



金融投资专业理财

瑞达期货研究院

投资咨询业务资格

证监许可【2011】1780 号

研究员：蔡跃辉

期货从业资格号 F0251444

期货投资咨询从业证书号：Z0013101

助理研究员：

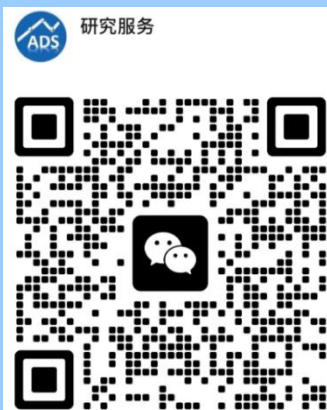
李秋荣 期货从业资格号 F03101823

王凯慧 期货从业资格号 F03100511

咨询电话：0595-86778969

网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号



## 矿端供应扰动仍在 预计锡价宽幅震荡

### 摘要

**利多：**美联储官员及鲍威尔发表鸽派言论，加上美联储发布的 9 月会议纪要显示出谨慎态度，风险资产偏好回暖；中国 9 月官方制造业 PMI 高于预期及前值，我国经济景气水平有所回升；国内将增发 1 万亿元国债的重大利好提振有色金属。

**利空：**欧洲主要经济体 PMI 数据仍较弱；美国 9 月非农就业人数大超预期，远高于前值，同样通胀数据的上升及美国强劲的零售数据，或促使美联储在年底前再次加息；旺季下游消费不及预期，旺季过后，消费上升空间有限。

**小结：**10 月，沪锡期价走势区间震荡。月初美国劳工部公布的 9 月非农就业人口数据大超预期及前值，失业率略高预期，强劲的美国劳动力市场让市场预期美联储将维持高利率，在通胀高企的情况下进一步加息预期上升，有色金属承压，不过锡矿供应预期收紧，加上部分地区的精炼锡冶炼厂开工率因原料供应问题及生产计划安排有所回落，短期也难快速回升，影响锡锭产量，而旺季下游企业订单有所增加，且国内锡锭社会库存去库，锡价相对抗跌，但锡锭进口窗口全面开启，将对锡供应有所补充，限制锡价涨幅。月末，美国第三季度国内生产总值(GDP)环比增长年率超出市场预期并创近两年来最快增速，强劲的经济数据再度引发市场对美联储继续加息的担忧，拖累锡价下行。

**展望：**展望 11 月，当前缅甸佤邦仍有少量锡矿进口至国内市场，若缅甸佤邦矿山禁采延续，到年底国内锡矿供应将收紧，不过国内锡锭进口盈利空间在近期较高水平，到年底均有锡锭进口预期，锡锭供应相对平衡；需求上，今年传统消费旺季订单不及去年同期，旺季过后下游企业订单或温和表现。不过缅甸佤邦锡矿供应的不稳定性，或影响期价走势，需后续关注其相关政策，建议区间震荡交易。

## 目录

|                       |    |
|-----------------------|----|
| 第一部分：锡市场行情回顾.....     | 2  |
| 一、锡价行情回顾.....         | 2  |
| 第二部分：锡产业链回顾与展望分析..... | 2  |
| 一、宏观基本面消息.....        | 2  |
| 二、锌市供需体现.....         | 4  |
| 1、全球锡市场今年供应过剩.....    | 4  |
| 2、国内锡市库存有所下降.....     | 5  |
| 三、锡市供应情况.....         | 6  |
| 1、锡矿进口环比下降.....       | 6  |
| 2、精炼锡产量增加 进口量增加.....  | 7  |
| 四、锡市需求情况.....         | 9  |
| 1、镀锡板行业出口下滑.....      | 9  |
| 2、电子行业筑底回暖预期.....     | 10 |
| 3、光伏行业相对景气.....       | 11 |
| 五、后市锡价展望.....         | 12 |
| 六、操作策略建议.....         | 12 |
| 免责声明.....             | 13 |

## 第一部分：锡市场行情回顾

### 一、锡价行情回顾

截至 2023 年 10 月 27 日，沪锡收盘价为 212710 元/吨，较 10 月 20 日下跌 2760 元/吨，跌幅 1.28%；截至 2023 年 10 月 27 日，伦锡收盘价为 24915 美元/吨，较 10 月 23 日下跌 135 美元/吨，跌幅 0.54%。10 月，沪锡期价走势区间震荡。月初美国劳工部公布的 9 月非农就业人口数据大超预期及前值，失业率略高预期，强劲的美国劳动力市场让市场预期美联储将维持高利率，在通胀高企的情况下进一步加息预期上升，有色金属承压，不过锡矿供应预期收紧，加上部分地区的精炼锡冶炼厂开工率因原料供应问题及生产计划安排有所回落，短期也难快速回升，影响锡锭产量，而旺季下游企业订单有所增加，且国内锡锭社会库存去库，锡价相对抗跌，但锡锭进口窗口全面开启，将对锡供应有所补充，限制锡价涨幅。月末，美国第三季度国内生产总值(GDP)环比增长年率超出市场预期并创近两年来最快增速，强劲的经济数据再度引发市场对美联储继续加息的担忧，拖累锡价下行。



数据来源：瑞达期货、WIND

## 第二部分：锡产业链回顾与展望分析

### 一、宏观基本面消息

国际方面，1、据中国物流与采购联合会发布，2023 年 9 月份全球制造业 PMI 为 48.7%，

较上月上升 0.4 个百分点，连续 3 个月环比上升。全球制造业 PMI 连续小幅上升，指数水平仍在 50% 以下，显示三季度以来全球经济呈现持续弱修复态势，恢复力度仍有待提升。9 月份，中国和美国制造业的持续回升是推动全球制造业继续修复的主要动力。中国和美国的新出口订单指数虽仍在较低水平，但均呈现连续 2 个月环比上升走势，显示两个主要经济体出口需求下行压力有缓解迹象，一定程度反映全球经济修复态势继续边际改善。鉴于全球经济的持续修复，经合组织将 2023 年全球经济增长预期由之前的 2.7% 上调至 3%。三季度经济的持续修复并未改变全球经济低速增长的整体格局。除了持续面临需求收缩压力和通胀压力外，贸易壁垒的不确定冲击是阻碍全球经济恢复的主要外部影响之一。

2、美国 9 月 ADP 就业人数仅新增 8.9 万个就业岗位，远低于市场先前预估的 15.3 万个。8 月时这一数字为 18 万个，意味着数据已经环比腰斩。纵向来看，9 月份增加的 8.9 万个就业岗位是 2021 年 1 月以来的最低月度增幅，并且在这 33 个月中，有且只有本次的数据低于 10 万个。ADP 的数据还显示，工资的同比增速放缓至 5.9%，连续第 12 个月下降。

3、据美国劳工部统计，9 月份美国就业增长 33.6 万，远超经济学家预测的 17 万，远高于 8 月的 18.7 万。失业率为 3.8%，高于预期的 3.7%。工资增幅低于预期，本月平均时薪同比增长 0.2%，同比增长 4.2%，而市场分别预期为 0.3% 和 4.3%。这一最新数据无疑显示出美国劳动力市场的强劲，超 30 万人非农新增就业人数可谓是出乎所有华尔街机构的预料。此前，大型金融机构中，花旗给出了最高的非农预期，但也仅为新增 24 万人。根据芝加哥商品交易所 (CME) 的 FedWatch 工具，非农数据公布后，美国利率期货走势显示，市场预计美联储年底前加息可能性为 42%，高于周四的约 33%。美联储互换市场完全定价美联储降息时间从明年 7 月推迟到 9 月。

4、美联储公布的 9 月 19 日-20 日联邦公开市场委员会 (FOMC) 会议纪要。9 月会议中提到的“最后一加”，可能已经被近期国债市场异动代替了，在 9 月会议纪要中，对于是否需要继续加息的问题，大多数与会者认为在未来的会议上再加一次息是妥当的，同时也有部分成员认为后面不需要再加息了；FOMC 委员们一致认为，眼下应当谨慎行事，关注加息过多和加息不足之间的平衡；但要抑制通胀，美国经济仍需要经历一段低于长期趋势的时期。

5、美国 9 月未季调 CPI 同比上升 3.7%，预期 3.6%，前值 3.7%；季调后 CPI 环比升 0.4%，预期 0.3%，前值 0.6%。核心 CPI 同比上升 4.1%，符合预期，前值 4.3%；环比升 0.3%，与预期及前值一致。美国 CPI 数据在能源价格带动下再超预期，市场对美联储维持紧缩货币政策的预期增强。往后看，近期通胀数据的上升或进一步加强市场对利率维持更高更久的预期，美元指数则在利率预期刺激下或再次得到提振。根据芝加哥商品交易所 (CME) 的

FedWatch 工具，通胀数据公布后，美国利率期货继续反映市场预计美联储将在下个月维持利率稳定。“美联储观察工具”对今年不再加息的预测概率稍稍降低至 65%。

国内方面，1、9 月，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.2%，比上月上升 0.5 个百分点，重返扩张区间。国家统计局服务业调查中心高级统计师赵庆河进行了解读：9 月份，随着政策效应不断累积，经济运行中积极因素不断增多，制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 50.2%、51.7%和 52.0%，比上月上升 0.5、0.7 和 0.7 个百分点，三大指数均位于扩张区间，我国经济景气水平有所回升。

2、十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人民代表大会常务委员会关于批准国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案的决议，明确中央财政将在今年四季度增发 2023 年国债 1 万亿元。本次增发叠加计划内发行额度将超过年内 8000 亿国债结存。增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方，集中力量支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板，整体提升我国抵御自然灾害的能力。24 日，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人民代表大会常务委员会关于批准国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案的决议，明确了上述安排。此次增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方，今年拟安排使用 5000 亿元，结转明年使用 5000 亿元。据财政部介绍，资金将重点用于八大方面：灾后恢复重建、重点防洪治理工程、自然灾害应急能力提升工程、其他重点防洪工程、灌区建设改造和重点水土流失治理工程、城市排水防涝能力提升行动、重点自然灾害综合防治体系建设工程、东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设。财政部表示，下一步将及时启动国债发行工作，确保如期完成国债发行任务；做好预算下达工作，推动加快形成实物工作量；加强国债资金监管，确保资金按规定用途使用。

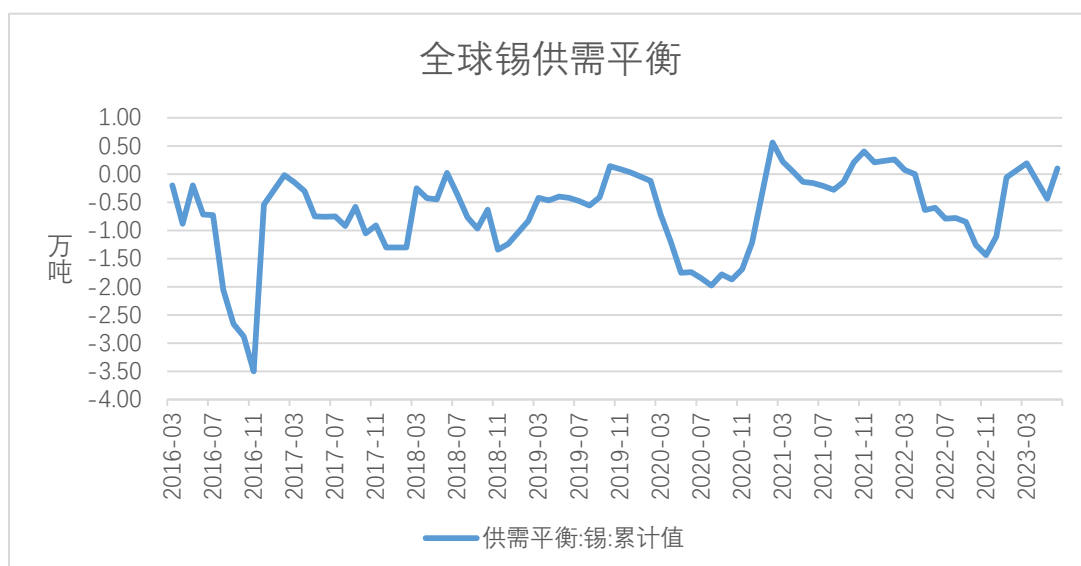
3、中国 9 月社会融资规模增量 4.12 万亿元，前值为 31237 亿元。前三季度社会融资规模增量累计为 29.33 万亿元，比上年同期多 1.41 万亿元。中国 9 月新增人民币贷款 2.31 万亿元，前值为 13580 亿元。前三季度人民币贷款增加 19.75 万亿元，同比多增 1.58 万亿元。中国 9 月货币供应量 M2 同比增长 10.3%，前值为 10.6%。

## 二、锌市供需体现

### 1、全球锡市场今年供应过剩

世界金属统计局（WBMS）公布的最新报告显示，2023 年 8 月，全球精炼锡产量为 2.62 万吨，消费量为 2.75 万吨，供应短缺 0.13 万吨。2023 年 1-8 月，全球精炼锡产量为 22.6 万吨，消费量为 21.84 万吨，供应过剩 0.76 万吨。2023 年 8 月，全球锡矿产量为 2.14 万

吨。2023 年 1-8 月，全球锡矿产量为 19.53 万吨。

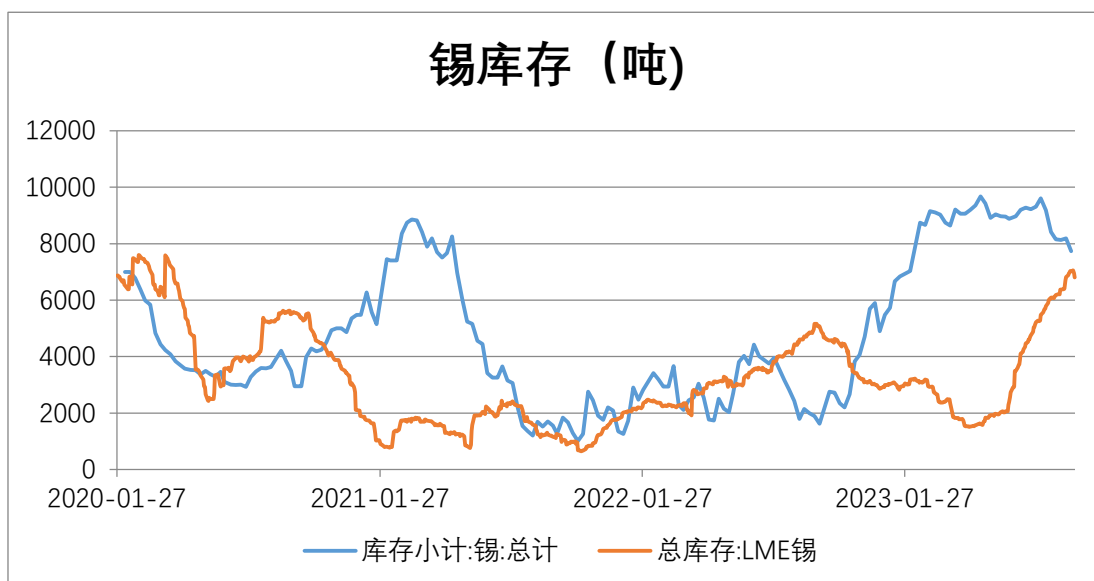


数据来源：瑞达期货、WBMS

## 2、国内锡市库存有所下降

库存方面，截至 2023 年 10 月 27 日，LME 锡库存为 7090 吨，较 9 月 29 日减少 260 吨，降幅 3.54%；截至 2023 年 10 月 27 日，国内锡库存小计为 6571 吨，较 9 月 22 日减少 1059 吨，降幅 13.88%；截至 2023 年 10 月 27 日，国内锡库存期货为 6302 吨，较 9 月 19 日减少 1049 吨，降幅 14.27%。LME 锡 0-3 贴水持续走弱已有两个月，库存不断上升，不过随着 LME 锡 0-3 升贴水大贴水持续，后市 LME 累库节奏或放缓。国内方面，10 月初，在假期内美国 9 月非农就业人口数据大超预期及前值，加息预期升温，LME 锡价下跌，带动节后沪锡期价震荡下行，下游趁低补货，补货热情高涨，交易火热，库存延续降库；月中，沪锡主力先抑后扬，高位补货较少，下游消费热情退却，整体刚需补货为主，消费水平较差，而进口锡锭到港增加，社会库存增加较多；月末，强劲的经济数据再度引发市场对美联储继续加息的担忧，锡价下行，下游补库增加，库存小降。



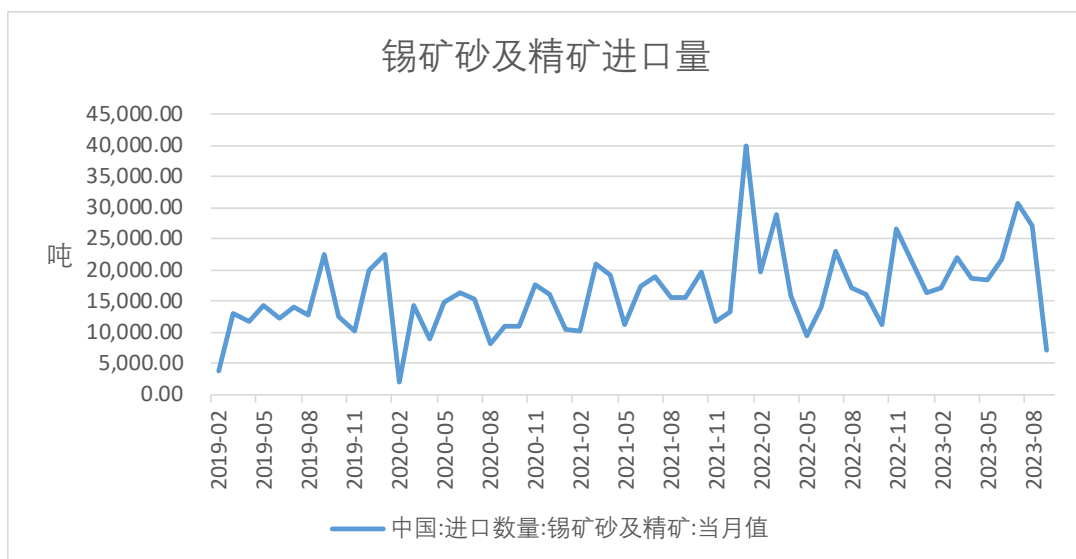


数据来源：瑞达期货、WIND

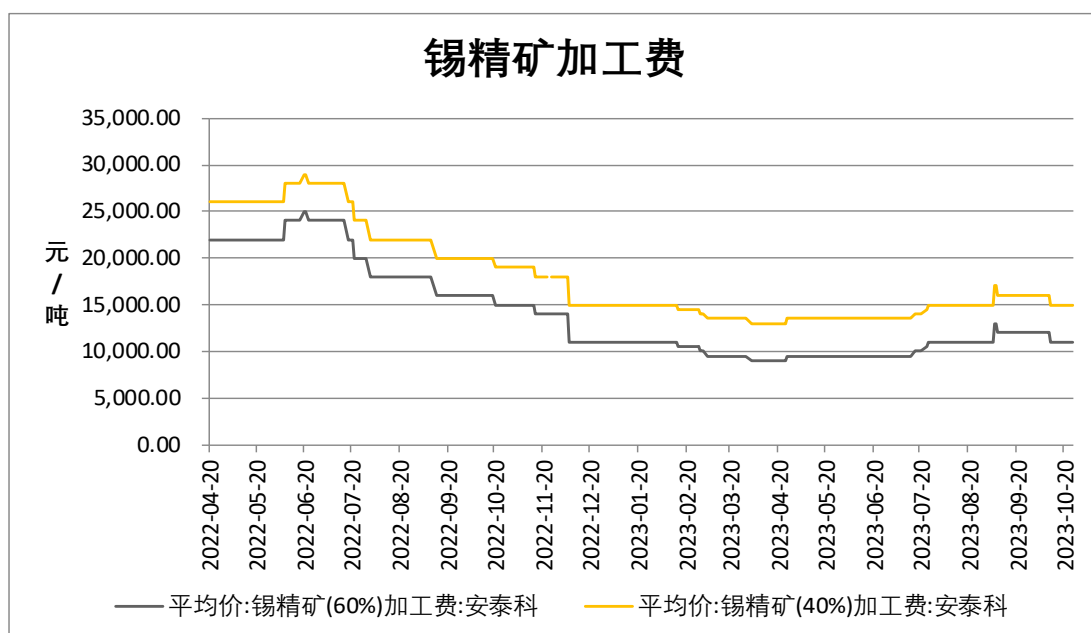
### 三、锡市供应情况

#### 1、锡矿进口环比下降

海关总署数据显示，2023 年 9 月，当月进口锡矿砂及精矿 7262.51 万吨，环比下降 73.18%，同比下降 54.79%。今年 1-9 月，进口锡矿砂及精矿 179229.1 万吨，同比减少 2.84%。2023 年 10 月 26 日，锡精矿 (60%) 加工费为 11000 元/吨，较 2023 年 9 月 12 日下跌 1000 元/吨，跌幅 8.33%；锡精矿 (40%) 加工费为 15000 元/吨，较 2023 年 9 月 12 日下跌 1000 元/吨，跌幅 6.25%。前期锡矿进口增加，供给得到补充，加工费上行，后期随着锡矿减少，加工费或回落。进出口方面，缅甸佤邦锡矿从 9 月份起，国内几无从该国进口，不过在锡矿进口盈利扩张下，从缅甸外的其他国家进口锡矿量则有所提升，其中国内以玻利维亚进口锡矿增量较大，后市来看，虽国内银漫矿业技改完成后逐渐释放锡矿增量，但如果后续缅甸佤邦禁矿事件持续，国内锡矿供应或呈现偏紧预期。



数据来源：瑞达期货、WIND



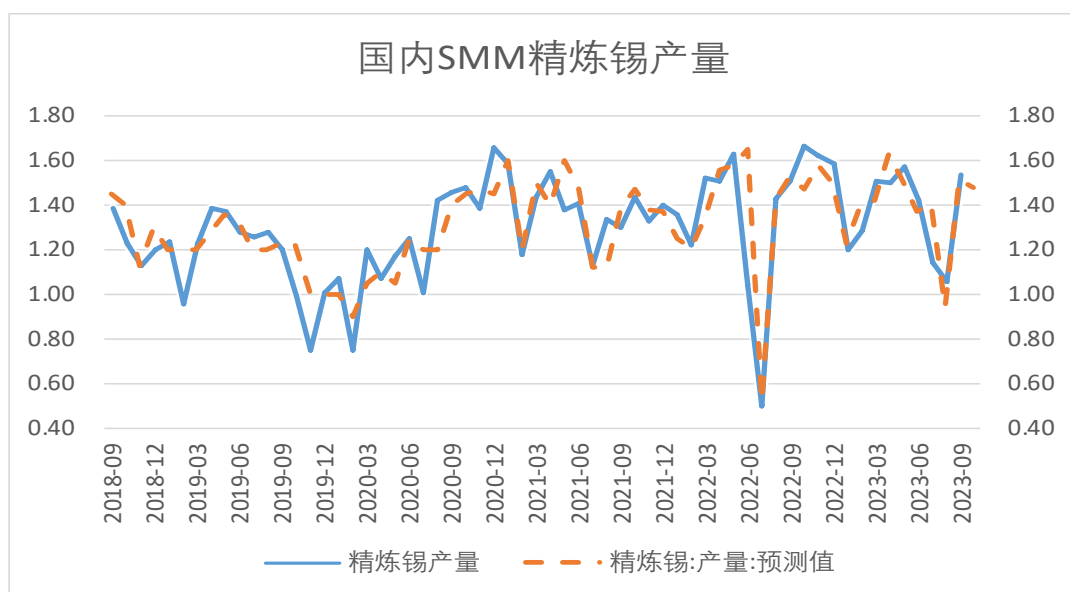
数据来源：瑞达期货、WIND

## 2、精炼锡产量增加 进口量增加

精炼锡产量方面，根据 SMM 显示：9 月份国内精炼锡产量为 15430 吨，较 8 月份环比回升 45.28%，较去年同比回升 2.2%，1-9 月累计产量为 122170 吨，累计同比回升 4.36%。9 月份国内锡锭产量大幅回升，主要由云南某大型冶炼企业检修恢复带来产量增加，分企业类别看，以原生锡矿为主的冶炼企业产量在 9 月份贡献主要增量，以废锡原料为主的冶炼企业多数平稳生产，个别企业存在略微增减产现象。进入 10 月份，预计国内云南某冶炼企业由于锡矿采购环节将产生部分锡锭减量，另外江西某两家冶炼企业受到十一假期员工

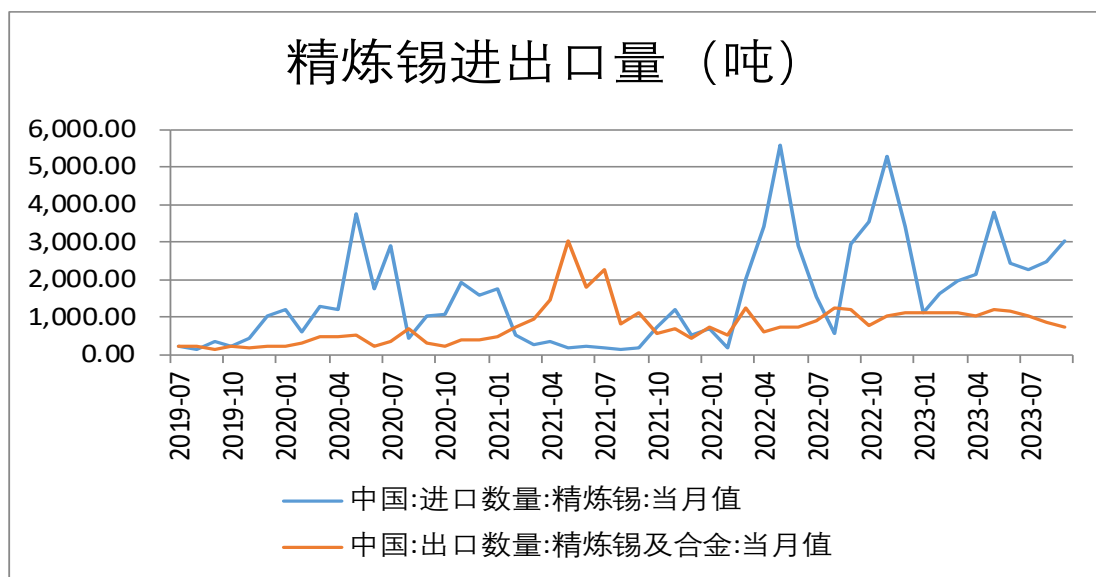


休假安排的因素影响而略微减产，云南和江西地区冶炼企业开工率逐渐回落至 58%上下，且预计 10 月期间难以恢复至 9 月的高位水平，其他多数冶炼企业表示将维持平稳生产。



数据来源：瑞达期货、SMM

海关总署数据显示，2023 年 9 月精炼锡进口量为 3036.72 万吨，环比增加 21.9%，同比增加 3.39%；1-9 月精炼锡累计进口 20783.94 万吨，同比增加 5.09%；2023 年 9 月精炼锡出口量为 730.98 万吨，环比减少 13.09%，同比减少 37.86%；1-9 月精炼锡累计出口 9201.67 万吨，同比增加 17.13%。印尼贸易部公布的数据显示，印尼 9 月精炼锡产品出口量环比增 16%，同比减 16.7%，至 5834.54 吨。印尼锡锭出口需重新办理出口许可证，四季度印尼锡锭出口或不再受出口许可证的制约，加上海外需求依然没有明显好转，我国锡锭进口盈利走扩，受锡锭进口盈利窗口持续开启影响下，锡锭的进口量级将有增量。后市来看，锡市内强外弱格局或将长期保持，沪伦比值高位将带动进口窗口开启，随着进口盈利再度扩张，进口或仍保持增长趋势。

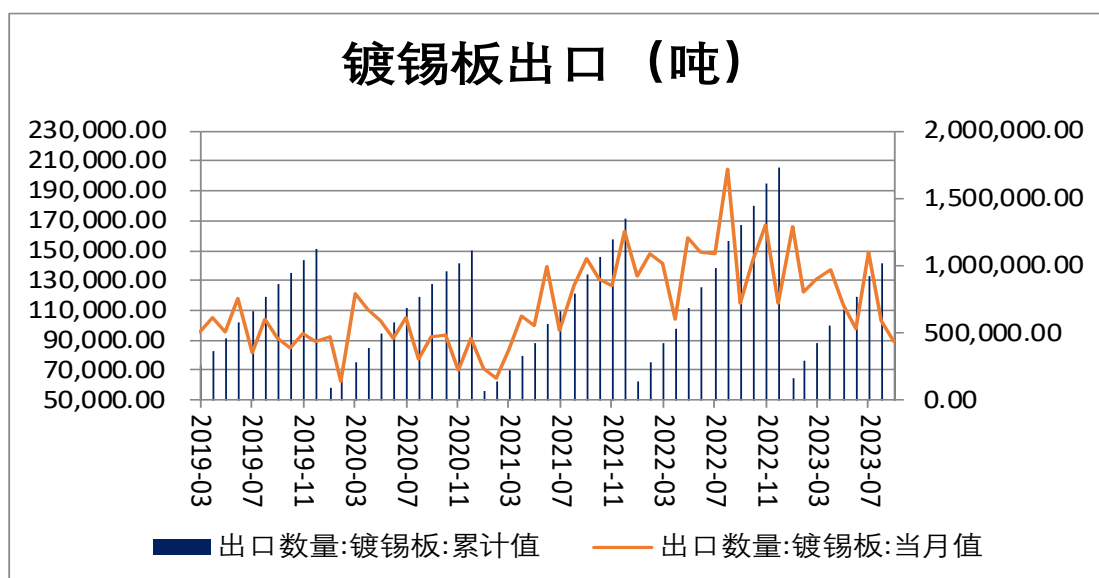
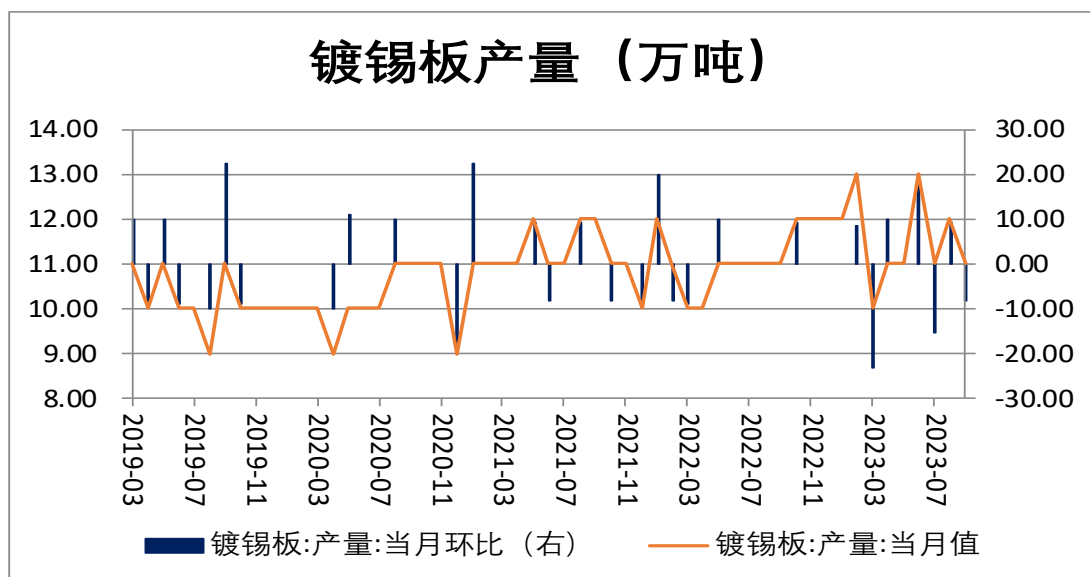


## 四、锡市需求情况

### 1、镀锡板行业出口下滑

镀锡板方面，据中钢协信息显示，截至 2023 年 8 月，镀锡板产量为 11 万吨，较 2023 年 7 月下跌 1 万吨，跌幅 8.33%。Mysteel 对民营企业成本&利润测算数据显示：2023 年 9 月份镀锡板生产成本 5875 元/吨，月环比下滑；毛利 405 元/吨，月环比减少 43 元/吨，全流程企业整体利润尚可。Mysteel 显示，马口铁供应看，10 月份陆续有两条产线复产，马口铁供应量小幅提升，受内外贸需求下滑，供应端压力有所加大，但 9、10 月属于月饼盒、茶叶罐、啤酒罐、饮料罐等终端采购淡季，而受限于房市的调整，化工罐等需求同样表现一般，9 月接单平平，甚至较 7、8 月份有所下滑。终端同样心态谨慎，10 月节前备库也以按需采购为主，虽有集中采购，一定程度提高市场活跃性，但逃不出“旺季不旺”的框架。

截至 2023 年 9 月，镀锡板出口数量为 89355.01 吨，较 8 月下跌 13964.92 吨，跌幅 13.52%。Mysteel 调研数据显示，今年镀锡板出口回落事实基本可预见，不过回落幅度尚且乐观，预计全年出口总量仍会维持较高水平，海外刚需韧劲较足，今年外贸分担内需压力的作用或将维持；9 月开始饮料、罐头等行业产销逐步下滑，一定程度上对镀锡板需求造成影响，后市直接出口和间接出口方面表现依然不错。

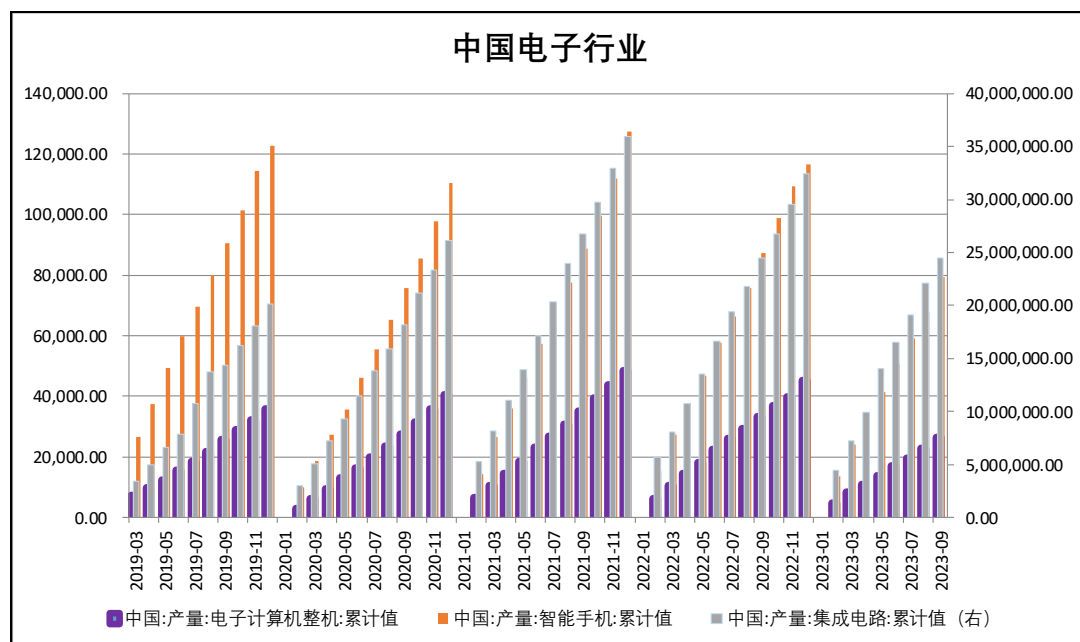


数据来源：瑞达期货、WIND

## 2、电子行业筑底回暖预期

电子行业方面，根据国家统计局数据显示，2023 年 9 月，集成电路产量为 3053230.4 万块，较 2023 年 8 月下跌 69769.6 万块，减少 2.23%。工业和信息化部新闻发言人、运行监测协调局局长陶青在新闻发布会上介绍，今年以来，我国电子信息制造业发展保持一定韧性，产业运行企稳回升，具体呈现以下四方面特点：一是生产回稳向好。1—9 月，规模以上计算机、通信和其他电子设备制造业增加值同比增长 1.4%，增速较上半年提高 1.4 个百分点。二是产品产量总体稳定。1—9 月，我国手机产量 10.9 亿台，同比增长 0.8%，特别是 9 月同比增长 11.8%；太阳能电池产量 384 吉瓦，同比增长 63.2%。三是固定资产投资保持高位。1—9 月，产业固定资产投资同比增长 10.2%，高于全国固定资产投资增速 7.1

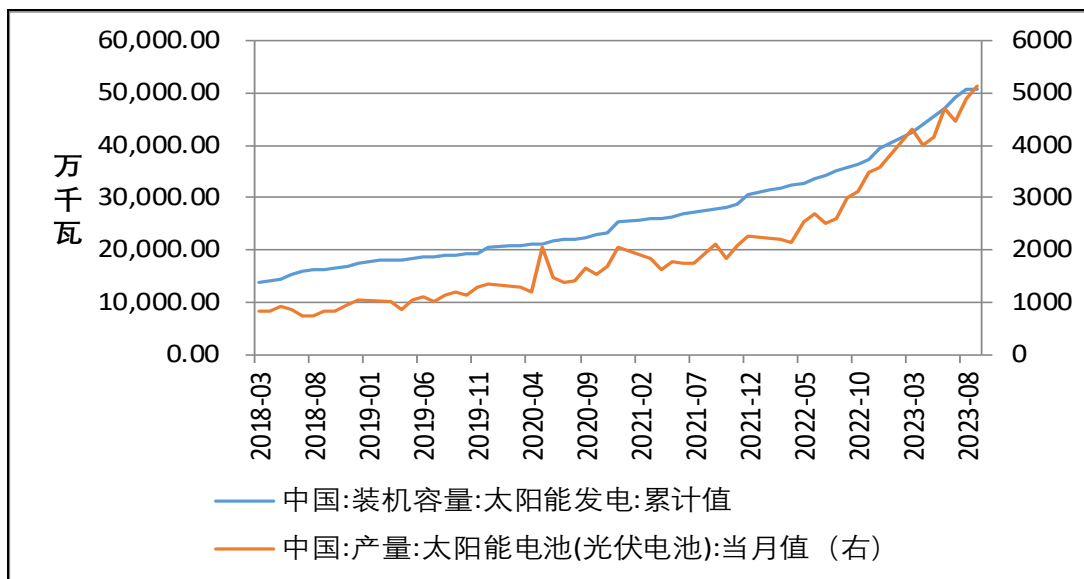
个百分点，增速较上半年加快 0.8 个百分点。四是部分产品出口逆势增长。今年以来，电视机出口向好，1—9 月出口金额同比增长 15.1%；锂离子电池、太阳能电池在过去几年持续快速增长的基础上，今年依然保持增长态势，1—9 月出口金额同比分别增长 48%、5.1%。陶青表示，下一步，工信部将深入贯彻落实党中央、国务院决策部署，坚持稳中求进工作总基调，夯实产业发展基础，加快新动能培育，推进电子信息制造业高质量发展。



数据来源：瑞达期货、WIND

### 3、光伏行业相对景气

在双碳背景下，国内太阳能行业发展较快，粗略估计，太阳能 1 百万千瓦需要约 120 吨锡。2018 年以来国内太阳能发电装机容量快速增长。相应的，太阳能电池产量也呈现较快增长。发改委、能源局表示，计划到 2030 年我国风电、太阳能发电总装机容量达到 12 亿千瓦以上。目前国内风电、太阳能发电装机容量约 6 亿千瓦，因此到 2030 年预计太阳能发电装机量将增加约 3 亿千瓦，估算需要消耗约 36000 吨锡锭，年均消耗 4000 吨锡锭。太阳能电池(光伏电池)产量为 5139.6 万千瓦，较 2023 年 8 月上涨 258.6 万千瓦，增加 5.3%。光伏装机需求和出口均维持相对景气。近期光伏产业链多环节价格出现回暖，尤其是上游硅料和硅片环节明显回暖。从需求端来看，光伏行业整体仍维持相对景气。



数据来源：瑞达期货、WIND

## 五、后市锡价展望

展望 11 月，当前缅甸佤邦仍有少量锡矿进口至国内市场，若缅甸佤邦矿山禁采延续，到年底国内锡矿供应将收紧，不过国内锡锭进口盈利空间在近期较高水平，到年底均有锡锭进口预期，锡锭供应相对平衡；需求上，今年传统消费旺季订单不及去年同期，旺季后下游企业订单或温和表现。不过缅甸佤邦锡矿供应的不稳定性，或影响期价走势，需后续关注其相关政策，建议区间震荡交易。

## 六、操作策略建议

1、中期（1-2 个月）操作策略：建议区间震荡交易

➤ 具体操作策略

◇ 对象：沪锡2312合约

◇ 参考入场点位区间：2070000-227000 元/吨区间低买高卖交易

◇ 止损设置：根据个人风格和风险报酬比进行设定，此处建议沪锡 2312 合约止损参考 3000 元/吨

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。