

2023年8月1日

聚焦缅甸停矿落地，等待震荡区间突破

——沪锡8月月度投资策略

分析师：

贾利军

从业资格证号：F0256916

投资咨询证号：Z0000671

电话：021-68757181

邮箱：jialj@qh168.com.cn

杨磊

从业资格证号：F03099217

投资咨询证号：Z0018823

电话：021-68758820

邮箱：yangl@qh168.com.cn

联系人

杜扬

从业资格证号：F03108550

电话：021-68757223

邮箱：duy@qh168.com.cn

顾兆祥

从业资格证号：F3070142

电话：021-68758820

邮箱：guzzx@qh168.com.cn

投资要点：

- **宏观：**美国二季度GDP年率超预期，通胀率持续下行，市场预期美联储或在9月最后一次加息后结束；国内方面，7月政治局会议就经济形势进行研判，并出台了部分新的经济政策，2023年的增量政策已基本落地。8月，关注中国、欧美国家的PMI数据、美国7月失业率和非农就业数据、核心PCE物价指数等宏观数据的影响。
- **供给：**8月锡精矿国内产量或因银漫矿业技改结束而环比增加，进口量或因缅甸停矿而减少，供应紧张格局或进一步加剧；废锡供应情况边际改善、但幅度有限。国内炼厂逐渐从检修中恢复，锡锭进口亏损收窄，8月锡锭的国内产量、进口量或较7月环比增加。
- **需求：**半导体新周期或已开启，但周期伊始的产量、销售量的增长并不会特别明显，预计8月对锡焊料的边际增量需求有限；光伏对锡焊料的需求预计以保持强劲势头。铅酸蓄电池、镀锡板在8月旺季下预计对锡的需求环比增加；地产竣工在8月的淡季下预计仍将走弱，以PVC为代表的锡化工预计将对锡的消费形成拖累。8月，锡下游总需求状况或较7月环比有所改善。
- **库存：**社会库存、仓单量和企业库存的变化主要取决于缅甸停矿对炼厂生产的影响大小；LME库存方面，在当前进口亏损收窄、锡锭进口量预计增加的情况下，累库走势或转为去库。
- **结论及操作：**当前沪锡价格走势主要受“缅甸停矿周期和影响量”的支配，在停矿政策落地前，矿端扰动处于“难被证实、亦无法证伪”的尴尬局面，沪锡价格或仍在（22.8万，24万）的区间内震荡，单边操作应以日内短线为主；在缅甸停矿事件落地后，沪锡价格大概率会向上或向下突破当前的震荡区间，届时再根据右侧信号入场交易。月差结构方面，可留意近月C结构下的无风险转抛机会，以及远月back结构下的正向套利机会。
- **风险因素：**缅甸停矿执行的反复

正文目录

1. 行情回顾	4
2. 供应端	4
2.1. 锡原料：精矿紧张或加剧，废锡改善有限	5
2.2. 精炼锡：产量增幅有限，进口量环比增加	6
2.3. 供应小结	7
3. 需求端	7
3.1. 锡焊料：新周期带动需求，改善幅度或有限	7
3.2. 锡化工：地产竣工或转弱，拖累锡化工消费	9
3.3. 铅酸电池：旺季带动需求上升	10
3.4. 镀锡板：旺季带动需求上升	10
3.5. 需求小结	11
4. 库存：国内走势存疑，海外或转为去库	11
5. 结论及操作建议	12

图表目录

图 1 沪锡价格走势	4
图 2 伦锡价格走势	4
图 3 锡锭现货升贴水	4
图 4 沪锡月差结构	4
图 5 国内锡精矿产量	5
图 6 锡精矿进口量	5
图 7 锡精矿加工费	6
图 8 废锡价格	6
图 9 炼厂开工率	6
图 10 锡锭产量	6
图 11 锡锭现货进口盈亏	7
图 12 锡锭进口情况	7
图 13 全球半导体销售周期	8
图 14 中国半导体产量	8
图 15 中国集成电路进出口量	8
图 16 手机产量	8
图 17 微型计算机设备产量	8
图 18 光电子器件产量	8
图 19 光伏新增装机量	9
图 20 光伏组件进出口量	9
图 21 地产新开工施工面积累计同比	9
图 22 地产竣工面积累计同比	9
图 23 PVC 国内产量	10
图 24 铅酸蓄电池企业开工率	10
图 25 镀锡板产量	11
图 26 镀锡板库存	11
图 27 锡锭社会库存	11
图 28 锡锭 SHFE 仓单库存	11
图 29 锡锭企业库存	12
图 30 LME 锡锭库存	12

