



## 供需矛盾难解，锰硅承压运行

### 核心观点

矿端扰动博弈基本面羸弱，一季度锰硅价格呈现出倒“V”型走势，波动加剧。

一季度锰硅库存去化有限，结构延续分化，整体表现为低厂库、高社库局面。旺季钢厂生产积极，钢需支撑下厂内库存低位回落有限；同时，硅锰企业厂内库存高位去化，但近期降幅收窄，部分地区开始累库，多因投机需求减弱所致，相反期现贸易商介入积极，交易所锰硅仓单高位不断攀升，库存总量有所增加，显示锰硅供需矛盾未缓解，持续抑制价格走势。

锰硅供需矛盾未缓解，核心问题在于供应压力偏大；即便锰硅生产企业亏损不断加剧，但并未出现主动减产迹象，锰硅产量维持高位，且主产区新增产能投产计划如期兑现，供应压力长期存在。与此同时，锰硅需求季节性回升，但旺季钢价表现不佳，料难持续改善，利好效应不强，供强需稳局面锰硅库存维持高位，供需矛盾继续承压价格。此外，前期支撑锰硅价格核心逻辑在于矿端，但近期价格已开始松动，且发运回升预期在兑现，若无突发因素矿端利好效应逐步趋弱。

总之，锰硅供需矛盾未见缓解，且矿端价格有所松动，利空因素主导下锰硅价格仍将承压运行，相对利好则是亏损加剧，供应存收缩可能，有利于缓解产业矛盾，重点关注锰硅企业生产情况。

姓名：涂伟华

宝城期货投资咨询部

从业资格证号：F3060359

投资咨询证号：Z0011688

电话：0571-87006873

邮箱：tuweihua@bcqhgs.com

报告日期：2025年03月26日

### 作者声明

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，期货投资咨询资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

## 目录

1 一季度锰硅价格波动加剧 .....	4
2 库存结构分化，压力未见缓解.....	5
3 锰硅供应高位，破局有待收缩.....	8
4 锰硅需求改善，产业矛盾未退.....	11
5 后市展望 .....	13

## 图表目录

图 1 锰硅期货指数 .....	5
图 2 内蒙锰硅 FeMn65Si17 价格走势 .....	5
图 3 锰硅主力合约基差走势 .....	5
图 4 锰硅厂内库存：全国 .....	6
图 5 锰硅厂内库存：内蒙 .....	6
图 6 锰硅厂内库存：宁夏 .....	6
图 7 锰硅厂内库存：其他 .....	6
图 8 钢厂锰硅库存可用天数 .....	7
图 9 郑商所锰硅仓单量（仓单+有效预报） .....	7
图 10 锰硅月度产量 .....	8
图 11 主要地区锰硅产量同比变化 .....	8
图 12 锰硅企业开工率 .....	9
图 13 锰硅日均产量：全国 .....	9
图 14 锰硅日均产量：内蒙 .....	9
图 15 锰硅日均产量：宁夏 .....	9
图 16 锰硅现货生产成本 .....	10
图 17 锰硅现货利润 .....	10
图 18 天津港锰矿主流品种价格走势 .....	10
图 19 国内港口锰矿库存量 .....	10
图 20 海外锰矿发运量 .....	10
图 21 国内港口锰矿到货量 .....	10
图 22 2024 年以来锰合金新增产能情况 .....	11
图 23 锰硅周度需求量 .....	12
图 24 247 家钢厂高炉开工率和产能利用率 .....	12
图 25 247 家钢厂盈利占比 .....	12
图 26 螺纹钢周产量 .....	12

## 1 一季度锰硅价格波动加剧

矿端扰动博弈基本面羸弱，一季度锰硅价格呈现出倒“V”型走势，波动明显加剧。1月中旬锰矿商康密劳调增锰矿对华报价，同时宣称2月发运量减半，引燃市场对矿端走强预期，同时国内港口锰矿库存持续去化，且部分品种货权集中度偏高，为此港口锰矿价格强势快速拉涨，带动锰硅期现价同样大幅上涨，锰硅主力期价最高突破7400元/吨整数关口，低位累计涨幅超23.37%，主流地区现货价格也是逼近7000元/吨整数关口。

然而，2月中旬后锰硅价格走势迎来切换，期间一度出现跌停。引发价格走弱主要源于两方面因素，其一国内商品情绪不佳，黑色金属集体走弱，另一方面则是锰硅自身基本面羸弱，即便锰硅需求季节性改善，但高供应下产业矛盾未有缓解，直接体现交易所仓单库存不断攀升。同时，锰硅价格高位回落后引发矿端价格松动，则是进一步助推价格下行，期现价均已回落至前期低位。截至3月21日，锰硅主力期价收于6072元/吨，较前期高位累计下跌18.08%，一季度依然录得0.30%跌幅，重回前期低位。相应的现货跟随期货走势，同样迎来显著回落，主流地区内蒙、宁夏、天津价格分别为5950元/吨、5780元/吨、5900元/吨，较上年末值仅录得50、50、70元涨幅，期间最高值则是6650元/吨、6850元/吨、7050元/吨。整体来看，前期上涨过程中现货涨幅偏少，因而本轮下跌幅度也低于盘面，基差近期呈现走强态势。

