双焦研究报告 报告日期：2026 年 11 月 2 日

保供修复的不确定与需求减量的确定，双焦重心下移后陷入僵持

观点：

10 月双焦完成了由预期驱动下跌向现实博弈僵持的过渡，分歧集中在供应回升的斜率。需求侧的下滑较为确定，铁水自 7 月高点已降 4.9%、11 月仍将季节性下滑，粗钢产量同比降 2.9%、表观消费降 3.8%，已被充分交易。供应侧的回升却有一定不确定性——表外产量永久退出，保供修复的只是合规产量；蒙煤的约束在谈判。盘面对“供增需减”已有所定价，目前低于蒙 5#、俄煤、澳煤全部进口成本，也低于山西中硫主焦的仓单成本，继续下跌需要“供应再超预期”或“需求再失速”提供新的边际，而两者都不易兑现。

11 月双焦预计延续焦煤承压偏弱、焦炭跟随、钢焦博弈加剧格局。焦煤方面，复产加速与蒙煤通关恢复形成压制，铁水或回落至 228-230 万吨附近，但矿山精煤去化、优质主焦偏紧、海运煤成本倒挂，深跌空间有限，预计 JM2701 运行区间 1350—1500 元/吨；若蒙煤恢复超 1100 车且铁水跌破 228 万吨，则看至 1300 元/吨。焦炭方面，低库存与亏损构成底部支撑，检修与铁水下滑形成顶部压力，若铁水跌破 228 万吨，第三轮提降大概率落地，J2701 或下探 1800 元/吨；若守住 230 万吨则有望向上修复。操作上以区间思路对待，焦煤关注 1350 元/吨附近支撑。11 月重点关注：山西复产验收节奏、甘其毛都通关车量数；铁水能否守住 230 万吨;第三轮提降与焦企提涨落地情况。仅供参考。

长安期货有限公司

交易咨询业务资格

陕证监许可字[2012]101 号

地址：西安市浐灞大道 1 号

浐灞外事大厦 9 层

电话：029-83597668

网址：www.cafut.cn

张晨

从业资格号：F3085352

交易咨询号：Z0019526

:18966681792

: zhangchen@cafut.cn

一、行情回顾：双焦重心下移，焦煤先跌后稳、焦炭两轮提降落地

10 月双焦期货冲高回落，JM2701 收 1412.5 元/吨、月跌 36.5 元（-2.52%），J2701 收 1897 元/吨、月跌 61.5 元（-3.14%）；国庆假期归来双焦高开后连续走弱，月末于 1400 元与 1870 元企稳。

焦煤现货由“以价换量”转为“配煤补跌、骨架抗跌”。国产炼焦煤价格指数月末 2022.44 元/吨、月跌 9.6%；低硫主焦跌 3.7%，1/3 焦煤跌 8.6%、瘦煤 6.8%、高硫主焦 6.7%，下游采购压配煤、保主焦。安泽低硫主焦 2280 元（-70）、灵石 2173 元（-93），流拍率升至 21.2%—26.8%。焦炭两轮提降累计下调湿熄焦 200 元、干熄焦 220 元，二轮提降落地后焦炭现货价格连续持稳，河北主流焦企联合提涨 50—55 元未落地。

二、基本面：供应慢修复与需求弱减量相持，低库存与成本构筑底部

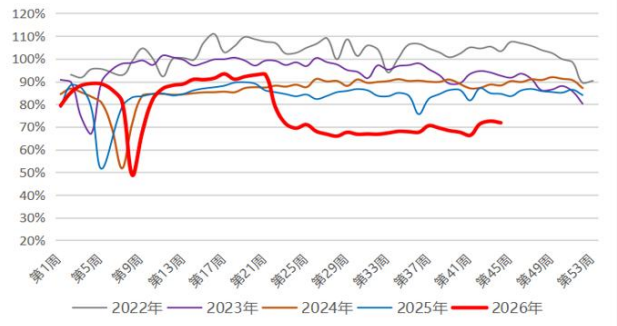
1、供给端：保供推进与安监约束相互牵制，蒙煤通关仍处低位

10 月国内供应边际修复、绝对水平仍低。国内供应呈“政策强推动、执行慢落地”。9 月中旬三部门联合印发通知，要求确保安全前提下推进复产达产；10 月 16 日又在太原召开加快煤矿复产增产保供推进会，要求“一矿一策”制定复产计划、优化验收程序、督促达产满产。山西建立四级联动机制，已有 200 多座煤矿完成整改复工复产。截至 10 月 29 日，523 家炼焦煤矿山产能利用率 71.81%、较 9 月末回升 3.3 个百分点，原煤日产 161.74 万吨、增 7.8 万吨；五市停产焦煤矿降至 32 座、产能 3580 万吨。但 71.81%仍显著低于常态。

保供与安监的矛盾集中在三处：一是验收标准与复产速度的对立，会议要求“确保安全”前提下增产，而复产验收是安监抓手，在事故问责下，地方理性选择是“宁慢勿错”；二是复产与达产的距离，已复产矿井受检查频繁、前期超产制约，开工负荷不高；三是增量与需求的煤种错配，本轮增量以动力煤与配焦煤为主，优质主焦集中于沁源、灵石等事故区，多数矿井未明确复产时间。另外 5·22 事故前山西相当部分产量来自隐蔽工作面与超能力生产，不进入统计，矿井即便复产也只能按核定产能合规生产，开工率修复主要来自于“停产矿复产”，无法修复“表外产量退出”。

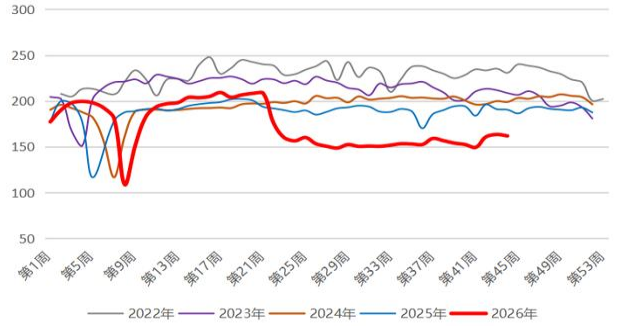
由此推断，11 月国内供应仍是“慢修复”，产能利用率或回升至 74%—75%，但四季度事故高发，这是保供无法对冲的尾部风险，另外表外产能缺失，仍形成下方支撑。

图 1：523 家样本矿山开工率 单位：%



资料来源：钢联数据，长安期货

图 2：523 家样本矿山炼焦原煤日均产量 单位：万吨

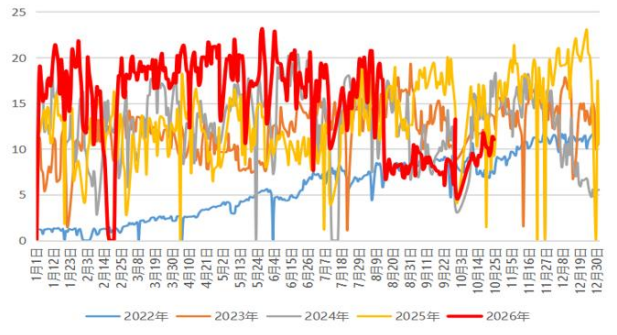


资料来源：钢联数据，长安期货

进口端，蒙煤通关下滑根源并非短期扰动。其一是中蒙关于长协煤与竞拍煤配比的博弈，蒙方欲提高竞拍比例抬价、中方欲以长协锁成本，谈判僵持体现为配额收缩，8 月起甘其毛都日均通关由 1300—1400 车骤降至 500—600 车。其二是口岸环保管控趋严，露天煤堆须转封闭仓库、库容接近上限，堆存能力反过来限制通关，三大口岸监管区库存由 6 月上旬 550 余万吨降至 214 万吨。其三是蒙方运力约束，短盘运费由 65 元/吨涨至 80 元/吨以上。加以 9 月、10 月假期合计闭关 15 天，9 月进口蒙煤 569.04 万吨、环比降 11.3%、同比降 5.2%，占比降至 42%的年内低位，较 4 月 68%的峰值回落 26 个百分点。

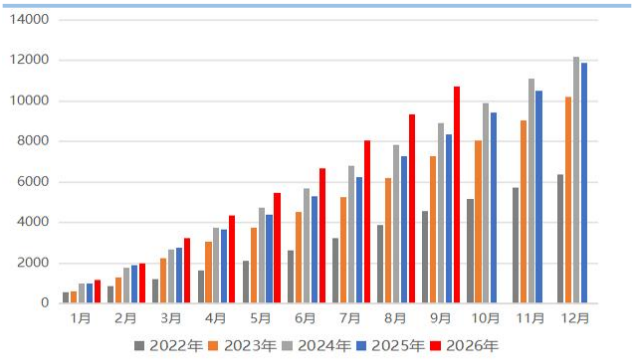
10 月 8 日恢复后日通车由 339 车回升至 650—754 车、20 日前后突破 800 车，但月末再次回落至 600 车左右水平，目前市场预计 11 月恢复至 1100 车以上，但封闭仓库改造未完成、库容限制上限，长协与配比谈判亦无突破，放量仍具政策性，对此我们持观望态度。

图 3：甘其毛都口岸日通关量 单位：万吨



资料来源：钢联数据，长安期货

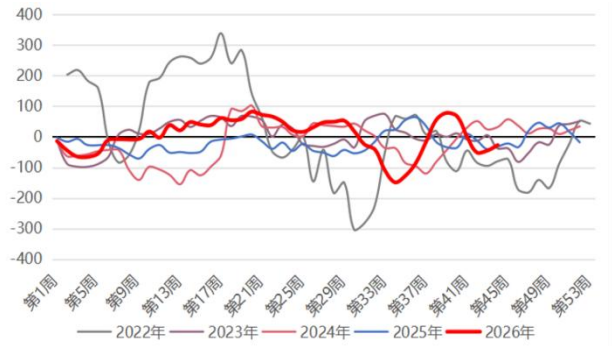
图 4：焦煤累计进口量 单位：万吨



资料来源：钢联数据，长安期货

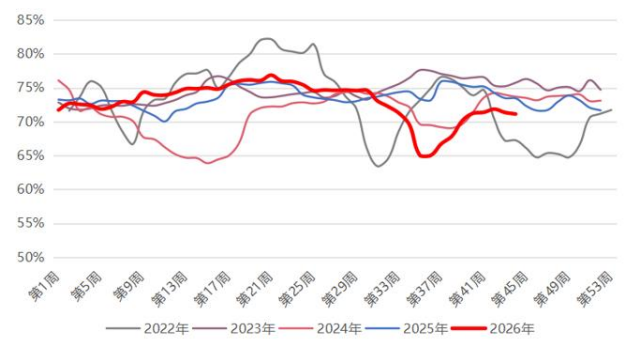
进口总量来看，海关数据显示，9 月进口炼焦煤 1346.86 万吨、同比增 23.3%，蒙煤占比降至 42%，俄煤 444.5 万吨、同比增 53.8%、占比 33%，澳煤 243.48 万吨、同比增 323.6%、创 49 个月高位、占比 18%，俄澳合计 688 万吨已覆盖蒙煤减量。但三者煤质卡位不同，蒙 5#（A10.5—11%、S0.6—0.7%、V27—28%、G80—85、CSR55—65%）是低硫中挥发半硬焦，洗选回收率 80%以上、到厂成本比山西低硫主焦低近 300 元，是国产低硫主焦的直接平替；俄煤以 K10 瘦煤（A11、S0.25、V19、G75、Y9）、K4 肥煤及伊娜琳肥煤为主，硫极低但缺强度，单种煤 CSR 普遍低于 60%，只能配煤；澳煤（峰景 A10、S0.5、V22、CSR67）品质最优、可替代主焦，但价格高位。用俄煤替蒙煤要多配主焦补强度、综合成本反升，用澳煤则直接推升下游成本，故海运煤的低性价比对价格的压制有限。

图 5：吨焦平均利润 单位：元/吨



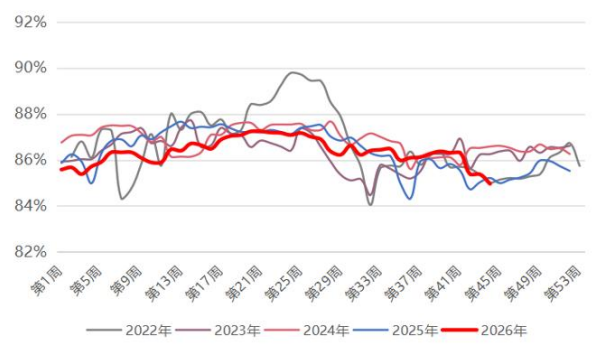
资料来源：钢联数据，长安期货

图 6：全样本独立焦企产能利用率 单位：%



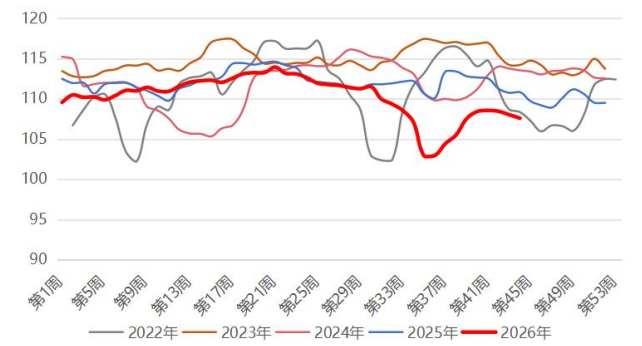
资料来源：钢联数据，长安期货

图 7：247 家钢厂样本焦化厂产能利用率 单位：%



资料来源：钢联数据，长安期货

图 8：独立焦企+247 家钢厂日均焦炭产量 单位：万吨



资料来源：钢联数据，长安期货

焦炭供应增量有限，利润压缩制约开工。10 月吨焦平均利润由 9 月末的 68 元/吨降至月末的-27 元/吨、月内由盈转亏。10 月末全样本独立焦企产能利用率 71.12%、日产 61.08 万吨，247 家钢厂焦化 84.96%、日产 46.49 万吨，全市场焦炭日产约 108 万吨、环比减 0.4 万吨。山西复产偏慢仍在延续，河北、山东焦

企亏损下主动控产；11 月两省进入秋冬季管控与错峰生产，供应易缩难增。亏损下焦企挺价意愿增强，是月末提涨的直接动因，但铁水下行与焦煤成本松动形成双重压制。

2、需求端：铁水减量方向确定，淡季负反馈渐强

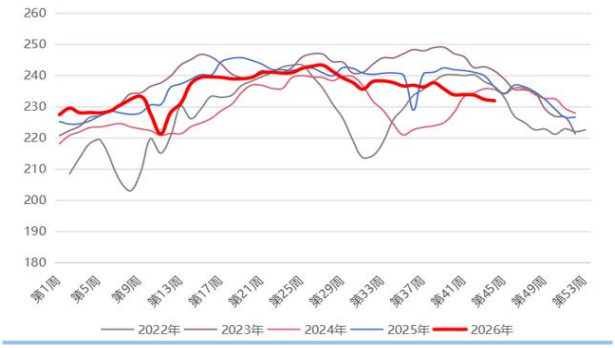
焦煤需求以刚需为主，补库意愿弱化。10 月焦企利润转负后采购转向按需压价，线上竞拍流拍率由月初低位升至月末的 21.2%—26.8%。独立焦企库存回升至 942.17 万吨，但可用天数持平，增量来自刚性补库；247 家钢厂库存 760.98 万吨，维持低库存运行。若 11 月钢厂发起第三轮提降并落地、焦企限产，焦煤需求将再度收缩。

钢厂亏损有所修复，但铁水产量持续下行。截至 10 月 30 日，247 家钢厂高炉开工率 80.03%、产能利用率 87.23%（同比降 3.1 个百分点），日均铁水 231.87 万吨、周环比减 0.43 万吨、同比减 4.49 万吨，较 7 月 3 日高点累计下滑约 12 万吨、降幅 4.9%。钢厂盈利率 11.26%，较 9 月末 6.93%修复，但同比下降 33.76 个百分点，近九成亏损。