1. 行情回顾

截止 7 月 31 日下午收盘，沪锡主力合约收盘价为 233200 元，月度涨幅为 6.05%；伦锡 3M 合约收盘价为 28700 美元，月度涨幅为 6.79%。

2023 年 7 月，沪锡价格走势大致可分为两个阶段：第一阶段，7 月 1 日至 7 月 6 日，市场率先对炼厂检修减产的预期进行交易，叠加缅甸 8 月停矿的预期，沪锡价格从 22 万元迅速冲高至 23 万元以上。第二阶段，7 月 7 日至 7 月 31 日，美国 6 月 CPI 年率低于预期，美元指数大幅回落，带动沪锡价格尝试突破 24 万后失败；7 月 27 日，美联储宣布加息 25bp，美元指数利多出尽而小幅回落，沪锡价格共振再度冲击 24 万后失败；沪锡价格走势仍受缅甸停矿落地执行情况的影响：在“停矿周期长、影响量大”的假设未被证伪前，沪锡价格难以出现较大幅度回落；而同样在“停矿周期长、影响量大”的假设未被证实前，沪锡价格预计难以突破 24 万的压力位。

由于 7 月沪锡价格长时间处于震荡区间中，锡锭现货升贴水的波动幅度整体较小，SN2308-2309 月差处于（300C，0）之间波动，仍然维持 Contango 结构。伦锡在经历了 6 月的交割博弈后，Cash-3M 不断回落，从 7 月 4 日的 \$780 下降至 7 月 28 日的 \$68；伦锡在短期内再度上演交割博弈的概率较低。

图 1 沪锡价格走势



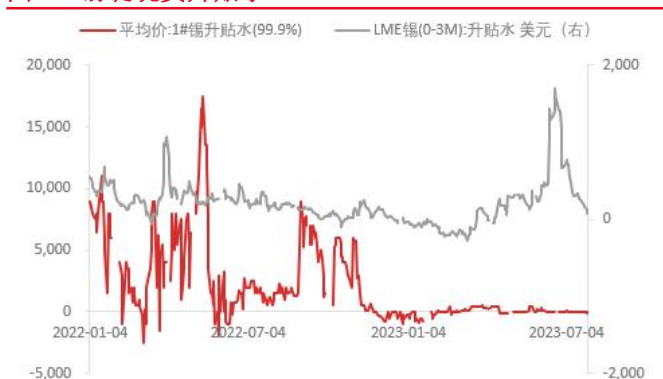
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 2 伦锡价格走势



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 3 锡锭现货升贴水



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 4 沪锡月差结构



资料来源：iFinD，东海期货研究所

2. 供应端

2.1. 锡原料：精矿紧张或加剧，废锡改善有限

2023年5月，国内锡精矿产量为5574吨，同比下降18.01%，环比下降15.47%。国内锡精矿产量仍处于相对低位徘徊，由于兴业矿业旗下的银漫矿业在6月份进行技术改造成减产，而在7月初技改结束后产量预计将有所增加；预计8月锡精矿国内产量环比有所增加。

2023年6月，锡精矿进口量为21646.7吨，同比上升53.31%，环比上升18.04%。其中，来自于缅甸的进口量为16196.92吨，占比74.82%；来自刚果（金）的进口量为2647.63吨，占比12.23%；来自缅甸的锡精矿仍然占据了举足轻重的地位。6月进口量增长的原因主要在于：缅甸矿山因对8月停矿的周期和影响并不明了，而在8月前加大了开采力度、尽可能多地进行进口和屯矿。目前市场对缅甸停矿周期的说法不一而足，落地执行情况仍有待观察；但考虑到矿业对佤邦财政的重要作用，以及刚果（金）矿山在年底的投产，叠加7月在沪锡价格冲高后矿商时不时地点价出货，应对缅甸停矿的周期和影响量大小保持谨慎态度。

