

研究员：周涛

期货从业证号：

F03134259

投资咨询证号：

Z0021009

联系方式：

✉:zhoutao_qh1@chinastock.com.cn

潮汐交替，静候佳音

第一部分 前言概要

行情回顾：

2024 年一季度，受到自身产能宽松以及钢材价格下跌的影响，铁合金价格震荡下行。二季度飓风梅根严重影响了 South32 的运营，导致市场对于锰矿供应产生担忧，锰矿大涨推动锰硅价格上涨。进入三季度后，锰矿价格来到高位水平，但由于高价刺激了其他供应恢复，锰硅厂商也相应调整了用料结构，锰矿总量和结构上的短缺都开始缓解，价格开始回落。9 月底，受国内政策面利好消息刺激，铁合金期货价格出现大幅反弹，但由于基本面跟进幅度较为有限，上涨的持续性不强。四季度呈现逐步回落态势，进而在底部持续窄幅波动。

市场展望：

综上所述，经历了 2024 年的暴涨暴跌之后，我们预计 2025 年整体是震荡休整的一年。供应端产能过剩的压力仍然存在，且随着新增产能计划的头寸，这一情况进一步加深，限制了价格上方空间。成本端方面，South32 锰矿预计于 2025 年二季度重新恢复发运，整体锰矿进口量预计有所增加。叠加动力煤价格持续疲弱可能拖累电价，成本支撑预计也将有所下移。需求方面，在 2024 年国内粗钢需求大幅下降之后，我们预计 2025 年将有修复性增长，对铁合金价格形成一定支撑。

总体来看，预计整体波动区间下降至【5800,6600】，在高成本供应地区接近盈利的情况下，可以把握做空机会。底部支撑关注原料价格低位后是否带来供应减量，以及需求端恢复情况。期权策略方面，逢高做空波动率是全年主要思路。

策略推荐：

1. 单边：整体波动区间收窄，高成本地区接近盈利时把握做空机会。
2. 套利：观望。
3. 期权：逢高做空波动率。

风险提示：粗钢需求超预期波动、能耗限制政策对供应端扰动

第二部分 基本面情况

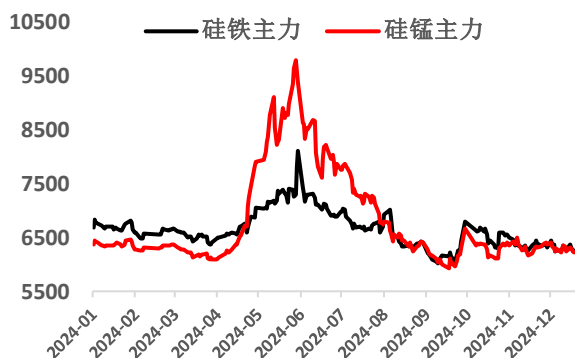
一、行情回顾

2024 年一季度，受到自身产能宽松以及钢材价格下跌的影响，铁合金价格整体呈现震荡下行的趋势。二季度开始，飓风梅根严重影响了 South32 位于澳大利亚的 GEMCO 设施的运营，South32 是全球重要锰矿供应商之一，该事件导致市场对于锰矿供应产生严重担忧，锰矿价格大幅上涨继而推动锰硅期货价格上涨。同时，硅铁基本面也有改善驱动，在锰硅的带动下也大幅上涨，只是幅度低于锰硅。

进入三季度后，锰矿价格来到高位水平，但由于高价刺激了其他供应恢复，锰矿进口量开始恢复。锰硅厂商也相应调整了用料结构，锰矿总量和结构上的短缺都开始缓解，价格开始回落。同时，钢材终端需求持续疲弱，新国标切换导致螺纹钢价格短期出现踩踏，也带动了铁合金在内的整体黑色金属大幅下跌。9 月底，受国内政策面利好消息刺激，铁合金期货价格出现大幅反弹，但由于基本面跟进幅度较为有限，上涨的持续性不强。四季度呈现逐步回落态势，进而在底部持续窄幅波动。

