

2024 年 04 月 12 日

工业硅：定价锚点更替，交割制度趋严

——广期所工业硅期货新规则解读

张 航

投资咨询从业资格号：Z0018008

zhanghang022595@gtjas.com

报告导读：

4 月 12 日，广期所发布工业硅期货最新修改后的规则，对工业硅交割质量标准以及替代交割品的升贴水进行了完善与修改，新规则将从 Si2412 合约开始执行。整体来看，本次修改符合产业发展实际，能够更好地发挥期货服务实体经济的功能，为新能源行业发展提供了更完备的金融风险管理工具。本次修改具体细则如下：

基准交割品：符合《中华人民共和国国家标准工业硅》(GB/T2881-2014，以下简称《工业硅国标》)的要求，其中名义硅含量 $\geq 98.7\%$ 、铁含量 $\leq 0.50\%$ 、铝含量 $< 0.50\%$ 、钙含量 $\leq 0.30\%$ 、磷含量 $\leq 0.008\%$ (80PPM)、硼含量 $\leq 0.005\%$ (50PPM)、碳含量 $\leq 0.04\%$ (400PPM)，粒度为 10~100mm(粒度偏差筛下物不大于 5%，筛上物不大于 5%)。

替代交割品：符合《工业硅国标》的要求，其中名义硅含量 $\geq 99.3\%$ 、铁含量 $\leq 0.40\%$ 、铝含量 $\leq 0.20\%$ 、钙含量 $\leq 0.10\%$ 、磷含量 $\leq 0.008\%$ (80PPM)、硼含量 $\leq 0.005\%$ (50PPM)、碳含量 $\leq 0.04\%$ (400PPM)、钛含量 $\leq 0.04\%$ (400PPM)、镍含量 $\leq 0.015\%$ (150PPM)、铅含量 $\leq 0.001\%$ (10PPM)、钒含量 $\leq 0.025\%$ (250PPM)，粒度为 10~100mm(粒度偏差筛下物不大于 5%，筛上物不大于 5%)。其中，替代交割品升水由原先的 2000 元/吨调整为 800 元/吨。

本次规则修改对未来交易标的、期货仓单及期货盘面均会构成影响，具体分析如下：

1. 升贴水偏向通氧 Si5530，基准品锚定下游多晶硅，将更好地服务晶硅光伏行业发展。本次修改中，替代交割品的升贴水由 2000 元/吨下调至 800 元/吨，使得未来主要交易标的大概率偏向通氧 Si5530。基准品中加入了硼、磷、碳等下游多晶硅关注的微量元素指标，使得基准品将更多锚定多晶硅需求。替代品中加入了钛、镍、铅、钒等下游有机硅关注的微量元素指标，将更多定位于有机硅用 Si4210。从可交割品资源角度，西南地区满足新交割标准的工业硅偏少，而北方地区尤其是新疆地区则相对偏多，盘面定价基准将逐步由云南 Si4210 往新疆通氧 Si5530（满足低磷、硼、碳标准）进行偏移。

2. 就期货仓单而言，当前仓单中绝大部分 Si4210 将无法最新升水替代品的标准，此部分 Si4210 要么流出至现货市场之中，要么被当作基准交割品于集中注销后进行再次注册（此时需满足磷、硼、碳指标要求，以及距离 11 月底 3 个月内生产日期）。在第一种情形下，则需要看到现货基差走强，仓单能够以较 99 硅更便宜的价格销售给粉厂/多晶硅厂；第二种情形则需要 Si2411/Si2412 合约给出更合理的价差。考虑仓单的注册难易度，预计第一种情形出现概率偏高。

3. 就期货盘面近月合约而言，新规则带来的未来仓单流出预期或对盘面构成一定利空。按照基本面逻

辑，上半年硅价仍将处于整体的下行周期之中，低成本地区的持续高开工被动增加了库存去化压力，同时下游多晶硅与有机硅均位于产能过剩的主线条之内，较难将利润传导至上游环节。因此就后续而言，在工业硅高位库存去化至合理水位之前，整体硅价仍将维持弱势格局。此时若需要看到仓单流出，则需要看到“盘面跌幅较现货更深→现货基差被动走强”的情形出现。

