

2024年2月1日

关注价格驱动力的转换，期价或先抑后扬

——沪锡2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2月2日公布的1月就业情况、13日公布1月CPI数据、29日公布的1月核心PCE数据，对数据公布前后美元指数的变化保持关注。国内方面，关注地产政策变化对市场预期及情绪的影响。总体而言，宏观层面难以对期价产生系统性影响。
- **供给：**2月锡精矿国内产量、进口量预计都将下降，锡精矿供应紧张的态势或进一步加剧；同时，炼厂受春节影响亦会出现停工放假、带来产量约3000吨的下滑，锡锭进口量受进口比价收窄、印尼雨季及配额政策的影响，预计将环比回落。
- **需求：**进入2月，绝大多数下游企业均因春节假期而停产放假2-3周，总体消费达到全年低点；春节假期后，预计锡焊料需求将在光伏、电子产品的拉动下而显著好转，锡化工需求在2月中下旬也将显著复苏，铅酸电池、镀锡板除季节性影响外整体变化不大。
- **库存：**国内社库因春节假期影响或持续累库至元宵节后，在现货对期货升水后，上期所仓单或转为下降；LME库存受印尼雨季出口减少的影响，或持续去库至4月份。
- **结论及操作：**（1）单边方面，在2月国内外宏观因素对期价走势难有系统性影响的情况下，沪锡价格运行逻辑将更多受到基本面的影响。在供应端暂无扰动的前提下，多头缺少继续推高价格的动力，沪锡价格在高库存、弱消费的拖累下重心或将下移；而在复工之后，炼厂原料端扰动或逐渐凸显，下游消费对库存去化速度的影响，都可能成为市场炒作的点，期价或逐渐反弹。（2）月差方面：近月月差受现货贴水的影响而维持在contango，但或在2月下旬升水企稳后逐渐向level或back结构转变。
- **风险因素：**缅甸矿山复产早于预期、下游消费不及预期

正文目录

1. 行情回顾	4
2. 供应端	5
2.1. 原料端：锡精矿与废锡均偏紧	5
2.2. 精炼锡：假期产量、进口量双降	6
2.3. 供应小结	7
3. 需求端	7
3.1. 锡焊料：节后需求或可期	7
3.2. 锡化工：节后反弹或较为强劲	8
3.3. 铅酸电池&镀锡板：边际影响有限	9
3.4. 需求小结	10
4. 库存：国内累库至元宵节后，海外或去库至 4 月	10
5. 结论	11

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	9
图 27 锡锭社会库存	10
图 28 锡锭 SHFE 仓单库存	10
图 29 锡锭企业库存	10
图 30 LME 锡锭库存	10

1. 行情回顾

截止 1 月 31 日收盘，沪锡主力合约收盘价为 218490 元，月度涨幅为 2.95%；同期，伦锡 3M 合约的收盘价为 26185 美元，月度涨幅为 3.5%。

2024 年 1 月，沪锡价格呈现出“先跌、后涨、再回落”的态势：一度触及 20.3 万元、随后持续上涨至 22.5 万元、进而小幅震荡回落。第一阶段，1 月 2 日至 10 日，在市场对出台 2024 年经济政策的预期落空后，叠加美国 12 月 CPI 数据即将落地，虽然沪锡价格因低邦矿山复产未落地而出现小幅反弹，但还是在市场情绪转空和弱基本面的共振影响下回落至 20.3 万元；第二阶段，1 月 11 日至 26 日，由于沪锡价格回落带来下游补库和库存去化，同时刚果（金）锡精矿发运或出现延迟、印尼大选可能会对产业下游化和锡锭出口政策带来不确定的影响，期价冲高至 22.5 万；第三阶段，1 月 29 日至 31 日，在供应扰动逐渐被市场消化后，期价驱动逻辑回归至春节淡季下的弱需求，跌破 22 万附近的支撑位。

由于 1 月期价先跌后涨，下游补库主要集中在上旬，现货升水先强后弱；由于中下旬下游采购积极性较低、现货贴水不断扩大，炼厂为周转资金而大贴水出货，中游贸易商买现货并注册为仓单交割，带来 SN2402-2403 的 contango 结构不断扩大。在印尼雨季导致锡锭生产减少、LME 入库减少的情况下，伦锡 Cash-3M 结构持续在 250C 附近波动，并且随着海外库存的去化而反弹至 180C 附近。

