

2024年9月1日

## 降息共振与供应扰动交织，关注区间下沿支撑

——沪锡2024年9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：**当前，市场对美联储在9月降息的幅度存在25bp、50bp两个观点、且更倾向于25bp，交易逻辑更倾向于“经济软着陆”、而非“再度陷入衰退”——在此情况下，留意“降息25bp可能带来的降息幅度不足、市场再度交易衰退”的可能，亦要关注“降息50bp带来的市场情绪大幅好转，商品价格补涨”的情况发生。另外，留意降息落地后的利多短暂出尽，带动商品价格共振回落。
- **供给：**在缅甸矿山未复产的情况下，留意第二大锡精矿进口来源国刚果（金）停采对进口量带来的影响，而部分炼厂已出现原料趋紧的情况，叠加炼厂检修，9月开工率与产量将大幅走低；当前进口虽然亏损、但整体亏损幅度并不大，部分低成本货源仍旧能够通过贸易进口流入国内，8-9月进口量虽难以大幅增加、但不至于大幅下滑。
- **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：**受国内炼厂检修、产量下滑的影响，同时进口量难以大幅增加，而消费需求整体变化不大的情况下，国内社会库存预计重新去化。
- **结论：**市场已基本吸收美联储9月降息带来的多头情绪好转，但在基本面缺乏驱动力的情况下，沪锡价格与其他金属共振回落、尚未出现筑底反弹的迹象。料9月初期价将延续8月末的回落走势，但在市场预期整体偏多、同时存在供应扰动的情况下，沪锡价格难以下跌至前期低点，或在原震荡区间上方形成新的价格运行中枢；留意美联储利率决议落地前后期价走势的转换，锡价或以宽幅震荡为主。

## 正文目录

1. 行情回顾 .....	4
2. 宏观 .....	5
3. 供应端 .....	5
3.1. 矿端：关注刚果（金）停矿对进口的影响 .....	5
3.2. 精炼锡：部分炼厂可能检修，进口量难以抬升 .....	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 .....	12
5. 库存：社库或将重新去化 .....	12
6. 结论 .....	13

## 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 光伏玻璃周度开工率 .....	10
图 22 光伏玻璃企业库存天数 .....	10
图 23 PVC 周度综合开工率 .....	11
图 24 PVC 周度利润水平 .....	11
图 25 PVC 国内产量 .....	11
图 26 30 城商品房成交套数 .....	11
图 27 锡锭社会库存 .....	12
图 28 LME 库存 .....	12

## 1. 行情回顾

截止 8 月 30 日收盘，沪锡主力合约收盘价为 264110 元，月度涨幅为 5.87%；伦锡 3M 合约的收盘价为 32440 美元，月度涨幅为 6.73%。

2024 年 8 月，沪锡价格呈现出“先震荡，后突破价格重心上移，高位震荡后再回落”的走势格局。第一阶段，8 月 1 日至 8 日，受 7 月美国就业数据不及预期的影响，市场在“经济软着陆”和“衰退情绪”之间摇摆不定，基本面无明显上行动力，锡价在 24 万支撑位反复震荡；第二阶段，8 月 9 日至 21 日，受美国至 8 月 3 日当周初请失业金人数低于预期的影响，市场对就业情况的担忧逐渐消退、“经济软着陆”成为交易逻辑，叠加云南、赣州个别炼厂因原料不足而开工率下滑，期价在宏观与基本面共振的情况下向上突破震荡区间，中心不断上移；第三阶段，8 月 22 日至 30 日，市场逐渐消化降息带来的利多影响，叠加锡供需基本面无进一步上行的驱动，期价高位震荡后回落。

受锡价走势震荡后逐渐上行的影响，下游企业在低位集中补库、期价上涨后采购回落，带动社会库存出现小幅累库，现货对期货价格的升水回落，沪锡合约近月结构亦从 8 月 9 日的 700B 元幅收窄至月末的 630C 左右。

图 1 沪锡价格走势



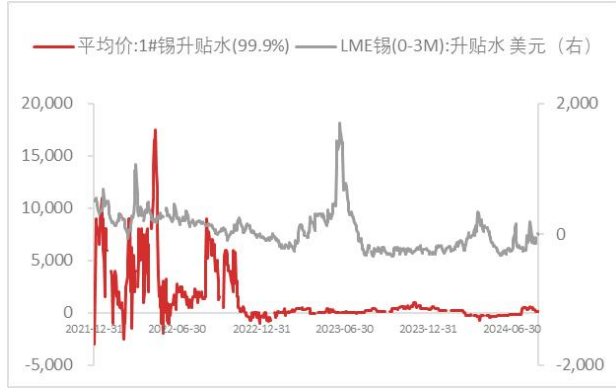
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 2 伦锡价格走势



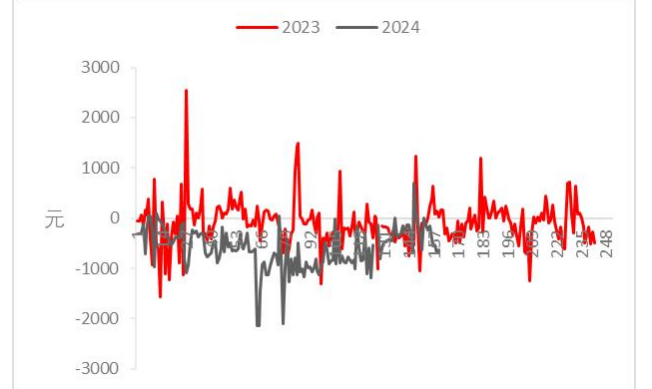
资料来源：iFinD，东海期货研究所

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

9月，海外方面，市场焦点围绕各项经济数据对美联储降息幅度、美元指数走势的影响来展开，包括：3日美国8月ISM制造业PMI、4日美国7月JOLTs职位空缺、5日美国8月ADP就业人数和至8月31日当周初请失业金人数、6日美国8月失业率与非农就业人口、11日美国8月CPI年率、12日欧央行利率决议、18日欧元区8月CPI年率、19日美联储利率决议及相应的货币政策新闻发布会、27日美国8月核心PCE物价指数年率。

当前，市场对美联储在9月降息的幅度存在25bp、50bp两个观点、且更倾向于25bp，交易逻辑更倾向于“经济软着陆”、而非“再度陷入衰退”——在此情况下，留意“降息25bp可能带来的降息幅度不足、市场再度交易衰退”的可能，亦要关注“降息50bp带来的市场情绪大幅好转，商品价格补涨”的情况发生。另外，留意降息落地后的利多短暂出尽，带动商品价格共振回落。

## 3. 供应端

### 3.1. 矿端：关注刚果（金）停矿对进口的影响

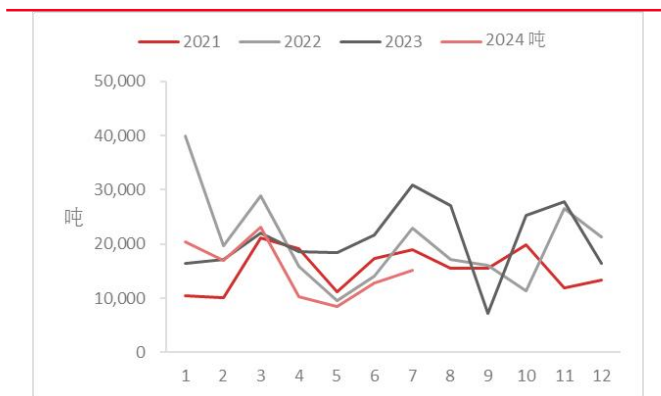
7月锡精矿进口量录得15067.74吨，同比下滑51.2%，环比6月录得17.56%，增幅2251.19吨。主要进口增量来自于缅甸、刚果（金），缅甸的进口量录得6838.44吨，环比6月增加了2714吨；刚果（金）的进口量录得4928.72吨，月度环比增长1695吨。

虽然刚果（金）在7月22日传出“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”的消息，但采矿的暂停或在8-9月时方能影响其对中国的出口量——由于来自非洲各国的锡精矿均为60%以上的高品矿，远高于来自缅甸的20%左右的低品矿，自今年4月缅甸锡精矿进口量下滑后，刚果（金）已成为第一大锡精矿进口来源国——因此，在缅甸矿山仍无明确复产计划的前提下，留意刚果（金）停采造成的进口量短缺、以及炼厂可能面临的因原料端紧张而开工下滑的情形。

8月16日，锡精矿加工费出现小幅下滑：云南40%锡精矿加工费从17200元/吨下调至16700元/吨，江西与湖南的60%锡精矿加工费从13200元/吨下调至12700元/吨，下调幅度均为500元/吨，反映了矿端紧张正在逐步影响冶炼厂的加工利润。

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

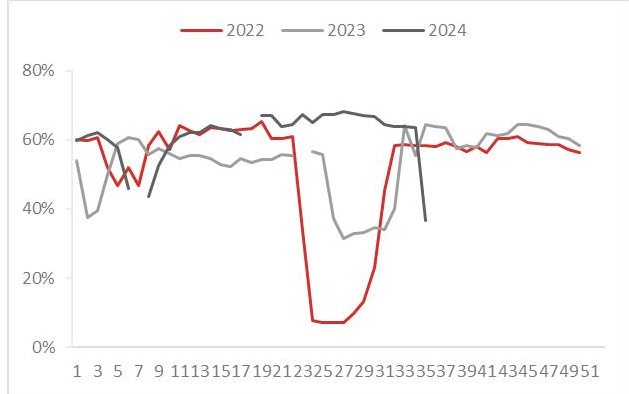
### 3.2. 精炼锡：部分炼厂可能检修，进口量难以抬升

7月，精炼锡产量录得1.59万吨，同比上升39.47%，环比下降1.85%；同比大幅增加主要受2023年同期炼厂停产检修、产量基数低的影响。云南、江西两省在8月的周度综合开工率分别录得64.28%、63.77%、63.77%、63.56%、36.53%，周均开工率录得58.38%，较7月的周均67.4%下降了9.02%。由于云南锡业股份宣布从8月25日开始进行为期不超过45天的停产检修，叠加部分炼厂原料趋紧，拖累8月周度平均开工水平。

9月炼厂开工率预计延续8月末的低水平，少数未检修的炼厂存在停产检修的可能，

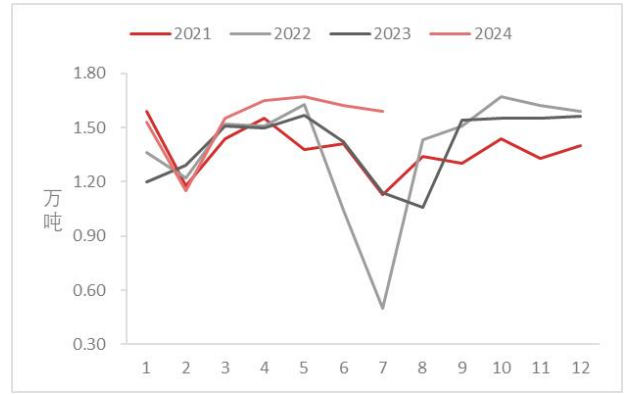
9月产量料大幅下滑。在炼厂检修、产量下滑的情况下，社会库存入库料减少，或带动社库转为去库。

图7 炼厂周度开工率



资料来源：SMM，东海期货研究所

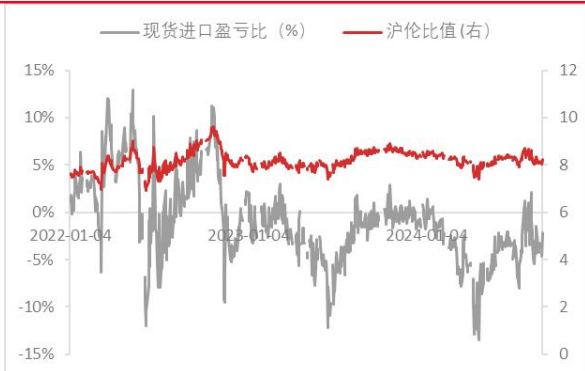
图8 锡锭产量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

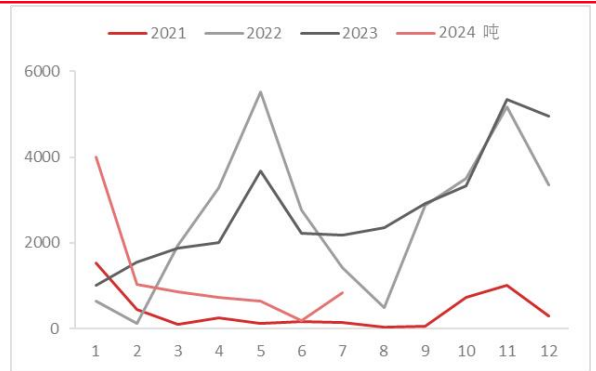
7月份，国内锡锭进口量录得840.24吨，环比增长345.23%；但6-7月进口窗口并未长期打开，进口货源除长单外，主要是低成本锡锭和少量以投机形式进口的锡锭。7月下旬至8月上旬，内外比价短暂由亏损转为盈利，锡锭现货进口盈亏在（-5.42%，2.1%）内波动，折合盈亏范围处于（-14712，5125.5）元/吨之间——低成本锡锭的进口盈利情况更佳，或带动8-9月的锡锭进口量有所反弹。

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

在缅甸矿山未复产的情况下，留意第二大锡精矿进口来源国刚果（金）停采对进口量带来的影响，而部分炼厂已出现原料趋紧的情况，叠加炼厂检修，9月开工率与产

量将大幅走低；当前进口虽然亏损、但整体亏损幅度并不大，部分低成本货源仍旧能够通过贸易进口流入国内，8-9月进口量虽难以大幅增加、但不至于大幅下滑。

## 4. 需求端

### 4.1. 锡焊料：焊料消费维持分化

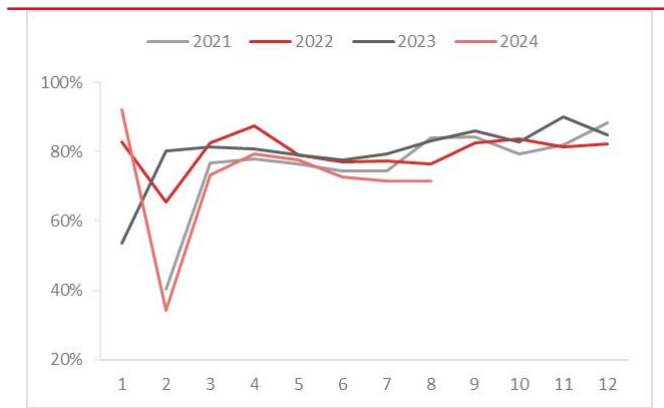
7月锡焊料企业综合开工率录得71.64%，产量录得8454吨，同比增幅7.05%，环比下降1.47%——下降的主要原因在于：光伏产业的订单量不断萎缩，焊料需求较为疲软，且该状况基本延续至8月份——预计8月锡焊料产量将录得8430吨，同比增幅1.85%，环比回落0.28%，综合开工率录得71.44%，对锡锭的需求无明显拉动。

截止2024年6月，全球半导体销售额录得545.3亿元，同比上升了15.93%，环比增幅7.38%，向好势头不改。8月的费城半导体指数震荡爬升，在5000点附近窄幅震荡。7月，中国半导体产量录得375.4亿块，同比增长28.78%，环比增长3.7%；同期，中国集成电路出口273.43亿个，同比上升13.5%，环比增长7.72%。终端电子产品方面，7月手机产量录得1.28亿台，同比上涨6.03%，环比下跌3.47%；计算机产量为2829.5万台，同比上涨7.1%，环比下滑4.56%；光电子器件产量录得1542.3亿只，同比增长16.88%，环比回落8.81%。电子产品产销虽然环比出现回落，但同比仍然维持正增长，构成焊料需求的中坚力量。

7月，国内光伏电池产量录得4596.5万千瓦，同比增长3.3%；光伏组件出口量录得7.08亿个，同比增幅28.44%。光伏玻璃作为光伏的重要组成部分，其周度开工率从7月26日的82.05%下降至8月30日的74.81%，处于大幅下滑走势中；而其企业库存天数从5月份的20天左右迅速上升至当前的35.82天——光伏的整体需求由此可见一斑。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9月仍然拖累锡焊料的消费。

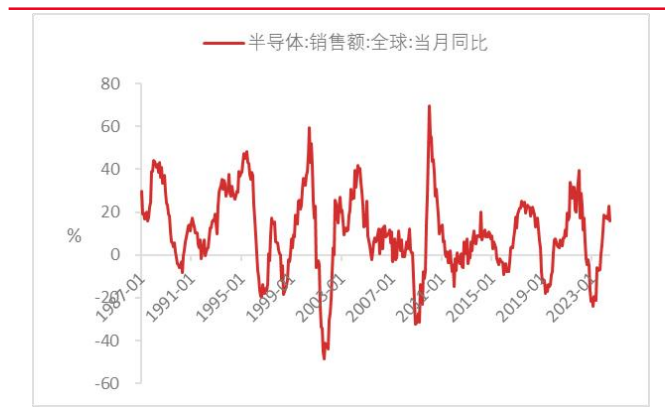


图 11 锡焊料企业开工率



资料来源：SMM, 东海期货研究所

图 12 全球半导体销售周期



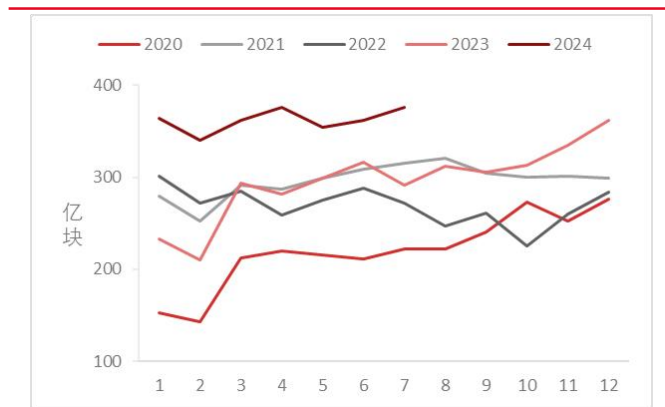
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

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



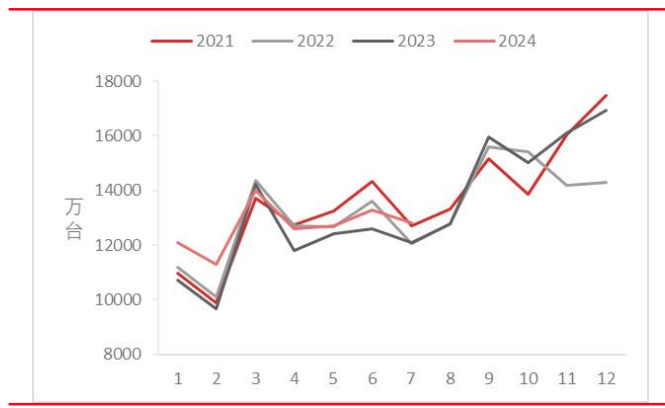
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 15 集成电路出口量



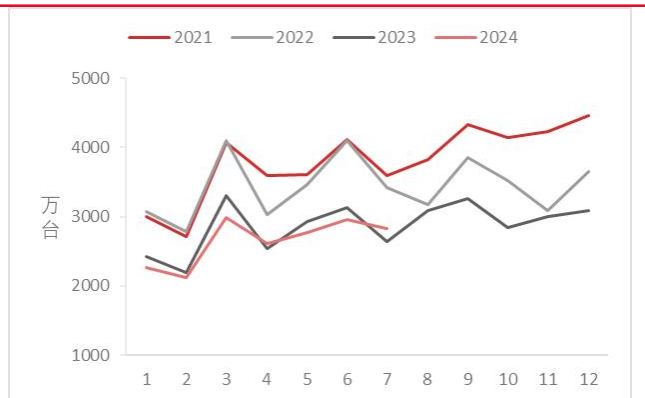
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 16 手机产量



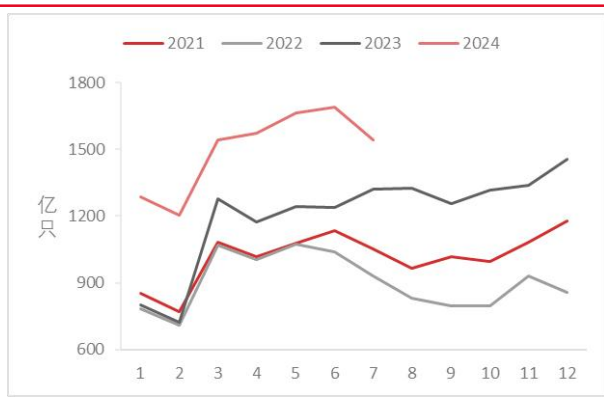
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 17 微型计算机设备产量



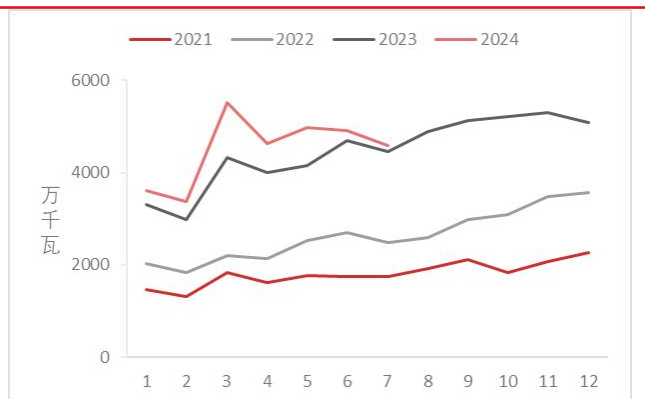
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 18 光电子器件产量



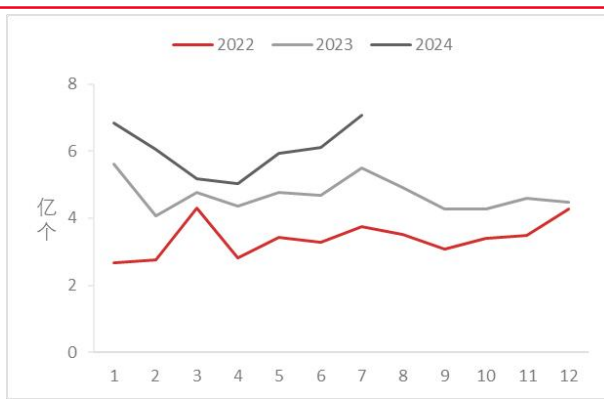
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 19 光伏电池产量



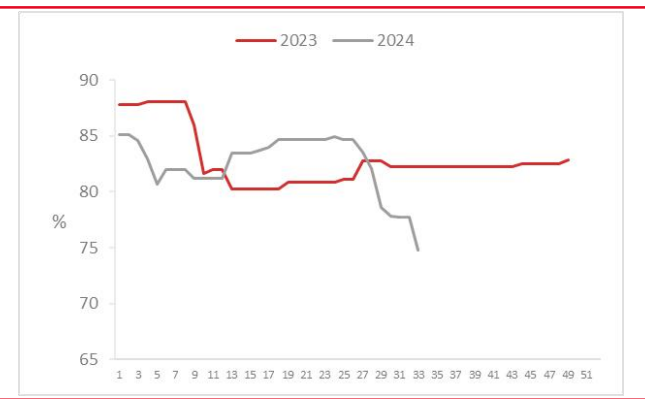
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 20 光伏组件出口量



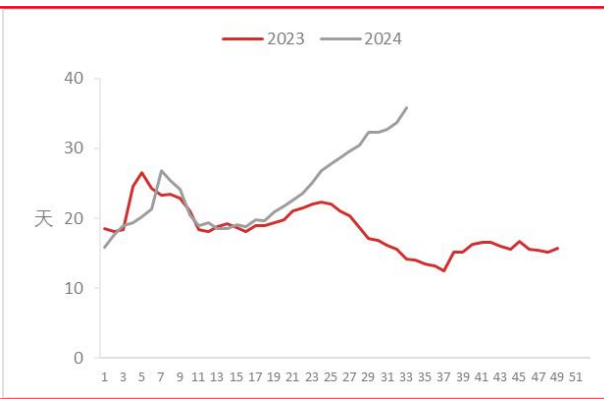
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 21 光伏玻璃周度开工率



资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 22 光伏玻璃企业库存天数



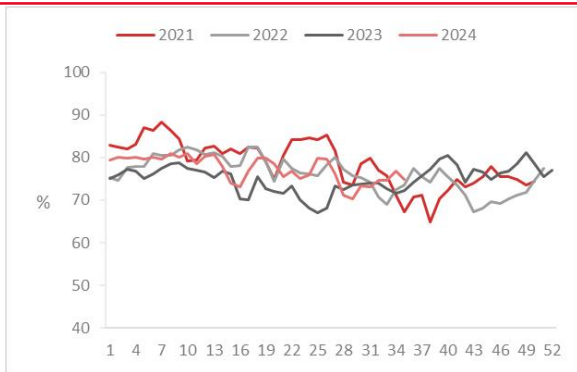
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

## 4.2. 锡化工：需求暂无亮点

8月PVC的周度开工率分别录得73.2%、74.73%、74.75%、76.77%、74.82%，周均开工率录得74.85%，环比7月的72.8%上升了2.82%；同期，乙烯法周度平均利润录得-146.55元/吨、8月末利润由负转正，电石法周度平均利润录得126.38元/吨、维持正利润水平且变化不大。8月月度产量预计录得190.96万吨，环比增长5.24万吨。

截止8月25日，当周30城商品房成交套数录得19450套，处于相对低位；7月地产施工面积累计达到703285.74万m<sup>2</sup>，同比下降12.05%；竣工面积当月值录得3497.63万m<sup>2</sup>，同比下降了22.3%；地产销售面积当月值录得6232.7万m<sup>2</sup>，同比下降11.57%。地产市场仍处于低迷阶段，依旧拖累PVC和锡化工的需求。

图 23 PVC 周度综合开工率



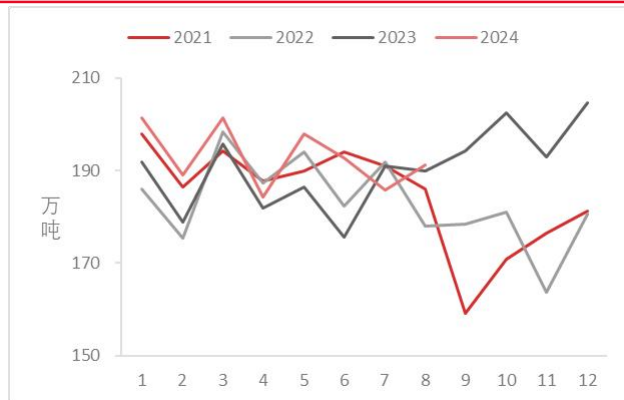
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 24 PVC 周度利润水平



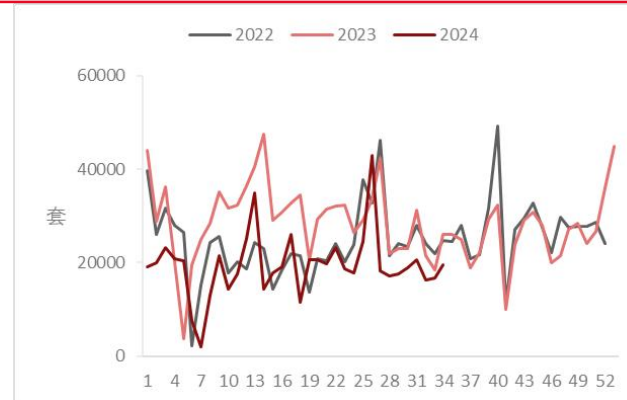
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 25 PVC 国内产量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 26 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。

## 5. 库存：社库或将重新去化

社会库存方面，8月30日锡锭社会库存录得12756吨，与7月26日的13983吨相比下降了1227吨——受锡价低位震荡、下游积极补库的影响，社会库存去化，但在随后锡价重心上移后再度累库；上期所仓单从7月31日的11038吨下滑至8月30日的9676吨，降幅为1362吨——主要受现货对期货转为升水，仓单持续注销、转为现货流入市场的影响。

8月间LME库存从月初的4700吨小幅下滑至30日的4630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9月，受国内炼厂检修、产量下滑的影响，同时进口量难以大幅增加，而消费需求整体变化不大的情况下，国内社会库存预计重新去化。

图 27 锡锭社会库存

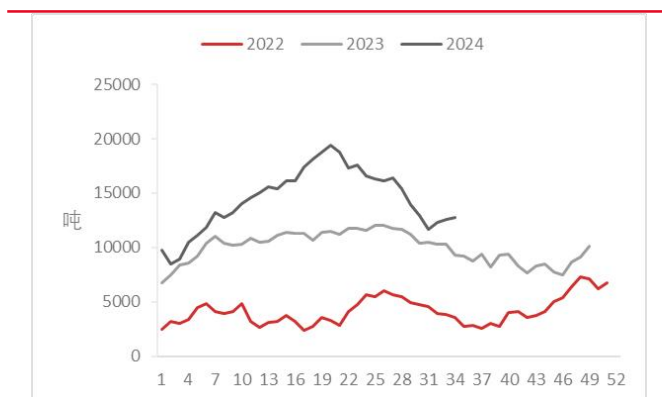
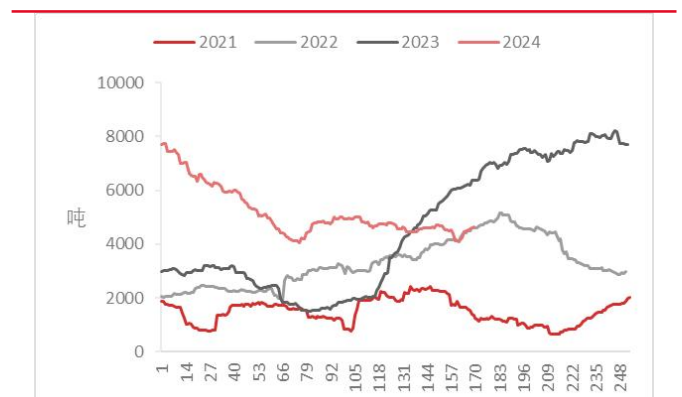


图 28 LME 库存



---

资料来源：iFind，东海期货研究所

---

---

资料来源：iFind，东海期货研究所

---

## 6. 结论

市场已基本吸收美联储9月降息带来的多头情绪好转，有色金属价格共振反弹；但在基本面缺乏驱动力的情况下，沪锡价格与其他金属共振回落、尚未出现筑底反弹的迹象。料9月初期价将延续8月末的回落走势，但在市场预期整体偏多、同时存在供应扰动的情況下，沪锡价格难以下跌至前期低点，或在原震荡区间上方形成新的价格运行中枢；留意美联储利率决议落地前后期价走势的转换，锡价或以宽幅震荡为主。

## 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](http://www.qh168.com.cn)

E-MAIL:[Jialj@qh168.com.cn](mailto:Jialj@qh168.com.cn)