

山高水长难见底，产能过剩主旋律

李玉光

期货从业资格号：F03110481

期货投资咨询号：Z0018726

一、2023 年工业硅行情回顾

（一）阶段性回顾

2024 年工业硅价格整体呈下滑的状态，价格连连下挫，主要是供给端稳定增加，而下游多晶硅、铝合金、有机硅行情不佳，对金属硅的采买十分有限，压价意愿强烈。随着价格的进一步下跌，虽然在成本倒挂的风险下，部分厂家选择停炉观望，但供大于求的局面，仍未缓解，2024 年产能释放，但由于价格下行，利润微薄或微亏导致部分企业开工受限，价格一旦有所上调，产量跟进十分迅速，故硅价基本在成本线附近浮动，随着下游的逐步减产，行业库存不断累积，使得硅价承压较大。

第一阶段（1 月至 3 月中旬），此阶段工业硅需求疲弱价格一路走低，进入 3 月后，下游多晶产业面临去库存压力，上游工业硅被迫降价销售。现货价格一度跌破成本线。

第二阶段（3 月中旬至 6 月上旬），随着现货价格跌破成本线，部分厂商选择了减产或停产。工业硅价格逐步企稳，但多空博弈持续，价格处于横盘状态。

第三阶段（6 月上旬至 9 月上旬），此阶段为西南丰水期，工业硅供应在西南主产区的推动下迅速增加，水电的低成本促使工业硅价格进一步下探。同时，下游多晶硅、硅片厂商普遍暂缓采购，市场需求显著下滑，硅价一路下行跌破万元大关。

第四阶段（9 月上旬至 10 月），此阶段为横盘震荡期，需求依然较弱，硅价在万元以下调整。

第五阶段（10 月至 12 月），虽然下游多晶硅及硅片价格跌幅放缓，但也在一定程度上支撑了工业硅价格逐步企稳。然而，由于当前过剩问题突出，需求低于预期，工业硅市场改善的空间也相对有限。

（见图 1-1、1-2、1-3）

图1-1：工业硅期货价格走势

单位：元/吨

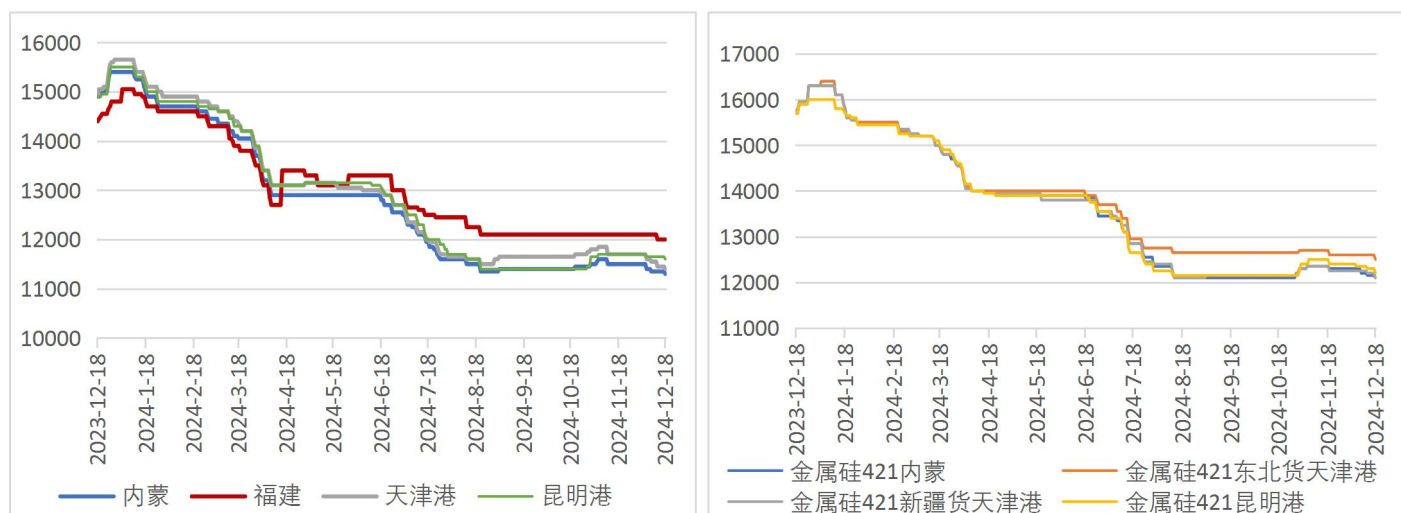


资料来源:文华财经、先融期货

图1-2：金属硅553#价格走势

单位：元/吨 图1-3：金属硅421#价格走势

单位：元/吨



资料来源:百川盈孚、先融期货

二、宏观政策

（一）全球经济增长或将放缓

2024年以来，全球经济增长稳健但短期内或将相对放缓。全球主要经济体居民消费仍相对强劲，固定资产投资有一定韧性，经济增长保持稳健。但从采购经理人指数（PMI）看，全球制造业正逐步失去动能。近期金融市场波动部分反映出投资者对于主要经济体通过央行货币政策调节实现“软着陆”信心不足。考虑到地缘政治风险上升、政策不确定性增加，贸易及投资信心将进一步被削弱，多数国

家财政政策空间已非常有限，全球经济增长或将放缓。各机构预测 2024 年全球实际 GDP 增速约为 3.1%-3.2%，其中发达经济体 1.6%-1.7%，新兴经济体超过 4%。

（二）国内经济稳步推进

2024 年，国内主要宏观经济指标表现亮眼，稳步推进。从拉动经济增长的需求动力来看，我国宏观经济主要指标之所以能够稳健运行，重要的原因在于超大经济体客观上存在的巨大市场需求规模。从消费需求看，以社会消费品零售总额计，2024 年上半年同比增长 3.7%，超过 23 万亿元，在绝对规模上名列世界前茅，拉动 GDP 增长 3 个百分点，最终消费支出对经济增长贡献率为 60.5%。总体来看，需求动力结构较为均衡，表明我国经济的基本面及市场广阔、经济韧性强、潜力大等有利条件并未改变。

（三）工业硅行业政策

国家发改委、统计局、能源局联合发布了《关于加强绿色电力证书与节能降碳政策衔接大力促进非化石能源消费的通知》。通知中明确提出将绿证用量纳入省级人民政府节能目标责任评价考核中，加快建立高耗能企业可再生能源强制消费机制，用绿证消除碳足迹。

国务院发布了《2024—2025 年节能降碳行动方案》。其中有色金属方面包括：优化有色金属产能布局，严格落实电解铝产能置换，从严控制铜、氧化铝等冶炼新增产能，合理布局硅、锂、镁等行业新增产能；严格新增有色金属项目准入。方案要求完善能源消耗总量和强度调控，重点控制化石能源消费，强化碳排放强度管理，分领域分行业实施节能降碳专项行动。目标是到 2025 年底，全国非化石能源发电量占比达到 39%左右，重点控制煤炭消费，提升非化石能源消费。