图 1 沪锡价格走势



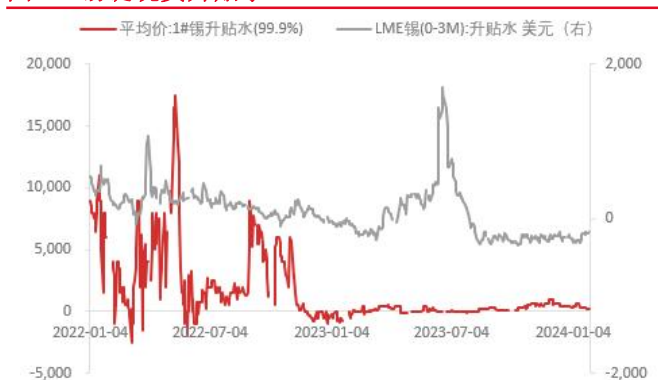
资料来源：iFinD，东海期货研究所

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. 原料端：锡精矿与废锡均偏紧

2023年11月，国内锡精矿产量为6000吨，同比下降20.6%，环比上升6.5%。12月，锡精矿进口量为16405.25吨，折合约2600金属吨，同比下降23.2%，环比下降41.1%；其中，来自于缅甸的进口量为13055.7吨，占进口量的79.6%；来自刚果（金）的进口量为1545.1吨，占比9.4%。据国内矿工介绍，1月份佤邦锡精矿产量或在1000吨左右，环比12月明显下滑。当前，矿山谈判仍未出台实质性政策，考虑到2月春节假期等因素的影响，矿山复产时间或延迟至3月，正常供应至国内或在5月，原料紧张局面将逐渐显现。

刚果（金）方面，由于其出口的锡精矿由坦桑尼亚的达累斯萨拉姆发运，在红海通行受阻而绕行好望角的背景下，达累斯萨拉姆的港口运作负荷将进一步加重，对发运带来一定的延误。考虑到来自刚果（金）的进口量整体偏低、国内炼厂的原料库存等因素，该因素难以对期货价格产生持续的影响。

废锡供应在新的半导体周期下有所好转，但受限春节假期下游停工放假、半导体周期启动较为缓慢，预计2月废锡供应环比走弱。

因此，预计2月国产矿产量因春节假期的影响而小幅回落，来自于缅甸的锡精矿进口量仍将继续萎缩，矿端供应仍然偏紧，废锡供应亦呈现出偏紧的状态。

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：假期产量、进口量双降

2023年12月，精炼锡产量录得1.56万吨，同比下降1.89%，环比上升0.65%；开工率从11月的66%小幅下降至12月的65.5%；而在进入1月后，部分炼厂结束了短暂的检修后复产，产量环比12月基本持平。由于多数炼厂存在2-3周的春节假期，且下游企业在2月初开始了两周左右的停工放假，拖累对锡锭的需求量，炼厂预计也将进入假期并趁机检修，造成锡锭产量或出现3000吨左右的下滑幅度。因此，2月国内锡锭产量因春节假期停产的原因而环比1月下滑。

