨，同比增长0.79%，生产活动平稳。分结构看，独立焦企产量受利润及需求影响波动相对明显，呈现一定的季节性特征；而钢厂焦炭产量则较为稳定，波动幅度较小。分区域看，主产区集中度较高，山西、内蒙古、河北三省产量合计占比近四成，其中山西省以1634万吨的产量位居全国第一。

综合来看，在产能净增背景下，二季度焦炭实际产量将主要取决于下游钢铁生产的需求强度及焦化企业的盈利水平，预计供给能力总体充裕，同比增长空间温和。

图 31 国内焦炭产量统计

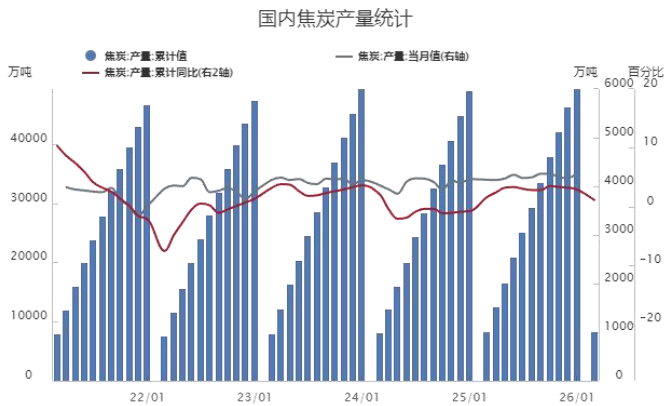
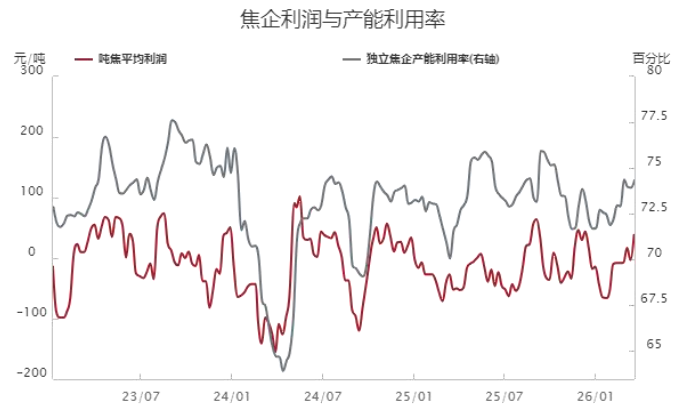


图 32 焦企利润与产能利用率



数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

图 33 独立焦企日均产量

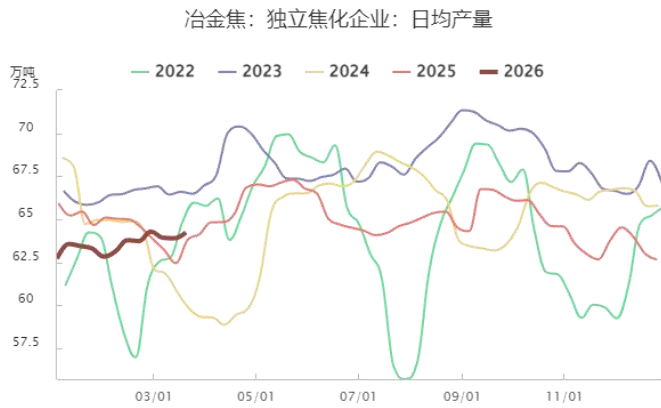
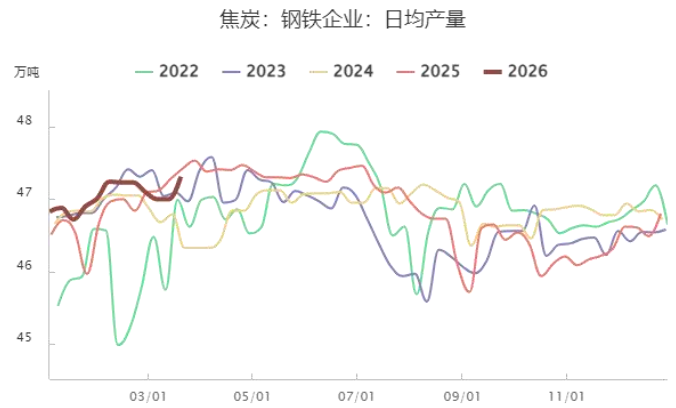