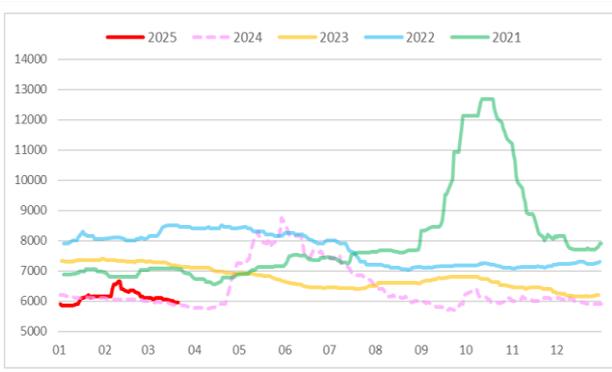
目前来看，锰硅供需矛盾未缓解，核心问题在于供应压力偏大；即便锰硅生产企业亏损不断加剧，但并未出现主动减产迹象，锰硅产量维持高位，且主产区新增产能投产计划如期兑现，供应压力长期存在。与此同时，锰硅需求季节性回升，但旺季钢价表现不佳，料难持续改善，利好效应不强，供强需稳局面锰硅库存维持高位，供需矛盾继续承压价格。此外，前期支撑锰硅价格核心逻辑在于矿端，但近期价格已开始松动，且发运回升预期在兑现，若无突发因素矿端利好效应逐步趋弱。总之，锰硅供需矛盾未见缓解，且矿端价格有所松动，利空因素主导下锰硅价格仍将承压运行，相对利好则是亏损加剧，成本支撑效应增强，后续破局有待供应收缩，重点关注锰硅企业生产情况。

图 1 锰硅期货指数



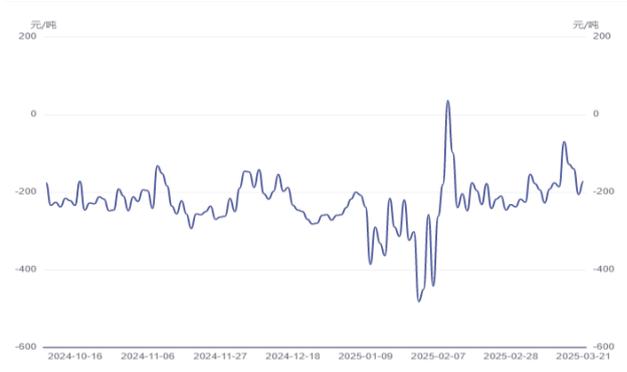
数据来源：同花顺、宝城期货金融研究所

图 2 内蒙锰硅 FeMn65Si17 价格走势



数据来源：Wind、Mysteel、宝城期货金融研究所

图 3 锰硅主力合约基差走势



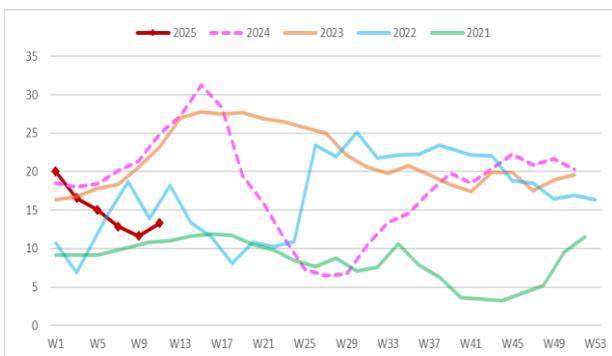
数据来源：Wind、Mysteel、宝城期货金融研究所

## 2 库存结构分化，压力未见缓解

一季度锰硅库存延续低厂库、高仓单局面，结构延续分化，压力未见缓解。尽管主产区锰硅企业生产积极，但厂内库存依然去化，位于同期低位。截至 3 月 21 日当周，钢联统计锰硅厂厂内库存总量为 13.31 万吨，一季度累计降库 6.94 万吨，变化有别于往年，目前库存显著低于往年同期水平，同比减量 11.61 万吨，降幅为 46.6%。细分地区来看，多数地区库存均迎来去化，其中宁夏地区厂内库存降幅最大，最新库存量为 6.2 万吨，一季度累计降库 3.7 万吨，且显著低于去年同期水平，同比降幅 61.96%，主因是期现套利积极介入所致。与此同时，内蒙库存同样有所去化，最新值为 4.75 万吨，累计降库 2.0 万吨，目前水平与去年同期相当，同比微降 0.3 万吨，多因该地区产量对接多是钢厂终端需求，而钢厂多引用低库存生产策略，补库力度有限，为此高供应下厂内库存去化有限。此外，南方地区厂内库存多数呈现去化态势，且低供应下库存绝对量低于去年同期，库存压力相对有限。值得注意的是近期供应回升积极的贵