三、供给情况

（一）2024 年产能产量大幅增长

2024 年 1-11 月，全国工业硅产能 730.6 万吨，同比增长 4.3%，产能增幅最快的城市为新疆、甘肃和内蒙。截止 11 月，全国产量 437.22 万吨，同比增长 28.05%，2024 年全年工业硅产量有望达到 495 万吨，同比增长 30%，考虑 97 硅、再生硅、其他硅供给，预计 2025 年我国金属硅产量达 572 万吨，同比增长 29%。除 11 月外，不论是从单月、季度是全年来看，供应量都保持两位数的增幅，现货市场货源充沛都对价格构成明显的供应压力。

2025 年，工业硅产能仍然有大量计划装置投产。据下表统计，2024 年和 2025 年两年共计 407.5 万吨产能预计投产，新增产能多集中在新疆(230 万吨)、内蒙古(42 万吨)和云南(60 万吨)等省(自治区)，背后仍然体现以煤炭资源和水力资源优势为主。尽管工业硅价格低位区间运行将放缓新增产能投产节奏，但品种利润尚未达到全行业亏损区间且持续运行，未来产能重心进一步提高，但当前规划产能以 33000KVA 的大炉型为主，但考虑到目前硅价低迷，硅企成本倒挂严峻，规划产能延期投产的可能性较高。

（二）产业格局向西北发展

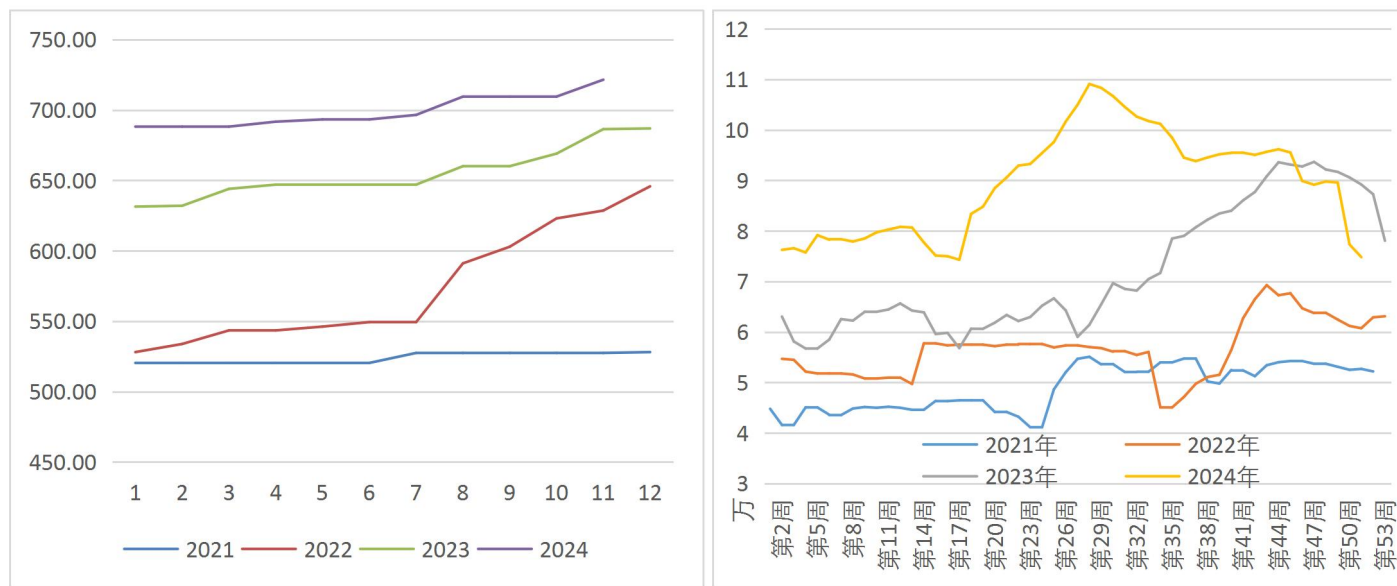
从当下的工业硅产能发展格局来看，近年来我国新增产能发展重心主要向西北地区转移，内蒙和新疆地区集中度较高。2024 年我国工业硅产能增长点主要分布在内蒙、云南、宁夏等地，其新增产能占比分别为 47%、26%、17%。从 2025 年新产能规划来看，新疆地区未来主要的产能增发区，新增占比分别为增长 70%、内蒙地区回落至 10%。由于新疆、内蒙等西北地区具有原料优势和电耗优势，以及国家发展的一体化产业链集群、园区产业园的动能吸引了大批产业链配套的发展需求，增加不少新增产能规划：而近年来西南地区新增势头陨落主要由于云南地区的产能限制政策未调整，整体规划下，新增产能的环评指标皆由落后淘汰产能置换，未来新增产能有限。2024 年中新疆地区产能为 227 万吨，占比为 31.5%；云南、四川地区产能分别为 126 万吨、98 万吨，占比则是 18%、14%。截至 2024

年9月新疆仍然是我国金属硅第一大产区，产量占全国总产量的51%。云南、四川两省按全年供应占比分列二、三位。

图3-1：近年工业硅产能

单位：万吨图3-2：近年工业硅产量

单位：万吨



资料来源:百川盈孚、先融期货

表2-1：

单位：元/吨

| 工业硅2025年新增产能 | | | | | | |
|------------------|---------------|------------------|----------|------|----|----------|
| | 企业 | 项目 | 省份 | 产能 | 单位 | 预计投产时间 |
| 1 | 特变电工股份有限公司 | 特变电工-昌吉 | 新疆维吾尔自治区 | 100 | 万吨 | 2025年12月 |
| 2 | 合盛硅业(鄯善)有限公司 | 合盛硅业-鄯善硅业 | 新疆维吾尔自治区 | 40 | 万吨 | 2025年12月 |
| 3 | 清电硅材料有限公司 | 清电硅材料 | 新疆维吾尔自治区 | 40 | 万吨 | 2025年12月 |
| 4 | 东方日升新能源股份有限公司 | 东方日升 | 浙江省 | 20 | 万吨 | 2025年8月 |
| 5 | 云南合盛硅业有限公司 | 合盛硅业云南项目 | 云南省 | 40 | 万吨 | 2025年6月 |
| 6 | 内蒙古大全新能源有限公司 | 大全新能源-内蒙 | 内蒙古自治区 | 30 | 万吨 | 2025年3月 |
| 7 | 新疆大全新能源股份有限公司 | 大全新能源-内蒙 | 新疆维吾尔自治区 | 30 | 万吨 | 2025年1月 |
| 8 | 内蒙古通威高纯晶硅有限公司 | 内蒙古通威12.5万吨工业硅项目 | 内蒙古自治区 | 12.5 | 万吨 | 2024年12月 |
| 9 | 新安硅材料(盐津)有限公司 | 新安股份-云南昭通项目 | 云南省 | 10 | 万吨 | 2024年12月 |
| 10 | 商南中剑实业有限责任公司 | 中剑实业10万吨项目 | 陕西省 | 10 | 万吨 | 2024年12月 |
| 合计新增产能：428.45 万吨 | | | | | | |

