

铁合金

自身驱动有限 有底无高为主

2024 年 11 月 24 日

● 主要结论

- 2024 年铁合金行情经历了较为波澜壮阔的上涨和随之的下跌，在四季度重新出现企稳的迹象。从品种来看，锰硅走势波动率最大，硅铁波动略小。横向来看，铁合金是黑色金属产业链中，走势相对坚挺的品种。黑色金属产业链商品 2024 年下行的主要原因在需求总体趋于萎缩，而不同品种间成本支撑和供需略有差异导致了跌幅的差异。
- 2024 年钢材下游需求总体受地产继续下行的拖累较大。国家统计局发布数据显示，1—10 月份，全国房地产开发投资 86309 亿元，同比下降 10.3%（按可比口径计算），房屋新开工面积 61227 万平方米，下降 22.6%，房屋竣工面积 41995 万平方米，下降 23.9%。均为大幅萎缩。根据我们对各下游行业用钢量的折算，地产用钢的高峰出现在 2021 年 6 月，而经过三年的回落，近几个月较最高点下行近八成。但同比 2023 年地产用钢的下行缩窄至二成左右，但 2024 年钢材需求降幅总体趋缓，需求增加的行业也出现了增加，按照增速分别为：集装箱、造船、出口、热力设施、铁路、机械、汽车、家电。按照我们对绝对下游的统计，总体 2024 年用钢量同比基本持平，由于出口增速较快，剔除出口，内需约减少 2.5%，降幅不算太大，但是结构性上对建材需求减少更为显著。
- 展望 2025 年铁合金需求的主线即钢材需求，首先房地产用钢量的下行可能已经见底，环比继续回落空间有限。货币财政政策继续托底基建，年末贸易商调研得知地方政府回款看到一些好转。内需预计能够回稳。但是钢材出口承受能否维持增长的疑虑较多，我们总体认为 2025 年钢材需求有底部回升的可能性。因此对黑色产业链商品总体趋势不太悲观。
- 供给是 2024 年铁合金相对其他黑色金属产业链商品走势相对跌幅最小的主要原因。分为锰矿的成本支撑及短缺炒作加上电力价格总体持稳带来的成本支撑。
- 预计 2025 年锰矿有底无高，但目前的价格非主流锰矿发运已无利润，大矿山又有限产保价的意图因此锰矿很难继续下行。同时 2025 年南 32 的澳矿还会复产重新发运锰矿，则锰矿很难再出现硬性缺口，因此锰矿供给面有支撑、无高度的概率较大。2025 年电力成本的支撑仍在，新能源崛起对铁合金行业的影响仍然有待观察。
- 总体而言，从需求来看，黑色产业链 2025 年价格并不悲观，可能偏强为主，但是铁合金市场供给潜力大，价格靠自身供需驱动大行情的概率不大，走势有底无高。因此 2025 年铁合金价格震荡偏强概率较大。

国信期货交易咨询业务资格：

证监许可【2012】116 号

分析师：李文婧

从业资格号：F3069340

投资咨询号：Z0015101

电话：021-55007766-305162

邮箱：15568@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、 市场行情回顾

2024 年锰硅期货价格走势经历了四个阶段，二三季度走势较为壮观，一四季度略显平淡。

第一阶段：1-3 月锰硅延续 2023 年的下跌。博易大师锰硅期货加权合约从 6382 元/吨最低跌至 6071 元/吨。锰硅 2023 年整体震荡下行，在 9 月反弹后连续下跌了 6 个月。锰硅的下行和其供需过剩相关。2023 年锰硅产量出现 2 位数增长而钢材需求回落。2023 年底开始，锰矿价格低迷，锰矿进口开始减少，2024 年初锰硅生产利润不佳减产，对于锰矿端供需双双收缩，矿端出现了不安定因素。

第二阶段：4、5 月锰硅期货一飞冲天，价格转折大幅向上。博易大师锰硅期货加权合约从 6071 元/吨最高涨至 9830 元/吨。锰硅急涨主因在于锰矿。3 月后 South32 发布不可抗力通知，由于飓风影响，锰矿 4 月前澳大利亚发货受阻。但当时评估由于锰硅厂在 4 月会出现大幅减产，锰矿供需双减虽有支撑但不会有明显短缺。但 4 月后 South32 季报表示发货影响将持续至 2025 年一季度，影响我国高品矿 1/3 供给，影响全部锰矿 1/10 供给，引燃市场走势。锰矿到港持续减少，锰矿库存回落。锰矿大幅上涨，抬升锰硅成本。但是期货盘面的走势领先锰矿，资金首先发现了机会，因此曾给予较高的盘面利润。较高的盘面利润使得锰硅厂生产利润恢复，增加了生产也增加了锰矿的需求，锰矿供需愈发紧张，价格接连走高。

第三阶段：6-9 月中旬的大幅下跌。截至 2024 年 9 月 20 日收盘博易大师锰硅期货加权合约从 9830 元/吨跌至 6027 元/吨，跌去第二阶段上涨的全部涨幅。前期伴随资金涌入锰硅期货市场，价格涨势较快，期货交易所进行了一系列的调控措施，包括限仓及调整手续费等。锰硅期货随之转跌。随着资金退潮，基本面经历了两个阶段的转变，6-7 月由于期货前期给予了较高利润，锰硅厂增产一时难以改变，仍然给予锰矿较强的供需支撑。期货锰硅虽然大幅下跌，但锰矿跌幅较小。锰硅厂利润由正转负。进入 8 月以后，锰硅厂开始减产减少对锰矿的需求，锰矿山康密劳远期报价先在 9 美金/吨度，后二次报价调整至 6 美金/吨度，锰矿价格塌陷，9 月伴随钢材减产需求低迷，黑链商品价格继续下行，锰硅价格近月打出新低。

第四阶段，9 月底至年末的震荡。在 9 月下旬以后，伴随宏观面转暖，锰硅价格触底反弹。产业链来看，锰硅产量由此前的锰矿紧张，锰硅过剩，转为锰矿宽松，锰硅供需转紧，产业链矛盾转变。但锰矿虽然转为宽松，大矿山却重新开始有限产保价的意图，且锰矿已经跌至中小矿山成本以下，继续下行面临成本支撑。锰硅端一方面锰硅厂亏损时间较长，市场减产比较明显，另一方面螺纹钢新旧国标转换后，螺纹钢旺季需求回暖，钢材生产利润转好，下游产量开始恢复，锰硅供需开始明显走好，市场价格震荡反弹。截至 2024 年 11 月 21 日锰硅博易大师加权指数收于 6344 元/吨，比 2023 年末下跌 0.6%。

