

需求引导，价格下行



走势评级： 硅铁/硅锰：看跌
报告日期： 2022年12月27日

★硅铁：供需宽松，关注汽车端金属镁需求

供应方面，明年面临着疫情放开后稳增长的需求，预计政策端对产能和产量的干扰会进一步减弱。需求方面，明年新开工仍会呈较大幅度负增长，建材需求仍有下台阶风险，同时基建端也因资金问题增速有下滑风险，导致粗钢供应难有明显提升，钢材端需求下降。但2023随着疫情防控松动，运输物流市场预计会有一些的恢复，因此汽车的恢复对金属镁需求或有支撑。出口方面明年在俄乌冲突逐渐缓和后，出口量将有下降。成本端2023年动力煤供需偏紧情况将有缓解，动力煤价格重心下移。焦炭处于产能过剩的状态，明年若维持目前焦化产能叠加需求下降，焦炭价格下行。因此成本下移同时需求走弱，预计2023年硅铁价格将跟随下跌。

★硅锰：供应充足需求走弱，锰矿难支撑

硅锰方面，2023年硅锰产能基本稳定处于过剩情况，政策干扰较弱，供应主要由需求和利润决定。利润方面，供给弹性较大利润或持续维持低位，但锰矿价格的波动会使得硅锰利润相对波动性较大，从而阶段性影响硅锰供应。价格方面，成本端锰矿供应增加需求持稳，价格或小幅下降，但整体价格仍在3.5-6美元/吨之间波动，在成本整体下移加之供需偏宽松情况下，预计硅锰价格重心下移在5800-7500元/吨之间波动。

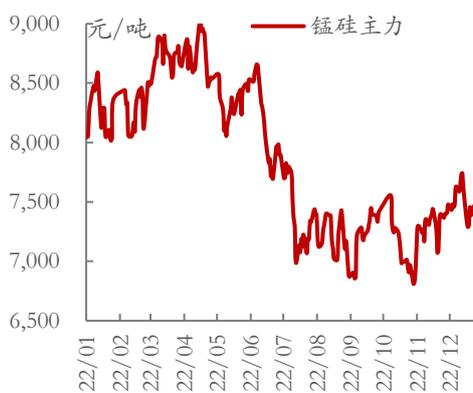
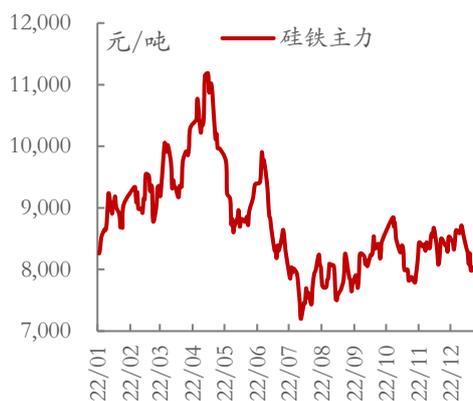
★双硅市场展望及投资建议：

综合来看，明年双硅处于供需宽松的情况。供应方面，硅铁和硅锰仍然产能过剩，因此供给弹性较大，需求引导方向，利润决定短期开工。利润将持续维持中低水平，但由于区域性电价差距，因此明年将更加关注区域性成本的变化对于产量的挤出。需求来看，虽然明年政策密集出台，但对地产前端投资的拉动将比较有限，同时基建端仍面临资金等问题，所以对螺纹的需求降幅较大，因此需求端仍会呈同比下降趋势。同时成本支撑有限，因此明年双硅价格重心将有所下移，其中硅铁价格重心预计在7200-8500元/吨之间波动，硅锰价格重心下移在5800-7500元/吨之间。

★风险提示：

疫情的不确定性，国内防疫政策的变化，以及产业端产能政策变化。

王心彤 资深分析师(黑色产业)
从业资格号： F03086853
投资咨询号： Z0016555
Tel: 8621-63325888
Email: Xintong.wang@orientfutures.com



重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我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。我们已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交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目录

1、2022 年双硅市场回顾.....	4
2、硅铁：需求引导方向，利润决定供应.....	5
2.1 政策影响减小，供应相对稳定.....	5
2.2 成本支撑走弱，利润难维持.....	7
2.3 需求复苏缓慢，钢材需求继续下降.....	9
2.4 汽车支撑金属镁产量，但硅铁出口或有回落.....	9
2.5 硅铁供需平衡.....	11
3. 硅锰：供需转宽松，锰矿难支撑.....	12
3.1 锰矿产量高位需求一般，支撑有限.....	12
3.2 高产能低开工，利润或阶段性调节.....	15
3.3 硅锰供需平衡表.....	15
4. 双硅市场展望及投资建议.....	16
5、风险提示：.....	17

图表目录

图表 1: 硅铁现货价格.....	4
图表 2: 硅锰现货价格.....	4
图表 3: 硅铁基差.....	5
图表 4: 硅锰基差.....	5
图表 5: 中国硅铁产量.....	6
图表 6: 中国样本企业硅铁开工率.....	6
图表 7: 中国不同区域硅铁产量.....	7
图表 8: 利润和硅铁开工率的关系.....	7
图表 9: 硅铁内蒙成本和利润.....	8
图表 10: 硅铁不同区域利润.....	8
图表 11: 2023 年硅铁成本中枢测算 (万吨).....	8
图表 12: 中国粗钢产量.....	9
图表 13: 房地产新开工数据下滑.....	9
图表 14: 中国金属镁产量.....	10
图表 15: 中国金属镁进出口量.....	10
图表 16: 中国硅铁出口量.....	11
图表 17: 中国硅铁主要出口国.....	11
图表 18: 硅铁供需平衡表 (万吨).....	12
图表 19: 天津港进口锰矿价格.....	12
图表 20: 主要矿山锰矿 CIF 报价.....	12
图表 21: South32 季度产量.....	13
图表 22: Jupiter 季度产量.....	13
图表 23: 锰矿进口量.....	14
图表 24: 港口锰矿库存.....	14
图表 25: 中国从澳洲锰矿进口量.....	14
图表 26: 中国从南非锰矿进口量.....	14
图表 27: 硅锰产量.....	15
图表 28: 硅锰产能利用率.....	15
图表 29: 硅锰平衡表.....	16