图 34 钢铁企业焦炭日均产量



数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

图 35 2026 年焦化淘汰与新增产能统计

分项/时间	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
淘汰	170	120	0	0	0	0	0	0	60	0	0	0	350
新增	200	0	101	150	72	380	0	0	268	0	0	242	1413
净新增	30	-120	101	150	72	380	0	0	208	0	0	242	1063

数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

### 2.2.2. 焦炭需求：驱动减弱，结构优化

2026 年一季度，中下游生产活动整体稳健。开工方面，钢厂高炉开工率维持在相对高位，截至 2026 年 3 月 20 日，247 家钢铁企业铁水日均产量 228.15 万吨，一季度铁水产量周均值 228.1 万吨，与去年同期持平（25 年为 228.1 万吨），仅次于 2023 年（229.6 万吨），生产端韧性仍存。利润方面，尽管 2025 年受益于成本压力缓解和出口支撑，钢厂盈利率显著改善，但当前利润绝对值仍处相对低位，盈利改善对生产扩张的驱动有所减弱。

针对 2026 二季度焦炭需求展望如下：

**1. 基准情景（概率 50%）：**宏观政策平稳落地，地产、基建需求弱复苏，制造业保持韧性。钢厂在高库存与低利润的权衡下，开工率小幅回落，焦炭需求呈现季节性微增，同比增速在 0-2% 区间。

**2. 乐观情景（概率 30%）：**若政策刺激显效，带动钢材出口维持强势，且“十五五”规划项目加速落地，钢厂开工率有望维持高位。叠加优质主焦煤结构性偏紧带来的成本支撑，焦炭需求将获得坚实支撑，可能实现 2-4% 的温和增长。

**3. 悲观情景（概率 20%）：**若经济复苏力度不及预期，地产下行压力加剧，同时钢材出口明显走弱。钢厂在持续亏损压力下可能主动减产，高炉开工率将显著下滑，导致焦炭需求同比转负，面临收缩压力。

图 36 铁水折焦日均消费量

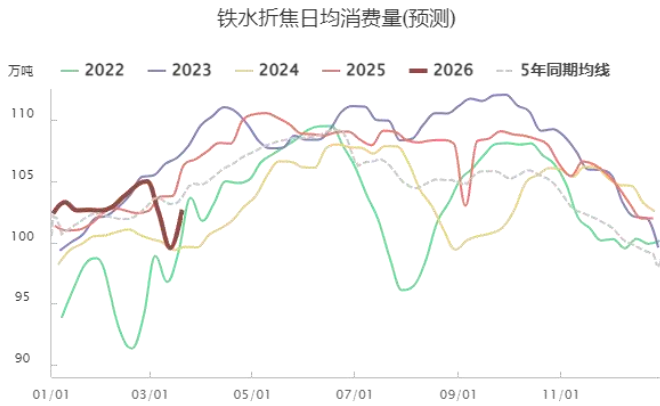


图 37 一季度铁水产量情况

年份	铁水周均值	复产拐点
26	228.1	3月下旬
25	228.1	3月中下旬
24	222.2	4月中上旬
23	229.6	3月上旬
22	214.9	3月中下旬

数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

图 38 钢厂高炉开工率



图 39 钢铁企业盈利率



数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

## 2.3. 焦炭库存利润

### 2.3.1. 焦炭库存：总库存偏高，但季节性累库幅度温和

焦炭库存整体呈现“总库存偏高，但季节性累库幅度温和”的特征。相较往年同期，当前总库存水平处于中性偏高位置。从结构看，港口库存与独立焦企库存波动较钢厂库存更为明显。值得关注的是，由于今年春节时间较晚，节后下游复工及补库节奏有所后移，导致传统的淡季累库过程被拉长且幅度平缓，未出现急剧攀升。