4. 就期货盘面远月合约而言，自 12 月起能够注册成仓单的体量相较之前将有所减少，对应 Si2412 合约或偏利多。按照新规则 Si2412 合约交易标的大概率偏向通氧 Si5530，而 Si2411 合约交易标的仍为 Si4210，不过原仓单需以较 99 硅更便宜的价格才能流出至现货市场，因此自 10 月份起 Si2411 合约交易标的实际应为 99 硅（或通氧 Si5530），这也就代表着 Si2411/Si2412 合约天然的价差在 2000 元/吨。在此基础上，考虑 11 月底仓单集中注销制度，以及接到旧仓单的额外处理成本等费用，预计自 10 月起两个合约的价差区间或在 2400-3000 元/吨。

5. 就 Si2412 合约的合理估值而言，从交割资源定价角度，可按照新疆通氧 Si5530（满足低磷、硼、碳标准）进行锚定。一方面，考虑历年新疆地区 Si5530 平均利润水平约在 1500-2000 元/吨（剔除 2021 年极端行情），结合今年四季度基本面好转的预期，12 月利润水平相对偏好。另一方面，成本端考虑到煤炭处于整体的下行周期，相关原料成本如还原剂等将会有所下调，但预计降幅不深。综合来看，考虑新疆地区 800 元/吨的交割贴水，以及仓单持有的期间成本，预计 Si2412 合约上市首日的运行区间或在 13500-14800 元/吨。不过上市首日由于资金关注度高，价格波动剧烈，建议密切关注。

策略建议：1. 推荐逢高布空近月合约；2. 推荐 Si2411/Si2412 合约反套策略。

风险点提示：1. 上游硅厂超预期性减产；2. 多晶硅消费超预期性提升；3. 有机硅消费超预期提升等。

(正文)

4月12日下午,广期所发布工业硅期货最新修改后的规则,对工业硅交割质量标准以及替代交割品的升贴水进行了进一步完善,且将从Si2412合约开始执行。整体修改符合产业发展实际,能够更好地发挥期货服务实体经济的功能,为新能源行业发展提供了更完备的金融工具。在此基础上,本文从工业硅新规解读、交易标的锚定、新规对仓单及盘面的影响角度展开,分别进行阐述。

1. 工业硅期货新规则介绍

1.1 工业硅期货交割质量标准及升贴水

交易所针对交割品的交割质量标准进行修改,并加入了下游所关注的微量元素指标:

基准交割品:符合《中华人民共和国国家标准工业硅》(GB/T2881-2014,以下简称《工业硅国标》)的要求,其中名义硅含量 $\geq 98.7\%$ 、铁含量 $\leq 0.50\%$ 、铝含量 $\leq 0.50\%$ 、钙含量 $\leq 0.30\%$ 、磷含量 $\leq 0.008\%$ (80PPM)、硼含量 $\leq 0.005\%$ (50PPM)、碳含量 $\leq 0.04\%$ (400PPM),粒度为10~100mm(粒度偏差筛下物不大于5%,筛上物不大于5%)。

替代交割品:符合《工业硅国标》的要求,其中名义硅含量 $\geq 99.3\%$ 、铁含量 $\leq 0.40\%$ 、铝含量 $\leq 0.20\%$ 、钙含量 $\leq 0.10\%$ 、磷含量 $\leq 0.008\%$ (80PPM)、硼含量 $\leq 0.005\%$ (50PPM)、碳含量 $\leq 0.04\%$ (400PPM)、钛含量 $\leq 0.04\%$ (400PPM)、镍含量 $\leq 0.015\%$ (150PPM)、铅含量 $\leq 0.001\%$ (10PPM)、钒含量 $\leq 0.025\%$ (250PPM),粒度为10~100mm(粒度偏差筛下物不大于5%,筛上物不大于5%)。其中,替代交割品升水由原先的2000元/吨调整为800元/吨。

