

## 铁合金（硅锰硅铁）2025年二季度展望

——成本坍塌

2025/4/10

南华研究院 黑色研究团队  
袁铭：Z0012648 张滋：F03118257  
投资咨询业务资格：证监许可【2011】1290号

### 核心观点：硅锰

因现货持续亏损，近期北方硅锰厂陆续检修停产，现货供应压力有所缓和，但减产幅度不及去年同期。因前期盘面暴涨，生产厂家超卖部分远月产能，05交割压力巨大。若二季度锰矿没有新的驱动出现，硅锰库存需要长时间消化，盘面也将长期承压。需求端，地产行业深度调整周期尚未结束，政府对于传统基建项目的投资意愿正在减弱，基建资金紧张的状态未明显改善。作为螺纹钢最大的终端消费，地产和基建的疲软表现将直接制约钢厂对螺纹钢的排产意愿，进而系统性降低吨钢硅锰消耗量，硅锰需求仍将面临多重压制因素。近期锰矿出港（发运）量出现明显回升，考虑到30-40天的运输周期，4月、5月国内锰矿供需缺口有望收窄。此外，市场传言South32长协发运将于近期恢复，若该消息被证实，二季度港口锰矿或重新累库。综上，二季度硅锰缺乏成本支撑，盘面或进一步下移，操作上建议逢高布空，后续关注产区停产检修进度及05仓单去化情况。

策略建议：逢高布空SM09

风险点：海外矿山发运异常，主产地能耗双控，需求超预期增长

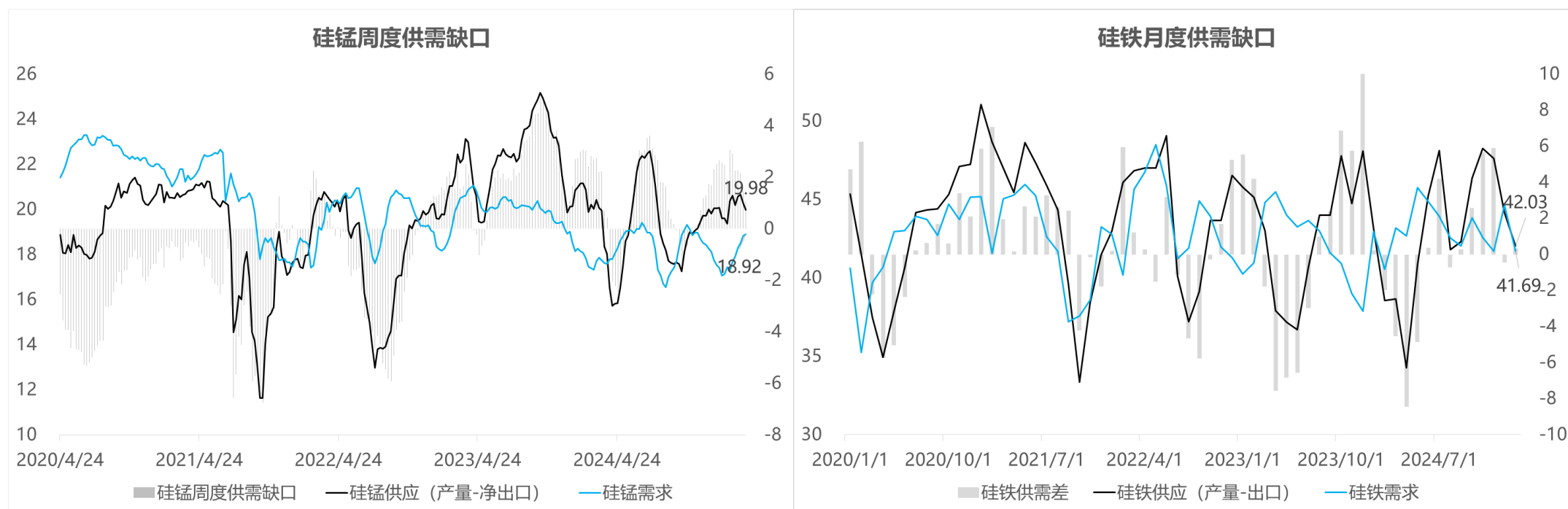
## 核心观点：硅铁

---

现阶段硅铁主产区亏损严重，青海、甘肃、宁夏等主产区积极减产，下游铁水尚在增产期，短期内硅铁炼钢需求有支撑，硅铁近月基本面改善，主力盘面有所反弹。不过，考虑到硅铁供应恢复能力较强，若无需求端超预期支撑，此轮反弹缺乏想象空间。近期钢厂利润回落，或影响后续铁水增产高度。此外，特朗普发起的全球贸易战加剧了市场对经济前景的担忧，钢材直接出口和转口贸易遭受双重冲击，虽然已实施对美反制关税，但扩内需政策尚未出台，当前关税环境仍对钢材需求形成压制。因此，我们对二季度需求持谨慎态度。成本端，地方政府保经济和煤炭稳产保供双重因素影响下，短期内动力煤国内供应较为稳定，进口煤将成为调节国内煤炭总供应的重要边际变量。按照近期海外煤炭出港量推算，二季度动力煤到港压力不大，港口煤炭库存压力有望缓和，煤价跌幅有望收窄。但从中长期来看，国内需求疲软叠加中美贸易战升级，我们并不看好远月煤价，硅铁成本支撑力度或进一步减弱。综上，硅铁反弹空间有限，产业关注低基差下的套保机会。

策略建议：单边建议观望，套利关注做多SF-SM06价差

风险点：主产地能耗双控，需求超预期增长，产区企业超预期减产，煤炭供给侧改革，出台进口煤炭限制政策

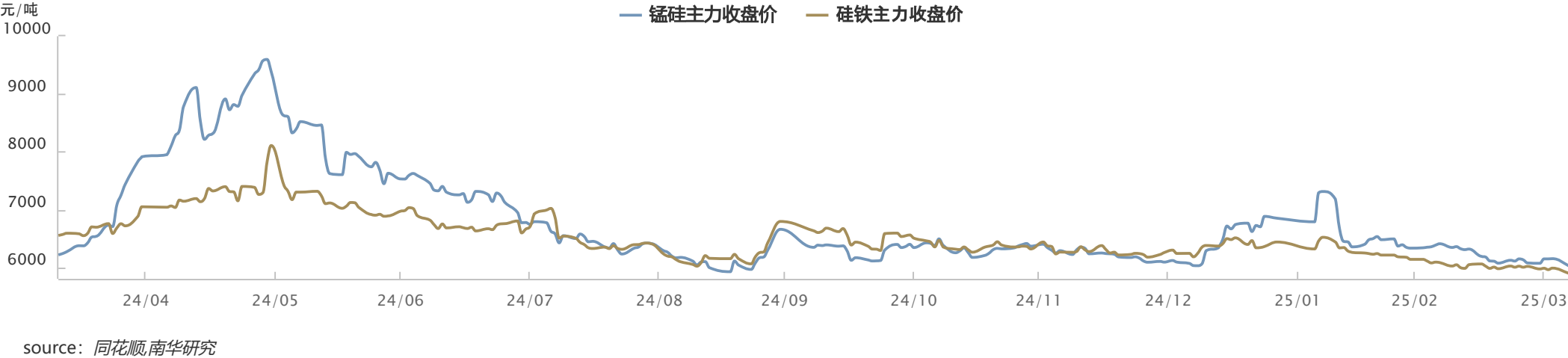


..

## 1 盘面回顾

一季度，锰矿再次成为市场关注焦点，高品氧化矿货权集中，叠加节前北方硅锰厂积极冬储，锰矿供需缺口不断扩大，港口库存达近6年低点，赋予硅锰极高的价格弹性。1月10日，受加蓬2月锰矿长协减量消息影响，硅锰盘面快速拉涨，主力05收于6286，涨幅3.7%。硅铁在硅锰带动下同步上涨，但受基本面压制涨幅较小，双硅价差（SF-SM）走缩。盘面上涨一方面刺激了硅锰的期现投机需求，另一方面，期现价格联动带动企业生产利润修复，硅锰厂通过套保锁定了一部分远期产能，因此在2月7日盘面转跌后，只有少数硅锰厂选择检修停产。在终端需求尚未完全恢复时，持续稳定的供应导致硅锰基本面恶化，硅锰厂库和注册仓单齐升，盘面也在巨量仓单和期现出货影响下快速回落。回顾整个一季度，硅铁未能脱离硅锰走出独立行情，3月中下旬，硅铁厂集中停产检修带动盘面止跌反弹，但在黑色下行周期内，企业因亏损自发进行的减产无法彻底改变行业过剩格局。截至3月31日，硅铁主力盘面重回6000点，市场观望情绪浓厚。

铁合金主力收盘价



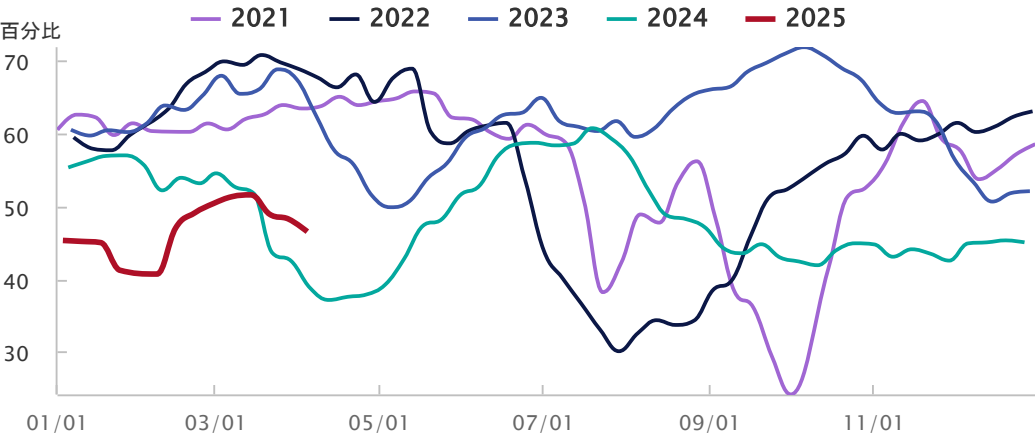
## 2 硅锰供需基本面梳理及展望

### 2.1 供应：厂家超卖远月产能

2024年底，贵州地区硅锰厂家新增投产，年后硅锰期现联动，刺激广西、云南等南方产区复产，硅锰产量占比呈现南增北减的特点。从中长期看，内蒙古地区兼具成本和销售优势，未来两年仍有大量新增产能待释放，南方产区竞争优势不显著，硅锰产能有望继续北移。