展望二季度，库存走势将主要取决于终端需求的恢复强度。基准情景下，随着钢厂生产活动步入传统旺季，焦炭消耗加快，产业链将进入季节性去库周期。然而，当前钢厂利润仍处低位，若需求复苏不及预期，钢厂可能维持低原料库存策略，从而压制焦炭的整体补库空间，导致去库速度缓慢，库存或持续在近年同期高位震荡。

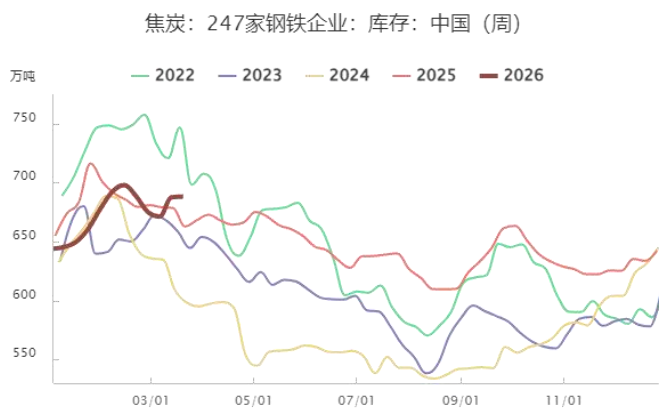
图 40 焦炭总库存

图 41 焦炭港口库存



图 42 焦炭钢厂库存

图 43 独立焦企库存



数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

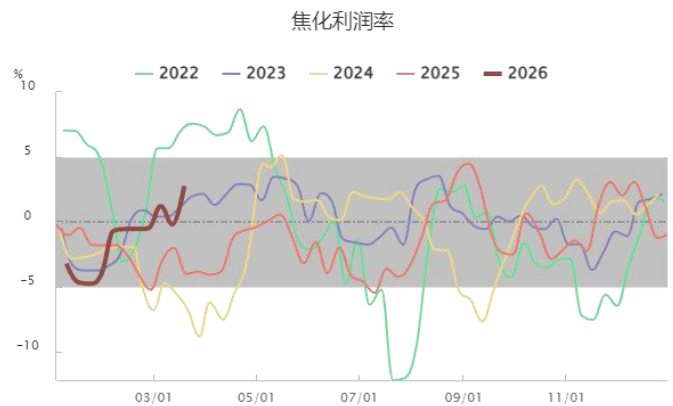
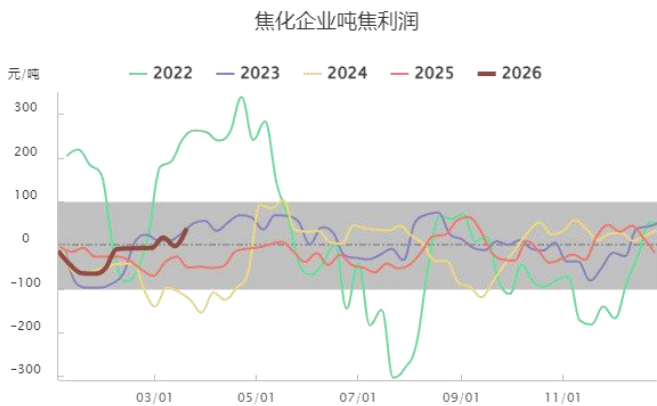
### 2.3.2. 焦化利润：结构分化与化产支撑下的行业韧性

一季度吨焦平均利润与行业整体利润率始终围绕盈亏平衡线窄幅波动。具体来看，1月份受钢厂连续四轮提降冲击，焦化利润快速探底。此后，得益于国际原油价格大幅上涨，焦油、粗苯等化产品价格显著走强，有效对冲了冶金焦的亏损，行业利润实现修复。然而，利润结构分化明显：产业链完整、化产回收能力强的企业盈利状况显著优于单纯以冶金焦为主的企业。

