



2022 年 5 月 28 日

# 当大牛逻辑不再，弱现实能否迎来强预期？

——“锡牛搁浅，再论方向”系列报告（一）

✍ 王蓉

投资咨询从业资格号：Z0002529

✉ wangrong013179@gtjas.com

✍ 刘雨萱（联系人）

从业资格号：F03087751

✉ liuyuxuan023982@gtjas.com

## 报告导读：

我们将在“锡牛搁浅，再论方向”的系列报告中，将视角聚焦于锡价这波快速跳水的根本驱动，以及 2021 年的大牛逻辑未来是否能够再现，试图勾勒出锡的短期与长期的价格路径。本文为“锡牛搁浅，再论方向”系列报告第一篇，将重点讨论锡价下行的短周期逻辑，从宏观、供应、需求等角度探讨。从结论观点来看，我们对锡价短期的判断是，在宏观利空暂时出尽、供应难以边际增加、需求偏弱的情况下，当前位置或有调整需要，且考虑到供给边际出现减量，不排除有阶段反弹的空间，只是基于需求给到的提振有限，或限制反弹高度。

回顾本轮下跌，我们认为此次价格的快速跌落，是宏观利空与微观弱基本面的共同推跌。宏观方面，锡价下行是伴随着有色板块的集体共振式走弱，这主要归因于 5 月 FOMC 会议后加息预期的变化以及美元的强势走势。除此之外，锡价的基本面从 2021 年以来首次转为显著的“弱现实”格局。从供应来看，进口量和国内产量齐升使得国内供应转为宽松。需求方面，国内 3 月以来的疫情再度爆发是需求转弱最为显性的推手。

展望后市，我们认为从宏观层面和基本面均存在边际转好的预期。从供应来看，进口量和国内产量或将减少。对于如此巨量的进口供应补足的持续性，在没有突发扰动的前提下，3-4 月的进口量或是全年峰值。一方面，从锡矿角度来看，大幅增加的可能性较小。另一方面，锡锭进口窗口已经关闭，6 月锡锭可能转为净出口格局，国内锡锭供应将进一步减少。而国内生产方面，存季节性减量预期。

从需求来看，随着疫情得到控制、管控逐渐放开，受到疫情影响开工的下游需求将全面恢复生产，但是预计需求恢复空间有限，消费返场为锡价带来的支撑可能不如预期强劲。首先，4 月末锡产业链的需求已经恢复较为充分，我们预计后续边际需求增量或已不多。其次，疫情使得部分终端对锡材的需求转向海外。再次，从终端行业本身表现来看，2022 年上半年消费性电子市场受宅经济效应减弱、全球迈入紧缩周期抑制耐用品以及非耐用品需求的影响，再加上进入传统淡季，PC、手机、汽车等需求有所降温。

总的来说，我们认为短期阶段性可能因供应量的减少而迎来反弹，但是这样的反弹高度将受限于需求的疲软。至于较为中长周期的锡价逻辑，我们将在“锡牛搁浅，再论方向”的系列报告中，详细分析需求和供应的趋势性变化，以判断锡价重心能否再度上移。

(正文)

## 1. 锡价告别牛市行情，强基本面逻辑逆转

所谓“没有只涨不跌的市场，只有永恒的周期”，从 2021 年初开始，锡价以阔首挺胸的姿态一路高歌猛涨，创造了全年商品最大涨幅的傲人成绩，然而这样强劲的势头似乎在 2022 年的二季度正式告一段落，“锡牛”神话的故事也华丽谢幕。从 4 月 1 日开始至 5 月 28 日计算，最大回调达 26.5%，最低触及 2535310 元/吨，目前已经回到了 2021 年 9 月的价格重心，受到前方平台支撑而于 25.5 万附近持续震荡。

图 1：从 4 月 1 日开始至 5 月 27 日计算，锡价最大回调达 26.5%，最低触及 253510 元/吨



资料来源：文华财经，国泰君安期货产业服务研究所

锡作为所有期货品种中 5 月回调幅度最大的品种，其自身的弱基本面使得锡价在宏观利空下获得更大的弹性，而这样的弱基本面对于锡来说，是尤为值得注意的信号。如果再度回顾造就锡价 2021 年大牛行情的基本逻辑，可以总结为一句话：供应因扰动远远落后于旺盛的需求，导致了贯穿全年的绝对低库存。无论是供应端海外因疫情生产受阻、刚果地震、云南季节性缺电、环保督察造成的持续停产减产，还是需求端在发达国家率先从疫情中恢复、消费电子的需求爆发，都使得去年锡价供小于求的基本面逻辑顺畅，库存持续处于极低水位，提供了优异的做多环境。然而这样的强基本面在 2022 年二季度，第一次发生了根本性的转变。

