

专题报告：2025年11月27日

【建投硅能源】多晶硅2026年策略：需求承压但“反内卷”积极推进，产业链利润有望迎来再分配

摘要：

我们认为2026年全球新增光伏装机量将首次迎来负增长，预计2026年全球新增光伏装机约488GWac（yoy-10.07%）。

目前政策调控成为多晶硅的交易主线，我们认为“反内卷”将在2026年继续推进，并紧扣市场化与法治化两条主线。

从市场化角度看，多晶硅承债式收购积极推进，我们构建了3种情景假设，分别对应出清产能约150万吨/150万吨（分批次）/223万吨。供需平衡方面，虽然需求迎来负增长，但我们预计2026年多晶硅排产将会与需求动态匹配，全年供应/需求分别约为116万吨/116万吨。

从法治化的角度看，在以《价格法》为核心的法律法规体系规制下，多晶硅被要求不得以低于成本的价格销售，因此纵使2026年需求端面临压力，但多晶硅价格仍将获得有效支撑。

当前面临的核心问题在于，当政策调控遇到市场环境变化，反内卷与负反馈之间存在矛盾亟待调和。我们认为，光伏主材中下游环节顺价不畅导致利润承压，后市利润修复路径可能或将不依赖于产品价格上涨，而需通过上游成本下降来实现。具体而言，多晶硅环节可能需要让渡部分利润空间，以实现产业链利润的再分配。

综上所述，我们认为2026年受光伏需求承压以及产业链利润再分配的影响，多晶硅价格中枢存在一定下行动能。不过在“反内卷”政策积极推进的背景下，其价格下行空间预计相对有限。**预计2026年多晶硅期货运行区间：45000-65000元/吨。**

年度策略

作者姓名：刘佳奇

期货交易咨询从业信息：Z0022848

发布日期：2025年11月27日

近期研究报告

请联系对口销售获取

【建投硅能源】多晶硅周报 | 基本面驱动有限，政策空窗期下宽幅震荡 2025-11-24

【建投硅能源】多晶硅周报 | 负反馈压力加重，硅片价格再度走跌 2025-11-16

【建投硅能源】多晶硅周报 | 预期落空，期货重回弱现实 2025-11-09

【建投硅能源】“十五五”聚焦高质量发展，“反内卷”是题中应有之义 2025-11-03

【建投硅能源】多晶硅周报 | 收购进入关键验证期，预期与基本面分歧加剧 2025-11-02

【建投硅能源】多晶硅周报 | 市场维持清淡，但支撑仍在 2025-10-26

【建投硅能源】多晶硅：“反内卷”预期再起，利多因素有望共振 2025-10-20

【建投硅能源】以时间换空间：如何看待多晶硅能耗新国标的影响？ 2025-09-21

【建投硅能源】多晶硅周报 | 政策真空期下，多晶硅驱动有限 2025-09-14

【建投硅能源】多晶硅承债式收购展望、影响及合规讨论 2025-09-11

【建投硅能源】多晶硅周报 | 预期边际修复，再创上市新高 2025-09-07

【建投硅能源】多晶硅周报 | 9月将进入政策验证的关键窗口，关注供给侧调控动态 2025-09-01

【建投硅能源】多晶硅周报 | 如何看待规范竞争秩序会议的影响？ 2025-08-24

【建投硅能源】多晶硅：钝化的弱现实与敏感的强预期 2025-08-19

【建投硅能源】多晶硅周报 | 弱现实强预期博弈加剧，波动率不断提升 2025-08-17

【建投硅能源】近期多晶硅期货热点 QA 2025-08-15

【建投硅能源】多晶硅周报 | 预期交易关注能耗政策，但基本面压力仍不减 2025-08-10

目 录

一、2025年多晶硅行情回顾	3
二、主要市场终端需求疲软，预计2026年全球新增光伏装机约488GWac，将同比下降约10.07%	4
1.中国：面临发电收入下滑与成本增长双重压力，预计2026年新增光伏装机同比下降约20%	4
2.美国：OBBA法案冲击，户用光伏装机收缩，集中式抢装窗口继续打开	5
3.欧洲：发电收益下滑严重，装机增长动能不足	7
4.全球展望：预计2026年将步入负增长	8
三、“反内卷”积极推进，关注市场化与法治化两条主线	8
1.“十五五”聚焦高质量发展，“反内卷”是题中应有之义	8
2.市场化：出清落后产能，供需动态匹配	9
2.1承债式收购：我们提出了3种情景假设	9
2.2能耗政策调控：强制性标准推动高耗能产能退出	11
2.3供需平衡：预计多晶硅排产将与需求动态匹配	12
3.法治化：以《价格法》为核心的法律法规体系，为多晶硅筑牢成本支撑	14
四、“反内卷”与负反馈、反垄断之间的矛盾思考	15
1.反内卷VS负反馈：中下游环节盈利修复依赖上游利润让渡	15
2.反内卷VS反垄断：《反垄断法》存在豁免条款，并要求兼顾下游利益	16
五、总结	16

