

2024年5月6日

伦锡持仓成焦点，警惕期价再度冲高

——沪锡2024年5月投资策略

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：**海外方面，美联储5月会议维持利率不变、计划放缓缩表步伐，但4月非农就业人数不及预期、失业率亦偏高，美元指数走弱、伦敦有色金属价格维持震荡；关注5月15日（周三）美国4月CPI年率。国内方面，各地陆续加码房地产政策，市场预期向好且难证伪，关注17日公布的3月社零总额年率和规模以上工业增加值年率等数据，警惕市场预期的急剧变化和商品价格的共振涨跌。
- **供给：**供应端，4-5月锡精矿国内产量或小幅抬升，由于缅甸佤邦矿山复产时间未定、在伦锡持仓集中度偏高的情况下，任何矿端扰动都可能带来期价的再度冲高。受5月假期影响，炼厂产量或出现小幅下滑、预计维持在1.5万吨左右；而在印尼矿山开采和炼厂生产恢复的情况下，锡锭出口预计将带来海外库存的不断累库，但受持仓集中的影响，预计5月伦锡价格仍显著高于国内、进口比价预计仍将维持亏损。
- **需求：**需求端，进入5月，电子产品消费处于相对的淡季，对焊料需求的拉动并不明显，而光伏板块的需求预计仍保持强劲，但下游焊料需求仍然受制于高价格、整体变化并不明显；锡化工方面，在地产竣工走弱、PVC厂家检修的情况下，预计对锡的需求将维持弱势。但在沪锡价格回落的情况下，因高价而抑制的下游需求或将得到释放，带动下游需求的阶段性好转。
- **库存：**锡价受伦锡持仓集中度的影响仍然较大，不排除价格再度冲高，下游采购预计仍以刚需为主，社库和仓单量仍有可能创出新高；印尼的矿山开采与锡锭生产恢复将带动出口的走高，在国内进口窗口尚未打开的情况下，伦锡或出现较强的累库势头。
- **结论及操作：**（1）单边方面，在国内市场预期难证伪的情况下，叠加伦锡持仓集中度偏高，沪锡价格走势预计受伦锡影响较大、资金行情的可能性较高，高库存、弱消费的基本面暂时难以对期货价格产生决定性的影响；（2）月差方面：近月月差受现货贴水的影响而维持在contango，在资金成本允许的情况下，可以考虑参与近月的转抛。
- **风险因素：**缅甸矿山复产

正文目录

1. 行情回顾	4
2. 供应端	5
2.1. 矿端：矿端仍存扰动预期	5
2.2. 精炼锡：国内产量反弹，进口窗口暂难打开	6
2.3. 供应小结	7
3. 需求端	8
3.1. 锡焊料：淡季需求变化不大	8
3.2. 锡化工：需求维持弱势	10
3.3. 需求小结	10
4. 库存：国内仍可创新高，伦锡将持续累库	11
5. 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 国内锡精矿产量	6
图 6 锡精矿进口量	6
图 7 锡精矿加工费	6
图 8 废锡价格	6
图 9 炼厂开工率	7
图 10 锡锭产量	7
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 费城半导体指数 (SOX)	8
图 15 中国半导体产量	9
图 16 中国集成电路出口量	9
图 17 手机产量	9
图 18 微型计算机设备产量	9
图 19 光伏电池产量	9
图 20 光伏组件出口量	9
图 21 地产新开工施工面积累计同比	10
图 22 地产竣工面积累计同比	10
图 23 地产竣工面积当月值	10
图 24 PVC 国内产量	10
图 25 锡锭社会库存	12
图 26 锡锭 SHFE 仓单库存	12
图 27 锡锭企业库存	12
图 28 LME 锡锭库存	12

1. 行情回顾

截止4月30日收盘，沪锡主力合约收盘价为260010元，月度涨幅为13.69%；同期，伦锡3M合约的收盘价为31165美元，月度涨幅为13.43%。

2024年4月，沪锡价格呈现出“先上涨，后回落震荡”的态势，从最低的22.6万持续上行、触及28.7万附近，随后大幅回落，在（24.8万，26.5万）的区间内震荡。第一阶段，4月1日至22日，在宏观预期的带动下，叠加海外锡锭库存位于低位、伦锡持仓集中度偏高，有色金属板块共振上行，锡价连续冲高值28.7万附近；第二阶段，4月23日至30日，随着市场对宏观预期的修复，伦锡亦经受住了4月18日集中交割的考验，有色金属价格均出现共振回落，锡价回落至24.8万后反弹，在26万元附近震荡。