此次价格的快速跌落，是宏观利空与微观弱基本面的共同推跌。宏观方面，锡价下行是伴随着有色板块的集体共振式走弱，甚至和美股的情绪显著弱化同步，这主要归因于 5 月 FOMC 会议后加息预期的变化以及美元的强势走势。5 月 FOMC 会议上，对于鲍威尔不再选择更为激进的加息路径的态度，市场似乎并没有完全相信，会议后两个交易日市场再度“用脚投票”，6 月加息 75 个 BP 的预期再度燃起。而美元指数也一路狂飙上行，最高突破 105，创下近 10 年来新高。

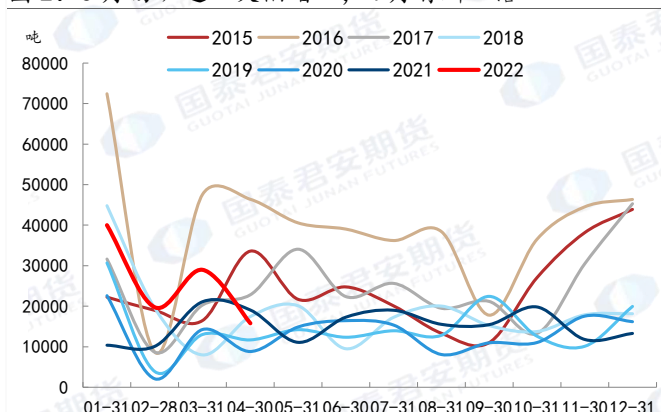
除此之外，锡价的基本面从 2021 年以来首次转为显著的“弱现实”格局。从供应来看，进口量和国内产量齐升使得国内供应转为宽松。首先，在锡矿进口方面，2022 年 1-4 月锡矿进口量显著增加，其中缅甸和刚果贡献了主要增量，大大缓解了去年矿端资源紧缺的矛盾。缅甸方面，年初缅甸政府的抛储行为极



大地刺激了中国对缅甸锡矿的进口量，叠加缅甸疫情影响的消除，3月中国进口量增加尤为明显，是2017年以来的同期最高值。刚果地区因为其丰富的矿产资源，以及Alphamin等企业凭丰厚的利润扩大生产，继续为中国输送锡矿资源，其3月、4月的进口量也达到2021年以来的最高位。大规模的资源进口使得国内生产供应宽松，降低了冶炼成本，解决了“锡牛”逻辑的核心问题。从锡锭供应来看，极高的进口利润使得国内进口窗口打开，印尼进口锡锭持续流入国内。在锡锭的进出口贸易市场，并没有绝对的进口或者出口格局，由于流通性较好，我国的锡锭进出口格局会根据内外价差动态变化。中国属于全球的锡产量大国，出口主要流向韩国、日本、荷兰等地区，尤其是在2021年，海外开工停滞、供应极度紧缺的情况下，极高的海外价格使得出口窗口持续打开。然而今年的贸易格局发生了根本性的改变，随着海外大冶炼厂的集中复产，2021年因疫情以及熔炉损坏而停产超过半年的MSC厂商也正式开始复产，所以来自印尼和马来西亚的锡锭大幅增加。4月我国进口锡锭量为3280金属吨，接近2017年以来最大单月进口量，其中印尼锡锭4月进口量占总进口量的77%，马来西亚锡锭约占20%，马来西亚进口更是环比增幅涨超770%。

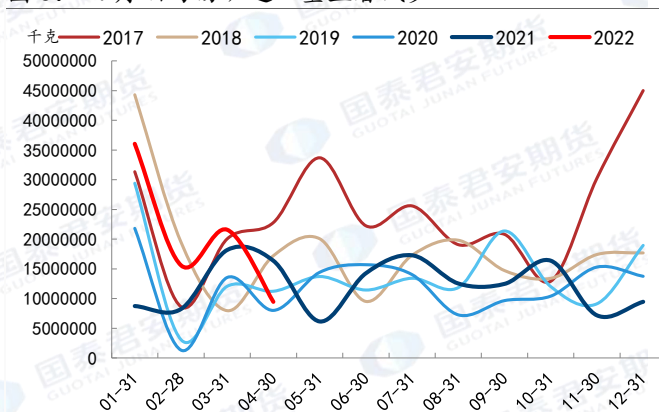
需求方面，国内3月以来的疫情再度爆发是需求转弱最为显性的推手。长三角地区作为芯片、电子厂商的集中生产地，生产以及运输环节受到疫情极大的影响。从终端领域来看，居民居家不出、物流不畅也使得对于大部分锡的终端领域需求萎靡，也直接向上传导至下游加工厂的低开工与低补库需求。

图2：3月锡矿进口大幅增加，4月有所回落



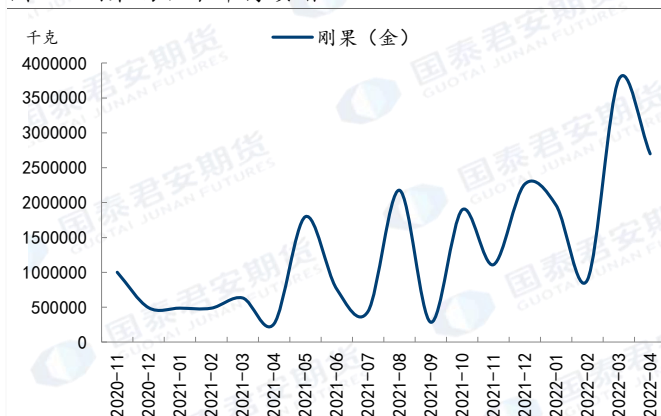
资料来源：SMM，国泰君安期货产业服务研究所

图3：4月缅甸锡矿进口量显著减少



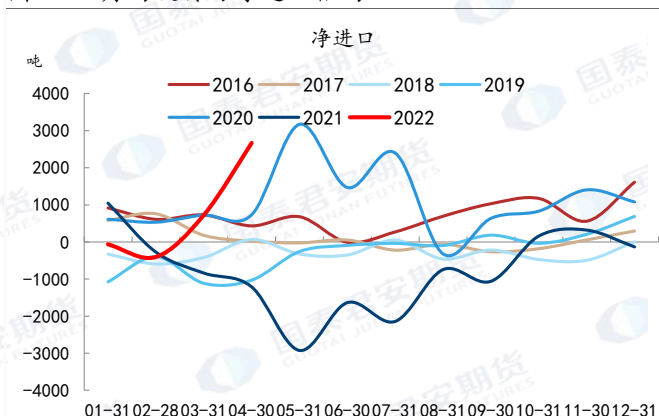
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图4：刚果锡矿今年持续增加



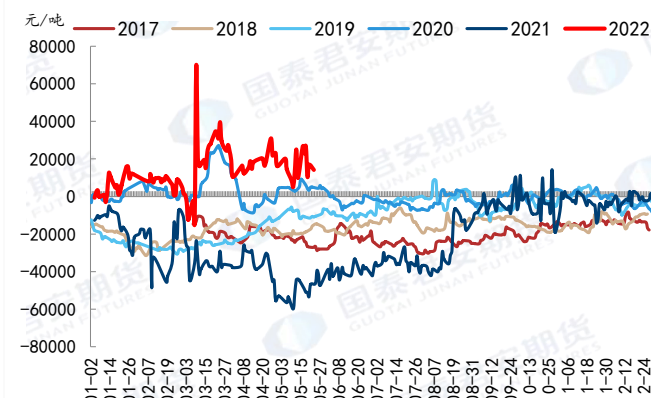
资料来源：SMM，国泰君安期货产业服务研究所

图5：3月锡锭转为净进口格局



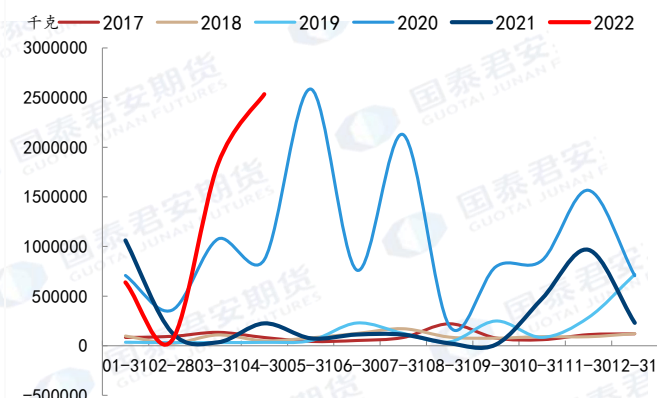
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 6：3 月开始锡锭进口盈利丰厚，进口窗口打开



资料来源：SMM，国泰君安期货产业服务研究所

图 7：3 月、4 月进口印尼锡锭量大幅增加



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

此次回调是否是锡价趋势性大跌的起点？这样的弱势基本面将持续多久？未来大牛周期是否还能续写？这些恐怕是当下市场对锡最为关注的问题。我们对锡价短期的判断是，当下锡依旧处于弱势格局中，但是未来在宏观利空暂时出尽、供应难以边际增加、需求偏弱的环境下，锡价下跌空间有限。倘若 6 月供应端出现明显减量以至于逆转市场对于锡价的悲观交易逻辑，库存再度显著去化至低位时，不排除可能迎来一段反弹。

## 2. 基本面或边际转好

### 2.1 宏观利空情绪推跌，出尽后回归基本面逻辑

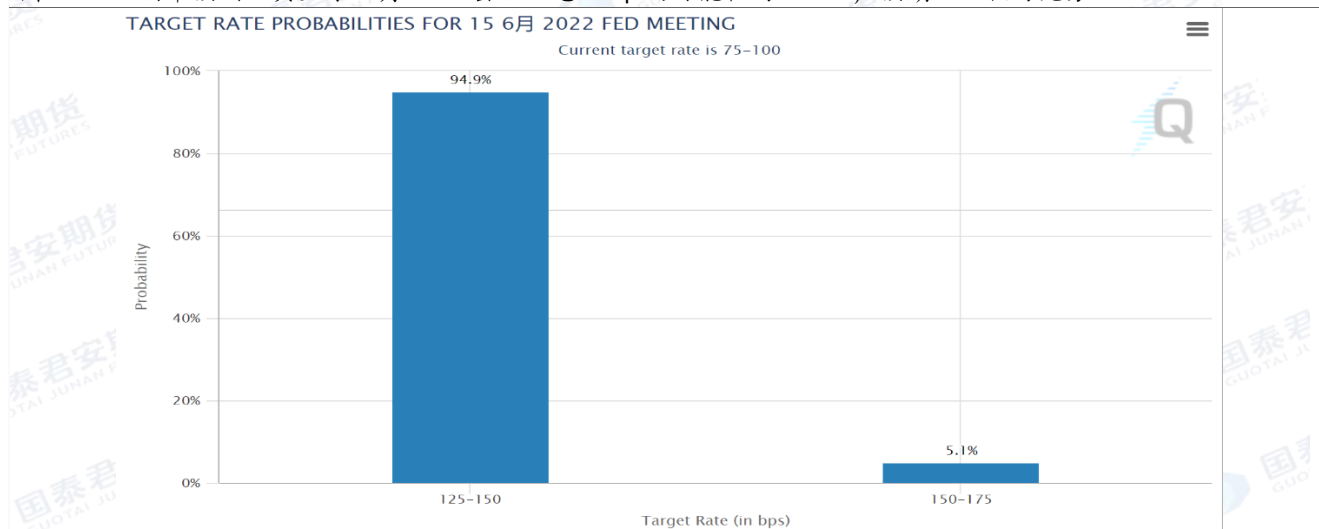
从宏观层面来看，利空对于金属的影响正逐渐减弱，或者已经部分出尽。加息方面，在鲍威尔连续向市场表明加息 50bp、且 CPI 同比现拐点之后，市场对于加息路径的激进预期正趋于缓和，根据 CME 利率观察工具，目前市场对 6 月、7 月加息 50bp 的预期均达 90% 以上，此前预期单次会议加息 75 个 BP 的概率明显下降。其次从美元指数来看，在 5 月 13 日触及顶点之后开始回落，这和欧元区也逐渐释放紧缩信号有关。在加息预期短期难以继续边际走峭、美元指数阶段性趋于缓和之下，对有色金属的宏观利空短期内难以再度推跌金属，对于锡价来说，基本面逻辑将是未来更为主导的线条。

图 8：美元指数最高触及 105，后触顶反弹



资料来源：文华财经，国泰君安期货产业服务研究所

图 9：CME 利率预测工具显示 6 月 FOMC 会议加息 50bp 的可能性为 94.9%，预期已经较为充分



资料来源：CME，国泰君安期货产业服务研究所

## 2.2 未来短期供应存减量预期

### 2.2.1 进口窗口已经关闭，3-4 月的进口量或是全年峰值

对于如此巨量的进口供应补足的持续性，我们认为在没有突发扰动的情况下，3-4 月的进口量或是全年峰值。一方面，从锡矿角度来看，大幅增加的可能性较小。缅甸锡矿已于 4 月开始回落，考虑到缅甸政府的储备有限，且锡矿作为其战略储备具有重要地位，未来持续抛储的可能性较小。同时缅甸还面临着品味下滑以及资源紧张等问题，2021 年缅甸矿进口品位约为 15%，较去年下滑约 3%，而目前缅甸进入地下开采阶段之后，未来将看到缅甸锡矿品位继续下滑。5 月缅甸产能仍受到疫情影响，但即使未来缅甸疫情扰动结束，恢复正常贸易，其增量空间也难以看多。此外，5 月下旬印尼政府释放将于今年年底停止出口锡矿的消息，虽然从贸易格局上对我国供应影响甚微，但是也透露了印尼政府锡资源也同样较为紧俏的信号，长期来看全球锡矿资源供应并不丰富。

另一方面，锡锭进口窗口已经关闭。从进口盈亏来看，目前已经较 3 月显著收窄，进口盈利转为亏损，考虑到 5 月国内需求转弱，且未来可能呈趋势性疲软，现货市场成交表现转差，国内现货价格下行降低进口品牌吸引力，因此预计未来进口增量将逐步放缓，甚至 6 月锡锭可能转为净出口格局，那么国内锡锭供应将进一步减少。



图 10：沪锡现货进口盈利已转负

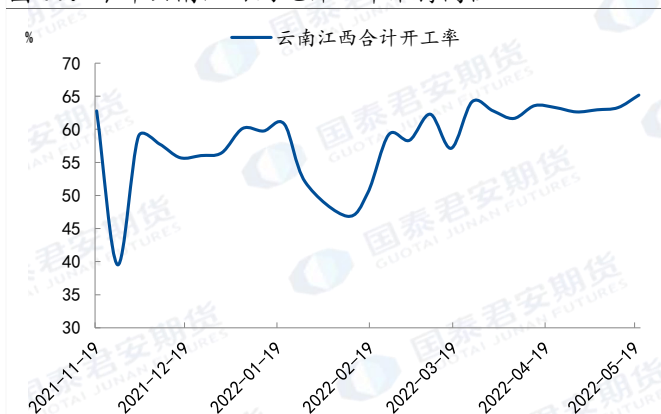


资料来源：上海金属网，国泰君安期货产业服务研究所

## 2.2.2 国内积极生产，但短期国内产量可能边际减少

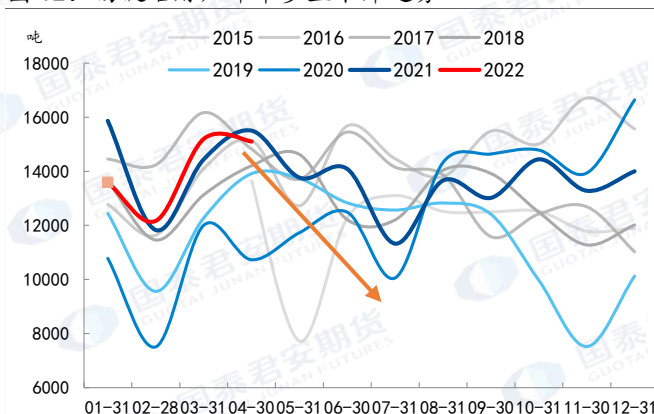
而国内生产方面，存季节性减量预期。今年以来，我国主要冶炼厂保持积极生产，且疫情并未对冶炼集中地造成明显影响，4月以来开工率一直维持在60%以上的高位，产量亦处历年偏高位置。虽然2月华锡、云帆等冶炼厂进入停产检修影响生产，且银漫矿业春节后因为冬奥会的环保政策2月一直没有恢复生产，但3月下旬这些企业均陆续复产，导致国内锡锭产量也处历年偏高位置。然而从季节性的角度来看，往往进入年中锡锭产量将有所下降，这主要是因为部分企业往往年中进入检修，一般来说检修周期在30-40天。目前传言云锡将于年中停产检修，云锡作为全球最大的锡锭生厂商，其停产将对供应造成较大的扰动。此外云南、广西、江西等地的环保督察也可能成为影响锡锭生产的变量之一。

图 11：今年云南江西两地开工率维持高位



资料来源：SMM，国泰君安期货产业服务研究所

图 12：锡锭冶炼厂年中多呈下降趋势



资料来源：SMM，国泰君安期货产业服务研究所

## 2.3 预计需求恢复空间有限

随着疫情得到控制、管控逐渐放开，受到疫情影响开工的下游需求将全面恢复生产，但是预计需求恢复空间有限，消费返场为锡价带来的支撑可能不如预期强劲。

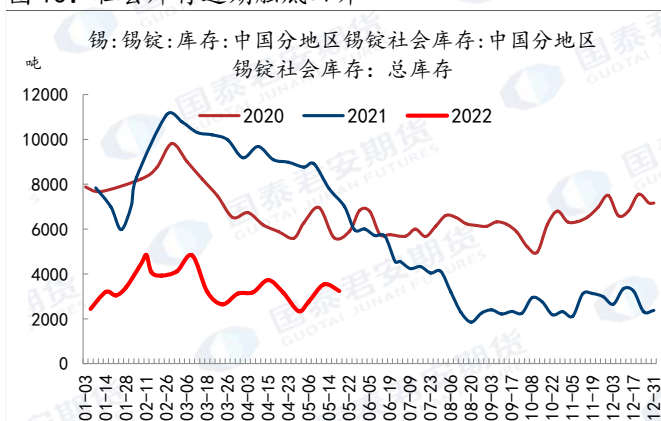
锡产业链需求已经基本恢复，后续需求的边际恢复空间已经不大。从锡的产业链分布来说，受疫情影响的主要是集中在长三角地区的集成电路、汽车等锡终端领域，在疫情开始之后，终端的开工下降以及物流不畅直接削弱了锡的需求，尤其是上海产值占全球产值的22%的半导体行业。但4月底随着保重点工业请务必阅读正文之后的免责条款部分

企业稳定生产和复工复产政策的持续推进，集成电路、汽车制造、装备制造、生物医药等重点行业 666 家重点企业优先获得资源倾斜，目前已有超过七成“白名单”企业顺利恢复正常生产。而半导体企业的头部厂商均采用闭环生产模式，根据 IT 时报报道，在静态管理期间，多数龙头企业采取只进不出的封闭管理保持生产运营，部分企业甚至维持着 98% 以上的产能正常运转，而昆山作为电子企业的集中地已经先一步摆脱疫情，开始大面积复工复产。由于锡的主要终端领域已经部分恢复正常生产，待疫情全面放开后需求恢复程度可能有限，而且受到上海疫情影响的部分需求也已经转移到广东，疫情结束后的大规模的集中采购可能难以看到。

其次，疫情使得部分终端对锡材的需求转向海外。根据安泰科调研，疫情期间江浙地区铅酸蓄电池、锡化工、锡焊料等部分停工企业表示由于疫情运输不畅，出现过接不到订单甚至终端企业有被撤单的情况，而这些订单很多向海外的周边国家转移，如越南、新加坡等东南亚地区，同时还有部分国内企业将产能转移至东南亚。这些订单转移造成了部分需求的永久流失，即使疫情结束可能也难以返回国内市场。

再次，从终端行业本身表现来看，2022 年上半年消费性电子市场受宅经济效应减弱、全球迈入紧缩周期抑制耐用品以及非耐用品需求的影响，再加上进入传统淡季，PC、手机、汽车等需求有所降温。根据中国国家统计局的数据，今年前三个月集成电路产量下降了 4.8%，是 2021 年以来最低的产值，主因芯片制造商 3 月产量大幅下降，由于缺芯浪潮并未结束，上半年可能依旧维持较为疲软的状态。

