

2023年11月02日

关注价格驱动力的转换，期价或先抑后扬

——沪锡11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：guzx@qh168.com.cn

投资要点：

- **宏观：**海外方面，关注美联储在11月2日、12月14日的两次利率上限决议，以及影响美联储决策的美国就业、通胀数据；关注巴以局势变化对市场情绪可能带来的冲击，以及缅甸局势进展对锡矿复产带来的影响。国内方面，关注11-12月宏观高频数据，判断国内经济政策的落地执行效果；重点关注12月的2024年中央经济工作会议，并对可能产生的市场多头情绪及价格共振保持警惕。
- **供给：**11-12月的国内锡精矿产量增量主要来自于银漫矿业技改，但整体增幅有限；缅甸选厂的库存锡精矿不断消耗，预计11-12月的进口量水平将较7-8月显著下降。11-12月国内炼厂生产或因锡精矿的逐渐紧张而有所下滑；而受国庆长假带来的锁定内外进口比价时间减少的影响，11月锡锭进口量预计较10月环比下降，但进口量或因国内产量的下降而在12月份再度反弹。
- **需求：**11-12月间，国内电子消费进入淡季，而光伏组件的生产也出现明显下滑，对焊料需求明显走弱，预计对锡锭的需求造成拖累；镀锡板在淡季下的需求也出现明显减量；PVC或因地产年底赶工期、出口等因素而需求量维持在高位，但对锡锭需求的边际影响相对较小；铅酸蓄电池因气温下降而更换需求较大，对锡的需求维持在相对较高水平。总体而言，锡下游消费进入淡季，环比10月将出现下滑。
- **库存：**在进入11-12月消费淡季后，社会库存、仓单量和企业库存恐难以出现持续去化的走势，并可能因进口锡锭的流入而出现一定幅度的累库；LME库存方面，由于国内需要进口锡锭来补充供给缺口，势必分流海外交割量，伦锡库存或高位徘徊。
- **结论及操作：**（1）11月，在锡精矿短缺尚未引起较大范围的减停产和锡锭供应短缺的情况下，外加进口锡锭的持续流入，沪锡价格缺乏持续上行的动力；但下游消费进入淡季，或拖累锡价走势；沪锡价格或仍以震荡为主，但警惕突破造成的震荡区间下移。
（2）进入12月，对2024年中央经济工作会议可能带来的宏观情绪转多保持关注，并提防市场在多头情绪下再度炒作锡精矿短缺，带来沪锡价格的共振上行。
- **风险因素：**矿山迅速复产、12月市场情绪不及预期

正文目录

1. 行情回顾	4
2. 供应端	5
2.1. 锡精矿：进口量逐渐下滑，中长期供应仍偏紧	5
2.2. 精炼锡：产量恐易降难增，进口量或先降后增	6
2.3. 供应小结	7
3. 需求端	7
3.1. 锡焊料：电子消费有所转淡，光伏需求出现回落	7
3.2. 锡化工：PVC 需求或维持高位，边际影响有限	9
3.3. 铅酸电池：需求维持在较高水平	10
3.4. 镀锡板：淡季消费形成拖累	10
3.5. 需求小结	11
4. 库存：社库去化难持续，海外库存高位徘徊	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 费城半导体指数 (SOX)	8
图 15 中国半导体产量	8
图 16 中国集成电路进出口量	8
图 17 手机产量	8
图 18 微型计算机设备产量	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 镀锡板出口量	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 10 月 31 日收盘，沪锡主力合约收盘价为 210640 元，月度跌幅为 3.02%；同一时间，伦锡 3M 合约的收盘价为 24715 美元，月度涨幅为 2.55%。

2023 年 10 月，沪锡价格走势整体处于（20.9 万，22 万）的区间内震荡，但大致分为两个阶段：第一阶段，10 月 9 日至 18 日，十一长假之后，国庆锡锭社会库存大幅增加 646 吨至 9396 吨，沪锡价格节后低开下行，但下游趁价格下跌后积极补库，导致库存再度大幅下降 1194 吨至 8202 吨，沪锡价格确认底部后节节攀升、触及 22 万附近；第二阶段，10 月 19 日至 31 日，下游在畏高情绪下补库意愿下降，社会库存再度增加 1118 吨至 9320 吨，除因美国三季度 GDP、9 月核心 PCE 数据公布、中美高层互访等因素造成沪锡价格短暂反弹外，沪锡价格连续回落至 21 万附近。

