

## 硅锰套保时机如何抉择

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

### 报告要点

硅锰短期不太可能减产，中期复产空间稍小。因消息面导致投机加剧，高波动下或可在 6900 附近轻仓逢高试空，上游产业可逢高套保。若波动收敛降低，市场参与者可观望价格能否企稳在 6300-6400 左右，择机介入多单，等待节后复产正反馈兑现。

### 摘要：

在上周五加蓬锰矿巨头康密劳公布对华加蓬块最新远月报盘后，尽管产业层面供需变化微乎其微，现货市场交投稍显冷清，但硅锰盘面延续了前期强势表现。我们认为硅锰近期价格上行较为合理，是对先前“减产负反馈”证伪后的修正，不过与此同时，因投机高波动导致的过快上涨也在透支部分未来“复产正反馈”的空间。

硅锰短期不太可能减产，中期复产空间稍小。因消息面导致投机加剧，高波动下或可在 6900 附近轻仓逢高试空，上游产业可逢高套保。若波动收敛降低，市场参与者可观望价格能否企稳在 6300-6400 左右，择机介入多单，等待节后复产正反馈兑现。

**风险因素：**1、锰矿发运扰动。2、下游需求不及预期。3、能耗管控加严。

### 黑色建材研究团队

研究员：

余典  
从业资格号 F03122523  
投资咨询号 Z0019832

陶存辉  
从业资格号 F03099559  
投资咨询号 Z0020955

张真  
从业资格号 F03106996  
投资咨询号 Z0021418

## 目 录

摘要： .....	1
一、 减产证伪，前期价格负反馈合理修正 .....	3
二、 节后硅锰复产概率大，锰矿供需或进一步转紧 .....	4
三、 中期价格上行驱动仍在，短期谨防投机过热 .....	5
免责声明 .....	6

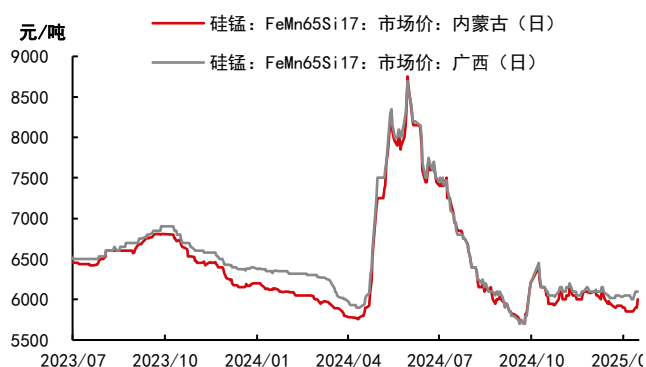
## 图表目录

图表 1： 硅锰现货价格 .....	3
图表 2： 硅锰期货价格 .....	3
图表 3： 硅锰：产量：中国（月） .....	3
图表 4： 硅锰：日均产量：中国（周） .....	3
图表 5： 锰矿工厂补库累计值 .....	4
图表 6： 锰矿出港：南非+澳大利亚+加蓬：汇总 .....	4
图表 7： 锰矿：港口库存：全国（周） .....	4
图表 8： 硅锰：成本与现货利润：内蒙古 .....	4
图表 9： 硅锰：产量：中国（周） .....	5
图表 10： 锰矿：库存：中国（周） .....	5

四季度产业基本面改善显著，但在12月以来宏观和黑色情绪压制下，硅锰期现价持续阴跌，但成本变化不大，锰矿价格始终坚挺，状态类似“减产负反馈”的前奏。

在上周五加蓬锰矿巨头康密劳公布对华加蓬块最新远月报盘后，尽管产业层面供需变化微乎其微，现货市场交投稍显冷清，但硅锰盘面延续了前期强势表现。我们认为硅锰近期价格上行较为合理，是对先前“减产负反馈”证伪后的修正，不过与此同时，因投机高波动导致的过快上涨也在透支部分未来“复产正反馈”的空间。

图表1：硅锰现货价格



资料来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

图表2：硅锰期货价格

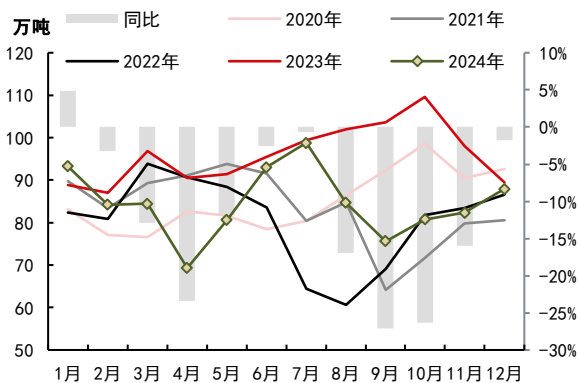


资料来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

## 一、减产证伪，前期价格负反馈合理修正

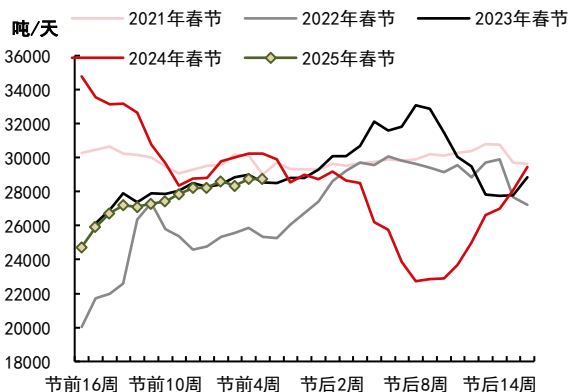
由于三季度锰系价格表现过于弱势，中游合金厂、上游矿山均有不同程度的减产，且各个环节经历了较长时间的去库存。四季度硅锰复产后，锰矿刚需和补库强度回升。

图表3：硅锰：产量：中国（月）



资料来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

图表4：硅锰：日均产量：中国（周）



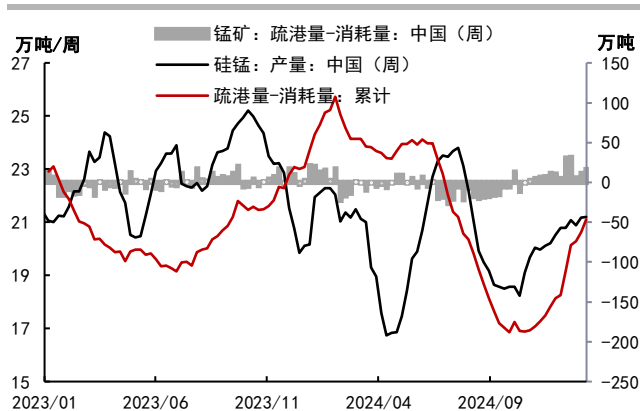
资料来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

锰矿“疏港量-消耗量”反映合金厂对锰矿补库情绪，从9月底至今，工厂补库总量接近150万吨。三季度锰矿价格下跌幅度较深，导致海外锰矿山出现减产，

四季度中国到港大幅减少，国内锰矿供需发生反转，港口库存去化速度过快，钢联数据显示锰矿库存从 11 月初的 561 万吨去库至本周的 390.7 万吨，去库幅度达到 30%。硅锰原料在下游补库带动下价格表现偏强，成本支撑明显抬升。

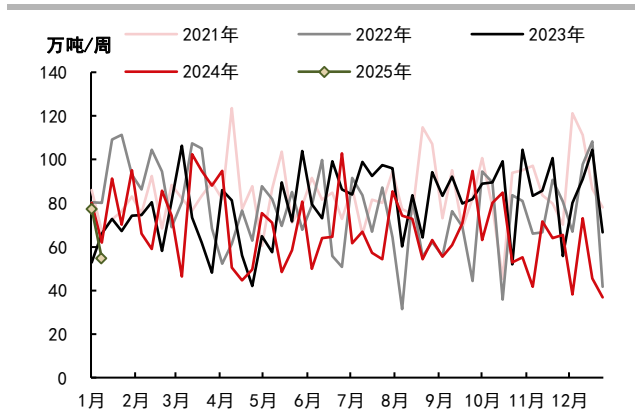
尽管产业基本面变化较为显著，但在 12 月以来宏观环境和下游黑色市场的低迷情绪压制下，硅锰期现价格经历了一个月左右的阴跌。在阴跌过程中，不难发现硅锰成本变化不大，特别是锰矿价格始终坚挺，主要是中游加工环节利润持续承压，这一过程类似“减产负反馈”的前奏，但根据我们的测算，硅锰目前累库强度小于 0.5 万吨/周，这一均衡的供需格局，使得减产又无法真实发生，因此减产证伪后的价格反转具备合理性。

