



金融投资专业理财

供应扰动&需求向好 预计锡价震荡上行

瑞达期货研究院
投资咨询业务资格
证监许可【2011】1780号

研究员：蔡跃辉
期货从业资格号 F0251444
期货投资咨询从业证书号：Z0013101
助理研究员：
李秋荣 期货从业资格号 F03101823
王凯慧 期货从业资格号 F03100511

咨询电话：0595-86778969
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号



摘要

利多：锡矿供应偏紧，锡精矿加工费持续下滑，预期在一季度仍会下滑，且缅甸佤邦进口量级大幅减少，该地仍未表明其锡矿何时复产，后续锡矿进口量级或将逐步降低，对国内锡市供应补充有所减弱；费城半导体指数持续走高，终端需求预期持续回暖。

利空：美国最新通胀水平超预期回升，加上非农数据高于预期及前值、整体零售数据再次超预期上涨反映美国经济韧性尚存，整体不利后继利率预期回落，市场对上半年美联储降息预期有所下调，美元及美债收益率短期内或得到一定支撑；消费淡季加上春节将至，下游放假停工，加上月底锡价走高，下游企业进入观望态势，使用低价补库的库存进行生产，补库活跃度下降，大部分贸易企业为零散成交状态，现货市场成交逐渐清冷。

小结：1月，沪锡期价先抑后扬。月初美国就业数据表现强劲，加上各美联储官员言论偏鹰派，而后整体通胀水平超预期回升，市场对上半年美联储降息预期有所下调，整体利率预期有所抬高，美元指数偏强运行，压制锡价，锡价震荡下行，然美股芯片股涨幅较大及低位锡价刺激下游采买热情大增，补库及备库情绪高昂，中旬去库幅度较大，加上江西、湖北数家冶炼企业受停产检修或原料短缺的影响，预估1月精炼锡产量将有一定程度的下降，支撑锡价反弹且走强。

展望：展望2月，缅甸佤邦锡矿复工待定，目前从该地进口补充较少；春假即将到来，假期使得冶炼厂放假停产，精炼锡供应减少，需求端预期在费城半导体指数持续走高下有所提振，不过1月底锡价不断走高，下游高位接货情绪不佳，下游也即将放假停产，总的来说，相对高位锡价及春节临近，锡供需都将有一定的减少，不过矿端一季度大概率仍面临紧缺加上终端消费预期持续向好，建议逢低做多为主。

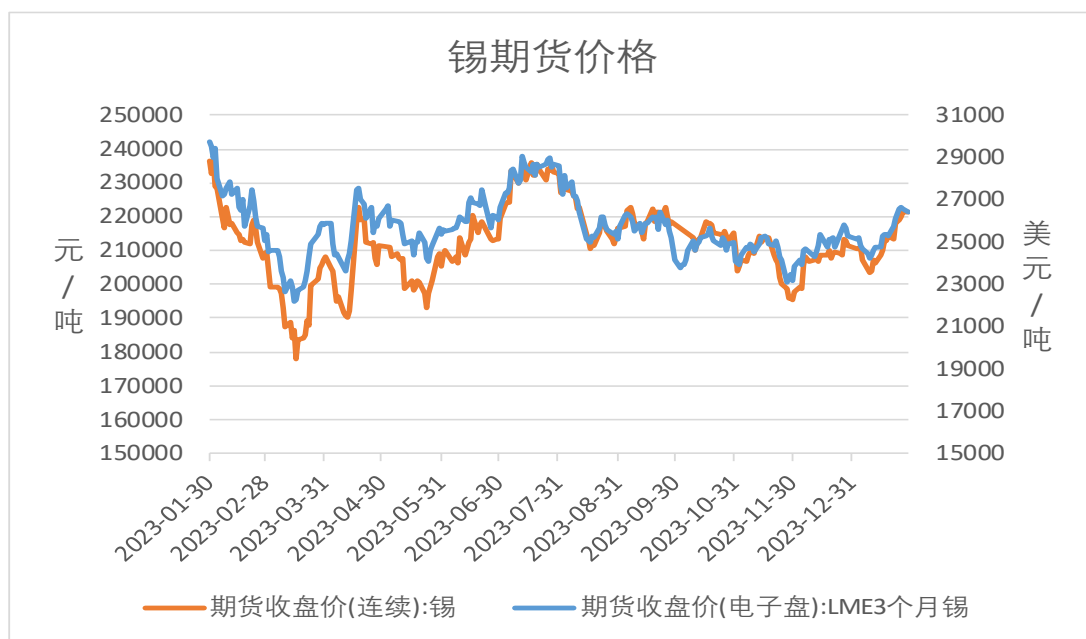
目录

第一部分：锡市场行情回顾.....	2
一、锡价行情回顾.....	2
第二部分：锡产业链回顾与展望分析.....	2
一、宏观基本面消息.....	2
二、锌市供需体现.....	5
1、全球锡市场总的供应过剩.....	5
2、LME 锡库存下降，国内锡市库存累库.....	6
三、锡市供应情况.....	7
1、锡矿进口环比减少.....	7
2、精炼锡产量预减，进口量减少.....	8
四、锡市需求情况.....	10
1、下游备库，消费向好.....	10
2、电子行业筑底回暖预期.....	11
3、光伏行业相对景气.....	12
五、后市锡价展望.....	13
六、操作策略建议.....	13
免责声明.....	14

第一部分：锡市场行情回顾

一、锡价行情回顾

截至 2024 年 1 月 29 日，沪锡收盘价为 221200 元/吨，较 1 月 22 日上涨 7890 元/吨，涨幅 3.7%；截至 2024 年 1 月 29 日，伦锡收盘价为 26435 美元/吨，较 1 月 23 日上涨 725 美元/吨，涨幅 2.82%。1 月，沪锡期价先抑后扬。月初美国就业数据表现强劲，加上各美联储官员言论偏鹰派，而后整体通胀水平超预期回升，市场对上半年美联储降息预期有所下调，整体利率预期有所抬高，美元指数偏强运行，压制锡价，锡价震荡下行，然美股芯片股涨幅较大及低位锡价刺激下游采买热情大增，补库备库情绪高昂，去库幅度较大，加上江西、湖北数家冶炼企业受停产检修或原料短缺的影响，预估 1 月精炼锡产量将有一定程度的下降，支撑锡价反弹且走强。



数据来源：瑞达期货、WIND

第二部分：锡产业链回顾与展望分析

一、宏观基本面消息

国际方面，1、中国物流与采购联合会发布的数据显示，2023 年 12 月全球制造业 PMI 为 48%，与上月持平，连续 15 个月运行在 50% 以下。2023 年，全球制造业 PMI 均值为 48.5%，较 2022 年下降 3.3 个百分点，全年各月均运行在 50% 以下，全球经济增长势头较 2022 年

有所放缓。分区域看，2023年，亚洲制造业 PMI 均值为 50.7%，与 2022 年持平，显示出较强的增长韧性；非洲制造业 PMI 均值为 48.8%，较 2022 年下降 1.9 个百分点；美洲制造业 PMI 均值为 47.5%，较 2022 年下降 5.6 个百分点，持续加息给美国制造业带来影响，成为拖累美洲制造业复苏的主要因素；欧洲制造业 PMI 均值为 46.3%，较 2022 年下降 5.6 个百分点，显示在地缘政治冲突和持续加息的影响下，欧洲制造业持续弱势。从各季度指数变化看，全球制造业除了 2023 年第一季度出现短暂恢复外，剩余季度经济恢复呈现波动减弱趋势。2023 年第一季度、第二季度、第三季度、第四季度全球制造业 PMI 均值分别为 49.4%、48.2%、48.3% 和 47.9%。

美国 1 月 Markit 制造业 PMI 初值为 50.3，预期 47.9，前值 47.9；Markit 服务业 PMI 初值为 52.9，预期 51，前值 51.4，整体 PMI 指数显示经济活跃度不降反升，美国经济状况或仍保持一定韧性。欧元区 1 月制造业 PMI 初值 46.6，创 10 个月新高，预期 44.8，前值 44.4；服务业 PMI 初值 48.4，预期 49，前值 48.8；综合 PMI 初值 47.9，创 6 个月新高，预期 48，前值 47.6。欧元区整体经济有所修复提振投资者信心，给予欧元一定支撑。往后看，短期内美国经济数据持续表现优异，市场或持续修正降息预期时间，利率曲线或缓慢抬升，美元指数或将得到一定支撑。

2、美国 2023 年 12 月零售销售 7098.9 亿美元，环比增加 0.6%，预期增 0.4%，前值增 0.3%；核心零售销售 5733.83 亿美元，环比增加 0.4%，预期及前值均为 0.2%。整体零售数据再次超预期上涨反映美国经济韧性尚存，整体不利后继利率预期回落，利多美元及美债收益率回升。

3、最新公布的美国 12 月新增非农就业人口录得 21.6 万人，高于预期的 17.1 万人，及前值的 17.3 万人。12 月失业率为 3.7%，低于预期值 3.8%，与 11 月前值相同，连续 23 个月低于 4%，劳动力参与率则从前值 62.8% 进一步降至 62.5%。在失业率维持于低位的状态下，薪资增速同样有所上调，平均时薪环比增长 0.4%，高于预期的 0.3% 并与前值持平。同比增速则升至 4.1%，超出市场预期的 3.9%，并高于前值的 4%。整体劳动力市场供需仍处于修复阶段，薪资增速在劳动力供需仍旧失衡的状况下整体回落速度或将放缓。

4、美联储褐皮书显示，12 个联邦储备地区中的大多数报告称经济活动几乎没有明显变化；几乎所有地区都报告了制造业活动的下降；各地区继续指出，高利率限制了汽车销售和房地产交易；然而，各地区的许多联系人认为，利率下降的前景是乐观情绪的一个来源。整体褐皮书反映以制造业为首的经济活跃度仍持续下行，但利率下降的前景或无法如期而至，届时经济乐观度或有所回落。

5、美国 2023 年 12 月未季调 CPI 同比上涨 3.4%，预期 3.2%，前值 3.1%；季调后 CPI

环比上升 0.3%，预期 0.2%，前值 0.1%。剔除波动较大的食品和能源价格后，美国 2023 年 12 月核心 CPI 同比上涨 3.9%，创 2021 年 5 月以来新低，预期 3.8%，前值 4%；环比上涨 0.3%，与预期及前值持平。整体通胀水平超预期回升，市场对上半年美联储降息预期有所下调，整体利率预期有所抬高，美元及美债收益率短期内或得到一定支撑。

6、美联储会议纪要显示，美联储官员在去年 12 月的会议上一致认为未来或不再加息，通胀有所放缓，尤其是六个月年化通胀率，同时迹象显示供应链正在恢复正常。随着更多的人加入劳动力市场，劳动力市场供需逐渐走向平衡。他们还说，将利率提高到 5% 以上抑制了消费者需求，从而使通胀有所缓和。然而本次会议并未讨论何时开始降息，美联点阵图显示 2024 年有三次 25 基点的降息机会。

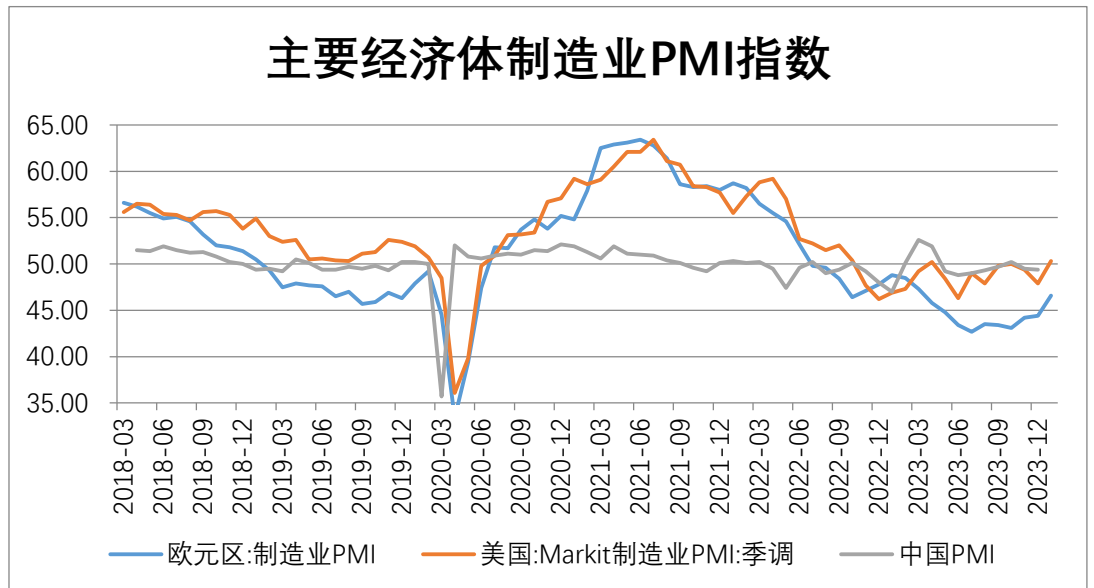
国内方面，1、12 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 49%，比上月下降 0.4 个百分点。12 月份，受部分基础原材料行业生产淡季等因素影响，制造业 PMI 比上月下降 0.4 个百分点，景气水平有所回落。

2、中国 2023 年 GDP 同比增长 5.2%，比三季度加快了 0.3 个百分点。面对复杂严峻的国际环境和不断加大的新的下行压力，政府及时加大宏观调控力度，着力扩大内需，推动我国经济回升向好，供给需求稳步改善，高质量发展扎实推进，主要预期目标圆满实现。生产方面，“新三样”仍是生产端增速主要贡献项，叠加中央经济工作会议再度将“产业转型升级”放于首位，后续增速或进一步上升，提振整体生产端。而服务消费在扩内需政策持续作用的背景下快速增长，餐饮同比增速高达 20.4%。固投方面，房屋销售金额、面积降幅仍继续扩大，景气水平低，对总体投资的拖累进一步加深。随着地产政策底持续加码，多项楼市政策调整，后续地产景气度或有企稳。

3、2024 年 1 月 LPR 报价出炉：1 年和 5 年期以上品种均维持不变，分别为 3.45%、4.2%。此前 MLF 继续实现“量增价平”续作，降息预期落空，LPR 报价维持不变符合市场预期。另外，央行日前调整了 LPR 报价行，这是 2019 年 LPR 报价机制改革以来，人民银行第二次调整 LPR 报价行名单。调整后的 LPR 报价行名单从上期的 18 家增加为 20 家，新增中信银行和江苏银行，调整自 1 月 22 日起实施。

4、据证监会网站，1 月 23 日，证监会党委书记、主席易会满主持召开党委（扩大）会议，传达学习贯彻习近平总书记在省部级主要领导干部推动金融高质量发展专题研讨班开班式上的重要讲话精神，并结合贯彻 1 月 22 日国务院常务会议精神，研究部署证监会系统具体落实措施。会议强调，证监会系统要把学习贯彻习近平总书记重要讲话和中央金融工作会议精神贯通起来，作为当前和今后一个时期的重要政治任务，进一步增强金融报国

的情怀和担当，加快建设中国特色现代资本市场。一是坚定走好中国特色现代资本市场发展之路。聚焦中国式现代化这个最大的政治，遵循资本市场的一般规律，坚持市场化法治化，进一步健全资本市场功能，不断提高服务高质量发展能力。二是全力维护资本市场稳定运行。坚持稳中求进、以进促稳，把资本市场稳定运行放在更加突出的位置，着力稳市场、稳信心。三是进一步全面深化资本市场改革开放。推动股票发行注册制走深走实，进一步健全完善资本市场基础制度。四是依法加强全面监管，有效防范化解风险。

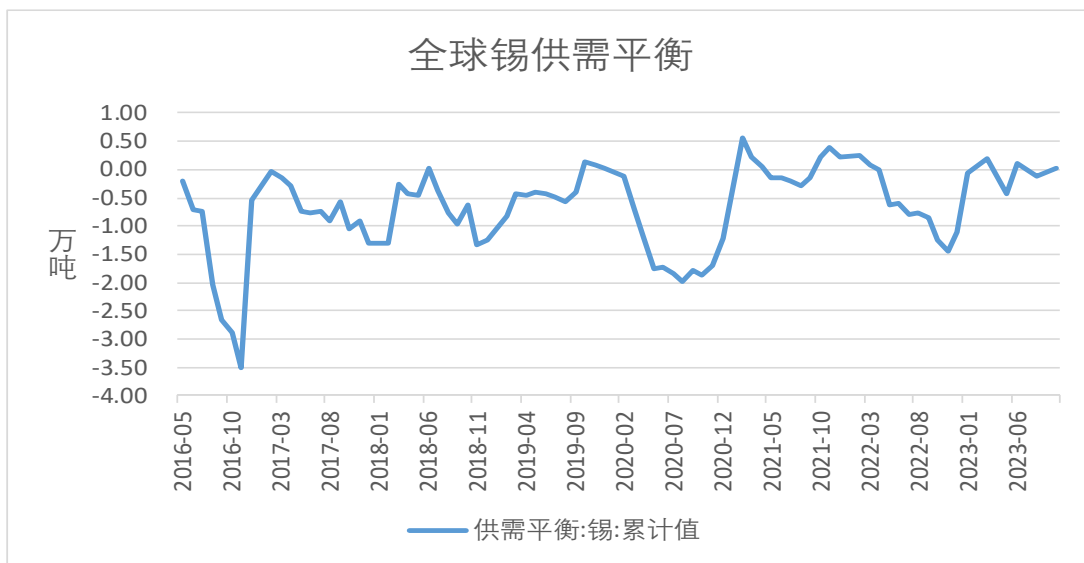


图表来源：WIND、瑞达期货研究院

二、锌市供需体现

1、全球锡市场总的供应过剩

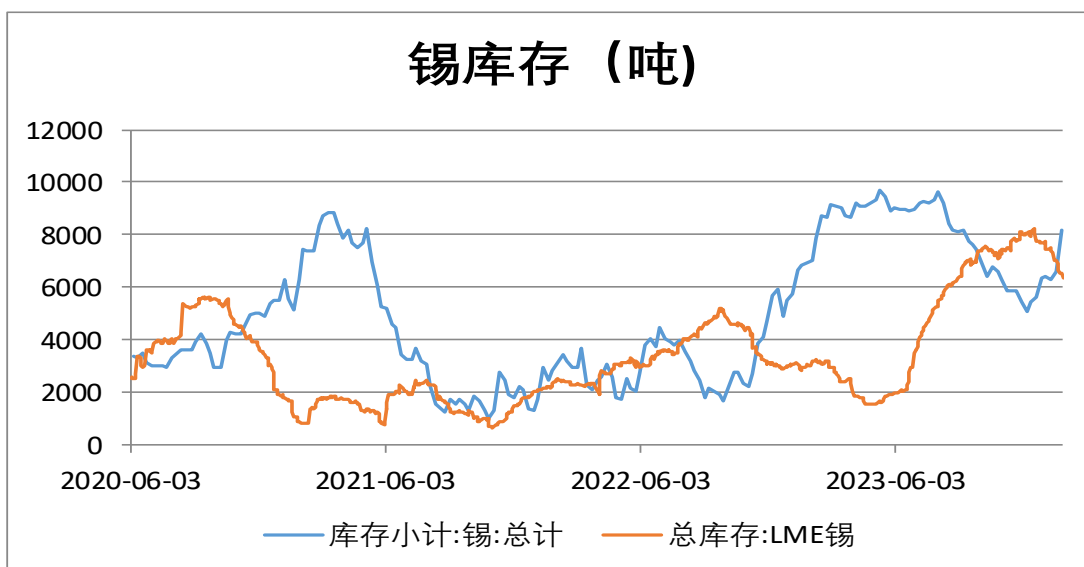
世界金属统计局(WBMS)公布的最新报告显示,2023年11月,全球精炼锡产量为3.14万吨,消费量为3.27万吨,供应短缺0.13万吨。2023年1-11月,全球精炼锡产量为32.04万吨,消费量为31.21万吨,供应过剩0.83万吨。2023年11月,全球锡矿产量为2.72万吨。2023年1-11月,全球锡矿产量为28万吨。



数据来源：瑞达期货、WBMS

2、LME 锡库存下降，国内锡市库存累库

库存方面，截至 2024 年 1 月 29 日，LME 锡库存为 6340 吨，较 12 月 29 日减少 1345 吨，降幅 17.5%；截至 2024 年 1 月 26 日，国内锡库存小计为 8148 吨，较 12 月 29 日增加 1802 吨，增幅 28.4%；截至 2024 年 1 月 29 日，国内锡库存期货为 8102 吨，较 12 月 27 日增加 2279 吨，增幅 39.14%。LME 锡库存在前期大幅累库下，转为去库；国内方面，1 月初，锡社会库存去库，锡价周中回落，刺激下游企业采买热情有所增加，现货市场成交回暖，随着成交逐渐活跃带动库存去库。月中，锡社会库存维持去库，锡价仍相对低位运行，刺激下游焊料企业采买热情大增，补库备库情绪高昂，成交量级大幅上涨，去库维持。月底，锡价持续上涨，锡价高位压制下游焊料企业采买情绪，下游使用前期低价备库的库存生产，少数企业少量进行刚需采购，锡锭成交量级大幅下降，库存转为累库。



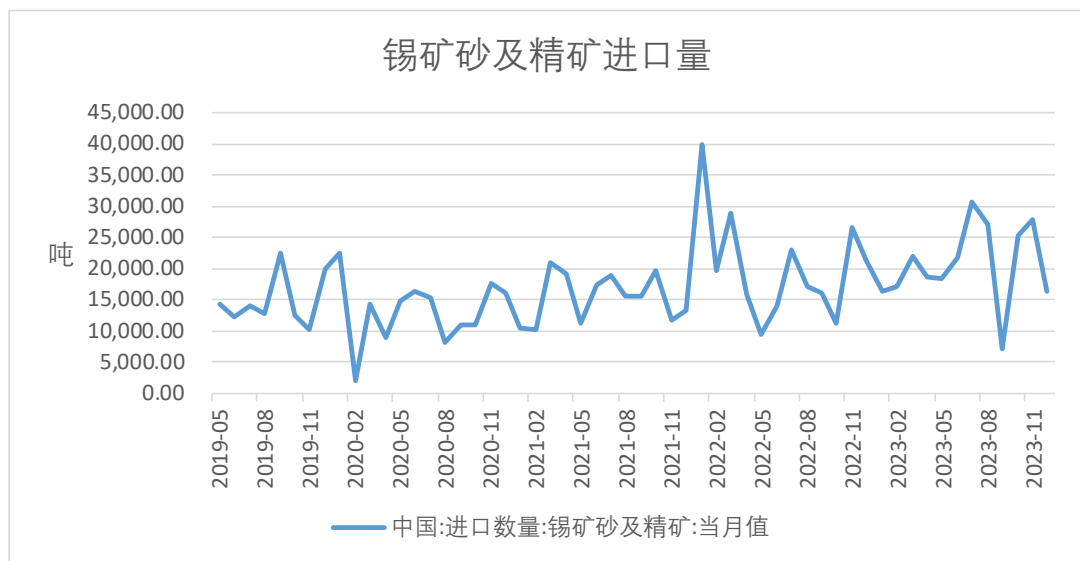
数据来源：瑞达期货、WIND

三、锡市供应情况

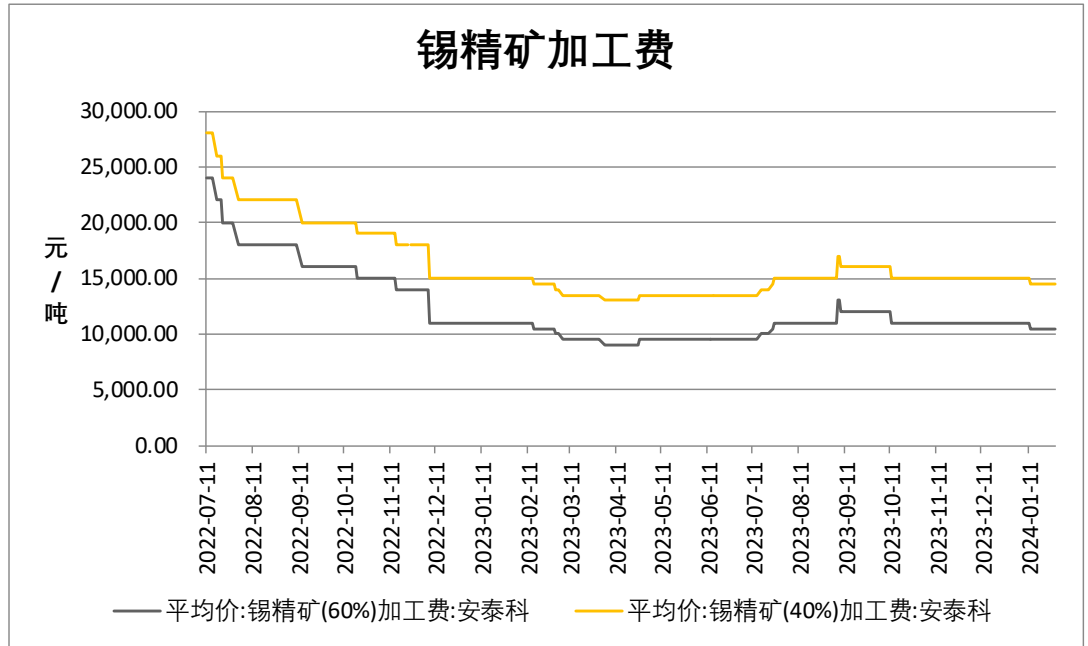
1、锡矿进口环比减少

海关总署数据显示，2023年12月，当月进口锡矿砂及精矿16405.25万吨，环比下降41.15%，同比下降23.19%。今年1-12月，进口锡矿砂及精矿248764.08万吨，同比增加2.09%。2024年1月29日，锡精矿(60%)加工费为10500元/吨，较2023年12月22日下跌500元/吨，跌幅4.55%；锡精矿(40%)加工费为14500元/吨，较2023年12月22日下跌500元/吨，跌幅3.33%。进口方面，缅甸佤邦进口量级大幅减少，且仍未表明当地锡矿复产时间，市场预期在春节之前较难恢复，一季度国内自缅甸佤邦进口锡矿量级有限，其他国家如玻利维亚，澳大利亚，越南，刚果金等国家的进口锡矿量同步减少，其中以玻利维亚和澳大利亚进口量级降幅较大，刚果金地区由于雨季运输造成大概一个月的影响，总的12月份国内锡矿进口量大幅回落。后市来看，受锡矿进口盈利窗口持续开启的影响下，除缅甸外的国家锡矿进口或保持当前量级，印尼出口证更新加上国内选举，暂无精锡从印尼出口，或小幅减少。

加工费方面，锡矿供应偏紧，锡精矿加工费持续下滑，且缅甸佤邦进口量级大幅减少，缅甸佤邦当局仍未表明其锡矿何时复产，后续锡锭进口量级或将逐步降低，对国内锡市供应补充有所减弱，预期加工费在一季度仍会下滑。



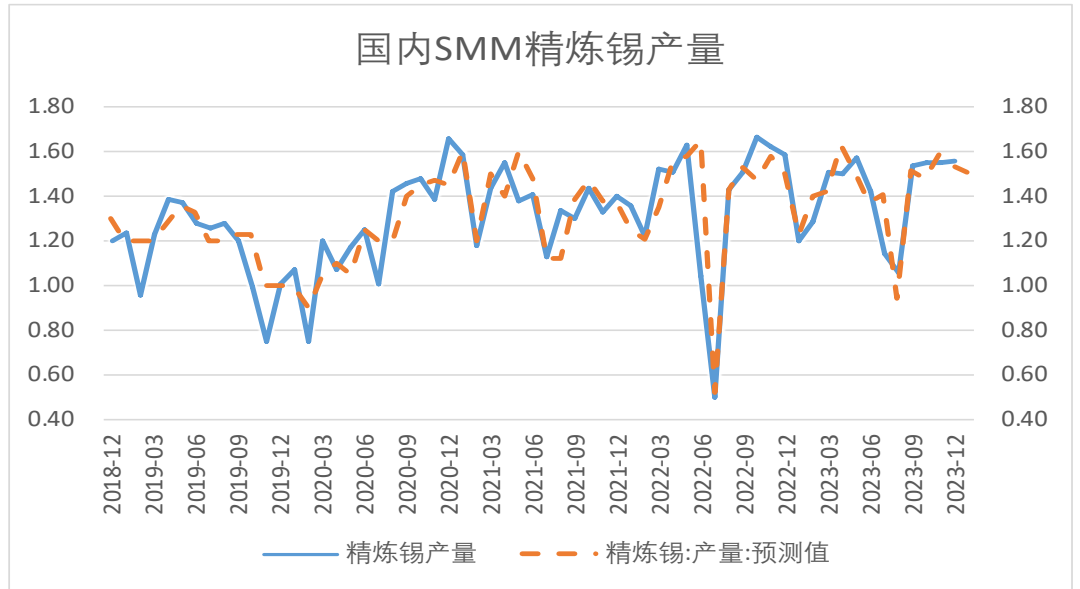
数据来源：瑞达期货、WIND



数据来源：瑞达期货、WIND

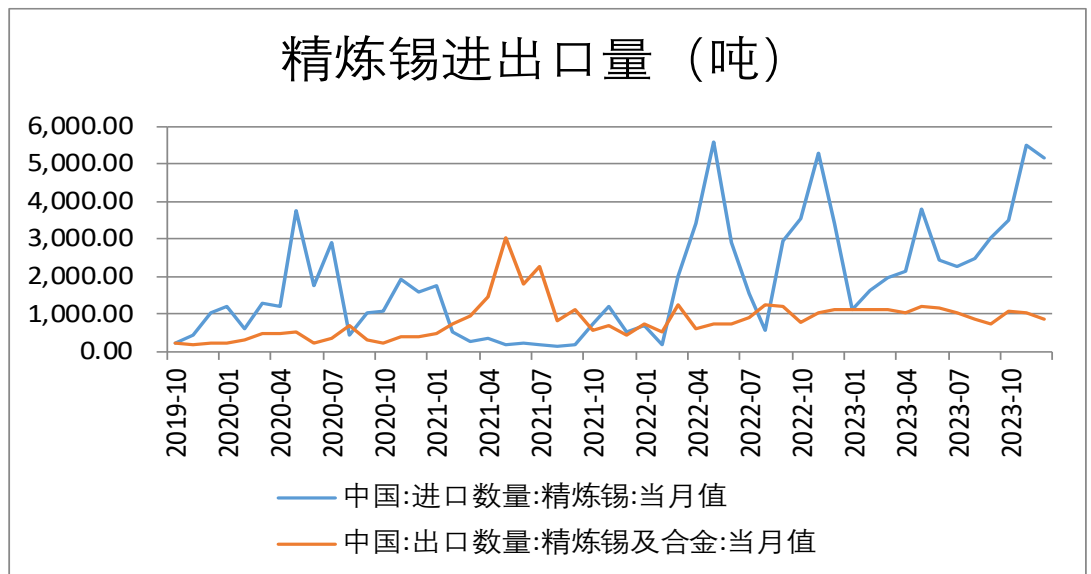
2、精炼锡产量预减，进口量减少

精炼锡产量方面，根据 SMM 显示：12 月份国内精炼锡产量为 15685 吨，较 11 月份环比增加 0.8%，1-12 月累计产量为 168938 吨，累计同比增加 1.82%。12 月份国内锡锭产量总体持稳，其中云南某家冶炼企业于 12 月份调整生产计划带来小幅锡锭产量变动，云南其余多数企业维持平稳生产，暂无检修计划；而江西地区数家冶炼企业生产略超预期，锡锭产量小幅增加；内蒙古某冶炼企业于 12 月份生产计划平稳进行；广东某冶炼企业在 12 月份因环保检查，开工水平有所下降带动锡锭产量减少；安徽某冶炼企业已恢复生产，锡锭产量有较大增长，其余多数冶炼企业在 12 月份维持平稳生产节奏。进入 1 月份，云南地区冶炼企业生产计划较为稳定，预估精炼锡产量维稳；江西数家冶炼企业受停产检修或原料短缺的影响，预估 1 月份精炼锡产量将有一定程度的下降；湖北某冶炼企业由于废料采购紧缺已于 10 月下旬停产至今，将维持停产状态至春节之后；其余多数冶炼企业将维持正常生产节奏。预计 2024 年 1 月份国内锡锭产量为 15175 吨，环比-3.25%，同比 26.56%。



数据来源：瑞达期货、SMM

海关总署数据显示，2023年12月精炼锡进口量为5145.5万吨，环比减少6.32%，同比增加50.2%；1-12月精炼锡累计进口34902.91万吨，同比增加8.94%；2023年12月精炼锡出口量为858.71万吨，环比减少16.94%，同比减少22.99%；1-12月精炼锡累计出口12168.54万吨，同比增加13.3%。国内12月份锡锭进口量小幅降低，但在锡锭进口盈利窗口开启的影响下，整体进口量级维持较高位置，但随着锡锭进口盈利窗口逐渐关闭，锡锭进口量或逐步降低，对国内锡市供应补充有所减弱。



数据来源：瑞达期货，WIND

四、锡市需求情况

1、下游备库，消费向好

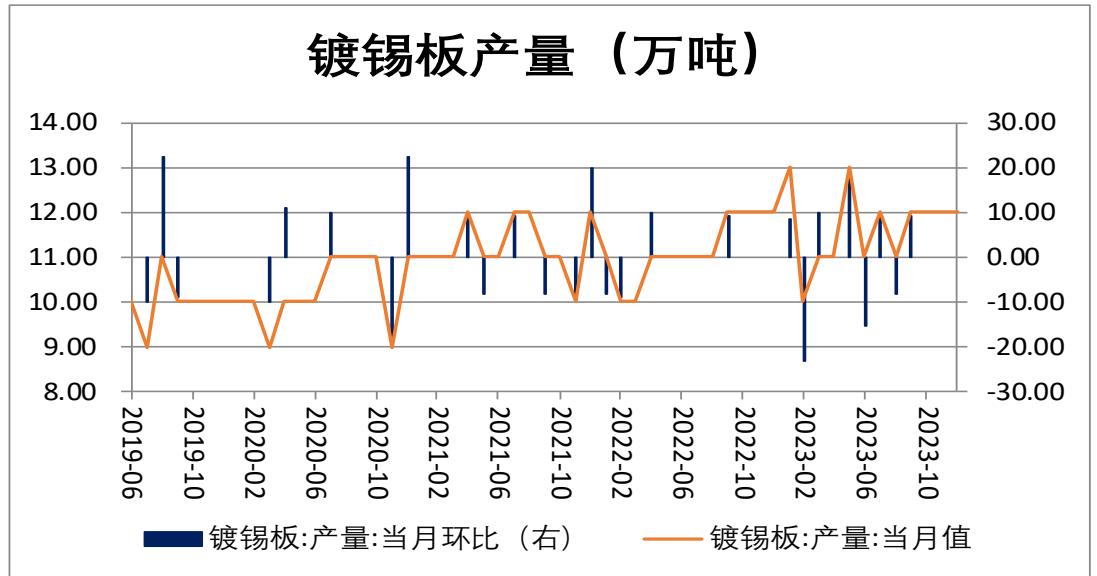
根据 SMM 调研，国内 12 月份样本企业锡焊料产量 8436 吨，较 11 月份环比降低 5.73%，1 月样本总产量预期为 8605 吨，预计较 11 月份环比增加 2.00%，预计 1 月份总样本开工率为 86.48%，较 12 月份上升 1.7 个百分点。12 月份国内焊料样本企业的开工率下降而预计 1 月份的开工率会有所上升，这主要因为自月初开始锡价回落，刺激了终端企业增加订单量，并且绝大多数企业会选择在 1 月份进行年前备库，以备春节假期的生产销售需要，造成了 1 月份的产量以及开工率的回升。

镀锡板方面，据中钢协信息显示，截至 2023 年 12 月，镀锡板产量为 12 万吨，较 2023 年 11 月持平。Mysteel 对民营企业成本&利润测算数据显示：2023 年 12 月份镀锡板生产成本 5920 元/吨，月环比增加 101 元/吨；毛利 480 元/吨，月环比持平，全流程企业整体利润尚可。2023 年民营镀锡板生产平均毛利 550 元/吨，同比下滑 21.43%。从利润&成本看，12 月份马口铁基础原料价格震荡反弹，原料成本支撑下以及下游接单情况向好，马口铁生产企业陆续上调出厂价，毛利整体维持，进入 1 月，远期订单大部分已经开始接明年 2 月底，整体需求有所放量；全年马口铁毛利整体呈现震荡下滑态势，上半年下滑幅度略为明显，下半年窄幅波动，马口铁生产利润变化受基础原料价格波动影响较大。从全年产量走势看，整体呈现持续增加释过程。

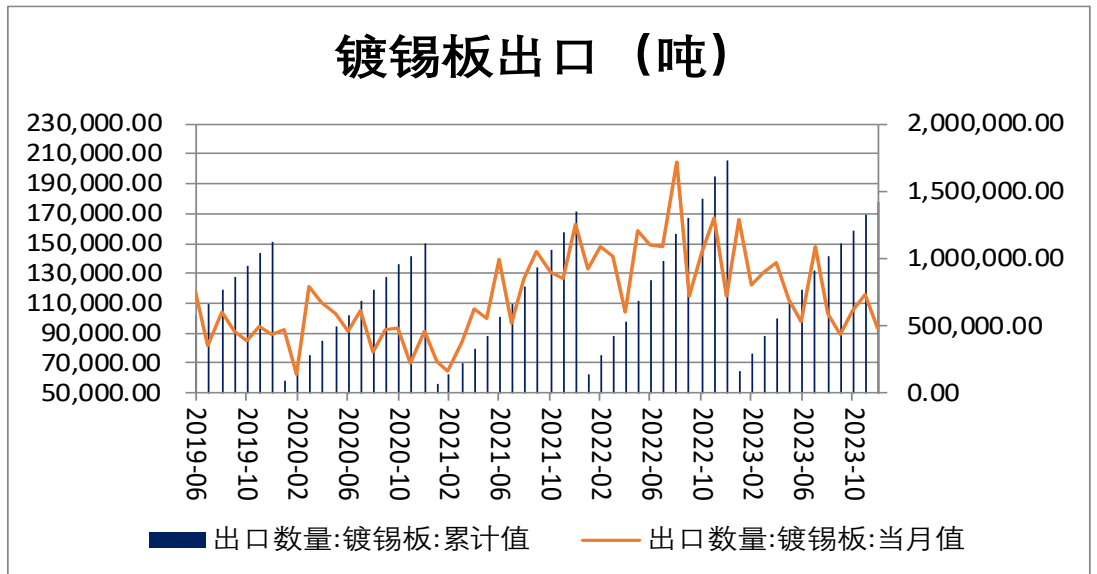
截至 2023 年 12 月，镀锡板出口数量为 93554.67 吨，较 11 月下跌 22366.39 吨，跌幅 19.29%。Mysteel 数据显示，从 12 月马口铁外贸调研情况看，12 月马口铁出口同比仍呈现宽幅下滑。从我国马口铁出口总量数据来看，近五年我国马口铁出口量整体呈增长趋势，2019 年马口铁出口总量为 112.57 万吨，2020 年马口铁出口总量为 111.30 万吨，2021 年马口铁出口总量为 135.32 万吨，2022 年马口铁出口总量为 172.62 万吨，达到历史峰值，2023 年 142.36 万吨。欧美及东南亚地区占我国马口铁出口国家半壁江山。2023 年统计数据，除意大利减少 10 万吨、美国减少 7 万吨、墨西哥减少 5 万吨、西班牙减少 2 万吨、泰国减少 1 万吨、菲律宾减少 1 万吨外，其他大部分国家出口量整体维持尚可。单独从 2023 年马口铁出口数据不难看出同比上是存在明显下滑，但是回看过去 5 年数据，我国马口铁外贸情况是相对乐观的，是在国内产能未出现明显增长情况的数据。而且不容忽视还有马口铁间接出口部分，如食品罐头、印刷铁、空罐、罐装奶粉等。

总的来说，Mysteel 数据显示，马口铁供应看，12 月江苏前期停产产线已经恢复生产，

1 月产能继续释放，居于春节期间大部分企业集中放假，不排除继续释放产能提前交货可能。需求端看，下游终端企业陆续为春节后作采购计划，1 季度仍不是马口铁需求旺季，马口铁整体呈现供需分化格局。



数据来源：瑞达期货、WIND

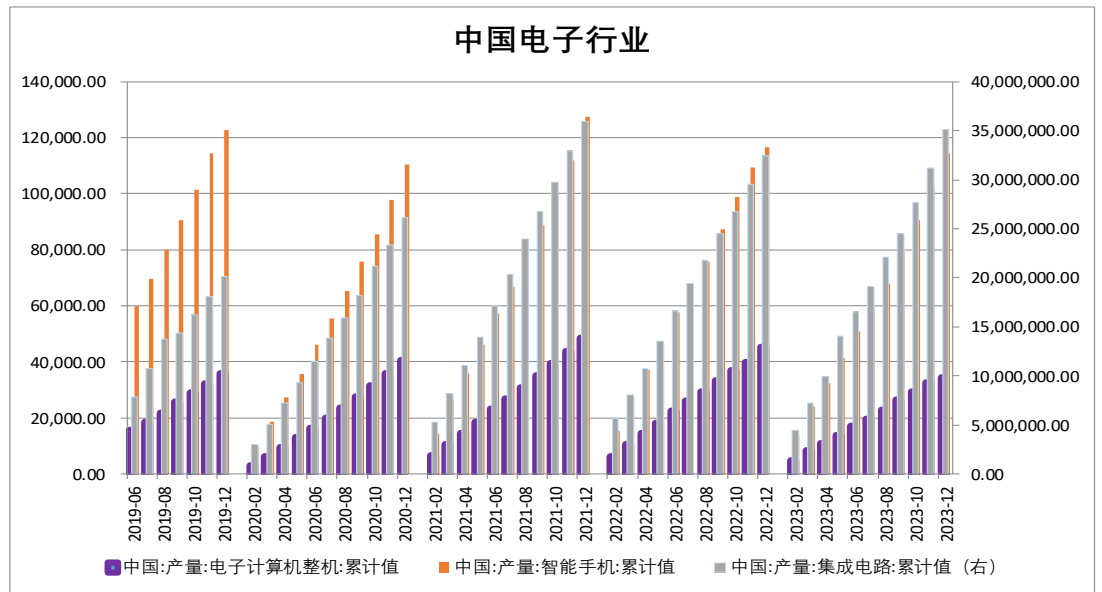


数据来源：瑞达期货、WIND

2、电子行业筑底回暖预期

电子产品是锡的主要下游市场，占锡焊料需求的 80%以上，电子行业方面，根据国家统计局数据显示，2023 年 12 月，集成电路产量为 3615269 万块，较 2023 年 11 月上涨 269269 万块，增加 8.05%。1—11 月份，我国电子信息制造业生产加快回升，出口降幅持续收窄，效益加快恢复，投资略有下滑，多区域营收有所提升。1—11 月份，规模以上电子信息制

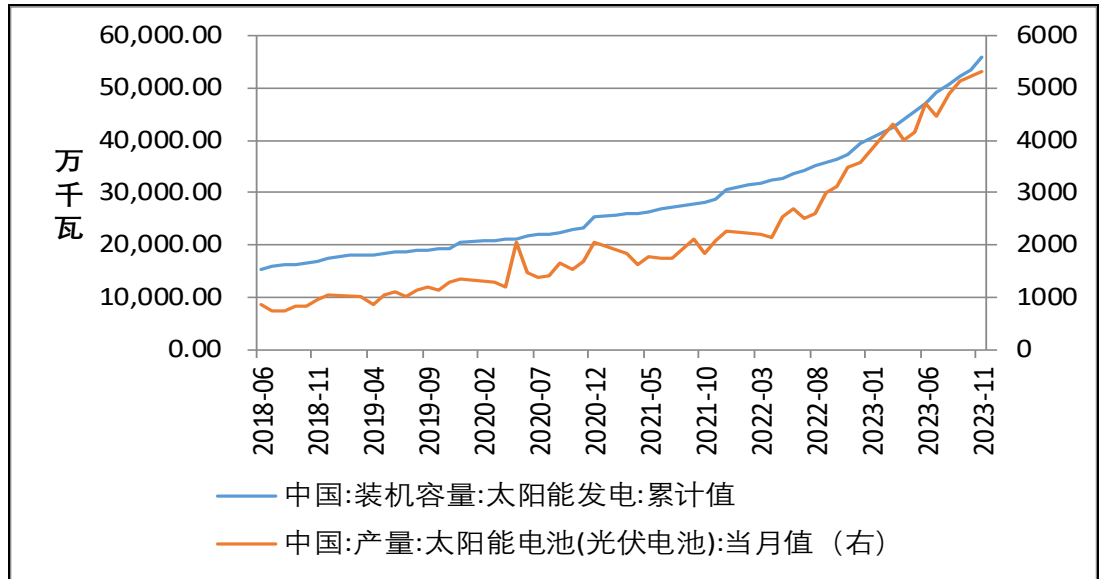
制造业增加值同比增长 2.6%，增速较 1—10 月份提高 0.9 个百分点；增速比同期工业低 1.7 个百分点，比高技术制造业高 0.3 个百分点。11 月份，规模以上电子信息制造业增加值同比增长 10.6%。1—11 月份，主要产品中，手机产量 14.1 亿台，同比增长 3.6%，其中智能手机产量 10.3 亿台，同比下降 2%；微型计算机设备产量 3.11 亿台，同比下降 19.3%；集成电路产量 3114 亿块，同比增长 3.7%。2023 年，国内市场手机总体出货量累计 2.89 亿部，同比增长 6.5%；智能手机出货量 2.76 亿部，同比增长 4.8%，占同期手机出货量的 95.6%。各项终端统计数据看来，电子消费有逐步恢复的趋势。



数据来源：瑞达期货、WIND

3、光伏行业相对景气

在双碳背景下，国内太阳能行业发展较快，粗略估计，太阳能 1 百万千瓦需要约 120 吨锡。2018 年以来国内太阳能发电装机容量快速增长。相应的，太阳能电池产量也呈现较快增长。发改委、能源局表示，计划到 2030 年我国风电、太阳能发电总装机容量达到 12 亿千瓦以上。目前国内风电、太阳能发电装机容量约 6 亿千瓦，因此到 2030 年预计太阳能发电装机量将增加约 3 亿千瓦，估算需要消耗约 36000 吨锡锭，年均消耗 4000 吨锡锭。2023 年 11 月，太阳能装机容量为 55762.1602 万千瓦，较 2023 年 10 月上涨 2186.16 万千瓦，增加 4.08%。太阳能电池(光伏电池)产量为 5310.3 万千瓦，较 2023 年 10 月上涨 86.2 万千瓦，增加 1.65%。国家能源局发布电力工业统计数据显示，我国加快推进大型风电光伏基地等重大项目建设，全力增加清洁电力供应，电力供给能力持续提升。



数据来源：瑞达期货、WIND

五、后市锡价展望

展望 2 月，缅甸佤邦锡矿复工待定，目前从该地进口补充较少；春假即将到来，假期让冶炼厂放假停产，精炼锡供应减少，需求端，电子行业消费有所回暖，且消费预期在费城半导体指数持续走高下有所提振，不过 1 月底锡价不断走高，下游高位接货情绪不佳，下游也即将放假停产，总的来说，相对高位锡价及春节临近，锡供需都将有一定的减少，不过矿端一季度大概率仍面临紧缺加上终端消费预期持续向好，建议逢低做多为主。

六、操作策略建议

1、中期（1-2 个月）操作策略：建议区间震荡交易

➤ 具体操作策略

◇ 对象：沪锡2404合约

◇ 参考入场点位区间：214000- 216000 元/吨区间，建仓均价在 215000 元/吨附近。

◇ 止损设置：根据个人风格和风险报酬比进行设定，此处建议沪锡 2404 合约止损参考 208500 元/吨

◇ 后市预期目标：目标关注 228000，最小预期风险报酬比最小 1:2 之上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。