

2024年4月1日

关注预期验证和供给变化，警惕期价回落

——沪锡4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

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4月3日公布的3月ADP就业人数、5日公布3月失业率与非农就业人数、10日公布的3月CPI数据，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4月11日公布的中国3月CPI年率、16日公布的3月社零总额年率和规模以上工业增加值年率等数据，警惕市场预期的急剧变化和商品价格的共振涨跌。
- **供给：**4月锡精矿国内产量无较大变化，重点关注缅甸矿山复产可能对期货价格带来的冲击。炼厂在3月间已逐渐复产至春节前水平，预计产量维持在1.5万吨左右的高位；而在印尼生产尚未恢复、海外库存仍然去化，但国内社库节节攀高的情况下，进口比价预计仍将维持亏损、进口窗口4月恐难以打开。
- **需求：**进入4月，电子产品消费处于相对的淡季，对焊料需求的拉动并不明显，而光伏板块的需求预计仍保持强劲；锡化工方面，在地产竣工走弱、PVC厂家检修的情况下，预计对锡的需求将逐渐走弱。但在沪锡价格回落的情况下，因高价而抑制的下游需求或将得到释放，带动下游需求的阶段性好转。
- **库存：**沪锡价格在高位震荡后暂时缺乏进一步上行的动力，期价回落或带来下游阶段性补库，社库的积累预计将放缓或中止；而在印尼雨季逐渐结束后，矿山开采与锡锭生产将逐渐恢复，伦锡去库的走势或转为累库。
- **结论及操作：**（1）单边方面，在4月各项经济数据公布的情况下，警惕市场预期变化后的利多出尽或不及预期，叠加缅甸矿山可能复产、印尼出口即将正常化，沪锡价格或出现回落，但在经济数据验证向好预期的情况下，回落幅度预计有限；（2）月差方面：近月月差受现货贴水的影响而维持在contango，在沪锡价格回落带来去库、升水企稳后，contango结构预计将向平水收缩。
- **风险因素：**宏观向好预期被验证、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	5
2.2. 精炼锡：国内产量反弹，进口窗口暂难打开	5
2.3. 供应小结	6
3. 需求端	6
3.1. 锡焊料：电子需求仍疲软，光伏拉动更强劲	6
3.2. 锡化工：需求或小幅走弱	8
3.3. 需求小结	9
4. 库存：国内放缓或中止累库，伦锡去库或反转	9
5. 结论	10

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	7
图 16 中国集成电路出口量	7
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 光伏组件出口量	8
图 21 地产新开工施工面积累计同比	8
图 22 地产竣工面积累计同比	8
图 23 地产竣工面积当月值	9
图 24 PVC 国内产量	9
图 25 锡锭社会库存	10
图 26 锡锭 SHFE 仓单库存	10
图 27 锡锭企业库存	10
图 28 LME 锡锭库存	10

1. 行情回顾

截止 3 月 29 日收盘，沪锡主力合约收盘价为 228100 元，月度涨幅为 4.06%；同期，伦锡 3M 合约的收盘价为 27475 美元，月度涨幅为 3.75%。

2024 年 3 月，沪锡价格呈现出“先上涨，后高位震荡”的态势，从最低的 21.6 万震荡上行、触及 23.3 万附近，随后出现回落，在（22.1 万，23 万）的区间内震荡。第一阶段，3 月 1 日至 19 日，在宏观预期的带动下，叠加印尼矿山生产审批扰动、铜精矿短缺导致炼厂延长检修，有色金属板块共振上行，锡价连续冲高；第二阶段，3 月 20 日至 29 日，随着市场对宏观预期的修复，有色金属价格均出现共振回落，锡价在 22-23 万的区间内震荡。

受锡价连续创出新高的影响，下游企业采购清淡，上游炼厂、中游贸易商的库存压力进一步增加，现货对期货的贴水不断扩大，仓单量持续攀升，带来 SN2404-2405 的 contango 结构不断扩大。