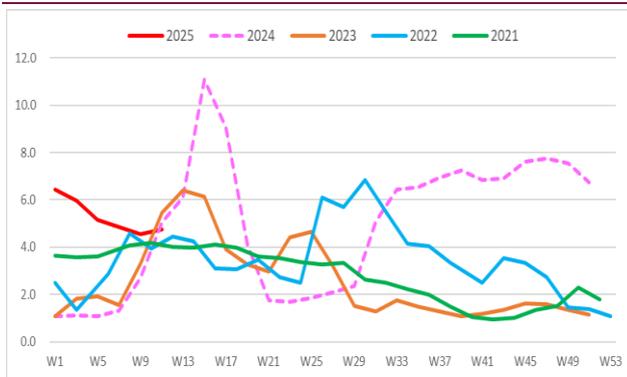
州地区库存压力有所增加，且投机需求走弱局面下主产区内蒙、宁夏库存同样迎来累库，生产企业低厂库格局在变。

图 4 锰硅厂内库存：全国



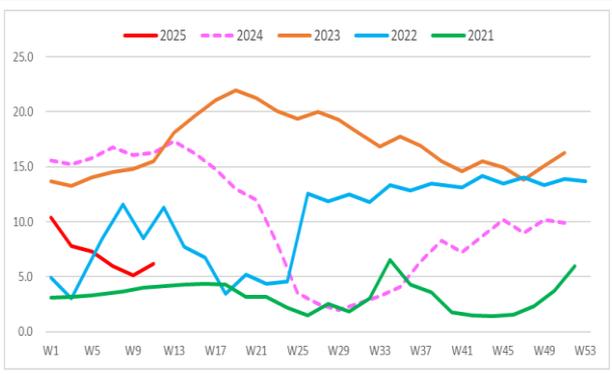
数据来源：Mysteel、宝城期货金融研究所

图 5 锰硅厂内库存：内蒙



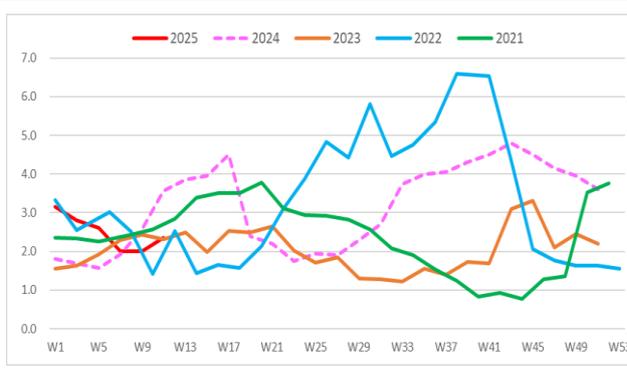
数据来源：Mysteel、宝城期货金融研究所

图 6 锰硅厂内库存：宁夏



数据来源：Mysteel、宝城期货金融研究所

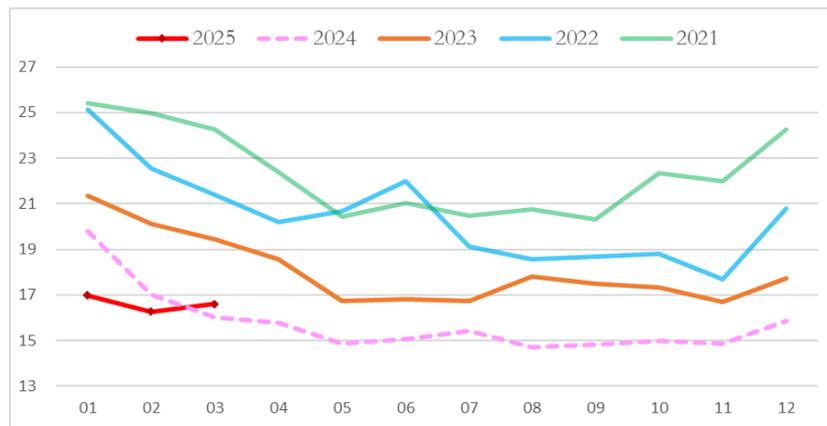
图 7 锰硅厂内库存：其他



数据来源：Mysteel、宝城期货金融研究所

与往年类似，春节后钢厂原料库存逐步下行，锰硅库存同样去化。钢联调研全国钢厂 3 月锰硅库存可用天数为 16.61 天，较前期高点回落 0.7 天，细分地区来看库存可用天数变化各异，其中华南地区钢厂降幅最大，可用天数由 20.45 天降至最新 16.27 天，累计下降 4.18 天，相反北方、华东地区钢厂则是有所增加。不过，多数地区库存可用天数均高于去年同期，其中华东地区同比增 1.23 天，增幅最大，而北方、华南地区同比分别增 0.18、0.27 天，相应的全国样本钢厂库存可用天数同比增 0.58 天，高于去年同期水平。由此可见，钢厂厂内库存去化有限，多因旺季钢厂生产相对积极，钢需支撑下锰硅需求表现良好，但下游需求疲弱局面下钢市难以承接大幅提产，持续补库动能不强，利好效应有限。