资料来源:百川盈孚、先融期货

(三) 库存

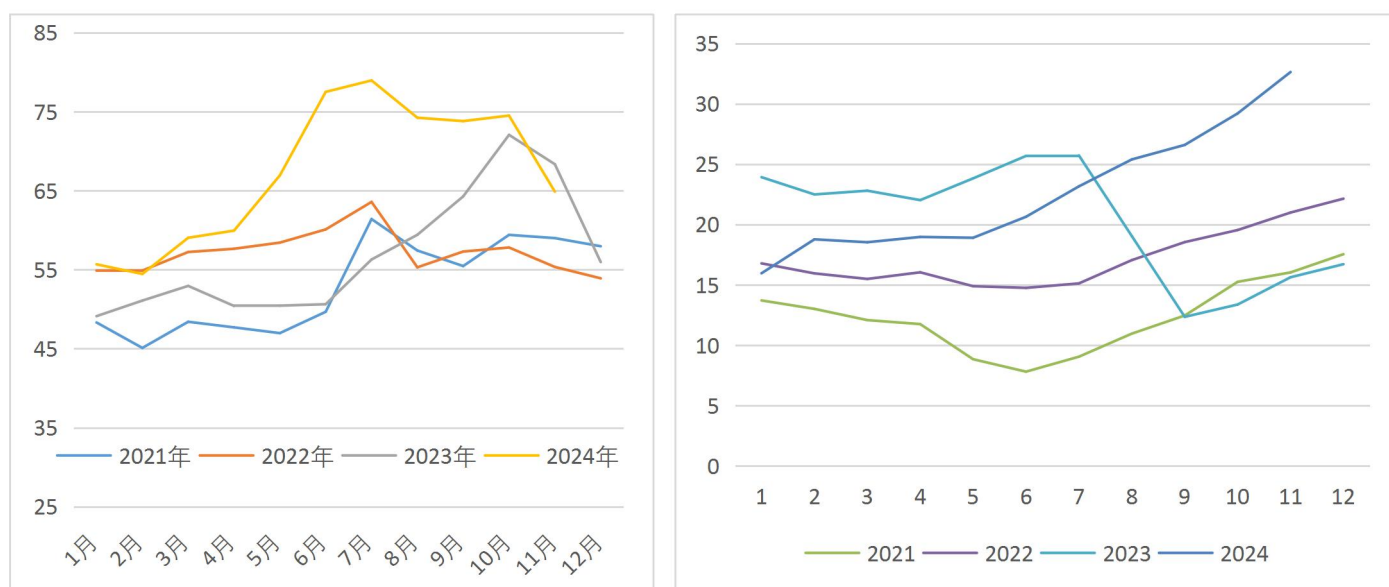
工业硅企业库存全年持续增加，一季度，因西南枯水期维持低开工率，且多晶硅产量尚可，行业小幅去库。五月底，盘面给出较好的套保价位，西南硅厂大面积复产，叠加多晶硅生产企业减产，库存开始累积。四季度初，川滇地区硅厂集中减产，虽新疆地区部分新增产能投产，但大厂停工停产，产量下降，预计四季度将小幅去库。截止11月底，工业硅企业库存量321750吨，同比增加105.72%；工业硅期货库存249920吨，月同比下降10.97%，年同比增长31.65%。两项共计57.17万吨，较年初的38.26

万吨增加 49.42%，按照年均月产量 39.97 万吨计算去库周期为 1.43 个月。

图3-3：近年工业硅开工率

单位：% 图3-4：工业硅行业库存

单位：万吨



资料来源:百川盈孚、先融期货

四、下游需求

（一）多晶硅

多晶硅俗称硅料，2024 年占工业硅总需求的 45%左右，处于光伏产业链上游环节，通过化学反应从工业硅提炼出高纯度多晶硅（6N-9N），属于技术和资金密集型产业，有一定的行业壁垒，行业集中度较高，前七家企业产能占比达到 95%以上，在企业竞争中整体呈现寡头垄断性的竞争格局。

1、价格持续下行，利润堪忧

2024 年多晶硅价格整体跌幅接近 40%，致密料价格从年初 6 万元/吨，至年底价格下滑稳定在 3.65 万元/吨。一方面，2024 年多晶硅市场供应端呈现出明显的过剩情况，库存量持续累积。尽管在传统旺季时，需求的增加会带动排产量上升，但整体库存水平仍然较高，价格仍旧疲软运行。另一方面，利润驱动开工，截至 11 月 28 日，多晶硅行业利润为-5454.17 元/吨，利润率在-12.62%，利润持续萎缩，行业开工积极性不高，行业“内卷”式的恶价格竞争有所收敛，上下游达成共识，与此同时在行业协会与工信部的自律性规范生产呼吁下，利润性减产的局面逐步扩散，价格得以持稳运行。

2、多晶硅产能降负荷运行

2024 年多晶硅产量预计达 173 万吨，同比 2023 年增长 21%。上半年，多晶硅新产能投产，产量呈持续走高，4 月产量超 18 万吨。随着供给过剩、库存积累，下半年较多硅料企业出现检修、停产情况，原规划产能延期。行业多次召开自律会议，旨在协同减产改善当前低价竞争亏损生产的市场环境。硅片企业响应号召下调开工率，头部一、二线企业开工率普遍 3-4 成左右。光伏供给侧改革提速，《规范条件》提高行业新产能的标准，避免行业低水平重复扩张。11 月 20 日，工信部发布光伏制造行业规范条件（2024 年本），新规将新建和改扩建光伏制造项目的最低资本金比例从 20%提升至 30%。同时，对光伏电池、组件等技术指标提出了更高要求，新建项目的效率指标也有相应提升。对于多晶硅环节，《规范条件》对新建和改扩建项目的还原电耗、综合电耗均有较高要求，行业准入门槛

提高，同时清出劣质产能。参考中国光伏协会数据，2023 年，我国多晶硅平均还原电耗 43 千瓦时/千克，平均综合电耗 57 千瓦时/千克，均值满足《规范条件》电耗要求，但新进入者满足要求的难度较大，预计 2025 年多晶硅难有新产能投产或扩产。

3、光伏装机明显放缓

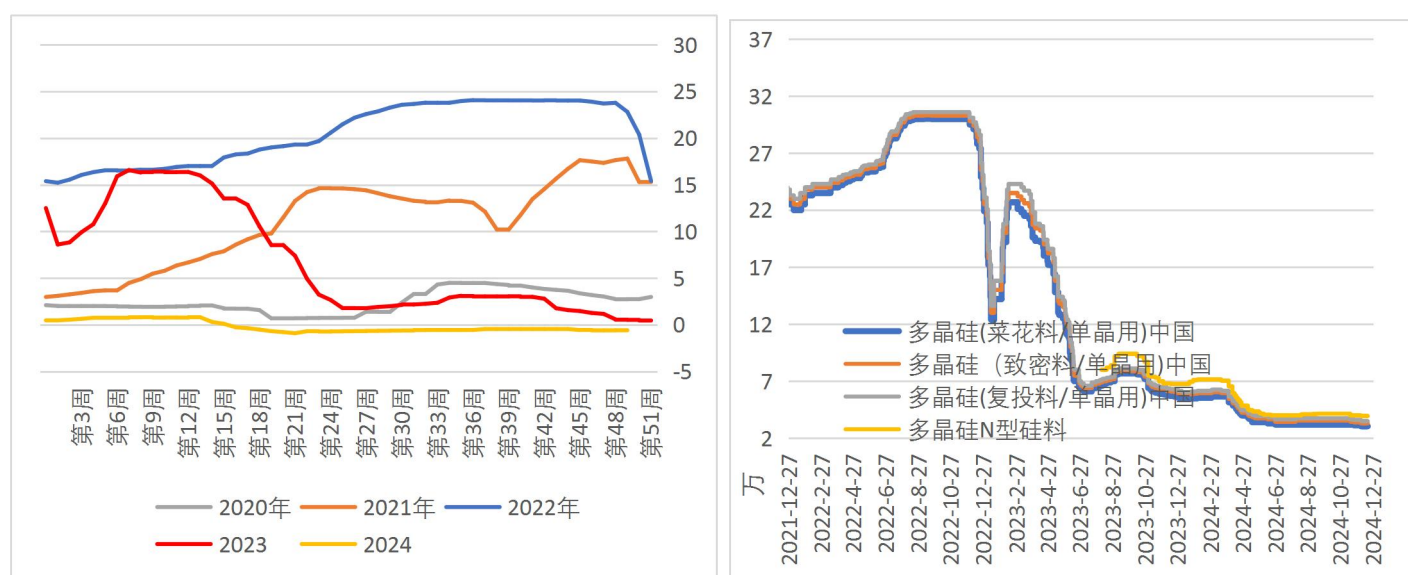
从行业自身逻辑看，10 月 6 日出台《分布式光伏发电开发建设管理办法（征求意见稿）》将较明显抑制 2024 年增速最快的工商分布式光伏的装机，而在存量项目仍较多且 2024 年特高压项目的加快建设有望解决部分地区高弃光率问题的背景下，集中式光伏装机有望维持一定增速；从政策层面看，10 月底国家发展改革委等六部门发布的《关于大力实施可再生能源替代行动的指导意见》中提出了加快推进大型光伏基地的建设以及推动既有建筑屋顶加装光伏系统，一定程度体现政策层面继续发展光伏的意愿。综合来看，我国光伏新增装机仍有望实现正增长，但消纳问题未解决背景下，短期中国光伏新增装机量实现较高增速的可能性很低。

图4-1：多晶硅周度毛利

单位：万元/吨

图4-2：多晶硅价格走势

单位：万元/吨

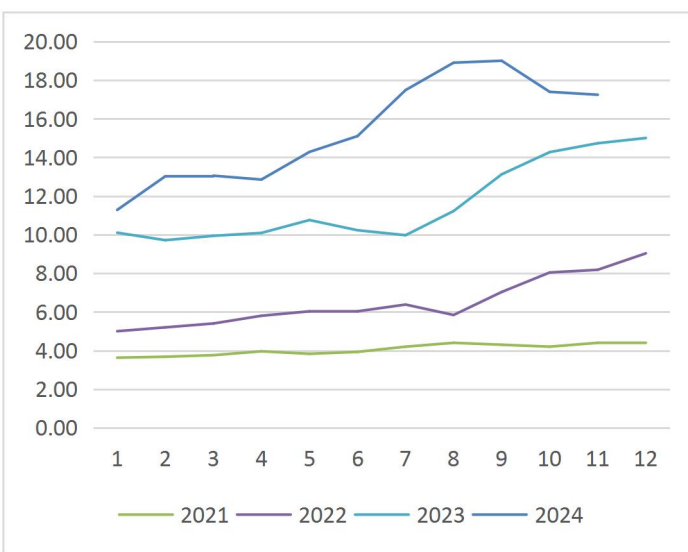
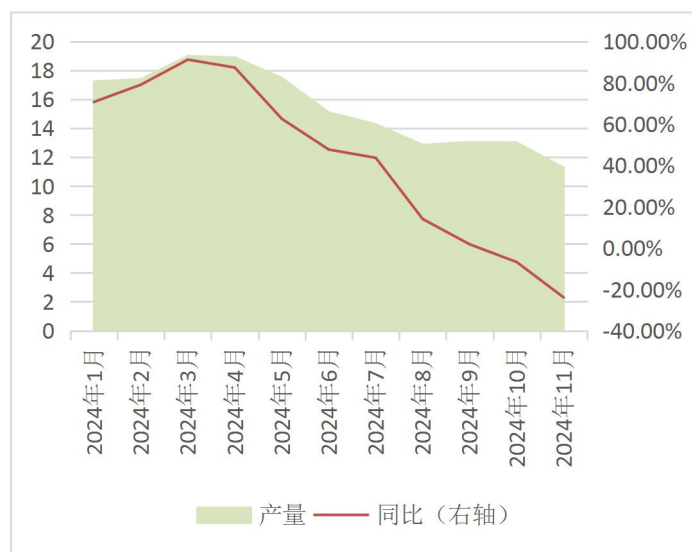


资料来源:百川盈孚、先融期货

图4-3：多晶硅月度产量及同比

单位：万吨，%

单位：万吨，%



资料来源:百川盈孚、先融期货

表4-1:

单位: 万吨

| 2025年多晶硅新增产能 | | | | | | |
|--------------|------------------|-----------------|----------|------|----|----------|
| | 企业 | 项目 | 省份 | 产能 | 单位 | 预计投产时间 |
| 1 | 阿特斯阳光电力集团股份有限公司 | 阿特斯电力5万吨 | 江苏省 | 5 | 万吨 | 2027年6月 |
| 2 | 信义硅业(云南)有限公司 | 信义硅业(云南)三期 | 云南省 | 20 | 万吨 | 2025年12月 |
| 3 | 宁夏晶体新能源材料有限公司 | 东方希望宁夏40万吨三期 | 宁夏回族自治区 | 4 | 万吨 | 2025年12月 |
| 4 | 天合光能(青海)晶硅有限公司 | 天合光能青海一期 | 青海省 | 15 | 万吨 | 2025年12月 |
| 5 | 西有色天宏瑞科硅材料有限责任公司 | 天宏瑞科9万吨 | 陕西省 | 7 | 万吨 | 2025年12月 |
| 6 | 东方日升(包头)硅业有限公司 | 东方日升(包头) | 内蒙古自治区 | 15 | 万吨 | 2025年7月 |
| 7 | 宁夏晶体新能源材料有限公司 | 东方希望宁夏40万吨二期 | 宁夏回族自治区 | 25 | 万吨 | 2025年6月 |
| 8 | 天合光能(青海)晶硅有限公司 | 天合光能青海一期 | 青海省 | 6 | 万吨 | 2025年6月 |
| 9 | 内蒙古新特硅材料有限公司 | 新特能源包头10万吨多晶硅项目 | 内蒙古自治区 | 10 | 万吨 | 2025年6月 |
| 10 | 宁夏宝丰能源集团股份有限公司 | 宝丰能源多晶硅项目 | 宁夏回族自治区 | 10 | 万吨 | 2025年6月 |
| 11 | 新疆中部合盛硅业有限公司 | 新疆中部合盛 | 新疆维吾尔自治区 | 10 | 万吨 | 2025年3月 |
| 12 | 信义硅业(云南)有限公司 | 信义硅业(云南)二期 | 云南省 | 12 | 万吨 | 2025年3月 |
| 13 | 蒙古润阳悦达新能源科技有限公司 | 内蒙古鄂尔多斯润阳 | 内蒙古自治区 | 8 | 万吨 | 2025年3月 |
| 14 | 四川丽豪半导体材料有限公司 | 丽豪四川10万吨多晶硅项目 | 四川省 | 10 | 万吨 | 2025年3月 |
| 15 | 新疆其亚硅业有限公司 | 其亚新疆10万吨多晶硅项目 | 新疆维吾尔自治区 | 10 | 万吨 | 2025年3月 |
| 16 | 合盛硅业(鄯善)有限公司 | 合盛硅业东部20万吨一期 | 新疆维吾尔自治区 | 10 | 万吨 | 2025年3月 |
| 17 | 合盛硅业(鄯善)有限公司 | 合盛硅业东部20万吨二期 | 新疆维吾尔自治区 | 10 | 万吨 | 2024年12月 |
| 18 | 信义硅业(云南)有限公司 | 信义硅业(云南)一期 | 云南省 | 6 | 万吨 | 2024年12月 |
| 19 | 宁夏晶体新能源材料有限公司 | 东方希望宁夏40万吨一期 | 宁夏回族自治区 | 12.5 | 万吨 | 2024年12月 |
| 20 | 新疆晶诺新能源产业发展有限公司 | 新疆晶诺 | 新疆维吾尔自治区 | 5 | 万吨 | 2024年12月 |
| 21 | 江苏中能硅业科技发展有限公司 | 江苏中能技改及扩产项目 | 江苏省 | 6 | 万吨 | 2024年12月 |
| 合计新增产能216.5 | | | | | | |

资料来源:文华财经、先融期货

(二) 有机硅:

有机硅是工业硅的主要需求之一, 约占工业硅消费的 35%。有机硅行业产业链主要为“有机硅原料—有机硅单体—有机硅中间体—有机硅产品”。有机硅下游终端消费结构中建筑领域占比 34%, 为有机硅下游最大应用领域。

1、有机硅价格下行, 利润不佳

由于供给端产能扩张过快、需求增速缓慢以及原料价格持续下跌导致有机硅价格持续在低位运行。2024 年价格运行区间 12000-14000 元/吨之间, 单吨行业平均亏损区间在 1000-3000 元/吨之间。截止 11 月底, 有机硅中间体价格 12800 元/吨, 较上月下跌 400 元/吨, 跌幅 3.1%; 较去年同期下跌 1600 元/吨, 跌幅 12.21%。需要注意库存量 2024 年并未有明显累库, 有机硅单体企业主营产品库存量 4.8 万吨较上月同期下跌 0.21 万吨。

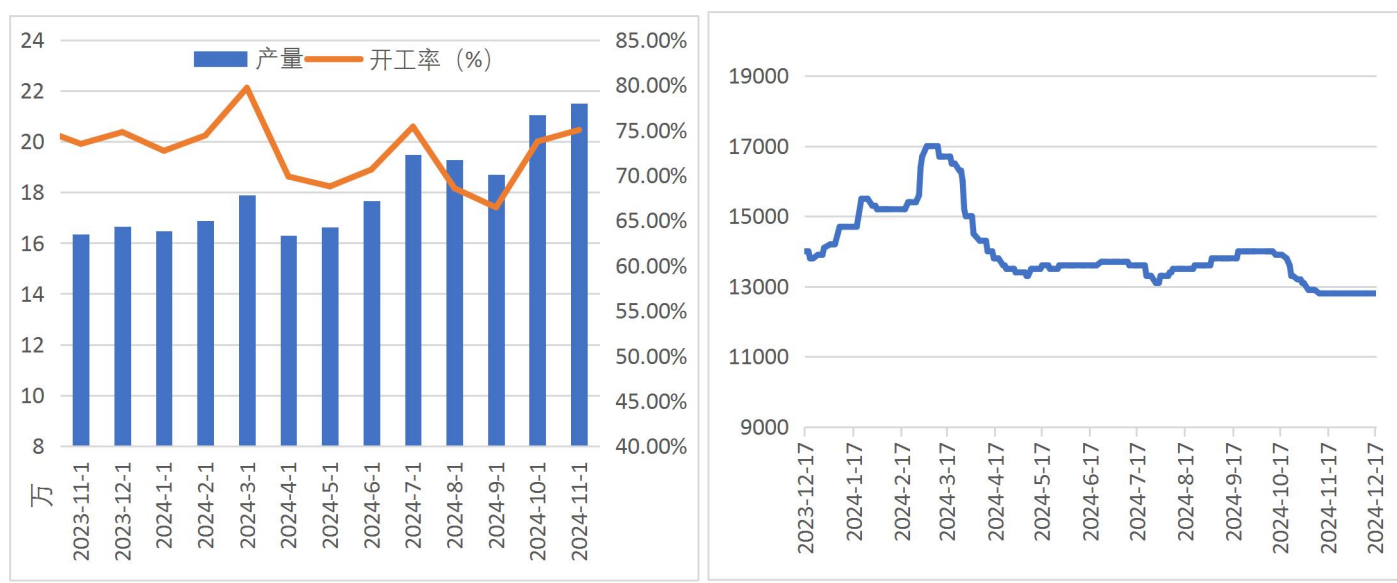
2、新增产能投产进入尾声

2024 年，新增产能预计 120 万吨其中二季度 40 万吨，三季度 20 万吨，四季度 60 万吨，但浙江中天 20 万吨的新增产能尚未投产，山东地区 40 万吨的新产能则在月底投产。此外，恒星化学在更换硫化床后也带来了产能的提升，使得当月新增产能共达 50 万吨，产能基数显著扩大。全年有机硅单体产能预计在 706 万吨，有效产能预计在 690 万吨，同比增幅在 24.08%，增速较去年上涨 13.38 个百分点。年内新增产能全部来自于现有企业，产能集中度进一步增加，目前，国内单体新建计划仍多，但是新建产能出现延期投产抑或暂停推进的情况，2025 年国内预计仅 20 万吨新增产能存投产预期，新产能对供应端的扰动较 2024 年将出现明显转弱。如果 2024 年新增产能开始稳定运行，高产能将带动有机硅产量继续走高，价格低位的负反馈相对有限。

