



2020.01

晨“锡”已告今天始，又是人间一次春

——2020 年锡期货行情展望及投资策略



投资咨询从业资格号：

王蓉

021-33038639

wangrong013179@gtjas.com

Z0002529

贺一堂（联系人）

021-33038623

heyitang020968@gtjas.com

从业资格号：F3053234

报告导读：

- ◆ **我们的观点：**鉴于矿端与冶炼端供应仍将偏紧、需求端并不悲观、净多头资金主导盘面的看法，我们认为 2020 年沪锡仍有上涨空间。
- ◆ **我们的逻辑：**供应端偏紧仍然是大趋势，自产矿和缅甸矿均处于回落态势，虽然内蒙银漫矿业很可能于 2020 年上半年复产，矿端偏紧态势或将有一定程度的缓和，但仍难掩紧张格局。国内部分较大规模的冶炼厂有 1 月份停产的计划，未来国内冶炼端偏紧的态势或将维持一段时间。锡的整体消费情况并不太悲观，弱稳态势料将维系，且随着 5G 手机的商用时代开启，新兴领域也将带动一部分增量。此外，当前海内外主力资金仍以多头占主导，未来锡价上方仍有空间。
- ◆ **投资建议：**2020 年在锡的投资价值上，我们更倾向于多头配置，操作上可以逢低做多的思路为主，下方支撑参考此前两度下探的低点 133500 附近，上方阻力位短期看到前高 142000 附近，中期阻力位看到 2019 年上半年的震荡平台中值 148000 附近。1 月需关注国内锡冶炼厂的减停产计划，根据实际投产情况以及预期差来适时地调整投资策略。套利策略方面，我们倾向于做锡的内外正套和跨月正套为主。
- ◆ **风险点：**中美贸易局势恶化；国内锡冶炼厂减停产不及预期。

作者简介：

王蓉：国泰君安期货有色及贵金属研究总监，高级研究员。浙江大学国际经济学学士，上海财经大学产业经济学硕士。拥有 9 年商品期货研究经验，主攻镍、白银、黄金、铝等品种。多年荣获上期所“有色金属优秀分析师”、“贵金属优秀分析师”、“产业服务优秀分析师”等奖项，及期货日报“最佳工业品分析师”等奖项。擅长供需分析，拥有较强的分析逻辑，始终坚持对产业链和数据库的精耕细作，致力于品种基本面自下而上与宏观面自上而下的研究构架，竭力在大宗价格研究中发现投资价值。

贺一堂：国泰君安期货产业服务研究所有色金属研究员，获上海交通大学理学学士学位、金融学第二学士学位、管理学博士学位，主要从事有色金属中铝、锡的研究，基于对宏观经济基本面、有色金属产业链基本面的相应分析，深入探究铝、锡产业链上下游基本面的供需矛盾点，不断完善所研究品种的产业链数据库、信息库，为市场提供客观、及时的行情分析与研判。

目 录

1. 2019 年影响锡市场主要的运行逻辑梳理	4
1.1 整体价格走势回顾：多空博弈下，沪锡下半年一度呈现出“过山车”式的暴跌暴涨	4
1.2 沪锡价格的主要驱动逻辑：资金博弈的背后往往有基本面消息的助推	5
2. 2020 年锡价主驱动逻辑的演变路径	7
2.1 供给端：矿端、冶炼端均深陷偏紧格局	7
2.1.1 2020 年矿端或有增量，但仍难以弥补缺口	7
2.1.2 冶炼端偏紧态势大概率亦将延续	9
2.2 需求端：锡下游需求不算差，新兴领域也将释放增量	10
2.2.1 锡下游加工材不会太悲观，偏弱稳概率较大	10
2.2.2 新兴领域将提振锡消费，2020 年或有实质性增量	13
2.3 2020 年供需平衡预估：供应仍偏紧，短缺态势或将延续	13
2.4 资金的力量：目前多头更胜一筹，未来锡价仍有上升空间	14
3. 对 2020 年锡价的整体判断及投资建议	17
3.1 锡价的预判及风险点提示	17
3.2 相应的投资建议及策略	17
图表 1：截至 2018 年 12 月 27 日数据，沪锡下半年一度急跌急涨，全年跌幅约 3.94%	4
图表 2：截至 2018 年 12 月 24 日数据，伦锡年中跌势顺畅，全年跌幅约 11.4%	4
图表 3：2019 年沪锡涨跌幅度在内盘有色板块居中，全年跌幅小于铅、锌，涨势则不及镍、铜、铝	5
图表 4：2019 年现货价对沪锡近月平均升水 931 元/吨	5
图表 5：2019 年现货价对沪锡主力平均升水 659 元/吨	5
图表 6：全球锡精矿产量占比，中国与印尼已过半	6
图表 7：全球精炼锡产量占比，中国与印尼占到近 3/4	6
图表 8：3000 亿加征关税商品名单中，3 类镀锡板均赫然在列	6
图表 9：2019 年上半年美国仍是我国镀锡板出口国之一	6
图表 10：2019 年 10 月镀锡板几无出口到美国	6
图表 11：内外盘锡价均明显受到中美贸易摩擦的冲击	7
图表 12：锡精矿价格偏弱运行，年末略有回暖	7
图表 13：锡精矿加工费呈现阶梯式的下滑态势	7
图表 14：国内锡矿产量基本维持在负增长	8
图表 15：锡矿进口量呈现出逐年下降的大趋势	8
图表 16：当前锡矿进口仍主要来自缅甸	8
图表 17：整体来看锡精矿供应仍偏紧	8
图表 18：2020 年新增锡矿项目产能有所提升	8
图表 19：国内精炼锡产量下滑至近几年低位	9
图表 20：云南锡业年度检修对产量影响明显	9
图表 21：2019 年上半年出口量大增，9 月一度转为净进口	9
图表 22：锡企业库存在去化，目前在近几年低位	9
图表 23：四国精炼锡产量占到海外总量的近 3/4	10
图表 24：印尼和秘鲁的精炼锡产量相对不稳定	10
图表 25：我国锡的下游需求占比	11
图表 26：2019 年内云锡两种规格锡焊料价格整体略偏弱	11
图表 27：近期电子计算机产量并不低	11
图表 28：2019 年下半年以来集成电路产量有明显增加	11
图表 29：智能手机 4 季度有小幅回暖的态势	11
图表 30：光伏电池仍处在高速同比增长的态势中	11

图表 31: 2019 年以来镀锡板价格维持弱稳.....	12
图表 32: 2019 年以来镀锡板产量增速转正趋稳.....	12
图表 33: 镀锡板带销售情况于 2019 年中附近开始转差.....	12
图表 34: 7 月镀锡板库存回落至低位, 下半年有所回升.....	12
图表 35: 2019 年焊锡的进口量有明显回落.....	12
图表 36: 镀锡板净出口量年中并不理想.....	12
图表 37: 主要设备生产商的 5G 发展路径.....	13
图表 38: 接下来几年中 5G 手机出货量将大幅增长.....	13
图表 39: 5G 宏基站数量不断增长, 2023 年将达到顶峰.....	13
图表 40: 2019 年国内精炼锡供需全年基本上维持负增长, 供应比需求降幅更明显.....	14
图表 41: 2020 年我们预计国内精炼锡市场大概率将继续呈现短缺格局.....	14
图表 42: 上市以来沪锡成交量、持仓量不断创出新高.....	15
图表 43: 但和其他有色金属相比, 锡持仓量始终为最小.....	15
图表 44: 前三净多持仓与沪锡主力的相关系数为 0.51.....	15
图表 45: 前五净多持仓与沪锡主力的相关系数为 0.55.....	15
图表 46: 和其他有色金属相比, LME 锡成交量始终为最小.....	16
图表 47: LME 锡持仓量亦明显低于其他金属.....	16
图表 48: LME 期锡持仓中, 投资公司或信贷机构 (非商业持仓) 占比最大, 对期锡价格的影响也最明显.....	16
图表 49: 非商业持仓目前多头更胜一筹.....	16
图表 50: 商业企业持仓目前仍然偏空.....	16
图表 51: Granger 因果检验结果显示, 非商业持仓净多头是 LME 期锡价格的 Granger 原因.....	17
图表 52: 伦锡短期下方支撑在前低 15565 附近, 上方阻力位参考 18500 附近.....	18
图表 53: 沪锡短期在 133500 附近支撑力度较强, 上方阻力看到 148000 附近.....	18

1. 2019 年影响锡市场主要的运行逻辑梳理

1.1 整体价格走势回顾：多空博弈下，沪锡下半年一度呈现出“过山车”式的暴跌暴涨

2019 年上半年，锡价基本维持高位震荡的态势，最高点出现在 2 月下旬。然而下半年伊始锡运行态势便陡然转变，7 月初一度跌停，空头的强势打压使得锡价急剧下挫，8 月中下旬再度开始探低，于月末创出年内低点。随后 9 月初由于印尼宣布提前禁矿使得镍价封在涨停，情绪蔓延至锡盘面上，多头趁机强势反攻，叠加国内锡冶炼企业联合减产的声明，使得锡价一度涨至上半年的水平，4 季度基本维持震荡态势，震荡区间较上半年有所下移。全年来看，锡价整体上还是有所跌落，截至 2019 年 12 月 24 日数据，伦锡全年收跌，跌幅约 11.4%。截至 2019 年 12 月 27 日，国内沪锡走势相比外盘要温和许多，不过同样是收跌，跌幅在 3.94%。

整个有色板块对比来看，锡价涨跌幅度在板块内居中，全年跌幅小于铅、锌，而涨势则不及镍、铜、铝。外盘来看，伦锡表现在外盘有色金属中最差，年中跌势顺畅，9 月份探底，至今仍在底部区域震荡。

图表 1：截至 2018 年 12 月 27 日数据，沪锡下半年一度急跌急涨，全年跌幅约 3.94%



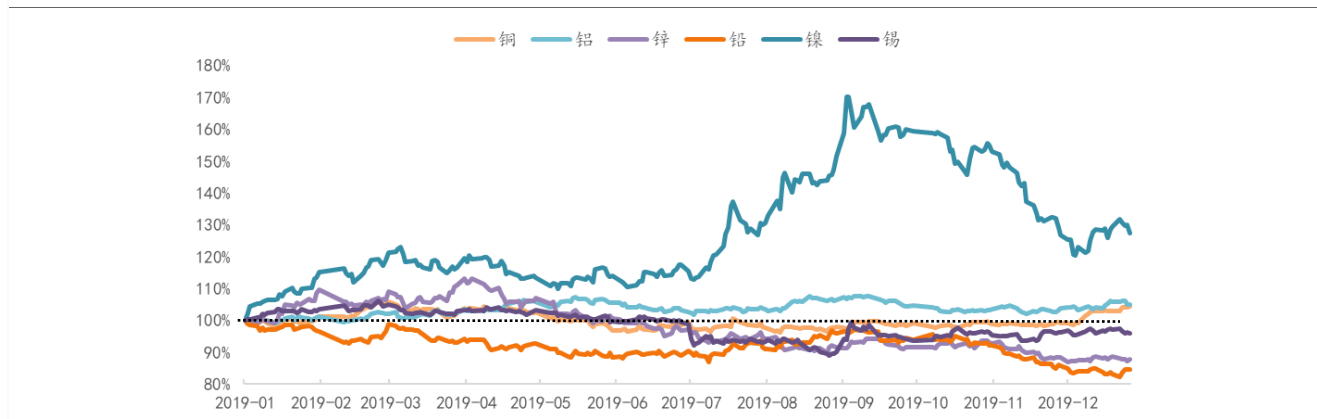
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图表 2：截至 2018 年 12 月 24 日数据，伦锡年中跌势顺畅，全年跌幅约 11.4%



