

2024年1月2日

## 宏观与基本面交织转换，警惕期价剧烈波动

——沪锡1月月度投资策略

## 分析师：

贾利军

从业资格证号：F0256916

投资咨询证号：Z0000671

电话：021-68757181

邮箱：jialj@qh168.com.cn

杨磊

从业资格证号：F03099217

投资咨询证号：Z0018823

电话：021-68758820

邮箱：yangl@qh168.com.cn

## 联系人

杜扬

从业资格证号：F03108550

电话：021-68757223

邮箱：duy@qh168.com.cn

顾兆祥

从业资格证号：F3070142

电话：021-68758820

邮箱：guzx@qh168.com.cn

## 投资要点：

- **宏观：**海外方面，关注美国在1月4日和5日公布的就业数据、11日公布12月CPI数据、26日公布的12月核心PCE数据，以及31日晚间的美联储利率决议，对数据公布前后市场避险情绪增减带来的价格剧烈波动保持警惕；此外，关注缅北局势变化对矿山复产可能带来的影响。国内方面，与2024年中央经济工作会议相配套的经济政策预计在元旦后陆续出台，关注可能产生的市场预期和情绪的转多。
- **供给：**缅甸矿山停产尚未对炼厂的原料供应产生实质性影响，但其仍是市场炒作锡价的重要对象，需对佤邦谈判结果、复工时间等问题保持关注；炼厂在年末淡季出现季节性减产检修的可能性较大，产量或出现季节性下滑；而锡锭进口量在印尼出口配额审批尚未落地、国内淡季需求疲软的双重影响下，预计在1月将环比下滑。
- **需求：**进入1月，虽然国内电子消费仍处于相对高位，但以消化库存为主，生产端对锡焊料的消费维持弱势，而光伏电池的开工率亦出现季节性下滑，锡焊料的整体需求无亮点；以PVC为代表的锡化工或在11-12月地产竣工面积增长的带动下维持在相对高位，铅酸蓄电池在春节前仍存在较大的更换需求、开工率仍可维持在较高水平，但锡化工、铅酸电池的开工预计在春节假期的影响下逐步转弱，对锡消费也逐渐减少；镀锡板的产量受钢厂春节连续生产的影响而维持稳定。总体而言，锡下游消费在1月仍处于淡季，对锡的总需求量或进一步下降。
- **库存：**1月国内库存预计在淡季下将延续累库，但在沪锡价格回落或带动下游进行部分补库；在国内锡锭进口量或下降的情况下，伦锡库存仍存在继续上行的可能。
- **结论及操作：**在国内外宏观数据频出的情况下，市场多空情绪或带动沪锡价格出现较为剧烈的上下波动，警惕在海外宏观数据落地后的避险情绪出尽与国内政策落地带来多头预期产生共振、引起沪锡价格的冲高；在宏观影响出尽后，警惕锡价在弱基本面的驱动下重心回落。
- **风险因素：**矿山复产时间悬而不决、宏观因素影响不及预期

## 正文目录

|                              |           |
|------------------------------|-----------|
| <b>1. 行情回顾 .....</b>         | <b>4</b>  |
| <b>2. 供应端 .....</b>          | <b>4</b>  |
| 2.1. 锡精矿：供应未显紧张，仍有炒作空间 ..... | 5         |
| 2.2. 精炼锡：淡季下产量、进口量双降 .....   | 6         |
| 2.3. 供应小结 .....              | 6         |
| <b>3. 需求端 .....</b>          | <b>7</b>  |
| 3.1. 锡焊料：淡季需求无亮点 .....       | 7         |
| 3.2. 锡化工：需求由强转弱 .....        | 8         |
| 3.3. 铅酸电池：开工率逐渐回落 .....      | 9         |
| 3.4. 镀锡板：需求预计稳定 .....        | 10        |
| 3.5. 需求小结 .....              | 10        |
| <b>4. 库存：内外或延续累库 .....</b>   | <b>10</b> |
| <b>5. 结论及操作建议 .....</b>      | <b>11</b> |