在7月沪锡价格上行至23万以上后，矿商点价出货的情况时常发生，并带动加工费水平小幅上行。但加工费是否能够持续反弹，则取决于8月缅甸停矿的周期和影响量。

此外，废锡价格因其锡含量不同，以一定的比例随沪锡价格上下波动。在全球半导体销售额磨底阶段，国内半导体产量、进出口量显著增加，电子产品产量出现同步小幅增长，半导体新周期或已开启、并处于缓慢爬升阶段，废锡供应或在三、四季度边际改善，但在8月可能尚不明显。

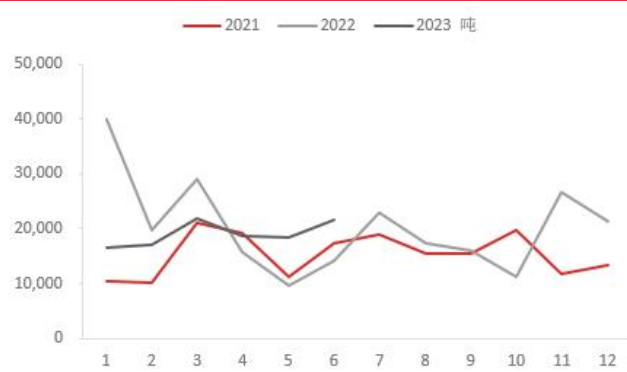
综上，8月国内锡精矿产量或因银漫矿业技改后产量增加而环比改善，进口矿或因缅甸停矿的落地而减少，锡精矿总供应或进一步偏紧；废锡供应量或因新一轮半导体周期的开启而有所增加，但新周期的起步较为缓慢，预计8月边际改善幅度较为有限。

图5 国内锡精矿产量



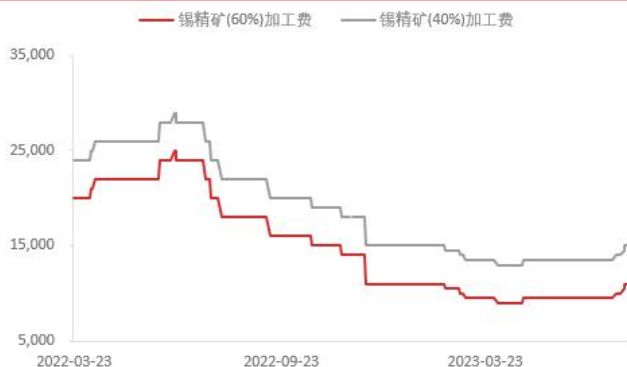
资料来源：SMM，东海期货研究所

图6 锡精矿进口量



资料来源：iFind，东海期货研究所

图7 锡精矿加工费



资料来源：iFind，东海期货研究所

图8 废锡价格



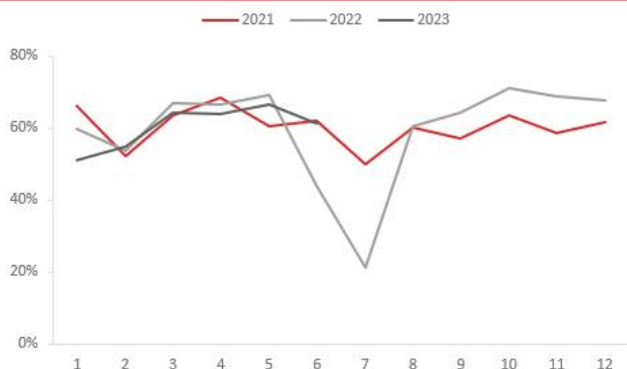
资料来源：iFind，东海期货研究所

2.2. 精炼锡：产量增幅有限，进口量环比增加

2023年6月，精炼锡产量录得1.42万吨，同比上升36.54%，环比下降9.55%；开工率从5月的66.4%下降至6月的61.15%。6月产量的下降主要是因为部分炼厂的检修；同时，7月亦存在炼厂宣布减产、检修的情况，预计7月产量维持在相对低位。

进入8月后，考虑到缅甸停矿的正式落地，锡精矿供应的紧张程度或有所加剧，废锡供应量的改善程度预计有限；锡锭产量虽因检修结束而从6-7月的低点逐步爬升，但8月的产量增加幅度预计有限。

