

2023年6月1日

供给或有扰动，期价先震荡再上破

——沪锡6月月度投资策略

东海策略

有色金属

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

杨磊

从业资格证号：F03099217

电话：021-68758820

邮箱：yangl@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：**当前市场预期美联储在6月加息的可能性仍然较大，关注6月15日前美国就业、CPI等数据对宏观情绪、美联储加息的影响，以及因加息预期可能给大宗商品、银行流动性问题带来的冲击。
- **供给：**6月份国内外锡精矿供应偏紧的格局仍将维持，锡精矿加工费预计仍在低位运行、在8月缅甸停矿落地前大跌的可能性不大；6月精炼锡国内产量因检修预计有所下滑，进口量预计因进口亏损的扩大而减少到港，但在较高的库存水平下，供应的收紧预计不会给消费带来制约。
- **需求：**在半导体的新一轮上行周期未开启前，6月锡下游消费需求无明显增长点，总体需求水平预计与5月持平。
- **库存：**在国内炼厂即将检修、锡锭进口减少、下游需求无明显起色的情况下，预计6月锡锭库存或出现去库走势，LME库存因国内进口减少而继续小幅累库。
- **月差：**月差结构预计在现货升水走强的前提下，由小C向Back结构转变。
- **结论：**在宏观、基本面供给扰动的预期下，预计6月沪锡价格将呈现出“先震荡，后突破上行”的走势。
- **操作建议：**单边价格逢支撑位做多；跨期套利可在去库的节奏下开立正套。
- **风险因素：**加息引发银行流动性问题再起、加速衰退

正文目录

1. 行情回顾	4
2. 供应端	5
2.1. 锡精矿：缅甸强调停矿，矿商趁机点价	5
2.2. 精炼锡：炼厂面临检修，进口环比减少	5
2.3. 供应小结	6
3. 需求端	7
3.1. 锡焊料：半导体主动去库，光伏独领风骚	7
3.2. 锡化工：竣工带动，稳中有增	8
3.3. 镀锡板：淡季之下需求稳定	9
3.4. 铅酸电池：淡季之下需求回落	9
3.5. 需求小结	10
4. 库存：国内小幅去库，海外小幅累库	10
5. 结论及操作建议	11

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 国内原矿价格	5
图 7 锡精矿加工费	5
图 8 锡精矿进口量	5
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	6
图 12 锡锭进口情况	6
图 13 全球半导体销售周期	7
图 14 中国半导体产量	7
图 15 手机产量	8
图 16 微型计算机设备产量	8
图 17 光电子器件产量	8
图 18 光伏电池产量	8
图 19 光伏新增装机量	8
图 20 光伏组件进出口量	8
图 21 PVC 国内产量	9
图 22 地产竣工面积累计同比	9
图 23 镀锡板产量	9
图 24 镀锡板库存	9
图 25 铅酸蓄电池企业开工率	10
图 26 锡锭社会库存	10
图 27 锡锭 SHFE 仓单库存	10
图 28 锡锭企业库存	11
图 29 LME 锡锭库存	11

1. 行情回顾

截至5月31日，沪锡主力收206450元，月度跌幅2.8%；伦锡收25360美元，月度跌幅3.21%。沪伦比值处于8.14附近。

沪锡价格在5月走势先跌后涨，前后分为三个阶段：第一阶段，5月4日至11日，在5月宏观数据不断出炉的影响下，沪锡价格冲高失败，但多头在205000附近存在较强进场意愿，沪锡价格在205000至215000之间震荡；第二阶段，5月12日至23日，美国债务违约的担忧冲击市场，以铜为代表的有色金属价格出现下跌，沪锡价格向下突破205000的支撑位，震荡下探至192000附近；第三阶段，5月24日至5月31日，缅甸佤邦再度发文确认8月停矿事宜，国内某炼厂提前检修、影响产量约2000吨，供应端扰动增加，叠加美国债务上限会议达成协议，宏观利空情绪消退，沪锡价格大幅反弹。

在盘面价格回落后，锡锭下游企业补库积极性好转，带动锡锭现货对盘面从5月初对SN2306合约平水，转为5月下旬的升水300元左右；沪锡近月月差多数时间处在300C至100C之间波动。

