

工业硅交割对市场行情的影响研究

研究院 新能源&有色组

研究员

陈思捷

☎ 021-60827968

✉ chensijie@htfc.com

从业资格号: F3080232

投资咨询号: Z0016047

师橙

☎ 021-60828513

✉ shicheng@htfc.com

从业资格号: F3046665

投资咨询号: Z0014806

穆浅若

☎ 021-60827969

✉ muqianruo@htfc.com

从业资格号: F03087416

投资咨询号: Z0019517

联系人

王育武

☎ 021-60827969

✉ wangyuwu@htfc.com

从业资格号: F03114162

高中

☎ 021-60827969

✉ gaozhong@htfc.com

从业资格号: F03121725

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

报告摘要

期货品种上市后,市场参与者的变化影响了货权结构,交割库作为中间环节,对现货供需也有影响。本文主要研究工业硅期货上市以来,交割如何影响市场行情,以及交割规则修改后对市场的新影响。

1、工业硅期货上市前后,随着参与现货与期货的群体扩大,市场行情受到明显影响。期货上市前,期现商积极采购现货,支撑现货价格上涨。然而,期货上市初期,由于期现商与贸易商的出货行为,期货与现货价格出现回落。随着交割的开始,若市场存在期现套利空间,交割库将锁定大量现货,导致现货流通紧张,进而推动市场行情上涨。然而,若仓单持续累积而下游企业买交割意愿不足,仓单将对期货与现货价格形成压制,导致价格回落。

2、当前工业硅仓单数量较多,主要以贸易商与期现商为交割主体,交割库仓单量接近25万吨,其中421品种占据主导。由于下游消费企业在盘面买交割的意愿较低,仓单对期货盘面及现货市场均产生较大的压制作用。

3、交割规则的修改对市场产生了新的影响。新规则在后续上线的2412合约中实施,而2411及之前合约仍沿用原规则。当前,使用421品种进行卖交割更为划算,因此2411及之前合约的定价仍主要基于421现货价格。然而,新规则增加了微量元素要求并修改了品质升水,预计2412合约将以更高品质的553价格作为定价基准。这意味着原有仓单可能面临降级交割或无法重新注册的风险。因此,交割规则修改后,对2411合约及之前合约的影响或偏利空,而对2412及后续合约则或偏利多。

4、考虑到价格规则修改后2412合约与之前合约定价标的的差异,预计2412与2411合约之间将存在较大的价差。合理价差预计超过2500元/吨。因此,在2412合约新上市时,可采取反套策略,即卖空2411合约并买入2412合约,以获取价差收益。

风险

- 1、新产能投产不及预期。
- 2、主产区电力供应出现短缺。
- 3、能耗管控或环保监管导致供应端出现较大扰动。
- 4、交割规则变动对盘面扰动。

目录

报告摘要	1
期货交割流程简介	3
工业硅期货交割情况分析.....	4
期货上市后现货参与主体区别.....	5
不同牌号生产消费结构差异.....	6
不同牌号价差变化	8
库存结构变化	9
期货上市及交割对行情的影响.....	10
新旧交割规则变化对比.....	11
新交割规则对行情的影响分析.....	12
结论	13

图表

图 1: 工业硅交割库库存情况 单位: 万吨	4
图 2: 交割库库容 单位: 万吨.....	4
图 3: 不同地区仓单占比 单位: %.....	4
图 4: 不同牌号工业硅月度产量 单位: 吨	6
图 5: 云南不同牌号产量占比 单位: %.....	6
图 6: 四川不同牌号产量占比 单位: %.....	6
图 7: 新疆不同牌号产量占比 单位: %.....	7
图 8: 内蒙不同牌号产量占比 单位: %.....	7
图 9: 中国工业硅下游消费结构变化 单位: 万吨.....	7
图 10: 中国有机硅月度产量 单位: 万吨	8
图 11: 中国多晶硅月度产量 单位: 万吨.....	8
图 12: 工业硅期货与现货价格走势 单位: 万吨.....	9
图 13: 工业硅库存情况统计 单位: 万吨	10
图 14: 工业硅期货上市后现货与期货价格走势 单位: 元/吨.....	11

期货交割流程简介

期货交割是指期货合约到期时，交易双方通过该期货合约所载商品所有权的转移，了结到期未平仓合约的过程。工业硅为实物交割，指合约到期日，卖方将相应货物按质按量交入交易所指定交割仓库，买方向交易所交付相应货款，履行期货合约。为了更好地服务工业硅实体企业，广州期货交易所（广期所）于2023年6月正式启动了仓单注册业务，并在同年8月成功进行了首次交割业务。目前，工业硅期货的交割单位设定为每手5吨，最后交易日确定为交割月份的第10个交易日，而最后交割日则设定为最后交易日后的第三个交易日。

工业硅期货交割流程主要方式分为期转现、滚动交割及集中交割三种。交割流程主要分为交割预报、送货入库、仓单注册、匹配交割及仓单注销五步。

（一）交割预报

卖方应和交割仓库联系，确认是否有足够库容，和仓库进行确认后，通过会员单位提交交割预报，待交易所审批，并缴纳30元/吨的交割预报金（期货账户中扣除）。

（二）送货入库

待交易所审批后，卖方应于30个自然日内将货物送到交割仓库，办理完交割预报的货主在入库前3个自然日前，应把车船号、品种、数量、到货时间等通知交割库。仓库入库后，应联系质检机构进行质检，质检费用为3200元/批次，每批次为60吨，待质检机构出具质量证明书。若货物质检不达标，卖家应进行换货处理。