图 1 沪锡价格走势



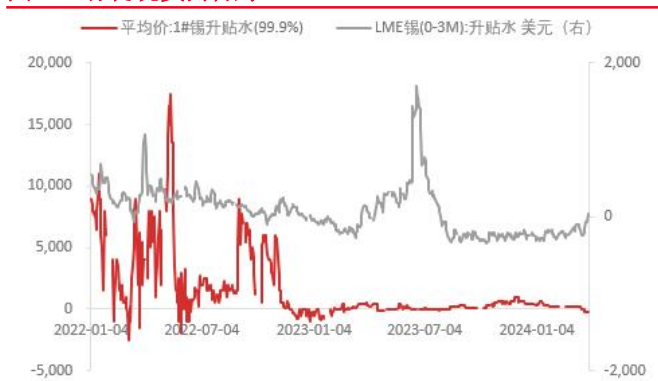
资料来源：iFind，东海期货研究所

图 2 伦锡价格走势



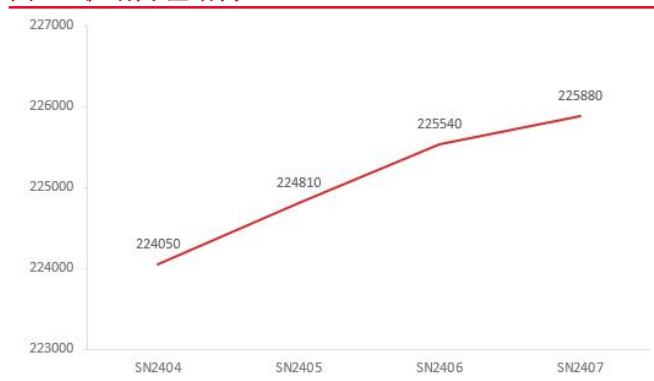
资料来源：iFind，东海期货研究所

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

国内矿山方面，3月国产矿产量因春节假期结束和季节性转暖而有所反弹，由于没有新投产矿山，国内锡精矿产量在3月后预计维持在6000金属吨左右，难以出现较大幅度的上下跳动。

进口矿方面，截止3月20日，3月份云南孟连口岸锡矿进口量累计录得12217.95矿吨，供应量维持在正常水平，暂未出现大幅下滑，锡精矿加工费在3月持稳、未出现进一步下浮迹象。

当前，缅甸佤邦矿山在3月复产的预期已然落空，但4月复产的概率相对较大，复产后锡精矿正常供应至国内约在5-6月间；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，来自缅甸的锡精矿供应扰动影响或逐渐消退。

图5 国内锡精矿产量



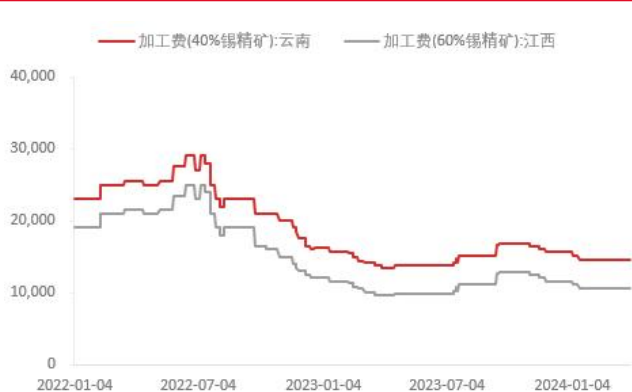
资料来源：SMM，东海期货研究所

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



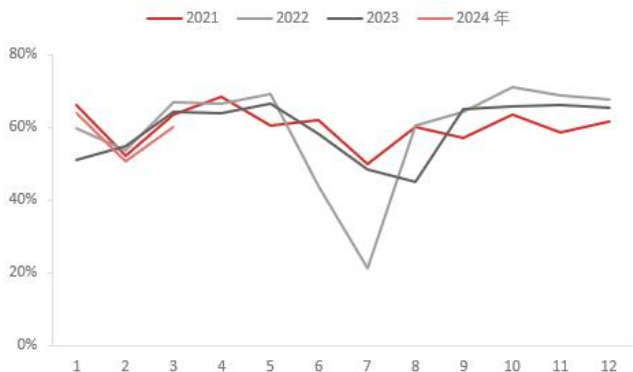
资料来源：iFinD，东海期货研究所

2.2. 精炼锡：国内产量反弹，进口窗口暂难打开

2024年2月，精炼锡产量录得1.15万吨，同比上升27.5%，环比下降1.9%；开工率从1月的63.9%大幅下降至2月的50.57%。而在进入3月后，国内多数炼厂纷纷复产，整体开工率不断攀升，预计3月产量将达到1.5万吨左右、开工率回升至60%上下。展