图：锰硅期货指数日 K 线

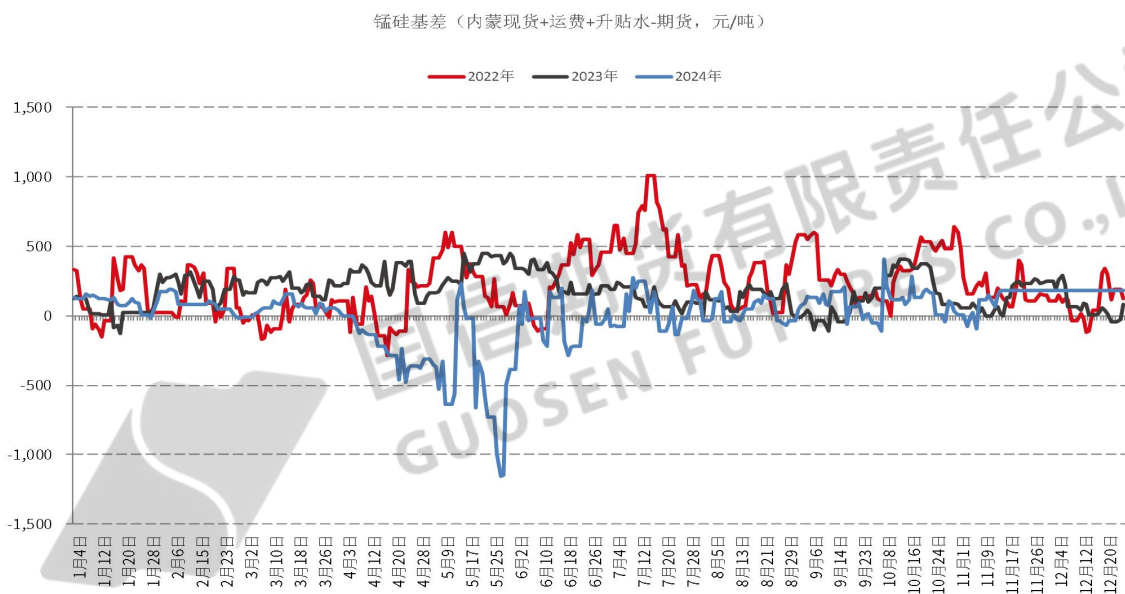


数据来源：博易大师 国信期货

2024 年 1-6 月锰硅钢招价格震荡回落后反转向，7 月再度回落，8 月大幅回落，9 月继续弱势，10、11 月出现回暖，根据上海钢联数据，标志性钢厂招标价 2024 年 1、2 月跌至 6450 元/吨，3 月继续回落至 6300 元/吨，4 月初钢招大幅下跌至 6000 元/吨，5 月大幅上涨至 8000 元/吨，6 月定价 8420 元/吨，7 月定价下跌至 7650 元/吨，8 月大跌至 6200 元/吨，9 月继续下跌至 5980 元/吨，10 月回升至 6200 元/吨，11 月定价 6280 元/吨。现货价格年初探底后 4-5 月大幅上涨，6 月后大幅回落，产地价格从 4 月初 5760 元/吨最高上涨至 8750 元/吨，随后 6 月下跌至 7500 元/吨，7 月继续下跌至 6750 元/吨，8 月底跌至 6000 元/吨，9 月底跌至 5750 元/吨，10 月回升至 5950 元/吨，11 月底继续回升至 6000 元/吨。

基差波动在 1-3 月，6-11 月总体正值震荡，但在 4、5 月大幅转负，盘面大涨曾把基差最低拉至-1000 元/吨以下，给期现套利打开了较大空间。

图：计算交割升贴水的锰硅基差（单位：元/吨）



数据来源：Wind 国信期货

2024 年硅铁期货也经历四个阶段，但 2024 年硅铁波动幅度小于锰硅。

第一阶段：1 月至 3 月底的慢跌阶段。此时硅铁价格延续 2023 年 9 月后的连续阴跌，价格下跌后硅铁厂开始减产，国内价格跌至海外价格下方，加上出口关税后出口利润仍然正，价格在 3 月已经跌无可跌。在 3 月前期期货持仓以减仓为主，3 月后，价格底部期货持仓缓慢增加，成交处于低位，并于 3 月 28 日达到市场价格最低点。

第二阶段：4 月至 5 月的上涨阶段。随着价格跌至低位，合金厂减产，市场供需开始偏向趋紧，期货市场量价齐升，与此同时硅铁的兄弟品种锰硅因为锰矿紧张发酵大涨，也带动了硅铁情绪的好转。伴随价格上涨，硅铁生产利润由负转正并在 5 月底超过千元，出口利润由正转负。硅铁市场生产并不存在供给瓶颈，能源电力也并未出现紧张，但在 5 月底一则消息《2024—2025 年节能降碳行动方案》出炉，虽然市场早有预期且暂无对现货的影响，但情绪发酵后市场开始类比 2021 年硅铁大涨的情形，硅铁期货涨停，并于涨停第二天见顶。

第三阶段：6月至9月价值回归的下跌。经过一个周末的理性思考，市场发现硅铁生产并无瓶颈，千元以上的生产利润可持续性不高，6月开始硅铁价格回落并连续阴跌至今。但伴随价格跌至9月后，硅铁生产利润逐步回落。在9月底硅铁成本支撑预计重新开始显现。

第四阶段：9月下旬至年末的震荡。前期伴随硅铁生产利润回落，硅铁产量有所回落，价格跌至高值成本线受到较强支撑，叠加宏观转暖，黑色产业链商品价格回暖，硅铁价格开始反弹。

截至2024年11月21日，博弈大师硅铁加权合约收于6428元/吨，比2023年末下跌4.44%。

图：硅铁期货指数日K线

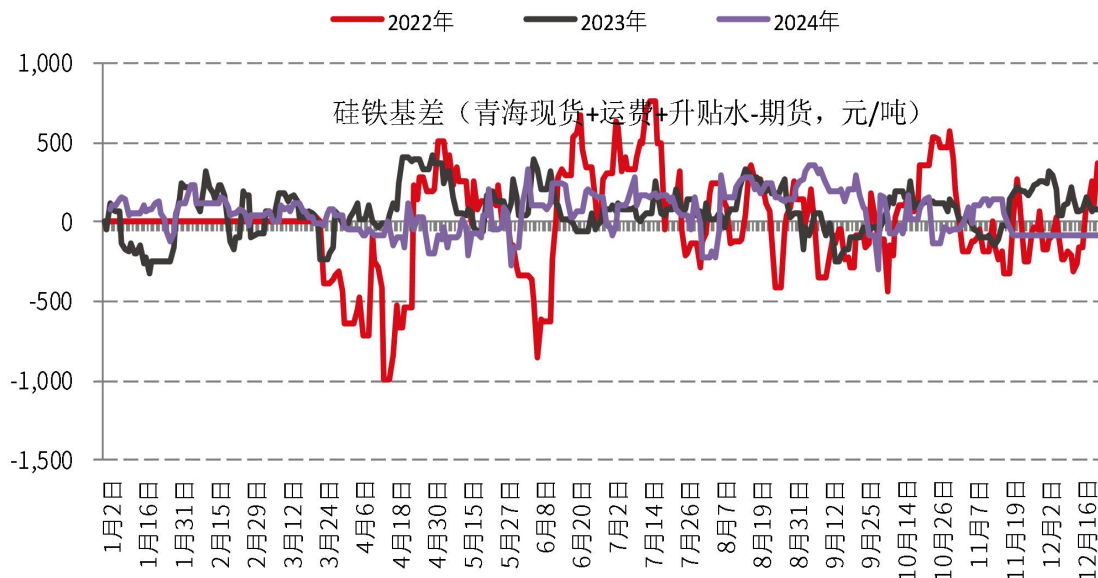


数据来源：博弈大师 国信期货

2024年1-6月钢招价格探底大幅回升后7、8、9月明显下跌，10月后开始止跌震荡。标志性钢厂钢招价格2024年1、2月跌至7020元/吨，3月6750元/吨，4月6600元/吨，5月跳涨至7300元/吨，6月为7550元/吨，7月下跌至7050元/吨，8月大幅下跌至6630元/吨，9月回落至6450元/吨，10月回升至6550元/吨。硅铁现货价格4、5月回升，6、7、8、9月下跌，10月回升至6600元/吨。根据上海钢联数据，产地价格从年初6550元/吨到2024年4月初最低跌至6100元/吨，5月末最高涨至7600元/吨，9月末跌至6000元/吨，10月底回升至6100元/吨，11月底又回落至6000元/吨。

2024年硅铁基差波动比前几年情况更小，二季度伴随硅铁期货上涨，现货跟涨略慢，基差小幅负值，其他情况基本基差正值为主，偶有负值。价差结构的高点由注销仓单后的新合约带领，注销仓单内的合约由于转抛压力受限。我们认为总体仍然可以认为硅铁是升水结构。

图：计算交割升贴水的硅铁基差（单位：元/吨）



数据来源: Wind 国信期货

横向来看,铁合金是黑色金属产业链中,走势相对坚挺的品种。同期螺纹钢期货主力跌幅 19.2%、热轧卷板期货主力跌幅 16.8%、铁矿石期货主力跌幅 24.8%、焦炭主力跌幅 23.7%、焦煤主力跌幅 33.2%。主要原因在于黑色金属产业链下游需求总体趋于萎缩,而不同品种间成本支撑和供需略有差异导致了跌幅的差异。