（三）仓单注册

根据质检机构出具的质量合格证明，需通过会员单位提出仓单注册申请，待交易所审批成功后，仓单注册完成。

（四）匹配交割

卖方：如卖方进行滚动交割，需申报交割，并提交仓单，等待配对。在配对日后的第二交易日，收80%的交割货款。在交付增值税专用发票后，收20%的交割余款；若卖方进行集中价格，将于最后交易日提交交割仓单，收盘后由交易所进行配对。在交收日收80%交割货款，交付增值税专用发票后，收20%交割余款。

买方：若买方进行滚动交割，需在期货账户预留足额货款，并申报交割意向。待匹配到交易对手后，接收仓单，收取增值税发票。若买方进行集中交割，则在最后交易日由交易所配对，接收仓单并收增值税专用发票。

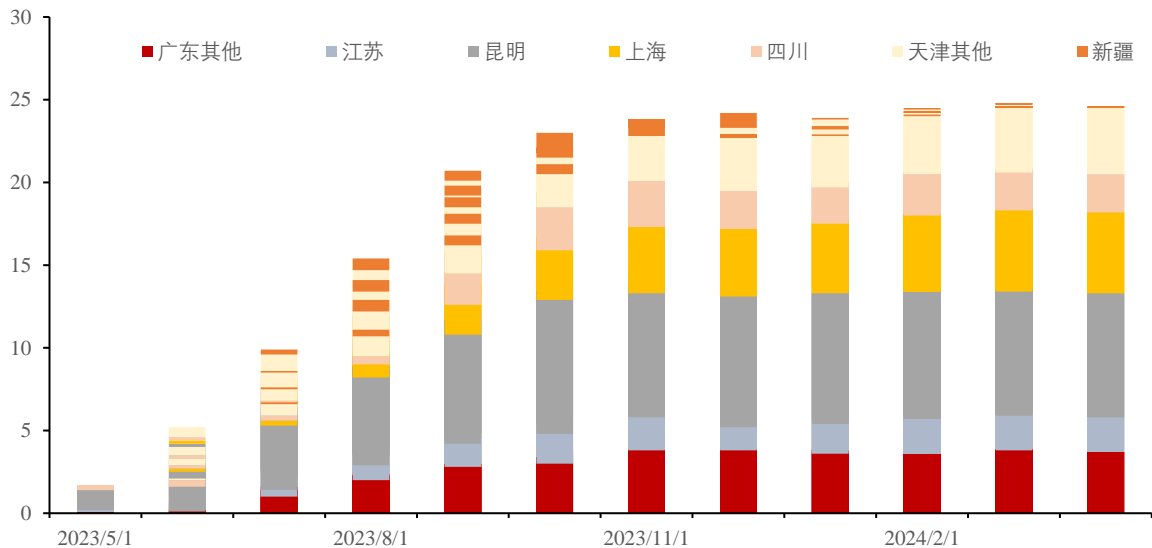
（五）仓单注销

买方如需进行提货，需通过会员单位提交仓单注销申请。申请通过后，获得提货密码，联系仓库告知提货车船号，凭提货密码提取货物。

工业硅期货交割情况分析

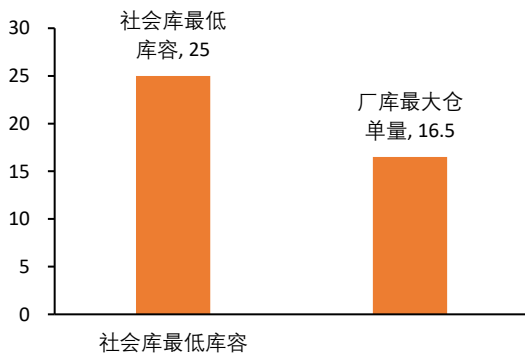
目前，广期所已公布社会交割库的最低保障库容为 25 万吨，而厂库的最大仓单量限制在 16.5 万吨。观察仓单注册情况，我们发现生产企业厂库注册数量相对较少，主要以社会库和部分贸易商厂库为主。截至 4 月 12 日，已注册的仓单数量为 49639 手，对应的仓单库存达到了 248195 吨，显示出库存量较大，且这些仓单基本上都是以 421 为主。从交割库的地理位置来看，它们主要分布于昆明、上海、天津、广州及四川等地，这些区域均为工业硅的重要产销地。

图 1：工业硅交割库库存情况 | 单位：万吨



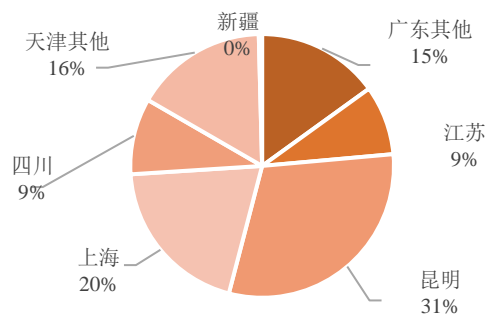
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 2：交割库库容 | 单位：万吨



