

铁合金：冬季风与夏季风的强弱交替

摘要

春夏之交，冬季风由强变弱、夏季风由弱变强，当二者刚好势均力敌之时，于是产生梅雨。但而后，随着夏季风的走强逐渐占据主导，气温回升，迎来盛夏。

锰硅、硅铁的基本面可借此比拟，受地产、基建拖累的弱需求恰似冬季风，铁水低位徘徊、建材库存高于往期拐点迟现，主导了一季度原料带动成材的流畅下跌。盘面上，产能利用率较高的锰硅月度低点需要打压至内蒙产区成本线，供应矛盾不突出的硅铁则要压至宁夏成本线，月度高点也难站稳当月的河钢招标价。但进入三月中旬，随着亏损的扩张，合金厂的减产渐渐形成规模，尤其是宁夏产区，向下去匹配钢材的低产，加上成材自有刚需的托举，产区累库放缓。但高绝对值的库存去化依旧需要时日，不少仓库堆放仍处于爆满的状态，也正如漫长的梅雨季，短期仍大概率是底部震荡的鸡肋行情。

至于夏季风何时占据主导？重点取决于社会库存何时回归到中性以下，这需要供应端维持在当前偏低的产量水平、需求端钢厂积极复产共同配合。而向上驱动是以成本端碳、锰元素的助推，亦或是钢材需求的超预期回暖，还是政策宏观调控、产业变革暂时并不清晰。但仍有好的信号出现值得关注，如国内焦精煤产量的相对收缩、South32 澳矿不可抗力事件、两会对降碳目标加重点及部分省份开始推进淘汰落后半封闭硅锰炉等。品种估值的消化历经超过两年的时间，已是中性偏低的位置，倒不必过度悲观。即使行业产能过剩是既定事实，但若维持较低的产能利用率，库存回归中性后，叠加政策的正向推动，还是有可能在二季度末端出现阶段性向上的行情。

风险关注：生产情况；锰矿、煤矿供应；宏观、产业政策

铁合金

季度报告

2024年4月1日

国贸期货·研究院
黑色金属研究中心

黄志鸿

从业资格号：F3051824

投资咨询号：Z0015761

研究助理 陈佳鑫

从业资格号：F03100607

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

1 行情回顾

年初以来，黑色进入弱现实交易，铁水低位运行原料最先受挫，尤其是春节后看到建材的社会库存高于同期，去库拐点晚于同期，进入三月后各品种加速下跌。

双硅的下跌一方面来自于成本的下行（主要是碳元素化工焦与兰炭），一方面则是供需宽松所致的高库存。但由于期货下跌持续了近两年半的时间，估值很大程度上被消化。因此走势更偏向震荡，跌幅小于板块内的其他品种。盘面也保持一定规律，在钢厂招标期，期价一般震荡小涨，盘面高点贴近河钢招标价，而低点上硅锰和硅铁有一定差异。产量偏高的硅锰，盘面低点多在贴近当期的内蒙成本线，产量相对中性的硅铁，低点在宁夏成本线附近即可。