1、2022 年双硅市场回顾

回顾 2022 年，双硅价格波动下降，价格先扬后抑，其中硅铁价格波动幅度大于硅锰。相较于之前政策扰动较大的模式，今年双硅价格相对较贴近基本面。

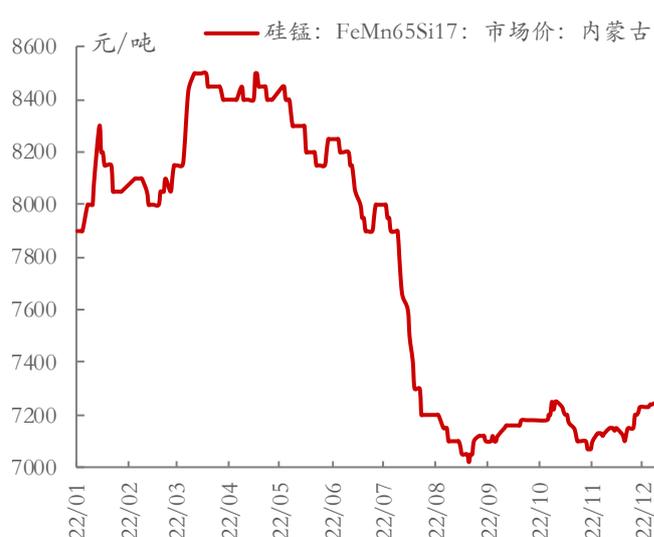
上半年，国内疫情占据了很长的时间，市场也在疫情对需求的压制和预期中不断纠结前行。至下半年，需求下行利润收缩，双硅盘面价格下行。一季度来看，由于俄乌战争影响，该地区铁合金出口大幅下降，因此导致全球铁合金供应下降，铁合金价格上涨。因此带动国内铁合金出口大幅增加，价格上行。同时钢厂复产支撑，加之宏观面预期偏好，因此市场情绪影响，盘面一度上涨。至二季度，随着全球合金价格回落，加之国内疫情影响需求走低，市场预期和现实出现分化，同时海外需求走弱，铁合金价格下行。到二季度中，市场普遍预期未来疫情解封后需求的爆发性增长，因此预期较好支撑下，盘面小幅上行。至二季度末虽然疫情后部分城市解封，但需求并没有明显好转，市场并未等来预期的疫情解封后需求的爆发，因此终端需求继续走弱成材价格承压，钢厂利润再度被压缩，从而对炉料形成负反馈。三季度来看，虽下游需求有所好转，但复产带来的补库支撑较小，盘面多跟随黑色系震荡为主。至四季度，虽然需求仍然弱势，但地产政策发力，市场在对未来预期看好情况下，钢材价格上行，带动硅铁盘面稳中有涨。

图表 1：硅铁现货价格



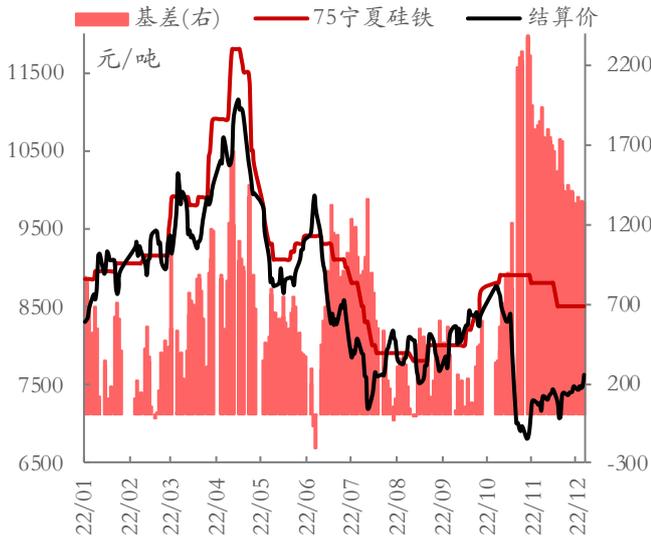
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 2：硅锰现货价格



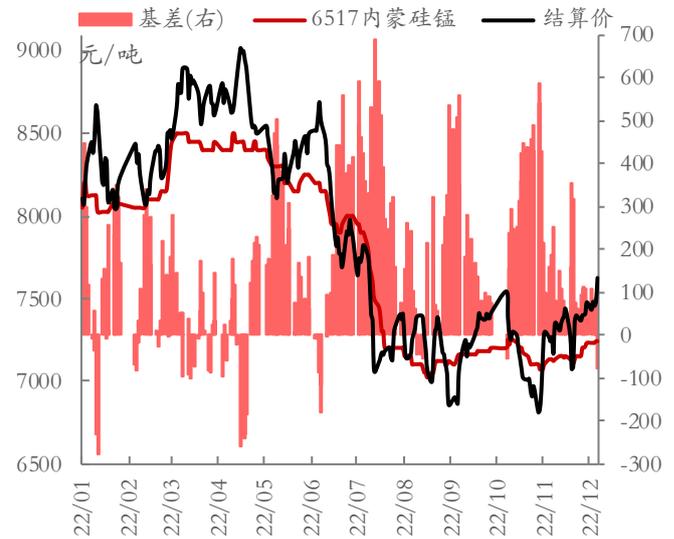
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 3: 硅铁基差



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 4: 硅锰基差



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

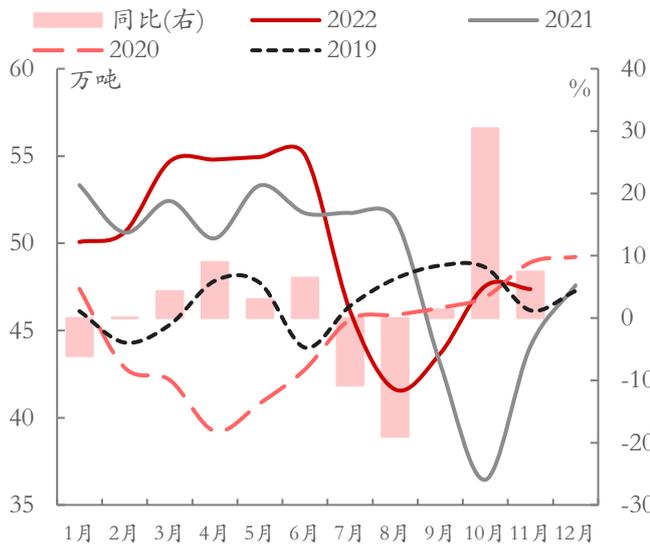
2、硅铁: 需求引导方向, 利润决定供应

2.1 政策影响减小, 供应相对稳定

今年以来, 随着“能耗双控”政策的逐渐和缓, 对硅铁和硅锰的生产影响逐渐转弱, 截止 2022 年 11 月, 累计生产硅铁 546 万吨, 同比增加 1.5%, 主要增量来自于上半年, 其产量处于历史较高水平。

