

2024年8月1日

宏观预期驱动价格，期价走势连贯性存疑

——沪锡8月月度投资策略

投资要点：

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

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

- **宏观：**关注美国降息预期对行情走势推动的连续性，警惕各项经济数据可能带来的降息预期和衰退预期的交替变化，以及期货价格走势的剧烈波动。国内方面，在7月的政治局会议闭幕后，市场预期后续仍会陆续出台部分增量政策，但8月主要以消化存量政策为主，带动国内的市场风险偏好好转。
- **供给：**矿端扰动在宏观预期好转、有色板块共振走强的情况下仍然存在被炒作的可能，同时需要观察矿端紧张对炼厂实际生产的影响；精炼锡方面，国内炼厂在6-7月均未停产检修，进入8月后检修概率增加，同时，进口窗口在7月下旬再度打开，社会库存仍居于高位，整体供应弹性相对较好——如果发生炼厂检修等事件冲击，锡价走势或以一次性冲高为主、连贯性相对较弱。
- **需求：**受光伏需求下滑拖累光伏焊料的订单和产量，而电子产品焊料需求保持韧性，二者维持分化走势；锡化工方面，受限于地产的低迷和出口的季节性走弱，以及厂家生产利润下滑等因素，整体消费并无亮点。
- **库存：**在国内生产暂无扰动、进口窗口打开的情况下，整体供应情况稳中向好，下游消费需求有韧性但增量有限，库存去化速度或有所放缓。
- **结论：**8月锡价走势的主要驱动在于宏观市场预期的变化，以及市场预期好转可能带来的再度炒作矿端扰动；在进口窗口打开、库存居于高位的良好供应弹性下，冶炼端的扰动对价格的冲击难有持续性影响。整体而言，8月期价走势或以脉冲式震荡行情为主，上方压力位依次为：25.5万、26.3万，下方支撑位依次为：24.5万、23.8万、23万；在行情走势连贯性较弱的情况下，操作以短中线为宜。

正文目录

1. 行情回顾	4
2. 宏观	5
3. 供应端	5
3.1. 矿端：锡矿扰动仍存在被炒作的可能	5
3.2. 精炼锡：检修概率增加、进口窗口打开，供应弹性较强	6
3.3. 供应小结	7
4. 需求端	8
4.1. 锡焊料：焊料消费维持分化	8
4.2. 锡化工：需求暂无亮点	10
4.3. 需求小结	11
5. 库存：去化速度料放缓	12
6. 结论	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	5
图 4 沪锡月差结构	5
图 5 锡精矿进口量	6
图 6 锡精矿加工费	6
图 7 炼厂周度开工率	7
图 8 锡锭产量	7
图 9 锡锭现货进口盈亏	7
图 10 锡锭进口情况	7
图 11 锡焊料企业开工率	9
图 12 全球半导体销售周期	9
图 13 费城半导体指数 (SOX)	9
图 14 集成电路产量	9
图 15 集成电路出口量	9
图 16 手机产量	9
图 17 微型计算机设备产量	10
图 18 光电子器件产量	10
图 19 光伏电池产量	10
图 20 光伏组件出口量	10
图 21 PVC 周度综合开工率	11
图 22 PVC 周度利润水平	11
图 23 PVC 国内产量	11
图 24 30 城商品房成交套数	11
图 25 锡锭社会库存	12
图 26 LME 库存	12

1. 行情回顾

截止 7 月 31 日收盘，沪锡主力合约收盘价为 249320 元，月度跌幅为 9.28%；伦锡 3M 合约的收盘价为 30050 美元，月度跌幅为 9.2%。

2024 年 7 月，沪锡价格呈现出“先上涨，后回落震荡”走势格局。第一阶段，7 月 1 日至 11 日，受 6 月美国就业数据不及预期、降息预期带来有色金属价格共振反弹，叠加伦锡拉抬升贴水的影响，沪锡价格冲高至 28.5 万元；第二阶段，7 月 12 日至 31 日，随着国内市场对政策预期的落空，叠加市场逻辑从交易降息逐渐转为交易衰退，锡价与其他有色金属共振大幅回落，并在 24 万的支撑位附近企稳、形成震荡走势。

受锡价走势大幅回落的影响，下游企业积极进场采购补库，社会库存去化幅度较大，现货对期货价格从贴水转为升水，沪锡合约的 contango 结构亦从 7 月上旬的-800 元大幅收窄至-200 元左右。

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



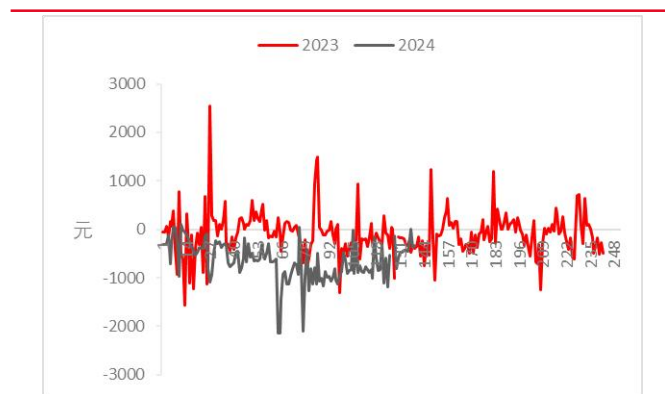
资料来源：iFinD，东海期货研究所

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. 宏观

8月，海外方面，7月31日晚公布的美国7月ADP就业人数录得12.2万人、低于预期的15万人；8月1日凌晨2:00，美联储维持利率上限不变，但在2:30的货币政策新闻发布会上，鲍威尔表示“在数据符合要求的情况下最快9月降息，弱化通胀对决策的影响并增加对就业市场走弱的关注”，9月降息的概率大大提高。但在8月剩下的时间里，仍需关注的数据包括：2日公布的美国7月失业率和非农就业人口、14日美国的7月CPI数据、30日的美国7月核心PCE数据等，警惕降息预期和衰退预期轮流主导交易，带来期价走势的反复变动。

国内方面，在7月的政治局会议闭幕后，市场预期后续仍会陆续出台部分增量政策，但8月主要以消化存量政策为主，带动国内的市场风险偏好好转。

3. 供应端

3.1. 矿端：锡矿扰动仍存在被炒作的可能

6月锡精矿进口量录得12817.41吨，同比下滑40.79%，环比5月录得52.32%；其中，来自于缅甸的锡精矿数量录得4124吨，环比5月增加了866.8吨——主要受6月14日佤邦曼相矿区允许恢复锡矿运输的政策调整影响。

7月22日国内传出来自于刚果（金）的消息：由于安全局势恶化，刚果南基伍省在当地时间7月19日（周五）暂停了该省采矿作业，要求矿企和作业者离开采矿点，当地

的采金、采锡作业将受到影响。考虑到船期等因素，来自于刚果（金）的锡矿进口量或在8-9月时逐渐体现该减量。另外，缅甸佤邦矿山复产仍未明确具体时间，6月14日的“恢复锡矿运输”政策的影响相对有限，云南部分企业的原料库存较少、但排产仍然偏高，关注矿端变化对炼厂开工率的影响。

当前，矿端扰动对期价的影响仍然局限在预期层面，在没有进一步扰动消息传出的情况下，资金在市场预期偏多、有色板块共振走强的情况下才更容易炒作该题材，而很难在商品价格共振走弱时逆势而上；但需要警惕矿端紧缺预期对冶炼厂原料库存及生产的兑现转化。

图5 锡精矿进口量



资料来源：iFind，东海期货研究所

图6 锡精矿加工费



资料来源：iFind，东海期货研究所

3.2. 精炼锡：检修概率增加、进口窗口打开，供应弹性较强

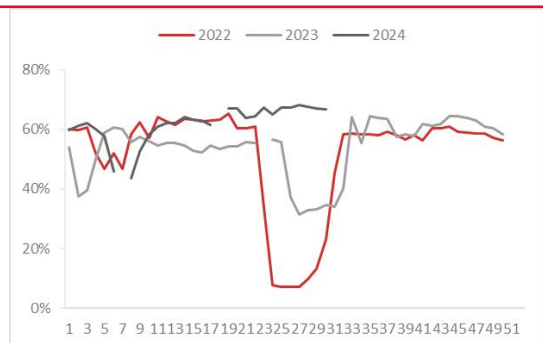
2024年6月，精炼锡产量录得1.62万吨，同比上升14.08%，环比下降2.99%。

云南、江西两省在7月的周度综合开工率分别录得68.24%、67.69%、67.07%、66.61%，周均开工率录得67.40%，较6月的周均66.71%抬升了0.69%。由于7月主要炼厂均未出现减产检修的情况、开工率维持在高位，预计7月总体产量或反弹至16500吨左右。

在进入8月后，虽然炼厂进行减产检修的概率进一步增加，但在社会库存偏高、进

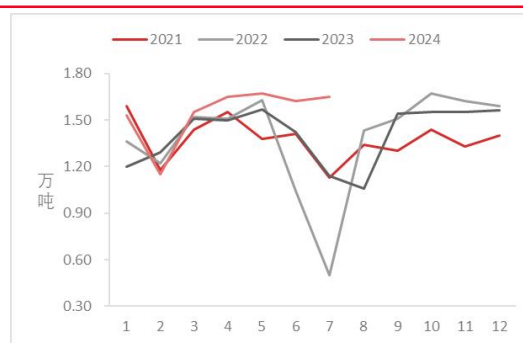
窗口打开等因素的影响下，锡锭的总体供应弹性相对较高，对期货价格的影响较为短期、不具备持续推高价格的条件。

图7 炼厂周度开工率



资料来源：SMM，东海期货研究所

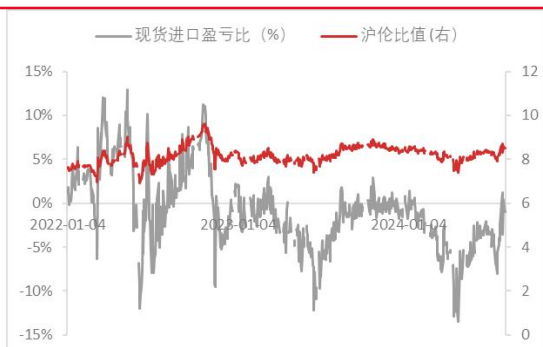
图8 锡锭产量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

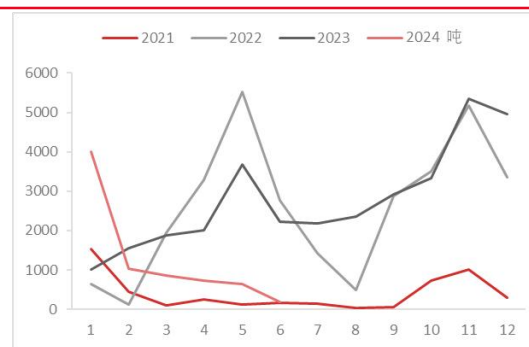
6月份，国内锡锭进口量录得188.72吨，环比下降70.35%，主要受国内进口窗口关闭的影响。7月以来，内外比价维持进口亏损态势，锡锭现货进口盈亏在（-8.07%，1.25%）内波动，折合亏损范围处于（-24720，3123.413）元/吨之间——进口亏损在7月整体呈现不断收窄的趋势，并在7月下旬处于盈亏平衡的边缘，预计锡锭进口量将在8月有所反弹。

图9 锡锭现货进口盈亏



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图10 锡锭进口情况



资料来源：iFinD，东海期货研究所

3.3. 供应小结

总体来看，矿端扰动在宏观预期转多、有色板块共振走强的情况下仍然存在被炒作的可能，同时需要观察矿端紧张对炼厂实际生产的影响；精炼锡方面，国内炼厂在6-7月均未停产检修，进入8月后检修概率增加，同时，进口窗口在7月下旬再度打开，

社会库存仍居于高位，整体供应弹性相对较好——如果发生炼厂检修等事件冲击，锡价走势或以一次性冲高为主、连贯性相对较弱。

4. 需求端

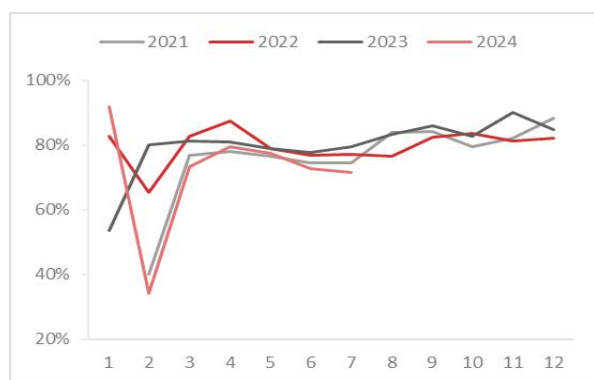
4.1. 锡焊料：焊料消费维持分化

6月锡焊料企业综合开工率录得72.71%，产量录得8580吨，同比增幅11.04%，环比下降6.15%——主要存在两方面的原因：第一，我国的安全生产月是6月，部分焊料企业会例行停产检修，带来产量的小幅下滑；第二，自5、6月以来，光伏需求坍塌拖累锡焊料消费，并且该影响持续至7月，带来当月产量或进一步回落至8455吨、开工率回落至71.65%。

截止2024年5月，全球半导体销售额录得505.6亿元，同比上升了22.09%，环比增幅12.55%，向好势头不改。7月的费城半导体指数先扬后抑，在大幅冲高至5904.5点后回落至4890.2点、随后再度反弹至5233.2点，AI概念和半导体的热度有所降温。6月，中国半导体产量录得362亿块，同比增长14.38%，环比增长2.12%；同期，中国集成电路出口253.84亿个，同比上升5.12%，环比增长0.46%。终端电子产品方面，6月手机产量录得1.33亿台，同比上涨5.45%，环比上涨4.63%；计算机产量为2964.7万台，同比下滑5.52%，环比反弹7.3%；光电子器件产量录得1691.3亿只，同比增长36.65%。电子产品产销对焊料的需求仍然保持了韧性，构成焊料需求的中坚力量。

6月，国内光伏电池产量录得4914.2万千瓦，同比增长4.6%；光伏组件出口量录得6.1亿个，同比增幅30.07%——当前光伏行业整体形势严峻，行业调整的时间较长、深度较大，预计在8月仍然拖累锡焊料的消费。

图 11 锡焊料企业开工率



资料来源：SMM, 东海期货研究所

图 12 全球半导体销售周期



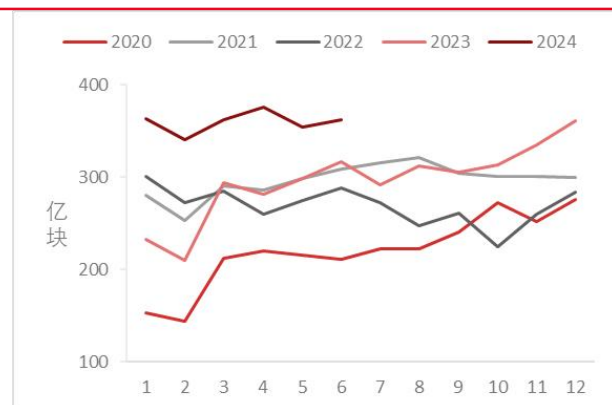
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 13 费城半导体指数 (SOX)



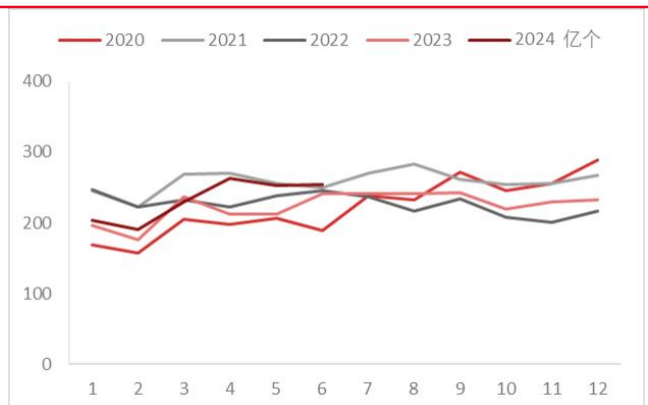
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 14 集成电路产量



资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 15 集成电路出口量



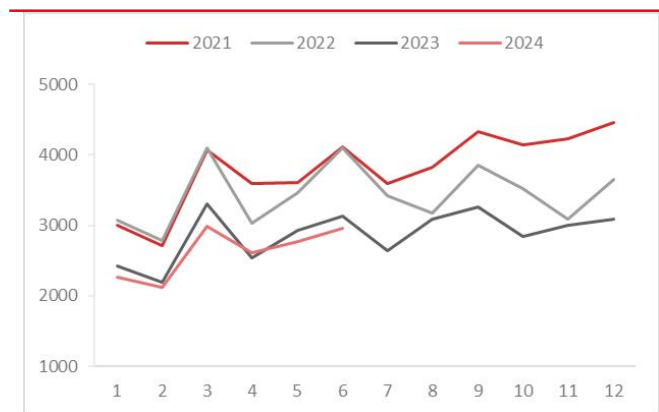
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 16 手机产量



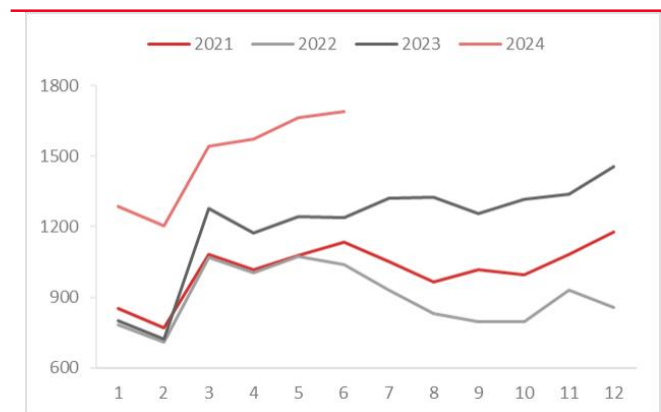
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 17 微型计算机设备产量



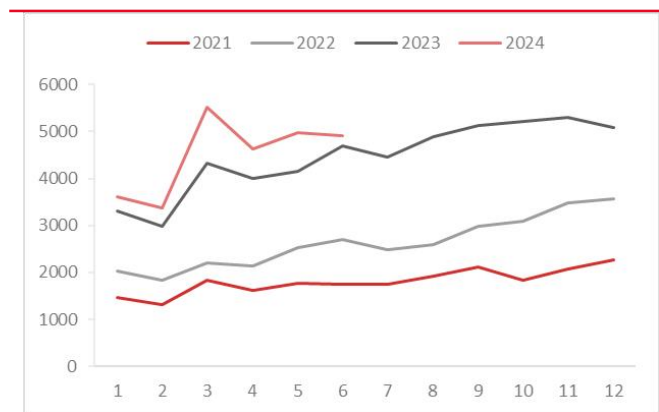
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 18 光电子器件产量



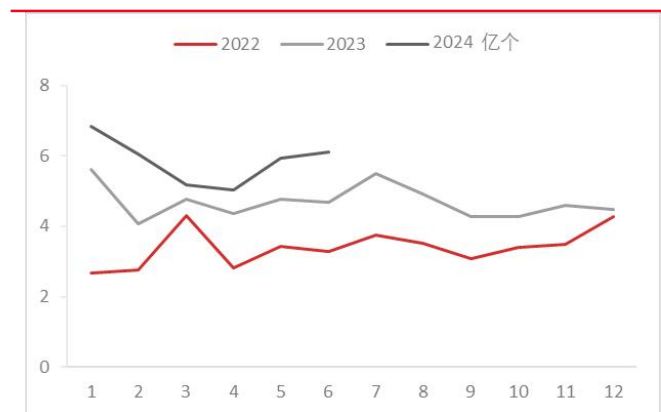
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 19 光伏电池产量



资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 20 光伏组件出口量



资料来源：iFinD, 东海期货研究所

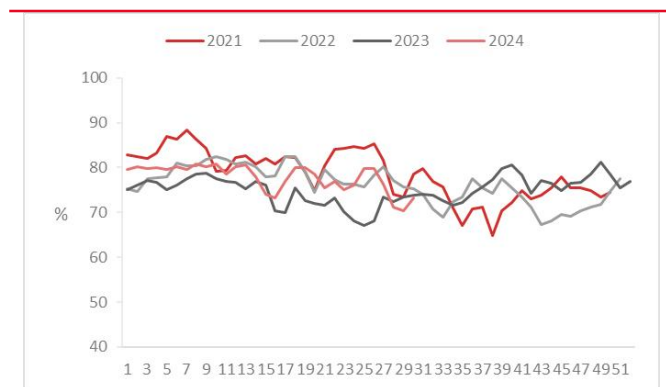
4.2. 锡化工：需求暂无亮点

7 月 PVC 的周度开工率分别录得 76.22%、71.24%、70.4%、73.33%，周均开工率录得 72.8%，环比 6 月的 77.67%下降了 4.87%；同期，乙烯法周度平均利润录得-140.55 元/吨，电石法周度平均利润录得 187.19 元/吨，利润水平居于相对低位。在低开工率和低利润水平的影响下，7 月 PVC 产量或录得 180.73 万吨。

截止 7 月 28 日，当周 30 城商品房成交套数录得 18870 套，处于相对低位，“517”楼市新政的影响仍未体现。6 月地产施工面积累计达到 696817.85 万 m²，同比下降 11.97%；竣工面积当月值录得 4273.86 万 m²，同比下降了 29.68%；地产销售面积当月

值录得 11274.18 万 m²，同比下降 13.77%。地产市场仍处于低迷阶段，拖累 PVC 和锡化工的需求。

图 21 PVC 周度综合开工率



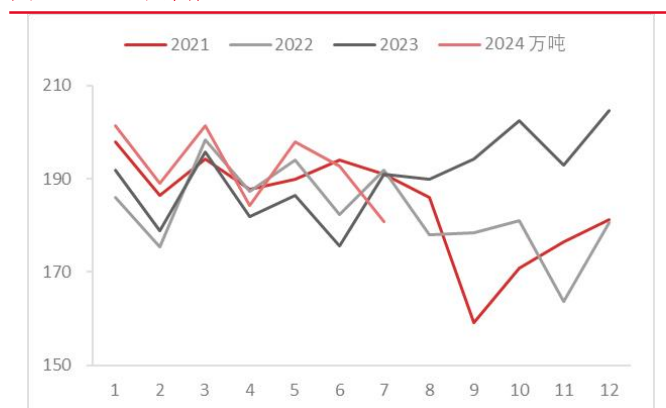
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 22 PVC 周度利润水平



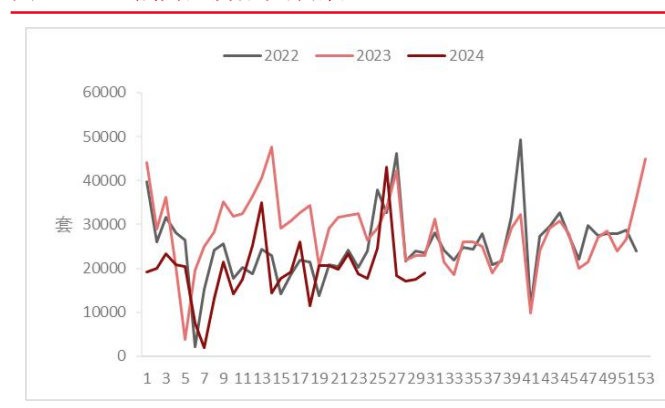
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 23 PVC 国内产量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 24 30 城商品房成交套数



资料来源：iFinD，东海期货研究所

4.3. 需求小结

总体而言，受光伏需求下滑拖累光伏焊料的订单和产量，而电子产品焊料需求保持韧性，二者维持分化走势；锡化工方面，受限於地产的低迷和出口的季节性走弱，以及厂家生产利润下滑等因素，整体消费并无亮点。

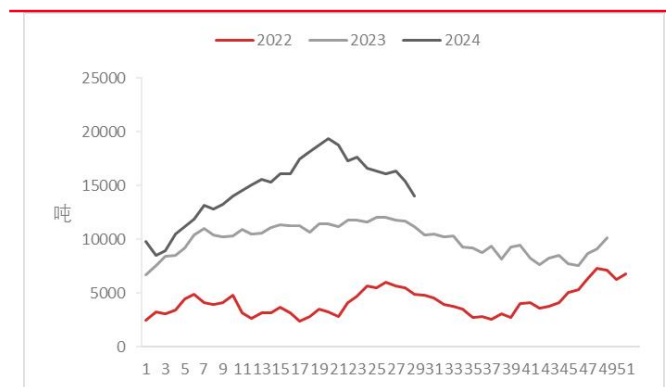
5. 库存：去化速度料放缓

社会库存方面，7月26日锡锭社会库存录得13983吨，与6月28日的16317吨相比下降了2334吨；上期所仓单从7月1日的14820吨下滑至31日的11038吨，降幅为3782吨。社会库存的去化主要受锡价回落、下游补库的影响，在现货由铁水转为升水的情况下，仓单被注销流入下游的量大幅增加。

7月间LME库存从月初的4750吨小幅下滑至31日的4600吨，整体仍然低位运行，主要受累于印尼的RKAB审批缓慢、锡锭的出口量偏低。

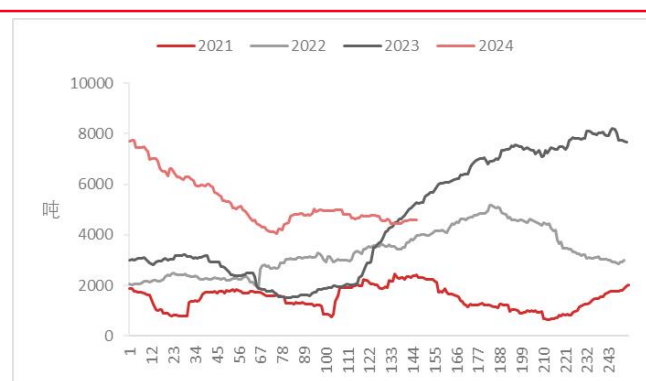
展望8月，在国内生产暂无扰动、进口窗口打开的情况下，整体供应情况稳中向好，下游消费需求有韧性但增量有限，库存去化速度或有所放缓。

图 25 锡锭社会库存



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 26 LME 库存



资料来源：iFinD，东海期货研究所

6. 结论

宏观方面，关注美国降息预期对行情走势推动的连续性，警惕各项经济数据可能带来的降息预期和衰退预期的交替变化，以及期货价格走势的剧烈波动；国内以存量政策消化为主、或辅之以增量政策的陆续出台，市场预期和风险偏好或有所改善。基本上，市场预期和风险偏好的好转为炒作矿端紧张提供了背景基础，但阴晴不定的市场情绪与较好的供给弹性恐难以带来连贯的走势行情，期价走势或宽幅震荡，操作以短中线择机为宜。

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