图 13：社会库存近期触底回升



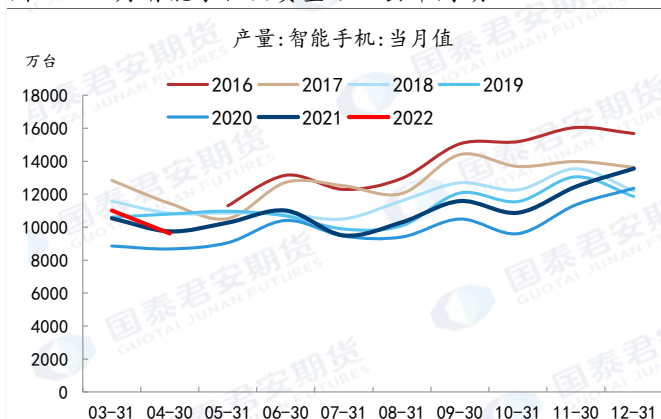
资料来源：SMM，国泰君安期货产业服务研究所

图 14：集成电路 Q1 产量显著下降



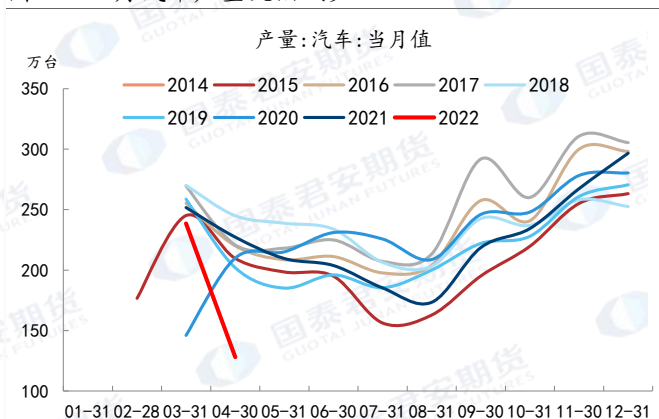
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 15：4 月智能手机出货量不如去年同期



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 16：4 月汽车产量大幅减少



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所



### 3. 结论：牛市逻辑难以复刻，但不排除再现阶段性反弹

从结论观点来看，我们对锡价短期的判断是，在宏观利空暂时出尽、供应难以边际增加、需求偏弱弱的情况下，当前位置或有调整需要，且考虑到供给边际出现减量，不排除有阶段反弹的空间，只是基于需求给到的提振有限，或限制反弹高度。

回顾本轮下跌，我们认为此次价格的快速跌落，是宏观利空与微观弱基本面的共同推跌。宏观方面，锡价下行是伴随着有色板块的集体共振式走弱，这主要归因于 5 月 FOMC 会议后加息预期的变化以及美元的强势走势。除此之外，锡价的基本面从 2021 年以来首次转为显著的“弱现实”格局。从供应来看，进口量和国内产量齐升使得国内供应转为宽松。需求方面，国内 3 月以来的疫情再度爆发是需求转弱最为显性的推手。

展望后市，我们认为从宏观层面和基本面均存在边际转好的预期。从供应来看，进口量和国内产量或将减少。对于如此巨量的进口供应补足的持续性，在没有突发扰动的前提下，3-4 月的进口量或是全年峰值。一方面，从锡矿角度来看，大幅增加的可能性较小。另一方面，锡锭进口窗口已经关闭，6 月锡锭可能转为净出口格局，国内锡锭供应将进一步减少。而国内生产方面，存季节性减量预期。

从需求来看，随着疫情得到控制、管控逐渐放开，受到疫情影响开工的下游需求将全面恢复生产，但是预计需求恢复空间有限，消费返场为锡价带来的支撑可能不如预期强劲。首先，4 月末锡产业链的需求已经恢复较为充分，我们预计后续边际需求增量或已不多。其次，疫情使得部分终端对锡材的需求转向海外。再次，从终端行业本身表现来看，2022 年上半年消费性电子市场受宅经济效应减弱、全球迈入紧缩周期抑制耐用品以及非耐用品需求的影响，再加上进入传统淡季，PC、手机、汽车等需求有所降温。

总的来说，我们认为短期锡价阶段性可能因供应量的减少而迎来反弹，但是这样的反弹高度将受限于需求的疲软。至于较为中长周期的锡价逻辑，我们将在“锡牛搁浅，再论方向”的系列报告中，详细分析需求和供应的趋势性变化，以判断锡价重心能否再度上移。