

硅锰&硅铁：钢厂减产，需求预期仍悲观

策略专题

李啸尘 黑色金属高级分析师 Z0016022

【策略概览】

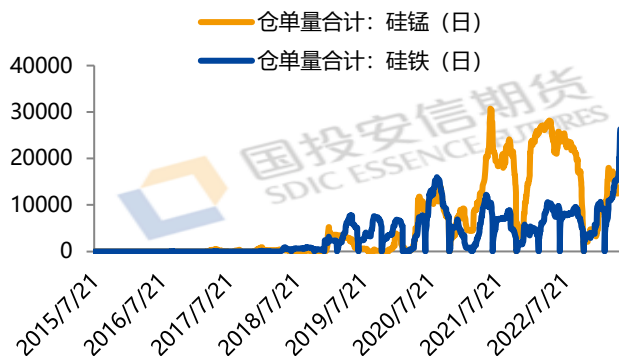
经济复苏较为缓慢，且相对波折。钢材表观消费量较差，钢厂利润虽稍有改善，且钢厂厂内合金库存水平靠近低位，不过钢厂对合金大幅补库意愿仍然不高，在此背景下，炼钢原材料和辅料仍然受到负反馈驱动，在看到合金市场库存大幅去化之前，预计铁合金钢招价格维持环比下滑态势是大概率。所以生产企业和贸易商利用期货工具进行套期保值重要性逐渐凸显。

【策略主要逻辑】

1、合金库存去化缓慢

库存是衡量供需状态的结果，对库存状态有合理的预期是基本面分析中对边际变化结果的判断。参考近 5 年的行情，涨价去库存和降价去库存都发生过，并且库存去化后，供需都恢复到了相对平衡的状态，反观今年，或许是不一样的行情。回顾硅锰和硅铁前五个月的行情，价格有起有落，不过市场库存却不曾大幅去化，不管是涨价去库存或者降价去库存都没有发生，这说明当下供需层面的矛盾对比前几年的供需矛盾来说更大。

铁合金期货仓单数量



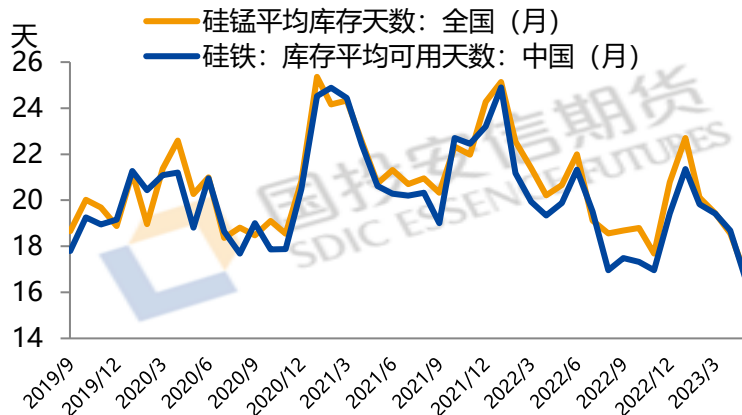
数据来源：Mysteel，国投安信期货整理

从仓单数量来看，硅铁仓单量创出新高，主要系钢招价格较低，期货仓单显性库存承担了部分销路，并且注册仓单后可以进行了仓单质押业务，从而盘活已经变成铁合金的资金。由此来看，期货市场在今年三月中旬以来进入下行趋势的时候，明显承担了卖出套期保值的需求，并且也说明市场隐性库存较大。

2、需求端补库意愿较差

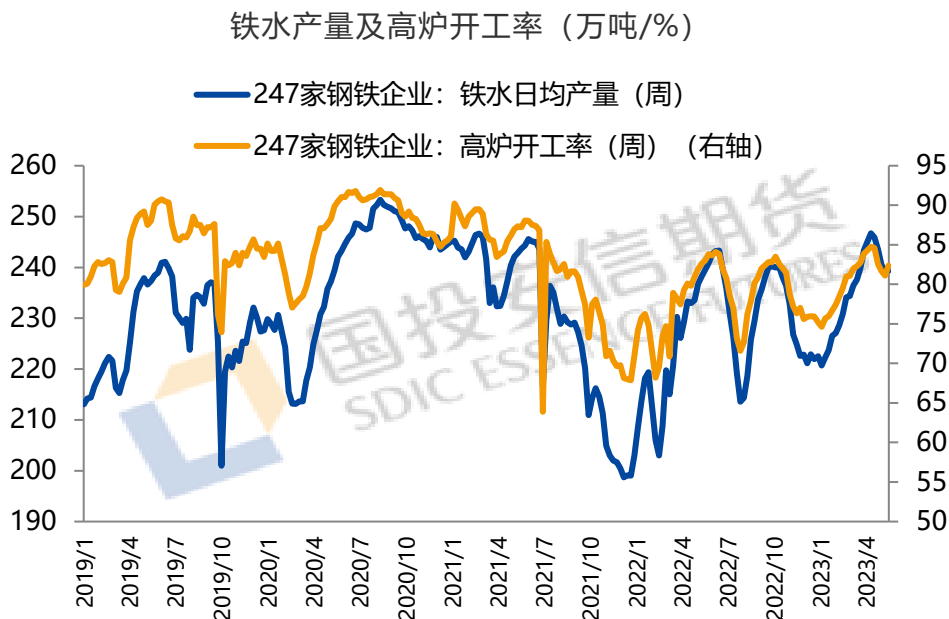
双硅下游买方主要是钢厂，如果钢厂月度招标量增加的时候，有利于市场库存的去化。从钢厂硅锰和硅铁可用库存天数来看，目前均已出现历史新低，考虑到钢厂利润水平仍未大幅好转。我们判断，或许钢厂更多的是常量采购以稳定库存天数不再下降为主，而大幅补库的意愿相对较低。

钢厂铁合金可用库存天数



数据来源：Mysteel，国投安信期货整理

需求端，从钢厂高炉开工率来看，高位持稳为主。不过在市场对于政策端对于粗钢产量“平控”的角度来看，目前仍未任何确定性消息，更多的是区域钢厂自发调控产量为主。从铁水产量来看，从高位略有回落，在终端需求有一定下行压力的前提下，预计钢厂对于合金的需求将维持下行态势。

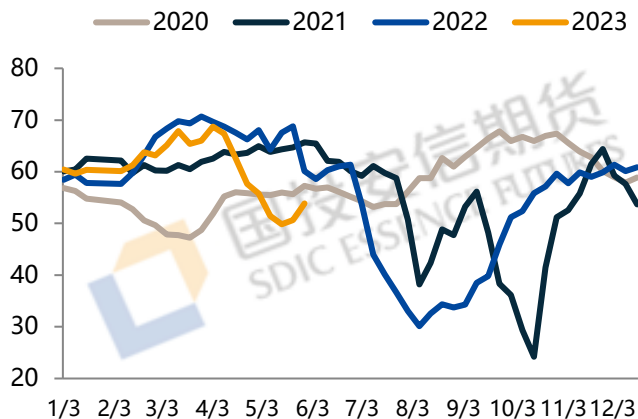


数据来源：Mysteel，国投安信期货整理

3、供给端减产，更大的减产

从铁合金供应方面来看，情况有所分化。硅锰的供应较为充裕，与21年和22年的低点对比，硅锰供应端减产降幅明显不足，需要更大的减产才能让供应过剩有边际上的改善。

硅锰周度开工率（%）

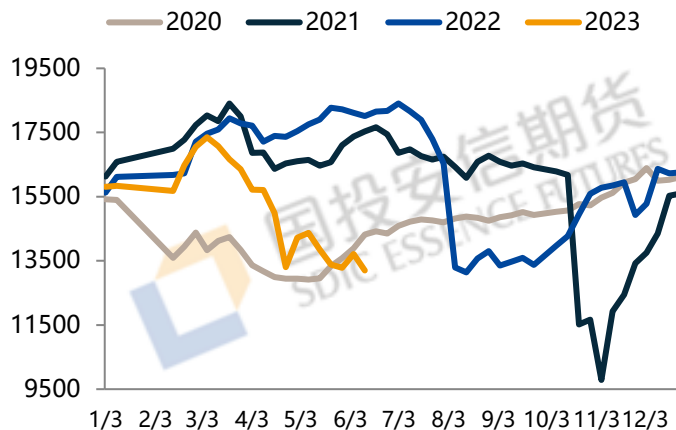


数据来源：Mysteel，国投安信期货整理

硅锰盘面价格表现出的抗跌主要是锰矿远期价格调降缓慢。虽然今年锰矿发运收到一些不可抗力影响，但是从前四个月进口量同比抬升 8.92%来看，我们认为锰矿抗跌更多是心态上以及远期报价上的博弈，并没有进行供应减量以应对需求端的疲弱。从锰矿来看，虽然 Tshipi 成本在 4 美元/吨度以上，不过这属于非主流矿山的运营成本，而 South32 这样的主流矿山成本在 3 美元/吨度以下，在锰矿供应过剩的背景下，我们判断矿上仍有可让利空间。

硅铁供给端主动调降产量是较为积极的，目前的周度产量水平和 2022 年产量较低时较为类似，单独来看产量边际变化，是较为健康的。不过考虑到粗钢产量可能进一步下行，我们认为硅铁的供给端应该有更大的减产才能进一步改善供需过剩的局面。

硅铁周度日均产量（吨）



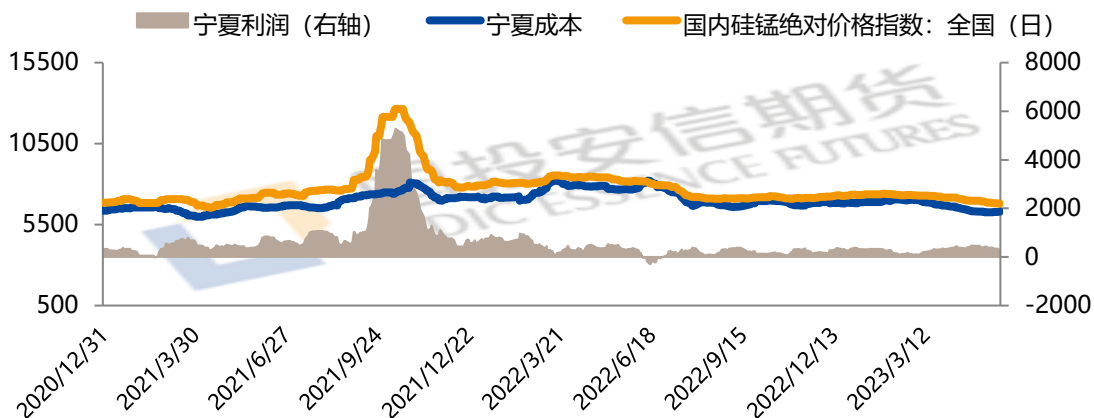
数据来源：Mysteel，国投安信期货整理

4、即期生产成本

市场价格不会一直下跌，总有底部，因为在下行趋势中，市场喜欢谈论生产成本，认为成本支撑是有效的。当然，对于生产企业来说，预期亏损时间过长则会引起即期较大面积的减停产，不过目前来看仍未有超出市场预期的减产出现。

从硅锰成本的角度来看，锰矿的供应，或者说锰元素的供应已经进入全面过剩时期。或许锰矿价格的下行会引起矿山的挺价情绪，会对我国进行供应减量等对策。不过值得思考的是，这部分被减少的锰矿可以向谁销售，或者矿山堆存的锰矿库存也会有明显的抬升？目前宁夏产区利润仍在 300 元/吨以上，在市场较为不景气的背景下，对于高利润品种进行空配是很好的选择。

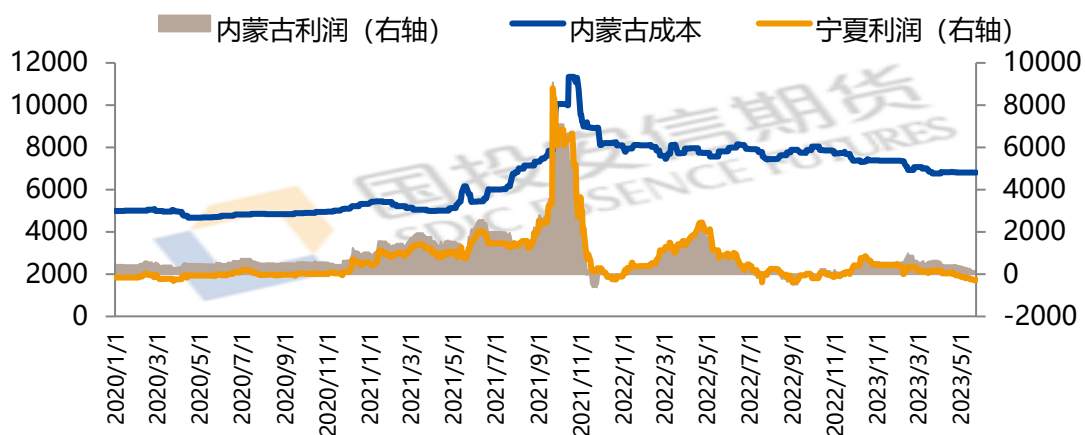
硅锰生产成本&利润（元/吨）



数据来源：Mysteel，国投安信期货整理计算

从硅铁成本的角度来看，我们认为之前谈到的运营成本已经被打破，市场需求确实较差。如果不考虑运营成本，接下来是即期生产成本，按照我们的测算，宁夏产区成本线大概是 6650 左右，从这个支撑来看，目前期货和现货价格仍有一定下降空间。

硅铁生产成本&利润（元/吨）



数据来源：Mysteel，国投安信期货整理计算

5、交易策略

价格重回基本面指导，主要矛盾回归需求端，我们需要把握好边际变量，价格的反弹是需要看到供应端发生更大的减产。我们建议逢高做空硅铁 2309 合约，下方支撑空间暂看 6650，策略周期两个月左右；同样建议做空硅锰 2309 合约，下方支撑暂看 6350。

【风险提示】

钢厂开工率快速攀升。

【免责声明】

本研究报告由国投安信期货有限公司撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。国投安信期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为国投安信期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为国投安信期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国投安信期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。