## 图表目录

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 图 1 沪锡价格走势 .....         | 4  |
| 图 2 伦锡价格走势 .....         | 4  |
| 图 3 锡锭现货升贴水 .....        | 4  |
| 图 4 沪锡月差结构 .....         | 4  |
| 图 5 国内锡精矿产量 .....        | 5  |
| 图 6 锡精矿进口量 .....         | 5  |
| 图 7 锡精矿加工费 .....         | 5  |
| 图 8 废锡价格 .....           | 5  |
| 图 9 炼厂开工率 .....          | 6  |
| 图 10 锡锭产量 .....          | 6  |
| 图 11 锡锭现货进口盈亏 .....      | 6  |
| 图 12 锡锭进口情况 .....        | 6  |
| 图 13 全球半导体销售周期 .....     | 7  |
| 图 14 费城半导体指数 (SOX) ..... | 7  |
| 图 15 中国半导体产量 .....       | 8  |
| 图 16 中国集成电路进出口量 .....    | 8  |
| 图 17 手机产量 .....          | 8  |
| 图 18 微型计算机设备产量 .....     | 8  |
| 图 19 光伏电池产量 .....        | 8  |
| 图 20 光伏组件进出口量 .....      | 8  |
| 图 21 地产新开工施工面积累计同比 ..... | 9  |
| 图 22 地产竣工面积累计同比 .....    | 9  |
| 图 23 地产竣工面积当月值 .....     | 9  |
| 图 24 PVC 国内产量 .....      | 9  |
| 图 25 铅酸蓄电池企业开工率 .....    | 9  |
| 图 26 镀锡板产量 .....         | 10 |
| 图 27 镀锡板出口量 .....        | 10 |
| 图 28 锡锭社会库存 .....        | 11 |
| 图 29 锡锭 SHFE 仓单库存 .....  | 11 |
| 图 30 锡锭企业库存 .....        | 11 |
| 图 31 LME 锡锭库存 .....      | 11 |

## 1. 行情回顾

截止 12 月 29 日收盘，沪锡主力合约收盘价为 212100 元，月度涨幅为 8.37%；同一时间，伦锡 3M 合约的收盘价为 25300 美元，月度涨幅为 9.1%。

2023 年 12 月，沪锡价格从 19.2 万冲高至 21.6 万，但大致分为三个阶段：第一阶段，12 月 1 日至 7 日，在社会库存大幅去库后，沪锡价格结束底部震荡、反弹上行，在赣州某炼厂宣布 12 月下旬停产检修一个月的消息影响下，期价大幅冲高至 20.8 万；第二阶段，12 月 8 日至 26 日，市场预期缅甸佤邦矿山谈判或在元旦节前落地，期价维持震荡；第三阶段，12 月 27 日至 29 日，在缅甸矿山谈判无果后，叠加市场预期元旦后国内具体经济政策将出台，沪锡价格向上突破震荡区间后回落。

由于 12 月沪锡价格重心上移，叠加临近元旦春节，下游企业开工率逐渐下滑、采购积极性下降，现货升贴水逐渐走弱，带动近月 SN2401-2402 的结构从平水结构逐渐向 500 元左右的 contango 变化。在锡锭进口窗口持续打开的情况下，海外锡锭持续进口至国内，伦锡 Cash-3M 的结构有所企稳、在 200C 附近波动。

图 1 沪锡价格走势



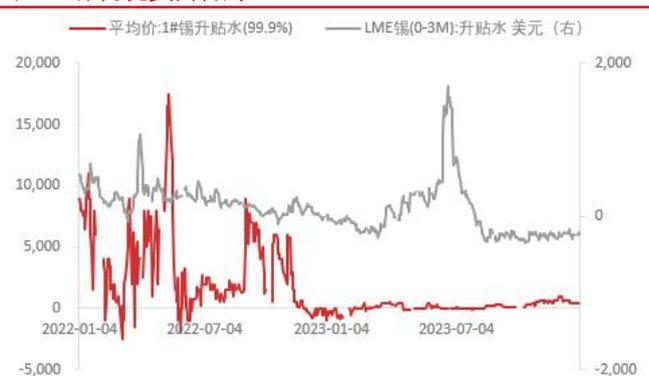
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 2 伦锡价格走势



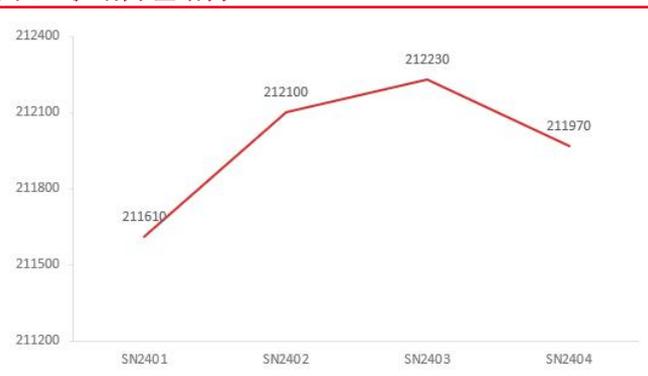
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 3 锡锭现货升贴水



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 4 沪锡月差结构



资料来源：iFinD，东海期货研究所

## 2. 供应端

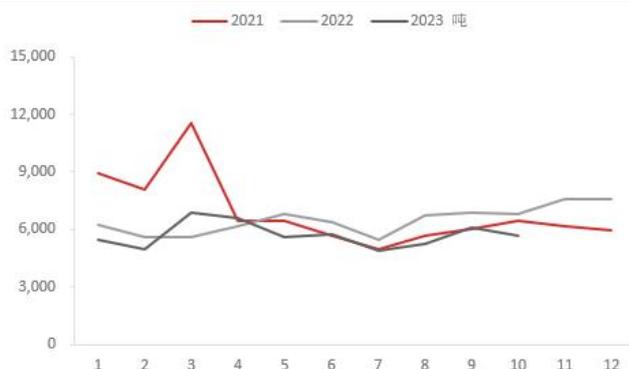
## 2.1. 锡精矿：供应未显紧张，仍有炒作空间

2023年10月，国内锡精矿产量为5634吨，同比下降17.49%，环比下降7.72%。11月，锡精矿进口量为27872.25吨，同比增长4.9%，环比上升10.2%；其中，来自于缅甸的进口量为20574.5吨，占进口量的73.8%；来自刚果（金）的进口量为1870.9吨，占比9.1%；来自缅甸的锡精矿进口比重维持在相对高位。云南某锡精矿进口商的数据显示：截止12月27日，当月云南孟连口岸锡精矿进口量仍达到1.6万矿吨，较11月来自于缅甸的进口量有所下降，但整体仍处于相对高位。

当前，缅北局势仍未稳定，矿山谈判尚未出现明显进展，进口锡精矿仍然来自于选厂的存量库存，且从2023年8月停矿开始后，来自于缅甸的进口量除在9月阶段性下滑外，其进口供应量并未出现断崖式下滑，因“锡精矿短缺而造成炼厂减停产”的预期从未兑现。

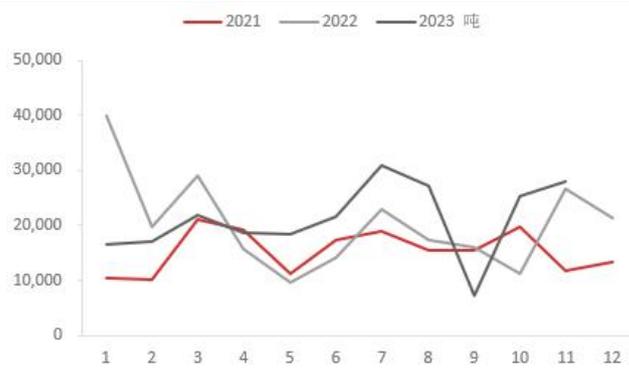
目前的佤邦矿山谈判仍未有实质性进展，矿山员工具体返回时间、开工节奏悬而未决，其对锡精矿进口量的影响仍然存在——因此，虽然缅甸矿山停产至今尚未出现锡精矿的系统性紧张，但其仍可能成为市场炒作锡价的重要对象。

图5 国内锡精矿产量



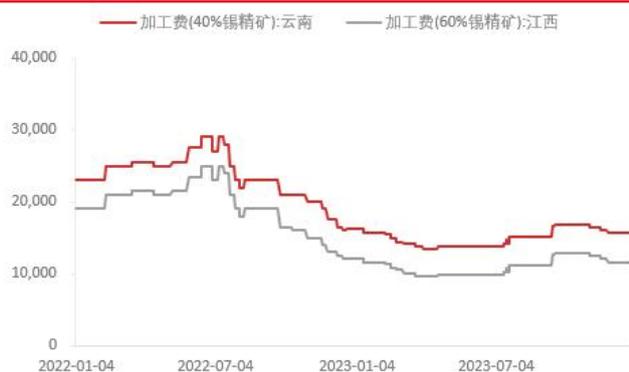
资料来源：SMM，东海期货研究所

图6 锡精矿进口量



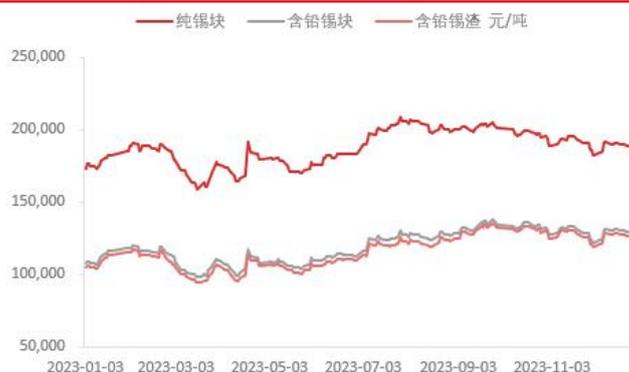
资料来源：iFind，东海期货研究所

图7 锡精矿加工费



资料来源：iFind，东海期货研究所

图8 废锡价格

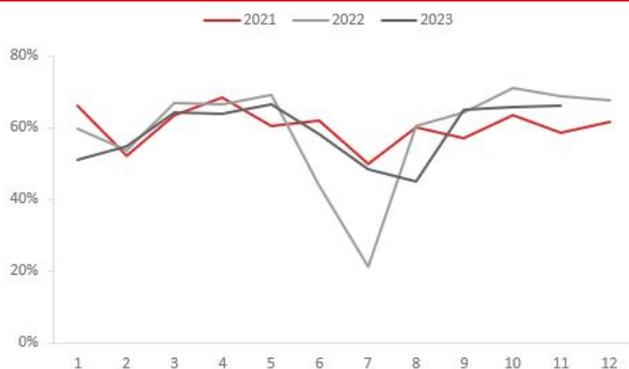


资料来源：iFind，东海期货研究所

## 2.2. 精炼锡：淡季下产量、进口量双降

2023年11月，精炼锡产量录得1.55万吨，同比下降3.95%，环比上升0.24%；开工率从10月的65.8%上升至11月的66%；而在进入12月后，部分炼厂进行了季节性的减产检修，势必带来产量的季节性下降。由于临近春节淡季，下游生产订单不断减少，拖累对锡锭的需求量，炼厂往往进行季节性检修，带来锡锭产量的下滑。因此，1月国内锡锭产量或因春节前停产检修的原因而环比12月下滑。

图9 炼厂开工率



资料来源：SMM，东海期货研究所

图10 锡锭产量

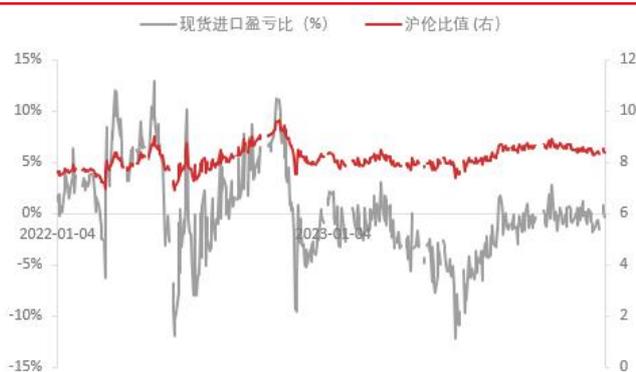


资料来源：iFinD，东海期货研究所

2023年11月，锡锭累计进口量为5345.9吨，同比上升3.33%，环比增长61%。11月进口量较10月大幅上升，主要原因在于临近年末，进口商加速进口、减轻年末淡季进口带来的销售压力。12月锡锭现货进口盈亏在(-1.77%，0.78%)内波动，叠加票据套利等因素，进口维持在盈利水平。

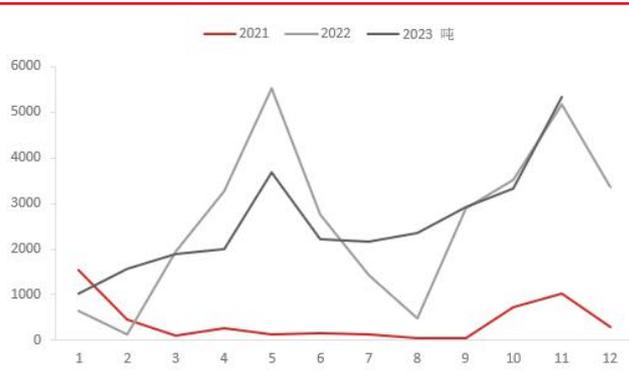
但在进入2024年后，印尼锡锭出口配额审批由过去的“一年一审”变为了“一次审核三年，每年核查一次”的模式，在新的进口配额审批尚未结束前，印尼出口量恐难增长；叠加国内1-2月处于淡季，锡锭下游需求清淡，进口锡锭的贴水不断走扩，进口的盈利相对收窄，故1月锡锭进口量预计环比12月下滑。

图11 锡锭现货进口盈亏



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图12 锡锭进口情况



资料来源：iFinD，东海期货研究所

## 2.3. 供应小结

总体来看，缅甸矿山停产尚未对炼厂的原料供应产生实质性影响，但其仍是市场

炒作锡价的重要对象，需对佹邦谈判结果、复工时间等问题保持关注；炼厂在年末淡季出现季节性减产检修的可能性较大，产量或出现季节性下滑；而锡锭进口量在印尼出口配额审批尚未落地、国内淡季需求疲软的双重影响下，预计在 1 月将环比下滑。

### 3. 需求端

#### 3.1. 锡焊料：淡季需求无亮点

截止 2023 年 10 月，全球半导体销售额录得 464 亿美元，同比上升了 4.86%，环比下降了 0.7%；作为领先指标的费城半导体指数从 12 月 1 日的 3739.3 点上升至 12 月 29 日的 4175.5 点，处在持续上升的走势中。从本轮的半导体周期走势来看，当前半导体销售额已经呈现出明显的正增长，且在 2024 年仍存在进一步上行的空间。

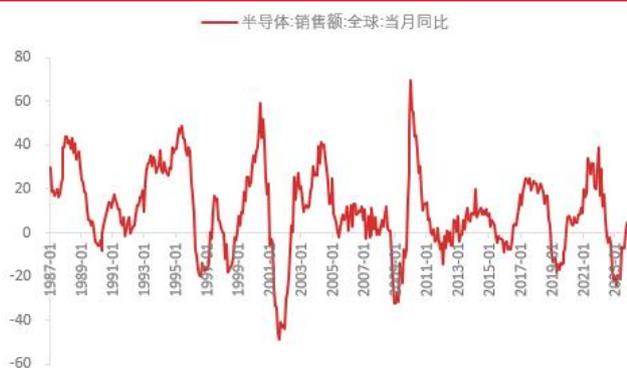
2023 年 11 月，全国半导体产量录得 335 亿块，同比增长 28.7%，环比增长 7.1%；11 月，全国集成电路出口量录得 229.14 亿个，同比上涨 13.81%，环比上升 4.46%；全国集成电路进口量录得 407.25 亿个，同比上升 0.56%，环比下降 2.73%。与半导体产量增长的情况不同，手机、计算机在 11 月的产量走势分化：手机产量为 1.6 亿台，同比上升 13.6%，环比上升 7.32%；计算机产量为 2995 万台，同比下降 3.15%，环比上升 5.57%。

电子产品产量在 11 月升降不一，手机产量、计算机设备产量作为滞后指标，反应了锡焊料消费在淡季的逐渐走弱。该淡季或持续至 2024 年 2 月，虽然在春节来临前的 1 月份手机等电子产品的出货量仍居于相对高位，但其影响的主要是电子产品的库存，并不对生产环节的锡焊料需求带来增量影响，故预计 1 月电子产品下游对锡焊料的需求将出现下滑。

光伏领域，11 月光伏电池产量录得 5310.3 万千瓦时，同比增长 52.9%，环比增长 1.65%；11 月新增光伏装机量录得 2132 万千瓦，同比大幅增加 185.41%，环比上升 56.53%。出口方面，11 月中国光伏组件出口 4.59 亿个，同比增幅 31%，环比增长 7.53%。

由于光伏组件对锡焊料的需求要领先于光伏电池产量与光伏新增装机量，虽然 2023 年底是光伏电池产量、装机量的旺季，但对锡焊料产生直接需求的生产开工情况在 10 月下旬便出现转弱迹象，叠加春节前的停工放假等原因，预计光伏生产在 1-2 月的淡季下对焊料的需求仍处于全年相对低位。

图 13 全球半导体销售周期



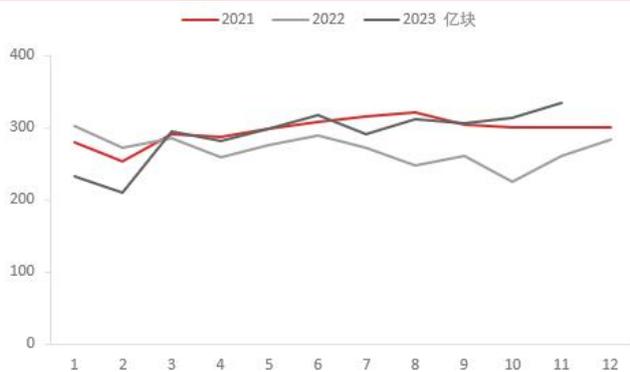
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 14 费城半导体指数 (SOX)



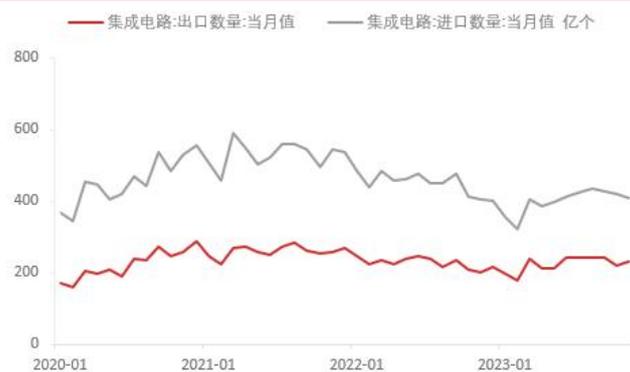
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 15 中国半导体产量



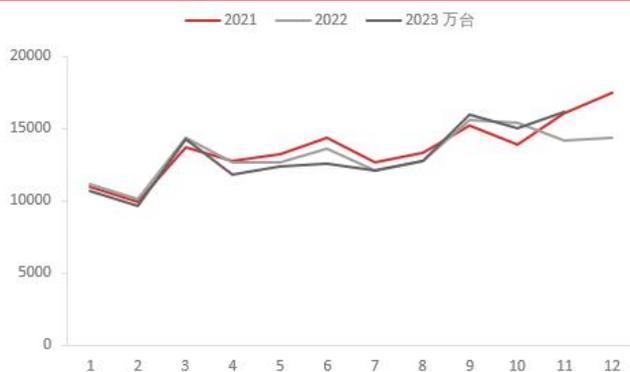
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 16 中国集成电路进出口量



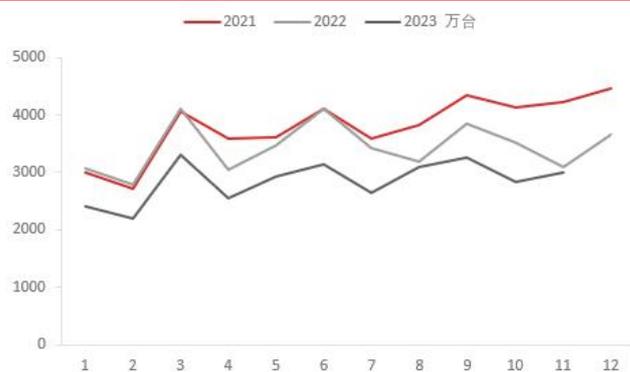
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 17 手机产量



资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 18 微型计算机设备产量



资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 19 光伏电池产量



资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 20 光伏组件进出口量



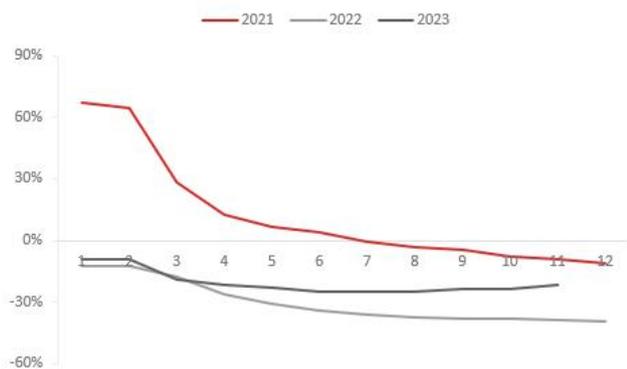
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

### 3.2. 锡化工：需求由强转弱

11月地产竣工面积累计达到65237万m<sup>2</sup>，同比增长17.1%，较10月下降了1.34%；11月当月竣工面积录得10086.3万m<sup>2</sup>，年末赶工情况明显。同期，PVC国内产量录得193万吨左右，同比增长17.86%，环比下降4.67%。

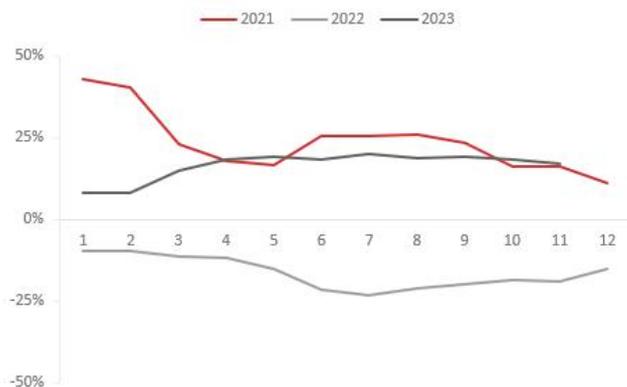
由于锡化工的需求相对滞后于地产竣工，在11-12月地产竣工面积季节性走高后，对锡化工的需求拉动或在2024年1月和3月有所体现，故在1月PVC的产量仍或处于相对高位、对锡的需求仍有一定支撑，但将随着春节的临近而走弱。

图 21 地产新开工施工面积累计同比



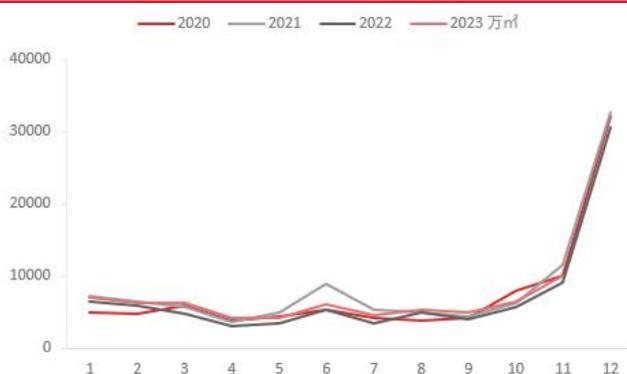
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 22 地产竣工面积累计同比



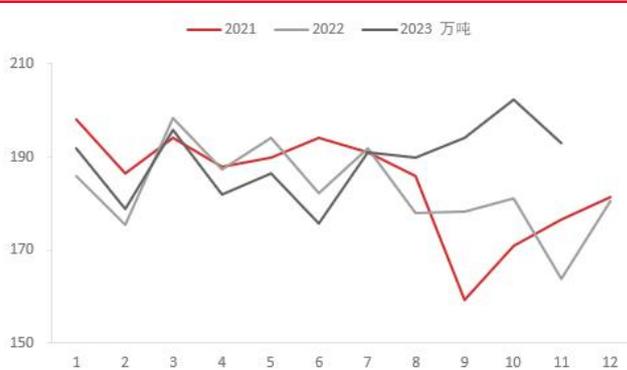
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 23 地产竣工面积当月值



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 24 PVC 国内产量

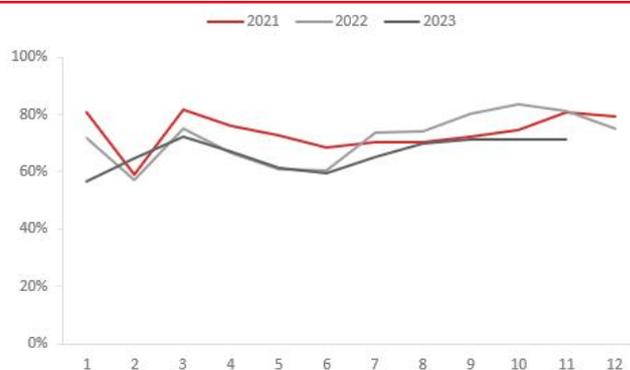


资料来源：iFinD，东海期货研究所

### 3.3. 铅酸电池：开工率逐渐回落

2023 年 11 月，国内铅酸电池企业的综合开工率在旺季下维持高位，从 10 月的 71.14% 小幅下行至 11 月的 71.1%。春节来临前，由于全国气温偏低，铅酸电池的性能在低温环境下而容易下降，节前更换的需求较强，铅酸电池企业的开工率仍将维持在相对高位，但在春节假期的影响下将逐渐下降，预计其对锡的需求有所回落。

图 25 铅酸蓄电池企业开工率

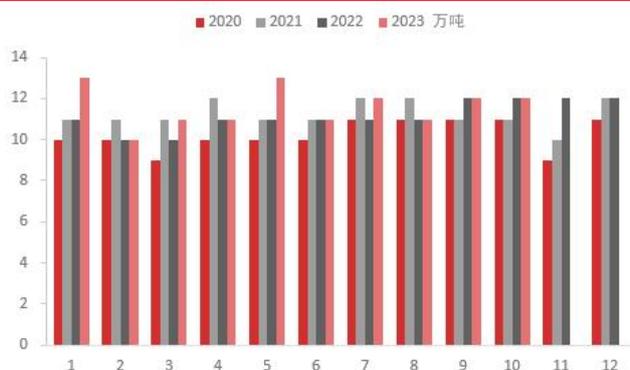


资料来源：SMM，东海期货研究所

### 3.4. 镀锡板：需求预计稳定

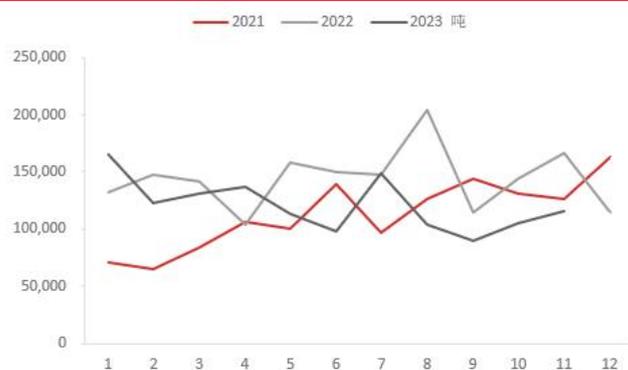
2023 年 10 月，国内镀锡板产量为 12 万吨，环比持平；11 月镀锡板出口量录得 11.6 吨，同比下降 30.48%，环比上升 10.52%。由于钢厂生产不受春节假期的影响，镀锡板产量的季节性变化并不明显，因此，1 月镀锡板产量无较大变化，对锡的需求较为稳定。

图 26 镀锡板产量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 27 镀锡板出口量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

### 3.5. 需求小结

进入 1 月，虽然国内电子消费仍处于相对高位，但以消化库存为主，生产端对锡焊料的消费维持弱势，而光伏电池的开工率亦出现季节性下滑，锡焊料的整体需求无亮点；以 PVC 为代表的锡化工或在 11-12 月地产竣工面积增长的带动下维持在相对高位，铅酸蓄电池在春节前仍存在较大的更换需求、开工率仍可维持在较高水平，但锡化工、铅酸电池的开工预计在春节假期的影响下逐步转弱，对锡消费也逐渐减少；镀锡板的产量受钢厂春节连续生产的影响而维持稳定。总体而言，锡下游消费在 1 月仍处于淡季，对锡的总需求量或进一步下降。

## 4. 库存：内外或延续累库

社会库存方面，12 月 29 日锡锭社会库存录得 10121 吨，与 12 月 1 日 7712 吨相比增加了 2409 吨，累库走势明显；仓单量与社库走势基本一致，从 12 月 1 日的 4948 吨增加至 29 日的 6073 吨；11 月末锡炼厂企业库存录得 3720 吨。

在 11 月转入消费淡季后、叠加 12 月的沪锡价格大幅反弹，下游补库积极性大幅走弱，带动锡锭社会库存进入累库周期，锡锭现货升贴水不断承压，沪锡合约的近月的 C 结构扩大至 500 元左右的水平；进入 1 月后，除因沪锡价格下跌带来的少量补库外，预计锡锭库存将延续累库走势，现货升贴水与期货月差均维持弱势。

12 月间 LME 库存处于（7685, 8205）吨的区间内波动，伦锡 Cash-3M 在（-\$290, -\$177）的区间内震荡——主要受国内进口窗口打开后锡锭进口商锁定比价、现货升贴水企稳的影响。在 1 月国内进口下降的情况下，海外 LME 库存仍有继续上升的可能，警惕由于海外锡锭库存的继续累库带来的伦锡 C 结构的进一步走扩。

图 28 锡锭社会库存



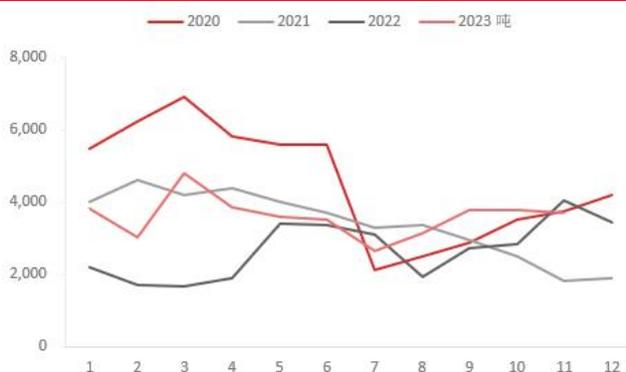
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 29 锡锭 SHFE 仓单库存



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 30 锡锭企业库存



资料来源：SMM，东海期货研究所

图 31 LME 锡锭库存



资料来源：iFinD，东海期货研究所

## 5. 结论及操作建议

宏观：海外方面，关注美国在 1 月 4 日和 5 日公布的就业数据、11 日公布 12 月 CPI 数据、26 日公布的 12 月核心 PCE 数据，以及 31 日晚间的美联储利率决议，对数据公布前后市场避险情绪增减带来的价格剧烈波动保持警惕；此外，关注缅北局势变化对矿山复产可能带来的影响。国内方面，与 2024 年中央经济工作会议相配套的经济政策预计在元旦后陆续出台，关注可能产生的市场预期和情绪的转多。

基本面：供给端，缅甸矿山停产尚未对炼厂的原料供应产生实质性影响，但其仍是市场炒作锡价的重要对象，需对佤邦谈判结果、复工时间等问题保持关注；炼厂在年末淡季出现季节性减产检修的可能性较大，产量或出现季节性下滑；而锡锭进口量在印尼出口配额审批尚未落地、国内淡季需求疲软的双重影响下，预计在 1 月将环比下滑。

需求端，进入 1 月，虽然国内电子消费仍处于相对高位，但以消化库存为主，生产端对锡焊料的消费维持弱势，而光伏电池的开工率亦出现季节性下滑，锡焊料的整体需求无亮点；以 PVC 为代表的锡化工或在 11-12 月地产竣工面积增长的带动下维持在相对高位，铅酸蓄电池在春节前仍存在较大的更换需求、开工率仍可维持在较高水平，但锡化工、铅酸电池的开工预计在春节假期的影响下逐步转弱，对锡消费也逐渐减少；镀锡板的产量受钢厂春节连续生产的影响而维持稳定。总体而言，锡下游消费在 1 月仍处于淡季，对锡的总需求量或进一步下降。

库存方面，1月国内库存预计在淡季下将延续累库，但在沪锡价格回落后或带动下游进行部分补库；在国内锡锭进口量或下降的情况下，伦锡库存仍存在继续上行的可能。

结论：在国内外宏观数据频出的情况下，市场多空情绪或带动沪锡价格出现较为剧烈的上下波动，警惕在海外宏观数据落地后的避险情绪出尽与国内政策落地带来多头预期产生共振、引起沪锡价格的冲高；在宏观影响出尽后，警惕锡价在弱基本面的驱动下重心回落。

风险因素：矿山复产时间悬而不决、宏观因素影响不及预期

## 重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

### 东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：[www.qh168.com.cn](http://www.qh168.com.cn)

E-MAIL：[Jialj@qh168.com.cn](mailto:Jialj@qh168.com.cn)