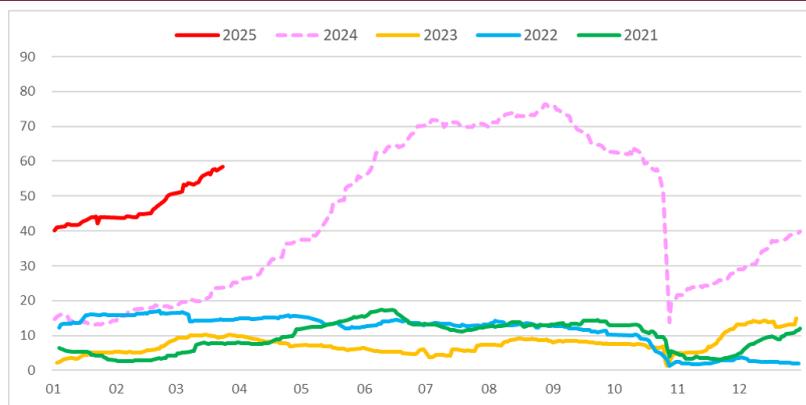
图 8 钢厂锰硅库存可用天数



数据来源：Mysteel、宝城期货金融研究所

锰硅生产企业和钢厂库存虽位于相对低位，但对价格支撑利好效应有限，多因锰硅库存多进入社库环节，尤其是期现贸易端，直接体现则是郑商所锰硅仓单量高位持续攀升。截至3月24日，郑商所锰硅仓单数量为106594张，有效预报为10207张，折算锰硅重量为584005吨，较前期低位累计增加181730吨，不断刷新年内新高，且显著高于去年同期水平，同比增幅为144.65%。此外，近期锰硅期价快速回落后基差有所走强，给到期现获利了结窗口，预计仓单将逐步流入市场，继而对现货贸易带来压力，继而抑制锰硅价格走势。

图 9 郑商所锰硅仓单量（仓单+有效预报）



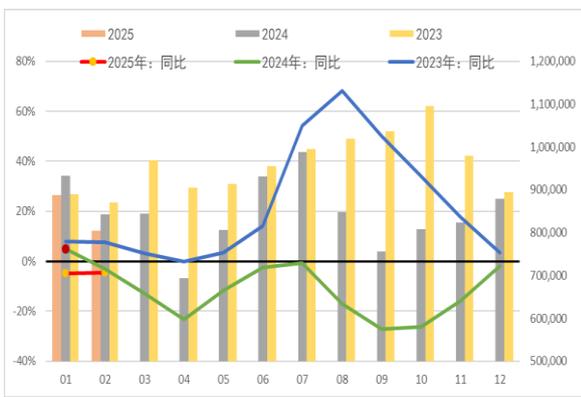
数据来源：IFind、宝城期货金融研究所

综上，与往年有所不同，一季度锰硅库存去化有限，结构延续分化，整体表现为低厂库、高社库局面。旺季钢厂生产积极，钢需支撑下厂内库存低位回落有限；同时，锰硅企业厂内库存高位去化，但近期降幅收窄，部分地区开始累库，多因投机需求减弱所致，相反期现贸易商介入积极，交易所锰硅仓单高位不断攀升，库存总量有所增加，显示锰硅供需矛盾未缓解，持续抑制价格走势。

### 3 锰硅供应高位，破局有待收缩

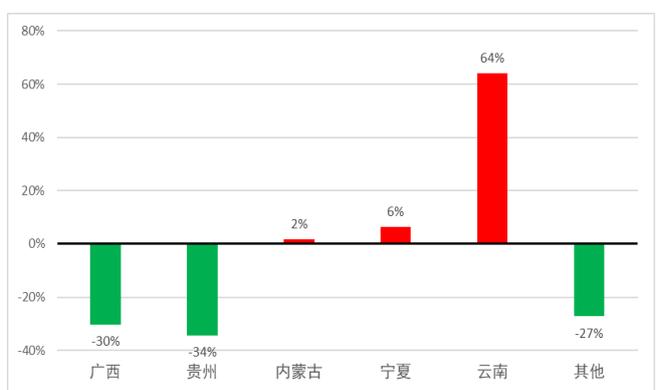
春节假期前后锰硅企业生产处于季节性弱势，1-2月锰硅产量有所减量。钢联数据显示2025年2月锰硅产量为80.39万吨，环比下降8.31万吨，降幅为9.37%，低于同期水平；1-2月累计产量为169.08万吨，同比减量为4.71%。细分地区来看，除个别地区生产平稳外，多数地区2月产量均迎来明显减量，其中内蒙古、宁夏、贵州2月产量分别下降4.85万吨、1.75万吨、1.58万吨，多因春节假期扰动所致。不过，全国累计产量同比减量多是非主产区下降所致，其中广西、贵州1-2月累计产量分别下降2.73万吨、4.44万吨，降幅为30.32%、34.33%，相反主产区依旧表现为同比增长态势，内蒙古、宁夏1-2月累计产量分别为88.77万吨、38.62万吨，同比分别增长1.41万吨、2.29万吨，继而支撑锰硅产量季节性走弱幅度有限。

