

【申银万国期货】上下游限产政策博弈，关注合金跨品种套利 ——黑色系专题报告

2021 年 7 月 21 日

摘要

申万期货研究所

冉宇蒙

从业资格号：F3085160

投资咨询号：Z0016375

电话：021-5058 6040

邮箱：ranym@sywgqh.com.cn

- 综合来看，由于双硅主产区现有的限产政策有望持续，而其他产量水平较高的产区或存落地限产政策的可能，整体来看合金的产量水平难回高位。成本端锰矿的支撑相对偏弱，而兰炭的价格仍处历史高位，因此硅铁的成本支撑相对更强。而在平控粗钢产量政策的影响下，合金的下游需求较难维持上半年的旺盛情况，而实际需求的降幅取决于平控政策的具体落实力度。我们认为双硅市场进入上下游限产政策的博弈阶段。目前看来上游控耗政策或难放开，而在粗钢产量未出现超预期回落的情况下，双硅市场或将延续供需紧平衡状态；但若下半年严格执行粗钢产量的平控政策，双硅价格或面临下滑风险。
- 由于限产政策对硅铁市场的影响更大，硅铁的成本支撑更显坚挺，同时下游镁市及出口市场表现可期，硅铁市场表现仍有望强于锰硅。

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号

宝安大厦 7、8、10 楼

邮编：200122

电话：021 5058 6341

传真：021 5058 8822

网址：www.sywgqh.com.cn



申银万国期货
宏观金融研究



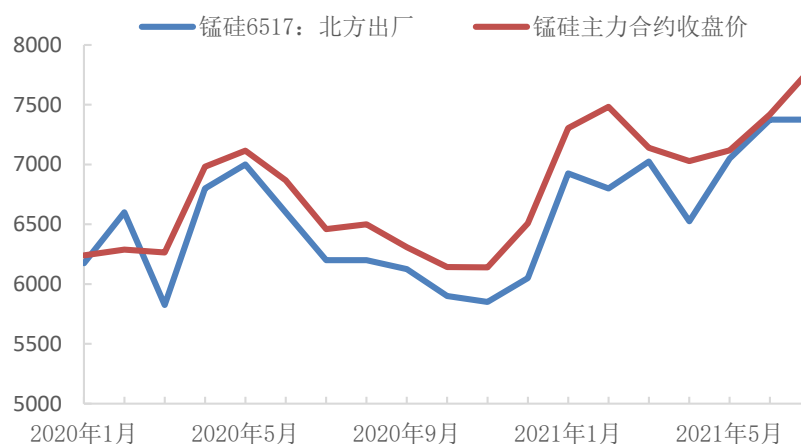
申银万国期货研究

一、近期铁合金价格走势分析

7月合金价格高位盘整，锰硅6517的北方主流出厂价在7375元/吨附近，72硅铁的主流出厂价在8000-8100元/吨左右。夏季用电高峰期间，内蒙限电情况反复影响生产，宁夏控耗政策暂未出现放松迹象，同时锰硅主产区广西也因电力缺口的出现、厂家生产受到影响。进入7月中旬，双硅产量出现明显下滑，市场情绪受到提振，支撑合金价格的走高。而下游平控粗钢产量预期仍存，双硅的下游需求受到明显压制，在一定程度上压制了双硅价格的上方空间。合金上下游的限产政策进入博弈阶段，市价以高区间荡运行为主。

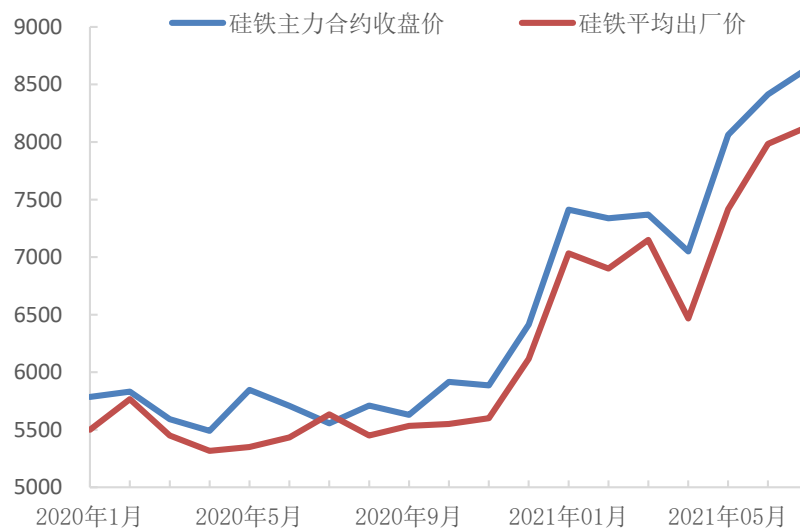
分品种来看，由于成本端锰矿的支撑相对偏弱，而兰炭的价格仍处历史高位，因此硅铁的成本支撑相对更强；且中长期来看，主产区控耗政策及短期限电对硅铁的影响相对更大；加之下游出口市场及金属镁市场的回暖也对硅铁市价形成支撑。整体来看硅铁的基本面表现强于锰硅，双硅价差逐渐拉大。