图4-5：有机硅产量和开工率

单位：万吨、% 图4-6：有机硅中间体DMC价格

单位：元/吨



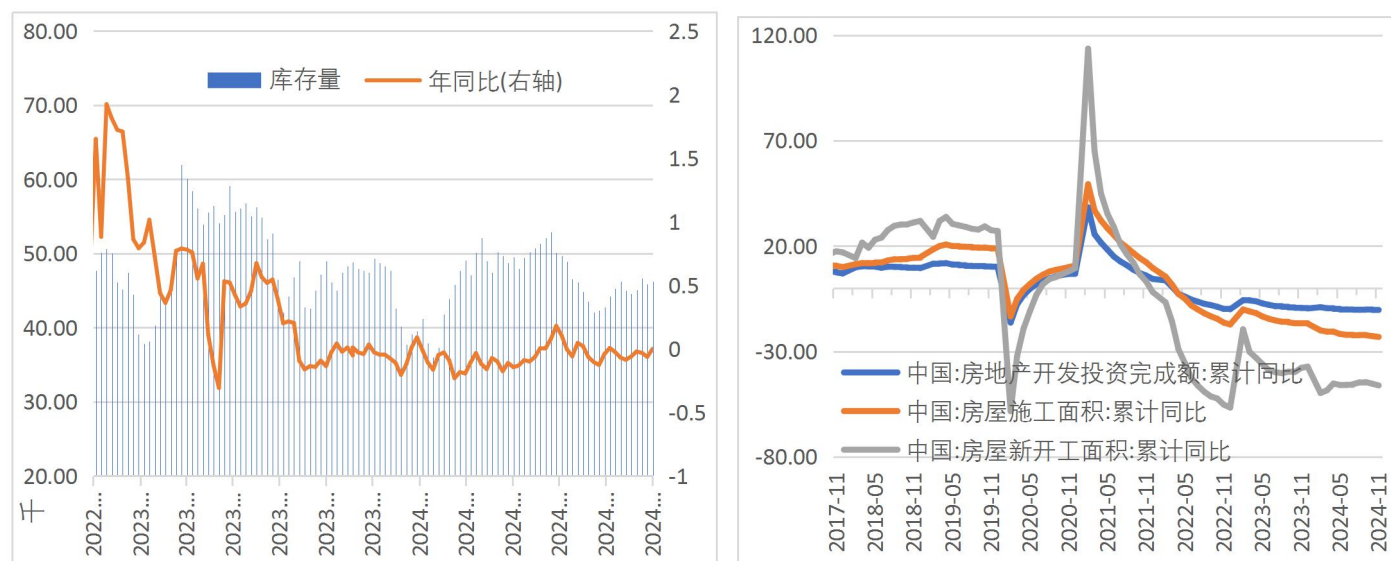
资料来源:百川盈孚、先融期货

3、2024 年房地产需求不佳，抑制有机硅需求

2024 年 1—10 月份，全国房地产开发投资 86309 亿元，同比下降 10.3%；其中，住宅投资 65644 亿元，下降 10.4%。1—10 月份，房地产开发企业房屋施工面积 720660 万平方米，同比下降 12.4%。其中，住宅施工面积 504493 万平方米，下降 12.9%。房屋新开工面积 61227 万平方米，下降 22.6%。其中，住宅新开工面积 44569 万平方米，下降 22.7%。房屋竣工面积 41995 万平方米，下降 23.9%。其中，住宅竣工面积 30702 万平方米，下降 23.4%。因竣工面积出现下滑，对有机硅的消费形成了抑制。长期来看，传统建筑胶领域的消费增长有限。

图4-7：有机硅库存

单位：元/吨 图4-8：房地产投资、新开工面积同比增速



资料来源:百川盈孚、先融期货

(三) 铝合金

铝合金是工业硅的三大下游之一，约占工业硅消费的 20%。硅在铝合金的用途主要在铸造铝合金板块，目的增强铝合金的硬度和强度，提高铸造性能、增强流动性，改善加工性能。铝合金分为变形铝合金和铸造铝合金，变形铝合金含硅量低，约为 0.4%-0.8%；铸造铝合金含硅量可达 6%-13%，约占铝合金领域工业硅消费量的 75%-80%，是铝合金中最主要的工业硅消费领域。

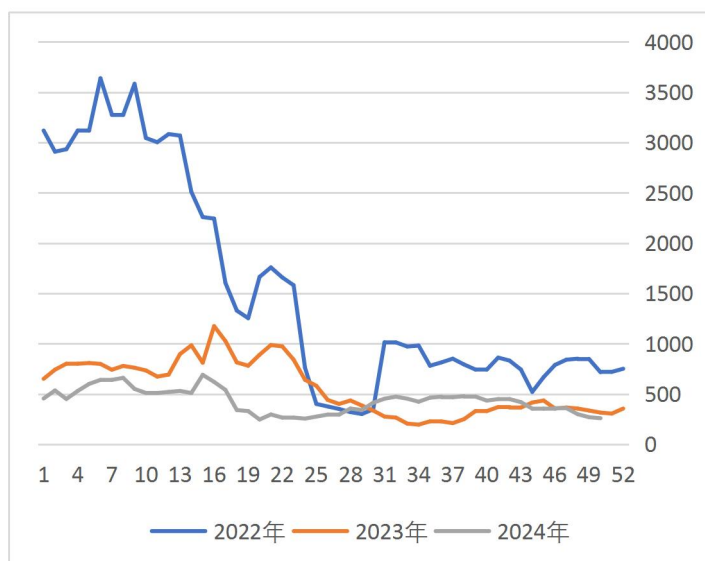
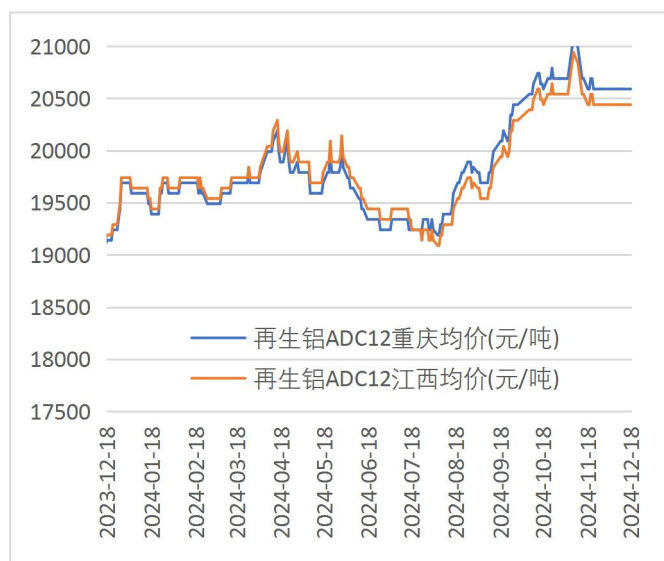
铝合金方面，市场消费相对平稳，受宏观表需转弱，铝合金消费整体不振。其中，支撑工业硅消费的主要是再生铝合金。而汽车产业及相关零配件对于铝合金消费起到关键带动作用。根据中汽协统计,2024 年 1-10 月,中国品牌乘用车共销售 1384.9 万辆,同比增长 21.2%,占乘用车销售总量的 64.6%,销量占有率比上年同期提升 9.3%。新能源车贡献铝合金消费主要增长点,今年我国新能源汽车产销增速超年初预期,1-10 月新能源汽车产销分别完成 978 万辆和 975 万辆,同比增长 33%和 34%。2025 年中国新能源汽车销量预计达到 1511 万辆,同比增长 18%,将提振铝合金用硅需求。