图9 炼厂开工率



资料来源：SMM，东海期货研究所

图10 锡锭产量

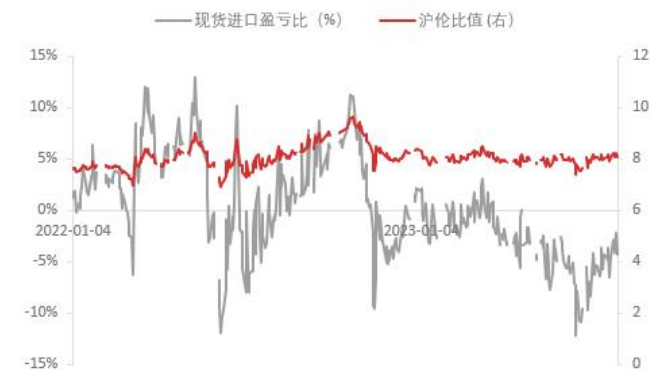


资料来源：iFind，东海期货研究所

2023年6月，锡锭累计进口量为2227.19吨，同比下降19.21%，环比下降39.6%。进口量下降的原因在于，5月进口比价出现恶化，而6月伦锡因交割博弈而带动Cash-3M月差结构上冲至\$1704，海外现货升贴水大幅抬升，进口比价一度扩大至-12.22%。在进口比价恶化、进口窗口关闭的情况下，6-7月的锡锭贸易进口量预计将出现较大幅度的下滑。进入7月后，随着伦锡交割博弈对海外锡锭现货升贴水、Cash-3M月差结构的影响不断消退，进口比价持续爬升至-2.15%，虽未完全打开窗口，但给到了进口贸易商以票据套利的机会。预计8月锡锭进口量环比7月将环比增加。

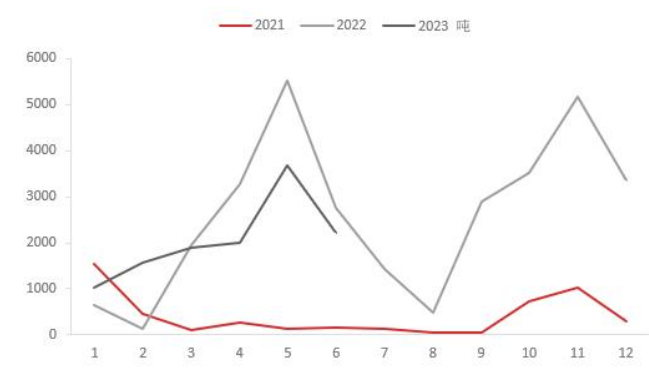
综上，受国内部分炼厂检修结束、进口亏损收窄的影响，8月国内锡锭产量、进口量预计环比增加；但受限于矿的紧张，国内产量增幅预计有限。

图 11 锡锭现货进口盈亏



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 12 锡锭进口情况



资料来源：iFinD，东海期货研究所

2.3. 供应小结

总体来看，8月锡精矿国内产量或因银漫矿业技改结束而环比增加，进口量或因缅甸停矿而减少，供应紧张格局或进一步加剧；废锡供应情况边际改善、但幅度有限。国内炼厂逐渐从检修中恢复，锡锭进口亏损收窄，8月锡锭的国内产量、进口量或较7月环比增加。

3. 需求端

3.1. 锡焊料：新周期带动需求，改善幅度或有限

锡焊料作为锡锭最大的消费方向，占到了接近于 65% 的比重。锡焊料用来连接电子元器件的线路，其消费量与半导体产量、光伏装机量、电子产品产量密切相关。其中，消费电子和白色家电占比约 70%，通信、光伏及其他占比约 30%。

截止 2023 年 5 月，全球半导体销售额录得 402.6 亿美元，同比增长 23.25%，环比上升了 5.74%；从今年 1-5 月的总体情况来看，全球半导体销售额在达到 374 亿元附近后有所反弹、处于低位磨底期。

2023 年 6 月，全国半导体产量录得 321.5 亿块，同比增长 11.63%，环比上升 4.69%；6 月，全国集成电路出口量录得 241.48 亿个，同比下降 1.87%，环比上升 13.36%；全国集成电路进口量录得 413.36 亿个，同比下降 13.27%，环比上升 4.28%。与半导体产量的环比上升同步，手机、计算机在 6 月的产量也出现了环比上升：手机产量为 14.26 亿台，同比下降 1.6%，环比上升 1.61%；计算机产量为 3137.8 万台，同比下降 24.9%，环比上升 6.9%。光电子器件在 6 月产量为 1237.7 亿只，同比增长 8.5%，环比下降 0.54%。

