

## 静待消费复苏，锡锭前途或不再悲观

### 报告要点

2022 年随着欧美央行全面转向货币政策收紧和国内疫情反复冲击，锡锭全球供需形势逆转，一季度之后从短缺转向过剩，锡价走出倒 V 型走势。展望 2023 年，我们认为全球锡需求有望弱改善，锡供需过剩局面将改观，锡价或有望走出探底回升走势。

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669 号



### 摘要：

**主要观点：**2023 年，我们认为全球锡需求有望弱改善，锡供需过剩局面将改观，锡价或有望走出探底回升走势。

### 核心逻辑：

(1) 2022 年，在高通胀及欧美央行快节奏加息背景下，半导体行业景气走弱，家电行业也受到房地产疲软拖累，全球锡消费走弱，我们预计 2022 年全球和中国锡消费分别下降 4.2% 和下降 1.6%。2023 年预计年中随着美联储货币政策逐渐趋松，半导体行业或有望见到拐点，同时，国内疫情防控政策边际趋松，房地产竣工修复可能对家电等行业有所带动，光伏新增装机和新能源汽车销量保持偏高增长，这将使得 2023 年全球锡锭需求迎来修复，我们预计 2023 年全球和中国精锡消费分别增长 2.7% 和 3.3%。

(2) 2022 年，高锡价刺激全球锡矿和精锡产量继续维持偏高增长，主要是由于南美和印尼锡产出大幅增长，我们预计 2022 年全球锡矿和精锡产量分别增长 4.8% 和 2.9%；由于今年锡价大幅下跌过程中，中国内冶炼厂集中检修，所以国内锡锭产量出现收缩，预计 2022 年中国精锡产量下降 1%。考虑到锡价大幅下跌对新扩建产能以及高成本现有产能有负面影响，并且缅甸锡矿抛储告一段落，我们认为 2023 年全球锡矿产量增速将放缓到 1.5%，全球和中国精锡产量分别增长 1.6% 和 1.6%。

(3) 供需平衡来看，我们认为今年全球锡锭过剩 0.7 万吨，考虑到 2023 年供应增速小于需求，供需过剩量有望收窄到 0.3 万吨。

我们认为 2023 年上半年锡价仍有继续探底可能，下半年价格或有望止跌回升，沪锡主力合约均价预计为 17 万，波动区间大致在 14-20 万，伦锡均价预计为 2.2 万美元，波动区间大致在 1.6-2.7 万美元。

**投资建议：**1、单边：上半年建议维持偏空思路；2、结构性机会：锡内外盘正套。

**风险因素：**半导体低迷超预期；供应中断；美联储货币紧缩持续时间超预期

### 有色金属研究团队

研究员：  
沈照明  
021-80401745  
shenzhaoming@citicsf.com  
从业资格号：F3074367  
投资咨询号：Z0015479

李苏横  
0755-82723054  
lisuheng@citicsf.com  
从业资格号：F03093505  
投资咨询号：Z0017197

郑非凡  
zhenfeifan@citicsf.com  
从业资格号：F03088415  
投资咨询号：Z0016667

## 目录

摘要:	1
一、2022 年锡市场回顾:	4
二、2023 年锡市场观点和核心逻辑	4
三、基本面分析	5
(一) 全球锡供需预测	5
(二) 2022 年锡矿产量偏高增长, 2021 年底缅甸锡矿抛储加剧过剩	6
2.1 2022 年海外锡矿产量偏高增长	6
2.2 2022 年中国锡矿产量收缩	7
2.3 2023 年锡矿待投产规模较大, 实际落地产量或有限	8
2.4 锡价剧烈波动重挫行业, 2022 年锡锭产量增长预计放缓	8
2.5 2022 年中国锡锭产量预计收缩, 但是锡锭进口大增	9
(三) 全球锡需求-半导体行业景气下滑, 光伏行业保持高景气	10
3.1 全球锡消费	10
3.2 中国锡市场供需	11
3.2.1 中国精锡表观消费	11
3.2.2 下游终端	11
(四) 现货和库存及内外价差	12
4.1 现货升贴水-消费走弱, 沪伦锡现货回归常态	12
4.2 库存-沪伦锡库存明显回升	13
4.3 内外价差-整体呈现内强外弱格局	13
四、资金面-投机资金持仓一度极端化	14
免责声明	15

## 图表目录

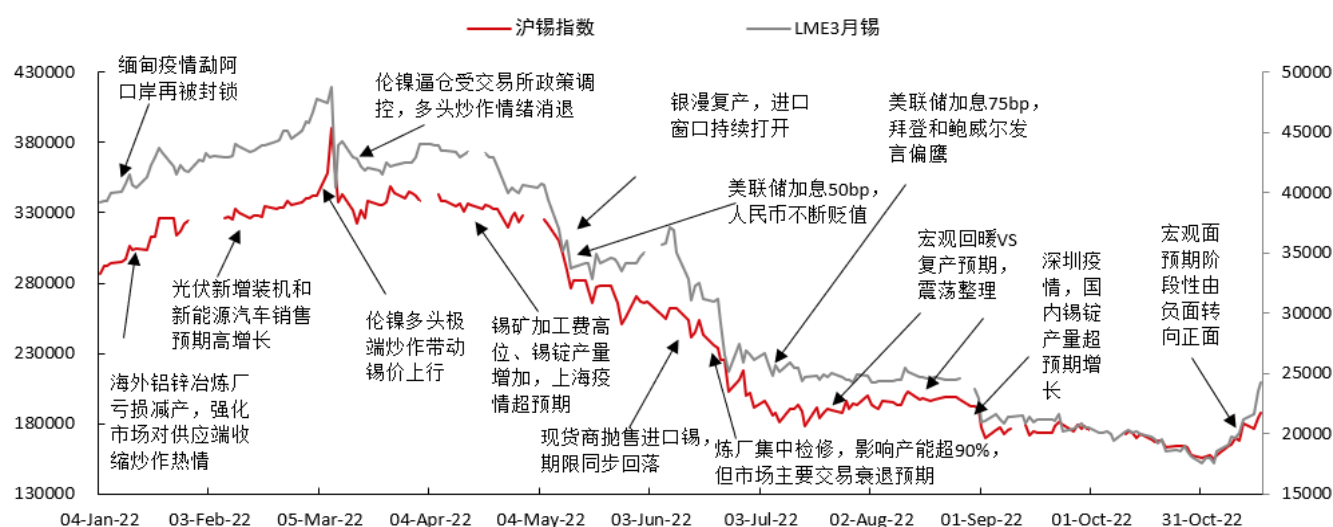
图表 1: 沪锡主力合约和 LME3 个月锡	4
图表 2: 全球锡供需预测	6
图表 3: 中国锡供需预测	6
图表 4: 全球锡矿季度产量	6
图表 5: 中国锡矿产量	7
图表 6: 中国锡矿进口量	7
图表 7: 中国锡矿加工费	8
图表 8: 2023 年锡矿待投产	8
图表 9: 全球精锡产量	9
图表 10: 中国精锡产量	9
图表 11: 精锡进口量	10
图表 12: 精锡出口量	10
图表 13: 全球精锡消费量	10
图表 14: 中国精锡表观消费	11
图表 15: 手机出货量	11
图表 16: 计算机产量	11

