

2023年12月01日

供应偏紧而需求好转，期价或有上行空间

——沪锡2024年年度投资策略

分析师

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

分析师

刘晨业

从业资格证号：F3064051
投资咨询证号：Z0018826
电话：021-68757223
邮箱：liucy@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：**国内方面，关注2023年12月的中央经济工作会议确定的2024年经济基调、2024年1月份出台的具体配套政策，以及2024年7月召开的政治局会议、相应的增量政策；海外方面，关注欧美央行在2024年可能出现的降息转向，以及可能于二、三季度出现的补库周期。注意把握由宏观因素与基本面因素共振而带来的趋势行情。
- **供给：**由于全球矿山新增投产较少，可进口至国内的量亦较为有限，而缅甸矿山复产后亦难以带来增量，锡精矿供应预计延续偏紧格局；废锡在半导体周期带动焊料消费好转的情况下，供应预计边际好转。在锡焊料需求的拉动下，国内产量供应缺口或由进口锡锭弥补，带动进口量的攀升。
- **需求：**在半导体周期与国内外光伏需求共振影响下，锡焊料需求或较2023年出现进一步好转；在国内地产竣工转弱、海外需求或在下半年好转的格局下，以PVC为代表的锡化工板块或对锡消费构成拖累；而铅酸电池、镀锡板的产量整体变化不大，对锡的需求影响边际较小。总体来看，2024年锡下游需求在焊料的带动下或出现较为明显的好转。
- **库存：**在需求好转的预期下，国内外锡锭库存预计将以去库为主；在一季度国内预计将出现季节性累库，但考虑炼厂原料供应紧张、锡锭进口量或因配额问题而出现下滑等原因，累库幅度或较2023年偏低。
- **单边走势：**2024年一季度，警惕由宏观政策出台、缅甸矿山复产等事件引起的价格大幅冲高或下跌，尤其关注矿山复产与淡季累库可能形成的共振下跌；二季度，关注欧美央行可能的降息转向和补库周期，供应端印尼出口配额落地后可能带来进口增加，同时下游需求在春节后逐渐好转，供需两端均有所走强，沪锡价格或在震荡中重心上移，但幅度可能较小；三季度，关注政治局会议、炼厂检修、需求旺季预期的三重共振下，可能带来沪锡价格的大幅上行；四季度，在炼厂维持较高开工率的情况下，下游需求逐渐转淡，沪锡价格或逐渐回落、震荡。
- **月差结构：**月差在一、四季度出现小Contango的概率较大，二、三季度结构出现Back的概率较高，套利以正向套利为主。
- **风险因素：**欧美维持高利率的时间超预期、半导体新周期需求不及预期

正文目录

1. 行情回顾	4
2. 供应端	5
2.1. 锡原料：矿端产量延续偏紧，废锡供应或边际好转	5
2.2. 精炼锡：产量、进口量或增，注意年内变化节奏	6
2.3. 供应小结	7
3. 需求端	7
3.1. 锡焊料：半导体与光伏共振，带动焊料消费增长	8
3.2. 锡化工：地产竣工转弱，拖累锡化工消费	9
3.3. 铅酸电池：总量需求影响小，关注季节性变化	10
3.4. 镀锡板：产量变动较小，边际影响有限	11
3.5. 需求小结	11
4. 库存：去库为主，季节性累库或不及预期	11
5. 行情展望	12

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	5
图 4 沪锡月差结构	5
图 5 国内锡精矿产量	6
图 6 锡精矿进口量	6
图 7 锡精矿加工费	6
图 8 废锡价格	6
图 9 炼厂开工率	7
图 10 锡锭产量	7
图 11 锡锭现货进口盈亏	7
图 12 锡锭进口情况	7
图 13 全球半导体销售周期	8
图 14 费城半导体指数 (SOX)	8
图 15 中国半导体产量	9
图 16 中国集成电路进出口量	9
图 17 手机产量	9
图 18 微型计算机设备产量	9
图 19 光伏电池产量	9
图 20 光伏组件进出口量	9
图 21 地产新开工施工面积累计同比	10
图 22 地产竣工面积累计同比	10
图 23 PVC 国内产量	10
图 24 美国库存周期走势	10
图 25 铅酸蓄电池企业开工率	11
图 26 镀锡板产量	11
图 27 锡锭社会库存	12
图 28 锡锭 SHFE 仓单库存	12
图 29 锡锭企业库存	12
图 30 LME 锡锭库存	12
表 1 2024 年锡精矿预计新投产能	6

1. 行情回顾

从 2023 年 1 月初至 11 月 24 日，沪锡价格走势大致可分为十个阶段：

第一阶段，1 月 1 日至 1 月 20 日，在国内防疫政策逐渐放开的背景下，市场充斥着对 2023 年经济复苏的预期，沪锡加权价格从 20.1 万上行至 23.9 万附近；

第二阶段，1 月 30 日至 3 月 16 日，春节过后，“强预期，弱现实”的交易逻辑开始主导市场，在海外银行流动性危机蔓延的过程中，叠加锡锭供需两弱的基本面，沪锡加权价格从 24.37 万一路下挫至 17.75 万附近；

第三阶段，3 月 17 日至 4 月 11 日，随着银行流动性危机的淡化，外加工信部发文要稳住电子产品消费的利好消息，沪锡加权价格冲高至 21 万元，因预期短期难兑现、宏观数据扰动等因素的影响，再度回落至 18.8 万附近；