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图表 3：2019 年沪锡涨跌幅度在内盘有色板块居中，全年跌幅小于铅、锌，涨势则不及镍、铜、铝



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

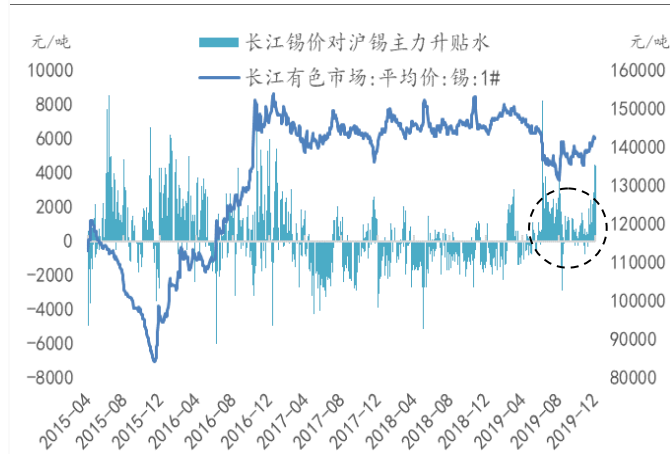
从现货价格来看，2019 年国内现货长江锡价全年整体来看亦收跌，截至 2019 年 12 月 27 日，长江有色市场 1#锡价收在 142250 元/吨，全年跌幅 0.87%，下跌幅度小于期货价格。长江现货锡价对沪锡近月全年基本上维持在升水状态，日均升水 931 元/吨，呈现出 Back 结构；长江现货锡价对沪锡主力合约除年初外基本上亦维持在升水状态，日均升水 659 元/吨，亦呈现出 Back 结构。2019 年现货锡价对近月的日均升水幅度不及去年，相比去年现货对主力合约的整体结构也有所转变，2018 年长江现货锡价对沪锡近月日均升水 1007 元/吨，长江现货锡价对沪锡主力呈现出 Contango 结构，日均贴水 671 元/吨。

图表 4：2019 年现货价对沪锡近月平均升水 931 元/吨



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图表 5：2019 年现货价对沪锡主力平均升水 659 元/吨



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

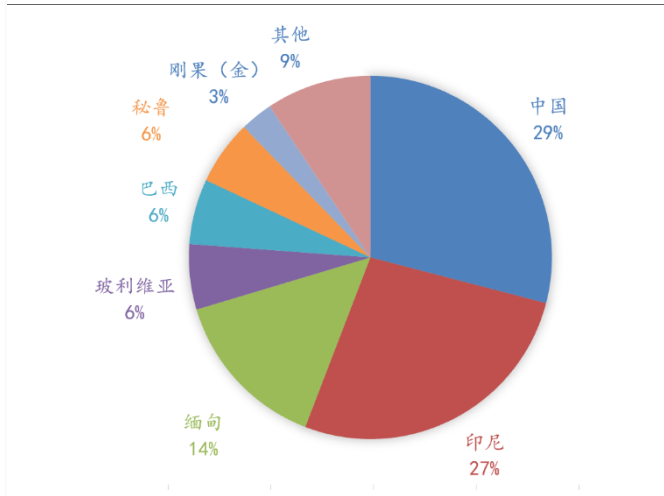
1.2 沪锡价格的主要驱动逻辑：资金博弈的背后往往有基本面消息的助推

2019 年锡价盘面上呈现出的是风格迥异的两部分，上半年的高位震荡总体上运行平稳，少有急涨急跌的行情出现，而下半年一开始就迎来了锡价的暴跌，9 月初的急涨也是上半年所不曾有过的局面。在这种行情表象的背后，资金的力量是不容忽视的。7 月初盘面上空头的强劲势头打得锡冶炼企业猝不及防，而 9 月上旬多头推动下锡价的连续大涨也近乎堪比镍价。

不过，单单靠资金的多空博弈往往是难分伯仲，多空某一方的更胜一筹往往是建立在现实基本面的基础之上的，这往往是获胜一方押注未来行情走势的借力点。以 9 月初盘面的大幅上涨为例，彼时印尼刚刚宣布将禁止原矿出口的决定由 2022 年初提前至 2020 年初，使得原矿出口窗口仅剩不到 4 个月，对该消息反映最强烈的就是镍价，这是因为全球红土镍矿的供应方面印尼占到关键一环，沪镍开盘即封在涨停。多头情绪蔓延至锡盘面上，锡价一天内从低位爬升了 6000 多点，不过第二天就出现了明显的回调，这很大程度上是因为中国作为最大的精炼锡生产及消费国，其锡精矿绝大部分是自缅甸进口，少有从印尼进口的锡精矿，从产业链的角度来看印尼提前禁矿对国内锡精矿供应的扰动并不大。但随后锡价再度连续拉涨，多头仍未消退，这是因为给予多头很大信心的是国内外锡冶炼企业的联合减产声明。9 月初印尼主要的精炼锡供应商 PT Timah Tbk 宣称年度精炼锡产量将缩减 1 万吨以上，同时中国锡行业企业发表联合声明，为积极响应锡行业

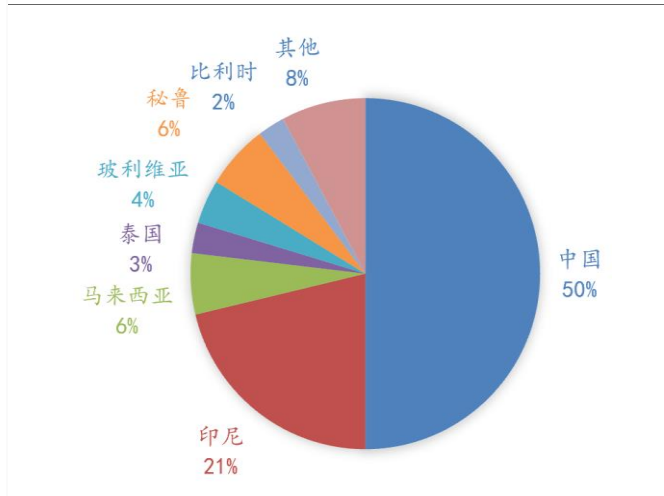
高质量发展的号召，包括云南锡业在内的 14 家中国锡冶炼企业同意将减少 2019 年的精炼锡产量 2.02 万吨，海内外锡企业的联合减产明显缩减了冶炼端的供应，这才真正给予盘面上多头实质性的激励，也最终夯实了锡价大涨的事实。

图表 6：全球锡精矿产量占比，中国与印尼已过半



资料来源：USGS, Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图表 7：全球精炼锡产量占比，中国与印尼占到近 3/4



资料来源：Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

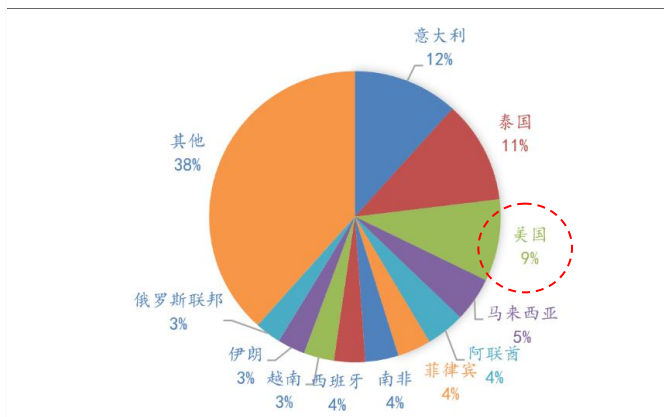
而另一影响锡价的一个重要方面是中美贸易摩擦，2019 年中美关系起起伏伏，贸易局势也时而缓和、时而趋紧，起伏不定的中美贸易形势也加剧了锡价的波动性。2019 年 8 月 2 日，美方宣布决定对中方 3000 亿美元的商品加收 10% 的关税，而锡的下游加工产品之一——镀锡板就赫然在列，且我国镀锡板以出口为主，美国原本也是我国镀锡板的主要出口国之一，加征关税势必影响镀锡板的总需求。其次，锡最主要的下游加工产品——锡焊料与电子行业息息相关，而关税的加征对电子行业影响明显，中美贸易形势紧张的背景下，部分焊料企业的下游订单明显减少，这也进一步对锡价有较为明显的冲击。能够明显地看出，中美贸易局势缓和往往对应着锡价的上涨行情，而贸易形势的恶化则拖累锡价走疲（如 2019 年 8 月 24 日美方宣布提高对中国 5500 亿美元加征关税的税率，彼时偏弱的锡价继续探低，后续创下年内低点）。

图表 8：3000 亿加征关税商品名单中，3 类镀锡板均赫然在列

HTS Subheading	Product Description	产品名称
7210.11.00	Iron/nonalloy steel, width 600mm+, flat-rolled products, plated or coated with tin, w/thick. 0.5 mm or more	镀或涂锡，宽≥600mm，厚≥0.5mm 普通钢铁板材
7210.12.00	Iron/nonalloy steel, width 600mm+, flat-rolled products, plated or coated with tin, less than 0.5 mm thick	镀或涂锡，宽≥600mm，厚<0.5mm 普通钢铁板材
7212.10.00	Iron/nonalloy steel, width less th/600mm, flat-rolled products, plated or coated with tin	镀或涂锡，宽<600mm 普通钢铁板材

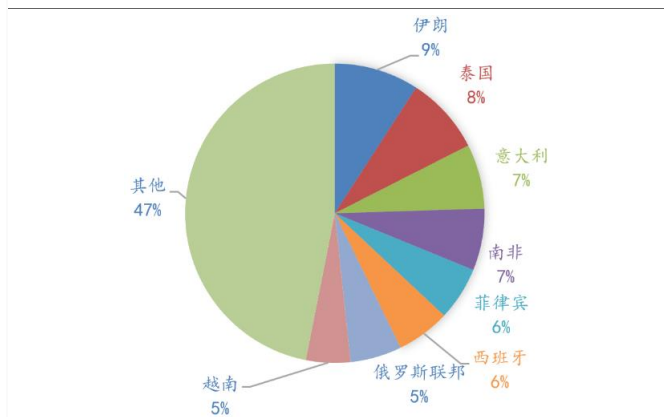
资料来源：USTR, 国泰君安期货产业服务研究所

图表 9：2019 年上半年美国仍是我国镀锡板出口国之一



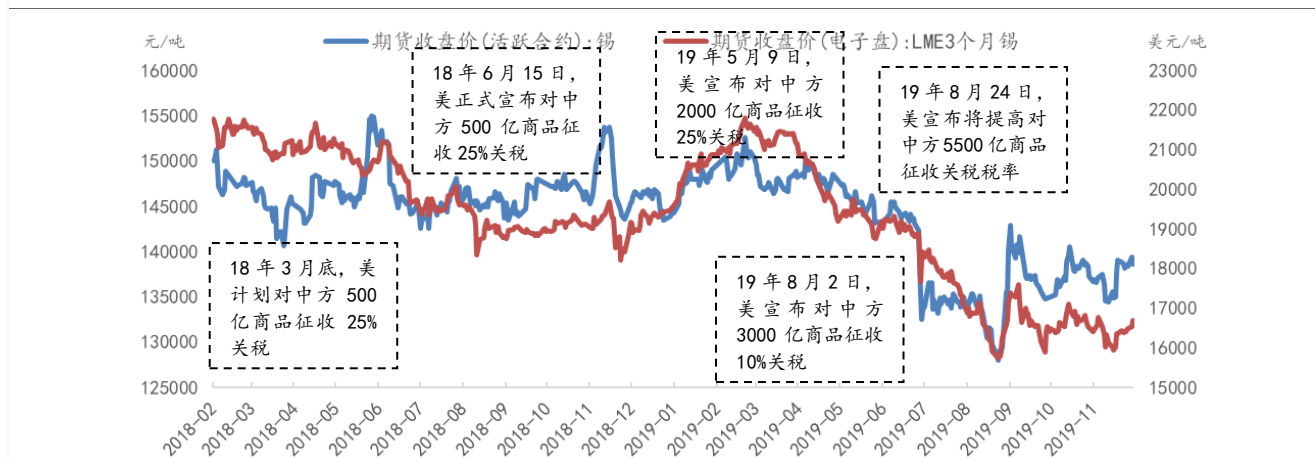
资料来源：海关总署, Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图表 10：2019 年 10 月镀锡板几无出口到美国



资料来源：海关总署, Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图表 11：内外盘锡价均明显受到中美贸易摩擦的冲击



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

2. 2020 年锡价主驱动逻辑的演变路径

回顾 2019 年，精炼锡市场整体上来看供需双弱，而供给的降幅更大，进而呈现出供应短缺的格局。此外，资金对期锡市场的影响开始愈发明显，7 月初的暴跌使得锡价打破了近一年半的震荡区间，运行中枢明显下移，空头的强劲态势可见一斑。鉴于锡产业链集中度较高，联合减产决议对于锡价的影响也非常明显。

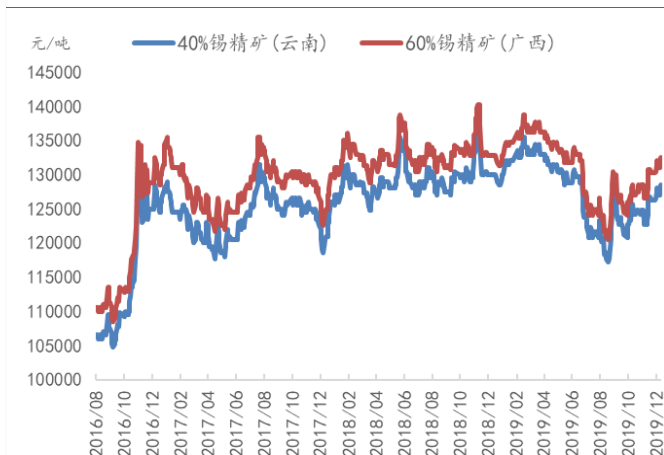
展望 2020 年，供应端偏紧仍然是大趋势，自产矿和缅甸矿均处于回落态势，虽然内蒙银漫矿业很可能于 2020 年上半年复产，矿端偏紧态势或将有一定程度的缓和，但仍难掩紧张格局。国内部分较大规模的冶炼厂有从 1 月份开始停产的计划，未来国内冶炼端偏紧的态势或将维持一段时间。锡的整体消费情况并不太悲观，弱稳态势料将维系，且随着 5G 手机的商用时代开启，新兴领域也将带动一部分增量。此外，当前海内外主力资金仍以多头占主导，未来锡价上方仍有空间，正是“晨曦已告今天始，又是人间一次春”。

2.1 供给端：矿端、冶炼端均深陷偏紧格局

2.1.1 2020 年矿端或有增量，但仍难以弥补缺口

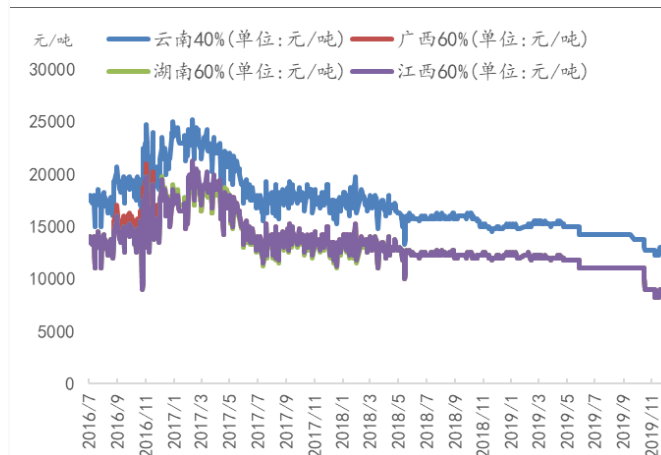
从供应端来看，锡产业链不论是矿端还是冶炼端一个最明显的特征就是“紧”。锡精矿供应紧张的一个最直接的反应就是加工费的不不断下调，11 月下旬湖南、广西、江西三省 60% 的锡精矿加工费跌破 9000 元/吨，创下近三年以来的最低水平，主要是由于影响矿端供应的事故较多，国内锡精矿产量基本维持负增长。在矿石开采政策日趋严格的大背景下，预计 2020 年国内锡精矿的产量依然维持在低位，偏紧格局犹在，加工费难以有大幅回升。

图表 12：锡精矿价格偏弱运行，年末略有回暖



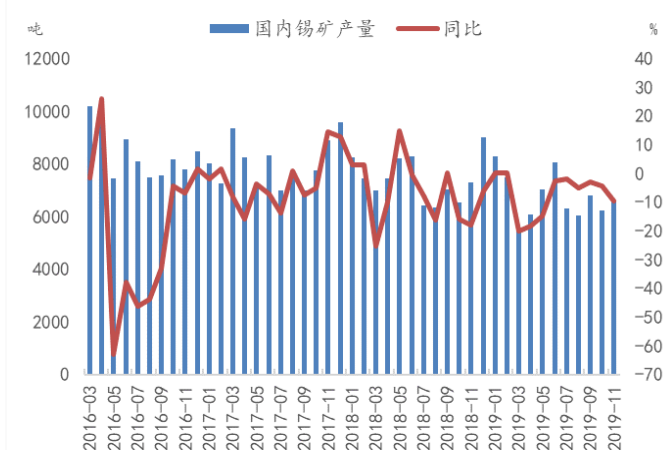
资料来源：SMM，国泰君安期货产业服务研究所

图表 13：锡精矿加工费呈现阶梯式的下滑态势



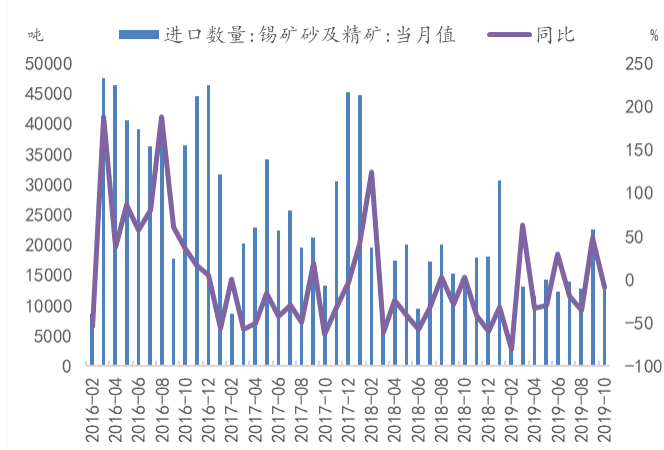
资料来源：SMM，国泰君安期货产业服务研究所

图表 14：国内锡矿产量基本维持在负增长



资料来源：SMM，国泰君安期货产业服务研究所

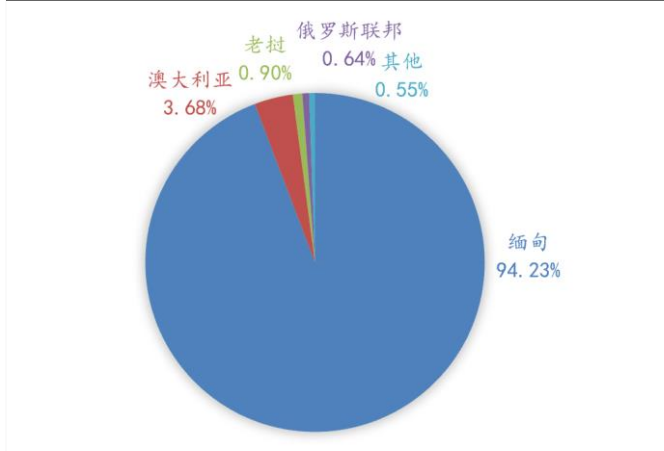
图表 15：锡矿进口量呈现出逐年下降的大趋势



资料来源：海关总署，国泰君安期货产业服务研究所

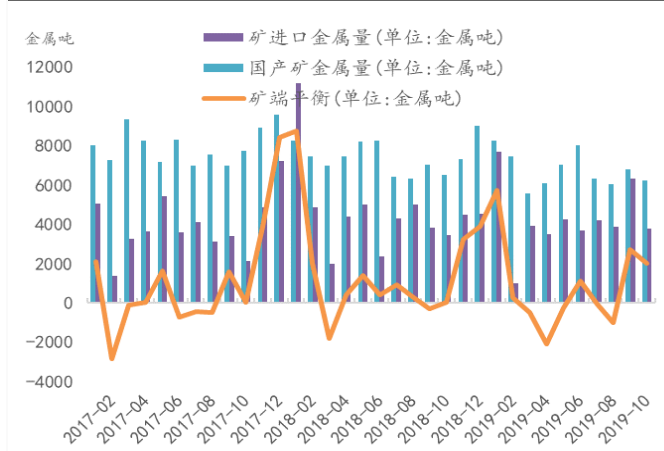
除了国内矿产量不断下滑外，进口矿的补给情况也没有出现好转。近些年来，锡精矿的进口总量呈现出逐年下降的趋势，年内除个别月份外也基本是负增长。且国内在矿石进口方面过于依赖缅甸，虽然自该国进口的锡精矿占比较前几年有所回落，但仍然维持在 95% 左右，这就使得进口矿供应方面存在着不稳定因素，易受到缅甸国内局势动荡及其政策变动的影响。缅甸锡矿品位也有逐年下滑的态势，逐步转向开采地下矿，品位仅在 1.5-2%，缅甸矿石质量转差是大势所趋，2020 年自缅甸的锡精矿进口量或将继续回落。

图表 16：当前锡矿进口仍主要来自缅甸



资料来源：海关总署，国泰君安期货产业服务研究所

图表 17：整体来看锡精矿供应仍偏紧



资料来源：海关总署，国泰君安期货产业服务研究所

矿石供应偏紧的大趋势非常明确，不过根据国际锡业协会统计的近三年全球锡矿新投项目计划来看，2020 年海内外的锡矿开采有增量，新增锡矿总产能在 27800 金属吨，和 2019 年相比有近 4000 吨的增量。这其中包括我国内蒙古赤峰的维拉斯托锡矿项目，年产能在 6000 金属吨，而哈萨克斯坦的 Syrymbet 锡矿项目也在 2020 年的新增计划之内，这在一定程度上或将缓解全球锡矿供应的紧张程度，不过也要看各项目的实际运转情况以及偶有发生的超预期生产事故的影响。此外，内蒙银漫矿业目前还未给出具体的复产日期，初步预计在 2020 年上半年复产，也将会给国内的锡精矿带来部分增量。总的来看，在不考虑超预期的意外事故的情况下，2020 年矿端紧张的格局或将有小幅缓和，但增量仍然难以弥补明显的缺口。