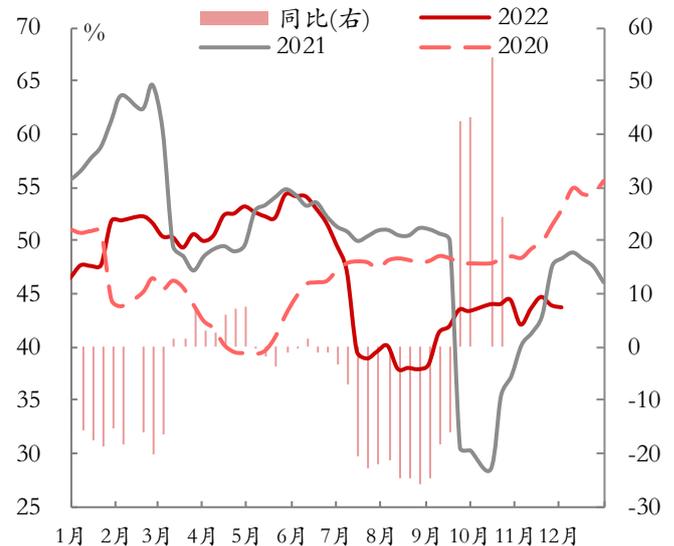
去年以来, 随着能耗双控政策的提出, 硅铁和硅锰作为高能耗商品, 产能和产量都受到了很大影响, 部分地区通过直接停限产来达到能耗合格, 其中部分月份开工率降至不到 30%。到 2022 年, 在疫情后稳经济的大背景下, 能耗双控已经不是最主要矛盾, 因此今年政策端的影响更加合理化和温和化, 加之疫情影响, 在稳经济大前提下, 直接停限产情况减少, 政策干扰力度减弱, 上半年硅铁产量一度达到历史高位。当然, 除了政策扰动减弱以外, 今年上半年产量高位还和海外需求增加有关。由于俄乌战争的突然爆发, 传统俄产硅铁和硅锰受到影响, 因此中国双硅出口增加来弥补海外供需缺口。进入下半年, 硅铁厂开工率下降, 其中 7 月份降幅明显。产量下降的主要原因是由于硅铁利润持续受到挤压, 工厂自发停产检修来进行缓解。加之下半年需求端并未明显改善, 需求的下滑也使得硅铁产量下降明显。

图表 5: 中国硅铁产量



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 6: 中国样本企业硅铁开工率



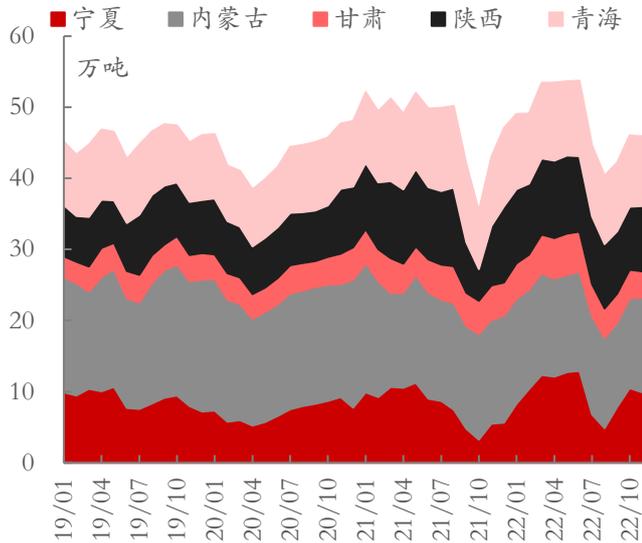
资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

明年来看, 硅铁的供应仍然面临着政策扰动持续减弱、产能过剩, 区域性成本竞争等问题。首先, 明年随着疫情的放开, 首要任务是稳经济稳增长, 在要求经济复苏的大背景下, 预计像 2021 年能耗双控一刀切的情况将不在发生, 政策更多的是方向的引导, 政策端的影响更加合理化和温和化, 因此对产能和产量的干扰会进一步减弱。

其次, 明年硅铁仍将处于产能过剩的情况。硅铁作为两高项目, 明年暂不会有新增项目的投产, 但仍有产能置换项目, 随着 25000kva 及以下的炉型的退出, 新置换的产能效率也更高。就今年的来看, 硅铁的产能利用率的平均值在 47% 就已经足够匹配需求, 明年随着需求的下降, 产能过剩问题将更加突出。

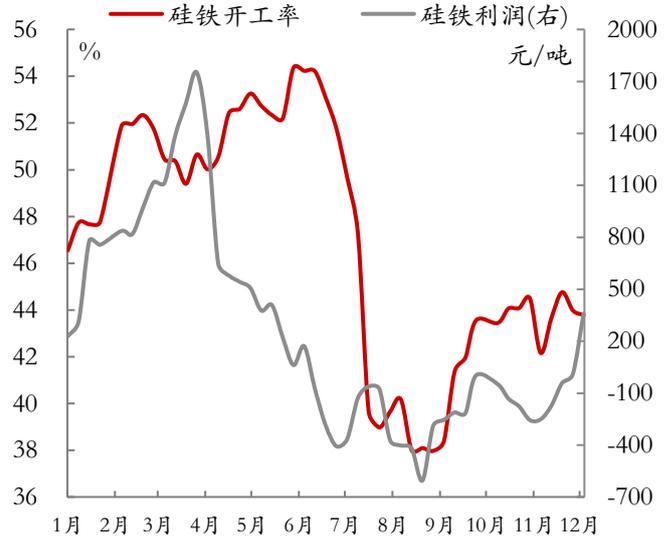
因此, 在产能过剩供给弹性较大情况下, 利润就是阶段性调节产量的因素。就目前硅铁的成本构成来看, 电力仍为主要的成本至于, 因此电价的高低将会直接影响不同区域的利润, 从而区域间的硅铁产量。今年 8 月, 在复产阶段, 也是利润首先恢复的宁夏地区先行复产。因此明年利润也会阶段性的影响区域产量。

图表 7: 中国不同区域硅铁产量



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 8: 利润和硅铁开工率的关系



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

2.2 成本支撑走弱，利润难维持

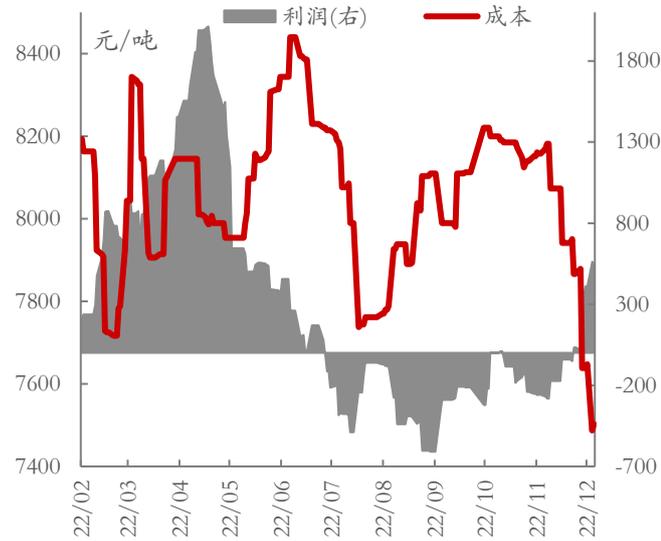
成本来看，近几年硅铁成本波动较大，其中占比较大的电费和焦炭这两项价格影响较大。

电价方面，今年电价持续偏高的主要因素是由于动力煤价格处于高位。使得电价成本居高不下。明年来看，电价或随着动力煤供需转宽松有所缓解。根据东证动力煤年报供需分析来看，2023 年随着国内煤炭供应的稳定，加之进口煤的补充，明年动力煤供需偏紧情况或有缓解，动力煤价格重心将有所下移。且目前国家政策电力用煤长协限价保供，非电用煤市场化，因此电力用煤价格较其他化工等用煤价格相对稳定。我们认为随着明年动力煤供需矛盾的缓解，煤价中枢或将下降，相应减轻电价成本。