展望二季度，焦企经营状况将继续在成本与需求间博弈，利润分化格局或延续。核心驱动仍在于化产品对利润的补充能否持续。若原油价格维持高位，化产业链条将继续成为关键盈利支撑，但需警惕其价格的高波动性风险。同时，冶金端能否改善取决于下游钢材需求的实质回暖及焦炭提涨的顺利落地。综合判断，二季度焦化行业整体有望维持微利状态，但企业间盈利能力的差距可能进一步拉大，拥有化产优势及成本控制能力的企业将更具韧性。

图 44 吨焦平均利润

图 45 焦化企业利润率



数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

### 2.3.3. 焦化产业经营策略

库存与利润是研判商品基本面及未来行情的核心指标，二者相互影响。我们将其构建为九宫格分析框架，以辅助生产企业在不同情境下做出生产决策。

指标选取方面，利润采用钢联“独立焦化企业：吨焦平均利润（周）”，样本涵盖全国重点区域 30 家焦企，为市场普遍认可的标准；库存采用钢联“焦炭全样本库存”，包含港口、钢厂及独立焦企全样本。数据取近三年（以贴近行业现状，剔除 2021 年等异常年份），库存分析侧重同比以消除季节性干扰。

近年来，焦化企业受产业链地位制约，多处于“亏损”或“持平”状态，“盈利”时段较少。截至12月19日，吨焦平均利润为38元/吨，而库存处于近五年中性水平，对应“中库存一盈利”组合。据此建议企业：保持合理的生产节奏和原料库存水平，并通过卖出适当比例的期货合约来锁定未来利润。该策略仅基于全行业的整体水平，企业可根据自身情况进行灵活调整。

图 46 焦炭九宫格分析框架

库存\利润	亏损	持平	盈利
高	降低产能负荷，暂停新焦煤采购，优先去化现有库存； 卖出套保规避价格下跌风险	控制焦煤采购节奏，优先消耗现有原料库存； 卖出适当比例的期货合约。	维持高开工，加快销售兑现利润； 积极卖出套保，锁定现有利润。
中	减少生产，控制焦煤采购节奏，动态调整库存； 焦煤买入套保同时焦炭卖出套保，锁定原料成本同时规避现货下跌风险。	现货正常生产经营，维持合理的原料库存水平；	保持合理的生产节奏和原料库存水平； 卖出适当比例的期货合约锁定未来利润。
低	维持现货生产，逢低适当补库； 买入焦煤期货合约建立虚拟库存。	现货维持正常生产经营，适度增加安全库存； 买入适当比例的焦煤期货，或买入焦煤看涨期权锁定原料最高进价。	扩大生产规模，积极补充原料库存； 买入适当比例的焦煤期货优化采购成本。

备注：1. 指标选择：利润选择“独立焦企吨焦平均利润”，库存选择“焦炭全样本库存”（四大港口+247家钢厂+全样本独立焦企）时间范围为近三年；

2. 产业盈亏：吨焦利润 $\leq -45$ 元/吨界定为“亏损”， $-45$ 至 $30$ 元/吨界定为“持平”， $>30$ 元/吨界定为“盈利”；

数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

图 47 黑色商品近三年百分位

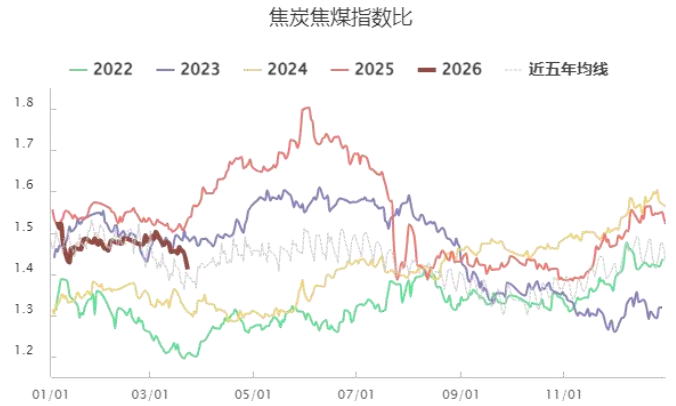
品种/类别	价格	库存	利润率	产能利用率
螺纹钢	18.92	98.78	3.49	46.73
热卷	19.74	97.53	1.78	76.65
铁矿	68.01	95.59		
焦炭	29.16	60.66	2.75	74.31
焦煤	31.81	25.64		88.6
硅铁	24.44	0.00	1.75	47.46
锰硅	45.02	79.17	-0.88	35.7