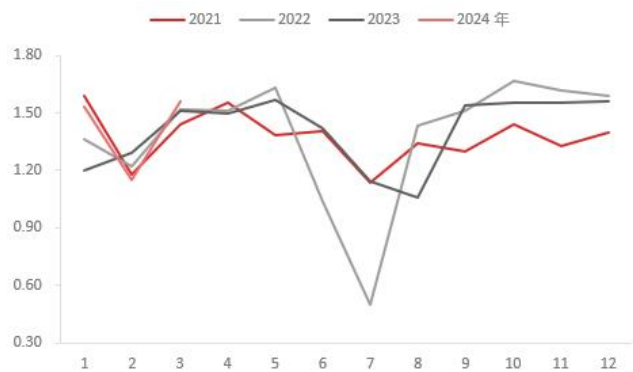
望4月，国内炼厂产量预计维持在1.5万吨左右的高位，预计无明显扰动。

图9 炼厂开工率



资料来源：SMM，东海期货研究所

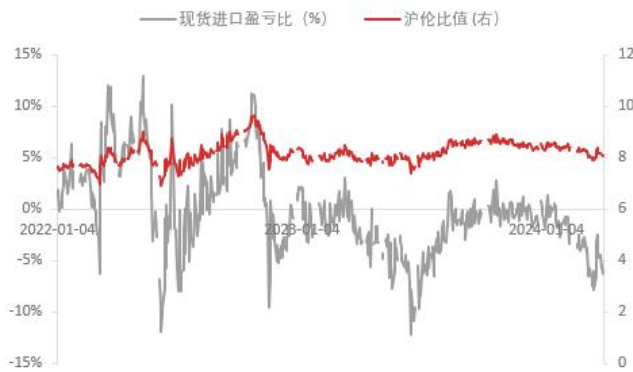
图10 锡锭产量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

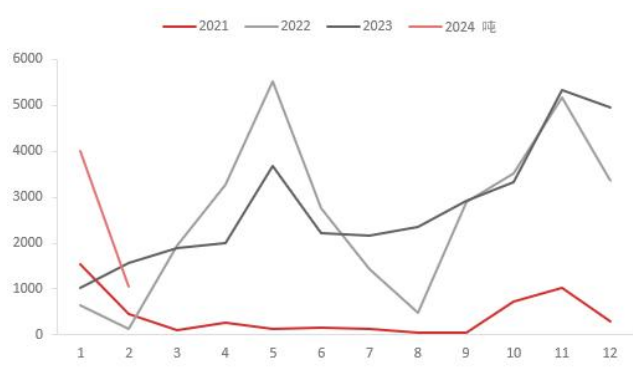
受印尼淡季生产出口下滑、国内消费疲软而现货贴水扩大的影响，3月锡锭现货进口盈亏在（-7.86%，-2.52%）内波动，进口窗口仍然关闭。当前印尼雨季尚未结束、其国内的生产恢复仍需时日，LME 去库走势在4月恐难出现拐点，同时国内消费被高价抑制、库存维持在高位，进口窗口在4月恐难以打开。

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，4月锡精矿国内产量无较大变化，重点关注缅甸矿山复产可能对期货价格带来的冲击。炼厂在3月间已逐渐复产至春节前水平，预计产量维持在1.5万吨左右的高位；而在印尼生产尚未恢复、海外库存仍然去化，但国内社库节节攀高的情况下，进口比价预计仍将维持亏损、进口窗口4月恐难以打开。

3. 需求端

3.1. 锡焊料：电子需求仍疲软，光伏拉动更强劲

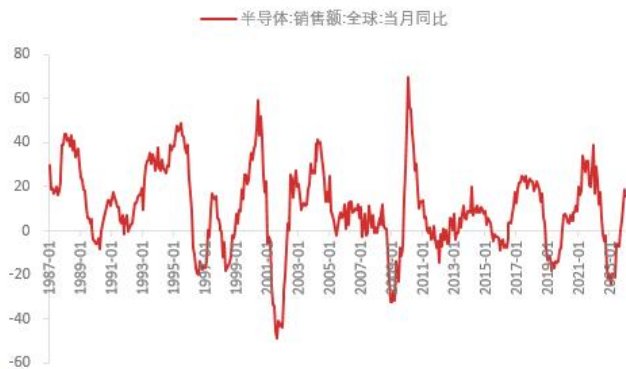
截止 2024 年 12 月，全球半导体销售额录得 432.7 亿美元，同比上升了 15.49%，环比下降了 16.18%；作为领先指标的费城半导体指数在 3 月间处于冲高回落震荡的走势中，最高达到 5165.8 点，随后回落至 4712.8 点。

