

2023年9月01日

矿端短中期影响分化，期价先震荡后上行

——沪锡9月月度投资策略

东海策略

有色金属

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：guzx@qh168.com.cn

投资要点：

- **宏观：**根据美联储主席鲍威尔8月25日在杰克逊霍尔会议上讲话的精神，美联储仍存在继续加息的可能，直到通胀持续下降至2%的目标水平。国内方面，在7月政治局会议召开后，国内陆续出台恢复和扩大消费、地方政府发债、地产销售、提振资本市场等一揽子政策。海内外宏观政策变化仍将对商品价格形成共振影响，沪锡价格驱动逻辑仍在宏观共振与基本面变化之间交替。关注美国8月失业相关数据、CPI数据、美联储的利率决议对美元指数的影响，以及国内经济政策的落地执行效果。
- **供给：**9月锡精矿国内产量增幅有限，进口量因缅甸选厂的库存和复产而预计在9-10月保持相对稳定，但矿山谈判周期的不确定性和员工返工签证难预计对矿山的复产带来较大阻力；在锡焊料的旺季消费带动下，废锡供应情况预计边际改善；国内检修的炼厂在8月下旬已经复产，叠加锡锭进口窗口再度打开，9月锡锭的国内产量、进口量预计较8月环比增加。
- **需求：**在恢复和扩大消费的政策背景下，叠加半导体新周期启动、国内电子消费进入旺季，预计9-10月电子产品对锡焊料的消费将有所好转；光伏对锡焊料的需求预计保持强劲势头；铅酸蓄电池、镀锡板在9月旺季下预计对锡的需求环比增加；部分PVC生产商预计在9月份检修、产量环比下降，预计对锡的消费形成拖累；总体而言，9月锡下游需求或较8月环比改善，但由于下游企业在8月沪锡价格下跌后进行了集中补库，故9月的采购积极性预计有所回落。
- **库存：**在锡锭全产业链货源偏紧的情况下，社会库存、仓单量和企业库存在消费旺季下或延续去库走势；LME库存方面，在当前进口窗口打开、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：**当前沪锡价格走势的支配逻辑仍在于锡精矿的供应，叠加锡锭可流通量偏紧，下游逢低补库的意愿较强，沪锡价格大幅做空的难度较大；但缅甸选厂复产预计将稳定9-10月的锡精矿进口，短期内沪锡价格冲高压力亦不容忽视——预计短期内沪锡价格以震荡为主；但随着矿端矛盾的不断凸显，沪锡价格或突破震荡区间后上行。
- **风险因素：**缅甸矿山复产速度超预期、选矿厂原料库存量及复产时间超预期

正文目录

1. 行情回顾	4
2. 供应端	4
2.1. 锡原料：进口中短期分化，废锡或边际好转	5
2.2. 精炼锡：产量、进口量预计环比增加	6
2.3. 供应小结	7
3. 需求端	7
3.1. 锡焊料：电子旺季拉动消费，光伏需求维持强劲	7
3.2. 锡化工：检修或拖累产量，锡化工消费无亮点	9
3.3. 铅酸电池：旺季需求相对较好	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：国内现去库迹象，海外库存或转降	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	12
图 28 锡锭 SHFE 仓单库存	12
图 29 锡锭企业库存	12
图 30 LME 锡锭库存	12

1. 行情回顾

截止 8 月 31 日下午收盘，沪锡主力合约收盘价为 216590 元，月度跌幅为 7.12%；伦锡 3M 合约收盘价为 25440 美元，月度跌幅为 11.41%。

2023 年 7 月，沪锡价格走势大致可分为三个阶段：第一阶段，8 月 1 日至 8 月 9 日，缅甸矿山正式开始停矿，市场对大小矿山是否全部关停说法不一，沪锡价格在（22.5 万，23.5 万）的区间内震荡。第二阶段，8 月 10 日至 8 月 17 日，在美国经济韧性带动美元指数持续上行、国内宏观经济数据不及预期的情况下，叠加市场传闻缅甸选矿厂或在 8 月末得到复产批文，沪锡价格共振下跌至 21 万附近。第三阶段，8 月 18 日至 8 月 30 日，缅甸佤邦宣布矿山所有权收归国有、选矿厂在获得批文后预计陆续复产，但矿山复产时间并未明确，多空双方无长期持仓动力，沪锡价格在（21 万，22 万）间宽幅震荡。

