

2023 年 08 月 08 日

工业硅：盘面逻辑更迭，硅价如何演绎？

张航 投资咨询从业资格号：Z0018008 zhanghang022595@gtjas.com

报告导读：

近期，工业硅盘面表现震荡并有一定的抗跌性，主要原因在于：六月下旬以来盘面给到期现无风险利润，较多期现商介入现货市场，云南地区硅厂超卖现象严重，致使现货流通性趋紧，此时一些突发消息或者宏观情绪面的利好亦能驱动多头入场。在上周交易所批复厂库名单后，利空逐步兑现，盘中亦可以看到投机多头撤资，硅价有所回落后再次回归现货流通紧张的逻辑。

我们认为，工业硅注册仓单这一现象仅仅是延后了价格下跌的进程及时间，短期硅价在流通性偏紧格局中表现出一定的抗跌性，但在基本面弱势的局面下，价格后续仍具备一定的下行驱动。对于期现商而言，若月间价差一直保持 Contango 结构，则可以较顺畅地进行跨月仓单转抛，且这部分仓单亦能获得仓单质押的收益。不过，交易所规定每年 11 月底集中注销仓单，这也就意味着在 9 月 1 日之前生产的工业硅，到时候可能会面临无法再次顺利注册的风险，此部分工业硅（主要为高纯 Si4210 等）在现货端的处理将会成为一大难点，要么按照 99 硅的标准折价卖给硅粉厂，要么按照 Si5510 或 Si5530 价格折价卖给铝合金厂，或多或少会导致现货端价格的回落。此外，11 月底集中注销仓单也会天然使得 Si2311 合约的多头数量缺乏。因此，短期内硅厂卖货给期现商注册仓单，实际上是增加了硅厂的一个“销售渠道”，从而构筑出现货流通性偏紧的格局，但集中注销仓单制度的存在，使得这部分多出来的消费仍会“反噬”现货市场，届时硅价仍将有下行风险。而此时叠加枯水期成本抬升逻辑后，供给端的缩减将驱使价格构筑下行周期的真正底部。

就时间点而言，九月或为一个值得关注的点，主要系：1. 期货注册仓单存在着库容上限的问题，若后续仓库接近满仓，则现货市场中硅厂的货可能会面临着无期现商采购的情形。2. 进入九月份，工厂生产出的货可以不用考虑 11 月底集中注销后能否再次注册的问题，在 Si2311 合约天然缺乏多头的情形下，空方入场或引发期、现货的一系列连锁反应。3. 北方大厂在收购阿勒泰矿山之后，将于九月初前后生产出低磷硼的工业硅产品，且大厂已有厂库，大厂的现货报价将会对盘面定价构成冲击。

从短期基本面角度，供给端表现相对偏明牌，北方大厂以及西南地区硅厂复产叠加新增产能的逐步投放，供给端仍存在相应压力，后续枯水期或对硅厂开工构成影响。需求端短期内并未见到明显消费起色，下半年消费真正起量的时间点或在于九月底至十月份。因此，目前工业硅价格仍处于下行大周期之中，短期流通性偏紧或使得盘面呈小幅抵抗性反弹，但下行周期的真正底部或出现在四季度。

短期内，推荐的单边策略为逢高布空，后续建议关注行业库存的去化情况。

目录

1. 工业硅行情回顾：前期价格重心回落，短期盘面表现则相对“抗跌”	3
2. 工业硅盘面交易逻辑解构	3
2.1 盘面定价的锚点在哪里？——基于现货基差的角度	3
2.2 盘面是否在交易基本面改善的预期？——基于下游消费修复角度	5
2.2.1 多晶硅板块：短期硅料价格有所抬升，但消费真正起量的时间点或在于三季度末	5
2.2.2 有机硅板块：在终端需求疲软的掣肘之下，下半年有机硅消费或难以看到大幅提振	8
2.2.3 铝合金及出口板块：下半年预计仍难以出现更大的消费亮点	10
2.2.4 工业硅供给端：短期仍有供给压力，核心关注枯水期开工变化情况	10
2.3 盘面是否在交易枯水期来临的预期？——基于期货改变行业生态角度	11
3. 总结：下行周期未止，短期仓单存在推迟下行进程，底部或出现于四季度	13

1. 工业硅行情回顾：前期价格重心回落，短期盘面表现则相对“抗跌”

2023年1-5月，工业硅期货价格重心持续回落，从年初的17920元/吨下跌至五月底的12835元/吨，累计下跌幅度达28.4%。而进入六月份下旬以来，工业硅盘面则表现出“抗跌”属性，在前期一度下跌至12289元/吨的低位后，伴随龙头企业的减产消息，大量空单集中平仓，致使盘面拉升并出现阶段性底部。随后至7月底，盘面仍表现出较为扎实的上行动能，且会受到消息面、宏观面等因素刺激而出现短期“脉冲式上涨”，多头力量相较空头表现更甚，截至7月底期货主力合约上涨至13800元/吨，相较于6月中旬的价格底部已上涨约12.3%。7月上旬，受宏观情绪转弱以及交易所公布厂库名单等因素影响，工业硅盘面有所回落。

图1：工业硅期货上市以来整体重心下移，短阶段盘面表现相对抗跌



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

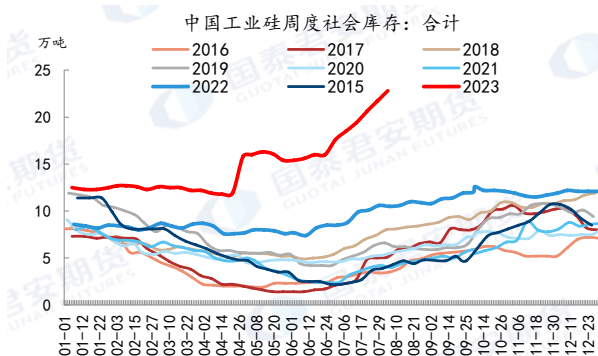
2. 工业硅盘面交易逻辑解构

7月份，工业硅盘面表现与基本面格局呈现出了一定的“割裂性”，在基本面弱势格局之下，盘面表现却相对偏强，并呈现出一定的抗跌性。从市场参与资金角度，此现象或与多空双方的博弈点有关。如果说今年上半年盘面主要交易的是弱基本面现实、成本坍塌等逻辑的话，那目前更多需要关注的点或在于仓单注册、现货流通性、基本面边际变化等。就当下而言，盘面交易逻辑较为繁杂，此处对主要逻辑进行解构并做探讨。

2.1 盘面定价的锚点在哪里？——基于现货基差的角度

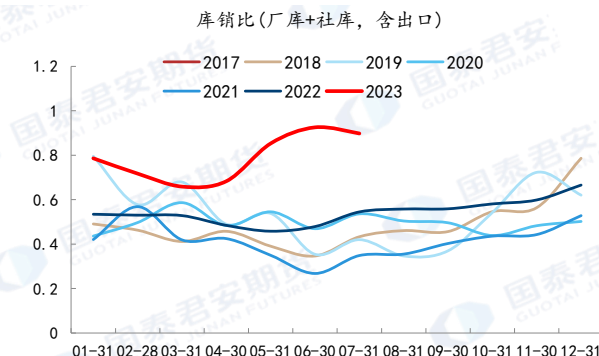
首先，就工业硅本身基本面而言，我们倾向于认为其仍处于弱势基本面的格局之中。一方面，行业目前的库销比仍处高位，在库存压力得到进一步缓解之前，弱基本面状态仍将延续。另一方面，从供需角度而言，供给端南北方硅厂均具备复产驱动，且新增产能释放亦给到供给端上方压力；而需求侧整体则仍未有较为明显的起色，硅料投产所带动的消费增量并未见到，整体供需格局仍偏弱。

图 2：目前工业硅社会库存仍处于累库阶段



资料来源：SMM，国泰君安期货研究

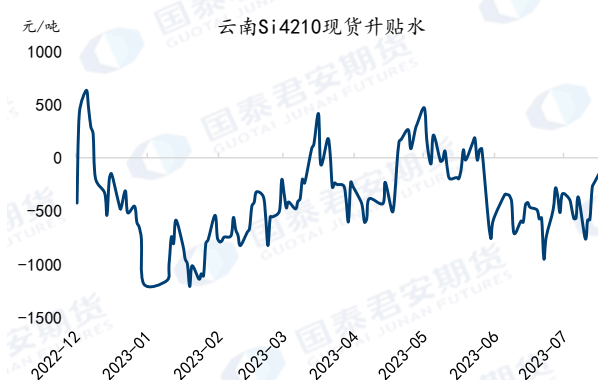
图 3：目前行业库销比亦是处于同期偏高位



资料来源：SMM，百川盈孚，国泰君安期货研究

其次，我们亦能够观察到一个比较有意思的现象，即临近交割月但期现货价格仍难以“回归”。如果按照上海有色网统计的云南地区 Si4210 报价与盘面进行对比，可以发现自 6 月下旬至 8 月初现货基差一直维持在 -400 至 -600 的区间范围内，并未出现期现回归、基差修复的情形。理论上而言，考虑仓单注册成本、资金成本等费用，当前的基差其实是能给到期现商进行无风险正套的机会的，但目前来看并未有大量的空头进入盘面中。

图 4：6 月下旬至 8 月初云南现货均保持高贴水



资料来源：SMM，Wind，国泰君安期货研究

图 5：同期，四川地区现货亦保持高贴水



资料来源：SMM，Wind，国泰君安期货研究

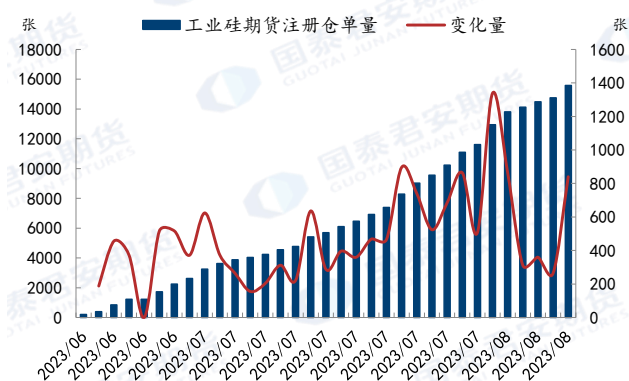
究其原因，或在于 6 月中旬大厂宣布减产消息之后，云南地区硅厂复产意愿强烈，同时盘面持续走强并给到期现商丰厚的无风险套利空间，期现商在云南地区买货积极，致使硅厂超卖现象严重，云南地区现货流通性趋于紧张。在此情形之下，期现商买货需要支付更高的一笔费用，无形之中提高了买现货的成本，这也是为何现货基差一直能维持较高贴水的主要原因。此外，四川地区受到一些突发事件的扰动，叠加硅厂报价偏高等因素，亦使得期现商尚未大量介入四川现货市场。同时，虽然北方大厂报价低廉，但由于大厂主要发至下游，并未与期现商合作，因此整体而言，近期现货流通性偏紧，在此格局之下盘面亦会受到诸如减产消息、宏观利好等因素而表现出短阶段的偏强走势。

此外，预计现货流通性偏紧的格局仍将维系一段时间。就当下而言，主要的仓单库存来自于期现商、贸易商，其在购买现货之后进行仓单注册，此期货仓单可看作是一个“蓄水池”，在期限结构呈 Contango 的状态下，合适的价差空间亦使得仓单货短期内难以进入现货市场进行流通。因此，硅厂卖货给期现商进行套盘面，实际上可看作是变相增加了硅厂的“卖货渠道”，对硅厂而言新增了销售渠道。不过值得注意的是，

请务必阅读正文之后的免责条款部分

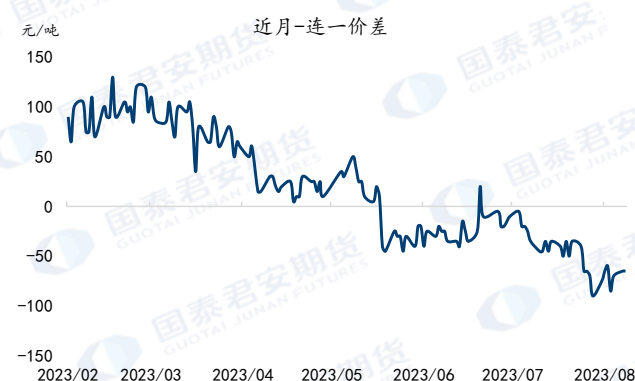
此仓单库存并未实际给到下游消化，反而是将硅厂库存往交割仓库进行转移，相当于增加了贸易环节的库存量。此仓单库存后续若释放至现货流通中，亦会对基本面构成相应影响。

图 6：6 月以来，工业硅期货注册仓单逐日累增



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 7：5 月下旬以来，工业硅期限结构转为 Contango



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

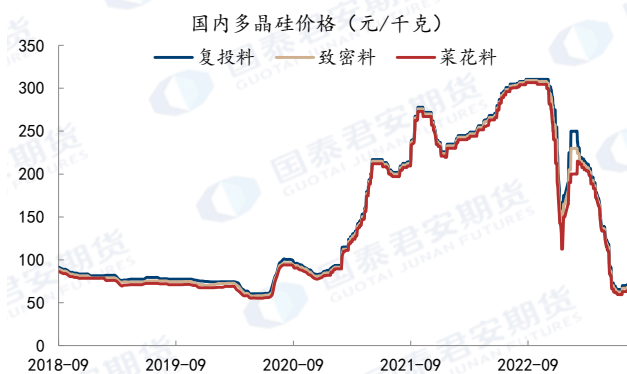
2.2 盘面是否在交易基本面改善的预期？——基于下游消费修复角度

6 月下旬以来，在盘面表现相对“抗跌”的格局之下，部分资金逐步在交易基本面改善的预期，尤其是在宏观政策利好以及多晶硅新增产能逐步投产的过程中。不过，从目前现实层面的角度而言，供给端仍有复产压力，而需求端短期内仍未见到明显的起色，因此若盘面计入消费修复的预期，则核心需要探讨的点在于后续消费修复的实际情况，以此来判断此交易逻辑的可靠性。

2.2.1 多晶硅板块：短期硅料价格有所抬升，但消费真正起量的时间点或在于三季度末

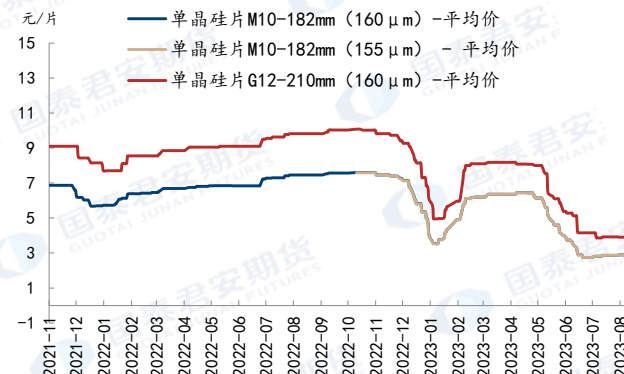
近期从光伏产业链价格来看，电池片、硅片以及硅料价格短期均企稳反弹，组件价格则仍处于下跌通道中。在前期组件价格持续回落的过程中，地面电站等终端已开始由之前的观望转为了逐步提货采购，而同时组件在经历过六月份的减产去库之后，库存水位已相对合理，后续组件排产情况亦逐月增加，此从胶膜等辅料价格近期上涨可得到相应印证。同时，组件端亦增加对电池片的采购，使得电池片在供给受扰动的情形下价格稳步上行，电池片行业利润走高后亦进一步维持对硅片的采购体量。而硅片板块在前期经历过降价、减产等操作之后，硅片库存亦去化至合理范围，龙头企业开始抬价，并维持在较高的稼动率水平，对硅料的采购有所增加。在此格局之下，硅料原先的高位库存压力得到显著缓解，龙头企业库存去化明显，并开始对外挺价出货，使得短期内硅料价格亦触底反弹。

图 8：硅料价格近期企稳并有所反弹上涨



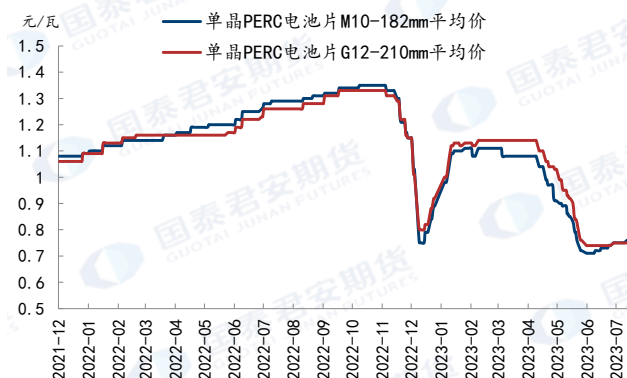
资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 9：硅片价格前期下跌后，近期保持相对稳定



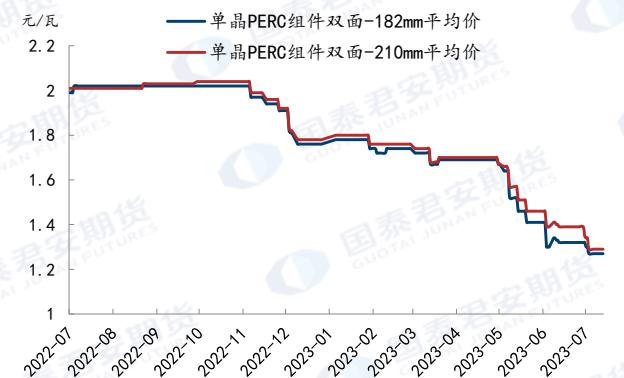
资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 10：电池片价格近期有所抬升



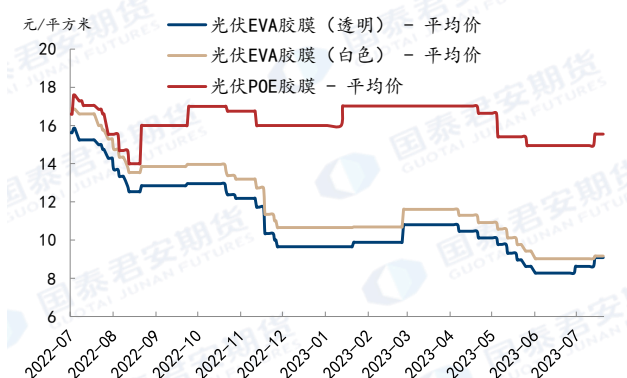
资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 11：组件价格仍处于下跌通道，近期有所企稳



资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 12：胶膜等辅材类价格短期有所抬升



资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 13：近期电池片、硅片、硅料板块利润边际向好



资料来源：SMM，Wind，国泰君安期货研究

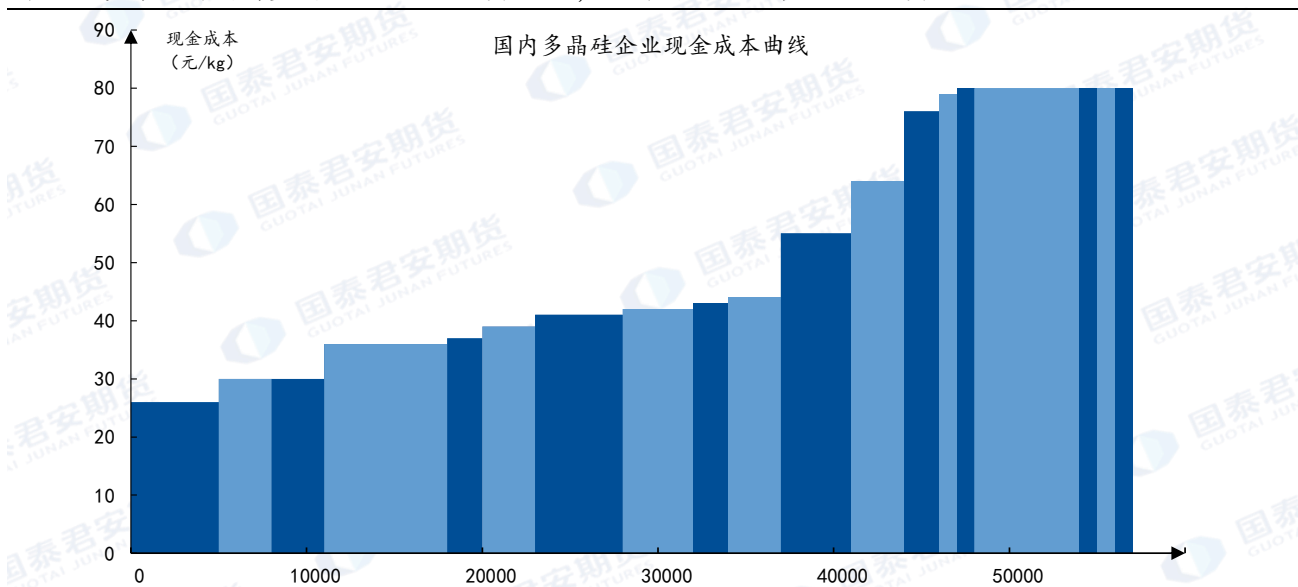
而对应到多晶硅采购工业硅的角度，则需要关注的是原有产能的开工情况以及新增产能的投产节奏。就原有产能开工而言，核心取决于硅料板块利润的变化。从目前的情况来看，伴随前期硅料价格回落，行业

利润持续收窄，部分处于成本线末端的企业亦有减产、检修等情形，且部分新增产能延后投产，因此短期内硅料价格相对偏稳，在库存去化合理的情形下，考虑硅片利润修复并维持高稼动率等因素，硅料价格八月份仍有进一步上涨的驱动。在此逻辑之下，硅料行业利润有所回暖，八月份原有产能开工率或仍将进一步维系，对应的工业硅采购体量亦将继续维持。

不过，伴随硅料新增产能的逐步释放，从供需来看后续仍会出现小幅过剩状态，因此整体硅料价格仍处于下行通道，在短期提振后亦存在回落的可能性。但考虑到硅料企业龙头集中度偏高，价格后续回落的幅度或并不深，参考新进入玩家的现金成本线 5-6 万元/吨的条件，预计今年硅料价格或稳于 5 万元/吨上方。在此逻辑之下，原有产能的开工率或稍有回落，对应工业硅采购体量有一定减弱。但对于新增产能而言，其中一线企业的投产确定性较高，由此所带来的工业硅消费增量将会是下半年主要的消费增长点。

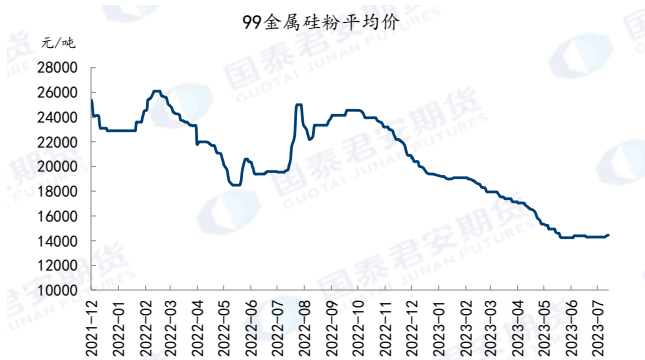
因此，核心需要关注的是硅料新增产能的投产节奏。一般而言，硅料新增产能在投产前 1-2 个月，会提前开始备货，但从目前的硅粉招标价格以及招标体量来看，仍未见到明显的消费抬升，而且三氯氢硅价格的持续下跌亦对此有所印证。其原因可能与硅料企业的采购行为相关，在今年上半年以来硅料企业均维持着“买涨不买跌”的采购模式，因此后续或需要看到新增产能的逐步爬坡，才能相应增加对硅粉以及工业硅的采购体量。按照目前所公布的各家投产进度，预计集中爬坡的时间点或在于 9 月末至 10 月份。整体而言，下半年多晶硅新增产能投产将会带动工业硅消费体量增加，但短期内并未见到较明显的消费增量，实际消费起色或需要等到三季度末。

