



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2025-02-05

锰硅：终难复制 2024 年 4 月份行情

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：

综合客观的形态及量价、宏观及商品的氛围以及事件影响的时间长度及锰矿量的规模，我们认为本轮的驱动不足以支撑锰硅复制 2024 年 4 月份的行情。

站在基本面角度，本轮价格上方的空间认为是有限的，当下或已十分接近该水平。

当然，站在交易角度，我们一直强调顺势而为，在上涨走势尚未明显破坏之前，我们认为并不着急凭借基本面的判断去进行逆势/摸顶操作。

建议观察当下 6500 元/吨至 6850 元/吨区间内价格盘整的强弱情况：1) 若价格短期盘整强势，则后继或存在再度上冲，该种情形下可关注上方 7300 元/吨附近的高度；2) 若价格盘整中渐弱，且伴随成交缩量、持仓明显回落，则可关注价格向下回落的机会。

此外，对于手中存在锰硅库存的贸易商或者成本较低的锰硅生产商，我们认为在 7000 元/吨以上位置或可逐步增加套保比例。

锰硅：终难复制 2024 年 4 月份行情

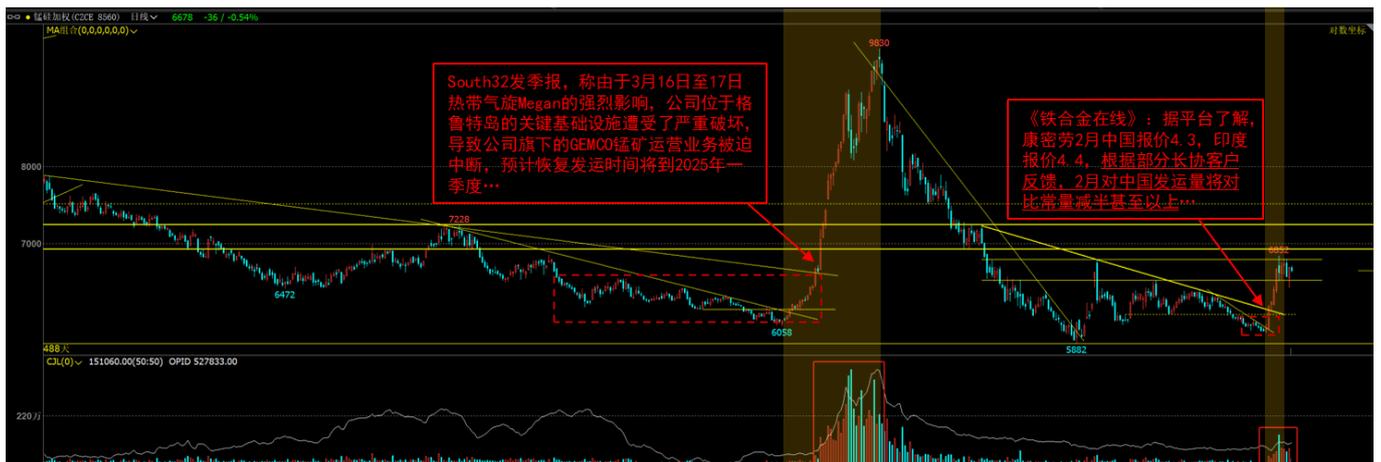
本轮上涨缺乏量价的有力支撑，且缺少平台蓄力

2025 年 1 月 10 日午间，随着“康密劳 2 月份长协发运或将减半甚至更多”的消息传出，锰矿端“故事”再起，4 月份行情存在的“肌肉记忆”使得午后锰硅盘面价格快速拉升，且此后四个交易日延续大幅上涨态势，一度回到 6800 元/吨以上水平（针对加权指数，下同），随后进入 6500 元/吨至 6800 元/吨的区间内做震荡整理。

从客观盘面的量价及形态角度，2024 年 4 月份的上涨伴随着明显的持仓上行及成交显著放量，本轮上涨中成交有所放量，但远不及 2024 年 4 月份，且持仓增幅也明显有所差异，即资金参与度以及情绪明显不同。