二、 供需分析

(一) 政策面对锰硅、硅铁的影响

宁夏发布 2023—2024 年冬春季大气污染防治攻坚行动方案(征求意见稿)。

乌兰察布市工信厅转发关于铁合金建设项目评估论证意见的函。

根据空气质量会商结果,预计 1 月 28 日至 31 日,天津市将出现一次污染天气过程。按照《天津市重污染天气应急预案》(津政办规〔2023〕9 号)有关规定,经市人民政府批准,天津市重污染天气应急指挥部发布重污染天气橙色预警,从 1 月 28 日 8 时起启动 II 级应急响应。

工信部等九部门联合印发《原材料工业数字化转型工作方案(2024—2026 年)》。

内蒙古统计局数据,内蒙古规上采矿业增加值同比增长 2.1%,增速较年初回落 4.3 个百分点,连续 4 个月呈现回落态势。主要行业中,煤炭开采和洗选业增加值同比增长 1.4%,增速较 1-11 月回落 0.3 个百分点。从产量看,2023 年全区规上原煤产量 12.1 亿吨,同比增长 0.2%,增速较 1-11 月回落 0.4 个百分点。内蒙古规上制造业增加值同比增长 11.7%,连续 9 个月保持两位数增长。全区 29 个规上制造业行业中,有 23 个行业增加值实现增长,增长面近八成。其中,非金属矿物制品业增加值同比增长 20.2%,增速较 1-11 月提高 1.6 个百分点;黑色金属冶炼和压延加工业增长 15.0%,加快 1.0 个百分点;化学原料和化学制品制造业增长 2.5%,加快 0.2 个百分点。主要产品增势强劲,单晶硅产量同比增长 42.3%,多晶硅增长 2.1 倍。内蒙古电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比增长 16.3%,连续 5 个月保持两位数增长。

其中，电力、热力生产和供应业增加值同比增长 15.5%，增速较 1-11 月加快 1.3 个百分点。2023 年全区规上工业企业发电量 7450.5 亿千瓦时，同比增长 14.3%，占全国发电量的比重为 8.4%。其中，火力发电量同比增长 12.9%，风力发电量增长 21.6%。

1 月 24 日，央行行长潘功胜表示，人民银行将于 2 月 5 日下调存款准备金率 0.5 个百分点，向市场提供长期流动性约 1 万亿元；明天将下调支农支小再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，并持续推动社会综合融资成本稳中有降。

2 月 20 日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布最新贷款市场报价利率（LPR），1 年期 LPR 保持 3.45% 不变，5 年期以上 LPR 下调 25 个基点，由 4.2% 调整至 3.95%。

工信部：到 2025 年，初步建立工业领域碳达峰碳中和标准体系。

South32 季报称暂停澳洲发运，预计至 2025 年一季度。后季报称影响全年澳矿发运。

2024 年 4 月 26 日加蓬铁路事故。Setrag 通知所有铁路用户暂时停止交通。由于 2024 年 4 月 26 日星期五发生的第 3473 号矿业列车脱轨，大约上午 8 点 52 分，在米洛尔和拉斯图维尔车站之间，近 300 米的轨道受损，26 辆空车脱轨，因此，2024 年 4 月 26 日（星期五）从欧文多火车站出发的列车被取消，技术小组正在事故现场部署，尽快恢复交通，具体影响 Mysteel 将持续跟踪。随后市场消息，该事故 27 日得到解除。

2024 年 5 月 23 日国务院关于印发《2024—2025 年节能降碳行动方案》的通知。

2024 年 7 月 15 日内蒙古自治区工信系统重污染天气应急响应专项实施方案（2024 年修订）通知。

2024 年 7 月 17 日国家发展改革委就《煤电低碳化改造建设行动方案（2024—2027 年）》答记者问。

2024 年 7 月 19 日山西大同市落实《空气质量持续改善行动计划》实施方案。

2024 年 7 月 30 日国务院办公厅关于印发《加快构建碳排放双控制度体系工作方案》的通知。

2024 年 8 月 8 日郑商所锰硅、硅铁期货迎来上市十周年。

8 月 30 日，在中国人民银行“货币政策工具”下的“公开市场业务”中，新增设的“公开市场国债买卖业务公告”显示，为贯彻落实中央金融工作会议相关要求，2024 年 8 月中国人民银行开展了公开市场国债买卖操作，向部分公开市场业务一级交易商买入短期限国债并卖出长期国债，全月净买入债券面值为 1000 亿元。随后商品市场、股票市场价格企稳回升。在 8 月购入国债后，9 月继续净买入 2000 亿元。

10 月根据中国人民银行消息，中国人民银行与财政部联合工作组召开首次正式会议，双方一致认为央行国债买卖是丰富货币政策工具箱、加强流动性管理的重要手段。货币政策外，财政政策落地，等待提升赤字。

10 月 12 日。国新办举行新闻发布会，介绍“加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展”有关情况。关于增量政策，财政部部长蓝佛安表示，主要包括以下四个方面：一是加力支持地方化解政府债务风险，较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务；二是发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本；三是叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止

跌回稳；四是加大对重点群体的支持保障力度。此外，蓝佛安部长还强调，“我们还有其他政策工具也正在研究中。比如中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间。”

10月31日宁夏关于印发《2024—2025年全区冬春季大气污染防治攻坚行动方案》的通知

11月6日内蒙古自治区人民政府网站刊登文章：乌兰察布：推动传统产业“老树发新芽”。

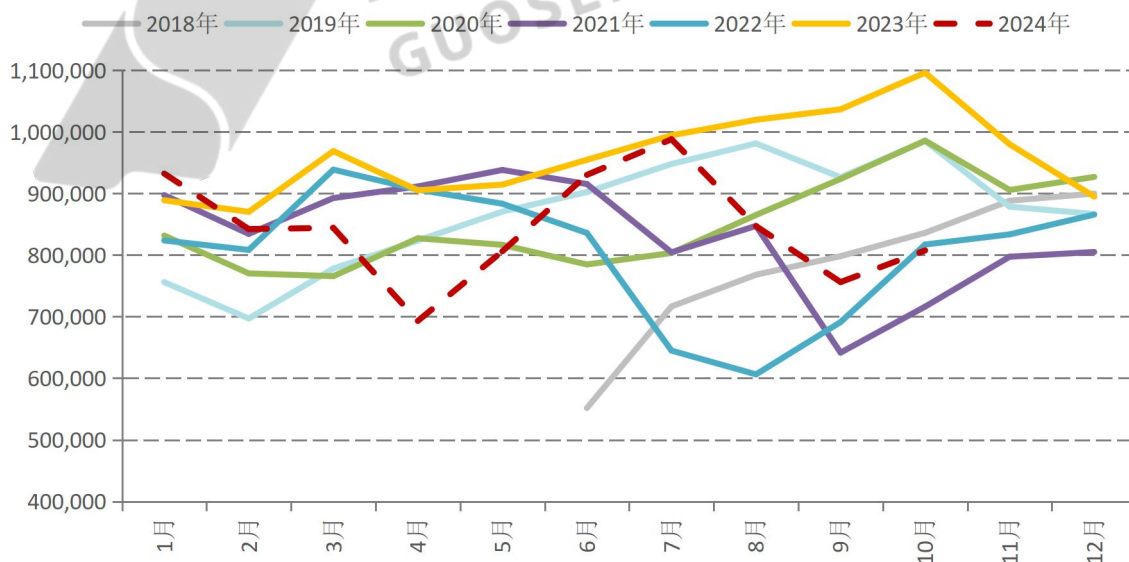
11月12日，内蒙古自治区能源局局长于海宇介绍，内蒙古统筹新能源与新能源装备制造业布局，坚持一手抓新能源开发、一手抓新能源装备制造，以呼和浩特、包头、鄂尔多斯、通辽为重点，坚持链式思维和集群配套发展，持续加强产品协作配套和链链合作，加速推进设备本地化生产，着力打造国家级新能源装备制造基地。

（二） 锰硅供给

从整体产业格局来看，2023年1-9月锰硅的合金产能过剩，但锰矿短缺，10月后开始产业格局反转，合金开始供需出现缺口，而锰矿过剩。2024年锰矿引爆了锰硅大行情。2024年一季度经历价格下跌后，锰硅生产企业3月后开始明显减产，4月出现剧烈减产，5月产量恢复，6、7月迅速增产，导致累计产量为负，但单月产量已经恢复至高位。锰硅产能较多，仅北方产量即可基本满足全国需求。2024年北方仍有较多的产能投放。8月后锰硅价格大跌但锰矿跌得慢，导致利润负值扩大，市场开始减产。9月锰硅产量维持低位格局。10月后锰矿到港明显增加而锰硅维持低位生产，产业格局发生扭转。

据Mysteel调查统计，锰硅1-10月累积产量：8446426吨，同比减12.5%。

图：锰硅产量（单位：万吨）



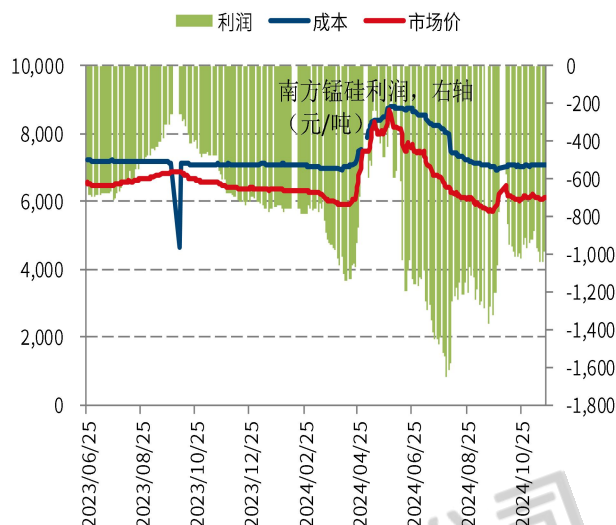
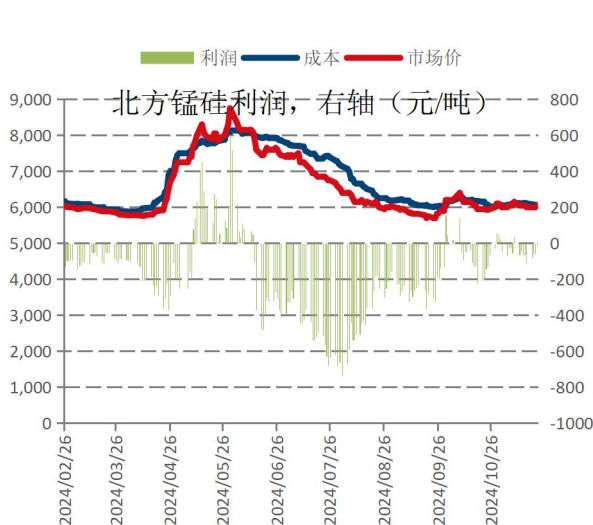
数据来源：Mysteel 国信期货

2024年锰硅生产利润先减后增再减分为三个阶段。1-4月中旬锰硅厂生产利润回落，一方面锰硅供需不佳，另一方面，锰矿率先回暖，挤压了锰硅利润。5月期货上涨后锰硅厂利润好转，由于期货市场资金流入，期货给予远期锰硅较高价格，因此锰硅的期现贸易商也给予现货高价，涨幅高于锰矿，锰硅生产利润

回升。三季度后期货回落，生产利润也随之回落。南方利润持续为负。

图：北方锰硅厂利润（单位：元/吨）

图：南方锰硅厂利润（单位：元/吨）



数据来源：WIND 国信期货

数据来源：WIND 国信期货

2024 年市场变化最大的是锰矿，也是上半年锰硅剧烈上涨的主因。但锰矿在 1-9 月存在缺口，但 10 月后供需发生转变，从短缺转为过剩。

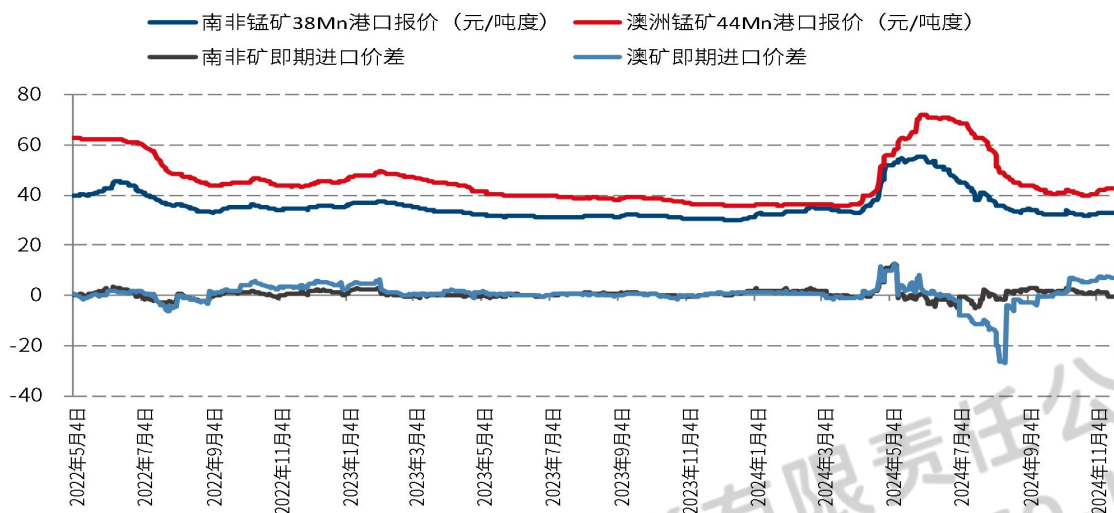
2024 年初随着锰硅价格下跌，锰矿亦跌至低位，随后南非第四大锰矿商 **UMK** 宣布因价格低减产，同时减少矿石对外销售量。锰矿到港减少库存回升。锰矿止跌反弹。但当时锰矿并不短缺，市场继续下跌。2024 年 3 月中旬全球第二大锰矿供应商 **South32** 发布不可抗力至 5 月，二季报中我们写到 **South32** 在 3 月发布不可抗力，当时我们评估影响澳矿 60 万吨的供给，我们预估 4 月锰矿供应萎缩 16%，但当时面临 4 月锰硅厂剧烈减产的预期，供需双减下，我们对锰矿的预估不够乐观。4 月后各大矿山大幅上调锰矿远月招标价，4 月 22 日，**South** 发布 1 季报，表示锰矿发运将影响至 2025 年一季度。锰矿随即剧烈上涨。6 月后加蓬也发布不可抗力延后一个月锰矿发运，预计 8 月会成为加蓬锰矿到港真空期，也会增加影响市场当月 10% 的供应。锰矿紧张的情况预计在 9 月前仍然延续。但是伴随锰矿价格大涨，非主流矿发运增加，高品矿虽然紧张，但下游锰硅生产企业调整高品氧化矿使用比例，普遍预估高品矿使用比例从 30% 下调至 10% 左右。此外，锰矿中主要生产电解锰的加纳矿迅速流入锰硅生产市场，加纳矿品位虽然较低，普遍为 25% 左右，但是烧结后性能较好，能够替代任何锰矿。

上涨时锰矿是推动因素，下跌后锰矿有支撑的心，但未能支撑起锰硅价格，下跌的驱动在于期货资金、仓单以及现货疲软的需求。三季度锰矿开始跌幅小于锰硅，进口矿成本跌幅小于港口价，生产利润、内外价差严重倒挂。进入 8 月后出现了两大变化和一个消息。第一大变化是黑链跌跌不休，螺纹钢产量一降再降，直接影响了锰硅的下游需求，标志性钢厂正常在月初定标定价，但 8 月直到下旬才确定采购锰硅价格。需求迟滞伴随价格下跌，使得锰硅厂利润大幅回落，锰硅厂减产影响锰矿价格，进而锰矿挺价不牢。加蓬矿 9 月招标先定价 9 美金/吨度，随后二次调整为 6 美金/吨度，矿山不再挺价，锰矿价格塌陷。消息面上，国家收储锰硅，量略超预期。9 月锰矿在锰硅减产维持弱势，矿山不再挺价，低品矿价格回归。

10 月后锰矿到港明显上升，大矿山报价开始低于 2023 年底。矿山的博弈态度决定未来锰矿的走势。从绝对供需来看，第一锰矿当前过剩，第二如果 2025 年 **South32** 澳矿复产则锰矿过剩会加剧。因此如果

大矿山选择价格领先的博弈模型，以价促销占领市场，则锰矿有可能会跌向大矿山的现金成本，把中小矿山全部赶出市场，让锰矿市场硬性出清。如果大矿山采取利润领先的博弈模型，则在当前的价格会考虑控制产量，让锰矿价格稳在其完全成本上方，在中小矿山的完全成本下方，则锰矿市场缓慢出清，价格有底部支撑。目前来看 10 月以后 UMK 再度放出消息会控制产量，康密劳也发布报告下调 50 万吨产销预期。则大矿山明显选择了限产保价。加之当前价格小矿山发货已无利润，锰矿继续下跌空间有限。

图：锰矿进口报价及港口现货报价（单位：美元/吨度，元/吨度右轴）

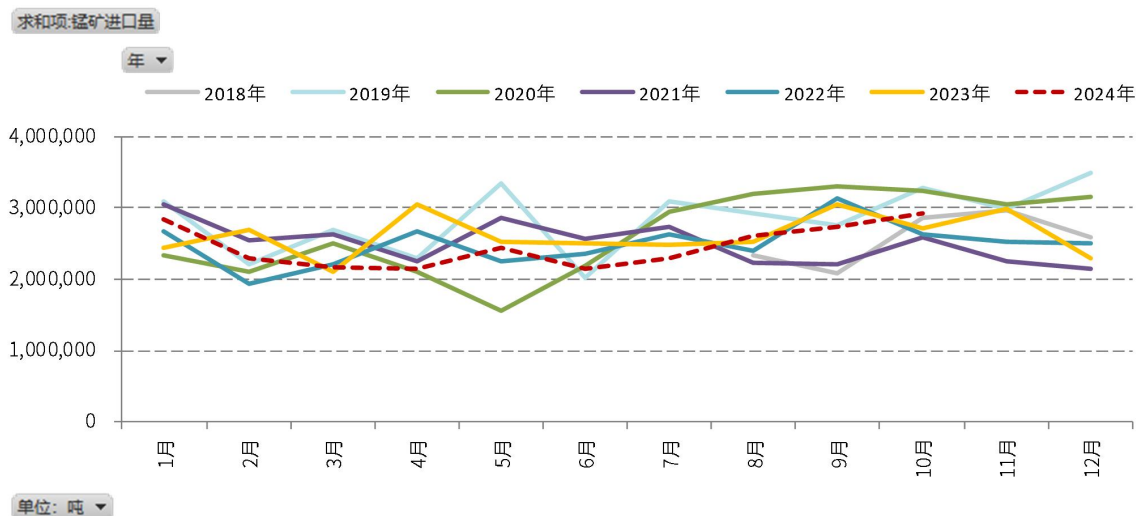


数据来源：Mysteel 国信期货

此前报告中我们预估锰矿进口一直到9月底前都会偏紧，实际也是如此，但在下跌时，期货下跌后，现货锰硅减产，锰矿未能支撑价格，10月后锰矿到港上升，进口预计继续回升，锰矿回到过剩格局。

据海关总署数据统计显示，2024 年 10 月全国锰矿进口量 2930905.758 吨，环比增长 7.34%，同比增长 8.2%。2024 年 1-10 月锰矿进口量累计 24535976.517 吨，同比（26,139,933）下降 6.14%。

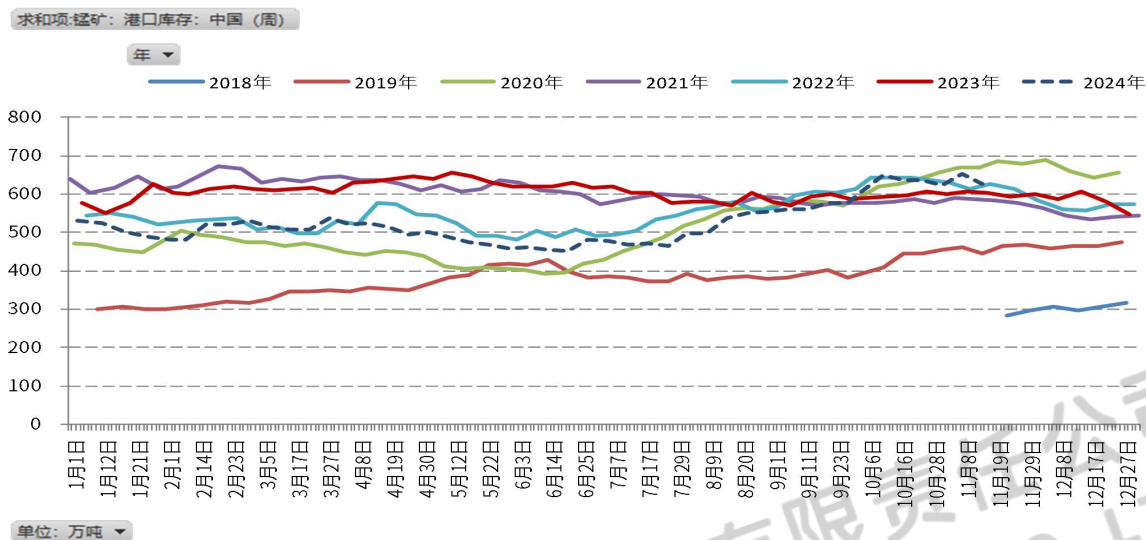
图：锰矿进口量（单位：万吨）



数据来源：Mysteel 国信期货

虽然锰矿进口总体仍然减少，但锰矿库存在 2024 年 6 月见底后，三季度环比有所回升。从锰矿的供需来看，三季度锰矿进口仍然是偏低的，库存的回升主因在于锰硅厂在价格下跌后主动去库，及主动减产导致锰矿的需求随之回落。从实际供需来看，隐性库存去化概率较大。但 10 月后锰矿转为过剩，锰矿港口库存继续回升，同比由负转正。截至 2024 年 11 月 15 日，锰矿港口库存 625.2 万吨，同比上升 5.4%。

图：锰矿库存（单位：万吨）



数据来源: Mysteel 国信期货

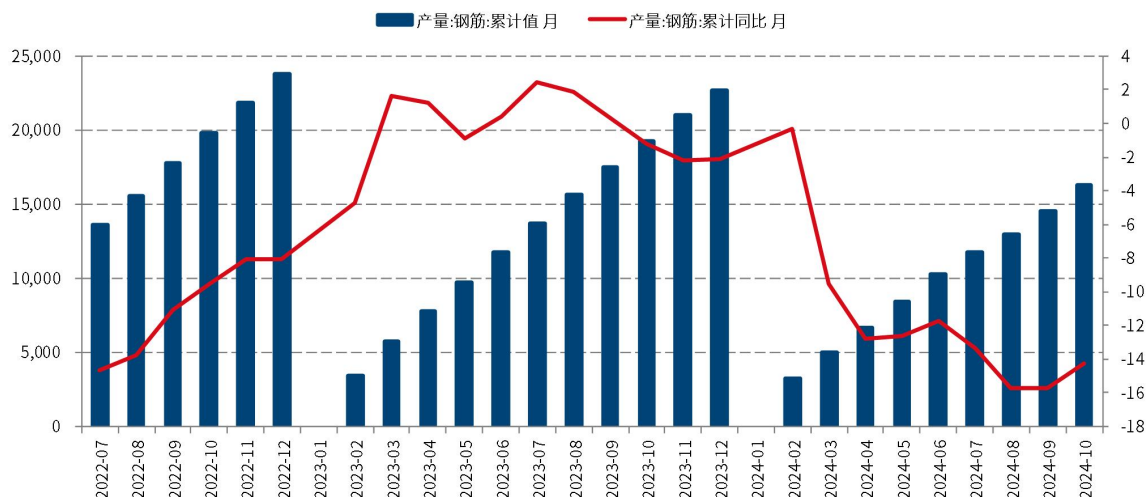
(三) 锰硅需求

锰硅需求主要在炼钢行业，也有小部分用于铸造等。而炼钢行业中，锰硅用量最大的品种是钢筋，也就是我们经常说的螺纹钢，总体来说 2024 年 1-9 月需求明显回落，10 月后回升。

国家统计局最新数据显示，国家统计局最新数据显示，2024 年 10 月份，中国钢筋产量为 1771.6 万吨，同比下降 1.9%；1-10 月累计产量为 16281.3 万吨，同比下降 14.3%。10 月份，中国中厚宽钢带产量为 1702.5 万吨，同比下降 1.2%；1-10 月累计产量为 17770.0 万吨，同比增长 2.2%。10 月份，中国线材（盘条）产量为 1212.7 万吨，同比增长 9.7%；1-10 月累计产量为 11254.4 万吨，同比下降 2.9%。

螺纹钢用锰硅量最大，三季度螺纹钢换新国标，部分钢厂减产螺纹钢，对锰硅用量影响较大。但 10 月后螺纹钢旺季需求边际好转，生产利润回升，螺纹钢产量也随之上升。

图：钢筋产量（单位：吨、%）



数据来源: Mysteel 国信期货

2024 年锰矿在 10 月前偏向短缺, 锰硅在 10 月前偏向过剩, 但 10 月后供需结构发生了较大的转变, 产业链从锰矿短缺转为过剩, 锰硅从过剩转为有缺口。往下看, 锰矿山大矿限产挺价意愿较为强烈, 小矿山亏损发货意愿下降, 使得锰矿成本出现较强支撑。锰硅生产利润不佳, 南方大额亏损, 北方微亏, 生产处于低位。需求来看, 锰硅主要需求方螺纹钢行业出现复苏, 需求有望出现回升。产业链转好迹象比较明显。叠加宏观因素影响。锰硅年末震荡为主。

展望 2025 年锰硅需求, 首先房地产用钢量的下行可能已经见底, 环比继续回落空间有限。货币财政政策继续托底基建, 年末贸易商调研得知地方政府回款看到一些好转。内需预计能够回稳。但是钢材出口承受能否维持增长的疑虑较多。我们总体认为 2025 年钢材需求有底部回升的可能性。因此对黑色产业链商品总体趋势不太悲观, 锰硅也是如此。

供给方面, 锰硅的主要成本为锰矿和电力。目前的价格非主流锰矿发运已无利润, 大矿山又有限产保价的意图因此锰矿很难继续下行。但与此同时锰矿库存高位, 2025 年南 32 的澳矿还会复产重新发运锰矿, 则锰矿很难再出现硬性缺口, 因此我们预计 2025 年锰硅供给上有支撑、无高度的概率较大。

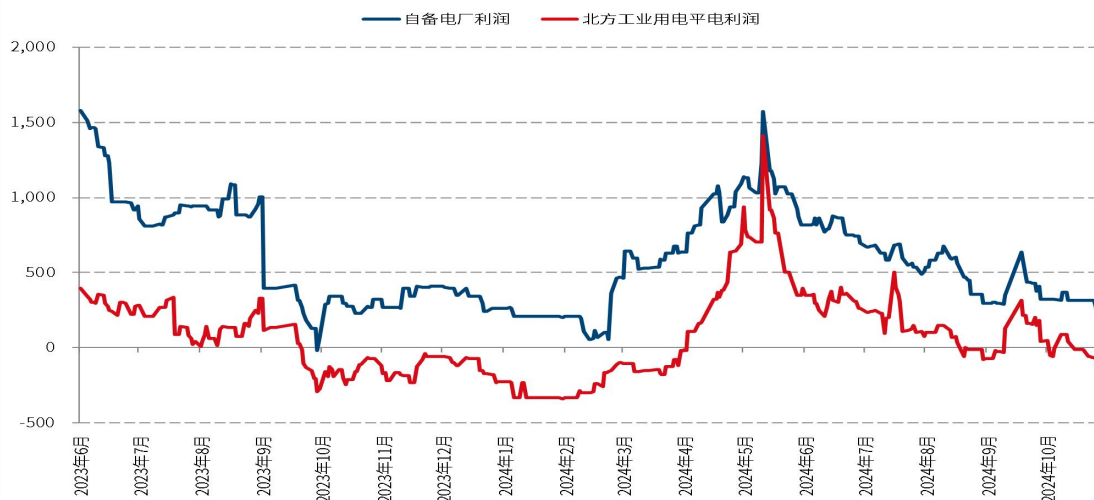
总体来说, 我们认为 2025 年锰硅价格波动性会有所下降, 不会出现新低, 价格震荡重心上移为主。

(四) 硅铁生产利润

硅铁的成本主要为电价。一季度硅铁利润处于低位产量亦处于低位, 二季度伴随锰硅上涨, 硅铁价格也有所启动, 生产利润最高达到千元以上, 但高利润并不可持续, 硅铁三季度利润逐步缩窄, 进入四季度后硅铁利润重新回落。2024 年总体电价变化不大, 青海电价比年初略有回落, 内蒙古电价较年初略有回升。根据上海钢联的数据计算, 硅铁主产区大工业用电内蒙古年初从 0.395 元/度, 小幅上升至 0.42 元/度; 宁夏为 0.4525 元/度; 青海从 0.44 元/度跌至 0.385 元/度。其中三季度内蒙古、青海电费都略有下降, 使得硅铁成本有所下移, 但电价波动不大。进入四季度后硅铁生产利润开始转负。

由于煤电联动, 2024 年煤价总体波动不大, 因此电价总体波动也有限。动力煤在上半年生产有所减少, 但进口煤高增长使得总体煤炭供应充裕, 叠加夏季丰水季节水力发电较高, 新能源发电稳步提升, 总体煤炭需求稳中有升。预计 2025 年煤炭市场也不会出现过于激烈的供需矛盾, 煤电价格维持正常小幅波动为主。