铁水减量主要从三方面体现。一是政策性限产，邯郸 10 月 25—31 日执行秋冬季“18+5”方案，26 座高炉分 5 批次轮停、每批不少于 5 座、焖炉 7 天，截至 10 月 28 日首批 5 家钢企 5 座高炉停产或焖炉，日减铁水约 7000 吨；若 11 月 15 日空气质量未改善将升级为“20+9”。按邯郸日均铁水 9—10 万吨测算，满负荷限产影响 2.5—3.5 万吨/日，若唐山、临汾、安阳同步加码，全国影响可达 3—5 万吨/日。二是检修性减量，揭阳一钢厂全线停产约 20 天、影响月产 6 万吨，云南方大钒钛 1580 立方米高炉计划 11 月底检修 10 天，11 月高炉检修容积通常在月中见高点。三是经济性减量，近九成钢厂亏损，但高炉停产重启成本较高，钢厂更倾向降负荷而非焖炉，减产因而渐进式出现。预计 11 月钢厂铁水仍将季节性下滑，基准情况下预计下滑至 228—230 万吨，悲观预测下或回落至 220—225 万吨，若兑现则负反馈加速。

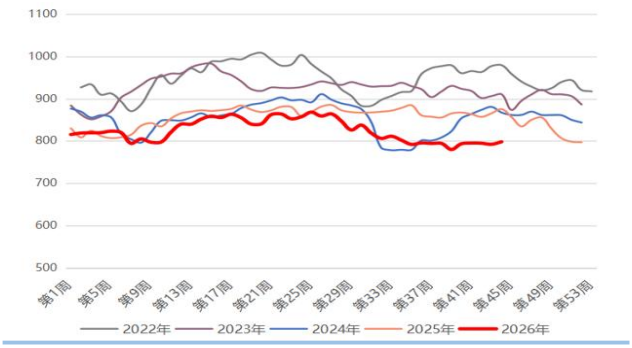
终端需求“旺季不旺”，去库依赖低价成交。10 月末五大品种周供应 797.8 万吨、环比增 0.7%，总库存 1404.78 万吨、周环比减 42.97 万吨、降幅 3.0%，表观消费 840.77 万吨、环比增 2%；螺纹库存 497.27 万吨、同比降 17.5%。盘面成材价格表现弱势，并未因铁水产量下滑出现反弹。