由于 10 月沪锡价格在相对的低位震荡，下游企业仍有一定的补库积极性，现货维持在小幅升水附近；但随着淡季下游消费的逐渐转弱，现货升水有所下滑，SN2311-2312 的结构从 200 元左右的小 back 向 100 元左右的 contango 变化。在锡锭进口窗口持续打开的情况下，海外锡锭持续进口至国内，伦锡 Cash-3M 的结构有所企稳、在 200C 附近波动。

图 1 沪锡价格走势



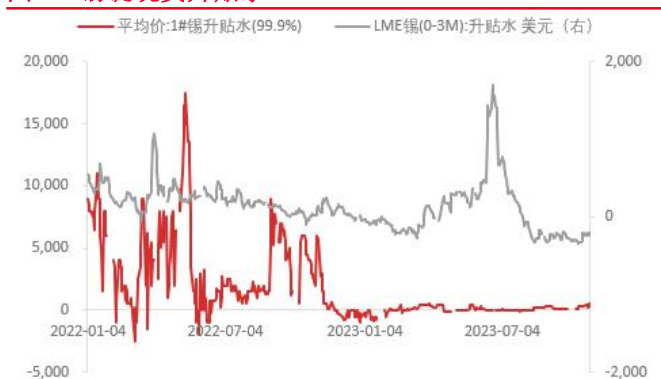
资料来源：iFinD，东海期货研究所

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. 锡精矿：进口量逐渐下滑，中长期供应仍偏紧

2023年7月，国内锡精矿产量为4855吨，同比下降10.88%，环比下降15.31%。2023年国内锡精矿产量增量主要来自于银漫矿业技改，其自7月10日复产后，在四季度产量预计达到3583吨；其余矿山产量暂无大规模增减计划。

9月，锡精矿进口量为7262.51吨，同比下降54.79%，环比下降73.18%。其中，来自于缅甸的进口量为1421吨，占比19.57%；来自刚果（金）的进口量为2065吨，占比28.43%；来自缅甸的锡精矿进口比重大幅下滑。9月进口量大幅下滑的主要原因在于：缅甸选厂部分时间段停产，叠加在矿山未复产之前对原料库存的消耗，出口量出现下滑；在9月中旬选厂正式复产后，在10月对中国的锡精矿出口量或环比有所上升——但在选厂库存不断消耗、矿山复产尚未落地的情况下，预计11-12月来自于缅甸的锡精矿进口量难以恢复至7-8月的高位。

当前，缅北打击电信诈骗的局势仍在如火如荼地上演，矿山的后续谈判工作尚未出现实质性结果，而在8月停矿后的中国籍工人早已回到国内，受缅北局势的影响，矿山工作人员返回缅北的工作签证在短期内恐难以落实，矿山的复工节奏恐推迟至2024年。虽然国内锡炼厂的原料库存多数保持在1个月以上的水平，但恐难以维持至缅甸矿山复产。

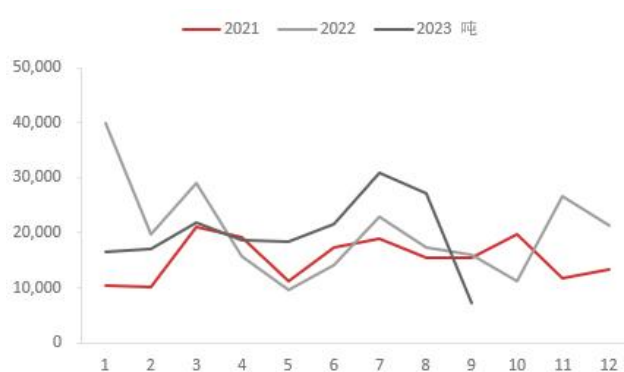
综上，11-12月的国内锡精矿产量增量主要来自于银漫矿业技改，但整体增幅有限；缅甸选厂的库存锡精矿不断消耗，预计11-12月的进口量水平将较7-8月显著下降；缅北局势、矿山谈判、返工签证等限制复产的因素仍萦绕不散，持续关注其对炼厂生产的边际影响。

图5 国内锡精矿产量



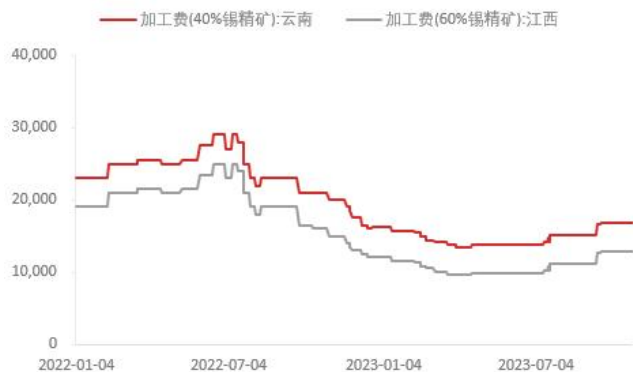
资料来源：SMM，东海期货研究所

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

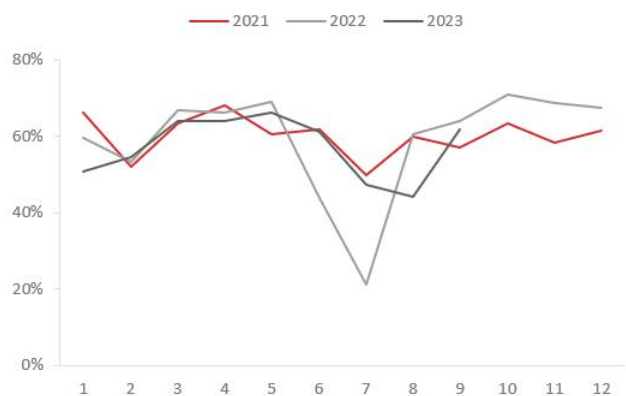


资料来源：iFinD，东海期货研究所

2.2. 精炼锡：产量恐易降难增，进口量或先降后增

2023年9月，精炼锡产量录得1.54万吨，同比上升1.99%，环比上升45.28%；开工率从8月的44.19%上升至9月的66.34%。在8月下旬炼厂逐渐从检修中恢复生产后，9月炼厂原料仍可稳定生产，从而带来月度产量恢复至检修前水平；进入10月后，由于锡精矿供应问题已初现端倪，部分炼厂因原料供应问题而出现减停产，开工率有所回落。在缅甸锡精矿进口量逐渐回落、炼厂原料库存不断消耗的情况下，11-12月的锡炼厂产量恐易降难增。

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

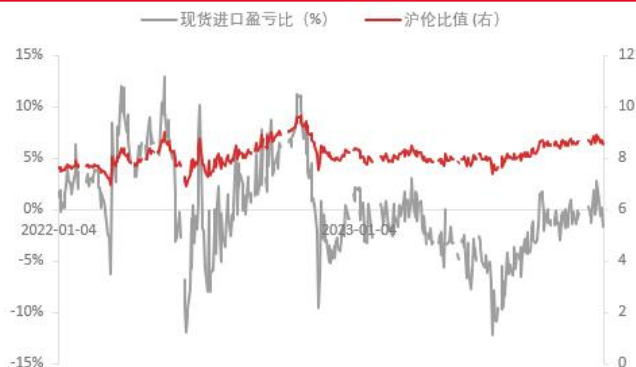


资料来源：iFinD，东海期货研究所

2023年9月，锡锭累计进口量为2924.22吨，同比增长1.45%，环比增长23.91%。9月锡锭现货进口盈亏在（-2.96%，1%）内波动，10月的锡锭进口比价处于（-1.64%，2.84%）的区间内波动，叠加票据套利等因素，进口维持在盈利水平，印尼等海外锡锭得以源源不断流入国内。在十一长假的影响下，10月可锁定内外比价的时间相对较短，预计11月锡锭进口量或环比下降；但随着锡精矿短缺对炼厂生产带来的扰动增加，国内供给缺口需要由进口锡锭来补充，12月进口量或环比增加。

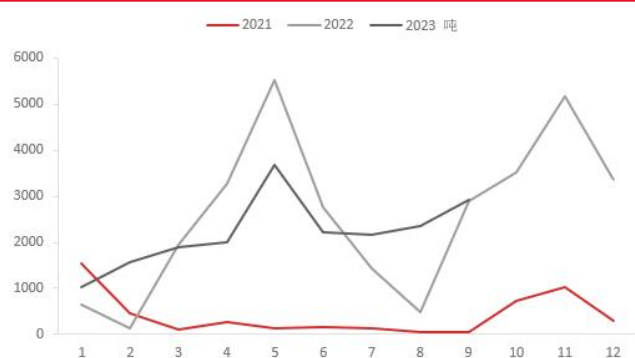
综上，11-12月国内炼厂生产或因锡精矿的逐渐紧张而有所下滑；而受国庆长假带来的锁定内外进口比价时间减少的影响，11月锡锭进口量预计较10月环比下降，但进口量或因国内产量的下降而在12月份再度反弹。

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，11-12 月的国内锡精矿产量增量主要来自于银漫矿业技改，但整体增幅有限；缅甸选厂的库存锡精矿不断消耗，预计 11-12 月的进口量水平将较 7-8 月显著下降。11-12 月国内炼厂生产或因锡精矿的逐渐紧张而有所下滑；而受国庆长假带来的锁定内外进口比价时间减少的影响，11 月锡锭进口量预计较 10 月环比下降，但进口量或因国内产量的下降而在 12 月份再度反弹。

3. 需求端

3.1. 锡焊料：电子消费有所转淡，光伏需求出现回落

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 8 月，全球半导体销售额录得 438.6 亿美元，同比下降 6.99%，环比上升了 6.38%；而作为领先指标的费城半导体指数从 10 月 2 日的 3448.9 点下降至 10 月 30 日的 3185.2 点，延续了 9 月初以来的回落走势。

2023 年 9 月，全国半导体产量录得 305.3 亿块，同比增长 16.79%，环比下降 2.24%；9 月，全国集成电路出口量录得 243.33 亿个，同比上涨 4.22%，环比上涨 1.09%；全国集成电路进口量录得 425.51 亿个，同比下降 10.61%，环比下降 2.18%。与半导体产量的环比增长同步，手机、计算机在 9 月的产量环比增长：手机产量为 1.59 亿台，同比上升 2.29%，环比上升 24.9%；计算机产量为 3255.9 万台，同比下降 15.45%，环比上升 5.29%。

虽然电子产品产量在 9 月维持高位，但手机产量、计算机设备产量作为滞后指标，较难反应锡焊料消费的走弱。从实际情况来看，10 月后电子消费已出现转淡迹象，锡焊料需求也存在不同程度的下滑；预计该淡季将持续至今年 12 月底，或在明年 1 月的春节前消费的带动下出现阶段性好转。

光伏领域，9 月新增光伏装机量录得 1578 万千瓦，同比大幅增加 94.1%，环比减少 1.38%。出口方面，9 月中国光伏组件净出口 3.72 亿个，同比增幅 57.28%，环比下

降 13.11%。虽然光伏新增装机量在 11-12 月仍可能创出新高，但光伏组件对锡焊料的需求要领先于新增装机量；从实际需求来看，11-12 月的光伏订单生产已呈现下滑走势，对锡焊料的需求也出现明显下滑。

整体来看，11-12 月间，国内电子消费进入淡季，而光伏组件的生产也出现明显下滑，对焊料需求明显走弱，预计对锡锭的需求造成拖累。

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 费城半导体指数 (SOX)



资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 15 中国半导体产量



资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 16 中国集成电路进出口量



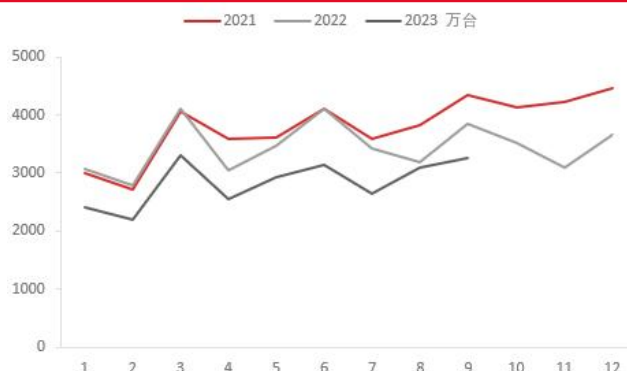
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 17 手机产量



资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 18 微型计算机设备产量



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

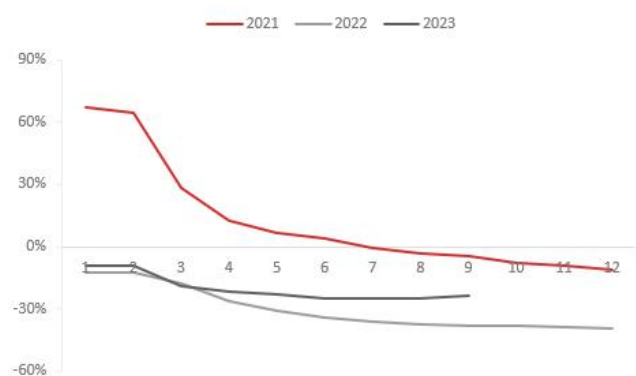
3.2. 锡化工：PVC 需求或维持高位，边际影响有限

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 9 月地产竣工面积累计达到 48704.63 万 m²，同比增长 19.14%，较 8 月增长了 0.52%。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，但 9 月为地产施工、竣工的旺季，故 9 月地产竣工情况小幅反弹。而进入 10 月后，在“金九银十”的传统旺季影响下，地产建设情况将有所好转，竣工或带动对 PVC 的消费。

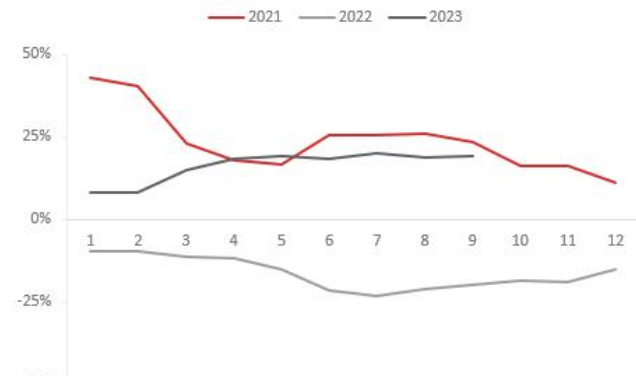
10 月，PVC 国内产量预计为 198 万吨左右，同比增长 9.33%，环比上涨 1.92%。10 月 PVC 产量的增加，主要因为部分生产商从检修中恢复生产。进入 11-12 月后，地产施工、竣工进度或因年底赶工期的原因而有所加快，PVC 作为竣工后周期内的消费品，其需求量或维持在高位；但由于锡化工在下游消费中的占比并不高，对锡锭需求的边际影响相对较小。

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：需求维持在较高水平

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夏冬两季、以及春节后，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 9 月，国内铅酸电池企业的综合开工率在旺季下逐渐回升，从 8 月的 69.98% 持续上行至 9 月的 71.4%。10-12 月间，由于全国气温逐渐下降，铅酸电池的性能因温度变化而容易下降，带来较强的更换需求，因此，预计其对锡的需求维持在较高水平。

图 24 铅酸蓄电池企业开工率

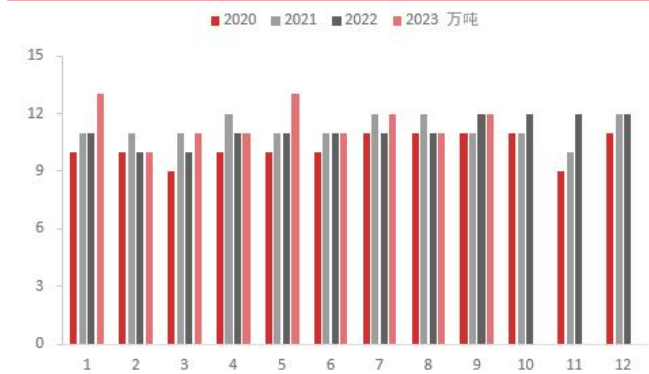


资料来源：SMM，东海期货研究所

3.4. 镀锡板：淡季消费形成拖累

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 9 月，国内镀锡板产量为 12 万吨，环比增加 9.09%；9 月镀锡板出口量录得 89355 万吨，同比下降 22.17%，环比下降 13.52%。但在进入 10 月的淡季后，镀锡板需求显著下滑，下游部分厂家产量下滑三分之一，预计在 11-12 月前，镀锡板的消费将维持在淡季的较低水平。

图 25 镀锡板产量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 26 镀锡板出口量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

3.5. 需求小结

11-12 月间，国内电子消费进入淡季，而光伏组件的生产也出现明显下滑，对焊料需求明显走弱，预计对锡锭的需求造成拖累；镀锡板在淡季下的需求也出现明显减量；PVC 或因地产年底赶工期、出口等因素而需求量维持在高位，但对锡锭需求的边际影响相对较小；铅酸蓄电池因气温下降而更换需求较大，对锡的需求维持在相对较高水平。总体而言，锡下游消费进入淡季，环比 10 月将出现下滑。

4. 库存：社库去化难持续，海外库存高位徘徊

社会库存方面，10 月 27 日锡锭社会库存录得 9423 吨，与 10 月 9 日 9396 吨相比并无明显变化；但在月中却出现了“先大幅去库至 8202 吨、再大幅累库至 9423 吨”的走势，反映了长假后下游的补库需求和逐渐转弱的消费。与社库走势相一致，仓单量先从 10 月 9 日的 6791 吨下降至 16 日的 6020 吨，再度反弹至 31 日的 6469 吨。9 月末锡炼厂企业库存录得 3760 吨，较 8 月的 3125 吨有所反弹——主要原因在于下游企业在长假前便补库完毕，长假来临时反而出现了累库。在消费拖累下，现货升贴水不断走低，沪锡近月合约逐渐从 200 元左右的 Back 结构转为了 100 元左右的 Contango 结构。

10 月间 LME 库存处于（7090, 7560）吨的区间内上下波动，伦锡 Cash-3M 在（-\$339, -\$199.5）的区间内震荡——主要受国内进口窗口打开后锡锭进口商锁定比价、现货升贴水企稳的影响。

在进入 11-12 月消费淡季后，社会库存、仓单量和企业库存恐难以出现持续去化的走势，并可能因进口锡锭的流入而出现一定幅度的累库；LME 库存方面，由于国内需要进口锡锭来补充供给缺口，势必分流海外交割量，伦锡库存或高位徘徊。

图 27 锡锭社会库存



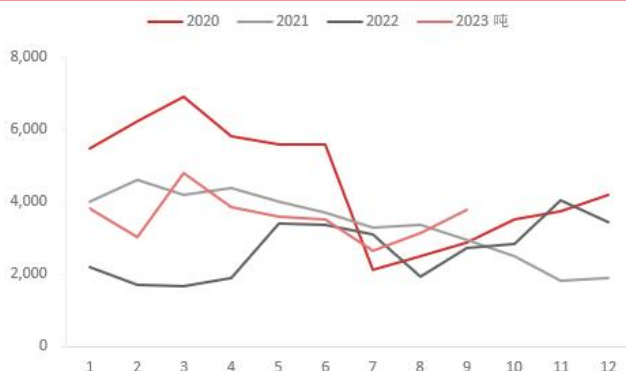
资料来源：iFinD，东海期货研究所

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：海外方面，关注美联储在 11 月 2 日、12 月 14 日的两次利率上限决议，以及影响美联储决策的美国就业、通胀数据；关注巴以局势变化对市场情绪可能带来的冲击，以及缅北局势进展对锡矿复产带来的影响。国内方面，关注 11-12 月宏观高频数据，判断国内经济政策的落地执行效果；重点关注 12 月的 2024 年中央经济工作会议，并对可能产生的市场多头情绪及价格共振保持警惕。

基本面：供给端，11-12 月的国内锡精矿产量增量主要来自于银漫矿业技改，但整体增幅有限；缅甸选厂的库存锡精矿不断消耗，预计 11-12 月的进口量水平将较 7-8 月显著下降。11-12 月国内炼厂生产或因锡精矿的逐渐紧张而有所下滑；而受国庆长假带来的锁定内外进口比价时间减少的影响，11 月锡锭进口量预计较 10 月环比下降，但进口量或因国内产量的下降而在 12 月份再度反弹。需求端，11-12 月间，国内电子消费进入淡季，而光伏组件的生产也出现明显下滑，对焊料需求明显走弱，预计对锡锭的需求造成拖累；镀锡板在淡季下的需求也出现明显减量；PVC 或因地产年底赶工期、出口等因素而需求量维持在高位，但对锡锭需求的边际影响相对较小；铅酸蓄电池因气温下降而更换需求较大，对锡的需求维持在相对较高水平。总体而言，锡下游消费进入淡季，环比 10 月将出现下滑。库存方面，在进入 11-12 月消费淡季后，社会库存、仓单量和企业库存恐难以出现持续去化的走势，并可能因进口锡锭的流入而出现一定

幅度的累库；LME 库存方面，由于国内需要进口锡锭来补充供给缺口，势必分流海外交割量，伦锡库存或高位徘徊。

结论：（1）11 月，在锡精矿短缺尚未引起较大范围的减停产和锡锭供应短缺的情况下，外加进口锡锭的持续流入，沪锡价格缺乏持续上行的动力；但下游消费进入淡季，或拖累锡价走势；沪锡价格或仍以震荡为主，但警惕突破造成的震荡区间下移。

（2）进入 12 月，对 2024 中央经济工作会议可能带来的宏观情绪转多保持关注，并提防市场在多头情绪下再度炒作锡精矿短缺，带来沪锡价格的共振上行。

风险因素：矿山迅速复产、12 月市场情绪不及预期

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