图：硅铁高低值生产利润（单位：元/吨）



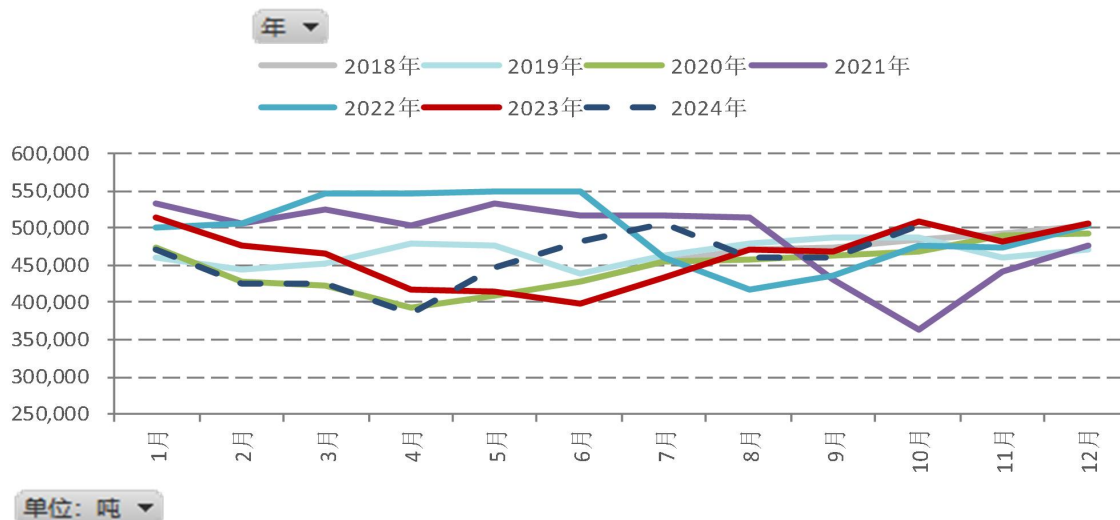
数据来源：Mysteel 国信期货

（五） 硅铁产量

2024 年初利润回落，市场开工率回落，硅铁产量回落，但 4 月后利润有所回升。由于硅铁开工复工比较方便，企业在高价时采取增加开工率，低价时调峰生产的策略。2 月后产量明显下降，3 月开始产量筑底，4 月产量开始回升，5 月明显上涨后产量迅速提升。但由于 1 至 4 月产量同比仍然减少，5 月单月同比增加，因此 1-5 月总产量也略有回落。6、7 月产量恢复至高位，8 月开始产量有所减少。9 月后利润更差，产量维持低位，但 10 月产量有所回升。据 Mysteel 调查统计，10 月硅铁产区 136 家生产企业，开工情况如下：10 月全国综合产能利用率为：60.69%，较 9 月产能利用率增 5.15%。全国 10 月产量 503725 吨，环比增 9.28%，增 42683 吨。同比 2023 年 10 月（507681）同比降 0.78%，降 3956 吨。10 月日均产量：16249 吨，环比 2024 年 9 月增 5.73%。24 年 1-10 月累积产量 456.76 万吨，同比降 0.03%。

图：硅铁产量（单位：万吨）

求和项:硅铁产量: 全国 (月)

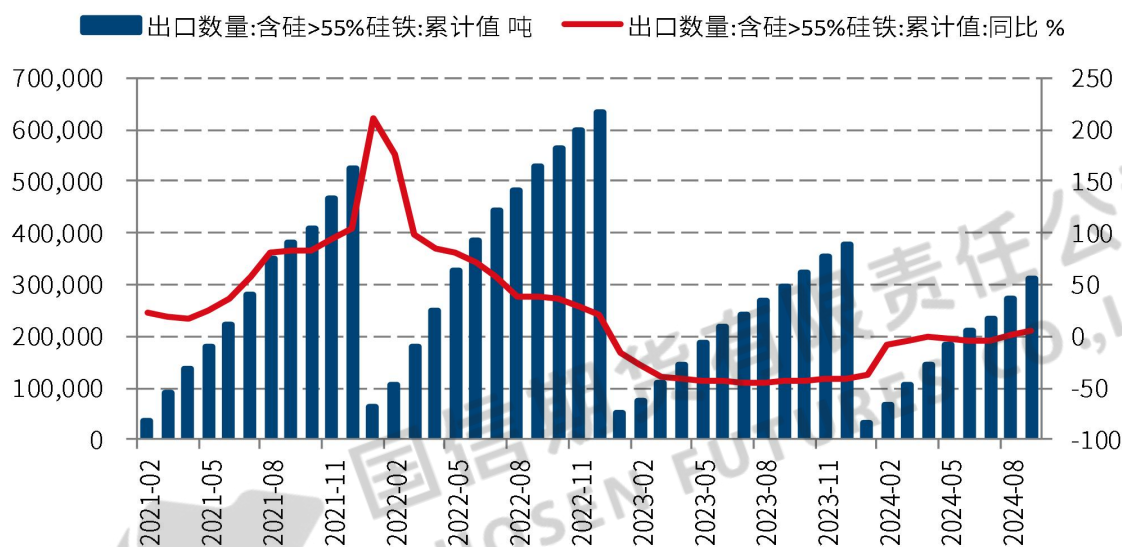


数据来源: Mysteel 国信期货

(六) 硅铁需求

2024 年硅铁出口基本呈现底部略有回升的态势,但仍然处于低位,1、2 季度同比为负,3 季度出口由降转增,说明价格下跌后对外价格竞争优势恢复,将成为硅铁重要的价格支撑。据海关数据,2024 年 9 月中国含硅量大于 55%硅铁出口量为 35842.603 吨,较 8 月减少 4300.6 吨,环比下降 10.71%。较去年同期增加 9657.31 吨,同比增加 36.88%。2024 年 1-9 月合计出口 31.58 万吨,较去年同期增加 1.96 万吨,同比增加 6.62%。

图: 硅铁出口 (单位: 吨、%)



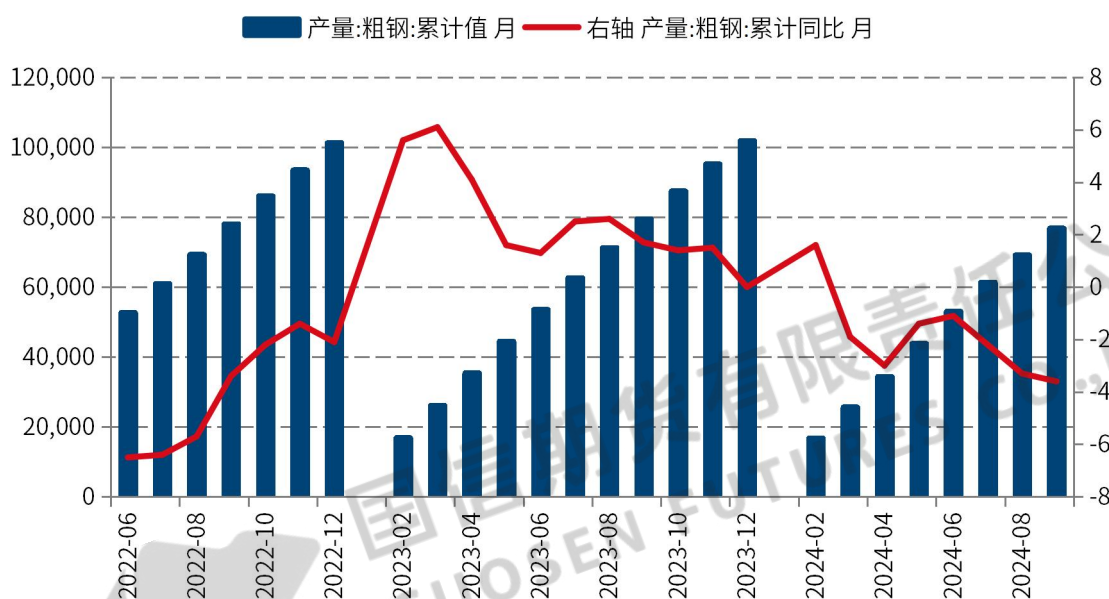
数据来源: Mysteel 国信期货

金属镁是硅铁的第二大需求点,2024 年镁生产维持低位。SMM 数据显示,2024 年 10 月中国镁锭产量环比增长 2.9%,本月镁锭市场的冶炼企业有增产和减产。本月镁锭产量减少的原因:一是夏季镁锭冶炼企业正常检修,该企业原计划 10 月初复产,但受镁锭市场需求低迷因素影响,镁锭冶炼企业的复产计划延期至十月中旬。二是部分企业受终端需求低迷致使镁锭需求萎靡不振因素影响,一家镁锭冶炼企业减产,一家镁锭冶炼企业停产。本月镁锭产量增加的原因:一是前期检修停产的镁锭冶炼企业陆续恢复生产,镁锭供应随之增加。二是部分厂家根据各自的订单及库存情况,镁锭冶炼企业上调日产量。十一月上旬,中国镁锭市场整体呈现供需僵持的态势。由于镁锭市场下游需求低迷,且原材料市场缺乏利好因素支撑,业内人士看跌情绪较浓,因而镁锭价格上涨动力不足。另一方面,随着镁锭价格跌至年内最低位,且镁价逼近 17000 元/吨的关口,考虑到当前镁锭市场价格贴近各厂的盈亏线,镁锭冶炼企业挺价意愿或将增强,预计十一月镁锭价格保持窄幅震荡运行。随着镁锭市场价格跌破镁厂的盈亏线,十一月份有一家镁锭冶炼企业计划减产。考虑到十一月份有两家镁锭冶炼企业复产,预计十一月镁锭产量将会上调至 7.7 万吨。