焦炭方面，就目前的焦化产能来看，焦炭处于产能过剩的状态。明年若维持目前焦化产能叠加需求下降，焦炭价格或有下行。根据东证焦煤焦炭年报来看，2023 年来随着炼焦煤供需宽松，加之自身焦化产能增加，供应弹性变大，焦炭价格重心将有所下移。

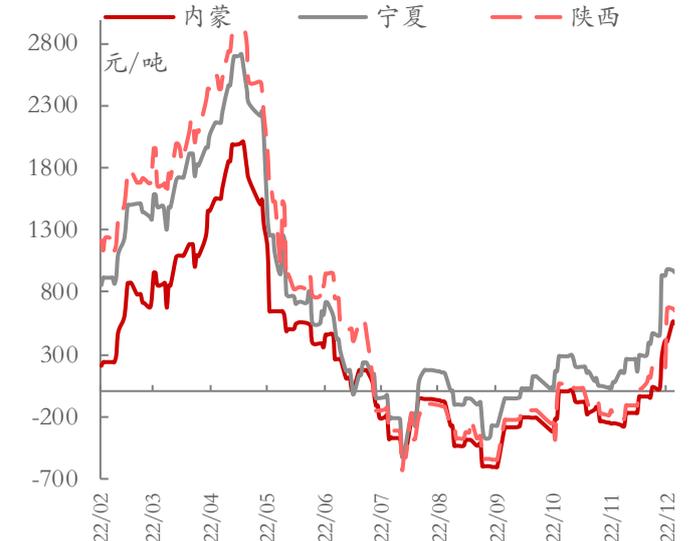
综上所述，随着电价和焦炭价格的下移，同时占比较小的硅石和氧化铁方面预计变化不大，明年硅铁成本或有下移。目前来看产能过剩的压力仍然存在，供给弹性较大边际产量在受到利润刺激后会迅速释放，从而抑制价格上涨，成本对硅铁的支持有限，且随着需求走弱，因此预计 2023 年硅铁仍保持低利润运行状态。

图表 9：硅铁内蒙成本和利润



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 10：硅铁不同区域利润



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 11：2023 年硅铁成本中枢测算（万吨）

原料	规格	消耗	单价 (元/吨)	价格重心 (元/吨)	成本 (元/吨)	
硅石	98%	1.75	200-250	230	402.5	
兰炭（小料）	固定碳》 82%	1.2	1300-1800	1500	1800	
氧化铁皮	》 70	0.28	700-1200	900	252	
电极糊	—	0.03	6000-6200	6100	183	
电力成本	青海（避峰）	—	8000	0.38-0.39	-	3080
	青海（不避峰）	—	7600	0.44-0.46	-	3420
	宁夏	—	7200	0.41-0.51	-	3024
	内蒙	—	7500	0.49-0.7	-	3675
其他	—	—	—	200	200	
人工及财务费用	—	—	—	500	500	
合计	青海（避峰）	6417.5				
	青海（不避峰）	6757.5				
	宁夏	6361.5				
	内蒙	7012.5				

资料来源：铁合金在线，东证衍生品研究院

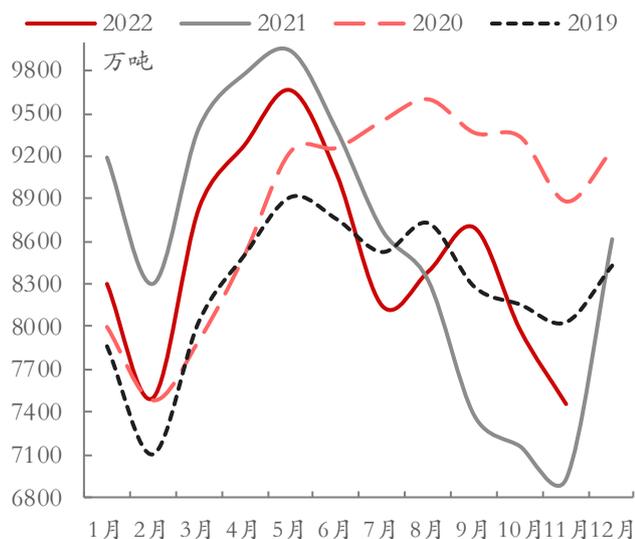
2.3 需求复苏缓慢，钢材需求继续下降

从需求端来看，硅铁 2023 年的需求仍呈下滑趋势，虽然汽车行业向好会带来金属镁需求的小幅增加，但粗钢仍是硅铁需求的最主要方向。因此终端需求的下行必然会带来硅铁需求的下行。

具体来看，根据东证钢材年报，虽然明年疫情政策放松后地产纾困政策密集出台，包括今年地产“三支箭”射出帮助房企融资，但政策的转变依然可能会存在一定的波折和变数，从政策转向到实际需求的回升仍需要经历较长的过程，需求的改善依然会是比较温和而渐进的。基建方面，最关键的资金问题仍有待解决，由于赤字率已经有所提升，公共财政预计比较难以带来增量，不排除还会对基建形成一定制约。因此我们目前预期 2023 年国内钢铁终端需求同比仍呈小幅下降。

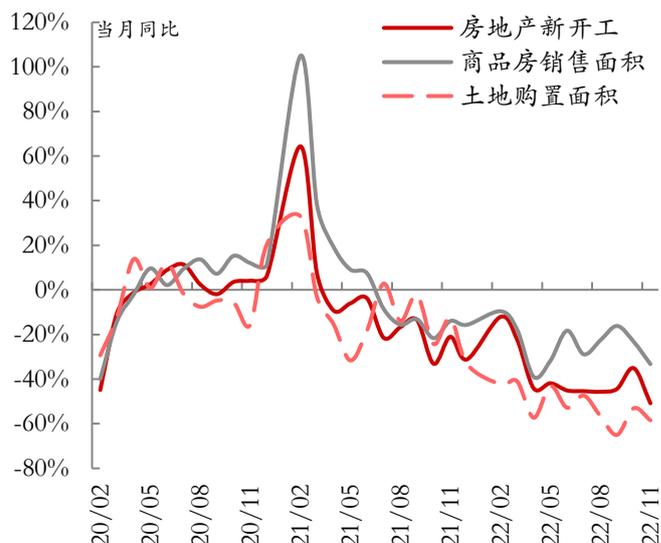
对应到粗钢产量来看，明年在保经济保就业的环境下，政策预计对粗钢生产端的扰动不大，因此 2023 年虽然大概率仍会延续粗钢产量同比下降的大方针，但预计并不会出台明显的减限产目标和要求。因此随着需求的下滑，粗钢供应难有明显提升。对应到硅铁的需求来看，也处于小幅下滑趋势。