展望6月，宏观层面需关注美国5月的非农就业、失业率、CPI等数据对盘面价格、美联储加息的影响，并关注6月15日美联储会议的结果；基本上，锡精矿供应问题、炼厂检修或给沪锡价格带来支撑。预计5月沪锡价格将呈现出“先震荡，后突破上行”的走势，月差结构预计在现货升水走强的前提下，由小C向Back结构转变。

图1 沪锡价格走势



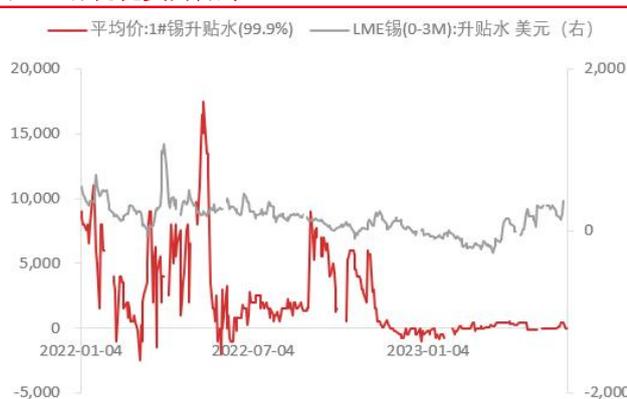
资料来源：iFind，东海期货研究所

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

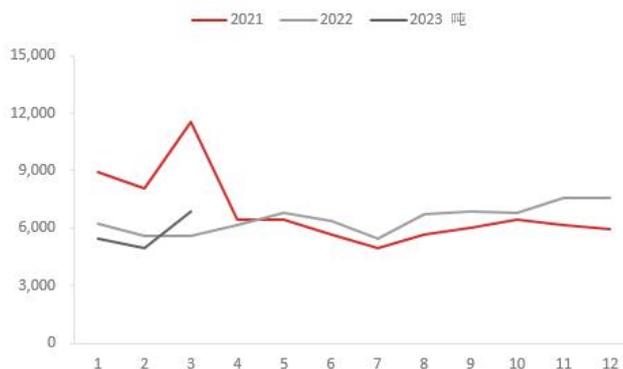
2.1. 锡精矿：缅甸强调停矿，矿商趁机点价

3月国内锡精矿产量录得6876吨，环比2月增长39.3%，符合季节性变动规律。5月中上旬，由于沪锡主力合约价格震荡偏弱运行，矿商点价、出货积极性明显下降，锡精矿加工费仍在低位运行；5月下旬，由于缅甸强调停矿带来沪锡价格的上行，部分矿商趁机点价，总体数量在三千吨左右。

锡精矿进口方面，4月进口1.87万吨，同比增长18.09%。其中，来自于缅甸的进口量达到1.48万吨，占到4月总进口量的79%。5月上旬，刚果（金）因降雨引发了山洪爆发和泥石流，预计后续的进口矿也将减量；5月20日，缅甸佤邦发文重申在今年8月的停矿事宜，届时国内锡元素短缺的概率增加。进口矿的短缺，或将引起国内锡精矿的开采力度加大，也会引发锡锭进口窗口的打开、由精炼锡来补足。

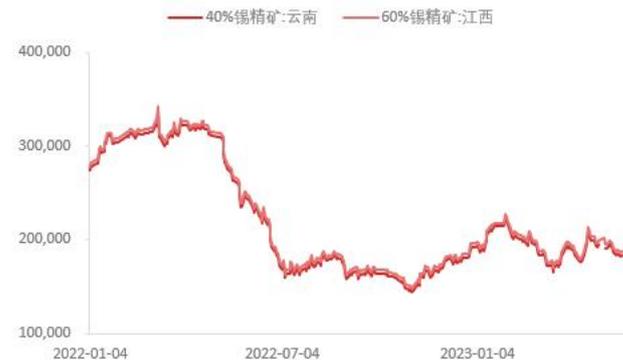
综上，6月份国内外锡精矿供应偏紧的格局仍将维持，锡精矿加工费预计仍在低位运行、在8月缅甸停矿落定前大跌的可能性不大。后续关注缅甸停矿的落实及其对国内锡精矿开采、锡锭进口窗口的影响。

图 5 国内锡精矿产量



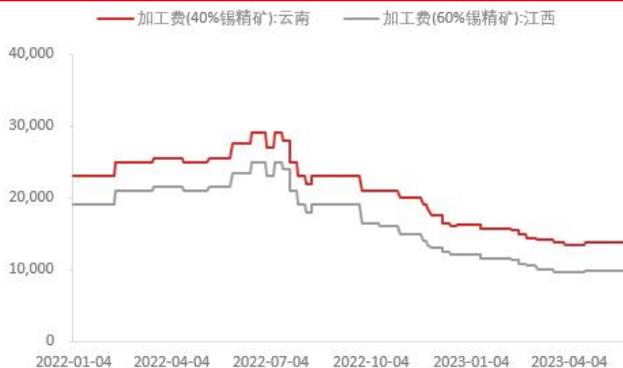
资料来源：SMM，东海期货研究所

图 6 国内原矿价格



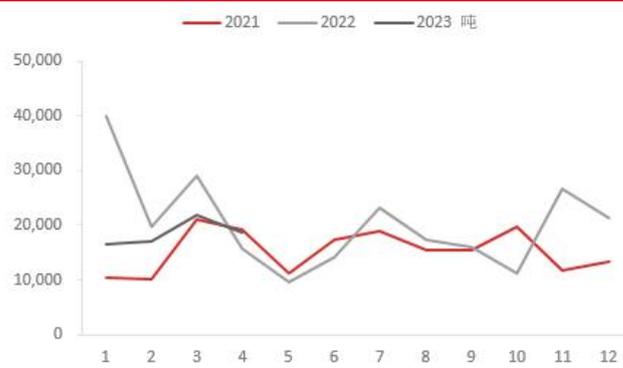
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 7 锡精矿加工费



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 8 锡精矿进口量



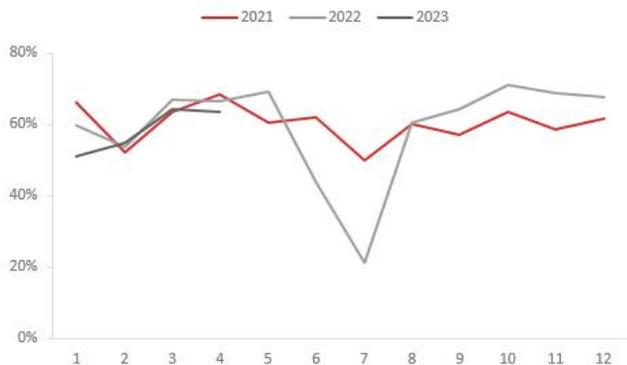
资料来源：iFinD，东海期货研究所

2.2. 精炼锡：炼厂面临检修，进口环比减少

2023年4月，锡炼厂开工率小幅回落、但仍维持在相对高位，从3月的64.09%下降

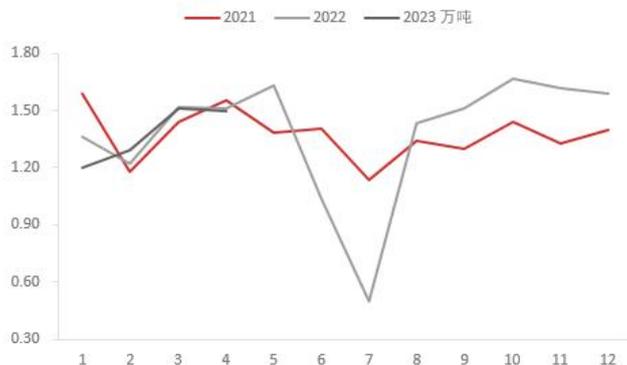
至4月的63.41%，产量也从3月的1.51万吨下降至4月的1.5万吨。另外，华南某炼厂在5月20日宣布提前进行为期45-50天的停产检修，预计影响产量约2000吨左右。在今年8月前，国内外锡精矿供应预计稳定；在下游电子消费无明显好转的情况下，锡渣等废锡供应预计仍然偏紧。矿端和废锡端供应总体维持偏紧但稳定的格局，由于国内炼厂多数会选择在6-7月进行停产检修，预计6月国内精炼锡产量将会有所下降。

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



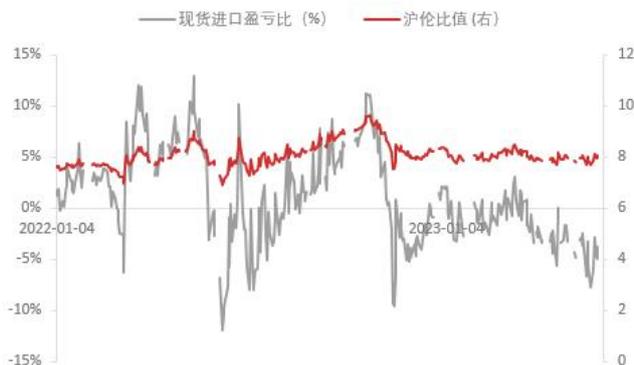
资料来源：iFind，东海期货研究所

自2021年年底开始，锡锭现货进口比价一直在进口盈亏平衡附近波动，与之相对应，锡锭现货也从不间断地进入国内，一直持续至今；而进口锡也以其较低的升贴水报价而受市场欢迎，往往尚未到港便被提前预定。

2023年4月，锡锭进口量为2012.9吨，较3月环比增加6.86%。在4-5月期间，由于进口亏损的小幅扩大，预计进口商锁定比价的进口量环比有所减少，该部分进口量将在5-6月陆续到港并体现出来。

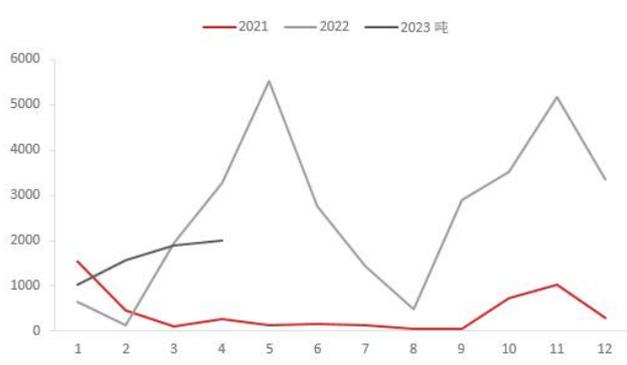
综上，6月精炼锡国内产量因检修预计有所下滑；进口量预计因进口亏损的扩大而减少到港。国内外锡锭总供应量减少，但在高库存之下，炼厂检修带来的减量预计不会传导至下游；但要关注炼厂停产检修后社会库存和现货升贴水的变化，寻找跨期套利的机会。

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，6月份国内外锡精矿供应偏紧的格局仍将维持，锡精矿加工费预计仍在低位运行、在8月缅甸停矿落地前大跌的可能性不大。6月精炼锡国内产量因检修预计有

所下滑，进口量预计因进口亏损的扩大而减少到港。后续关注缅甸停矿的落实及其对国内锡精矿开采、锡锭进口窗口的影响，以及国内炼厂检修对锡锭社会库存及现货升贴水的影响。

3. 需求端

3.1. 锡焊料：半导体主动去库，光伏独领风骚

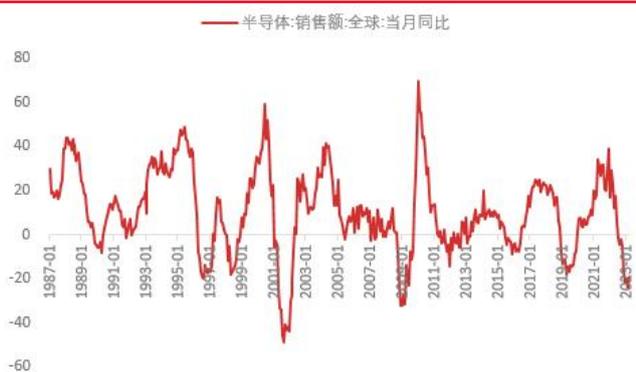
锡焊料作为锡锭最大的消费方向，占到了接近于 65% 的比重。锡焊料用来连接电子元器件的线路，其消费量与半导体产量、光伏装机量、电子产品产量密切相关。其中，消费电子和白色家电占比约 70%，通信、光伏及其他占比约 30%。

半导体行业的周期性较为明显，每轮周期往往在 3-4 年；本轮周期的起点大致为 2019 年 7 月，并有望于 2023 年二季度触底后反弹。截止 2023 年 3 月，全球半导体销售额同比下滑 19.56%，环比降幅收窄了 4.59%；2023 年 4 月全国半导体产量小幅下降至 281.1 亿块，同比增长 3.8%，环比下降 4.4%。与半导体产量的环比下滑同步，手机、计算机、光电子器件在 4 月的产量也出现了环比下降：手机产量为 1.18 亿台，环比下降 16.9%；计算机产量为 2539.7 万台，环比下降 23%；光电子器件产量为 1174.6 亿只，环比下降 8%。半导体及各类电子设备产量的环比回落，主要源于 3 月份开工的高基数，符合季节性变化规律；另外，半导体行业仍处在主动去库阶段，4、5 月间国内外半导体、电子设备供应商存在减产行为，新一轮周期的开启需等待需求修复、库存去化。

光伏领域，4 月国内光伏电池产量录得 3992 万千瓦，同比大幅增加 69.1%；同时，4 月新增光伏装机量录得 1465 万千瓦，同比大幅增加 114%。出口方面，4 月中国光伏组件出口 3.93 亿个，同比增幅 50.5%。在 2023 年国内外光伏产业政策同时向好的情况下，预计光伏对锡焊料将维持较为强劲的需求拉动。

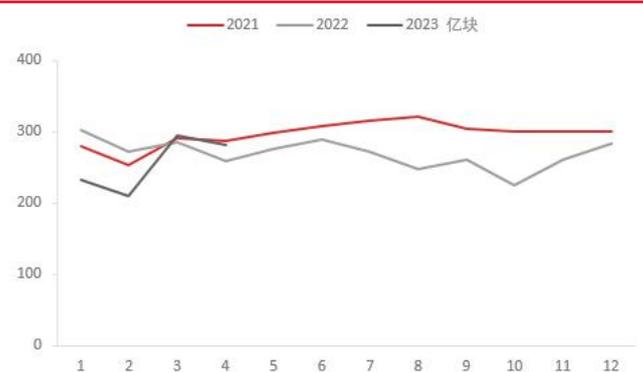
整体来看，半导体行业仍处于本轮周期的主动去库阶段、周期拐点尚未出现；光伏对锡焊料的需求虽然强劲但占比相对较小。预计 6 月半导体周期仍处于拐点前的磨底阶段，锡焊料需求仍需靠光伏支撑，暂难出现明显好转。

图 13 全球半导体销售周期



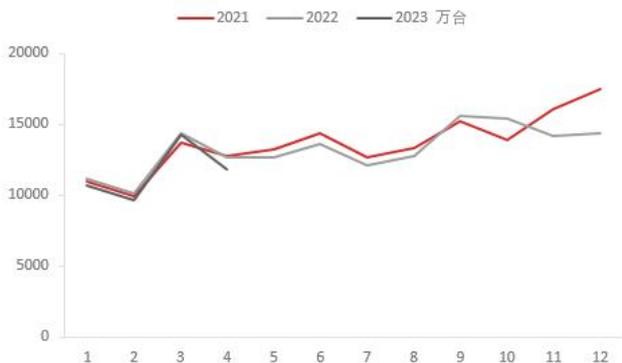
资料来源：iFind, 东海期货研究所

图 14 中国半导体产量



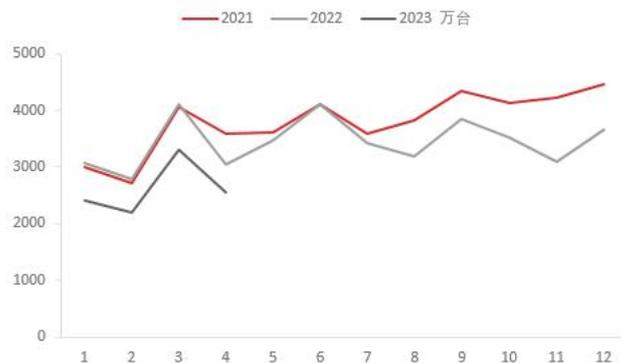
资料来源：iFind, 东海期货研究所

图 15 手机产量



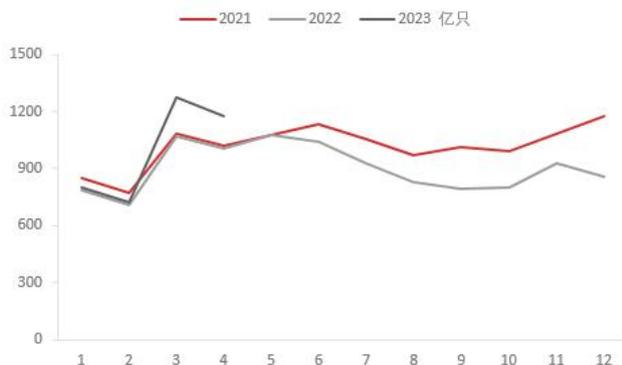
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 16 微型计算机设备产量



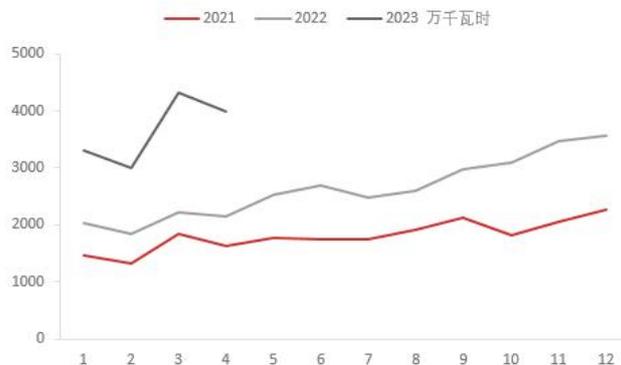
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 17 光电子器件产量



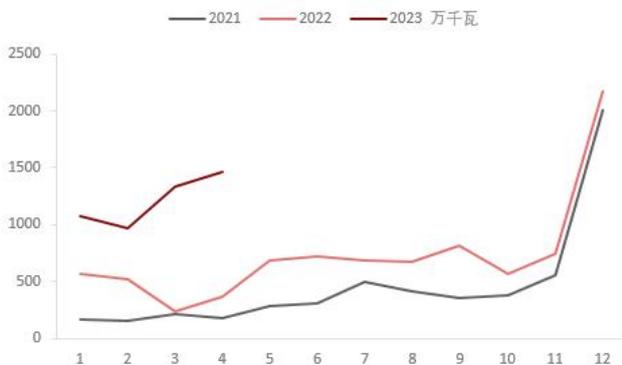
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 18 光伏电池产量



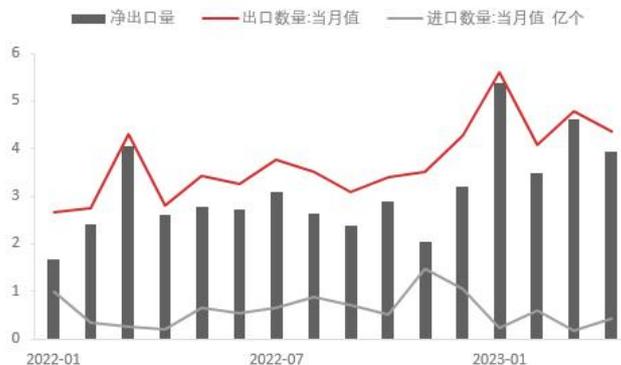
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

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：竣工带动，稳中有增

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。

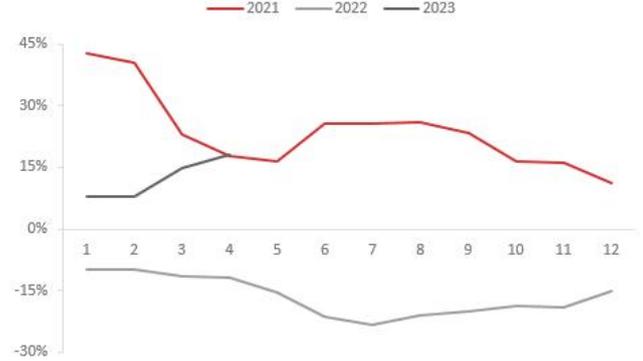
2023 年 5 月，PVC 国内产量录得 186 万吨，同比小幅下降 4.17%；1-5 月累计产量为 934.64 万吨，同比小幅下降 0.7%。得益于一揽子地产政策，以及 2022 年地产竣工面积的低基数，2023 年 1-4 月地产竣工面积累计同比增长 18.8%。随着地产竣工的好转，对 PVC 稳定剂为代表的锡化工消费预计稳中有增。

图 21 PVC 国内产量



资料来源: iFinD, 东海期货研究所

图 22 地产竣工面积累计同比

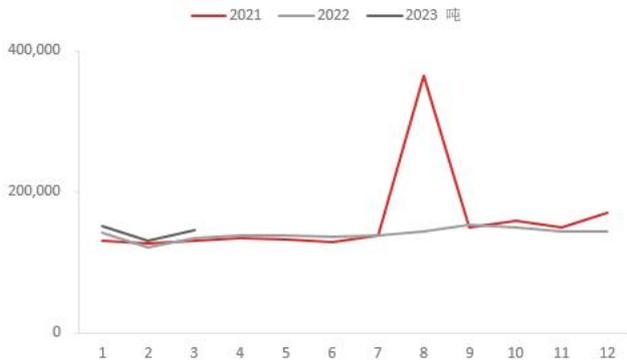


资料来源: iFinD, 东海期货研究所

3.3. 镀锡板: 淡季之下需求稳定

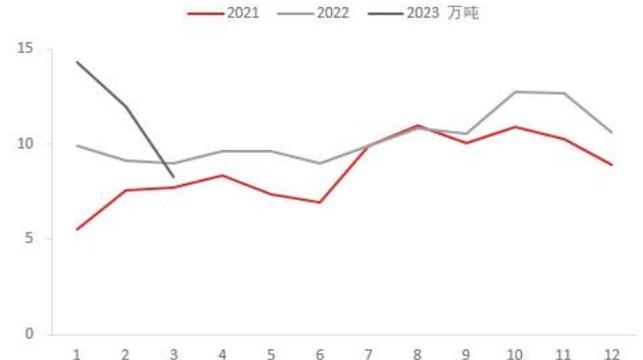
2023 年 3 月, 国内镀锡板产量为 14.63 万吨, 同比增加 8.9%; 3 月末库存录得 8.28 万吨, 较 2 月去库 3.68 万吨, 主要得益于 3 月处于生产开工的高峰期, 预计 4、5 月库存水平将维持相对的稳定。由于镀锡板的需求旺季在夏天, 相应的产量会出现季节性增加, 而其他月份的产量则相对平稳。因此, 预计 6 月份镀锡板的供给和需求仍维持平稳, 对锡的增量需求影响不大。

图 23 镀锡板产量



资料来源: iFinD, 东海期货研究所

图 24 镀锡板库存

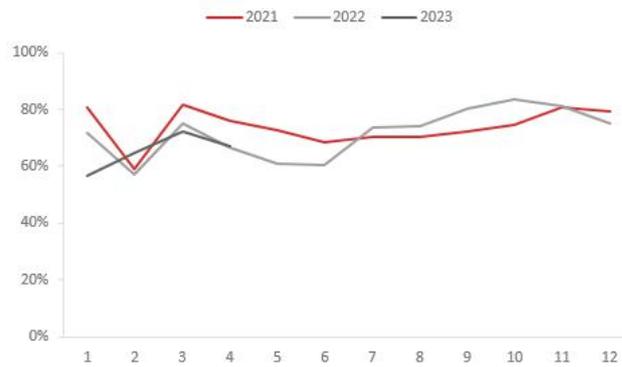


资料来源: iFinD, 东海期货研究所

3.4. 铅酸电池: 淡季之下需求回落

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 4 月, 国内铅酸电池企业的开工率录得 66.98%, 较 3 月的 72.23% 下降了 5.25 个百分点。由于在 4 月至 6 月期间, 铅酸蓄电池的需求进入相对的淡季, 电池企业开工率也会出现一定幅度的下滑, 预计 6 月铅酸电池对锡的需求也会出现小幅回落。

图 25 铅酸蓄电池企业开工率



资料来源：SMM，东海期货研究所

3.5. 需求小结

综上，在半导体的新一轮上行周期未开启前，6月锡下游消费需求无明显增长点，总体需求水平预计与5月持平。

4. 库存：国内小幅去库，海外小幅累库

2023年5月以来，在消费的拖累下，国内锡锭的社会库存和仓单库存仍处在高位，尚未形成明显的去库走势。社会库存方面，5月26日锡锭社会库存录得10702吨，较4月28日的高点11128吨下降了426吨，主要是由于5月中上旬的锡价下跌刺激了下游企业的补库需求；锡锭现货对期货价格转为升水，使得“注销仓单、卖现货”有利可图，上期所锡锭仓单从5月10日的8756吨下降至在5月31日的8221吨。

4月末锡炼厂企业库存录得3860吨，较3月末的4810吨下降了950吨。相比于2022年平均企业库存2687吨，企业库存水平处于明显的高位。在锡精矿供应未出现明显坍塌、社会库存未出现明显的去库走势之前，企业库存高企的格局将继续维持。

进入5月后，由于锡锭进口亏损有所扩大，进口锡锭流入国内的数量减少，带来LME库存出现小幅累库的状况，LME库存从4月28日的1525吨上升至5月31日的1895吨。在锡锭进口亏损收窄之前，预计LME的累库走势仍将维持。

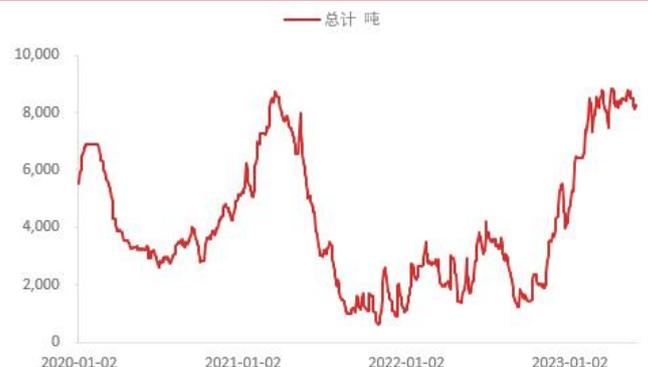
综上，在国内炼厂即将检修、锡锭进口减少、下游需求无明显起色的情况下，预计6月锡锭库存或出现去库走势，LME库存因国内进口减少而继续小幅累库。

图 26 锡锭社会库存



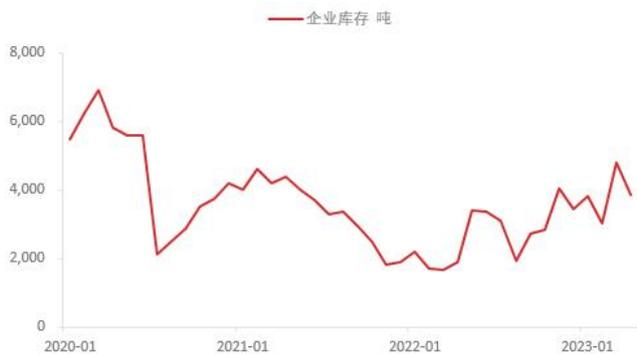
资料来源：SMM，东海期货研究所

图 27 锡锭 SHFE 仓单库存



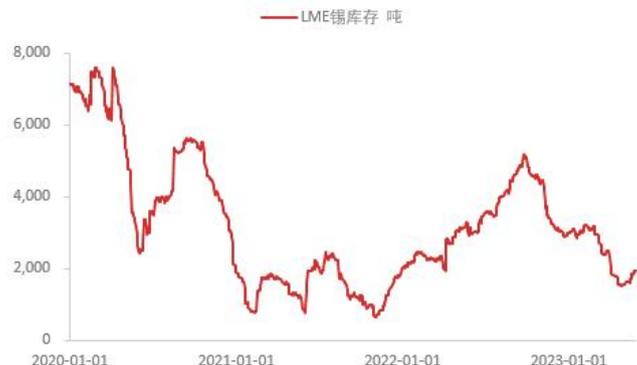
资料来源：iFind，东海期货研究所

图 28 锡锭企业库存



资料来源：SMM，东海期货研究所

图 29 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，当前市场预期美联储在 6 月加息的可能性仍然较大，关注 6 月 15 日前美国就业、CPI 等数据对宏观情绪、美联储加息的影响，以及因加息预期可能给大宗商品、银行流动性问题带来的冲击。

基本面，供给端，6 月份国内外锡精矿供应偏紧的格局仍将维持，锡精矿加工费预计仍在低位运行、在 8 月缅甸停矿落定前大跌的可能性不大；6 月精炼锡国内产量因检修预计有所下滑，进口量预计因进口亏损的扩大而减少到港，但在较高的库存水平下，供应的收紧预计不会给消费带来制约。需求端，在半导体新一轮上行周期未开启前，6 月锡下游消费需求无明显增长点，总体需求水平预计与 5 月持平。在国内炼厂即将检修、锡锭进口减少、下游需求无明显起色的情况下，预计 6 月锡锭库存或出现去库走势，LME 库存因国内进口减少而继续小幅累库。

操作建议：预计 6 月沪锡价格将呈现出“先震荡，后突破上行”的走势，可逢支撑位做多；月差结构预计在现货升水走强的前提下，由小 C 向 Back 结构转变，跨期套利可开立正套头寸。

风险因素：加息引发银行流动性问题再起、加速衰退

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：上海市东方路1928号东海证券大厦8F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL：Jialj@qh168.com.cn