图 10 锰硅月度产量



数据来源: Mysteel、宝城期货金融研究所

图 11 主要地区锰硅产量同比变化

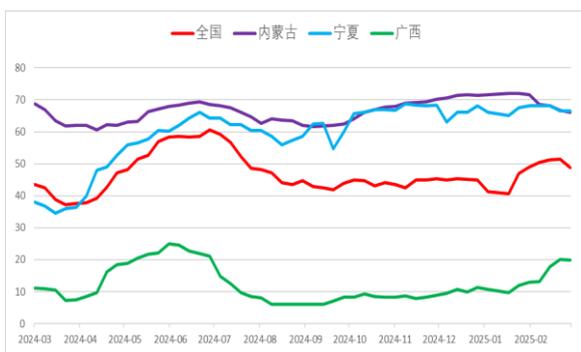


数据来源: Mysteel、宝城期货金融研究所

此外，季节性因素扰动消退后国内锰硅产量不断攀升，一方面是主产区生产积极性未退，产量长期维持高位；另一方面则是南方地区陆续复产，贡献产量增量。具体数据来看，截至3月21日当周，钢联统计的全国187家独立锰硅企业开工率为48.87%，日均产量为28945吨，较去年同期分别增5.30%、2755吨，期间最高分别为51.53%、29480吨，刷新自2024年8月中旬新高，可见锰硅供应位于年内高位。

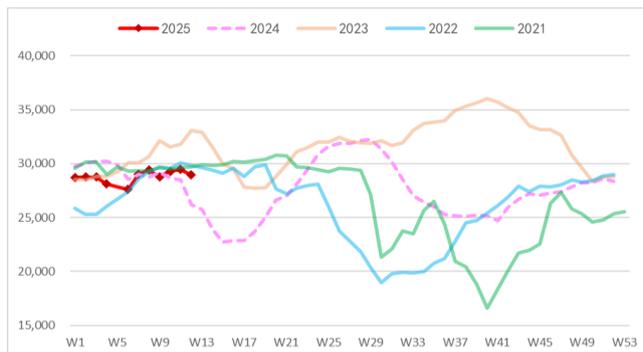
细分地区来看，主产区生产积极，产量维持高位，其中内蒙古、宁夏地区日均产量最新值分别为14270吨、6515吨，相较前期15180吨、6675吨高点分别下降5.99%、2.40%，供应有所收缩但仍处于年内高位，两者较去年同期分别减210吨、增2935吨。此外，内蒙古3月产量有所回落多因工厂例行检修所致，并非主动停产，且近期有新装置投产，因而供应收缩持续性待跟踪。与此同时，非主产区迎来复产，贡献产量增量，其中增幅最大为广西、重庆、贵州地区，最新日均产量分别为1860吨、1675吨、1365吨，较前期低位分别增945吨、400吨、365吨，支撑国内锰硅产量维持高位运行。

图 12 锰硅企业开工率



数据来源: Mysteel、宝城期货金融研究所

图 13 锰硅日均产量: 全国



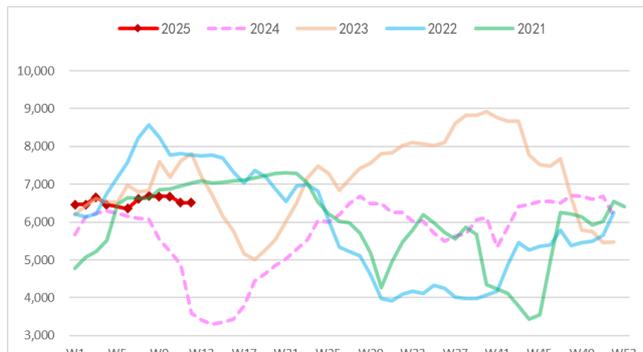
数据来源: Mysteel、宝城期货金融研究所

图 14 锰硅日均产量: 内蒙



数据来源: Mysteel、宝城期货金融研究所

图 15 锰硅日均产量: 宁夏



数据来源: Mysteel、宝城期货金融研究所

然而，锰硅价格弱势下行，生产企业亏损不断加剧，已然呈现出大面积亏损局面。截至 3 月 24 日，南方大区和北方大区锰硅生产成本分别为 6734 元/吨、6150 元/吨，相较前期高点分别下降 396 元、545 元，整体跌幅显著低于现货，为此生产企业已陷入大面积亏损局面，两地锰硅现货利润分别亏损 766 元、255 元，即便成本最低的内蒙古地区同样每吨亏损幅度超 150 元，关注后续能否倒逼锰硅企业减产。