由于 8 月沪锡价格运行区间下行，下游企业补库积极性好转，锡锭社会库存也出现较为明显的去库，现货从小幅贴水转为升水，SN2309-2310 上升至（100C，200B）区间波动，结构出现 Level、小 Back 迹象。在锡锭进口窗口打开后，伦锡 Cash-3M 的持续下行走势得以中止，并在 200C 附近波动。

图1 沪锡价格走势



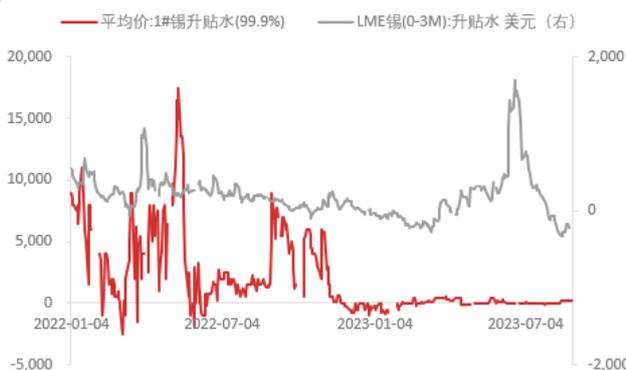
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图2 伦锡价格走势



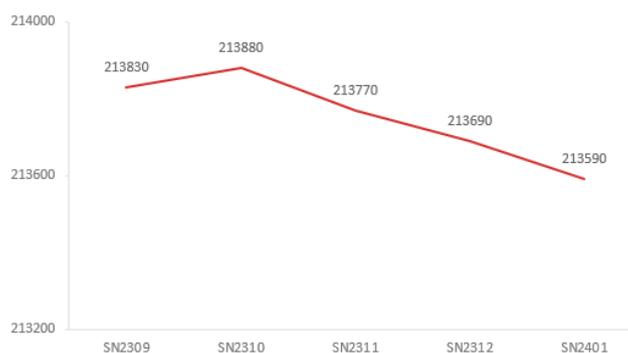
资料来源：iFinD，东海期货研究所

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：进口中短期分化，废锡或边际好转

2023年6月，国内锡精矿产量为5733吨，同比下降9.92%，环比增加2.85%。国内锡精矿产量增量主要来自于银漫矿业技改，其在7月10日复产后，三、四季度产量预计达到4859吨。

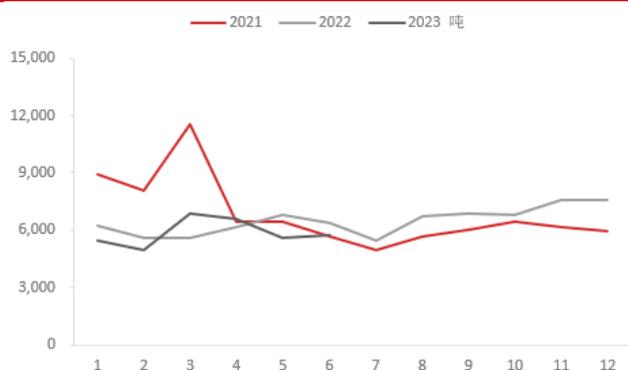
7月，锡精矿进口量为30874.81吨，同比上升34.47%，环比上升42.64%。其中，来自于缅甸的进口量为26385.08吨，占比85.46%；来自刚果（金）的进口量为2099.15吨，占比6.8%；来自缅甸的锡精矿仍然占据了举足轻重的地位。7月进口量增长的原因主要在于：缅甸矿山因对8月停矿的周期和影响并不明了，而在8月前加大了开采力度、尽可能多地进行进口和屯矿。通过对矿商的了解，8月由缅甸进口至国内的锡精矿预计仍可达到2-3万吨，选厂对存量原矿的加工、锡精矿的报关进口并未受到影响。