第四阶段，4 月 12 日至 4 月 18 日，在宏观数据落地的背景下，缅甸佤邦发文“将在 8 月 1 日停止锡精矿的开发”，沪锡主力合约迎来涨停，沪锡加权价格从 18.9 万上冲至 22.9 万附近；

第五阶段，4 月 19 日至 5 月 23 日，随着缅甸停矿事件逐渐被市场所消化，叠加美国债务违约引发市场恐慌，沪锡加权价格从 22.2 万回落至 19.2 万附近；

第六阶段，5 月 24 日至 6 月 21 日，缅甸佤邦再度发文确认 8 月停矿事宜，国内银漫矿业停产技改、部分炼厂检修，伦锡多空交割博弈加剧，沪锡加权价格从 19.2 万元震荡上行至 22.1 万元；

第七阶段，6 月 26 日至 6 月 29 日，伦锡交割博弈的影响淡出，沪锡价格震荡回落；

第八阶段，6 月 30 日至 7 月 31 日，市场率先对炼厂检修减产和 8 月的停矿预期进行交易，沪锡价格从 22 万元迅速冲高至 23 万元以上，并在停矿周期未确定之前，于 23 万至 24 万之间震荡；

第九阶段，8 月 1 日至 17 日，缅甸矿山正式开始停矿，但市场预期选矿厂复产批文将在 8 月末发出，利空出尽带动沪锡价格下行至 21 万附近；

第十阶段，8 月 18 日至 11 月 24 日，缅甸佤邦矿山宣布矿山收归国有，由于缅北局势、矿山工人回国、工作签证较难等原因，市场预期矿山或在 2024 年春节后方能陆续恢复生产，而炼厂锡精矿原料库存储备可维持生产至 12 月，下游消费逐渐转淡，供需矛盾有所缓解，沪锡价格维持震荡运行，震荡区间下移至 20 万附近。

而伦锡价格走势在 2023 年以追随沪锡价格走势为主，并未走出独立行情。

锡锭现货升贴水方面，从年初至 11 月 24 日，处于 (-850,700) 的区间中、在平水附近上下波动。与升贴水变化相对应，沪锡近月合约月差的变动范围大致处于 (500C, 500B) 之间，处在平水结构附近波动。受交割博弈的影响，伦锡月差在上半年逐渐走强，Cash-3M 在 6 月一度冲高至 1704 美元，随后不断回落，并在 8 月后转为 C 结构，并逐渐稳定在 (-300,-100) 美元的区间内窄幅震荡。

图 1 沪锡价格走势



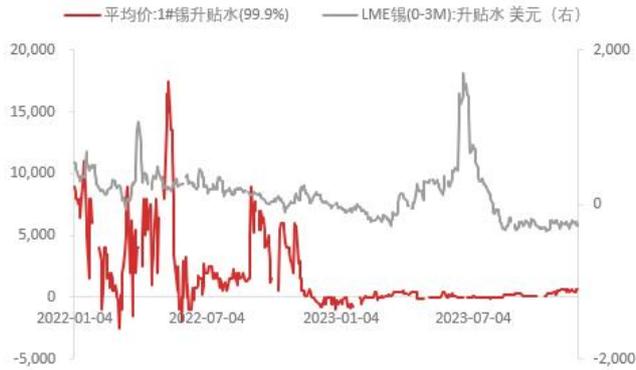
资料来源：iFind，东海期货研究所

图 2 伦锡价格走势



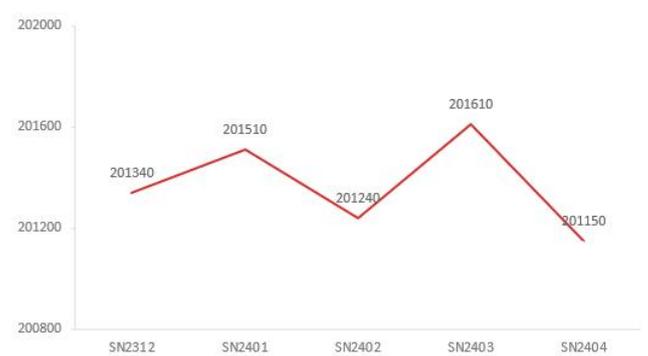
资料来源：iFind，东海期货研究所

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. 锡原料：矿端产量延续偏紧，废锡供应或边际好转

2023年1-9月，国内锡精矿累计产量为51364吨，同比下降了7.87%。主要原因在于：2023年国内并无矿山投产，仅兴业矿业旗下的银漫矿业通过技改实现了小幅提产，整体产量难免较2022年下滑。

2023年1-10月，锡精矿累计进口量为204675.82吨，同比增长4.61%。其中，来自于缅甸的进口量为146875.23吨，占比71.76%；来自刚果（金）的进口量为24159.16吨，占比11.8%；来自缅甸的锡精矿仍然占据了举足轻重的地位。由于锡精矿整体供应格局偏紧，加工费水平在2023年总体处于较低水平，并可划分为四个阶段：第一阶段，1月至3月下旬，加工费延续了2022年6月以来的下跌走势；第二阶段，3月下旬至7月中旬，由于缅甸佤邦宣布停矿，带来锡精矿供应将进一步收紧的预期，加工费在小幅下降后维持稳定；第三阶段，7月中旬至10月末，在佤邦停矿之前，矿山加大开采和选矿力度，使得6-8月的锡精矿进口量大幅增加，且选厂在矿山停矿后仍将库存锡精矿出口至国内，炼厂锡矿原料库存储备较为充足，带来加工费的小幅走强；第四阶段，11月初至24日，随着佤邦选厂原料库存的走低，来自于缅甸的进口量在9-10月下滑，而炼厂的锡矿原料也不断消耗，加工费再度出现回落。