图9 炼厂开工率



资料来源：SMM，东海期货研究所

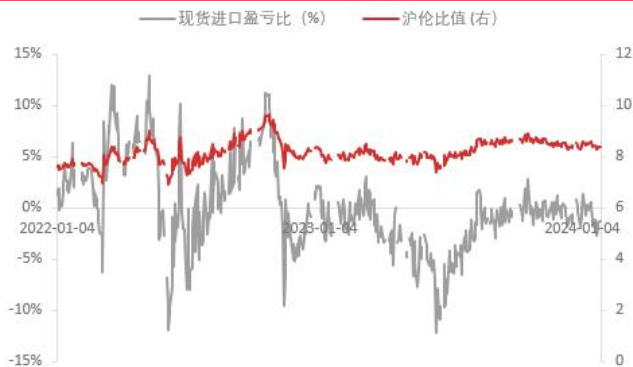
图10 锡锭产量



资料来源：iFind，东海期货研究所

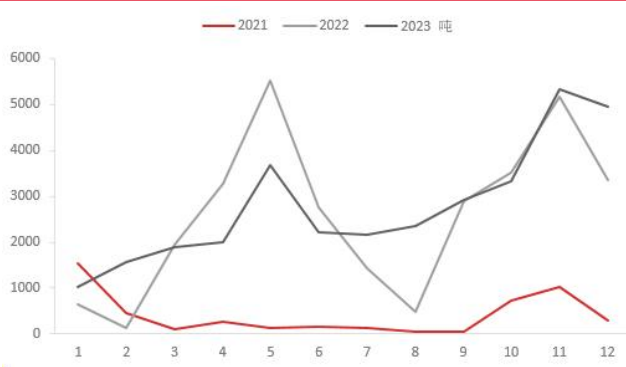
2023年12月，锡锭进口量为4954.19吨，同比上升47.9%，环比下降7.3%。1月锡锭现货进口盈亏在（-2.72%，1.37%）内波动，进口亏损幅度小幅扩大——主要原因在于，国内进入淡季、锡锭销售压力大、压制现货升水，叠加LME去库带来cash-3M的反弹，带来进口盈利幅度的收窄。同时，印尼雨季导致国内矿山开采、锡锭生产均减量，叠加2024年的出口配额审批尚未落地，预计2月的锡锭进口量将环比1月进一步下行。

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，2月锡精矿国内产量、进口量预计都将下降，锡精矿供应紧张的态势或进一步加剧；同时，炼厂受春节影响亦会出现停工放假、带来产量约3000吨的下滑，锡锭进口量受进口比价收窄、印尼雨季及配额政策的影响，预计将环比回落。

3. 需求端

3.1. 锡焊料：节后需求或可期

截止2023年11月，全球半导体销售额录得479.6亿美元，同比上升了11.37%，环比上升了3.32%；作为领先指标的费城半导体指数从1月2日的4023点上升至1月30日的4320点，处在持续上升的走势中。

2023年12月，全国半导体产量录得361.5亿块，同比增长27.2%，环比增长8.04%；12月，全国集成电路出口量录得232.86亿个，同比上涨7.67%，环比上升1.62%；全国集成电路进口量录得422.85亿个，同比上升5.97%，环比上升3.83%。与半导体产量增长的情况同步，手机、计算机在12月的产量出现增长：手机产量为1.69亿台，同比上升18.3%，环比上升5.18%；计算机产量为3088.9万台，同比下降15.4%，环比上升3.15%。

光伏领域，12月光伏电池产量录得5083.1万千瓦时，同比增长42.7%，环比下降4.28%；12月新增光伏装机量录得5187万千瓦，同比大幅增加139.03%，环比上升143.29%。出口方面，12月中国光伏组件出口3.69亿个，同比增幅5.03%，环比下降2.17%。

电子产品、光伏电池产量数据对锡焊料需求而言均属于滞后指标。但2024年市场对半导体周期下的电子产品消费预期较为乐观，春节后消费或延续新周期以来的复苏走势。考虑到春节前的1月为电子产品的消费小高峰、春节后消费有所回落，故电子产品生产对焊料需求的拉动速度相对较缓。

光伏方面，2024年中国光伏装机量预计将达到200GW左右，较2023年的163.8GW增长约22.1%，部分下游企业已经接到相应订单而需在春节前后进行赶工，预计复工后对焊料、锡锭的需求拉动较为明显。

预计2月假期结束后，电子产品、光伏需求将拉动锡锭消费持续好转，光伏的带动作用或更为明显。

图13 全球半导体销售周期



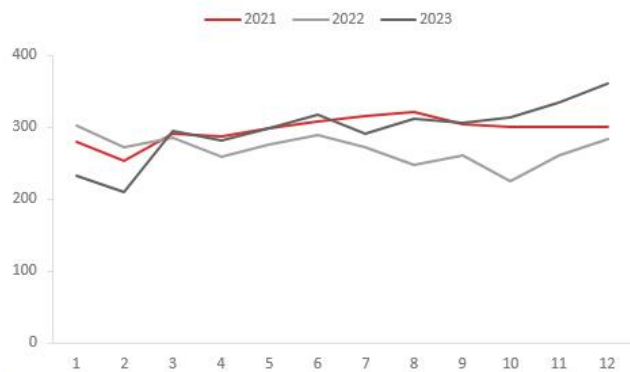
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

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



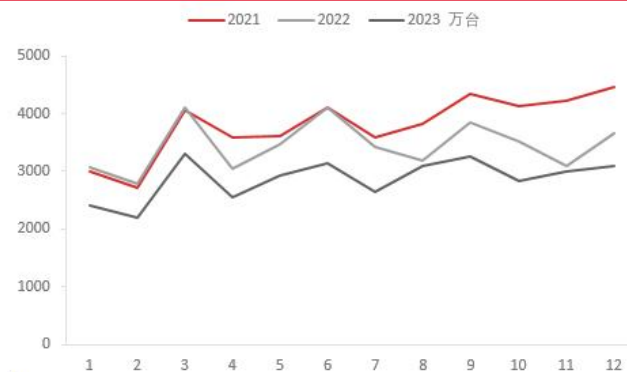
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