图4-9：再生铝价格走势

单位：元/吨

图4-10：再生铝周度毛利

单位：元



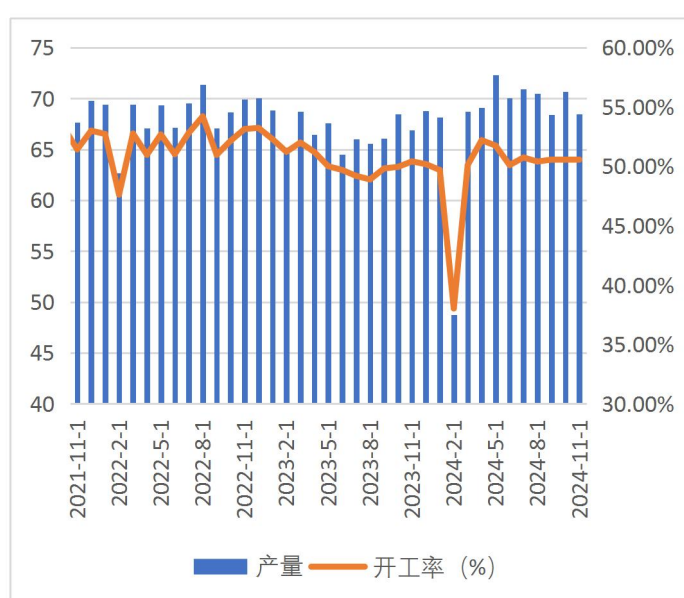
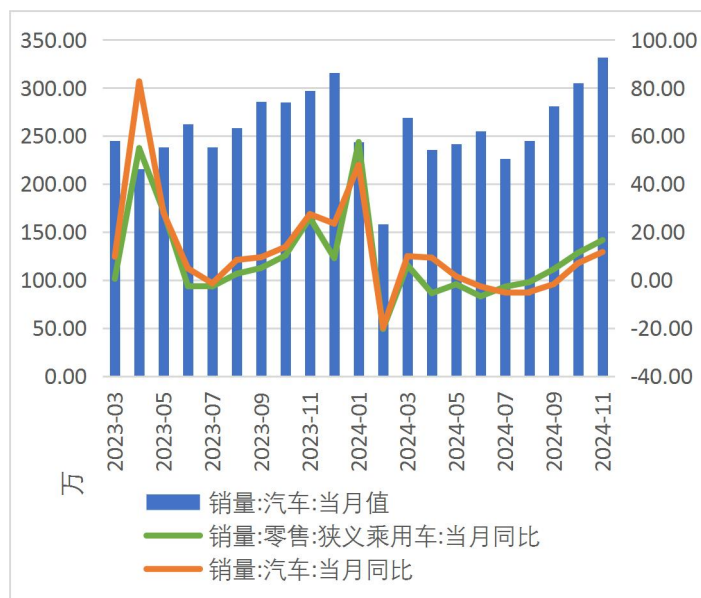
资料来源:百川盈孚、先融期货

图4-11：汽车当月产量和同比增速

单位：万辆，%

图4-12：再生铝产量和开工率

单位：万吨，%



资料来源:WIND 资讯、百川盈孚、先融期货

（四）出口情况

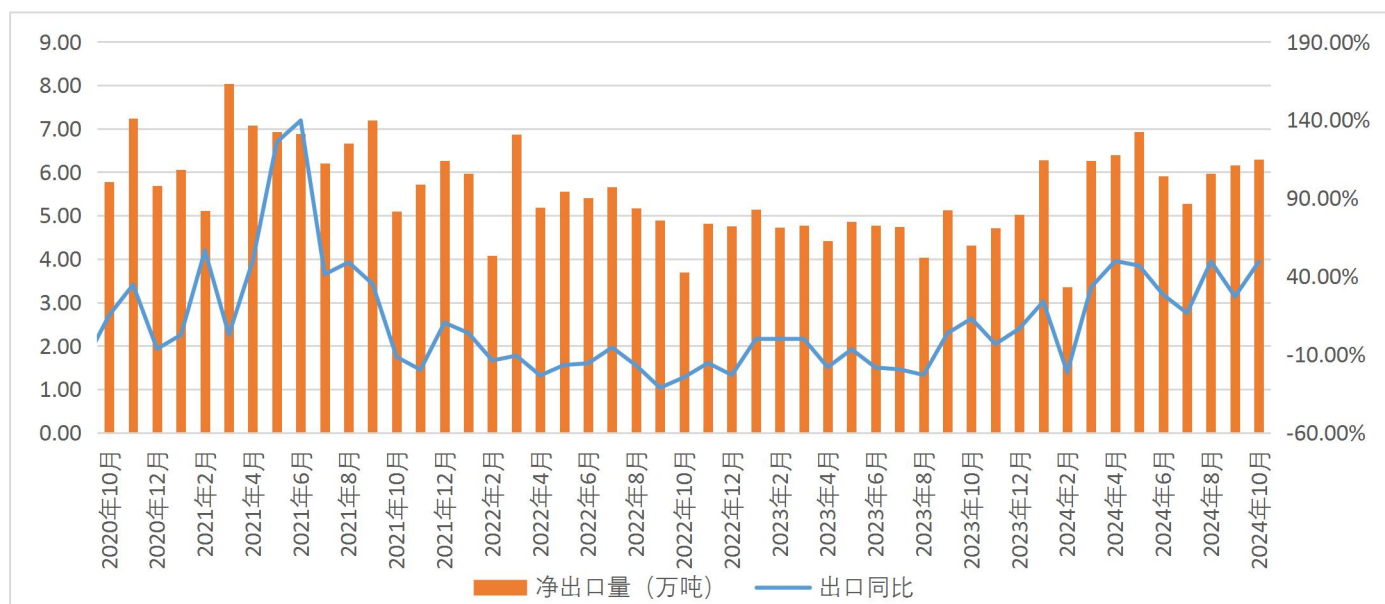
据海关数据，2024年10月中国金属硅出口6.51万吨，环比减少0.12%，同比增加49.36%。2024年1-10月中国金属硅出口共计61.41万吨，同比增加29.87%。10月主要出口国家为日本、荷兰、印度，出口量依次为8368吨、6913吨、6500吨。预计2024年11月金属硅出口量平稳，全年出口量在68万吨左右。

海外需求回暖，工业硅出口量稳中有增，得益于海外光伏行业发展和汽车消费。今年，美国商务

部针对来自柬埔寨、马来西亚、泰国及越南的晶体光伏电池产品，无论其是否已组装成组件，发起了一系列反倾销与反补贴税调查，计划征收反倾销税，预期终裁或将影响东南亚光伏组件的原材料需求，导致工业硅出口需求减少。