与此同时，锰矿价格开始松动，成本支撑效应趋弱。前期支撑锰硅价格核心驱动源于矿端，但近期港口价格跟随锰硅期价下行，成交表现不佳，市场心态各异，天津港主流锰矿现货品种价格均呈现出高位回落态势，相对利好的锰矿库存依旧处于低位，且港口疏港量维持高位，多因锰硅生产积极所致。然而，锰硅自身基本面矛盾未见缓解，后续破局有待供应收缩，锰矿需求存走弱预期，同时锰矿发运收缩兑现有限，随着澳洲矿商发运恢复，后续锰矿供应存回升预期，锰矿供需格局在变，后续若无突发因素则矿端利好效应逐步趋弱。此外，焦炭价格则是跌势不止，已然十一轮提降落地，累计降幅 550-650 元/吨，鉴于焦炭供求矛盾并未好转，焦炭价格延续弱势运行态势，继而削弱矿端带来成本支撑。

图 16 锰硅现货生产成本



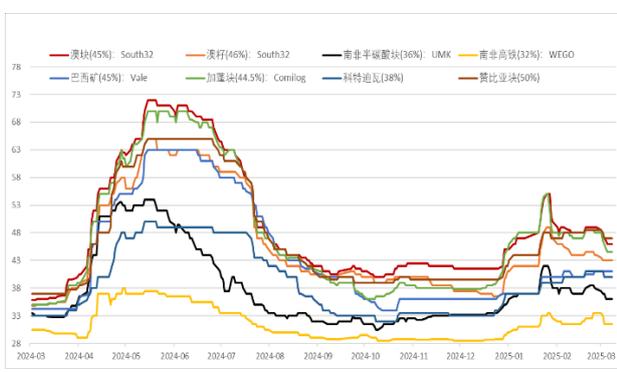
数据来源: Mysteel、宝城期货金融研究所

图 17 锰硅现货利润



数据来源: Mysteel、宝城期货金融研究所

图 18 天津港锰矿主流品种价格走势



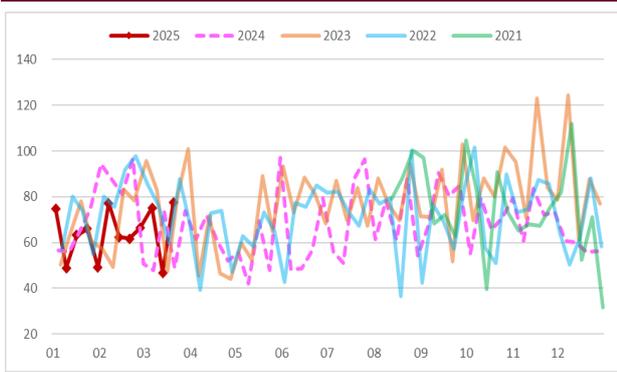
数据来源: Mysteel、宝城期货金融研究所

图 19 国内港口锰矿库存量



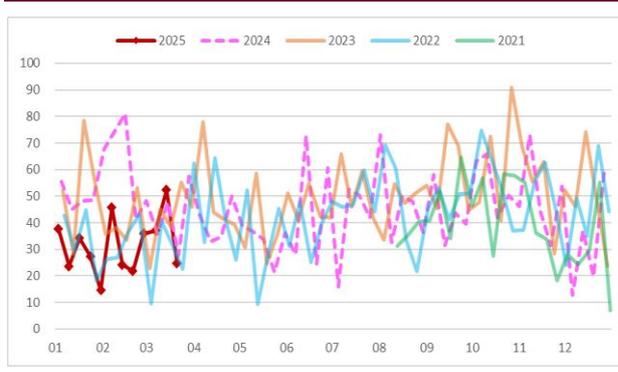
数据来源: Mysteel、宝城期货金融研究所

图 20 海外锰矿发运量



数据来源: Mysteel、宝城期货金融研究所

图 21 国内港口锰矿到货量



数据来源: Mysteel、宝城期货金融研究所

长周期看, 锰硅新增产能投放较多, 过剩局面难改。据铁合金在线统计 2024 年投产以及后续有计划投产产能合计 777.4 万吨, 其中内蒙 456.3 万吨(58.7%)、广西 112.2 万吨(14.43%)、贵州 61.4 万吨(7.90%)、重庆 43.7 万吨(5.62%)、四川 30 万吨(3.86%)、陕西 20.5 万吨(2.64%)、湖南 33.5 万吨(4.31%)、云南 20 万吨(2.57%)。2024 年已投产产能为 56.9 万吨, 其中分地区来看, 云南 1 家汇算产能 20 万吨、内蒙 1 家汇算产能 17.3 万吨、广西 1 家汇算产能 10.1 万吨、贵州 1 家汇算 9.5 万吨。此外, 2025 年拟投产项目合计逾 350 万吨。其中内蒙古 233.1 万吨(60.72%)、广西 30.1 万吨(7.84%)、贵州 23.1