图 14：参考目前国内多晶硅企业现金成本曲线，预计新进入玩家的现金成本约为 5-6 万元/吨



资料来源：百川盈孚，硅业分会，国泰君安期货研究

图 15：硅粉价格仍未见大幅起色



资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 16：三氯氢硅仍处于持续回落的过程中



资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 17：按照下半年多晶硅项目的投产规划，主要的消费起量时间点或在于三季度末

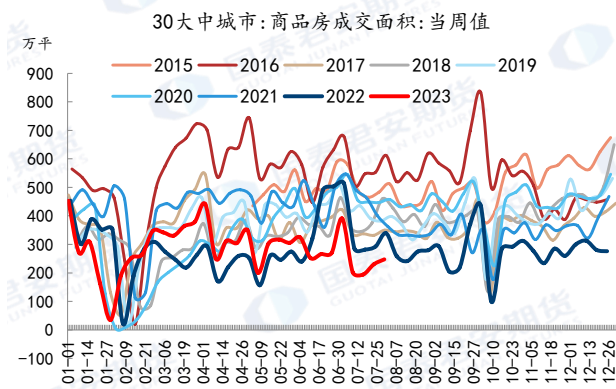
企业名称	2021年产能	2022年新增产能E	2023年新增产能E	预计投产时间
东方希望	8	0	8	昌吉2023年一季度；宁夏2023四季度
协鑫科技	13	13	16	包头2023年一季度；乐山2023一季度；呼和浩特2023年四季度
吉利硅谷(谷城)科技	0	0.2	1	2023年3月
大全能源	10.5	1	10.1	2023年4月，6月满产
特变电工	8	12.2	10	2023年6月
新疆晶诺新能源	0	0	5	2023年6月
上机数控	0	0	5	2023年8月
新疆中部合盛硅业	0	0	20	2023年9月
通威	18.1	5	12	2023年9月
其亚硅业	0	0	6	2023年10月
青海丽豪	0	5	5	2023年四季度
润阳新能源	0	1	7	宁夏2023年一季度；内蒙2023年四季度
东立光伏	1.2	0	4.8	预计延后，2023年四季度
甘肃宝丰新材料	0	0	0	计划2023年7月，预计延后
亚洲硅业	2	10	0	—
天宏瑞科	1.8	0	0	—
其他	0	2	2	—
合计	63.6	48.4	111.9	—

资料来源：SMM，国泰君安期货研究

2.2.2 有机硅板块：在终端需求疲软的掣肘之下，下半年有机硅消费或难以看到大幅提振

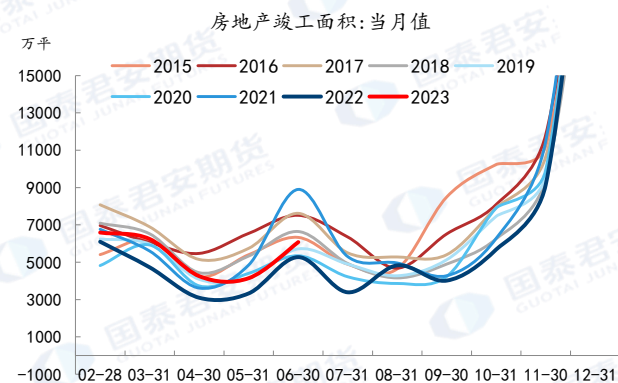
就有机硅板块而言，需要关注的仍是终端消费的演变。年初以来，地产板块疲态以及出口持续回落拖累有机硅消费。就地产而言，有机硅消费主要集中于地产后周期，比如建筑装饰、家电领域等。目前地产行业仍处于下行大周期之中，核心在于居民买房意愿持续低迷，开发商回流资金压力陡增，相应拿地、开工数据均不理想。具体而言，高频购房数据仍处于低位，且近期虽出台相应政策但目前并未见到实质性提振。近期，国家层面出台更多的托底性政策，从而对地产板块构成一定支撑，但地产消费端预计仍将缓慢起色。此外，有机硅出口受海外市场消费走弱等因素影响而持续走低，亦削弱了有机硅的需求力度。

图 18：高频购房数据仍低迷，居民购房意愿不强



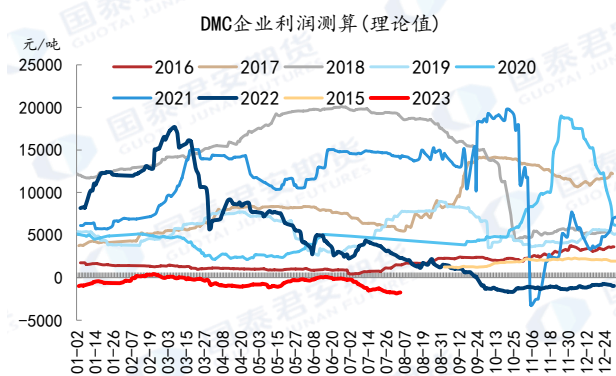
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 19：地产竣工数据仍处于同期低位



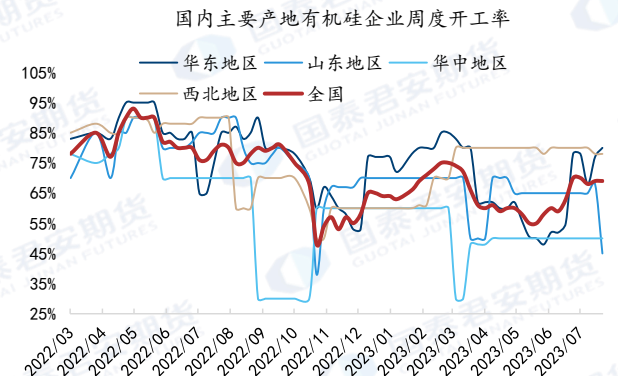
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 20：有机硅行业利润持续处于低位



资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 21：有机硅行业开工率偏低，近期亦有减停产



资料来源：百川盈孚，国泰君安期货研究

微观角度，有机硅行业利润持续低迷，单体减停产操作延续，但仍无法改变供给过剩的大格局。同时，考虑到目前行业库存压力偏高，在订单仍未见起色之下，有机硅整体弱势格局仍将延续。我们认为，自2022年下半年开始的有机硅行业洗牌将会进一步延续，过剩格局彻底改善仍需要1年左右的时间。下半年，有机硅板块的消费取决于地产板块的修复情况以及有机硅新增产能的投产进度。伴随国家层面出台的地产托底性政策，地产终端有望缓慢恢复，亦能带动有机硅消费缓慢起量。而对于有机硅新增产能的释放，考虑到目前行业利润偏低，多数原计划于今年下半年投产的有机硅项目将延后投产。因此整体来看，有机硅消费端尚难看到特别明显的消费增量，其对于工业硅的消费亦是缓慢增加。

图 22：下半年多数有机硅新增产能难以投产，预计对工业硅的消费提振仍有限

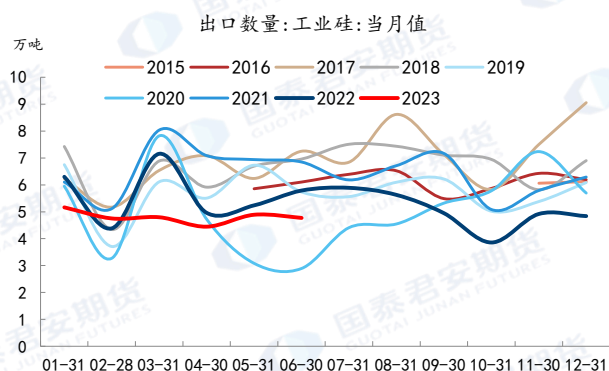
省份	企业名称	2022年新增产能	2023年新增产能E	投产规划时间
新疆	合盛硅业（鄯善）有限公司	40	40	2023年上半年投产，已达产
湖北	湖北兴瑞硅材料有限公司	0	20	计划2023年10月投产
山东	鲁西化工集团股份有限公司	0	40	乐观预计2023年底投产
内蒙古	内蒙古恒业成有机硅有限公司	0	15	乐观预计2023年下半年投产
浙江	浙江中天氟硅材料有限公司	0	15	乐观预计2023年下半年投产
河北	唐山三友硅业有限责任公司	0	20	乐观预计2023年年底投产
江西	江西蓝星星火有机硅有限公司	0	0	推迟至2024年一季度投产
内蒙古	内蒙古兴发科技有限公司	0	0	预计2024年6月投产
合计		110	150	-

资料来源：SMM，百川盈孚，泰君安期货研究

2.2.3 铝合金及出口板块：下半年预计仍难以出现更大的消费亮点

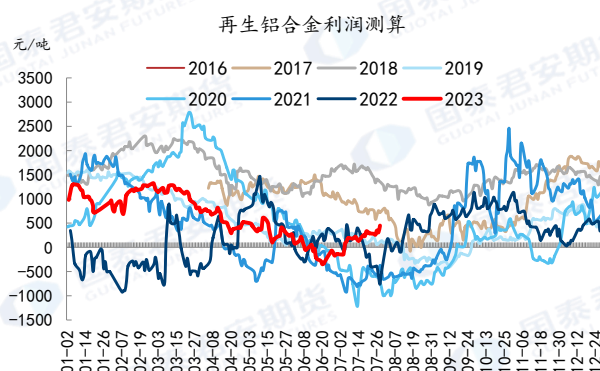
铝合金板块与出口领域均维持着偏弱的消费状态，下半年预计难以出现更大的消费增量。就铝合金板块而言，上半年以来其对原料端保持着刚需采购的态势，一方面下游订单并未出现明显的增量，另一方面下游买涨不买跌，并未有大量补货的情况出现。因此，无论是再生还是原生铝合金，其周度开工率均保持在同期偏低水位，铝合金利润情况亦承压，对应工业硅原料难言有消费提振。就出口领域而言，由于出口工业硅最终目的地为欧洲、日韩、美国等地，海外欧美地区的经济需求情况亦能够影响我国工业硅的出口体量。考虑到欧美地区由主动去库转为被动去库的时间点或在于 2024 年初，预计今年下半年我国工业硅出口仍将保持疲态。

图 23：1-6 月份工业硅出口同比减少 15%



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 24：铝合金行业利润依旧处于偏低水位



资料来源：SMM，国泰君安期货研究

2.2.4 工业硅供给端：短期仍有供给压力，核心关注枯水期开工变化情况

相比于需求侧，供给端的表现则相对偏明牌。一方面对于云南、四川地区硅厂，在能够获得较丰厚利润的情形之下，当地硅厂仍具备复产动力，近期突发事件如四川大运会、云南盈江洪水等导致的减产体量亦较小，整体对产量边际影响不大。另一方面就新疆地区硅厂而言，大厂在执行降价出货的操作之后，库存或去化至相对合理水平，其亦有较强的复产驱动，同时据悉新疆其他工厂亦有复产打算。因此，考虑到新增产能的投产情况，短期内供给端仍存在相应压力，后续建议关注枯水期成本抬升后的硅厂开工情况。