此外，形态上，4 月份的上涨拥有长达 5 个月的平台蓄力，而当前仅有两周左右的平台，缺少平台的蓄力。

图 1：从客观角度，相较于 2024 年 4 月份的行情，本轮蓄力时间更短，资金参与强度（持仓及成交）更低（元/吨）



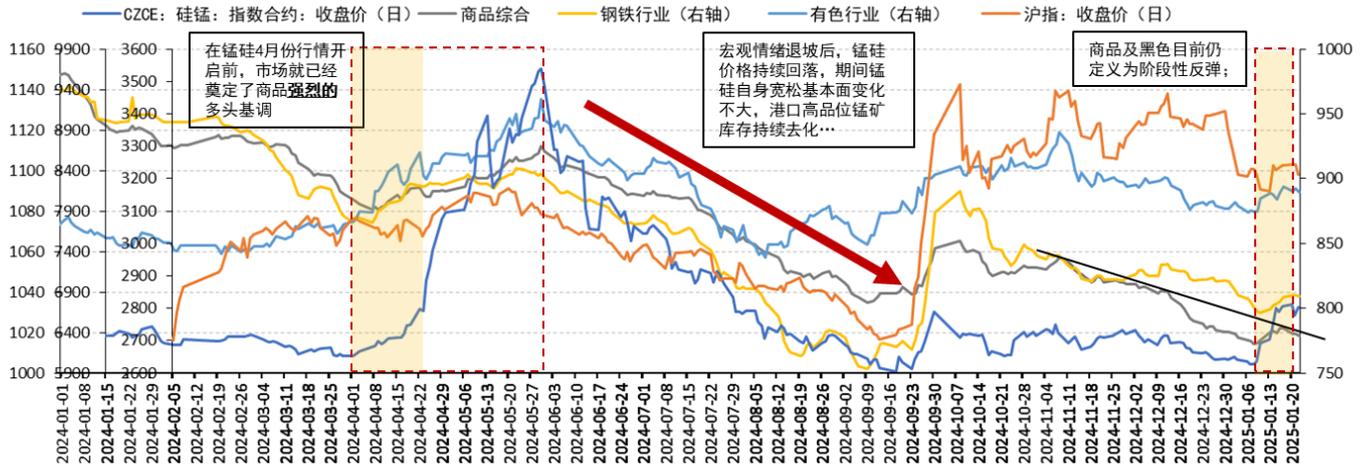
数据来源：郑商所、文华财经、五矿期货研究中心

当前的宏观氛围远不如 2024 年 4-5 月份，情绪能够给到估值的助力有限

2024 年 4-5 月份为明显的宏观多头氛围。清明节后，我们看到以黄金、白银、沪铜为代表的贵金属、有色带领下，整体商品走出了一段趋势性的上涨行情，且上涨情绪浓烈。同时，黑色板块也提前于锰硅出现了明显反弹。在这样显著的多头氛围下，资金开始寻找价格低位的品种，等待驱动讲预期，伺机拉涨。锰硅（澳洲锰矿事件）、工业硅（“节能降碳”）、硅铁（“节能降碳”）、PVC（房地产放松限购政策）均是如此。

而当下，商品在原油（事件驱动）带动下情绪有所好转，未形成显著多头趋势。此外，市场上并未有明显的多头走势品种带动市场情绪，至少目前尚未具备。即当下宏观及商品氛围给到价格估值的助力相对有限，即缺乏共振。

图 2：2024 年 4-5 月份的商品多头氛围及黑板块的反弹给锰硅的上涨提供了土壤，而当前能够给到的估值助力十分有限（元/吨）



数据来源： WIND、MYSTEEL、五矿期货研究中心

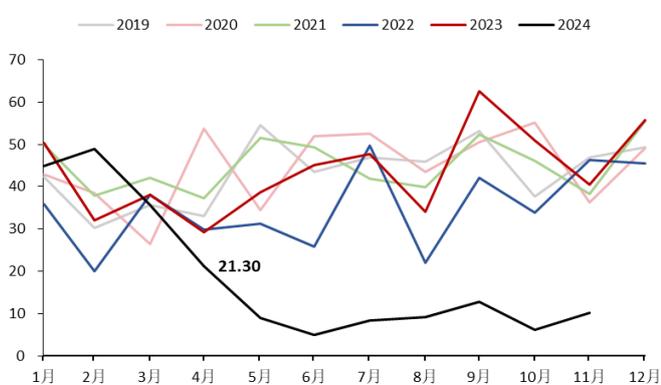
加蓬锰矿事件影响规模及时间跨度都远不及澳洲锰矿事件

在 2024 年 4 月，我们将澳洲锰矿事件按照影响 10 个月计算，计算的影响总量约为 300 万吨。实际上，截至 2024 年 11 月，澳洲锰矿进口累计同比已降 258 万吨，目前市场预期澳洲锰矿可能在 4 月份发出（South32 季报中也提及在 2025 年二季度陆续恢复发运），则这次事件实际的总影响规模或接近 400 万吨，占年度总进口量的约 13%。

而加蓬 2 月份长协发运减半，影响量，按照目前测算来看，仅有约 20 万吨。

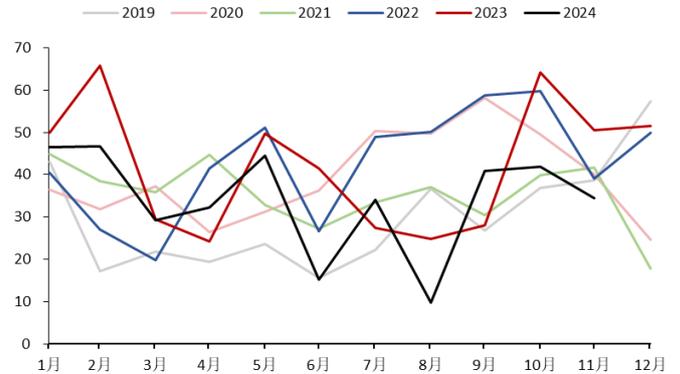
即时间上，澳洲锰矿事件给予了市场充足的时间跨度（10 个月到 1 年）及足够大体量的影响规模（预计 400 万吨，约总进口的 13%）去进行想象（预期）与叙事，而当下加蓬长协发运减半的情况，影响时间短且留给市场的想象空间有限。

图 3：澳大利亚锰矿进口情况（万吨）



数据来源： MYSTEEL、五矿期货研究中心

图 4：加蓬锰矿进口情况（万吨）



数据来源： MYSTEEL、五矿期货研究中心

锰矿是否会短缺？

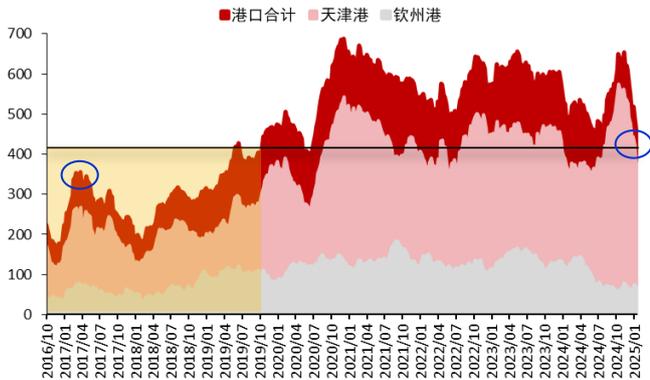
那么，当前情况推演下，锰矿是否会出现总量上的短缺？

截至发稿日，我们看到锰矿港口库存为 425 万吨（持续回落中），处于过去五年的同期低位水平。但如果我们拉长周期，仍显著高于 2020 年以前水平。

此外，临近春节，部分工厂反馈其已准备好春节期间库存量，节前备货基本完成。若按照月均 85 万吨的锰硅产量计算，每月消耗锰矿约为 170 万吨。

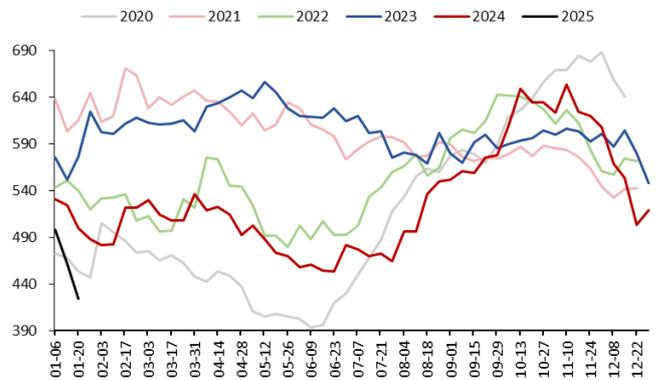
截至 11 月份，2024 年月均锰矿石进口量为 244 万吨，按照锰硅及锰铁占锰矿需求的 80% 计算，即使加蓬 2 月份发运减半（-20 万吨），锰矿石总量上仍不会造成明显短缺的情况。

图 5：锰矿港口库存（万吨）



数据来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

图 6：锰矿港口库存季节性图（万吨）



数据来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

氧化锰矿是否短缺？

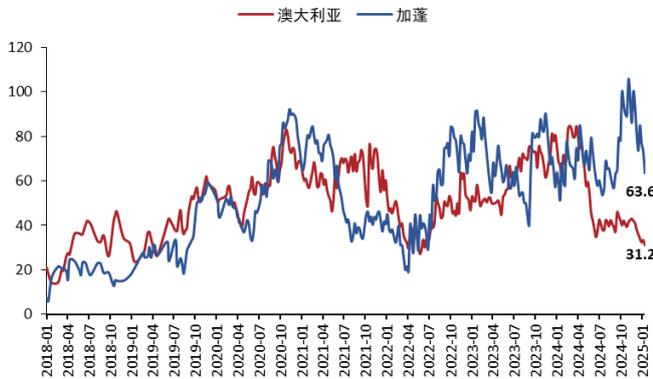
总量预计不会出现明显短缺，那么是否会出现氧化锰矿的局部短缺？

回顾 2024 年 4 月份开始的行情，我们看到在澳洲锰矿发运出现问题后，工厂的实际生产情况已经向市场证明，部分锰硅厂对于氧化矿的使用占比并非无法调低，其能够从 25% 降至 15%，甚至 10%。

我们假设 1-4 月，锰硅月产量维持在 85 万吨左右，则对于氧化锰矿的需求量合计为 96 万吨（按照 15% 配比计算，20% 为 136 万吨，10% 占比为 64 万吨）。同时，假设澳洲锰矿继续维持 10 万吨左右的低位进口量，加蓬锰矿在 2 月份减少 20 万吨，其余月份维持 30 万吨左右的进口水平（偏低水平），则 1-4 月氧化锰矿供应约有 140 万吨。

即按照总量计算，氧化锰矿总量上亦不缺，难以形成氧化锰矿大幅的价格上涨驱动。当然，货源相对集中情况下仍存在一定的议价能力。

图 7：天津港澳澳大利亚及加蓬锰矿港口库存合计（万吨）



数据来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

图 8：高品锰矿港口库存合计（万吨）



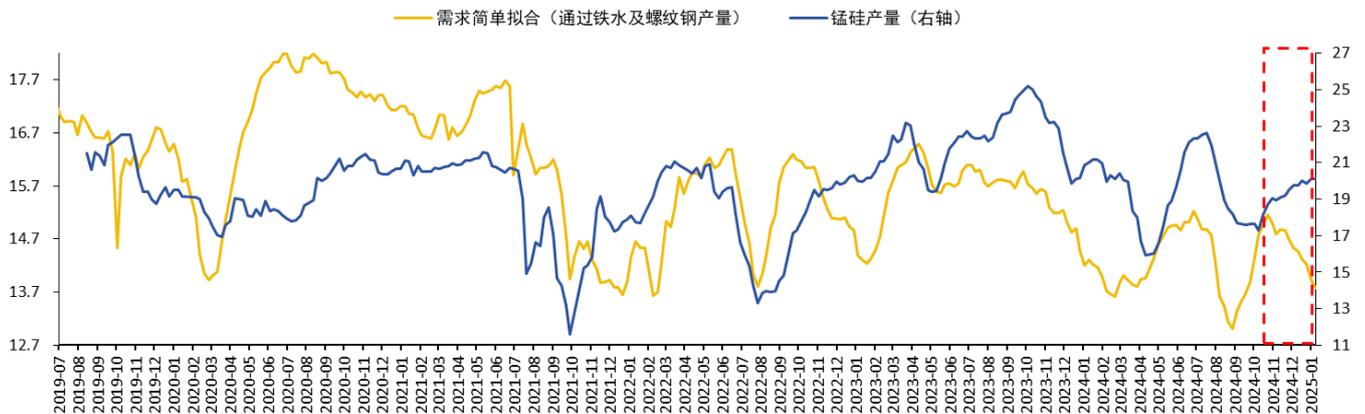
数据来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

供给追逐需求的幅度明显不足，锰硅供给过剩的格局未发生改变

我们测算的锰硅供需平衡点在 14 万吨/周，当下 20 万吨的周度产量显著高于需求承接能力，**品种产能过剩，供过于求的格局并未发生改变。**

这意味着站在产业基本面角度，能够给予到品种的估值也十分有限，甚至仍需要挤压价格对产能进行出清。

图 9：受前期良好的利润影响，虽然近期锰硅生产步入亏损，但锰硅供给整体收缩有限（仍存在投产），需求端显著下滑（万吨）



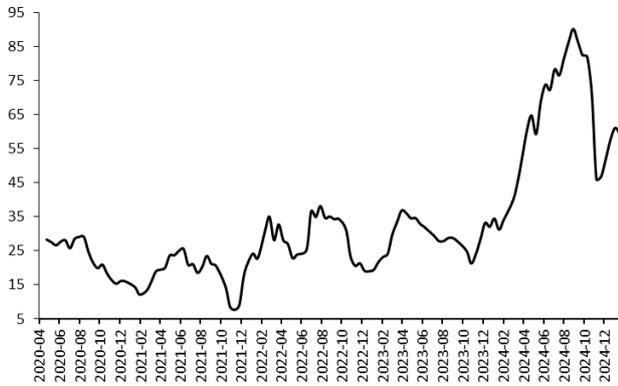
数据来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

锰矿显性库存维持高位，且仓单快速累积且仍存在增长空间

截至发稿日，测算锰硅显性库存为 59.5 万吨，显性库存仍持在同期显著高位。

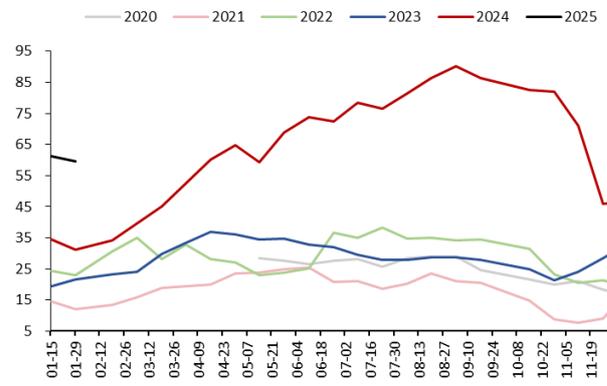
此外，锰硅仓单和有效预报数量自 10 月底集中注销后持续回升，当前总和已超过 44 万吨，且仍存在持续增长的空间。随着盘面对于现货持续维持升水，盘面仓单压力预计将持续增加（产业过剩格局），对盘面价格形成压力。

图 10：锰硅显性库存仍处在高位（万吨）



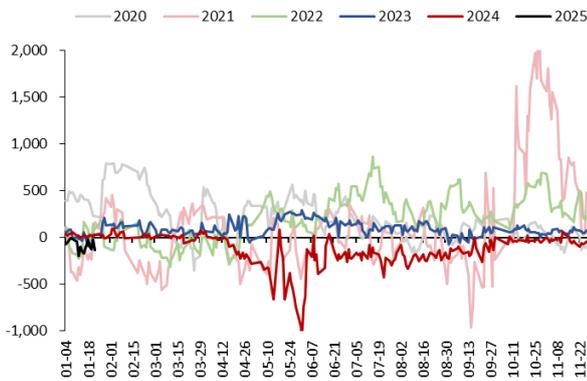
数据来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

图 11：锰硅显性库存仍处在高位（季节图，万吨）



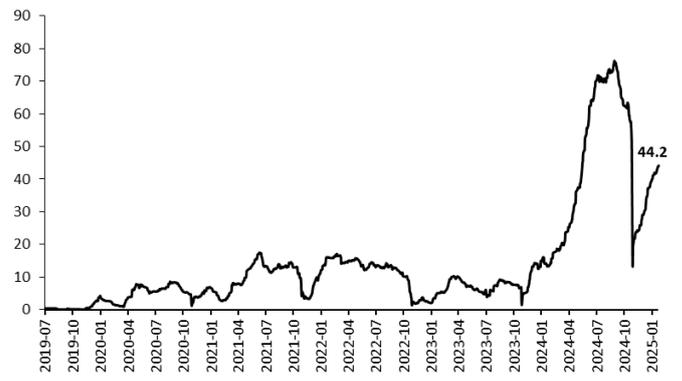
数据来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

图 12：锰硅盘面维持升水结构（元/吨）



数据来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

图 13：锰硅盘面仓单快速累积（万吨）



数据来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

短期仍保持阶段性上冲可能，但空间有限

因此，综合客观的形态及量价、宏观及商品的氛围以及事件影响的时间长度及锰矿量的规模，我们认为本轮的驱动不足以支撑锰硅复制 2024 年 4 月份行情。

此外，锰硅自身过剩的品种属性并未发生改变（导致高价存在明显套保压力）。同时，在测算锰矿总量及结构难以出现显著短缺背景下，对于锰矿端继续大幅上涨从而带动锰硅成本继续显著抬升的叙事逻辑并不顺畅。即站在基本面角度，本轮价格上方的空间认为是有限的，当下或已十分接近该水平。当然，在 South32 没有给出确切恢复发运的时间前，澳洲锰矿发运问题仍是需要注意的风险（观察 4 月份能否顺利发出）。

当然，站在交易角度，我们一直强调顺势而为。当下整体商品氛围有所转暖，且黑色板块在一季度经济复苏预期出现恢复的背景下（四季度 GDP 数据超预期，且中美关系的严峻程度或较市场预期的要弱）呈现持续反弹走势。这仍将给予到锰硅一定上冲的多头氛围及空间，且当下锰硅盘面持仓仍在增加，表明资金推涨情绪仍存（本轮行情认为主要驱动在于资金端），虽然这些都建立在我们认为并不顺畅的锰矿端紧张预期叙事之上。在上涨走势尚未明显破坏

之前，我们认为并不着急凭借基本面的判断去进行逆势/摸顶操作。

短期来看，盘面客观走势依旧偏强，表现为价格下行时明显的抵抗，即当下仍无法排除继续上冲的可能。

建议观察当下 6500 元/吨至 6850 元/吨区间内价格盘整的强弱情况：1) 若价格短期盘整强势，则后继或存在再度上冲，该种情形下可关注上方 7300 元/吨附近的高度；2) 若价格盘整中渐弱，且伴随成交缩量、持仓明显回落，则可关注价格向下回落的机会。

此外，对于手中存在锰硅库存的贸易商或者成本较低的锰硅生产商，我们认为在 7000 元/吨以上位置或可逐步增加套保比例。

图 14：锰硅盘面价格短期处于 6500 元/吨至 6850 元/吨的宽幅震荡区间中（元/吨）



数据来源：郑商所、文华财经、五矿期货研究中心

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