图 9：247 家钢铁企业日均铁水产量 单位：万吨



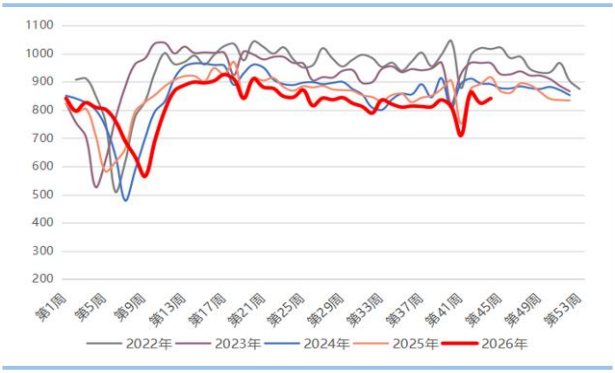
资料来源：钢联数据，长安期货

图 10：钢材周度产量 单位：万吨



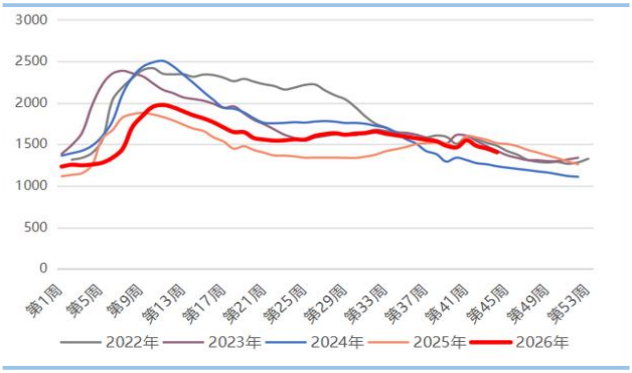
资料来源：钢联数据，长安期货

图 11：钢材周度消费量 单位：万吨



资料来源：钢联数据，长安期货

图 12：钢材总库存 单位：万吨

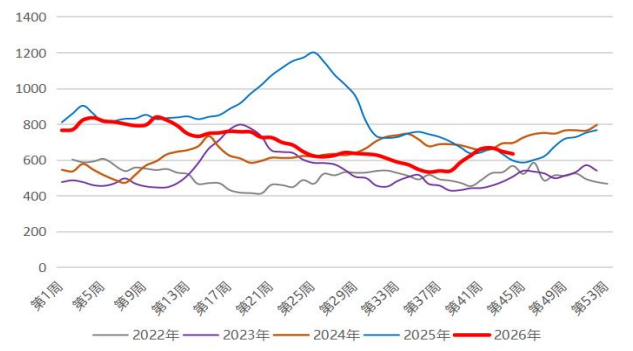


资料来源：钢联数据，长安期货

3、库存：焦煤总量去化、结构分化，焦炭全环节维持低位

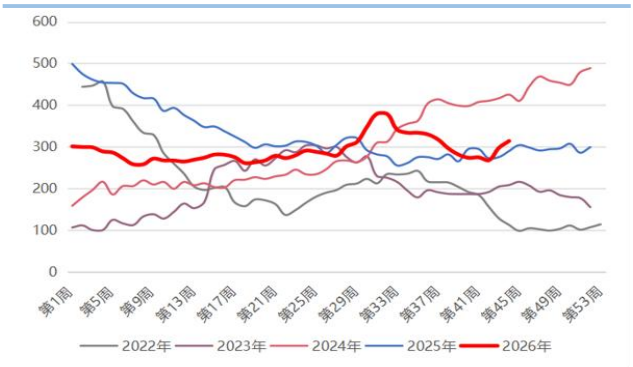
焦煤库存总量去化、结构分化。10 月末独立焦企库存 942.17 万吨、环比 9 月末减 74.06 万吨，但月内下旬已连续回补；247 家钢厂 760.98 万吨、微增 0.79 万吨；港口 314.24 万吨、环比增约 32 万吨，主要为澳煤、俄煤集中到港，属被动累库。四环节合计约 2239 万吨、环比小幅下降，仍处近三年同期低位，上游去库、中下游回补，既说明产量不足，也说明下游并未主动做库存。

图 13：523 家样本矿山炼焦原煤+精煤库存 单位：万吨



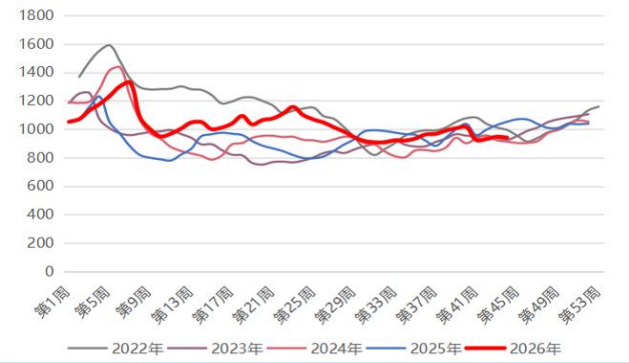
资料来源：钢联数据，长安期货

图 14：港口炼焦煤库存 单位：万吨



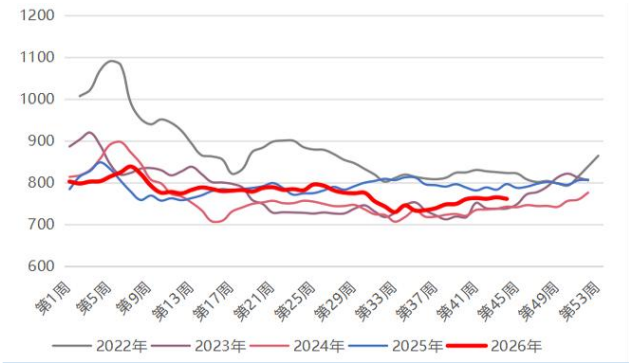
资料来源：钢联数据，长安期货

图 15：独立焦企炼焦煤库存 单位：万吨



资料来源：钢联数据，长安期货

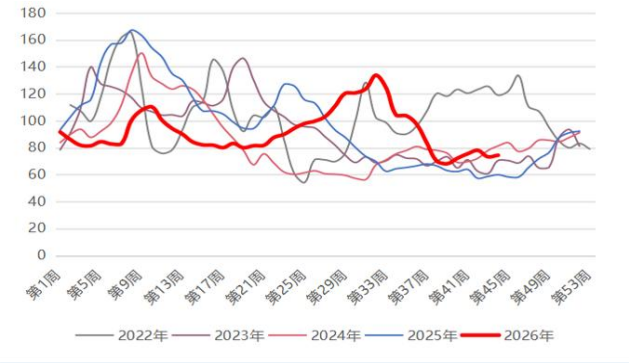
图 16：247 家钢厂焦化厂炼焦煤库存 单位：万吨



资料来源：钢联数据，长安期货

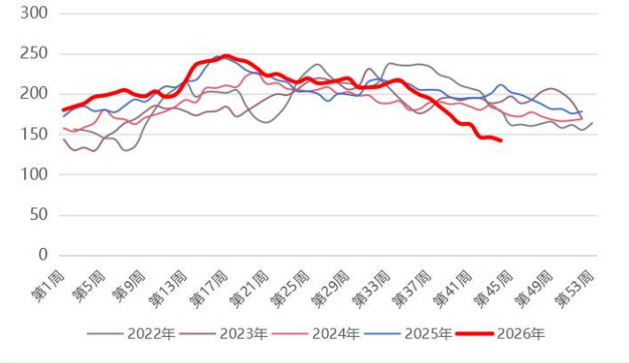
焦炭全环节维持低位。10 月末独立焦企库存 73.3 万吨、周环比减 4.8 万吨；247 家钢厂 590.03 万吨，可用天数 10.8 天；港口 142.1 万吨、延续去化，全环节约 865 万吨。低库存下焦企亏损后挺价能力较强，这是月末首轮提涨得以发起的重要原因；若 11 月铁水降幅超预期，支撑将迅速弱化。

图 17：独立焦企焦炭库存 单位：万吨



资料来源：钢联数据，长安期货

图 18：焦炭港口库存 单位：万吨



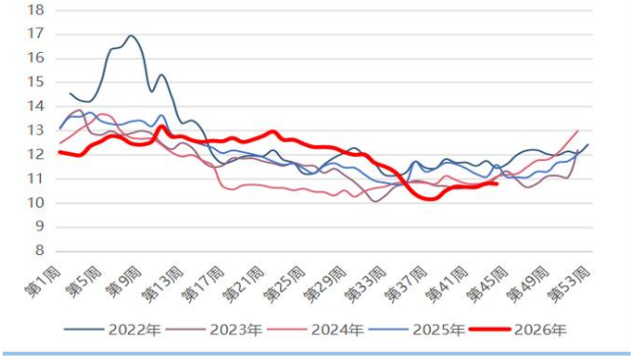
资料来源：钢联数据，长安期货

图 19：247 家钢厂焦炭库存 单位：万吨



资料来源：钢联数据，长安期货

图 20：247 家钢厂焦炭可用天数 单位：天



资料来源：钢联数据，长安期货

4、宏观：国内政策定力与海外选举扰动并存

国内政策对供给侧的转松效应大于对需求的提振。10 月制造业 PMI 49.0%、环比回落 0.8 个百分点，

重回收缩区间，增量政策仍有期待——保供是确定项、稳增长是预期项，盘面只对确定项定价。

海外紧缩节奏阶段性暂缓，但通胀约束未解除。美联储 10 月 28 日以 10:2 维持联邦基金利率目标区间在 3.75%—4.00%不变，理事库克与克利夫兰联储主席哈马克主张继续加息 25 个基点；声明强调通胀仍处高位，主席沃什明确不提供前瞻指引。9 月 16 日已加息 25 个基点、为 2023 年 7 月以来首次，10 月加息暂缓使美元对商品的压制边际减弱，但紧缩周期并未结束，影响主要通过流动性预期与海运煤到岸成本传导。另外 11 月 3 日美国中期选举投票，市场定价民主党横扫两院概率 60%—66%、分裂国会 28%、共和党守住两院仅 8%。若民主党控两院，美联储独立性强化，商品整体估值或迎来重估。

三、总结：保供修复的不确定与需求减量的确定，双焦重心下移后陷入僵持

10 月双焦完成了由预期驱动下跌向现实博弈僵持的过渡，分歧集中在供应回升的斜率。需求侧的下滑较为确定，铁水自 7 月高点已降 4.9%、11 月仍将季节性下滑，粗钢产量同比降 2.9%、表观消费降 3.8%，已被充分交易。供应侧的回升却有一定不确定性——表外产量永久退出，保供修复的只是合规产量；蒙煤的约束在谈判。盘面对“供增需减”已有所定价，目前低于蒙 5#、俄煤、澳煤全部进口成本，也低于山西中硫主焦的仓单成本，继续下跌需要“供应再超预期”或“需求再失速”提供新的边际，而两者都不易兑现。

11 月双焦预计延续焦煤承压偏弱、焦炭跟随、钢焦博弈加剧格局。焦煤方面，复产加速与蒙煤通关恢复形成压制，铁水或回落至 228-230 万吨附近，但矿山精煤去化、优质主焦偏紧、海运煤成本倒挂，深跌空间有限，预计 JM2701 运行区间 1350—1500 元/吨；若蒙煤恢复超 1100 车且铁水跌破 228 万吨，则看至 1300 元/吨。焦炭方面，低库存与亏损构成底部支撑，检修与铁水下滑形成顶部压力，若铁水跌破 228 万吨，第三轮提降大概率落地，J2701 或下探 1800 元/吨；若守住 230 万吨则有望向上修复。操作上以区间思路对待，焦煤关注 1350 元/吨附近支撑。11 月重点关注：山西复产验收节奏、甘其毛都通关车量数；铁水能否守住 230 万吨；第三轮提降与焦企提涨落地情况。仅供参考。

免责声明

本报告基于已公开的信息编制，我们力求报告内容客观、公正、准确，但不保证信息的绝对准确和完整。本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成个人投资建议。投资者应当充分考虑自身投资经历及习惯、风险承受能力等实际情况，并完整理解和使用本报告内容，不能依靠本报告以取代独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

长安期货有限公司版权所有并保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“长安期货投资咨询部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

长安期货各分支机构及营业部

长安期货总部

地址：陕西省西安市灞桥生态园区浐灞大道 1 号浐灞外事大厦 9 层
电话：029-83597668

陕西分公司

地址：陕西省西安曲江新区雁展路 1111 号莱安中心 T6-1905 号
电话：029-89557321

西部分公司

地址：陕西省西安市高新区锦业路 11 号绿地中心 B 座 43 层 4307 室
电话：029-68273770

西北分公司

地址：陕西省西安市经济技术开发区凤城五路 123 号秦创原软科中心 B 座 11 层 08 室
电话：029-89824970

西安和平路营业部

地址：陕西省西安市碑林区和平路金鑫国际大厦 707、708、717、718 室
电话：029-63381682

高新营业部

地址：陕西省西安市高新区唐延路 11 号禾盛京广中心 B 座 7 楼 703-2 室
电话：029-88825315

宝鸡营业部

地址：陕西省宝鸡市高新开发区高新大道 55 号院 7 幢 2 座 12 层 02 号
电话：0917-3536626

上海营业部

地址：上海市杨浦区大连路 588 号、688 号 A 座 16 层 05 号
电话：021-65688976

广州分公司

地址：广州市天河区华夏路 32 号 1204 房自编 A 房
电话：020-81618010

江苏分公司

地址：常州市新北区高新科技园 3 号楼 B 座 307
电话：0519-85185598

山东分公司

地址：山东省烟台市经济技术开发区珠江路 10 号
电话：0535-6957657

济南分公司

地址：济南市历下区经十路 9999 号黄金时代广场 A 座 906-1 室
电话：0531-68656719

临沂分公司

地址：山东省临沂市兰山区兰山街道沂蒙路 426 号 A 号楼 801
电话：0539-8218708

淄博营业部

地址：山东省淄博市高新区金晶大道 267 号颐和大厦 B 座 501 室
电话：0533-6217987

福建分公司

地址：厦门市思明区莲岳路 1 号磐基中心商务楼 1601 单元
电话：0592-2231886

郑州营业部

地址：河南自贸试验区郑州片区(郑东)商务外环路 30 号期货大厦 1302 室
电话：0371-86676962

江西分公司

地址：江西省南昌市红谷滩区沙井街道红谷中大道 998 号绿地中央广场 C 区 C1 办公楼 2103 室
电话：0791-83061512

内蒙古分公司

地址：内蒙古自治区呼和浩特市新城区海东路与丝绸 之路路口东南角曙光国际 4 号楼 9 层南侧
电话：0471-5297878