图表 12: 中国粗钢产量



资料来源：统计局，东证衍生品研究院

图表 13: 房地产新开工数据下滑



资料来源：统计局，东证衍生品研究院

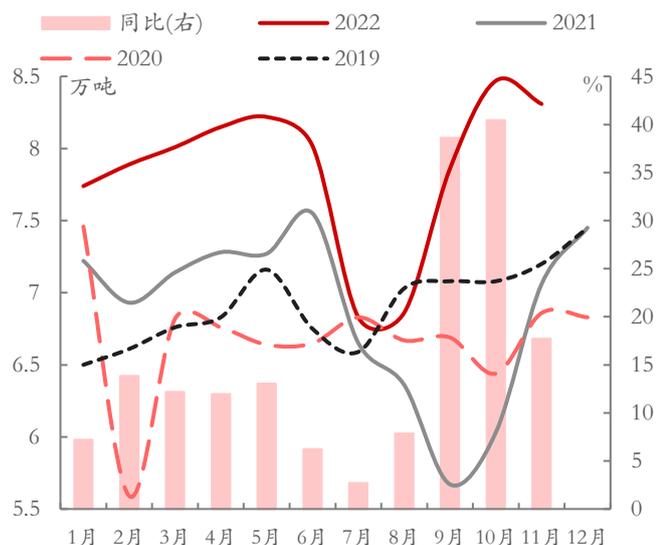
2.4 汽车支撑金属镁产量，但硅铁出口或有回落

相较于钢材端的拖累，下游金属镁今年以来产量同比提升较大，截止 2022 年 11 月，金属镁累计产量 86.36 万吨，累计同比增加 15%。

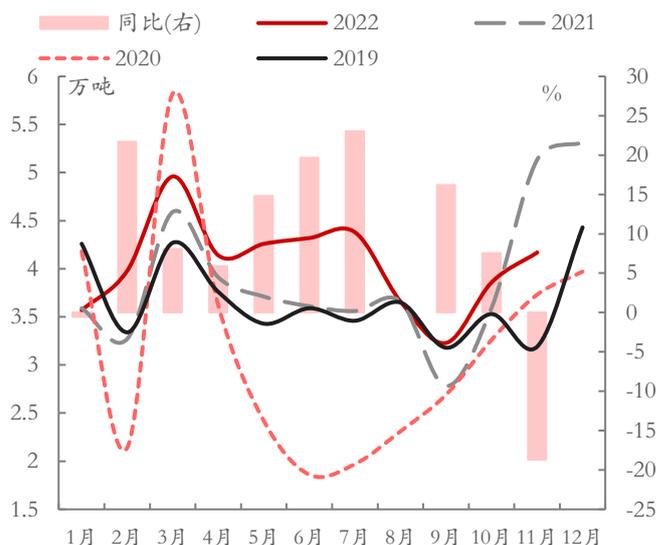
金属镁产量的提升主要是两方面因素，一方面今年由于俄乌战争影响，作为之前的金属

镁出口国俄罗斯在战争影响下出口减少，因此我国金属镁出口增加来填补缺口；另一方面，今年年中受政策等因素影响，金属镁产量受限，因此在供应下降后利润有所提升，政策缓和后再次刺激金属镁产量增加。

明年来看，虽然出口端或有回落，但在汽车消费增加可能下，金属镁产量或维持高位。具体来看，一方面，随着疫情防控措施的松动，2023 经济恢复之年，运输物流市场预计会有一定得恢复驱动，因此带动部分汽车需求的回升。另一方面，近几年国家对汽车行业的发展政策主要集中在新能源汽车方面，因此更加需要镁合金这样弹性大密度小的汽车配件支持。因此明年金属镁的需求或呈上升趋势。但同样考虑到上半年疫情病例数增加对需求形成的压制，改善程度有限。

图表 14：中国金属镁产量


资料来源：铁合金在线，东证衍生品研究院

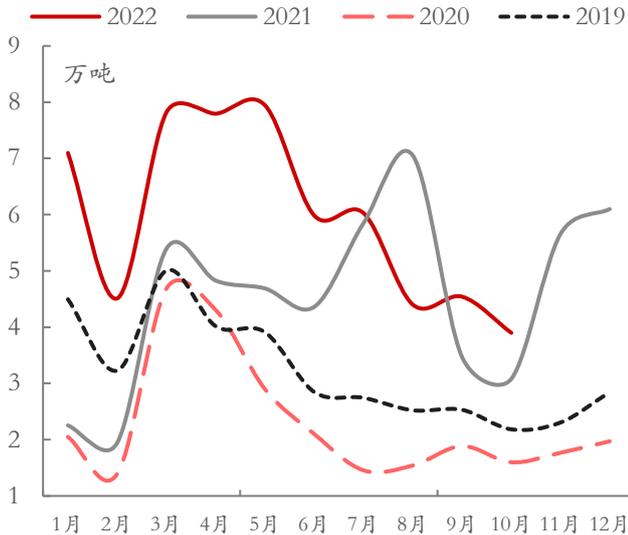
图表 15：中国金属镁出口量


资料来源：铁合金在线，东证衍生品研究院

出口来看，硅铁作为高能耗商品，对外出口关税在 25% 的高额比例，因此国家一直不鼓励高能耗商品的出口。但今年确实由于不可抗力，双硅出口出现了较大增速。今年在俄乌战争的影响下，俄罗斯铁合金出口受到了极大的限制，因此部分俄罗斯和乌克兰的订单受阻从而外溢至我国，造成今年我国硅铁出口至往年高位，尤其是今年上半年。截止 2022 年 11 月，我国累计出口硅铁 60 万吨，累计同比增加 40%。

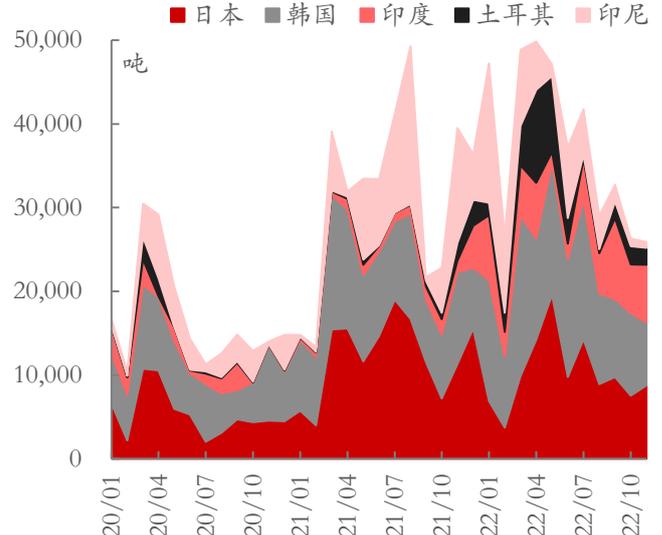
明年来看，随着俄乌冲突影响逐渐减缓，其他国家出口恢复，加之海外经济衰退，预计硅铁出口维持至今年的情况较难，因此预计明年的硅铁出口量将小幅回落。并且今年出口的增量主要来自于俄乌战争后对俄产铁合金的替代，至于能否完全恢复，具体仍要看后期俄罗斯国际局势的演变。

