

铁合金

锰矿到港减少 警惕锰硅行情延续

2025年1月19日

● 主要结论

- 2025年初铁合金铁合金先跌后涨，且慢跌急涨的态势，硅铁1月10日一天上涨回到2024年12月中旬位置，锰硅1月12日一天上涨亦涨过前一个月的跌幅。
- 硅铁价格围绕电价成本波动，1月第二周后平均电价略有上移。由于硅铁供需基本比较平稳，市场产能过剩但产量并不过剩，以销定产，生产商维持价格在微利水平，则硅铁定价以电价为锚。2025年初煤价在跌至长协价格及冬季旺季略有企稳反弹，电价亦随之企稳，带动硅铁价格反弹。但目前下游电厂煤炭库存高位，今冬气温仍然偏暖，市场未能看到煤系有大涨空间，因此硅铁价格我们预判仍然震荡为主。
- 锰硅的情况比硅铁要复杂得多，我们认为不排除锰硅会延续涨势。原因主要在于锰矿。
- 锰矿供应11月开始明显缩减，且减供预计至少会持续至2025年4月。根据Mysteel的发货数据笔者推算2024年12月及2025年1、2月锰矿到港均为低位，12月预估在200-230万吨之间，2025年1、2月到港仍然会较少。锰矿市场供给连续减少会成为市场供给的较大瓶颈。锰矿库存从历史同期最高下降至过去五年最低，且库存结构来看，品位不高。截止1月17日，虽然锰硅价格已经有所上涨，但当前价格亦很难刺激锰矿产量释放。
- Mysteel统计锰硅1-12月累积产量：10148556吨，同比减11.9%。中钢协公布数据显示，1-11月，全国累计生产粗钢9.29亿吨，同比下降2.7%。国家统计局数据显示，2024年1-12月，我国粗钢产量100509万吨，同比下降1.7%；生铁产量85174万吨，同比下降2.3%；钢材产量139967万吨，同比增长1.1%。锰硅产量处于低位，叠加锰硅收储交货量不小，过剩应不如现货体感那么严重。
- 从当前的供需来看，硅铁市场仍然乏善可陈，大涨大跌空间都有限。但锰硅市场积攒的能量仍在，当前锰矿供需比2024年初更为紧张，如果市场上涨，则现货条件比2024年初更好，当前锰硅价格仍然难以刺激新增锰矿产量，因此锰硅下方空间有限，行情延续可能性较大。

国信期货交易咨询业务资格：

证监许可【2012】116号

分析师：李文婧

从业资格号：F3069340

投资咨询号：Z0015101

电话：021-55007766-305162

邮箱：15568@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、 市场行情回顾

2025 年初锰硅期货价格先震荡走低，1 月 9 日见底后开启反弹，截至 1 月 17 日锰硅主力收于 6740 元/吨，较最低点 6008 元/吨上涨了 12.2%。从基本面来看，锰硅供需状况有所改善，产量处于低位，锰矿库存下降。锰硅依赖锰矿价格，锰矿当前库存较 2024 年初更低，货权更为集中，预期加蓬铁路事故 2 月加蓬大矿山发货长协矿减量超过 50%，叠加锰硅收储交货，锰硅市场出现上涨。

图：锰硅期货指数日 K 线

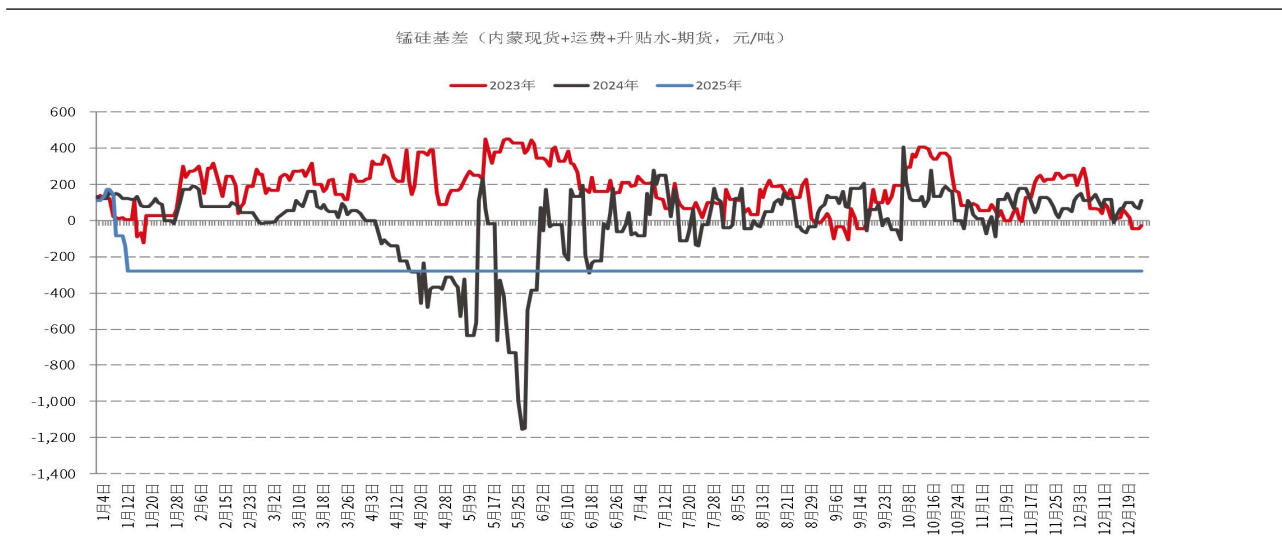


数据来源：博易大师 国信期货

2025 年 1 月钢招延后，截至 1 月 19 日当月标志性钢厂钢招价格尚未确定，面对突然上涨的锰硅，大钢厂招标后迟迟无法定标，但目前偏低的钢厂原料库存使得钢招后续仍会定价。2024 年年底钢招出现回暖。

基差在大幅上涨后出现回落，个别日期给期现套利打开了空间。

图：计算交割升贴水的锰硅基差（单位：元/吨）



数据来源：Wind 国信期货

硅铁 1 月走势与锰硅类似，但波动幅度较小。基本面上看，硅铁走势依赖电价，电价和煤电、新能源发电及火电需求息息相关，1 月煤价略有企稳，部分地区电价回升，以及锰硅上涨影响，硅铁震荡回升，但 1 月中旬末煤价又出现回落趋势。

截至 2025 年 1 月 17 日，博弈大师硅铁加权合约收于 6465 元/吨，月环比上涨 3.13%。

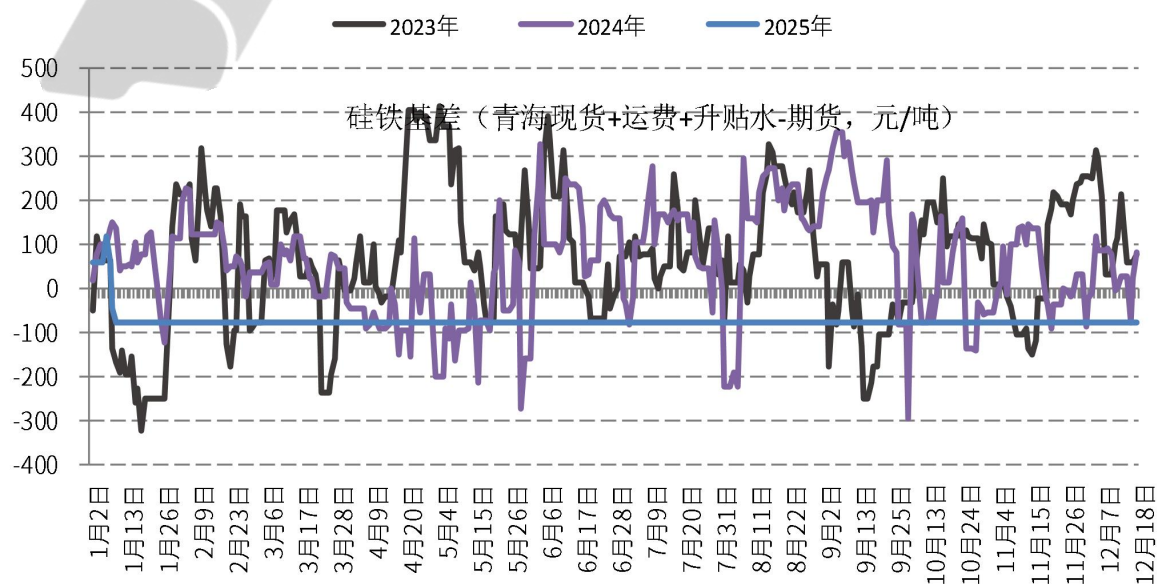
图：硅铁期货指数日 K 线



数据来源：博弈大师 国信期货

2025 年 1 月标志性钢厂硅铁定价 6570 元/吨，较上月下跌 30 元/吨。伴随硅铁价格上涨，基差下行。

图：计算交割升贴水的硅铁基差（单位：元/吨）



数据来源：Wind 国信期货

二、供需分析

(一) 政策面对锰硅、硅铁的影响

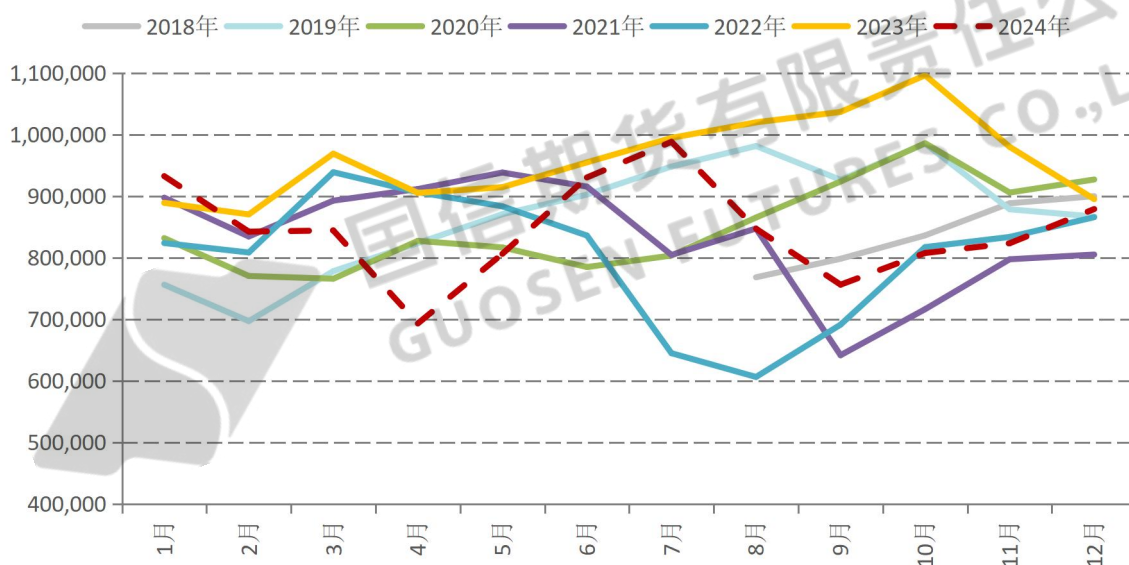
12月27日兰州市工信局开展铁合金行业节能监察。

Mysteel 消息，加蓬2月长协发货从30万吨下降至12万吨。

(二) 锰硅供给

从整体产业格局来看。2024年锰硅行业减产，2024年9-12月锰硅生产维持低位，12月环比略有回升。据 Mysteel 调查统计，12月硅锰产区187家生产企业（占比98%），开工情况如下：12月全国综合开工率为：45.06%，环比增1.78%。全国12月产能1655881吨，产量878845吨，环比增长6.75%，增55560吨。同比2024年12月（894959）减1.80%。12月日均产量：28349.8吨，环比增长3.31%。1-12月累积产量：10148556吨，同比减少11.9%。据 Mysteel 调查统计全国189家硅锰企业（剔除关停，含高硅硅锰），截至12月31日：统计总炉数492台，在开227台，环比增长7台。日产能64834吨，日产量31125吨（月产量964875），环比增长1.81%。

图：锰硅产量（单位：万吨）

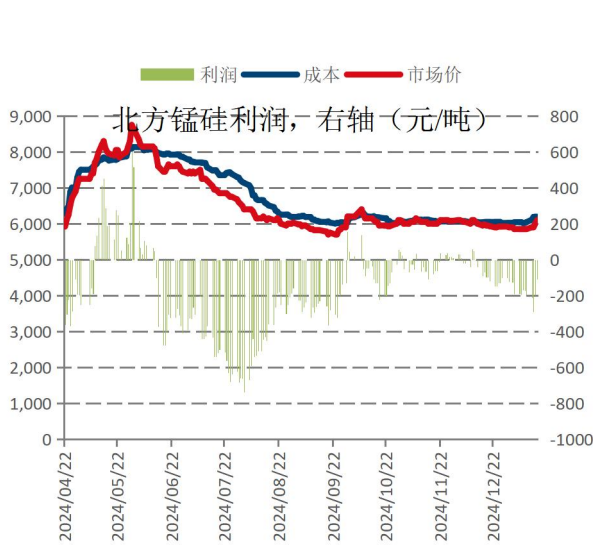


数据来源：Mysteel 国信期货

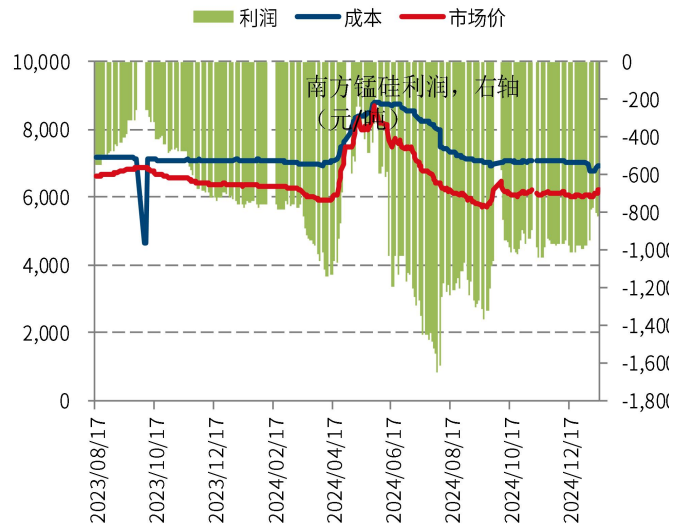
2025年初锰硅生产利润较差。2024年锰硅生产利润先减后增再减分为三个阶段。1-4月中旬锰硅厂生产利润回落，一方面锰硅供需不佳，另一方面，锰矿率先回暖，挤压了锰硅利润。5月期货上涨后锰硅厂利润好转，由于期货市场资金流入，期货给予远期锰硅较高价格，因此锰硅的期现贸易商也给予现货高价，涨幅高于锰矿，锰硅生产利润回升。三季度后期货回落，生产利润也随之回落。南方利润持续为负。四季度利润重新走低并延续至今。

