

锰硅期权策略专题

锰硅期权

行情观点

期价上涨过快，供应缺口可以解决，未来锰矿价格继续上涨的空间有限，甚至有一定概率变盘下跌。

我们认为未来锰矿价格继续上涨的空间有限，甚至有一定概率变盘下跌。虽然澳洲飓风导致 South32 矿山锰矿供应减量的问题短期难以解决，但是因为锰硅库存去化速度偏慢、其它矿山可以部分弥补供应缺口、矿厂可以通过修改锰硅配矿方式降低锰矿消耗等因素，锰硅近 9000 元的价格存在明显高估。

国投安信期货研究院

沈卓飞

投资咨询从业证书号：Z0014628

期权策略

随着期货价格的过快上涨，锰硅 ATM 期权 IV 从 15% 上升到 40% 以上，期权价格出现显著溢价，未来当市场回归理性之后，期权 IV 大概率会回落。

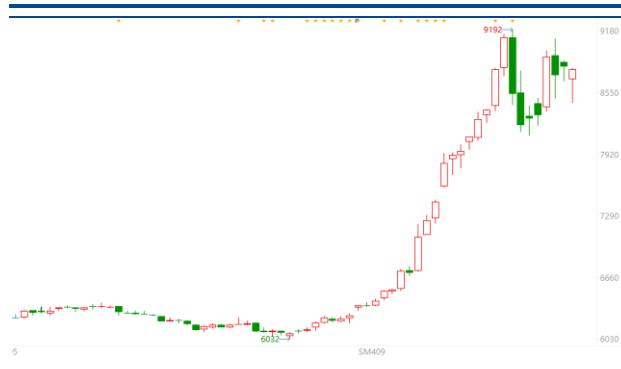
策略

我们认为在锰硅价格可能转弱和期权 IV 显著偏高的格局下，可以考虑卖出 9 月的浅虚值看涨期权，具有一定安全边际。例如卖出 2409C8800 的虚值看涨期权约可以收取近 700 元/吨的权利金，约占当前期货价格的 8%。

策略安排：

卖出看涨的行权价和行权价间距的选择上可以依据预期收益率和风险承受能力判断，卖出看涨期权属于方向和波动率都看空的策略，假设期权 IV 大幅回落，例如从 40% 下降至 20%-25% 左右既可考虑止盈平仓。

锰硅 2409 合约价格走势 —— 现价 8788 元/吨

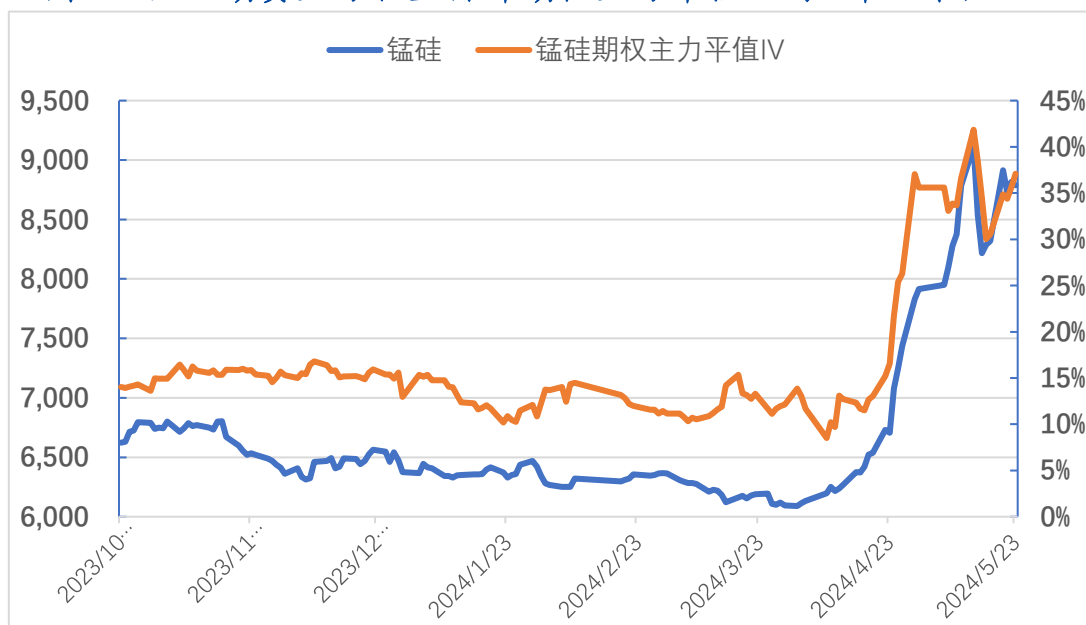


【策略主要逻辑】

一、市场概况

二季度开始锰硅价格大幅上涨，主因是全球大型锰矿生产商 South32 的 GEMCO 矿山所在岛屿遭遇飓风袭击，该岛唯一港口受损严重，矿商预计从 24 年 4 月份—25 年 1 季度均无法正常出口锰矿。加上国内的预期炒作，锰硅价格从 2 季度初的 6000 元/吨左右快速上涨至 5 月底的近 9000 元/吨。