2024年，全球新投产矿山年产量预计在10832金属吨，分别为：计划2月投产的刚果（金）的Mpama South项目，年产量约7232金属吨，计划6月投产的巴西Massangana尾矿项目，年产量预计3600金属吨；预计仅刚果（金）的锡精矿或可进口至国内。此外，缅甸佤邦政府与矿商的谈判仍在进行中，或在2023年12月底达成一致，但受缅北局势、中国籍员工工作签证、春节假期等因素的影响，佤邦矿山的复产预计在2024年3月之后；在没有新增矿山生产的情况下，复产后对中国的锡精矿出口较2023年难以出现显著增长。

废锡方面，2023年受半导体周期的影响，下游电子产品的生产与消费较为低迷，除9-10月的短暂旺季外，供应整体维持偏紧格局，造成部分以废锡为原料的炼厂较长时间减产、停产；废锡价格因其锡含量不同，以一定的比例随沪锡价格上下波动。新的半导体周期在今年6月开启，启动之初对锡焊料的需求拉动并不明显，废锡供应虽阶段性有所好转，但总体维持偏紧格局；而随着半导体需求在2024年的持续复苏，势必拉动对锡焊料的需求，带来废锡供应的边际好转。

图 5 国内锡精矿产量



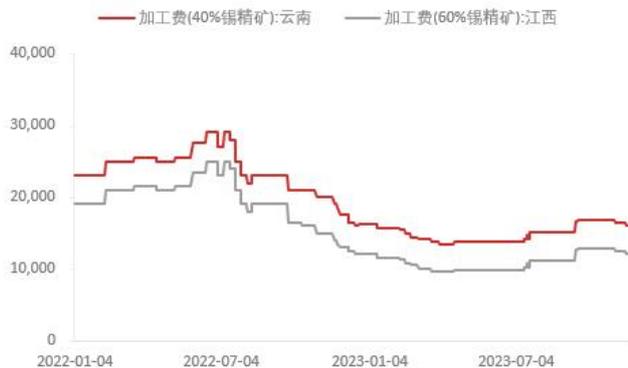
资料来源：SMM，东海期货研究所

图 6 锡精矿进口量



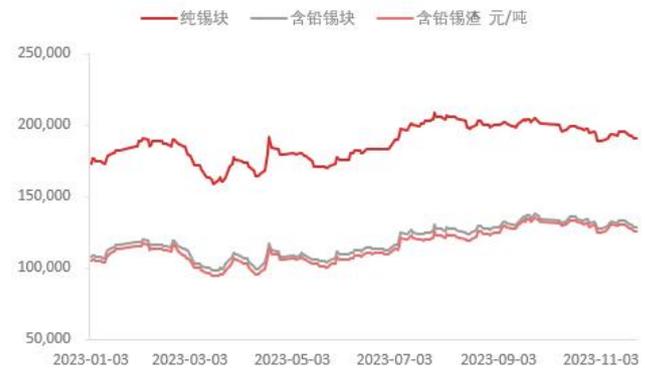
资料来源：iFinD，东海期货研究所

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

表 1 2024 年锡精矿预计新投产能

国家	项目	预计产量 (金属吨)	投产时间
刚果(金)	Mpama South	7232	2024. 2
巴西	Massangana 尾矿	3600	2024. 6
合计		10832	

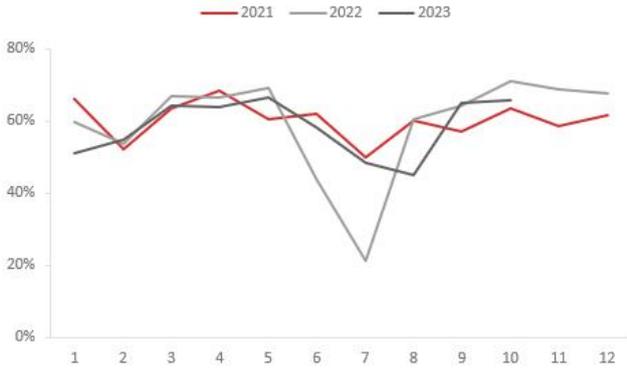
资料来源：ITA，iFinD，东海期货研究所

2.2. 精炼锡：产量、进口量或增，注意年内变化节奏

2023年1-10月，锡炼厂开工率走势可分为三个阶段：第一阶段，1-5月，炼厂逐渐从元旦、春节的低开工中恢复，产量逐渐上行；第二阶段，6-8月，炼厂相继进入检修，在8月达到开工率的最低点；第三阶段：9月至今，炼厂在检修结束后提产，开工率恢复至相对高位。产量方面，1-10月累计产量13.78万吨，同比上升2.91%，属于正常的生产波动。

