

多晶硅：高库存弱需求，政策预期扰动短期节奏

基本面分析

期现背离加剧，N型料现货阴跌。N型致密料本周从33元/千克逐日回落至32元/千克，跌幅约3%。周四能耗限额政策传闻刺激期货尾盘拉升，但现货受高库存掣肘反弹乏力，期现商出货几近停滞。短期偏弱震荡。

供应温和恢复，增量与检修并存。本周周产量2.38万吨环比续增700吨，5月产量9.1万吨。6月排产预计10.3万吨，但新疆部分产能计划中旬停产检修（影响约3000吨），实际增量节奏存在不确定性。增产方向明确。

硅片排产高位运行，采购弹性有限。硅片周产量12.53GW续创新高，5月供需接近平衡。但硅片企业原料库存25.7万吨充裕，采购以按需为主。电池、组件端开工回暖，但利润传导压力向上游积聚。消费拉动但弹性不足。

全产业链深度亏损，产能出清压力积累。多晶硅综合成本44,214元/吨，吨亏损约10,902元。硅片端同样深亏（-32,988元/吨），仅电池片微利。全链亏损格局下，对供应端形成持续性出清压力。利润持续恶化。

工厂库存持续去化，总量压力尚未解除。工厂库存28.8万吨环比降0.7万吨，连续4周去化。但下游硅片原料库存25.7万吨仍充裕，全产业链库存总量超60万吨。去库方向正确但速度偏慢，库存压力边际缓解。

策略建议

【产业局势】当前多晶硅市场处于“供应恢复、需求稳增、库存去化、全链亏损”的复杂格局。供应端头部企业复产推进与部分产能检修并存，6月产量预增但节奏分化；需求端硅片排产持续提升提供刚性消费支撑，但原料库存充裕限制采购弹性；价格端期现背离——期货受政策预期扰动波动加剧，现货则受高库存压制持续阴跌；成本端全产业链深陷亏损，产能出清压力持续积累。整体呈现“基本面偏弱、政策面扰动”的格局。

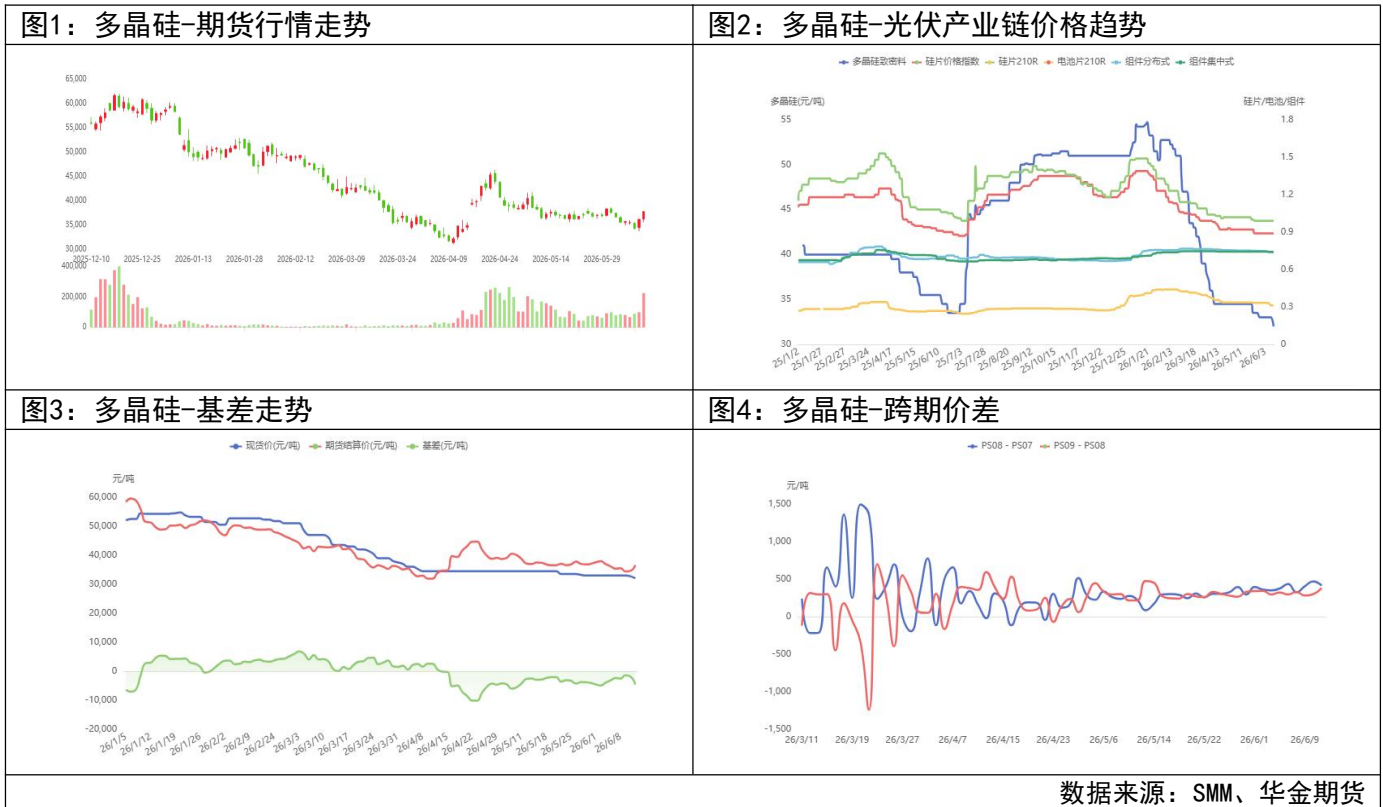
【核心矛盾】当前市场存在两个层面的关键博弈。其一，“供应恢复速度”与“库存去化速度”的赛跑——6月产量预计环比增1.2万吨至10.3万吨，若去库速度无法匹配增产量，库存拐点可能出现，对价格形成二次打压。其二，“政策预期”与“基本面现实”的背离——能耗限额政策若超预期落地，约30%落后产能面临清退，远期供需格局有望优化，但短期无法改变高库存、弱需求的现实困局。政策炒作过后，价格仍将回归基本面定价。

