

国信期货工业硅专题报告

工业硅

资金与现实的博弈

2024年5月28日

● 主要结论

当前工业硅基本面并未发生什么改变，不能用产业的逻辑来解释期货的行情，只是产业链进入到亏损的阶段后，同样的数据在产业和资金眼中解读出了不同的含义。就如黎明前的黑暗，产业因为身处其中，明白走出黑暗仍需要时间，而资金自远处走来，一眼看到的是将要升起的太阳。期货本身就是现实和预期两个维度的交易，交易现实还是交易预期，主要是由筹码多的一方决定。

交易方面，单边多空介入都有较大风险。这种交易预期的拉涨，更多的是依赖宏观情绪、政策事件，并没有现实供需逻辑支撑，一旦情绪消散，资金也会快速撤离，做多非常考验交易者对节奏的把握，建议投资者量力而行。目前工业硅主力合约最高拉涨至12995元/吨，上方在13500元/吨左右有技术压力位。做空从博弈的角度来说，空头前期仓位较重，当前浮亏较多，多头资金仍然占据优势。相比单边策略，套利策略的安全边际更高一些，主要考虑近远月反套策略，近月可以选择7-11月份合约，远月选择交割规则更改以后的12月份合约。从逻辑上来讲，行业预期转好应该更有利于远期合约，近月的高库存压力仍然存在。短期近远月价差走强，主要是合约流动性问题导致的。如果价格继续上行，反套价差可能会因流动性问题亏损100-200元/吨左右，但如果价格自高位下行，带来的收益可能在400元/吨或更高。从风险收益角度来看，近远月反套策略更加划算。关注仓单情况，注意政策风险等。

国信期货交易咨询业务资格：  
证监许可【2012】116号

分析师：李祥英  
从业资格号：F03093377  
投资咨询号：Z0017370  
电话：0755-23510000-301707  
邮箱：15623@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

的免责条款部分

以信为本 点石成金

2024 年工业硅期货价格连续下行，中间几乎没有大幅反弹过，市场持续交易供给过剩的逻辑，且期货价格随着合约从枯水季向丰水季移仓，现货生产成本走低，期货主力合约价格波动区间不断下移，期货价格最低跌破 11500 元/吨，盘面基本是紧贴着西南地区丰水季 4210 的现金成本定价。

二季度之后，国内工业品期货价格走势偏强，除了部分供给端有明确短缺问题的品种外，大部分品种都是在供需情况未有大的改善情况下，盘面价格已经开始拉涨。多头情绪从贵金属开始逐步向有色、黑色、部分终端化工品种蔓延。在这一波工业品反弹过程中，工业硅属于比较晚的一波，在 5 月 17 日盘面才开始从低位拉涨，5 月 24 日主力合约单日拉涨 4.54%，是 2023 年 6 月 19 日以来单日涨幅最大的一天。

工业硅期货自 2023 年 6 月份开启交割业务之后，产业企业、期现商积极参与期货市场开展套保业务，工业硅期货价格基本由供需定价。此次期货价格短期猛然拉涨，而现货市场未有太大反应，期现背离严重，这其中的交易逻辑如何解析？后期采用什么交易策略？本文将对这两个问题进行研究。

图：工业硅主力合约日 K 线



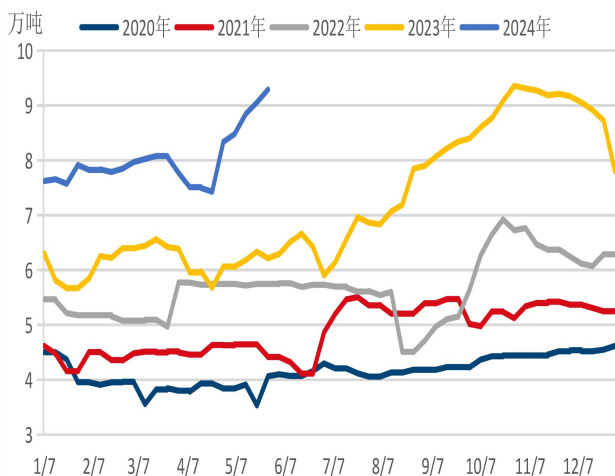
数据来源：文华财经 国信期货

## 1. 产业面临的情况：产量上行，需求低迷，库存累积

工业硅主产区主要分布在西南、西北两个区域。西南地区水电占比在 70% 以上，电价随季节性调整。12 月-次年 4 月为枯水季，6-10 月份为丰水季，11 月、5 月为平水季。一般来说电价会从 5 月份开始调降，到 6 月份之后基本调至年内最低位。工业硅生产对电力依赖程度较高，单吨生产大概需要 13000 度电，电价调整对西南地区产量影响明显。随着丰水季来临，西南地区开炉数量逐步增加，而西北地区开工率也保持在高位，工业硅短期供给量在快速增加。

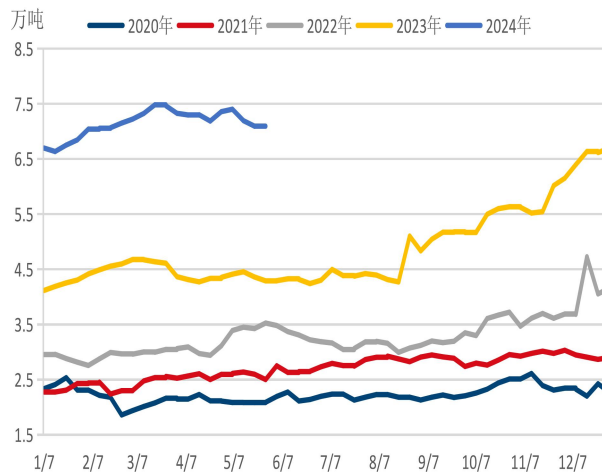
工业硅下游需求主要分为多晶硅、有机硅、铝合金、出口及其他。到 2023 年底多晶硅需求占比为 45.38%、有机硅占比 23.02%，铝合金占比 16.24%，出口占比 14.04%。多晶硅、有机硅在工业硅需求结构中占主要地位。当前多晶硅价格已经跌破 4 万元/吨，几乎是全行业亏损的情况，多晶硅企业检修减产数量持续增加中，多晶硅产量下行，对工业硅需求由增转减，有机硅行业近两年大部分时间都处在亏损的状态，对工业硅需求偏低迷。铝合金、出口需求环比转好，但占比较低，拉动力量有限。工业硅整体需求情况较差，且短期看不到大幅改善的可能性。

图：工业硅周度产量走势



数据来源：百川盈孚 国信期货

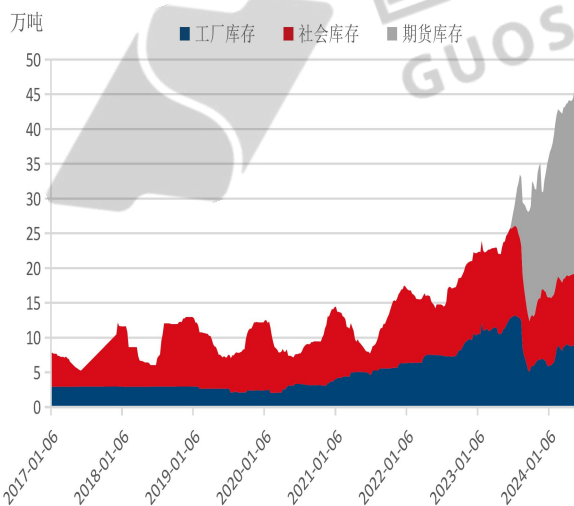
图：多晶硅+有机硅对工业硅的需求量



数据来源：百川盈孚 国信期货

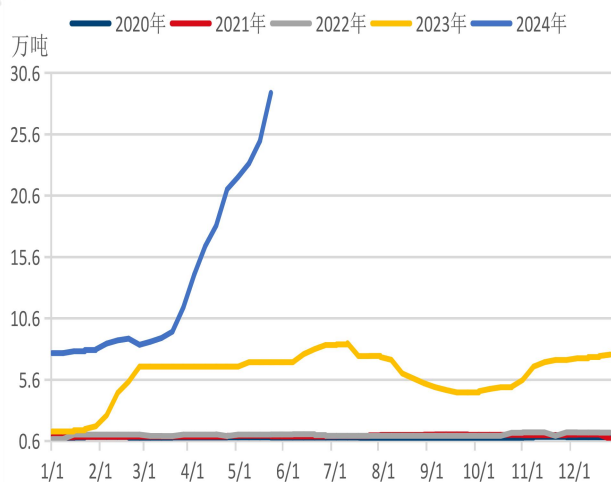
硅产业链目前高库存问题主要集中在工业硅、多晶硅两个环节。工业硅期货交割业务开启之后，库存从工业硅厂库逐步转移到了交割库，企业有所消化，但随着新产能投放，现货库存再度上行。而在需求低迷的情况下，交割库存也成为了硅企需求释放的渠道，工业硅仓单数量持续攀升，到5月27日交割库库存达到27.921万吨。除了工业硅之外，下游多晶硅库存也在快速累积中。多晶硅-光伏产业链当前产能过剩问题严重，多晶硅价格跌跌不休，下游无囤库意愿，库存不断向上游堆积。

图：工业硅期现库存



数据来源：百川盈孚 国信期货

图：多晶硅工厂库存



数据来源：百川盈孚 国信期货

工业硅供需情况是比较清晰的：供给增加、需求低迷、库存累积，从基本面角度来看这是一个明显的空头品种，前期在盘面也已经充分交易了该逻辑，盘面给与12000元/吨以下的定价也是比较合理的，属于明牌定价。

## 2. 资金看到的：产业链亏损，库容趋紧，政策预期转好

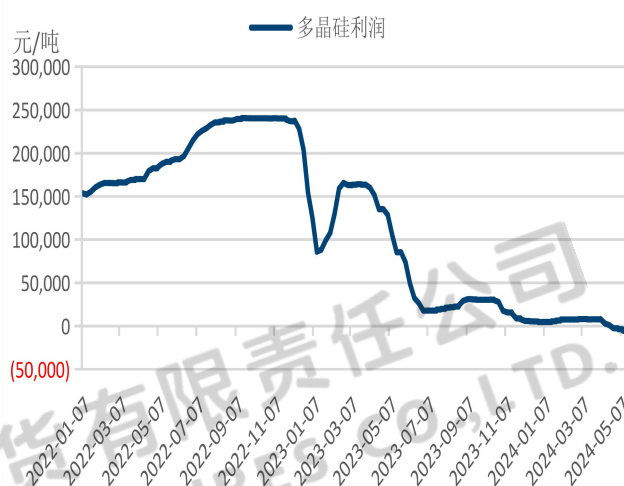
工业硅产业链上下游目前均处在亏损的状态，工业硅企业自 2024 年 3 月份开始行业平均生产利润进入负值区间。下游多晶硅行业虽然自 4 月份才开始行业整体亏损，但因现货价格下跌速度过快，已经跌至头部企业成本线附近，几乎无企业有盈利，亏损幅度较大。而有机硅企业自 2022 年 9 月份以来大部分时间都处在亏损状态，只有依靠减产及下游补库带来的价格反弹，偶尔有盈利。如果从产业逻辑来看，这是供给过剩问题导致的结果，验证了空头逻辑。但是从资金的角度来看，一个品种的产业链上下游皆亏损，那么后期再差也不会差到哪里去，反而可能会有宏观或行业政策来推动产业变革，价格已经进入了周期的底部区间。

图：工业硅行业平均生产利润

图：多晶硅行业平均生产利润

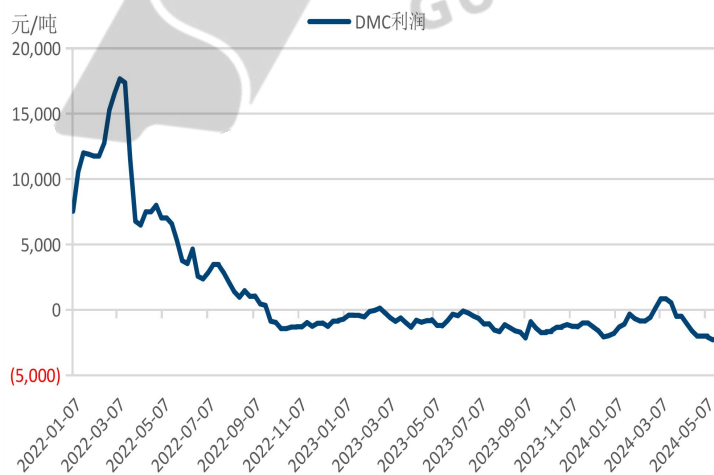


数据来源：百川盈孚 国信期货



数据来源：百川盈孚 国信期货

图：有机硅中间体 DMC 生产利润

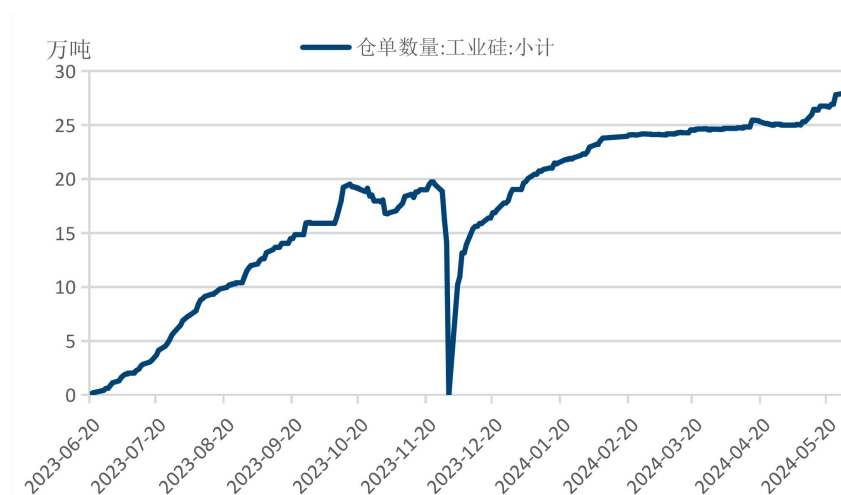


数据来源：百川盈孚 国信期货

高企的仓单数量也是工业硅价格的重要压制，尤其是在 4 月 12 日交割规则修订之后，旧合约仓单绝大部分难以满足新的交割规则要求，在 11 月底集中注销后要流入到现货市场，会加重现货供给过剩的问题。仓单在前期也是市场交易的一个重要的利空因素。不过如果切到资金角度来看这个问题，仓单量巨大且仍然在持续增加，剩余的库容量有限。如果盘面大幅拉涨，在现实需求不行的情况下，基差也会跟随盘面快速走低，则已有套保仓单都会被锁住，同时还会有新的套保仓单涌入快速占据剩余库容。理论上来说，

如果低基差能够持续下去，可能会出现无库容的情况，也就无新的产业空头。不过我国期货市场已经建立了非常完善的监管体系，对逼仓、逼库容等行为都有成熟处理的经验，库容这个问题更多的是资金短期对空头的一种情绪干扰。

图：工业硅仓单数量



数据来源：广期所 国信期货

近期政策密集发布，宏观方面有地产首付比例、房贷利率调整及其他地产托底政策。行业方面，光伏行业协会在工信部指导下组织召开的“光伏行业高质量发展座谈会”提到鼓励行业兼并重组，畅通行业退出机制，对当前的光伏行业供给过剩问题已经有关关注。另外，硅产业链相关性比较高的是国家发改委近期印发的《电力市场运行基本规则》，进一步加速电力供需市场化，短期电价波动幅度加大，从长期来看也更加利好新能源发电。

宏观、行业政策事件对现实供需起不到实质性的影响，但是验证了资金的交易逻辑，即产业已经进入周期的底部，后期可能会向好的方向发展，资金有修复盘面估值的需求。

日期	政策或事件	对硅产业链影响
2024. 05. 14	国家发展改革委印发《电力市场运行基本规则》（以下简称《规则》），自7月1日起正式施行。	电力市场改革，短期电价波动，影响工业硅生产成本，同时新规则长期利多新能源发电
2024. 05. 17	中国人民银行、国家金融监督管理总局围绕房地产分别发布三大重要文件，分别是《关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》、《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》，《关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》。同时央行设立3,000亿元保障型住房再贷款。	提振房地产需求，利多工业硅下游有机硅、铝合金。
2024. 05. 17	在工业和信息化部电子信息司指导下，中国光伏行业协会组织召开“光伏行业高质量发展座谈会”。会议提出要优化光伏制造行业管理政策对行业产能建设的指导作用，提升关键技术指标；规范管理地方政府的招商引资政策，建立全国统一大市场；适应光伏技术迭代速度快的特点，建立有效的知识产权保护措施；鼓励行业兼并重组，畅通市场退出机制；加强对于低于成本价格销售恶性竞争的打击力度；保障国内光伏市场稳定增长，探索通过示范项目支持先进技术应用，转变低价中标局面等。	加速光伏行业产能出清，利多工业硅下游多晶硅。

### 3. 后期硅价怎么走，如何交易？

当前工业硅基本面并未发生什么改变，不能用产业的逻辑来解释期货的行情，只是产业链进入到亏损的阶段后，同样的数据在产业和资金眼中解读出了不同的含义。就如黎明前的黑暗，产业因为身处其中，明白走出黑暗仍需要时间，而资金自远处走来，一眼看到的是将要升起的太阳。期货本身就是现实和预期两个维度的交易，交易现实还是交易预期，主要是由筹码多的一方决定。

交易方面，单边多空介入都有较大风险。这种交易预期的拉涨，更多的是依赖宏观情绪、政策事件，并没有现实供需逻辑支撑，一旦情绪消散，资金也会快速撤离，做多非常考验交易者对节奏的把握，建议投资者量力而行。目前工业硅主力合约最高拉涨至 12995 元/吨，上方在 13500 元/吨左右有技术压力位。做空从博弈的角度来说，空头前期仓位较重，当前浮亏较多，多头资金仍然占据优势。相比单边策略，套利策略的安全边际更高一些，主要考虑近远月反套策略，近月可以选择 7-11 月份合约，远月选择交割规则更改以后的 12 月份合约。从逻辑上来讲，行业预期转好应该更有利于远期合约，近月的高库存压力仍然存在。短期近远月价差走强，主要是合约流动性问题导致的。如果价格继续上行，反套价差可能会因流动性问题亏损 100-200 元/吨左右，但如果价格自高位下行，带来的收益可能在 400 元/吨或更高。从风险收益角度来看，近远月反套策略更加划算。关注仓单情况，注意政策风险等。



国信期货有限责任公司  
GUOSEN FUTURES CO., LTD.

#### 重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。