2024 年 1-2 月，全国半导体产量录得 704.2 亿块，同比增长 58.9%；12 月，全国集成电路出口量录得 232.86 亿个，同比上涨 5.76%。终端电子产品方面，手机产量录得 2.34 亿台，同比上升 14.9%；计算机产量为 4380.9 万台，同比下降 4.84%。半导体周期对电子产品的拉动作用在 2023 年四季度至 2024 年 2 月的产量上已然显现。

但从实际订单角度来考虑，3 月锡焊料订单并不乐观，焊料厂开工率预计从二月的低点恢复至 78.25%附近，但较 1 月春节前的 91.91%仍然偏低。在春节前后的消费小高峰过后，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，但在高价的压力下，预计电子产品对锡焊料的需求拉动并不明显。

光伏领域，1-2 月光伏电池产量录得 6992.6 万千瓦时，同比增长 11%。出口方面，1-2 月中国光伏组件出口 12.89 亿个，同比增幅 32.9%。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%，预计 4 月光伏订单对焊料、锡锭的需求拉动维持在强劲水平。

图 13 全球半导体销售周期



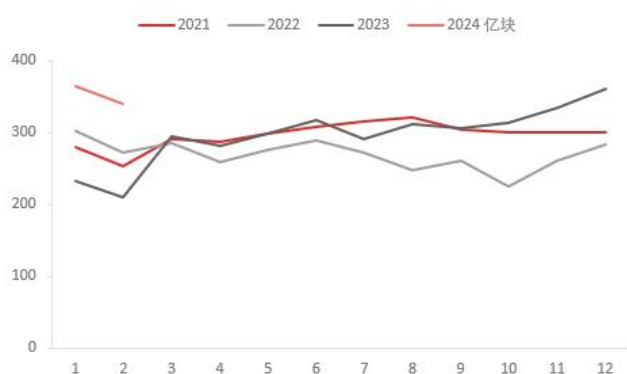
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 14 费城半导体指数 (SOX)



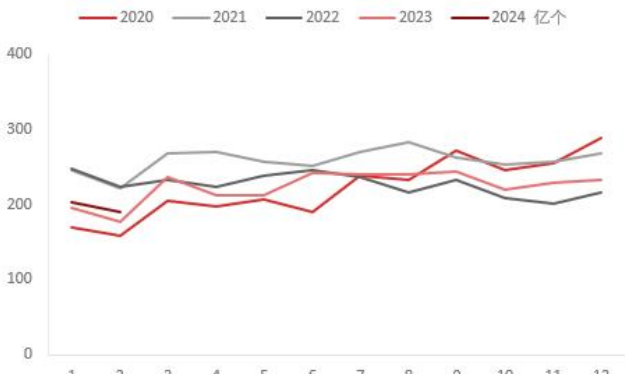
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

