

2024年3月1日

关注缅甸复产时间，警惕期价剧烈波动

——沪锡3月月度投资策略

投资要点：

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

- **宏观：**海外方面，关注美国在3月6日公布的2月ADP就业人数、8日公布2月失业率与非农就业人数、12日公布的2月CPI数据、21日凌晨公布的美联储利率上限决议，警惕数据公布前后美元指数及商品价格的共振变化。国内方面，关注“两会”可能出现的增量政策及市场预期变化，警惕超预期政策或市场预期落空带来的商品价格共振涨跌。
- **供给：**3月锡精矿国内产量或有所反弹；在来自缅甸的进口量在矿山复产前难以大幅攀升，对“缅甸矿山可能在3月复产”的事件冲击保持警惕。炼厂在元宵节后已恢复生产，3月国内产量预计将回到1.5万吨左右的高位；受限于进口比价亏损的扩大，同时印尼出口配额尚未落地，3月进口量预计仍维持在年度低位。
- **需求：**进入3月，下游企业均已复工复产，预计锡焊料需求将在光伏、电子产品的拉动下而显著好转，且光伏需求或强于电子产品；锡化工需求受年末地产竣工影响而阶段性走强。总体来说，锡下游需求均会季节性走强，但能够影响锡价走势的因素则集中在电子产品的消费预期上，需对费城半导体指数等指标保持密切关注。
- **库存：**国内社库因下游的复工或告一段落，但受累于消费而在高位波动，在现货对期货维持贴水的情况下，仓单预计随社库同频波动。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，除美元指数变化引发的共振走势外，锡产业链本身最大的不确定因素在于缅甸矿山在3月能否复产——当3月矿山能够如期复产的情况下，沪锡价格或将出现较大幅度回落，随后或在下游补库等因素的影响下企稳、反弹；若矿山未能在3月复产，矿端扰动仍制约空头打压价格，期价或维持震荡，但在消费淡季的拖累下，期价重心或出现下移。（2）月差方面：近月月差受现货贴水的影响而维持在contango，但在升贴水企稳、反弹后，月差结构将逐渐向平水靠拢。
- **风险因素：**缅甸矿山复产晚于预期

正文目录

1. 行情回顾	4
2. 供应端	4
2.1. 矿端：警惕缅甸矿山复产的冲击	4
2.2. 精炼锡：国内产量将恢复，进口量维持低位	5
2.3. 供应小结	6
3. 需求端	6
3.1. 锡焊料：光伏需求或强于电子产品	6
3.2. 锡化工：节后反弹或较为强劲	7
3.3. 需求小结	7
4. 库存：社库与仓单或将震荡，海外或去库至 4 月	8
5. 结论	8

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 锡精矿加工费	5
图 7 炼厂开工率	5
图 8 锡锭产量	5
图 9 锡锭现货进口盈亏	6
图 10 锡锭进口情况	6
图 11 全球半导体销售周期	7
图 12 费城半导体指数 (SOX)	7
图 13 地产竣工面积当月值	7
图 14 PVC 国内产量	7
图 15 锡锭社会库存	8
图 16 锡锭 SHFE 仓单库存	8
图 17 锡锭企业库存	8
图 18 LME 锡锭库存	8

1. 行情回顾

截止 2 月 29 日收盘，沪锡主力合约收盘价为 218890 元，月度涨幅为 0.15%；同期，伦锡 3M 合约的收盘价为 26600 美元，月度涨幅为 1.34%。

2024 年 2 月，沪锡价格呈现出“先跌、后涨、再震荡”的态势：一度触及 20.72 万元、随后持续上涨至 22.3 万元、进而小幅震荡回落。第一阶段，2 月 1 日至 6 日，在无明显宏观共振、供应扰动消退的情况下，沪锡价格驱动逻辑短暂回到淡季驱动逻辑而大幅回落至 20.7 万元；第二阶段，2 月 7 日至 8 日，受 AI 技术不断突破对消费预期的影响，沪锡价格在触底后大幅反弹；第三阶段，2 月 19 日至 29 日，春节后沪锡在伦锡价格带动下高开回落，并在（21.4 万，21.9 万）的区间内震荡。

受 2 月春节假期的影响，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 SN2403-2404 的 contango 结构不断扩大。

图 1 沪锡价格走势



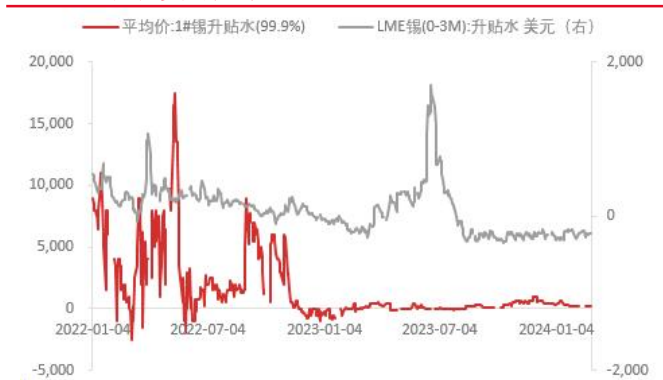
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 2 伦锡价格走势



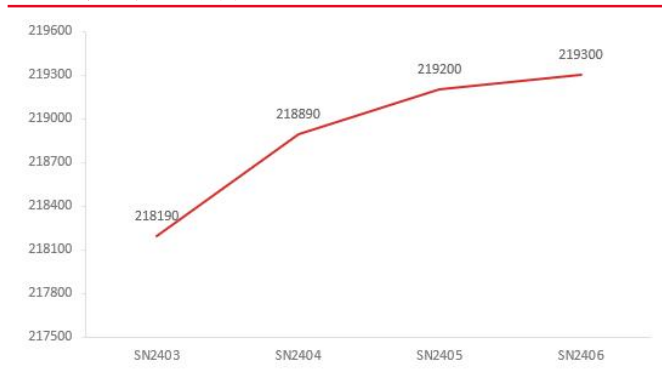
资料来源：iFinD，东海期货研究所

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. 矿端：警惕缅甸矿山复产的冲击

2023 年 12 月，国内锡精矿产量为 6608 吨，同比下降 13.1%，环比上升 10.1%。1-2

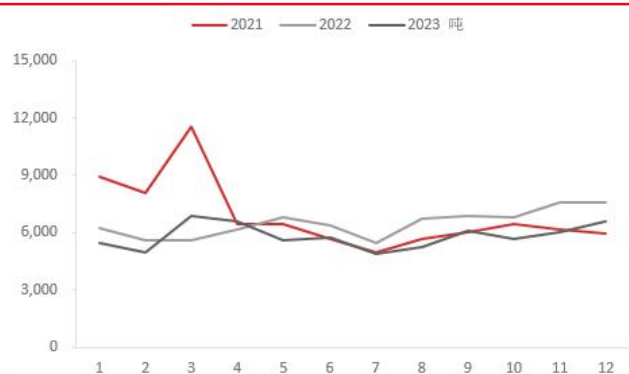
月间，国内某矿山因春节和季节性原因而停矿，影响产量约2000吨。2月份下降的锡精矿产量预计在3月恢复。

进口矿方面，截止2月26日，2月份云南孟连口岸锡矿进口量累计录得8967矿吨，折合约3000金属吨左右，环比1月的1000金属吨有所反弹；2月22日，缅甸佤邦宣布抛储2000金属吨——来自于缅甸的锡精矿供应仍未表现出明显的短缺。矿山复产时间或在3至4月，正常供应至国内或在5月，警惕缅甸矿山复产带来期价大幅下挫。

从炼厂的原料库存情况来看，目前仅少数炼厂出现紧张状况，叠加炼厂本身的锡锭隐性库存和居于高位的社会库存，在3、4月缅甸矿山复产前，矿端紧张恐难以传导至锡锭及下游端。

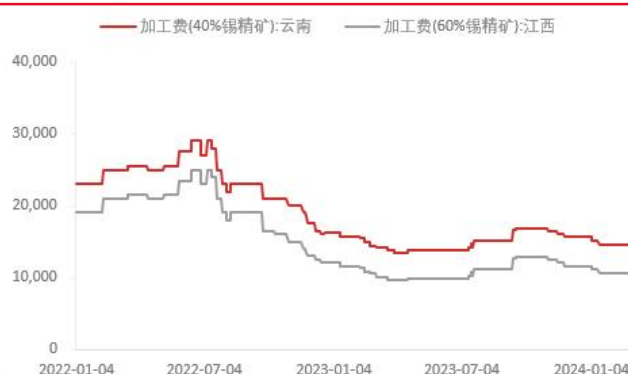
预计3月国产矿产量因假期结束和季节性转暖而有所反弹；在矿山复产、且能正常运营前，来自于缅甸的锡精矿进口量难以出现趋势性增加。但临近缅甸矿山的复产时间，警惕复产带来的期价大幅回落。

图 5 国内锡精矿产量



资料来源：SMM，东海期货研究所

图 6 锡精矿加工费



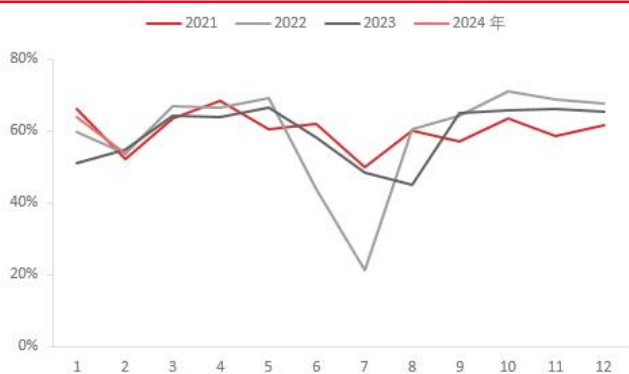
资料来源：iFinD，东海期货研究所

2.2. 精炼锡：国内产量将恢复，进口量维持低位

2024年1月，精炼锡产量录得1.53万吨，同比上升27.5%，环比下降1.9%；开工率从12月的65.5%小幅下降至1月的63.9%；而在进入2月后，国内多数炼厂在春节期间均停工放假或减产，预计2月锡锭产量在1.2万吨附近，开工率回落至53.5%左右。

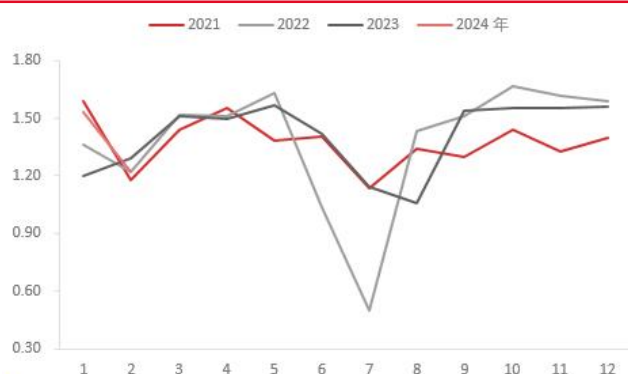
春节期间停工放假的炼厂在元宵节后多数已恢复生产，预计3月国内锡锭产量将再度恢复至1.5万吨左右的高位水平。