图 25：今年下半年来看，多数工业硅新增产能集中于四季度进行释放

省份	企业名称	2022年新增产能E	2023年新增产能E	规划投产时间	是否拿到环评
甘肃	甘肃河西硅业新材料有限公司	3	6	2023年一季度，三季度	是
甘肃	嘉峪关大友企业集团有限责任公司	0	3	2023年一季度	是
甘肃	嘉峪关宏电铁合金有限责任公司	0	3	2023年2月	是
新疆	新疆东部合盛硅业有限公司	20	20	2023年2-3月	是
内蒙古	内蒙古鑫元硅材料科技有限公司	3	12	2023年2-3月	是
新疆	新疆协鑫硅业科技有限公司	0	10	2023年6月	是
云南	龙陵永隆铁合金有限公司	0	3	2023年7月	是
宁夏	东方希望集团有限公司（宁夏银川）	0	12.5	2023年6-8月	一期20万吨环评批复
新疆	特变电工股份有限公司	0	10	2023年四季度	是
新疆	新疆其亚硅业有限公司	0	10	2023年四季度	是
青海	天合光能股份有限公司	0	5	2023年四季度	是
云南	新安硅材料（盐津）有限公司	0	10	2023年四季度	是
内蒙古	东方日升新能源股份有限公司	0	10	2023年四季度	是
内蒙古	上机数控股份有限公司	0	8	计划三季度投产，或延至四季度	是
甘肃	东方希望集团有限公司（甘肃兰州）	0	6	2023年年底	一期20万吨环评批复
云南	云南合盛硅业有限公司	0	40	规划2023年四季度投产	是
新疆	新疆晶和源新材料有限公司	6	0	-	是
新疆	新疆鑫涛硅业有限公司	3	0	-	是
新疆	新疆宇硅科技有限公司	1.5	0	-	是
合计		36.5	128.5(规划投产)	-	-

资料来源：SMM，铁合金在线，国泰君安期货研究

总结来说，在供给端压力仍存的情况下，需求端短期内并未见到明显消费起色，后续消费真正起量的时间点或在于九月底至十月份，因此短期盘面交易基本面改善的逻辑可能为时尚早。不过，若后续能看到库存端出现持续性的去化，则对盘面亦会构成相应的上行驱动。

2.3 盘面是否在交易枯水期来临的预期？——基于期货改变行业生态角度

六月下旬以来，盘面表现相对抗跌，价格重心有所抬升，盘面似乎有交易枯水期来临的预期。从现货流通性来看，目前情形或与往年枯水期流通性偏紧的逻辑较为相似。不过，从交易角度来看，之所以说上半年交易的是丰水期成本线逻辑，主要原因在于主力合约一直为 Si2308 合约，供给过剩格局下越临近交割月盘面会越往丰水期成本靠拢。而目前主力合约仍在 Si2309 合约（后续将移至 Si2310 合约），九月份距离枯水期仍有一段时间，目前交易枯水期成本抬升的逻辑尚难讲通。此外，若按照枯水期云南电价抬高 0.13-0.15 元/度进行测算，相应枯水期完全成本折盘面理应在 14000-14300 元/吨附近，目前盘面距离此位置仍有一定差距。因此，当前交易枯水期成本逻辑亦为时尚早，盘面偏强或是在演绎流通性紧缺逻辑下的“供给弹性”。

往年来看，由丰水期转为枯水期的时间段，西南地区硅厂或多或少会表现出开工回落的迹象，核心原因在于枯水期电价抬升，硅厂成本增加致使利润收窄，但也有开工未见明显回落的年份，比如 2021-2022 年的枯水期，硅价高企使得硅厂即使按照外购火电来核算仍有较高利润。因此，决定硅厂枯水期能否继续开工的关键要素在于硅厂利润的变化。进入今年枯水期，西南地区电价抬升具备确定性，因此落脚点在于硅价的后续走势。此处可以分两个方面来进行阐述：其一为上游硅厂的销售行为变化，其二为下游工厂的价格接受能力。

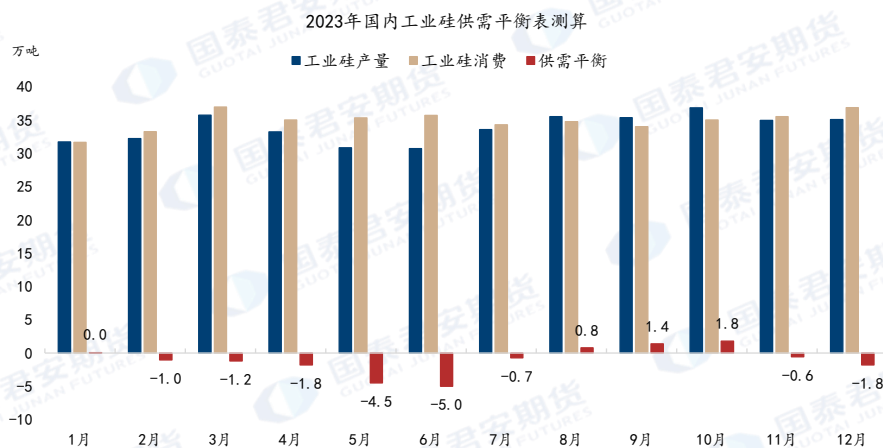
首先，硅厂的销售行为变化。一般而言，硅厂在往年丰水期会进行囤货，囤至枯水期进行售卖。而今年很大的不同点在于，在盘面给到期现无风险利润空间后，云南以及四川部分硅厂将生产出来的货卖给期现商，部分工厂甚至超卖至 9、10 月份，换句话说实现了库存转移的过程，将工厂库存转移至了交割库库存。这部分货可以看成是贸易环节的库存，并未实际给到下游进行消化，若后续释放至市场中，亦会对现货流通性构成一定影响，此为一个风险点。

其次，下游工厂对价格的接受能力。对比往年价格的季节性变化，可以发现每年在 8-9 月左右，硅价一般就会触底反弹，其原因在于下游担心枯水期买不到货而提前 1-2 个月开始备货，此时下游在仍有利润的情况下能够接受持续上涨的硅价。而今年不同的地方在于，三大下游的利润情况并无法支撑其接受更高的硅价。有机硅、铝合金板块从年初以来就一直处于偏低利润格局，对工业硅一直维持着刚需采购节奏，而唯一能够有亮点的多晶硅板块，伴随硅料价格的回落其利润亦持续走低。值得注意的是，虽三季度末硅料消费量或有抬升，但考虑到硅料新增投产导致的硅料行业利润挤压等因素，硅料企业在权衡自身盈利情况后，对成本端的考量将会更甚，不过也会基于届时工业硅的供给情形以及硅料厂对后续硅价的判断。此外，若北方大厂近期复产后继续保持低价出货的销售策略，则在此背景下，上游硅厂也很难将价格提至更高的位置。因此，整体来看在下游利润承压的逻辑之中，其接受高硅价的可能性相对偏低。