图表 1：锰硅主力合约走势



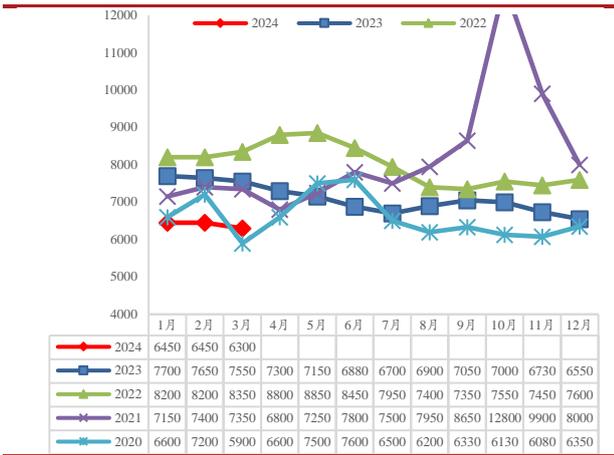
数据来源：Wind，国贸期货整理

图表 2：硅铁主力合约走势



数据来源：Wind，国贸期货整理

图表 3：河钢锰硅招标价



数据来源：国贸期货根据公开信息整理

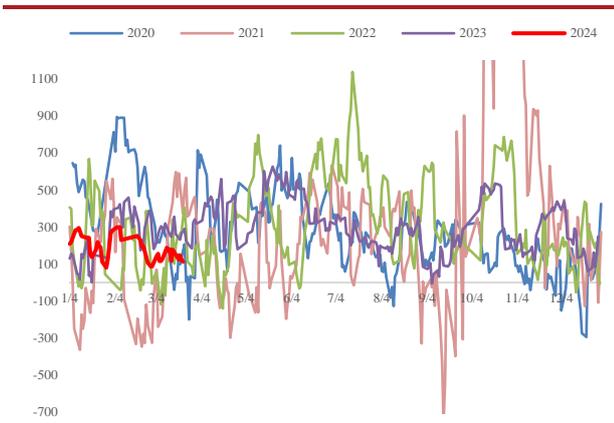
图表 4：河钢硅铁招标价



数据来源：国贸期货根据公开信息整理

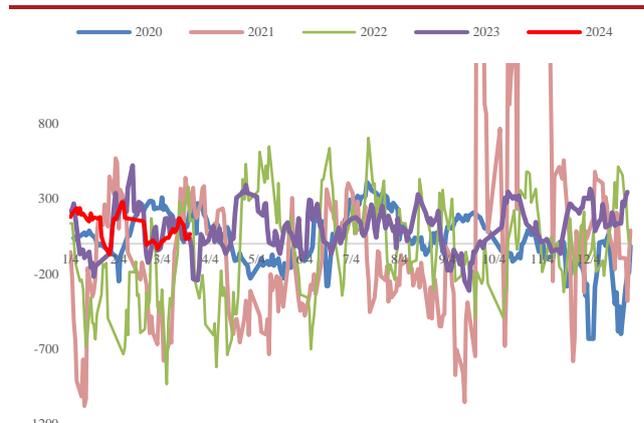
双硅基差相较往年波动区间缩窄不少，说明产业的期现结合更加紧密，但也要提醒期现客户降低对基差的收益预期，在贴近区间的上下沿左侧建仓才比较容易获得可观的回报。

图表 5：锰硅基差



数据来源：Wind，国贸期货整理

图表 6：硅铁基差

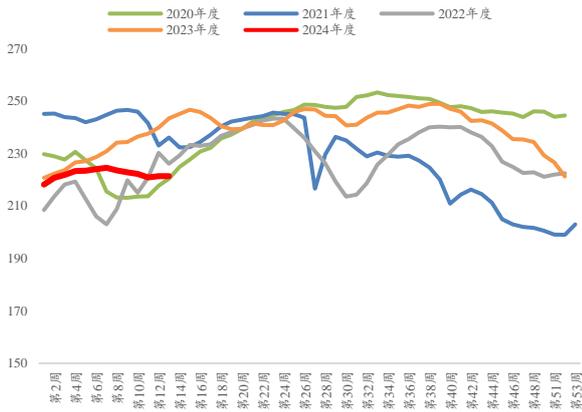


数据来源：Wind，国贸期货整理

2 建材对需求拖累愈发显著，维持宁夏的低产量方能去库

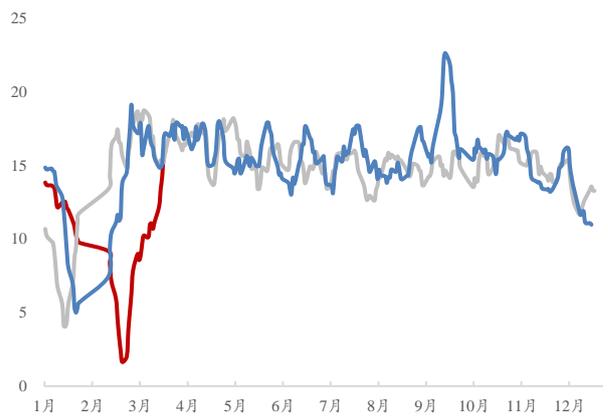
今年出乎意料的是，春节后铁水在 220 一带徘徊，钢厂复产不积极，此现象确实多年未见，也成了炉料主导下跌行情。热卷表需市场稍可以接受，但在房屋成交不佳、基建项目开工不力的背景下，对建材需求打击十分可见，多地螺纹钢绝对库存高于往年，库存拐点也相对滞后，这对硅锰行业来说也更加绝望，即使依旧有国储的加持，部分地区仓库出现爆满的情况。但硅铁的需求也只是略好，存储时间过长后的粉化会令厂家或贸易商遭受一定的亏损，72#硅铁库存压力也并不小。此外，显著高于季节性的仓单也是对近月产生很大压力。