图 7 炼厂开工率



资料来源：SMM，东海期货研究所

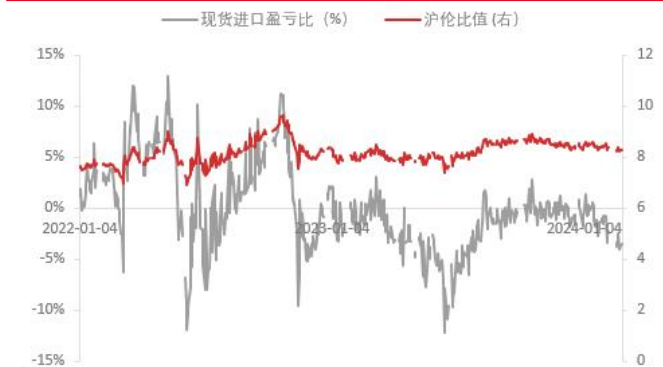
图 8 锡锭产量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

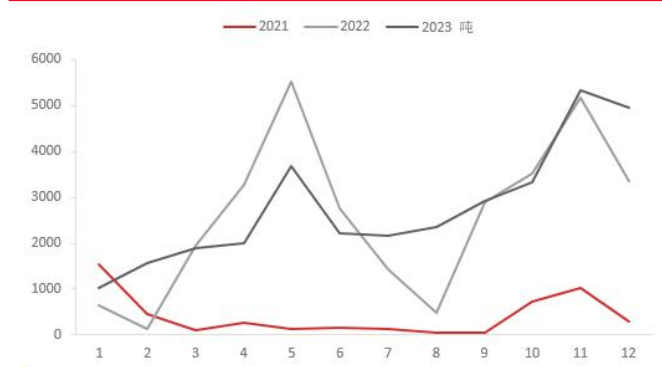
受国内淡季现货贴水扩大的影响，2月锡锭现货进口盈亏在（-3.99%，-0.71%）内波动，进口亏损进一步扩大；但仍有2024年到港的印尼锡锭存放在仓库中，与来自于其他国家的锡锭一同在市面上报价。同时，印尼雨季导致矿山开采、锡锭生产均减量，叠加2024年的出口配额审批尚未落地，预计3月的锡锭进口量仍然维持在年度相对低位。

图9 锡锭现货进口盈亏



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图10 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，3月锡精矿国内产量或有所反弹；在来自缅甸的进口量在矿山复产前难以大幅攀升，对“缅甸矿山可能在3月复产”的事件冲击保持警惕。炼厂在元宵节后已恢复生产，3月国内产量预计将回到1.5万吨左右的高位；受限于进口比价亏损的扩大，同时印尼出口配额尚未落地，3月进口量预计仍维持在年度低位。

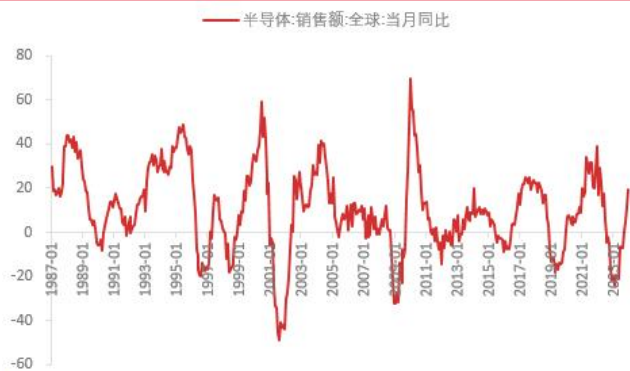
3. 需求端

3.1. 锡焊料：光伏需求或强于电子产品

截止2023年12月，全球半导体销售额录得517.9亿美元，同比上升了19.12%，环比上升了8.23%；作为领先指标的费城半导体指数从2月1日的4280.5点上升至2月27日的4654.9点——在AI技术不断突破的情况下，本轮半导体销售周期仍在如火如荼地进行中，相关公司的股价不断创出新高，市场逐渐正向修复对本轮电子产品消费的预期，为锡价提供了低位反弹、重心震荡上移的动力。从实际订单角度来考虑，在圣诞、春节等消费小高峰过后，一、二季度的消费预计将出现回落，虽有半导体销售周期作为支撑、且春节复工后环比消费走强，但预计电子产品生产对焊料需求的拉动或不明显。

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3月光伏订单对焊料、锡锭的需求拉动较为明显。

图 11 全球半导体销售周期



资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 12 费城半导体指数 (SOX)



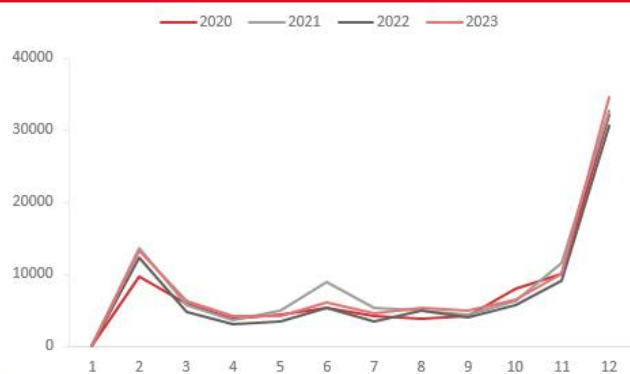
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

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。1月，PVC国内产量录得201.31万吨左右，同比增长4.92%，环比下降1.67%；2月间，PVC产量预计录得193万吨，同比居于相对高位。

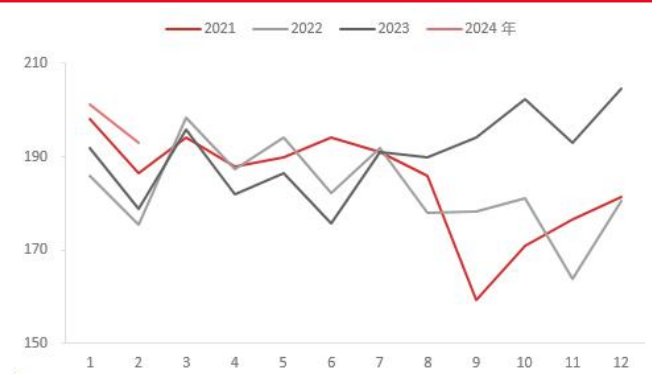
由于在12月地产竣工面积季节性走高，对锡化工的需求拉动分别体现在2024年1月和3月，故在2月假期复工、进入3月后，PVC等锡化工下游的需求仍将季节性短期走强，其产量反弹或较为强劲。

图 13 地产竣工面积当月值



资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 14 PVC 国内产量



资料来源：iFinD, 东海期货研究所

3.3. 需求小结

进入3月，下游企业均已复工复产，预计锡焊料需求将在光伏、电子产品的拉动下而显著好转，且光伏需求或强于电子产品；锡化工需求受年末地产竣工影响而阶段性走强。总体来说，锡下游需求均会季节性走强，但能够影响锡价走势的因素则集中在电子产品的消费预期上，需对费城半导体指数等指标保持密切关注。

4. 库存：社库与仓单或将震荡，海外或去库至 4 月

社会库存方面，2 月 23 日锡锭社会库存录得 12799 吨，与 1 月 26 日 10495 吨相比增加了 2304 吨；上期所仓单从 1 月 31 日的 8258 吨增加至 2 月 28 日的 10302 吨。1 月末锡炼厂企业库存录得 4380 吨。

在 2 月淡季下，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利可图，社会库存和上期所仓单量大幅走高——甚至无锡仓库亦出现了少量仓单。由于下游企业在元宵节后已正式复工，预计 3 月社会库存的累库走势或告一段落，但在电子消费淡季下亦难出现持续去库，社会库存和仓单预计将高位震荡。

2 月间 LME 库存从月初的 6495 吨不断下降至 28 日的 5945 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，且该走势或持续至 4 月。

但在去库走势下，伦锡 Cash-3M 却整体变化不大，处于（-\$286，-\$180）的区间内窄幅波动。主要原因在于，由于 2024 年印尼锡锭出口配额尚未确定，且 1-2 月处于最大进口国中国的淡季，所以 LME 库存的去化并未带动 Cash-3M 的扩大。

图 15 锡锭社会库存



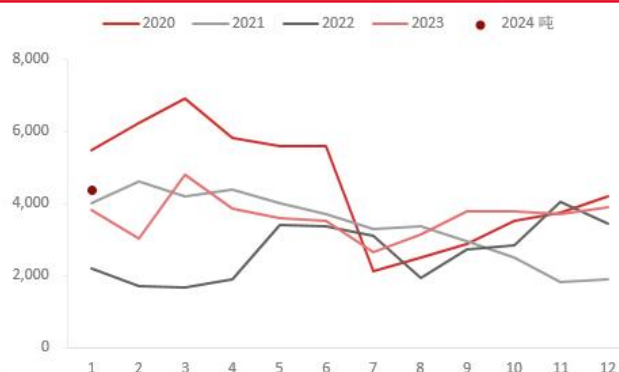
资料来源：iFind，东海期货研究所

图 16 锡锭 SHFE 仓单库存



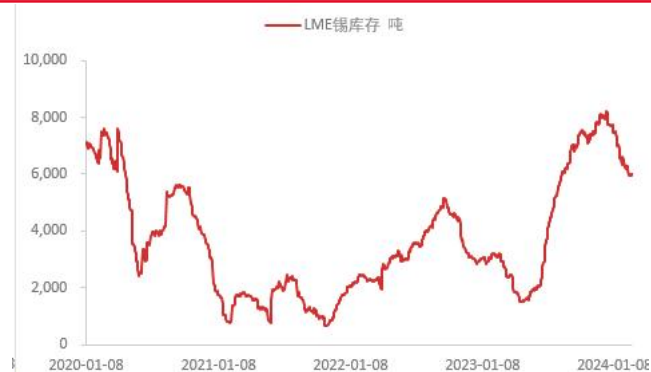
资料来源：iFind，东海期货研究所

图 17 锡锭企业库存



资料来源：SMM，东海期货研究所

图 18 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 3 月 6 日公布的 2 月 ADP 就业人数、8 日公布 2 月失业率与非农就业人数、12 日公布的 2 月 CPI 数据、21 日凌晨公布的美联储利率上限决议，警惕数据公布前后美元指数及商品价格的共振变化。国内方面，关注“两会”可能出现的增量政策及市场预期变化，警惕超预期政策或市场预期落空带来的商品价格共振涨跌。

基本面：供给端，3 月锡精矿国内产量或有所反弹；在来自缅甸的进口量在矿山复产前难以大幅攀升，对“缅甸矿山可能在 3 月复产”的事件冲击保持警惕。炼厂在元宵节后已恢复生产，3 月国内产量预计将回到 1.5 万吨左右的高位；受限于进口比价亏损的扩大，同时印尼出口配额尚未落地，3 月进口量预计仍维持在年度低位。

需求端，进入 3 月，下游企业均已复工复产，预计锡焊料需求将在光伏、电子产品的拉动下而显著好转，且光伏需求或强于电子产品；锡化工需求受年末地产竣工影响而阶段性走强。总体来说，锡下游需求均会季节性走强，但能够影响锡价走势的因素则集中在电子产品的消费预期上，需对费城半导体指数等指标保持密切关注。

库存方面，国内社库因下游的复工或告一段落，但受累于消费而在高位波动，在现货对期货维持贴水的情况下，仓单预计随社库同频波动。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，除美元指数变化引发的共振走势外，锡产业链本身最大的不确定因素在于缅甸矿山在 3 月能否复产——当 3 月矿山能够如期复产的情况下，沪锡价格或将出现较大幅度回落，随后或在下游补库等因素的影响下企稳、反弹；若矿山未能在 3 月复产，矿端扰动仍制约空头打压价格，期价或维持震荡，但在消费淡季的拖累下，期价重心或出现下移。（2）月差方面：近月月差受现货贴水的影响而维持在 contango，但在升贴水企稳、反弹后，月差结构将逐渐向平水靠拢。

风险因素：缅甸矿山复产晚于预期

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