8月21日，佤邦在《关于收回矿权及后续事项的决定》中声明：矿权归中央经济计划委员会所有，8月30日前核发选矿批文给矿主。短期来看，选矿厂的复产将有利于稳定近期锡精矿的进口，但由于矿山复产时间尚未确定，选矿厂的原矿存量库存大小将成为进口持续时间的制约因素，预计选厂原矿库存可维持至今年10月中下旬。中长期来看，缅甸佤邦停矿后，矿山开采的后续谈判预计仍将持续数月；且相应的中国矿山工作人员均已回到国内，在缅北诈骗局势的影响下，其返回缅北的工作签证签发难度较大，预计谈判结束后的矿山复工的节奏相对缓慢。

在8月沪锡价格下行后，矿山点价的意愿显著下降、点价行为明显减少；在矿山点价减少的情况下，部分炼厂在“背靠背”模式下对锡锭亦采取挺价不出的策略，避免出现补库困难的局面，锡精矿加工费暂无进一步上行的可能。同时，沪锡价格的下行也带来废锡价格的比例下调，炼厂废锡回收难度有所上升、货源呈现偏紧态势；但在电子消费的旺季下，锡焊料消费有所好转，预计废锡供应在9月将出现边际好转。

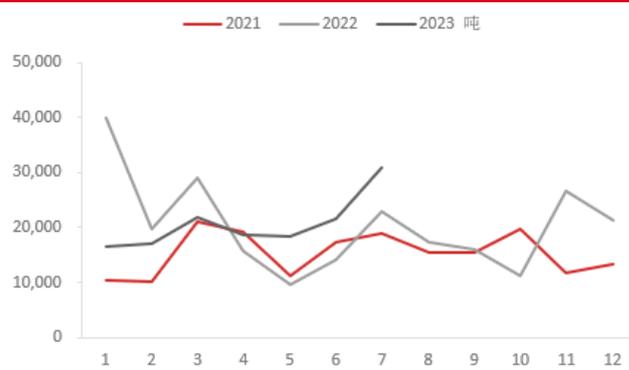
综上，9月乃至四季度国内锡精矿产量增量预计主要来自于银漫矿业技改，但整体增幅有限；缅甸选矿厂原料库存预计将维持9-10月的锡精矿进口稳定，但矿山谈判、矿山员工返工签证难等问题预计将制约矿山的复产和远期供应；在电子消费进入旺季的情况下，锡焊料消费回暖，预计废锡供应在9月将边际好转。

图5 国内锡精矿产量



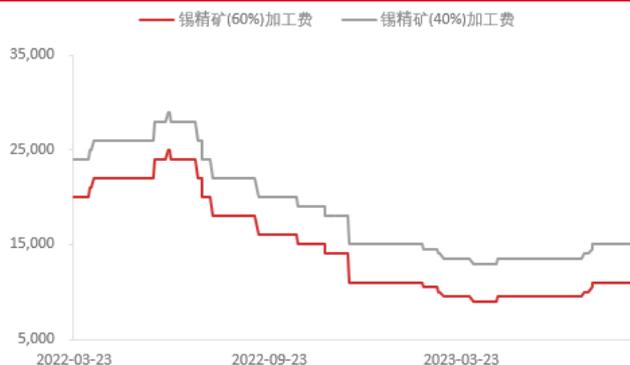
资料来源：SMM，东海期货研究所

图6 锡精矿进口量



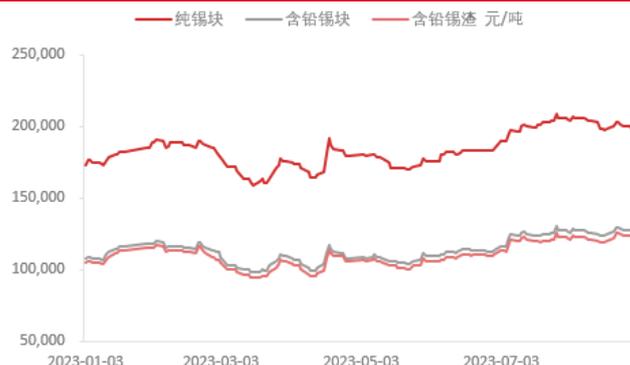
资料来源：iFinD，东海期货研究所

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、进口量预计环比增加

2023年7月，精炼锡产量录得1.14万吨，同比上升128%，环比下降19.7%；开工率从6月的61.15%下降至7月的47.41%。7月产量的下降主要是因为云南某炼厂的检修，该炼厂在8月下旬已逐步复产——但由于复产时间较晚，8月精炼锡产量环比7月仍或有所下降。