图表 18：2020 年新增锡矿项目产能有所提升

公司	国家	矿山/项目	产能（金属吨/年）	启动年份
维拉斯托	中国	Weilasituo	6000	2020
Elementos	西班牙	Oropesa	3000	2020
Kasbah 资源公司	摩洛哥	Achmmach	5200	2020

Stellar 资源公司	澳大利亚	Heemskirk	4500	2020
Syrymbet	哈萨克斯坦	Syrymbet	9100	2020
		总计	2020 年新增锡矿产能 27800 吨	

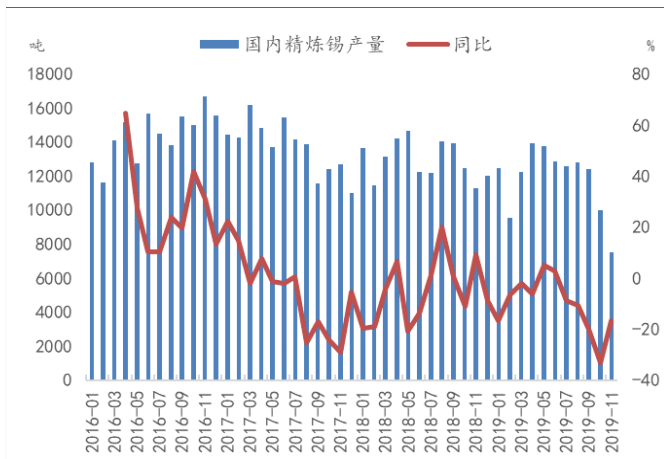
资料来源：ITA, SMM, 公开资料, 国泰君安期货产业服务研究所

2.1.2 冶炼端偏紧态势大概率亦将延续

再来看看到精炼锡的供应情况, 目前我国的精炼锡产量占到全球总量的一半左右, 而国内的锡冶炼厂分布较为集中, 主要在云南、江西、广西三个省份, 而仅云南锡业一家的产能就占到全国精炼锡总产能的近 1/4, 可见锡在冶炼端的集中度仍然较高。我国精炼锡产量有明显下降, 其一在于锡冶炼企业的联合减产, 其二在于矿端供应偏紧使得锡精矿加工费明显下行, 锡冶炼企业利润受到压缩。当前来看, 2020 年国内部分较大规模的冶炼厂有 1 月份停产的计划, 未来冶炼端偏紧的态势或将维持一段时间。

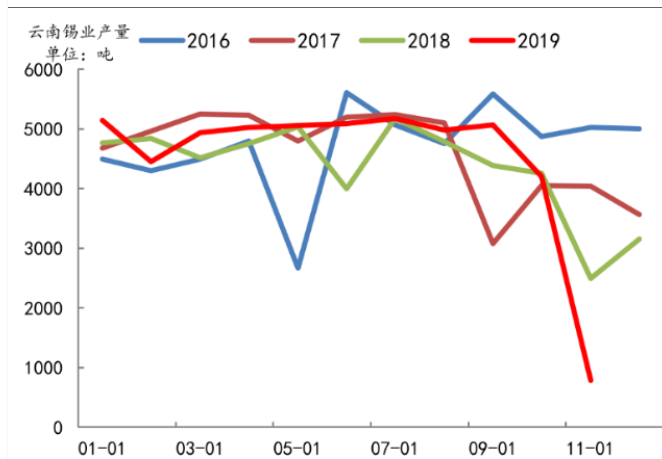
精炼锡主要以出口活动为主, 进口量则相对较少, 虽然 2019 年的下半年是个例外, 但全年大部分时间仍维持净出口状态。国内精炼锡产量下滑的同时, 还要满足出口需求, 使得锡的库存基本处在去化的趋势中。预计后期随着进口盈利逐步缩窄, 进口窗口很可能将关闭, 届时出口量将回归至此前的水平, 同时精炼锡国内产量大概率将难以增加, 使得 2020 年国内冶炼端的供应很可能继续偏紧。

图表 19: 国内精炼锡产量下滑至近几年低位



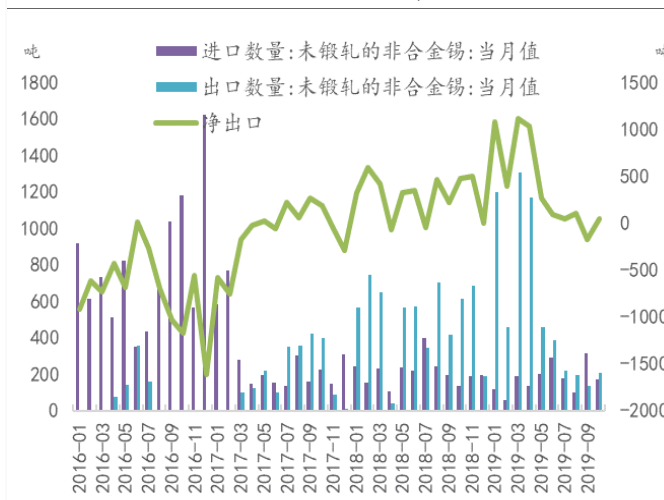
资料来源：SMM, 国泰君安期货产业服务研究所

图表 20: 云南锡业年度检修对产量影响明显



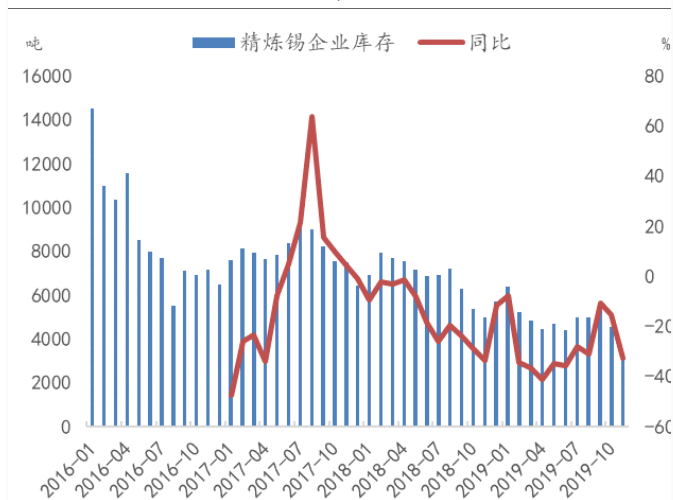
资料来源：SMM, 国泰君安期货产业服务研究所

图表 21: 2019 年上半年出口量大增, 9 月一度转为净进口



资料来源：wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图表 22: 锡企业库存在去化, 目前在近几年低位

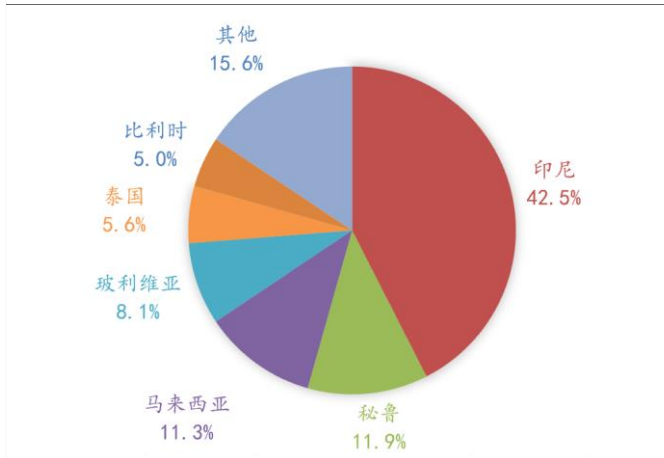


资料来源：海关总署, 国泰君安期货产业服务研究所

海外精炼锡方面, 目前印度尼西亚、秘鲁、马来西亚及玻利维亚四国为主要生产国, 产量占到海外总量的 3/4 左右。从历史情况来看, 印尼、秘鲁两国的精炼锡产量相对不太稳定, 这也是海外产量波动的因素所在。2019 年 9 月初印尼主要的精炼锡供应商 PT Timah Tbk 宣称年度精炼锡产量将缩减 1 万吨以上, 这也将

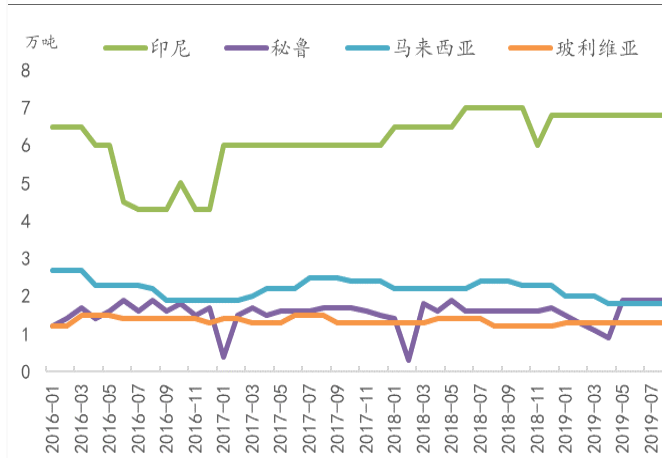
成为 4 季度海外锡产量下降的主要原因。与缅甸的情况类似，印尼同样面临着锡矿品位下降、开采成本上升、冶炼利润回落的影响，当地的精炼锡产量本身也受到抑制。

图表 23：四国精炼锡产量占到海外总量的近 3/4



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图表 24：印尼和秘鲁的精炼锡产量相对不稳定



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

从供应端来看，2019 年整体处在偏紧的态势之中，矿端事故频发叠加国内产量、进口量均下滑使得锡精矿的供应偏紧，而海内外锡冶炼企业的联合减产使得精炼锡的产量也在下滑，在此情形下国内锡库存不断回落。展望 2020 年，在不考虑意外事故的情况下，国内锡精矿产量或将有所回升，主要在于内蒙银漫矿业很可能于 2020 年上半年复产，为国内带来部分增量，矿端偏紧态势或将有一定程度的缓和，但仍难掩紧张格局。此外，由于国内部分较大规模的冶炼厂有从 1 月份开始停产的计划，未来国内冶炼端偏紧的态势或将维持一段时间。随着 2020 年印尼 PT Timah Tbk 减产结束，精炼锡产量或将有所提升，但仍不足以覆盖日益显现的精炼锡供应缺口。

2.2 需求端：锡下游需求不算差，新兴领域也将释放增量

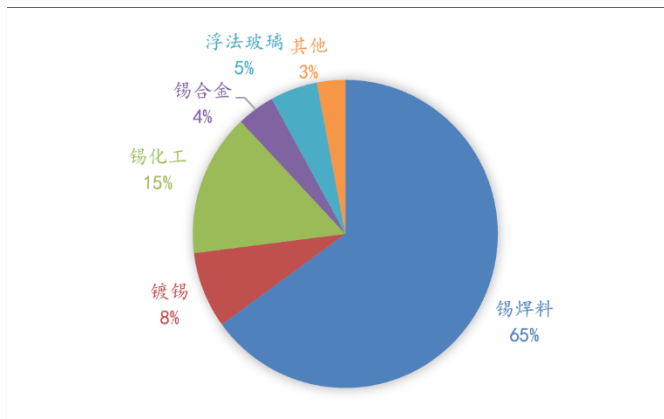
刚刚结束的 2019 年国内的宏观环境依然是错综复杂，我们始终无法定位国内宏观驱动的方向，这凸显出过去一年有色整体需求端定价能力的钝化，一方面用来表征宏观需求的多个指标陷入横盘走势，另一方面宏观指标没有走出明确的向上或者向下的趋势，全年几乎都处在左右摇摆的状态，这使得市场对有色需求的方向难以形成一致预期（相关内容请参阅有色年报宏观篇）。