从海外半导体销售情况，国内半导体产量、进出口量，以及国内 3C 电子产品的产量变化情况来看，半导体新周期或已启动；但新周期的启动阶段往往较为缓慢、存在反复，对锡焊料消费的拉动效果并不明显。预计三、四季度半导体对锡焊料的消费拉动将有所改善，但 8 月的改善幅度恐不明显。

光伏领域，6 月新增光伏装机量录得 1721 万千瓦，同比大幅增加 140%，环比增加 33.4%。出口方面，6 月中国光伏组件净出口 4.45 亿个，同比增幅 63.17%，环比下降 1.91%。在 2023 年国内外光伏产业政策同时向好的情况下，光伏在 8 月预计仍将保持对锡焊料的强劲需求。

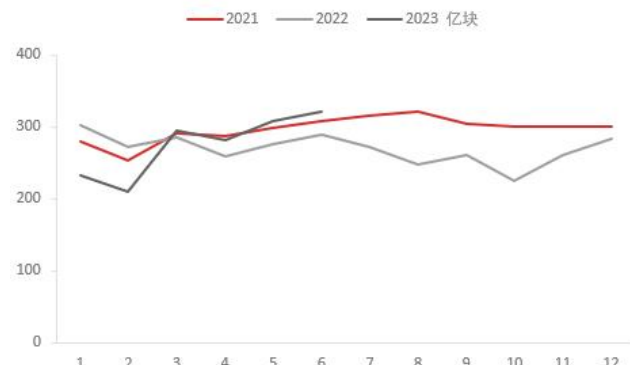
整体来看，半导体对锡焊料的需求因新周期的开启而有所改善，但因周期启动较为缓慢，预计 8 月半导体对锡的需求拉动并不明显；得益于今年国内外同时向好的光伏政策，预计 8 月光伏对锡焊料的需求仍将保持强劲态势。

图 13 全球半导体销售周期



资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 14 中国半导体产量



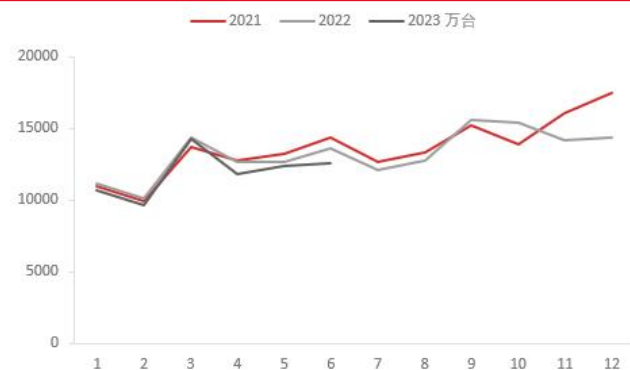
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 15 中国集成电路进出口量



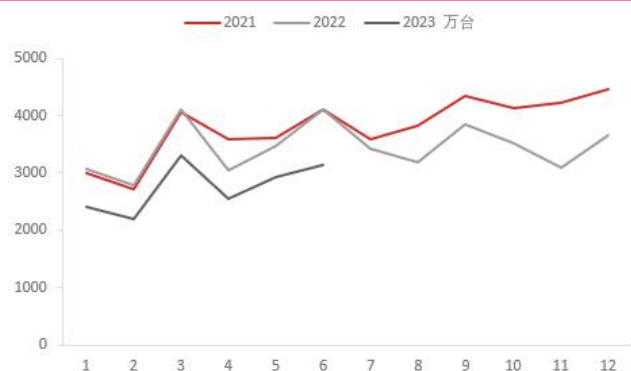
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 16 手机产量



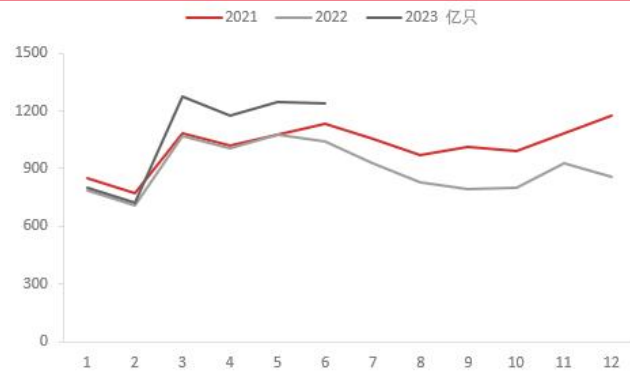
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 17 微型计算机设备产量