【策略观点】短期方向：震荡整理，政策扰动加大波动。

风险提示

- (1) 供应超预期释放：6月产量若突破10万吨且新疆检修计划推迟，供应压力将显著加大，库存拐点可能提前出现。
- (2) 硅片减产风险：硅片吨亏近3.3万元，若亏损加深迫使硅片企业主动减产，多晶硅刚性需求支撑将明显削弱。
- (3) 政策预期落空：能耗限额政策若推迟或力度不及预期，远期产能出清逻辑将证伪，市场情绪面临修正。

一、N料现货阴跌不止，政策传闻扰动期货



本周多晶硅市场呈现鲜明的期现背离格局。现货端N型致密料报价从周初33元/千克逐日回落，至6月11日报32元/千克，单周跌幅约3%。P型料维持30元/千克持平。现货市场成交清淡，下游对低价珊瑚料、混包料的偏好明显上升，导致主流N型致密料出货困难，期现商出货几乎停滞。厂家端签单呈现“价格低、数量少”的特征，市场观望情绪浓厚。

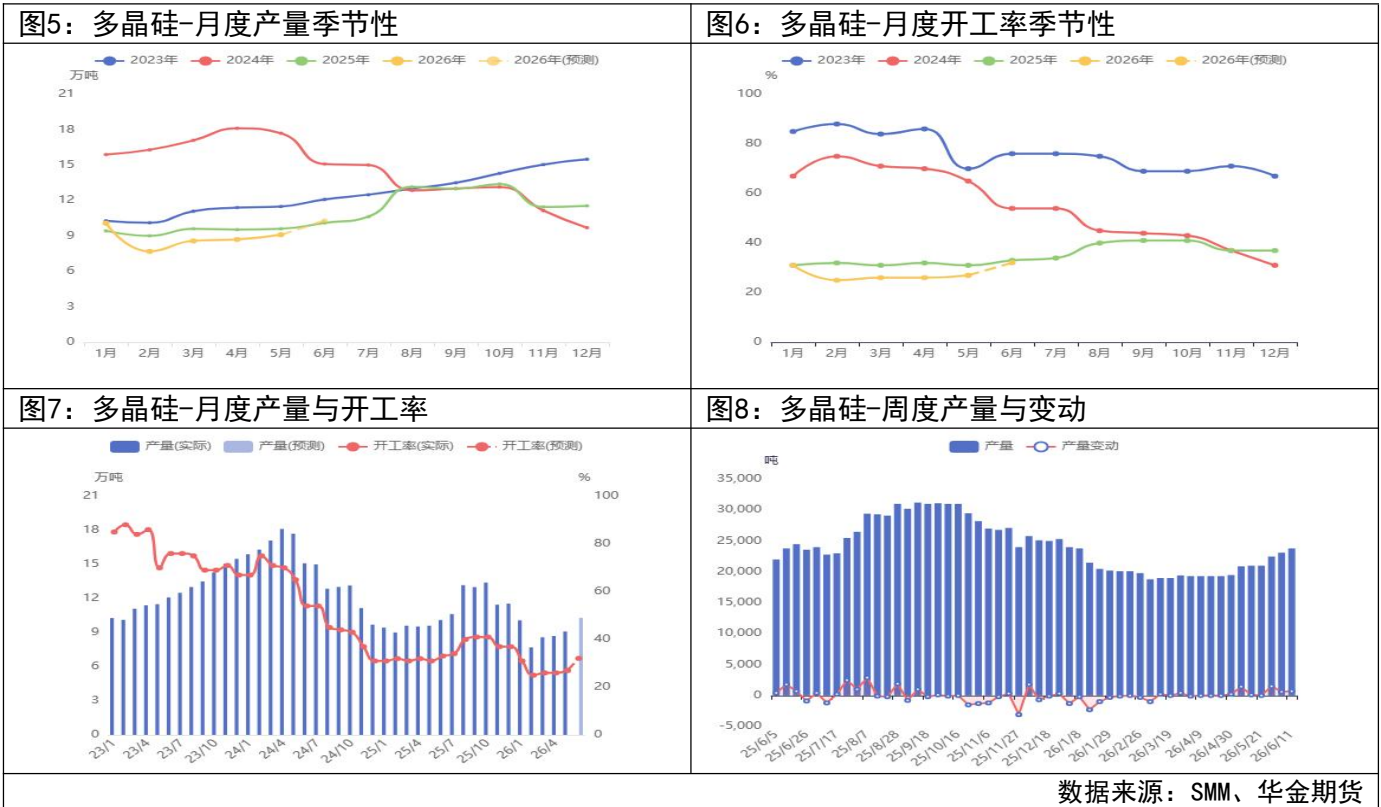
期货端则波动剧烈。周初至周三，基本面持续承压，现货交投清淡带动期货盘面大幅跟跌。周四受光伏全产业链强制能效标准即将落地、或清退约30%落后产能的传闻刺激，期货尾盘强势拉升，与现货走势形成鲜明背离。临近周末政策传闻继续发酵，市场多空分歧加剧，出货节奏进一步放缓。

从产业链价格传导来看，多晶硅降价压力已向中下游传导：硅片价格虽暂稳于0.99元/片，但电池片价格大幅下调0.01-0.012元/瓦，组件价格亦窄幅走跌。全产业链价格重心下移的趋势正在强化，多晶硅作为上游首当其冲。

基差方面，N型料现货32元/千克对应PS09合约，现货贴水幅度有所扩大，反映期货端受政策预期支撑而现货端受高库存压制的分化格局。期现价差的拉宽吸引了少量期现套利资金入场，但在现货流动性偏弱的背景下，套利空间难以有效兑现。

跨期价差维持浅度Contango结构，远月合约小幅升水反映市场对远期供需格局改善的预期。能耗限额政策若落地，远期曲线可能进一步陡峭化——近月受高库存压制，远月受产能出清预期支撑。但需警惕政策炒作过后，预期差修复带来的价差回归风险。