万吨（6.02%）、重庆 43.7 万吨（11.38%）、湖南 33.5 万吨（8.73%）、陕西 20.5 万吨（5.34%）。相较于内蒙、宁夏地区产能获批速度，南方广西、贵州、湖南等地区新增产能困难较大。近两年存投产计划企业多为往年获批指标以及置换地区产能指标。除去置换后实际新增产能也高达 666.5 万吨。

图 22 2024 年以来锰合金新增产能情况

地区	企业序号	2024年投产产能	拟于2025年新增产能	2025及以后产能	除去产能置换后新增	总新增产能
内蒙古	1	0.0	40.9	40.9	40.9	40.9
内蒙古	2	0.0	52.5	52.5	52.5	52.5
内蒙古	3	0.0	0.0	15.0	15.0	15.0
内蒙古	4	17.3	8.6	8.6	25.9	25.9
内蒙古	5	0.0	16.4	32.7	32.7	32.7
内蒙古	6	0.0	42.0	42.0	42.0	42.0
内蒙古	7	0.0	0.0	20.5	20.5	20.5
内蒙古	8	0.0	20.5	20.5	20.5	20.5
内蒙古	9	0.0	19.1	19.1	19.1	19.1
内蒙古	10	0.0	0.0	98.2	98.2	98.2
内蒙古	11	0.0	19.1	0.0	19.1	0.0
内蒙古	12	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
内蒙古	13	0.0	14.0	14.0	14.0	14.0
内蒙古	14	0.0	0.0	60.0	60.0	60.0
内蒙古	15	0.0	0.0	15.0	15.0	15.0
湖南	16	0.0	13.0	13.0	13.0	13.0
湖南	17	0.0	20.5	20.5	20.5	20.5
贵州	18	0.0	13.6	13.6	10.7	13.6
贵州	19	9.5	9.5	38.2	47.7	47.7
广西	20	10.1	10.1	30.2	0.0	40.3
广西	21	0.0	20.0	20.0	0.0	20.0
广西	22	0.0	0.0	15.6	0.0	15.6
四川	23	0.0	0.0	30.0	15.0	30.0
广西	24	0.0	0.0	36.3	0.0	36.3
重庆	25	0.0	43.7	43.7	43.7	43.7
云南	26	20.0	0.0	0.0	20.0	20.0
陕西	27	0.0	20.5	20.5	20.5	20.5
全国合计		56.9	383.9	720.5	666.5	777.4

数据来源：铁合金在线、宝城期货金融研究所

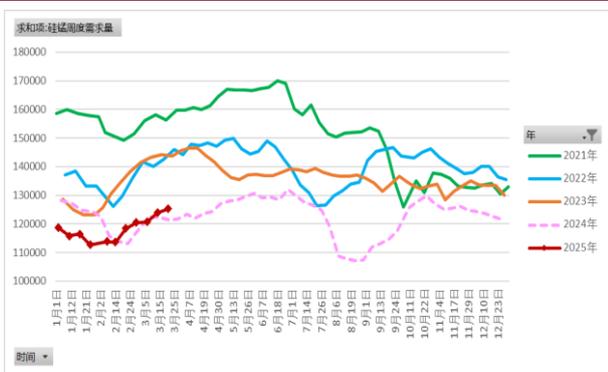
#### 4 锰硅需求改善，产业矛盾未退

春节后钢厂复产积极，带来原料需求改善，锰硅需求迎来季节性回升。截至 3 月 21 日当周，钢联统计的 247 家钢厂高炉开工率、产能利用率最新值分别为 81.96%、88.70%，低位累计分别增 4.78%、4.46%，且显著高于往年，同比分别增 5.06%、5.91%。同时，春节后短流程钢厂复产更为积极，其开工率快速回升至 71.93%高位。受此提振，表内五大材折锰硅周度需求量持续增加，最新值为 12.53 万吨，低位累计回升 11.13%。然而，锰硅需求改善并未缓解产业矛盾，直接体现就是锰硅库存并未出现季节性去化，多因投机需求支撑下锰硅供应长期维持高位。