图表5：锰矿工厂补库累计值



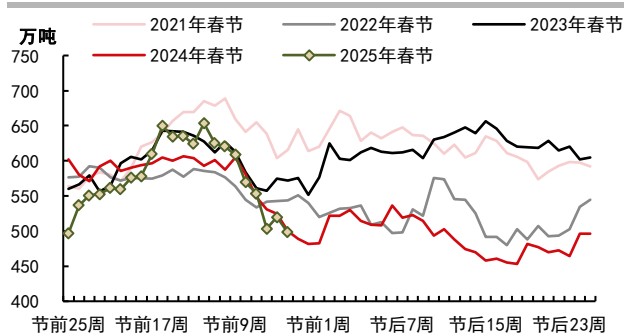
资料来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

图表6：锰矿出港：南非+澳大利亚+加蓬：汇总



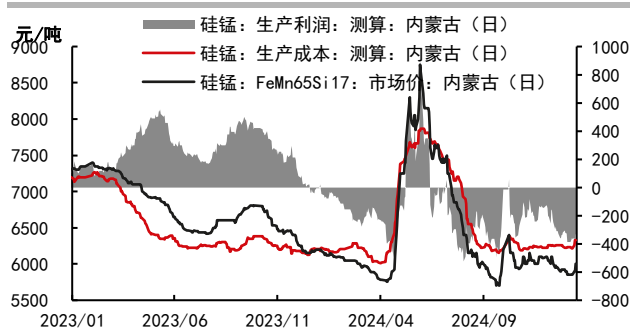
资料来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

图表7：锰矿：港口库存：全国（周）



资料来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

图表8：硅锰：成本与现货利润：内蒙古



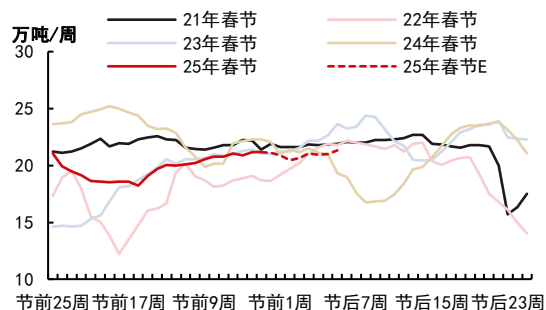
资料来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

## 二、节后硅锰复产概率大，锰矿供需或进一步转紧

后续来看，显而易见的是春节过后，下游建材供需将出现季节性回升，届时硅锰大概率会跟随复产，但产量上行空间可能不及上一轮复产（17 万吨/周复产至 20 万吨/周）的量级，目前过快的上涨可能透支了部分未来“复产正反馈”的

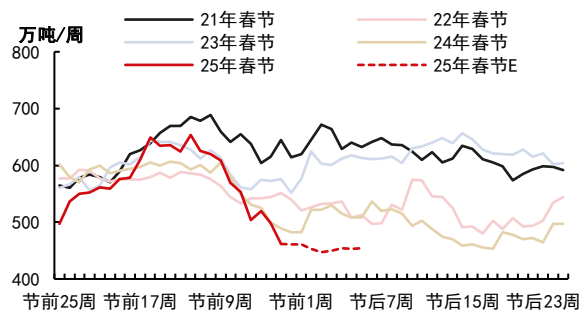
空间。此外，市场传言加蓬 2 月对中国发运量将对比常量减半甚至以上，使得原本较低的锰矿库存预期进一步收紧，但目前加蓬并未遭遇任何发运瓶颈，这一消息或需谨慎对待。

图表9：硅锰：产量：中国（周）



资料来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

图表10：锰矿：库存：中国（周）



资料来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

### 三、中期价格上行驱动仍在，短期谨防投机过热

锰矿港口市场报价显著探涨，NMT 南非半碳酸最新报盘 4.05 美元/吨度，然锰矿工厂冬储补库进入尾声，成交一般。广西桂林地区基本电价下调，但当地工厂复产有限，其余南方地区仍有春节减量预期；北方产区目前保持满产状态，硅锰短期不太可能减产，中期复产空间稍小。因消息面导致投机加剧，高波动下或可在 6900 附近轻仓逢高试空，上游产业可逢高套保。

若波动收敛降低，市场参与者可观望价格能否企稳在 6300-6400 左右，择机介入多单，等待节后复产正反馈兑现。

**风险因素：**1、锰矿发运扰动。2、下游需求不及预期。3、能耗管控加严。

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

## 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>