图表 7: 247 家钢厂日均铁水产量



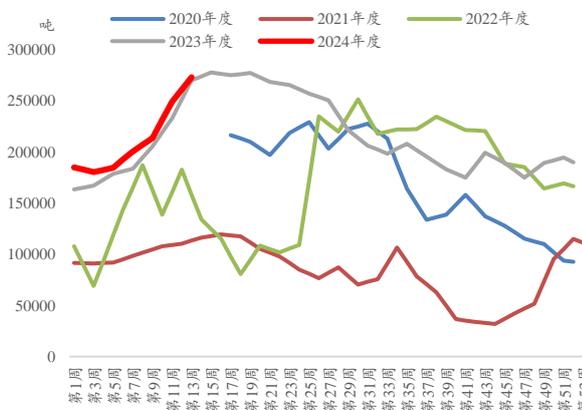
数据来源: Mysteel, 国贸期货整理

图表 8: 全国建筑钢材成交量 MA5



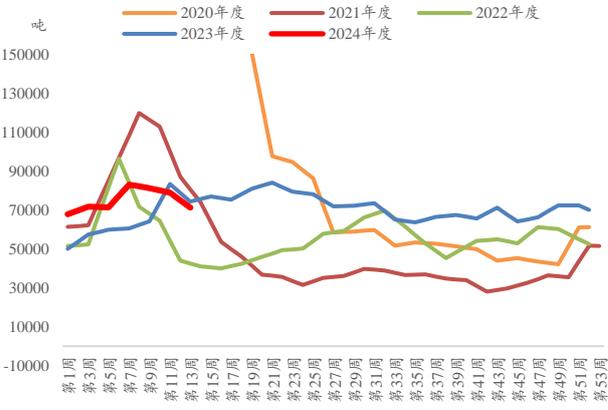
数据来源: Mysteel, 国贸期货整理

图表 9: 63 家硅锰厂库存



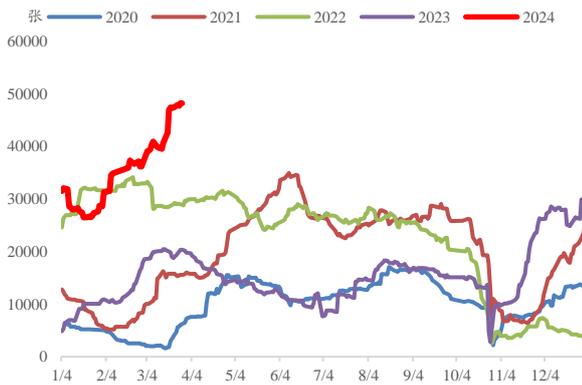
数据来源: Mysteel, 国贸期货整理

图表 10: 60 家硅铁厂库存



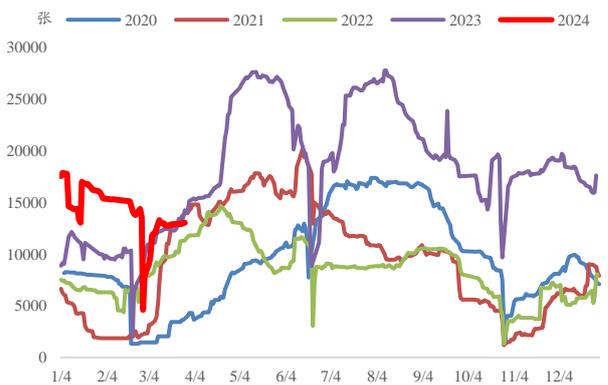
数据来源: Mysteel, 国贸期货整理

图表 11: 锰硅仓单及有效预报



数据来源: Wind, 国贸期货整理

图表 12: 硅铁仓单及有效预报

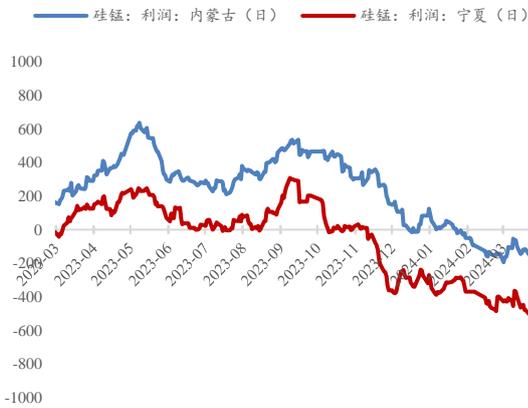


数据来源: Wind, 国贸期货整理

合金现货的交投氛围极差，投机需求基本被磨灭，以期现商拿货为主，倒手转卖难度更上一层。合金厂的日子与去年截然相反，更像前年的状态，一方面体感钢厂订单的减少又不愿停工怕交付不上长协，另一方面随着盘面的不断打压不少企业亏损至现货流。最终，在去年年底就已因限电限产有降低生产负荷的基础上，不少合金厂终究选择了停炉放假。目前，

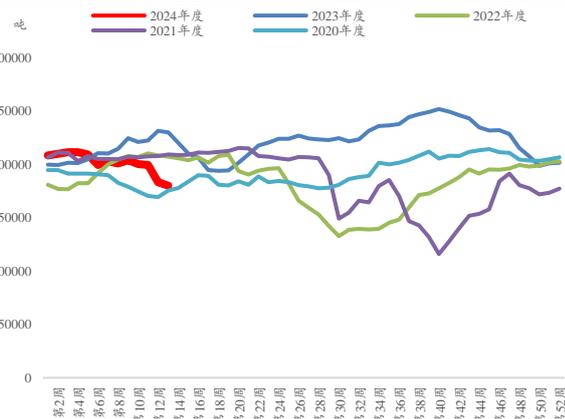
宁夏产区此轮减产确实有力，不少代表大厂选择停炉观望，使得近期产量回归到近五年季节性的下沿，供需矛盾有在边际改善。但就此情况下，硅锰还是在累库的状态，硅铁去库斜率也并不可观，那么也就需要意识到矛盾并没有被有效解决。

图表 13：硅锰主产区即期利润



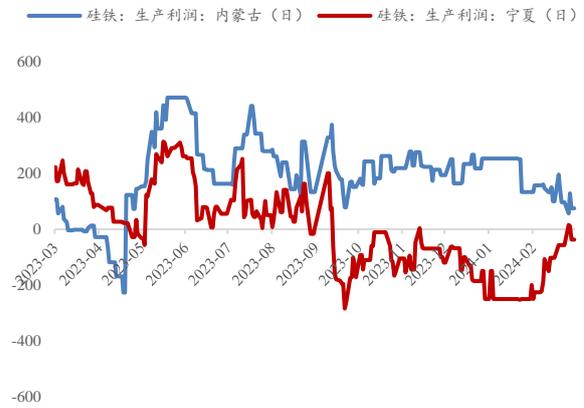
数据来源：Mysteel，国贸期货整理

图表 15：121 家硅锰厂周产量



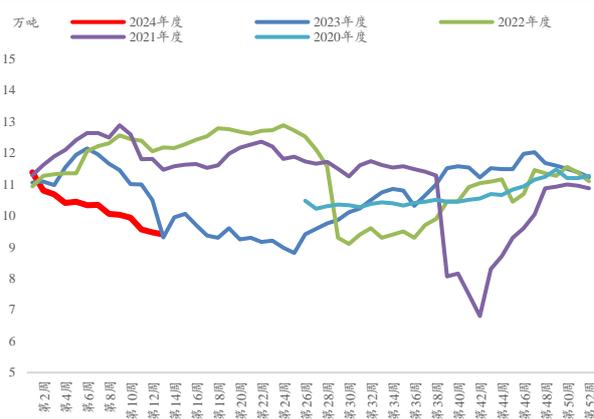
数据来源：Mysteel，国贸期货整理

图表 14：硅铁主产区生产即期利润



数据来源：Mysteel，国贸期货整理

图表 16：136 家硅铁厂周产量



数据来源：Mysteel，国贸期货整理

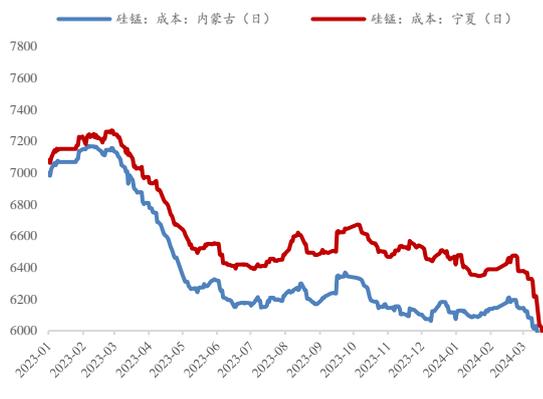
但以合金厂过往的习惯，还是令人担忧。首先是宁夏产区低产量的持续性能有多久，以往见利润修复后，增复产的厂家便陆陆续续；其次，内蒙产区大范围减停产不太可能出现，这源于该产区多以交付钢厂长单为主，且具有电力优势，新产能暂时观望但不代表其没有随时投建的准备；最后，目前部分南方硅锰厂成本已贴近宁夏产区，难听点形容，高成本产能的“复燃”并不是好事。预计后期，宁夏产区长时间维持在目前的产量水平，南方没有增产，才能保证产业的有效去库，确实具有一定难度。

二季度最大的关注点仍在铁水产量何时快速回升。以现在情况来看，钢厂仍多持观望态度。尽管部分品种如热卷即期利润相对可观，但出货并不流畅，也导致即期利润覆盖不了生产出来库存的跌价，实际现金流并没有出现明显改善。毕竟是上半年，传达更多是保质发展，所谓保量压力并不突出。由于现阶段行业笼罩在悲观迷雾中，对于后期铁水迅速回升的条件，我们也更倾向于只有两点，一是工业材需求的跃升，这或许在汽车、家电或出口三者中发力，二是从炉料端出发，通过铁矿或煤焦的供应收缩去带动钢价及市场情绪的企稳。

3 原料估值相对偏低，综合成本进入稳定期

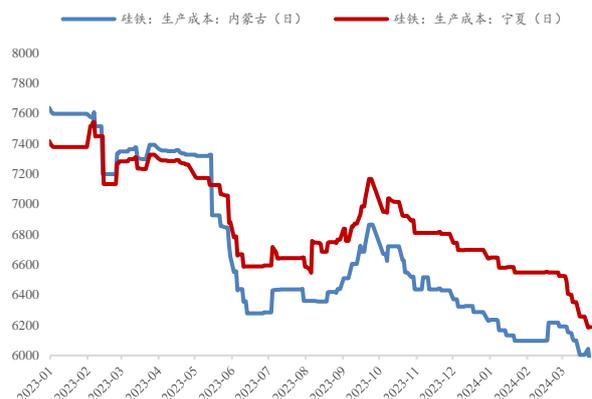
本轮下跌，双硅跌幅显著低于板块内其他品种，主因在原料中锰矿、电价都表现出较好韧性。一季度内蒙产区硅锰、硅铁成本波动区间仅 300 元/吨，而去年二季度下跌的成本上下界差异约在 1000 元/吨。

图表 17：硅锰主产区生产成本



数据来源：Mysteel，国贸期货整理

图表 18：硅铁主产区生产成本



数据来源：Mysteel，国贸期货整理

年初以来，国内港口锰矿表现并不差，海外装船报价也均在稳步抬升。供需格局上有一定收缩，需求端年初锰系合金厂高开工，还有冬储补库，供应端 1 月初 UMK 宣布削减其锰矿产销，并带动此前价格较低的半碳酸现货上涨，与澳块、加蓬价差收缩。国内港口锰矿石库存一直处于近 4 年的偏低水平，近 10 年来看则处在一个相对中性的位置。但由于 UMK 年产在矿企属于中游水平，且 23 年下半年发运就有减量，因此也可以看到价格回升后其他矿企填补上其发运量的空缺，并没有扭转锰矿基本面宽平衡的格局。澳块与加蓬还是一直在低位震荡中。

往后展望 4 月及 5 月中上旬，锰矿供应仍将不错的收缩预期。3 月 19 日，因澳大利亚北部受到气旋 Megan 影响，导致 Gemco 码头部分被损坏。同时世界最大锰矿企 South32 暂停其下特格鲁岛锰矿山运营，为此三月还未装船的货将按照不可抗力合同条款而被迫取消，初步测评对未装 4 月船的货发出不可抗力声明，并取消发运，5 月安排表示待定。单格鲁特岛的锰矿供应就占澳洲整体 80% 左右，事件对锰矿的基本面优化无疑。按 23 年发运量计算来看，澳洲全年共发出 744 万吨，其中到中国 545 万吨，其中格鲁特岛 418.4 万吨，日均发运量 1.15 万吨。那么将影响近 50 万吨的澳矿发运，四月中旬后港口将有不错斜率的去库出现。

但由于目前港口可替代的氧化矿还是偏多，澳矿整体的库存水平位居 21 年底以来的高位。锰系合金厂减产力度增加，对应成交下降。锰系合金高库存高仓单依然是制约盘面表现的核心矛盾。此外，时隔 4 个月 UMK 恢复报价，四月装船报价来到 3.95 美元/吨度。因此，盘面对事件反应还是平淡。但随着到货的减少，锰矿有望稳步抬升，支撑甚至助推锰硅成本。此轮锰矿下跌历时接近三年，估值回到低位，合金厂虽然因减产采购需求下降，其实对于此价位的锰矿采购接受度并不差。

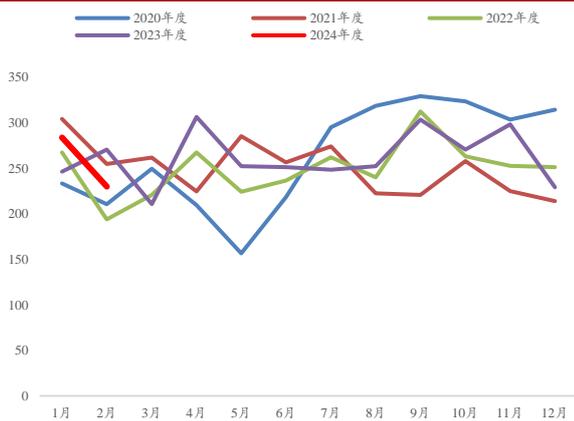
还有一个需要关注的点是，由于红海事件的持续，绝大多数航运企业纷纷绕行好望角，但由于南非港口基础设施相对落后陈旧，常有拥堵延误现象，遭遇极端天气也有可能造成类似澳洲港口事件，后续多加观察。

图表 19：海外代表锰矿企装船报价

24年代表锰矿报价统计						
矿山	矿种	2024年1月	2024年2月	2024年3月	2024年4月	备注
South32	澳块Mn42.5%	4.28(43.5%品位)	4.25	4.3	4.47 (Mn42%)	CFR,美元/吨度
South32	澳籽Mn45%	/	/	/	/	CFR,美元/吨度
South32	南非半碳酸	3.6	3.7	3.85	4.1 (Mn37.3%)	CFR,美元/吨度
Comilog	加蓬块Mn44.5%	4.1	4.1	4.25	4.4	CFR,美元/吨度
Comilog	加蓬籽Mn41%	/	/	/	/	CFR,美元/吨度
Tshipi	南非块Mn36.5%	3.5	/	3.9	3.95	CFR,美元/吨度
UMK	南非块Mn36%	/	/	/	3.95	CFR,美元/吨度

数据来源：国贸期货根据公开信息整理

图表 21：锰矿进口量

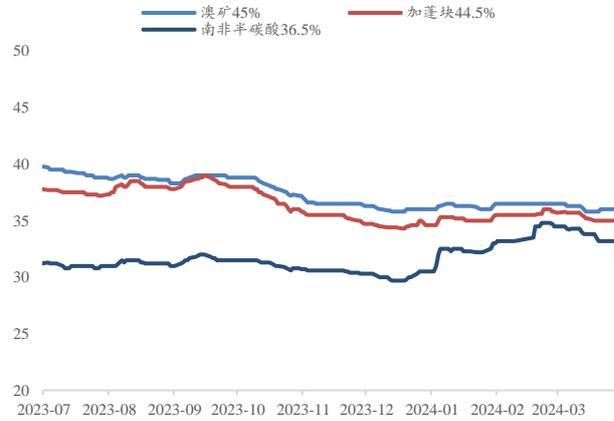


数据来源：Wind，国贸期货整理

碳元素这边，在今年的年报中我们重点提到——回顾过去多年的煤价，可以由市场情绪拆分成周期性波动，整体价格跟随市场“激昂”-“冷静”-“悲观”-“冷静”形成一个闭环波动。24年上半年煤价可能跟随市场情绪由“激昂”趋于“冷静”，后进入“悲观”，类似于2023年二季度市场的“负反馈”行情。我们的观点也在盘面得到了验证，但由于一季度急跌较多，盘面走的比较快，目前煤市已经来到了“悲观”且程度较深的阶段，体现在流拍率高、市场交投差，焦化厂采煤谨慎，控制库存天数在极低水平，而焦炭在历经7轮提降后累积跌幅已与去年第九轮近似，估值得到有效消化。

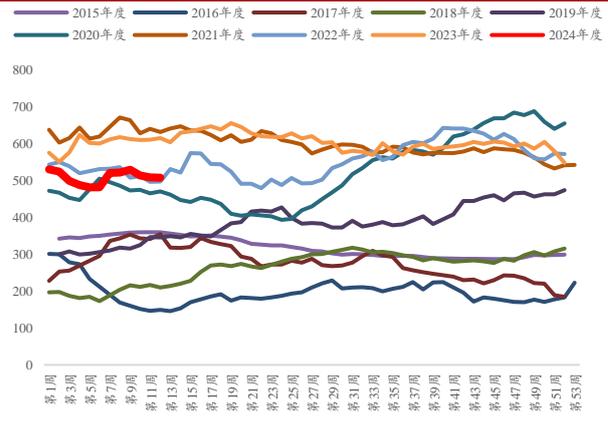
对短期来说，情绪处在“悲观”转向“冷静”的过程，但不代表着行情的反转，而是将进入一个相对底部震荡的纠结中。目前05合约焦煤存在较大的交割压力，288口岸附近蒙煤的库存还是处于一个极高的状态。但同时，国内焦化处于深度亏损状态，第八轮提降存疑，二季度山西大矿长协只降100-200元/吨。产区安监的环境并没有放松，优质低硫主焦仍具有较高的稀缺性备受代表钢厂青睐。还需要等待“铁水回升”的去库驱动，时间节点预计二季

图表 20：天津港主流品种成交均价



数据来源：Mysteel，国贸期货整理

图表 22：进口锰矿石库存



数据来源：Mysteel，国贸期货整理

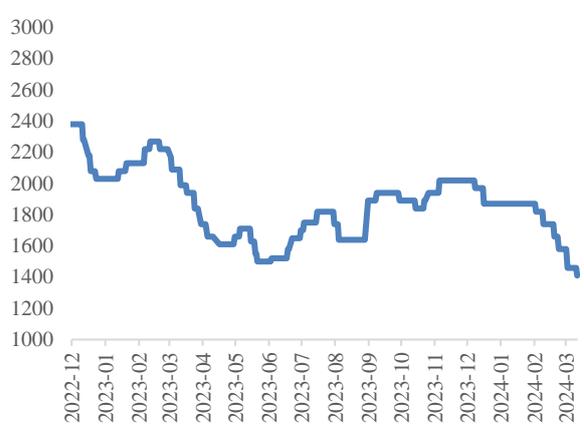
度走到中期后焦煤市场情绪及价格渐渐回暖。化工焦走势趋同冶金焦，年初以来同样经历 7 轮提降。

图表 23: 冶金焦提涨提降情况

日期	轮次	幅度	累计幅度	下游接受	河钢一级焦	日钢准一级焦
2023/4/1	提降1轮	-50		下游接受	2710	2480
2023/4/10	提降2轮	-50		下游接受	2660	2430
2023/4/17	提降3轮	-100		下游接受	2560	2330
2023/4/23	提降4轮	-100		下游接受	2460	2230
2023/4/28	提降5轮	-100		下游接受	2360	2130
2023/5/5	提降6轮	-100		下游接受	2260	2030
2023/5/10	提降7轮	-100		下游接受	2160	1930
2023/5/18	提降8轮	-50		下游接受	2110	1880
2023/5/26	提降9轮	-50		下游接受	2060	1830
2023/6/1	提降10轮	-50		下游接受	2010	1780
2023/7/7	提涨1轮	50		下游接受	2060	1830
2023/7/18	提涨2轮	50		下游接受	2110	1880
2023/7/28	提涨3轮	100		下游接受	2210	1980
2023/8/3	提涨4轮	100		下游接受	2310	2080
2023/8/7	提涨5轮	100		暂未落地	2310	2080
2023/8/22	提降1轮	-100		下游接受	2210	1980
2023/9/20	提涨1轮	100		下游接受	2310	2080
2023/9/27	提涨2轮	100		下游接受	2410	2180
2023/10/11	提涨3轮	100		暂未落地	2410	2180
2023/10/31	提降1轮	-100		下游接受	2310	2080
2023/11/18	提涨1轮	100		下游接受	2410	2180
2023/11/22	提涨2轮	100		下游接受	2510	2280
2023/12/4	提涨3轮	100		下游接受	2610	2380
2023/12/14	提涨4轮	100		暂未落地	2610	2380
2024/1/2	提降1轮	-100		下游接受	2510	2280
2024/1/10	提降2轮	-100		下游接受	2410	2180
2024/2/19	提降3轮	-100		下游接受	2310	2080
2024/2/27	提降4轮	-100		下游接受	2210	1980
2024/3/12	提降5轮	-100		下游接受	2110	1880
2024/3/20	提降6轮	-100		下游接受	2010	1780

数据来源: Mysteel, 国贸期货整理

图表 24: 银川化工焦 10-30mm



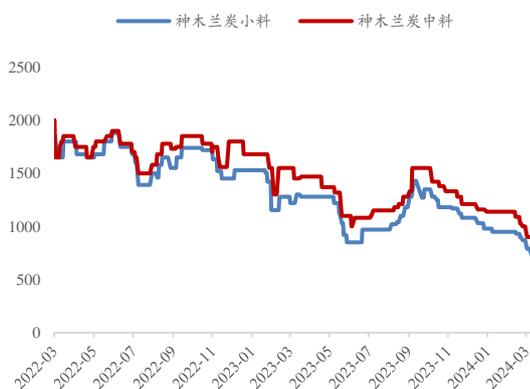
数据来源: Mysteel, 国贸期货整理

动力煤方面，尽管港口巴尔的摩港口桥梁坍塌短期会影响美国电煤供应，但对国内的影响可以忽略不计。25 省电厂用煤降至 507 万吨，可用天数达 20.9 天，后期日耗仍会随季节性回落近两个月的时间。目前主流外煤进口在盈亏平衡线附近，临近大秦线检修期，供需皆有收缩预期，目前更倾向于与焦煤相同缺乏方向性驱动的状态。

兰炭方面，受坑、港口电煤阴跌及自身前期高库存影响，内蒙主流电石企一路提降，陕西神木小料年初至今累跌高达 300。目前库存回归到去年同期水平，开工率低于同期，痛点除了原料形成不了支撑，还在于下游 PVC 将进入传统的检修期导致电石需求下降、硅铁厂处在低产能利用率阶段。供需双弱，价格低位震荡为主，后期表现或弱于焦炭。动力煤无显著驱动下，电价以慢变量看待，更多是窄幅震荡的状态，更多关注推进降碳是否会带来限电事件的出现。

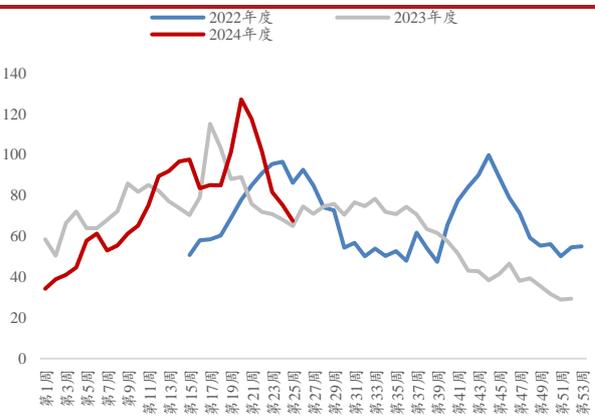
综合来看，目前双硅原料中锰矿、化工焦、兰炭估值已被很大程度上消化，成本进入相对稳定期，等待新的驱动，从已发生的事件去推测，后面成本端上扬更易出现在锰矿上。

图表 25: 神木兰炭均价



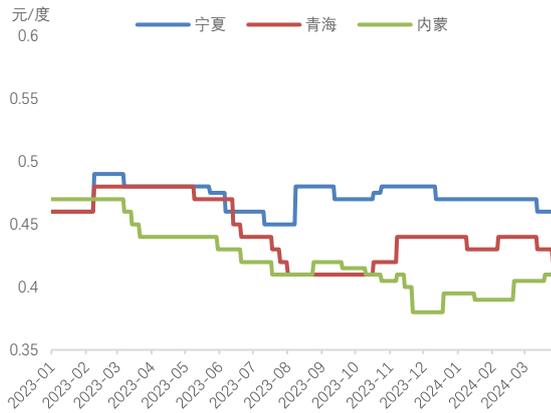
数据来源: Mysteel, 国贸期货整理

图表 26: 135 家兰炭企库存



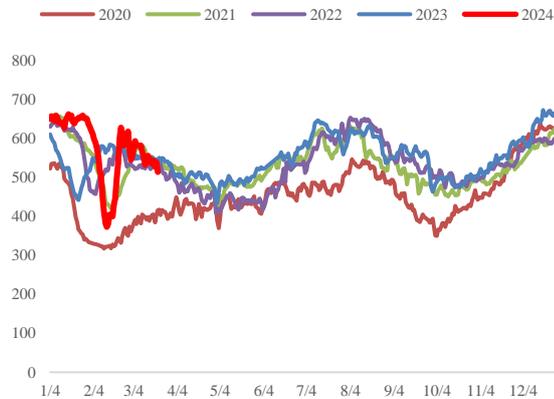
数据来源: Mysteel, 国贸期货整理

图表 27: 主产区电价



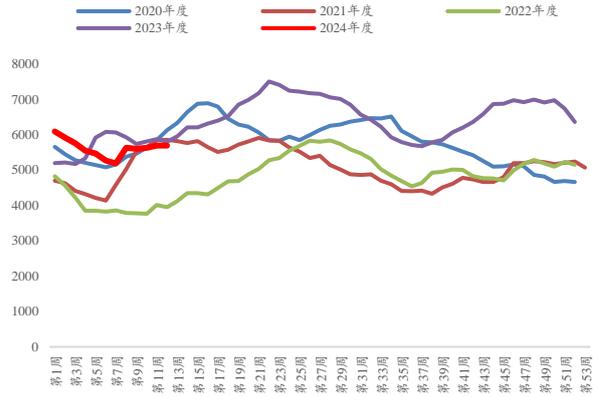
数据来源: Mysteel, 国贸期货整理

图表 29: 25 省电厂日均耗煤



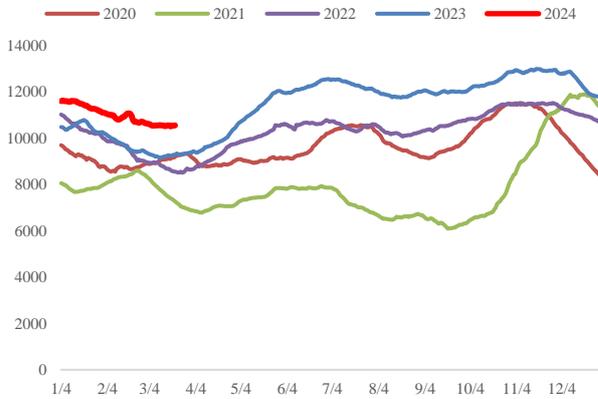
数据来源: CCTD, 国贸期货整理

图表 28: 55 港动力煤库存



数据来源: CCTD, 国贸期货整理

图表 30: 25 省电厂动力煤库存



数据来源: CCTD, 国贸期货整理

4 特别需要关注政策端的影响

在产能过剩的背景下，双硅行情更多由政策端推动，产业政策关注以下三点：

一者，也是重点关注，今年政府工作报告中提到了“单位国内生产总值能耗降低 2.5%左右”的目标，为实现该目标更容易联想的是——不排除会在夏秋季对高耗能产业开展限电的举措。若实施会推动较大的正向行情。

二者，在大力度推动新能源发展背景下，电网公司大概率放开 95%的消纳红线，以接入更多的新能源。自 19 年以来，电网公司为完成弃风限电率不高于 5%的新能源消纳红线，限制风电光伏新增装机一直是重要手段。对风电行业而言，解决好消纳问题是发展分散式风电的前置条件。目前市场对该政策推行的预期较高，并认为只是时间问题，若有效落地，后期也有望继续助推新能源新增装机成功并网，使长期电价继续趋于下行，降低合金冶炼成本，但该项影响偏长期。

三者，关于去年底白皮书中半封闭式硅锰矿热炉退出也值得，目前山西省已开启推进，等待其余省份的跟进。

宏观政策上，可以看到围绕地产政策利好市场已经渐渐不会产生过激反应了。但是否会有财政或货币政策的超预期宽松，及设备更新计划落实，对黑色产业来说还是值得期待，尤其是当市场过度交易地产颓势后对政策的期待会放大，一旦有超预期政策的颁布那么所谓的拐点也容易出现。

5 总结

夏之交，冬季风由强变弱、夏季风由弱变强，当二者刚好势均力敌之时，于是产生梅雨。但而后，随着夏季风的走强逐渐占据主导，气温回升，迎来盛夏。

双硅的基本面可借此比拟，受地产、基建拖累的弱需求恰似冬季风，铁水低位徘徊，而建材库存高于往期，主导了一季度原料带动成材的流畅下跌。盘面上，产能利用率较高的硅锰月度低点需要打压至内蒙产区成本线，供应矛盾不突出的硅铁则要压至宁夏成本线，月度高点也难站上当月的河钢招标价。但进入三月中旬，随着亏损的扩张，合金厂的减产渐渐形成规模，与低产量匹配，加上成材自有刚需的托举，产区累库放缓。但高绝对值的库存去化依旧需要时日，毕竟不少仓库堆放仍处于爆满的状态，也正如漫长的梅雨季，放眼短期仍大概率是底部震荡的鸡肋行情。

至于夏季风何时占据主导？重点取决于社会库存何时回归到中性以下，这需要供应端维持在当前偏低的产量水平、需求端钢厂积极复产共同配合。而向上驱动是以成本端碳、锰元素的助推，亦或是钢材需求的超预期回暖，还是政策宏观调控、产业变革也暂时看不到。但还是要认识到的确是有好的信号出现，如国内焦煤产量相对收缩、South32 的澳矿事件、两会降碳目标加重点、部分省份开始推进淘汰落后半封闭硅锰炉等。品种估值的消化历经超过两年的时间，已是中性偏低的位置，倒不必过度悲观。即使行业产能过剩是既定事实，但若维持较低的产能利用率，叠加政策的正向推动，还是有可能在二季度末端出现阶段性向上的行情。

风险关注：生产情况；锰矿、煤矿供应；宏观、产业政策

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

免责声明