进入9月后，由于缅甸选厂复产、锡精矿短期内进口预计正常，国内检修炼厂陆续恢复生产，预计锡锭产量环比8月将有所增加。

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

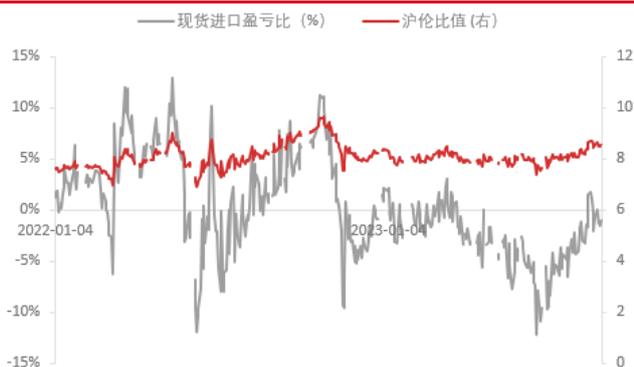


资料来源：iFinD，东海期货研究所

2023年7月，锡锭累计进口量为2173.05吨，同比增长51.95%，环比下降2.43%。7月进口量较6月环比降幅较小，主要由于进口比价已逐渐企稳、并开始收窄；而在进入8月后，随着海外锡锭现货贴水的扩大，进口比价不断修复至进口盈利，预计9月锡锭进口量较8月将环比增加。

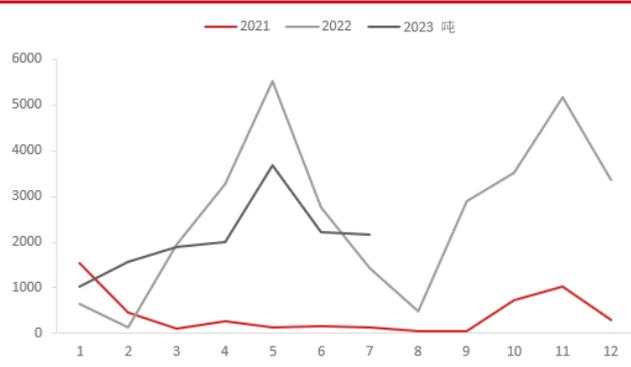
综上，在缅甸锡精矿进口量预计稳定的前提下，受国内部分炼厂检修结束后复产、进口亏损收窄的影响，9月国内锡锭产量、进口量预计环比增加。

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, 9月锡精矿国内产量增幅有限, 进口量因缅甸选厂的库存和复产而预计在9-10月保持相对稳定, 但矿山谈判周期的不确定性和员工返工签证难预计对矿山的复产带来较大阻力; 在锡焊料的旺季消费带动下, 废锡供应情况预计边际改善。国内检修的炼厂在8月下旬已经复产, 叠加锡锭进口窗口再度打开, 9月锡锭的国内产量、进口量预计较8月环比增加。

3. 需求端

3.1. 锡焊料: 电子旺季拉动消费, 光伏需求维持强劲

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 6 月, 全球半导体销售额录得 461.3 亿美元, 同比下降 7.92%, 环比大幅上升了 14.5%; 从今年上半年的总体情况来看, 全球半导体销售额的反弹上行走势已经出现, 半导体新周期已然开启。

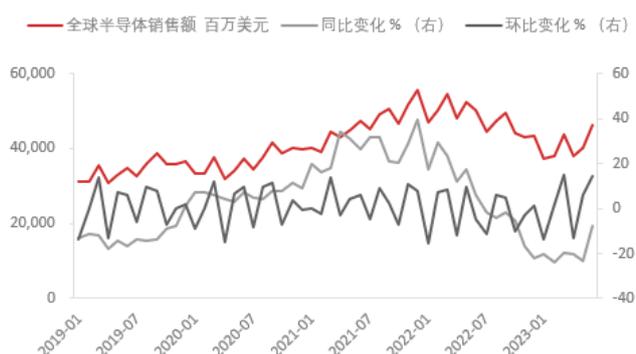
2023 年 7 月, 全国半导体产量录得 291.5 亿块, 同比增长 7.09%, 环比下降 7.89%; 7 月, 全国集成电路出口量录得 240.91 亿个, 同比上涨 1.93%, 环比下降 0.24%; 全国集成电路进口量录得 424 亿个, 同比下降 5.78%, 环比上升 2.57%。与半导体产量的环比下降同步, 手机、计算机在 7 月的产量也出现了环比下降: 手机产量为 1.21 亿台, 同比上升 0.42%, 环比下降 3.99%; 计算机产量为 2641.9 万台, 同比下降 22.6%, 环比下降 15.8%。光电子器件在 7 月产量为 1319.6 亿只, 同比增长 41.9%, 环比增长 6.62%。

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, 半导体新周期已经启动, 但国内产量在 7-8 月的淡季下出现一定幅度下滑。临近 9-10 月的电子产品消费旺季, 电子产品产量预计将出现回升, 且 8 月锡焊料消费出现好转, 预计 9-10 月焊料需求将维持在较好水平。

光伏领域，7月新增光伏装机量录得1874万千瓦，同比大幅增加173.58%，环比增加8.89%。出口方面，7月中国光伏组件净出口5亿个，同比增幅61.63%，环比增加17.46%。在2023年国内外光伏产业政策同时向好的情况下，光伏在9月预计仍将保持对锡焊料的强劲需求。

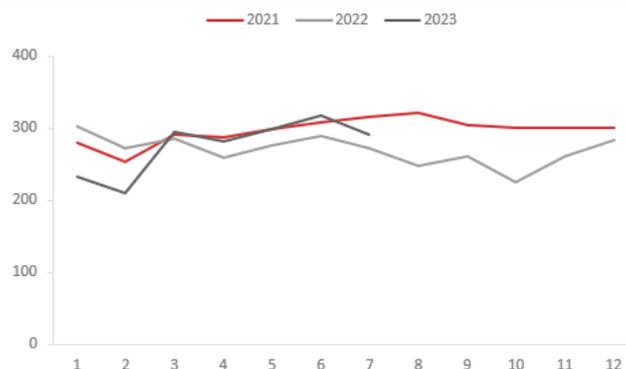
整体来看，在恢复和扩大消费的政策背景下，叠加半导体新周期启动、国内电子消费进入旺季，预计9-10月电子产品对锡焊料的消费将有所好转；同时得益于今年国内外同时向好的光伏政策，光伏焊料的需求仍将保持强劲态势。

图13 全球半导体销售周期



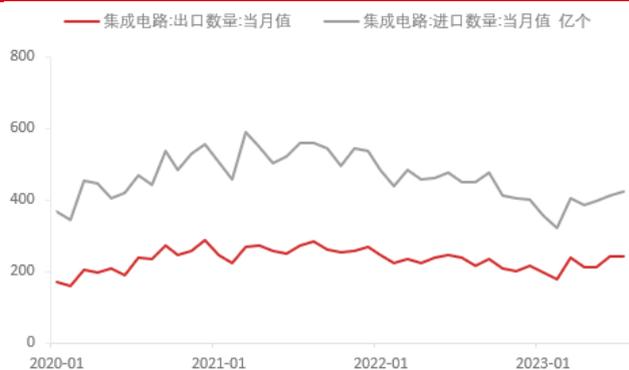
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

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



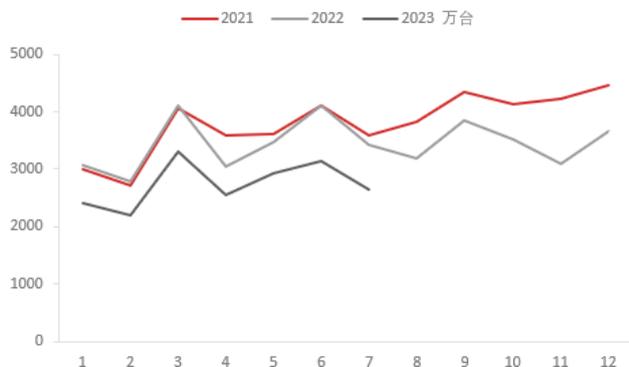
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图16 手机产量



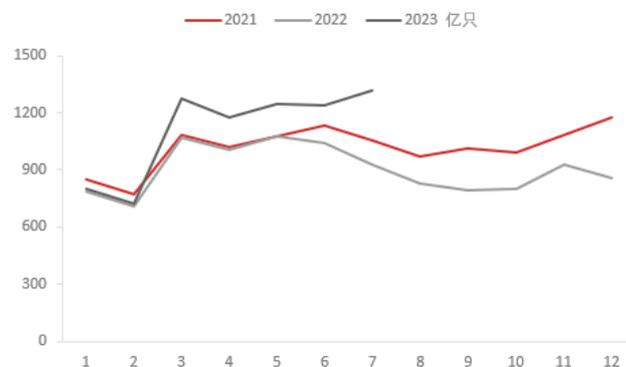
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图17 微型计算机设备产量



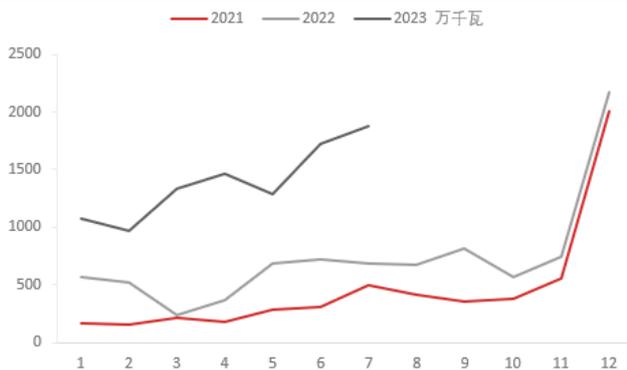
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图18 光电子器件产量



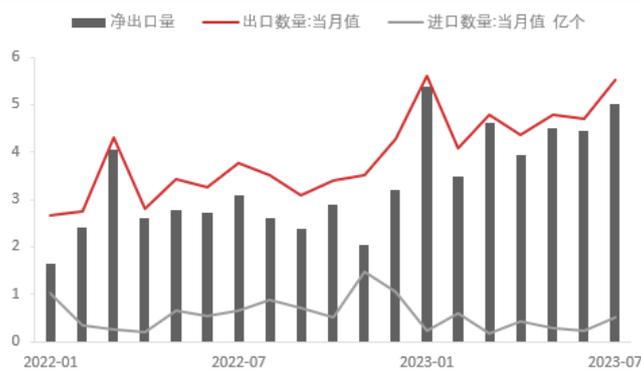
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

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

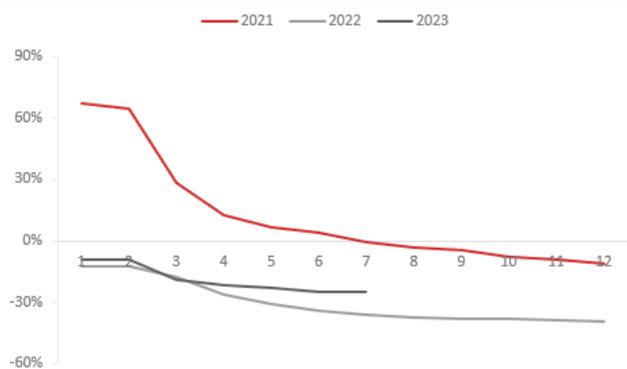
3.2. 锡化工：检修或拖累产量，锡化工消费无亮点

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 7 月地产竣工面积累计达到 38405.13 万 m²，同比增长 19.91%，较 6 月上升了 1.52%。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 8 月为地产施工、竣工的淡季，预计 8 月地产竣工情况或将走弱；而进入 9 月后，地产建设情况将有所好转，竣工或带动对 PVC 的消费，但在地产竣工大方向走弱的格局下，PVC 产量难以上行。

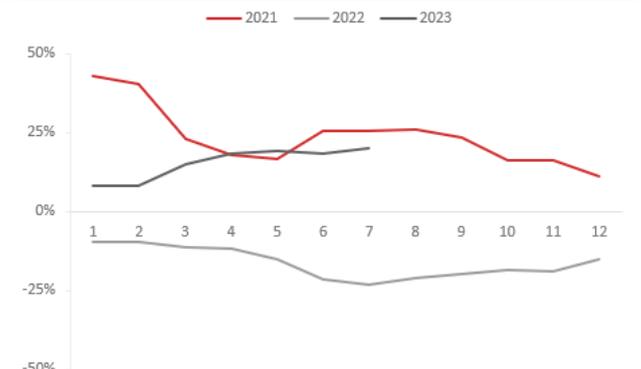
8 月，PVC 国内产量预计为 192 万吨左右，同比增长 7.84%，环比增长 0.56。8 月 PVC 产量的增加主要由出口量的增加引起，主要受美国地产回暖的带动。由于 9 月部分厂家计划检修，PVC 产量预计将出现一定程度的下滑，从而对锡化工的需求带来拖累。

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：旺季需求相对较好

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7月，国内铅酸电池企业的综合开工率在旺季下逐渐回升，从6月的59.57%上行至7月的65.27%；进入旺季后，更换铅酸蓄电池的需求逐渐显现，电池企业开工率将稳定在相对高位，电池产量或将产过上半年的水平。预计9月铅酸电池对锡的需求维持在较高水平。

图24 铅酸蓄电池企业开工率



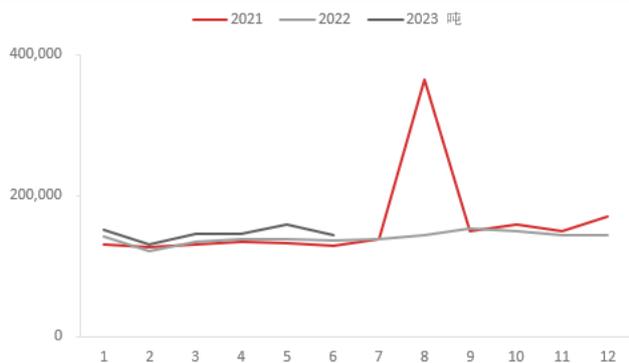
资料来源：SMM，东海期货研究所

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6月，国内镀锡板产量为14.42万吨，同比增加5.38%，环比下降9.06%；6月末库存录得9.47万吨，较5月末下降1.6万吨。

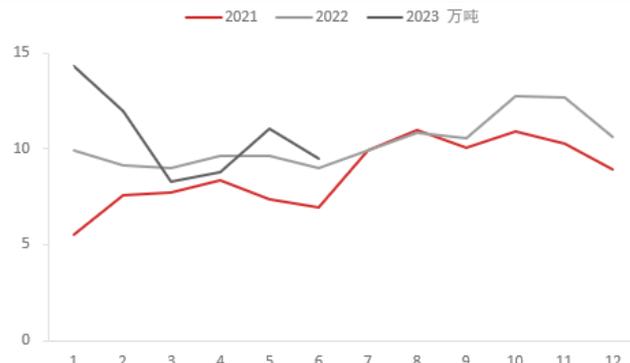
由于镀锡板的需求旺季在夏天，相应的产量会出现季节性增加，而其他月份的产量则相对平稳。因此，预计在9月份或因镀锡板旺季而短暂拉动锡的消费，四季度各月份预计恢复至常规月份产量。

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

在恢复和扩大消费的政策背景下，叠加半导体新周期启动、国内电子消费进入旺季，预计 9-10 月电子产品对锡焊料的消费将有所好转；光伏对锡焊料的需求预计保持强劲势头。铅酸蓄电池、镀锡板在 9 月旺季下预计对锡的需求环比增加；部分 PVC 生产商预计在 9 月份检修、产量环比下降，预计对锡的消费形成拖累。总体而言，9 月锡下游需求或较 8 月环比改善，但由于下游企业在 8 月沪锡价格下跌后进行了集中补库，故 9 月的采购积极性预计有所回落。

4. 库存：国内现去库迹象，海外库存或转降

社会库存方面，8 月 25 日锡锭社会库存录得 10504 吨，较 7 月 14 日 12056 吨的前期高位出现了明显下降——沪锡价格的回落带动了下游采购及补库的积极性。在现货成交明显好转、现货呈现小幅升水的情况下，沪锡近月合约呈现出 200 元左右的小 back 结构，锡锭仓单的保值空头向后移仓存在亏损，也被注销为现货而在市场流物，仓单量从 7 月 31 日的 9092 吨高位下降至 8 月 30 日的 7893 吨。

7 月末锡炼厂企业库存录得 2645 吨，在今年 3 月以来持续去库；且 8 月沪锡价格的回落带动下游企业集中补库，锡炼厂的企业库存、社会库存均出现较为紧张的局面。由于锡锭下游消费旺季来临，叠加缅甸矿山复产的不确定、供应扰动仍在，锡炼厂多数处在惜售的状态中，预计 9 月企业库存将在低位徘徊。

8 月间 LME 库存持续冲高至 6215 吨，伦锡 Cash-3M 持续回落至 \$325C 后出现企稳迹象——主要受国内进口窗口打开后锡锭进口商锁定比价的影响。在锁定的海外锡锭在 9 月逐渐通过集装箱海运至国内时，预计 LME 库存或转为去库走势。

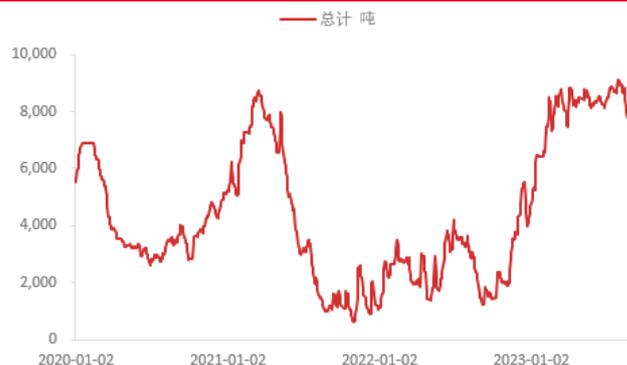
9 月，在锡锭全产业链货源偏紧的情况下，社会库存、仓单量和企业库存在消费旺季下或延续去库走势；LME 库存方面，在当前进口窗口打开、锡锭进口量预计增加的情况下，累库走势或转为去库。

图27 锡锭社会库存



资料来源：iFinD，东海期货研究所

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

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，根据美联储主席鲍威尔 8 月 25 日在杰克逊霍尔会议上讲话的精神，美联储仍存在继续加息的可能，直到通胀持续下降至 2% 的目标水平。国内方面，在 7 月政治局会议召开后，国内陆续出台恢复和扩大消费、地方政府发债、地产销售、提振资本市场等一揽子政策。海内外宏观政策变化仍将对商品价格形成共振影响，沪锡价格驱动逻辑仍在宏观共振与基本面变化之间交替。关注美国 8 月失业相关数据、CPI 数据、美联储的利率决议对美元指数的影响，以及国内经济政策的落地执行效果。

基本面，供给端，9 月锡精矿国内产量增幅有限，进口量因缅甸选厂的库存和复产而预计在 9-10 月保持相对稳定，但矿山谈判周期的不确定性和员工返工签证难预计对矿山的复产带来较大阻力；在锡焊料的旺季消费带动下，废锡供应情况预计边际改善；国内检修的炼厂在 8 月下旬已经复产，叠加锡锭进口窗口再度打开，9 月锡锭的国内产量、进口量预计较 8 月环比增加。需求端，在恢复和扩大消费的政策背景下，叠加半导体新周期启动、国内电子消费进入旺季，预计 9-10 月电子产品对锡焊料的消费将有所好转；光伏对锡焊料的需求预计保持强劲势头；铅酸蓄电池、镀锡板在 9 月旺季下预计对锡的需求环比增加；部分 PVC 生产商预计在 9 月份检修、产量环比下降，预计对锡的消费形成拖累；总体而言，9 月锡下游需求或较 8 月环比改善，但由于下游企业在 8 月沪锡价格下跌后进行了集中补库，故 9 月的采购积极性预计有所回落。在锡锭全产业链货源偏紧的情况下，社会库存、仓单量和企业库存在消费旺季下或延续去库走势；LME 库存方面，在当前进口窗口打开、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：当前沪锡价格走势的支配逻辑仍在于锡精矿的供应，叠加锡锭可流通货量偏紧，下游逢低补库的意愿较强，沪锡价格大幅做空的难度较大；但缅甸选厂复产预计将稳定 9-10 月的锡精矿进口，短期内沪锡价格冲高压力亦不容忽视——预计短期内沪锡价格以震荡为主。但随着矿端矛盾的不断凸显，沪锡价格或突破震荡区间后上行。

风险因素：缅甸矿山复产速度超预期、选矿厂原料库存量及复产时间超预期

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，未经书面许可，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