数据来源：广期所 华泰期货研究院

图 3：不同地区仓单占比 | 单位：%



数据来源：SMM 华泰期货研究院

目前，工业硅期货交割业务呈现出以下三大显著特征：

首先，上游生产企业和贸易企业的参与度较高，有效拓宽了实体企业的销售渠道。当盘面价格上涨，为上游企业带来丰厚利润时，这些企业会利用盘面点价的方式，与期现商及下游企业签订销售合约，从而稳定企业自身的利润水平。相反，在盘面价格下跌时，仓单性价比显著提升，贸易商和部分下游企业则通过与期现商点价的形式进行采购，进一步拓宽了采购渠道。

其次，目前直接参与交割的主体以期现商为主。大多数生产企业目前仍专注于现货生产，由于缺乏期货方面的专业人才，并且需要确保现金流的快速周转，因此期现商在其中扮演了关键角色。他们通过盘面点价的形式从生产企业采购，并在期货盘面进行卖出交割，既解决了生产企业现金流快速回转的迫切需求，又形成了稳定的合作模式，间接帮助实体企业实现套期保值。

第三，由于421升水2000交割套利空间较大，生产商与期现商参与交割套利的积极性高涨。即使在交割库容扩容后，部分交割库仍出现了库容紧张的状况。在交割业务初期，主产区四川及云南地区最先感受到交割库容的紧张。随着企业参与热情的不断提升，华南及华东地区的库容也接近饱和状态。尽管广期所已经批准了部分交割库的扩容需求，但交割库仓位依然供不应求。

期货上市后现货参与主体区别

在工业硅期货上市之前，市场的主要参与主体包括生产企业、贸易商以及下游企业。然而，随着工业硅期货的上市，期现商开始积极涌入现货市场，不仅在一定程度上扮演了贸易商的角色，还成为了生产企业与贸易商之间的重要桥梁。期现商的加入，不仅丰富了市场的参与主体，也促进了市场交易的活跃度和效率。

目前，新疆作为工业硅的最大主产区，主要生产553产品。然而，自期货上市以来，由于421产品享有2000元/吨的品质升贴水优势，加之西南地区在生产技术和原料方面的优势，四川及云南的生产企业在2023年主要转向生产421的工业硅。部分生产企业尝试自行在盘面进行套保操作并直接参与交割，但大多数生产企业仍然选择与期现商签订现货销售合同，以现货贸易的形式将工业硅产品出售给期现商。

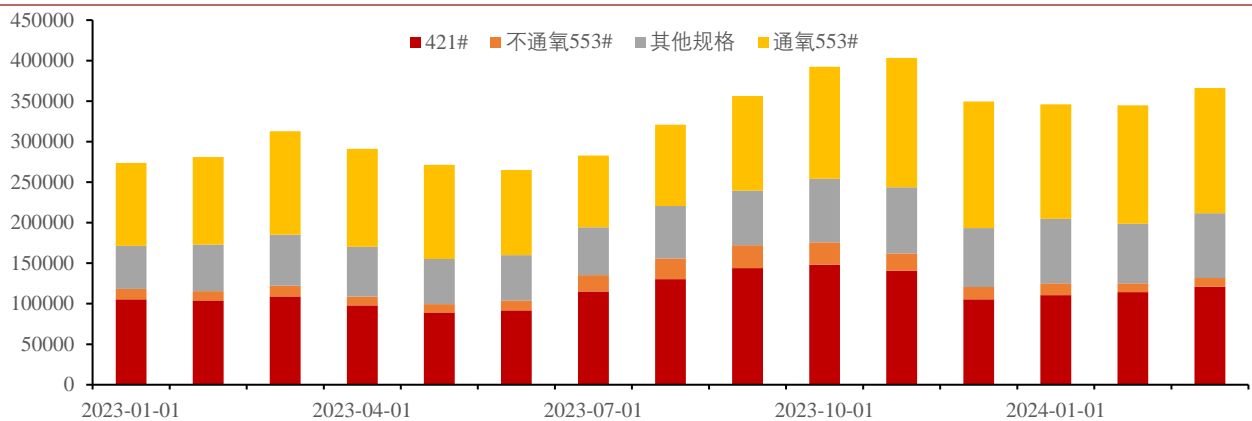
期现商从生产企业采购现货后，主要利用这些货物进行盘面套保操作。根据市场行情的变化以及自身的需求，期现商会选择卖出交割或者通过平仓方式出售现货。目前，期现商手中的注册仓单以421产品为主。由于铝合金企业对421产品的需求较少，而有机硅行业对421产品存在特定的需求，因此期现商的仓单主要流向了贸易商及磨粉

企业。在期货盘面价格下跌时，仓单的价格往往比生产企业的直接报价更具性价比优势，这使得部分贸易商选择从期现商手中采购仓单。在这一过程中，期现商有效地充当了生产企业和贸易商之间的桥梁角色。此外，当仓单价格与 99 硅现货价格差距缩小时，磨粉企业出于成本考虑，更倾向于收购期现商的仓单。此时，期现商不仅连接了上游生产企业，也联系了下游用户，实际上扮演了贸易商的角色。

不同牌号生产消费结构差异

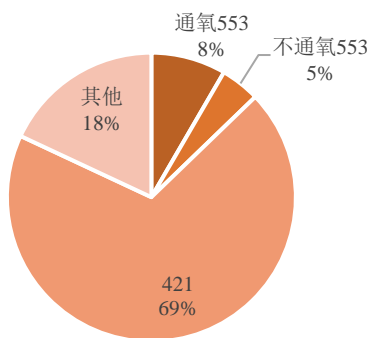
工业硅因杂质铁、铝、钙的含量差异而分为不同的牌号，其中 553 与 421 占比较大，近两年随着多晶硅需求增加，部分厂家将给多晶硅供应的直接命名为 99 硅，以突出其高纯度特性。从生产结构来看，总体产量中，421 和通氧 553 的占比最大，分别达到了 37%和 42%。从各产区来看，西南地区主要生产以 421 为主的产品，而西北地区则主要以生产 553 和 99 硅的产品为主。