图：北方锰硅厂利润（单位：元/吨）

图：南方锰硅厂利润（单位：元/吨）



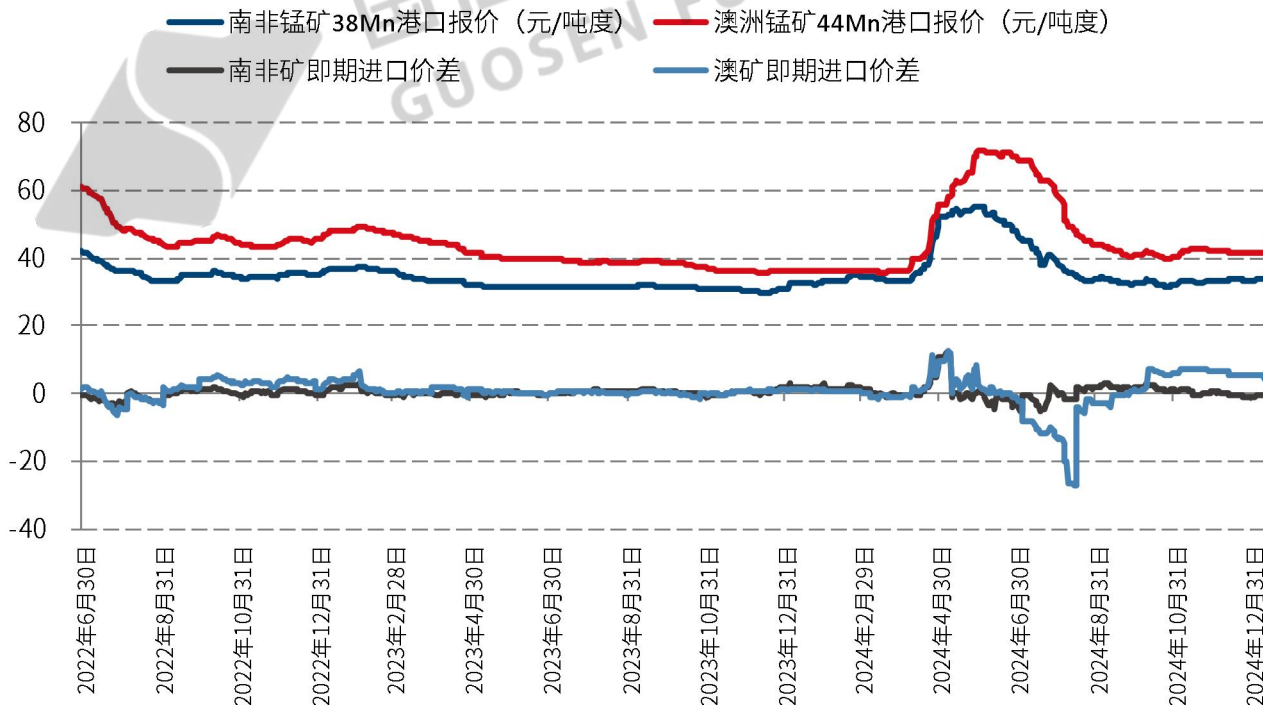
数据来源: WIND 国信期货



数据来源: WIND 国信期货

2024 年市场变化最大的是锰矿，也是上半年锰硅剧烈上涨的主因。但锰矿在 1-9 月存在缺口，10、11 月后供需发生转变，从短缺转为过剩，12 月重新出现缺口。锰矿供应 11 月开始明显缩减，且减供预计至少会持续至 2025 年 4 月。

图：锰矿进口报价及港口现货报价（单位：美元/吨度，元/吨度右轴）



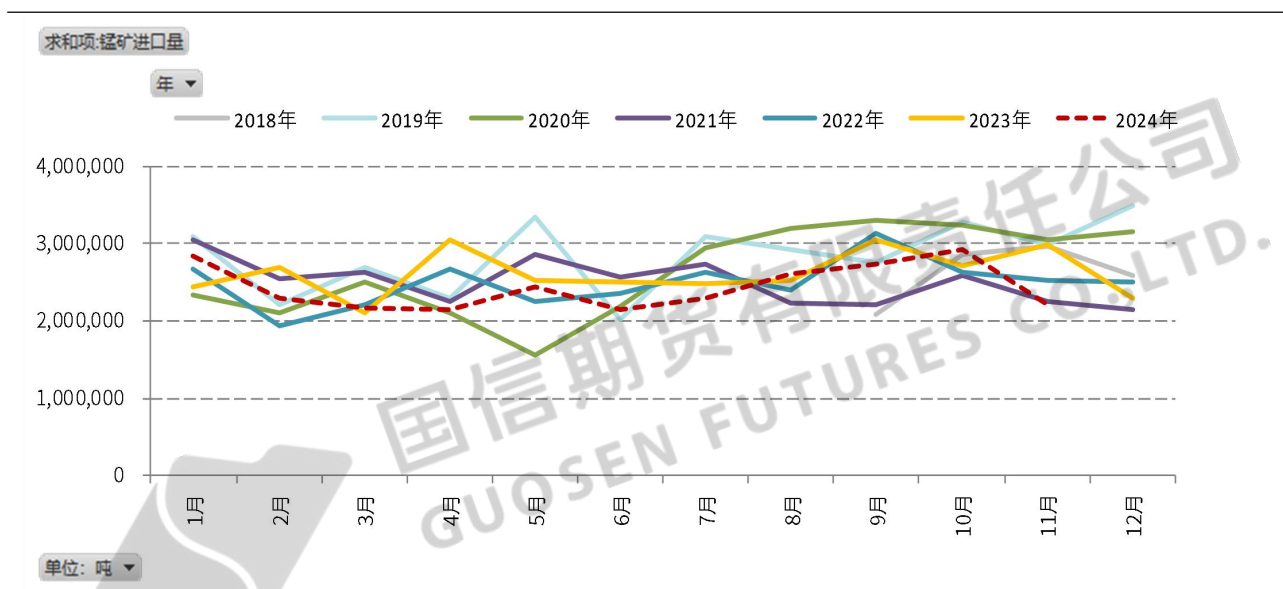
数据来源: Mysteel 国信期货

继 2024 年 3 月 South32 澳矿停发之后，截至 2025 年 1 月 South32 澳矿暂无发货，市场预估港口发货

最快可能于5月恢复。但在2024年锰矿先涨后跌，大幅上涨时有南非非主流锰矿补充市场，下跌后非主流离开市场，且部分非主流库存尾矿未能形成持续增量，主流锰矿也开始在低价主动减发减产。

2024年11月锰矿到港开始持续减少，据海关总署数据显示，2024年11月锰矿进口：总量220.16万吨，环比下降24.88%，同比下降12.94%。2024年1-11月锰矿进口总量约2679.56万吨，同比（2023年1-11月进口约2866.88万吨）降187.32万吨，同比降6.53%。根据Mysteel的发货数据笔者推算2024年12月及2025年1、2月锰矿到港均为低位，12月预估在200万-230万吨之间，2025年1、2月到港仍然会较少。锰矿市场供给连续减少会成为市场供给的较大瓶颈。此外，2月加蓬报价回升，且铁路运输原因，预计加蓬2月发货还会出现大幅减少。加蓬为我国仅次于南非的供应国，且加蓬和澳矿均为高品锰矿，南非矿品位较低，加纳矿品位更低，如果加蓬减发叠加澳矿不恢复，高品供应则会愈加紧张，由于加蓬发货到港为2个月则2025年4月前锰矿短缺会愈发严重。

图：锰矿进口量（单位：万吨）



数据来源: Mysteel 国信期货

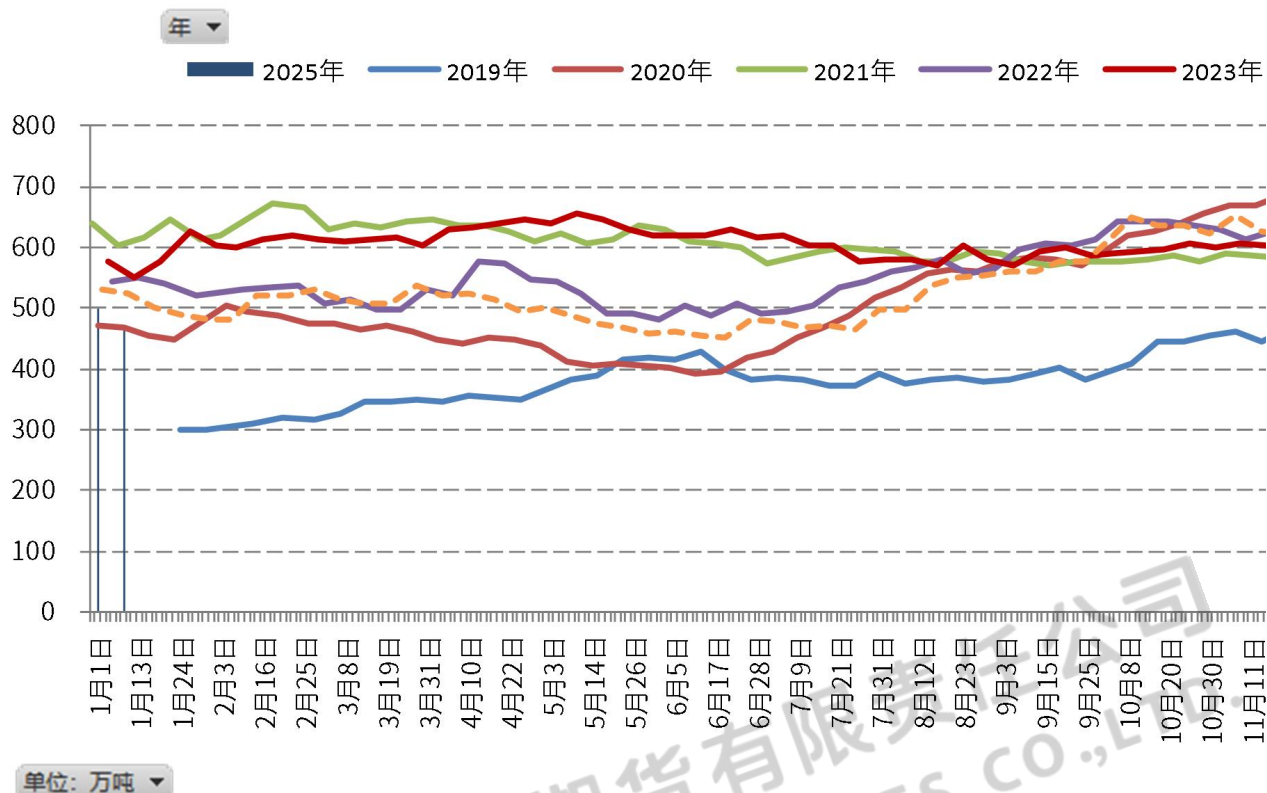
锰矿库存从历史同期最高下降至过去五年最低，且库存结构来看，品位不高。

根据上海钢联的数据统计，截至2025年1月10日，锰矿港口库存461万吨，同比下降12%，为2021年以来历史同期最低，其中以澳矿、加蓬、巴西三国以高品矿为主，三国库存129万吨，但去年同期为155万吨，也就是说锰矿的锰含量降幅更快。且2024年10月11日锰矿库存还有650万吨，为历史同期最高，锰矿库存在短短三个月不到迅速下降了约190万吨，说明缺口迅速扩大。

且根据资讯网站的统计，锰矿港口库存货权高度集中。在短缺的情形下，货权集中会导致博弈模式可以迅速切换，锰矿大幅上涨的风险又再度累积。

图：锰矿库存（单位：万吨）

求和项: 锰矿: 港口库存: 中国 (周)



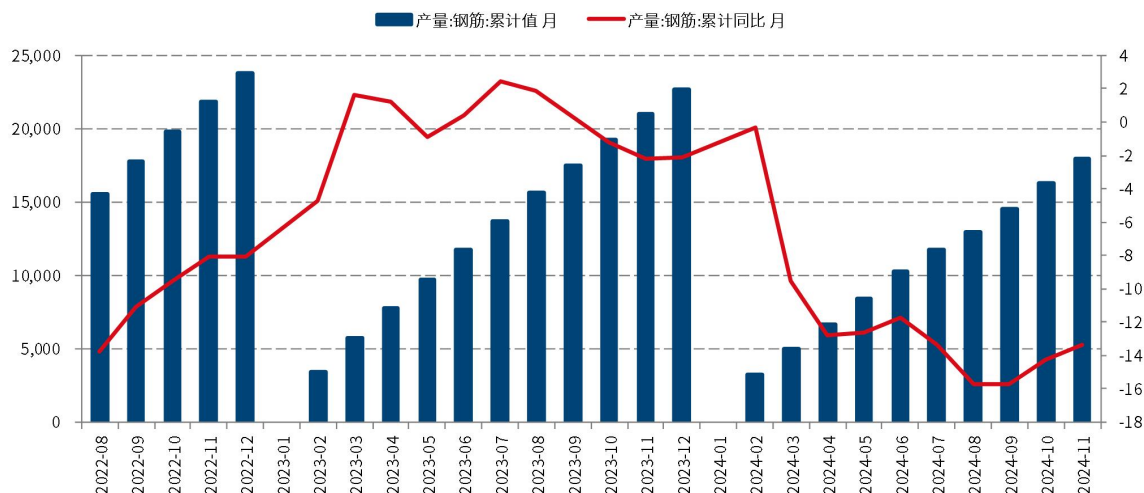
数据来源: Mysteel 国信期货

(三) 锰硅需求

锰硅需求主要在炼钢行业，也有小部分用于铸造等。而炼钢行业中，锰硅用量最大的品种是钢筋，也就是我们经常说的螺纹钢，总体来说 2024 年需求明显回落。

国家统计局最新数据显示，2024 年 11 月份，中国钢筋产量为 1674.5 万吨，同比下降 6.6%；1-11 月累计产量为 17933.3 万吨，同比下降 13.4%。11 月份，中国中厚宽带钢产量为 1751.0 万吨，同比增长 9.5%；1-11 月累计产量为 19508.6 万吨，同比增长 2.7%。11 月份，中国线材（盘条）产量为 1123.7 万吨，同比增长 0.5%；1-11 月累计产量为 12375.3 万吨，同比下降 2.6%。11 月份，中国铁矿石原矿产量为 8115.2 万吨，同比下降 9.3%；1-11 月累计产量为 95226.3 万吨，同比增长 1.9%。螺纹钢用锰硅量最大，三季度螺纹钢换新国标，部分钢厂减产螺纹钢，对锰硅用量影响较大。但 10 月后螺纹钢旺季需求边际好转，生产利润回升，螺纹钢产量也随之上升，但是总体仍然处于低位。

图：钢筋产量（单位：吨、%）



数据来源: Mysteel 国信期货

现货体感锰硅过剩严重, 但实际可能并不如现货体感那么严重。

工业品的供需平衡表算法不太统一。以锰硅的供需平衡来看有两种算法, 第一是算表观需求, 及供给减去库存变动为表观需求, 这种算法的缺口为显性库存变化, 优点在于需求能够平配, 缺点在于隐性库存的变化未能纳入统计, 但是往往算出来的供需与现货体感是一致的。比如 2023 年锰硅贸易商大幅增加, 增加了锰硅的中间商需求, 表观需求呈现增长, 因此体感过剩没有那么严重, 2024 年锰硅仓单高位, 现货体感过剩则比较严重。第二种算法为直接算供给和下游需求, 锰硅的下游需求为钢铁冶炼、铸造行业, 且在螺纹钢中的含量尤其大。这种算法的优点在于能够实际获得供需是否匹配的真实数据走势, 估算了隐性库存的变化, 但是供需数据往往差异较大不能配平, 使得误差增加。用第二种方法来看锰硅过剩情况不如现货体感那么严重。Mysteel 统计锰硅 1-12 月累积产量: 10148556 吨, 同比减 11.9%。国家统计局数据显示, 2024 年 1-12 月, 我国粗钢产量 100509 万吨, 同比下降 1.7%; 生铁产量 85174 万吨, 同比下降 2.3%; 钢材产量 139967 万吨, 同比增长 1.1%。国家统计局最新数据显示, 1-11 月中国钢筋累计产量为 17933.3 万吨, 同比下降 13.4%。锰硅产量处于低位, 叠加锰硅收储交货量不小, 市场供需“双减”, 但锰硅产量减幅更大, 过剩应不如现货贸易商感觉那么严重。

展望未来, 锰硅市场积攒的能量不小, 当前锰矿供需比 2024 年初更为紧张, 现货条件比 2024 年初大涨时更好, 当前锰硅价格涨幅并不算大, 还不能刺激新增锰矿供给, 警惕市场继续上涨的可能。但如果市场继续上涨, 五月后南 32 澳矿如果恢复发运, 且高价刺激了南非锰矿供给, 价格可能重新回落。但当前价格不能刺激锰矿供给, 维持当前价格可能锰矿在未来仍然偏紧。

(四) 硅铁生产利润

根据上海钢联的数据计算, 1 月北方电价略有上调。由于新能源发电回升, 动力煤进口增加, 煤炭价格虽然 1 月初有所回暖, 但仍然处于下行通道。

预计 2025 年煤炭市场也不会出现过于激烈的供需矛盾, 煤电价格维持正常小幅波动为主。

图: 硅铁高低值生产利润 (单位: 元/吨)



数据来源: Mysteel 国信期货

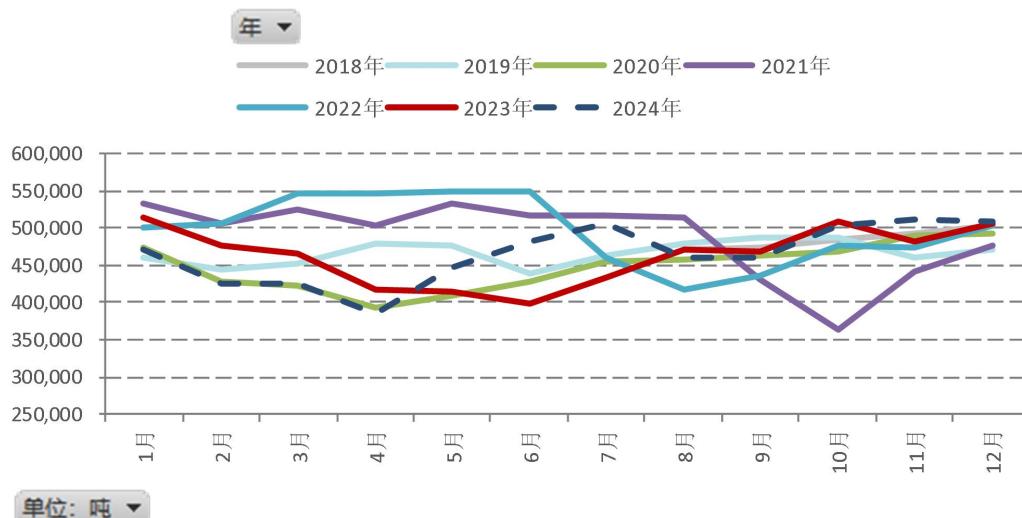
(五) 硅铁产量

硅铁产量4月见底后, 后续产量持续回升12月达到历史同期最高。

据Mysteel调查统计, 12月硅铁产区136家生产企业, 开工情况如下: 12月全国综合产能利用率为: 61.38%, 较11月产能利用率降0.12%。全国12月产量509440吨, 环比降0.19%, 降990吨。同比2023年12月(506628)同比增长0.54%, 增2812吨。12月日均产量: 16434吨, 环比2024年11月降3.41%。24年全年累积产量558.75万吨, 同比增长0.54%。

图: 硅铁产量(单位: 万吨)

求和项: 硅铁产量: 全国 (月)



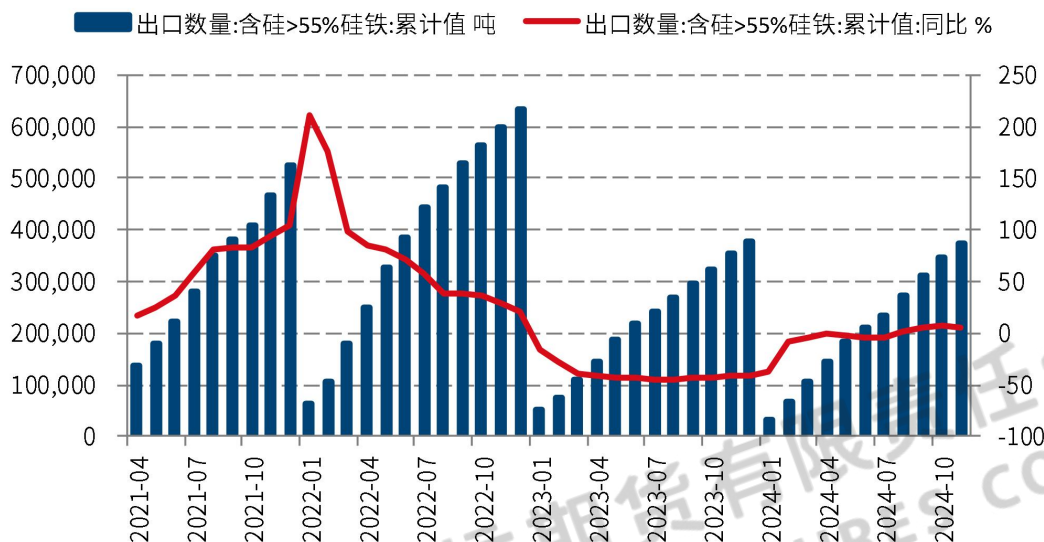
单位: 吨

数据来源: Mysteel 国信期货

(六) 硅铁需求

2024 年硅铁出口基本呈现底部略有回升的态势，但仍然处于低位，1、2 季度同比为负，3 季度及后面出口由降转增，说明价格下跌后对外价格竞争优势恢复，将成为硅铁重要的价格支撑。据海关数据显示，11 月中国硅铁出口量 26057.818 吨，较 10 月减少 12110.289 吨，较去年同期减少 5572.723 吨。2024 年 1-11 月合计出口 38 万吨，较去年同期增加 2.43 万吨。

图：硅铁出口（单位：吨、%）



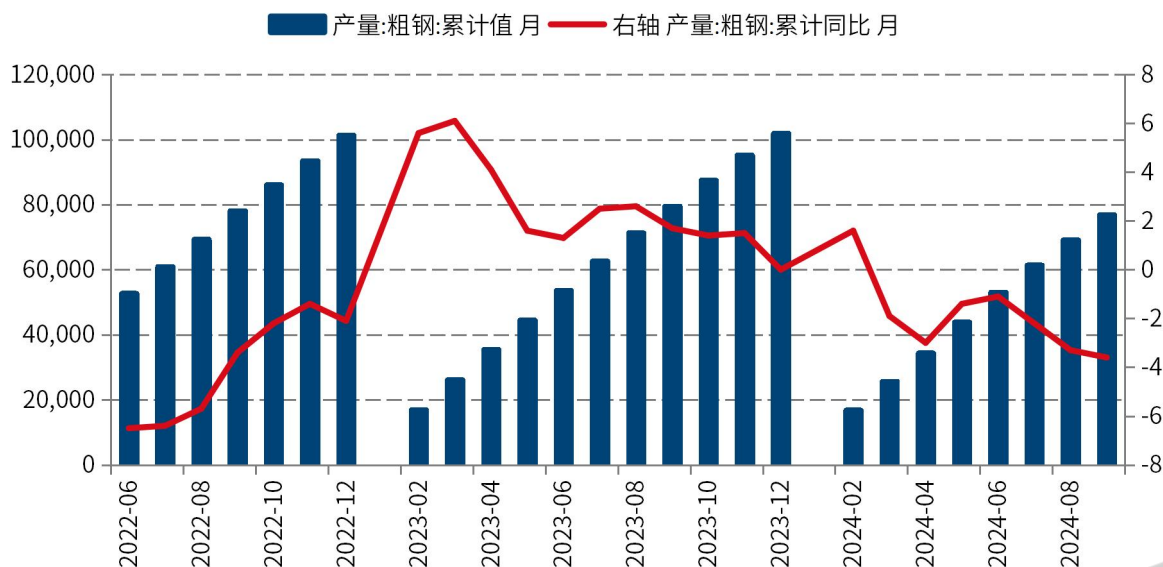
数据来源：Mysteel 国信期货

金属镁是硅铁的第二大需求点，2024 年镁生产维持低位。SMM 数据显示，2024 年 11 月中国镁锭产量环比减少 1.5%，本月镁锭市场的冶炼企业有增产和减产。本月镁锭产量减少的原因：受供应过剩叠加需求疲软的因素影响，镁锭价格持续下行近两月，随着镁锭价格突破镁锭冶炼企业的盈亏平衡线，镁锭冶炼企业被迫选择减产或停产。本月镁锭产量增加的原因：一是前期检修停产的镁锭冶炼企业陆续恢复生产，镁锭供应随之增加。二是部分厂家根据各自的订单及库存情况，镁锭冶炼企业上调日产量。十二月初，镁锭价格仍然处在下行通道，止跌信号并未完全显现。但随着主产区的镁锭冶炼企业面临整个循环体系全线亏损的局面，市场减停产消息频出，目前已经确认影响镁锭产量在 250 吨，镁厂逐步减停产，目前市场供需格局逐步开始扭转，但是减停产厂家目前分布在山西、陕西、宁夏、新疆等省（区），主产区影响产量只有 120 吨，因此对于镁价止跌起到作用比较有限，目前仍然需要等待主产区减停产的消息。考虑到十二月份已有十家镁锭冶炼企业减产或停产，预计十二月镁锭产量将会下调至 7.0 万吨。

硅铁主要用于钢材冶金。2024 年粗钢总产量下降，对硅铁需求回落，但年末产量有底部回升迹象。据国家统计局数据显示，2024 年 12 月份，我国粗钢产量 7597 万吨，同比增长 11.8%，同比增幅扩大 9.3 个百分点（详见图 1）；生铁产量 6670 万吨，同比增长 9.4%，同比增幅扩大 5.5 个百分点（详见图 2）；钢材产量 11910 万吨，同比增长 7.1%，同比增幅扩大 2.0 个百分点（详见图 3）。累计来看，2024 年 1-12 月，我国粗钢产量 100509 万吨，同比下降 1.7%；生铁产量 85174 万吨，同比下降 2.3%；钢材产量 139967 万吨，同比增长 1.1%。

从当前的供需来看，硅铁市场仍然乏善可陈，大涨大跌空间都有限。煤炭价格偏弱使得能源价格也难支撑硅铁大涨。但当前偏紧的体感，利润亦不高，则下方空间有限。

图：粗钢产量（单位：吨、%）



数据来源：Mysteel 国信期货

三、 总结与展望

2025 年初铁合金先跌后涨，且慢跌急涨的态势，硅铁 1 月 10 日一天上涨回到 2024 年 12 月中旬位置，锰硅 1 月 12 日一天上涨亦涨过前一个月的跌幅。基本面上看，硅铁走势依赖电价，电价和煤电、新能源发电及火电需求息息相关；锰硅依赖锰矿价格，锰矿当前库存较 2024 年初更低，货权更为集中，预期加蓬铁路事故 2 月加蓬大矿山发货减量超过 50%（一说减量 80%），叠加锰硅收储交货，锰硅市场可能出现大幅上涨的可能性再度大幅上升。

硅铁价格围绕电价成本波动，1 月第二周后平均电价略有上移。

由于硅铁供需基本比较平稳，市场产能过剩但产量并不过剩，以销定产，生产商维持价格在微利水平，则硅铁定价以电价为锚。2025 年初煤价在跌至长协价格及冬季旺季略有企稳反弹，电价亦随之企稳，根据我的钢铁网宁夏大工业用电铁合金平均电价从 0.42 元/度上涨至 0.425 元/度，青海地区从 0.395 元/度上升至 0.415 元/吨，电价有所企稳回升，带动硅铁价格反弹。但目前下游电厂煤炭库存高位，今冬气温仍然偏暖，市场未能看到煤系有大涨空间，因此硅铁价格我们预判仍然震荡为主。

锰硅的情况比硅铁要复杂得多，我们认为不排除锰硅会再度出现一波上涨。原因主要在于锰矿。

锰矿供应 11 月开始明显缩减，且减供预计至少会持续至 2025 年 4 月。继 2024 年 3 月 South32 澳矿停发之后，截至 2025 年 1 月 South32 澳矿暂无发货，市场预估港口发货最快可能于 5 月恢复。但在 2024 年锰矿先涨后跌，大幅上涨时有南非非主流锰矿补充市场，下跌后非主流离开市场，且部分非主流库存尾矿未能形成持续增量，主流锰矿也开始在低价主动减发减产。2024 年 11 月锰矿到港开始持续减少，据海关总署数据显示，2024 年 11 月锰矿进口：总量 220.16 万吨，环比下降 24.88%，同比下降 12.94%。2024 年 1-11 月锰矿进口总量约 2679.56 万吨，同比（2023 年 1-11 月进口约 2866.88 万吨）降 187.32 万吨，同比降 6.53%。根据 Mysteel 的发货数据笔者推算 2024 年 12 月及 2025 年 1、2 月锰矿到港均为低位，12

月预估在 200 万-230 万吨之间，2025 年 1、2 月到港仍然会较少。锰矿市场供给连续减少会成为市场供给的较大瓶颈。此外，2 月加蓬报价回升，且铁路运输等原因，预计加蓬 2 月发货还会出现大幅减少。加蓬为我国仅次于南非的供应国，且加蓬和澳矿均为高品锰矿，南非矿品位较低，加纳矿品位更低，如果加蓬减产叠加澳矿不恢复，高品供应则会愈加紧张，由于加蓬发货到港为 2 个月则 2025 年 4 月前锰矿短缺会愈发严重。

锰矿库存从历史同期最高下降至过去五年最低，且库存结构来看，品位不高。根据上海钢联的数据统计，截至 2025 年 1 月 10 日，锰矿港口库存 461 万吨，同比下降 12%，为 2021 年以来历史同期最低，其中以澳矿、加蓬、巴西三国以高品矿为主，三国库存 125 万吨，但去年同期为 155 万吨，也就是说锰矿的锰含量降幅更快。且 2024 年 10 月 11 日锰矿库存还有 650 万吨，为历史同期最高，锰矿库存存在短短三个月不到迅速下降近 190 万吨，说明缺口迅速扩大。且根据资讯网站的统计，锰矿港口库存货权高度集中。在短缺的情形下，货权集中会导致博弈模式可以迅速切换，锰矿大幅上涨的风险又再度累积。截至 1 月 17 日，虽然锰硅价格已经有所上涨，但当前价格亦很难刺激新增产量释放。

Mysteel 统计锰硅 1-12 月累积产量：10148556 吨，同比减 11.9%。国家统计局数据显示，2024 年 1-12 月，我国粗钢产量 100509 万吨，同比下降 1.7%；生铁产量 85174 万吨，同比下降 2.3%；钢材产量 139967 万吨，同比增长 1.1%。锰硅产量处于低位，叠加锰硅收储交货量不小，过剩应不如现货体感那么严重。

从当前的供需来看，硅铁市场仍然乏善可陈，大涨大跌空间都有限。但锰硅市场积攒的能量不小，当前锰矿供需比 2024 年初更为紧张，如果市场上涨，则现货条件比 2024 年初更好，当前锰硅价格仍然难以刺激新增锰矿产量，因此锰硅下方空间有限，行情延续可能性较大。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。