图1：锰硅期现价格走势（元/吨）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

图 2：硅铁期现价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 3：硅铁-锰硅价差（元/吨）



资料来源：Mysteel，Wind，申万期货研究所

二、铁合金基本面行情解析

1、控耗政策有望持续，双硅产量难回高位。

目前正值夏季用电高峰，内蒙古地区因有序用电情况反复，多数合金厂家表示不能稳定生产，因此该地区在控耗政策常态化的基础上，产量进一步受到影响。后期随着限电情况缓解，内蒙产量或有回升空间，但因中长期控耗政策较难全面放开，产量仍受压制。6月宁夏控耗政策落地，目前暂时没有放松限电的迹象。锰硅主产区广西方面，用电高峰期厂家生产仍受限电影响，且近期环保组广西地区已入驻，后期或有出台双控政策的可能。而硅铁主产区青海、甘肃也存有落地限产政策的可能。

7月中旬锰硅的日产水平在27150吨，较年内峰值30790吨减3640吨，降幅12%；硅铁日产水平在16424吨，较年内峰值18404吨回落1980吨，降幅11%。后市来看，由于双硅主产区现有的限产政策有望持续，而其他产量水平较高的产区或存落地限产政策的可能，整体来看合金的产量水平难回高位。

图4：锰硅日产水平周度统计（吨）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

图 5：硅铁日产水平周度统计（吨）

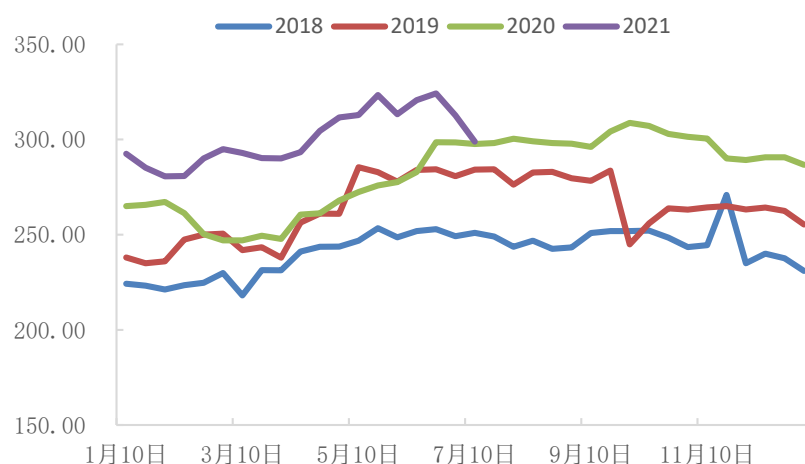


资料来源：Mysteel，申万期货研究所

2、平控粗钢产量逐渐落实，下游需求受到压制。

今年上半年，虽然唐山地区受限产政策影响，粗钢的整体产量水平同比仍有明显增长，1-6 月全国粗钢累计产量在 5.6 亿吨，同比增长 11%。但自 6 月底开始，各个省份分别出台下半年压减粗钢产量的政策，目前各个主产区基本都接到了限产通知。7 月上旬，粗钢日均产量下滑至 298.87 万吨，月环比下降 6.8%，基本持平于 2020 年同期的水平。后市来看，在平控粗钢产量政策的影响下，我们认为双硅的下游需求较难维持上半年的旺盛情况，而实际需求的降幅取决于平控政策的具体落实力度。

