



供应扰动担忧仍在 预计锡价震荡偏强

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：王福辉
期货从业资格号 F03123381
期货投资咨询从业证书号：Z0019878
助理研究员：
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：中国 3 月制造业 PMI 指数均位于扩张区间，企业生产经营活动加快，我国经济景气水平回升。公布的美国制造业及服务业 PMI 数据超预期回落，美国经济预期或逐步走弱，而非美国家经济在降息预期走强的影响下或得到一定提振，美元指数或相对承压。

利空：公布的非农就业数据大超预期，使得美联储 6 月降息预期从 65% 下降到 53%。公布的美国 3 月 CPI 数据涨幅超出预期，使得美联储首次降息的预期时间从 6 月份推迟到了 9 月份。美联储主席鲍威尔于公开演讲中表示，最近的通胀数据表明央行可能需要更长的时间才能获得降息所需的信心，整体发言基调偏鹰，市场或提高整体利率预期。

小结：4 月，沪锡期价重心震荡上移。宏观面，中国 3 月 PMI 指数超预期且均位于扩张区间，我国经济景气水平回升。基本上，截止目前，缅甸佤邦长达 7 个月的停产，在 4 月初，佤邦当局出台的措施表达了在最大锡矿区-曼相禁矿的强硬态度，缅甸佤邦矿端复产时间继续延后，市场此前普遍认为曼相矿区将于 4 月复产的预期遭到打击，矿端趋紧的紧张情绪被再次带动，国内外锡价大幅上攻。不过沪锡价格高位，下游采买意愿被高涨的锡价所压制，现货市场成交寡淡，贴水幅度逐渐扩大，加上国内库存旺季不断累积，锡价上涨受到阻碍，在价格快速上涨后资金获利了结引发下跌波动加大，锡期价大幅下跌。

展望：展望 5 月，锡价高位时对下游构成明显的采买压力，导致成交低迷，社会库存累积到近几年最高位，且累库幅度较大。接下来即将步入消费淡季，高位锡价及国内高位库存仍将制约下游采买积极性，对锡价上行或仍构成制约，不过缅甸矿端仍未有“好消息”，随着原料库存的持续消耗，矿端偏紧或制约锡锭产量，导致产量减少，市场预期缅甸矿端产出时间大概率推至 8 月后，对锡价仍有较强支撑，上下均有限制。需格外关注缅甸佤邦对于锡矿的政策变化。

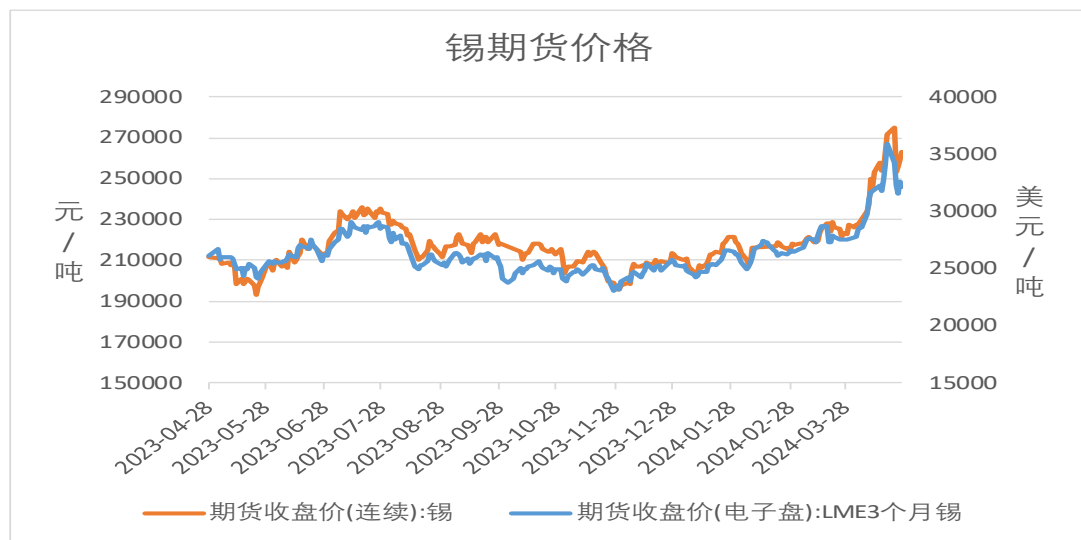
目录

| | |
|---------------------------|----|
| 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..... | 3 |
| 一、宏观基本面消息..... | 3 |
| 二、锡市供需体现..... | 5 |
| 1、全球锡市场供应过剩..... | 5 |
| 2、LME 锡库存下降，国内锡市库存累库..... | 6 |
| 三、锡市供应情况..... | 6 |
| 1、锡矿进口环比增加..... | 6 |
| 2、精炼锡产量预增，进口量大幅减少..... | 8 |
| 四、锡市需求情况..... | 9 |
| 1、下游消费预期向好..... | 9 |
| 2、电子行业回暖预期..... | 11 |
| 3、光伏行业相对景气..... | 12 |
| 五、后市锡价展望..... | 12 |
| 六、操作策略建议..... | 13 |
| 免责声明..... | 13 |

第一部分：锡市场行情回顾

一、锡价行情回顾

截至 2024 年 4 月 26 日，沪锡收盘价为 263220 元/吨，较 4 月 8 日上涨 29270 元/吨，涨幅 12.51%；截至 2024 年 4 月 26 日，伦锡收盘价为 32150 美元/吨，较 3 月 28 日上涨 4675 美元/吨，涨幅 17.02%。4 月，沪锡期价重心震荡上移。宏观面，中国 3 月 PMI 指数超预期且均位于扩张区间，我国经济景气水平回升。基本上，截止目前，缅甸佤邦长达 7 个月的停产，缅甸是全球第三大锡矿开采国，佤邦地区产量占缅甸总产量的 95%，而缅甸矿进口金属吨占我国总进口的 60%以上，因此，缅甸佤邦禁矿令对国内锡矿及国际供应端具有较强的扰动作用。在 4 月初，佤邦当局出台的措施表达了在最大锡矿区-曼相禁矿的强硬态度，缅甸佤邦矿端复产时间继续延后，市场此前普遍认为曼相矿区将于 4 月复产的预期遭到打击，矿端趋紧的紧张情绪被再次带动，国内外锡价大幅上攻。不过沪锡价格高位，下游采买意愿被高涨的锡价所压制，下游企业多持观望态势，现货市场成交寡淡，贴水幅度逐渐扩大，加上国内库存旺季不断累积，锡价上涨受到阻碍。随着 LME 库存持续去化，市场流动性偏低，在价格快速上涨后资金获利了结引发下跌波动加大，海内外锡期价同时大幅下跌。



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、北京时间4月1日公布的美国3月份制造业活动意外扩张，为自2022年9月以来首次，因生产大幅反弹，需求走强，同时投入成本攀升。数据显示，美国3月ISM制造业PMI上升2.5至50.3。该指数止住了连续16个月萎缩的势头，超出市场预期。美国的采购和供应管理高管最近表达了乐观情绪。制造业数据走强或体现美国经济韧性尚存，整体或不利后继商品价格下降，通胀下行或将受阻。往后看，短期内美元指数在美国与非美国家利差扩大的影响下或持续得到提振。

2、公布的非农就业数据大超预期，新增就业人数录得2023年5月以来新高，失业率随之回落，而薪资增速也出现小幅反升。非农就业数据强劲或反映市场需求仍有较大填补空间，短期内失业率在供需缺口显著缩小前或难以大幅提升。除非非农就业数据外，近期多数美联储官员皆释放若通胀无法显著下降年内将不考虑降息的鹰派信号，在经济数据接连与美联储目标背离的情况下，年内降息预期逐步下降。往后看，短期内美元指数在利率预期抬升的影响下或持续得到支撑，非美国家通胀水平走弱叠加经济增速放缓或使市场提高对非美央行降息的预期，利差走阔或使非美货币承压。

3、公布的美国3月CPI数据涨幅超出预期，其中整体通胀增速受能源价格上涨影响不降反升，而核心通胀在劳动力相关价格持续上涨且住房价格维持于高位的状态下停止下滑，数据公布后市场再次下调年内美联储降息预期，利率预期走强导致国债收益率上涨。往后看，短期内美元指数受美国利率预期走强且非美国家降息预期提前的影响或持续得到一定支撑。超预期的通胀数据使得美联储6月降息预期大幅下降，首次降息的预期时间从6月份推迟到了9月份。

4、美联储主席鲍威尔于公开演讲中表示，最近的通胀数据表明央行可能需要更长的时间才能获得降息所需的信心。如果价格压力持续存在，只要有需要，美联储可以保持利率稳定。整体发言基调偏鹰，市场或提高整体利率预期。非美国家方面，英国央行行长贝利暗示，因两个经济体的通胀动态正在分化，英国可能会先于美国降低利率。而欧洲央行行长拉加德表示，除非有重大意外，否则欧洲央行将很快降息。非美央行于年内早于美联储降息预期或持续加重，整体或使预期利差走阔。往后看，短期内在数据仍旧显示美国经济韧性尚存的情况下，美国利率预期水平或维持于高位，叠加美国与非美国家利差预期走阔，美元指数或得到一定提振。

5、公布的美国制造业及服务业 PMI 数据超预期回落,或暗示整体经济活跃度有所放缓。而欧元区及英国制造业 PMI 虽持续回落但服务业 PMI 显著增长给予整体经济一定支撑。往后看,短期内美国经济预期或逐步走弱,而非美国国家经济在降息预期走强的影响下或得到一定提振,美元指数或相对承压。

国内方面,1、中国3月制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 50.8%、53.0%和 52.7%,环比分别上升 1.7、1.6、1.8 个百分点,三大指数均位于扩张区间,企业生产经营活动加快,我国经济景气水平回升。

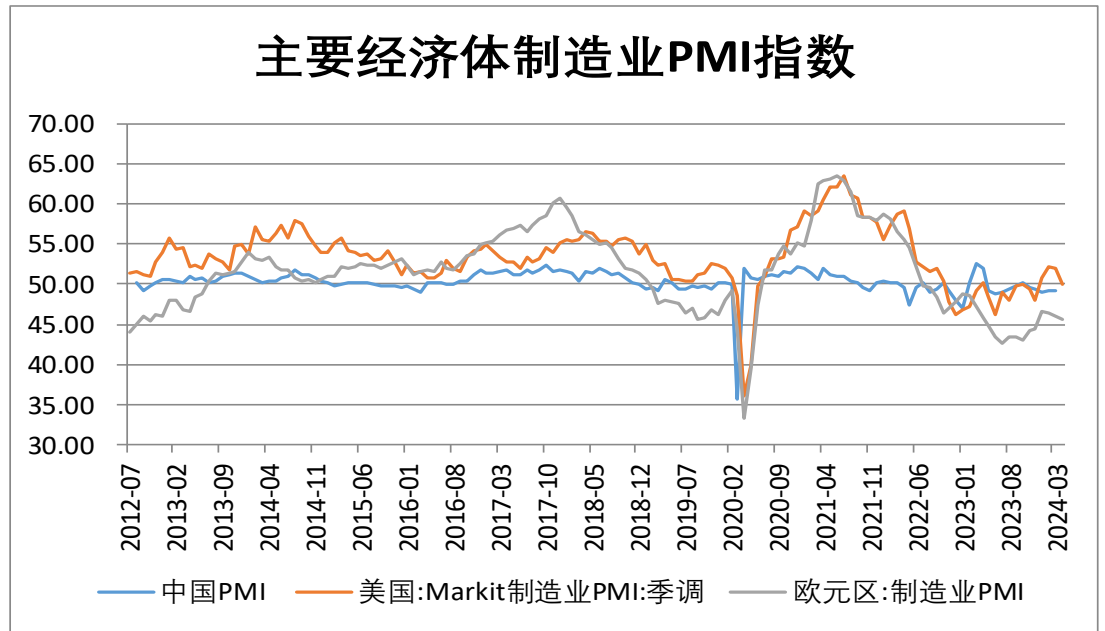
2、4月贷款市场报价利率(LPR)报价出炉,1年期 LPR 报 3.45%,上月为 3.45%;5年期以上 LPR 报 3.95%,上月为 3.95%,1年期和5年期利率均维持不变。多位行业人士对财联社记者分析称,LPR 不变符合市场预期。4月 MLF 操作利率不变,意味着当月 LPR 报价基础保持稳定。LPR 不变,也有助于银行保持息差基本稳定。展望后期,综合当前物价和经济走势,业内判断三季度 MLF 利率有下调可能,这或将带动两个期限品种的 LPR 报价跟进调整。

总结:

利多:中国3月制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数环比分别上升 1.7、1.6、1.8 个百分点,三大指数均位于扩张区间,企业生产经营活动加快,我国经济景气水平回升。央行在4月18日在国新办新闻发布会上最新发声称:未来货币政策还有空间,下一步将密切观察政策效果及经济恢复和目标实现情况,用好储备政策。国家发改委4月17日在国新办的新闻发布会上提及加快推动超长期特别国债等举措落地,加强预期引导、增强市场信心,还谈及了扩大消费、低空经济等内容。公布的美国制造业及服务业 PMI 数据超预期回落,或暗示整体经济活跃度有所放缓。而欧元区及英国制造业 PMI 虽持续回落但服务业 PMI 显著增长给予整体经济一定支撑。往后看,美国经济预期或逐步走弱,而非美国国家经济在降息预期走强的影响下或得到一定提振,美元指数或相对承压。

利空:美国3月份制造业活动意外扩张,为自2022年9月以来首次,超出市场预期,制造业数据走强或体现美国经济韧性尚存,整体或不利后继商品价格下降,通胀下行或将受阻。公布的非农就业数据大超预期,新增就业人数录得2023年5月以来新高,失业率随之回落,而薪资增速也出现小幅反升,使得美联储6月降息预期从65%下降到53%。公布的美国3月CPI数据涨幅超出预期,其中整体通胀增速受能源价格上涨影响不降反升,超预期的通胀数据使得美联储6月降息预期大幅下降,首次降息的预期时间从6月份推迟到了9月份。美联储主席鲍威尔于公开演讲中表示,最近的通胀数据表明央行可能需要更长的时间才能获得降息所需的信心。如果价格压力持续存在,只要有需要,美联储可以保持利

率稳定，整体发言基调偏鹰，市场或提高整体利率预期。

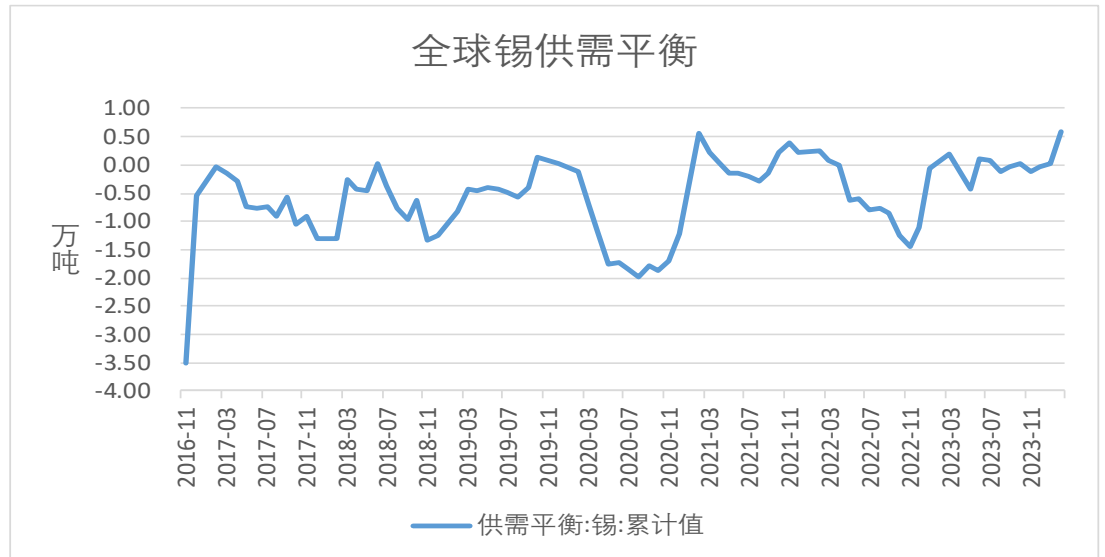


图表来源：WIND、瑞达期货研究院

二、锡市供需体现

1、全球锡市场供应过剩

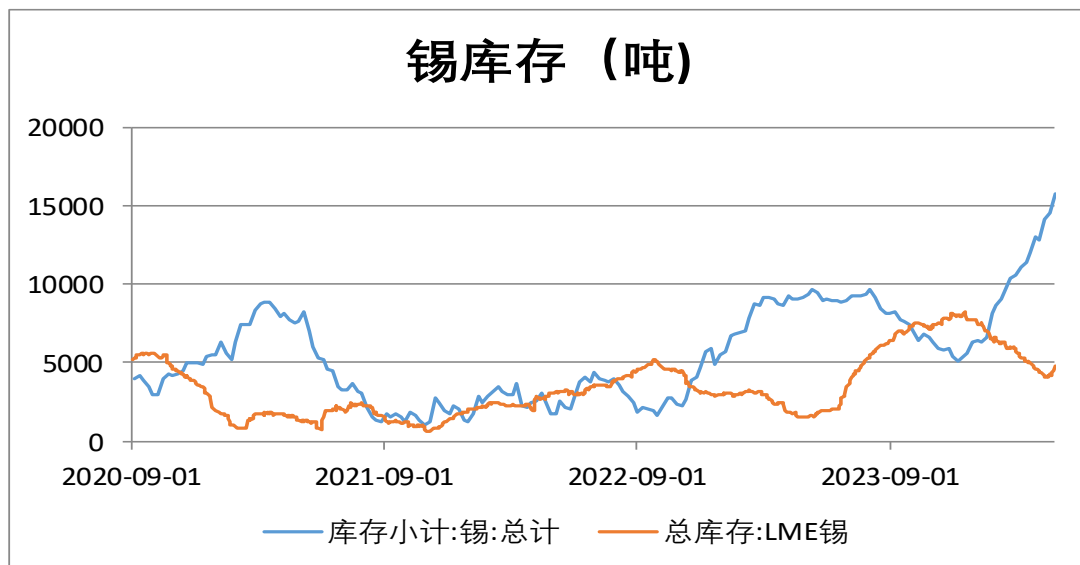
世界金属统计局(WBMS)公布的最新报告显示,2024年2月,全球精炼锡产量为2.76万吨,消费量为2.18万吨,供应过剩0.58万吨。1-2月,全球精炼锡产量为5.91万吨,消费量为5.07万吨,供应过剩0.84万吨。2月全球锡矿产量为2.46万吨,1-2月全球锡矿产量为5.2万吨。



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 4 月 26 日，LME 锡库存为 4735 吨，较 3 月 27 日增加 60 吨，增幅 1.28%；截至 2024 年 4 月 26 日，国内锡库存小计为 15707 吨，较 3 月 29 日增加 2728 吨，增幅 21.02%；截至 2024 年 4 月 26 日，国内锡库存期货为 15100 吨，较 3 月 25 日增加 2940 吨，增幅 24.18%。LME 锡库存存在海外供需错配下，库存持续下降，目前海外需求持续向好，去库维持，不过随着印尼锡锭出口限制条件缓解，供应逐渐得到补充，LME 锡库存去库速度或逐渐放缓，逐渐转为累库；国内方面，4 月，高位的锡价在一定程度上抑制了下游企业采购热情，现货市场成交多为刚需采购，下游及终端企业多数畏高情绪重，观望为主，锡锭的采购量保持在较低水平，现货市场成交较为冷清，库存持续累增。



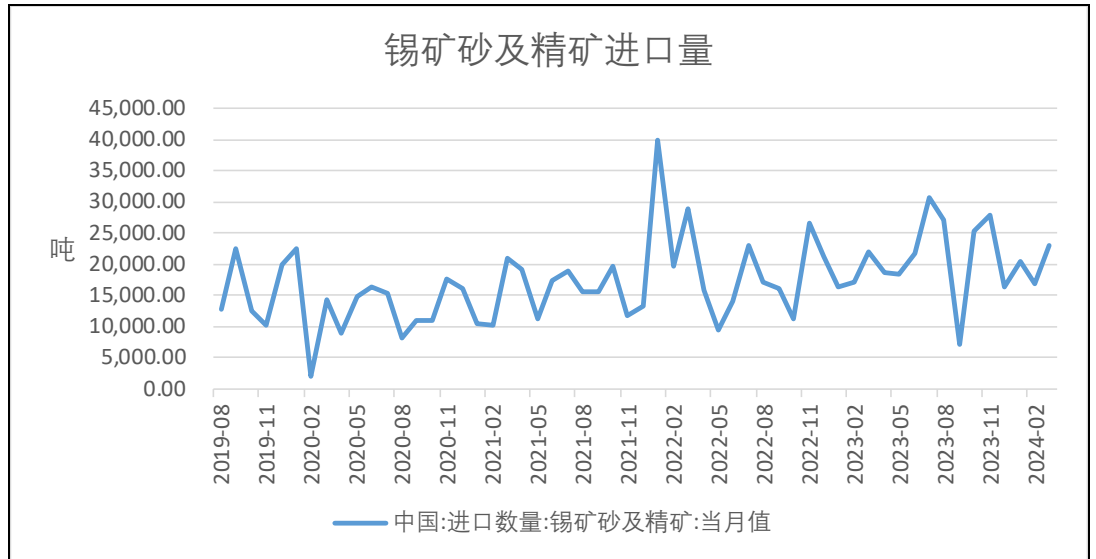
数据来源：瑞达期货、WIND

三、锡市供应情况

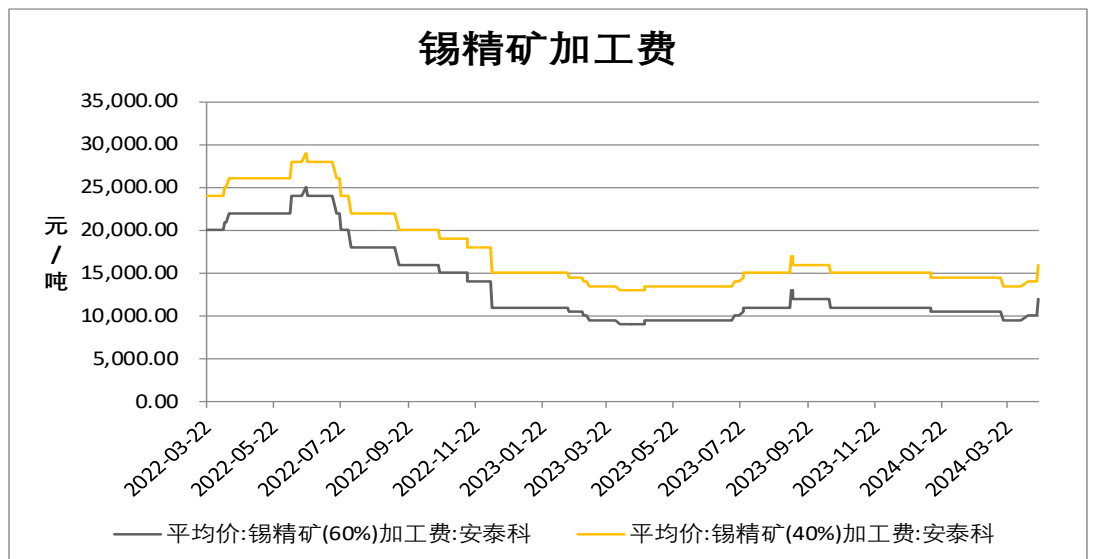
1、锡矿进口环比增加

海关总署数据显示，2024 年 3 月，当月进口锡矿砂及精矿 23103.99 吨，环比增加 36.5%，同比增加 5.41%。今年 1-3 月，进口锡矿砂及精矿 60395.01 吨，同比增加 9.03%。2024 年 4 月 19 日，锡精矿(60%)加工费为 12000 元/吨，较 2024 年 2 月 20 日上涨 1500 元/吨，涨幅 14.29%；锡精矿(40%)加工费为 16000 元/吨，较 2024 年 2 月 20 日上涨 1500 元/吨，涨幅 10.34%。进口方面，Mysteel 显示，一季度从缅甸的进口量为 43605 吨同比增加 6.57%；

除缅甸外从其他国家一季度合计进口量为 16786 吨同比减少 1.45%。一季度从缅甸、尼日利亚、澳大利亚、俄罗斯、越南和刚果（金）等国进口锡矿砂及其精矿的数量均有不同程度的增长，其中以刚果（金）、尼日利亚和澳大利亚增幅较多，增幅数量基本在 200 实物吨以上，3 月份委内瑞拉锡精矿进口量出现大幅减少的情况，其余几个国家所占比重较少，平时进口数量并不大，下降较不明显；2024 年 1-3 月累计进口锡矿砂及其精矿 6.04 万实物吨（折合 15952 金属吨）累计同比增加 2.78%，缅甸占比 54.67%。缅甸佤邦依旧未表明当地锡矿何时复产，但市场普遍预期年中之前有较大概率复产，当前缅甸矿的库存剩余数量已较前期大幅缩减，后续复产时间未定的话，缅甸进口锡矿数量或将减少。而随着国内矿贸商对于海外资源大量开发和贸易，后续海外矿的进口数量或将比 2023 年有所增加，据 Mysteel 调研 4 月从缅甸进口锡矿数量或在 1500 金属吨附近。



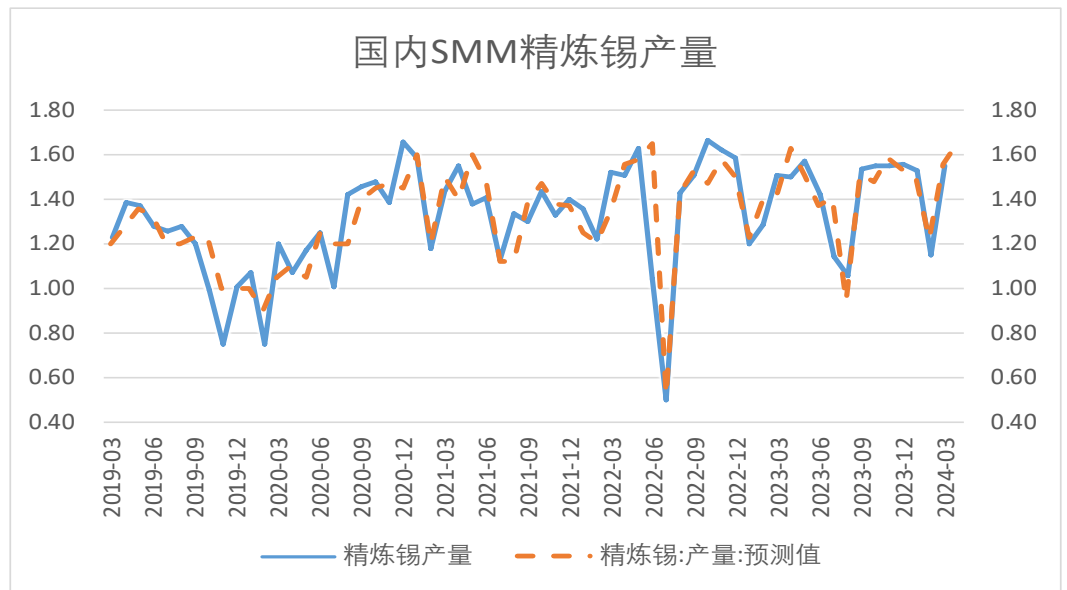
数据来源：瑞达期货、WIND



数据来源：瑞达期货、WIND

2、精炼锡产量预增，进口量大幅减少

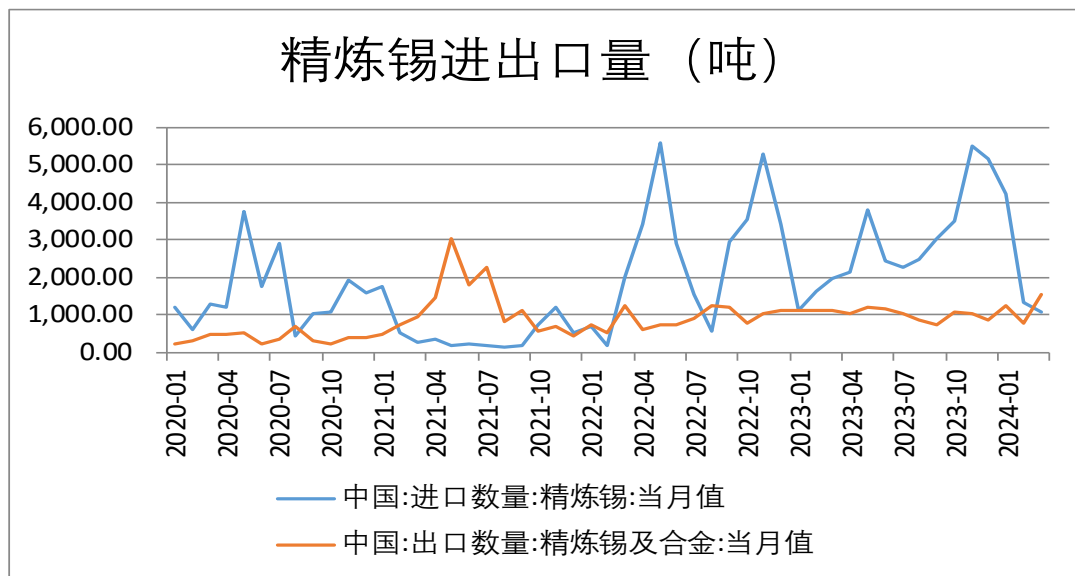
精炼锡产量方面，根据 SMM 显示：3 月份国内精炼锡产量为 15556 吨，较 2 月份环比增加 35.74%，较去年同比增加 2.92%。3 月份国内锡锭产量涨幅较大，其中云南部分冶炼企业因消除春节假期影响、开工水平大幅回升导致锡锭产量增长、目前云南多数冶炼企业恢复正常生产，暂无检修计划；而江西地区多数冶炼企业也因消除春节假期的影响，产量较 2 月份有较大幅度上涨；内蒙古某冶炼企业 3 月份按照生产计划平稳进行，短期暂无生产计划调整；广东某冶炼企业近期生产车间恢复正常生产，按照生产计划平稳运营；安徽以及其他地区的多数冶炼企业在 3 月份恢复正常生产节奏。进入 4 月份，云南地区少数计划逐步恢复生产的冶炼企业的产量预计将回升至年前水平；江西地区多数冶炼企业预计维持正常生产，目少数冶炼企业排产有小幅上涨，预估 4 月份精炼锡产量将有小幅增长；湖北某冶炼企业由于废料采购紧缺已于 23 年 10 月下旬停产至今；其余地区多数冶炼企业也基本维持正常生产。预计 2024 年 4 月份国内锡锭产量为 16555 吨，环比增长 6.42%、同比增长 10.71%。



数据来源：瑞达期货、SMM

海关总署数据显示，2024 年 3 月精炼锡进口量为 1078.78 万吨，环比减少 18.33%，同比减少 44.71%；1-3 月精炼锡累计进口 6633.31 万吨，同比增加 41.77%；2024 年 3 月精炼锡出口量为 1516.14 万吨，环比增加 95.47%，同比增加 38.31%；1-3 月精炼锡累计出口 3529.89 万吨，同比增加 7.7%。进入 2024 年，LME 锡价强势，国内精锡进口窗口处于关闭

状态，叠加印度尼西亚总统大选延后了锡锭的出口配额审批，3月从印度尼西亚仍没有进口精锡，一季度国内精锡进口量持续下行，3月精锡进口数量再度刷新低位。不过3月份国内锡锭的出口量则呈现出增长态势，近期出口窗口临近开启，预计4月锡锭的出口量或有所增长。



数据来源：瑞达期货，WIND

四、锡市需求情况

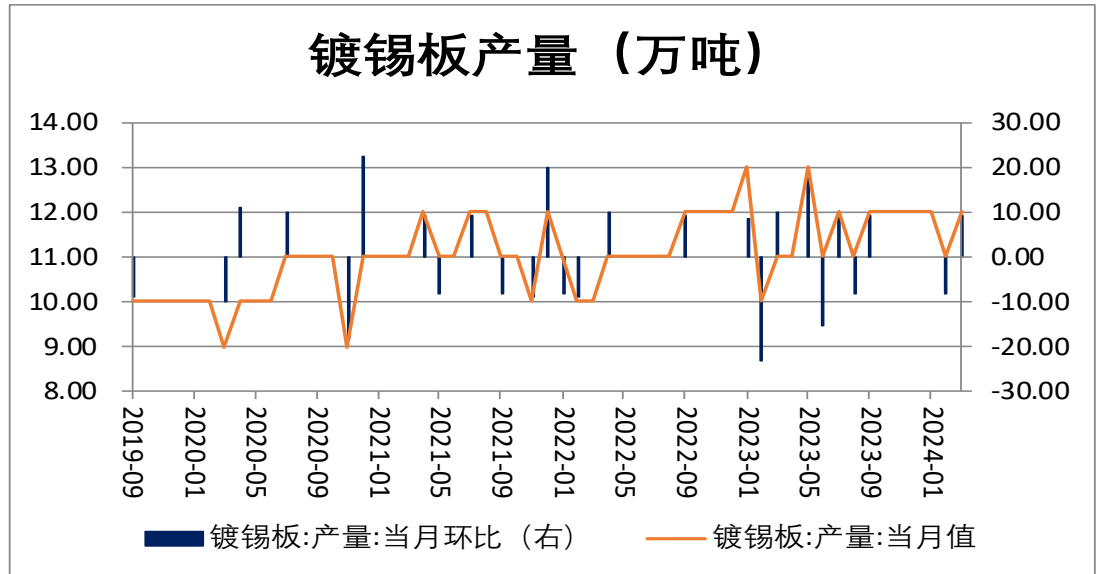
1、下游消费预期向好

根据 SMM 调研，国内 3 月份样本企业锡焊料产量 8641 吨，较 2 月份环比增加 114.68%，总样本开工率为 73.23%，较 2 月份提升 39.12 个百分点。4 月样本总产量预期为 8728 吨，预计 3 月份环比增加 1.01%，预计 4 月份总样本开工率为 73.97%，较 3 月份上涨 0.74 个百分点。在 3 月份，随着春节假期的结束，下游及终端企业基本已恢复正常生产节奏。对于焊料行业来说，多数下游企业在 3 月份接收的订单量基本符合预期。不过，值得注意的是，终端电子企业的订单量出现了一定幅度的下滑。进入 4 月，根据调研分析，预计锡焊料企业的开工率将与 3 月份基本持平。多数下游焊料企业反映，4 月份的订单量相对稳定，且不受假期因素影响。然而，也有少数企业表示，近期锡价的持续上涨已对终端企业的下单意愿产生了抑制作用，因此整体订单量相比 3 月份可能会有一定幅度的下降。尽管如此，从整体趋势来看，4 月份下游锡焊料企业的产量和开工率仍有望保持稳定。

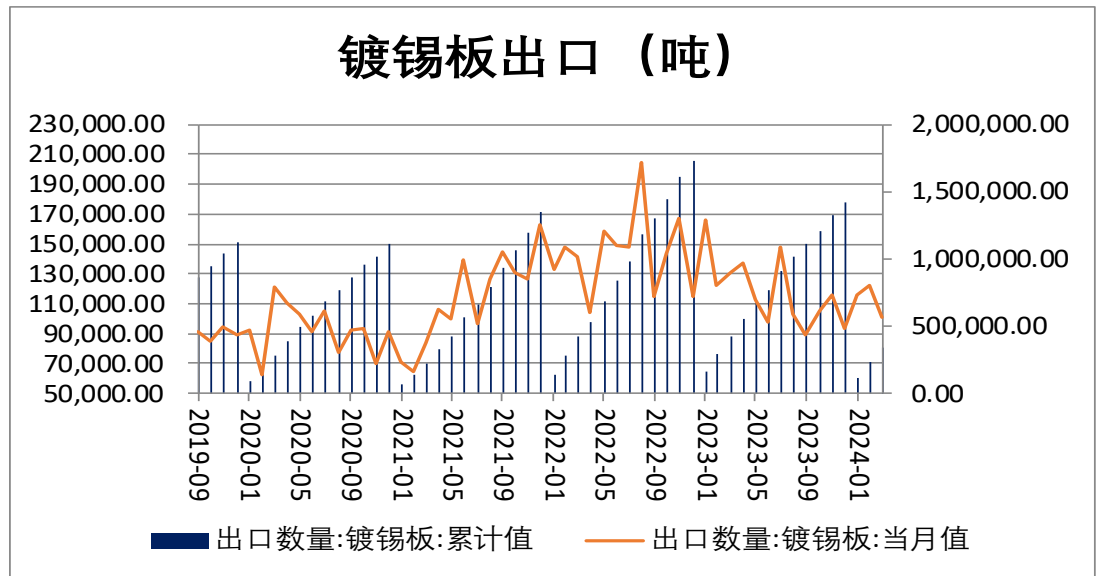
镀锡板方面，据中钢协信息显示，截至 2024 年 3 月，镀锡板产量为 12 万吨，较 2024 年 2 月上涨 1 万吨，涨幅 9.09%。Mysteel 显示，后市来看，2024 年二季度镀锡板供应量

继续增加，主要是前期检修企业复产和 2 条产线新增。短期内供应压力不大，在原料基板及锡锭价格逐步回归后，民营钢厂整体毛利有望继续维持 400-500 元/吨。当前马口铁整体需求处于逐步释放趋势。结合历年下游产量数据趋势，一季度对马口铁需求偏弱，二季度产量将有所提升，主要是春季茶叶罐和夏季饮料罐进入备货和采购旺季，对马口铁需求维持尚可。乳制品对马口铁需求或呈现小幅下滑，啤酒行业包装对马口铁需求整体维持。国内马口铁需求影响因素除部分行业淡旺季表现外，也要关注成本带来的替代品和金属包装产业升级所带来的供需结构性改变。

截至 2024 年 3 月，镀锡板出口数量为 101082.12 吨，较 2 月下跌 21283.11 吨，跌幅 17.39%。2024 年 1-3 月我国镀锡板出口总量共计 33.93 万吨，同比降幅 19.07%。Mysteel 数据显示，影响镀锡板出口的因素众多，且外围环境对我国马口铁出口限制或加强，预计今年镀锡板出口面临的挑战要多于机遇，整体预期走弱。从 2024 年一季度马口铁出口数据看，年同比继续下滑，预计 2024 年镀锡板出口行情将逐渐向 2020 年之前水平修复。考虑到镀锡板广泛运用于食品、饮料及化工行业，紧贴消费端，其海外刚需存量尚在，结合国内马口铁产能和现货价格看，依旧具有竞争力优势，整体可持谨慎乐观心态。



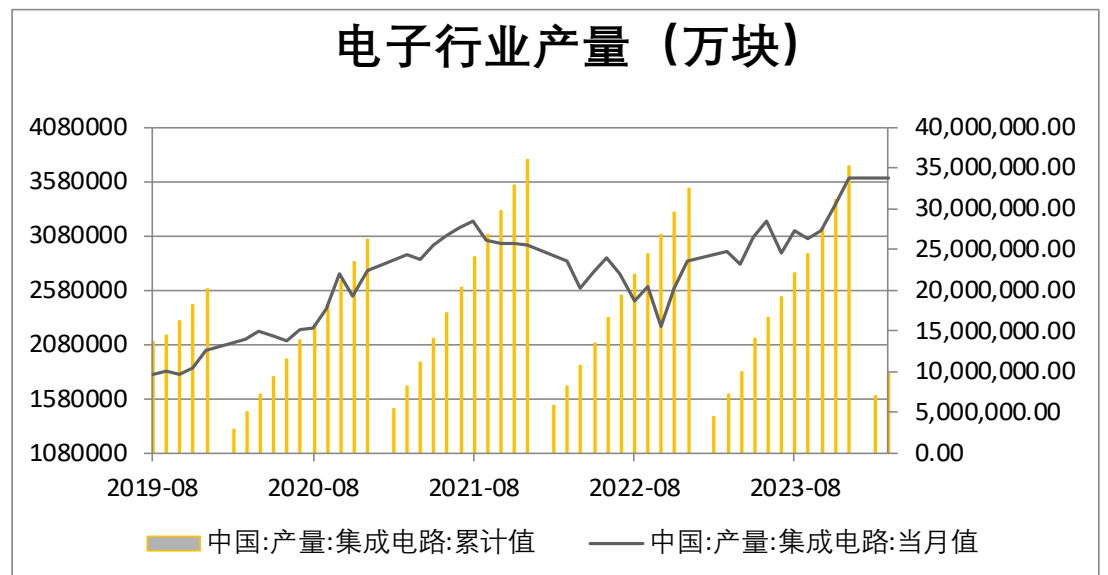
数据来源：瑞达期货、WIND



数据来源：瑞达期货、WIND

2、电子行业回暖预期

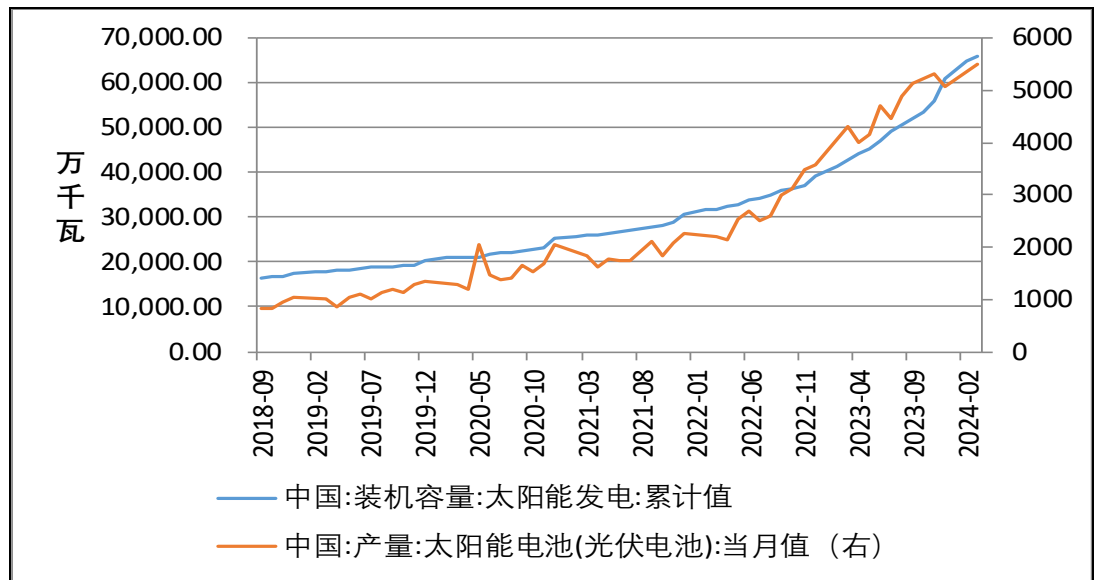
电子产品是锡的主要下游市场，占锡焊料需求的 80%以上，电子行业方面，根据国家统计局数据显示，2024 年 1-3 月，集成电路产量为 9810000 万块，较去年同期增加 2590031.4 万块，增幅 35.87%。据新闻显示：2024 年全球半导体销售额预计增长 24%。TechInsights 最新发布全球半导体市场预测，预计 2024 年行业有望强势反弹，市场规模将超过 6500 亿美元；2025 年将增至超过 8000 亿美元，2026 年进一步增至接近 9000 亿美元。1-3 月，中国的智能手机产量也呈现增长态势，第一季度增长了 16.7%。随着 5G 技术的普及，智能手机的需求量也在逐年攀升。近年来，中国各地纷纷加大对半导体生产设施的投资力度，如雨后春笋般涌现的半导体生产设施使得中国的集成电路生产能力不断扩大。今年前三个月的产量几乎是 2019 年同期的三倍，这进一步证明了中国的集成电路生产实力正在不断增强。



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。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 5 月，当下国内锡锭产量维持在偏高水平，国内锡的需求相较疲软，下游订单并未出现明显好转，甚至锡价高位时对下游构成明显的采买压力，导致成交低迷，贴水幅度逐渐扩大，社会库存累积到近几年最高位，且累库幅度较大。接下来即将步入消费淡季，高位锡价及国内高位库存仍将制约下游采买积极性，对锡价上行或仍构成制约，不过缅甸矿端仍未有“好消息”，随着原料库存的持续消耗，矿端偏紧或制约锡锭产量，导致产量减少，乐观估计，若缅甸矿端停产至 5 月份，准备及爬产时间平均需要两个月，将到 8 月开始产出，不过缅甸矿端现在还未有明确消息下，产出时间大概率推至 8 月后，对锡价仍有较强支撑，虽锡价下跌幅度较大，但短期内锡价跌幅有限，上下均有限制。需格外关注

缅甸佤邦对于锡矿的政策变化。

六、操作策略建议

1、中期（1-2 个月）操作策略：建议区间震荡思路

➤ 具体操作策略

✧ **对象：**沪锡2407合约

✧ **参考入场点位区间：**242000- 300000 元/吨区间低买高卖。

✧ **止损设置：**根据个人风格 and 风险报酬比进行设定，此处建议沪锡 2407 合约止损各参考 10000 元/吨。

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。