二、供应温和放量，复产与检修并存

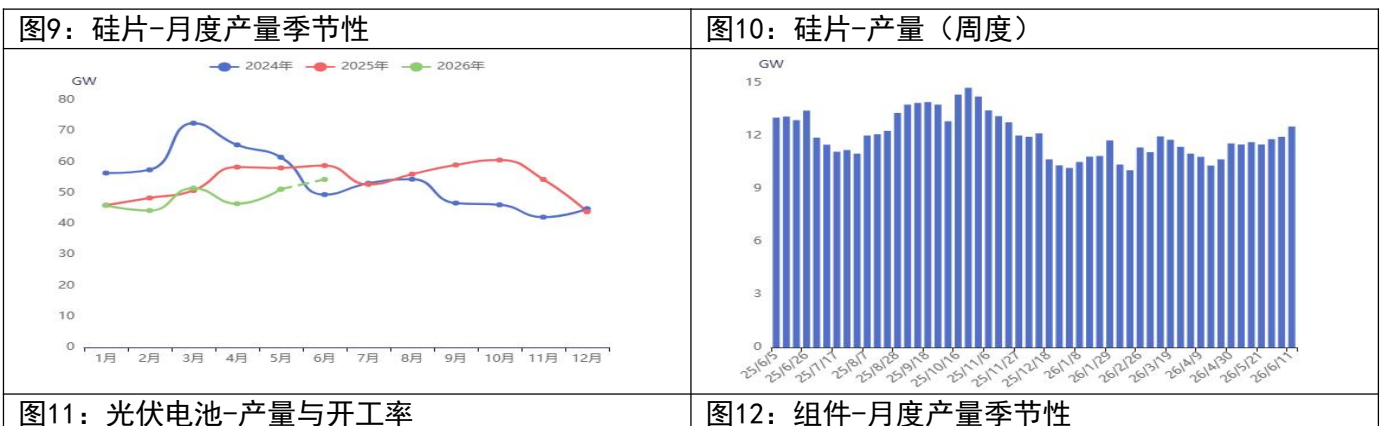


本周多晶硅周产量2.38万吨，环比增加700吨（+3.0%），连续第4周增长。5月全国月度产量9.1万吨，环比增加0.4万吨（+4.6%），同比增加约1.4万吨。开工率27.0%，仍处于历史同期低位水平，但环比已连续3个月小幅回升。

从供应结构来看，增量主要来自头部企业三产区产能的逐步复产。其中颗粒硅企业产量亦有小幅增加，青海地区部分产能6月达到满产状态。但值得注意的是，供应增量并非单边扩张。新疆地区某厂预计6月中旬执行停产计划，对月产量影响约3,000吨。四川地区部分产能因技改升级短期检修，本月产出大幅减少。

往前看，6月多晶硅排产预计升至10万吨左右，环比增加1.2万吨（+13.2%），开工率预估32.03%。产能释放力度总体大于产能收缩，但检修停产的扰动使得增量节奏并非线性。需重点关注新疆停产计划的实际执行时点、以及头部企业复产爬坡进度。若检修产能超过复产增量，6月实际产量可能低于当前排产预期。