对于锡市场也是如此，2019 年初市场多数对锡的需求端并不看好，甚至给出较大降幅的预期，这一方面是基于中美贸易摩擦愈演愈烈的背景下锡及其下游加工材受到明显的冲击，另一方面宏观面整体的悲观预期也蔓延至锡的下游终端消费领域。不过，站在 2019 年末回顾全年情况的话，我们能够发现现实并没有我们想象的那么悲观，部分指标仍然给出了比较好的“成绩”。

2.2.1 锡下游加工材不会太悲观，偏弱稳概率较大

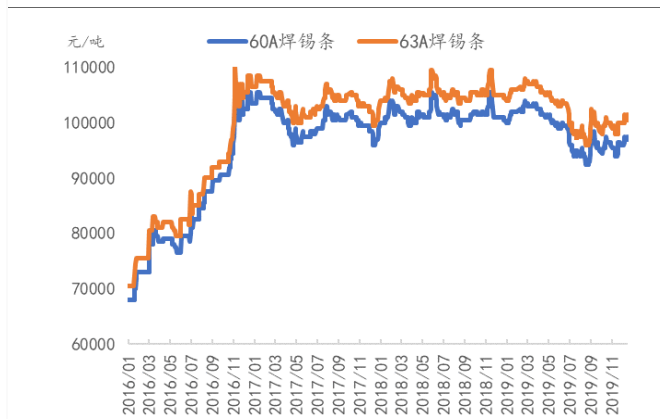
从锡的下游需求来看，先看到占比最大的锡焊料，主要是应用在电子行业，用于电子元件的焊接，起着机械连接、电连接和热交换等作用，其需求量与各电子产品的产量情况息息相关。从集成电路、电工仪器仪表、电子计算机、智能手机等各电子产品的产量情况来看，各电子产品的生产情况并不差，对锡焊料需求的拖累并不明显。电子计算机、微型电子计算机产量创出新高，集成电路、电工仪器仪表的产量基本处在不断攀高的趋势中，移动通信手持机、智能手机的产量由于市场的渐趋饱和而维持震荡态势，光伏电池表现最强劲，目前仍处在高速同比增长的势头中，产量也不断创出新高。整体来看，锡焊料应用广泛的电子行业和半导体行业生产运行情况稳中偏好，预计未来需求端对锡焊料还是有一定的拉动作用的。

图表 25：我国锡的下游需求占比



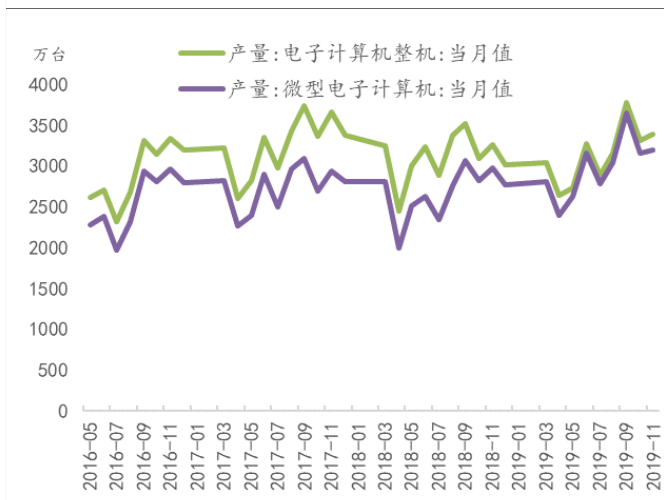
资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

图表 26：2019 年内云锡两种规格锡焊料价格整体略偏弱



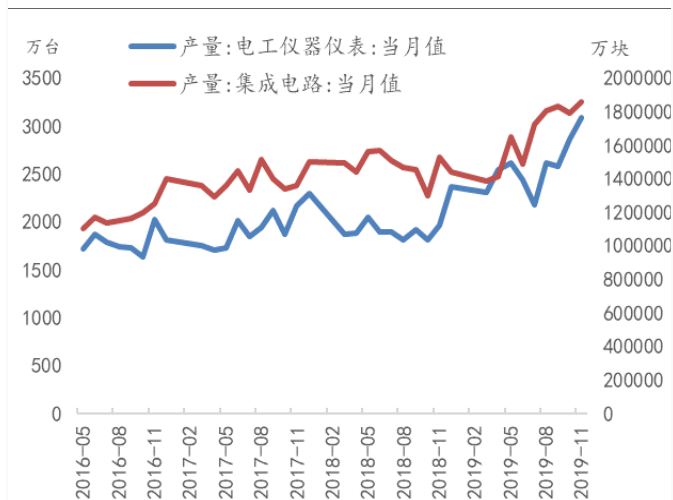
资料来源：SMM，国泰君安期货产业服务研究所

图表 27：近期电子计算机产量并不低



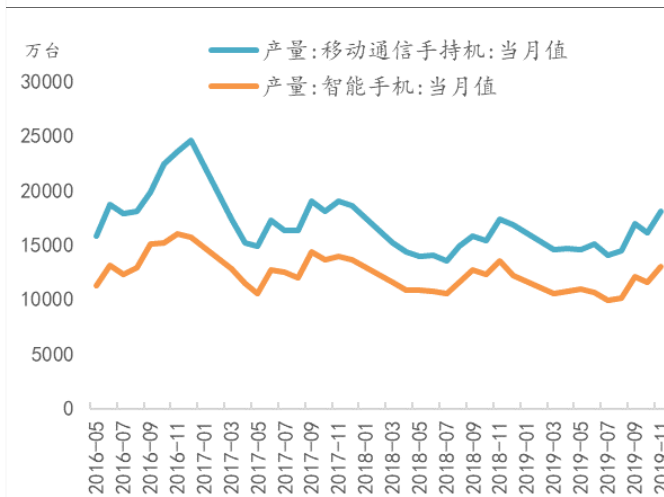
资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图表 28：2019 年下半年以来集成电路产量有明显增加



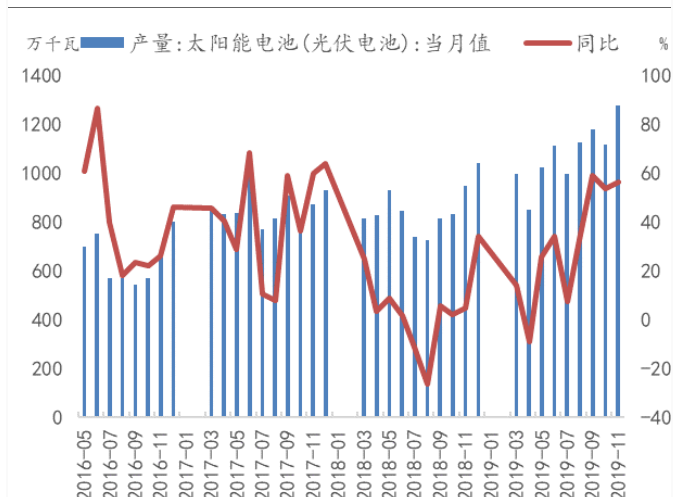
资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图表 29：智能手机 4 季度有小幅回暖的态势



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图表 30：光伏电池仍处在高速同比增长的态势中

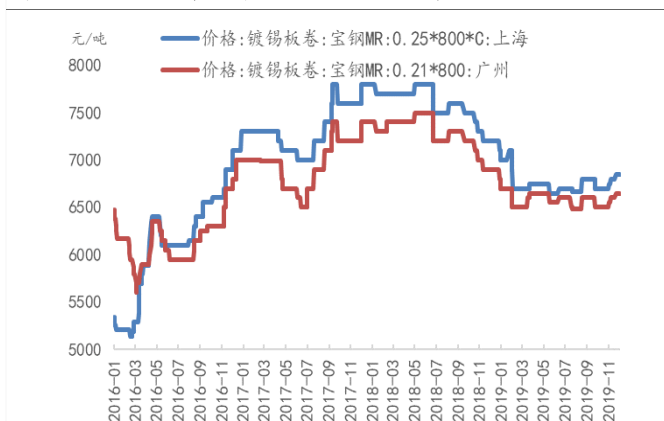


资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

其次看到镀锡板的情况，其广泛应用于罐头、饮料等食品包装行业，也应用在军工、仪表、电器及其他工业等领域。整体来看镀锡板卷的价格维持弱稳，库存回落至近年来的低位。重点企业镀锡板带的整体销售情况较好，生产方面基本没有明显的起落，对精炼锡的需求方面基本上没有拖累。锡化工方面，主要以二价无机锡、四价无机锡和有机锡为原料。无机锡主要应用在传统生产领域，发展空间较为有限，未来的增长点还是在有机锡方面。近两年来，PVC 产量较为稳定，基本处于小幅增长的态势中，而有机锡中有近一半是作

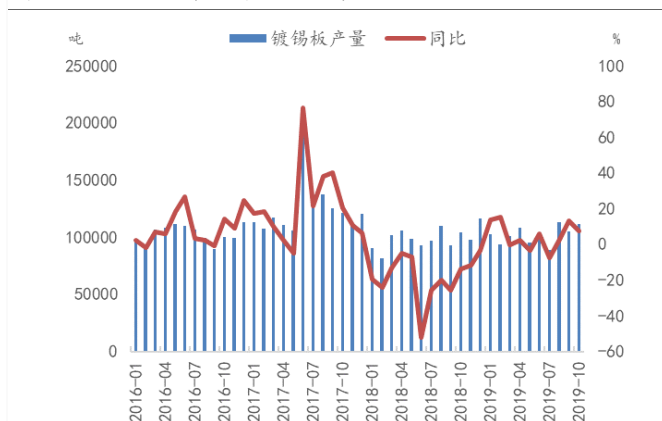
为 PVC 生产过程中的热稳定剂，因而 PVC 产量的稳定增长有助于维持锡化工这一部分需求量的稳定。

图表 31：2019 年以来镀锡板价格维持弱稳



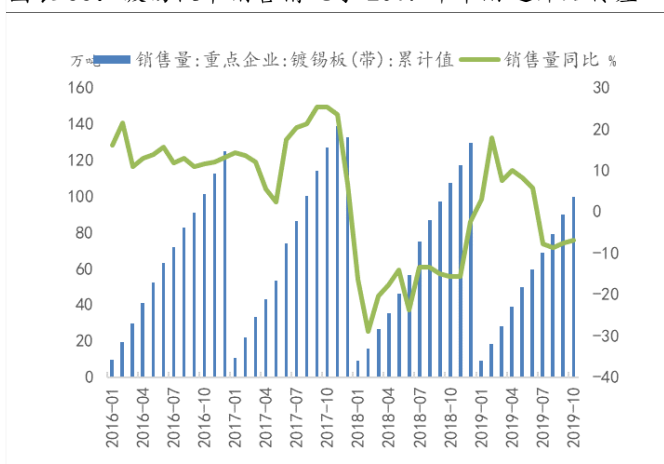
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图表 32：2019 年以来镀锡板产量增速转正趋稳