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、中游贸易商库存压力进一步增加，交个库容不断审批、社库与仓单量不断增加，现货对期货的贴水不断扩大，仓单量持续攀升，带来沪锡合约之间的 contango 结构不断扩大。

图1 沪锡价格走势



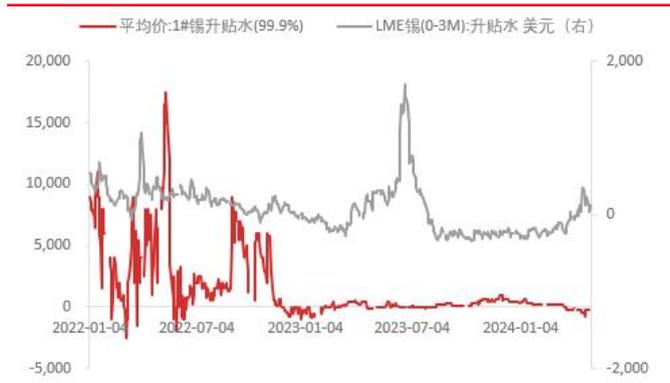
资料来源：iFind，东海期货研究所

图2 伦锡价格走势



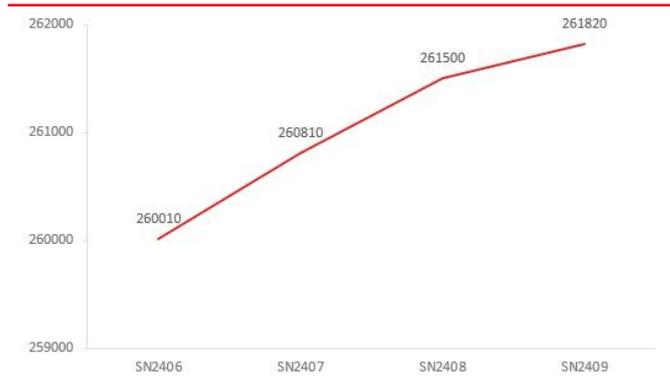
资料来源：iFind，东海期货研究所

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

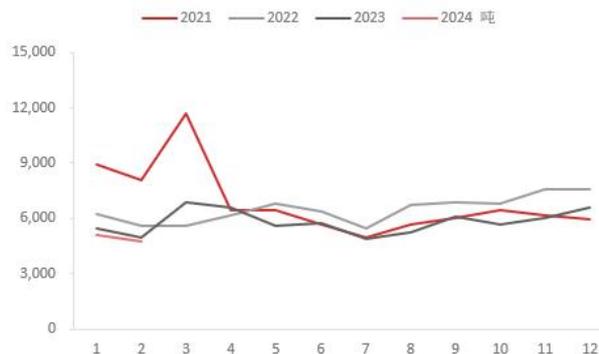
2. 供应端

2.1. 矿端：矿端仍存扰动预期

国内矿山方面，由于4月国内锡锭产量并未出现较大幅度波动，而来自于缅甸的进口矿出现一定幅度下滑，炼厂原料库存或进一步消耗，带动对国产矿需求的增加。4-5月国产矿产量或小幅增加。

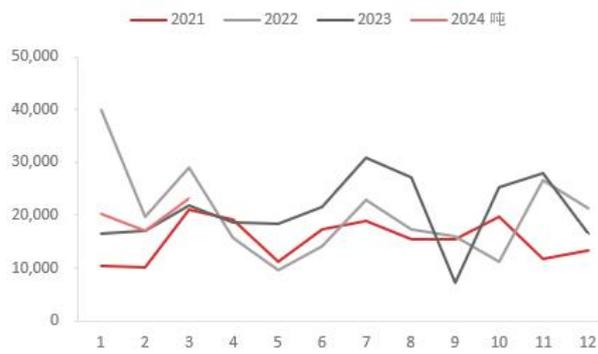
进口矿方面，4月份云南孟连口岸锡矿进口量显著下滑、预计不超过1000金属吨；但缅甸佤邦仍未明确矿山的具体复产时间，在来自缅甸的锡精矿进口量明显下滑的情况下，叠加伦锡5月持仓的集中度偏高，矿端的风吹草动很有可能同外盘一起推高期货价格。

图5 国内锡精矿产量



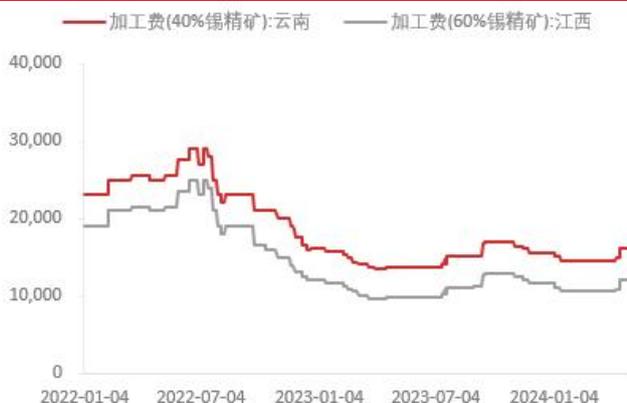
资料来源：SMM，东海期货研究所

图6 锡精矿进口量



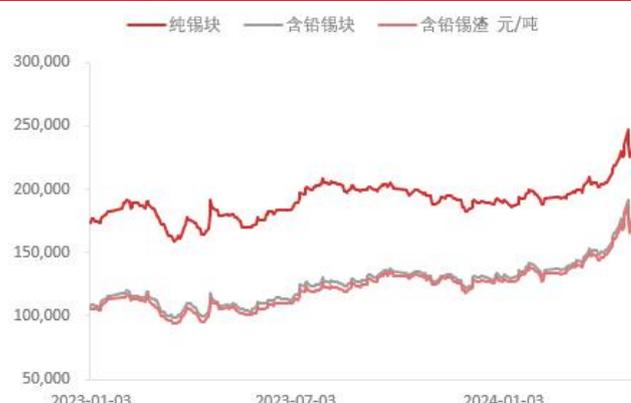
资料来源：iFinD，东海期货研究所

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

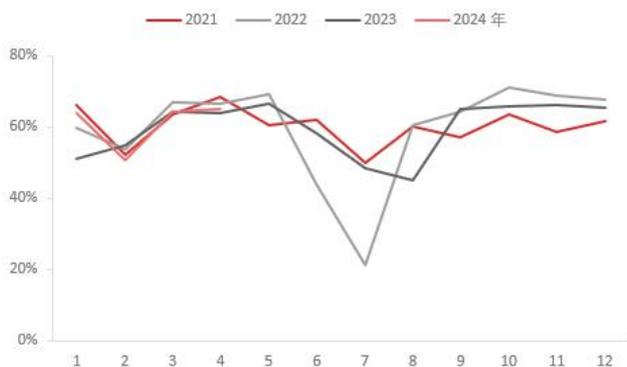


资料来源：iFinD，东海期货研究所

2.2. 精炼锡：国内产量反弹，进口窗口暂难打开

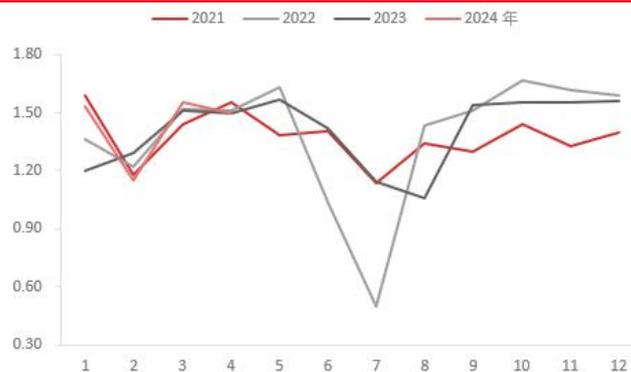
2024年3月，精炼锡产量录得1.55万吨，同比上升2.6%，环比增长34.8%；开工率从2月的50.57%大幅下降至3月的64.22%。在进入4月后，国内炼厂生产已经摆脱了季节性带来的影响、整体生产趋于稳定，但受云南某炼厂临近交接而减产的影响，预计4月产量或在1.52万吨左右。展望5月，受五一假期的影响，预计沪锡开工率和产量将出现一定幅度的下降。

图9 炼厂开工率



资料来源：SMM，东海期货研究所

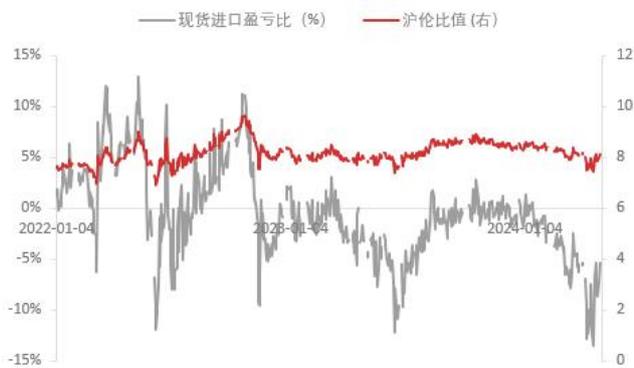
图10 锡锭产量



资料来源：iFind，东海期货研究所

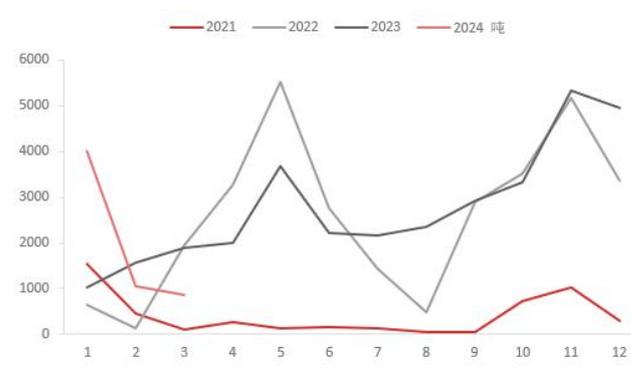
3月份，国内锡锭进口量录得852.3吨，环比下降18.07%。同时，受海外伦锡库存低位的影响，伦锡持仓量居于高位、且5月合约的持仓集中度偏高，带来海外锡锭升贴水的大幅走高、期货价格的高位震荡。在此影响下，内外比价大幅波动，4月锡锭现货进口盈亏在(-13.53%，-5.38%)内波动，进口窗口保持关闭。在5月伦锡合约持仓集中度仍然偏高的情况下，伦锡仍有上涨的可能，预计国内锡锭进口窗口在5月难以打开，锡锭进口量或处于磨底期。

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，4-5月锡精矿国内产量或小幅抬升，由于缅甸佤邦矿山复产时间未定、在伦锡持仓集中度偏高的情况下，任何矿端扰动都可能带来期价的再度冲高。受5月假期影响，炼厂产量或出现小幅下滑、预计维持在1.5万吨左右；而在印尼矿山开采和炼厂生产恢复的情况下，锡锭出口预计将带来海外库存的不断累库，但受持仓集中的影响，预计5月伦锡价格仍显著高于国内、进口比价预计仍将维持亏损。

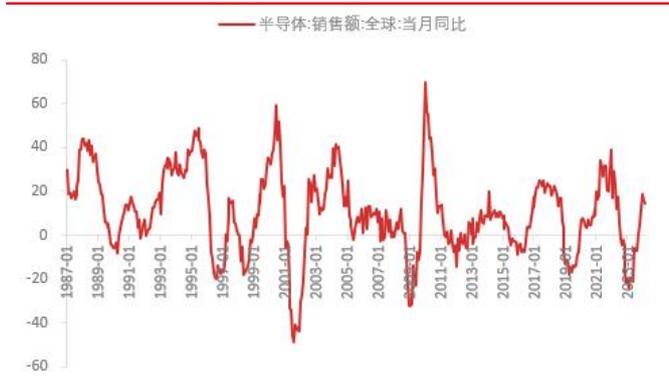
3. 需求端

3.1. 锡焊料：淡季需求变化不大

截止 2024 年 2 月，全球半导体销售额录得 436.2 亿美元，同比上升了 14.29%，环比上升了 0.76%；作为领先指标的费城半导体指数在 4 月间处于冲高回落震荡的走势中，最高达到 4962.1 点，随后回落至 4306.9 点。2024 年 3 月，全国半导体产量录得 361.7 亿块，同比增长 23.03%，环比增长 6.27%；3 月，全国集成电路出口量录得 230.15 亿个，同比下降 2.67%。终端电子产品方面，3 手机产量录得 1.4 亿台，同比下降 1.52%；计算机产量为 2989.7 万台，同比下降 9.5%。光伏领域，3 月光伏电池产量录得 5511.4 万千瓦时，同比增长 27.59%。出口方面，3 月中国光伏组件出口 5.17 亿个，同比增幅 8%。

从五一节前了解到的情况来看，焊料消费整体处于不温不火的状态中，在锡价走势不确定性较强的情况下，焊料厂多数以销定采、刚需补库为主，并未出现因订单好转而大幅补库的情况。进入 5 月，下游企业存在部分停工放假，叠加旺季仍未到来，锡价仍存在冲高的可能，预计锡焊料需求难以出现较大变化。

图 13 全球半导体销售周期



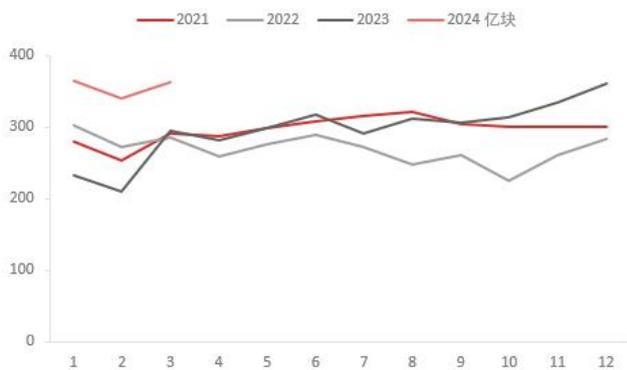
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 14 费城半导体指数 (SOX)



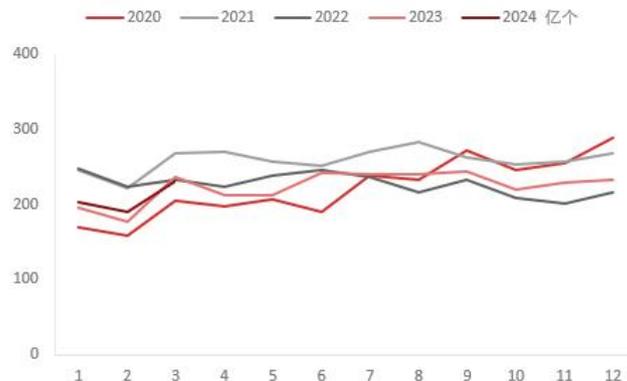
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 15 中国半导体产量



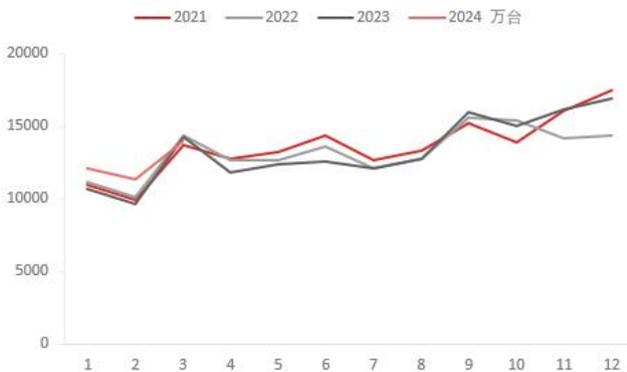
资料来源: iFinD, 东海期货研究所

图 16 中国集成电路出口量



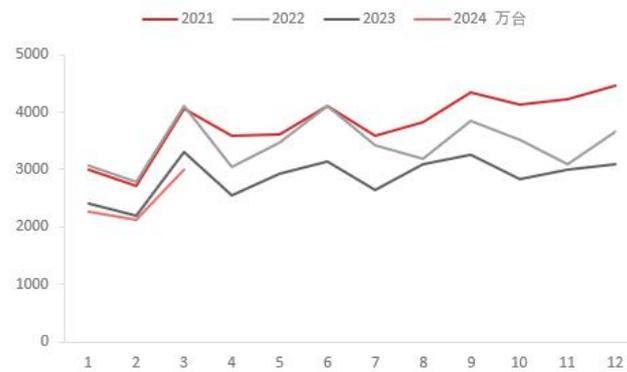
资料来源: iFinD, 东海期货研究所

图 17 手机产量



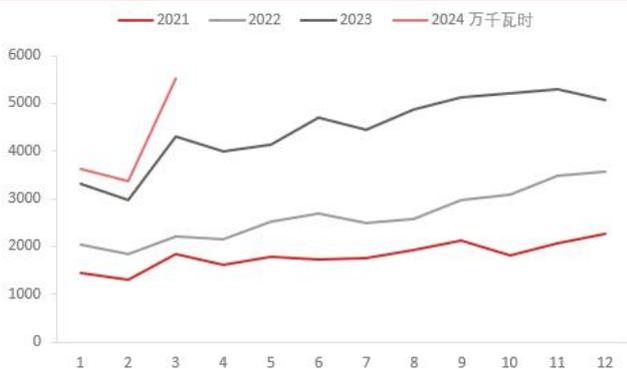
资料来源: iFinD, 东海期货研究所

图 18 微型计算机设备产量



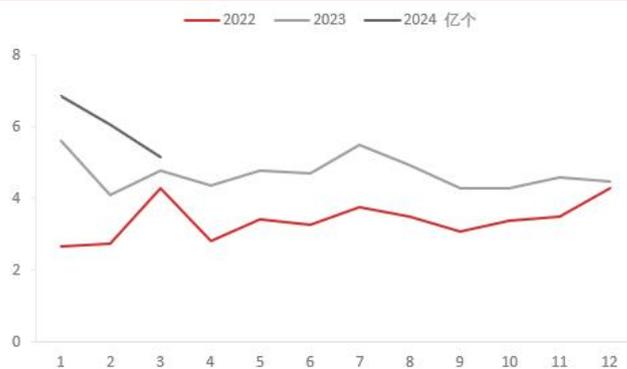
资料来源: iFinD, 东海期货研究所

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

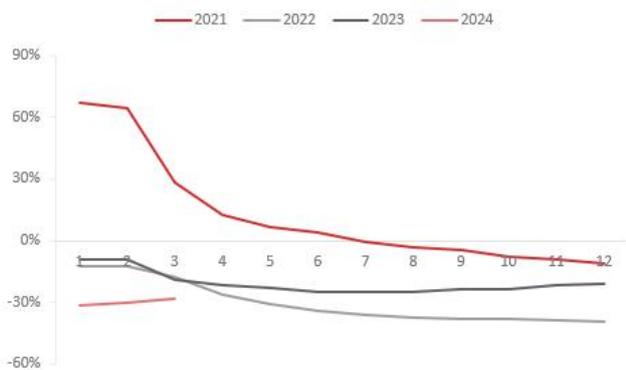


资料来源: iFinD, 东海期货研究所

3.2. 锡化工：需求维持弱势

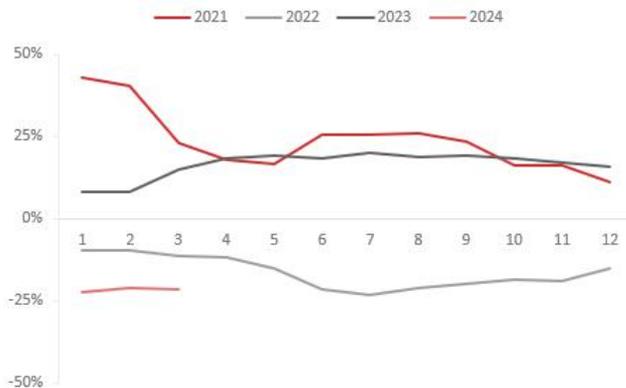
3月地产竣工面积累计达到15258.65万m²，同比下降了21.44%。4月，PVC国内产量预计186.32万吨左右，同比攀升2.4%，环比下降7.5%；5月PVC产量预计录得188万吨，主要是生产利润一般、厂家检修所致。在地产竣工不断走弱、PVC产量因检修等原因而下降的情况下，叠加五一假期的影响，预计5月锡化工需求将出现走弱态势。

图 21 地产新开工施工面积累计同比



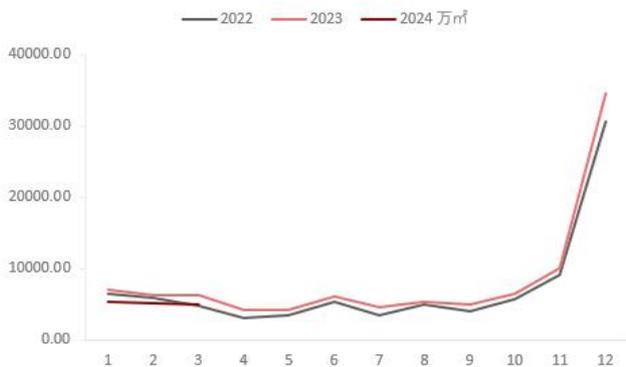
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 22 地产竣工面积累计同比



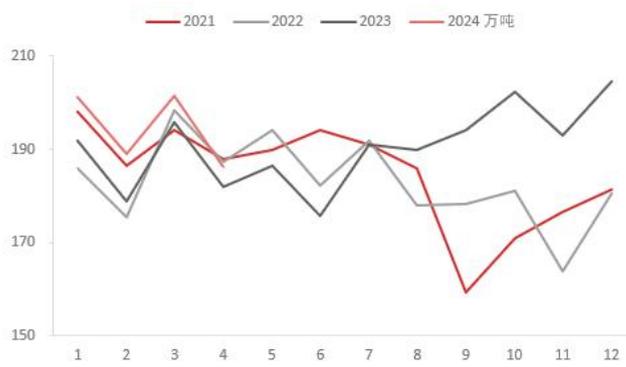
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 23 地产竣工面积当月值



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

3.3. 需求小结

进入5月，电子产品消费处于相对的淡季，对焊料需求的拉动并不明显，而光伏板块的需求预计仍保持强劲，但下游焊料需求仍然受制于高价格、整体变化并不明显；锡化工方面，在地产竣工走弱、PVC厂家检修的情况下，预计对锡的需求将维持弱势。但在沪锡价格回落的情况下，因高价而抑制的下游需求或将得到释放，带动下游需求的阶段性好转。

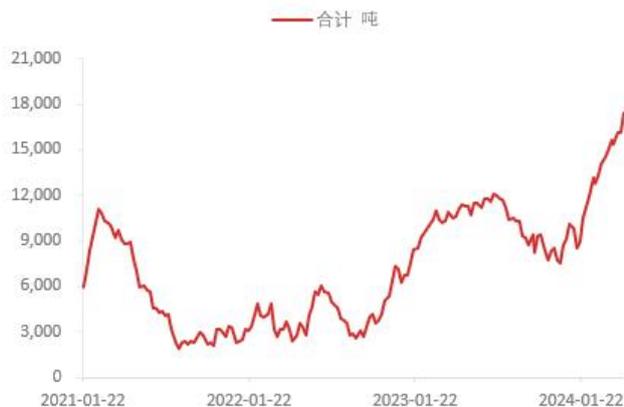
4.库存：国内仍可创新高，伦锡将持续累库

社会库存方面，4月26日锡锭社会库存录得17441吨，与3月29日的15606吨相比增加了1835吨；上期所仓单从3月29日的12427吨增加至4月30日的15615吨。3月末锡炼厂企业库存录得4990吨。在沪锡价格高位震荡的情况下，下游以刚需采购为主，带来了社库、仓单的节节走高。

4月间LME库存从月初的4585吨逐渐反弹至30日的4805吨，主要原因在于印尼雨季已经走向尾声，矿山开采和炼厂生产已经逐渐恢复，4月印尼锡锭少量出口约两千吨，带来LME库存的小幅反弹。由于伦锡库存在4月先下滑后反弹，带来Cash-3M的走势从贴水转为升水、随后回落的态势。

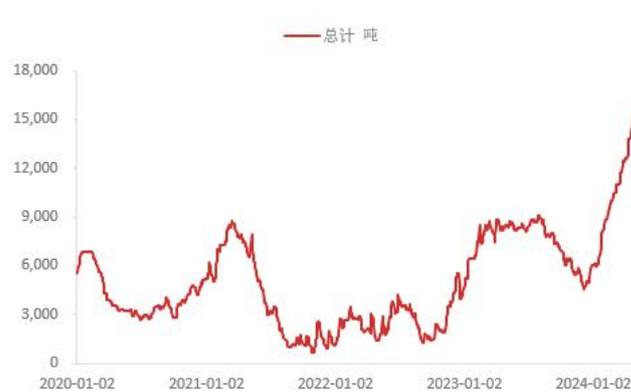
展望5月，锡价受伦锡持仓集中度的影响仍然较大，不排除价格再度冲高，下游采购预计仍以刚需为主，社库和仓单量仍有可能创出新高；印尼的矿山开采与锡锭生产恢复将带动出口的走高，在国内进口窗口尚未打开的情况下，伦锡或出现较强的累库势头。