图4-13：工业硅净出口量和出口同比增速

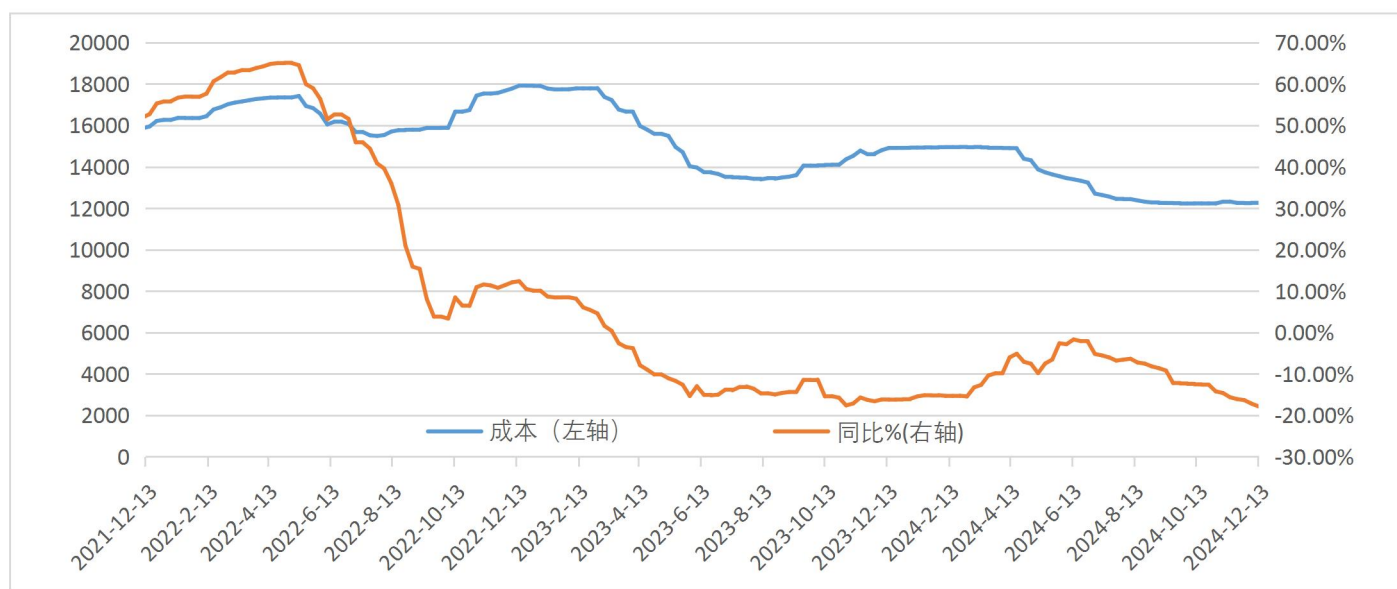
单位：万吨，%



格测算，丰水期西南企业高钛 421#成本约 12300-12600 元/吨，成本压力下西南硅企复产炉数或下降，同时复产时长亦有可能缩短。

图5-1：工业硅周度成本

单位：元/吨、%



资料来源:百川盈孚、先融期货

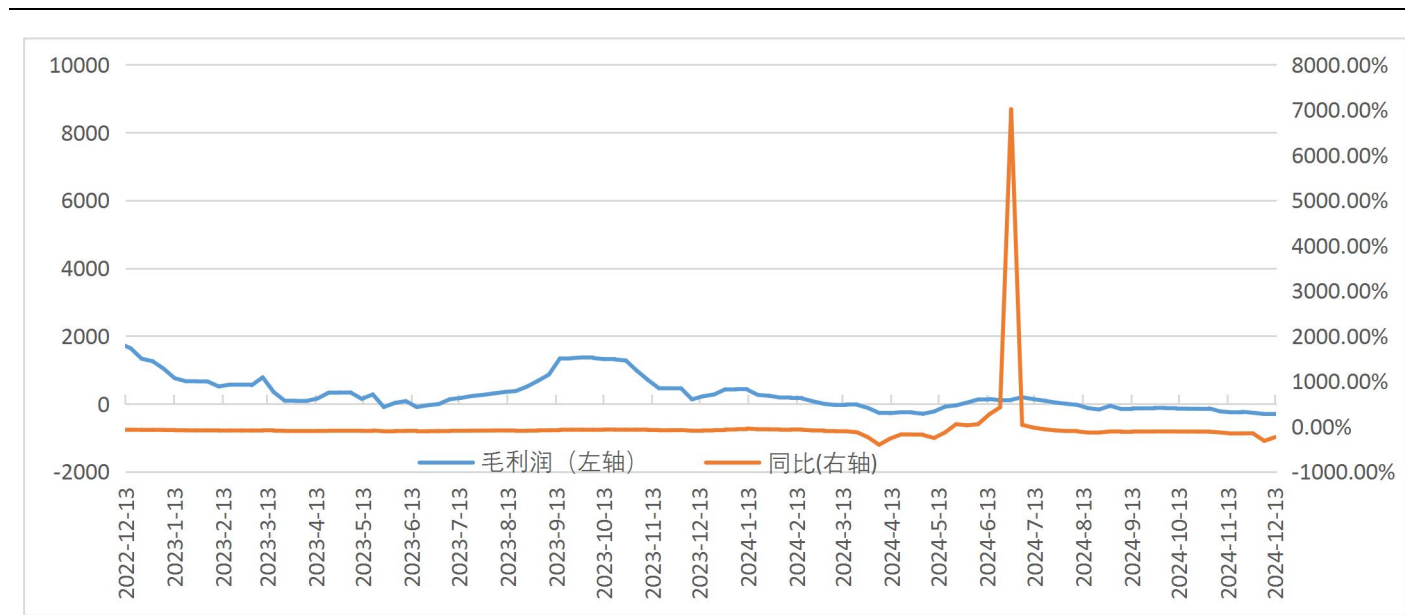
（二）利润情况

2024 年工业硅的价格同比往年下降 35.65%，利润率在今年第二季度达到最低值-2.05%，与此同时开工率仍高于往年同期水平。随着枯水季的来临，工业硅成本将会显著抬升，供应压力有望得到一定缓解。不过近年来的原料成本不断压缩，供应过剩下，随着价格的下跌，利润被强制压缩，目前部分主产区仍维持亏损状态。

展望 2025 年，硅企利润的回升主要要看到供需差阈值不断缩小，但是从明年的生产情况来看，原料价格很难有较大的下滑空间，从生产端很难给到下游更多的利润。电价方面，北方电价全年波动较小，全年稳定运行。西南地区仍受季节性枯丰水期的影响，行业利润修复仍需看到供给端改善到合理水平，预计全年硅价仍将围绕成本运行。

图5-2：工业硅毛利润

单位：元/吨、%



资料来源:百川盈孚、先融期货

五、2025 年整体展望

宏观方面，2025 年国内宏观政策的变化将会是影响工业硅价格变化的重要因素。产业政策端将会进一步推进工业硅上下游的产业结构和格局优化，重点关注政策期释放的节奏和供需错配的节点。财政政策方面，财政化债的资金有望为产业和终端注入活力，缓解房地产下行压力，推动新能源汽车的进一步增长，从而有利推进有机硅和铝合金的需求改善。海外方面，特朗普的“关税”“双反”制裁将会影响到我国晶硅和光伏产品的出口，中长期将利空原料端需求。预计 2025 年工业硅过剩情况可能进一步加剧。产能的释放使工业硅整体供给弹性相较于 2020-2022 年大幅增强，供应增量空间巨大。但受政策端供给侧改革影响，明年供给有可能出现减量，但预期消费增速放缓，整体过剩压力仍然较大，此外，实际产能受到边际利润的约束，价格持续下行也将会抑制未来新增产能的放量，进而加快落后产能出清的节奏，缺乏竞争力产能将逐步出清。预计 2025 年供需依然维持宽平衡，价格围绕成本波动，上涨动力缺乏，重点关注成本端和宏观层面的影响。

中电投先融期货股份有限公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

制作人

| 部门 | 姓名 | 岗位 | 从业资格号 | 投资咨询号 |
|-----------------|-----|-----|-----------|----------|
| 研究发展部（大宗商品研究中心） | 李玉光 | 研究员 | F03110481 | Z0018726 |

制作人声明

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

本报告仅供中电投先融期货股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

我们已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，报告中作出的任何建议不作为我公司的建议。本公司提供的投资咨询建议具有针对性和时效性，不能在任何市场环境下长期有效。您应当充分了解并评估交易咨询建议的局限性，审慎决策。您应当充分了解市场变化的不确定性和投资风险，当本公司及其业务人员在为您提供交易咨询服务时，任何有关行情的预测都可能与实际情况有差异，若您据此作出的任何投资决策均与本公司无关，您需要承担由此带来的风险和损失。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证报告所含的信息和建议不会发生任何改变。

本报告版权仅为本公司所有，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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。

©版权所有：中电投先融期货股份有限公司

地址：重庆市江北区江北城聚贤岩9号国华金融中心A塔23F