图表 16: 中国硅铁出口量



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 17: 中国硅铁主要出口国



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

2.5 硅铁供需平衡

供应方面, 明年面临着疫情放开后经济增长需求, 预计政策端对产能和产量的干扰会进一步减弱, 能耗双控的政策将更加温和。但硅铁仍将处于产能过剩的情况, 那么区域间的成本将影响产量, 利润和需求的主要对开工起引导作用, 因此预计供应下降 2%。需求方面, 虽然政策支持, 但地产的恢复仍需要经历较长的过程, 同时基建端也要面临关键的资金问题, 由于赤字率已经有所提升, 公共财政预计比较难以带来增量, 不排除还会对基建形成一定制约。因此粗钢供应难有明显提升, 预计粗钢供应同比下降 2.3%。当然金属镁的需求仍有待期望, 2023 随着疫情防控措施的松动, 运输物流市场预计会有一定恢复的驱动, 加之近几年国家对汽车行业的发展政策主要集中在新能源汽车方面, 因此更加需要镁合金这样弹性大密度小的汽车配件支持。因此明年金属镁的需求或呈上升趋势。出口方面, 随着俄乌冲突影响逐渐减缓, 其他国家出口恢复, 加之海外经济衰退, 预计硅铁出口维持至今年的情况较难, 因此预计明年的硅铁出口量将小幅回落。

价格方面, 成本端 2023 年动力煤供需偏紧情况或有缓解, 动力煤价格重心将有所下移。同时随着煤电长协签订的推进, 预计 2023 年电价将有所调整。焦炭处于产能过剩的状态。明年若维持目前焦化产能叠加需求下降, 焦炭价格或有下行。成本下移同时需求走弱, 预计 2023 年价格重心将有所下移, 预计在 7200-8500 元/吨。

图表 18: 硅铁供需平衡表 (万吨)

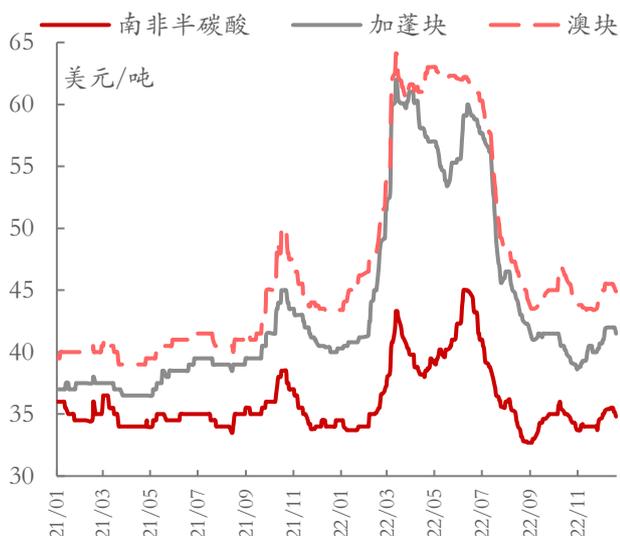
(万吨, %)	2021	2022E		2023F	
供应	586	591	1%	579	-2%
净出口	57	64	13%	58	-9%
需求	523	518	-1%	507	-2%
供需差	6	9	—	14	—

3. 硅锰：供需转宽松，锰矿难支撑

3.1 锰矿产量高位需求一般，支撑有限

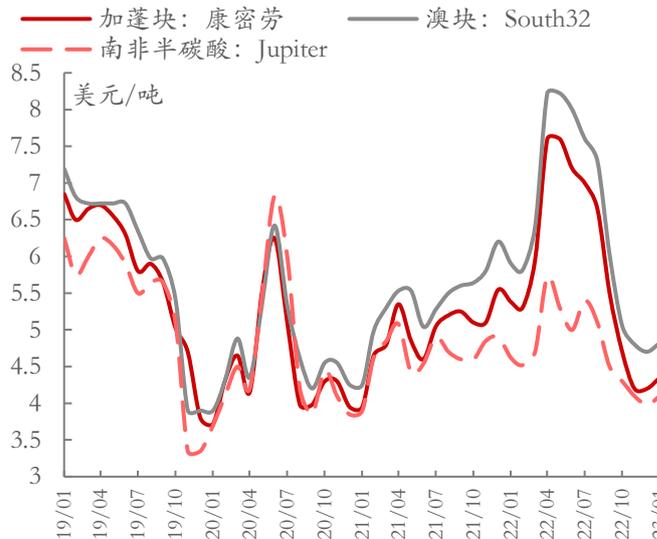
今年以来，锰矿的价格也是经历了一番波动，呈现前高后低的节奏。主要是由于一季度俄乌冲突爆发后导致世界能源价格上涨，因此海运费攀升，加之年初海外需求尚可，导致锰矿价格迅速拉升。至三季度，随着原油价格的回落，海运费下降，同时需求走弱，锰矿价格逐渐回归。

图表 19: 天津港进口锰矿价格



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

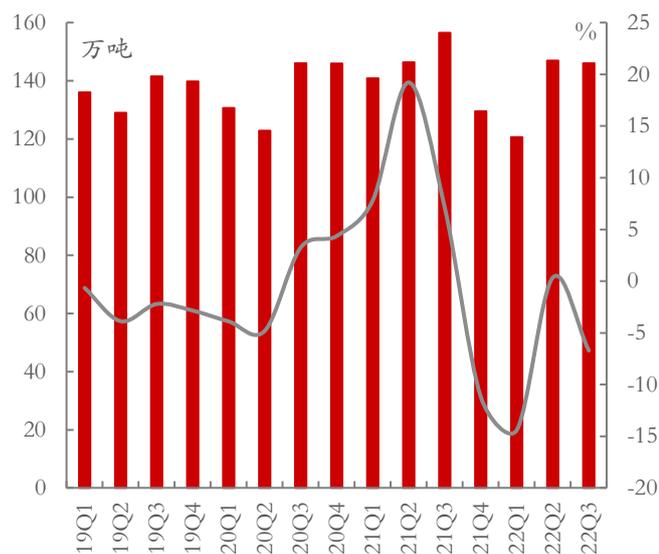
图表 20: 主要矿山锰矿 CIF 报价



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

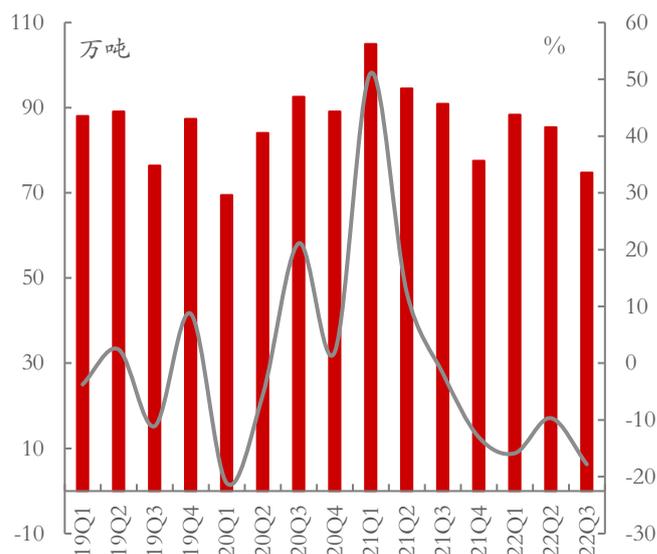
明年来看，锰矿的价格还是从产量和进口两个方面去关注。产量方面，今年除了个别矿山由于劳工问题处于阶段性停产检修阶段，其他各大矿山基本稳定生产。明年来看，各大矿山财年计划产量仍呈增涨趋势。当然，排产较高的主要因素还是因为目前锰矿利润较高，因此高利润也使得各矿山积极生产。具体来看，澳洲锰矿平均成本在 2.2-2.4 美元/吨，南非锰矿成本在 2.9-3.2 美元/吨，加上海运费等各项费用，总成本约在 3-3.5 美元/吨。因此明年来看，利润高位刺激，2023 年锰矿产量维持高位。同时可以看到明年锰矿价格基本在 3.5-7 美元/吨之间波动，价格低位在 3.5 美元/吨，若锰矿价格低于此，将会挤出部分成本较高的锰矿产量。