数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

图 48 焦煤铁矿比价



图 49 双焦比价



数据来源: iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

图 50 焦煤期货自上市以来各月份涨跌幅统计

焦煤期货历史涨跌幅统计 (2013-2025)													
日期	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月	价格走势
2013			1242	1141	1100	1028	1052	1138	1148	1100	1103	1010	
半月涨幅			-4.8%	-8.1%	-3.6%	-6.5%	2.3%	8.2%	0.9%	-4.2%	0.3%	-8.4%	
2014	938	923	834	824	826	812	772	795	780	764	764	743	
半月涨幅	-7.1%	-1.6%	-9.6%	-1.2%	0.2%	-1.7%	-4.9%	3.0%	-1.9%	-2.1%	0.0%	-2.7%	
2015	728	728	689	671	688	678	614	568	571	553	534	566	
半月涨幅	-2.0%	0.0%	-5.4%	-2.6%	2.6%	-1.5%	-9.4%	-7.6%	0.5%	-3.1%	-3.5%	6.0%	
2016	553	609	634	770	682	727	771	856	1007	1290	1397	1178	
半月涨幅	-2.3%	10.1%	4.1%	21.4%	-11.3%	6.5%	6.1%	11.0%	17.7%	28.0%	8.3%	-15.7%	
2017	1247	1241	1249	1129	947	1116	1319	1412	1131	1069	1374	1312	
半月涨幅	5.9%	-0.5%	0.6%	-9.6%	-16.1%	17.8%	18.1%	7.1%	-20.0%	-5.5%	28.6%	-4.5%	
2018	1292	1405	1260	1157	1238	1199	1203	1250	1267	1384	1267	1198	
半月涨幅	-1.5%	8.7%	-10.3%	-8.2%	7.0%	-3.2%	0.3%	4.0%	1.3%	9.2%	-8.4%	-5.5%	
2019	1278	1319	1261	1351	1384	1390	1397	1307	1239	1226	1207	1167	
半月涨幅	6.7%	3.2%	-4.4%	7.1%	2.5%	0.4%	0.5%	-6.4%	-5.2%	-1.0%	-1.6%	-3.3%	
2020	1212	1238	1208	1072	1159	1177	1216	1238	1269	1350	1419	1613	
半月涨幅	3.9%	2.2%	-2.4%	-11.2%	8.1%	1.5%	3.3%	1.8%	2.4%	6.4%	5.1%	13.7%	
2021	1518	1471	1660	1758	1758	1922	2240	2542	3254	2189	2007	2210	
半月涨幅	-5.9%	-3.1%	12.8%	5.9%	0.0%	9.3%	16.5%	13.5%	28.0%	-32.7%	-8.3%	10.1%	
2022	2274	2604	3146	2863	2691	2335	2083	1855	2064	1777	2036	1866	
半月涨幅	2.9%	14.5%	20.8%	-9.0%	-6.0%	-13.2%	-10.8%	-10.9%	11.3%	-13.9%	14.6%	-8.4%	
2023	1826	1993	1827	1381	1225	1346	1436	1534	1837	1803	2072	1888	
半月涨幅	-2.1%	9.2%	-8.4%	-24.4%	-11.3%	9.9%	6.7%	6.8%	19.8%	-1.9%	15.0%	-8.9%	
2024	1702	1788	1507	1798	1681	1589	1482	1366	1552	1375	1258	1159	
半月涨幅	-9.9%	5.1%	-15.7%	19.3%	-6.5%	-5.4%	-6.8%	-7.8%	13.6%	-11.4%	-8.5%	-7.8%	
2025	1136	1100	1011	929	728	833	1100	1149	1138	1302	1107	1113	
半月涨幅	-2.0%	-3.1%	-8.1%	-8.1%	-21.6%	14.3%	32.1%	4.4%	-1.0%	14.5%	-15.0%	0.5%	
2026	1164	1111											
半月涨幅	4.6%	-4.5%											
RP	38.5%	53.8%	30.8%	30.8%	46.2%	53.8%	69.2%	69.2%	69.2%	30.8%	46.2%	30.8%	
AR	-0.7%	3.1%	-2.4%	-2.2%	-4.3%	2.2%	4.2%	2.1%	5.2%	-1.4%	2.1%	-2.7%	
事件驱动	春节假期, 节前节后停工, 需求回落。库存一般处于全年高位水平		下跌为主, 煤矿复产加快, 库存水平整体偏高, 钢厂补库需求逐渐减弱			夏季用能高峰, 煤炭价格偏强运行, 下游备战旺季, 容易提前预期上涨。			传统金九银十, 前期上涨较多, 盘面震荡为主			冬储补库, 需求释放, 11月开启累库, 12月份整体以下跌为主	