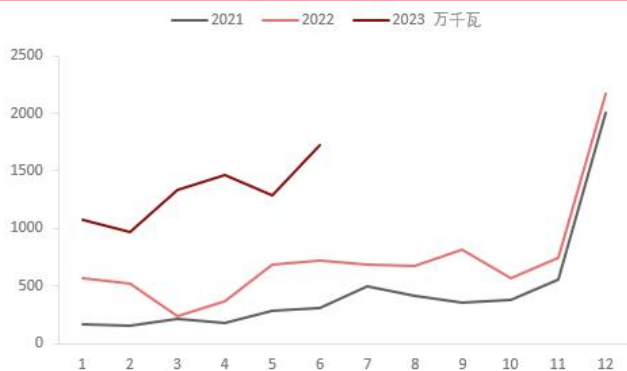
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 18 光电子器件产量



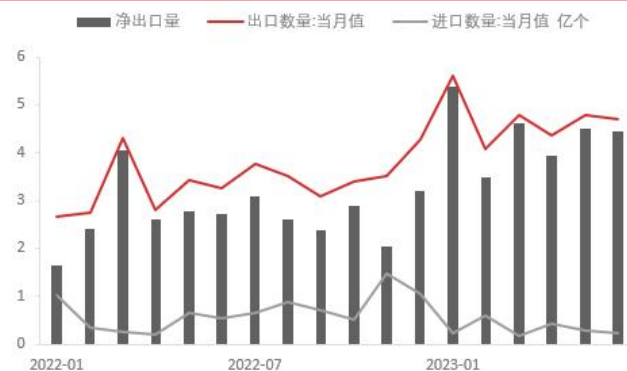
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 19 光伏新增装机量



资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 20 光伏组件进出口量



资料来源：iFinD, 东海期货研究所

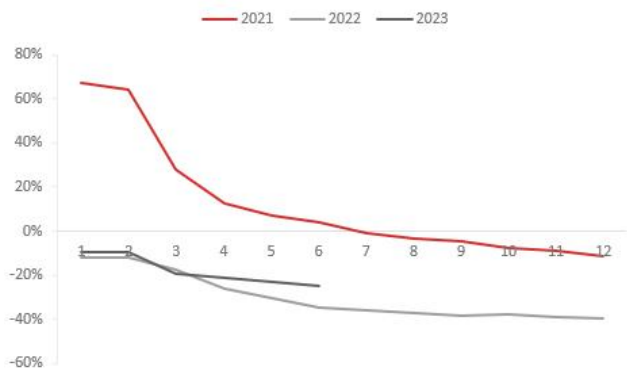
3.2. 锡化工：地产竣工或转弱，拖累锡化工消费

锡化工作为锡的第二大消费领域，约占下游用锡量的 12%。锡化工的细分领域较多，但约三分之二的的需求为 PVC 稳定剂；而 PVC 稳定剂主要用于管材管件、型材门窗、薄膜、PVC 地板等领域的制造中，这些用途与地产竣工周期密切相关。

2023 年 6 月地产竣工面积累计同比增长 18.4%，较 5 月同比增长 19.11% 下滑了 0.71%，出现了拐头的迹象。由于地产从开工到竣工的周期一般为 1-2 年，而地产开工施工情况自 2021 年后不断走低，叠加 7-8 月为地产施工、竣工的淡季，因此，预计 8 月地产竣工情况将继续走弱。

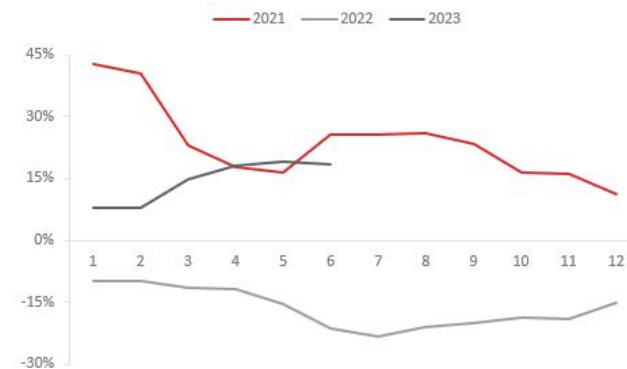
7 月，PVC 国内产量预计为 185 万吨左右，同比下降 3.57%，环比下降 0.8%。在地产竣工的拖累下，PVC 在 8 月的产量水平预计继续下行，对锡化工的消费形成拖累。