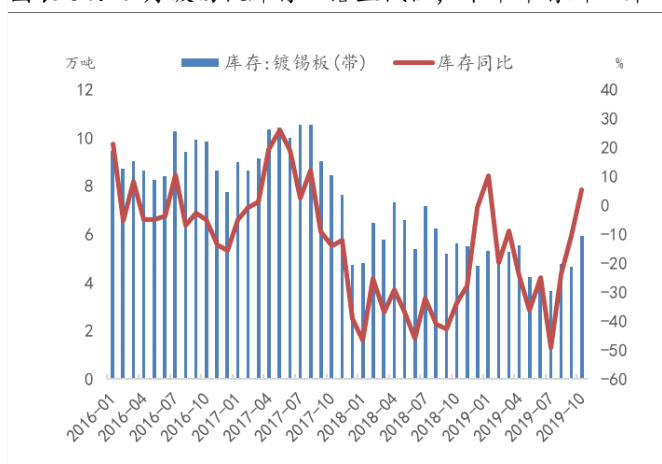
资料来源：SMM，国泰君安期货产业服务研究所

图表 33：镀锡板带销售情况于 2019 年中附近开始转差



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

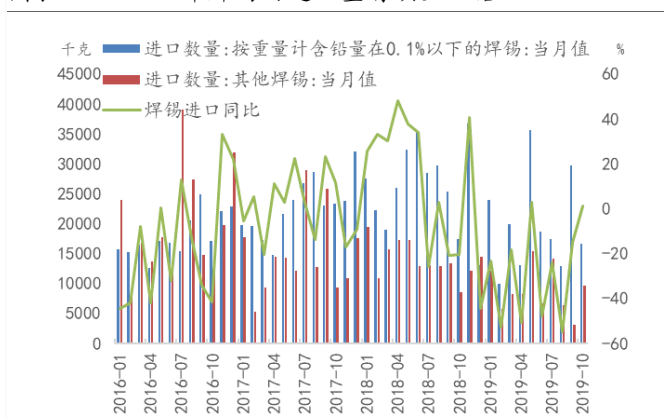
图表 34：7 月镀锡板库存回落至低位，下半年有所回升



资料来源：SMM，国泰君安期货产业服务研究所

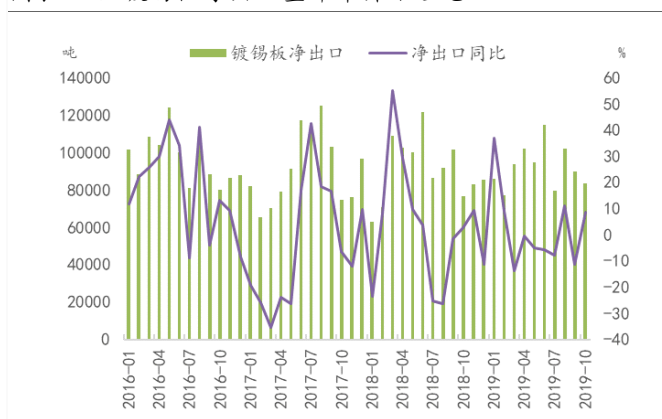
进出口方面，锡的各加工材中，焊锡、锡合金、锡板带、锡条杆、锡管以进口为主，而镀锡板、锡箔及其他锡制品以出口为主。在进口的各类锡材中，焊锡的进口量有明显的回落，其他各类锡材的进口量均有不同程度的减少。出口方面镀锡板的净出口量较此前有所转差。可以看出，进出口活动由于中美贸易摩擦的影响而受到一定程度的抑制，多数锡加工材的进出口量都出现了不同程度的下降。未来一年中美经贸关系仍存在较大的不确定性，未来局势的演变对锡材进出口仍有着较大程度的影响。

图表 35：2019 年焊锡的进口量有明显回落



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图表 36：镀锡板净出口量年中并不理想

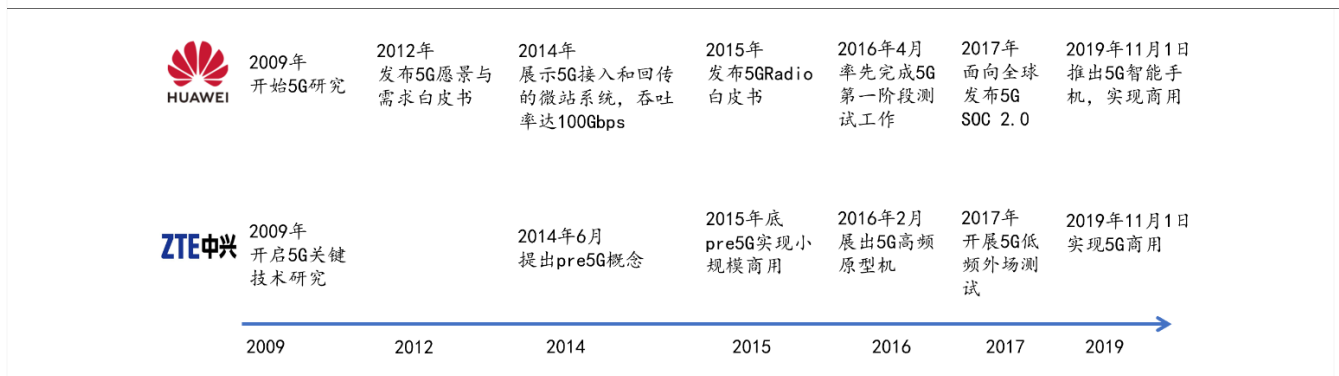


资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

2.2.2 新兴领域将提振锡消费，2020 年或有实质性增量

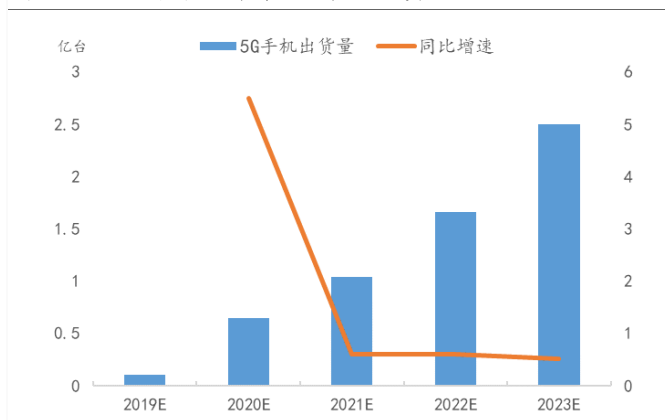
展望 2020 年，5G、区块链、智能芯片等新兴领域逐渐蓬勃兴起，对电子行业、半导体行业的带动也将进一步刺激锡焊料的消费，成为锡消费端一个非常重要的“引擎”。以 5G 为例，作为新一代的移动通信技术，具有较高传输速率、可满足大容量接入需求、大大降低网络延时等优势，目前国内三大运营商都在积极推进 5G 商用化进程，并已确定了详细的实施方案。2019 年 11 月 1 日，三大运营商共同启用 5G 商用计划，也标志着 5G 的大规模市场推广拉开了帷幕。市场研究机构 Strategy Analytics 指出，2020 年 5G 终端价格大幅下降的同时全球 5G 手机销量将大幅增长，其中国内市场将贡献一半的量。5G 基站所用到的 PCB（印制电路板）将是 4G 基站的两倍以上，而 PCB 作为重要的电子元件也将带动焊锡的消费。2020 年可以说是真正意义上的 5G 时代元年，随着 5G 手机的商用化推广逐步展开，5G 基站建设量及手机销量都将开始成倍增长，这对锡焊料的消费是一波实质性的提振。

图表 37：主要设备生产商的 5G 发展路径



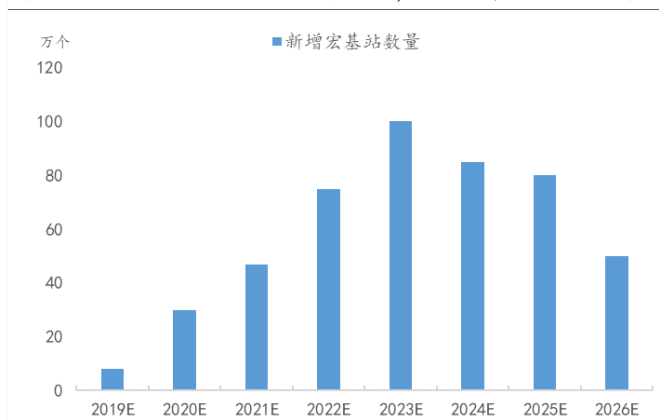
资料来源：赛迪顾问，国泰君安期货产业服务研究所

图表 38：接下来几年中 5G 手机出货量将大幅增长



资料来源：赛迪顾问，国泰君安期货产业服务研究所

图表 39：5G 宏基站数量不断增长，2023 年将达到顶峰



资料来源：赛迪顾问，国泰君安期货产业服务研究所

总的来看，锡下游消费整体情况并不太悲观，弱稳态势料将维系。集成电路、电工仪器仪表、电子计算机、智能手机等各电子产品的生产运行情况稳中偏好，需求端对锡焊料还是有一定的拉动作用的。镀锡板对锡的消费也基本没有拖累，锡化工领域未来的增长点还是在有机锡方面，而 PVC 产量的稳定增长有助于维持锡化工这一部分需求量的稳定。进出口活动由于中美贸易摩擦的影响而受到一定程度的抑制，未来一年中美经贸关系仍存在较大的不确定性，贸易局势的演变对锡材进出口仍有着较大程度的影响。新兴领域对锡的拉动开始逐步见效，2020 年随着 5G 手机的商用化推广逐步展开，5G 基站及手机都将开始成倍增长，其中国内市场将贡献一半的量，这对锡焊料的消费是一波实质性的提振。

2.3 2020 年供需平衡预估：供应仍偏紧，短缺态势或将延续

2019 年国内精炼锡市场呈现出的是供需双弱的格局，供应量、需求量全年基本维持在负增长的状态，而相比于需求，供给收缩得更为明显，当期的供应量存有缺口。值得注意的一点是，2019 年精炼锡的需求量降幅缩窄，2019 年前 10 个月，精炼锡供应累计增速（自产+净进口）为-8.3%，需求累计增速在-3.9%，预计全

年供应和消费增速分别在-10.0%和-3.0%，而2018年供应和消费累计增速分别在-8.5%和-8.7%，需求增速降幅较前一年有明显的收窄，而供给增速降幅基本上维持在前一年相近的水平。绝对量方面，2019年精炼锡供应总量为136541吨，消费总量为144623吨，供给缺口约为8082吨。

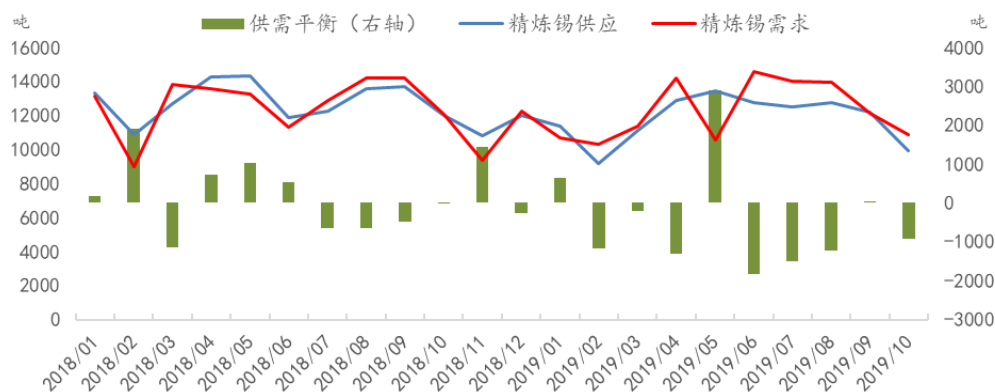
展望2020年，我们认为国内精炼锡市场大概率将继续呈现出短缺格局，其中，供应降幅将有所缩窄，降幅在3.0-5.0%左右，绝对量大致在129714-132445吨；而需求降幅在2.0-3.0%左右，绝对量大致在140284-141731吨。因而总的来看，2020年精炼锡将有9000-10000吨的缺口。

图表40：2019年国内精炼锡供需全年基本上维持负增长，供应比需求降幅更明显

	精炼锡供应	供应累计增速	精炼锡需求	需求累计增速	供需平衡
2019年10月	9933	-8.3%	10846	-3.7%	-913
2019年9月	12194	-7.4%	12145	-3.1%	49
2019年8月	12727	-6.9%	13950	-1.5%	-1223
2019年7月	12526	-7.0%	14029	-1.4%	-1503
2019年6月	12737	-8.5%	14576	-3.2%	-1839
2019年5月	13474	-11.4%	10579	-9.0%	2895
2019年4月	12877	-12.9%	14176	-5.9%	-1299
2019年3月	11149	-14.1%	11362	-9.9%	-213
2019年2月	9163	-15.1%	10329	-4.8%	-1166
2019年1月	11364	-14.7%	10711	-18.5%	653
2018年12月	12025	-8.5%	12280	-8.7%	-255
2018年11月	10785	-9.6%	9344	-7.3%	1441
2018年10月	12018	-9.1%	12041	-4.4%	-23
2018年9月	13705	-9.7%	14184	-4.2%	-479
2018年8月	13584	-12.7%	14232	-6.1%	-648
2018年7月	12260	-14.1%	12912	-9.0%	-652
2018年6月	11864	-14.5%	11321	-13.7%	543
2018年5月	14304	-12.6%	13285	-13.0%	1019
2018年4月	14274	-16.4%	13545	-17.9%	729
2018年3月	12709	-20.5%	13841	-20.6%	-1132
2018年2月	10869	-19.5%	8973	-22.1%	1896
2018年1月	13315	-11.4%	13138	0.1%	177

资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图表41：2020年我们预计国内精炼锡市场大概率将继续呈现短缺格局

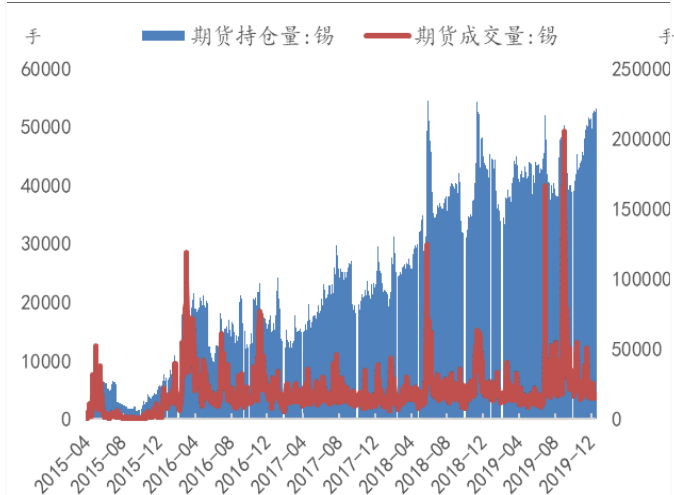


资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

2.4 资金的力量：目前多头更胜一筹，未来锡价仍有上升空间

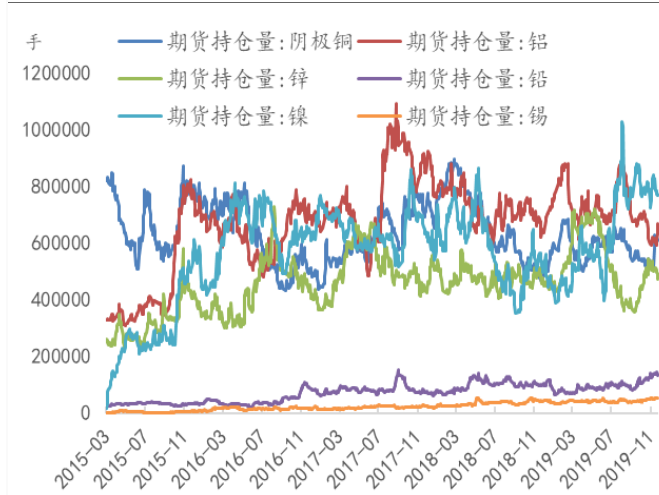
在判断未来锡价的走势上，除了要看到产业链上下游的供需情况外，还有一个方面不容忽视，那就是资金面。锡作为六个有色金属品种里最为“小众”的一个，虽然从上市至今来看持仓量在不断增加，但相比其他几个有色品种来看仍远低于铜、铝、锌、镍，更容易受到资金的影响。另外，锡的产业链上下游的集中度也相对较高，首先矿端资源的分布就比较集中，中国与印尼共占到全球近一半的储量，产量上两国更是占到了一半以上，在精炼锡的生产上两国占到了全球总量的近3/4，而国内的集中度也较高，云南锡业、广西华锡、云南乘风等几家龙头企业占据绝对领先地位，仅云南锡业一家的精炼锡产能就占到全国总量的1/4左右。因而，持仓量偏低、产业集中度偏高这两点品种特性使得锡这一品种易受到资金面、消息面的扰动。2019年7月初锡价的暴跌就来源于空头的强劲势力，而9月初锡价的强势上涨则是在印尼提前禁止镍矿出口消息落地叠加锡冶炼厂联合减产的背景下多头势力的强势反攻，多空力量的反复博弈是锡这一品种反映在盘面上的永恒主题。

图表 42：上市以来沪锡成交量、持仓量不断创出新高



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

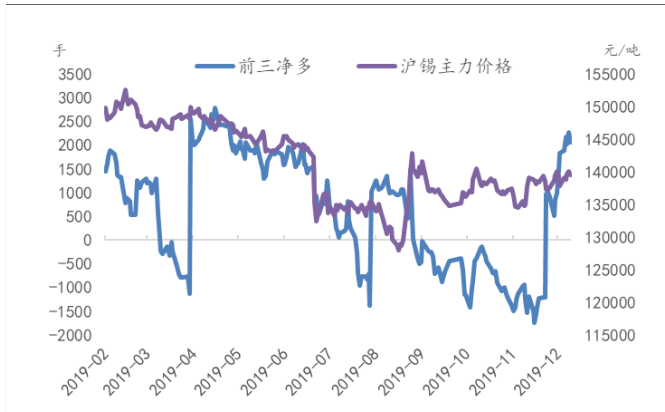
图表 43：但和其他有色金属相比，锡持仓量始终为最小



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

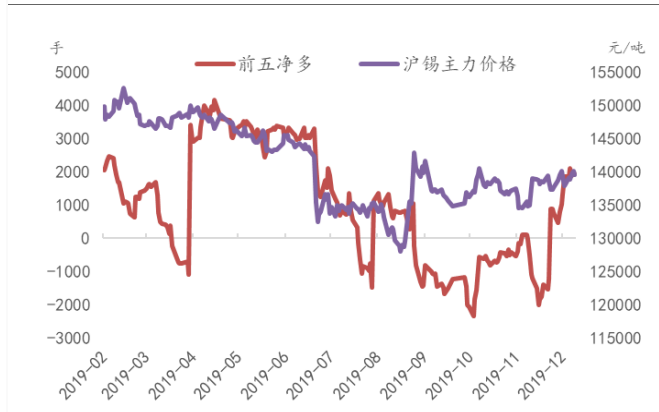
由于沪锡合约易受到主力资金的影响，我们进一步考察主力资金近年来的影响程度。以前三名、前五名的净多头持仓量作为主力资金看多的程度，我们通过计算相关系数后发现，近一年来相关度在不断提升，截至 2019 年 12 月 20 日，近一年来前三名净多头持仓量与沪锡主力合约价格的相关系数为 0.51，而前五名净多头持仓量与沪锡主力合约价格的相关性更好，为 0.55。从图 57 中也可以看出，在 2019 年 7 月初沪锡价格暴跌的同时，前五名净多头持仓量也同时出现了明显的下滑，主力资金对盘面的影响已非常明显。（2019 年 4 月 10 日前三、前五净多持仓的陡增是 5 月和 9 月的多空持仓结构不同的情形下主力合约换月引起的，并不是由于多头的大举加仓）

图表 44：前三净多持仓与沪锡主力的相关系数为 0.51



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

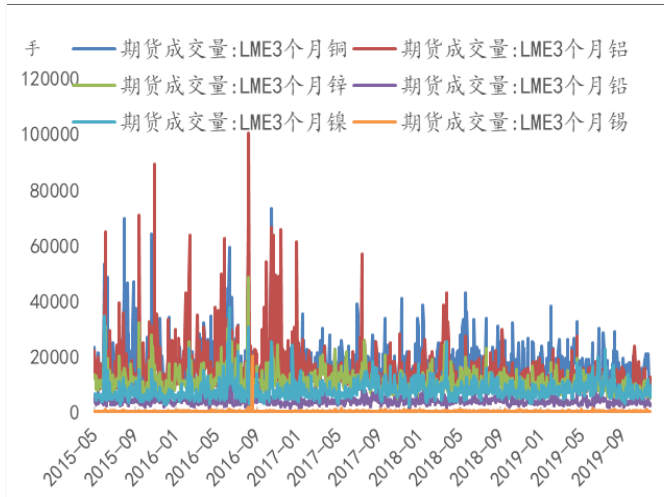
图表 45：前五净多持仓与沪锡主力的相关系数为 0.55



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

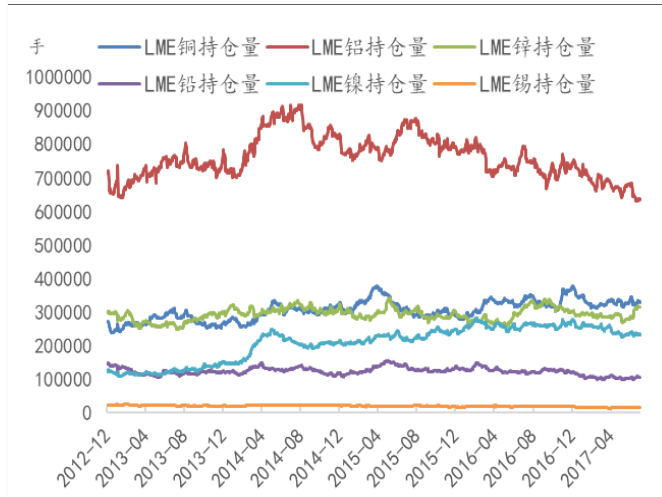
在海外的 LME 市场中，锡的持仓量、成交量亦明显小于其他基本金属（2017 年 7 月 12 日起，LME 不再公布各品种的持仓量），资金的影响依然不容忽视。在 LME 每周发布的持仓报告中，可以看出投资公司或信贷机构（在 2018 年 3 月 2 日 LME 持仓报告指标名称调整前，该指标被称为“非商业持仓”）持仓占比最大，对锡的价格影响也最为明显。另一个原因在于，相比与商业企业，投资公司或信贷机构（非商业持仓）更多的是投机性的资金，这些资金无论是从体量上还是从金融领域专业性上都要强于其他类型的资金。从近期非商业持仓及商业企业持仓情况来看，2019 年 8 月份以来，非商业持仓中多头更胜一筹，而商业企业持仓大部分时间是空头占主导地位，因而从中期来看资金对锡的影响还是以多头为主导。

图表 46: 和其他有色金属相比, LME 锡成交量始终为最小



资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图表 47: LME 锡持仓量亦明显低于其他金属



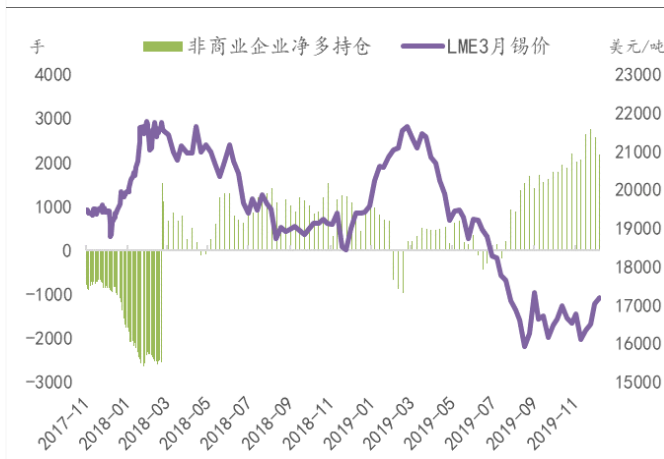
资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图表 48: LME 期锡持仓中, 投资公司或信贷机构 (非商业持仓) 占比最大, 对期锡价格的影响也最明显

	投资公司或信贷机构		商业企业		其他金融机构		投资基金	
	多头	空头	多头	空头	多头	空头	多头	空头
2019-12-20	13,112	10,922	6,023	8,531	1,352	1,135	976	563
2019-12-13	13,900	11,716	6,879	9,442	1,329	1,159	1,117	651
增减情况	-788	-794	-856	-911	23	-24	-141	-88
增减幅度	-5.67%	-6.78%	-12.44%	-9.65%	1.73%	-2.07%	-12.62%	-13.52%

资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所 (注: 在 2018 年 3 月 2 日 LME 持仓报告指标名称调整前, “投资公司或信贷机构”、“商业企业”、“其他金融机构”、“投资基金” 分别被称为 “非商业持仓”、“商业持仓”、“未报告头寸”、“报告头寸”)

图表 49: 非商业持仓目前多头更胜一筹



资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图表 50: 商业企业持仓目前仍然偏空



资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

为了探究非商业持仓净多头与 LME 期锡价格统计上的因果关系, 我们对两者做了 Granger 因果检验, 通过对近两年的数据样本做分析, 结果显示非商业持仓净多头的确是 LME 期锡价格的 Granger 原因, 而 LME 期锡价格则不是非商业持仓净多头的 Granger 原因。从统计学的意义上, 资金对价格的影响也非常显然, 这也在一定程度上说明了在分析产业链供需面的同时也不能忽视海内外主力多空双方的资金状况。

图表 51: Granger 因果检验结果显示, 非商业持仓净多头是 LME 期锡价格的 Granger 原因

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 12/06/19 Time: 15:03			
Sample: 1/02/2018 11/29/2019			
Lags: 5			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
TIN_PRICE does not Granger Cause NET_LONG	126	0.47284	0.7959
NET_LONG does not Granger Cause TIN_PRICE		2.06870	0.0743

资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

从目前情况来看, 国内沪锡的前三名、前五名、前十名持仓净多头均为正, 且仍有上升趋势, 显示出从主力资金的持仓情况来看多头更胜一筹, 而且未来一段时间仍有强于空头的态势。同样地, 从 LME 近期的非商业持仓净多头来看, 多头的净持仓量处于近年来的较高位置。海内外资金持仓状况均显示, 短期内难有转势的可能, 这也意味着 2020 年净多头对锡价的支撑仍会延续一段时间, 未来一段时间内期锡还是有上升的空间。

3. 对 2020 年锡价的整体判断及投资建议

3.1 锡价的预判及风险点提示

从需求端来看, 锡下游消费整体情况并不太悲观, 弱稳态势料将维系。当前集成电路、电工仪器仪表、电子计算机、智能手机等各电子产品的生产运行情况稳中偏好, 对锡焊料还是有一定的拉动, 镀锡板对锡的消费也基本没有拖累, 锡化工领域未来的增长点还是在有机锡方面。值得注意的一点是, 新兴领域对锡的拉动开始逐步见效, 2020 年随着 5G 手机的商用化推广逐步展开, 5G 基站及手机都将开始成倍增长, 这对锡焊料的消费是一波实质性的提振。

从供应端来看, 矿端事故频发叠加国内产量、进口量均下滑使得锡精矿的供应偏紧, 而海内外锡冶炼企业的联合减产使得精炼锡的产量也在下滑。2020 年国内锡精矿产量或将有所回升, 主要在于内蒙银漫矿业很可能于 2020 年上半年复产, 矿端偏紧态势或将有一定程度的缓和, 但仍难掩紧张格局。此外, 由于国内部分较大规模的冶炼厂有从 1 月份开始停产的计划, 未来国内冶炼端偏紧的态势或将维持一段时间。

综合供需来看, 我们认为 2020 年国内精炼锡市场大概率将继续呈现出短缺格局, 其中, 供应降幅将有所缩窄, 降幅在 3.0-5.0% 左右, 绝对量大致在 129714-132445 吨; 而需求降幅在 2.0-3.0% 左右, 绝对量大致在 140284-141731 吨。因而总的来看, 2020 年精炼锡或将有 9000-10000 吨的缺口。另外, 锡产业链上下游的集中度较高, 在期货市场上持仓量、成交量均为有色金属板块最小, 易受到资金面的扰动。近年来前五名的净多头持仓量与期锡价格的相关度在不断提升, 主力多头资金对盘面的影响已非常明显。

综上, 我们对 2020 年锡价总体持偏多的思路, 鉴于矿端与冶炼端供应仍偏紧、需求端并不悲观、净多头资金主导盘面的看法, 我们认为中期来看沪锡仍有上涨空间, 上涨行情出现的时段还要看国内冶炼厂的减产停产节奏。总的来说, 锡价很可能走出“偏强-平台震荡”的格局。

不过, 由于海外市场未来的不确定性仍然不小, 需持续关注如下风险点:

第一, 中美贸易局势恶化, 征税力度再度提升;

第二, 国内锡冶炼厂减产不及预期。

3.2 相应的投资建议及策略

2020 年在锡的投资价值上, 我们更倾向于多头配置, 不过主力资金的扰动仍值得警惕。我们认为中期来看沪锡仍有上涨空间, 操作上可以逢低做多的思路为主, 下方支撑参考此前两度下探的低点 133500 附近, 该点位此前曾两度下探, 支撑力度较强, 上方阻力位短期看到前高 142000 附近, 若能够突破并站稳, 则上方空间有望进一步打开, 中期阻力位看到 2019 年上半年的震荡平台中值 148000 附近。1 月需关注国内锡冶炼厂的减产计划, 根据实际投产情况以及预期差来适时地调整投资策略。套利策略方面, 我们倾向于做锡的内外正套和跨月正套为主, 内外正套的入场点可选在进口盈亏平衡线附近, 跨月正套可在临近交割月时择机平仓。

图表 52: 伦锡短期下方支撑在前低 15565 附近, 上方阻力位参考 18500 附近



资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图表 53: 沪锡短期在 133500 附近支撑力度较强, 上方阻力看到 148000 附近



资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，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“国泰君安期货产业服务研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本研报发布的观点和信息仅供风险承受能力合适的投资者参考。若您并非风险承受能力合适的投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或者服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话: 021-33038635 传真: 021-33038762

广东分公司天河区珠江新城华夏路 10 号富力中心 1102 房
电话: 020-38628010 传真: 020-38628583**金融理财部**上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼
电话: 021-33038803 传真: 021-33038720**上海期货大厦营业部**上海市自由贸易试验区松林路 300 号期货大厦 2001B 室
电话: 021-68401886 传真: 021-68402738**上海延安东路营业部**上海市黄浦区延安东路 58 号 14 楼 1403、1404 室
电话: 021-63331738 传真: 021-63332282**深圳营业部**深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心 15 楼 1502、1503、1504 室
电话: 0755-23980587 传真: 0755-23980597**大连营业部**大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2703
电话: 0411-84807755 传真: 0411-84807759**宁波营业部**宁波市高新区扬帆路 999 弄 4 号 <6-1>
电话: 0574-87916522 传真: 0574-87916513**天津营业部**天津和平区郑州道 18 号港澳大厦 6 层
电话: 022-23304956 传真: 022-23300863**郑州营业部**郑州市郑东新区商务外环路 30 号 1105 房间
电话: 0371-65600697 传真: 0371-65610168**青岛营业部**青岛市崂山区香港东路 195 号 11 号楼杰正财富 5 楼 501 室
电话: 0532-80993629 传真: 0532-80993630**北京三元桥营业部**北京曙光西里甲 5 号院 22 号楼 15 层 1501、1502 单元
电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907**济南营业部**济南市历下区草山岭南路 975 号 11 层 1107-1108 室
电话: 0531-81210190 传真: 0531-81210177**厦门分公司**厦门市思明区湖滨东路 95 号华润大厦 B 座 1508-1509 单元
电话: 0592-5886138**北京分公司**北京建国门外大街乙 12 号双子座大厦东塔 7 层 06 单元
电话: 010-58795771 传真: 010-58795787**产业发展部**上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼
电话: 021-33038719**上海国宾路营业部**上海市国宾路 36 号万达广场 B 座 1607、1608 室
电话: 021-55892500 传真: 021-65447766**上海中山北路营业部**上海市中山北路 3000 号长城大厦 507、508 单元
电话: 021-32522836 传真: 021-32522823**长春营业部**吉林省长春市净月开发区生态大街 2188 号川渝泓泰国际环球贸易中心 1 号楼 23 层 2302、2303 室
电话: 0431-81907955 传真: 0431-85916622**杭州营业部**杭州江干区五星路 185 号泛海国际中心 6 幢 1 单元 501-B 室
电话: 0571-86809289 传真: 0571-86922517**南京营业部**南京市建邺区庐山路 168 号 1911 室
电话: 025-87780990 传真: 025-87780991**武汉营业部**武汉市江岸区建设大道 718 号浙商大厦 40 楼 4005 室
电话: 027-82886695 传真: 027-82888027**西安营业部**西安市高新三路 12 号中国人保金融大厦 1802 室
电话: 029-88220218 传真: 029-63091956**石家庄营业部**石家庄市裕华区裕华东路 133 号方北大厦 B 座 8 层 803 室、804 室
电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907**长沙营业部**长沙市芙蓉中路一段 442 号新湖南大厦产业楼 3404 室
电话: 0731-82258088 传真: 0731-82256453**上海延安东路营业部**上海市黄浦区延安东路 58 号 14 楼 1403、1404 室
电话: 021-63331738 传真: 021-63332282**上海银城路营业部**中国(上海)自由贸易试验区银城路 88 号 27 楼(实际楼层 24 楼) 06 单元
电话: 021-58590368国泰君安证券各营业部受理 IB 业务 客户服务中心: 95521 <http://www.gtjaqh.com>

国泰君安期货客户服务电话 95521