



金融投资专业理财

矿端供应扰动仍在 预计锡价下跌有限

摘要

利多：美联储连续两次利率决议按兵不动；10 月美国新增非农就业数据是 6 月以来最小增幅，且低于市场预期，10 月失业率升至近两年新高，整体劳动力市场持续降温；美国最新通胀数据超预期降温，市场进一步押注美联储将在 2024 年 6 月份首次降息，此前为 7 月份。

利空：欧洲整体经济景气仍相对低迷，美国经济韧性尚存，与非美国国家的利差差距或给予美元一定的支撑；受“十一”节日休假和节前部分需求提前释放等因素影响，中国 10 月官方制造业 PMI 重返收缩区间；美联储会议纪要显示，所有决策者一致认为适合一段时间保持限制性货币政策，直到通胀显然朝目标大幅下降为止。

小结：11 月，沪锡期价走势下行。月初受到中国 10 月制造业 PMI 重返收缩区间的压力走弱，然市场突发传言缅甸佤邦抛售部分锡矿引起锡价大幅下行超 4%，但据市场了解为该地矿山此前拖欠的锡矿交付，传言证伪，锡价止跌转涨，矿端干扰影响仍在，预估春节前缅甸锡矿重开的可能性不大，随后，国内及海外库存高位加上进口窗口维持开放，市场货源充足，同时需求端疲软，消费电子订单无明显好转，市场对于锡下游消费产生了担忧，锡价承压大幅下行。

展望：展望 12 月，在大幅下跌后，锡下游接货情绪明显好转，锡消费存在较强韧性，同时，当前佤邦锡矿年内恢复运行的可能性小，在开采未恢复情况下，当地选矿厂或将逐步耗尽原矿石储备，在库存逐渐消化的情况下，锡矿供应仍是减少预期，将会限制锡锭产量。锡锭进口方面，近期进口盈利已收窄，未来到港或降低，预期后市锡价的下跌缺乏基本面支持，持续下行空间或有限。

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



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、全球锡市场今年供应过剩.....	5
2、LME 锡库存增加，国内锡市库存下降.....	6
三、锡市供应情况.....	7
1、锡矿进口环比大增.....	7
2、精炼锡产量预增，进口量增加.....	8
四、锡市需求情况.....	10
1、镀锡板行业出口增加.....	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 2023 年 11 月 29 日，沪锡收盘价为 195950 元/吨，较 11 月 22 日下跌 10200 元/吨，跌幅 4.95%；截至 2023 年 11 月 29 日，伦锡收盘价为 23480 美元/吨，较 11 月 23 日下跌 1260 美元/吨，跌幅 5.09%。11 月，沪锡期价走势下行。月初受到中国 10 月制造业 PMI 重返收缩区间的压力走弱，然市场突发传言缅甸佤邦抛售部分锡矿引起锡价大幅下行超 4%，但据市场了解为该地矿山此前拖欠的锡矿交付，传言证伪，锡价止跌转涨，矿端干扰影响仍在，预估春节前缅甸锡矿重开的可能性不大，随后，国内及海外库存高位加上进口窗口维持开放，市场货源充足，同时需求端疲软，消费电子订单无明显好转，市场对于锡下游消费产生了担忧，锡价承压大幅下行。



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、2023 年 10 月份全球制造业 PMI 为 47.8%，较上月下降 0.9 个百分点，结束连续 3 个月环比上升走势，连续 13 个月运行在 50% 以下，全球制造业呈现波动下行态势。分区域看，亚洲、欧洲、美洲和非洲制造业 PMI 较上月均有不同程度下降。其中，亚

洲制造业 PMI 仍在 50%以上；欧洲、美洲和非洲制造业 PMI 均在 50%以下。从数据变化看，全球经济恢复的不稳定特征有所显现，持续的通胀压力和有所加剧的地缘政治冲突继续困扰着全球经济复苏。IMF 在 10 月份发布的《世界经济展望报告》中预测今明两年世界经济增长将持续放缓。其中 2023 年经济增速预计为 3.0%，低于 2022 年的 3.5%，2024 年经济增速预计为 2.9%，比 7 月份的预测值下调 0.1 个百分点。目前，日益扩大的地缘政治冲突有可能进一步加剧全球通胀压力，并扰乱国际经济运行秩序，对全球贸易和供应链带来新的冲击，经济领域的多边合作也将受到挑战。在此背景下，多边合作的继续深入推进显得尤为必要。世界各国应在竞争中求合作，力争解决争端，让世界经济回归平稳恢复的轨道上。

2、美国三季度实际国内生产总值按年率计算环比增长 4.9%、超出市场预期并创近两年来最快增速。第三季度个人消费支出（PCE）物价指数年化初值环比上升 2.9%，同比上升 3.4%；不包含食品和能源的核心 PCE 物价指数年化初值环比上升 2.4%、创 2021 年第一季度以来新低，同比上升 3.9%。第三季度实际个人消费支出初值环比上升 4%，创 2021 年第二季度以来新高。美国 GDP 增速在个人消费支出大幅上升的带动下远超市场预期，市场对美国经济衰退预期减弱。美国 9 月耐用品订单初值环比增长 4.7%，为近三年多来最快增速，预期 1.7%，8 月终值从升 0.1%修正为降 0.1%，整体耐用品订单增速持续回升或反映美国经济活跃度走强。往后看，当前美国经济与多数非美国国家走势背离，整体有利美元指数走强。