图 1. 锰硅期货主力收盘价郁期权主力平值 IV(上市以来)



数据来源：Wind,国投安信期货

在价格的剧烈波动影响下，主力期权 ATM 期权 IV 也快速升高，ATM 期权 IV 从 4 月初的 10% 左右最高上升到 41%，上升了近 3 倍，期权价格在市场偏涨预期、价格炒作、流动性偏紧等共同因素影响下，产生了明显的溢价。在期货价格暴涨近 5 成之后涨势有放缓趋势，该供应缺口虽然短期难以解决，但是至少在供需层面有 3 个不利于期价继续上涨的因素，分别是库存去化速度偏慢、其它矿山可以部分弥补供应缺口、矿厂可以通过修改锰硅配矿方式降低锰矿消耗，锰硅近 9000 元/吨的价格存在明显高估。综合考虑后，认为目前有较好的卖出锰矿虚值看涨期权机会，或者至少通过卖出看涨期权和期现货多头头寸组成备兑策略显著降低风险的机会。

二、现货供需情况

1. 全球锰矿供需

2023 年全球锰矿产量 6003 万吨湿吨，折合猛金属量大约为 2070 万吨，近几年全球锰矿产量平稳，目前主要的出口国是澳大利亚、加蓬、南非、巴西。我国因为国产锰矿品味较低，锰矿供应主要以进口为主，对外依存度高达 90%。锰矿需求主要分为两部分，98%左右源于钢铁，只有 2%左右用于含锰电池。世界钢铁协会发布的（2024-2025 年）钢铁需求预测报告显示，2025 全球钢铁需求将增长 1.2%达到 18.15 亿吨。不过从中国的情况来看，由于持续疲弱的房地产行业 and 增速放缓的基建，钢铁行业面临产能过剩的情况，未来可能出现需求持平甚至下降的情况，对远期锰矿的需求可能下降。

此次受飓风影响的 GEMCO 矿山 23 年年产锰矿 563 万吨，出口至我国 420 万吨，占我国进口锰矿的 13.4%，占我国锰矿消耗量的 12%，市场预计如果该矿山供应年内不能恢复，可能造成国内供应 10%-15%的供应缺口。根据该矿山于 2024 年 5 月 21 日发布的最新公告的内容预计到 2025 年一季度无法正常出口锰矿，目前正在采用替代运输方案建立部分矿山出口能力，不过经了解替代运输方案的成本偏高而且效率较低。

2. 其它矿山供应弥补

目前世界第一大高品位矿山是在加蓬共和国开采的莫安达矿山，属于 Eramet 集团子公司康密劳。根据 Eramet 今年 4 月分的年报，该矿山计划在 2026 年产量达到 850 万吨，未来年产量将超过 1000 万吨。在 23 年 4 季度报告中提到，该矿山在 24 年已经具备年产 850 万吨的能力，可以少量弥补 South32 的锰矿出口缺口。从 5 月报盘信息中没有澳矿，其它矿山远期报价以及港口现货矿开始涨价，涨价后其它可替代产品进口量将会逐步抵达。类似意外事件造成的供应减量在之前也发生过，2023 年初康密劳旗下某矿山因铁路运输遭遇不可抗力导致产量下降，一家矿山供给端的减量很快被竞争对手弥补，所以短期内价格抬升更多属于情绪化上涨，后期影响将逐渐减小。

3. 库存去化速度较慢，开工率稳步回升

国内锰矿库存主要集中于天津港和钦州港。从3月29日至5月17日，天津港库存仅下降3.7万吨，降幅较小。从硅锰供需情况来看，4月份市场库存是下降的，不过澳矿事件发酵导致期货价格快速上升后，带动了生产企业利润的上行，开工率逐渐抬升。目前硅锰产量上升速度较快，而需求端虽然铁水产量仍然处于高位，但根据钢铁主产区的调研情况来看，螺纹钢需求较乏力，铁水主要流向板材等其它主要钢材品种，而螺纹钢对于硅锰的消耗量最大，供强需弱背景下，推测后续硅锰依然回想供应过剩的情况发展。