图表目录

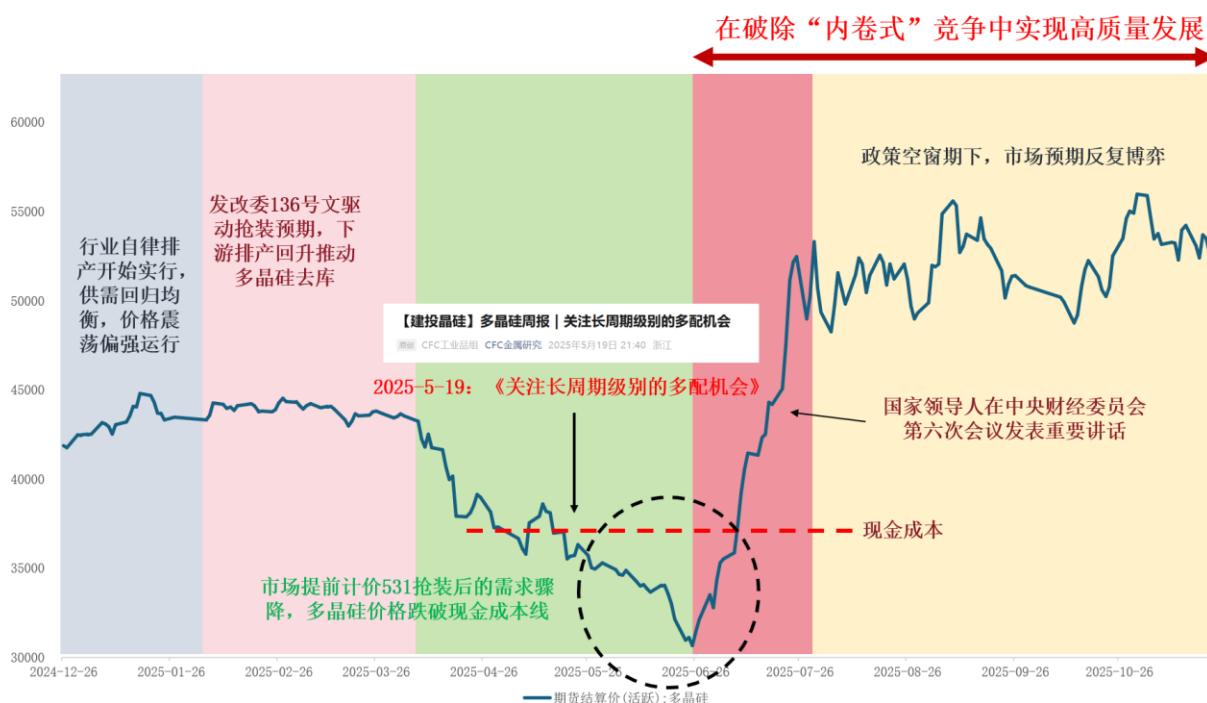
图 1: 多晶硅期货价格走势 (元/吨)	3
图 2: 2025 年中国新增光伏装机 (GWac)	4
图 3: 部分省份机制电价竞价结果	5
图 4: 基于组件价格–平均发电价格的中国光伏 IRR 敏感性分析	5
图 5: OBBA 修改后发电环节 ITC 与 PTC 补贴对比	6
图 6: 美国新增光伏装机预测 (GWdc)	6
图 7: 德国光伏捕获率降至 30%	7
图 8: 欧洲新增光伏装机预测 (GWac)	7
图 9: 全球新增光伏装机预测 (GWac)	8
图 10: 中国光伏主材各环节产能已远超全球需求 (GW)	9
图 11: 承债式收购情景假设 Case1 (万吨)	10
图 12: 承债式收购情景假设 Case2 (万吨)	10
图 13: 承债式收购情景假设 Case3 (万吨)	11
图 14: 《硅多晶和锗单位产品能源消耗限额》征求意见稿中的能耗限额等级	12
图 15: 不同多晶硅能耗水平下所对应的产量累计百分比 (kgce/kg)	12
图 16: 全球多晶硅库存结构 (万吨)	13
图 17: 全球多晶硅库存 (万吨)	13
图 18: 多晶硅供需平衡 (万吨)	14
图 19: 多晶硅现货价格与成本线 (元/kg, 不含税)	14
图 20: 光伏主材现金毛利率	15

一、2025年多晶硅行情回顾

2024年12月26日，多晶硅期货在广州期货交易所正式上市交易。上市初期，市场普遍认为行业自律排产机制有望改善供需结构，在乐观预期推动下，多晶硅期货价格呈震荡偏强走势。2025年2月，国家发展改革委发布136号文，引发市场对2025年6月1日后投产增量项目收益不确定性的担忧，导致光伏项目在2025年5月31日前出现抢装潮。在此背景下，光伏产业链中下游环节维持较高排产水平，为多晶硅需求提供相对有力支撑，库存边际去化推动多晶硅期货价格维持高位震荡格局。然而自2025年4月起，市场开始提前计价光伏终端需求将于6月初抢装结束后显著回落，叠加现货市场出现降温迹象，悲观情绪主导下，多晶硅期货价格破位下行，并一度跌破现金成本支撑线。

随后在2025年7月1日，国家领导人在中央财经委员会第六次会议中明确指出“要依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出”，多晶硅价格主导因素开始由基本面驱动逐步转向政策预期驱动。在“反内卷”政策导向下，多晶硅行业沿着市场化与法治化主线实现利润修复，价格自约30000元/吨的低点快速反弹至53000元/吨附近。尽管价格在高位企稳，但随后预期与现实再度出现分化。在多晶硅行业承债式收购未取得明显进展的背景下，市场预期反复博弈，多晶硅价格呈现宽幅震荡态势。

图1：多晶硅期货价格走势（元/吨）



数据来源：广期所，中信建投期货

二、主要市场终端需求疲软，预计 2026 年全球新增光伏装机约 488GWac，将同比下降约 10.07%

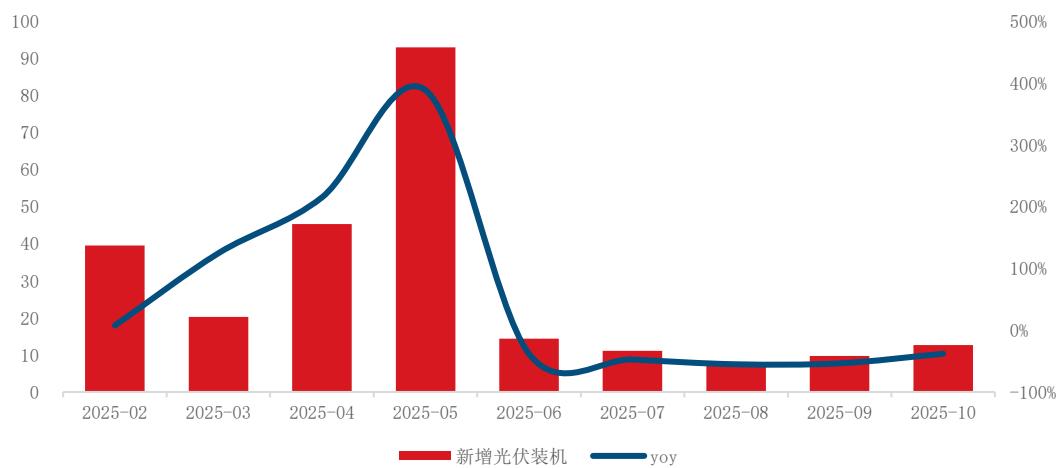
1. 中国：面临发电收入下滑与成本增长双重压力，预计 2026 年新增光伏装机同比下降约 20%

受国家发展改革委 136 号文影响，2025 年中国光伏装机节奏发生显著变化。出于锁定确定性收益的考虑，通常集中于年底的抢装潮明显前移至上半年。然而，对于 2025 年 6 月及以后新投产的项目，其机制电价改由市场竞价形成，这进一步加剧了发电侧对项目收益不确定性的担忧。自 25H2 起，中国新增光伏装机容量开始呈现同比负增长，期间月均新增装机量维持在约 11GWac 的水平。

目前部分省份机制电价竞价结果偏低，预计光伏发电平均价格的回落将显著影响 IRR。此外，再考虑到储能成本潜在的走强空间，光伏发电项目的收益率或面临收入端下行与成本端上行的双重挤压。

综合来看，考虑到发改委 136 号文对市场造成的短期冲击，我们对国内光伏终端装机需求持谨慎观点，**预计 2025 年中国新增光伏装机约 280GWac/336GWdc；并预计 2026 年中国新增光伏装机约 224GWac/269GWdc (yoY-20%)**。

图 2：2025 年中国新增光伏装机 (GWac)



数据来源：国家能源局，中信建投期货

图 3：部分省份机制电价竞价结果

省份	类型	机制电价（元/kwh）	机制电量（亿 kwh）	执行周期
山东	光伏	0.225	12.48	10 年
云南	光伏	0.33	/	12 年
新疆	光伏	0.235	36	10 年
甘肃	风光同场	0.1954	8.3	12 年
江西	光伏	0.33	1.3	10 年
广东	分布式光伏	0.35	50	12 年
青海	光伏	0.24	11.25	12 年
安徽	独立竞价	0.3847	41.13	12 年
	统一竞价	0.384	17.55	
黑龙江	风光同场	0.228	63	12 年
上海	风光同场	0.4155	5.38	12 年
天津	风光同场	0.3196	9.39	10 年

数据来源：各省能源局，中信建投期货

图 4：基于组件价格-平均发电价格的中国光伏 IRR 敏感性分析


数据来源：CPIA、infolink，中信建投期货

2. 美国：OBBA 法案冲击，户用光伏装机收缩，集中式抢装窗口继续打开

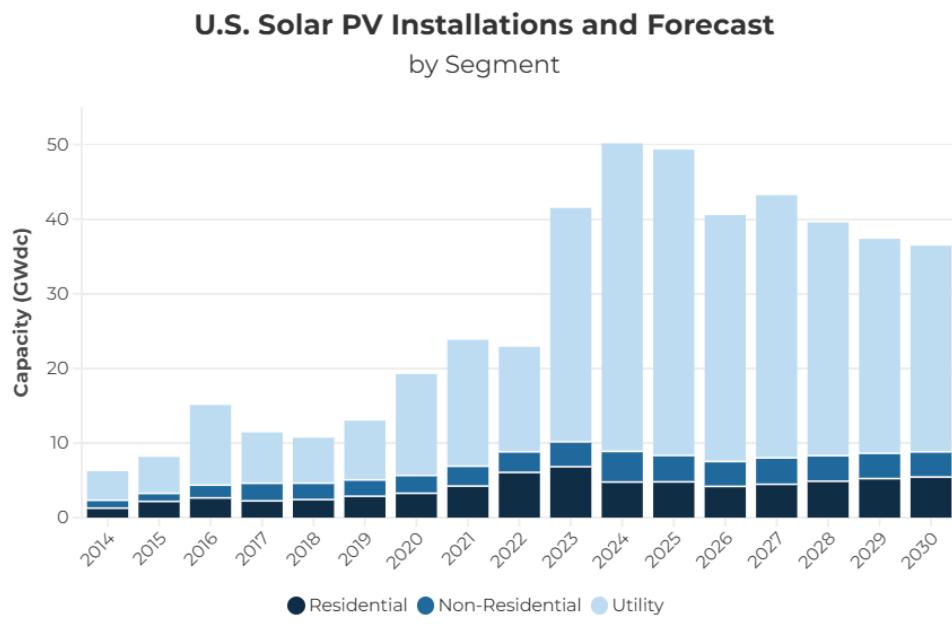
美国光伏市场面临的主要政策冲击源自《大而美法案》(OBBA)。此前在《通货膨胀削减法案》(IRA) 框架下，光伏项目可享受投资税收抵免 (ITC) 与生产税收抵免 (PTC) 两类补贴机制，其中 ITC 为项目投运年度一次性税收抵免，PTC 为基于发电量的持续性补贴。根据 OBBBA 法案，户用清洁能源税收抵免 (25D ITC) 的补贴退出时间由 2035 年提前至 2026 年；针对集中式光伏的清洁电力投资抵免 (48E ITC) 与清洁电力生产抵免 (45Y PTC) 的退出时间均由 2036 年提前至 2028 年。受上述政策调整影响，我们预计 2026 年美国户用光伏新增装机将相应收缩，而集中式光伏的抢装窗口期仍将存在，尽管抢装节奏可能有所放缓。**我们预计 2025 年美国新增光伏装机约 49GWdc，2026 年美国新增光伏装机约 41GWdc。**

图 5：OBBA 修改后发电环节 ITC 与 PTC 补贴对比

项目	原IRA	OBBA修改后
户用清洁能源抵免- 25D ITC	户用光伏项目可取得相应成本比例的补贴额。2022-2032年间投入使用的户用项目，可取得成本30%的补贴，2033年补贴开始退坡，2033年间安装的项目补贴为26%、2034年间为22%。2035年停止补贴。	2025年12月31日前投入使用的项目可取得30%补贴， 但在2026年起停止补贴 。
清洁电力税务投资抵免- 48E ITC	2023-2033年期间开始建设之项目，可取得项目成本30%的补贴，2034年补贴开始退坡，2034年间的项目补贴为22.5%、2035年间为15%，2036年停止补贴。	至2027年开始建设之项目可获得30%的补贴， 但在2028年起停止补贴 。
清洁电力生产税务抵免- 45Y PTC	2023-2033年期间开始建设之项目，可取得每 kWh 2.75 美分的补贴，2034年补贴开始退坡，2034年间的项目补贴约为每 kWh1.95 美分、2035年间约为每 kWh1.3美分、2036年停止补贴。	至2027年开始建设之项目可获得每 kWh 2.75 美分的补贴， 但在2028年起停止补贴 。

数据来源：SEIA，中信建投期货

图 6：美国新增光伏装机预测 (GWdc)

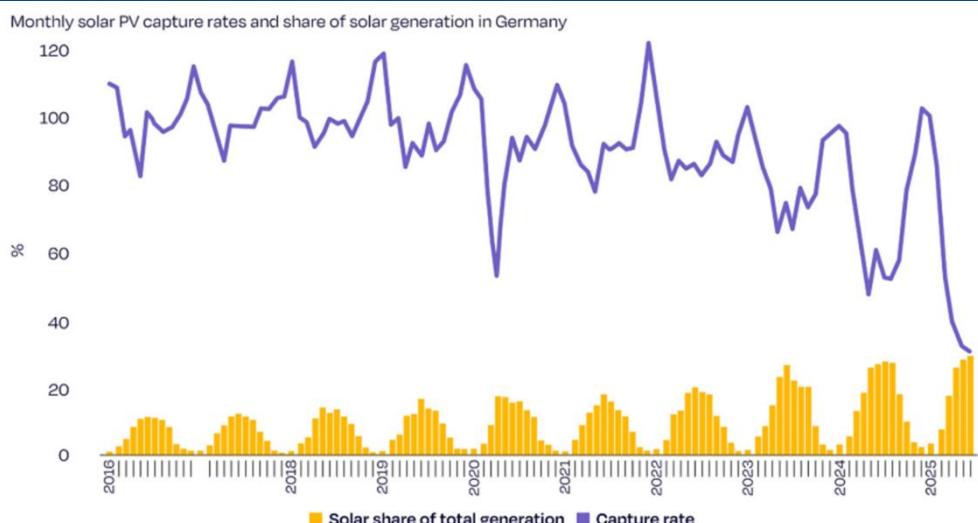


数据来源：SEIA、WoodMackenzie

3. 欧洲：发电收益下滑严重，装机增长动能不足

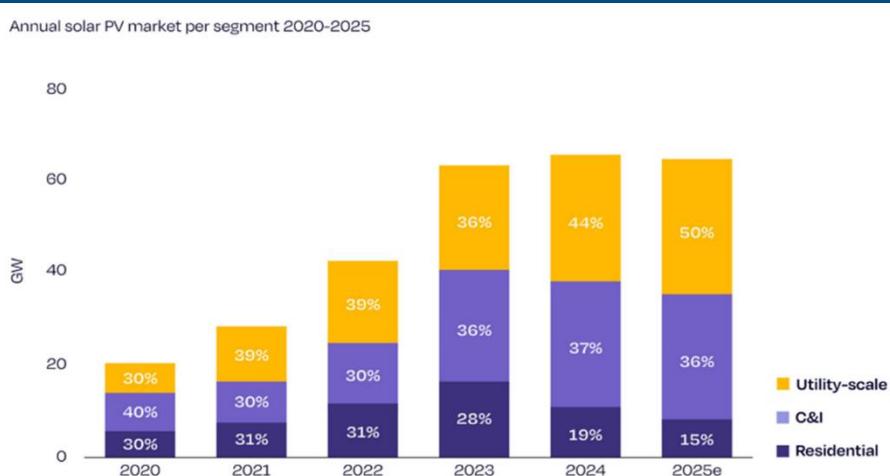
欧洲光伏市场的发展主要锚定欧盟“RePower EU”计划，该计划目标至2030年实现累计光伏装机容量约600GWac（约750GWdc）。然而，受市场电价下行以及新能源相关政策落实进度不及预期的影响，欧洲户用光伏装机占比预计在2025年进一步下降至15%（2020-2023年均值接近30%），从而对整体新增装机规模形成拖累。此外，SolarPower EU亦指出，若按当前装机增速推进，至2030年欧洲仅有望实现723GWdc的累计光伏装机容量。光伏捕获率（即光伏发电机组加权平均上网电价与市场平均电价的比值）可作为衡量光伏发电收益能力的指标，以典型市场德国为例，截至25H1德国光伏捕获率已降至30%，反映出光伏发电收益的显著收窄。**我们预计2025年欧洲新增光伏装机约62GWac, 2026年欧洲新增光伏装机约60GWac。**

图7：德国光伏捕获率降至30%



数据来源: SolarPower EU

图8：欧洲新增光伏装机预测 (GWac)

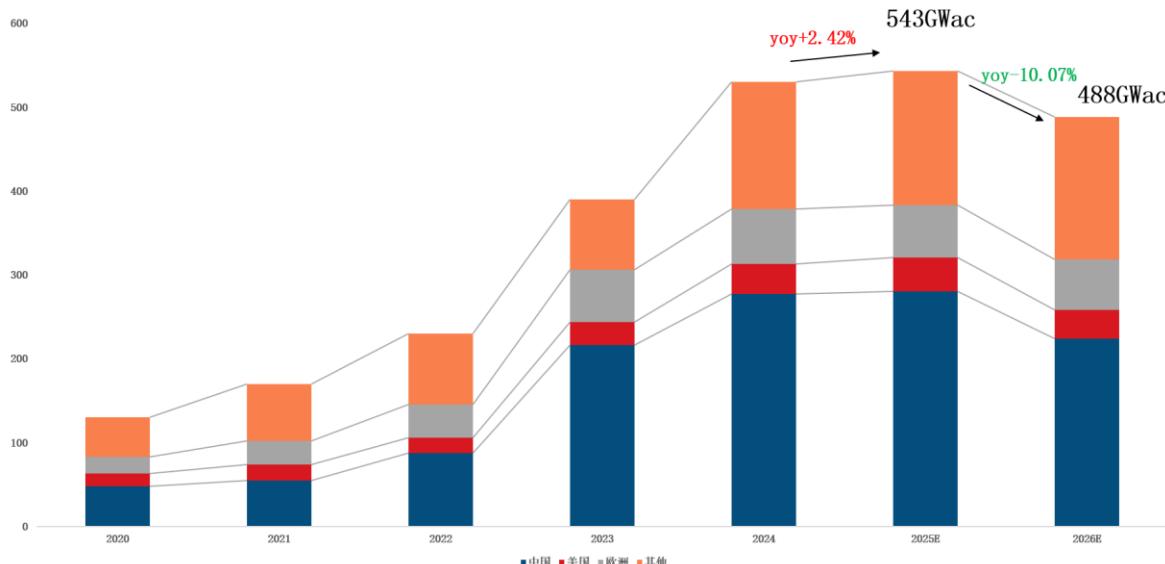


数据来源: SolarPower EU

4. 全球展望：预计 2026 年将步入负增长

展望 2026 年，我们预计全球主要光伏终端装机市场中，中国、美国及欧洲三大区域均将呈现同比负增长。尽管部分新兴市场（如巴基斯坦、中东地区）在 2025 年展现出较高的增速，但由于其整体市场规模有限，其高增速难以有效对冲主要市场需求疲弱所带来的影响。综合来看，**我们预计 2025 年全球新增光伏装机约 543GWac (yoY+2.42%)，2026 年全球新增光伏装机约 488GWac (yoY-10.07%)。**

图 9：全球新增光伏装机预测 (GWac)

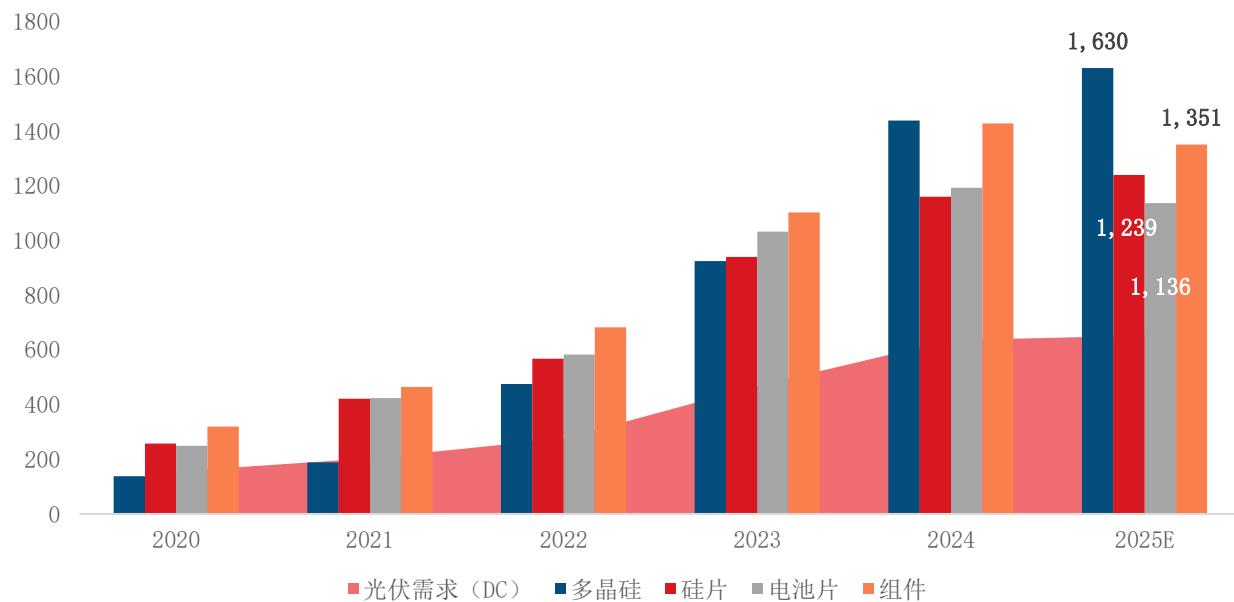


数据来源：infolink、CPIA、SEIA、SolarPower EU，中信建投期货（2025、2026 年数据为预测结果，并不代表实际情况，仅供参考）

三、“反内卷”积极推进，关注市场化与法治化两条主线

1. “十五五”聚焦高质量发展，“反内卷”是题中应有之义

我们认为，“反内卷”仍将是未来一段时期供给侧调控的主线。《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划的建议》已于 2020 年 10 月 29 日由中国共产党第十九届中央委员会第五次全体会议审议通过，文件聚焦高质量发展主题，明确提出要“坚决破除阻碍全国统一大市场建设的卡点堵点，综合整治‘内卷式’竞争”。当前，中国光伏主材各环节产能已显著超越全球光伏装机需求，短期内推进行业高质量发展将更侧重于“盘活存量”，并将持续围绕**市场化与法治化两条主线推进**。

图 10：中国光伏主材各环节产能已远超全球需求 (GW)


数据来源: infolink, 中信建投期货

2. 市场化：出清落后产能，供需动态匹配

2.1 承债式收购：我们提出了 3 种情景假设

我们推测承债式收购的股权结构可能为，由收购方合资成立基金平台公司实现对被收购方的控股，同时基金平台公司或将以类似行业自律规制的形式对基金成员的多晶硅产能与产销进行合理调控。为满足《反垄断法》相关规定，该架构中可能包含旨在让利下游客户的条款，以在合规框架下实现行业协同。在此基础上我们提出 3 种假设情景。

Case1: 被收购方一次性出清 50 万吨产能，在类似自律框架安排下，基金平台公司成员主动出清约 100 万吨产能，最终实现出清 150 万吨产能，保留 189 万吨产能；假设多晶硅年需求 116 万吨，则供需平衡下，多晶硅开工率约 60%。同时以 6 亿元/万吨的产能重置成本假设，则收购对价共 300 亿元；假设以 5 年等额分期支付且多晶硅年出货 116 万吨，则为满足投资成本所隐含的回报溢价约为 5200 元/吨。

图 11：承债式收购情景假设 Case1（万吨）

	企业	原有产能	出清产能	剩余产能	收购对价
收购方	企业1	83			
	企业2	48.5			
	企业3	30.5			
	企业4	30			
	企业5	13			
	企业6	20	100	169	/
	企业7	23			
	企业8	6			
	企业9	5			
	企业10	10			
合计		269	100	169	
被收购方	合计	70	50	20	300亿元
	合计	339	150	189	/

数据来源：中信建投期货（情景假设并不代表实际情况，仅供参考）

Case2：被收购方将分多批次被出清，每次出清规模 5 万吨，基金平台公司成员主动出清约 100 万吨产能，最终实现出清 150 万吨产能，保留 189 万吨产能；假设多晶硅年需求 116 万吨，则供需平衡下，多晶硅开工率约 60%。同时以 6 亿元/万吨的产能重置成本假设，则收购对价共 300 亿元；假设以 5 年等额分期支付且多晶硅年出货 116 万吨，则每次产能收购时，为满足投资成本所隐含的回报溢价约为 520 元/吨。

图 12：承债式收购情景假设 Case2（万吨）

	企业	原有产能	出清产能	剩余产能	收购对价
收购方	企业1	83			
	企业2	48.5			
	企业3	30.5			
	企业4	30			
	企业5	13			
	企业6	20	100	169	/
	企业7	23			
	企业8	6			
	企业9	5			
	企业10	10			
合计		269	100	169	
被收购方	第一批次	70	5	65	30亿元
	第二批次	65	5	60	30亿元

	第十批次	25	5	20	30亿元
	合计	/	50	/	300亿元
	合计	339	150	189	/

数据来源：中信建投期货（情景假设并不代表实际情况，仅供参考）

Case3: 被收购方一次性出清 50 万吨产能，在类似自律框架安排下，基金平台公司成员主动出清约 173 万吨产能，最终实现出清 223 万吨产能，保留 116 万吨产能；假设多晶硅年需求 116 万吨，则供需平衡下，多晶硅开工率约 100%，**这意味着除非现有产能满开，否则多晶硅供应将始终低于需求。**同时以 6 亿元/万吨的产能重置成本假设，则收购对价共 300 亿元；假设以 5 年等额分期支付且多晶硅年出货 116 万吨，则为满足投资成本所隐含的回报溢价约为 5200 元/吨。

图 13：承债式收购情景假设 Case3（万吨）

	企业	原有产能	出清产能	剩余产能	收购对价
收购方	企业1	83			
	企业2	48.5			
	企业3	30.5			
	企业4	30			
	企业5	13			
	企业6	20	173	96	/
	企业7	23			
	企业8	6			
	企业9	5			
	企业10	10			
合计		269	173	96	
被收购方	合计	70	50	20	300亿元
合计		339	223	116	/

数据来源：中信建投期货（情景假设并不代表实际情况，仅供参考）

在上述 Case1 与 Case2 的假设情景中，我们认为即使经历产能出清，行业有效产能仍将高于需求水平。这一方面为企业灵活调节开工率创造了条件，但另一方面也意味着产能出清对实际供给的影响相对有限；从而在价格传导机制上，供需并非核心路径，价格形成将更多由收购对价所提供的成本溢价所驱动。Case3 是一种相对极端的假设情景，由于产能被压减到与需求持平，这意味着除非现有产能维持满负荷运行，否则多晶硅供应将持续低于需求，从而直接为库存去化创造条件。

2.2 能耗政策调控：强制性标准推动高耗能产能退出

2025 年 9 月，国家标准委发布通知，就《硅多晶和锗单位产品能源消耗限额》等 3 项强制性国家标准（征求意见稿）公开征求意见。新版能耗国家标准设置了三个等级的能耗限额，其中棒状硅的 1 级、2 级和 3 级能耗标准分别设定为不高于 5、5.5 和 6.4 kgce/kg。针对存量产能，国标要求现有多晶硅生产装置的综合能耗必须满足三级能耗标准，即不得超过 6.4 kgce/kg 的限值。硅业分会预计，现有产能结构有序调整后，国内多晶硅有效产能将降至约 240 万吨/年，较 2024 年底下降 16.4%，与已建成的装置产能相比减少 31.4%。

虽然新国标将在发布 12 个月后正式实施，但我们认为企业在 12 个月的窗口期内技改现

有产能的动力并不充分。因为改建后的产能需满足更严格的二级能耗标准，即不高于5.5kgce/kg的阈值，从现有技术条件来看，预计在该能耗下难以实现电子二级致密料的稳定生产，意味着为满足能耗标准而进行技术改造的产能，可能不得不降低产品品质。

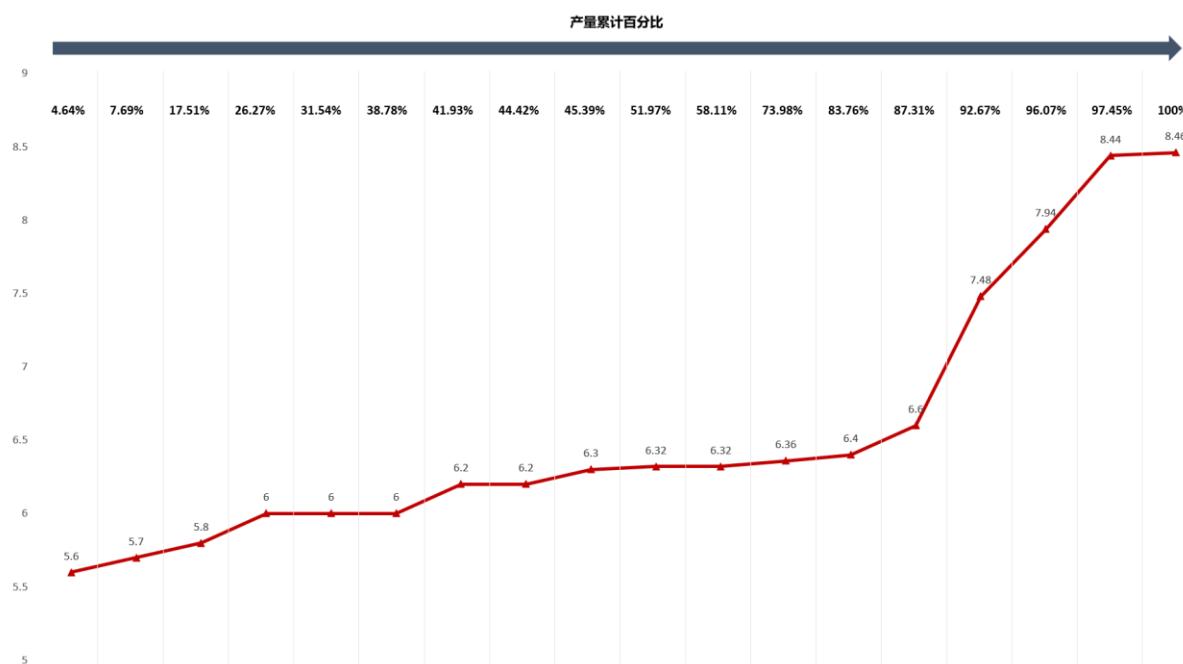
鉴于多晶硅属于高耗能商品，参考电解铝等金属品种的类似经验，我们认为不排除未来政策调控会从大气环境治理等角度继续对生产环节加以约束的可能。

图 14：《硅多晶和锗单位产品能源消耗限额》征求意见稿中的能耗限额等级

产品	单位产品综合能耗 (kgce/kg)		
	1 级	2 级	3 级
硅多晶（三氯氢硅法）	5	5.5	6.4
硅多晶（硅烷流化床法）	3.6	4.0	5.0

数据来源：国家标准委，中信建投期货

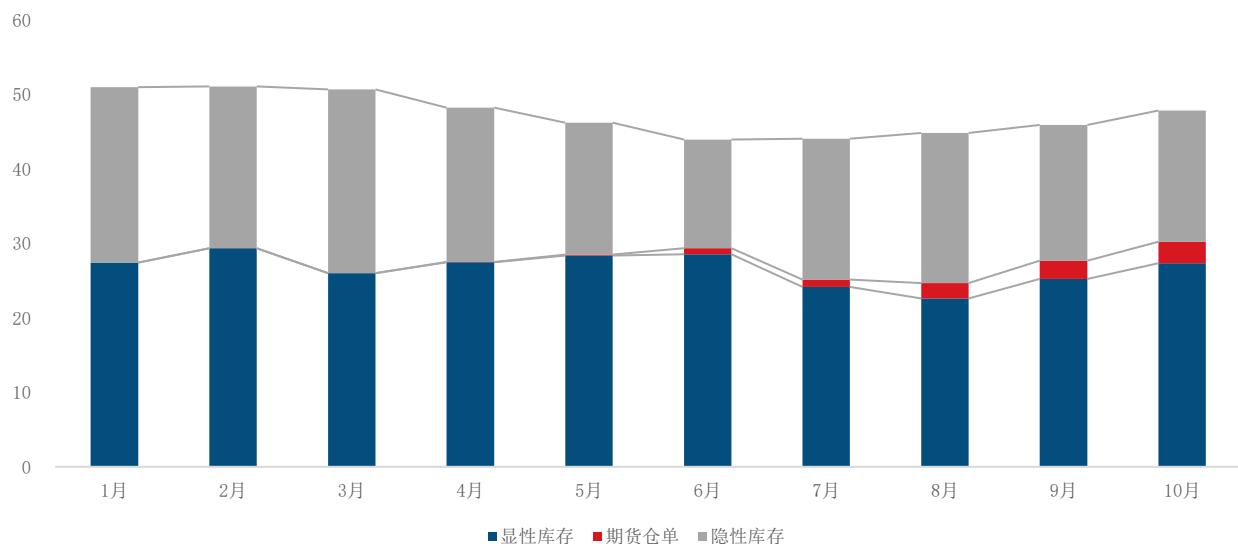
图 15：不同多晶硅能耗水平下所对应的产量累计百分比 (kgce/kg)



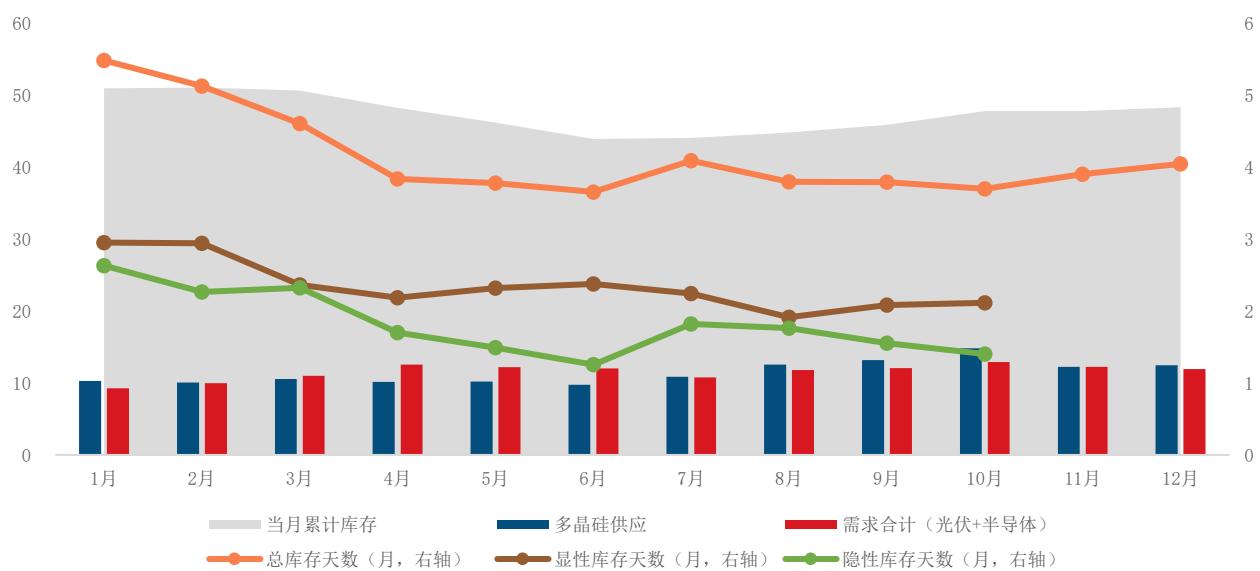
数据来源：硅业分会，中信建投期货

2.3 供需平衡：预计多晶硅排产将与需求动态匹配

从库存水平看，我们测算截至 2025 年 10 月底，全球多晶硅社会库存约 48 万吨，其中显性库存天数高于 2 个月，仍高于 1 个月的安全库存水平。为实现多晶硅行业利润的可持续性，我们认为关键在于防止库存继续累积。基于此，在供需平衡展望中，我们预计 2026 年多晶硅排产计划将与实际需求保持动态匹配，通过供给侧的有序调控避免库存进一步攀升。

图 16：全球多晶硅库存结构（万吨）


数据来源：SMM、infolink，中信建投期货

图 17：全球多晶硅库存（万吨）


数据来源：SMM、infolink，中信建投期货

图 18：多晶硅供需平衡（万吨）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
多晶硅供应	39.60	49.00	81.10	147.00	170.16	137.25	27.50	30.00	31.00	27.50	116.00
光伏硅片需求	48.50	61.11	80.61	133.93	142.55	134.45	26.00	27.50	27.50	30.00	111.00
半导体需求	3.00	3.90	3.30	3.60	3.80	4.42	1.25	1.25	1.25	1.25	5.00
多晶硅需求	51.50	65.01	83.91	137.53	146.35	138.87	27.25	28.75	28.75	31.25	116.00
供需平衡	-11.90	-16.01	-2.81	9.47	23.81	-1.62	0.25	1.25	2.25	-3.75	0.00

数据来源：infolink、硅业分会，中信建投期货（2025、2026年数据为预测结果，并不代表实际情况，仅供参考）

3. 法治化：以《价格法》为核心的法律法规体系，为多晶硅筑牢成本支撑

我们认为，要求多晶硅销售不得以低于成本的价格进行“内卷式”竞争的政策导向将继续得到贯彻，且具备充分的法律依据，是法治化推动“反内卷”的重要体现。具体来看，《价格法》第8条规定“经营者定价的基本依据是生产经营成本和市场供求状况”；《价格法》第14条规定“经营者不得……以低于成本的价格倾销”；《反垄断法》第22条规定“禁止具有市场支配地位的经营者……没有正当理由，以低于成本的价格销售商品”。此外，近期国家发展改革委、市场监管总局研究起草的《中华人民共和国价格法修正草案（征求意见稿）》向社会公开征求意见，该征求意见稿也进一步明确了不正当价格行为认定标准，有助于规范市场价格秩序、治理“内卷式”竞争。

据我们测算，目前多晶硅现货价格（不含税，下同）约46.24元/kg，完全成本/生产成本/现金成本分别约为44.03/41.71/33.91元/kg，价格治理取得明显进展。因此即便2026年需求侧面临压力，但我们认为多晶硅成本支撑将依然有效，价格难以进一步向下跌破成本。

图 19：多晶硅现货价格与成本线（元/kg，不含税）


数据来源：SMM、CPIA，中信建投期货（数据为测算结果，不代表实际情况，仅供参考）

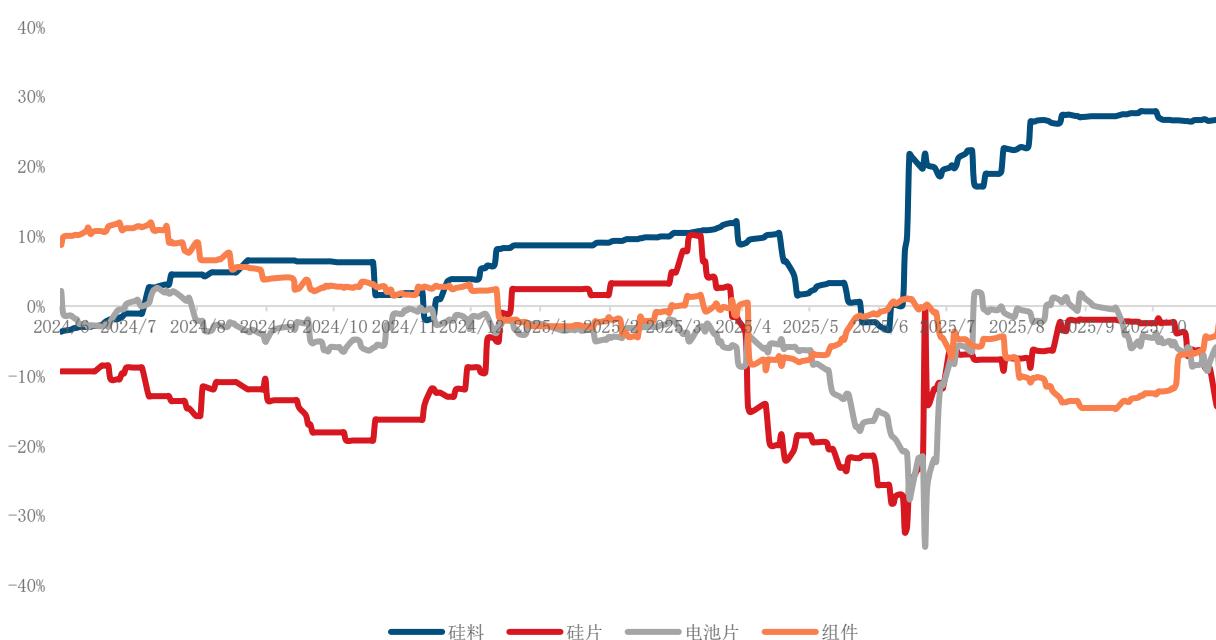
四、“反内卷”与负反馈、反垄断之间的矛盾思考

2025年“反内卷”政策已取得阶段性成效。然而，当政策调控遭遇动态变化的市场环境，我们认为仍需审视当前存在的结构性矛盾。具体来看，在市场化层面存在反内卷与负反馈之间的矛盾、在法治化层面存在反内卷与反垄断之间的矛盾。

1. 反内卷 VS 负反馈：中下游环节盈利修复依赖上游利润让渡

我们判断2026年终端需求存在走弱迹象，受负反馈影响主材各环节理论上存在跌价压力，但多晶硅在政策支撑下展现出较强的抗跌性，使其成为主材四大环节中目前唯一保持盈利的环节。我们测算目前多晶硅/硅片/电池片/组件现金毛利率分别约为26.66%/-14.33%/-8.74%/-2.38%。但主材中下游环节特别是组件环节受制于终端需求对IRR的敏感性，难以通过提价实现利润修复，在相对扁平的需求曲线下，价格微小的变动也可能导致需求量出现大幅收缩。即便组件环节通过供给出清来推动涨价，但由于终端装机存在IRR的阈值（通常是7%），价格上涨并不会引起需求规模同比例收缩，而是直接导致装机项目被推迟或取消。在此情况下，我们认为组件环节的利润修复将不依赖于价格上升，而需依靠上游成本的下行。**近期市场趋势已印证这一判断：在组件价格维持0.693元/W基本不变的情况下，受益于上游环节降价，组件现金毛利率由9月底的约-14.60%修复至当前的约-2.38%。**同理，近期中游硅片与电池片的利润恶化情况已超过组件，我们认为后市多晶硅环节需要让渡一部分利润，以实现产业链利润的再分配。

图20：光伏主材现金毛利率



数据来源：SMM、CPIA，中信建投期货（数据为测算结果，不代表实际情况，仅供参考）

2. 反内卷 VS 反垄断：《反垄断法》存在豁免条款，并要求兼顾下游利益

从法治化角度看，反内卷与反垄断之间也需要寻找平衡，具体看可能会涉及经营者集中与横向垄断协议两个维度。

多晶硅行业的承债式收购可能构成《反垄断法》所规制的经营者集中行为。但根据《反垄断法》第6条，经营者可以通过公平竞争、自愿联合，依法实施集中，扩大经营规模，提高市场竞争能力。此外，《反垄断法》存在豁免条款，该法第34条规定“经营者能够证明该集中对竞争产生的有利影响明显大于不利影响，或者符合社会公共利益的，国务院反垄断执法机构可以作出对经营者集中不予禁止的决定”。不过虽然存在豁免条款，但在程序层面，监管机构可能要求收购相关主体就豁免事由承担充分的举证责任。

横向垄断协议是指，具有竞争关系的经营者之间达成的排除、限制竞争的协议、决定或协同行为。企业相关协同行为可能触发横向垄断协议，但《反垄断法》中同样存在豁免条款，该法第20条规定“经营者能够证明所达成的协议属于下列情形之一的，不适用本法第十七条、第十八条第一款、第十九条的规定：……（五）因经济不景气，为缓解销售量严重下降或者生产明显过剩的”，不过在举证中，要求经营者不仅要证明存在上述情形，还要求证明“能够使消费者分享由此产生的利益”。基于此，我们推测未来相关政策设计中可能会包含相应的让利下游条款，以满足豁免条件中的利益共享要求。

五、总结

我们认为2026年全球新增光伏装机量将首次迎来负增长，预计2026年全球新增光伏装机约488GWac(yoy-10.07%)。其中减量主要来自中国市场和美国市场，认为受136号文短期冲击发电收入，以及配储成本上涨预期影响，预计2026年中国新增光伏装机约224GWac/269GWdc(yoy-20%)；美国市场受《大而美法案》(OBBA)影响，预计2026年新增光伏装机将由约49GWdc降至约41GWdc。

目前政策调控成为多晶硅的交易主线，我们认为“反内卷”将在2026年继续推进，并紧扣市场化与法治化两条主线。

从市场化角度看，多晶硅承债式收购积极推进，我们构建了3种情景假设，分别对应出清产能约150万吨/150万吨(分批次)/223万吨，在前两种情景下，产能出清对有效供需的影响有限，价格传导机制更多由收购对价所提供的溢价驱动；在第三种情景下，产能被压减到与需求持平，这将有助于推动多晶硅库存去化。供需平衡方面，虽然需求迎来负增长，但我们预计2026年多晶硅排产将会与需求动态匹配，全年供应/需求分别约为116万吨/116万吨。

从法治化的角度看，在以《价格法》为核心的法律法规体系规制下，多晶硅被要求不得以低于成本的价格销售，这有助于进一步筑牢多晶硅的成本支撑。因此，纵使2026年需求端面临压力，但多晶硅价格仍将获得有效支撑，难以向下突破成本线。

当前面临的核心问题在于，当政策调控遇到市场环境变化，反内卷与负反馈之间存在矛盾亟待调和。我们认为，光伏主材中下游环节顺价不畅导致利润承压，后市利润修复路径可能或将不依赖于产品价格上涨，而需通过上游成本下降来实现。具体而言，多晶硅环节可能需要让渡部分利润空间，以实现产业链利润的再分配。

综上所述，我们认为 2026 年受光伏需求承压以及产业链利润再分配的影响，多晶硅价格中枢存在一定下行动能。不过在“反内卷”政策积极推进的背景下，其价格下行空间预计相对有限。预计 2026 年多晶硅期货行区间：45000-65000 元/吨。

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多投研报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投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。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更

改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。