表1: 广期所最新修改后的工业硅期货交割质量标准及升贴水

分类	元素	基准交割品(旧)	基准交割品(新)	替代交割品(旧)	替代交割品(新)	单位
主成分	硅含量(Si)	≥ 98.7	≥ 98.7	≥ 99.3	≥ 99.3	%
主杂质	铁(Fe)	≤ 0.5	≤ 0.5	≤ 0.4	≤ 0.4	%
	铝(Al)	≤ 0.5	≤ 0.5	≤ 0.2	≤ 0.2	%
	钙(Ca)	≤ 0.3	≤ 0.3	≤ 0.1	≤ 0.1	%
微量元素	钛(Ti)	-	-	-	≤ 400	PPM
	镍(Ni)	-	-	-	≤ 150	PPM
	铅(Pb)	-	-	-	≤ 10	PPM
	磷(P)	-	≤ 80	-	≤ 80	PPM
	硼(B)	-	≤ 50	-	≤ 50	PPM
	碳(C)	-	≤ 400	-	≤ 400	PPM
	钒(V)	-	-	-	≤ 250	PPM
升贴水		0	0	2000	800	元/吨

资料来源:广州期货交易所,国泰君安期货研究

1.2 工业硅期货交割地区升贴水

工业硅期货新标准对交割地区升贴水暂无修改,维持原规则。基准交割区域为上海市、江苏省与浙江省,交割无升贴水。非基准交割区域为天津市、广东省、四川省、云南省、新疆维吾尔自治区,其中天津市交割升贴水-100元/吨,广东省交割升贴水-150元/吨,四川省交割升贴水-400元/吨,云南省交割升贴水-550元/吨,新疆维吾尔自治区交割升贴水-800元/吨。

2. 工业硅期货交易标的重新锚定

2.1 升贴水偏向通氧 Si5530，基准品锚定下游多晶硅，替代品更精准锚定下游有机硅

本次修改中，替代交割品的升贴水由 2000 元/吨下调至 800 元/吨，使得未来主要交易标的大概率偏向通氧 Si5530。对于基准交割品，由于在其中加入了硼、磷、碳等下游多晶硅关注的微量元素指标，因此基准品将更多锚定多晶硅需求，进一步促进晶硅光伏行业的发展。对于替代交割品，由于在其中加入了钛、镍、铅、钒等下游有机硅关注的微量元素指标，因此替代交割品将更多定位于有机硅用 Si4210。

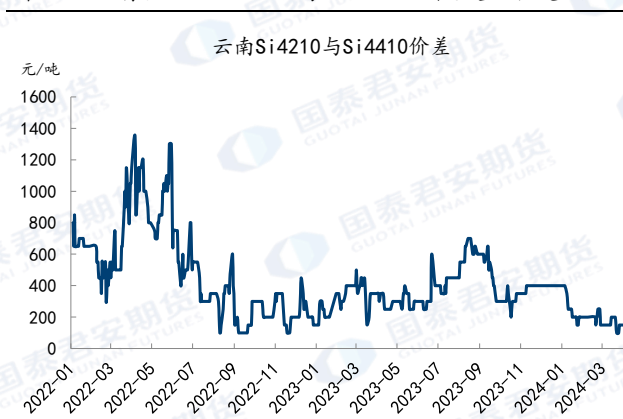
在原规则之下，由于云南高钛 Si4210 具备着较好的价格优势，理所当然成为了工业硅最便宜可交割品，期现贸易商等均大量自云南地区买货并注册仓单。此种情形下，由于期货仓单的质押行为以及盘面持续呈现的 Contango 结构，叠加高钛 Si4210 下游需求的单一，致使仓单库存持续累增，高钛 Si4210 与通氧 Si5530 及 99 硅的价差持续走缩。即，目前仓单中多数 Si4210 仅能当作 Si4410 或者 99 硅销售给多晶硅与磨粉厂，并无法发挥服务有机硅产业的功能。基于此，交易所针对交割替代品进行重新定位，并加入钛、镍、铅等微量元素指标，将有机硅用 Si4210 定为新的交割替代品，原高钛 Si4210 被归为基准交割品。

图 1：云南当地 Si4210 与通氧 Si5530 价差整体走缩



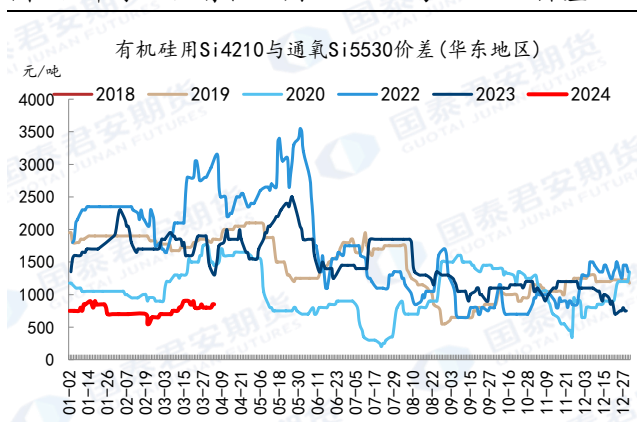
资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 2：云南当地 Si4210 与 Si4410 价差整体走缩



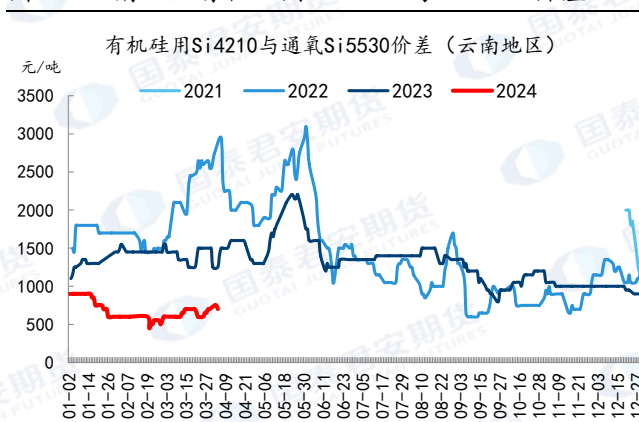
资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 3：华东地区有机硅用 Si4210 与 Si5530 价差



资料来源：SMM，国泰君安期货研究（注：剔除 2021 年极端行情）

图 4：云南地区有机硅用 Si4210 与 Si5530 价差



资料来源：SMM，国泰君安期货研究

因此，对标有机硅用 Si4210 与通氧 Si5530，按照 SMM 统计的华东 Si4210（有机硅用）与通氧 Si5530

的历史价差走势分析，自 2023 年下半年以来，两者价差持续走缩，近半年以来价差整体在 700-1200 元/吨的区间内运行。就后续价差走势而言，预计进入 8-9 月份两者价差会季节性抬升（西南枯水期预期提前计价），但走阔空间会很大程度上受有机硅端较多晶硅端未能提供更多消费增量的掣肘。据此，预计今年二至四季度两者价差运行区间在 700-1100 元/吨左右，三季度开始价差将会有所走阔。基于此，替代交割品的 800 元/吨升水，将会使得未来期货主要交易标的大概率偏向通氧 Si5530。

2.2 最便宜可交割品定位：华东地区通氧 Si5530

按照当前的现货价格来进行推演，若以修改后的交割质量标准以及升贴水设置来判断，目前最便宜可交割品定位在华东地区通氧 Si5530。不过，若后续各地物流运输的运费发生变化，则不排除其他地区如新疆、天津港等转为最便宜可交割地的可能性。

从可交割品资源的角度来看，西南地区由于更为严格的交割制度，能够注册进去的工业硅偏少，而相反北方地区尤其是新疆地区能够满足交割标准的工业硅相对较多，新疆地区未来的定价能力将有所增强。盘面定价基准将逐步由云南 Si4210 往新疆通氧 Si5530（满足低磷、硼、碳标准）进行偏移。

表 2：按照基准交割品进行测算，华东地区通氧 Si5530 为当下的最便宜可交割品（理论测算）

现货报价地区	华东	云南	四川	新疆	天津港	黄埔港
Si5530 报价	13250	13400	13200	13050	13200	13300
交割库选择	华东	云南昆明	四川成都	新疆乌鲁木齐	天津港	黄埔港
交割库升贴水	0	-550	-400	-800	-100	-150
可交割品成本	13250	13950	13600	13850	13300	13450

资料来源：上海有色网，铁合金在线，国泰君安期货研究（注：价格数据取 2024 年 4 月 11 日报价，由于资讯商暂未有低磷、硼、碳的 Si5530 报价，此处用通氧 Si5530 价格进行替代）

表 3：按照替代交割品升水 800 元/吨，测算各地的可交割品理论成本

现货报价地区	华东	云南	四川	新疆	天津港	黄埔港
有机硅用 Si4210 报价	14150	14200	13750	14000	14100	14200
交割库选择	华东	云南昆明	四川成都	新疆乌鲁木齐	天津港	黄埔港
交割库升贴水	0	-550	-400	-800	-100	-150
可交割品成本	13350	13950	13350	14000	13400	13550

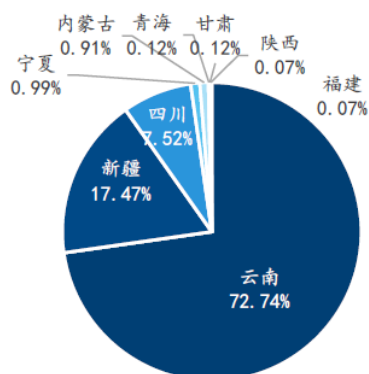
资料来源：上海有色网，铁合金在线，国泰君安期货研究（注：价格数据取 2024 年 4 月 11 日报价，此处有机硅用 Si4210 口径里钛含量较交易所新规则略宽松）

3. 工业硅新规对期货的影响：近月合约偏利空，远月合约偏利多

自 2023 年 6 月份交易所开放工业硅仓单注册以来，期现贸易商采购工业硅注册仓单较为积极，多前往云南、四川等地采购当地 Si4210 牌号工业硅。其中，云南高钛 Si4210 凭借价格优势，在盘面给出期现无风险套利空间的前提下，被大量注册成仓单并进入到交割仓库之中。按照广期所在 2024 年 3 月公开宣讲的资料显示，首次交割预报中约有 72.74% 的工业硅来自云南地区，约 17.47% 来自新疆地区，7.52% 来自四川地区。在原规则之下，线性外推至当下仓单情况，预计当前云南 Si4210 占全部仓单的比例约为 50%-60%，

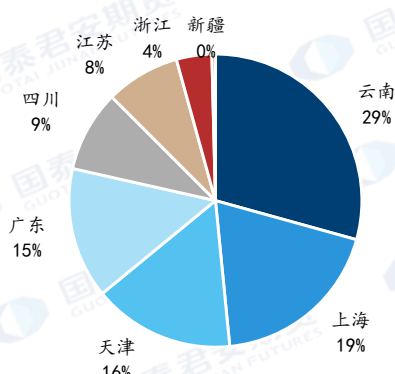
新疆 Si4210 占比约为 10-15%，而四川 Si4210 占比约为 10%等。具体指标来看，云南地区 Si4210 钛含量较高（约在 800-1100PPM 区间），新疆与四川地区 Si4210 钛含量较云南地区偏低但平均值多分布在 500-600PPM 之间。

图 5：工业硅首次交割预报来源地分布占比



资料来源：广州期货交易所，国泰君安期货研究

图 6：截止 2024 年 4 月初，工业硅交割库存分布情况



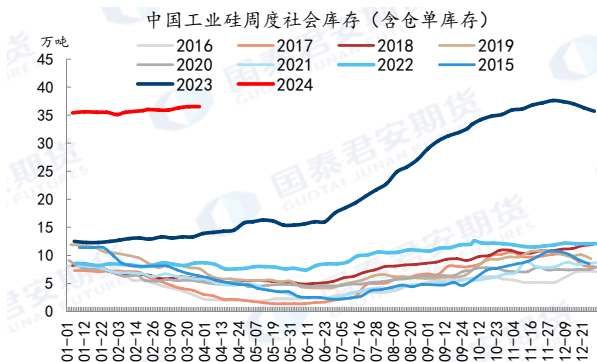
资料来源：SMM，国泰君安期货研究

因此，按照最新的工业硅交割质量标准来看，当前仓单中绝大部分 Si4210 将无法满升水替代品的标准（除了钛元素之外，其他微量元素标准亦会对仓单注册构成阻碍），此部分 Si4210 要么流出至现货市场之中，要么被当作基准交割品进行再次注册，当然此时仍需要满足磷、硼、碳的指标要求。在第一种情形下，则需要看到现货基差走强，仓单能够以较 99 硅更便宜的价格销售给粉厂；第二种情形则更多需要 Si2411 与 Si2412 合约给出更合理的价差来实现。考虑新规则下的仓单注册难易度，预计第一种情形出现概率较高。

针对第一种情形进行探讨，现货基差走强要么看到在现货涨价时盘面上涨幅度较现货低，要么看到在现货跌价时盘面下跌幅度较现货深。按照当前的基本面逻辑，我们倾向于认为现货承压下跌的路径较可能实现。整体而言，我们仍维持 2023 年工业硅年报《工业硅：全产业过剩格局，硅价回归成本定价逻辑》中的观点，认为上半年硅价依旧处于整体的下行周期之中，低成本地区的持续高开工被动增加了库存去化压力，同时下游多晶硅与有机硅仍位于产能过剩的主线条之内，持续高企的工业硅库存将很大程度上限制价格起色。就二季度而言，供给端边际缩减但考虑丰水期西南硅厂的开工“必须性”，预计供给仍将保持较高位置，而下游一方面“买涨不买跌”，在过剩格局下多呈刚需补库态势，另一方面多晶硅板块自身库存高企，负反馈亦将逐步兑现。基于此，预计二季度行业库存压力仍较为显著，硅价将继续维持弱势格局。

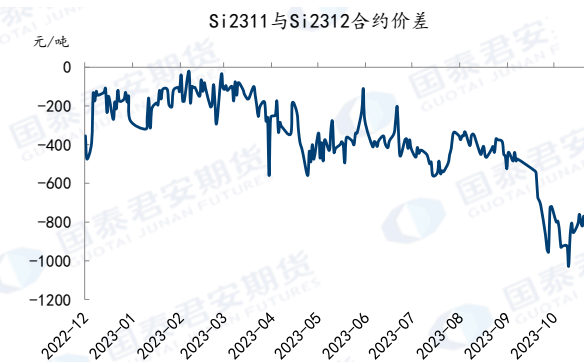
针对第二种情形进行讨论，即推演自今年 10 月起的 Si2411 与 Si2412 合约价差的合理位置。复盘 2023 年 9 月至 11 月 Si2311 与 Si2312 价差走势，前期主要运行区间在 400-500 元/吨，主要系 11 月底仓单集中注销，但至 10 月份开始价差则持续走阔至最高 1030 元/吨。价差走阔的原因除了反套资金入场外，还与处理华东、广东等地区旧仓单的额外成本有关。按照修改后的工业硅规则，Si2412 合约交易标的大概率偏向通氧 Si5530，而 Si2411 合约交易标的仍为 Si4210，不过按照前述逻辑，仓单需以较 99 硅更便宜的价格才能流出至现货市场，因此自 10 月份起 Si2411 合约交易标的实际应为 99 硅（或通氧 Si5530），这也就代表着 Si2411/Si2412 合约天然的价差在 2000 元/吨。在此基础上，考虑 11 月底仓单集中注销制度，以及接到旧仓单的额外处理成本等费用，预计 10 月起两合约的价差区间或在 2400-3000 元/吨。

图 7：工业硅社会库存季节性变化



资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 8：2023 年 Si2311 与 Si2312 合约价差走势