图 4：不同牌号工业硅月度产量 | 单位：吨



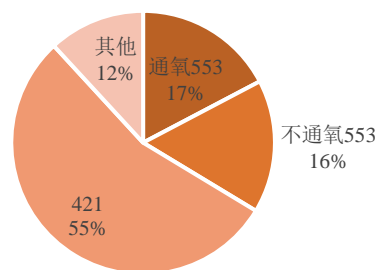
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 5：云南不同牌号产量占比 | 单位：%



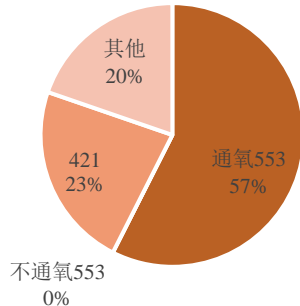
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 6：四川不同牌号产量占比 | 单位：%



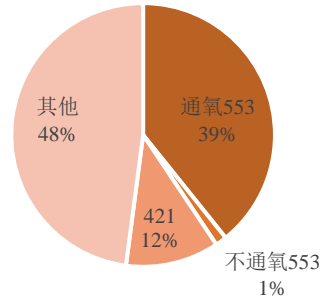
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 7：新疆不同牌号产量占比 | 单位：%



数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 8：内蒙不同牌号产量占比 | 单位：%

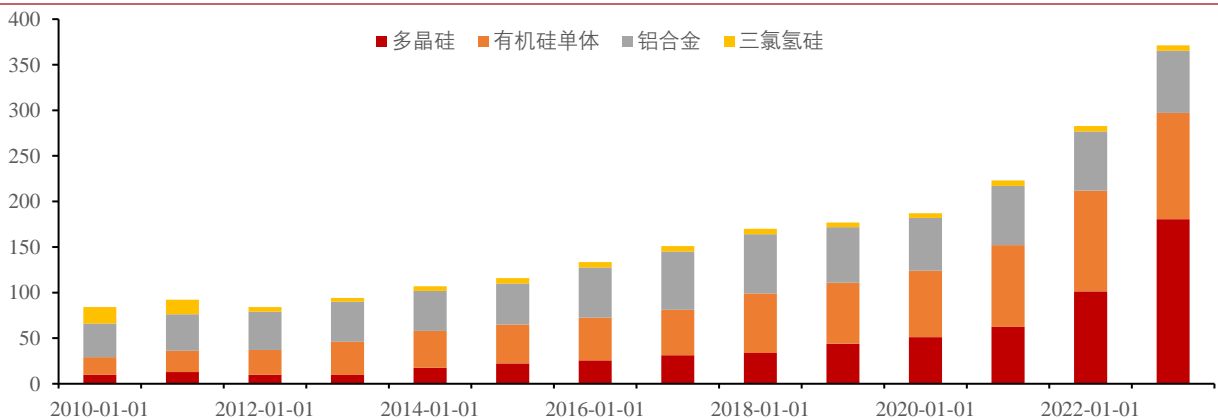


数据来源：SMM 华泰期货研究院

从下游消费结构的变化来看，2018 年之前，铝合金消费占比最大；2018 年至 2022 年期间，有机硅的消费占比逐渐上升，成为最大的消费领域。近两年多晶硅消费快速增长，自 2023 年起，多晶硅的消费占比已经成为工业硅消费中最大的领域，占比接近 49%。

经过测算，预计未来的消费增长将主要源于多晶硅和有机硅两大领域。其中，多晶硅的消费增速预计将超过有机硅，而铝合金及出口市场则相对保持稳定。

图 9：中国工业硅下游消费结构变化 | 单位：万吨

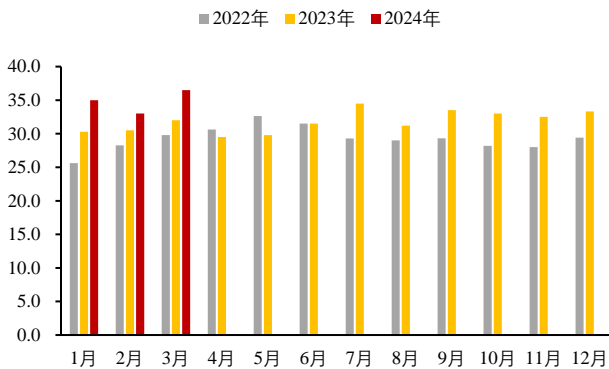


数据来源：SMM 华泰期货研究院

从下游对不同牌号工业硅的需求分析来看，有机硅生产主要依赖 421，同时对钛、镍及铅等金属微量元素也有一定要求。多晶硅则主要使用 99 硅粉作为原料，虽然也可以使用 553、421 或 441 进行掺混生产，但近年来，为满足多晶硅的高纯度需求，部分企业直接将供应给多晶硅的原料命名为 99 硅（硅含量≥99%），并对原料中的非金属微量元

