

2024年6月3日

关注欧美央行利率决议，期价或先抑后扬

——沪锡6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：**6月需关注的海外宏观数据或事件主要围绕6日欧央行利率决议和13日美联储利率上限决议展开，在欧央行大概率降息的情况下，美元走势预计强劲，或施压商品价格，市场情绪或在美联储利率决议前后转多。国内“517”楼市新政效果仍需观察，料7月政治局会议和二十届三中全会前增量政策出台概率较低，市场预期处于验证阶段。
- **供给：**缅甸矿山复产仍未有确切时间，6月锡精矿进口量预计仍将延续低水平，锡矿供应紧张料逐步加剧。精炼锡方面，国内炼厂在6月国家安全生产月存在检修预期，国内产量或环比下滑，警惕炼厂宣布检修带动期价迅速冲高；锡价“外强内弱”的格局延续，进口窗口预计仍保持关闭，5月进口亏损或带来6月进口量的进一步下滑。
- **需求：**6月焊料厂或因安全生产月而进行短期的减停产，但生产时间长于5月，整体产量环比变化不大，但沪锡价格的回调或带动下游补库、增加对锡锭的补库需求；而锡化工因地产竣工拖累、“517”楼市新政效果的滞后性而难在6月出现起色、维持弱势概率较大。6月整体需求或因沪锡价格回落、下游补库需求增加而出现小幅增长。
- **库存：**展望6月，国内库存或因供应减少、需求增加、锡价回落而阶段性去库，但去库的连续性仍有待观察。
- **结论：**在市场情绪或先空后多、而基本面对价格存在支撑的情况下，6月锡价走势或在中上旬整理、回落，在中下旬随着市场情绪的恢复而出现反弹，呈现出“先抑后扬”的局面。

正文目录

1. 行情回顾	4
2. 宏观	5
3. 供应端	5
3.1. 矿端：缅甸供应紧张或加剧	6
3.2. 精炼锡：炼厂存在检修预期，进口窗口或维持关闭	6
3.3. 供应小结	8
4. 需求端	8
4.1. 锡焊料：下游补库或带动需求增加	8
4.2. 锡化工：预计维持弱势	10
4.3. 需求小结	11
5. 库存：观察国内去库的连续性	11
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 地产施工面积累计值	11
图 22 地产竣工面积当月值	11
图 23 商品房销售面积当月值	11
图 24 PVC 国内产量	11
图 25 锡锭社会库存	12
图 26 LME 库存	12

1. 行情回顾

截止 5 月 31 日收盘，沪锡主力合约收盘价为 274950 元，月度涨幅为 5.42%；同期，伦锡 3M 合约的收盘价为 32610 美元，月度涨幅为 4.64%。

2024 年 5 月，沪锡价格呈现出“先震荡，后上冲，再震荡”的态势。第一阶段，5 月 6 日至 13 日，受美联储放缓缩表步伐言论的影响，沪锡价格冲高后回落，价格处于（25.7 万，26.7 万）的区间内震荡、寻找方向；第二阶段，5 月 14 日至 20 日，在国内超长期国债发行、美国 CPI 带来的利空情绪消退、以及国内地产政策的出台，价格大幅上冲至 29.1 万后回落；第三阶段，5 月 21 日至 31 日，在地产政策落地后，利多情绪短暂出尽，沪锡价格冲高回落，在（27 万，28.4 万）的区间内震荡。

受锡价连续创出新高的影响，下游企业以刚需采购为主，上游炼厂、中游贸易商的库存压力增加，社库与仓单量不断增加，现货对期货维持贴水，仓单量持续攀升，带来沪锡合约之间长期维持 contango 结构。