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



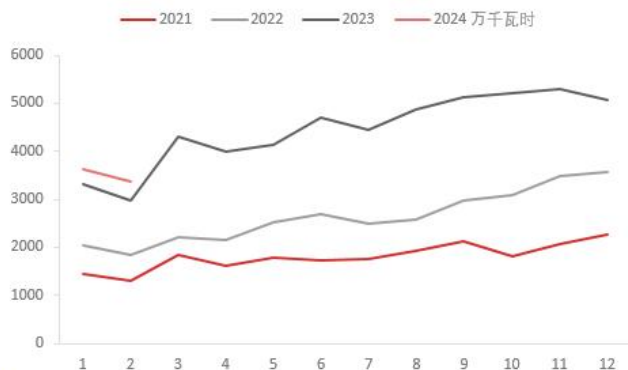
资料来源: iFind, 东海期货研究所

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 光伏组件出口量

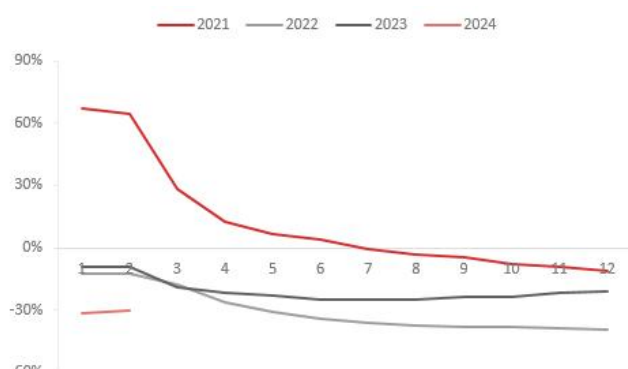


资料来源: iFind, 东海期货研究所

3.2. 锡化工：需求或小幅走弱

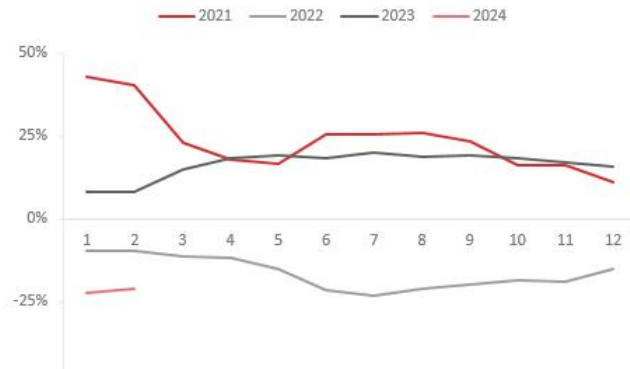
1-2 月地产竣工面积累计达到 10394.66 万 m²，同比下降了 21.11%。3 月，PVC 国内产量预计为 193 万吨左右，同比下降 1.45%，环比上涨 2.05%；4 月 PVC 产量预计将下滑至 186 万吨，主要是厂家检修所致。在地产竣工不断走弱、PVC 产量因检修等原因而下降的情况下，预计 4 月锡化工需求将出现走弱态势。

图 21 地产新开工施工面积累计同比



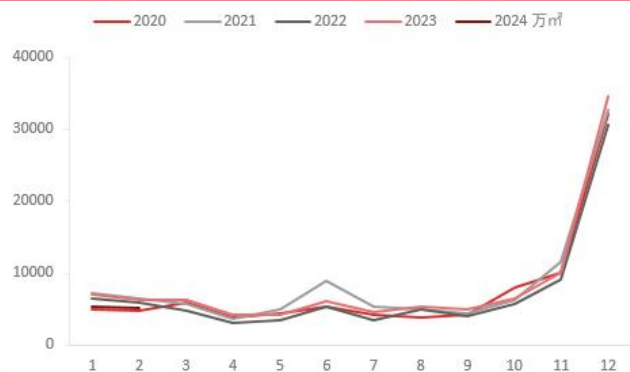
资料来源: iFind, 东海期货研究所

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. 需求小结

进入 4 月, 电子产品消费处于相对的淡季, 对焊料需求的拉动并不明显, 而光伏板块的需求预计仍保持强劲; 锡化工方面, 在地产竣工走弱、PVC 厂家检修的情况下, 预计对锡的需求将逐渐走弱。但在沪锡价格回落的情况下, 因高价而抑制的下游需求或将得到释放, 带动下游需求的阶段性好转。

4. 库存: 国内放缓或中止累库, 伦锡去库或反转

社会库存方面, 3 月 29 日锡锭社会库存录得 15606 吨, 与 2 月 23 日 12799 吨相比增加了 2807 吨; 上期所仓单从 2 月 29 日的 10310 吨增加至 3 月 29 日的 12427 吨。2 月末锡炼厂企业库存录得 5440 吨。在沪锡价格节节攀高的情况下, 带来了社库、仓单的节节走高。

3 月间 LME 库存从月初的 5680 吨不断下降至 28 日的 4570 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。在去库走势下, 伦锡 Cash-3M 不断上行, 从 3 月 1 日的-\$310 上行至 29 日的\$33, 由 C 结构转为 B 结构。

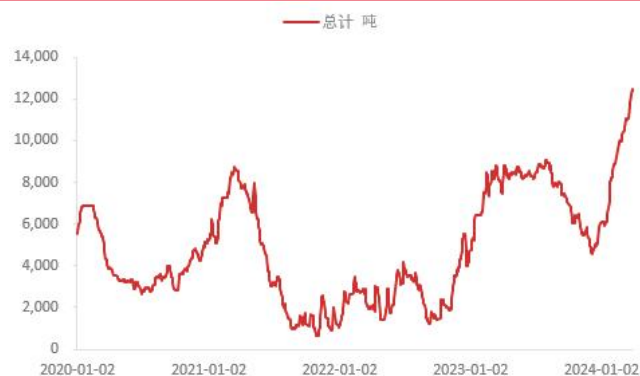
展望 4 月, 沪锡价格在高位震荡后暂时缺乏进一步上行的动力, 期价回落或带来下游阶段性补库, 社库的积累预计将放缓或中止; 而在印尼雨季逐渐结束后, 矿山开采与锡锭生产将逐渐恢复, 伦锡去库的走势或转为累库。