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



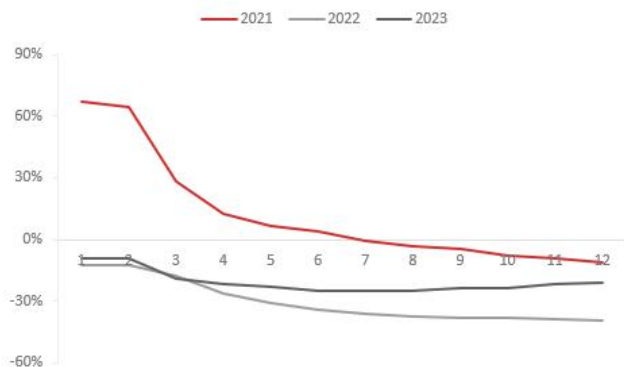
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

3.2. 锡化工：节后反弹或较为强劲

12月地产竣工面积累计达到99831.09万 m^2 ，同比增长15.78%，较11月下降了1.32%；12月当月竣工面积录得34594.07万 m^2 ，年末赶工情况明显。同期，PVC国内产量录得204.72万吨左右，同比增长13.37%，环比上升6.07%。

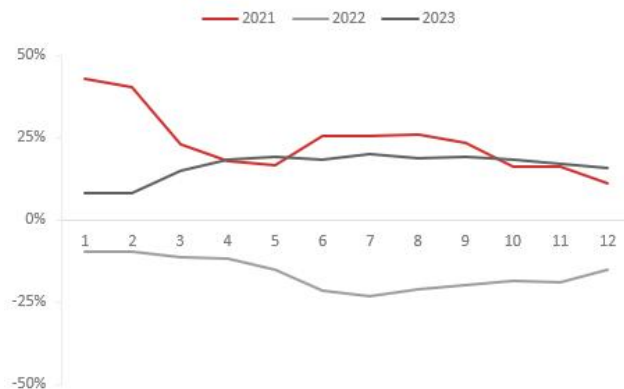
由于锡化工的需求相对滞后于地产竣工，在12月地产竣工面积季节性走高后，对锡化工的需求拉动或在2024年1月和3月有所体现，而2月因两周左右的春节假期影响，PVC等锡化工下游的需求将季节性走弱；但受年末高竣工水平的影响，春节过后其产量反弹或较为强劲。

图 21 地产新开工施工面积累计同比



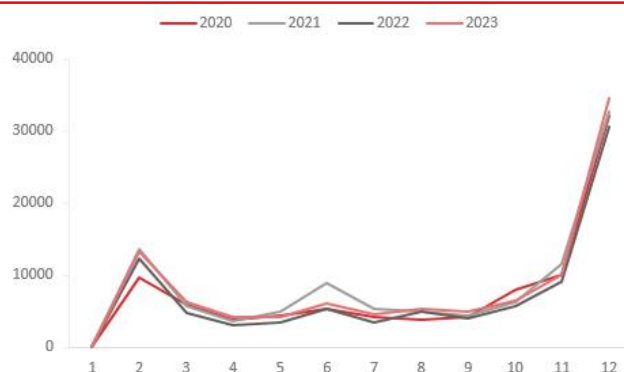
资料来源：iFinD，东海期货研究所

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&镀锡板：边际影响有限

2023 年 12 月，国内铅酸电池企业的综合开工率亦出现小幅回落，从 11 月的 71.1% 小幅下行至 12 月的 68.6%。12 月，国内镀锡板产量为 12 万吨，环比持平。

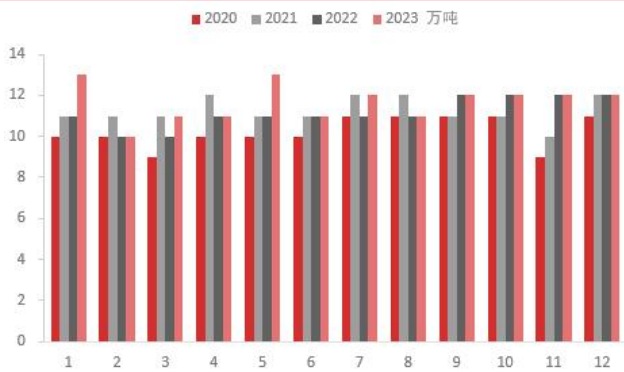
铅酸电池企业在春节前一周开始了大面积停工放假，钢厂亦出现了压减负荷的举措，但二者用锡量偏低，对锡锭的边际需求影响可忽略不计。