图 1 沪锡价格走势



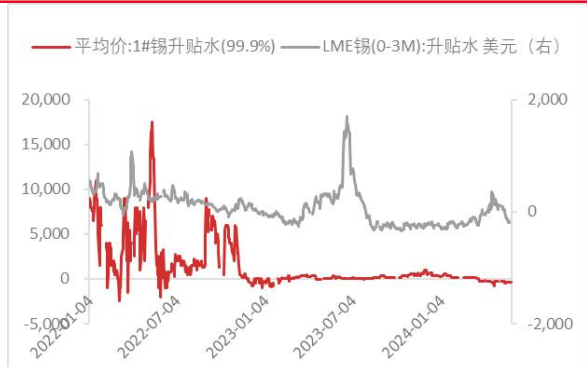
资料来源：iFind，东海期货研究所

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

海外方面，5月30日，美国第一季度实际GDP年化季率修正值录得1.3%，低于修正前的1.6%——较2023年四季度3.4%的增速显著回落；同时，美国4月成屋签约销售指数月率录得-7.7%，大幅低于预期的-0.6%，下滑幅度明显。31日，美国4月核心PCE物价指数月率录得0.2%，低于预期的0.3%。总体来说，美国经济增速在高利率环境下显著放缓，通胀水平缓慢下降，市场或再度预期美联储在2024年降息。6月需关注的海外宏观数据或事件主要围绕6日欧央行利率决议和13日美联储利率上限决议展开，以及影响市场押注美联储降息预期的CPI、就业等数据。在欧央行大概率降息的情况下，美元走势预计强劲，或施压商品价格。

国内方面，5月31日，5月官方制造业PMI录得49.5，较预期的50.4有所回落。由于“517”楼市新政对经济的拉动作用尚需时日方能体现，预计在7月政治局会议和二十届三中全会召开前，再度出台新经济政策的概率相对较低，市场对经济走势的预期处于验证阶段，市场情绪仍然偏多。

3. 供应端

3.1. 矿端：缅甸供应紧张或加剧

4月，锡精矿进口量总体录得10295.71吨，同比下滑44.86%。其中，来自于缅甸的进口量录得3912.9吨，同比环比大幅下滑——但缅甸仍然是最主要的锡精矿来源国，占到4月总进口量的38.01%。

截止5月31日，云南孟连口岸5月进口量仅录得1646.71吨，折合约165金属吨，矿端紧张已然凸显。5月，国内40%与60%锡精矿加工费均小幅抬升约1500元/吨，受锡价冲高带动较为明显。

在缅甸矿山复产仍然没有确切时间的情况下，预计6月锡精矿进口量仍然维持在低水平，供应紧张或逐步加剧。

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：炼厂存在检修预期，进口窗口或维持关闭

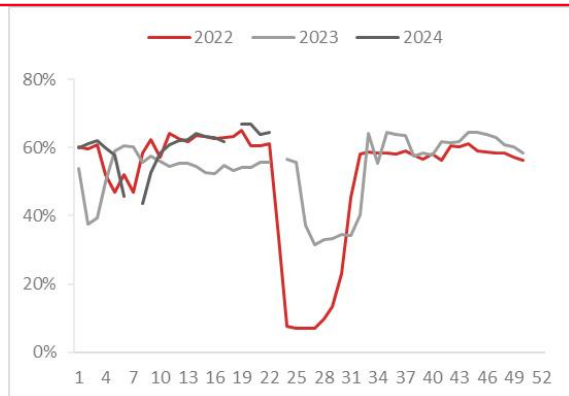
2024年4月，精炼锡产量录得1.65万吨，同比上升10%，环比增长6.45%；开工率从3月的64.22%大幅抬升至4月的70.38%。

进入5月后，受五一假期的影响，炼厂开工时间缩短、产量势必受到影响；云南、江西两省的周度综合开工率分别录得66.96%、66.96%、63.77%、64.39%，周均开工率录得65.52%，较4月的周均62.99%小幅抬升。受5月开工率攀升的影响，预计当月

国内锡锭产量录得1.7万吨。

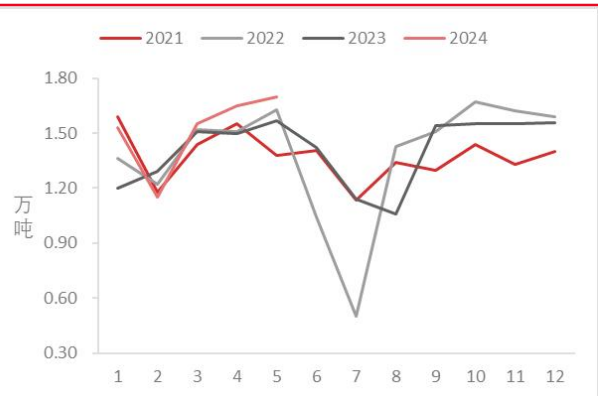
受6月国家安全生产月的影响，国内炼厂或存在停产检修的情况，带动国内产量出现回落；警惕炼厂在宣布停产检修时，沪锡期货价格迅速冲高。