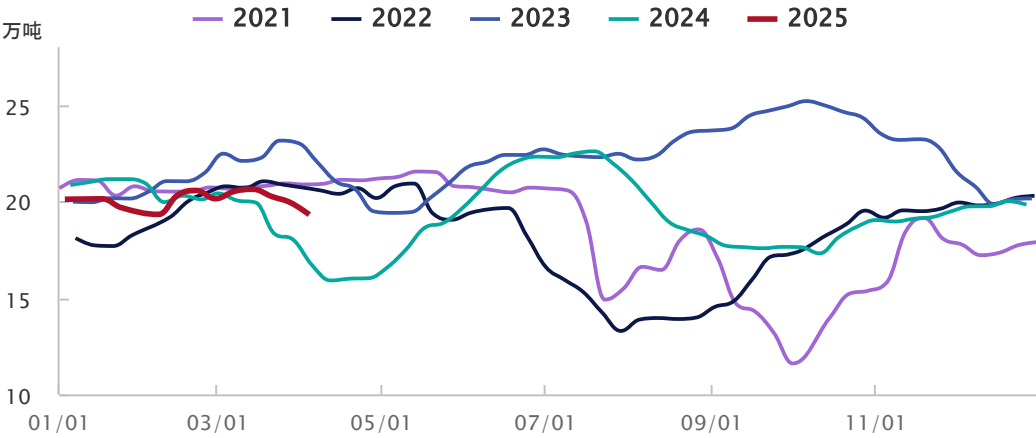
因现货持续亏损，近期北方硅锰厂陆续检修停产，现货供应压力有所缓和，但减产幅度不及去年同期。因前期盘面暴涨，生产厂家超卖部分远月产能，05交割压力巨大。若二季度锰矿没有新的驱动出现，硅锰库存需要长时间消化，盘面也将长期承压。

硅锰企业周度开工率季节性



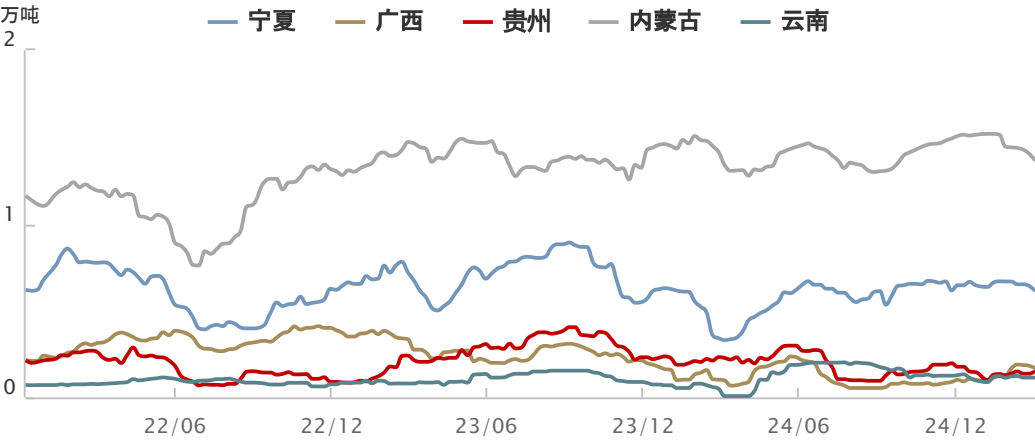
source: 南华研究 钢联

硅锰：产量：中国：季节性



source: 南华研究 钢联

硅锰分地区日均产量

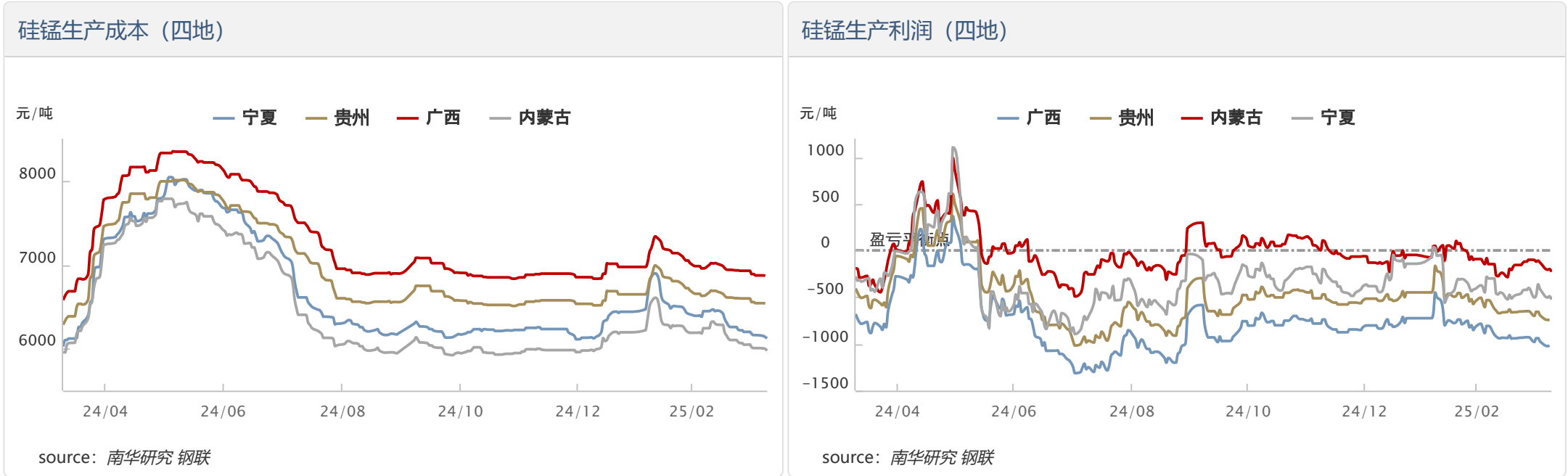


source: 南华研究 钢联

硅锰有效产能向北方集中



source: 南华研究

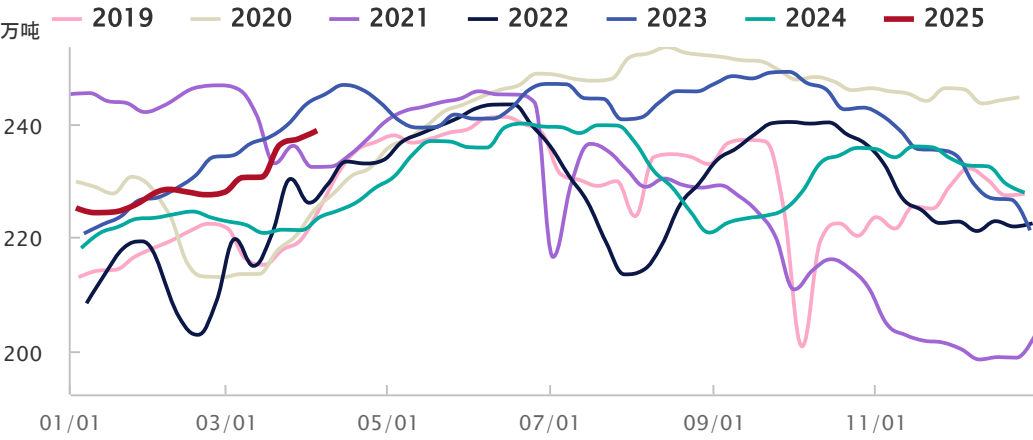


2.2 需求：面临多重压制因素

与卷板材相比，螺纹钢对硅锰的消耗量更大，据统计，平均生产1吨螺纹钢需要消耗20-22kg硅锰。近年来，地产周期下行，钢厂根据利润调整铁水流向，螺纹钢产量占比逐年下滑，硅锰需求萎缩严重。1-2月，全国粗钢产量16629.5万吨，同比下滑0.99%；同期钢筋产量2947.4万吨，同比降幅达8.2%。综合考虑钢筋和非钢筋类钢材在硅锰消耗上的差异，可以得出前个两月，硅锰综合需求累计同比下滑2.55%。

展望未来，硅锰需求仍将面临多重压制因素。首先，地产行业深度调整周期尚未结束，1-2月新开工面积同比下降29.6%，施工面积同比减少9.1%，土地出让金收入同比下滑16%。此外，政府对于传统基建项目的投资意愿正在减弱，基建资金紧张的状态未明显改善。作为螺纹钢最大的终端消费，地产和基建的疲软表现将直接制约钢厂对螺纹钢的排产意愿，进而系统性降低吨钢硅锰消耗量。

247家钢铁企业：铁水：日均产量：中国（周）季节性



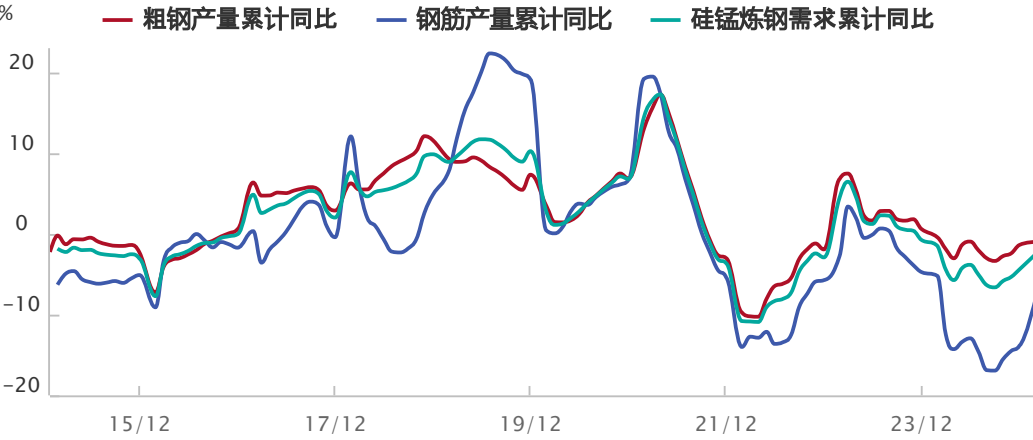
source: 钢联 南华研究

硅锰消耗量（螺纹钢）/硅锰总消耗量



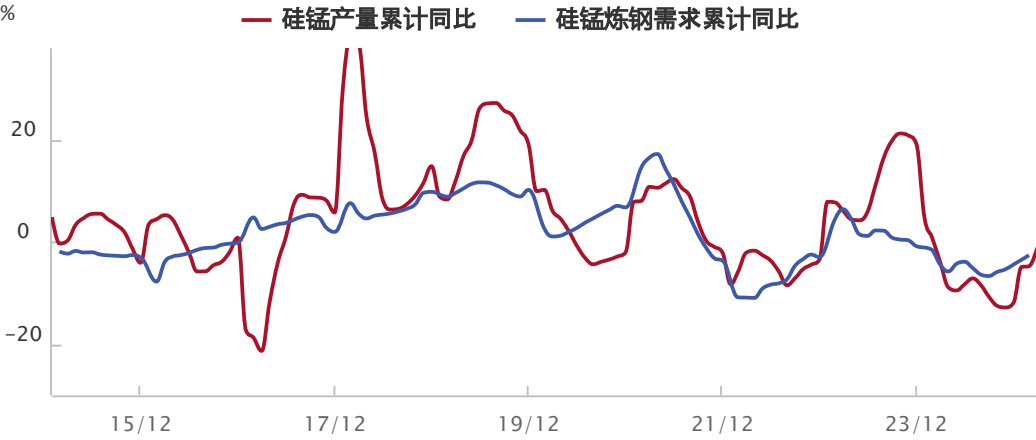
source: 南华研究

硅锰需求结构变化



source: 南华研究,同花顺

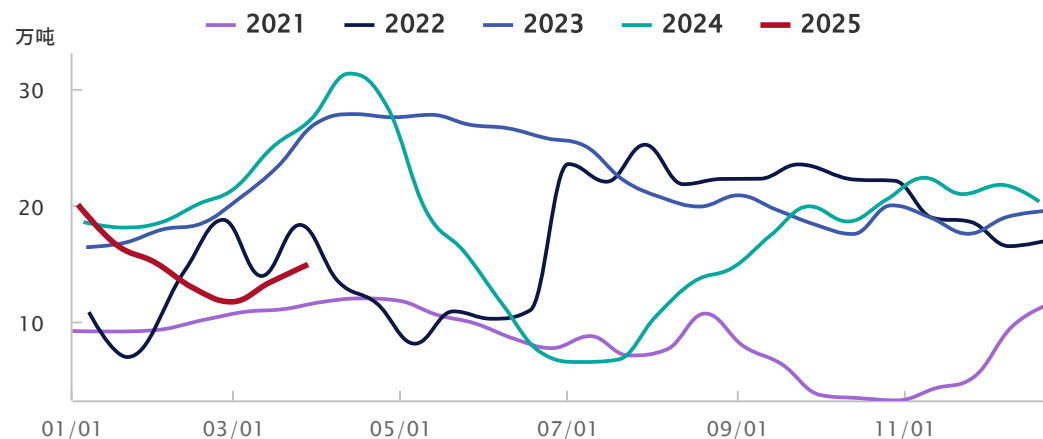
硅锰产量累计同比VS硅锰炼钢需求累计同比



source: 南华研究,同花顺

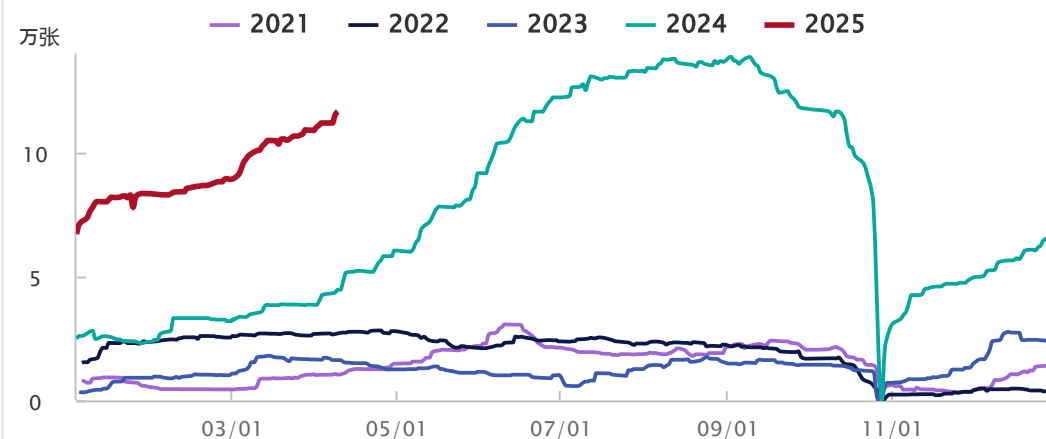


中国硅锰周度厂库库存季节性



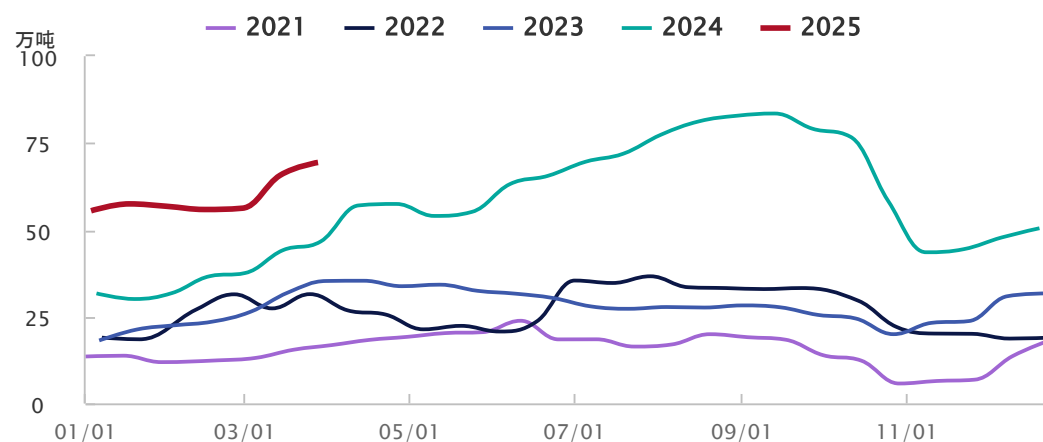
source: 南华研究 钢联

郑商所硅锰仓单库存季节性



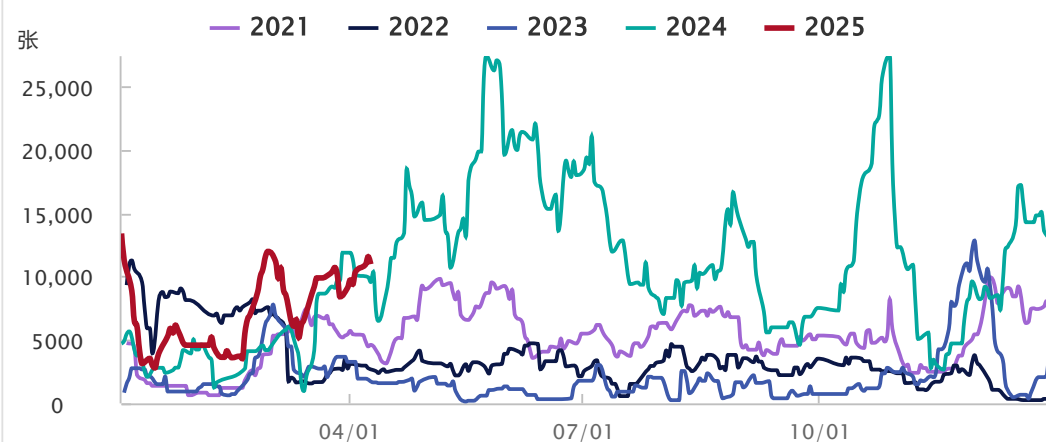
source: 同花顺,南华研究

硅锰总库存（厂内库存+仓单）季节性



source: 同花顺,钢联,南华研究

锰硅有效预报季节性



source: 同花顺,南华研究

## 2.3 成本：锰矿出港增加，港库或重新累积

我国锰矿储量高，但贫矿居多，每年需要进口大量矿石以满足生产需要，锰矿进口依赖度高达80%。2025年1-2月，我国共进口锰矿393万吨，同比下滑23.4%。其中，南非锰矿累计进口量为210.66万吨，同比下滑18%，占总进口量的比重为53.6%；加纳锰矿累计进口量为86.41万吨，同比增长136.74%，占总进口的比重为21.99%；加蓬锰矿累计进口量44.6万吨，同比下滑52.1%，占比11.35%；澳大利亚锰矿累计进口量11.47万吨，同比下滑87.78%，占比2.92%；巴西锰矿累计进口9.02万吨，同比下滑37.82%，占比2.29%。

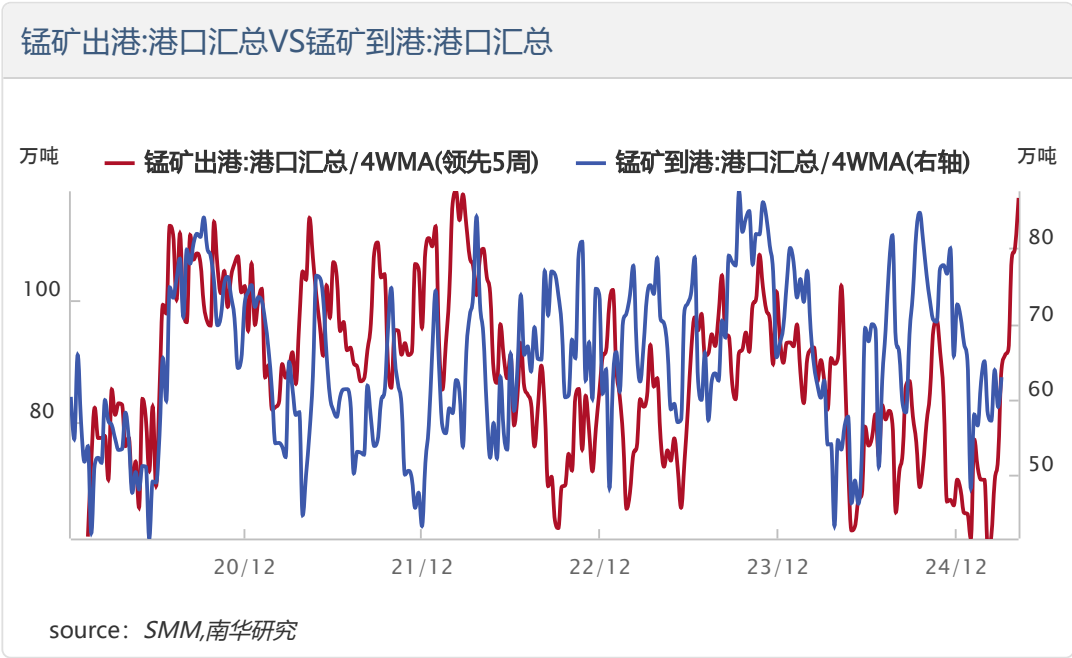
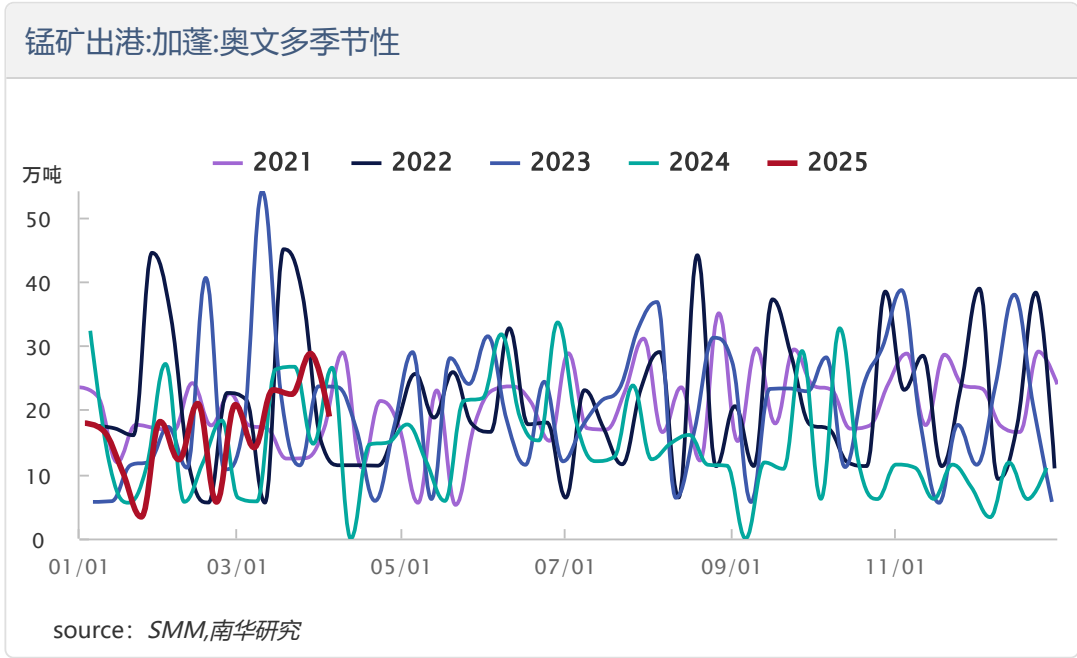


一季度，一则加蓬长协减量消息燃爆国内锰矿市场，事实上，自去年11月起，加蓬锰矿出港量就低于往年同期均值，在South32高品澳矿暂未恢复发运时，加蓬锰矿减少发运放大了全球高品锰元素供需缺口。受此影响，硅锰盘面强势反弹，短短一个月的时间，主力盘面价格从6008反弹至7412元/吨，涨幅高达23.37%。回顾过往行情可以发现，硅锰盘面巨幅波动通常由锰矿驱动，锰矿是硅锰最重要的原材料，成本占比高达45%，且作为垄断资源，全球锰元素产能集中度较高，一旦供应端出现驱动，锰矿价格极易在短期内暴涨暴跌，进而导致国内硅锰期货价格异动。近期锰矿出港（发运）量出现明显回升，考虑到30-40天的运输周期，4月、5月国内锰矿供需缺口有望收窄。此外，市场传言South32长协发运将于近期恢复，若该消息被证实，二季度港口锰矿或重新累库。

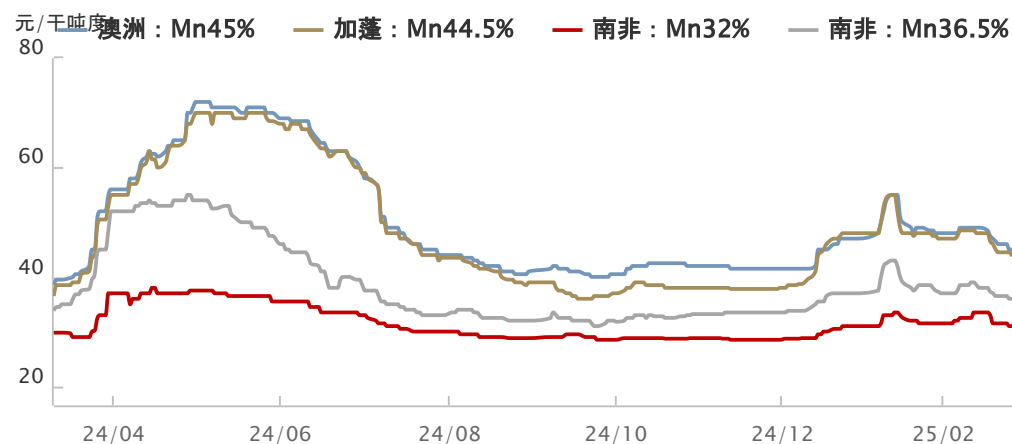
锰矿进口情况

	2025-02-28	2025-01-31	累计值	累计同比	进口占比（%）
总计	223.39	169.60	393.00	-0.2353	100
南非	122.28	88.37	210.66	-0.1800	53.60
加蓬	18.21	26.40	44.60	-0.5210	11.35
加纳	53.25	33.16	86.41	1.3674	21.99
澳大利亚	8.28	3.18	11.47	-0.8778	2.92
巴西	8.75	0.27	9.02	-0.3782	2.29

source: wind,南华研究,同花顺

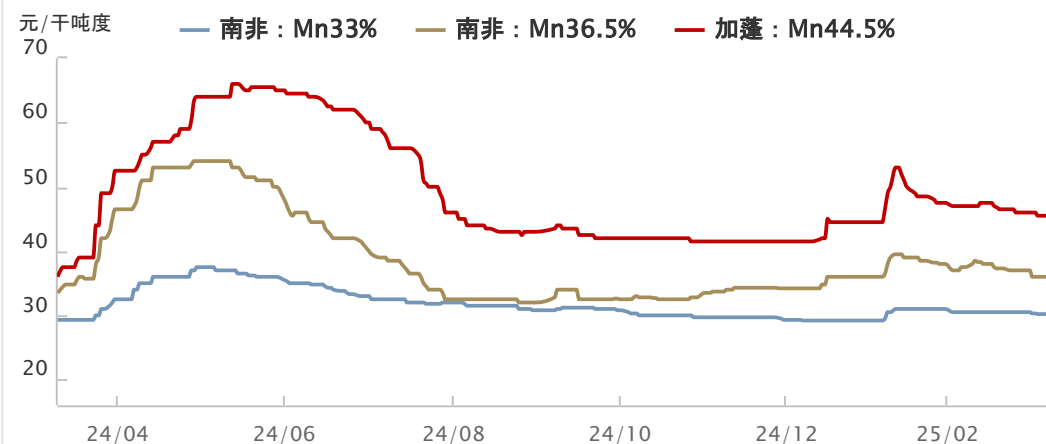


锰矿港口市场价（天津港）



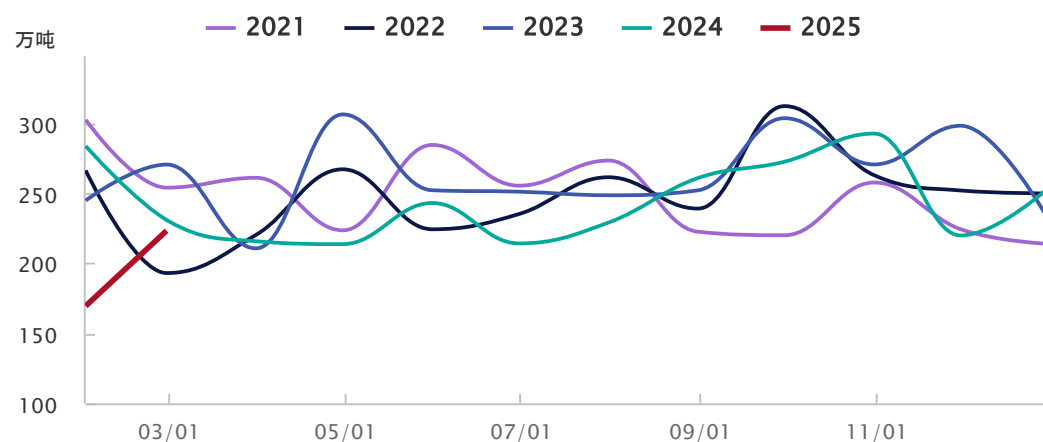
source: 南华研究 钢联

锰矿港口市场价：钦州港



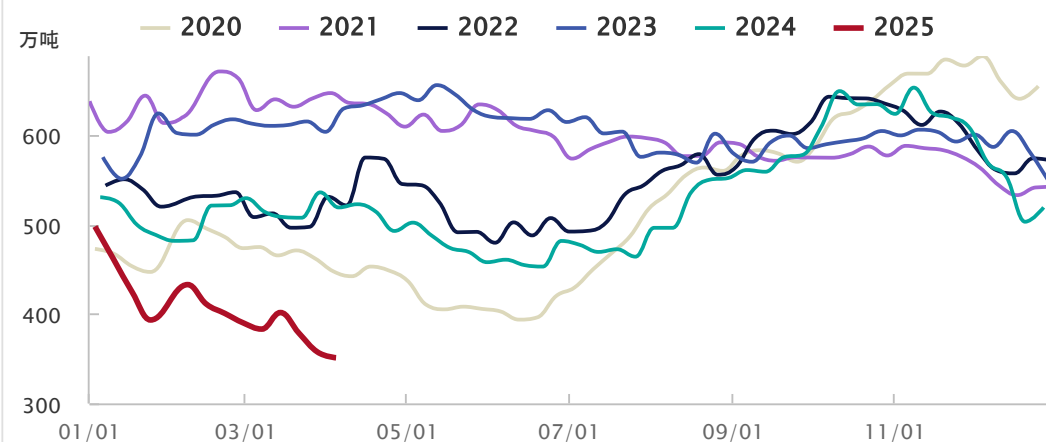
source: 南华研究 钢联

锰矿月度进口量季节性（万吨）



source: Wind,同花顺,南华研究

锰矿周度港口库存季节性



source: 南华研究 钢联

## 2.4 总结与展望：

因现货持续亏损，近期北方硅锰厂陆续检修停产，现货供应压力有所缓和，但减产幅度不及去年同期。因前期盘面暴涨，生产厂家超卖部分远月产能，05交割压力巨大。若二季度锰矿没有新的驱动出现，硅锰库存需要长时间消化，盘面也将长期承压。需求端，地产行业深度调整周期尚未结束，政府对于传统基建项目的投资意愿正在减弱，基建资金紧张的状态未明显改善。作为螺纹钢最大的终端消费，地产和基建的疲软表现将直接制约钢厂对螺纹钢的排产意愿，进而系统性降低吨钢硅锰消耗量，硅锰需求仍将面临多重压制因

素。近期锰矿出港（发运）量出现明显回升，考虑到30-40天的运输周期，4月、5月国内锰矿供需缺口有望收窄。此外，市场传言South32长协发运将于近期恢复，若该消息被证实，二季度港口锰矿或重新累库。综上，二季度硅锰缺乏成本支撑，盘面或进一步下移，操作上建议逢高布空，后续关注产区停产检修进度及05仓单去化情况。

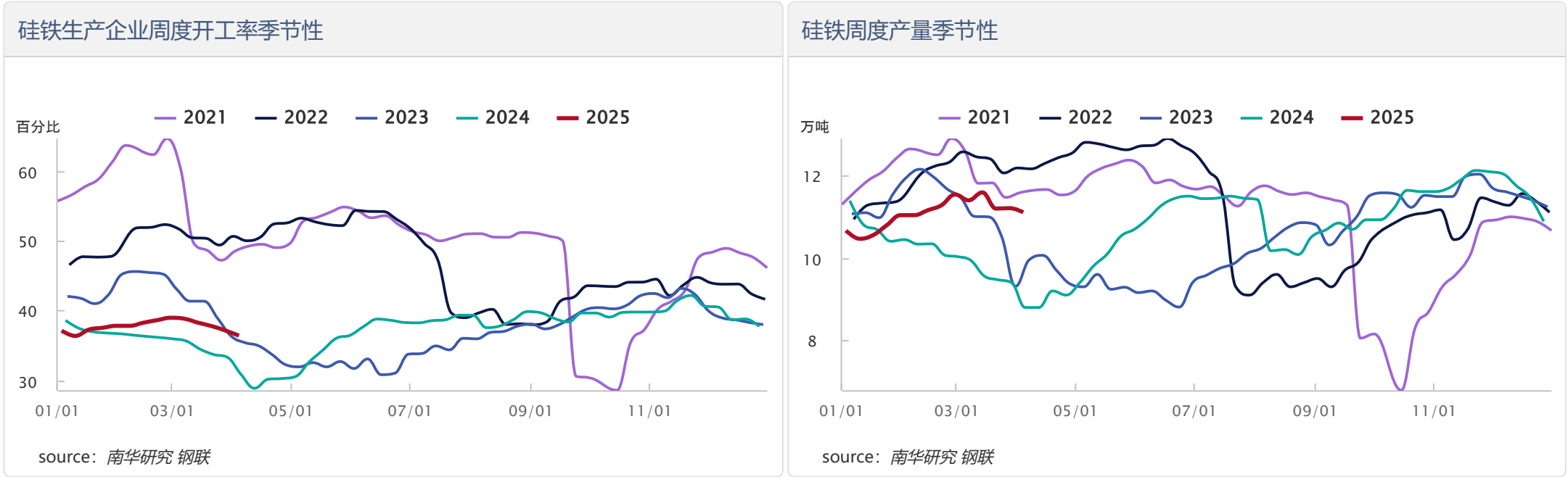
策略建议：逢高布空SM09

风险点：海外矿山发运异常，主产地能耗双控，需求超预期增长

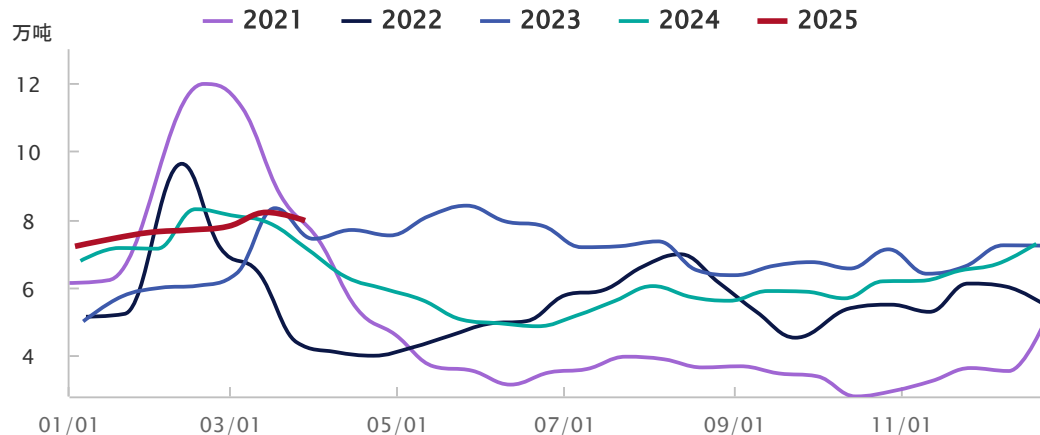
### 3 硅铁供需基本面梳理及展望

#### 3.1 供应：主产区亏损严重，减产范围有望扩大

一季度初，硅铁价格跟随硅锰上涨，产区利润修复，厂家积极扩产，成本端动力煤持续阴跌，硅铁向上反弹驱动不足。进入3月，硅铁期现价格持续走弱，产区亏损加深，部分厂家选择停产检修，供应压力有所缓和，但一季度硅铁累计产量仍大幅高于去年同期，小面积减停产不足以支撑硅铁价格。当前硅铁主产区亏损严重，若盘面继续下探，减产范围有望进一步扩大。

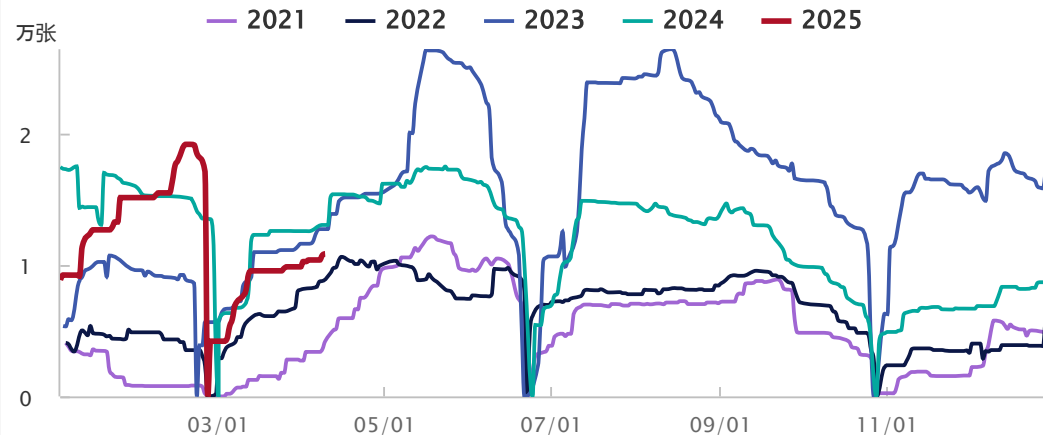


硅铁周度厂库库存季节性



source: 南华研究 钢联

硅铁仓单数量季节性



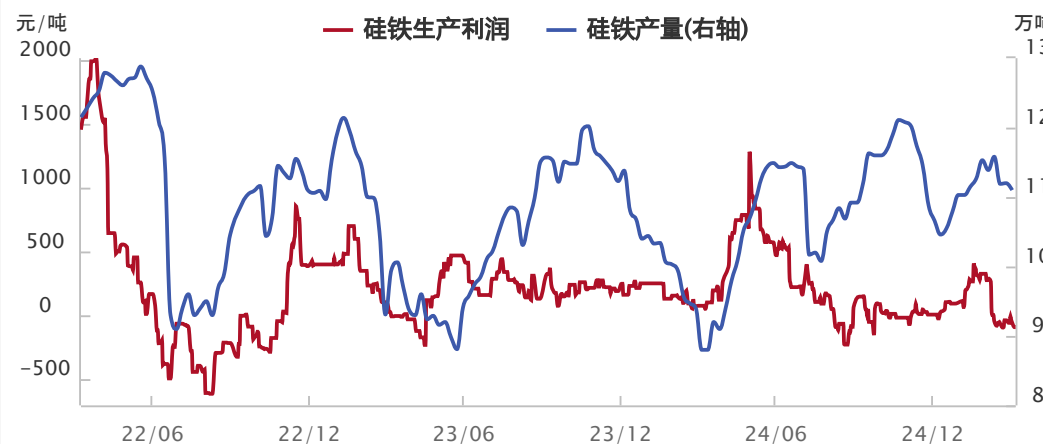
source: Wind

硅铁生产利润（五地）



source: 南华研究 钢联

硅铁生产利润和硅铁产量

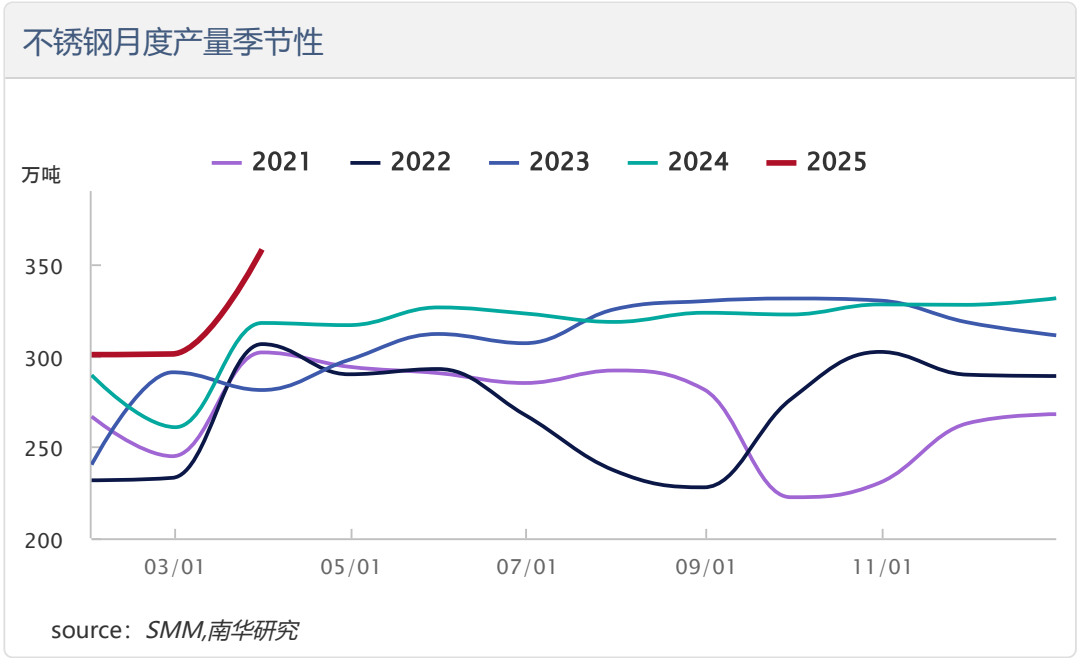
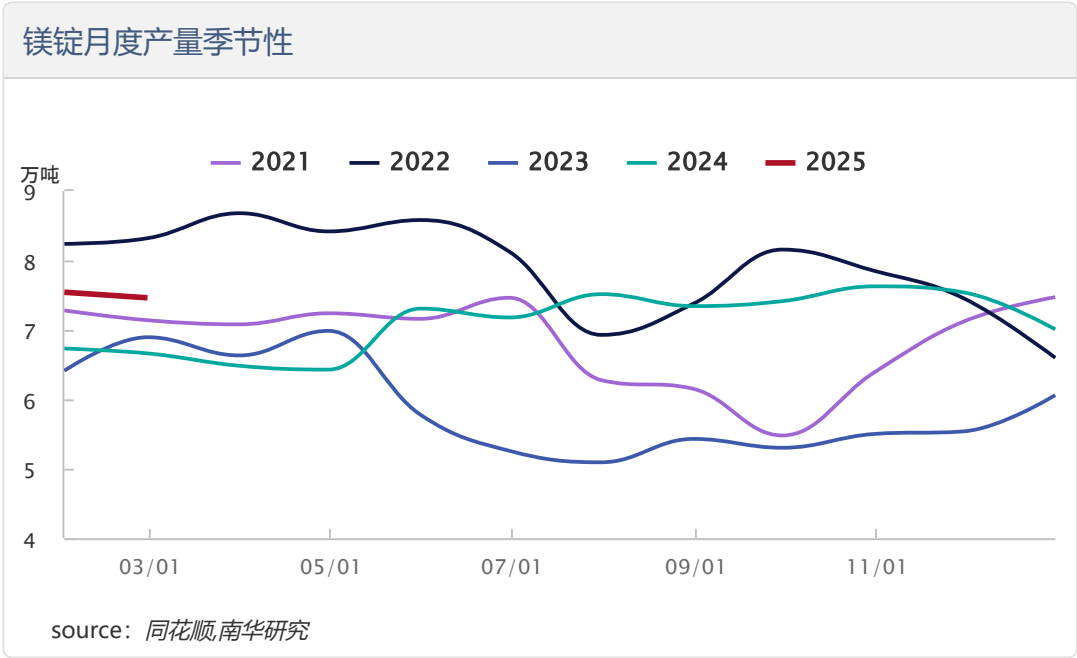
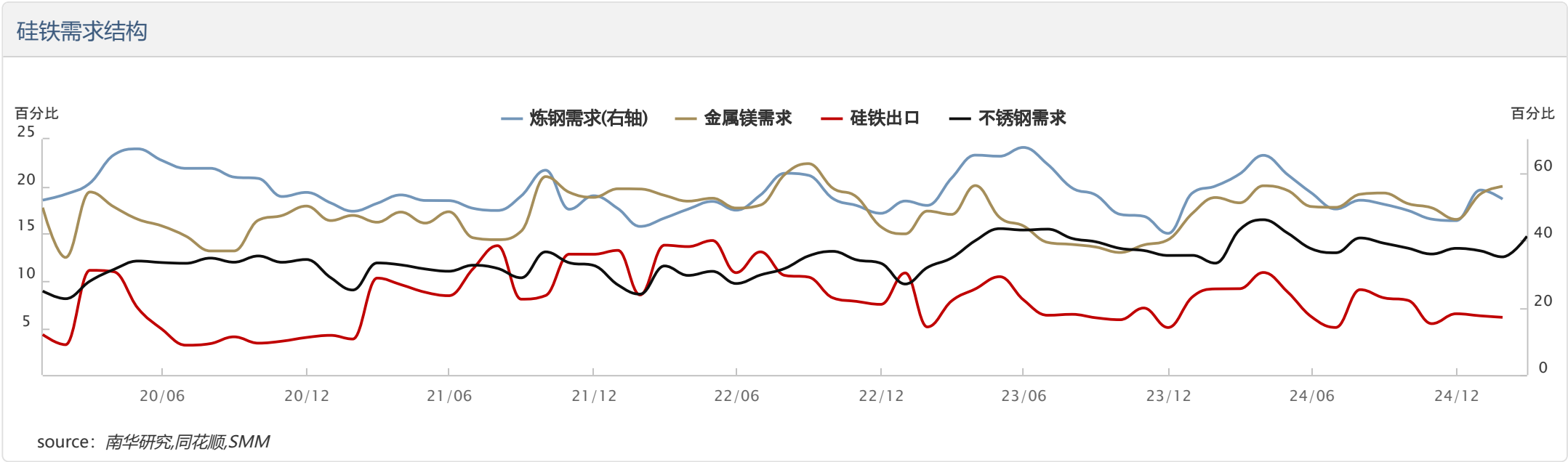


source: 南华研究

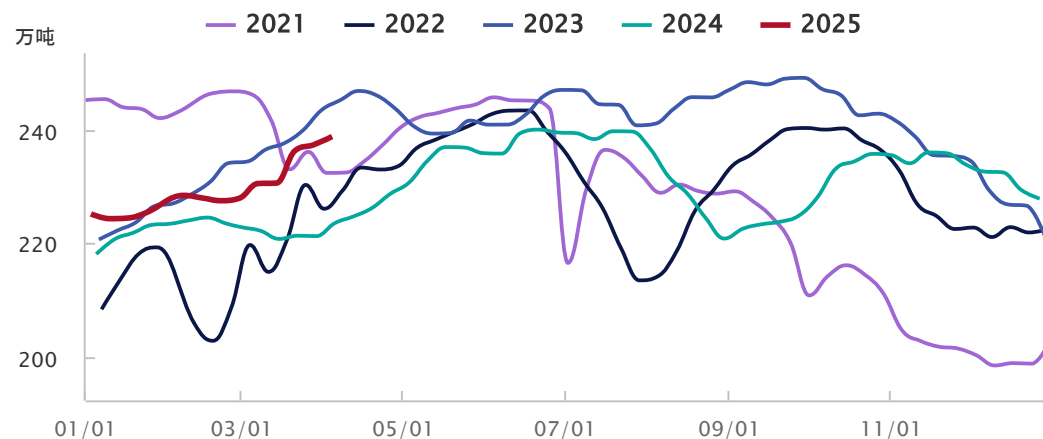
### 3.2 需求：一季度需求表现亮眼，但可持续性不强

一季度，硅铁综合需求表现好于去年同期。细分来看，金属镁、不锈钢厂生产积极，硅铁非钢需求旺盛；焦煤矿山持续让利，焦炭连续11轮提降，钢厂利润率明显改善，支撑铁水稳步增产，硅铁炼钢需求表现坚挺；俄罗斯硅铁相对国内硅铁有价格优势，转口贸易挤压我国硅铁出口市场，一季度硅铁出口整体萎缩。展望后市，近期不锈钢生产利润收缩，影响二季度工厂排产积极性，硅铁非钢需求或环比走弱。3月硅铁出口利润边际改善，二季度硅铁出口有望维稳。铁水尚在增产期，短期内硅铁炼钢需求有支撑，但近期钢厂利润

回落，或影响后续铁水增产高度。此外，特朗普发起的全球贸易战加剧了市场对经济前景的担忧，钢材直接出口和转口贸易遭受双重冲击，虽然已实施对美反制关税，但扩内需政策尚未出台，当前关税环境仍对钢材需求形成压制。综上，我们对二季度硅铁需求持谨慎态度。

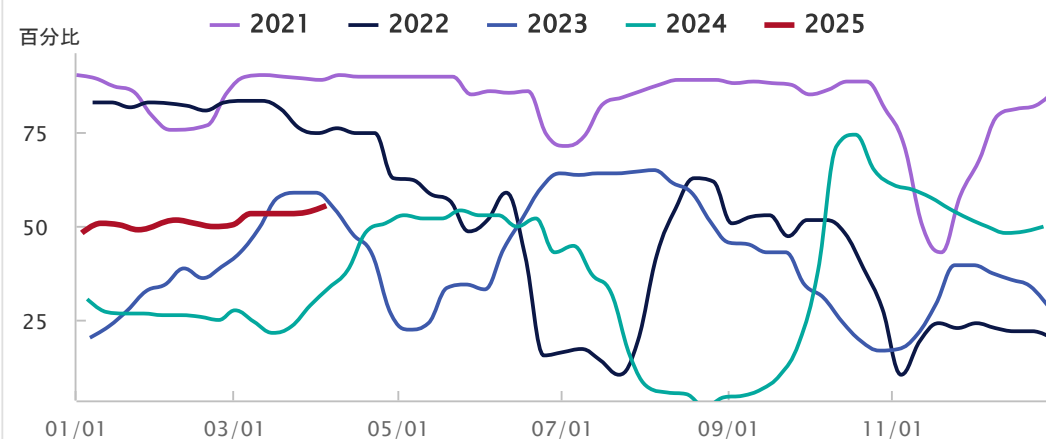


247家钢铁企业日均铁水产量



source: 钢联 南华研究

247家钢铁企业：盈利率：中国（周）季节性



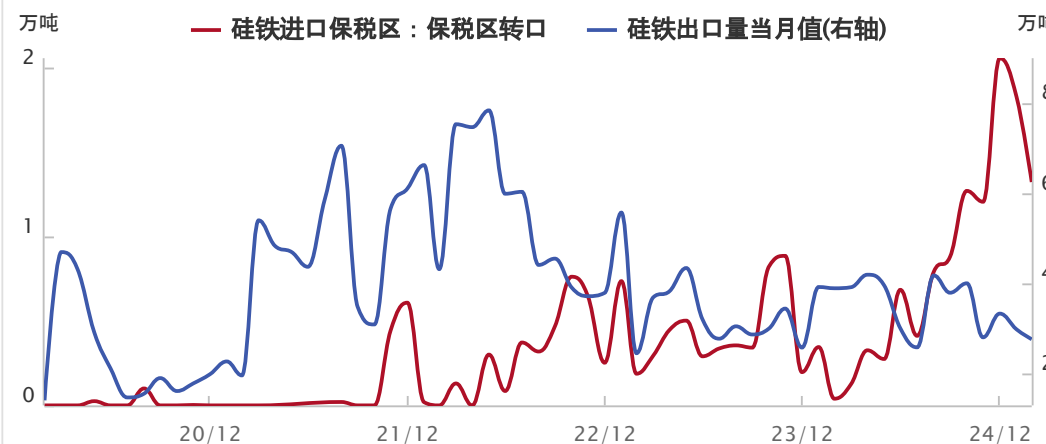
source: 钢联、南华研究

硅铁出口利润VS硅铁出口量



source: 南华研究,同花顺

硅铁保税区转口量VS硅铁出口量



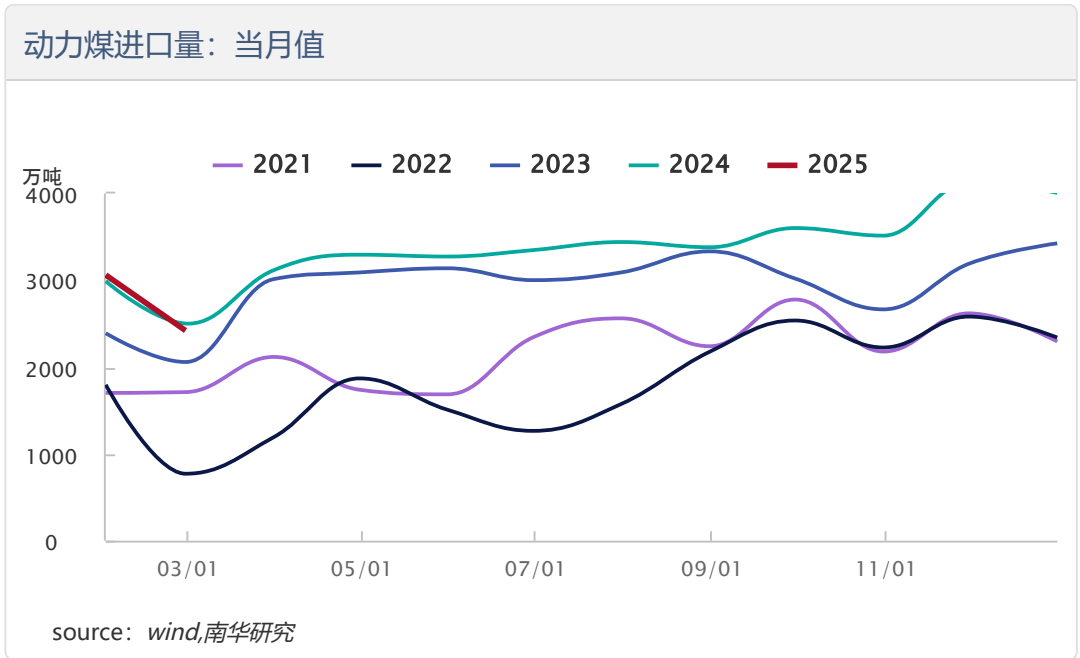
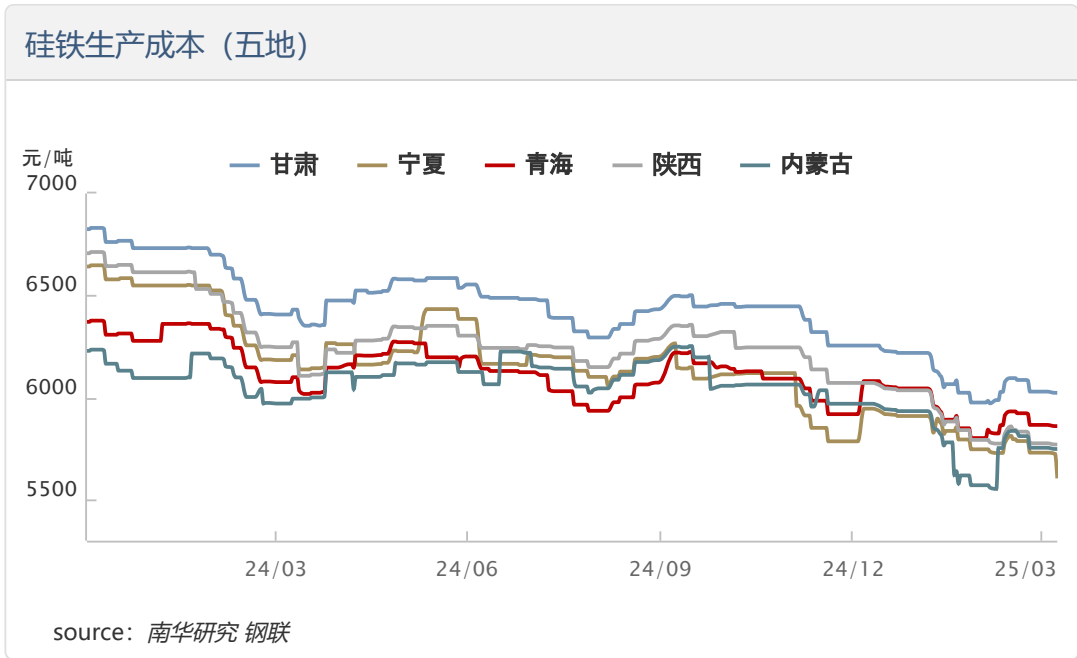
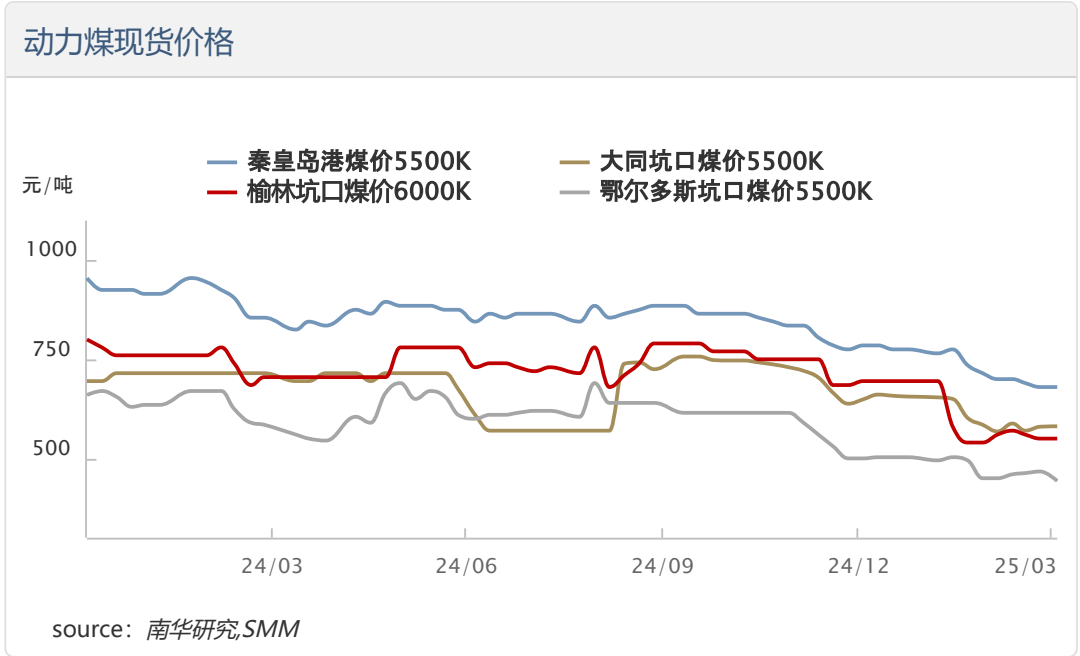
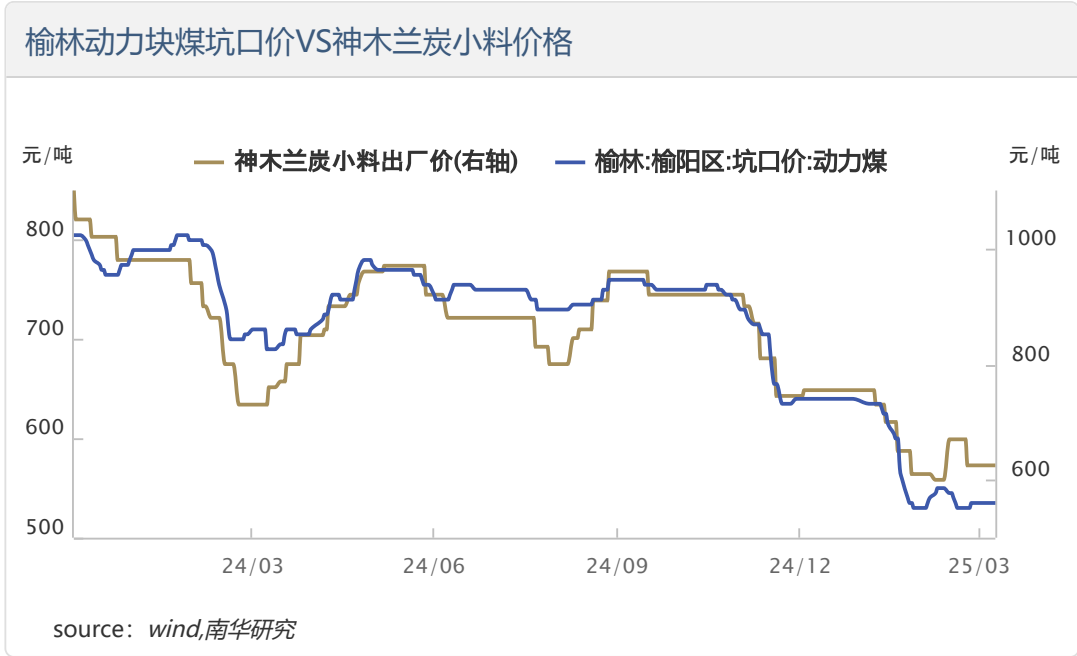
source: 南华研究,同花顺

### 3.3 成本：远月成本支撑仍然疲软

拆分硅铁成本可以发现，电力成本占硅铁总成本的一半以上，考虑到主产区电价波动并不频繁，占成本20%左右的兰炭是硅铁成本分析的重点。陕西榆林地区的弱粘煤是兰炭的主要原料，弱粘煤可用于发电提供动力，因此兰炭与动力煤价格相关性极高。一季度，主要港口动力煤持续累库，现货销售困难，坑口被迫降价，兰炭—硅铁成本坍塌。地方政府保经济和煤炭稳产保供双重因素影响下，短期内动力煤国内供应较为稳定，进口煤将成为调节国内煤炭总供应的重要边际变量。按照近期海外煤炭出港量推算，二季度动力煤到港



压力不大，港口煤炭库存压力有望缓和，煤价跌幅有望收窄。但从中长期来看，国内需求疲软叠加中美贸易战升级，我们并不看好远月煤价，硅铁成本支撑力度或进一步减弱。



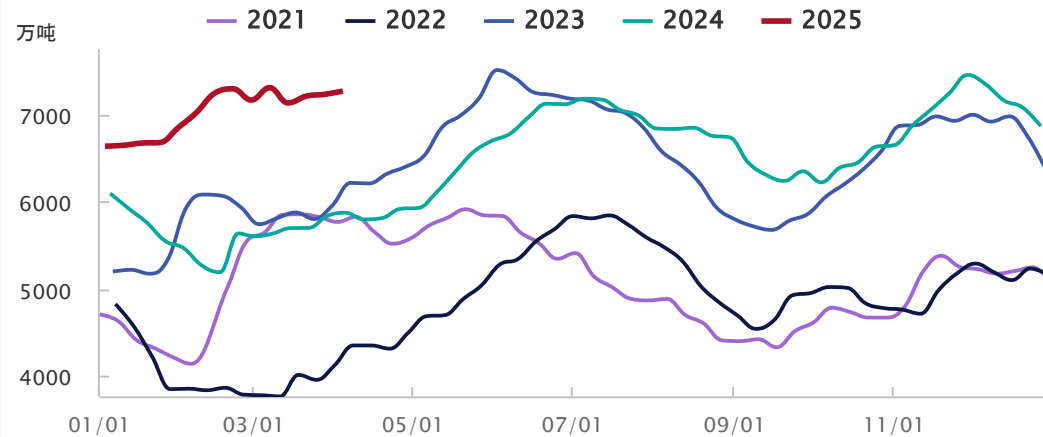


动力煤港口库存合计



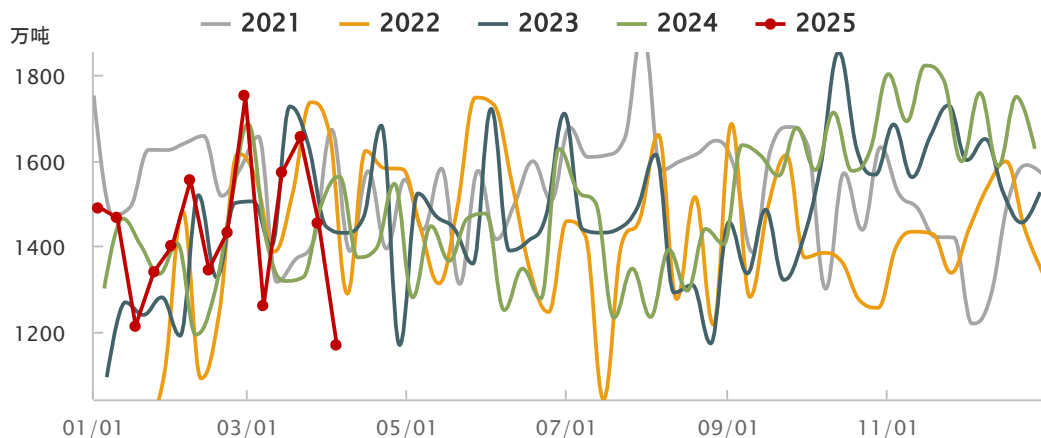
source: 南华研究,wind

动力煤：港口库存：55个港口：季节性



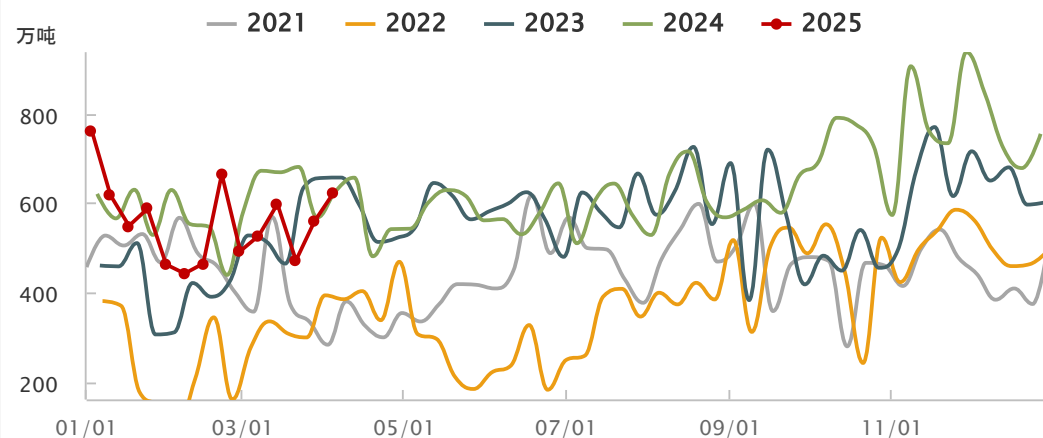
source: 南华研究 钢联

煤炭出港:动力煤季节性



source: SMM,南华研究

煤炭到港:动力煤季节性



source: SMM,南华研究

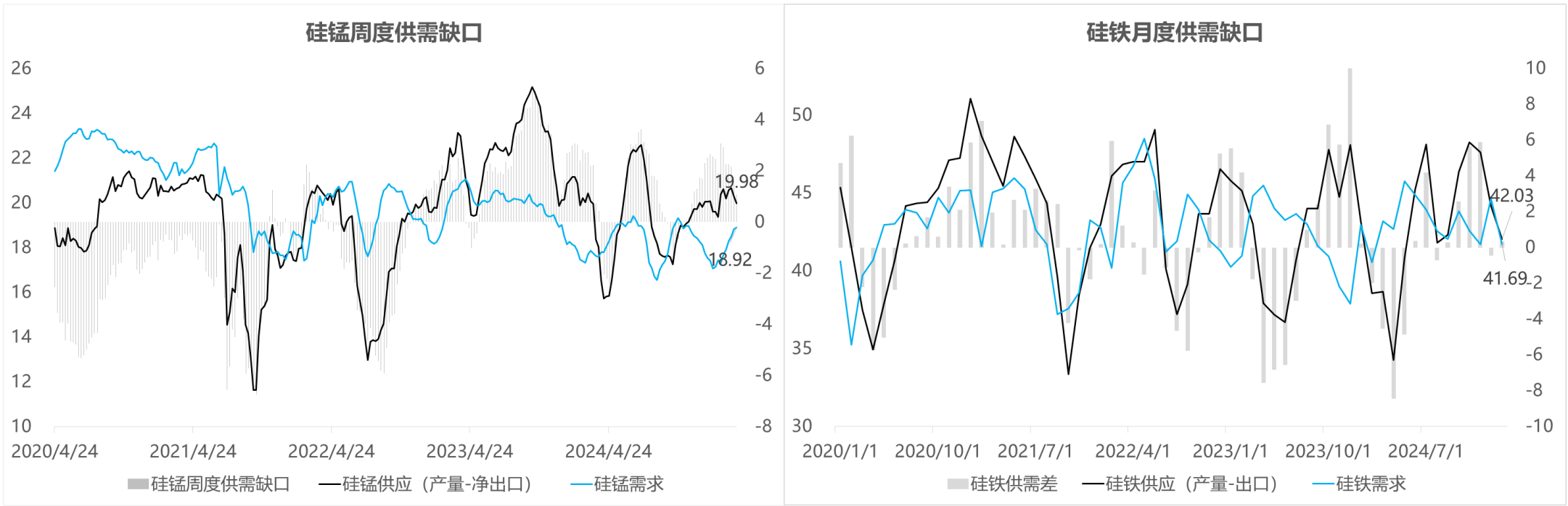
### 3.4 总结与展望：

现阶段硅铁主产区亏损严重，青海、甘肃、宁夏等主产区积极减产，下游铁水尚在增产期，短期内硅铁炼钢需求有支撑，硅铁近月基本面改善，主力盘面有所反弹。不过，考虑到硅铁供应恢复能力较强，若无需求端超预期支撑，此轮反弹缺乏想象空间。近期钢厂利润回落，或影响后续铁水增产高度。此外，特朗普发起的全球贸易战加剧了市场对经济前景的担忧，钢材直接出口和转口贸易遭受双重冲击，虽然已实施对美反制关税，但扩内需政策尚未出台，当前关税环境仍对钢材需求形成压制。因此，我们对二季度需求持谨慎态

度。成本端，地方政府保经济和煤炭稳产保供双重因素影响下，短期内动力煤国内供应较为稳定，进口煤将成为调节国内煤炭总供应的重要边际变量。按照近期海外煤炭出港量推算，二季度动力煤到港压力不大，港口煤炭库存压力有望缓和，煤价跌幅有望收窄。但从中长期来看，国内需求疲软叠加中美贸易战升级，我们并不看好远月煤价，硅铁成本支撑力度或进一步减弱。综上，硅铁反弹空间有限，产业关注低基差下的套保机会。

策略建议：单边建议观望，套利做多SF-SM06价差

风险点：主产地能耗双控，需求超预期增长，产区企业超预期减产，煤炭供给侧改革，出台进口煤炭限制政策



## 免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路136号横店大厦  
邮编：310008  
全国统一客服热线：400 8888 910  
网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)  
股票简称：南华期货  
股票代码：603093



Bigger mind, Bigger fortune  
智慧创造财富