图 21 地产新开工施工面积累计同比



资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 22 地产竣工面积累计同比



资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 23 PVC 国内产量



资料来源：SMM，东海期货研究所

3.3. 铅酸电池：旺季带动需求上升

铅酸电池是锡的第三大下游，其用量约占消费量的 8%，1 吨铅酸蓄电池中的用锡量大约为 2 千克。每年铅酸电池的旺季为春节后、夏季来临时，汽车、电瓶车等更换电池的需求较为旺盛，铅酸电池企业的开工率存在相应的抬升。

2023 年 6 月，国内铅酸电池企业的综合开工率延续下行走势，从 5 月的 61.5%再度下降至 6 月的 55.55%；进入 7 月旺季后，更换铅酸蓄电池的需求逐渐显现，电池企业开工率预计将逐渐攀升至相对高位，电池产量预计将产过上半年的水平。预计 8 月铅酸电池对锡的需求将有所好转。

图 24 铅酸蓄电池企业开工率



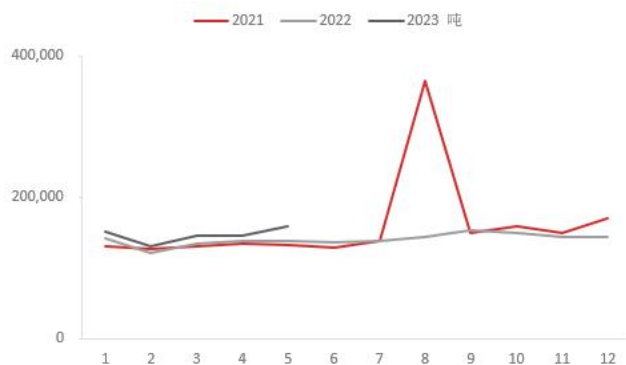
资料来源：SMM，东海期货研究所

3.4. 镀锡板：旺季带动需求上升

镀锡板作为锡的第四大下游，用量约占到下游消费的 7%。2023 年 5 月，国内镀锡板产量为 15.86 万吨，同比增加 14.7%，环比增加 8.87%；5 月末库存录得 11.06 万吨，较 4 月末累库 2.29 万吨。

由于镀锡板的需求旺季在夏天，相应的产量会出现季节性增加，而其他月份的产量则相对平稳。因此，预计在 8 月份或因镀锡板旺季而短暂拉动锡的消费，四季度各月份预计恢复至常规月份产量。

图 25 镀锡板产量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 26 镀锡板库存



资料来源：iFinD，东海期货研究所

3.5. 需求小结

综上，半导体新周期或已开启，但周期伊始的产量、销售量的增长并不会特别明显，预计 8 月对锡焊料的边际增量需求有限；光伏对锡焊料的需求预计以保持强劲势头。铅酸蓄电池、镀锡板在 8 月旺季下预计对锡的需求环比增加；地产竣工在 8 月的淡季下预计仍将走弱，以 PVC 为代表的锡化工预计将对锡的消费形成拖累。8 月，锡下游总需求状况或较 7 月环比有所改善。

4. 库存：国内走势存疑，海外或转为去库

2023 年以来，在消费的拖累下，国内锡锭的社会库存和仓单库存累库不断，目前仍在库存高位震荡，尚未出现明显的去库迹象。社会库存方面，7 月 28 日锡锭社会库存录得 11798 吨，仍在高位震荡；由于锡锭现货对期货价格较长时间维持贴水，以贴水价格买入现货、注册成仓单卖交割有利可图，且近月月差结构多数时间维持 C 结构，仓单质押并向后移仓可赚取结构收益，仓单量在 7 月 31 日达到了 9092 吨的高位。

6 月末锡炼厂企业库存录得 3495 吨，在 3 月后持续去库；但相比于 2022 年平均企业库存 2687 吨，企业库存仍处于明显的高位。

7 月间，LME 库存持续冲高，且伦锡 Cash-3M 不断回落，从 7 月 4 日的 \$780 下降至 7 月 28 日的 \$68，伦锡在短期内再度上演交割博弈的概率较低。