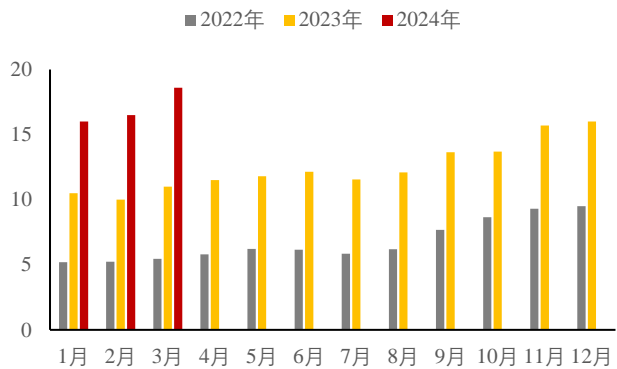
素如硼、磷及碳等有严格要求。

图 10: 中国有机硅月度产量 | 单位: 万吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 11: 中国多晶硅月度产量 | 单位: 万吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

随着多晶硅行业的快速发展, 2022 年和 2023 年多晶硅对工业硅的消费同比增速分别达到了 63%和 78%, 因此对 99 硅的需求急剧增加。

自期货上市以来, 受 421 产品 2000 元/吨的升水交割套利影响, 期现商大量采购 421 进行交割套利。由于交割 421 仅对铁、铝及钙含量有明确要求, 且在账期上具备优势, 西南地区的硅厂原本主要供应有机硅使用的 421, 转而大量生产用于交割的 421, 导致其数量显著增加。然而, 由于交割 421 的微量元素含量未知, 无法满足下游的实际消费需求, 大量 421 因此被存放在交割库中, 失去了流动性。市场流通的现货因此变得紧缺, 进而推高了期货和现货价格, 期现套利行为又进一步增加了仓单数量。这一现象表明, 期货交割对现货流动性产生了较大影响, 导致市场供需出现了错配。

不同牌号价差变化

从长周期观察, 主流牌号 421 与 553 的价差维持在货值的 10%左右。在价格上涨时, 421 与 553 之间的价差往往会扩大。例如, 2021 年上半年至 2022 年上半年, 两者之间的价差显著增大, 特别是在 2021 年的极端行情中, 价差一度达到 28000 元/吨的高点。随后, 价差逐渐回归正常水平, 至期货上市前, 价差最低已收窄至 500 元/吨。

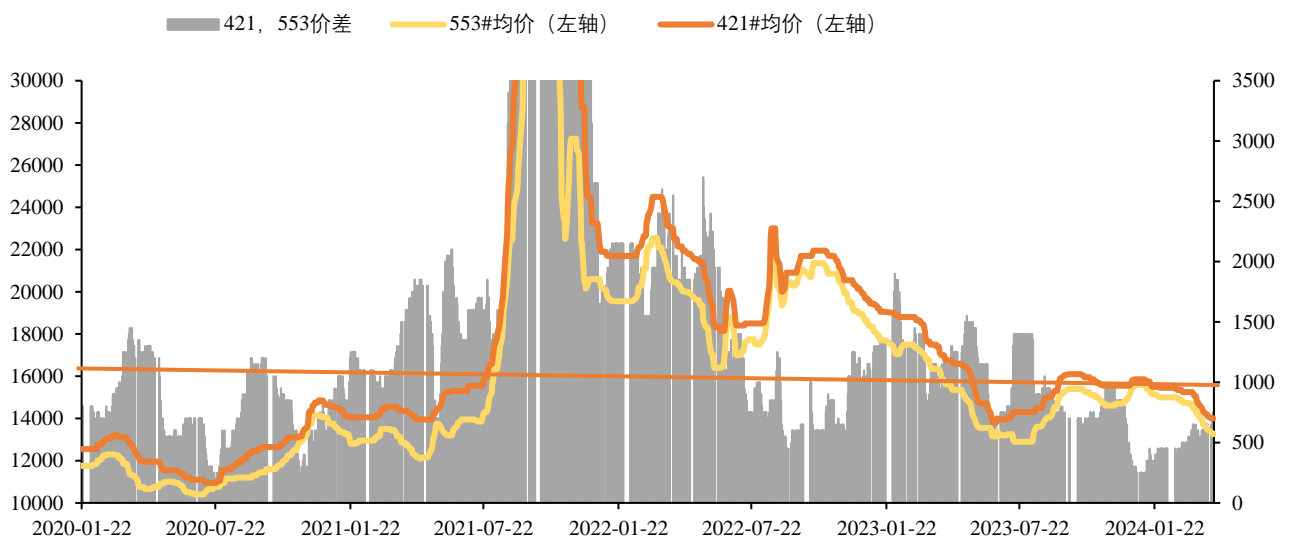
期货上市后, 由于期货盘面的基准交割品为 553, 而替代交割品 421 享有 2000 元的升水, 这为期现商提供了交割套利的利润空间。因此, 众多期现商选择购买 421 进行期现套利, 导致 421 与 553 之间的价差再次扩大。2023 年 6 月, 随着期货盘面的回落, 期现套利空间缩小, 421 与 553 的价差回落至 600 元/吨。然而, 6 月底期货盘面反弹, 套利空间重新打开, 尽管价差有所扩大, 但始终保持在 1000 元/吨以内。使用 421 进行套利仍具有较好的利润, 因此仓单数量显著增加。