三、硅片排产高位运行，采购谨慎限制弹性



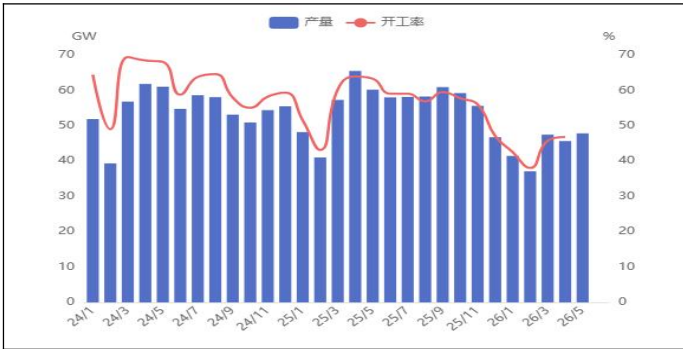


图13: 组件-出口季节性

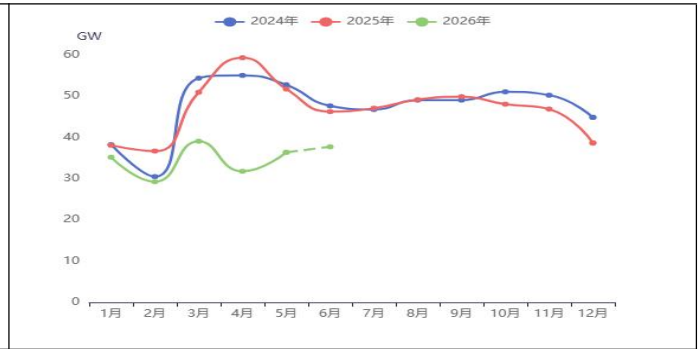
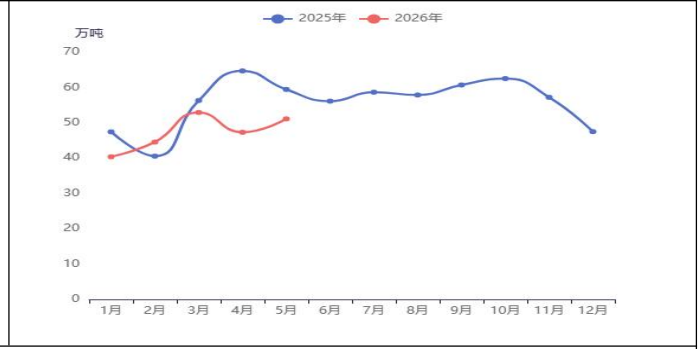
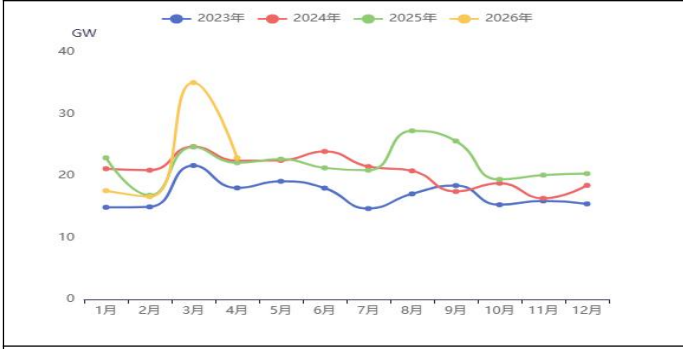


图14: 多晶硅-消费量季节性



数据来源：SMM、华金期货

本周硅片环节排产持续提升，周产量12.53GW，环比增加0.58GW（+4.9%），创年内新高。5月硅片总产量51.2GW，需求端消耗51.09GW，供需接近平衡（盈余0.11GW）。硅片企业对多晶硅的刚性消费形成核心需求支撑。

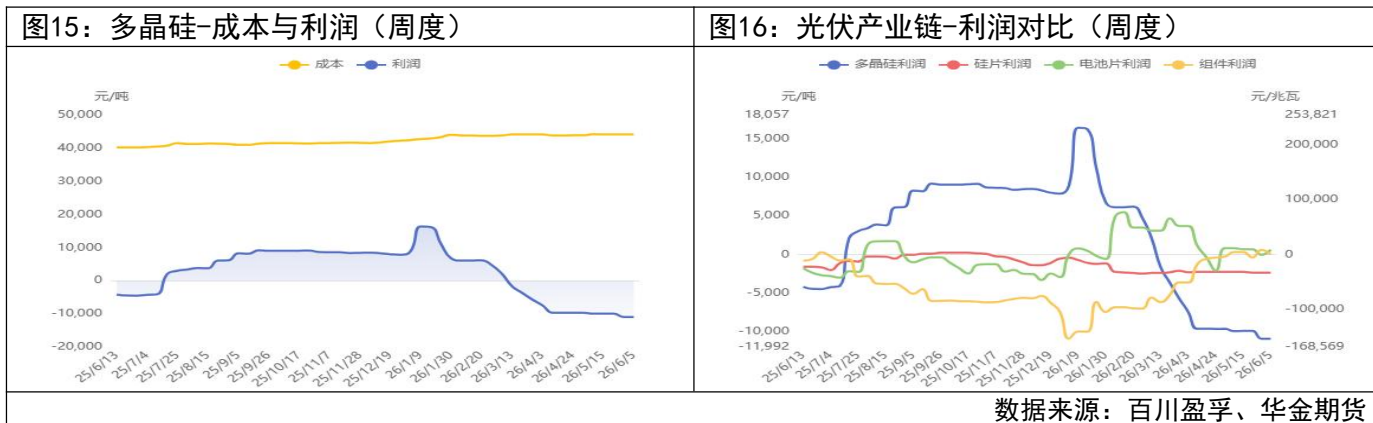
需求端的隐忧在于采购弹性不足。硅片企业多晶硅原料库存25.7万吨（5月末），备货充裕，在当前多晶硅价格下行趋势明确的情况下，硅片企业采购策略明显趋于保守，仅部分原料库存稍低的厂家存在零星采购计划。“排产高、采购低”的背离格局说明多晶硅的实际需求增速可能低于硅片排产增速所暗示的水平。