图表 21: South32 季度产量



资料来源：公司财报，东证衍生品研究院

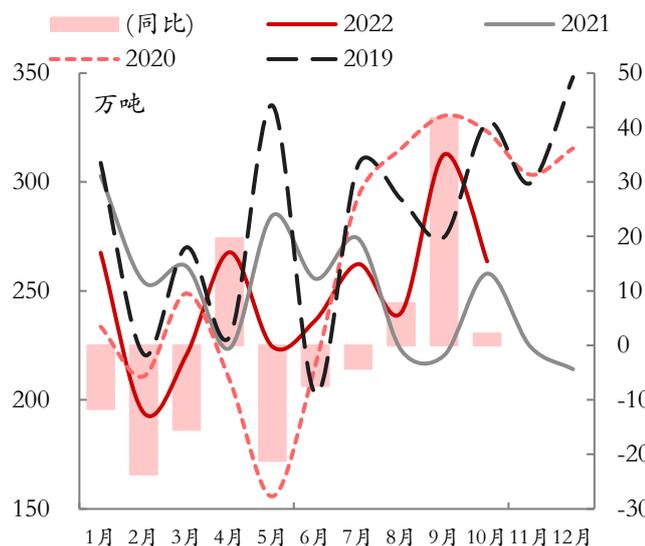
图表 22: Jupiter 季度产量



资料来源：公司财报，东证衍生品研究院

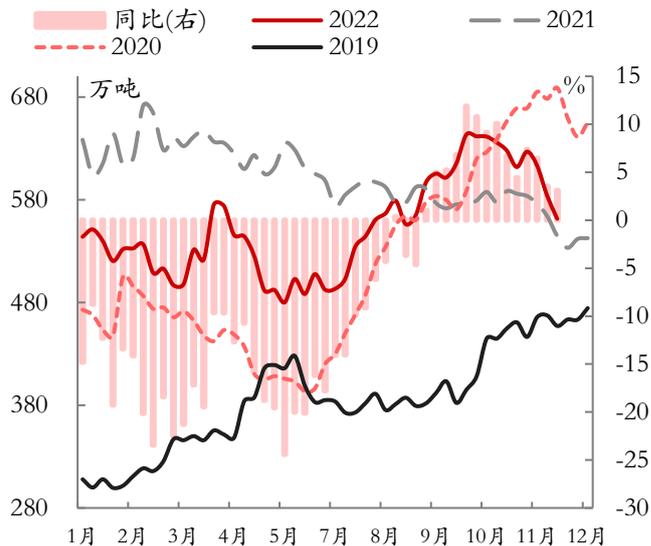
进口方面，今年由于部分矿山的停产检修，加之疫情影响和劳工问题，全球锰矿发运同比下滑。我国的锰矿的进口量呈现前低后高的趋势，主要是上半年锰矿价格偏高，进口经济性较差，下半年随着锰矿价格的回落，进口量增加。但是下半年锰矿需求有所下降，造成港口库存堆积。

图表 23: 锰矿进口量



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

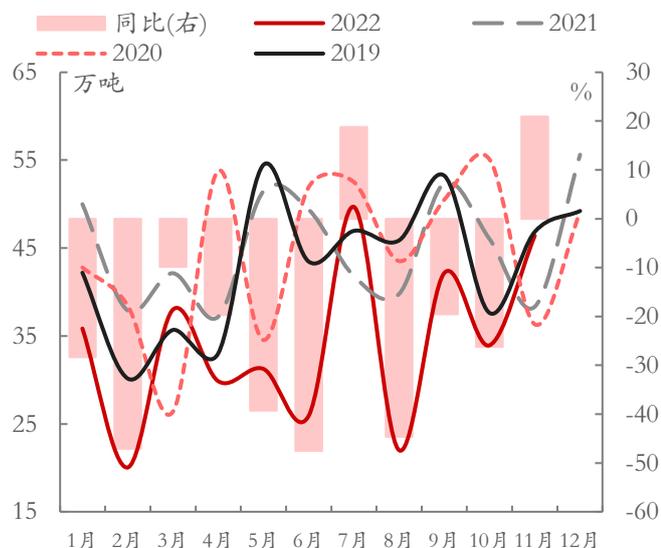
图表 24: 港口锰矿库存



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

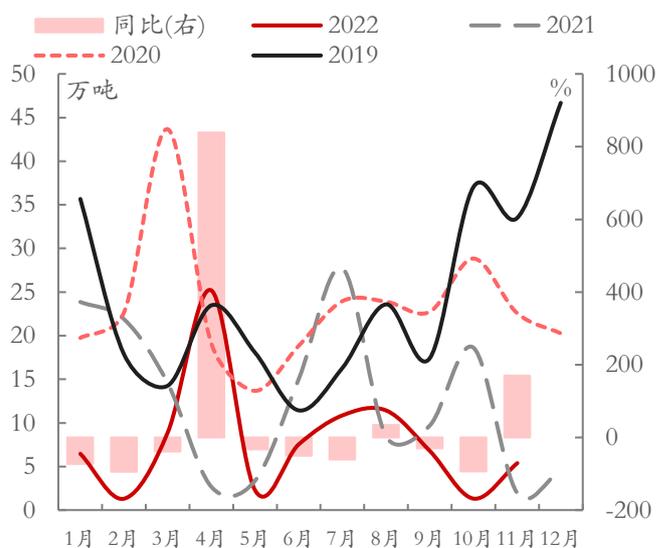
明年来看, 虽然港口库存高位, 但锰矿的进口量难看到明显下降。其中澳大利亚锰矿成本较低产能丰富, 明年排产计划仍有增量, 因此澳洲发运至中国的锰矿数量或维持高位。南非矿虽成本相对较高, 但目前利润下也难看到减产, 且今年以来南非由于天气和疫情等因素影响进口量下降, 明年或有恢复。因此预计明年锰矿进口或维持高位, 港口锰矿库存继续累积。

图表 25: 中国从澳洲锰矿进口量



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 26: 中国从南非锰矿进口量



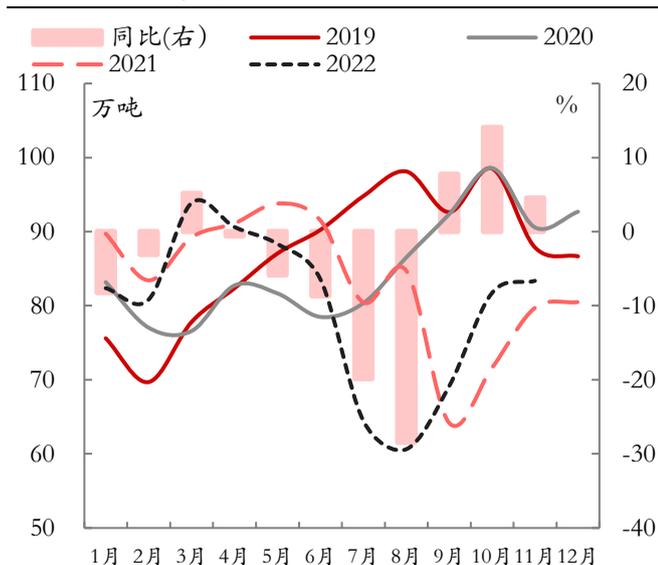
资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

3.2 高产能低开工，利润或阶段性调节

目前硅锰产能来看，和硅铁产能类似，虽在能耗双控等政策下已经经历了部分去产能，但仍然处于产能过剩的阶段。尤其今年在能耗双控政策减弱情况下，产量主要受到利润因素影响。截止今年10月，全国累计生产硅锰879万吨，累计同比下降4.4%。

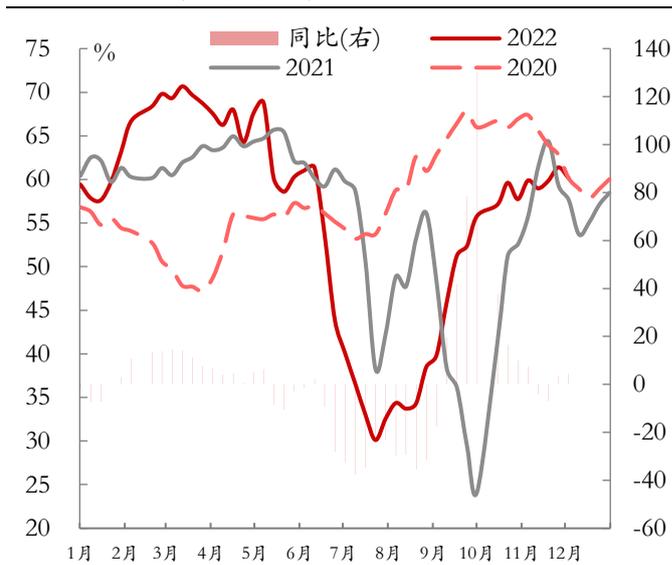
明年来看，硅锰产能基本稳定，双硅类似，都处于产能过剩的阶段，决定产量靠利润和需求。硅锰的需求相对单一，在预计明年钢材产量下滑前提下，需求走弱硅锰产量难有提升。但从利润来看，相较于硅铁，除了电力，硅锰成本端最主要的构成是锰矿，而锰矿价格会由于各种因素相对波动较大，因此硅锰的开工率会由于利润的阶段性扰动而相对波动较大。

图表 27: 硅锰产量



资料来源：统计局，东证衍生品研究院

图表 28: 硅锰产能利用率



资料来源：统计局，东证衍生品研究院

3.3 硅锰供需平衡表

总的来看，2023 年硅锰产能基本稳定，处于产能过剩供给弹性较大，同时明年疫情后重在稳经济稳增长，因此政策干扰较弱，供应主要由需求和利润决定。需求方面，虽然目前政策不断，但地产的恢复仍需要经历较长的过程，同时基建端也要面临关键的资金问题，需求下行导致整体粗钢产量降 2.3%，螺纹降 4%。利润方面，供给弹性较大利润或持续维持较低水平，但相较于硅铁，锰矿价格的波动会使得硅锰利润相对波动性较大，从而阶段性影响硅锰供应。

价格方面，成本锰矿供应增加需求持稳，价格或小幅下降，但整体价格仍在 3.5-6 美元/吨之间波动，明年动力煤供需偏紧情况或有缓解，动力煤价格重心将有所下移。同时随着煤电长协签订的推进，预计 2023 年电价将有所调整。在成本整体下移加之供需偏宽松

情况下，预计硅锰价格重心下移在 5800-7500 元/吨之间波动。

图表 29：硅锰平衡表

(万吨, %)	2021	2022E		2023F	
供应	1000	930	-7%	916	-2%
净出口	8	10	23%	9	-11%
需求	968	939	-3%	898	-4%
供需差	24	-19	—	9	—

4. 双硅市场展望及投资建议

综合来看，明年双硅处于供大于求供需宽松的情况。供应方面，不论是硅铁还是硅锰，都处于产能过剩的状况，因此供给弹性较大，需求引导方向，利润决定短期开工。明年疫情后主要任务为发展经济，因此能耗双控的政策将更加合理化和温和化，预计政策端对产能和产量的干扰会进一步减弱。利润方面或持续维持中低水平，但由于区域性电价差距，因此明年将更加关注区域性成本的变化对于产量的挤出。同时相较于硅铁，硅锰方面锰矿价格的波动较大，因此阶段性利润对产量造成的波动更大。

需求来看，虽然明年政策密集出台，但对地产前端投资的拉动将比较有限，同时基建端仍面临资金等问题，所以对螺纹的需求降幅较大，同时双硅在螺纹中添加比例最大，因此需求端仍会呈同比下降趋势。

成本方面，锰矿依然处于高产量阶段，目前利润暂不会减产，各大矿山排产计划仍有同比增加，因此会造成国内锰矿进口高位，港口库存持续累积。同时随着动力煤产能的释放，动力煤价格下行（详见东证动力煤年报），电力成本支撑有限。因此明年双硅价格重心将有所下移，其中硅铁价格重心预计在 7200-8500 元/吨之间波动，硅锰价格重心下移在 5800-7500 元/吨之间。

节奏方面，双硅作为钢材的原料，在需求为主导的年份，价格波动基本跟随钢材为主。虽然目前宏观环境预期偏好，政策支持力度不断，但疫情放开后的需求恢复仍需要观察。明年上半年可能要面临放开后由于感染人数的上升，以及导致的自我隔离对需求实际的影响，同时还要面临不同毒株的冲击。因此需求的实际回升要等待这一个个问题的解决，因此明年上半年仍不乐观。待上半年需求逐渐被验证后，下半年随着政策发力支撑，加之逐渐习惯与病毒共存后，预计市场情绪将有好转。因此在 05 合约上看到实际的需求恢复仍然较难，预计年前冲高后明年上半年仍有调整，到 09 合约或有恢复。

5、风险提示：

疫情的不确定性，国内防疫政策的变化，以及产业端产能政策的变化。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金 38 亿元人民币，员工逾 800 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 36 家分支机构，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 149 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 2 号楼 21 楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com