从 2023 年年底开始, 由于枯水期西南地区的生产成本上升, 期货盘面未能给出足够的

交割利润，导致交割套利利润消失。同时，现货市场价格持续偏弱，加上 421 仓单及总库存较大，这些因素共同作用下，421 与 553 之间的价差逐渐缩小。

通过观察期货对 421 与 553 价差的影响，我们可以看到，期货交割对价差确实具有一定的影响。在刚开始交割时，由于存在交割利润，期现商会采购 421 进行交割套利，这往往会推高 421 的现货价格，从而扩大价差。然而，随着 421 仓单的不断累积，交割套利空间逐渐消失，这又会对 421 的价格形成抑制，导致价差缩小。

图 12：工业硅期货与现货价格走势 | 单位：万吨

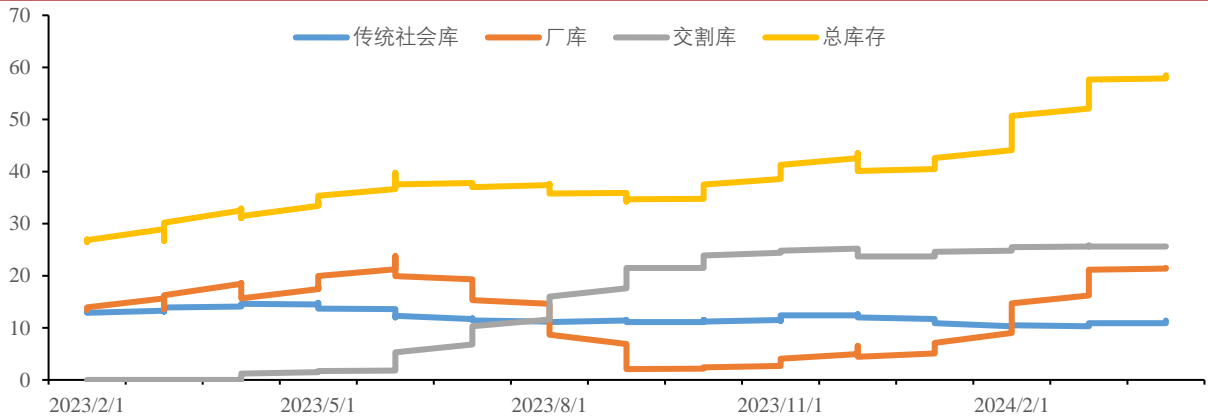


数据来源：SMM 华泰期货研究院

库存结构变化

期货上市后，现货市场的参与主体逐渐增多，同时交割库的数量也有所增加，这导致整体库存结构发生了显著变化。在期货进行交割之前，工业硅的库存主要集中在上游硅厂的厂库、下游原料库存以及传统的社会库存中。据 SMM 统计数据显示，期货开始交割前，行业总库存约为 33 万吨（未计入下游及隐性库存），其中社会库存为 14.5 万吨，厂库库存为 16.6 万吨。然而，随着交割的开始，厂库和社会库存的数量明显减少，而交割库的库存则迅速增加。至 2023 年 10 月，交割库库存已增至 23 万吨，而厂库和社会库库存分别降低至 3 万吨和 11 万吨。进入 2024 年，由于交割套利变得较为困难，交割库的库存增加较少，但厂库库存却呈现出较快的增长趋势。

图 13: 工业硅库存情况统计 | 单位: 万吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

期货上市及交割对行情的影响

期货品种上市后, 其对现货市场的行情影响不容忽视。工业硅期货于 2022 年年底正式上市, 然而, 在期货上市之前, 除了传统的贸易商和下游消费企业外, 部分期现商已提前采购现货并参与现货贸易。这导致市场上对现货的需求增加, 进而使现货价格保持在较高水平。因此, 2022 年现货价格普遍偏高, 行业利润水平相对较好, 这也导致了全年行业库存累积较高。

期货上市初期, 那些前期购货的期现商开始出货, 且主要是高钛 421 产品。然而, 由于下游有机硅行业对原料有特定的定制化需求, 期现商的出货情况并不理想。这导致期货与现货价格在上市后至 2023 年 5 月期间持续下跌。

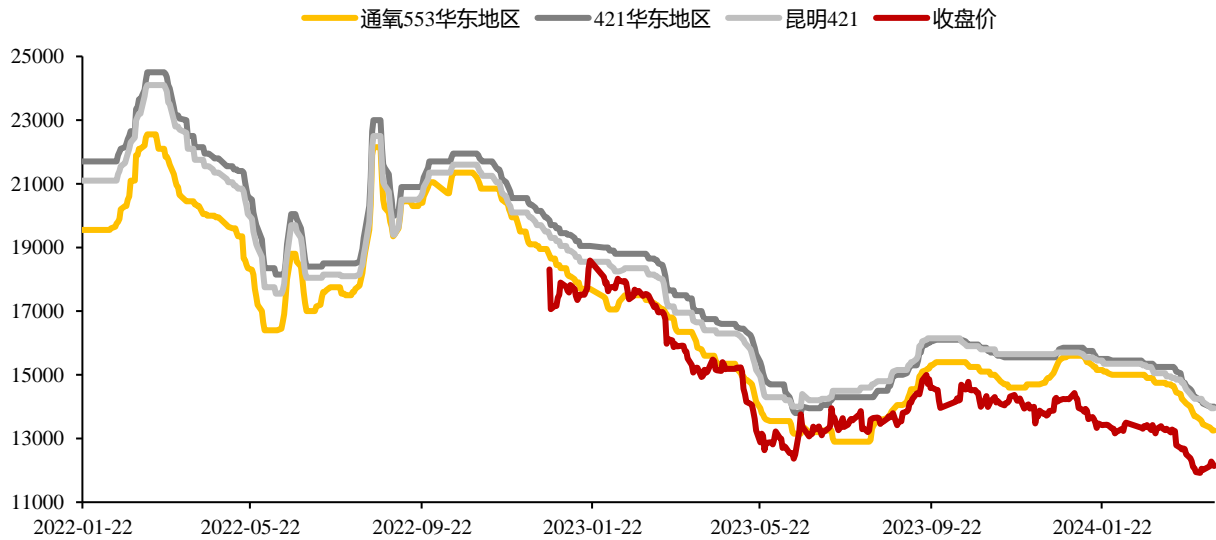
自 2023 年 6 月开始进行交割后, 由于交割使得市场上流通的现货变得紧张, 同时头部生产企业的检修也加剧了这一状况, 因此在丰水期现货与期货价格均出现上涨。受交割利润的影响, 尽管总库存有所增加, 但部分生产企业主要集中生产用于交割的 421 产品, 导致交割库库存大幅增加, 进一步加剧了现货流通的紧张状况。四季度, 随着多晶硅项目的投产增多, 市场提前备料采购 99 硅与 553, 低牌号现货的紧缺推动价格上涨, 最终丰水期现货与期货价格均呈现上涨趋势。