数据来源: DGE焦煤指数合约, 中辉期货研究院 (注: RP代表历史上该月的上涨概率, AR代表历史上该月的平均收益率)

数据来源: iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

### 第三章 双焦 2026 年行情展望

二季度双焦市场的核心矛盾，依然是“需求侧确定性收缩”与“供应侧结构性支撑”之间的博弈。需求端是主要拖累项，在“十五五”规划强调钢铁行业“减量调整和存量优化”的导向下，终端用钢需求，特别是与地产链深度绑定的部分，难以提供强劲增量。尽管宏观层面存在“反内卷”、“扩大内需”等政策预期，但传导至实际钢铁生产并拉动原料需求仍需时间且效果有待观察。钢厂在低利润格局下，“低库存、按需采购”的策略将成常态，对焦炭及焦煤的总量需求增长构成天花板。

供应端则呈现结构性分化。焦煤方面，国内生产在“治本攻坚”行动与严查超产的刚性约束下，供应弹性持续受限，呈现“总量可控、增量有限”的格局。进口端虽总量充裕，但用于期货交割的优质主焦煤结构性偏紧的矛盾依然存在，蒙煤长协价格对市场底部支撑显著。焦炭方面，行业产能整体仍处于过剩状态（2026 年预计净新增产能 1063 万吨），供应将跟随利润与需求灵活调节，自身基本面弱于焦煤。因此，从品种强弱看，预计焦煤基本面预期将持续强于焦炭。

经过一季度的上涨，双焦的绝对估值已从历史极低位置有所修复。参考近三年价格分位数，焦煤、焦炭已分别回升至 31.8% 和 29.2% 左右，虽仍处偏低区间，但已脱离极度低估区域。从基差和产业利润角度看，估值已恢复至中性状态。焦煤库存水平较去年同期已明显去化，但需要注意的是，期货市场 20.1% 的累计涨幅可能已部分计入了这部分基本面改善的预期。

**横向比较来看，产业链内部的利润分配博弈是二季度的关键：**

**焦煤/铁矿比价：**修复至合理区间，主动做多性价比下降。当前焦煤/铁矿比价已从去年 1.5 以下的历史低位回升至 1.63 附近，进入近几年的相对合理区间（1.5-2.0）。一季度比价的快速修复，主要交易了焦煤的能源属性溢价和铁矿的高库存压力。展望二季度，继续主动做多该比价的性价比已显著降低。机会在于：若铁矿自身矛盾激化（如海外发运超预期回升、钢厂减产压力向铁矿传导），其高库存（库存分位数 100%）对价格的压制可能凸显，从而被动推动比价上行。风险在于：1) 终端需求疲软直接冲击炼钢需求，对焦煤的边际损害可能更甚于铁矿；2) 市场对“中矿”与澳大利亚相关谈判的猜想存在不确定性，可能扰动铁矿估值。因此，该策略当前更适合作为被动观察或对冲选项，而非主动进攻方向。