图 1：铁合金主力合约走势回顾

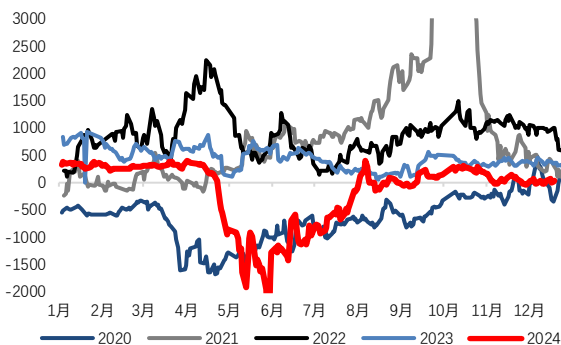
单位：元/吨



数据来源：银河期货，Mysteel

图 2：盘面主力合约 sf-sm 价差

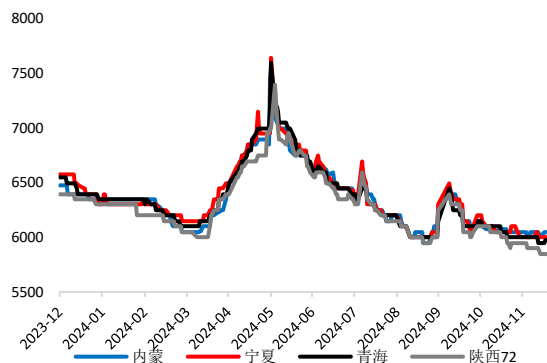
单位：元/吨



数据来源：银河期货，Mysteel

图 3：72%FeSi 硅铁现货市场价

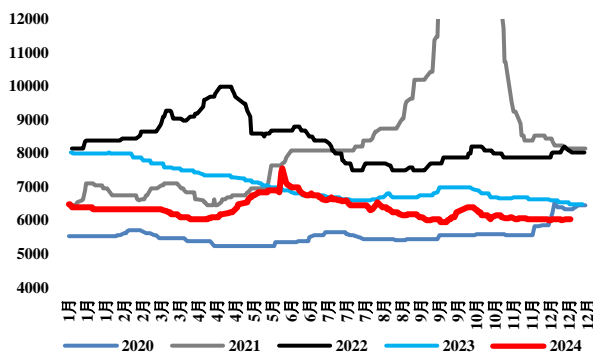
单位：元/吨



数据来源：银河期货，Mysteel

图 4：72%FeSi 内蒙硅铁现货市场价

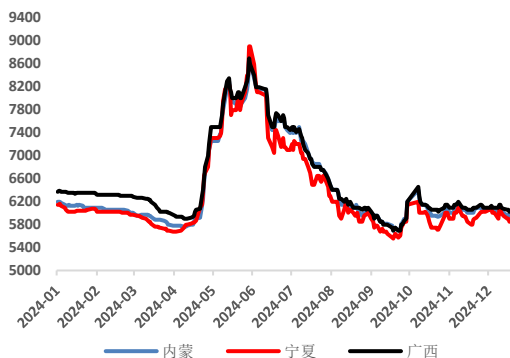
单位：元/吨



数据来源：银河期货，Mysteel

图 5：硅锰现货价格

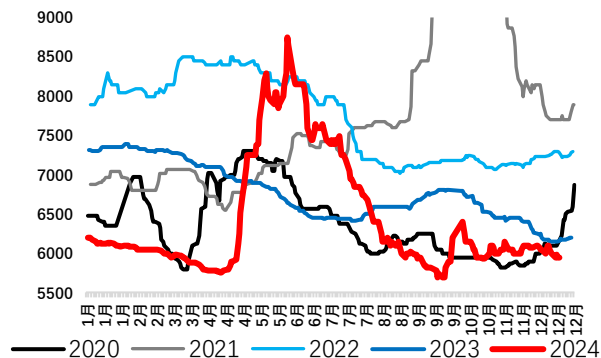
单位：元/吨



数据来源：银河期货，Mysteel

图 6：内蒙硅锰现货价格

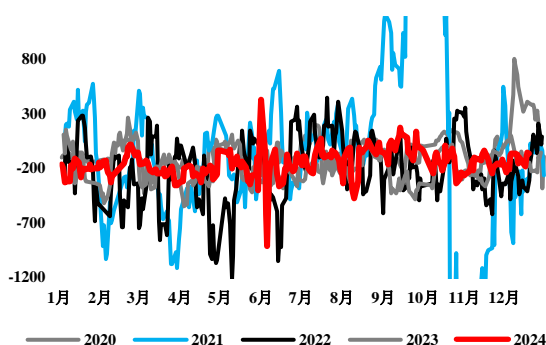
单位：元/吨



数据来源：银河期货，Mysteel

图 7：硅铁主力合约内蒙仓单基差走势

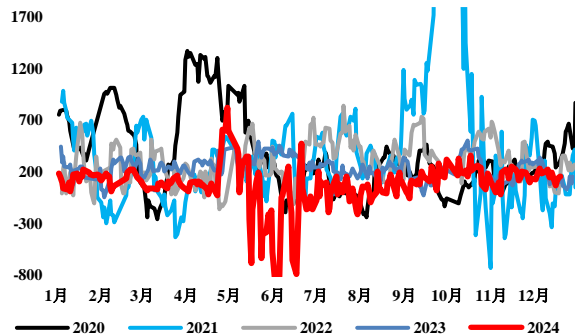
单位：元/吨



数据来源：银河期货，Mysteel

图 8：硅锰主力合约内蒙仓单基差走势

单位：元/吨



数据来源：银河期货，Mysteel

二、产能仍有增量，供应端持续压制上方空间

2024 年，铁合金供应端表现有所分化，硅铁产量基本平稳，而锰硅产量出现较大下滑。根据钢联统计，2024 年硅铁产量节奏与 2023 年有所变化，导致产量增速先降后增，但全年来看基本持平，截止 2024 年 11 月，硅铁产量累计 507.8 万吨，同比增长 0.54%，全年产量预计 556 万吨左右。而锰硅产量持续疲弱，且增速不断下降，截止 2024 年 11 月，锰硅产量累计 926.9 万吨，同比下降 12.78%，全年产量预计 1005 万吨左右。

从开工率角度来看，硅铁与锰硅整体产能利用率均处于低位。以钢联样本硅铁企业开工率来看，全年平均开工率仅有 37.2%，锰硅样本企业开工率全年平均也仅有 48.7%。说明仍有大量产能处于闲置状态，同时，从新增产能角度来看，2025 年硅铁与锰硅仍然有新增产能预计将要投产，进一步限制了价格上方空间。

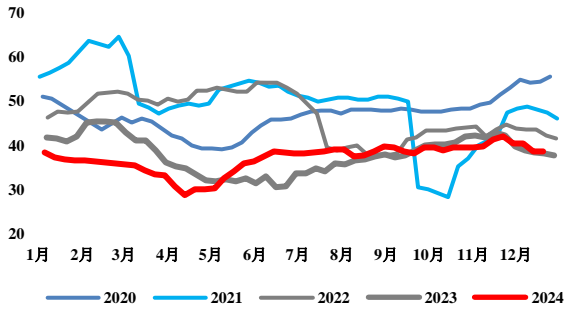
硅铁方面，根据钢联统计，2024 年新投产产能约 76 万吨，并且这些产能主要是在下半年投产，2025 年全年实际产量较 2024 年还有进一步增长。2025 年新增投产计划合计产能约 34 万吨，分布较为分散，甘肃、内蒙、青海均有分布。

锰硅方面，根据钢联统计，在建项目基本均处于内蒙地区。若全部投产，2025 年一季度投产年产能约 36 万吨，二季度投产年产能约 29 万吨，下半年投产年产能约 20 万吨。目前暂停新建项目年产能共约 155 万吨，暂停原因多为不看好市场，若后期市场行情转好，项目

仍有恢复建设的打算。

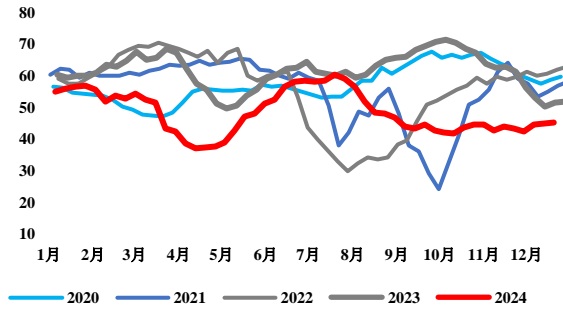
总体来看，2025 年铁合金仍有部分新增产能计划，使得目前产能利用率不高的格局将进一步恶化，进而压制价格上方空间。

图 9：硅铁生产企业开工率（%）



数据来源：银河期货，Mysteel

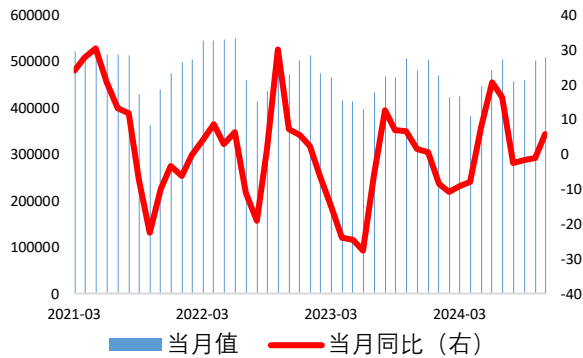
图 10：锰硅生产企业开工率（%）



数据来源：银河期货，Mysteel

图 11：我国当月硅铁产量

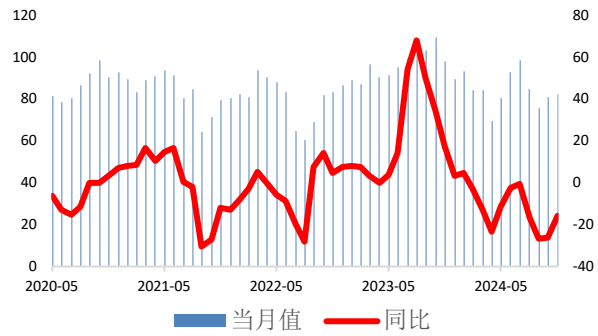
单位：吨/%



数据来源：银河期货，Mysteel

图 12：我国当月锰硅产量

单位：万吨/%



数据来源：银河期货，Mysteel

图 13：2025 年硅铁新增产能计划

单位：万吨

类别	地区	产能（万吨）
2024 年已投产	鄂尔多斯	43
	甘肃	29
	陕西	4
	小计	76
2025 年即将投产	甘肃	9
	内蒙古	10
	青海	10
	青海	8
	甘肃	7
	小计	34

数据来源：银河期货，Mysteel

图 14：2025 年锰硅新增产能计划

单位：万吨

类别	地区	产能（万吨）
已投产	化德	14.4
	赤峰	18.4
	丰镇	15.8
	小计	48.6
建设中/即将投产	锡林郭勒盟	28.9
	察右前旗	39.4
	丰镇	18.4
	包头	63
	小计	149.7
暂停新建	巴彦淖尔	36.8
	察右前旗	47.3
	丰镇	34.2
	中旗	36.8
	小计	155.1

数据来源：银河期货，Mysteel

三、粗钢需求或修复性反弹 金属镁需求维持强势

下游需求方面，主要分为炼钢需求和金属镁对于硅铁的需求。炼钢需求方面，从年度角度来看，不存在粗钢限产的情况下，粗钢产量主要跟随粗钢需求波动，两者变动较为一致。2025 年是《钢铁行业节能降碳专项行动计划》收官之年，可能阶段性对粗钢供应有所扰动，但年度角度预计影响不大。因此我们直接从钢材终端需求入手，分析粗钢需求可能的变化。

自从 2021 年 7 月地产开工断崖式下跌以来，近 3 年钢材需求的格局基本一致，即地产持续拖累，基建、出口和制造业等其他板块在尽力弥补。展望 2025 年，这些需求板块可能有如下变动。

房地产方面，在各地救市政策频发之后，我们已经观察到一些指标的企稳回升。如 11 月 100 大中城市土地成交面积 8965 平方米，同比+43%，近 3 月来土地成交有所好转。11 月商品房销售面积同比 3.2%，自 2021 年 7 月以来首次转正。但是与黑色金属需求更为直接相关的新开工等数据，仍然处于下降区间。预计 2025 年新开工面积仍将小幅下降 5-10%，降幅进一步收窄。

基建方面，2024 年在化债背景下，基建资金到位情况较为紧张，导致实际工作量不及预期。2025 年，人大常委会公布的政策仍然以化债为主，但保留了中央加杠杆的空间，同时随着化债的深入，地方政府资金情况好转后，实际基建资金到位情况有望有所好转。2025 年基建实物工作量有望增速提高。

制造业方面，主要关注内生与外生两个驱动。内生变量方面，工业企业利润增速领先制造业投资约 1 年。外生变量方面，出口增速与制造业投资较为同步。2024 年工业企业利润增速整体下行，2025 年受海外经济走弱压力，关税、反倾销等贸易保护政策的冲击，出口增速也有下行压力，均对制造业投资形成拖累。预计制造业投资增速有所下降，但维持在扩张区间。

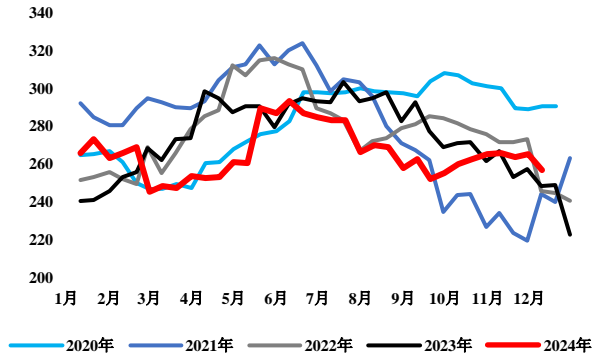
出口方面，直接出口预计高位略有回落，间接出口根据我们此前的专题报告《特朗普当选对钢材间接出口的影响测算》中的估算，特朗普当选后对华关税政策升级，影响钢材间接出口量以悲观情形而言估算约 1265 万吨。不过，目前我国的出口格局已与 2018 年大不相同，来自东盟、非洲等地的需求增量将对冲关税政策的冲击，使得粗钢间接出口需求仍有一定韧性。

总体来看，预计国内粗钢需求经历了 2024 年的大幅下降之后，2025 年有修复性增长，预计增加 700 万吨，直接净出口减少约 500 万吨，合计粗钢需求增加 200 万吨左右。

金属镁占硅铁需求约 15%，由于镁合金高强度低重量的优势，在新能源汽车、航空航天等领域需求增长较快。2024 年 1—11 月，金属镁产量累计约 82.3 万吨，同比增长 22.7%。由于镁合金在新能源汽车应用渗透率进一步提高，预计 2025 年金属镁产量有望维持 10% 的增速，对硅铁需求形成一定支撑。

图 15: 日均粗钢产量季节性

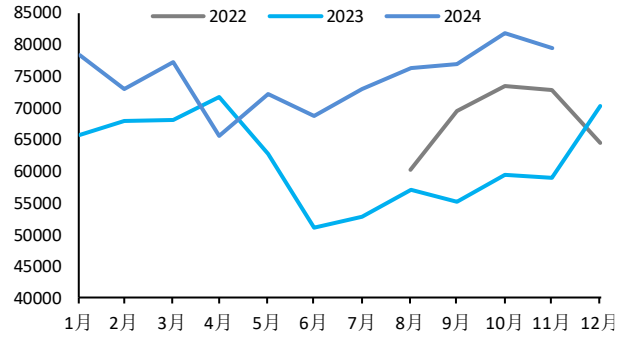
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, Mysteel

图 16: 金属镁产量季节性

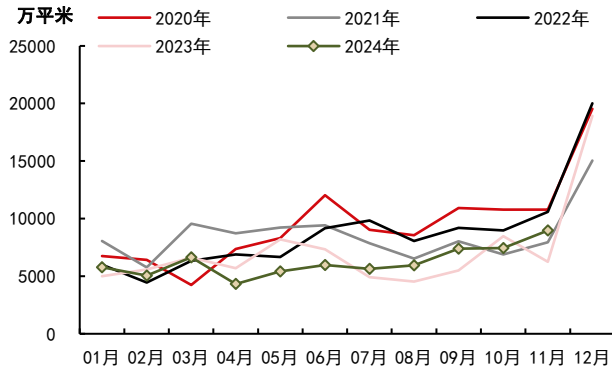
单位: 吨



数据来源: 银河期货, Mysteel

图 17: 100 城土地成交面积有所回暖

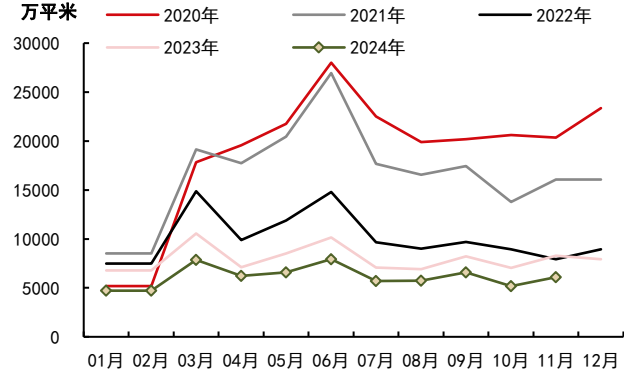
单位: 万平方米



数据来源: 银河期货, Mysteel

图 18: 房地产新开工面积依旧低迷

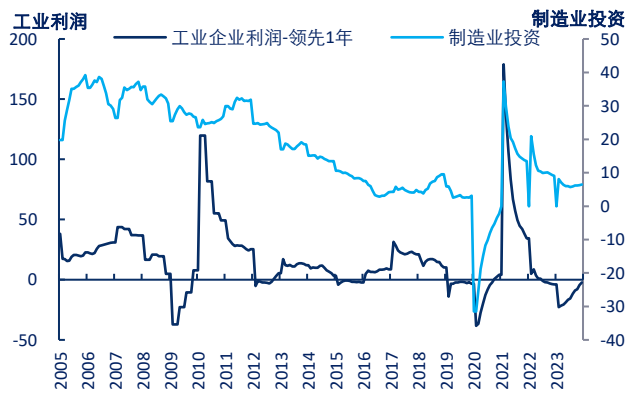
单位: 万平方米



数据来源: 银河期货, Mysteel

图 19: 工业企业利润或拖累 2025 年制造业投资

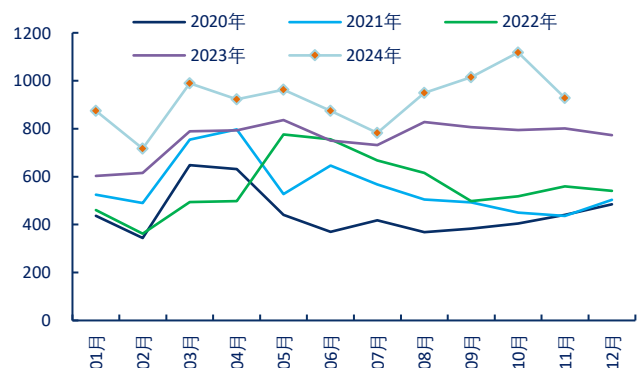
单位: %



数据来源: 银河期货, Mysteel

图 20: 钢材出口维持高位

单位: 万吨



数据来源: 银河期货, Mysteel

图 21：2025 年粗钢需求预估

单位：万吨

行业	2023	2024	2024同比	2025预估	2025同比
房地产	28500	24000	-15.79%	23040	-4.00%
基建	17000	16000	-5.88%	17030	6.44%
汽车	5800	6000	3.45%	6150	2.50%
机械	14300	14500	1.40%	14700	1.38%
钢结构	11000	11300	2.73%	11600	2.65%
家电	2600	2700	3.85%	2780	2.96%
造船	2200	2300	4.55%	2350	2.17%
能源	7200	7300	1.39%	7400	1.37%
集装箱	460	1100	139.13%	700	-36.36%
其他	4517	4400	-2.59%	4550	3.41%
国内合计	93577	89600	-4.25%	90300	0.78%
粗钢净出口	8528	10812	26.78%	10300	-4.74%
粗钢需求合计	102105	100412	-1.66%	100600	0.19%

数据来源：银河期货，Mysteel

四、锰矿供应预计恢复 成本支撑有所下移

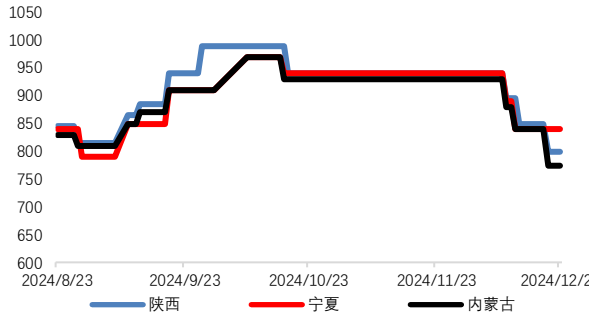
2024 年锰硅行情主要受成本端锰矿的驱动。2024 年 3 月，飓风梅根导致 South32 公司港口设施受损，停止了锰矿发运，锰矿价格大幅上涨。在高价格的刺激下，其他地区供应开始增加，锰矿总进口量在 7 月之后逐步恢复，并在 10 月创下了年内新高。同时锰矿的进口结构也出现变化。2024 年 1-11 月，中国进口锰矿数量为 2679 万吨，其中来源南非数量为 1474 万吨，同比增长 8.1%，占比提升至 55%。澳洲进口锰矿数量为 211 万吨，同比下降 55%，占比下降至 7.8%。

展望 2025 年，South32 预计在 2025 年二季度恢复发运，因此 2025 年总体进口量预计将稳中有增。同时，也需要关注价格重新回到低位之后，是否对部分供应形成挤出。但这需要价格在低位维持较长时间，因此总体来看锰矿价格均价将较 2024 年明显下降，成本支撑有所下移。

由于硅铁和锰硅生产均需要耗费大量电力，能源成本也是铁合金成本的主要组成部分。近年来，产区铁合金电价整体呈现波动下移的态势。随着近年来动力煤价格持续疲弱，2025 年电力价格或有进一步走弱的空间，同样对合金成本支撑形成拖累。

图 22: 各地兰炭小料

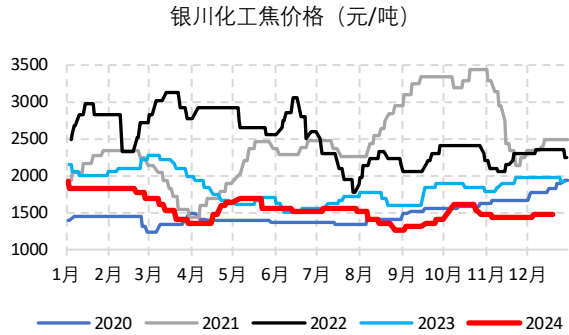
单位: 元/吨



数据来源: 银河期货, Mysteel

图 23: 银川化工焦报价

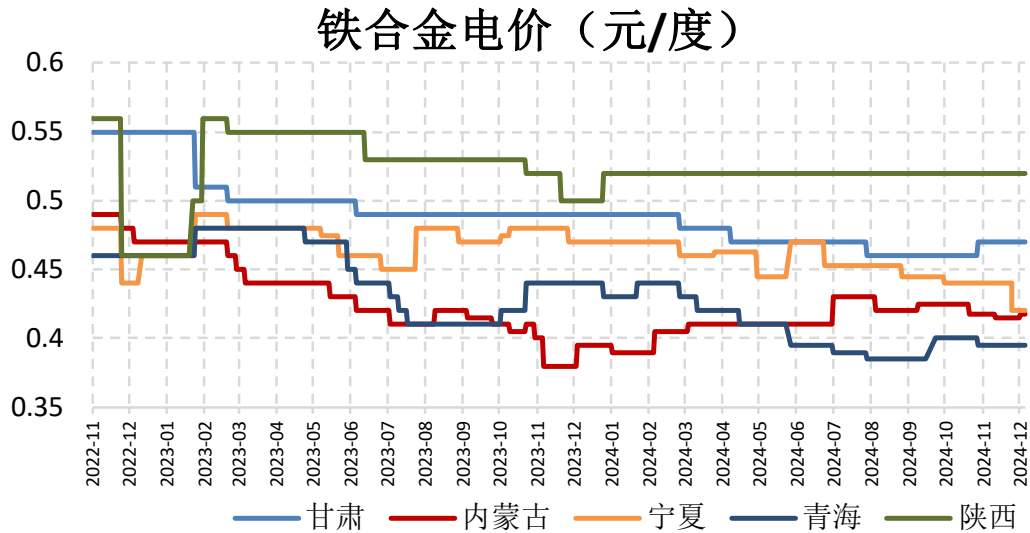
单位: 元/吨



数据来源: 银河期货, Mysteel

图 24: 电费价格

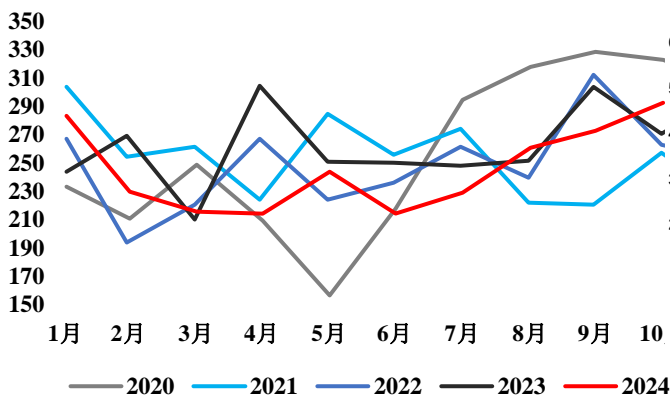
单位: 元/度



数据来源: 银河期货, Mysteel

图 25: 我国进口锰矿当月值

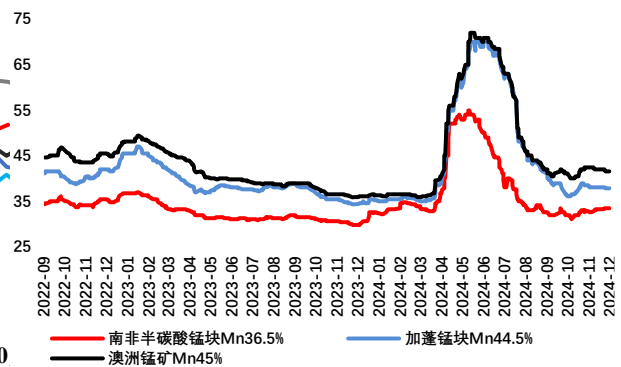
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, Mysteel

图 26: 锰矿价格天津港

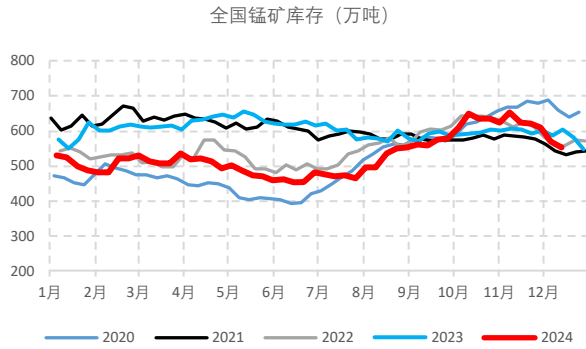
单位: 元/吨



数据来源: 银河期货, Mysteel

图 27：全国锰矿库存

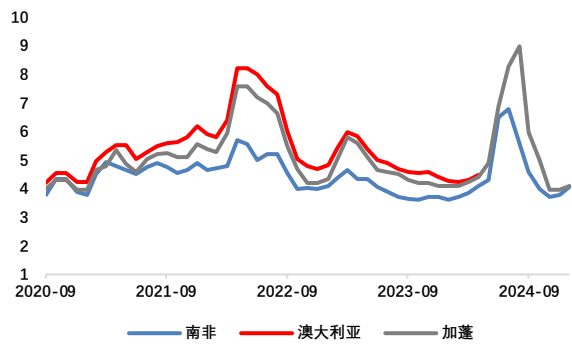
单位：万吨



数据来源：银河期货，Mysteel

图 28：海外矿山装船 CIF 报价

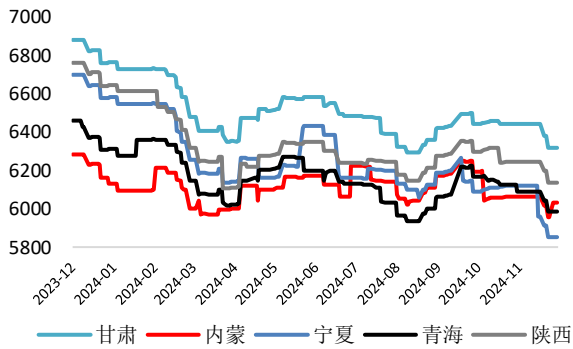
单位：美元/吨度



数据来源：银河期货，Mysteel

图 29：硅铁生产成本

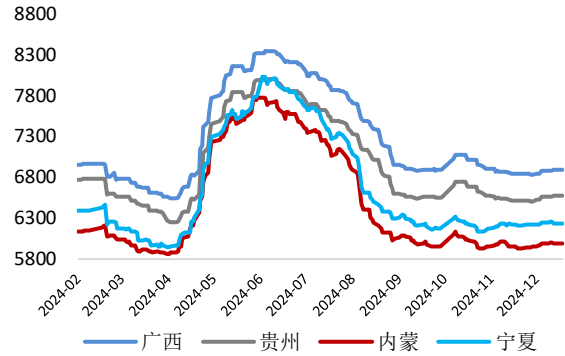
单位：元/吨



数据来源：银河期货，Mysteel

图 30：锰硅生产成本

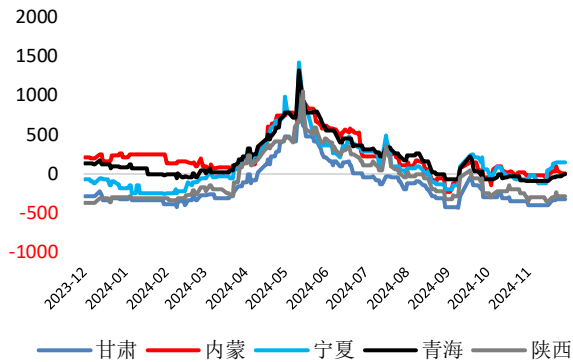
单位：元/吨



数据来源：银河期货，Mysteel

图 31：硅铁生产利润

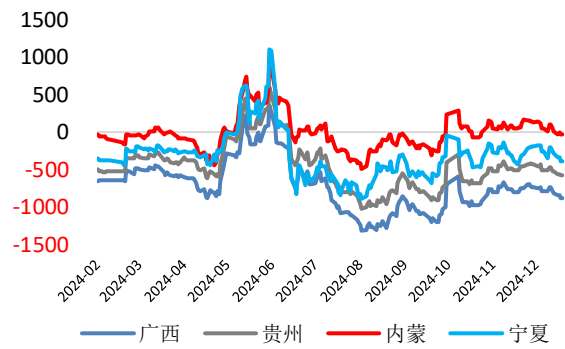
单位：元/吨



数据来源：银河期货，Mysteel

图 32：锰硅生产利润

单位：元/吨



数据来源：银河期货，Mysteel

第三部分 后市展望及策略推荐

综上所述，经历了 2024 年的暴涨暴跌之后，我们预计 2025 年整体是震荡休整的一年。供应端产能过剩的压力仍然存在，且随着新增产能计划的头寸，这一情况进一步加深，限制了价格上方空间。成本端方面，South32 锰矿预计于 2025 年二季度重新恢复发运，整体锰矿

进口量预计有所增加。叠加动力煤价格持续疲弱可能拖累电价,成本支撑预计也将有所下移。需求方面,在2024年国内粗钢需求大幅下降之后,我们预计2025年将有修复性增长,对铁合金价格形成一定支撑。

总体来看,预计整体波动区间下降至【5800,6600】,在高成本供应地区接近盈利的情况下,可以把握做空机会。底部支撑关注原料价格低位后是否带来供应减量,以及需求端恢复情况。期权策略方面,逢高做空波动率是全年主要思路。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799