图 6：粗钢日产水平旬度统计（万吨）

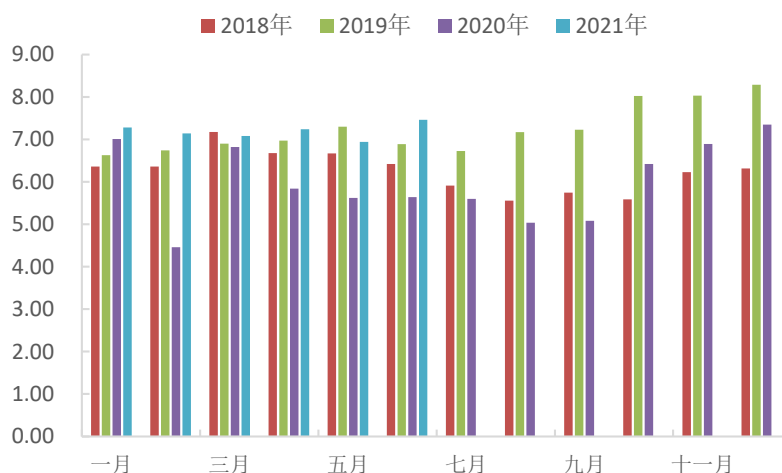


资料来源：Mysteel，申万期货研究所

3、硅铁出口市场及金属镁市场有所回暖。

受原料煤炭价格走高影响，今年镁锭价格中枢上移，在下游需求表现良好的情况下，镁厂利润情况较好，今年镁锭产量增幅明显。1-6 月镁锭产量 43.15 万吨，同比增幅 22%，较 2019 年也有 4% 的增量。由于后市终端需求仍可期待，我们认为镁锭的产量水平有望维持高位，对硅铁或仍有较好的需求。

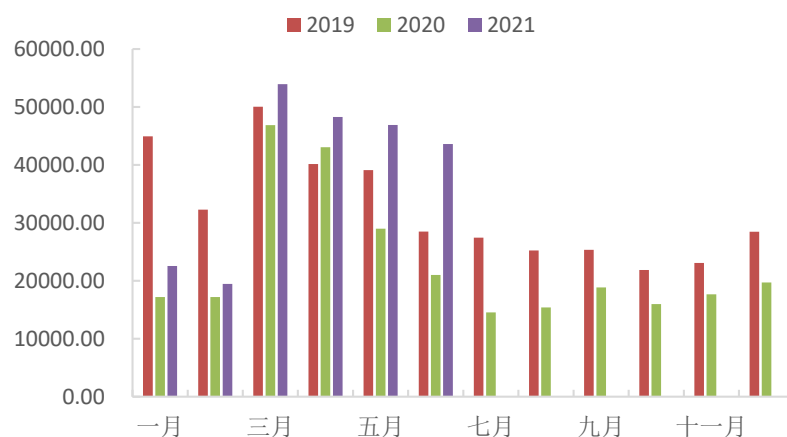
图 7：金属镁产量（万吨）



资料来源：上海有色网，申万期货研究所

由于今年国外疫情得到控制，海外粗钢产量逐渐恢复至疫情前的水平，硅铁的出口市场有所回暖。即使 5 月硅铁的出口关税由 20% 上调至 25%，出口市场仍表现较好。1-6 月硅铁累计出口 23 万吨，同比回升 35%，基本持平于 2019 年的水平；而自 4 月以来硅铁出口基本维持在 4 万吨以上。我们认为后市海外粗钢产量仍有望维持高位，出口量出现大幅回落的可能性较低，对硅铁价格将形成一定程度的支撑。

图 8：硅铁出口量（吨）

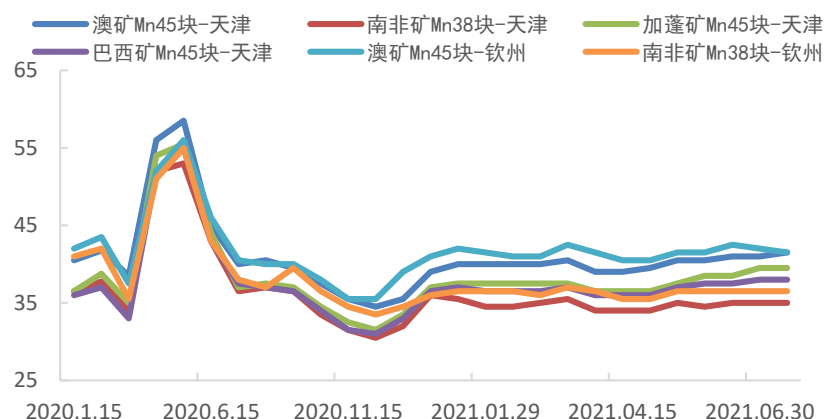


资料来源：中国海关总署，申万期货研究所

4、锰矿价格低位盘整，而兰炭价格仍处高位。

锰矿方面，因今年锰硅产量受控耗政策压制，锰矿的下游需求受限，高位港口库存消化缓慢，压制了矿价的上方空间。但自年中开始，外矿山报价止跌上扬，锰矿的远期到港成本有所抬升，矿价的底部支撑也较为坚挺。在库存压力仍存、但成本支撑坚挺的情况下，我们认为后市锰矿价格虽难有较好表现、但出现大幅下跌的可能性也相对较小，矿价或将维持低位运行，对锰硅价格仍有一定程度的支撑。