图 25 锡锭社会库存



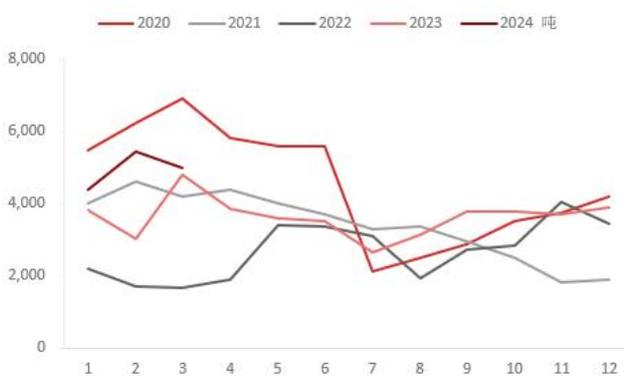
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 26 锡锭 SHFE 仓单库存



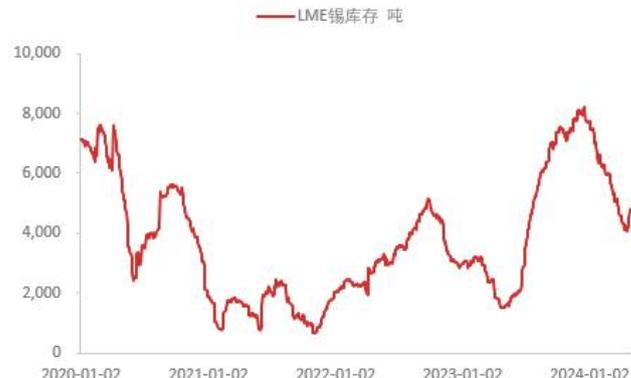
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 27 锡锭企业库存



资料来源：SMM，东海期货研究所

图 28 LME 锡锭库存



资料来源：iFinD，东海期货研究所

5. 结论

宏观：海外方面，美联储 5 月会议维持利率不变，但 4 月非农就业人数不及预期、失业率亦偏高，美元指数走弱、伦敦有色金属价格维持震荡；关注 5 月 15 日（周三）美国 4 月 CPI 年率。国内方面，各地陆续加码房地产政策，市场预期向好且难证伪，关注 17 日公布的 3 月社零总额年率和规模以上工业增加值年率等数据，警惕市场预期的急剧变化和商品价格的共振涨跌。

基本面：供应端，4-5 月锡精矿国内产量或小幅抬升，由于缅甸佤邦矿山复产时间未定、在伦锡持仓集中度偏高的情况下，任何矿端扰动都可能带来期价的再度冲高。

受 5 月假期影响，炼厂产量或出现小幅下滑、预计维持在 1.5 万吨左右；而在印尼矿

山开采和炼厂生产恢复的情况下，锡锭出口预计将带来海外库存的不断累库，但受持仓集中的影响，预计 5 月伦锡价格仍显著高于国内、进口比价预计仍将维持亏损。

需求端，进入 5 月，电子产品消费处于相对的淡季，对焊料需求的拉动并不明显，而光伏板块的需求预计仍保持强劲，但下游焊料需求仍然受制于高价格、整体变化并不明显；锡化工方面，在地产竣工走弱、PVC 厂家检修的情况下，预计对锡的需求将维持弱势。但在沪锡价格回落的情况下，因高价而抑制的下游需求或将得到释放，带动下游需求的阶段性好转。

库存方面，锡价受伦锡持仓集中度的影响仍然较大，不排除价格再度冲高，下游采购预计仍以刚需为主，社库和仓单量仍有可能创出新高；印尼的矿山开采与锡锭生产恢复将带动出口的走高，在国内进口窗口尚未打开的情况下，伦锡或出现较强的累库势头。

结论：（1）单边方面，在国内市场预期难证伪的情况下，叠加伦锡持仓集中度偏高，沪锡价格走势预计受伦锡影响较大、资金行情的可能性较高，高库存、弱消费的基本面暂时难以对期货价格产生决定性的影响；（2）月差方面：近月月差受现货贴水的影响而维持在 contango，在资金成本允许的情况下，可以考虑参与近月的转抛。

风险因素：缅甸矿山复产

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