图 25 锡锭社会库存



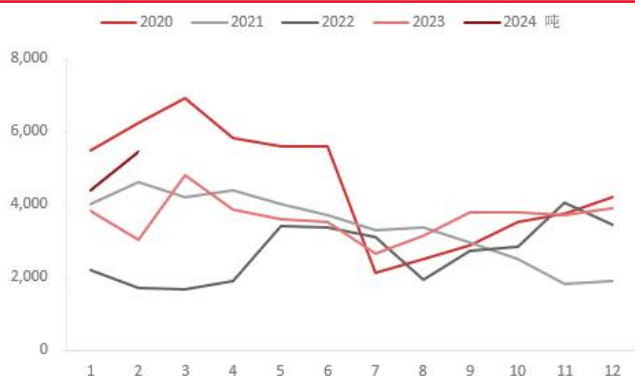
资料来源：iFind，东海期货研究所

图 26 锡锭 SHFE 仓单库存



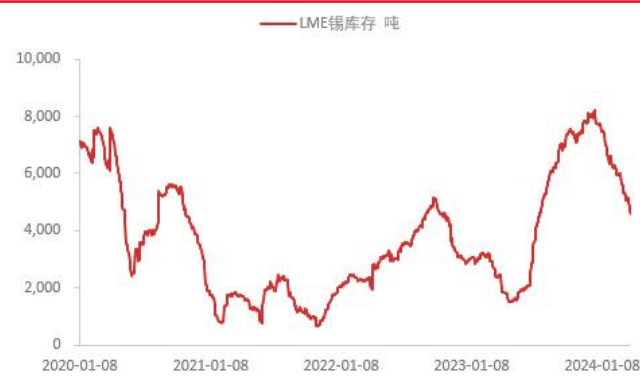
资料来源：iFind，东海期货研究所

图 27 锡锭企业库存



资料来源：SMM，东海期货研究所

图 28 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 4 月 3 日公布的 3 月 ADP 就业人数、5 日公布 3 月失业率与非农就业人数、10 日公布的 3 月 CPI 数据，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 4 月 11 日公布的中国 3 月 CPI 年率、16 日公布的 3 月社零总额年率和规模以上工业增加值年率等数据，警惕市场预期的急剧变化和商品价格的共振涨跌。

基本面：供给端，4 月锡精矿国内产量无较大变化，重点关注缅甸矿山复产可能对期货价格带来的冲击。炼厂在 3 月间已逐渐复产至春节前水平，预计产量维持在 1.5 万吨左右的高位；而在印尼生产尚未恢复、海外库存仍然去化，但国内社库节节攀高的情况下，进口比价预计仍将维持亏损、进口窗口 4 月恐难以打开。

需求端，进入 4 月，电子产品消费处于相对的淡季，对焊料需求的拉动并不明显，而光伏板块的需求预计仍保持强劲；锡化工方面，在地产竣工走弱、PVC 厂家检修的情况下，预计对锡的需求将逐渐走弱。但在沪锡价格回落的情况下，因高价而抑制的下游需求或将得到释放，带动下游需求的阶段性好转。

库存方面，沪锡价格在高位震荡后暂时缺乏进一步上行的动力，期价回落或带来下游阶段性补库，社库的积累预计将放缓或中止；而在印尼雨季逐渐结束后，矿山开采与锡锭生产将逐渐恢复，伦锡去库的走势或转为累库。

结论：（1）单边方面，在 4 月各项经济数据公布的情况下，警惕市场预期变化后的利多出尽或不及预期，叠加缅甸矿山可能复产、印尼出口即将正常化，沪锡价格或出现回落，但在经济数据验证向好预期的情况下，回落幅度预计有限；（2）月差方面：近月月差受现货贴水的影响而维持在 contango，在沪锡价格回落带来去库、升水企稳后，contango 结构预计将向平水收缩。

风险因素：宏观向好预期被验证、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