**焦炭/焦煤比价（焦化利润）：**反弹动能趋弱，可关注逢高沽空机会。当前焦炭/焦煤比价已修复至近五年均值附近，反映了一季度化产利润改善对焦化利润的支撑。

然而，从基本面看，焦炭自身产能过剩的格局未变，而焦煤在供应端具有更强的结构性支撑。二季度，若原油价格高位震荡，化产支撑的边际效应可能减弱，而焦炭需求端又受制于成材，利润扩张空间有限。因此，“多焦煤、空焦炭”以做空焦化利润的策略，在比价反弹至区间上沿时，仍具备一定的安全边际和逻辑基础。交易节奏上，需重点跟踪化产品价格走势（联动原油）、焦炭新增产能的投放进度以及钢厂对焦炭提涨的接受程度。

传统的“金三银四”季节性规律在近年已被显著弱化，今年一季度“淡季不淡”的行情再次印证了这一点。地缘冲突（美伊战争）、宏观预期博弈等因素的影响力已远超季节性需求波动。

- **4月份：面临“预期验证”压力。**一季度涨价已透支部分乐观预期，若下游“金三银四”成色不足，钢材去库缓慢，黑色链可能面临负反馈压力，双焦价格或承压回调。

- **5月至6月初：宏观政策窗口期与供给扰动可能带来反弹。**全国两会后具体政策细则落地、“十五五”元年项目逐步启动可能改善预期。同时，春季煤矿安监力度加强可能引发阶段性供应收缩预期。此外，美伊战事若持续，其对全球能源成本及供应链情绪的潜在影响，将为煤炭价格提供底部风险溢价。

- **6月中下旬至季度末：需警惕“迎峰度夏”预期兑现后的压力。**动力煤市场迎峰度夏备货行情对双焦，特别是焦煤，有一定情绪带动作用。但需注意，若4、5月煤炭价格已提前走强，届时电厂高库存、政策“保供稳价”的压力可能制约上行空间。对于双焦自身而言，6月后梅雨季节可能影响钢材需求，反而形成季节性利空。因此，二季度价格走势更可能呈现“N”型或“倒V型”震荡，波动节奏取决于“需求现实、政策预期、供给扰动、外部事件”这四者之间的动态博弈。

综合来看，二季度双焦市场预计将呈现“上有顶、下有底”的宽幅震荡格局，单边趋势性行情概率较低。焦煤因供应端支撑，表现预计继续强于焦炭。价格核心运行区间将取决于国内成材需求的实际强度与国际能源成本之间的平衡。

策略建议：

- **单边操作：**以区间震荡思路对待。可考虑在价格接近蒙煤成本支撑区域时逢低布局多单（尤其关注焦煤），在价格反弹至估值高位且需求证伪时逢高沽空。

- **品种间套利：**关注做空焦化利润（多焦煤、空焦炭）的机会。在焦炭/焦煤比价反弹至年内高位或接近 1.35-1.40 区域时，可考虑分批介入，基本面依据在于焦煤供应弹性弱于焦炭。

- **月间套利：**鉴于近月合约更受当前高库存和现货情绪影响，而远月合约包含更多政策与需求复苏预期，可关注基本面矛盾在合约间的演绎，但整体 contango 结构下，反套（空近月、多远月）空间需结合交割规则谨慎把握。

### 风险提示：

**上行风险：**“十五五”规划相关刺激政策超预期落地，推动地产、基建需求快速回暖；煤矿安监力度远超预期，导致国内焦煤供应大幅收缩；美伊冲突升级，导致全球能源价格再次飙升。

**下行风险：**国内经济复苏力度不及预期，黑色系整体需求坍塌；粗钢压减政策出台并严格执行；蒙煤进口增量远超预期，或口岸运输效率大幅提升导致成本下降；美联储货币政策转向慢于预期，引发全球衰退交易。

## 免责声明

本报告由中辉期货研究院编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。

本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。

中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

期货有风险，投资需谨慎！

### 中辉期货黑色研究团队

陈为昌	Z0019850	李海蓉	Z0015849
李卫东	F0201351	赵晴	Z0019543



中辉期货全国客服热线：400-006-6688