图表 17: 镀锡板产量 .....	12
图表 18: PVC 树脂产量 .....	12
图表 19: 铅蓄电池产量 .....	12
图表 20: 2020 年中国锡消费结构 .....	12
图表 21: 沪锡现货升水 .....	13
图表 22: 伦锡 Cash-3M .....	13
图表 23: LME+SHFE 锡库存 .....	13
图表 24: 库存消费比 .....	13
图表 25: 锡锭进口盈亏 .....	14
图表 26: LME 锡投资基金持仓 .....	14

## 一、2022 年锡市场回顾：

2022 年，锡是整个有色市场中最受关注的品种之一，锡价呈现倒 V 型的反转走势，年初供应端扰动且需求预期乐观推高锡价，锡价创出历史新高，但是二季度海外宏观流动性快速收紧且需求迅速恶化，锡遭到宏观资金的恐慌性抛售。一季度沪锡大幅走高，单季上涨 17%，1 月份缅甸疫情影响缅甸矿进口，海外铝锌冶炼厂因亏损而减产，投资者关注锡供应问题，2 月上旬投资者对光伏新增装机和新能源汽车销售预期乐观，锡需求端预期较好，2 月下旬俄乌局势紧张，伦镍出现极端炒作，这使得锡锭供应端和需求端两个角度均被炒作，锡价不断刷新历史高点。二季度沪锡急转直下，单季下跌 41%，4 月上海疫情及防控政策影响超预期，需求因疫情影响而大幅走弱，同时，在缅甸矿集中到港且锡矿加工费高位背景下，锡锭产量预期增长，而低价进口锡矿大量涌入冲击国内市场，4 月下旬投资者对美联储快节奏加息预期不断升温，美元指数不断走高且人民币贬值，锡价出现恐慌性下跌，尽管 6 月中下旬有冶炼厂集中检修，但在宏观面预期悲观背景下，锡价仍跌跌不休。三季度沪锡继续下跌，单季下跌 13%，7 月初宏观面悲观情绪继续宣泄，直到 7 月下旬美联储加息靴子落地且国内政府积极确保房地产交付，宏观面缓和且有色整体反弹，锡价也受到一定带动，但 9 月初美联储主席继续释放偏鹰派论调且 9 月上旬深圳出现疫情，宏观面悲观预期再起，沪锡承压破位下行；四季度沪锡探底回升，沪锡小幅上涨，在供需宽松的压制下，锡价一度探底到 15 万元，但由于 10 月份美国失业率超预期回升，10 月美国失业率超预期回落，叠加美国中期选举落地，投资者对美联储货币政策放松预期升温，美元指数大幅走弱，投资者乐观情绪升温，沪锡出现明显反弹。

图表 1：沪锡主力合约和 LME3 个月锡 单位：元/吨 美元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

## 二、2023 年锡市场观点和核心逻辑

2022 年随着欧美央行全面转向货币政策收紧和国内疫情反复冲击，锡锭全球

供需形势逆转，一季度之后从短缺转向过剩，锡价走出倒 V 型走势。展望 2023 年，我们认为全球锡需求有望弱改善，锡供需过剩局面将改观，锡价或有望走出探底回升走势。

（1）2022 年，在高通胀及欧美央行快节奏加息背景下，半导体行业景气走弱，家电行业也受到房地产疲软拖累，全球锡消费走弱，我们预计 2022 年全球和中国锡消费分别下降 4.2% 和下降 1.6%。2023 年预计年中随着美联储货币政策逐渐趋松，半导体行业或有望见到拐点，同时，国内疫情防控政策边际趋松，房地产竣工修复可能对家电等行业有所带动，光伏新增装机和新能源汽车销量保持偏高增长，这将使得 2023 年全球锡锭需求迎来修复，我们预计 2023 年全球和中国精锡消费分别增长 2.7% 和 3.3%。

（2）2022 年，高锡价刺激全球锡矿和精锡产量继续维持偏高增长，主要是由于南美和印尼锡产出大幅增长，我们预计 2022 年全球锡矿和精锡产量分别增长 4.8% 和 2.9%；由于今年锡价大幅下跌过程中，中国内冶炼厂集中检修，所以国内锡锭产量出现收缩，预计 2022 年中国精锡产量下降 1%。考虑到锡价大幅下跌对新扩建产能以及高成本现有产能有负面影响，并且缅甸锡矿抛储告一段落，我们认为 2023 年全球锡矿产量增速将放缓到 1.5%，全球和中国精锡产量分别增长 1.6% 和 1.6%。

（3）供需平衡来看，我们认为今年全球锡锭过剩 0.7 万吨，考虑到 2023 年供应增速小于需求，供需过剩量有望收窄到 0.3 万吨。

我们认为 2023 年上半年锡价仍有继续探底可能，下半年价格或有望止跌回升，沪锡主力合约均价预计为 17 万，波动区间大致在 14-20 万，伦锡均价预计为 2.2 万美元，波动区间大致在 1.6-2.7 万美元。

### 三、基本面分析

#### （一）全球锡供需预测

2022 年，高锡价刺激全球锡矿和精锡产量继续维持偏高增长，我们预计 2022 年全球锡矿和精锡产量分别增长 4.8% 和 2.9%，至 32.5 万吨和 37.2 万吨，主要是由于南美和印尼锡产出大幅增长；由于今年锡价大幅下跌过程中国内冶炼厂集中检修，所以国内锡锭产量出现收缩，预计 2022 年中国精锡产量下降 1%，至 18.7 万吨。考虑到锡价大幅下跌对新扩建产能以及高成本现有产能有负面影响，并且缅甸锡矿抛储告一段落，我们认为明年全球锡矿产量增速将放缓到 1.5%，至 33 万吨，全球精锡产量增长 1.6%，至 37.8 万吨。

2022 年光伏新增装机尽管保持较快增长，但是在高通胀及欧美央行快节奏加息背景下，半导体行业景气走弱，家电行业也受到房地产疲软拖累，全球锡消费走弱，我们预计 2022 年全球锡消费下降 4.2%，至 36.5 万吨，中国锡消费下降 1.6%。2023 年预计年中随着美联储货币政策逐渐趋松，半导体行业或有望见到拐

## 中信期货有色金属 2023 年度策略报告（锡）

点，同时，国内疫情防控政策边际趋松，房地产竣工修复可能对家电等行业有所带动，光伏新增装机和新能源汽车销量保持偏高增长，这将使得 2023 年全球锡锭需求迎来修复，我们预计 2023 年全球和中国精锡消费分别增长 2.7% 和 3.3%。

供需平衡来看，我们认为今年全球锡锭过剩 0.7 万吨，考虑到 2023 年供应增速小于需求，供需过剩量有望收窄到 0.3 万吨。

图表 2：全球锡供需预测

单位：千吨

	2019	2020	2021	2022	2023
锡矿产量	317	280	310	325	330
精锡产量	354	339	362	372	378
精锡消费量	359	362	381	365	375
过剩量	-6	-23	-20	7	3

图表 3：中国锡供需预测

单位：千吨

	2019	2020	2021	2022	2023
精锡产量	167	175	189	187	190
净进口量	-3	13	-9	12	1
调节项		-10		-10	
精锡消费量	165	187	186	183	189
过剩量	-2	-9	-6	6	2

资料来源：Wind SMM 安泰科 ITA 中信期货研究所

资料来源：Wind SMM 安泰科 ITA 中信期货研究所

### （二）2022 年锡矿产量偏高增长，2021 年底缅甸锡矿抛储加剧过剩

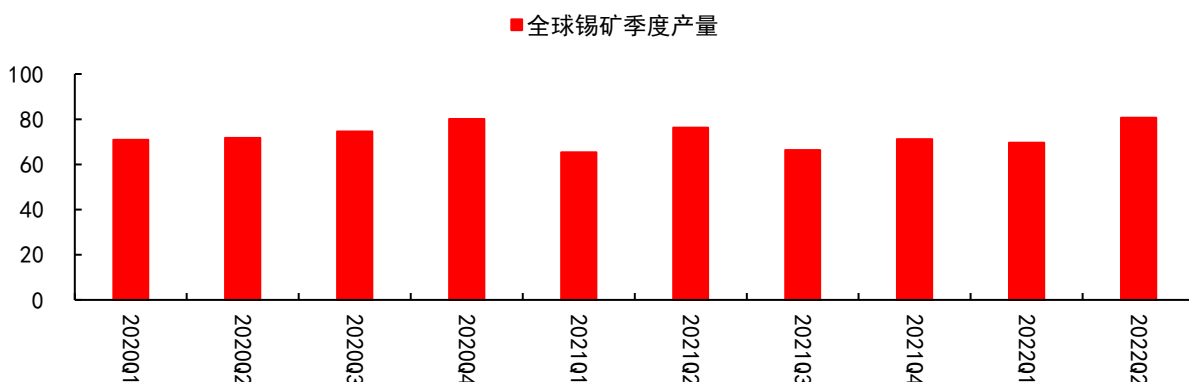
#### 2.1 2022 年海外锡矿产量偏高增长

2022 年年初锡价一度进一步大幅上涨至近 5 万美元，这在一定程度上刺激了锡锭矿山生产的积极性，我们看到海外主要锡矿生产国产量均出现一定幅度的回升。

根据安泰科和 ITA 统计的数据，2022 年上半年全球锡矿产量 150.3 千吨，同比增长 6.1% 或增加 8.7 千吨，其中印尼、玻利维亚、巴西和秘鲁增长量较大，分别增加 4.8 千吨、2.8 千吨、1.7 千吨和 1.6 千吨，非洲和澳大利亚锡矿产出也出现明显增长。非洲刚果金 Alphamin 今年前三季度生产 9380 金属吨锡矿，同比增长 19% 或者增加 1.5 千吨，基于该公司对 4 季度的产量预期，全年将同比增加 1.4 千吨或者同比增长 13%。澳大利亚 Metal X 今年前三季度锡矿产出同比增长 6% 或者同比增加 0.4 千吨。秘鲁 Minsur 公司今年前三季度锡矿产量同比增长 3% 或增 0.6 千吨。

图表 4：全球锡矿季度产量

单位：千吨



资料来源：Wind 中信期货研究所



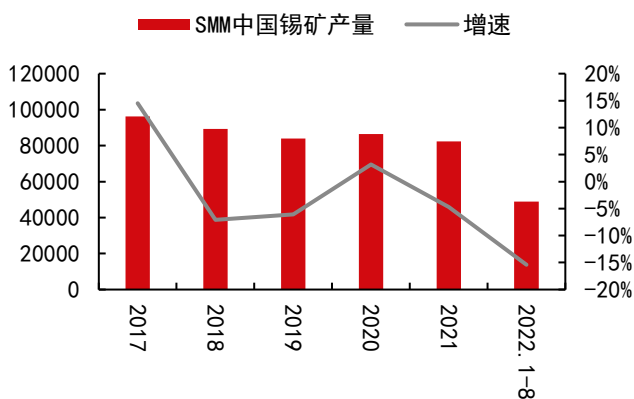
## 2.2 2022 年中国锡矿产量收缩

今年国内锡矿产量出现收缩，主要是由于年初冬奥会，政府对炸药发放量管制，内蒙不银漫锡矿复工申请炸药的批复 3 月中旬才正式得到，直接造成今年一季度国内锡矿产量大幅下降，直到 4 月才开始逐渐恢复正常。今年 1-8 月锡矿累计产量 4.9 万吨，同比下降 15.4%。考虑到当前锡矿生产基本稳定，如果锡价不进一步明显下跌，估计 2023 年国内锡矿产量或有一定修复。

今年中国锡矿进口出现较大幅度的增长。2022 年 1-10 月锡精矿累计进口 18.5 万实物吨，同比增长 32.5%，折算金属吨约 6.1 万吨，同比增长 29%；其中从缅甸 1-10 月进口 15 万实物吨锡精矿，同比增长 15%；1-10 从澳大利亚、刚果金、老挝及俄罗斯的进口出现较大幅度的增长，分别进口 9371 实物吨、17596 实物吨、2296 实物吨和 2356 实物吨，分别同比增长 58%、91%、24%和 82%；1-10 月从玻利维亚进口锡矿下降 63%，至 2867 实物吨，主要是由于该国锡冶炼厂生产逐步恢复。今年前十个月缅甸锡矿进口占总进口量（实物吨）的比重降至 81%，较前几年 90%以上的占比还是出现了较明显的下降，主要原因是国内冶炼厂开始积极寻求矿进口来源多样化。考虑到今年中国锡矿进口很大部分是缅甸贡献的，但该国锡矿产量实际增加有限，上半年同比仅仅增加 0.4 千金属吨，中国自缅甸进口锡矿之所以大幅增加，主要是受益于去年底缅甸佤邦政府抛储的锡矿在今年 1-3 月份集中进入国内；在二季度锡价大幅下跌后，尤其锡价跌破 18 万以后，中国自缅甸锡矿进口明显下降。若锡价维持当前水平或者进一步走弱，我们预计 2023 年中国锡矿进口或收缩。

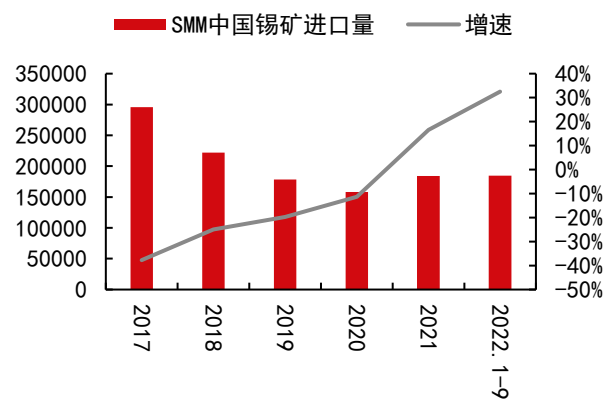
图表 5：中国锡矿产量

单位：吨，%



图表 6：中国锡矿进口量

单位：实物吨，%



资料来源：SMM 中信期货研究所

资料来源：SMM 中信期货研究所

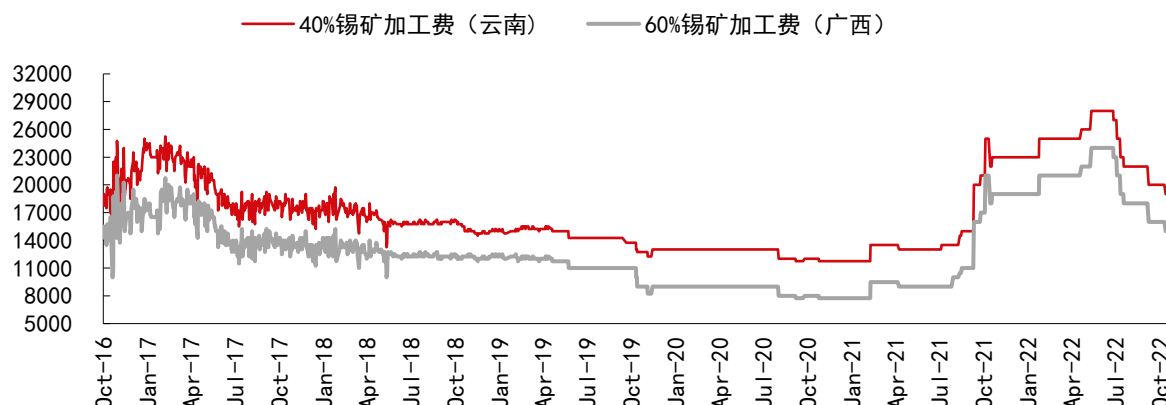
今年上半年锡精矿加工费持续走高，云南 40%品味锡精矿加工费一度冲高到 27000 元，缅甸抛储在年初集中进入国内以及自海外其他地区进口增多是驱动加工费上行的主要原因；但 7 月份锡价大幅下跌至 20 万以下后，矿山盈利大幅收缩，锡精矿加工费开始转为掉头向下，11 月云南 40%品味锡矿加工费降至 19000 元。考虑到缅甸抛储已经告一段落，并且随着价格的下行，缅甸矿生产受到一定约束，中国自缅甸进口锡矿数量从 9 月份以来开始下降，而冶炼产能相对正常，

## 中信期货有色金属 2023 年度策略报告（锡）

估计明年锡矿加工费有望在 15000 元附近逐渐止跌。

图表 7：中国锡矿加工费

单位：元/吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

### 2.3 2023 年锡矿待投产规模较大，实际落地产量或有限

根据安泰科的统计，未来一年海外锡矿待产产能规模较大，约 27400 吨。但就当前投产的时间预期来看，明年能贡献产量的估计只有 Massangana 尾矿、UIS 及 Hemerdon，而 Achmmach 和 Syrymbet 仍处于试生产阶段估计难见到产出，Mpama South 可能贡献少量的产量，估计这几个矿 2023 年能贡献约 4000 金属吨锡精矿。根据 Alphamin 三季报公告，Mpama South 项目与生产 Mpama North 矿山相邻，预计从 2024 财年开始，每年将生产约 7200 吨含锡锡，从而将 Alphamin 的年锡产量提高至约 20000 吨，该项目正按计划于 2023 年 12 月进行目标调试，项目总体完成率为 18.6%，84.3%的采购要求已最终确定并订购。

图表 8：2023 年锡矿待投产

单位：吨

公司	矿山/项目	产能（锡金属吨/年）	备注
Auxico Resources	Massangana尾矿	3600	2023年二季度上线
Alphamin资源公司	Mpama South	7200	2023年12月首次生产
AVZ矿产公司	Manono	未知	2022年底/2023年投产
Kasbah资源公司	Achmmach	4500	试产，2022-2023投产
Syrymbet	Syrymbet	10400	试产，2023年投产
Afri Tinmining	UIS	1200	第一阶段2022年3月完成，预计2023四季度到2026年之间产量达到9000吨/年
Tungsten West	Hemerdon	500	2023年上半年进行首次生产

资料来源：SMM 安泰科 中信期货研究所

### 2.4 锡价剧烈波动重挫行业，2022 年锡锭产量增长预计放缓

今年由于锡价剧烈波动且海外能源价格偏高，部分地区的锡生产受到感染，

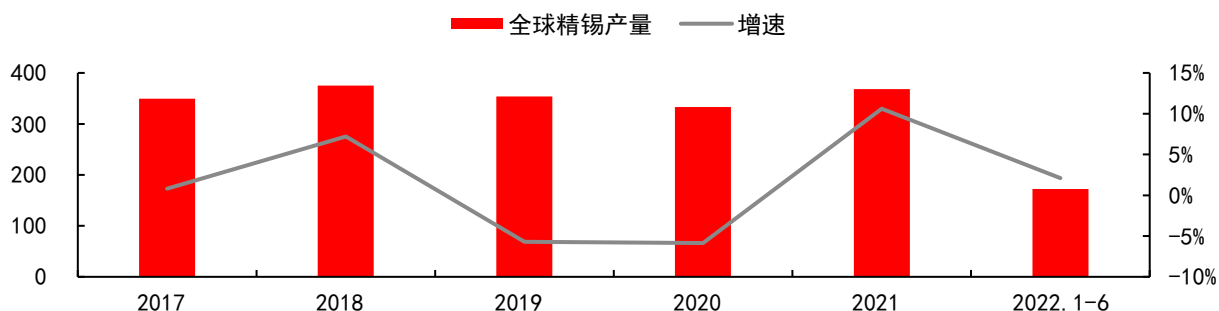


## 中信期货有色金属 2023 年度策略报告（锡）

全球精炼锡上半年增速不及锡矿，仅仅增长 2.7%，至 172.2 千吨。各主要生产国差异较大，中国由于冶炼厂集中检修影响，上半年精炼锡产量同比下降 1.6 千吨，泰国、比利时、玻利维亚和马来西亚分别同比下降 1.3 千吨、0.6 千吨、0.2 千吨和 0.1 千吨，印尼和巴西增幅较大，分别同比增长 2.7 千吨和 2.3 千吨。天马公司 4 万吨奥特炉项目不断延期，预计 11 月能投产，这将改善该公司现有冶炼工艺回收率低的问题，也能从较低品味的锡矿中提取锡锭，也将增强该公司的锡锭生产能力。

图表 9：全球精锡产量

单位：千吨，%



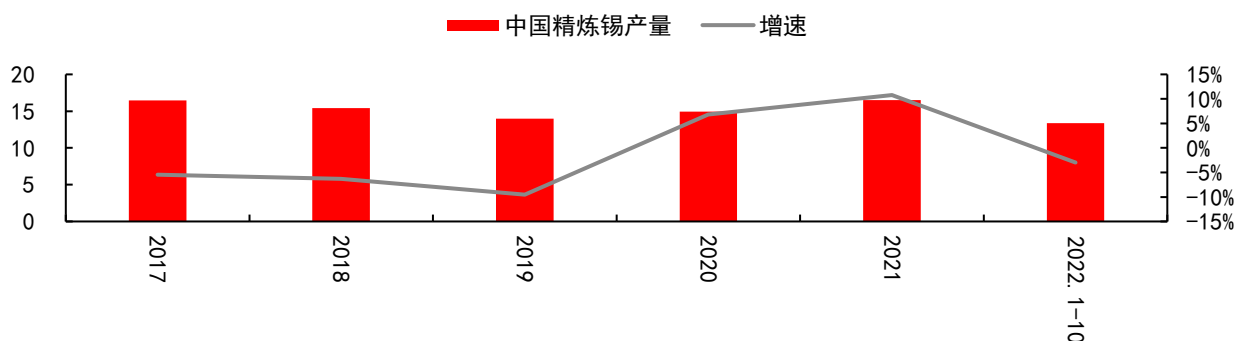
资料来源：ITA 安泰科 中信期货研究所

### 2.5 2022 年中国锡锭产量预计收缩，但是锡锭进口大增

今年 5 月份开始锡锭开始破位下跌，到 6 月中旬仅仅一个月的时间，锡价跌幅超过 20%，由于跌速较快，远远超过冶炼厂加工利润，所以 6 月中旬开始国内冶炼厂陆续出现集中检修，普遍检修 30-45 天，这直接造成 6/7 月国内锡锭产量明显收缩，直到 8 月份才开始恢复正常。根据 SMM 统计数据，2022 年 1-10 月国内锡锭累计产量 13.38 万吨，同比下降 3%。

图表 10：中国精锡产量

单位：万吨，%



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

今年海外高通胀及欧美主要央行全面加息对锡下游行业冲击较大，海外供需偏过剩。而年初在光伏装机较快及新能源汽车销量增速较快带动下消费较好，但锡锭产量受到锡矿产量大幅收缩的拖累，供需偏紧；5 月底以来复工复产以及政

## 中信期货有色金属 2023 年度策略报告（锡）

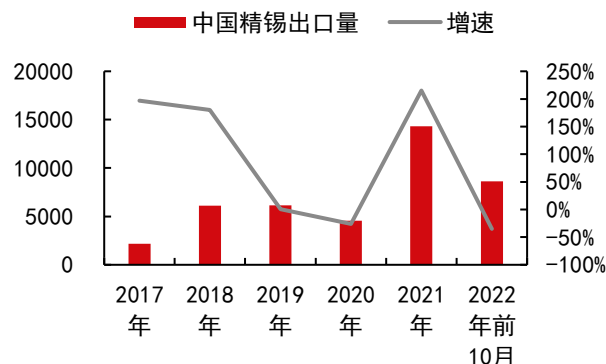
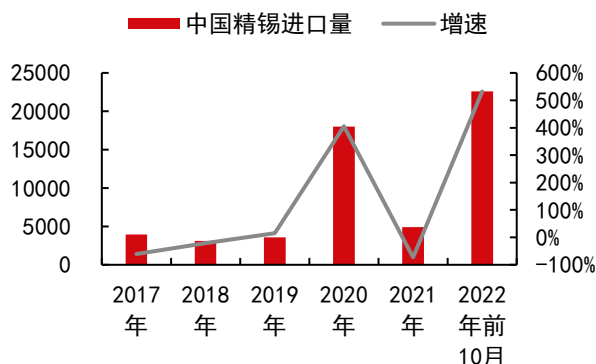
府刺激家电和汽车等行业，锡锭消费阶段性有所修复，国内冶炼厂 6 月中旬普遍进行了为期一个月的集中检修，国内锡锭产量阶段性明显收缩，这使得锡锭内外进口窗口持续打开。2022 年 1-10 月中国进口精锡 22591 吨，同比增长 532%，同期出口精锡 8612 吨，同比下降 35%。就中国过去几年精锡进出口趋势来看，精锡出口呈现趋势性增长，精锡进口下降。

图表 11：精锡进口量

单位：吨，%

图表 12：精锡出口量

单位：吨，%



资料来源：SMM 中信期货研究所

资料来源：SMM 中信期货研究所

展望 2023 年，我们认为国内锡锭产量有望小幅修复，进出口格局或有望再度发生较大转变，今年大幅净进口的局面难以维持。

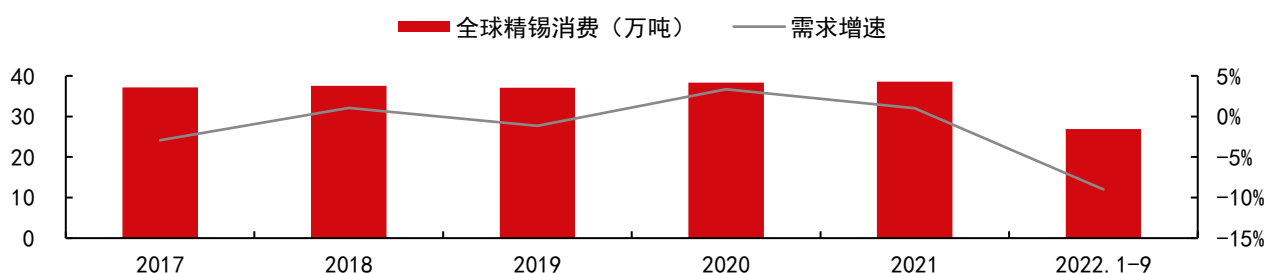
### （三）全球锡需求-半导体行业景气下滑，光伏行业保持高景气

#### 3.1 全球锡消费

根据 WBMS 统计的数据，2022 年 1-9 月全球精锡消费量 26 万吨，同比下降 11.2%，其中美国锡消费下降 3.6%，至 2.19 万吨，日本锡消费同比下降 16.4%，至 1.82 万吨，中国锡消费同比下降 25%。欧美发达国家锡消费受到美联储持续加息及高通胀的冲击，手机、电脑出货量连续 3 个季度同比大幅下降，今年前三季度美国光伏新增装机也因太阳能电池板短缺而同比下降 18%，中国因疫情及防疫政策较严格等原因造成传统家电、电子产销普遍偏弱，这都在不同程度上造成锡消费负增长。

图表 13：全球精锡消费量

单位：万吨，%



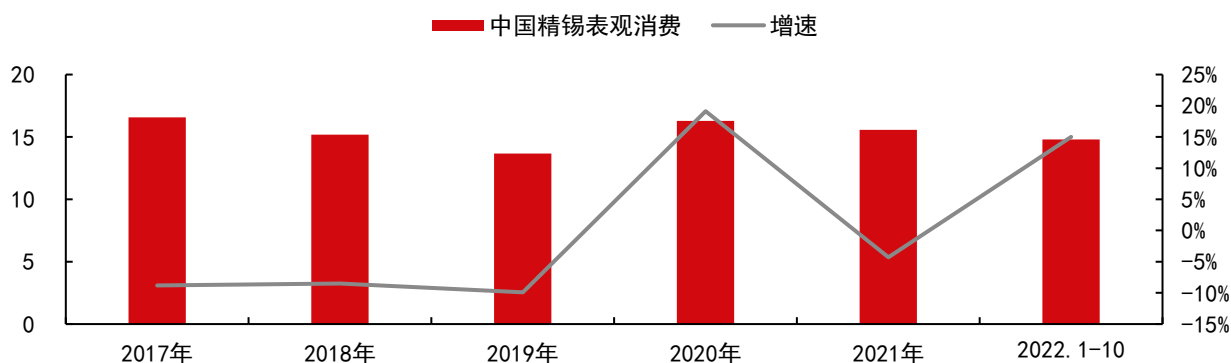
资料来源：Wind WBMS 中信期货研究所

### 3.2 中国锡市场供需

#### 3.2.1 中国精锡表观消费

中国精锡消费年初表现较好，主要是由于当时光伏新装机较快，并且新能源汽车销量也出现持续大幅增长，但是3月中下旬上海疫情爆发后，国内锡消费急转直下。2022年1-10月中国精锡表观消费约为14.8万吨，同比增长15%。国内锡表观消费增长主要是锡锭进口窗口打开背景下，锡锭净进口大增造成的，实际国内锡消费并不好。

图表 14：中国精锡表观消费 单位：万吨，%

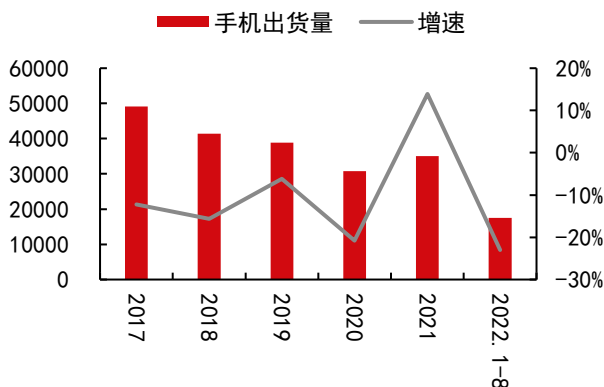


资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

#### 3.2.2 下游终端

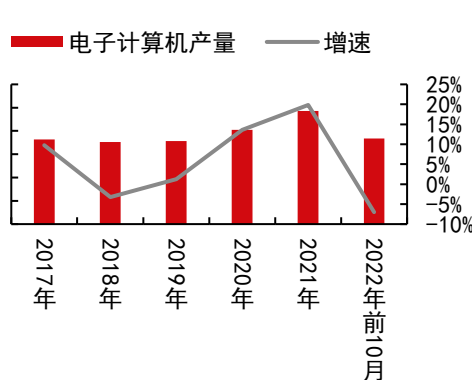
今年锡下游普遍表现较差，主要是由于国内疫情反复且疫情防控政策较严格，海外电子产品等需求大幅走弱。2022年1-8月中国手机出货量17513万部，累计同比下降23%，同期电子计算机产量36185万台，同比下降7%；2022年1-9月镀锡板产量98万吨，累计同比下降4%；2022年1-10月PVC树脂产量1853万吨，累计同比下降0.3%。2022年1-8月铅酸蓄电池产量16015万千伏安时，同比增长3.2%。

图表 15：手机出货量 单位：万台，%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 16：计算机产量 单位：台，%



资料来源：Wind 中信期货研究所

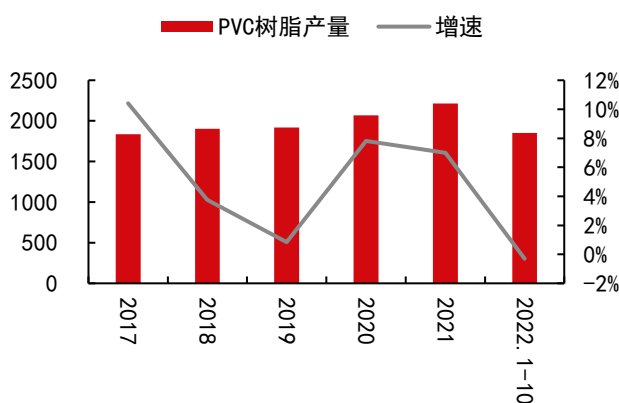
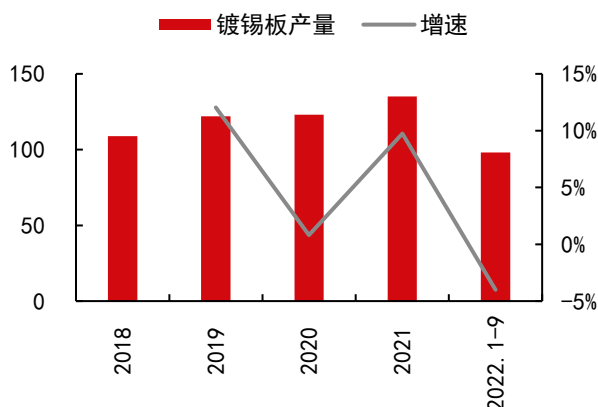
## 中信期货有色金属 2023 年度策略报告（锡）

图表 17：镀锡板产量

单位：万吨，%

图表 18：PVC 树脂产量

单位：万吨，%



资料来源：Ifind 中信期货研究所

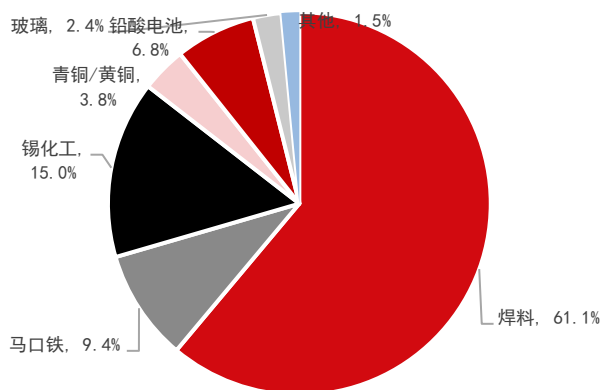
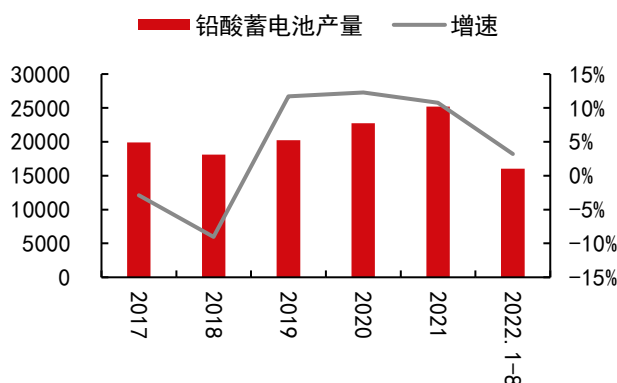
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 19：铅蓄电池产量

单位：万只，%

图表 20：2020 年中国锡消费结构

单位：%



资料来源：工信部 安泰科 统计局 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

今年下游终端中，跟房地产密切相关的板块普遍偏弱，电子产品增长较为低迷，抵消掉光伏及新能源汽车增长对焊料消费的拉动。展望 2023 年，随着国内疫情防控政策优化，以及政府积极保交楼、保交付，估计房地产竣工明年或有改善，这对 PVC 和家电消费拉动或有改善，光伏新增装机和新能源汽车销量继续保持较快增长或带动锡锭整体消费回升。

### （四）现货和库存及内外价差

今年国内外消费差异较大，国内消费整体上看好于海外，毕竟国内还是有维稳经济的政策不断出台，这对国内消费阶段性有提振，而海外消费受到高通胀及美联储持续加息的负面影响，同时，海外锡矿成本比较低，国内外供需内强外弱，这使得海外多余锡锭大量流入到国内。

#### 4.1 现货升贴水-消费走弱，沪伦锡现货回归常态

2022 年一季度国内锡锭供需偏紧，锡锭现货升水一度维持在 1-2 万元的水平，但二季度随着供需转向过剩，锡锭现货升水重心下移至 0.5-1 万元，虽然之后有所反复，但是在进口锡锭冲击及国内锡锭产量增长压制下，锡锭升水逐步走弱，

## 中信期货有色金属 2023 年度策略报告（锡）

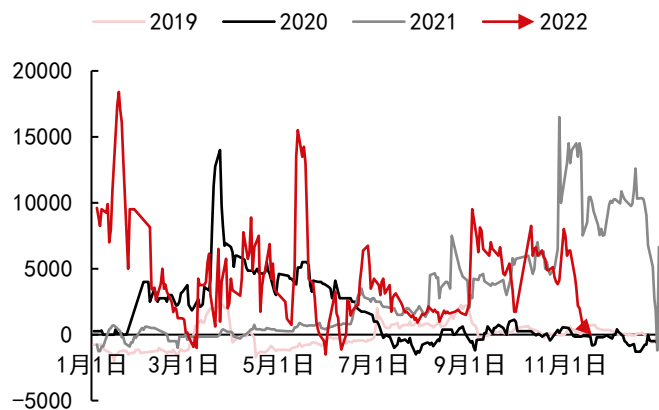
进入 11 月份，国内锡锭升水转向小幅贴水。反观同期伦锡 Cash-3M 价差走势，整体呈现稳步下行的走势，已经基本恢复到往年偏正常的水平。这说明自 2020 年以来的沪伦锡现货挤仓行情宣告终结，低升水回归。

图表 21：沪锡现货升水

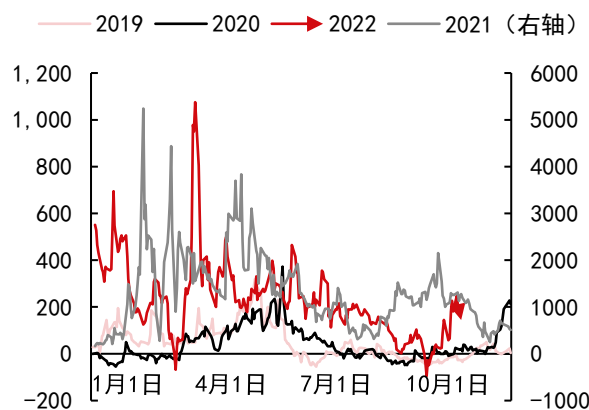
单位：元/吨

图表 22：伦锡 Cash-3M

单位：美元/吨



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所



资料来源：Wind 中信期货研究所

### 4.2 库存-沪伦锡库存明显回升

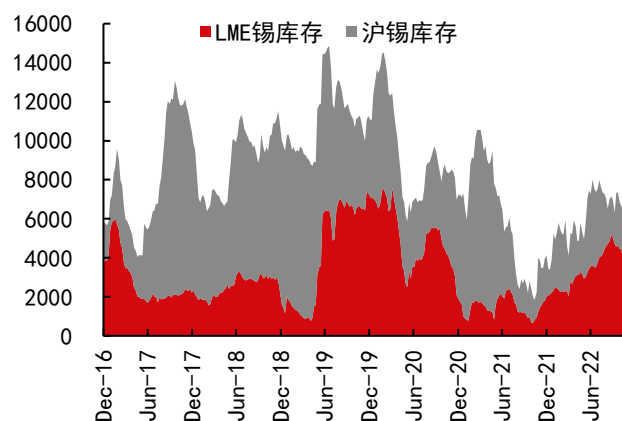
今年以来锡锭库存大幅回升，截止 11 月 18 日当周，LME+SHFE 锡库存 7342 吨，较去年底增加 4062 吨，其中同期 LME 锡锭库存增加 1441 吨，沪锡库存增加 2621 吨，10 月底企业隐形库存 2845 吨，较去年底增加 950 吨。LME+SHFE 锡库存消费比自年初近 0.45 周的水平出现明显增长，10 月份已经回升到 0.9 周，这说明当前锡供需形势偏弱，库存累积压力较大。

图表 23：LME+SHFE 锡库存

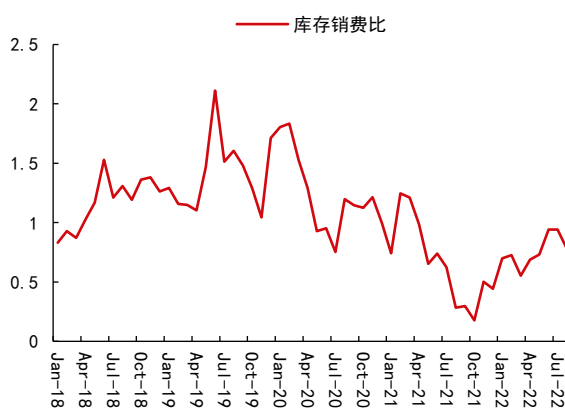
单位：吨

图表 24：库存消费比

单位：周



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所



资料来源：Wind 中信期货研究所

### 4.3 内外价差-整体呈现内强外弱格局

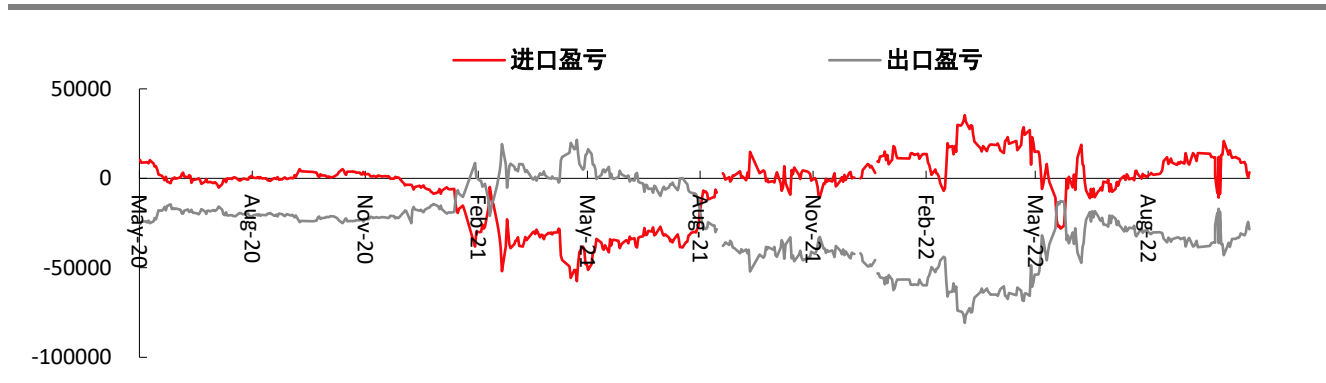
今年以来，国内锡锭进口窗口绝大部分时间都是处于打开状态，在年初的时候表现的尤为明显，主要是由于当时国内供需较为紧张，投资者对国内光伏新增装机和新能源销售乐观预期驱动沪伦锡内外价差极端化，这在一定程度上刺激国

## 中信期货有色金属 2023 年度策略报告（锡）

内锡锭进口大增，国内供需过剩，6 月初沪伦锡进口窗口关闭；但随着国内冶炼厂集中检修且政府刺激汽车、家电及电子产品消费，国内供需再度改善，锡锭进口窗口逐步打开，大量海外锡锭进口继续冲击国内市场，锡价也被不断被压低，直到 11 月初，随着海外宏观预期转向正面且伦锡库存快速下降，锡锭内外进口窗口才再度关闭。今年锡锭整体呈现内强外弱的格局。

图表 25：锡锭进口盈亏

单位：元/吨



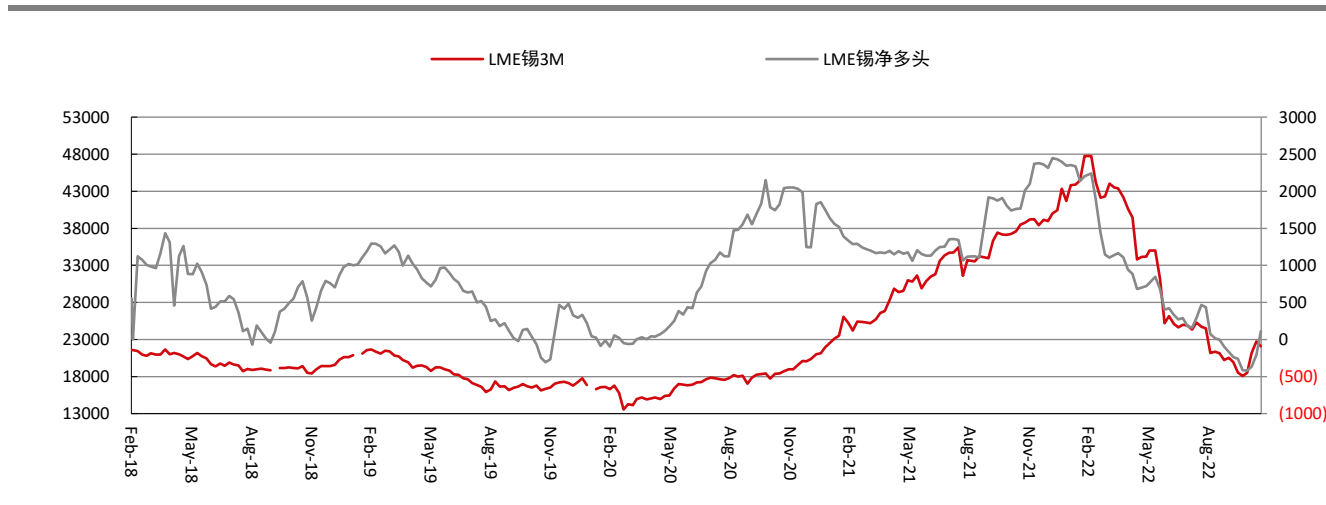
资料来源：中信期货研究所

## 四、资金面-投机资金持仓一度极端化

2020 年 5 月-2022 年 3 月初之间，投机资金非常看好锡这个品种。但是我们看到在 3 月初伦敦镍极端挤仓之后，投机资金从锡这个品种快速撤离，主要是由于美联储开始加息，半导体行业受到负面冲击，并且国内华东地区出现疫情且疫情防控较严格，而该地区是电子行业的重要消费地，宏观和消费预期悲观。到 9 月份，投机资金多翻空。从 LME 锡投机资金净多头持仓和锡价长期走势来看，基金大幅净空，往往意味着锡价离底部比较接近，10 月中下旬投机资金持仓一度极端化后价格出现快速反弹，间接说明这一点。

图表 26：LME 锡投资基金持仓

单位：手



资料来源：Wind 中信期货研究所



## 免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

## 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>