目前来看，钢材下游需求如期改善，钢市基本面迎来变化，但品种间表现不同。螺纹钢供需两端回升，且供应回升力度强于需求，产业矛盾担忧未退。热轧卷板供需格局相对良好，主要得益于需求韧性较好，但外需隐忧未退，且近期高频指标显示内需触顶，利好效应有限，叠加供应有所回升，产业矛盾料将积累，热卷价格将承压运行。由此可见，旺季钢材需求有所改善，但并未带来钢市基本面实际改善，产业端利好有限，海外风险扰动叠加成本下行拖累，钢价继续承压运行，相对利好则是粗钢调控政策预期，量级暂未确定，盘面也有所计价，预期现实博弈下预计钢价延续震荡偏弱运行态势。

综上，钢厂盈利状况尚可，旺季钢厂生产趋稳，锰硅需求短期无忧。不过，终端需求疲弱局面下钢市难以承接持续提产，钢价自身表现同样弱势，原料相关需求难有增量空间，利好效应不强。此外，钢市供应约束预期不断发酵，一旦执行则锰硅需求将受到冲击。

图 23 锰硅周度需求量



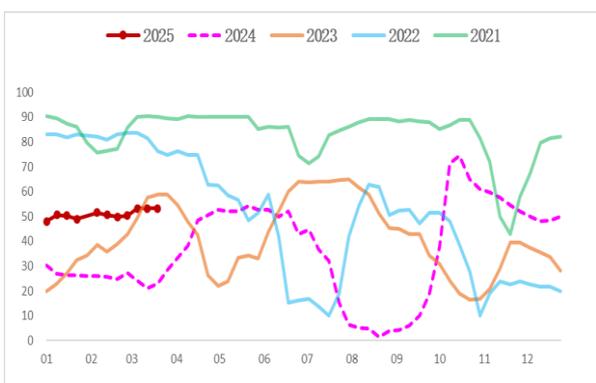
数据来源: Mysteel、宝城期货金融研究所

图 24 247 家钢厂高炉开工率和产能利用率



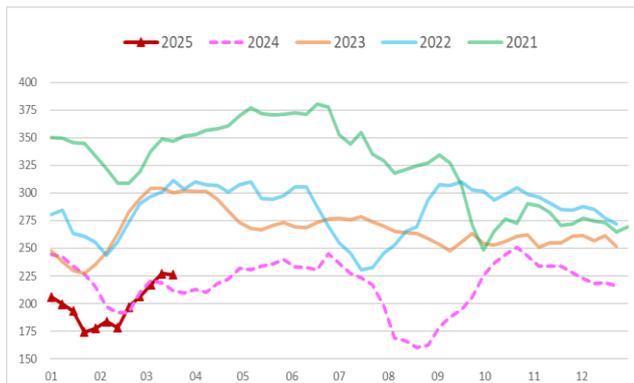
数据来源: Mysteel、宝城期货金融研究所

图 25 247 家钢厂盈利占比



数据来源: Mysteel、宝城期货金融研究所

图 26 螺纹钢周产量



数据来源: Mysteel、宝城期货金融研究所

## 5 后市展望

矿端扰动博弈基本面羸弱，一季度锰硅价格呈现出倒“V”型走势，波动加剧。

一季度锰硅库存去化有限，结构延续分化，整体表现为低厂库、高社库局面。旺季钢厂生产积极，钢需支撑下厂内库存低位回落有限；同时，锰硅企业厂内库存高位去化，但近期降幅收窄，部分地区开始累库，多因投机需求减弱所致，相反期现贸易商介入积极，交易所锰硅仓单高位不断攀升，库存总量有所增加，显示锰硅供需矛盾未缓解，持续抑制价格走势。

锰硅供需矛盾未缓解，核心问题在于供应压力偏大；即便锰硅生产企业亏损不断加剧，但并未出现主动减产迹象，锰硅产量维持高位，且主产区新增产能投产计划如期兑现，供应压力长期存在。与此同时，锰硅需求季节性回升，但旺季钢价表现不佳，料难持续改善，利好效应不强，供强需稳局面锰硅库存维持高位，供需矛盾继续承压价格。此外，前期支撑锰硅价格核心逻辑在于矿端，但近期价格已开始松动，且发运回升预期在兑现，若无突发因素矿端利好效应逐步趋弱。

总之，锰硅供需矛盾未见缓解，且矿端价格有所松动，利空因素主导下锰硅价格仍将承压运行，相对利好则是亏损加剧，供应存收缩可能，有利于缓解产业矛盾，重点关注锰硅企业生产情况。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

### 获取每日期货观点推送

服务国家  
知行合一

走向世界  
专业敬业



诚信至上  
严谨管理

合规经营  
开拓进取

扫码关注宝城期货官方微信·期货咨询尽在掌握

#### 免责条款

除非另有说明，宝城期货有限责任公司（以下简称“宝城期货”）拥有本报告的版权。未经宝城期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告的全部或部分内容。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议。宝城期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是宝城期货在最初发表本报告日期当日的判断，宝城期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但宝城期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。宝城期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

宝城期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

宝城期货版权所有并保留一切权利。