

2023年10月9日

矿端短缺或渐显明，警惕价格震荡后上破

——沪锡10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：**宏观，美国9月非农就业人数超预期，经济韧性较好，美联储暂停加息一次，美元指数在利多出尽后回落，伦锡走势在下跌后亦出现反弹。国内方面，关注宏观高频数据，判断国内经济政策的落地执行效果；对恒大事事件可能给市场带来的连锁反应保持警惕。
- **供给：**9月锡精矿进口量仍然维持在高位，带来国内加工费的上调；但中长期来看，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，锡精矿的供应短缺或在10月下旬逐渐显现。10月国内炼厂暂无生产扰动、产量较9月预计保持稳定；而受国庆长假带来的锁定内外进口比价时间减少的影响，10月锡锭进口量预计较9月环比下降。
- **需求：**半导体新周期启动、叠加国内电子消费进入旺季，预计10月电子产品对锡焊料的需求将有所好转；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。铅酸蓄电池在10月旺季下预计对锡的需求维持在相对高位；在电石货源宽松、出口较好的情况下，叠加“金九银十”的地产旺季，PVC在10月的产量预计维持在相对高位，对锡的消费影响边际有限；镀锡板在淡季下的消费或走弱；考虑长假对锡下游生产的影响，10月锡下游需求或较9月环比回落。
- **库存：**在经过十一长假后，社会库存、仓单量和企业库存预计将出现一定幅度的累库；LME库存方面，在欧洲锡锭升水高企、国内进口量无明显增加的情况下，或延续累库走势。
- **结论及操作：**在假期外盘的影响下，叠加可能出现的累库，预计沪锡价格在节后的价格将出现小幅回落。由于锡精矿短缺的问题或逐渐显现，沪锡价格下方支撑较强、出现持续下挫的概率较低；但短期内消费或较为平稳、无爆发式增长，在锡精矿未明显短缺前，沪锡价格亦难以出现持续上涨，或仍以震荡为主，需警惕价格的向上突破。
- **风险因素：**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	5
2.1. 锡精矿：短期进口量较高，中长期供应仍偏紧	5
2.2. 精炼锡：产量预计稳定，进口量或环比下降	6
2.3. 供应小结	7
3. 需求端	7
3.1. 锡焊料：新周期与旺季拉动消费，光伏需求维持强劲	7
3.2. 锡化工：PVC 产量或高位震荡，边际影响有限	9
3.3. 铅酸电池：旺季需求相对较好	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：长假后国内或累库，海外库存维持增长	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 9 月 28 日下午收盘，沪锡主力合约收盘价为 217200 元，月度涨幅为 0.42%；伦锡 3M 合约在 9 月 29 日的收盘价为 24155 美元，月度跌幅为 4.01%。

2023 年 9 月，沪锡价格走势整体处于（21.3 万，22.5 万）的区间内震荡；在缅甸停矿周期可能较长的情况下，锡精矿在中长期的供应仍然紧张，做空沪锡价格的难度较高；但缅甸选厂复产后，存量原矿库存仍可保证短期内的选矿需求，锡精矿供应量仍然维持着较高的水平，带动锡精矿加工费出现了 1500 元/吨左右的上调，也给沪锡价格带来压力、使其上涨走势难以持续。

由于 9 月沪锡价格在相对的低位震荡，叠加中秋、国庆假期的备货需求，下游企业补库积极性较好，锡锭社会库存也出现较为明显的去库，现货维持在小幅升水附近；临近长假，在交割博弈的压力下，SN2310-2311 出现了 1000B 以上的 back 结构。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



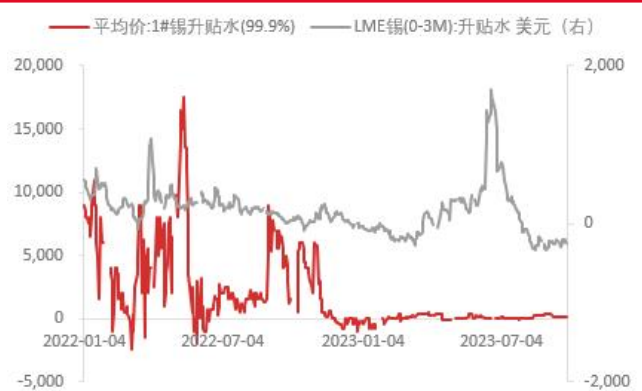
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 2 伦锡价格走势



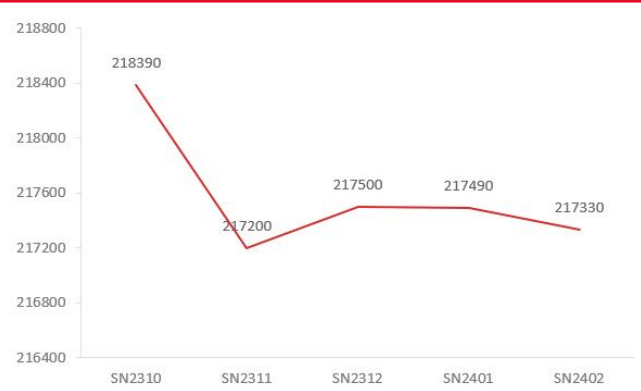
资料来源：iFinD，东海期货研究所

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. 锡精矿：短期进口量较高，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，其在7月10日复产后，三、四季度产量预计达到4859吨。

8月，锡精矿进口量为27079.99吨，同比上升57.19%，环比下降12.29%。其中，来自于缅甸的进口量为22845.12吨，占比84.36%；来自刚果（金）的进口量为2085.29吨，占比7.7%；来自缅甸的锡精矿仍然占据了举足轻重的地位。8月进口量仍然维持较高水平的原因主要在于：缅甸矿山虽然如期停矿，但并不禁止选矿厂的库存继续向中国出口，而选矿厂在8月前积累了较多的原矿库存可供采选，从而保证了锡精矿在8月的出口量。

虽然选厂充足的原料库存保障了短期生产和锡精矿的出口，加工费出现1500元/吨左右的上调。但中长期来看，缅甸佤邦停矿后，矿山开采的后续谈判预计将持续数月；且相应的中国矿山工作人员均已回到国内，其返回缅北的工作签证签发进度较慢，预计谈判结束后的矿山复工的节奏相对缓慢。预计锡精矿的短缺将在10月下旬逐渐显现。

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，且该短缺情况或在10月下旬逐渐显现。

图5 国内锡精矿产量



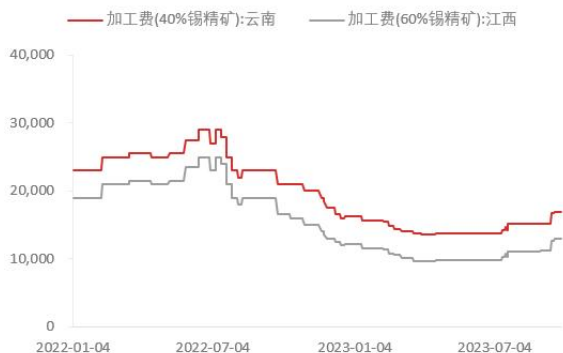
资料来源：SMM，东海期货研究所

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：产量预计稳定，进口量或环比下降

2023年8月，精炼锡产量录得1.06万吨，同比下降25.87%，环比下降7.02%；开工率从7月的47.41%下降至8月的44.19%。8月产量的下降主要是因为国内炼厂的集中检修，虽然在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。9月国内精炼锡产量预计为1.48万吨，开工率预计录得61.85%——主要受炼厂复产、锡精矿供应充裕稳定的影响。

进入10月后，由于锡精矿短期供应和国内炼厂生产预计正常，预计锡锭产量环比9月维持稳定。

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

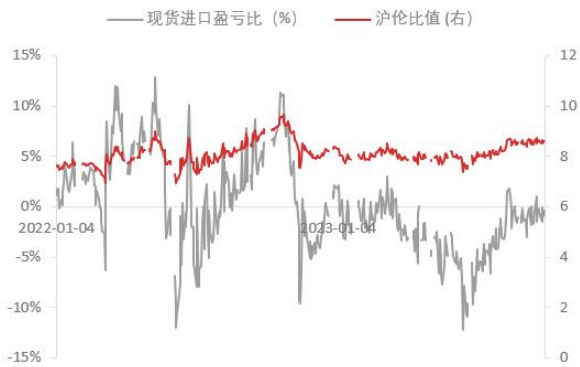


资料来源：iFinD，东海期货研究所

2023年8月，锡锭累计进口量为2359.86吨，同比增长381.24%，环比下降8.6%。8月进口量较7月环比小幅下降，在当前进口比价已在进口盈利附近波动的情况下，该减少属于正常的数量波动；但在10月国庆长假的影响下，预计锡锭进口贸易商锁定比价的时间较短，预计锡锭进口量将环比9月下降。

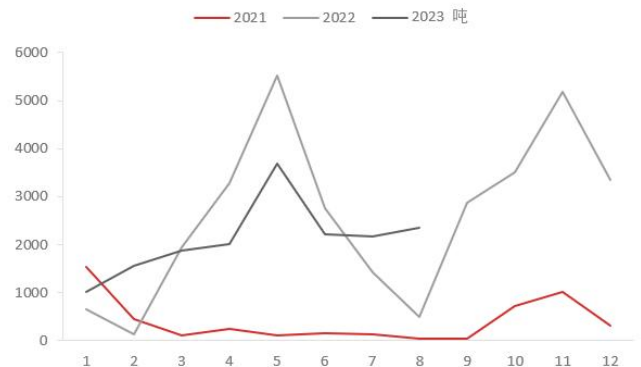
综上，10月国内炼厂暂无生产扰动、产量较9月预计保持稳定；而受国庆长假带来的锁定内外进口比价时间减少的影响，10月锡锭进口量预计较9月环比下降。

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月锡精矿进口量仍然维持在高位，带来国内加工费的上调；但中长期来看，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，锡精矿的供应短缺或在10月下旬逐渐显现。10月国内炼厂暂无生产扰动、产量较9月预计保持稳定；而受国庆长假带来的锁定内外进口比价时间减少的影响，10月锡锭进口量预计较9月环比下降。

3. 需求端

3.1. 锡焊料：新周期与旺季拉动消费，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7月，全球半导体销售额录得412.2亿美元，同比下降7.27%，环比下降了12.35%；而作为领先指标的费城半导体指数从9月1日的3682.8点下降至9月29日的3434.3点。从今年的总体情况来看，费城半导体指数整体处于上行通道中，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。

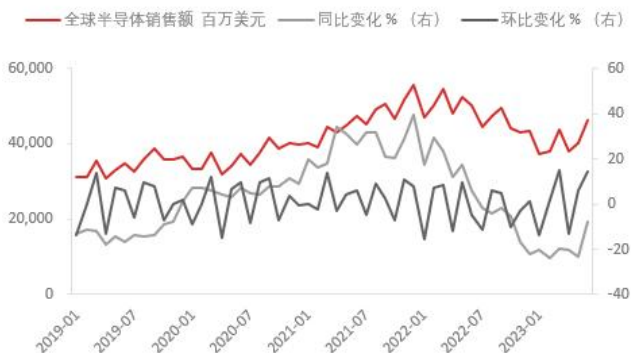
2023年8月，全国半导体产量录得312.3亿块，同比增长26.23%，环比增长7.14%；8月，全国集成电路出口量录得240.7亿个，同比上涨10.99%，环比下降0.08%；全国集成电路进口量录得434.98亿个，同比下降3.06%，环比上升2.59%。与半导体产量的环比增长同步，手机、计算机在8月的产量也出现了环比增长：手机产量为1.28亿台，同比下降0.05%，环比增长5.49%；计算机产量为3092.4万台，同比下降2.61%，环比上升17.5%。

在新的半导体周期启动后，国内电子产品产量出现一定幅度的回升，叠加9-10月的电子产品消费旺季，预计10月焊料需求将维持在较好水平。

光伏领域，8月新增光伏装机量录得1600万千瓦，同比大幅增加137.39%，环比减少14.62%。出口方面，7月中国光伏组件净出口4.35亿个，同比增幅66.07%，环比下降10.81%。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，半导体新周期启动、叠加国内电子消费进入旺季，预计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 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



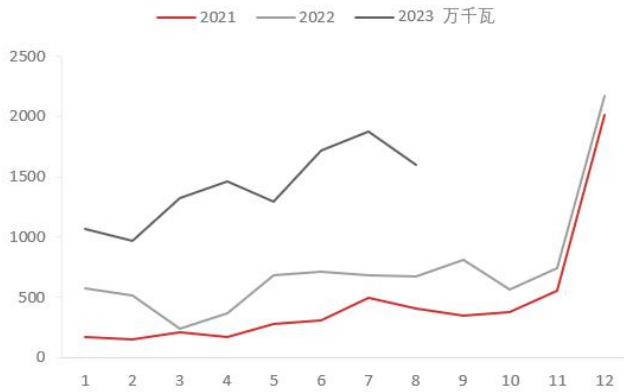
资料来源：iFind, 东海期货研究所

图 18 微型计算机设备产量



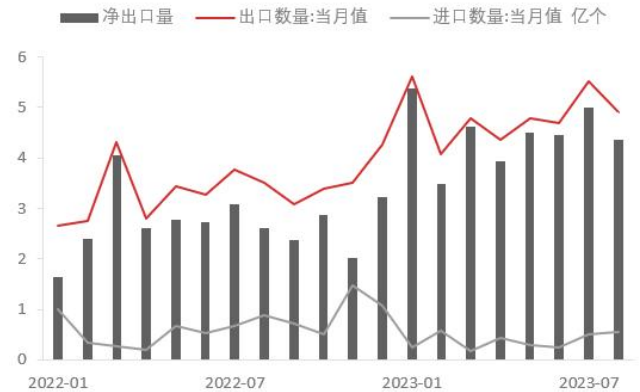
资料来源：iFind, 东海期货研究所

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

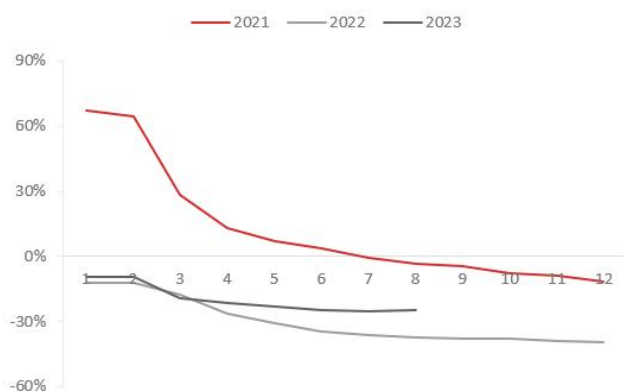
3.2. 锡化工：PVC 产量或高位震荡，边际影响有限

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 8 月地产竣工面积累计达到 43726.13 万 m²，同比增长 18.62%，较 7 月下降了 1.29%。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，故 8 月地产竣工情况环比走弱。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。

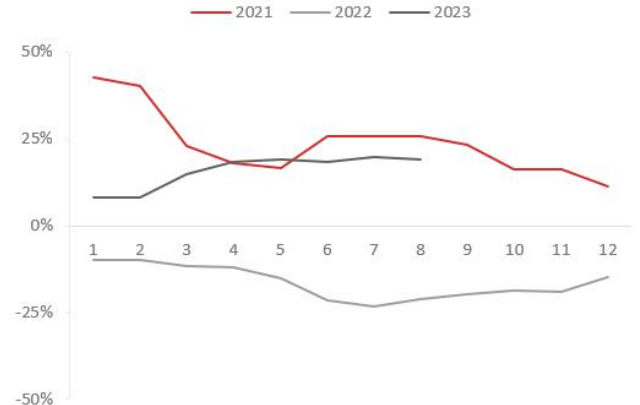
9 月，PVC 国内产量为 194.27 万吨左右，同比增长 8.9%，环比上涨 2.26%。9 月 PVC 产量的增加主要由两方面因素影响：第一，电石货源相对宽松，利于产量的增加；第二，出口量带动销量走强。预计 10 月 PVC 产量仍将在高位震荡，整体变动幅度不大，对锡的边际需求影响有限。

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 8 月，国内铅酸电池企业的综合开工率在旺季下逐渐回升，从 7 月的 65.27% 持续上行至 8 月的 69.98%；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。预计 10 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

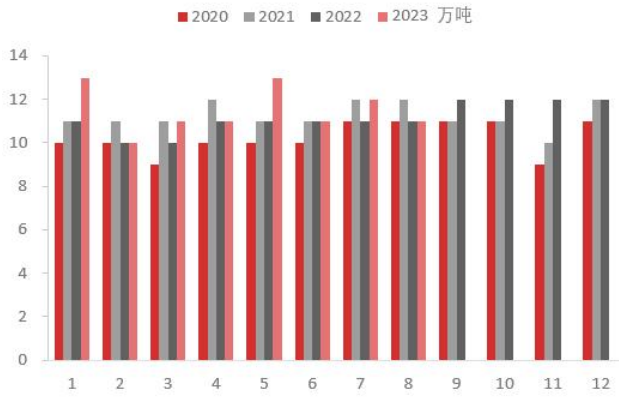


资料来源：SMM，东海期货研究所

3.4. 镀锡板：淡季消费形成拖累

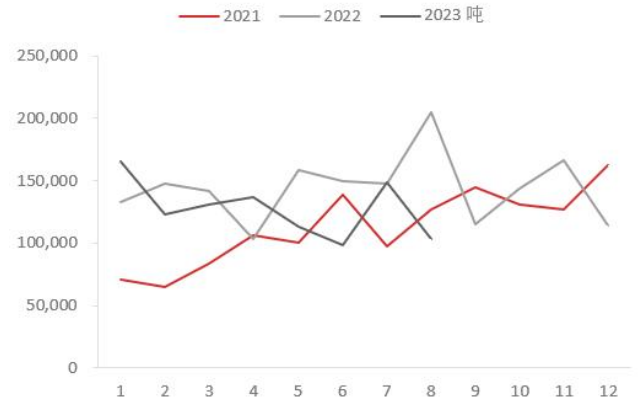
镀锡板作为锡的第四大下游，用量约占到下游消费的 7%。2023 年 8 月，国内镀锡板产量为 11 万吨，环比下降 8.33%；8 月镀锡板出口量录得 10.33 万吨，同比下降 49.47%，环比下降 30.53%。在镀锡板的需求逐渐进入淡季后，产量出现季节性下滑，预计在 10 月乃至年底前，镀锡板的消费将维持在淡季的较低水平。

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

在恢复和扩大消费的政策背景下，半导体新周期启动、叠加国内电子消费进入旺季，预计 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。铅酸蓄电池在 10 月旺季下预计对锡的需求维持在相对高位。在电石货源宽松、出口较好的情况下，叠加“金九银十”的地产旺季，PVC 在 10 月的产量预计维持在相对高位，对锡的消费影响边际有限。镀锡板在淡季下的消费或走弱。考虑长假对锡下游生产的影响，10 月锡下游需求或较 9 月环比回落。

4. 库存：长假后国内或累库，海外库存维持增长

社会库存方面，9 月 28 日锡锭社会库存录得 8750 吨，较 9 月 1 日 10260 吨出现了明显下降——中秋国庆长假的下游补库需求以及价格的低位震荡带动了下游采购的积极性。在现货成交明显好转、且在低仓单量的影响下，沪锡近月合约呈现出 1000 元左右的 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畅，仓单量从 8 月 30 日的 7893 吨高位下降至 9 月 28 日的 7062 吨。

8 月末锡炼厂企业库存录得 3125 吨，较 7 月的 2645 吨有所反弹；9 月沪锡价格的地位震荡、叠加下游在长假前存在补库需求，预计带动锡炼厂的企业库存下行。由于锡焊料消费旺季来临，叠加节后的补库需求，预计 10 月企业库存仍将在低位徘徊。

9 月间 LME 库存冲高至 7515 吨，伦锡 Cash-3M 在（-\$334，-\$194）的区间内窄幅震荡——主要受国内进口窗口打开后锡锭进口商锁定比价的影响。在欧洲锡锭现货升贴水较高的情况下，锡锭现货交仓有利可图，带动 LME 库存的持续上行。

10 月，在经过十一长假后，社会库存、仓单量和企业库存预计将出现一定幅度的累库；LME 库存方面，在欧洲锡锭升水高企、国内进口量无明显增加的情况下，或延续累库走势。

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



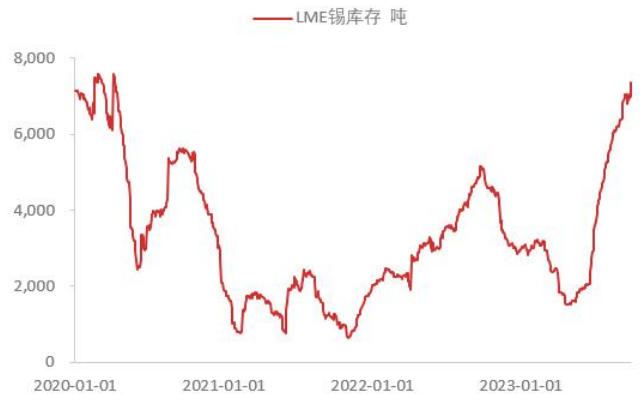
资料来源：iFinD，东海期货研究所

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，美国 9 月非农就业人数超预期，经济韧性较好，美联储暂停加息一次，美元指数在利多出尽后回落，伦锡走势在下跌后亦出现反弹。国内方面，关注宏观高频数据，判断国内经济政策的落地执行效果；对恒大事件可能给市场带来的连锁反应保持警惕。

基本面，供给端，9 月锡精矿进口量仍然维持在高位，带来国内加工费的上调；但中长期来看，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，锡精矿的供应短缺或在 10 月下旬逐渐显现。10 月国内炼厂暂无生产扰动、产量较 9 月预计保持稳定；而受国庆长假带来的锁定内外进口比价时间减少的影响，10 月锡锭进口量预计较 9 月环比下降。需求端，半导体新周期启动、叠加国内电子消费进入旺季，预计 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。铅酸蓄电池在 10 月旺季下预计对锡的需求维持在相对高位；在电石货源宽松、出口较好的情况下，叠加“金九银十”的地产旺季，PVC 在 10 月的产量预计维持在相对高位，对锡的消费影响边际有限；镀锡板在淡季下的消费或走弱；考虑长假对锡下游生产的影响，10 月锡下游需求或较 9 月环比回落。库存方面，在经过十一长假后，社会库存、仓单量和企业库存预计将出现一定幅度的累库；LME 库存方面，在欧洲锡锭升水高企、国内进口量无明显增加的情况下，或延续累库走势。

操作建议：在假期外盘的影响下，叠加可能出现的累库，预计沪锡价格在节后的价格将出现小幅回落。由于锡精矿短缺的问题或逐渐显现，沪锡价格下方支撑较强、出现持续下挫的概率较低；但短期内消费或较为平稳、无爆发式增长，在锡精矿未明显短缺前，沪锡价格亦难以出现持续上涨，或仍以震荡为主，但需警惕价格的向上突破。

风险因素：选矿厂原料库存量及复产时间超预期

重要声明

本报告已经公司内部**审核**，与客户不存在利益冲突。鉴于双方已签署《期货交易咨询风险揭示书》《期货交易咨询客户须知》《期货交易咨询服务合同》及附件，东海期货有限责任公司**竭诚**为您提供期货交易咨询服务，声明如下：

本报告版权归东海期货有限责任公司所有，未经本公司书面授权，客户不得将本报告、报告涉及相关方案、建议等**泄漏**给任何第三方。

本报告主要以公司研究报告、第三方信息提供商或其他公开材料、客户提供信息资料等为主要依据，公司力求内容的客观、公正，如因相关行业资料、数据以及客户自行提供资料不准确、不完整均可能导致本报告内容存在偏差。本报告仅反映当日的观点，因市场行情变化等，公司可能发出与过**往**所载资料、**意见及推测**不一致的观点或表述。

本报告如**涉及**定制个性化交易策略或方案的，该策略或方案系基于客户所提供的信息资料(包括但不限于经营情况、生产经营数据、库存数据等)基础上做出的，如因客户提供的信息资料不准确，可能会导致交易策略或方案存在偏差，相应**后**果须由客户自行承担。本报告如**涉及**期货交易咨询建议的，交易价格和价值以及这些交易带来的收入均可能会波动，过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也**无法**确定保证。

客户应仔细阅读并充分理解《期货交易咨询风险揭示书》及相关**免**责声明，结合**自身**实际情况对报告所涉及的方案及策略、建议自主评估，**审慎**决定是否采纳报告相关方案及内容，自主作出期货交易决策，独立承担期货交易后果。

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