8 月份，下游消费边际改善幅度预计有限，社会库存、仓单量和企业库存的变化主要取决于缅甸停矿对炼厂生产的影响大小；LME 库存方面，在当前进口亏损收窄、锡锭进口量预计增加的情况下，累库走势或转为去库。

图 27 锡锭社会库存

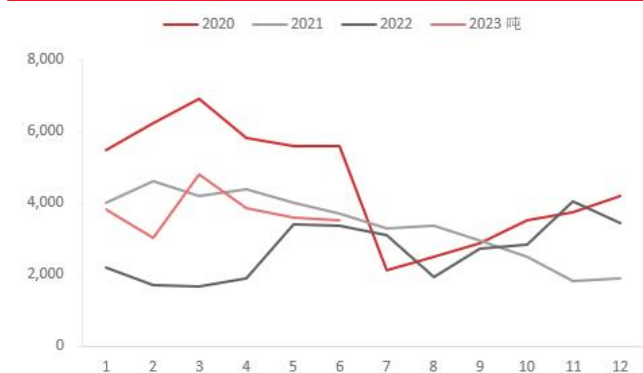


图 28 锡锭 SHFE 仓单库存



资料来源：iFinD，东海期货研究所

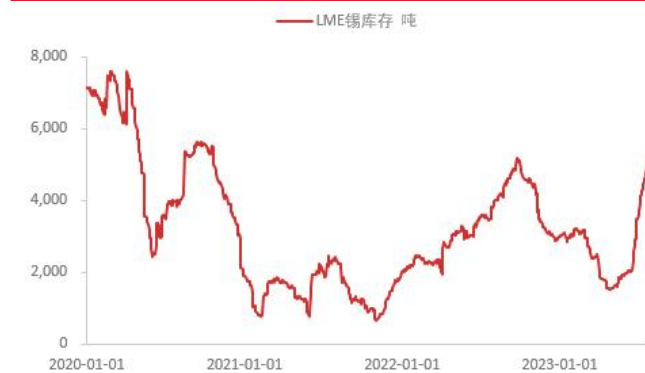
图 29 锡锭企业库存



资料来源：SMM，东海期货研究所

资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 30 LME 锡锭库存



资料来源：iFinD，东海期货研究所

5. 结论及操作建议

宏观，美国二季度 GDP 年率超预期，通胀率持续下行，市场预期美联储或在 9 月最后一次加息后结束；国内方面，7 月政治局会议就经济形势进行研判，并出台了部分新的经济政策，2023 年的增量政策已基本落地。8 月，关注中国、欧美国家的 PMI 数据、美国 7 月失业率和非农就业数据、核心 PCE 物价指数等宏观数据的影响。

基本面，供给端，8 月锡精矿国内产量或因银漫矿业技改结束而环比增加，进口量或因缅甸停矿而减少，供应紧张格局或进一步加剧；废锡供应情况边际改善、但幅度有限。国内炼厂逐渐从检修中恢复，锡锭进口亏损收窄，8 月锡锭的国内产量、进口量或较 7 月环比增加。需求端，半导体新周期或已开启，但周期伊始的产量、销售量的增长并不会特别明显，预计 8 月对锡焊料的边际增量需求有限；光伏对锡焊料的需求预计以保持强劲势头。铅酸蓄电池、镀锡板在 8 月旺季下预计对锡的需求环比增加；地产竣工在 8 月的淡季下预计仍将走弱，以 PVC 为代表的锡化工预计将对锡的消费形成拖累。8 月，锡下游总需求状况或较 7 月环比有所改善。社会库存、仓单量和企业库存的变化主要取决于缅甸停矿对炼厂生产的影响大小；LME 库存方面，在当前进口亏损收窄、锡锭进口量预计增加的情况下，累库走势或转为去库。

操作建议：当前沪锡价格走势主要受“缅甸停矿周期和影响量”的支配，在停矿政策落地前，矿端扰动处于“难被证实、亦无法证伪”的尴尬局面，沪锡价格或仍在（22.8 万，24 万）的区间内震荡，单边操作应以日内短线为主；在缅甸停矿事件落地后，沪锡价格大概率会向上或向下突破当前的震荡区间，届时再根据右侧信号入场交易。月差结构方面，可留意近月 C 结构下的无风险转抛机会，以及远月 back 结构下的正向套利机会。

风险因素：缅甸停矿执行的反复

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn