

2023年7月3日

供需格局或收紧，期价仍有上行空间

——沪锡2023年半年度投资策略

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

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：**美国经济仍表现出相当的韧性，美联储年内仍可能加息两次，不排除更多的加息措施；国内方面，市场寄希望于7月政治局会议前后能够出台增量政策，带动经济进入上行通道。整体而言，宏观因素对商品价格的影响在边际减弱，沪锡价格走势在下半年或更侧重于基本面。
- **供给：**下半年锡精矿供应紧张格局或进一步加剧，废锡供应情况改善预计有限；国内炼厂受季节性检修、停矿等因素影响，产量或从季节性低点逐步上行，但整体产量水平预计低于上半年；受伦锡交割博弈影响，锡锭进口亏损扩大，下半年进口量或先抑后扬，以补充国内需供应的缺口。
- **需求：**下半年锡焊料需求或有所好转，但半导体周期伊始、改善幅度较为有限；铅酸蓄电池、镀锡板在季节性的带动下预计对需求有所拉动；地产竣工或在下半年转弱，锡化工预计将对下游消费形成拖累；锡整体消费在下半年好转的概率较大。
- **库存：**在供需关系由松转紧的过程中，预计国内库存将转为去库；LME库存受交割博弈和进口窗口的影响下，或将先累库、再去库。
- **月差：**月差结构预计在现货升水走强的情况下，由小C 向Back结构转变。
- **结论：**在下半年供需面可能出现“先由松转紧、再紧平衡”的情况下，沪锡价格或将呈现出“先震荡上行、再宽幅震荡”的格局。
- **操作建议：**单边方面可逢支撑位做多、进行波段交易；跨期套利可开立正套头寸。
- **风险因素：**美联储加息超预期诱发衰退、矿端扰动被证伪、半导体新周期未至

正文目录

1. 行情回顾	4
2. 供应端	5
2.1. 锡原料：矿端紧张或加剧，废锡改善有限	5
2.2. 精炼锡：国内产量或降，进口量先降后增	6
2.3. 供应小结	7
3. 需求端	7
3.1. 锡焊料：新周期带动需求，改善幅度或有限	7
3.2. 锡化工：地产竣工或转弱，拖累锡化工消费	9
3.3. 铅酸电池：旺季带动需求上升	10
3.4. 镀锡板：Q3 或现增量，Q4 预计稳定	10
3.5. 需求小结	11
4. 库存：国内转为去库，海外先累库再去库	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 中国半导体产量	8
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	9
图 18 光伏电池产量	9
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 镀锡板库存	11
图 27 锡锭社会库存	11
图 28 锡锭 SHFE 仓单库存	11
图 29 锡锭企业库存	12
图 30 LME 锡锭库存	12
表 1 2023 年锡精矿新投产能	6

1. 行情回顾

2023年1-6月，沪锡价格走势大致可分为七个阶段：第一阶段，1月1日至1月20日，在国内防疫政策逐渐放开的背景下，市场充斥着对2023年经济复苏的预期，沪锡加权价格从20.1万上行至23.9万附近；第二阶段，1月30日至3月16日，春节过后，“强预期，弱现实”的交易逻辑开始主导市场，在海外银行流动性危机蔓延的过程中，叠加锡锭供需两弱的基本面，沪锡加权价格从24.37万一路下挫至17.75万附近；第三阶段，3月17日至4月11日，随着银行流动性危机的淡化，外加工信部发文要稳住电子产品消费的利好消息，沪锡加权价格冲高至21万元，因预期短期难兑现、宏观数据扰动等因素的影响，再度回落至18.8万附近；第四阶段，4月12日至4月18日，在宏观数据落地的背景下，缅甸佤邦发文“将在8月1日停止锡精矿的开发”，沪锡主力合约迎来涨停，沪锡加权价格从18.9万上冲至22.9万附近；第五阶段，4月19日至5月23日，随着缅甸停矿事件逐渐被市场所消化，叠加美国债务违约引发市场恐慌，沪锡加权价格从22.2万回落至19.2万附近；第六阶段，5月24日至6月21日，缅甸佤邦再度发文确认8月停矿事宜，国内银漫矿业停产技改、部分炼厂检修，伦锡多空交割博弈加剧，沪锡加权价格从19.2万元震荡上行至22.1万元；第七阶段，6月26日至6月28日，伦锡交割博弈的影响淡出，沪锡价格震荡回落。伦锡价格走势与沪锡基本一致。

锡锭现货升贴水与沪锡价格走势呈反向关系：在沪锡价格下行时，现货升贴水上行；在沪锡价格上行时，现货升贴水下行——2023年上半年锡锭现货对期货的升贴水在平水附近上下波动，变动幅度相对较小。与基差变化相对应，沪锡近月合约月差的变动范围大致处于（300C，300B）之间，并由Back结构转向了Contango结构，整体波动范围较小。受交割博弈的影响，伦锡月差在上半年逐渐走强，Cash-3M在6月一度冲高至1704美元。

图1 沪锡价格走势



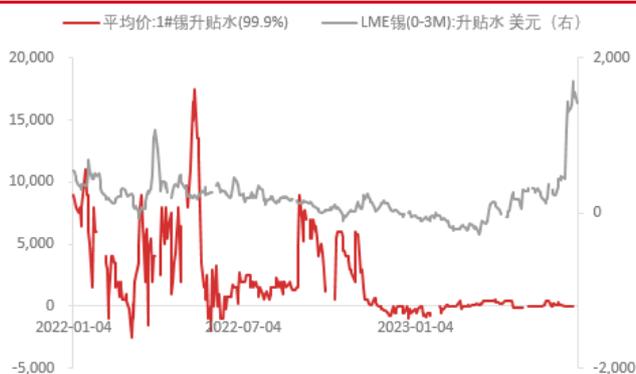
资料来源：iFinD，东海期货研究所

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：东海期货研究所

2. 供应端

2.1. 锡原料：矿端紧张或加剧，废锡改善有限

2023年1-4月，国内锡精矿累计产量为23871吨，同比增长1.35%。国内锡精矿产量保持稳定，年内仅兴业矿业旗下的银漫矿业在逐步扩产，预计在7月初技改技术后，今年将产出6152.26吨锡精矿。国内锡精矿增量整体有限。

2023年1-5月，锡精矿累计进口量为92512.75吨，同比下降18.85%。其中，来自于缅甸的进口量为69710.19吨，占比75.35%；来自刚果(金)的进口量为12704.77吨，占比13.73%；来自缅甸的锡精矿仍然占据了举足轻重的地位。经了解，当前缅甸矿山运作确有收紧迹象，预计8月停矿将如期进行；但考虑到矿业对佤邦财政的重要作用，以及刚果(金)矿山在年底的投产，在锡价上涨后是否仍维持停矿政策，仍应保持观望态度。从海外矿山投产情况来看，2023年投产时间多集中于四季度，其中仅刚果(金)的锡精矿进口至国内的概率较大，矿端供应缺口较大。

在上半年锡精矿供应偏紧的格局下，加工费水平在节节走低后企稳。在下半年矿端有可能进一步收紧的情况下，不排除加工费再度下探的可能；但当前加工费水平已处于较低水平，再度下探的空间相对有限。

此外，废锡价格因其锡含量不同，以一定的比例随沪锡价格上下波动。在锡下游消费疲软的格局下，含锡废料在上半年的供应同样不容乐观。在市场预期半导体周期在三季度将迎来拐点的前提下，电子产品消费或将逐渐拉动对锡焊料的需求，对废锡的供应带来改善——但在新周期起步阶段，改善的幅度较为有限。

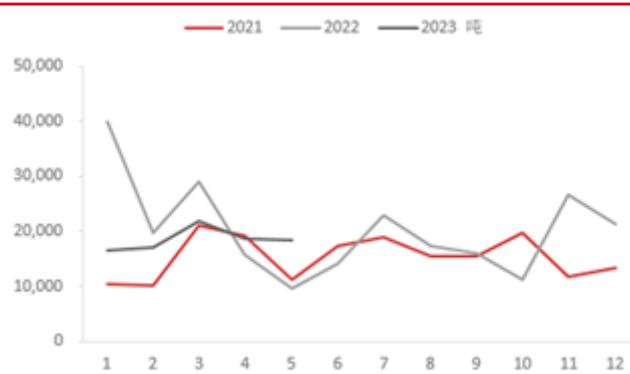
综上，下半年锡精矿供应偏紧的格局恐因缅甸停矿而进一步加剧，但对停矿周期需保持观望；废锡供应量或因新一轮半导体周期的开启而有所增加，但新周期的起步较为缓慢，预计边际改善幅度较为有限。

图5 国内锡精矿产量



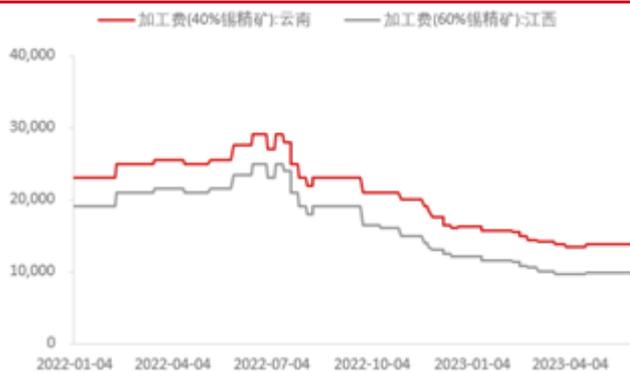
资料来源：SMM，东海期货研究所

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

表 1 2023 年锡精矿新投产能

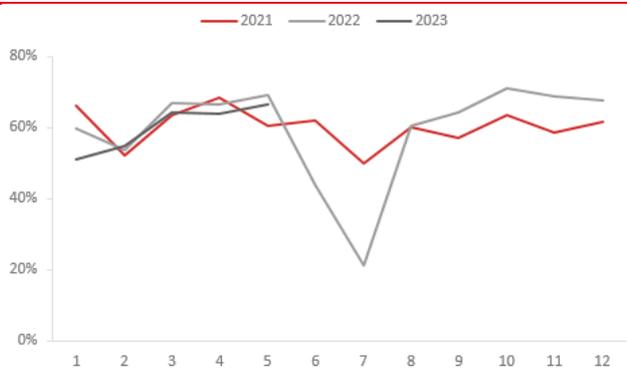
国家	项目	预计产量（吨）	投产时间
中国	银漫二期	6152.26	2023.7
刚果（金）	Titan	1440	2023.3
刚果（金）	Mpama South	7232	2023.12
刚果（金）	Manono	2000	2023 年底
巴西	Massangana 尾矿	3600	2023.Q2
英国	Hemerdon+Drakelands	500	2023.Q4
捷克	Cinovec	1000	2023

2.2. 精炼锡：国内产量或降，进口量先降后增

2023年1-5月，锡炼厂开工率逐月攀升，从1月的50.8%逐步上升至5月的66.4%；同时，1-5月累计产量7.07万吨，同比下降2.35%——主要减量是受1月的疫情和春节假期影响。国内炼厂多在6-7月选择进入逐渐减产检修，预计6、7月的开工率和产量将环比5月有所回落。因此，下半年国内锡锭产量预计从7月的低点逐渐向上爬升。

另外，考虑到缅甸在8月的停矿安排、锡精矿供应的紧张程度或有所加剧，废锡供应量的改善程度预计有限，锡锭产量虽从检修的低点逐步爬升，但下半年总体产量水平或较上半年有所下降。

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



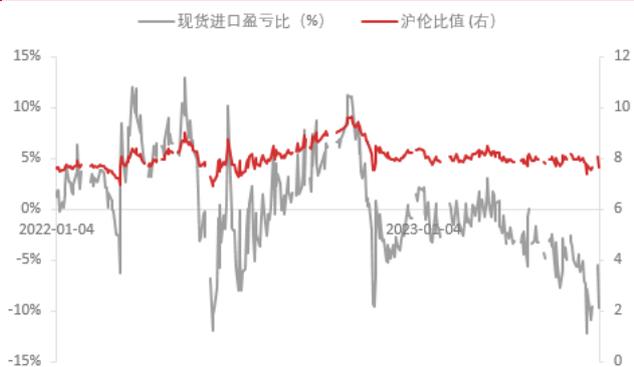
资料来源：iFinD，东海期货研究所

2023年1-5月，锡锭累计进口量为10164.79吨，同比下降11.77%。进口量下降的主要原因在于，2023年以来，锡锭进口盈利较2022年大幅收窄，在1-4月间，进口盈利长期在盈亏平衡附近波动；而在5月后，进口亏损不断扩大，并在6月伦锡的交割博弈中扩大至亏损10%。

伦锡交割博弈的影响在逐渐消退，但受叠加人民币加速贬值的冲击，进口窗口再度打开尚需时日，预计7-8月的锡锭进口量将出现较大减量；但因矿端供应紧张、国内锡元素的短缺要由进口锡锭来补充，预计进口量在9月将逐步回升。

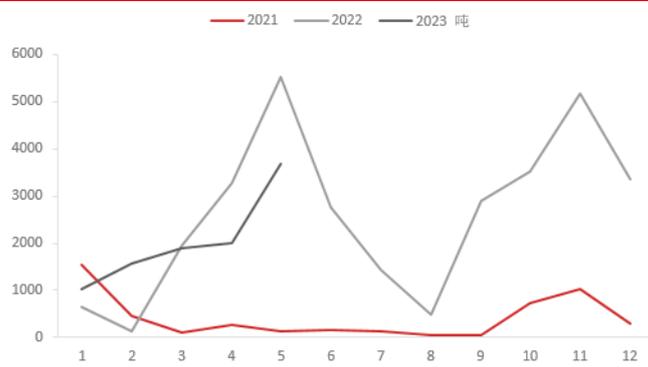
综上，受国内炼厂季节性检修、进口亏扩大的影响，7-8月国内锡锭产量、进口量预计将出现较大幅度的下滑；在炼厂检修结束后，产量将出现回升，但受限于锡精矿和废锡的短缺，而较上半年产量水平有所下降；在锡精矿供应紧张引起国内锡锭供应下滑后，此消彼长，锡锭进口量或在9月后逐渐攀升。

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，下半年锡精矿供应紧张格局或进一步加剧，废锡供应情况改善预计有限；国内炼厂受季节性检修、停矿等因素影响，产量或从季节性低点逐步上行，但整体产量水平预计低于上半年；受伦锡交割博弈影响，锡锭进口亏损扩大，下半年进口量或先抑后扬，以补充国内需供应的缺口。

3. 需求端

3.1. 锡焊料：新周期带动需求，改善幅度或有限

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%。

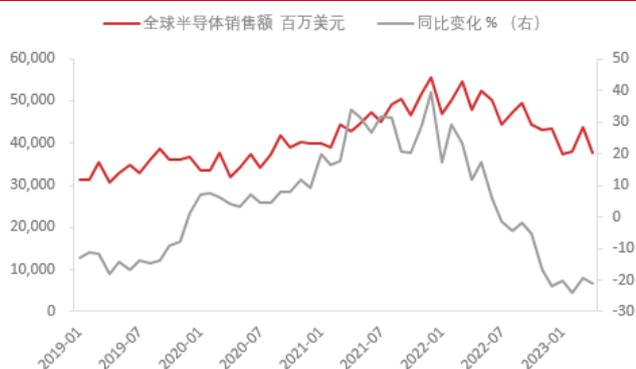
半导体行业的周期性较为明显，每轮周期往往在3-4年；本轮周期的起点大致为2019年7月，并有望于2023年二季度末、三季度初触底后反弹。截止2023年4月，全球半导体销售额同比下滑21.16%，环比下降了13.83%；从1-4月的总体情况来看，全球半导体销售额的降幅已处于磨底阶段，亚太、欧洲的销售已出现企稳、拐头迹象。2023年1-5月，全国半导体累计产量1400.7亿块，同比增长0.1%。与半导体产量的环比下滑同步，手机、

计算机在 1-5 月的产量也出现了环比下降：手机累计产量为 5.65 亿台，同比下降 2.6%；计算机累计产量为 1.31 亿台，同比下降 25.7%。光电子器件在 1-5 月累计产量为 5263.3 亿只，同比增长 1.4%。值得注意的是，新周期拐点到来后，其启动往往较为缓慢、对锡焊料消费的拉动仍需时日尚能体现——预计下半年半导体对锡焊料的消费拉动将有所改善，但幅度相对有限。

光伏领域，1-5 月国内光伏电池产量录得 18516.2 万千瓦，同比大幅增加 53.6%；同时，4 月新增光伏装机量录得 6121 万千瓦，同比大幅增加 171.7%。出口方面，1-5 月中国光伏组件净出口 21.91 亿个，同比增幅 62.5%。在 2023 年国内外光伏产业政策同时向好的情况下，光伏在下半年预计仍保持对锡焊料的强劲需求。

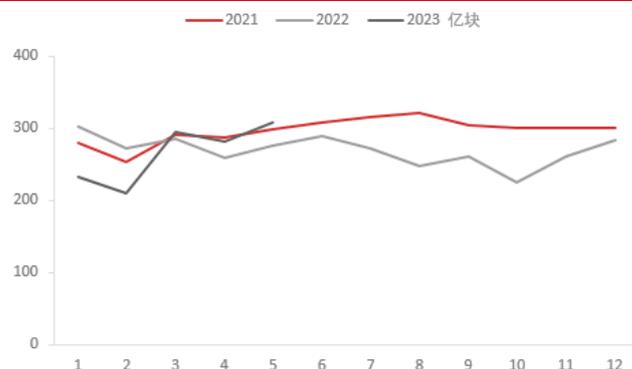
整体来看，半导体对锡焊料的需求将因周期拐点而有所改善，但因周期启动较为缓慢，预计对锡的需求拉动较为有限；得益于国内外同时向好的光伏政策，预计下半年其对锡焊料的需求仍将保持强劲态势。

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 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



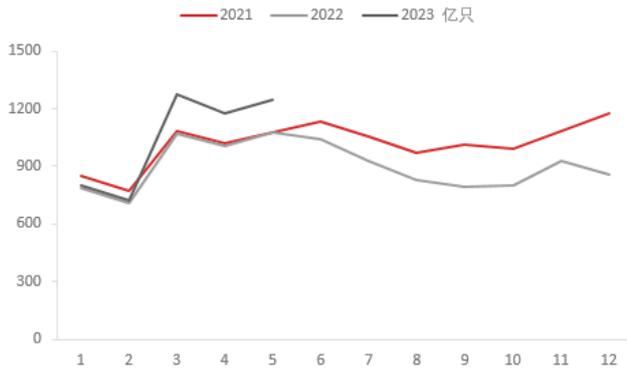
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图16 微型计算机设备产量



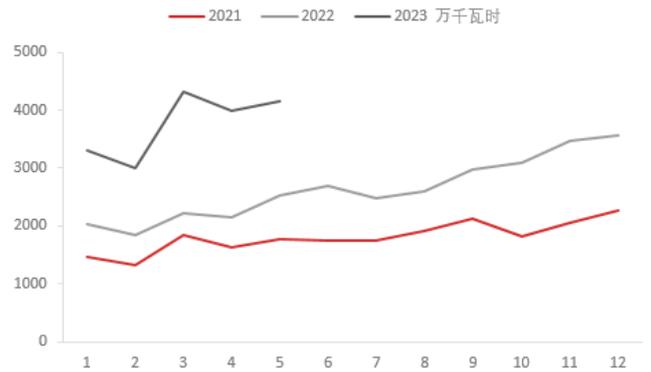
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

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



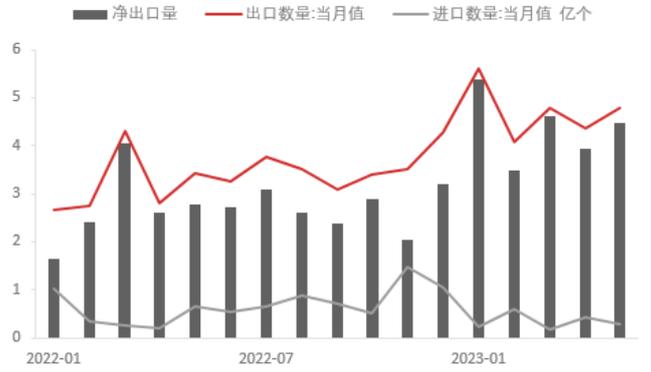
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

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

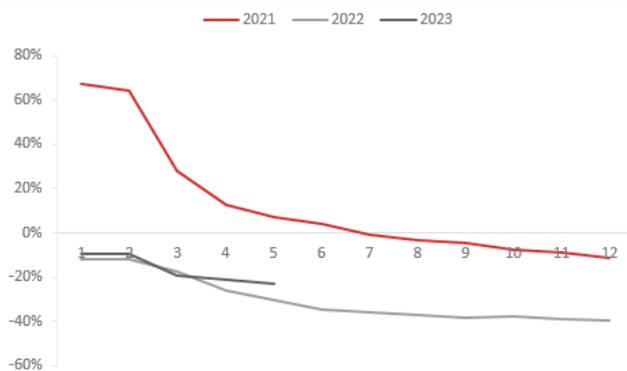
3.2. 锡化工：地产竣工或转弱，拖累锡化工消费

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 1-5 月地产竣工面积累计同比增长 19.11%，且存在不断放缓的趋势。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 年后便不断走低，因此，预计今年下半年地产竣工情况将逐渐走弱。

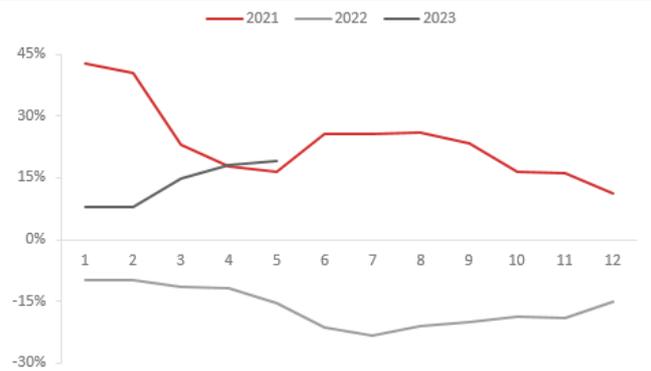
同时，1-5 月，PVC 国内累计产量录得 930.64 万吨，同比小幅下降 1.13%。在地产竣工的拖累下，PVC 在下半年的产量水平预计较上半年有所下降，预计对锡化工的消费形成拖累。

图21 地产新开工施工面积累计同比



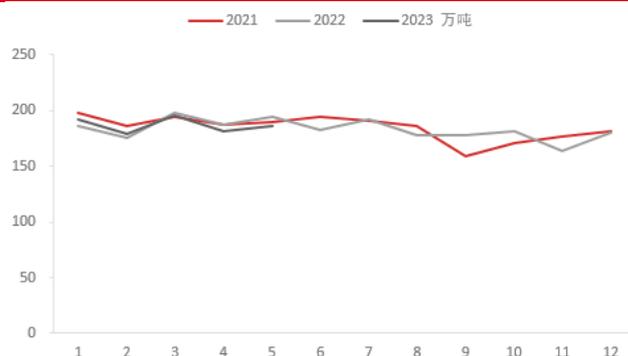
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

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：旺季带动需求上升

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1-5月，国内铅酸电池企业的综合开工率先扬后抑：先从1月的56.56%上升到3月的72.23%，再下降至5月的61.5%；在需求淡季下，预计6月的开工率同样维持在较低水平。

进入下半年，铅酸蓄电池将迎来夏季的消费旺季，电池企业开工率预计将逐渐攀升至相对高位，电池产量预计将产过上半年的水平，预计对锡的需求将有所好转。

图24 铅酸蓄电池企业开工率



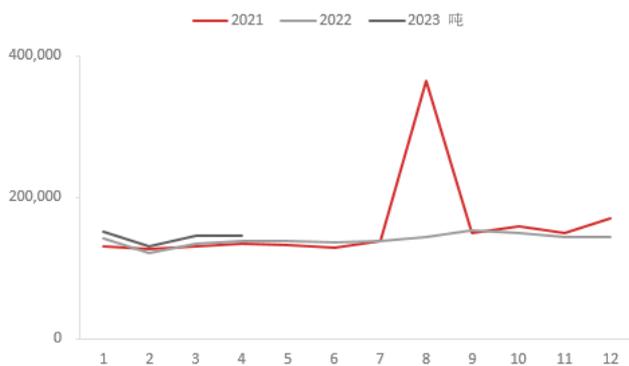
资料来源：SMM，东海期货研究所

3.4. 镀锡板：Q3 或现增量，Q4 预计稳定

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1-4月，国内镀锡板累计产量为57.4万吨，同比增加7.75%；4月末库存录得8.77万吨，较历史同期变化不大。

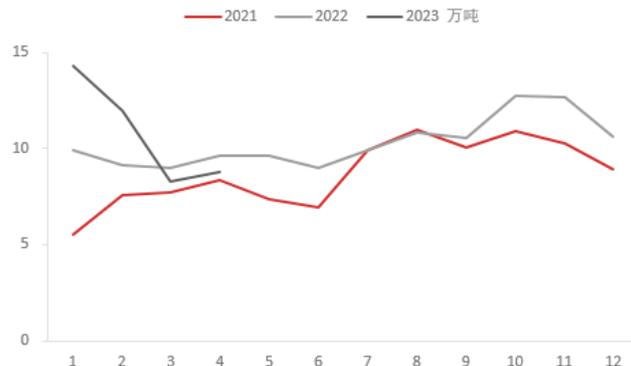
由于镀锡板的需求旺季在夏天，相应的产量会出现季节性增加，而其他月份的产量则相对平稳。因此，预计在三季度或因旺季而短暂拉动锡的消费，四季度各月份预计恢复至常规月份产量。

图25 镀锡板产量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图26 镀锡板库存



资料来源：iFinD，东海期货研究所

3.5. 需求小结

综上，下半年锡焊料需求或有所好转，但半导体周期伊始、改善幅度较为有限；铅酸蓄电池、镀锡板在季节性的带动下预计对需求有所拉动；地产竣工或在下半年转弱，锡化工预计将对下游消费形成拖累；锡整体消费在下半年好转的概率较大。

4. 库存：国内转为去库，海外先累库再去库

2023年1月至今，在消费的拖累下，国内锡锭的社会库存和仓单库存不断累库，目前仍在库存高位震荡，尚未出现明显的去库迹象。社会库存方面，6月21日锡锭社会库存录得12388吨，再创新高；锡锭现货对期货价格较长时间维持贴水，以贴水价格买入现货、注册成仓单卖交割有利可图，且近月月差多数时间维持C结构，仓单质押并向后移仓可赚取结构收益，仓单库存居高不下。

5月末锡炼厂企业库存录得3605吨，在3月后逐渐去库；但相比于2022年平均企业库存2687吨，企业库存水平处于明显的高位。

1-6月间，LME库存先去库、后累库，并在6月交割博弈的过程中迅速增加，但整体上仍处于相对低位，下半年仍有被海外资金交割博弈的可能性。

在下半年国内供需状况由松转紧的过程中，预计将带来社会库存和仓单的去化，企业库存也将进一步下移；LME库存方面，在当前交割博弈余波未消的情况下，预计将延续累库走势，累库走势在国内进口窗口打开后再度转为去库。

图27 锡锭社会库存

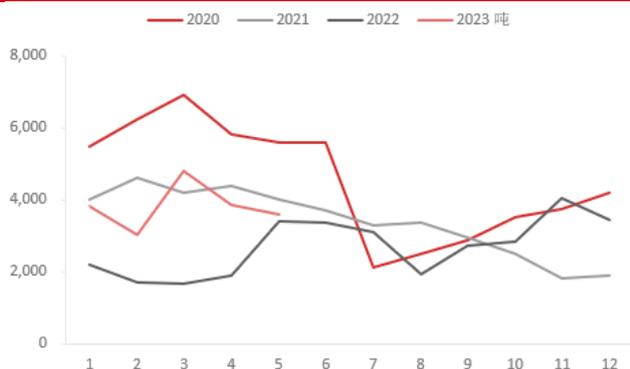


图28 锡锭 SHFE 仓单库存



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

资料来源：iFinD，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，美国经济仍表现出相当的韧性，美联储年内仍可能加息两次，不排除更多的加息措施；国内方面，市场寄希望于7月政治局会议前后能够出台增量政策，带动经济进入上行通道。整体而言，宏观因素对商品价格的影响在边际减弱，沪锡价格走势在下半年或更侧重于基本面。

基本面，供给端，下半年锡精矿供应紧张格局或进一步加剧，废锡供应情况改善预计有限；国内炼厂受季节性检修、停矿等因素影响，产量或从季节性低点逐步上行，但整体产量水平预计低于上半年；受伦锡交割博弈影响，锡锭进口亏损扩大，下半年进口量或先抑后扬，以补充国内需供应的缺口。需求端，下半年锡焊料需求或有所好转，但半导体周期伊始、改善幅度较为有限；铅酸蓄电池、镀锡板在季节性的带动下预计对需求有所拉动；地产竣工或在下半年转弱，锡化工预计将对下游消费形成拖累；锡整体消费在下半年好转的概率较大。在供需关系由松转紧的过程中，预计国内库存将转为去库，LME库存受交割博弈和进口窗口的影响下，或将先累库、再去库。

操作建议：在下半年供需面可能出现“先由松转紧、再紧平衡”的情况下，沪锡价格或将呈现出“先震荡上行、再宽幅震荡”的格局，可逢支撑位做多、进行波段交易；月差结构预计在现货升贴水走强的情况下，由小C向Back结构转变，跨期套利可开立正套头寸。

风险因素：美联储加息超预期诱发衰退、矿端扰动被证伪、半导体新周期未至

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