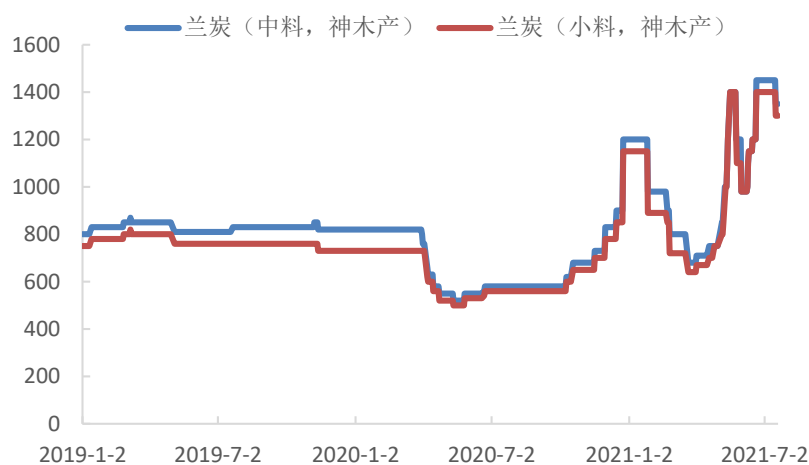
图 9：港口锰矿价格走势（元/吨度）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

兰炭方面，由于今年煤炭价格涨幅明显，带动兰炭价格不断刷新历史新高。近期价格虽较月初下滑 100 元/吨，但仍处历史相对高位。由于今年煤炭供应偏紧格局或将持续，后市煤价中枢大概率将维持在较高水平，故兰炭价格也有望维持高位，硅铁的成本支撑较为坚挺。

图 10：兰炭价格走势（元/吨）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

5、控耗政策逐渐改善过剩格局，硅铁表现仍有望强于锰硅。

总体来看，由于控耗政策对双硅产量持续压制，且粗钢产量上半年维持高位，双硅由供应过剩的市场格局逐渐过渡到供需紧平衡状态。而由于硅铁的单吨电耗为锰硅的两倍，生产受限电的影响更大，在下游金属镁市场及出口市场需求回暖的提振下，上半年硅铁市场先于锰硅市场产生小幅的供应缺口。展望后市，在压减粗钢产量预期逐步落地的情况下，我们认为双硅市场进入上下游限产政策的博弈阶段。目前看来上游控耗政策或难放开，而在粗钢产量未出现超预期回落的情况下，双硅市场或将延续供需紧平衡状态；但若下半年严格执行粗钢产量的平控政策，双硅价格或面临下滑风险。跨品种方面，由于限产政策对硅铁市场的影响更大，兰炭价格高位使得硅铁的成本支撑更显坚挺，同时下游镁市及出口市场表现可期，硅铁市场表现仍有望强于锰硅。

表 1：锰硅供需平衡表（吨）

	产量	需求	供给盈余（缺口）
一月	897353	842071	55282
二月	834295	766539	67756
三月	892520	857132	35388
四月	911348	864094	47255
五月	938126	931723	6403
六月	915269	909673	5596
七月(预计)	876525	880166	(3641)

资料来源：Mysteel，申万期货研究所

表 2：硅铁供需平衡表（吨）

	产量	钢厂需求	金属镁市场需求	出口	铸造需求	供给盈余（缺口）
一月	533000	354556	80092	22554	30000	45798
二月	506100	322753	78541	19444	30000	55362
三月	524200	360898	77887	53937	30000	1479
四月	502700	363812	79639	48275	30000	(19026)
五月	533100	392304	76370	46883	30000	(12458)
六月	509200	383020	82096	43605	30000	(29521)
七月(预计)	514197	370596	79104	43605	30000	(9108)

资料来源：Mysteel，上海有色网，中国海关总署，申万期货研究所

三、投资逻辑与交易策略

综合来看，由于双硅主产区现有的限产政策有望持续，而其他产量水平较高的产区或存落地限产政策的可能，整体来看合金的产量水平难回高位。成本端锰矿的支撑相对偏弱，而兰炭的价格仍处历史高位，硅铁的成本支撑相对更强。而在平控粗钢产量政策的影响下，合金的下游需求较难维持上半年的旺盛情况，而实际需求的降幅取决于平控政策的具体落实力度。我们认为双硅市场进入上下游限产政策的博弈阶段。目前看来上游控耗政策或难放开，而在粗钢产量未出现超预期回落的情况下，双硅市场或将延续供需紧平衡状态；但若下半年严格执行粗钢产量的平控政策，双硅价格或面临下滑风险。由于限产政策对硅铁市场的影响更大，硅铁的成本支撑更显坚挺，同时下游镁市及出口市场表现可期，硅铁市场表现仍有望强于锰硅。

单边行情来看，盘面进入宽幅震荡周期，操作上建议以区间思路为主。而因硅铁与锰硅的价差有望进一步拉大，建议逢低配置多硅铁空锰硅的跨品种套利操作。

风险点：1. 粗钢产量压减政策超预期加码，下游需求大幅回落，合金价格下方支撑缺失。2. 广西控耗政策率先落地，锰硅盘面出现大幅拉涨的单边行情。

免责声明

本报告的信息资料均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。