3、美国劳工部发布数据显示 10 月新增非农就业录得 15 万人，为 2022 年以来第二低，预期为 18 万，9 月新增就业人数由 33.6 万人下修至 29.7 万人，8 月份也被大幅下调 6.2 万人至 16.5 万人。10 月失业率反弹至 3.9%，升至近两年新高，预期为持平于 3.8%。10 月份薪资增速小幅放缓至 4.1%，为 2021 年年中以来最低。本次非农就业数据全面降温，新增就业人数减少及薪资增速再次放缓或体现劳动力供需缺口缩小，数据公布后市场对美联储后继利率曲线预期有所下调。

4、美联储连续两次利率决议按兵不动，符合市场预期。本次决议声明新增指出美债收益率攀升带来的金融环境收紧可能对经济和通胀有影响。在新闻发布会上，美联储主席鲍威尔表示，美联储可能需要进一步加息，暂停后再次加息会很困难的观点是不正确的。美联储目前完全没有考虑降息，也没有讨论过降息。会议后各期限美债收益率集体下跌，市场认为本次美联储发言基调较为鸽派。

5、美国最新通胀数据超预期降温，美国劳工统计局公布的数据显示，美国 10 月 CPI 同比上涨 3.2%，较 9 月的 3.7%放缓，低于预期的 3.3%，环比增速较 9 月的 0.4%放缓至 0，也低于预期的 0.1%。此外，美联储更为关注的剔除食品和能源成本的核心通胀，10 月未季

调核心 CPI 年率录得 4%，为 2021 年 9 月以来新低。美国 10 月核心 CPI 月率录得 0.2%，为今年 7 月以来新低。市场进一步押注美联储将在 2024 年降息。互换合约显示预计美联储明年 6 月份首次降息 25 个基点，此前为 7 月份。美联储利率掉期显示，美联储将在明年 6 月份首次降息 25 个基点，此前预期为 7 月份进行首次降息；互换市场预计美联储在明年 7 月会议上将降息 50 个基点。

6、最近的美联储货币政策会议上，联储决策者再次集体认为适合一段时间保持高利率，重申将谨慎行事，并没有流露结束加息周期的意愿。纪要称，所有决策者一致认为适合一段时间保持限制性货币政策，直到通胀显然朝目标大幅下降为止；若收到的信息暗示实现通胀目标的进展不够，适合进一步收紧货币；决策者仍认为有通胀上行和经济下行的风险，通胀上行风险新增地缘政治，经济下行风险新增信贷环境收紧的影响超预期、全球油市受干扰；连续两次会议完全未提“衰退”，联储工作人员仍认为经济预期不确定性高，警告金融系统的脆弱性仍显著、股市和商业地产估值高；一些与会者重申即使开始降息也可能持续一段时间缩表。有“新美联储通讯社”之称的记者 Nick Timiraos 评论称，在最近会议决定暂停加息时，美联储官员不愿得出他们已完成加息的结论。但纪要暗示，官员们可能愿意至少今年内都保持利率不变。同时，官员们强调了，存在两类风险，一是通胀比预期强劲，二是经济增长比预期疲软。

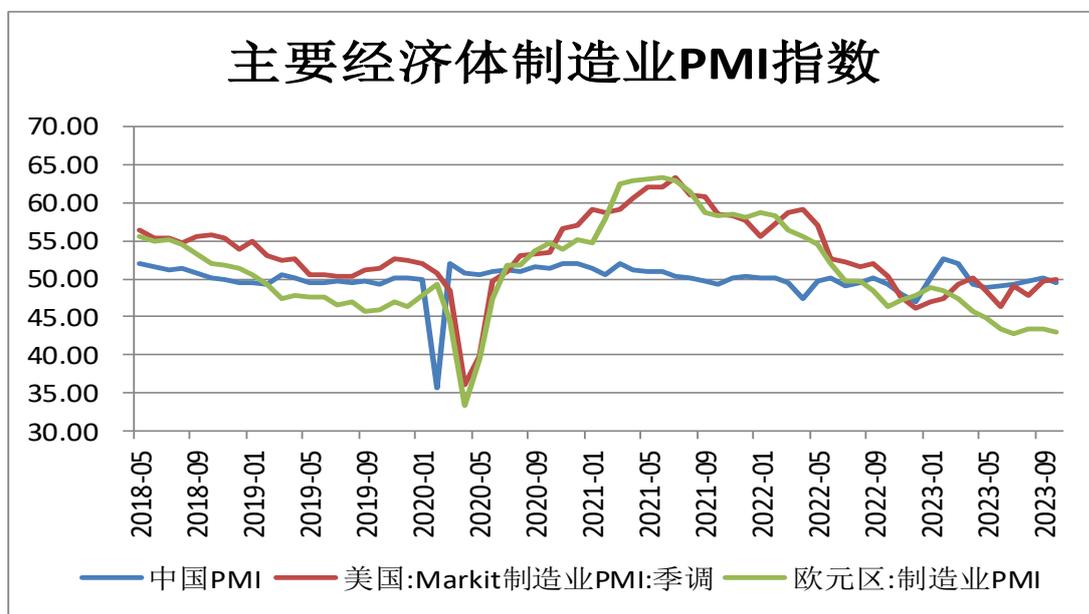
国内方面，1、中国 10 月官方制造业 PMI 录得 49.5，前值 50.2，预期 50.4；非制造业 PMI 50.6，前值 51.7，预期 52。受“十一”节日休假和节前部分需求提前释放等因素影响，本月制造业景气水平重返收缩区间。具体来看，生产端保持扩张，但需求略显疲弱，新订单指数为 49.5，比上月下降 1 个百分点。表明制造业生产经营活动稳定，而市场需求景气度急需改善。大中小模企业 PMI 均回落，企业信心有所欠缺，就业指数低位运行。总的来看，制造业小幅再度收缩，需求端承压明显，稳就业压力尚存，持续恢复基础仍需进一步巩固。

2、中央金融工作会议 10 月 30 日至 31 日在北京举行。会议强调，“要全面加强金融监管，有效防范化解金融风险”“依法将所有金融活动全部纳入监管”“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，因城施策用好政策工具箱”等。新提“健全房地产企业主体监管制度和资金监管”“完善房地产金融宏观审慎管理”“增强上海国际金融中心的竞争力和影响力，巩固提升香港国际金融中心地位”等。

3、中国人民银行公布 2023 年三季度金融机构贷款投向统计报告。2023 年三季度末，人民币房地产贷款余额 53.19 万亿元，同比下降 0.2%，与 8 月份持平，增速下滑态势有所

企稳。房地产贷款增速比上年末低 1.7 个百分点，低于各项贷款增速 11.1 个百分点；前三季度减少 333 亿元，同比少增 8821 亿元。

4、中国人民银行、金融监管总局、中国证监会联合召开金融机构座谈会，贯彻落实习近平总书记中央金融工作会议上的重要讲话精神和会议部署，研究近期房地产金融、信贷投放、融资平台债务风险化解等重点工作。会议指出，要着力加强信贷均衡投放，以信贷增长的稳定性促进我国经济稳定增长。优化资金供给结构，增强金融支持实体经济的可持续性。会议强调，各金融机构要深入贯彻落实中央金融工作会议部署，加快房地产金融供给侧改革，推动构建房地产发展新模式。专家表示，此前出台一系列稳楼市政策措施，效果已逐步显现。未来融机构在房地产领域或将有新动作，尤其是从促进房企发展、保障住房需求等角度发力。

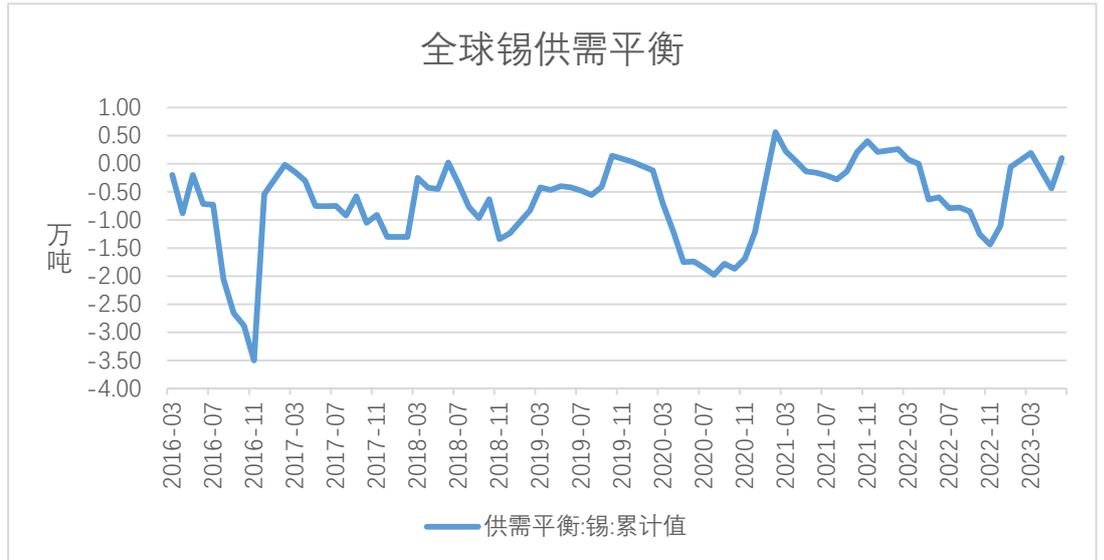


图表来源：WIND、瑞达期货研究院

二、锌市供需体现

1、全球锡市场今年供应过剩

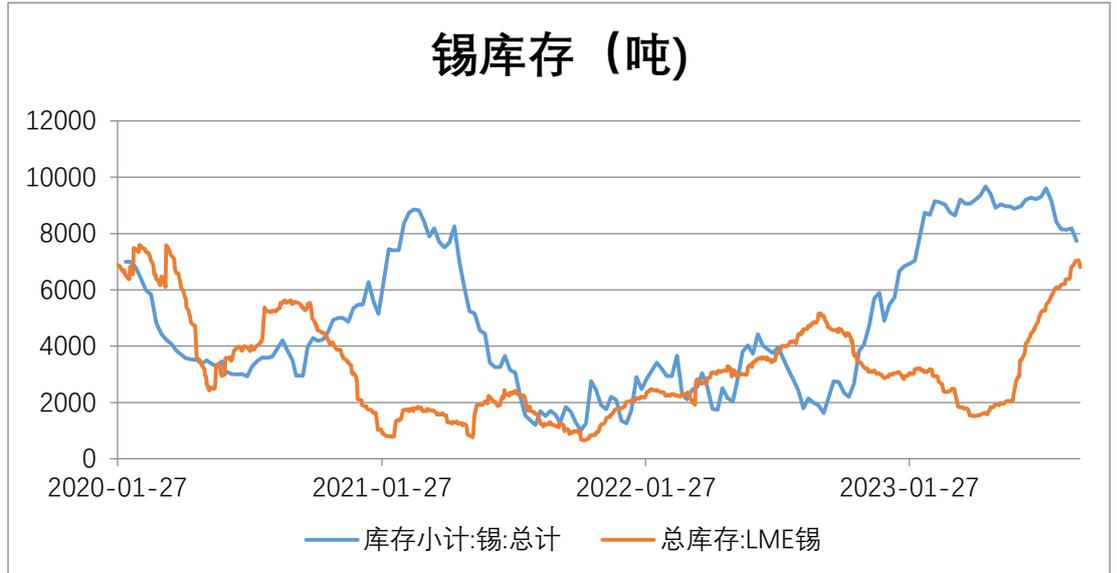
世界金属统计局(WBMS)公布的最新报告显示，2023年9月，全球精炼锡产量为3.13万吨，消费量为3.16万吨，供应短缺0.03万吨。2023年1-9月，全球精炼锡产量为25.76万吨，消费量为24.95万吨，供应过剩0.8万吨。2023年9月，全球锡矿产量为2.78万吨。2023年1-9月，全球锡矿产量为22.62万吨。



数据来源：瑞达期货、WBMS

2、LME 锡库存增加，国内锡市库存下降

库存方面，截至 2023 年 11 月 29 日，LME 锡库存为 8095 吨，较 11 月 1 日增加 850 吨，增幅 11.73%；截至 2023 年 11 月 24 日，国内锡库存小计为 5876 吨，较 10 月 27 日减少 695 吨，降幅 10.58%；截至 2023 年 11 月 29 日，国内锡库存期货为 5037 吨，较 10 月 30 日减少 1365 吨，降幅 21.32%。国内方面，11 月初，市场突发传言缅甸佤邦抛售部分锡矿引起锡价大幅下行超 4%，但据市场了解为该地矿山此前拖欠的锡矿交付，传言证伪，不过锡价大幅下行期间刺激下游企业采购热情，现货市场成交火热，引起库存去库，直至中旬左右，下游焊料企业采购情绪抬升下，部分贸易企业锡锭现货几无库存，锡锭社会库存大幅去库。随后，随着大批进口锡锭逐步到港，下游补货热情逐步减弱，加上价格相对高位震荡，导致下游接货力度减弱，锡价高位补货较少，仅部分下游后点价，库存去库放缓。月末，沪锡主力大幅下跌且跌破 5 个月新低，价格下行导致下游补货热情高涨，补货力度较大，库存继续下降。

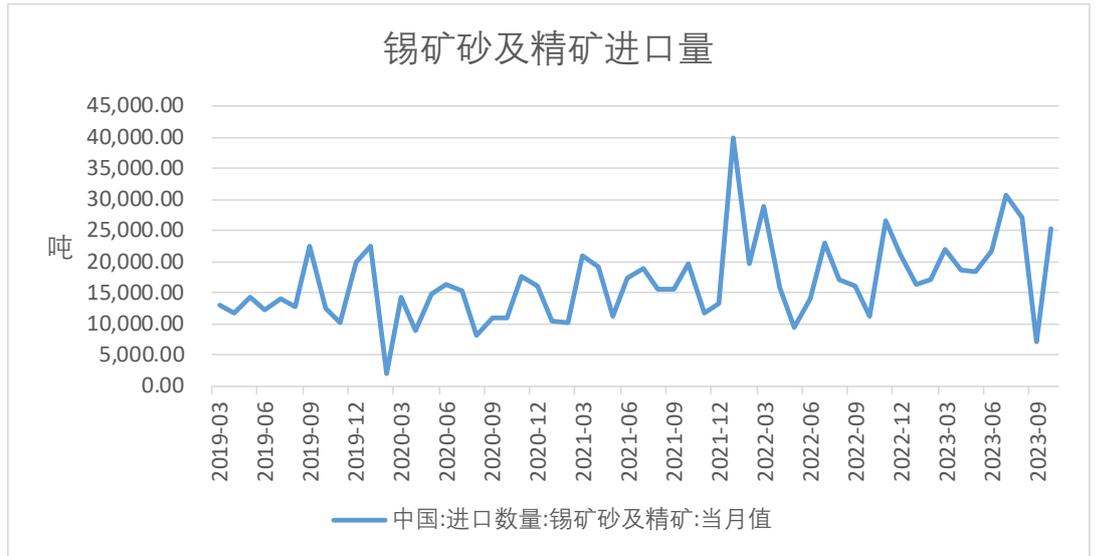


数据来源：瑞达期货、WIND

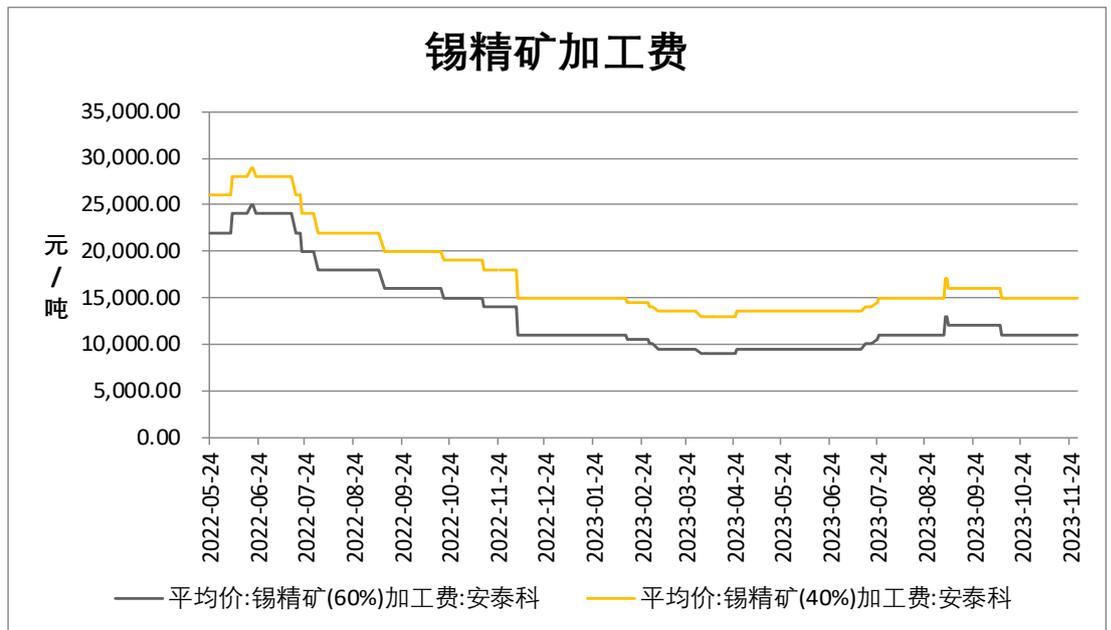
三、锡市供应情况

1、锡矿进口环比大增

海关总署数据显示，2023年10月，当月进口锡矿砂及精矿 25298.93 万吨，环比增加 248.35%，同比增加 124.16%。今年 1-10 月，进口锡矿砂及精矿 204519.28 万吨，同比增加 4.47%。2023 年 11 月 29 日，锡精矿 (60%) 加工费为 11000 元/吨，较 2023 年 10 月 26 日持平；锡精矿 (40%) 加工费为 15000 元/吨，较 2023 年 10 月 26 日持平。进出口方面，九月中旬缅甸佤邦选矿厂开始生产，10 月国内锡矿进口量大幅上涨。后市来看，缅甸佤邦矿山复工暂无进展，选矿厂库存开始不断收缩，且在 11 月时已有部分锡矿出口到国内，远期来看缅甸进口锡矿量或难再度大幅增加，不过锡矿进口盈利扩张，除缅甸外国家进口锡矿量有所提升，后市在进口盈利窗口持续开启的影响下，缅甸外国家进口锡矿或将保持较高量级，将会对国内锡矿供应提供部分补充，不过补充部分量级较小，锡矿供应仍是偏紧预期。



数据来源：瑞达期货、WIND

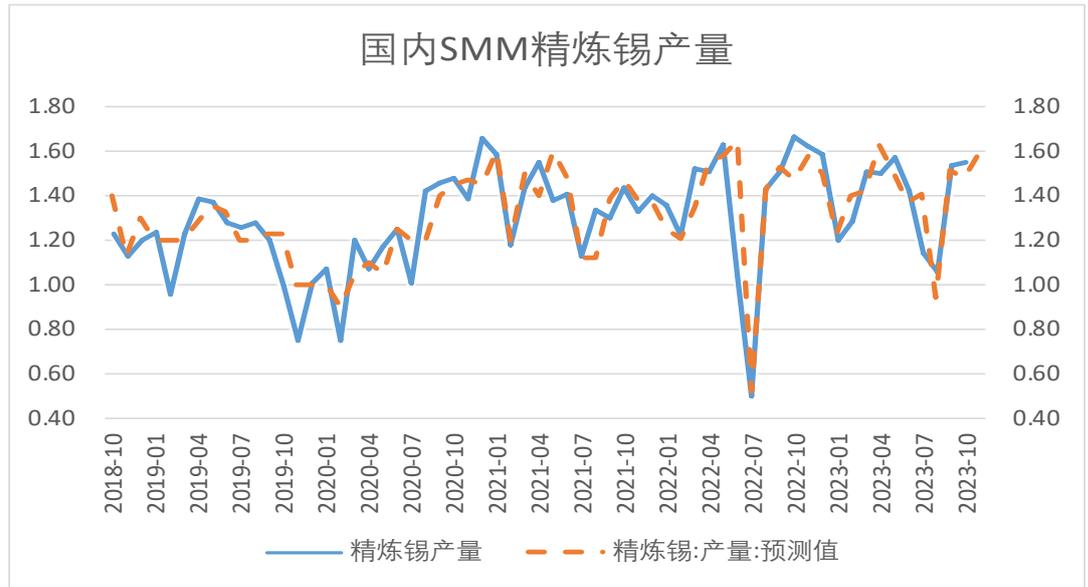


数据来源：瑞达期货、WIND

2、精炼锡产量预增，进口量增加

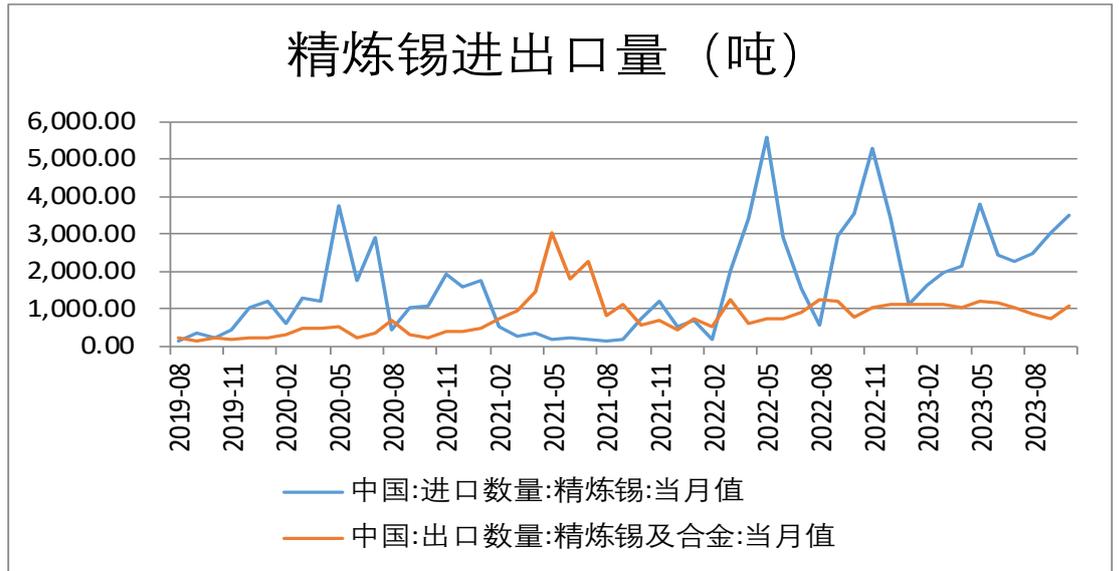
精炼锡产量方面，根据 SMM 显示：10 月份国内精炼锡产量为 15523 吨，较 9 月份环比 0.6%，较去年同比-7.3%，1-10 月累计产量为 153573 吨，累计同比 2.37%。10 月份国内锡锭产量总体持稳，其中此前保持低开工水平的云南某冶炼企业于 10 月份初期恢复正常生产状态带来小幅锡锭增量，云南某冶炼企业于 10 月份的锡锭产量也有小部分增加，其余多数企业维持平稳生产；而江西地区三家冶炼企业由于 10 月份生产计划的变动导致其产量有所减少；内蒙古某冶炼企业于 10 月份也恢复至满产状态；广东某冶炼企业在 10 月份的开工

水平有所恢复带来产量的小幅增加；其余多数冶炼企业在 10 月份维持平稳生产节奏。进入 11 月份，云南某冶炼企业由于近期锡矿供应相对紧张，预计产量将小幅减少；10 月份小幅减产的江西某冶炼企业的生产节奏恢复正常生产；安徽某冶炼企业已经于 10 月底结束检修恢复生产，预计 11 月份产量恢复至检修前的水平；湖北某冶炼企业由于废料采购紧缺已于 10 月下旬停产，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 11 月份国内锡锭产量为 15880 吨，环比增加 2.3%，同比-1.98%。



数据来源：瑞达期货、SMM

海关总署数据显示，2023 年 10 月精炼锡进口量为 3480.66 万吨，环比增加 14.62%，同比减少 2.12%；1-10 月精炼锡累计进口 24264.59 万吨，同比增加 3.99%；2023 年 10 月精炼锡出口量为 1074.26 万吨，环比增加 46.96%，同比增加 40.55%；1-10 月精炼锡累计出口 10275.93 万吨，同比增加 19.21%。前期印尼锡锭出口需重新办理出口许可证，四季度印尼锡锭出口或不再受出口许可证的制约，加上海外需求依然没有明显好转，我国锡锭进口盈利走扩，受锡锭进口盈利窗口持续开启影响下，10 月国内锡锭的进口量级将再度增量，11 月，锡市内强外弱格局或将长期保持，沪伦比值高位将带动进口窗口开启，进口盈利或仍保持较高位置，预计锡锭进口量级后市或将维持较高水平。



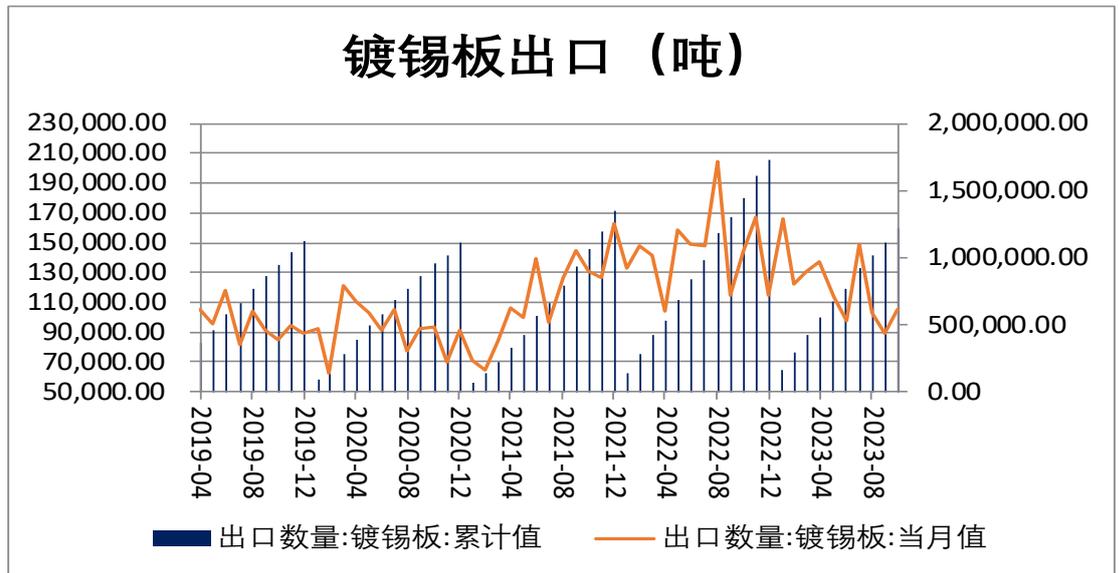
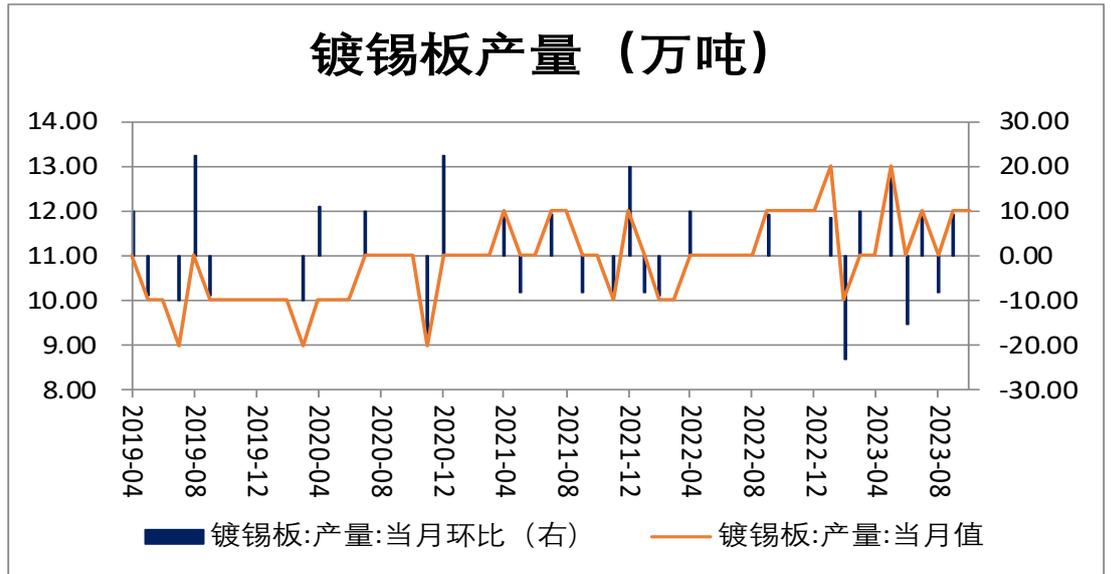
数据来源：瑞达期货，WIND

四、锡市需求情况

1、镀锡板行业出口增加

镀锡板方面，据中钢协信息显示，截至 2023 年 10 月，镀锡板产量为 12 万吨，较 2023 年 9 月持平。Mysteel 显示，据钢厂反馈，10 月期货订单环比有所增量，加之江苏地区前停产企业陆续复产，11 月马口铁供应预计继续增加。Mysteel 对民营企业成本&利润测算数据显示：2023 年 10 月份镀锡板生产成本 5806 元/吨，月环比下滑 58 元/吨；毛利 422 元/吨，月环比增加 8 元/吨，全流程企业整体利润尚可。从利润&成本看，10 月份马口铁基础原料价格震荡下行，受下游需求偏差影响，马口铁出厂价稳中有小幅下调，原料成本以及成品材价格双降，导致整体毛利润虽提升空间有限。据部分钢厂反馈，进入 11 月，期货订单相较 10 月份有一定释放，但大部分成品材价格并未有明显变化，在原材料成本未发生明显变化情况下，整体毛利或能维持。

截至 2023 年 10 月，镀锡板出口数量为 104886.5 吨，较 9 月上涨 15531.5 吨，涨幅 17.38%。Mysteel 调研数据显示，今年镀锡板出口回落事实基本可预见，不过回落幅度尚且乐观，预计全年出口总量仍会维持较高水平，海外刚需韧劲较足，今年外贸分担内需压力的作用或将维持；9 月开始饮料、罐头等行业产销逐步下滑，一定程度上对镀锡板需求造成影响，后市直接出口和间接出口方面表现依然不错，10 月出口继续增加。

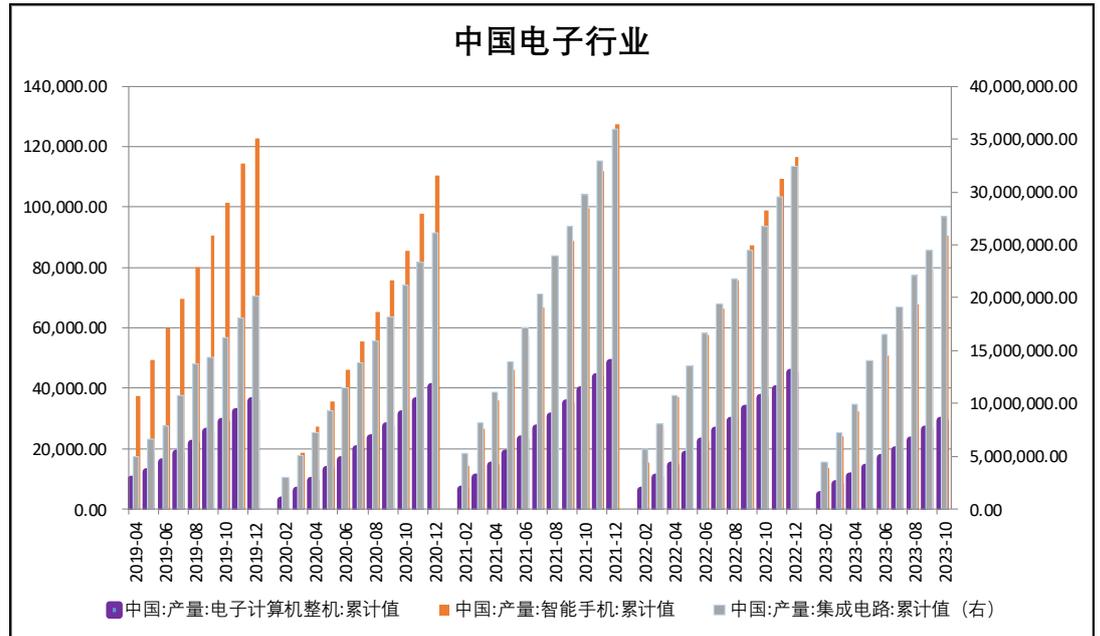


数据来源：瑞达期货、WIND

2、电子行业筑底回暖预期

电子行业方面，根据国家统计局数据显示，2023年10月，集成电路产量为3128000万块，较2023年9月上涨74769.6万块，增加2.45%。1-10月份，规模以上电子信息制造业增加值同比增长1.7%，增速较前三季度提高0.3个百分点；增速分别比同期工业、高技术制造业低2.4个和0.2个百分点。10月份，规模以上电子信息制造业增加值同比增长4.8%，较同期工业高0.2个百分点。1-10月份，主要产品中，手机产量12.5亿台，同比增长1.6%，其中智能手机产量9.06亿台，同比下降4.8%；微型计算机设备产量2.81亿台，同比下降20.8%；光电子器件产量11753亿只，同比增长9.3%。据工信部网站消息，1-10月份，我国电子信息制造业生产持续回升，出口降幅收窄，效益持续改善，投资稳定增长，地区间

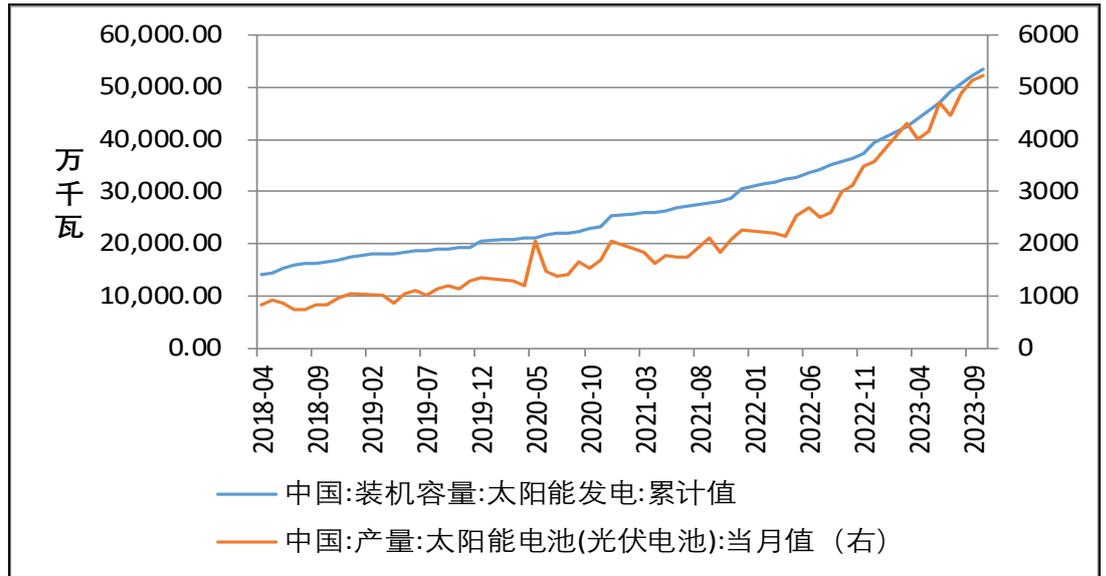
营收分化明显。



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 10 月，太阳能装机容量为 53576 万千瓦，较 2023 年 9 月上涨 1468 万千瓦，增加 2.82%。太阳能电池(光伏电池)产量为 5224.1 万千瓦，较 2023 年 9 月上涨 84.5 万千瓦，增加 1.64%。国家能源局发布电力工业统计数据显示，今年以来，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 12 月，在 10 月锡精矿进口量超预期大幅回升下，前期因佤邦禁矿带来的锡矿供应收紧的预期未能兑现，市场预期落空，加上精炼锡进口量增加及国内锡锭库存去化不畅，锡价跌势加剧，不过在大幅下跌后，锡下游接货情绪明显好转，加上在产量稳定进口增量下，库存仍去库，印证消费端表现良好，锡消费存在较强韧性，而国内锡精矿加工费下调，反映锡矿供应实际下降，同时，当前佤邦锡矿年内恢复运行的可能性小，在开采未恢复情况下，当地选矿厂或将逐步耗尽原矿石储备，在库存逐渐消化的情况下，锡矿供应仍是减少预期，将会限制锡锭产量。锡锭进口方面，近期进口盈利已收窄，未来到港或降低，预期后市锡价的下跌缺乏基本面支持，持续下行空间或有限，或将宽幅震荡为主。

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2402合约

◇ 参考入场点位区间：185000-205000 元/吨区间低买高卖交易

◇ 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 2402 合约止损

参考 3000 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。