



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

合金探底仍未结束， 成本下移将为下方打开空间

铁合金半年报

2025/06/06

陈张滢（黑色建材组）

☎ 0755-23375161

✉ chenzy@wkqh.cn

👤 从业资格号：F03098415

👤 交易咨询号：Z0020771

目录

CONTENTS



01 半年度评估及策略推荐

04 需求端

02 行情回顾

05 成本端

03 供给端

06 行情展望

01

半年度评估及策略推荐

- ◆ **供给端：**随着需求的进一步走低，我们预计锰硅、硅铁产量仍将维持在相对低位水平，甚至出现向下的继续减量，以寻找与需求相平衡的供给水平；
- ◆ **需求端：**我们认为下半年建筑钢材产量同比将延续下降，且同比降幅或将扩大。铁水方面，我们认为下半年回落至220万吨甚至之下的均值水平（6-12月）是相对确定的，只是时间以及节奏的问题。金属镁产量及硅铁出口仍将维持相对弱势。
- ◆ **供需结构：**我们预计锰硅及硅铁供求结构仍维持相对宽松格局，在需求走弱的背景下，供给仍存在主动降低产量向需求靠拢的诉求；
- ◆ **行情展望：**展望2025年下半年，我们认为黑色板块存在一次由需求向下回补带动的价格快速走低行情，在这样的背景下，产能过剩且基本面依旧维持宽松的铁合金我们预计将持续承压。在钢铁行业下行周期延续，行业利润水平显著下滑，以及下半年钢铁下游需求可能面临显著回落风险（向下回补，进而带动铁水与建材产量的下滑）的大背景下，我们暂时看不到铁合金端向上的价格驱动。尤其在今年环保题材缺失、电力供应宽松的背景下，主要依靠供应端作为行情驱动的铁合金，其价格走势显得更加乏力。相反，今年煤炭端的超预期宽松、煤价的持续低迷以及新能源发电的持续发力，占铁合金成本端重要比重的电力或面临供应宽松以及电价继续下调的预期。对于锰硅，成本端除了电价方面存在下调预期之外，澳洲锰矿的发运恢复也带来了锰矿端价格进一步走弱的预期。这对于产能过剩，亟需通过市场化手段（行业持续维持普遍亏损）进行产能出清的铁合金行业并非好的信号。电价的下调预期以及锰矿价格的走弱预期给铁合金的价格进一步回落创造了空间。因此，我们认为当前价格水平或并非铁合金本轮下行的底部，伴随下游钢材需求端显著走弱的出现（预计在6-7月份）以及成本端下移的兑现，铁合金价格或仍存在一段接近10%幅度下跌的可能。

02

行情回顾

图1：锰硅及硅铁盘面价格总体延续下跌趋势（元/吨）



资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

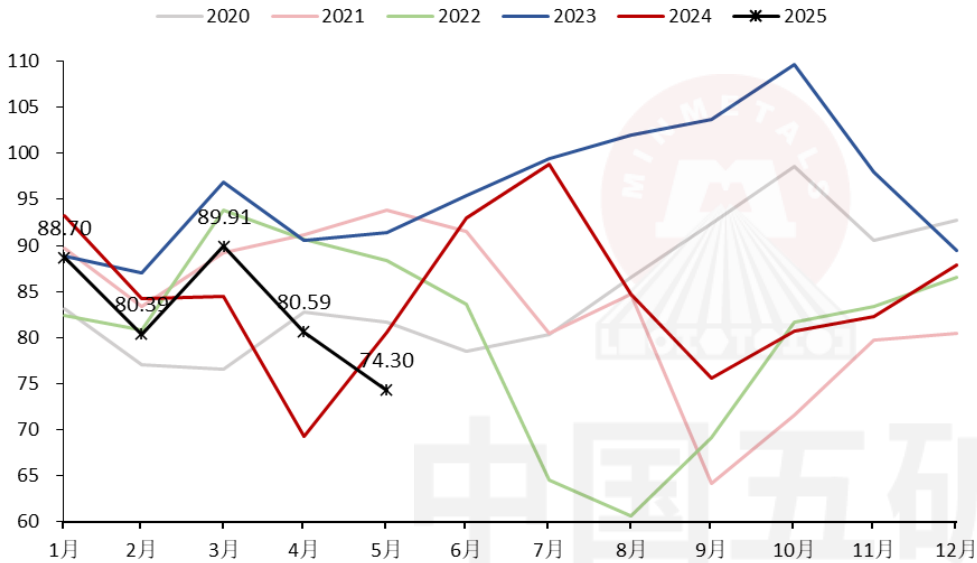
2025年上半年，锰硅及硅铁盘面价格总体延续下跌趋势，截至发稿日，二者价格均创下近九到十年的新低，锰硅跌幅648元/吨或-10.68%，硅铁跌幅1152元/吨或-18.38%。在节奏上，二者有所差异：锰硅在整体的跌势中仍掺杂着锰矿端的叙事，包括1月10日在港口锰矿低库存背景下“加蓬2月份长协发运减半甚至更多”的发酵以及5月22日在氧化铝大幅上涨所带动的反弹氛围下南非《关键矿产与金属战略》的博弈，均对行情阶段性形成扰动（我们认为其本质是其中“套牢”资金的自救行为）。硅铁由于缺乏相关的驱动因素扰动，跌势总体较为顺畅。

03

供给端

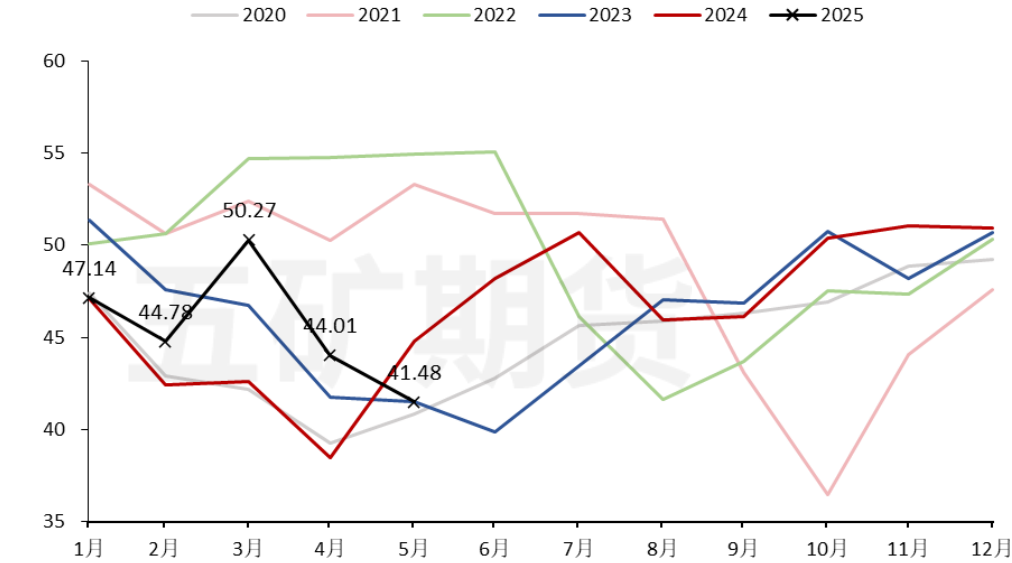
1-5月锰硅产量同比基本持稳，硅铁产量小幅增长

图2：1-5月锰硅产量累计414万吨，同比基本持稳，增约0.51%（万吨）



资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

图3：1-5月硅铁产量累计228万吨，同比增约12万吨或+5.71%（万吨）

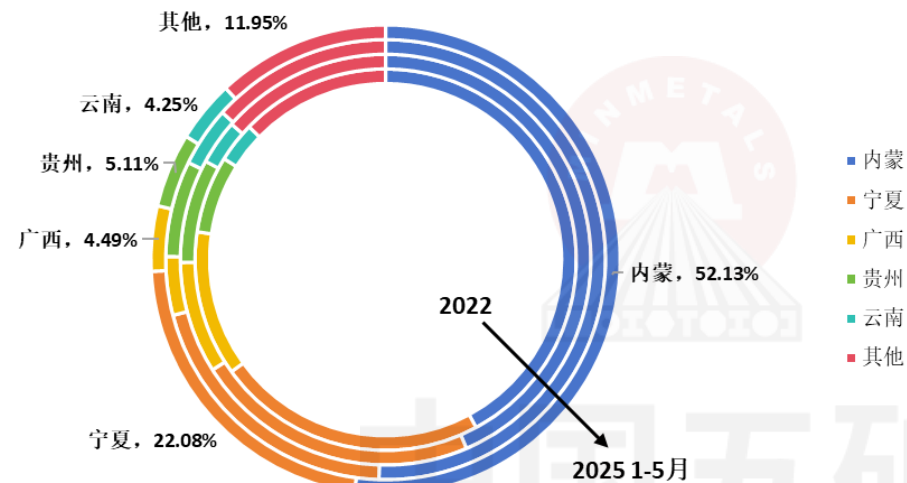


资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

钢联口径下，2025年1-5月，锰硅产量同比基本持稳，5月份月度产量回落至近六年同期低位水平（周度产量环比开始小幅回升）；硅铁方面，产量累计同比小幅增长，5月份月度产量同样位于同期低位水平（季节性检修）。

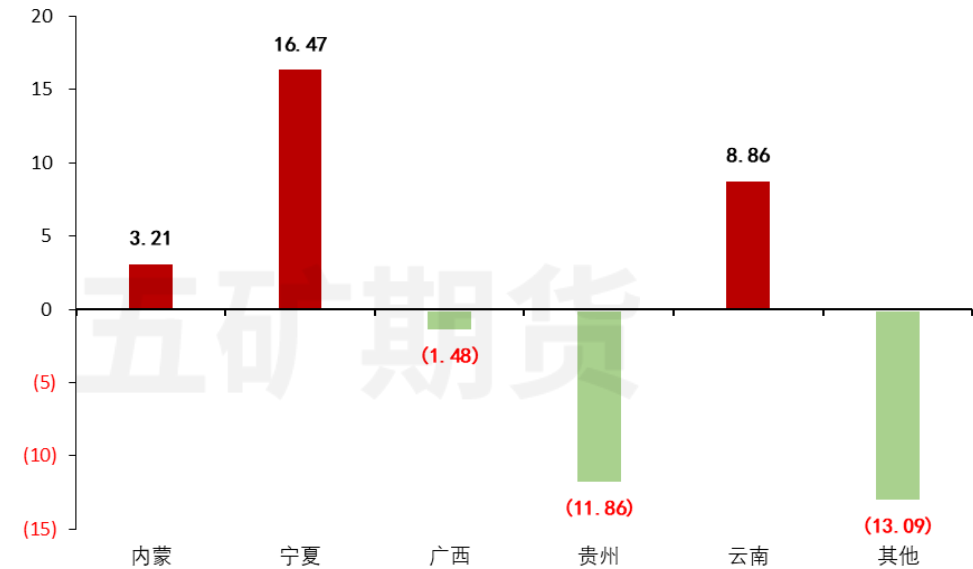
锰硅产量进一步向北方产区集中，内蒙及宁夏产量占比提升至74.21%

图4：内蒙及宁夏产区产量占比进一步扩大至74.21%，提升3.28pct（%）



资料来源：国统局、WIND、五矿期货研究中心

图5：宁夏及云南贡献主要增量，贵州产量明显减少（万吨）

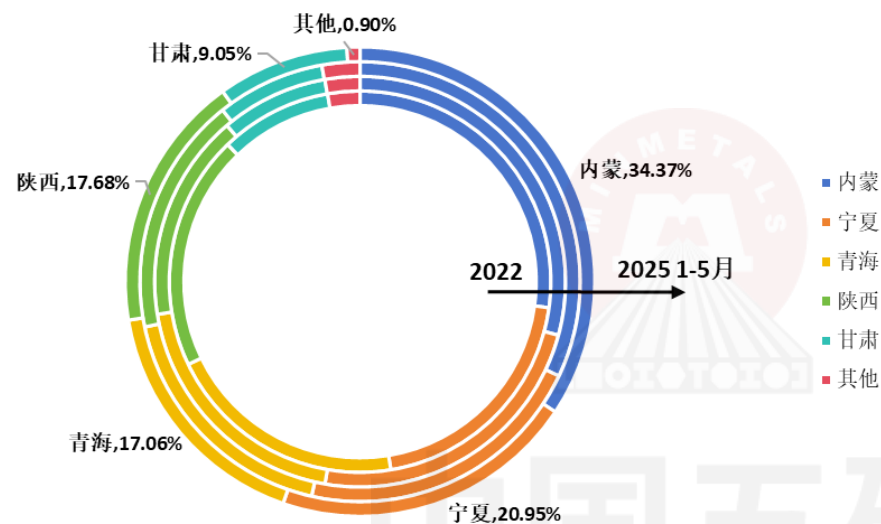


资料来源：国统局、WIND、五矿期货研究中心

分产区来看，锰硅产量进一步向具备电力优势的北方产区集中，内蒙及宁夏产量合计占比从2022年的65%提升至当下（2025年1-5月）的74.21%，提升超9pct。

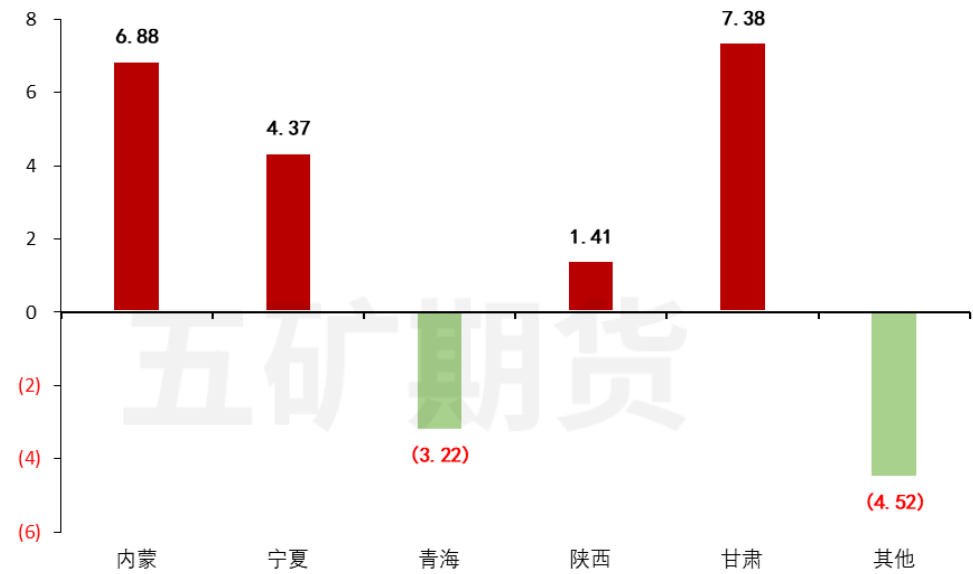
新能源助力下，内蒙地区硅铁产量占比持续提升

图6：内蒙产区硅铁产量占比持续提升（%）



资料来源：国统局、WIND、五矿期货研究中心

图7：内蒙、宁夏及甘肃地区产量均同比增长，青海地区产量同比回落（万吨）

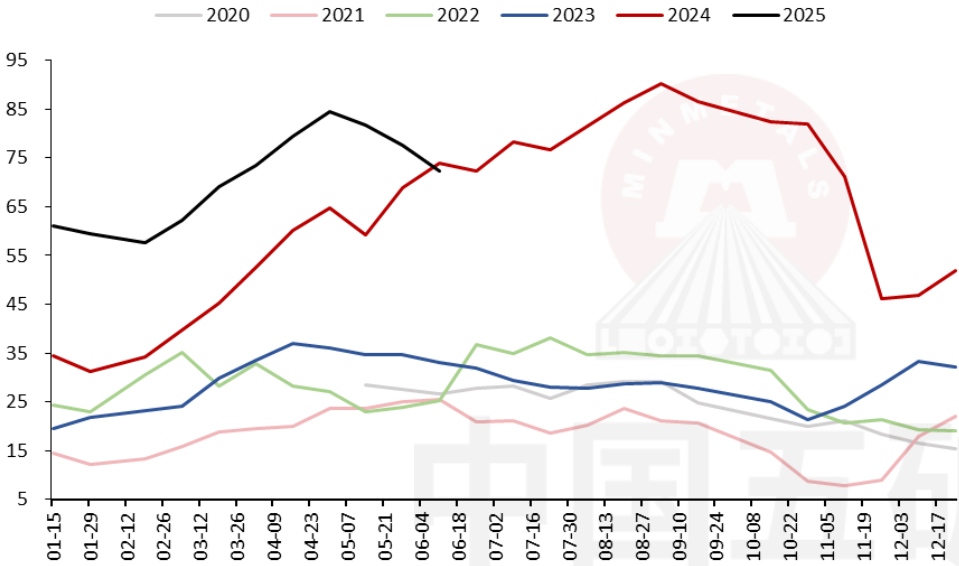


资料来源：国统局、WIND、五矿期货研究中心

分产区来看，新能源助力下（电力优势），内蒙地区硅铁产量占比进一步提升，从2022年的27.19%提升至当前的34.37%，提升约7.2pct。

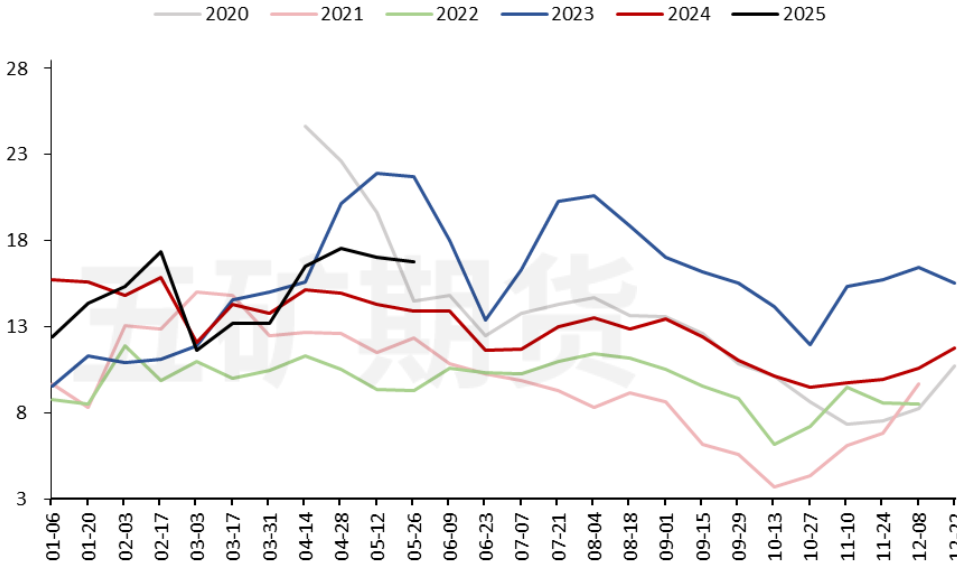
展望：预计锰硅、硅铁产量仍将维持在相对低位水平

图8：锰硅显性库存处在历史同期绝对高位水平（万吨，不包含隐性部分）



资料来源：MYSTEEL、郑商所、五矿期货研究中心

图9：硅铁显性库存处在过去几年同期相对高位（万吨）



资料来源：MYSTEEL、郑商所、五矿期货研究中心

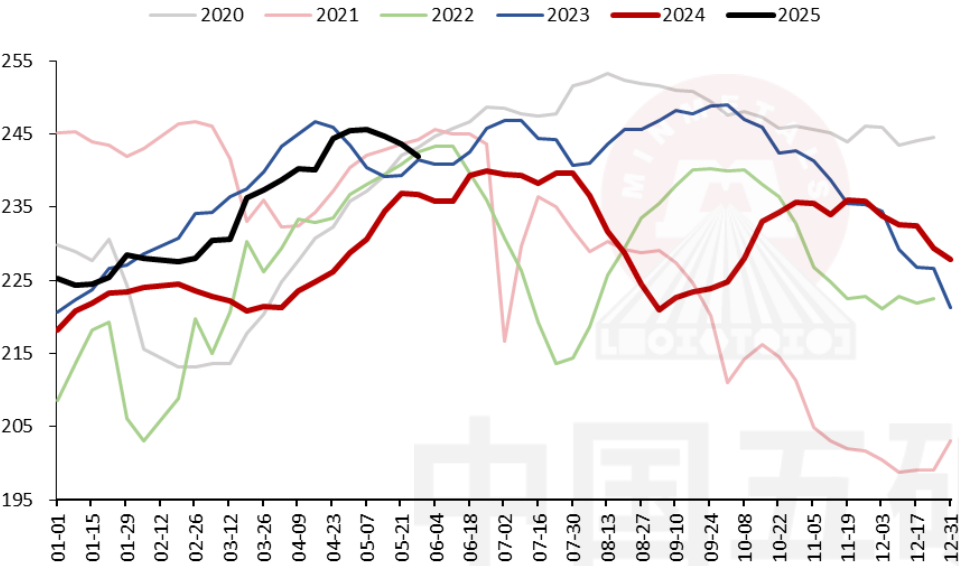
2025年以来，无论锰硅还是硅铁都持续处于供应宽松（过剩）的局面，在需求弱势背景下，高位供应逐步向需求靠拢。虽然当前产量水平已经降至同期低点，但仍未改变整体宽松格局。后续来看，随着需求的进一步走低（将在需求部分进行阐述），我们预计锰硅、硅铁产量仍将维持在相对低位水平，甚至出现向下的继续减量，以寻找与需求相平衡的供给水平。

04

需求端

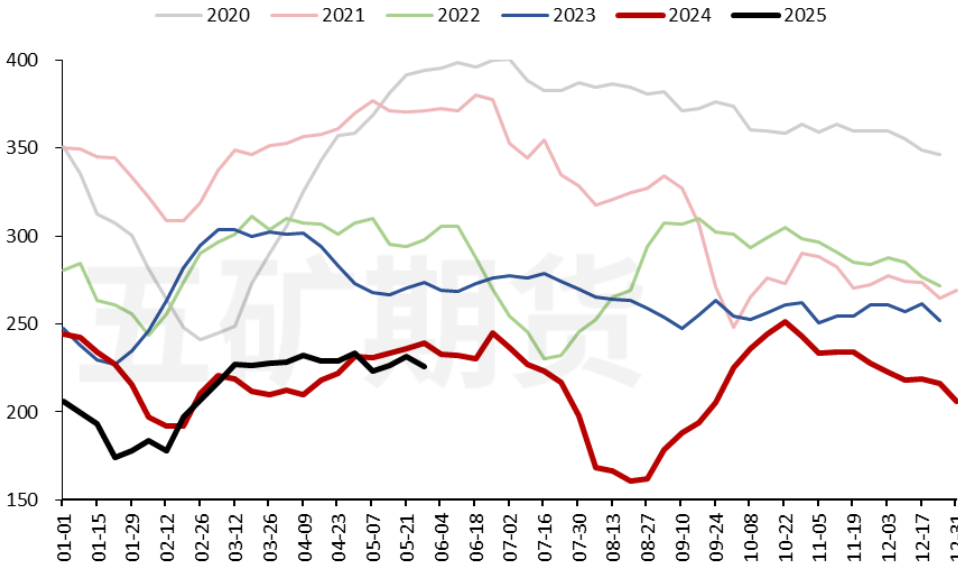
1-5月铁水产量同比增幅增近4%，建材需求仍维持在低位水平

图10：1-5月，钢联口径下铁水产量累计同比增约4%（万吨）



资料来源：国统局、WIND、五矿期货研究中心

图11：1-4月，统计局口径粗钢产量同比增约2.1%，4月份数据与钢联相劈叉（千吨）

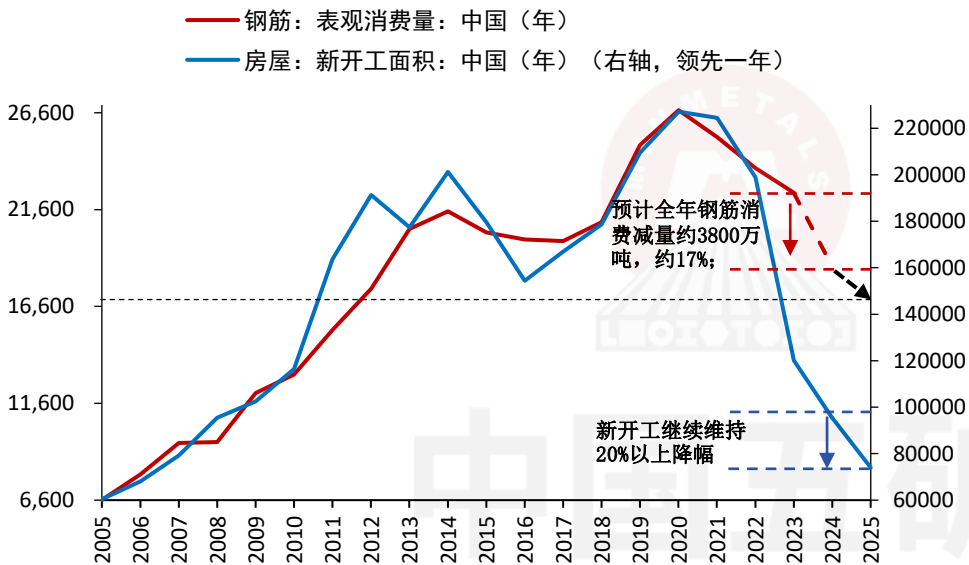


资料来源：国统局、WIND、五矿期货研究中心

需求方面，我们看到1-5月钢铁总体需求呈现超预期的韧性，钢联口径下铁水产量累计同比增速接近4%（与统计局数据相劈叉），但建材相关需求依旧表现低迷，螺纹钢产量累计同比降约3.62%，维持在近六年低位水平。

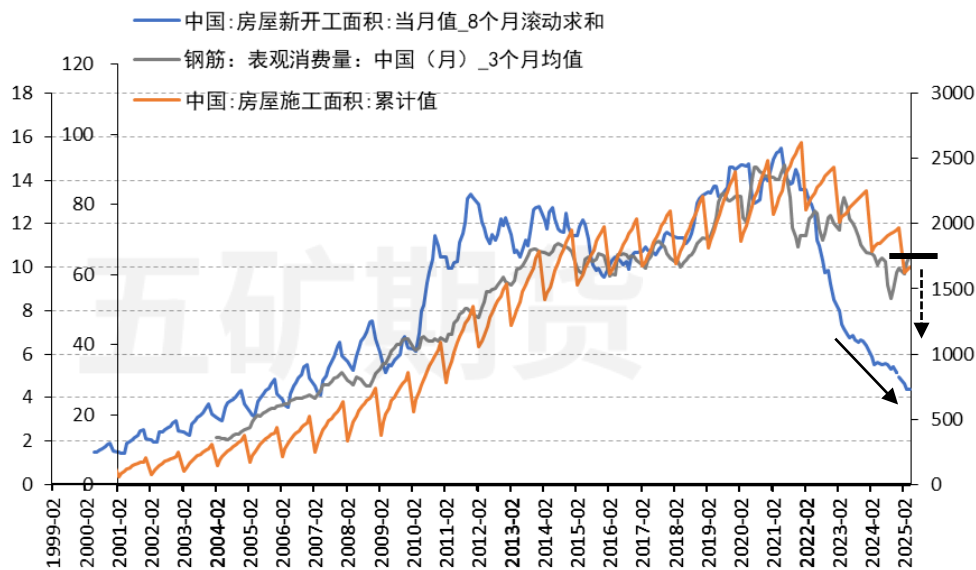
展望：维持“地产用钢需求仍将继续向下‘追逐’低位新开工”观点

图12：钢筋需求减量仍显著低于房屋新开工面积缩减水平（万吨，万平方米）



资料来源：国统局、WIND、五矿期货研究中心

图13：施工面积继续下行，钢筋需求仍将向下追逐新开工减量（万吨、亿平方米）

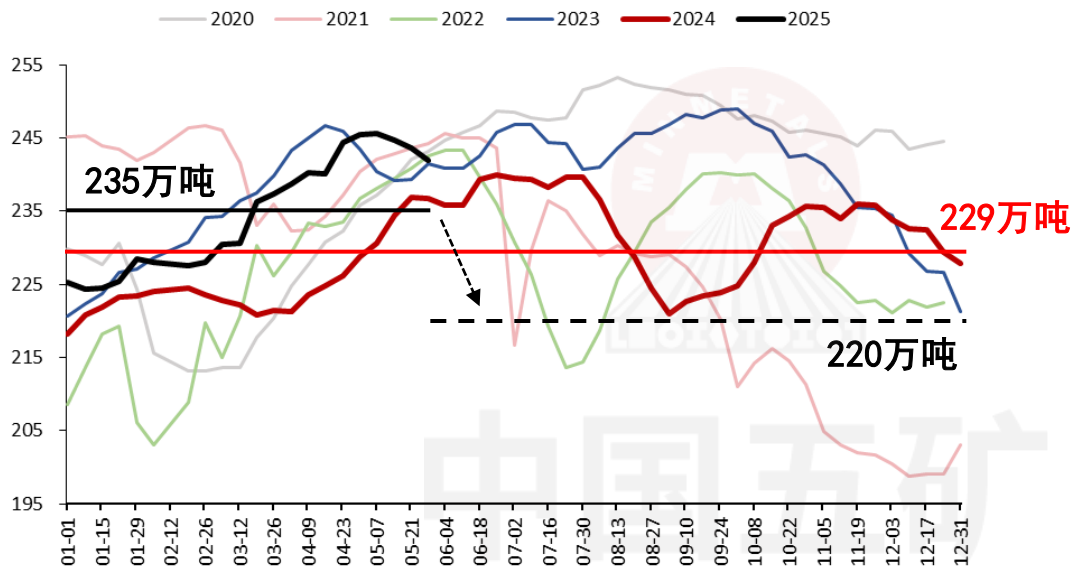


资料来源：国统局、WIND、五矿期货研究中心

2025年1-4月，房地产新开户面积仍维持-23.8%的同比降幅，加之去年以来一系列重要会议对于房地产的定性仍是“去库存”及“稳价格”，我们维持年初对于房地产“钢筋消费将继续向下‘追逐’低位新开工”的观点。前期，“金三银四”期间，存量施工对建筑钢材用量起到一定的支撑作用，随着淡季的到来，我们预计建材需求或将向下“补跌”，带动需求向新开工靠拢。基建方面，今年增速仍体现在“高质量发展”端，我们维持政府今年以“化债”为主以及传统基建项目已不再是当下经济发展方向重点的观点，不再赘述。这意味着下半年建筑钢材产量同比将延续下降，且同比降幅或将扩大。

展望：下半年铁水回落至220万吨附近存在确定性

图14：下半年铁水产量向下回落至220万吨附近是确定性事件（万吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

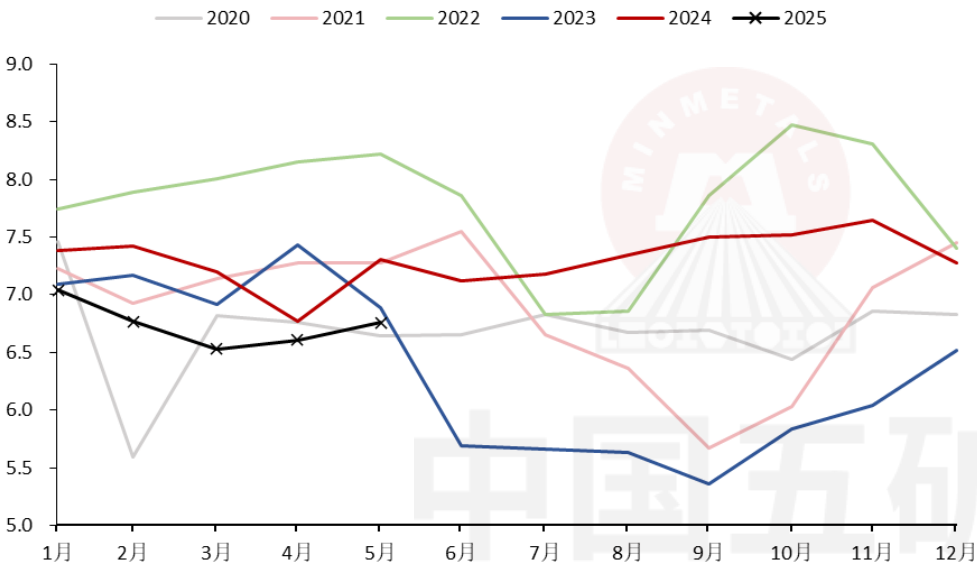
此外，我们对于今年整体的需求总量依旧是看同比走弱的，意味着上半年“抢”出来的需求韧性在一定程度上是透支下半年的需求，后期需求往下回补是大概率事件（详见双焦半年报需求部分分析，在此不再赘述）。

基于此，展望后市，以市场主流观测指标（钢联口径铁水）为准，我们认为铁水下半年回落至220万吨甚至之下的均值水平（6-12月）是相对确定的，只是时间以及节奏的问题（什么时候开始走低，以及以什么斜率走低的问题）。

但无论何时以及以何种方式走低，最终需求指向的方向均是向下的，回补的时间兴许会延后，但不会没有。

金属镁产量同比回落，降约2.4万吨或6.57%

图15：1-5月，金属镁产量累计33.7万吨，同比降约2.4万吨或-6.57%（万吨）



资料来源：铁合金下、在线、五矿期货研究中心

图16：金属镁价格持续处于低位水平（元/吨）

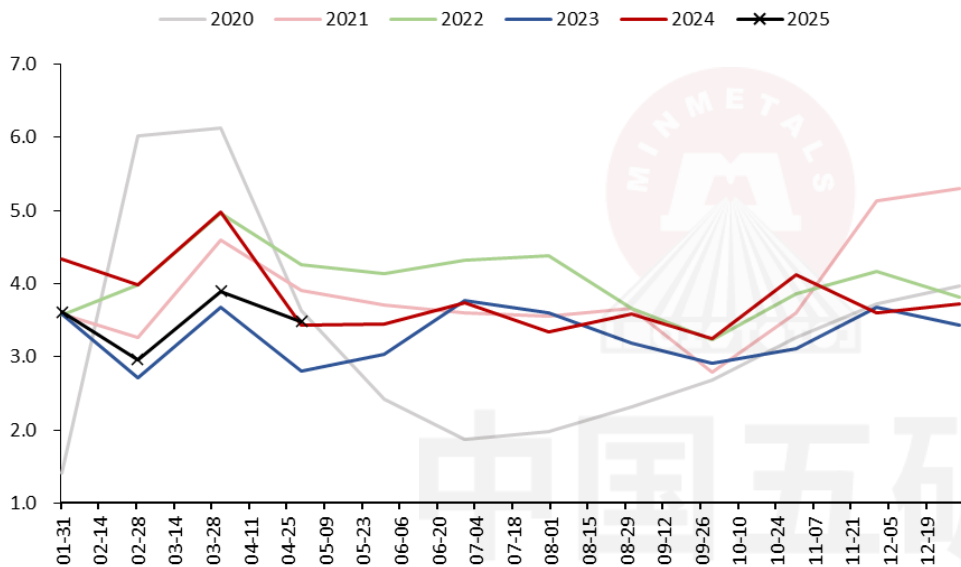


资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

金属镁方面，受限于需求疲弱，价格持续维持低位，1-5月累计产量同比降约6.57%。

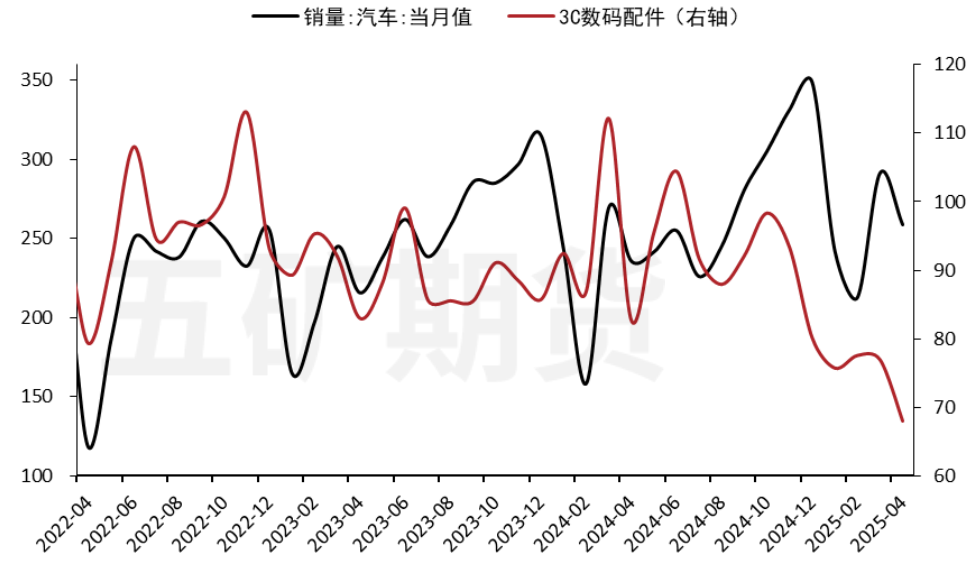
展望：金属镁需求维持弱势，且存在边际走低迹象（非主要矛盾）

图17：1-4月，金属镁出口同比降约2.77万吨或16.56%（万吨）



资料来源：国统局、WIND、五矿期货研究中心

图18：汽车销量高位回落，3C数码配件销量持续走低（万辆、百万件）

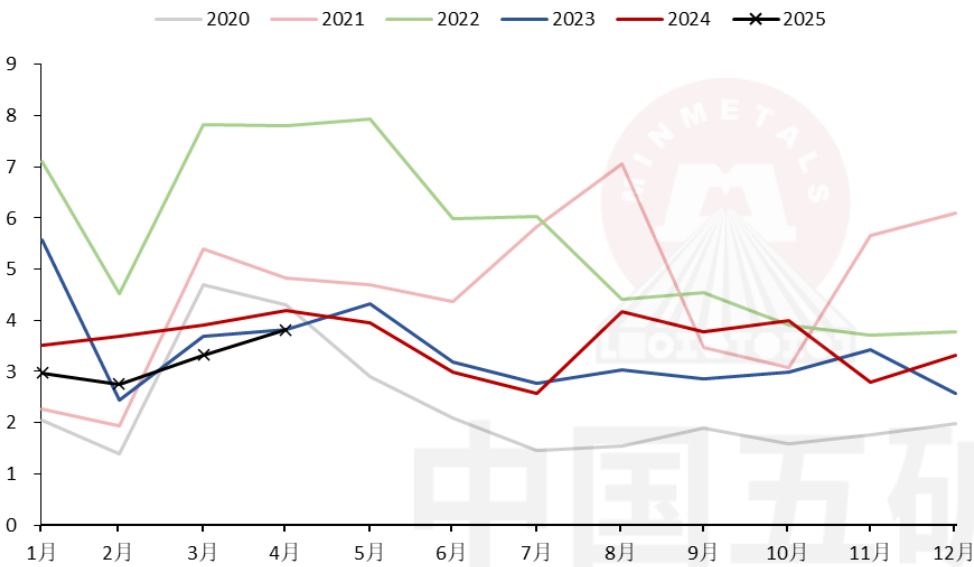


资料来源：国统局、WIND、五矿期货研究中心

在全球经济遭受“关税”压力导致的裂痕之下，金属镁出口维持相对弱势，1-4月累计同比降约16.56%，且预计后续仍将维持疲弱状态。国内方面，受“以旧换新”政策带动的汽车销量开始高位回落，政府补贴带来的需求前置效应逐步退却，同时，3C数码配件需求持续走低。站在金属镁需求角度，我们并未看到后期能够带动需求显著增长的因素，相反，需求存在边际走低的迹象。

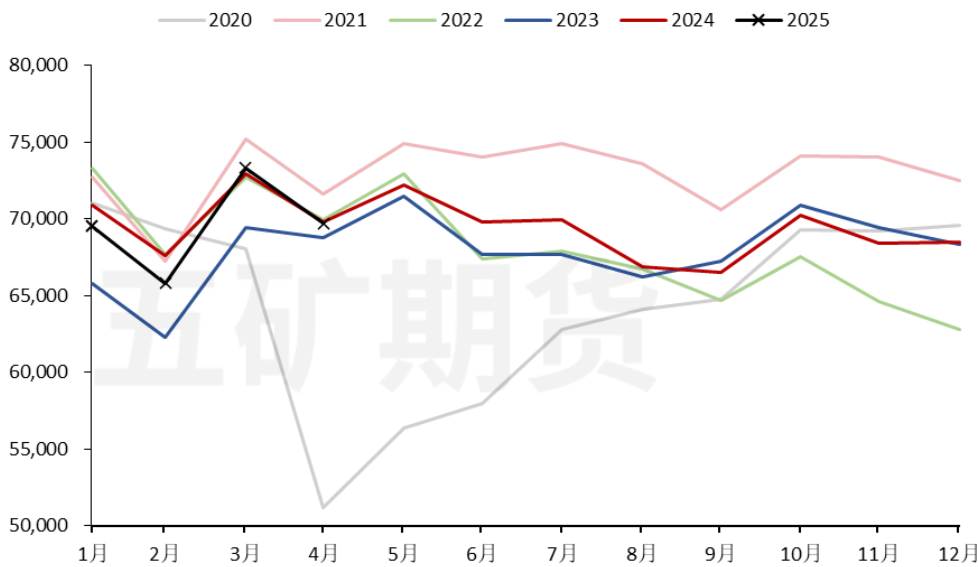
展望：硅铁出口同比回落，预计维持低位水平（非主要矛盾）

图19：1-4月，硅铁累计出口12.86万吨，同比降约2.45万吨或-16%（万吨）



资料来源：海关、WIND、五矿期货研究中心

图20：1-4月海外粗钢产量累计2.78亿吨，同比降约290万吨或-1.03%（千吨）



资料来源：国统局、WIND、五矿期货研究中心

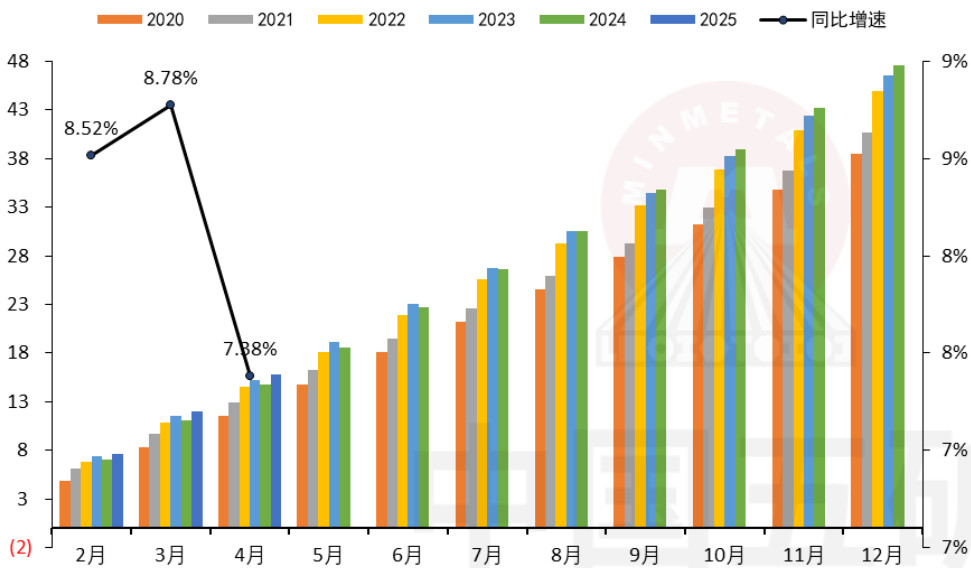
1-4月，海外粗钢产量同比小幅下滑，与之对应的，是硅铁出口维持在同期低位水平。后续来看，在“关税”阴霾下预计全球经济仍将面临挑战，海外钢铁端需求难以有大幅向上空间，对应到海外粗钢产量以及我国硅铁出口仍大概率维持与当前相对平稳状态。

05

成本端

成本端煤炭超预期弱势引发电力宽松及电价下行预期（主要矛盾之一）

图21：1-4月原煤产量同比增1.09亿吨（7.38%），维持高增速（亿吨，%）



资料来源：国统局、WIND、五矿期货研究中心

图22：2025年以来，动力煤价格持续回落，累计跌幅逾20%，降至610元/吨（元/吨）

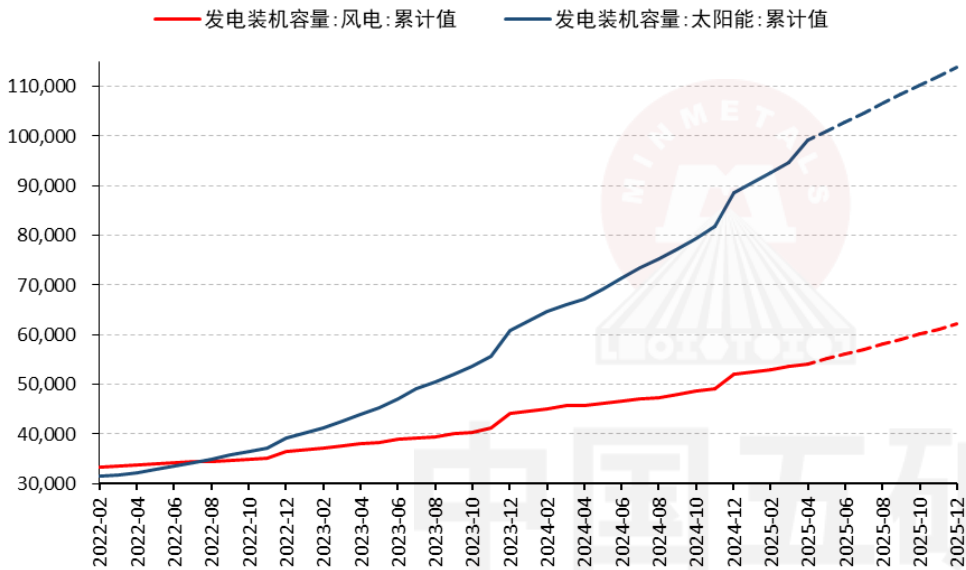


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

今年铁合金成本端，最大的变化，我们认为在于成本端煤炭的超预期弱势，与之对应的是冶金焦以及兰炭价格的走低，以及由煤炭宽松及煤价弱势引伸出的电力供应宽松与电力价格下行预期。且从当前情况来看，预计下半年煤炭仍将维持宽松与弱势（详见双焦半年报供给部分分析，不再赘述）。

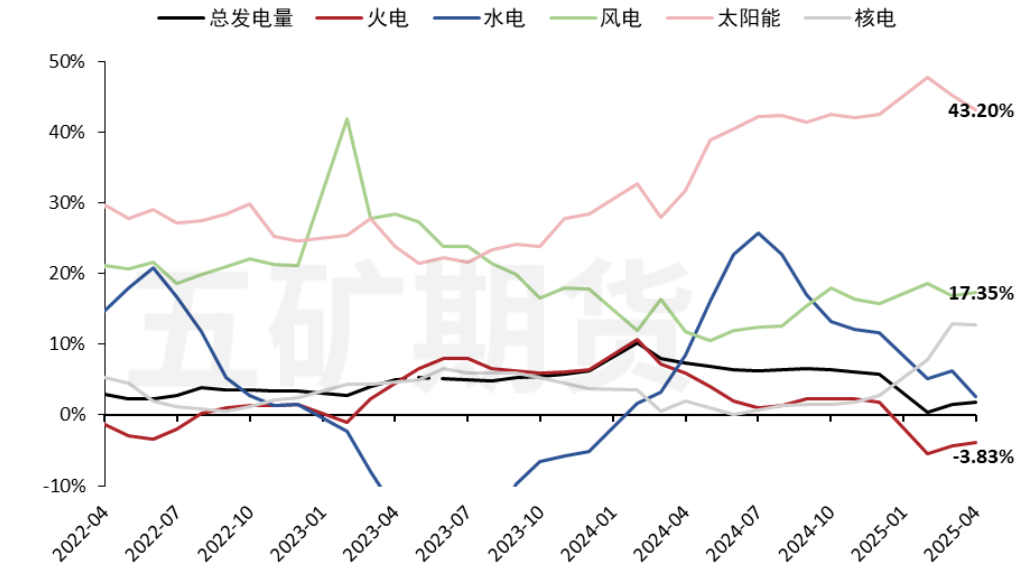
风电、太阳能装机持续增长，风光发电对火电替代效应显著

图23：风电、太阳能装机量仍维持高增速，当前装机规模已超火电（万千瓦）



资料来源：国统局、WIND、五矿期货研究中心

图24：新能源对于火电的替代效应愈发显著（%）

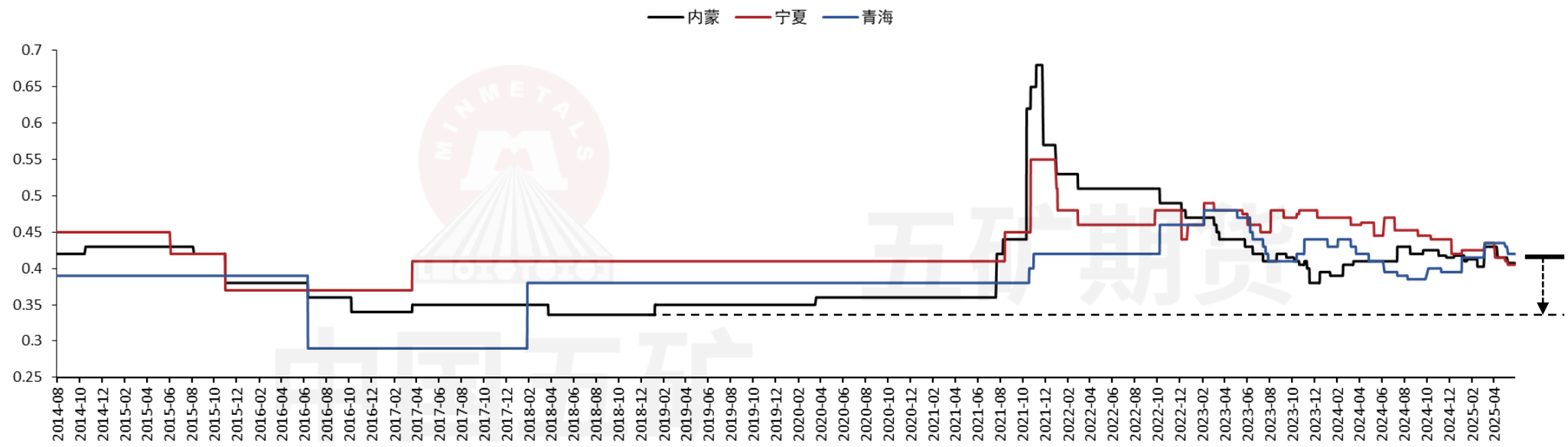


资料来源：国统局、WIND、五矿期货研究中心

截至2025年4月，风电及太阳能合计装机规模达15.33亿千瓦，占总发电装机规模的43.97%，超过火电41.73%的占比。新能源发电的持续发力对火电需求形成显著替代作用，2025年1-4月在总发电增长1.74%的背景下，火电增速却录得-3.83%，对煤炭需求形成明显制约。

电价下行或带动合金成本再下台阶（主要矛盾之一）

图25：弱势煤价及不断“壮大”的新能源发电催生电价下行预期（万吨）

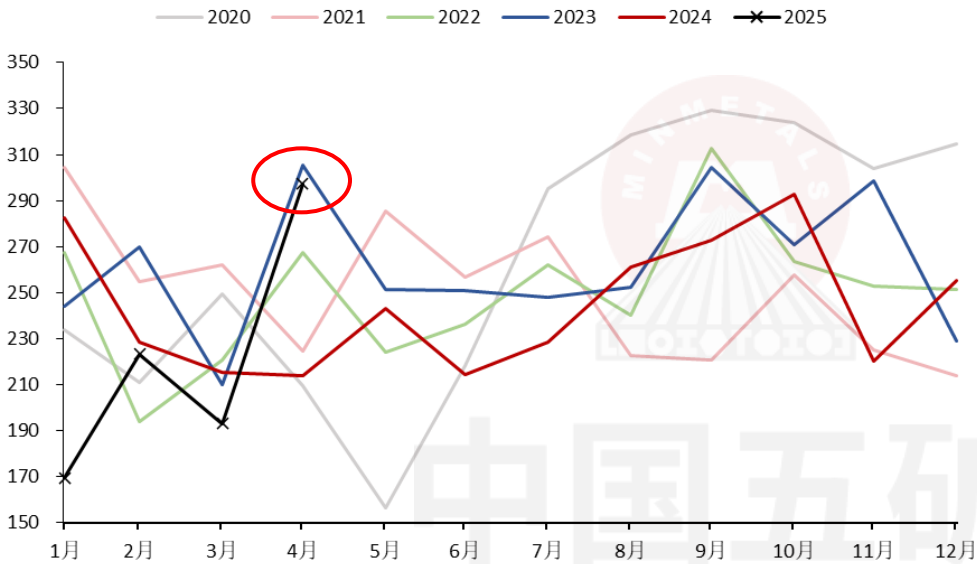


资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

煤炭价格的持续弱势（已回到2020年大幅上涨之前水平）以及新能源发电的持续发力，催生了电力供应宽松以及电价下调的预期。当前内蒙、宁夏及青海地区电价距离低点仍存在一定空间，若电价下行，则有望带动铁合金成本再下一个台阶（认为这是当前市场向下打压价格的一个重要预期因素）。

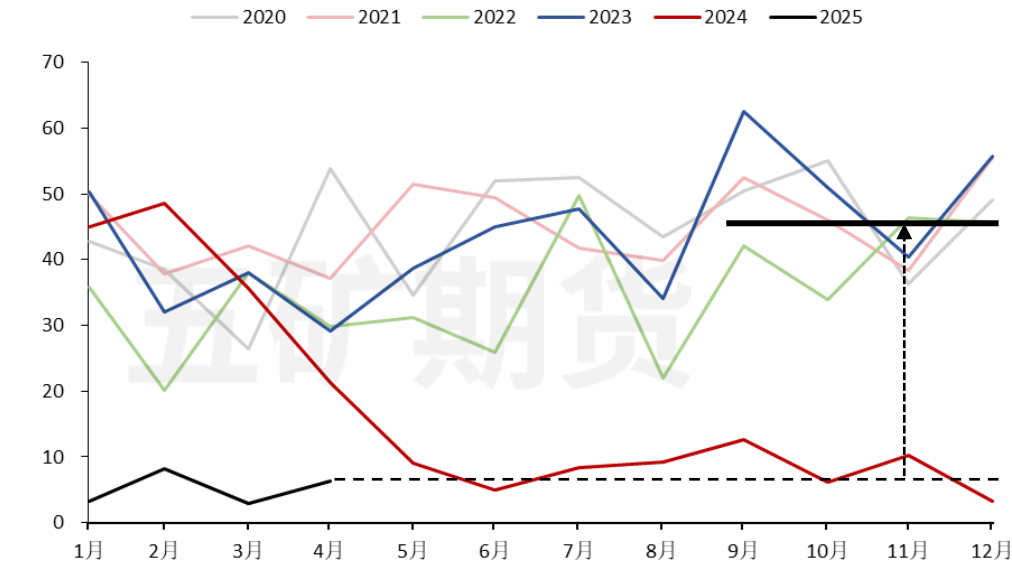
澳大利亚锰矿的发运恢复将为下半年锰矿供应提供显著增量

图26：1-4月锰矿累计进口883万吨，同比降约57万吨或-6%（万吨）



资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

图27：澳大利亚锰矿进口预计将在6月份开始逐步回升并至正常水平（万吨）



资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

South32旗下位于澳大利亚的Groote Eylandt采矿公司（GEMCO）锰矿发运已恢复。2024年3月，热带气旋梅根致使GEMCO锰矿的基础设施严重受损，码头和道路被破坏，矿坑被淹，运营暂停。经过一系列恢复工作，出口销售额预计在2025年6月季度逐步提升，并在2026财年（2025年7月至2026年6月）恢复至正常水平。澳大利亚锰矿的发运恢复将为下半年锰矿供应提供显著增量。

锰硅产量低位及澳洲锰矿发运恢复将拖累锰矿价格下行

图28：锰硅产量低位的弱需求以及澳大利亚锰矿发运恢复带来的强供应将拖累锰矿价格下行（元/吨度）



资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

需求弱化所带来的锰硅产量低位（弱需求）以及澳大利亚锰矿发运逐步恢复正常化所带来的锰矿供应显著增量（强供应）预计将带动锰矿价格重心下移。

06

行情展望

当前价格水平或并非本轮下行的底部，成本下移将为下方打开空间



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO., LTD

展望2025年下半年，我们认为黑色板块存在一次由需求向下回补（建材端需求在淡季的继续走弱以及板材端受出口影响的向下回落）带动的价格快速走低行情，在这样的背景下，产能过剩且基本面依旧维持宽松的铁合金我们预计仍将持续承压。

在钢铁行业下行周期延续，行业利润水平显著下滑，以及下半年钢铁下游需求可能面临显著回落风险（向下回补，进而带动铁水与建材产量的下滑）的大背景下，我们暂时看不到铁合金端向上的价格驱动。尤其在今年环保题材缺失、电力供应宽松的背景下，主要依靠供应端作为行情驱动的铁合金，其价格走势显得更加乏力。

相反，今年煤炭端的超预期宽松、煤价的持续低迷以及新能源发电的持续发力，占铁合金成本端重要比重的电力或面临供应宽松以及电价继续下调的预期。对于锰硅，成本端除了电价方面存在下调预期之外，澳洲锰矿的发运恢复也带来了锰矿端价格进一步走弱的预期。这对于产能过剩，亟需通过市场化手段（行业持续维持普遍亏损）进行产能出清的铁合金行业并非好的信号。电价的下调预期以及锰矿价格的走弱预期给铁合金的价格进一步回落创造了空间。

因此，我们认为当前价格水平或并非铁合金本轮下行的底部，伴随下游钢材需求端显著走弱的出现（预计在6-7月份）以及成本端下移的兑现，铁合金价格或仍存在一段接近10%幅度下跌的可能。

跌势仍未结束，成本下移将为下方打开空间

图29：预计2025年下半年，锰硅盘面价格或有望向下考验4800-4900元/吨区间附近支撑（元/吨）



资料来源：文华财经、五矿期货研究中心

具体到品种盘面价格角度，基于当下价格向下的强趋势，以及锰硅供给依旧宽松且成本端电价及锰矿存在下移预期的情况，我们认为其跌势或仍未结束，下半年价格或有望向下考验4800-4900元/吨区间附近支撑。

跌势仍未结束，成本下移将为下方打开空间

图30：预计2025年下半年，硅铁盘面价格或有望向下考验4600元/吨附近支撑（元/吨）



资料来源：文华财经、五矿期货研究中心

硅铁方面，我们认为其跌势同样或仍未结束，基本成本端电力价格下调预期，下半年价格或有望向下考验4600元/吨区间附近支撑。

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者寻求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

产融服务专家 财富管理平台

网址 www.wkqh.cn

全国统一客服热线 400-888-5398

总部地址 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务



官方微博