图 25 铅酸蓄电池企业开工率



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 26 镀锡板产量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

3.4. 需求小结

进入2月，绝大多数下游企业均因春节假期而停产放假2-3周，总体消费达到全年低点；春节假期后，预计锡焊料需求将在光伏、电子产品的拉动下而显著好转，锡化工需求在2月中下旬也将显著复苏，铅酸电池、镀锡板除季节性影响外整体变化不大。

4. 库存：国内累库至元宵节后，海外或去库至4月

社会库存方面，1月26日锡锭社会库存录得10495吨，与12月29日10121吨相比增加了374吨，但总体库存先下降、后反弹；上期所仓单从12月29日的6073吨增加至1月31日的8258吨；11月末锡炼厂企业库存录得3720吨。

在进入1月后，由于期货价格先跌后涨，下游在上旬集中补库后，在中下旬期价走高后采购下滑，现货贴水走扩。炼厂为库存和资金周转而贴水出货给贸易商，交割品牌的现货在注册为仓单后卖交割仍有可图，社会库存和上期所仓单大幅走高。预计累库周期在2月下旬元宵节后将逐渐转为去库，并在现货对盘面转为升水后，带动仓单的注销。

1月间LME库存从月初的7755吨不断下降至31日的6605吨，主要原因在于印尼从2023年11月至2024年4月间均处于雨季，矿山开采困难、炼厂季节性减产带来锡锭出口量回落，故LME库存入库减少、整体呈现去库走势。在去库走势下，伦锡Cash-3M从月初的-\$310小幅攀升至月末的-\$177。预计该去库走势将持续至4-5月份。

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



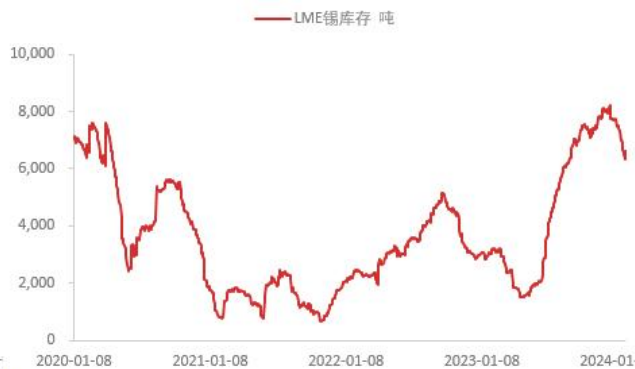
资料来源：iFinD，东海期货研究所

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. 结论

宏观：海外方面，关注美国在 2 月 2 日公布的 1 月就业情况、13 日公布 1 月 CPI 数据、29 日公布的 1 月核心 PCE 数据，对数据公布前后美元指数的变化保持关注。国内方面，关注地产政策变化对市场预期及情绪的影响。

基本面：供给端，2 月锡精矿国内产量、进口量预计都将下降，锡精矿供应紧张的态势或进一步加剧；同时，炼厂受春节影响亦会出现停工放假、带来产量约 3000 吨的下滑，锡锭进口量受进口比价收窄、印尼雨季及配额政策的影响，预计将环比回落。

需求端，进入 2 月，绝大多数下游企业均因春节假期而停产放假 2-3 周，总体消费达到全年低点；春节假期后，预计锡焊料需求将在光伏、电子产品的拉动下而显著好转，锡化工需求在 2 月中下旬也将显著复苏，铅酸电池、镀锡板除季节性影响外整体变化不大。

库存方面，国内社库因春节假期影响或持续累库至元宵节后，在现货对期货升水后，上期所仓单或转为下降；LME 库存受印尼雨季出口减少的影响，或持续去库至 4 月份。

结论：（1）单边方面，在 2 月国内外宏观因素对期价走势难有系统性影响的情况下，沪锡价格运行逻辑将更多受到基本面的影响。在供应端暂无扰动的前提下，多头缺少继续推高价格的动力，沪锡价格在高库存、弱消费的拖累下重心或将下移；而在复工之后，炼厂原料端扰动或逐渐凸显，下游消费对库存去化速度的影响，都可能成为市场炒作的点，期价或逐渐反弹。（2）月差方面：近月月差受现货贴水的影响而维持在 contango，但或在 2 月下旬升水企稳后逐渐向 level 或 back 结构转变。

风险因素：缅甸矿山复产早于预期、下游消费不及预期

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

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn