

锡月报

2024 年 2 月 28 日



金融投资专业理财

供应扰动&需求向好 预计锡价震荡上行

摘要

利多：锡矿供应偏紧，锡精矿加工费持续下滑，预期在一季度仍会下滑，且缅甸佤邦对锡精矿出口实施统一实物税的新政，该地仍未表明其锡矿何时复产，后续锡矿进口量级或将逐步降低，对国内锡市供应补充有所减弱；国内央行决定将于 2 月 5 日下调存款准备金率 0.5 个百分点，向市场提供长期流动性约 1 万亿元，提振市场信心。

利空：24 年首次 FOMC 议息会议上，鲍威尔表示还需更多证据证明通胀已被遏制，基调相对偏鹰；公布的美国 1 月 Markit 制造业 PMI 终值以及 1 月 ISM 制造业 PMI 数据均高于市场预期，又进一步加剧市场利空情绪；随后美国 1 月非农就业数据远超市场预期反映劳动力市场供需缺口尚未得到显著修复；且公布的美国经济数据显示当前通胀水平仍旧顽固，诸多因素影响下，市场普遍下调美联储 5 月前降息的概率。

小结：2 月，沪锡期价先抑后扬。美国 1 月非农就业数据远超市场预期，加上公布的美国通胀数据让市场减少 5 月降息的押注，施压有色板块，加上国内下游陆续进入春节假期的情况下，下游焊料企业采购情绪低迷，对于锡锭的需求下降，国内库存累库，锡价接连走低；随后进入春节放假，伦锡在春节长假期间走高，加上缅甸佤邦对锡精矿出口实施统一实物税的新政，沪锡在开市时出现高开，不过仍在持续累积的库存抑制锡价的上涨空间，随后锡价回落。

展望：展望 3 月，宏观面，市场对美联储降息时间的预期存在较大分歧，宏观情绪反复。基本面上，缅甸佤邦锡矿复工问题待定，目前从该地进口补充较少；冶炼厂正常生产，不过进口盈利窗口持续关闭，印尼大选同样影响国内一月份进口锡锭，量级或有较大程度下降，总的来说，矿端一季度大概率仍面临紧缺加上终端消费预期持续向好，建议逢低做多为主。

瑞达期货研究院

投资咨询业务资格

证监许可【2011】1780 号

研究员：蔡跃辉

期货从业资格号 F0251444

期货投资咨询从业证书号：Z0013101

助理研究员：

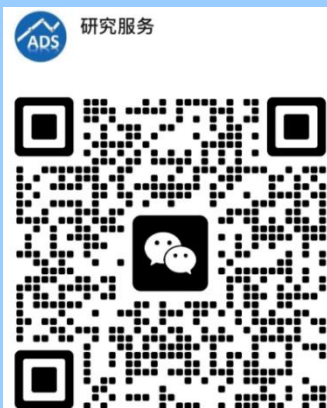
李秋荣 期货从业资格号 F03101823

王凯慧 期货从业资格号 F03100511

咨询电话：0595-86778969

网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号



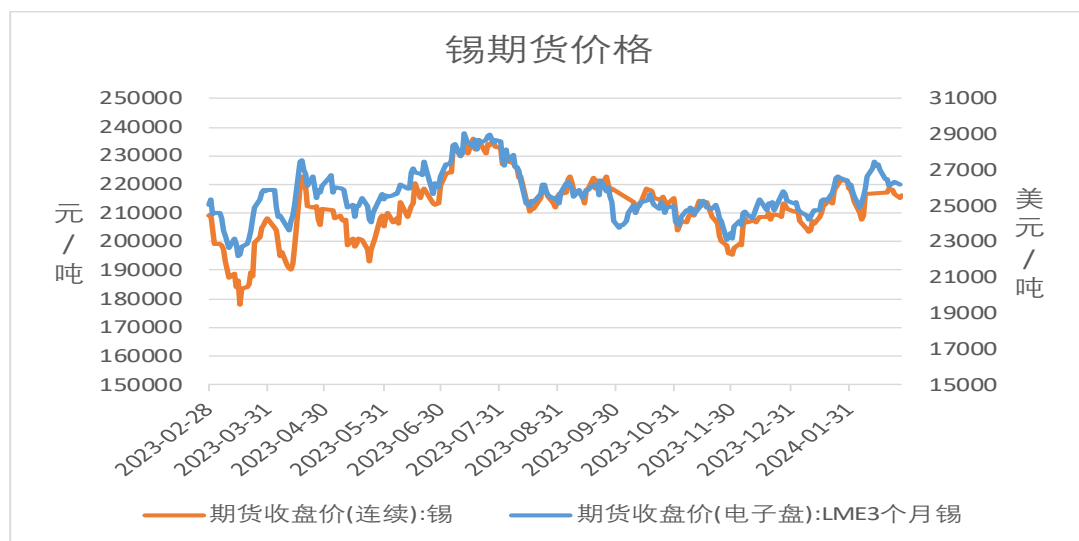
目录

第一部分：锡市场行情回顾.....	2
一、锡价行情回顾.....	2
第二部分：锡产业链回顾与展望分析.....	2
一、宏观基本面消息.....	2
二、锡市供需体现.....	5
1、全球锡市场总的供应过剩.....	5
2、LME 锡库存下降，国内锡市库存累库.....	6
三、锡市供应情况.....	7
1、锡矿进口环比减少.....	7
2、精炼锡产量预减，进口量减少.....	8
四、锡市需求情况.....	10
1、下游消费向好.....	10
2、电子行业筑底回暖预期.....	11
3、光伏行业相对景气.....	12
五、后市锡价展望.....	13
六、操作策略建议.....	13
免责声明.....	14

第一部分：锡市场行情回顾

一、锡价行情回顾

截至 2024 年 2 月 28 日，沪锡收盘价为 215730 元/吨，较 1 月 31 日下跌 2370 元/吨，跌幅 1.09%；截至 2024 年 2 月 28 日，伦锡收盘价为 26360 美元/吨，较 1 月 31 日上涨 175 美元/吨，跌幅 0.67%。2 月，沪锡期价先抑后扬。宏观上，24 年首次 FOMC 议息会议上，鲍威尔表示还需更多证据证明通胀已被遏制，基调相对偏鹰，市场对 3 月降息的预期大幅下调，随后美国 1 月非农就业数据远超市场预期反映劳动力市场供需缺口尚未得到显著修复；非农数据发布后，交易员押注美联储 3 月份降息的几率下降至 20%左右，美债收益率及美元或持续得到提振，施压有色板块，加上国内下游陆续进入春节假期的情况下，下游焊料企业采买情绪低迷，对于锡锭的需求下降，国内库存累库，锡价接连走低；随后进入春节放假，伦锡在春节长假期间走高，加上缅甸佤邦对锡精矿出口实施统一实物税的新政，沪锡在开市时出现高开，不过仍在持续累积的库存抑制锡价的上涨空间，随后锡价回落。



数据来源：瑞达期货、WIND

第二部分：锡产业链回顾与展望分析

一、宏观基本面消息

国际方面，1、北京时间 2 月 1 日凌晨 3 点 FOMC 会议上美联储将联邦基金利率的目标区间保持在 5.25%到 5.50%，符合市场预期。自 2023 年 7 月加息后，美联储的政策利率一直维持在二十二年来高位。本次声明删除了暗示未来进一步加息的措辞，称美联储预计，

在对通胀降至目标更有信心以前，不适合降息。美联储主席鲍威尔表示，FOMC 利率可能处于本轮周期的峰值，但还需更多证据证明通胀已被遏制，多数委员预计今年可能降息多次，但并不认为 3 月就会启动降息，计划 3 月份开始深入讨论资产负债表问题。本次会议鲍威尔基调相对偏鹰，市场对 3 月降息的预期大幅下调，整体利率预期曲线显著抬升，未来美元或持续得到支撑上涨。

2、北京时间 2 月 2 日，美国 1 月 ISM 制造业 PMI 为 49.1，预期 47，前值由 47.4 修正至 47.1。美国 1 月 Markit 制造业 PMI 终值为 50.7，预期 50.3，前值 50.3，两项制造业 PMI 指数均有所回升，其中新订单指数显著上涨，整体需求仍旧火热。

3、北京时间 2 月 2 日，美国 1 月非农就业人口增加 35.3 万人，为 2023 年 1 月以来最大增幅，远高于市场预期的 18 万人，去年 12 月就业人数也从 21.6 万大幅上修至 33.3 万人。工资同比增速达到 4.5%，高于预期的 4.1%，创 2022 年 3 月以来最高。失业率连续第三个月持平于 3.7%。本次非农就业数据远超市场预期反映劳动力市场供需缺口尚未得到显著修复；非农数据发布后，交易员押注美联储 3 月份降息的几率下降至 20%左右，后继整体利率曲线或上升，美债收益率及美元或持续得到提振。

4、公布的美国经济数据显示当前通胀水平仍旧顽固，核心通胀更是在薪资增速的支撑下不减反增，外加数位美联储官员于公开演讲中释放鹰派信号，市场普遍下调美联储 5 月前降息的概率。往后看，短期内市场对降息节点预期的推迟或抬高整体利率预期，同时非美国家经济普遍走弱，美元指数或持续得到一定支撑。

5、美联储会议纪要显示，多数美联储官员认为，政策利率可能处于峰值，在更有信心通胀会达标前，不适合降息；大多数官员强调不确定高利率持续多久、强调以评估数据判断降通胀进展的重要性，两名官员指出长期紧缩带来经济下行风险。“新美联储通讯社”称，大多数联储官员担心的是过早降息和价格压力根深蒂固，而不是高利率保持过久。整体会议基调偏鹰，后继利率预期持续修正或给予美债收益率及美元指数一定支撑。据 CME “美联储观察”：美联储 3 月维持利率在 5.25%—5.50% 区间不变的概率为 93.5%，降息 25 个基点的概率为 6.5%。到 5 月维持利率不变的概率为 72.9%，累计降息 25 个基点的概率为 25.6%，累计降息 50 个基点的概率为 1.4%。

6、美国 2 月 Markit 制造业 PMI 初值为 51.5，预期 50.5，前值 50.7；服务业 PMI 初值为 51.3，预期 52，前值 52.5；综合 PMI 初值 51.4，预期 51.8，前值 52。整体制造业经济活跃度再次上升，或暗示商品需求有所回升，后继通胀下行阻力或有所增大，整体或利多美元指数及美债收益率。欧元区 2 月制造业 PMI 从 1 月的 46.6 滑落至 46.1，服务业则从 48.5 升至 50，远超预期值 48.8，创 7 个月以来新高。综合 PMI 由 47.9 升至 48.9，为 8

个月以来新高。欧元区整体经济活跃度回升叠加通胀放缓或提振投资者对欧元区前景的信心，短期内欧元需求或上升给予欧元一定支撑。

国内方面，1、中国1月官方制造业PMI录得49.2，前值49，预期49.2；非制造业PMI50.7，前值50.4，预期50.6。受春节假期临近提振需求影响，本月制造业景气小幅回升但仍位于收缩区间。具体来看，生产指数扩张加快，但需求略显疲弱，新订单指数为49，仍低位运行。但新出口订单指数比上月上升1.4个百分点，外需景气度有所改善。生产经营活动预期指数为54，企业对未来市场发展信心总体稳定。总的来看，制造业小幅好转但依旧偏弱，需求端承压明显，稳就业压力尚存，持续恢复基础仍需进一步巩固。

2、2月5日起，今年首次降准正式落地，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.0%，将向市场提供长期流动性约1万亿元。一方面为中国农历新年提供流动性，另一方面以长期流动性资金补充商业银行信贷能力，同时稳定资产价格。

3、国家统计局2月8日发布了2024年1月份全国CPI（居民消费价格指数）和PPI（工业生产者出厂价格指数）数据。中国1月CPI同比-0.8，预期-0.5，前值-0.3%；环比由0.1%上涨至0.3%，CPI同比回落受上年同期春节错月高基数影响。从环比来看，食品价格涨幅小幅下降至0.4%，雨雪寒潮天气影响鲜活农产品生产储运，加之节前消费需求增加，鲜菜涨幅显著；各地积极加大民生商品供应，蛋类价格有所下行。非食品项环比由降转升，主要因为假期出行、娱乐和家庭服务需求增加，带动交通、文旅类价格回暖。总的来看，受寒潮天气及节前消费需求增加等因素影响，CPI环比持续回暖，但在春节错月的影响下同比增速下行，后续在节日提振需求、基数效应减弱的背景下有望改善。

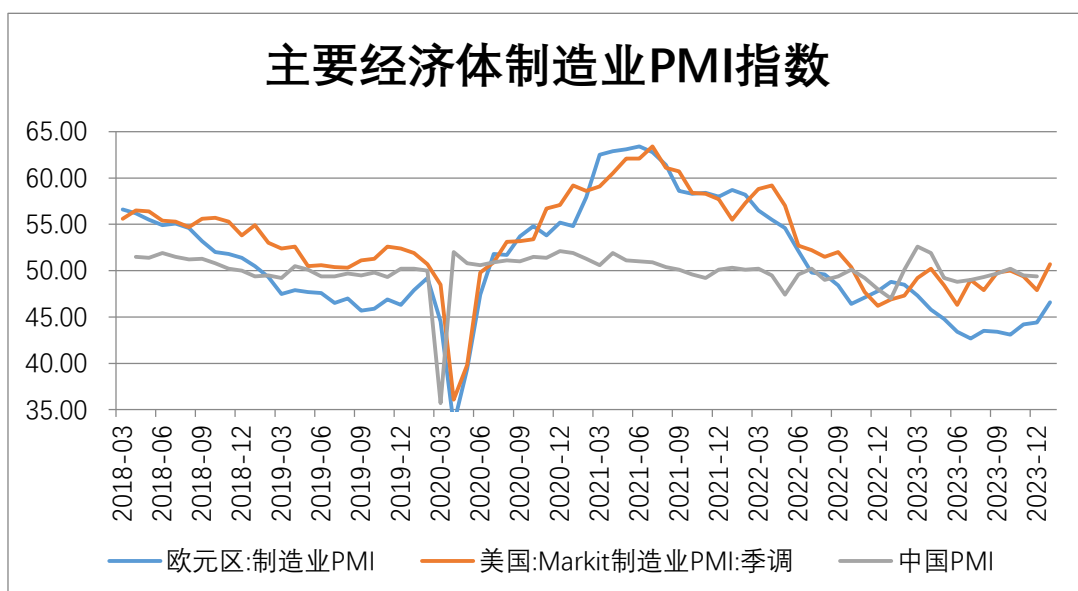
4、2月20日，中国央行公布将一年期贷款市场报价利率（LPR）维持在3.45%不变，五年期LPR从4.20%下调至3.95%。虽然作为定价基础的MLF利率未调整，使得LPR报价难以大幅下调。但在政策合力推动一季度经济“开门红”的关键时期，LPR报价的下调将提振市场信心，也将引导实体经济融资的实际利率进一步下降。总的来说，2024年LPR迎来首降，分析指出，此次LPR报价的下行力度总体更大，更能有效推动社会综合融资成本下降，有助于支持房地产市场平稳健康发展，也有利于减少地方政府债务置换过程中的利息支出，缓释风险。

二、 总结：

利多：国内央行决定将于2月5日下调存款准备金率0.5个百分点，向市场提供长期流动性约1万亿元，提振市场信心，期间房地产行业再现利好政策；国内2024年LPR迎

来首降，此次 LPR 报价的下行力度总体更大，有助于支持房地产市场平稳健康发展。

利空：24 年首次 FOMC 议息会议上，鲍威尔表示还需更多证据证明通胀已被遏制，基调相对偏鹰，市场对 3 月降息的预期大幅下调；公布的美国 1 月 Markit 制造业 PMI 终值以及 1 月 ISM 制造业 PMI 数据均高于市场预期，又进一步加剧市场利空情绪；随后美国 1 月非农就业数据远超市场预期反映劳动力市场供需缺口尚未得到显著修复；非农数据发布后，交易员押注美联储 3 月份降息的几率下降至 20% 左右，美债收益率及美元或持续得到提振。且公布的美国经济数据显示当前通胀水平仍旧顽固，核心通胀更是在薪资增速的支撑下不减反增，诸多因素影响下，市场普遍下调美联储 5 月前降息的概率。美联储 1 月会议记录显示大部分决策者担心过早降息的风险，市场预计美联储 3 月维持利率不变的可能性高达 93%，认为首次降息可能发生自 6 月，5 月降息概率削弱。

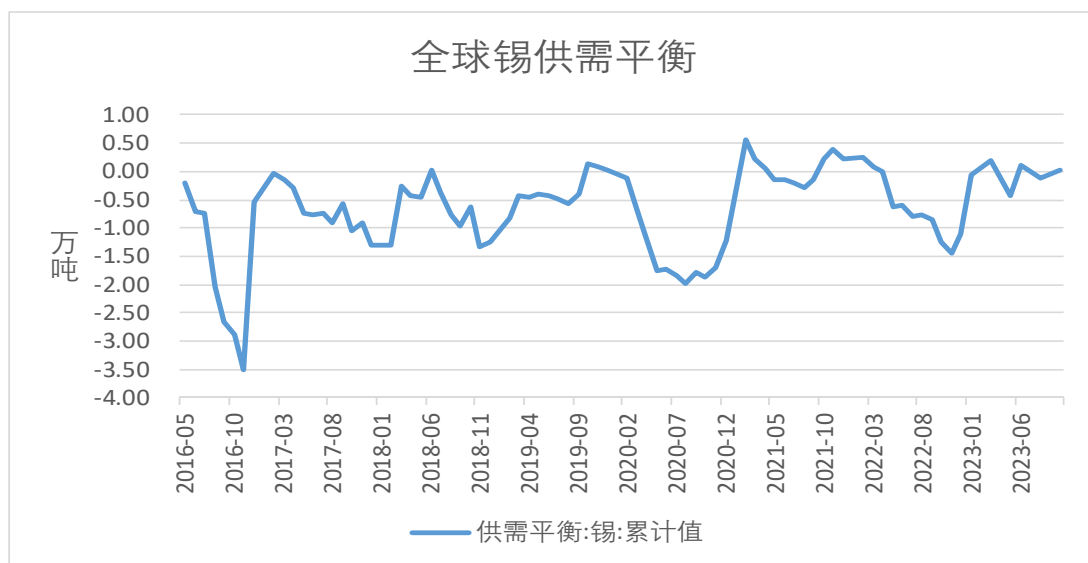


图表来源：WIND、瑞达期货研究院

二、锡市供需体现

1、全球锡市场全年供应过剩

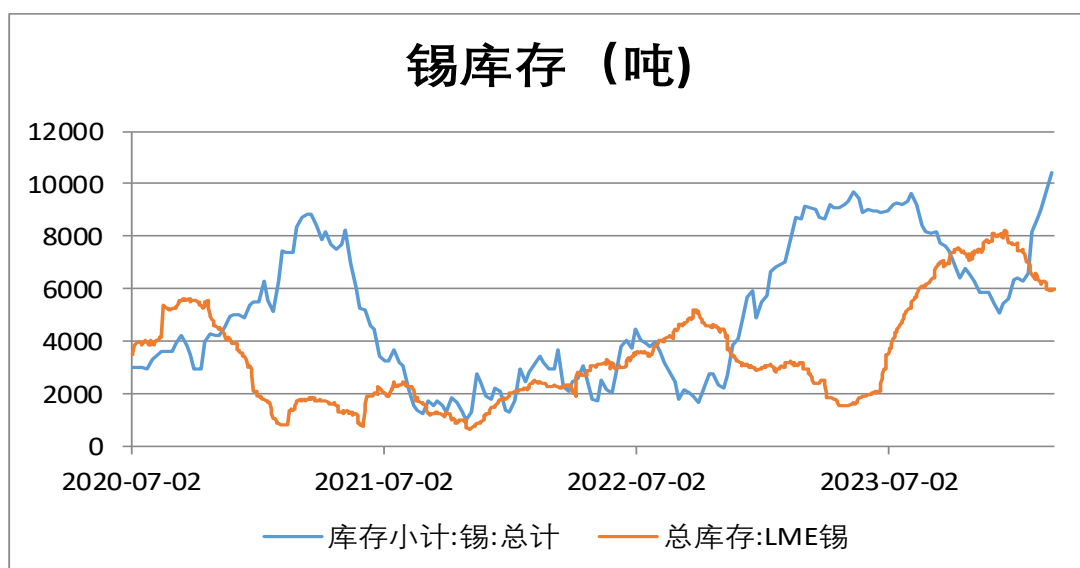
世界金属统计局 (WBMS) 公布的最新报告显示，2023 年 12 月，全球精炼锡产量为 3.19 万吨，消费量为 3.22 万吨，供应短缺 0.03 万吨。2023 年，全球精炼锡产量为 35.39 万吨，消费量为 34.48 万吨，供应过剩 0.9 万吨。2023 年 12 月，全球锡矿产量为 2.94 万吨。2023 年，全球锡矿产量为 30.97 万吨。



数据来源：瑞达期货、WBMS

2、LME 锡库存下降，国内锡市库存累库

库存方面，截至 2024 年 2 月 27 日，LME 锡库存为 6000 吨，较 1 月 30 日减少 605 吨，降幅 9.16%；截至 2024 年 2 月 23 日，国内锡库存小计为 10403 吨，较 1 月 19 日增加 3819 吨，增幅 58%；截至 2024 年 2 月 27 日，国内锡库存期货为 10254 吨，较 1 月 18 日增加 4013 吨，增幅 64.3%。LME 锡库存存在前期大幅累库下，转为去库，加上海外需求持续向好，去库维持；国内方面，春节前最后一周，下游企业采购情绪低迷，锡价低位刺激下游企业采购热情不高，主要是多数下游、终端企业逐渐进入春节假期停产，暂无锡锭需求，库存累积；春节后，因节前锡价高位，下游企业补库热情降温，春节期间伦锡走高，加上缅甸佤邦等消息面影响，节后国内锡价同样走高，节后库存延续累库。



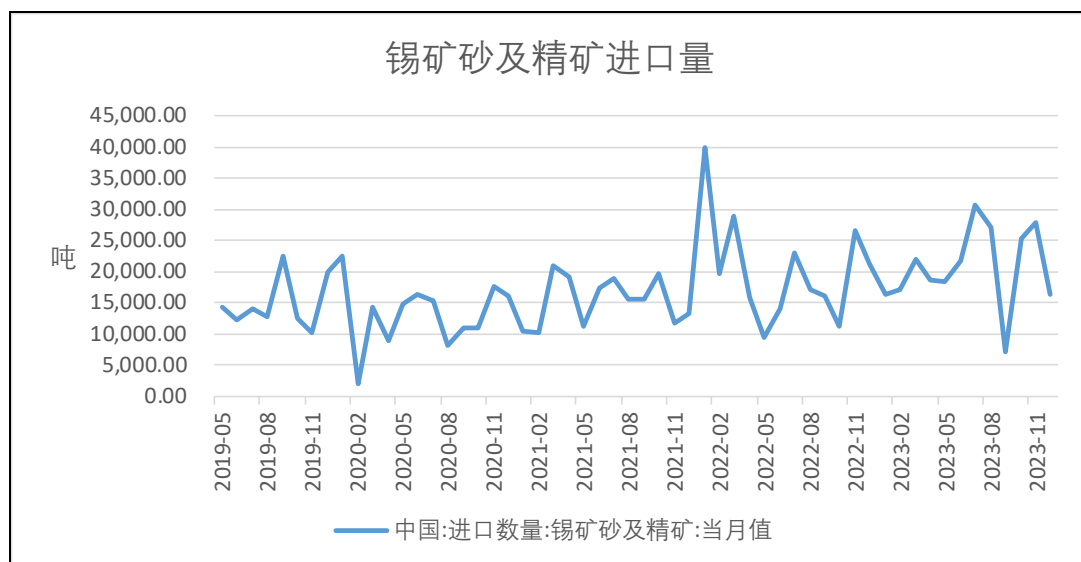
数据来源：瑞达期货、WIND

三、锡市供应情况

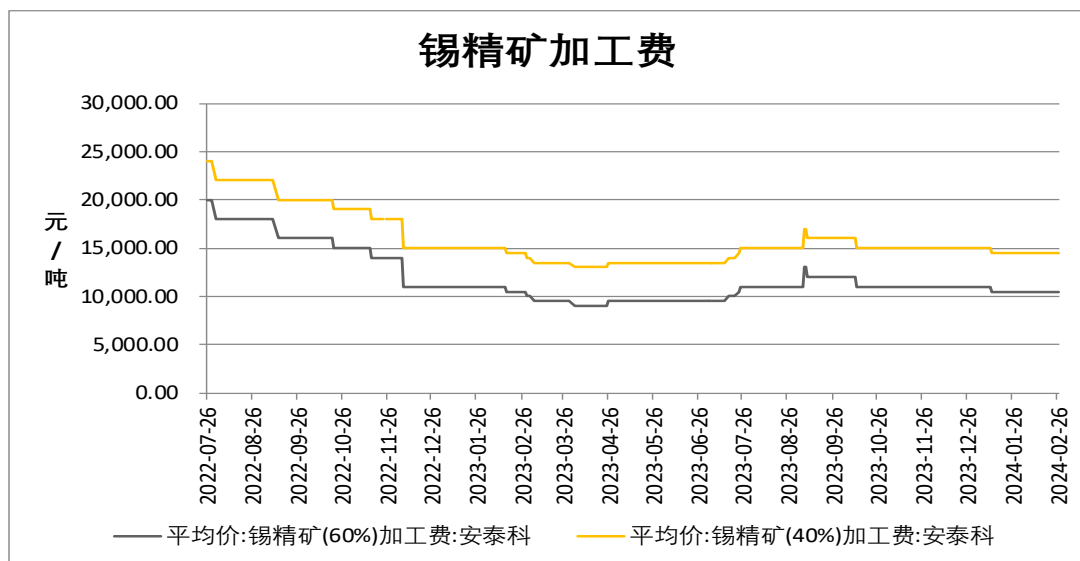
1、锡矿进口环比减少

海关总署数据显示，2023 年 12 月，当月进口锡矿砂及精矿 16405.25 万吨，环比下降 41.15%，同比下降 23.19%。今年 1-12 月，进口锡矿砂及精矿 248764.08 万吨，同比增加 2.09%。2024 年 2 月 27 日，锡精矿(60%)加工费为 10500 元/吨，较 2024 年 1 月 11 日下跌 500 元/吨，跌幅 4.55%；锡精矿(40%)加工费为 14500 元/吨，较 2024 年 1 月 11 日下跌 500 元/吨，跌幅 3.33%。进口方面，缅甸佤邦进口量级大幅减少，且仍未表明当地锡矿复产时间，市场预期在春节之前较难恢复，一季度国内自缅甸佤邦进口锡矿量级有限，其他国家如玻利维亚，澳大利亚，越南，刚果金等国家的进口锡矿量同步减少，其中以玻利维亚和澳大利亚进口量级降幅较大，刚果金地区由于雨季运输造成大概一个月的影响，总的 12 月份国内锡矿进口量大幅回落。后市来看，受锡矿进口盈利窗口持续开启的影响下，除缅甸外的国家锡矿进口或保持当前量级，印尼出口证更新加上国内选举，暂无精锡从印尼出口，或小幅减少。

加工费方面，锡矿供应偏紧，锡精矿加工费持续下滑，且缅甸佤邦进口量级大幅减少，缅甸佤邦当局仍未表明其锡矿何时复产，后续锡锭进口量级或将逐步降低，对国内锡市供应补充有所减弱，预期加工费在一季度仍会下滑。



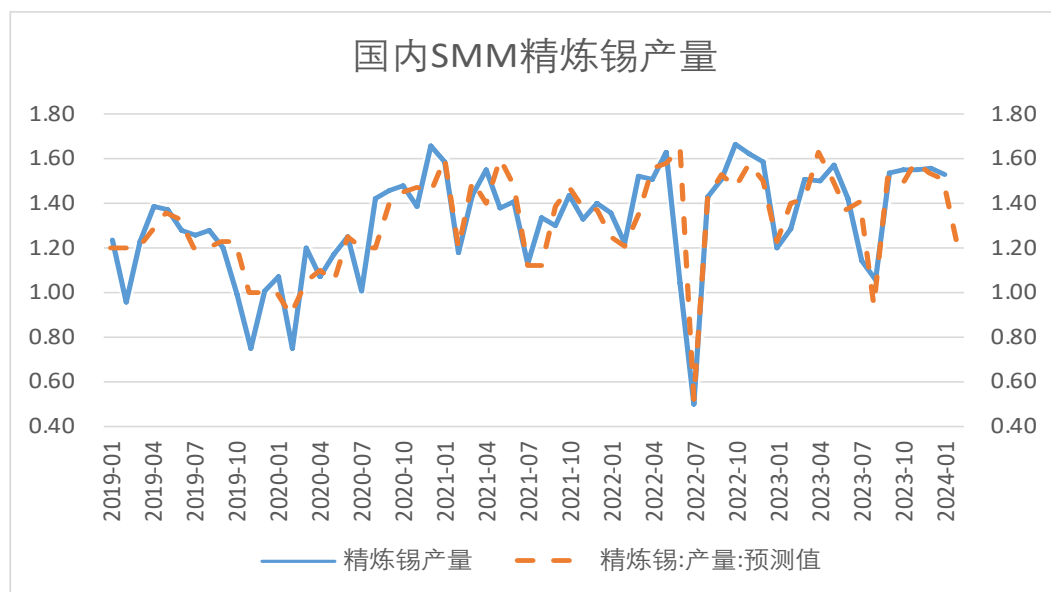
数据来源：瑞达期货、WIND



数据来源：瑞达期货、WIND

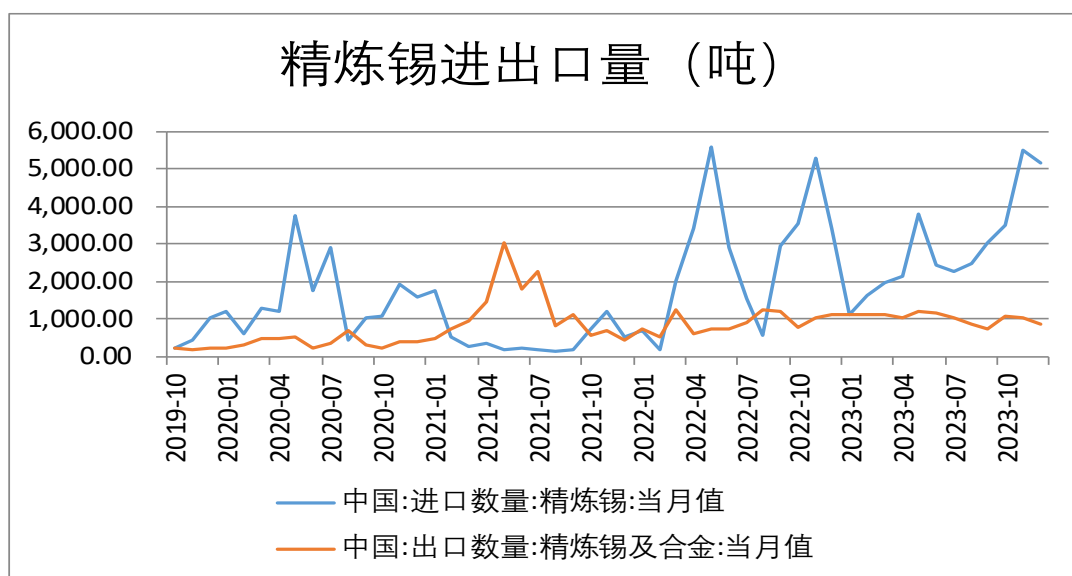
2、精炼锡产量预减，进口量减少

精炼锡产量方面，根据 SMM 显示：1 月份国内精炼锡产量为 15390 吨，较 12 月份环比-1.88%。1 月份国内锡锭产量总体持稳，其中云南部分冶炼企业因近期环保检查，开工水平有所下降导致锡锭产量减少，云南其余多数企业维持平稳生产，暂无检修计划；而江西地区多数冶炼企业生产持稳，产量较上月基本持平；内蒙古某冶炼企业 1 月份按照生产计划平稳进行，短期暂无生产计划调整；广东某冶炼企业去除 12 月份因环保检查带来的扰动，锡锭产量有所回升；安徽以及其他地区的多数冶炼企业在 1 月份维持平稳生产节奏。进入 2 月份，春节假期期间云南地区多数冶炼企业保持正常生产，少数冶炼企业停产；江西地区多数冶炼企业春节期间停工 15 天左右，预估 2 月份精炼锡产量将有一定程度的下降；湖北某冶炼企业由于废料采购紧缺已于 10 月下旬停产至今，将维持停产状态至春节之后；其余地区多数冶炼企业也陆续进入春节假期。预计 2024 年 2 月份国内锡锭产量为 12290 吨，环比-20.14%，同比-3.92%。



数据来源：瑞达期货、SMM

海关总署数据显示，2023 年 12 月精炼锡进口量为 5145.5 万吨，环比减少 6.32%，同比增加 50.2%；1-12 月精炼锡累计进口 34902.91 万吨，同比增加 8.94%；2023 年 12 月精炼锡出口量为 858.71 万吨，环比减少 16.94%，同比减少 22.99%；1-12 月精炼锡累计出口 12168.54 万吨，同比增加 13.3%。国内 12 月份锡锭进口量小幅降低，但在锡锭进口盈利窗口开启的影响下，整体进口量级维持较高位置，但随着锡锭进口盈利窗口逐渐关闭，锡锭进口量或逐步降低，对国内锡市供应补充有所减弱。



数据来源：瑞达期货，WIND

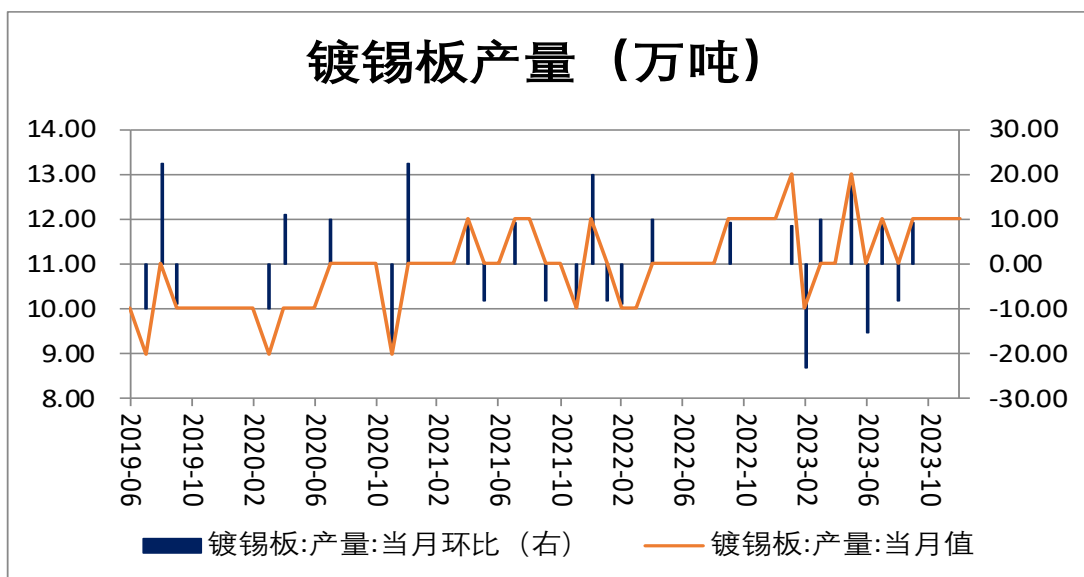
四、锡市需求情况

1、下游消费向好

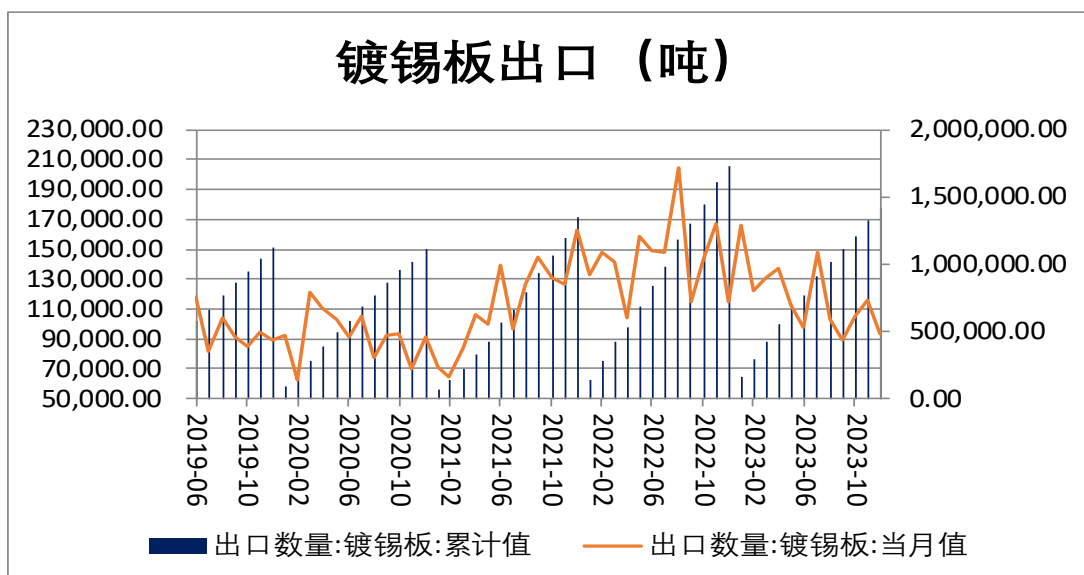
根据 SMM 调研，国内 1 月份样本企业锡焊料产量 9145 吨，较 12 月份环比增长 8.4%，总样本开工率为 91.91%，较 12 月份上涨 7.13 个百分点。2 月样本总产量预期为 4011 吨，预计较 1 月份环比减少 56.14%，预计 2 月份总样本开工率为 40.31%，较 1 月份下降 51.6 个百分点。在 1 月份，由于春节假期临近，终端企业计划年前备库，尤其是在锡价处于低位的上旬，大量采购导致了国内锡焊料企业的订单量显著增长。然而，到了下旬，锡价的快速反弹和持续上涨削弱了终端企业的订单增量和备库意愿，使得整体需求增量未能达到下游企业的预期。据调研分析，预计 2 月份锡焊料企业的开工率将出现大幅下降。这主要是由于 2 月初起，下游及终端企业陆续进入春节假期，生产车间暂停运营，且多数企业计划在正月初九或更晚复工。因此，2 月份的实际生产时间将大幅缩短，同时考虑到部分订单已提前至 1 月份完成，这些因素共同导致了 2 月份锡焊料产量和开工率的预期下滑。

镀锡板方面，据中钢协信息显示，截至 2023 年 12 月，镀锡板产量为 12 万吨，较 2023 年 11 月持平。Mysteel 对民营企业成本&利润测算数据显示：2024 年 1 月份镀锡板生产成本 5917.58 元/吨，月环比基本持平；毛利 482 元/吨，月环比基本持平，全流程企业整体利润尚可。从利润&成本看，1 月份马口铁基础原料价格窄幅震荡回落，原料成本支撑下以及下游接单情况向好，马口铁生产企业出厂价呈现弱稳，毛利整体维持，进入 2 月，远期订单大部分已经开始接 4 月份，整体需求有所放量。

截至 2023 年 12 月，镀锡板出口数量为 93554.67 吨，较 11 月下跌 22366.39 吨，跌幅 19.29%。Mysteel 数据显示，从 12 月马口铁外贸调研情况看，12 月马口铁出口同比仍呈现宽幅下滑。从我国马口铁出口总量数据来看，近五年我国马口铁出口量整体呈增长趋势，2019 年马口铁出口总量为 112.57 万吨，2020 年马口铁出口总量为 111.30 万吨，2021 年马口铁出口总量为 135.32 万吨，2022 年马口铁出口总量为 172.62 万吨，达到历史峰值，2023 年 142.36 万吨。欧美及东南亚地区占我国马口铁出口国家半壁江山。2023 年统计数据，除意大利减少 10 万吨、美国减少 7 万吨、墨西哥减少 5 万吨、西班牙减少 2 万吨、泰国减少 1 万吨、菲律宾减少 1 万吨外，其他大部分国家出口量整体维持尚可。单独从 2023 年马口铁出口数据不难看出同比上是存在明显下滑，但是回看过去 5 年数据，我国马口铁外贸情况是相对乐观的，是在国内产能未出现明显增长情况的数据。而且不容忽视还有马口铁间接出口部分，如食品罐头、印刷铁、空罐、罐装奶粉等。



数据来源：瑞达期货、WIND

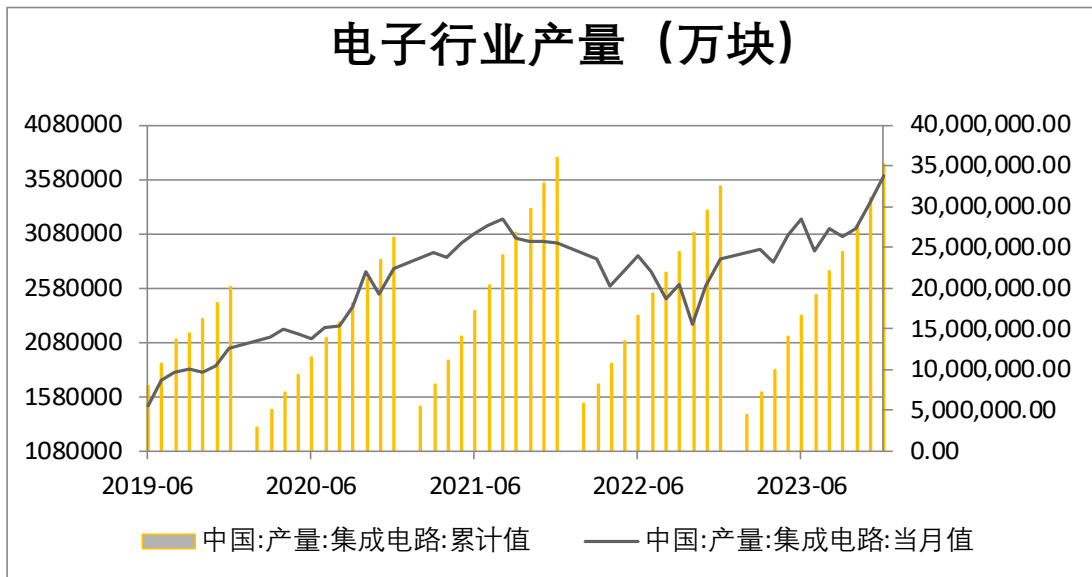


数据来源：瑞达期货、WIND

2、电子行业筑底回暖预期

电子产品是锡的主要下游市场，占锡焊料需求的 80%以上，电子行业方面，根据国家统计局数据显示，2023 年 12 月，集成电路产量为 3615269 万块，较 2023 年 11 月上涨 269269 万块，增加 8.05%。1—11 月份，我国电子信息制造业生产加快回升，出口降幅持续收窄，效益加快恢复，投资略有下滑，多区域营收有所提升。1—11 月份，规模以上电子信息制造业增加值同比增长 2.6%，增速较 1—10 月份提高 0.9 个百分点；增速比同期工业低 1.7 个百分点，比高技术制造业高 0.3 个百分点。11 月份，规模以上电子信息制造业增加值同比增长 10.6%。1—11 月份，主要产品中，手机产量 14.1 亿台，同比增长 3.6%，其中智能

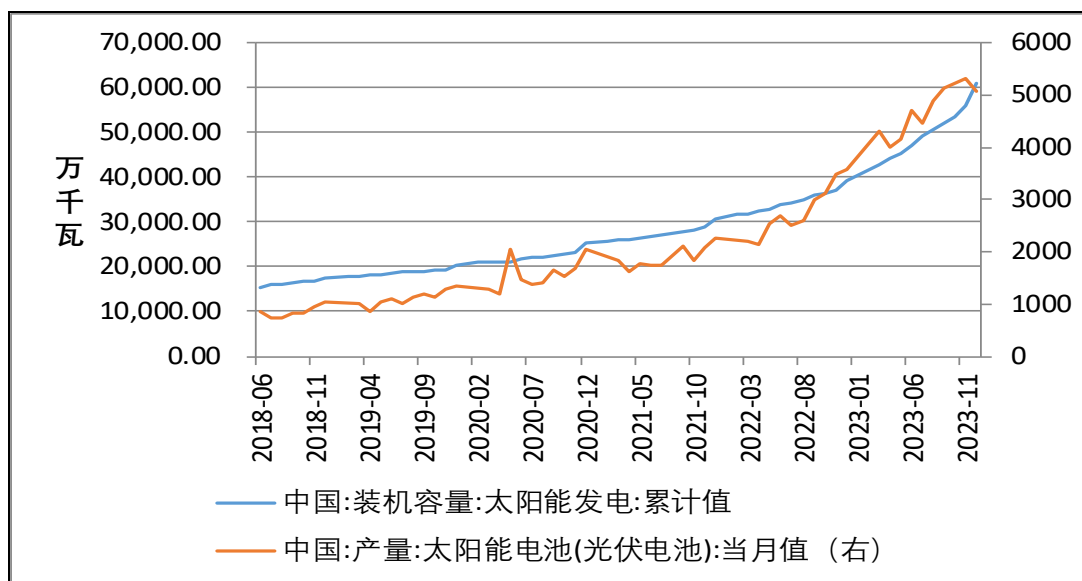
手机产量 10.3 亿台，同比下降 2%；微型计算机设备产量 3.11 亿台，同比下降 19.3%；集成电路产量 3114 亿块，同比增长 3.7%。2023 年，国内市场手机总体出货量累计 2.89 亿部，同比增长 6.5%；智能手机出货量 2.76 亿部，同比增长 4.8%，占同期手机出货量的 95.6%。各项终端统计数据看来，电子消费有逐步恢复的趋势。



数据来源：瑞达期货、WIND

3、光伏行业相对景气

在双碳背景下，国内太阳能行业发展较快，粗略估计，太阳能 1 百万千瓦需要约 120 吨锡。2018 年以来国内太阳能发电装机容量快速增长。相应的，太阳能电池产量也呈现较快增长。发改委、能源局表示，计划到 2030 年我国风电、太阳能发电总装机容量达到 12 亿千瓦以上。目前国内风电、太阳能发电装机容量约 6 亿千瓦，因此到 2030 年预计太阳能发电装机量将增加约 3 亿千瓦，估算需要消耗约 36000 吨锡锭，年均消耗 4000 吨锡锭。2023 年 12 月，太阳能装机容量为 60949 万千瓦，较 2023 年 11 月上涨 5186.84 万千瓦，增加 9.3%。太阳能电池（光伏电池）产量为 5083.1 万千瓦，较 2023 年 11 月下跌 227.2 万千瓦，减少 4.28%。国家能源局发布电力工业统计数据显示，我国加快推进大型风电光伏基地等重大项目建设，全力增加清洁电力供应，电力供给能力持续提升。



数据来源：瑞达期货、WIND

五、后市锡价展望

展望 3 月，宏观面，市场对美联储降息时间的预期存在较大分歧，宏观情绪反复。基本面上，缅甸佤邦锡矿复工问题待定，目前从该地进口补充较少；冶炼厂正常生产，不过进口盈利窗口持续关闭，印尼大选同样影响国内一月份进口锡锭，量级或有较大程度下降，总的来说，矿端一季度大概率仍面临紧缺加上终端消费预期持续向好，建议逢低做多为主。

六、操作策略建议

1、中期（1-2 个月）操作策略：建议逢低做多思路

➤ 具体操作策略

✧ **对象：**沪锡2405合约

✧ **参考入场点位区间：**212000- 214000 元/吨区间，建仓均价在 213000 元/吨附近。

✧ **止损设置：**根据个人风格和风险报酬比进行设定，此处建议沪锡 2405 合约止损参考 206500 元/吨

✧ **后市预期目标：**目标关注 226000，最小预期风险报酬比最小 1:2 之上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。