因此，归根结底我们需要探讨的点在于后续行情的演变逻辑。目前由于期现商的介入使得工厂库存转移至交割库，现货流通性趋紧，也可以认为是硅厂直接进行卖出套期保值操作，锁定销售利润。对于期现商而言，若月间价差一直保持 Contango 结构，则可以较顺畅地进行跨月仓单转抛，且这部分仓单亦能获得仓单质押的收益。不过，交易所规定每年 11 月底集中注销仓单，这也就意味着在 9 月 1 日之前生产的工业硅，到时候可能会面临无法再次顺利注册的风险，此部分工业硅（主要为高纯 Si4210 等）在现货端的处理将会成为一大难点，要么按照 99 硅的标准折价卖给硅粉厂，要么按照 Si5510 或 Si5530 价格折价卖给铝合金厂，或多或少会导致现货端价格的回落。此外，11 月底集中注销仓单也会天然使得 Si2311 合约的多头数量缺乏。因此整体而言，近期硅厂卖货给期现注册仓单，实际上是增加了硅厂的一个“销售渠道”，从而构筑出现货流通性偏紧的格局，但集中注销仓单制度的存在，使得这部分多出来的消费仍会“反噬”现货市场，届时硅价仍将有下行风险。而此时叠加枯水期成本抬升逻辑后，供给端的缩减将驱使价格构筑下行周期的真正底部。

换句话说，期货仓单的存在仅仅是延后了价格下跌的进程及时间，短期硅价在流通性偏紧格局中表现出一定的抗跌性，但在基本面弱勢的局面下，价格后续仍具备一定的下行驱动。在此情形之下，九月或为一个值得关注的点，主要系：1. 期货注册仓单存在着库容上限的问题，若后续仓库接近满仓，则硅厂的货可能会面临着无期现商买单的情形。2. 进入九月份，工厂生产出的货可以不用考虑 11 月底集中注销后能否再次注册的问题，在 Si2311 合约天然缺乏多头的情形下，空方入场或引发期、现货的一系列连锁反应。3. 北方大厂在收购阿勒泰矿山之后，将于九月初前后生产出低磷硼的工业硅产品，且大厂已有厂库，大厂的现货报价将会对盘面定价构成冲击。

图 26：工业硅供需平衡表理论值测算，需警惕仓单“虚增”的消费体量可能会“反噬”现货市场



资料来源：SMM，百川盈孚，铁合金在线，国泰君安期货研究

3. 总结：下行周期未止，短期仓单推迟下行进程，价格底部或出现于四季度

近期，工业硅盘面表现震荡并有一定的抗跌性，主要原因在于：六月下旬以来盘面给到期现无风险利润，较多期现商介入现货市场，云南地区硅厂超卖现象严重，致使现货流通性趋紧，此时一些突发消息或者宏观情绪面的利好亦能驱动多头入场。在上周交易所批复厂库名单后，利空逐步兑现，盘中亦可以看到投机多头撤资，硅价有所回落后再次回归现货流通紧张的逻辑。

我们认为，工业硅注册仓单这一现象仅仅是延后了价格下跌的进程及时间，短期硅价在流通性偏紧格局中表现出一定的抗跌性，但在基本面弱勢的局面下，价格后续仍具备一定的下行驱动。对于期现商而言，若月间价差一直保持 Contango 结构，则可以较顺畅地进行跨月仓单转抛，且这部分仓单亦能获得仓单质押的收益。不过，交易所规定每年 11 月底集中注销仓单，这也就意味着在 9 月 1 日之前生产的工业硅，到时候可能会面临无法再次顺利注册的风险，此部分工业硅（主要为高纯 Si4210 等）在现货端的处理将会成为一大难点，要么按照 99 硅的标准折价卖给硅粉厂，要么按照 Si5510 或 Si5530 价格折价卖给铝合金厂，或多或少会导致现货端价格的回落。此外，11 月底集中注销仓单也会天然使得 Si2311 合约的多头数量缺乏。因此，短期内硅厂卖货给期现商注册仓单，实际上是增加了硅厂的一个“销售渠道”，从而构筑出现货流通性偏紧的格局，但集中注销仓单制度的存在，使得这部分多出来的消费仍会“反噬”现货市场，届时硅价仍将有下行风险。而此时叠加枯水期成本抬升逻辑后，供给端的缩减将驱使价格构筑下行周期的真正底部。

就时间点而言，九月或为一个值得关注的点，主要系：1. 期货注册仓单存在着库容上限的问题，若后续仓库接近满仓，则现货市场中硅厂的货可能会面临着无期现商采购的情形。2. 进入九月份，工厂生产出的货可以不用考虑 11 月底集中注销后能否再次注册的问题，在 Si2311 合约天然缺乏多头的情形下，空方入场或引发期、现货的一系列连锁反应。3. 北方大厂在收购阿勒泰矿山之后，将于九月初前后生产出低磷硼的工业硅产品，且大厂已有厂库，大厂的现货报价将会对盘面定价构成冲击。

从短期基本面角度，供给端表现相对偏明牌，北方大厂以及西南地区硅厂复产叠加新增产能的逐步投放，供给端仍存在相应压力，后续枯水期或对硅厂开工构成影响。需求端短期内并未见到明显消费起色，下半年消费真正起量的时间点或在于九月底至十月份。因此，目前工业硅价格仍处于下行大周期之中，短期流通性偏紧或使得盘面呈小幅抵抗性反弹，但下行周期的真正底部或出现在四季度。

短期内，推荐的单边策略为逢高布空，后续建议关注行业库存的去化情况。

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。