



五矿期货有限公司  
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2025-03-07

## 锰硅：交易层面关于定性、预期以及风险控制的思考

陈张滢  
黑色研究员  
从业资格号：F03098415  
交易咨询号：Z0020771  
☎ 0755-23375161  
✉ chenzy@wkqh.cn

### 报告要点：

文章中主要基于锰硅这两轮行情（2024 年 4 月份以及 2025 年 1 月份开始的两轮行情），分享笔者对于交易层面如何把握行情以及风险控制的一些观点及看法。

对于每轮行情，最重要也是最难的，是如何定性的问题，即包括方向，也包括级别。在对行情有了定性后才是交易，是对行情主要矛盾的跟踪与把控。但每轮行情的展开并非都尽如人意，在这个市场，相较于如何赚钱的问题，我们认为最根本的还是先解决如何活下去的问题。对此，我们有且仅有一条建议：时刻“系好安全带”，坚决设定止损，交易不执著。市场充满机会，但只有活下去才能畅想未来。

锰硅：交易层面关于定性、预期以及风险控制的思考

2025 年 1 月中旬以来，锰硅期货继 2024 年 4 月之后再度吸引了大量的资金关注，更是在春节后的第二个交易日创下单日 21.7 万手增仓的历史级别记录（针对该品种，上一次如此大规模的单日增仓发生在 2024 年 5 月 13 日，为 17.1 万手），且当日涨逾 7%，创下 2021 年 10 月份以来单日最大涨幅。

但好景不长，仅在该“辉煌战绩”后的第二个交易日，锰硅期货便再度开启了快速的杀跌过程，价格迅速 7300 元/吨上方回到下方 6300 元/吨一线附近的支撑区间。

对于锰硅的行情节奏以及倒“V”型顶结构，我们只要复盘过往行情就不会感到陌生，品种属性使然。

关于本轮锰硅行情（指 2025 年 1 月中旬开始的这轮行情，下同）的核心矛盾以及主要看法，我们在春节后的第一篇专题文章中做了详细的阐述（详见 2025 年 2 月 5 日专题《锰硅：终难复制 2024 年 4 月份行情》），在此便不再赘述。总体走势与高度与我们所预期的较强一类走势基本一致，但节奏比我们预想的要迅猛许多。对此，我们认为更多是资金追捧与踩踏的结果。

图 1：锰硅加权合约价格走势图（元/吨）



数据来源：郑商所、文华财经、五矿期货研究中心

关于锰硅期货后续的看法，并不是我们本次专题的重点，详细的观点可以参照我们每周的周度铁合金报告。

在此次的专题中，我们更多想基于锰硅这两轮行情（2024 年 4 月份以及 2025 年 1 月份开始的两轮行情）简单聊一聊我们对于交易层面如何把握行情以及风险控制的一些观点及看法，如题，交易层面关于**定性、预期以及风险控制**的思考。

定性，即大方向的确定以及行情级别判断的问题

首先，是**关于定性，即大方向的确定以及行情级别判断的问题，这是难点也是重点**。对此，受

限于个人认知程度高低以及信息渠道问题，往往大部分人难以对主要矛盾进行精准把握。即使能有模糊认识，后续的动态及时跟踪也可能存在如何进行的问题。

针对该问题，我们曾提出一套“主观与客观相统一，配合自上而下从宏观到品种的统筹考虑”的研究框架体系。当然，这套框架对于专注研究本身的学者或有待商榷，确有取巧之处，但我们认为该体系能够较好地贴合到市场的实际走势，为交易所用。

图 2：基于主观与客观相统一，配合自上而下从宏观到品种的统筹考虑的分析框架示意



数据来源：五矿期货研究中心

在该体系中，我们之所以引进“客观走势”这一环作为主观分析的补充，正是考虑到消息存在滞后性、资金的思维方式各不相同、获取信息的能力及认知水平也各不相同等因素，同时考虑盘面走势是市场真金白银博弈的结果，价格内反应了市场所已经存在的所有因素（我们坚定地认为市场是有效的）。这便在一定程度上弥补了不同参与者在认知层面以及消息层面的差距。当然，前提是得“看得懂”图，这便是涉及技术分析一块的知识了，在此也不展开。

也正因如此，我们一直信守“顺势而为”的准则，且时刻以“市场（客观）永远是对的，而人（主观）时常犯错”作为警醒，以防步入“我认为”的“主观陷阱”。

图形客观上的表现是我们在专题《锰硅：终难复制 2024 年 4 月份行情》中，对比两轮行情时，认为本轮行情远不及 2024 年 4 月份开始的行情的一个主要原因之一（量能及平台蓄力），即在级别角度的定性。

同时，也是我们在全文综合分析完，认为“矿端紧缺叙事并不顺畅”的背景下依旧强调“在上涨走势尚未明显破坏之前，并不着急凭借基本面的判断去进行逆势/摸顶操作”的主要抓手，毕竟交易并不是在与盘面“怄气”。

对于本轮行情，我们在基本面角度最主要的定性有两个：1) 锰硅过剩的品种属性没有发生改变；2) 锰矿总量及结构难以出现显著短缺。

那么，再结合对于客观盘面走势的基本判断，就对盘面的方向变化和级别有了比较清晰的认识：

首先，明确这是短期的反弹行情，不是反转，向上高度取决于情绪/资金（需要市场氛围的烘托，考虑是否有宏观、商品环境、板块的共振）；

其次，明确最终价格将“从哪儿来回哪儿去”，狂欢之后又是“一地鸡毛”，这是基本面使然。

至于具体行情如何演绎发展，则需要通过客观走势去观察跟踪。是否进行交易以及如何交易则取决于在这样的走势判断下，盘面是否给出高性价比的上手位置和清晰的止损条件（不同的风格有不同的手法及进出场条件，不展开讨论）。

**预期，尤其是短期难以证伪的预期是行情可能的强驱动，也是基本面的坚定支持者在某些时候屡屡受挫的根本所在**

其次，关于预期。期货是未来的现货，其本身包含了未来期限的“预期”属性以及现货自身的“现实”属性。因此，我们会发现，期货盘面走势的锚定往往在“预期”及“现实”两端往复切换。其中，预期，尤其是短期难以被证伪的预期，是十分“强大”的存在，可能发展成为行情的强驱动，即使是面对一团糟的现实基本面，这在近期锰硅的两轮行情中体现的尤为明显。

关于 2024 年 4 月份的行情，我们曾在关于锰硅的专题《锰硅：何至于此？》中做过相关的描述：“我们认为这涉及到行情驱动中“预期与现实”的概念。宏观向好氛围支撑预期拉涨，情绪退去后紧缺现实无法兑现，价格的可选路径似乎只有重归原点，甚至更低”，在此不做展开，如有兴趣，可回溯该文章。

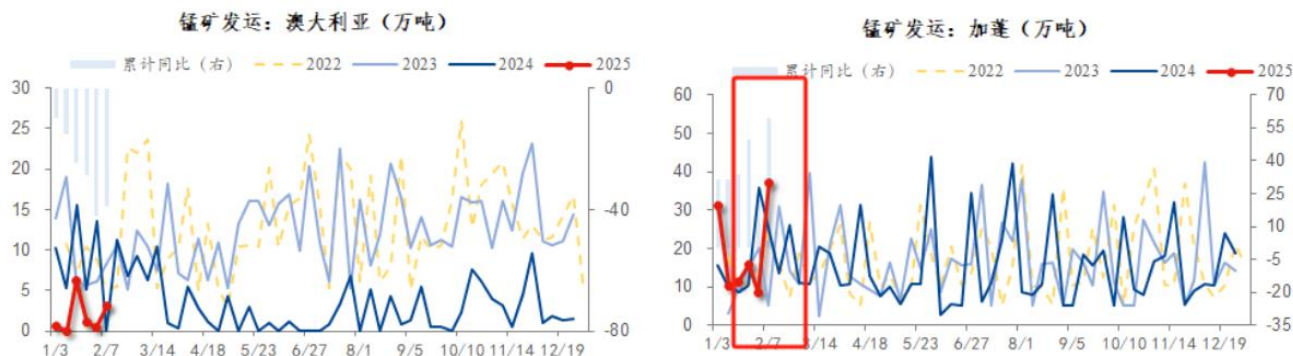
回溯就近 1 月份以来的这段行情，我们同样可以看到跳脱于基本面之外的强预期的影子。

行情的发展源自 2025 年 1 月 10 日午间，市场一则关于“康密劳 2 月份长协发运或将减半甚至更多”的消息。加蓬矿半个月的长协量并不足以导致总量上的显著紧缺，对此我们在相关文章中做过分析，但依旧带动了这轮行情，我们认为根本还是在于预期。

在氧化矿库存低位的背景下，市场关于加蓬发运的担忧（是否仅 2 月份减半，随后的发运是否会出现问题？）、澳洲的发运问题仍未正式解决以及下游阶段性补库带来的港口锰矿总库存的显著下行（过去五年新低）等一系列因素的叠加，给到市场紧缺的预期，加之当时正值市场氛围由弱转强，行情便箭在弦上。

于是，我们看到了价格从 6000 元/吨一路涨破 7300 元/吨的“壮举”，也看到了当氛围弱化，同时市场看到加蓬锰矿周度发运出现大幅回升且港口锰矿库存阶段性回升时，价格出现难以遏制的“崩塌”情况，紧缺的故事难以为继了。

图 3：锰矿发运数据（万吨）



数据来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

当然，并不是所有的预期都能发展成为强有力的行情。好叙事固然重要，但也需要外部条件支持，包括趋势形态、市场共振、资金兴趣等。这取决于市场的环境、预期所讲述的“故事”是否够被资金广泛接受且愿意为之付诸行动，这一点与股市有异曲同工之妙。

### 市场充满机会，但只有活下去才能畅想未来

最后，我们想聊一聊风险的把控，即我们认为交易的根本是先解决如何活下去的问题，而后才是如何赚钱。

我们对行情有了定性，即对大方向以及后续行情的大体发展轮廓有了大体的认识，在这样的背景下，我们便具备了交易该行情的基础。

但正如我们前文所提到的，个人的认知程度不同决定了对于主要矛盾的把握能力不同，抓不准主要矛盾或抓错主要矛盾是再正常不过的情况。同时，并不是每一次的形态整理、每一个给盘面精心“设计”的故事（即预期）都能得到行情的兑现。

那么，很自然的，当行情与设想的方向相背离或不发生时，我们就要面对如何去处理的问题，而这在我们看来便是对风险的控制问题，即解决如何活下去的问题。

对此，我们有且仅有一条建议：时刻“系好安全带”，坚决设定止损，交易不执著。市场充满机会，但只有活下去才能畅想未来。



## 免责声明

---

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，并鼓励交易者征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。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

## 公司总部

---

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：[www.wkqh.cn](http://www.wkqh.cn)