中下游环节方面，电池片5月产量47.88GW，环比增加2.18GW，6月排产计划50.91GW，维持增长态势。组件5月产量36.4GW，环比大幅增加4.6GW（+14.5%），6月排产预估37.78GW。但组件出口4月仅22.88GW，环比大幅回落，海外需求存在阶段性走弱迹象。电池片价格加速下跌（单周跌0.01-0.012元/瓦），利润空间收窄，对上游硅片和多晶硅的价格传导压力正在加大。

值得关注的是，本周白银盘面价格大幅回落，成为推动电池片报价加速走跌的重要外部变量。白银作为光伏电池片银浆的核心原料，其价格波动直接影响电池片非硅成本，进而向硅片和多晶硅环节传导降价压力。此外，光伏行业展会落幕之后，市场观望与看空的消极情绪持续扩散，进一步加剧了电池片和组件端的降价预期。

综合来看，需求端“量的支撑”稳固但“价的传导”恶化，硅片企业的采购行为将成为多晶硅价格的关键边际变量。

四、产业链全线亏损，产能出清压力积累

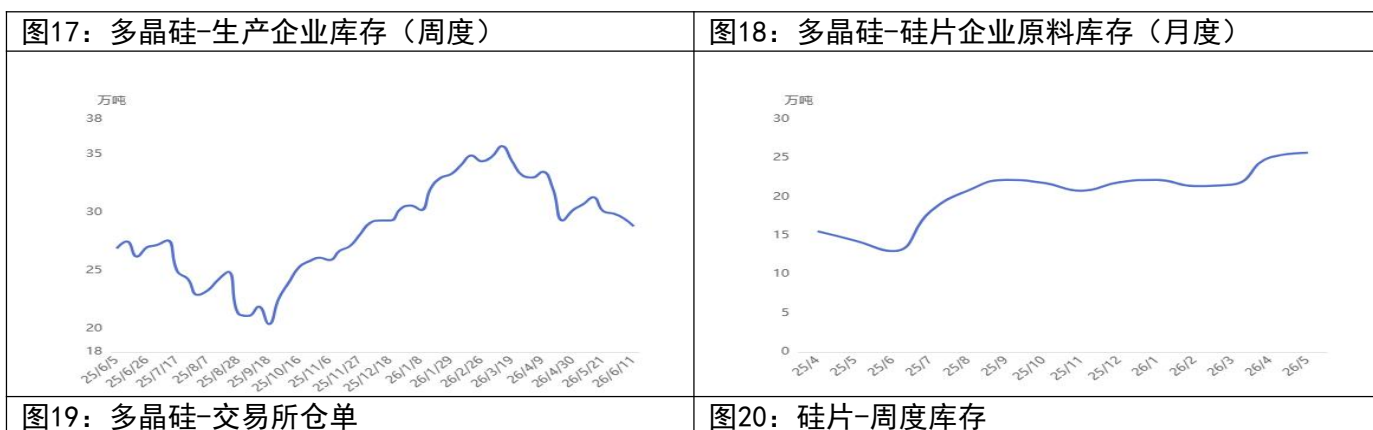


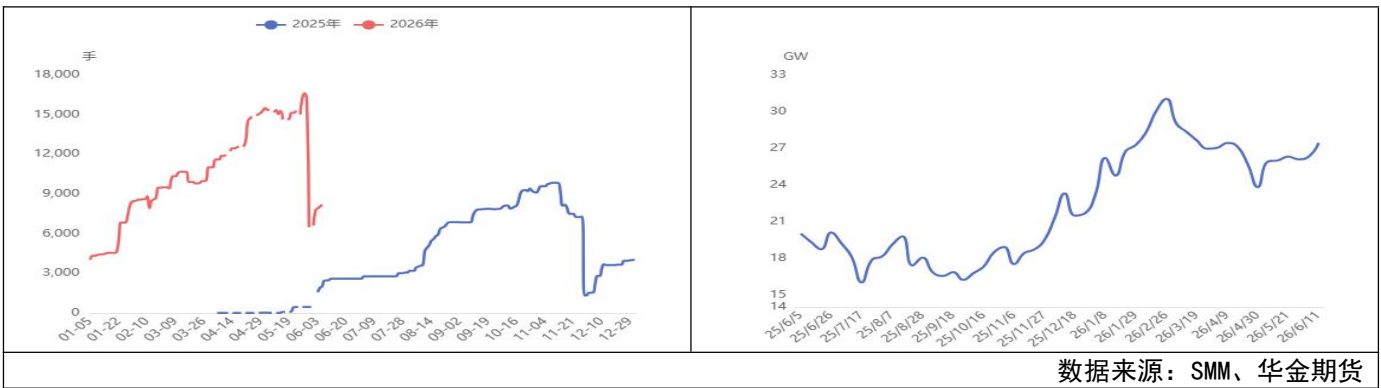
本周多晶硅综合成本44,214元/吨，与上周持平，成本端维持刚性。以N型料均价32元/千克（3.2万元/吨）计算，吨亏损约10,902元，毛利率约-34%，全行业处于深度亏损状态。以P型料30元/千克（3.0万元/吨）计算，亏损幅度更大。

从全产业链利润分布来看，亏损已从多晶硅向上游金属硅、向下游硅片全面传导。硅片端综合成本约13.1万元/吨（折合），吨亏损约32,988元，亏损幅度同样惨烈。电池片环节是唯一存在微利的环节（周利润约8,785元/吨），但本周白银价格大幅回落推动电池片成本下移，利润空间也面临收窄压力。组件端利润在盈亏平衡线附近波动（本周-52元/吨），基本无利可图。

全产业链亏损格局下，产能出清压力持续积累。能耗限额政策若落地，将加速高成本产能退出，有望改善远期供需结构和利润格局。但短期来看，囚徒困境下主动去产能的意愿普遍不足，行业磨底周期可能进一步延长。成本支撑线的有效性取决于出清速度。

五、工厂库存持续去化，总量去化道阻且长





数据来源：SMM、华金期货

截至6月11日，多晶硅生产企业工厂库存28.8万吨，环比上周29.5万吨下降0.7万吨（-2.4%），连续第4周去化，较5月中旬高点31.3万吨累计去库2.5万吨（-8.0%）。工厂端去库趋势明确，主要驱动来自硅片企业刚需采购的持续消耗。

但从全产业链视角来看，库存压力远未解除。下游硅片企业多晶硅原料库存25.7万吨（5月末），硅片产品库存26.11万吨。叠加期现商持有的非标库存（市场预估约5-8万吨），全产业链多晶硅等效库存总量超过60万吨，可满足全球近半年需求。

库存结构的变化反映市场行为：工厂库存去化表明生产端在主动降库，但下游硅片企业原料库存的充裕意味着这轮去库更多是库存从上游向下游的转移，而非真实消费的超预期增长。硅片周度库存也维持在偏高水平，若硅片环节库存出现累积拐点，反向传导至多晶硅采购的收缩将加速。

期货仓单方面，交割库仓单维持高位运行，套保活跃度一般。

综合来看，去库方向正确但去库速度偏慢、结构存在隐患，对价格的正面驱动尚需更明确的加速信号。



马园园

从业资格号：F3059193

投资咨询号：Z0016074

免责声明

本报告的观点信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。投资者应独立评估报告内容并自主做出投资决策，自行承担投资风险。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。

本报告由华金期货有限公司编制，仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告中的信息来源于公开的资料或实地调研，但本公司对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。报告中的观点仅代表发布当时的判断，在不同时期本公司可能发出与本报告观点不一致的研究成果，且不承担更新或通知义务。

本报告版权归本公司所有，未经书面许可不得以任何形式复制、转载或引用。如经授权引用，须注明出处为“华金期货有限公司”，且不得断章取义或有悖原意。