进入 2024 年, 春节后下游企业的补库情况并未达到预期, 同时总库存及交割库库存较高, 对价格形成了压制, 导致期货与现货价格持续走低。截至 4 月 12 日, 主力合约 2406 的收盘价为 12205 元/吨。根据 SMM 的报价, 目前华东地区的通氧 553 升水 1045 元/吨, 而华东 421 在品质升水计算后呈现贴水 205 元/吨的情况, 昆明地区的 421 则升水 295 元/吨。此外, 421 与 99 硅之间的价差已缩小至 150 元/吨。

总体来看, 工业硅期货上市前, 期现商的采购活动使得现货价格维持在高位; 期货上

市后初期，期现商的出货行为导致期货与现货盘面价格下跌；随着交割的开始，现货流通紧张推动期货与现货价格在丰水期上涨；然而，今年以来，受交割库库存及总库存压力的影响，现货价格持续走低。此外，前期仓单主要以月差套利转抛为主，交割规则修改后，2412 后仓单转抛存在困难，进一步抑制已上市期货合约的市场活跃度。

图 14：工业硅期货上市前后现货与期货价格走势 | 单位：元/吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

新旧交割规则变化对比

期货上市初期，由于交割标准相对宽松，主要侧重于铁、铝、钙等主要元素的含量规定，并且 421 享有 2000 元/吨的交割利润，这吸引了大批贸易企业和硅厂积极参与交割，导致仓单注册数量迅速增加。然而，下游生产企业对原料工业硅中的微量元素有着严格的要求，这使得他们在从盘面买入仓单进行交割使用时存在较大的顾虑，因此参与买交割的下游企业较少，导致大量仓单在交割库中积压。

为了更好地服务于硅产业链，并消除下游企业参与买交割的顾虑，广期所 2024 年 4 月 12 日发布了关于修订《广州期货交易所工业硅期货、期权业务细则》的通知。此次修订主要针对工业硅期货的交割质量标准进行了重要调整，新规则将适用于工业硅期货 2412 合约及以后的合约。

对比新旧交割规则，新合约在微量元素方面增加了明确规定，基准交割品除了原有的标准外，还增加了对硼、磷及碳的要求，并且这些规定相对更为严格。对于替代交割品，除了硼、磷及碳的要求外，还新增了对钛、镍、铅及矾含量的规定。此外，替代品的升水也从原先的 2000 元/吨降低到了 800 元/吨。在地区升贴水方面，目前的规定

保持不变，华东地区依然作为基准交割地，新疆贴水 800 元/吨，云南贴水 550 元/吨，四川贴水 400 元/吨，广州贴水 150 元/吨，天津贴水 100 元/吨。

杂质元素	原基准交割品	新基准交割品	原替代交割品	新替代交割品
	553	553	421 升水 2000	421 升水 800
铁	≤0.5%	≤0.5%	≤0.4%	≤0.4%
铝	≤0.5%	≤0.5%	≤0.2%	≤0.2%
钙	≤0.3%	≤0.3%	≤0.1%	≤0.1%
磷		≤0.008%		≤0.008%
硼		≤0.005%		≤0.005%
碳		≤0.04%		≤0.04%
钛				≤0.04%
镍				≤0.015%
铅				≤0.001%
矾				≤0.025%
颗粒度	10-100mm(偏差上下不大于 5%)			

数据来源：广期所 华泰期货研究院

新交割规则对行情的影响分析

从新旧交割规则的对比来看，新规则在微量元素方面增加了诸多要求，这导致目前许多原本能够满足交割标准的交割品现在面临无法交割的问题。同时，品质升水也从原先的 2000 元/吨调整为了 800 元/吨，这意味着未来的交割品可能会从目前主流的 421 转变为 553。根据交易所的规定，新的交割规则将从 2412 合约开始正式执行，而 2411 合约及之前的合约仍将沿用原有的交割规则。

考虑到目前交割库中仓单数量较大，且还存在一部分未注册的仓单或前期流出的老仓单，预计存量的 421 将超过 30 万吨。而 3 月份国内原生硅的产量仅为 36.6 万吨，这意味着存量的 421 接近一个月的产量，且这些存量主要以交割及仓单转抛为主。因此，这种情况对已上市的期货合约价格形成了较大的压制。

举例来说，某生产企业所生产的产品虽然能够满足 421 对于铁、铝及钙含量的要求，但在微量元素方面的指标却未能达标。如果这家企业在 2024 年 11 月之前注册了仓单，并在盘面进行交割，那么它原本可以享受盘面价格加上 2000 元/吨的升水价格。以 4 月 12 日的收盘价 12205 元/吨为例，其盘面交割价格是 14205 元/吨。

然而，如果这家企业选择在新合约 2412 进行交割，由于它的产品未能满足替代交割品在微量元素方面的要求，那么它只能按照基准交割品的标准进行交割，即直接以盘面价格进行交割，无法再享受额外的升水优惠。这意味着，新交割规则的实施对于这类在微量元素上未能达标的企业来说，将直接影响到其交割成本和效益。

前期盘面买交割活动主要聚焦于期现商通过月间正套套利策略获取收益。具体来说，当 2405 合约与 2406 合约之间的价差显著，且 2406 合约价格高出 2405 合约价格，超出仓单持有成本（含资金占用成本与仓储费用，大约 50 元/吨）时，投资者会积极买入 2405 合约的多单并接仓单，同时卖出 2406 合约并交回仓单，从而无风险地赚取套利利润。在新交割规则实施前，这种套利模式仍然有效。

然而，根据交易所的最新规定，所有仓单必须在 11 月底前完成注销。自 2412 合约起，将全面执行新的交割规则。这意味着，未来注册仓单时，必须满足更为严格的微量元素要求，同时品质升水也将从原来的 2000 元/吨降低到 800 元/吨。

假设在某一时刻，2411 合约的盘面价格为 12000 元/吨，某贸易商决定在盘面开多单进行买入交割，且选择的交割库位于华东地区。由于 2411 合约仍沿用旧的交割标准，且市场上的仓单以 421 为主，该贸易商需要以 14000 元/吨的价格买入货物。若此贸易商计划通过与生产企业交换同品质货物来交回仓单，鉴于 2412 合约引入了新的微量元素要求，只能按照基准交割品即 553 进行交割。这意味着，在 2412 合约盘面价格为 12500 元/吨的情况下，该贸易商只能以 12500 元/吨的价格交回盘面，并需额外承担交割费用与资金成本。

通过对比新旧交割规则，我们可以发现，2411 及之前的合约盘面定价主要基于 421 的现货价格减去 2000 元/吨的升水，而 2412 合约则将以 553 为基准进行定价。此外，新合约对微量元素的要求更为严格，因此预计 2412 合约与 2411 合约之间的价差将保持在 2500 元/吨以上。

综合来看，交割规则的修改有助于更好地发挥工业硅在实体经济中的作用，使上下游企业均能在盘面进行有效的套期保值操作。然而，由于当前市场上仓单量较大，且 2411 及之前的合约仍沿用原交割规定，新规则的实施可能导致原有仓单面临降级注册或无法再注册的风险，从而对已上市的合约构成偏空影响。对于执行新规则的 2412 合约而言，由于其交割品质较高，且以 553 作为定价基准，因此新上市的合约或具有利多因素。

从生产成本与下游消费情况来看，预计 553 与 99 硅的价格在 13000 元/吨附近具有一定的成本支撑。目前，盘面上的仓单若作为 99 硅或 553 使用，将显示出一定的性价比。鉴于仓单主要分布在华东及西南地区，而 99 硅与 553 在西北地区的需求较大，考虑到升贴水与运费成本，预计当盘面价格低于 553 与 99 硅价格 2000 元/吨以上时，多晶硅生产企业或磨粉厂可能会考虑买入交割以消化仓单。。

结论

1、工业硅期货上市前后，随着参与现货与期货的群体扩大，市场行情受到明显影响。

期货上市前，期现商积极采购现货，支撑现货价格上涨。然而，期货上市初期，由于期现商与贸易商的出货行为，期货与现货价格出现回落。随着交割的开始，若市场存在期现套利空间，交割库将锁定大量现货，导致现货流通紧张，进而推动市场行情上涨。然而，若仓单持续累积而下游企业买交割意愿不足，仓单将对期货与现货价格形成压制，导致价格回落。

2、当前工业硅仓单数量较多，主要以贸易商与期现商为交割主体，交割库仓单量接近25万吨，其中421品种占据主导。由于下游消费企业在盘面买交割的意愿较低，仓单对期货盘面及现货市场均产生较大的压制作用。

3、交割规则的修改对市场产生了新的影响。新规则在后续上线的2412合约中实施，而2411及之前合约仍沿用原规则。当前，使用421品种进行卖交割更为划算，因此2411及之前合约的定价仍主要基于421现货价格。然而，新规则增加了微量元素要求并修改了品质升水，预计2412合约将以更高品质的553价格作为定价基准。这意味着原有仓单可能面临降级交割或无法重新注册的风险。因此，交割规则修改后，对2411合约及之前合约的影响或偏利空，而对2412及后续合约则或偏利多。

4、考虑到价格规则修改后2412合约与之前合约定价标的的差异，预计2412与2411合约之间将存在较大的价差。合理价差预计超过2500元/吨。因此，在2412合约新上市时，可采取反套策略，即卖空2411合约并买入2412合约，以获取价差收益。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com