硅铁主要用于钢材冶金。2024 年粗钢总产量下降,对硅铁需求回落,但年末产量有底部回升迹象。据国家统计局数据显示,2024 年 10 月份,我国粗钢产量 8188 万吨,同比增长 2.9%;1-10 月份,我国粗钢产量 85073 万吨,同比下降 3.0%。2024 年 10 月份,我国生铁产量 7026 万吨,同比增长 1.4%;1-10 月份,我国生铁产量 71511 万吨,同比下降 4.0%。2024 年 10 月份,我国钢材产量 11941 万吨,同比增长 3.5%;1-10 月份,我国钢材产量 116484 万吨,同比增长 0.5%。

展望 2025 年，硅铁需求预计稳中有升，但存在变数。出口需求和价格直接相关，近期国家取消了铝材出口退税，硅铁出口关税预计下调可能性不大，那么硅铁行业出口大增可能性不大，但出口利润和国内外能源价格相关。国内动力煤价格预计震荡，海外能源价格存在变数，一方面美国总统曾承诺，油价降低一半，但另一方面，全球能源供需在 2024 年底略有缺口，且战争也使得能源供给存在不确定性。则硅铁出口大降的可能性也不大，硅铁出口的不确定性仍在。内需方面我们相对乐观，钢材产量在 2024 年底出现底部回升迹象。煤电和能源政策仍然是硅铁价格的重要定价锚点。在能源价格不大幅下行的基础上，硅铁继续下行概率较小，国家又处于能源结构调整、转型的关键时刻，政策面对硅铁价格的影响不容小觑。因此仍需警惕政策对硅铁价格的影响。总体偏多看待为宜。

图：粗钢产量（单位：吨、%）



数据来源：Mysteel 国信期货

三、 总结与展望

2024 年铁合金行情经历了较为波澜壮阔的上涨和随之的下跌，在四季度重新出现企稳的迹象。从品种来看，锰硅走势波动率最大，硅铁波动略小。截至 2024 年 11 月 15 日锰硅主力合约年下跌 3.2%，主力合约从 6376 元/吨跌至 6172 元/吨，年内最低点为 9 月 19 日的 5886 元/吨，最高点为 5 月 30 日的 9990 元/吨，高低点价差 4104 元/吨，占年初价格的 64.4%。截至 2024 年 11 月 15 日硅铁年下跌 5.9%，主力合约从 6656 元/吨跌至 6262 元/吨，年内最低点为 9 月 19 日的 6014 元/吨，最高点为 5 月 31 日的 8234 元/吨，高低点价差 2220 元/吨，占年初价格的 33.3%。

横向来看，铁合金是黑色金属产业链中，走势相对坚挺的品种。同期螺纹钢期货主力跌幅 19.2%、热轧卷板期货主力跌幅 16.8%、铁矿石期货主力跌幅 24.8%、焦炭主力跌幅 23.7%、焦煤主力跌幅 33.2%。黑色金属产业链商品下行的主要原因在需求总体趋于萎缩，而不同品种间成本支撑和供需略有差异导致了跌幅的差异。

工业品产业链的需求波动性大，受到宏观和政策影响也较大，对产业链上游商品的影响比较关键。铁

合金年内最为流畅的一段走势是锰硅 6-9 月的下行，从年内最高点跌至年内最低，主要原因就是需求支撑较弱。2024 年钢材下游需求总体受地产继续下行的拖累较大。国家统计局发布数据显示，1—10 月份，全国房地产开发投资 86309 亿元，同比下降 10.3%（按可比口径计算），房屋新开工面积 61227 万平方米，下降 22.6%，房屋竣工面积 41995 万平方米，下降 23.9%。均为大幅萎缩。根据我们对各下游行业用钢量的折算，地产用钢的高峰出现在 2021 年 6 月，约为 1885 万吨/月，而经过三年的回落，近几个月地产用钢萎缩至 400 万吨/月左右，下行近八成。但同比 2023 年地产用钢的下行缩窄至二成左右，此外公路建设用钢同比也出现减少，导致了整体用钢量的减少。但 2024 年钢材需求降幅总体趋缓，需求增加的行业也出现了增加，按照增速分别为：集装箱、造船、出口、热力设施、铁路、机械、汽车、家电。按照我们对绝对下游的统计，总体 2024 年用钢量同比基本持平，由于出口增速较快，剔除出口，内需约减少 2.5%，降幅不算太大，但是结构性上对建材需求减少更为显著，铁合金的锰硅主要用于建材，这是锰硅上涨但未能维持在高位随后下行的主要原因。也是整体黑色金属产业链在 2024 年下行的主要原因，即终端需求仍然疲软。

展望 2025 年铁合金需求的主线即钢材需求，首先房地产用钢量的下行可能已经见底，环比继续回落空间有限。货币财政政策继续托底基建，年末贸易商调研得知地方政府回款看到一些好转。内需预计能够回稳。但是钢材出口总值能否维持增长的疑虑较多，我们总体认为 2025 年钢材需求有底部回升的可能性。因此对黑色产业链商品总体趋势不太悲观。

供给是 2024 年铁合金相对其他黑色金属产业链商品走势相对跌幅最小的主要原因。分为锰矿的成本支撑及短缺炒作加上电力价格总体持稳带来的成本支撑。

锰硅的主要成本为锰矿和电力。锰矿进口依存度高，预计为 80%以上，其中三大供应商康密劳、南 32、天元锰业占据市场的大部分份额，其中澳矿和加蓬矿是高品矿。2023 年锰矿总体进口减少，2024 年进口继续减少，据海关总署数据统计显示，2024 年 1-10 月锰矿进口总量约 2459.4 万吨，同比（2023 年 1-10 月进口约 2614 万吨）降 154.6 万吨，同比降 5.9%。2024 年 3 月南 32 发布不可抗力，因飓风影响，锰矿 4 月前澳大利亚发货受阻，且其季报表示发货影响将持续至 2025 年一季度，影响高品矿 1/3 供给及全部锰矿 1/10 供给，导致锰矿到港持续减少，库存回落，价格大幅上涨，抬升锰硅成本。但伴随锰矿价格上涨，各地非主流锰矿供应马上增加，根据统计局数据，南非 2024 年 1-9 月进口的锰矿达到 1181 万吨，同比增长 9.8%。高品矿短缺，合金厂就降低高品矿入炉比例，结果锰矿并没有出现硬性缺口，反而在锰硅厂的减产下，锰矿港口库存创出近 3 年新高。但目前的价格非主流锰矿发运已无利润，大矿山又有限产保价的意思因此锰矿很难继续下行。同时 2025 年南 32 的澳矿还会复产重新发运锰矿，则锰矿很难再出现硬性缺口，因此锰矿供给面有支撑、无高度的概率较大。

电力支撑了硅铁和锰硅，使得铁合金 2024 年总体价格重心下移的程度有限。当前煤电价格联动良好，煤炭价格处于区间震荡之中。展望 2025 年，预计动力煤大涨大跌的概率均不大，但三个点需要关注，第一是能源政策，“碳排放双控”是否会影响铁合金阶段性生产，第二是天气影响水电价格对于夏季的电价的影响，第三是新能源进入市场，会不会改变电力成本支撑，风电每度的运营成本可能低至 0.22 元/度，对于传统行业的用电成本是降维打击，伴随新增产能的投放，会不会改变整体铁合金行业的供给格局。目前来看，2025 年电力成本的支撑仍在，新能源崛起对铁合金行业的影响仍然有待观察。

总体而言，从需求来看，黑色产业链 2025 年价格并不悲观，可能偏强为主，但是铁合金市场有底无高，靠自身供需驱动大行情的概率不大。因此 2025 年铁合金价格震荡偏强概率较大。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。