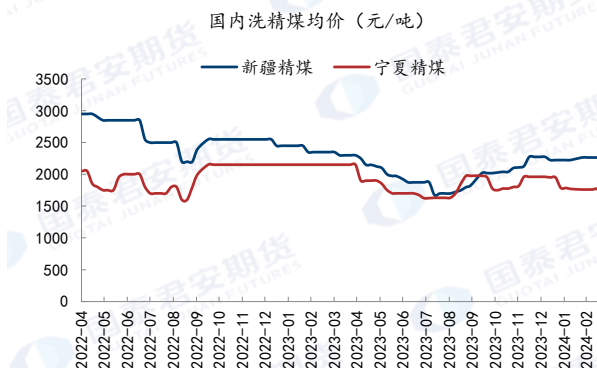


资料来源：Wind，国泰君安期货研究

此外，在交易所新规则之下，自12月起能够注册成仓单的体量相较之前将有所减少，对应Si2412合约或偏利多。一方面，西南地区尤其是云南高钛Si4210若注册将按照通氧Si5530标准进入仓单（且不排除无法注册成功的可能性），此将影响硅厂注册意愿，且注册的话需要看到盘面价格较现货Si5530价差高于现货普通Si4210与Si5530价差。除此之外，老仓单重新注册亦需要看到Si2411与Si2412合约给出合理价差才有可能；另一方面，新规则之下基准交割品将更多集中于北方地区，而由于北方地区分布有较多33000KVA的大炉型，预计其对于微量元素把控的精确度以及精细化程度相对较弱，此亦会影响到能够注册成仓单的体量。大致测算，按照2023年8月底至11月底的仓单增量，考虑北方地区产品达标率，预计12月能够满足交割标准的工业硅体量约在12-16万吨。

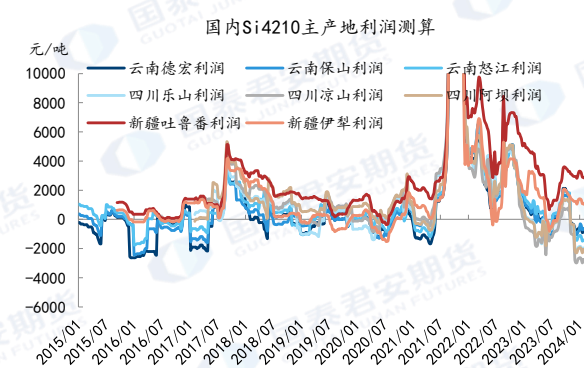
对于Si2412合约的合理估值，从交割资源品定价角度，由于未来主要的定价权由云南往新疆地区转移，因此可按照新疆地区通氧Si5530（满足低磷、硼、碳标准）进行锚定。基于此，针对2024年12月新疆通氧Si5530的合理估值进行探讨。一方面，考虑历史上新疆地区的平均利润水平，剔除2021年极端行情后，新疆通氧Si5530平均利润或在1500-2000元/吨，结合24年四季度基本面好转的预期，倾向于认为12月能够有较好的利润状态。另一方面，从成本变动角度，考虑到煤炭处于整体的下行周期，相关原料成本如还原剂等价格将会有所下调，但预计降幅不深。综合来看，考虑新疆地区800元/吨的交割贴水，以及仓单持有的期间成本，预计Si2412合约上市首日的运行区间或在13500-14800元/吨。

图 9：2022 年至今硅煤价格走势



资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 10：2015-2024 年国内主产地生产利润变化



资料来源：SMM，百川盈孚，国泰君安期货研究

4. 总结：工业硅新规之下，期货仓单存流出预期，关注 Si2411/Si2412 反套

整体来看，本次修改符合产业发展实际，能够更好地发挥期货服务实体经济的功能，为新能源行业发展提供了更完备的金融风险管理工具。本次修改具体细则如下：

基准交割品：符合《中华人民共和国国家标准工业硅》(GB/T2881-2014，以下简称《工业硅国标》)的要求，其中名义硅含量 $\geq 98.7\%$ 、铁含量 $\leq 0.50\%$ 、铝含量 $\leq 0.50\%$ 、钙含量 $\leq 0.30\%$ 、磷含量 $\leq 0.008\%$ (80PPM)、硼含量 $\leq 0.005\%$ (50PPM)、碳含量 $\leq 0.04\%$ (400PPM)，粒度为 10~100mm(粒度偏差筛下物不大于 5%，筛上物不大于 5%)。

替代交割品：符合《工业硅国标》的要求，其中名义硅含量 $\geq 99.3\%$ 、铁含量 $\leq 0.40\%$ 、铝含量 $\leq 0.20\%$ 、钙含量 $\leq 0.10\%$ 、磷含量 $\leq 0.008\%$ (80PPM)、硼含量 $\leq 0.005\%$ (50PPM)、碳含量 $\leq 0.04\%$ (400PPM)、钛含量 $\leq 0.04\%$ (400PPM)、镍含量 $\leq 0.015\%$ (150PPM)、铅含量 $\leq 0.001\%$ (10PPM)、钒含量 $\leq 0.025\%$ (250PPM)，粒度为 10~100mm(粒度偏差筛下物不大于 5%，筛上物不大于 5%)。其中，替代交割品升水由原先的 2000 元/吨调整为 800 元/吨。

本次规则修改对未来交易标的、期货仓单及期货盘面均会构成影响，具体分析如下：

1. 升贴水偏向通氧 Si5530，基准品锚定下游多晶硅，将更好地服务晶硅光伏行业发展。本次修改中，替代交割品的升贴水由 2000 元/吨下调至 800 元/吨，使得未来主要交易标的大概率偏向通氧 Si5530。基准品中加入了硼、磷、碳等下游多晶硅关注的微量元素指标，使得基准品将更多锚定多晶硅需求。替代品中加入了钛、镍、铅、钒等下游有机硅关注的微量元素指标，将更多定位于有机硅用 Si4210。从可交割品资源角度，西南地区满足新交割标准的工业硅偏少，而北方地区尤其是新疆地区则相对偏多，盘面定价基准将逐步由云南 Si4210 往新疆通氧 Si5530 (满足低磷、硼、碳标准) 进行偏移。

2. 就期货仓单而言，当前仓单中绝大部分 Si4210 将无法最新升水替代品的标准，此部分 Si4210 要么流出至现货市场之中，要么被当作基准交割品于集中注销后进行再次注册 (此时需满足磷、硼、碳指标要求，以及距离 11 月底 3 个月内生产日期)。在第一种情形下，则需要看到现货基差走强，仓单能够以较 99 硅更便宜的价格销售给粉厂/多晶硅厂；第二种情形则需要 Si2411/Si2412 合约给出更合理的价差。考虑仓单的注册难易度，预计第一种情形出现概率偏高。

3. 就期货盘面近月合约而言，新规则带来的未来仓单流出预期或对盘面构成一定利空。按照基本面逻辑，上半年硅价仍将处于整体的下行周期之中，低成本地区的持续高开工被动增加了库存去化压力，同时下游多晶硅与有机硅均位于产能过剩的主线条之内，较难将利润传导至上游环节。因此就后续而言，在工业硅高位库存去化至合理水位之前，整体硅价仍将维持弱势格局。此时若需要看到仓单流出，则需要看到“盘面跌幅较现货更深→现货基差被动走强”的情形出现。

4. 就期货盘面远月合约而言，自 12 月起能够注册成仓单的体量相较之前将有所减少，对应 Si2412 合约或偏利多。按照新规则 Si2412 合约交易标的大概率偏向通氧 Si5530，而 Si2411 合约交易标的仍为 Si4210，不过原仓单需以较 99 硅更便宜的价格才能流出至现货市场，因此自 10 月份起 Si2411 合约交易标的实际应为 99 硅 (或通氧 Si5530)，这也就代表着 Si2411/Si2412 合约天然的价差在 2000 元/吨。在此基础上，考虑 11 月底仓单集中注销制度，以及接到旧仓单的额外处理成本等费用，预计自 10 月起两个合约的价差区间或在 2400-3000 元/吨。

5. 就 Si2412 合约的合理估值而言，从交割资源定价角度，可按照新疆通氧 Si5530 (满足低磷、硼、碳标准) 进行锚定。一方面，考虑历年新疆地区 Si5530 平均利润水平约在 1500-2000 元/吨 (剔除 2021

年极端行情), 结合今年四季度基本面好转的预期, 12 月利润水平相对偏好。另一方面, 成本端考虑到煤炭处于整体的下行周期, 相关原料成本如还原剂等将会有所下调, 但预计降幅不深。综合来看, 考虑新疆地区 800 元/吨的交割贴水, 以及仓单持有的期间成本, 预计 Si2412 合约上市首日的运行区间或在 13500-14800 元/吨。不过上市首日由于资金关注度高, 价格波动剧烈, 建议密切关注。

本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行做出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。