图7 炼厂开工率



资料来源：SMM，东海期货研究所

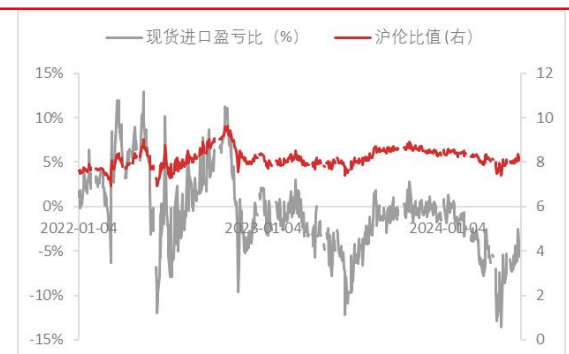
图8 锡锭产量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

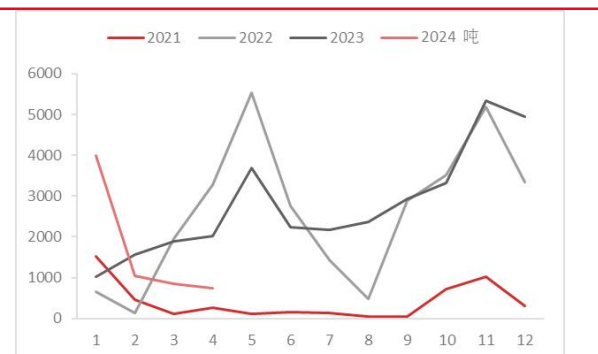
4月份，国内锡锭进口量录得733.94吨，环比下降13.88%。同时，受海外伦锡库存低位而国内社会库存持续攀高的影响，伦锡和沪锡呈现出明显的“外强内弱”格局。在此影响下，内外比价维持进口亏损态势，5月以来，锡锭现货进口盈亏在（-7.28%，-2.54%）内波动，折合亏损范围处于（-20519.8，-7267.18）元/吨之间——虽然亏损幅度有所收窄，但远不及进口盈利的程度。截止5月27日，印尼量大交易所累计成交量1725吨，锡锭出口量不断攀升；但受制于国内高库存和海外低库存，锡供需外强内弱的格局在6月恐难以改变，预计进口窗口将保持关闭。

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，缅甸矿山复产仍未有确切时间，6月锡精矿进口量预计仍将延续低水平，锡矿供应紧张料逐步加剧。精炼锡方面，国内炼厂在6月国家安全生产月存在检修预期，国内产量或环比下滑，警惕炼厂宣布检修带动期价迅速冲高；锡价“外强内弱”的格局延续，进口窗口预计仍保持关闭，5月进口亏损或带来6月进口量的进一步下滑。

4. 需求端

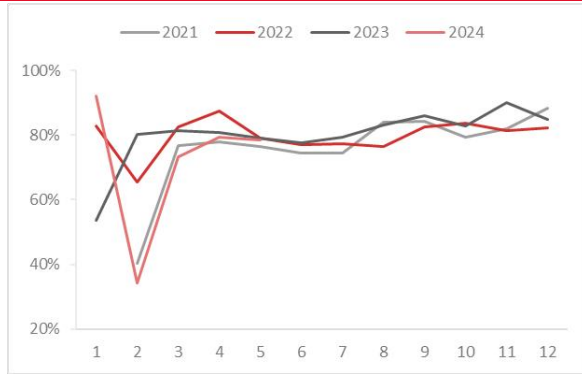
4.1. 锡焊料：下游补库或带动需求增加

2024年4月，国内锡焊料产量录得9365吨，综合开工率为79.36%，同比增长16.41%，环比增长8.38%。由于订单情况具有一定韧性，5月锡焊料企业生产预计较4月维持稳定，但受五一假期的影响，产量或小幅下降、预计录得9242吨。

截止2024年3月，全球半导体销售额录得507.8亿美元，同比上升了15.7%，环比上升了16.37%；作为领先指标的费城半导体指数在5月的走势先抑后扬，在31日录得5123.4点，连续创出新高。4月，全国半导体产量录得376.2块，同比增长33.83%，环比增长4.01%；同期，全国集成电路出口量录得262.61亿个，同比增长23.78%。终端电子产品方面，4月手机产量录得1.26亿台，同比上涨6.51%；计算机产量为2603.8万台，同比增长3%；光电子器件产量录得1573.1亿只，同比增长33.93%。光伏领域，4月光伏电池产量录得4620.4万千瓦时，同比增长15.74%；出口方面，4月中国光伏组件出口5.03亿个，同比增幅8%。

6月焊料厂或因安全生产月而进行短期的减停产，但生产时间长于5月，整体产量环比变化不大；但在沪锡价格可能存在较大幅度回调的情况下，或带动焊料厂进场补充原料库存，对锡锭的需求将环比增加。

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



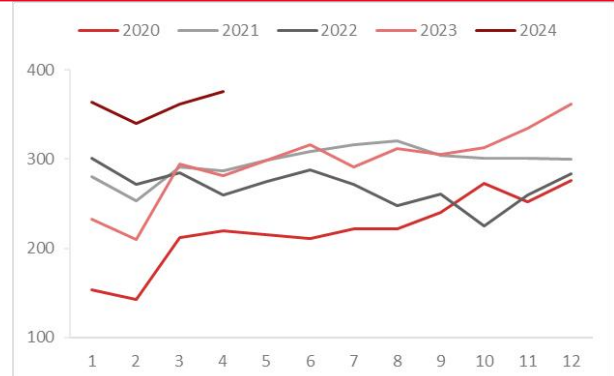
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 13 费城半导体指数 (SOX)



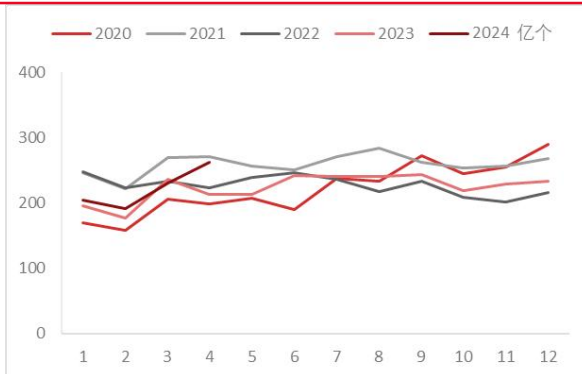
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 14 集成电路产量



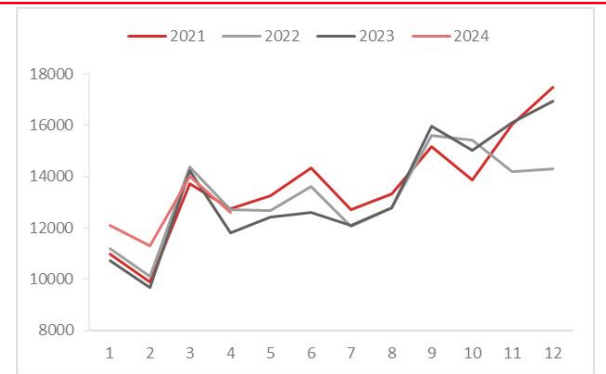
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 15 集成电路出口量



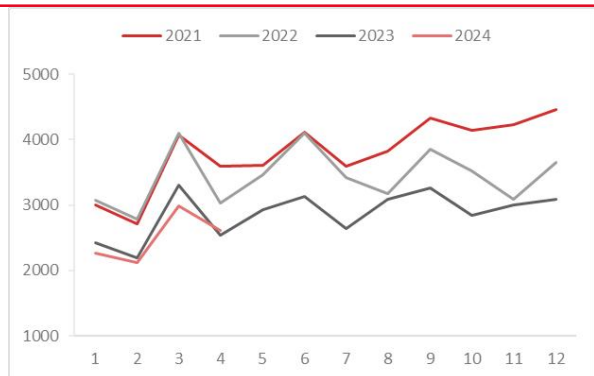
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 16 手机产量



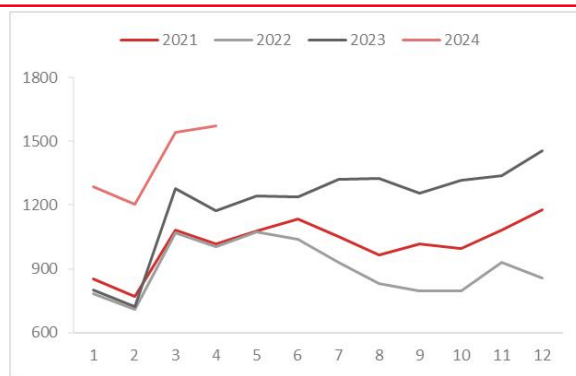
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 17 微型计算机设备产量



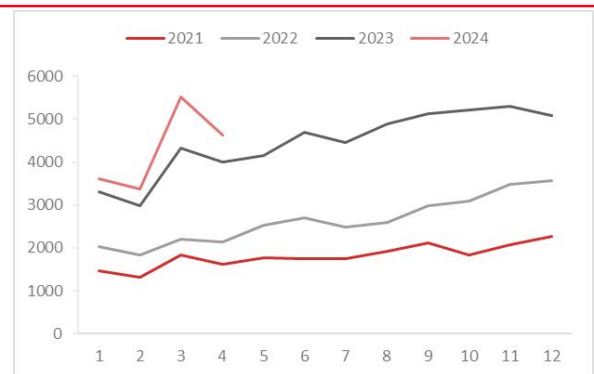
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 18 光电子器件产量



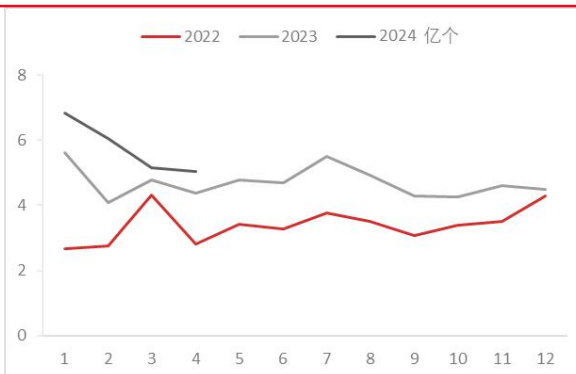
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

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

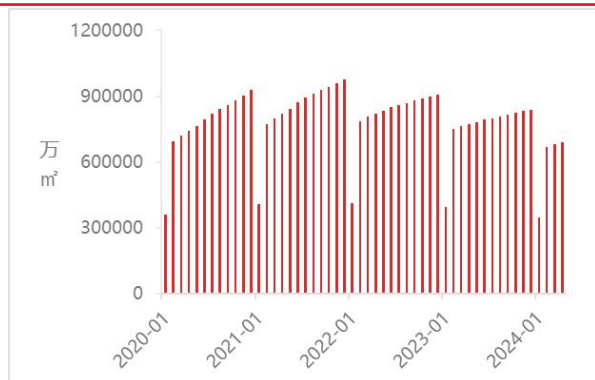
4.2. 锡化工：预计维持弱势

4 月地产施工面积累计达到 387544.48 万 m²，同比下降 10.86%；竣工面积累计达到 18860.34 万 m²，同比下降了 20.35%；地产销售面积累计值录得 29251.84 万 m²，同比下降 20.2%。

5 月，PVC 国内产量预计 188.67 万吨左右，同比攀升 1.16%；受厂家生产利润一般、厂家检修延续等因素影响，6 月 PVC 产量预计维持弱势、或在 188.5 万吨上下波动。

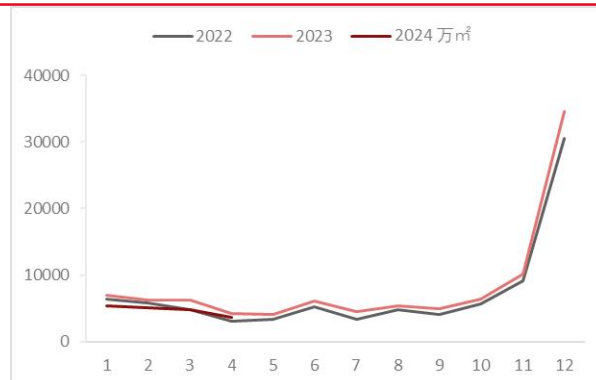
因“517”楼市新政对商品房销售面积的拉动尚需时间方能体现，而商品房销售后的装修等对 PVC 管材的需求更加滞后，故以 PVC 为代表的锡化工消费在 6 月或维持弱势。

图 21 地产施工面积累计值



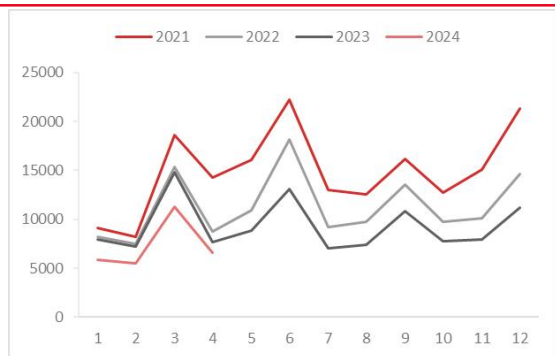
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 22 地产竣工面积当月值



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 23 商品房销售面积当月值



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 24 PVC 国内产量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

4.3. 需求小结

总体而言，6月焊料厂或因安全生产月而进行短期的减停产，但生产时间长于5月，整体产量环比变化不大，但沪锡价格的回调或带动下游补库、增加对锡锭的补库需求；而锡化工因地产竣工拖累、“517”楼市新政效果的滞后性而难在6月出现起色、维持弱势概率较大。6月整体需求或因沪锡价格回落、下游补库需求增加而出现小幅增长。

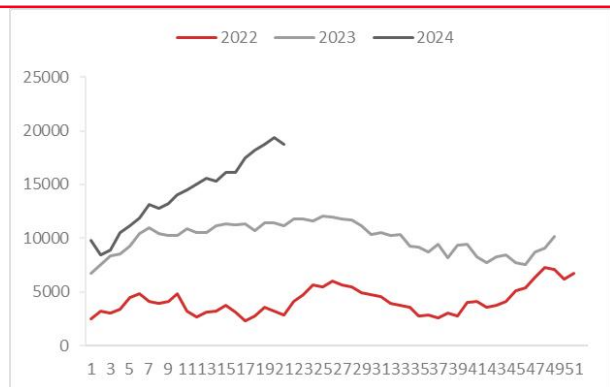
5. 库存：观察国内去库的连续性

社会库存方面，5月31日锡锭社会库存录得18761吨，与5月10日的15606吨相比增加了592吨；上期所仓单从5月6日的15913吨增加至31日的17162吨。但值得一提的是，在5月下旬期价回落后，社会库存出现小幅去库迹象，且去库或随着锡价在6月的回落而有所延续。

5月间LME库存从月初的4825吨逐渐反弹至31日的4995吨，整体增幅偏小，主要受累于印尼锡锭偏低的出口量。

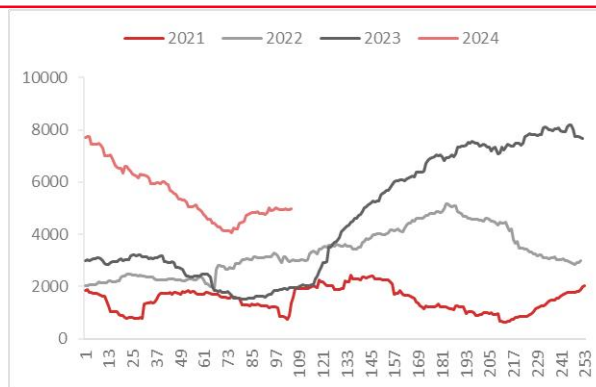
展望6月，国内库存或因供应减少、需求增加、锡价回落而阶段性去库，但去库的连续性仍有待观察。

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，6月欧央行降息或促使美元维持强势、施压商品价格，但在美国经济增长放缓和降息预期下，市场情绪或在美联储利率决议前后转多。基本面上，缅甸矿山复产时间不明确、锡精矿进口量下滑，炼厂检修预期和锡锭进口量下滑，叠加需求或存在好转、带动库存阶段性去化，沪锡在6月的整体走势或先抑后扬。

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