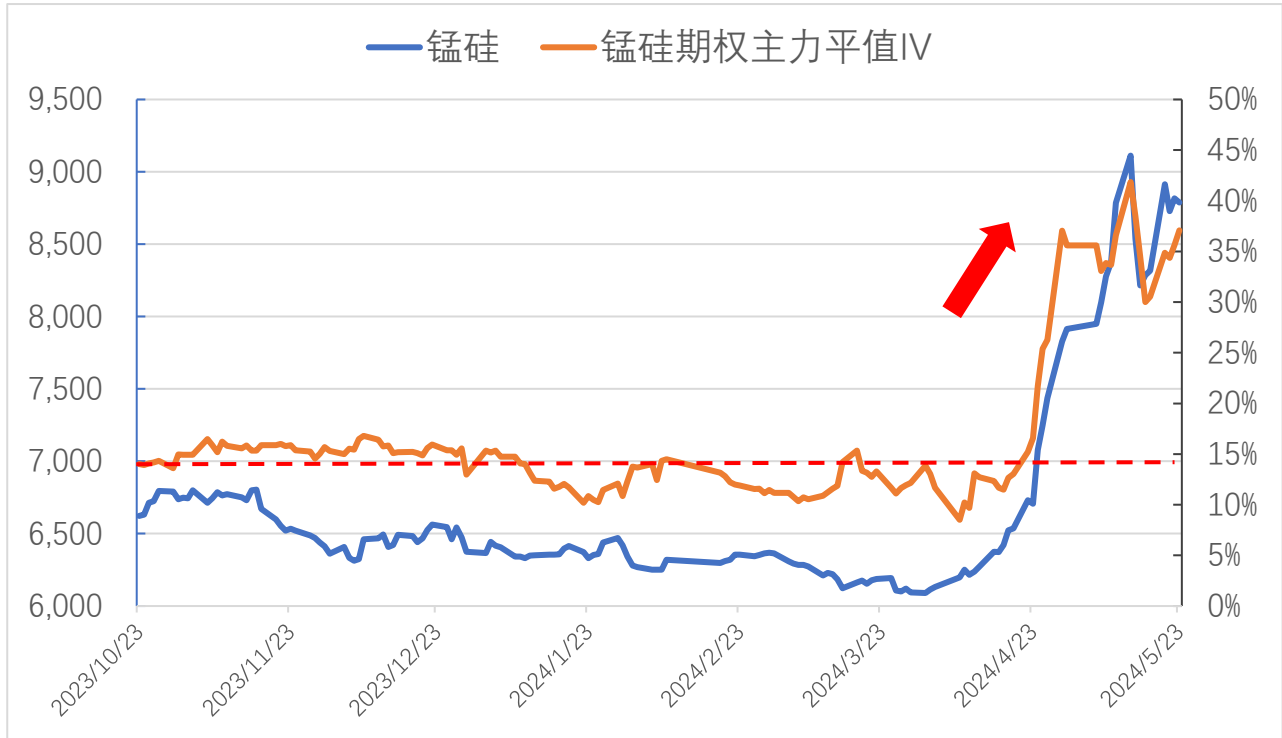
4. 矿厂可以通过修改锰硅配矿方式降低锰矿消耗

氧化锰矿在接连几次远期报价中环比上行较快，而半碳酸锰矿报价环比上行速率较慢，所以品种间价差逐渐扩大。对于硅锰冶炼端来说，如果在配矿比例方面做出一定更改可以有效的降低成本。对于不同的冶炼厂来说，共同的目标是减少氧化矿入炉比例，不同的手段体现在用不同的其它品类锰来替代氧化矿的减量。虽然氧化锰矿供应受到不可抗力的扰动有所减量，但是需求端也可以采取主动措施降低这部分需求。由此我们判断，氧化锰矿出现缺口的时间将会逐渐延后。

三、期权策略分析

1. 期权 IV 跟随期货价格快速上升，激进的市场情绪导致期权价格出现显著溢价

图 2. 锰硅期货连续价格与 ATM 期权 IV 走势



数据来源：同花顺，国投安信期货

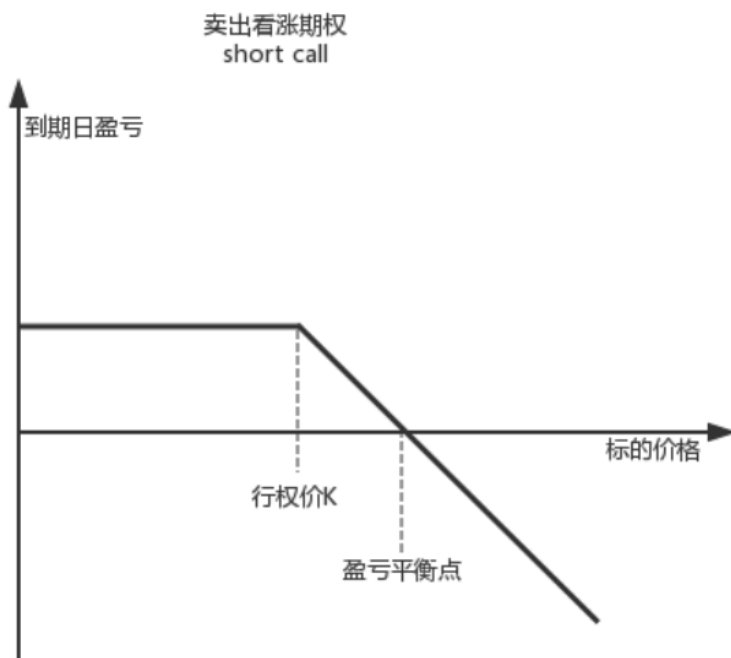
随着锰硅期货价格的快速上涨，锰硅主力 ATM 期权 IV 显著上升，从上市初期一直稳定保持的 15% 左右猛烈上升到最高 45% 左右，上升超过 2 倍。短期市场激进的看多情绪导致期权价格出现显著溢价，期权价格映射出的未来年化波动预期在 40% 以上，而期货价格继续上涨 40% 以上的概率较小，市场非理性预期显著放大了看涨期权的价格涨幅，继续买看涨期权追高风险巨大，买看跌期权同样存在性价比的问题。期权 IV 过快上升之后，未来回落的概率明显增大，市场不可能一直保持非理性的交易行为。显然目前的期权市场更加适合卖出期权，在合理控制仓位的情况下，卖出期权 IV 40% 以上的期权有一定的安全边际。

2. 策略安排

根据以上的分析，我们认为未来锰矿价格继续上涨的空间有限，甚至有一定概率变盘下跌。从基本面的情况来看，虽然澳洲飓风导致 South32 矿山锰矿供应减量的问题短期难以解决，但是因为锰硅库存去化速度偏慢、其它矿山可以部分弥补供应缺口、矿厂可以通过修改锰硅配矿方式降低锰矿消耗等因素，锰硅近 9000 元的价格存在明显高估。而锰硅 ATM 期权 IV 从 15% 上升到 40% 以上之后，期权价格也出现显著溢价，未来当市场回归理性之后，期权 IV 大概率会回落。

综合以上的分析，我们认为在锰硅价格可能转弱和期权 IV 显著偏高的格局下，可以考虑卖出 9 月的浅虚值看涨期权，具有一定安全边际。卖出看涨的行权价和行权价间距的选择上可以依据预期收益率和风险承受能力判断，例如卖出 2409C8800 的虚值看涨期权约可以收取近 700 元/吨的权利金，约占当前期货价格的 8%。

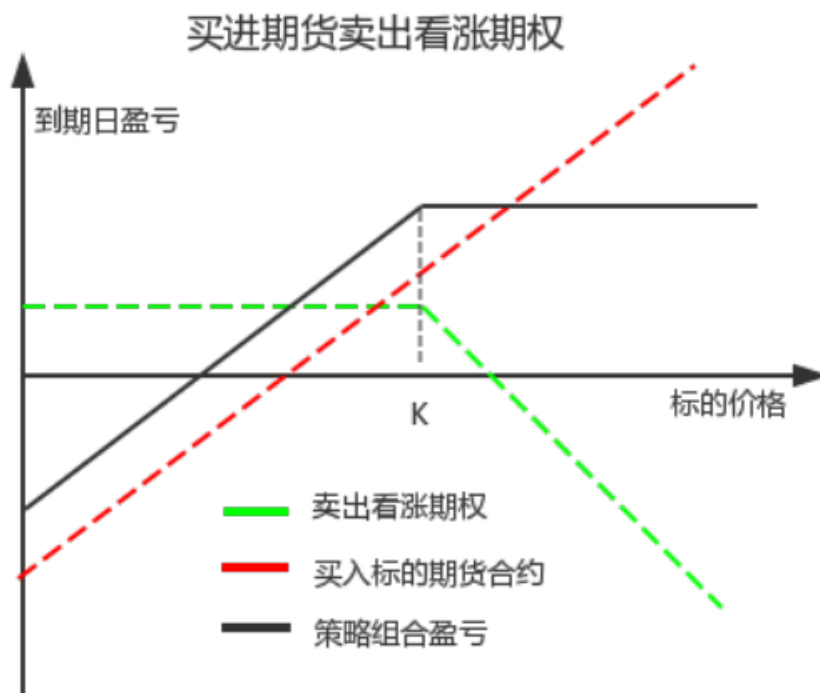
图 3：卖出浅虚值看涨期权



数据来源：国投安信期货

对于想要高价套保的企业，当期权 IV 在 40%以上时，也可以考虑使用现货多头加卖出虚值看涨期权的备兑策略，部分套保的同时卖出的期权可以减少整体套保成本或增加部分收益。

图 4：现货加卖出虚值看涨组成备兑看涨策略



数据来源：国投安信期货

免责声明

国投安信期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。

本报告仅供国投安信期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投安信期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。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。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。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。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导致的任何损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。