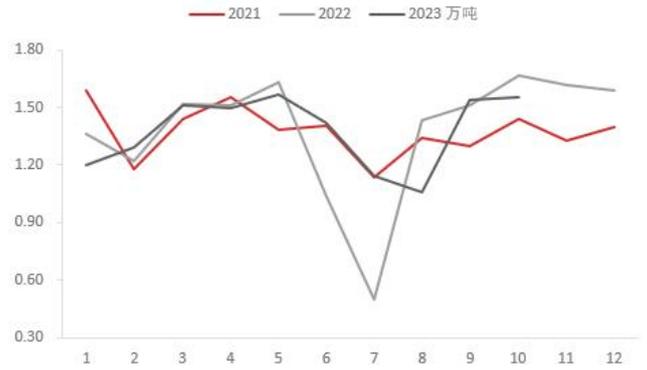
2024年，在锡精矿供应延续偏紧，半导体周期带动焊料需求及废锡供应好转的情况下，锡锭产量或较2023年出现增长，但涨幅较为有限。具体而言，受1-2月元旦、春节等节假日的影响，叠加来自于缅甸进口矿减少可能导致炼厂原料的进一步紧张，一季度锡锭产量预计将明显下滑；在3月、二季度缅甸矿山逐步复产后，锡精矿进口偏紧或有所缓解，锡锭产量也随着下游需求的回暖而逐步恢复至高位；进入7、8月份，国内炼厂因集中检修而减停产，带来产量的再度下滑；检修一般在9月进入消费旺季前结束，在9-12月的消费由旺转淡的过程中，锡锭产量预计维持在相对高位。

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

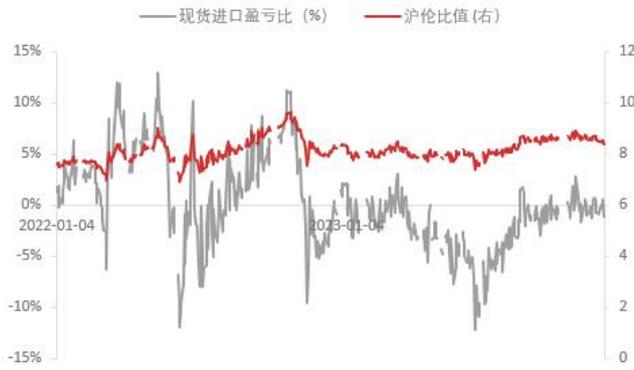


资料来源：iFinD，东海期货研究所

2023年1-10月，锡锭累计进口量为23171.04吨，同比增长2.56%。截止11月24日，除了在6-7月由于伦锡交割博弈带来海外锡锭现货升水高企、进口亏损扩大外，今年大部分时间进口窗口均处于打开状态，带来进口量的环比增长。其中，来自于印度尼西亚的锡锭进口量为17782.46吨，占比76.7%；来自于秘鲁的锡锭进口量为2892.9吨，占比12.5%；来自于马来西亚的进口量为1631.9吨，占比7%。

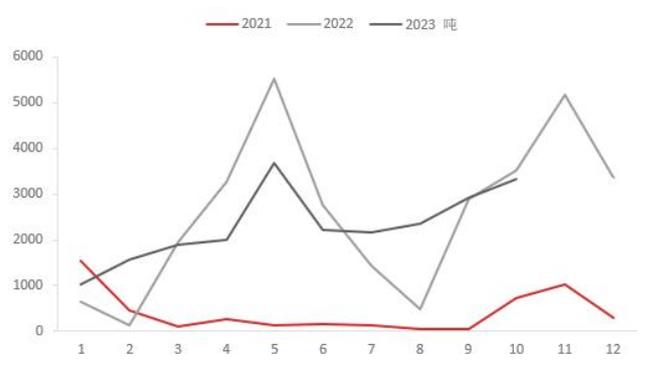
2024年，由于半导体周期对锡需求的拉动逐渐凸显，而国内锡精矿产量和进口量预计仍维持偏紧格局，由此带来的锡锭供应缺口或由进口锡锭来不足，带来进口量环比2023年或出现增长。值得注意的是，由于印尼政府将锡锭的出口配额从“一年一审”更改为了“三年一次性发放，每年回顾生产、出口情况”，势必带来配额审批的时间延长，或导致其明年一季度的出口量出现大幅下降、二季度逐渐恢复正常水平。因此，明年一季度进口量或由于印尼配额审批时长的增加而出现下滑，暂未看到对二至四季度的进口量产生影响的扰动因素。

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

展望2024年，由于全球矿山新增投产较少，可进口至国内的量亦较为有限，而缅甸矿山复产后亦难以带来增量，锡精矿供应预计延续偏紧格局；废锡在半导体周期带动焊料消费好转的情况下，供应预计边际好转。在锡焊料需求的拉动下，国内锡锭产量或增幅有限，供应缺口或由进口锡锭弥补，带动进口量的攀升。

3. 需求端

3.1. 锡焊料：半导体与光伏共振，带动焊料消费增长

锡焊料作为锡锭最大的消费方向，占到了接近于 65% 的比重。锡焊料用来连接电子元器件的线路，其消费量与半导体产量、光伏装机量、电子产品产量密切相关。其中，消费电子和白色家电占比约 70%，通信、光伏及其他占比约 30%。

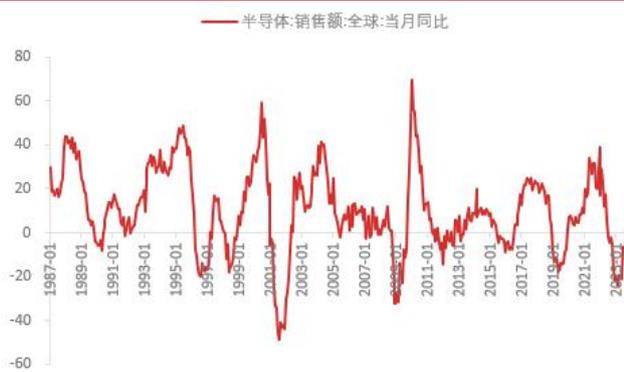
2023 年 1-9 月，全球半导体销售额累计录得 3808.5 亿美元，同比下滑 14.08%。主要原因在于：2023 年 1-5 月仍处于上一轮半导体销售周期的下降阶段，月均同比降幅比例达到 21.02%——上轮周期的起点为 2019 年 7 月，结束于 2023 年 5 月；而在 6-9 月间，新一轮半导体周期开启，全球半导体销售额同比增速开始反弹。作为领先指标的费城半导体指数在 2022 年 10 月中旬便开始触底反弹——早于全球半导体销售额拐点约 7 个月的时间，截止 2023 年 11 月下旬，费城半导体指数始终处于上升通道当中。2023 年 1-10 月，全国半导体累计产量 2855.5 亿块，同比增长 6.29%；全国集成电路出口量录得 2220.05 亿个，同比下降 3.71%；全国集成电路进口量录得 3981.99 亿个，同比下降 13.11%。电子产品方面，手机、计算机在 1-10 月的产量却出现了下降：手机累计产量为 12.7 亿台，同比下降 2.47%；计算机累计产量为 2.83 亿台，同比下降 17.9%。

半导体新周期在 2023 年 6 月启动至今，各类电子产品的生产与消费尚未出现明显好转迹象，对焊料需求仅在 9-10 月的消费旺季有所体现；预计新周期下电子产品的生产与消费将在 2024 年得到释放与增长，对锡焊料的需求形成较明显的拉动作用。

光伏领域，1-10 月国内光伏电池产量录得 43150.7 万千瓦，同比大幅增加 36.3%；1-10 月新增光伏装机量录得 14256 万千瓦，同比大幅增加 144.8%。出口方面，1-10 月中国光伏组件净出口 47.28 亿个，同比增幅 43.5%。

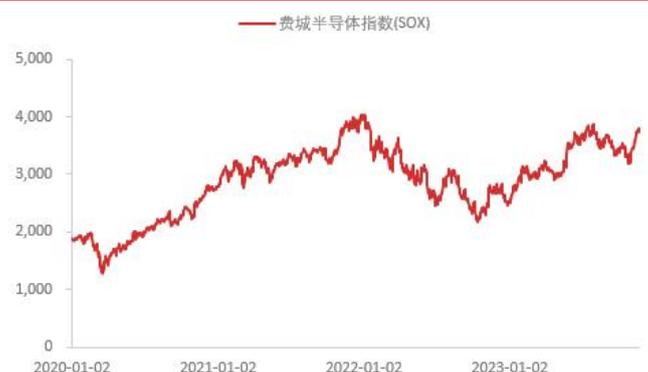
11 月 15 日，中美两国在发表的阳光之乡声明中表示：两国争取到 2030 年全球可再生能源装机增至三倍，计划从当前至 2030 年在 2020 年水平上充分加快两国可再生能源部署；而欧洲、中东地区的能源政策使得其在未来数年中对光伏保持强劲需求。因此，光伏对锡焊料的需求在 2024 年预计仍保持强劲。

图 13 全球半导体销售周期



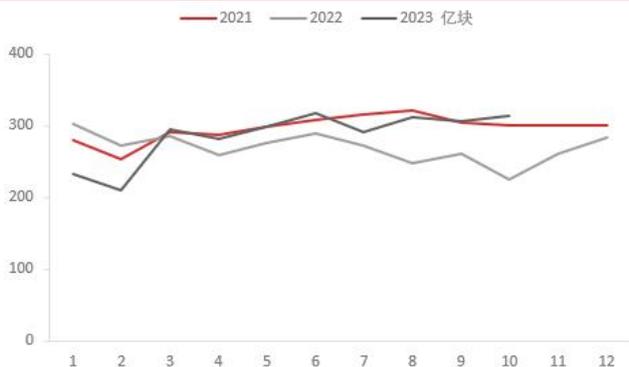
资料来源：iFind, 东海期货研究所

图 14 费城半导体指数 (SOX)



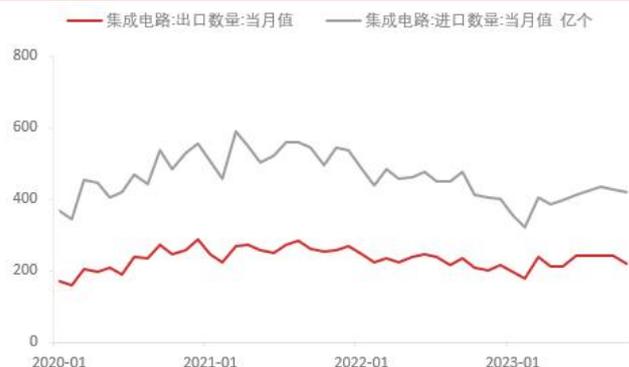
资料来源：iFind, 东海期货研究所

图 15 中国半导体产量



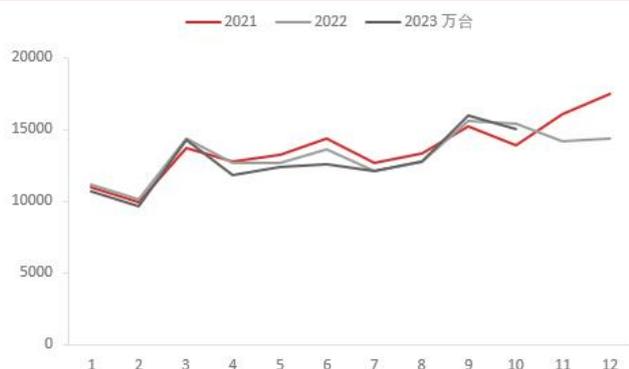
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 16 中国集成电路进出口量



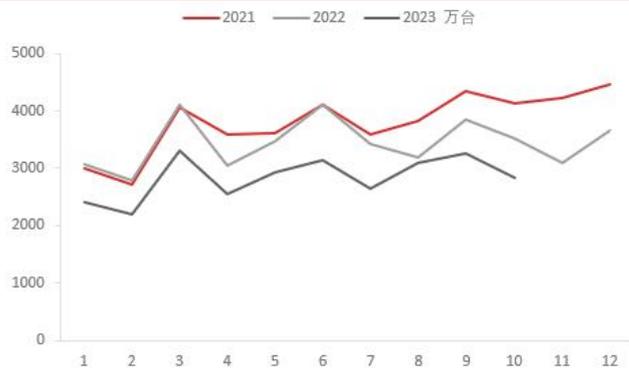
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 17 手机产量



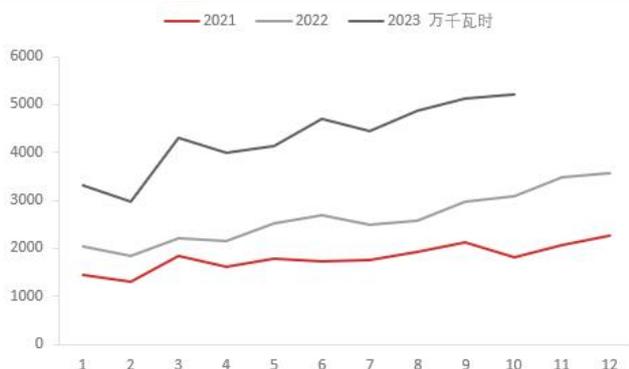
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

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

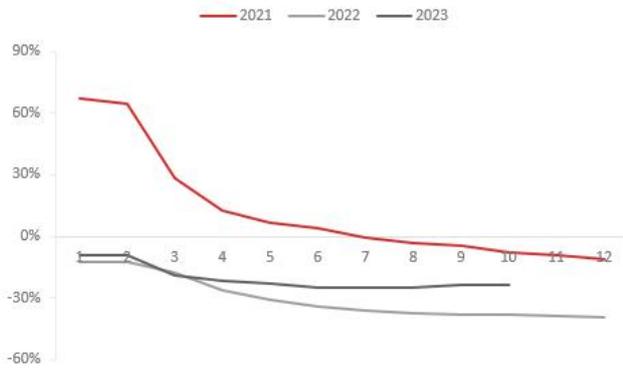
3.2. 锡化工：地产竣工转弱，拖累锡化工消费

锡化工作为锡的第二大消费领域，约占下游用锡量的 12%。锡化工的细分领域较多，但约三分之二的的需求为 PVC 稳定剂；而 PVC 稳定剂主要用于管材管件、型材门窗、薄膜、PVC 地板等领域的制造中，这些用途与地产竣工周期密切相关。

2023 年 1-10 月地产竣工面积累计达到 55150.72 万 m²，同比增长 18.44%，主要得益于 2022 年的竣工面积低基数。由于地产从开工到竣工的周期一般为 1-2 年，而地产开工施工情况自 2021 年后不断走低，故 2024 年的房地产竣工状况将延续疲软态势，拖累对 PVC 的消费。

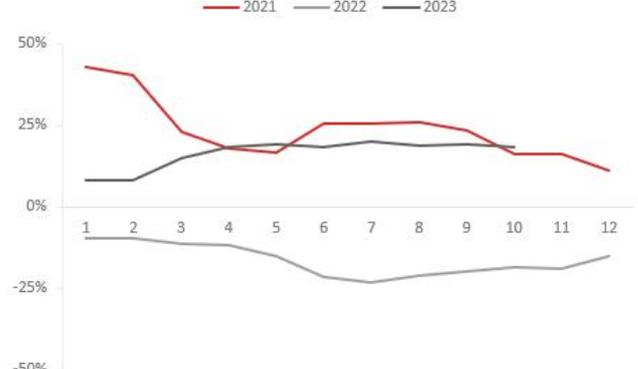
1-10月，PVC国内产量累计录得1888.3万吨，同比增长1.91%，增幅主要来自于下半年出口情况的好转。展望2024年，PVC需求量或受累于国内地产竣工的下滑；但欧美央行预计在明年年中开启降息，且在二、三季度开启新一轮的补库周期，或将带动PVC出口量在下半年的好转。总体而言，PVC在2024年的产量或比2023年有所下滑，对锡化工的消费构成拖累。

图 21 地产新开工施工面积累计同比



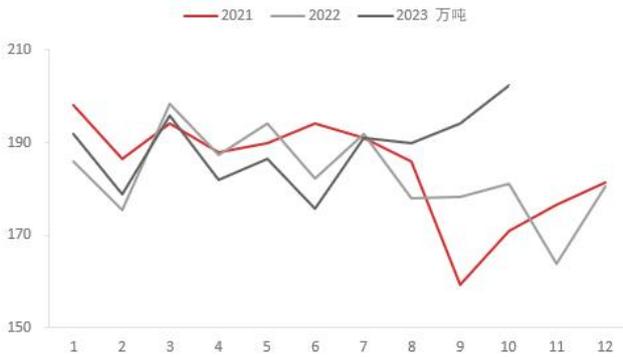
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 22 地产竣工面积累计同比



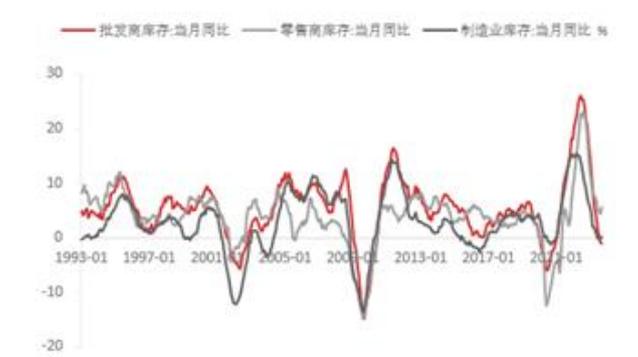
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 23 PVC国内产量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 24 美国库存周期走势



资料来源：iFinD，东海期货研究所

3.3. 铅酸电池：总量需求影响小，关注季节性变化

铅酸电池是锡的第三大下游，其用量约占消费量的8%，1吨铅酸蓄电池中的用锡量大约为2千克。每年铅酸电池的旺季为春节后、夏季来临时，汽车、电瓶车等更换电池的需求较为旺盛，铅酸电池企业的开工率存在相应的抬升。

2023年1-10月，国内铅酸电池企业的综合开工率走势可以分为三个阶段：第一阶段，受元旦、春节假期及节后复工的影响，从1月的56.56%上升到3月的72.23%；第二阶段，在春节后更换电池的需求小高峰消退后、消费走弱，开工率再从3月的高点下降至6月的59.57%；第三阶段，7-10月，由于夏季、秋冬季的温差变化大，铅酸电池性能因温度变化而容易下降，迎来电池更换消费的旺季，带动开工率从59.57%的低点攀升至9-10月71%左右的高点。

由于铅酸电池对环境污染的问题较为严重，且新型电池技术不断发展，在无明确的政策导向下，铅酸电池整体产量和用量变化较为缓慢；且铅酸电池对锡的需求占比较小，难以对锡价产生较大影响。因此，预计2024年铅酸电池对锡的总量需求无明显边际影响，关注其生产的季节性变化即可。

图 25 铅酸蓄电池企业开工率



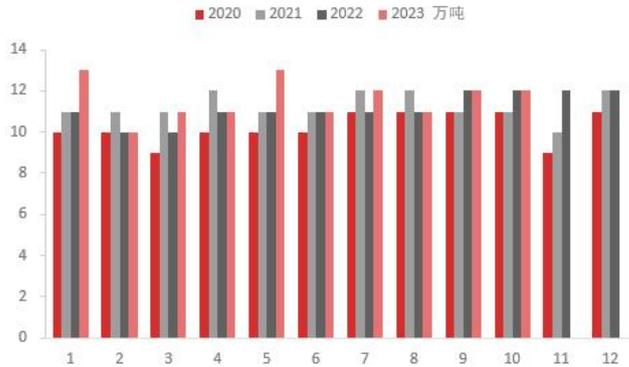
资料来源：SMM，东海期货研究所

3.4. 镀锡板：产量变动较小，边际影响有限

镀锡板作为锡的第四大下游，用量约占到下游消费的 7%。2023 年 1-10 月，国内镀锡板累计产量为 116 万吨，同比增加 5.45%——由于镀锡板产量相对较低，故该增长属于正常的生产波动。

由于镀锡板用途、用量相对稳定，故产量、出口量、消费量变化相对较小，叠加在锡下游消费中份额较低，对锡价变化影响甚微。因此，预计 2024 年镀锡板产量水平同 2023 年变化不大，对锡的需求拉动并不明显。

图 26 镀锡板产量



资料来源：iFind，东海期货研究所

3.5. 需求小结

展望 2024 年，在半导体周期与国内外光伏需求共振影响下，锡焊料需求或较 2023 年出现进一步好转；在国内地产竣工转弱、海外需求或在下半年好转的格局下，以 PVC 为代表的锡化工板块或对锡消费构成拖累；而铅酸电池、镀锡板的产量整体变化不大，对锡的需求影响边际较小。总体来看，2024 年锡下游需求在焊料的带动下或出现较为明显的好转。

4. 库存：去库为主，季节性累库或不及预期

2023 年 1 月至 11 月 24 日，锡锭社会库存的走势大致分为两个阶段：第一阶段，从 1 月初至 7 月 14 日，在消费的拖累下，锡锭持续不断累库至 12056 吨的高位；第二阶段，从

7月中旬至11月24日，在佹邦停矿事件逐渐落地后，沪锡价格大幅回落，叠加下游消费旺季临近，社会库存回落至8000吨附近波动。上期所仓单量与社会库存走势较为一致。

从今年年初至10月末，企业月均库存录得3593吨，较2022年月均2687吨高出45.2%。库存走势在2-3月复工后有所抬升，在4-7月间随消费的复苏、炼厂逐渐检修而出现去库，在8-10月生产恢复高位后又再度上行。

截止11月24日，LME库存仍然延续着从4月初以来的累库走势，主要累库地点为马来西亚的巴生港，主要由马来西亚本国生产的锡锭及周围临近国家的锡锭交割而带来累库。

2024年的库存变化方面，在需求好转的预期下，国内外锡锭库存预计将以去库为主；在一季度国内预计将出现季节性累库，但考虑炼厂原料供应紧张、锡锭进口量或因配额问题而出现下滑等因素，累库幅度或较2023年偏低。

图 27 锡锭社会库存



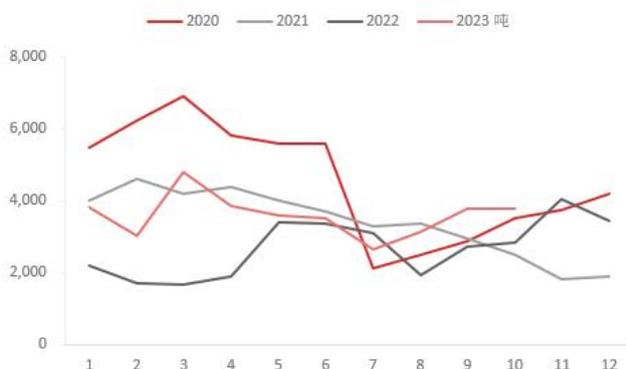
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 28 锡锭 SHFE 仓单库存



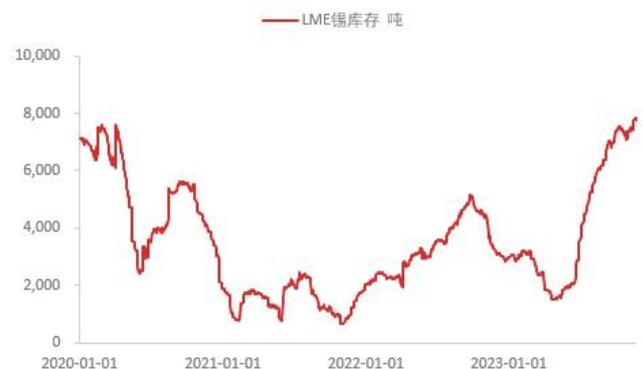
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 29 锡锭企业库存



资料来源：SMM，东海期货研究所

图 30 LME 锡锭库存



资料来源：iFinD，东海期货研究所

5. 行情展望

宏观，国内方面，关注 2023 年 12 月的中央经济工作会议确定的 2024 年经济基调、1 月份出台的具体配套政策，以及 2024 年 7 月召开的政治局会议、相应的增量政策；海外方面，关注欧美央行在 2024 年可能出现的降息转向，以及可能于二、三季度出现的补库周期。注意把握由宏观因素与基本面因素共振而带来的趋势行情。

基本面，供给端，由于全球矿山新增投产较少，可进口至国内的量亦较为有限，而缅甸矿山复产后亦难以带来增量，锡精矿供应预计延续偏紧格局；废锡在半导体周期带动焊料消费好转的情况下，供应预计边际好转。在锡焊料需求的拉动下，国内产量供应缺口或由进口

锡锭弥补，带动进口量的攀升。需求端，在半导体周期与国内外光伏需求共振影响下，锡焊料需求或较 2023 年出现进一步好转；在国内地产竣工转弱、海外需求或在下半年好转的格局下，以 PVC 为代表的锡化工板块或对锡消费构成拖累；而铅酸电池、镀锡板的产量整体变化不大，对锡的需求影响边际较小。总体来看，2024 年锡下游需求在焊料的带动下或出现较为明显的好转。库存变化方面，在需求好转的预期下，国内外锡锭库存预计将以去库为主；在一季度国内预计将出现季节性累库，但考虑炼厂原料供应紧张、锡锭进口量或因配额问题而出现下滑等因素，累库幅度或较 2023 年偏低。

行情展望：（1）单边走势上，2024 年一季度，警惕由宏观政策出台、缅甸矿山复产等事件引起的价格大幅冲高或下跌，尤其关注矿山复产与淡季累库可能形成的共振下跌；二季度，受印尼出口配额落地后进口增加，同时下游需求在春节后逐渐好转，供需两端均有所走强，沪锡价格或在震荡中重心上移，但幅度可能较小；三季度，关注政治局会议、炼厂检修、需求旺季预期的三重共振下，可能带来沪锡价格的大幅上行；四季度，在炼厂维持较高开工率的情况下，下游需求逐渐转淡，沪锡价格或逐渐回落、震荡。（2）月差结构方面，在库存可能去化的情况下，月差在一、四季度出现小 Contango 的概率较大，二、三季度结构出现 Back 的概率较高，套利以正向套利为主。

风险因素：欧美维持高利率的时间超预期、半导体新周期需求不及预期

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，并不构成对客户的投资建议，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

E-MAIL：Jialj@qh168.com.cn