

# 全球经济增长表现分化或使 沪锡价格重心有所上移

## 报告摘要:

- **行情回顾:** 2023 年国内外锡价宽幅震荡, 价格中枢较去年下半年有所抬升。国内经济政策加码修复市场预期, 4 月以来缅甸禁矿政策的扰动, 以及年内部分矿端及冶炼厂的检修促使锡价震荡抬升。而市场情绪在弱现实下趋稳, 需求及终端消费持续疲软致国内外同比高位库存去库不畅, 叠加进口窗口持续打开提供供给增量使供应端维持偏宽, 令锡价承压。
- **需求端:** 2023 年全球半导体行业整体低迷, 海外半导体三季度周期触底; 光伏产业修复为主, 呈现增长态势, 消费电子表现平平但韧性仍存, 且低基数下有望于 2024 年实现正增长; 而受制于地产行业的压力, 家电产业增速预计有所下滑。总体而言, 2023 年终端消费需求羸弱拖累沪锡供需基本面, 预计 2024 年总体需求呈现温和增长态势。
- **供给端:** 2023 年国内外高位库存表明金属锡供给存在明显过剩。7 月银漫技改推动锡回收率提高, 贸易企业为应对低邦禁矿政策扰动于 6-8 月提前备库, 9 月下旬低邦选矿厂重开以及 10-11 月为补足拖欠国内企业的订单而抛储, 均促成供给端形成宽松格局。2024 年海外项目有新产能投放, 缅甸低邦存在复产预期, 国内技改推动产量增长, 预计 2024 年锡矿及锡锭均仍有增量。
- **2024 年金属锡行情展望:** 预计 2024 年全球精炼锡价格延续宽幅震荡, 沪锡价格关注 180000-190000 附近支撑位及 250000-260000 附近压力位, 伦敦锡价关注 20000-22000 附近支撑位及 30000-32000 附近压力位。警惕缅甸低邦复产时间推迟, 终端消费、半导体行业周期修复不及预期。
- **风险提示:** 缅甸复产不及预期、印尼锡锭出口持续收紧、需求修复不及预期、美联储降息时间和幅度、欧美经济增长放缓程度、中国经济增长复苏程度

分析师: 王文虎 (F03087656, Z0019472)

宏源期货 研究所

金属研究室

Tel: 010-82293558

Email: wangwenhu@swyhsc.com

## 目录

一、2023 年沪锡行情回顾 .....	3
二、消费端通胀波动或使美欧修正降息预期 .....	4
(1) 美国经济运行颇具韧性或推迟联储降息时点 .....	4
(2) 欧元区消费端通胀反复或影响欧央行降息节奏 .....	5
(3) 英国 CPI 反弹使降息预期降温 .....	5
三、供应端分析 .....	6
(1) 锡矿预计仍有增量但整体供给偏紧 .....	6
(2) 精炼锡供给预计有小幅增加 .....	8
四、需求端分析 .....	9
(1) 全球经济增长表现分化 .....	9
(2) 终端行业将迎来温和复苏 .....	11
(3) 供需平衡 .....	16
五、国内外精炼锡价差结构 .....	16
六、2024 年全球锡行情展望 .....	17

## 一、2023 年沪锡行情回顾

2023 年沪锡价格整体维持宽幅波动。价格最高位上行至 238960 元/吨，最低时下探至 178140 元/吨。一季度，受疫情管控放开、市场对经济修复强预期及秘鲁锡矿受国内政局动荡扰动停开 2 个月等因素影响，锡价一路上行至年内最高点。而后随着强预期与弱现实的博弈，锡价进入回调整节奏。二季度，受海外宏观因素扰动以及缅甸佤邦禁矿政策的刺激，叠加国内冶炼厂因各种因素停产检修，锡价再度震荡走高。进入三季度以来，尽管佤邦禁矿政策落地实施，但国内下半年精炼锡产量稳定，佤邦部分选矿厂尾矿以及财政部储备库存流出，除 9 月以外其余月份进口锡精矿及精炼锡进一步补充库存及供给，而年底终端消费表现平平，需求端表现不佳，致锡价回落维持盘整。截至 12 月 29 日，沪锡期货收盘价为 212100 元/吨，较 2022 年 12 月 30 日收盘价 211890 元/吨上涨约 0.10%。LEM 锡收盘价为 25300 美元/吨，较 2022 年 12 月 30 日收盘价 24900 美元/吨上涨约 1.61%。具体而言，2023 年沪锡价格四个季度走势如下：

一季度，国内疫情管控放开，宏观经济政策支持及市场乐观预期情绪支持锡价，而秘鲁爆发反政府抗议活动致全球最大锡矿之一的圣拉斐尔锡矿暂停开采，锡价一度冲高至 244600 元/吨。而春节过后市场情绪趋稳，需求未见明显改善而库存持续偏松，叠加海外宏观因素如美国银行业危机等事件打击市场信心，锡价承压持续下行至年内最低点 177952 元/吨。

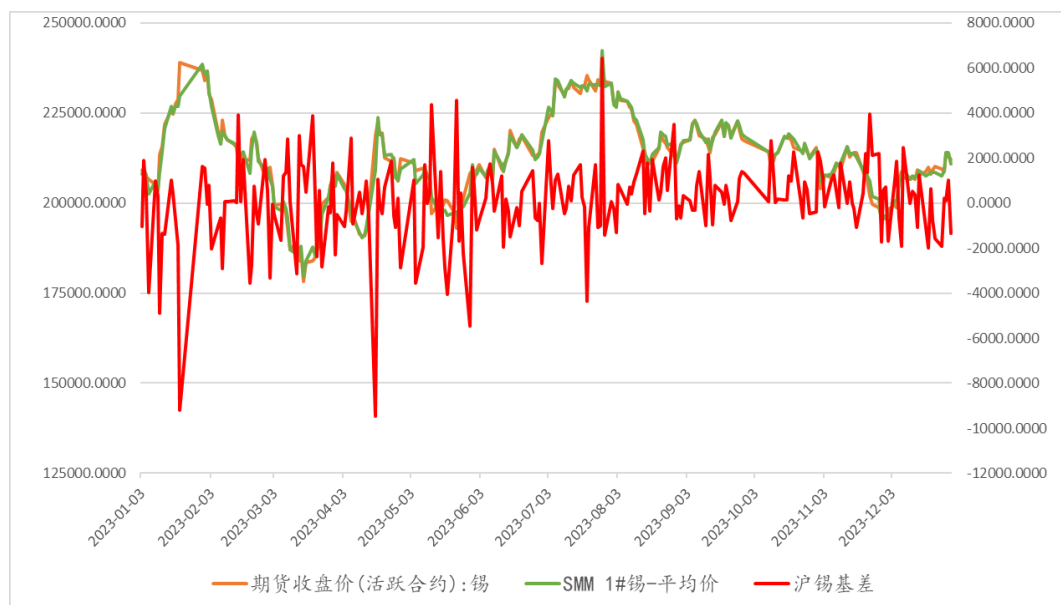
二季度，佤邦中央经济计划委员会发布通知称，暂停一切矿产资源的开采，而佤邦地区锡精矿供给量占据全球锡精矿供给量的 10%。消息引发对供给端紧缺的担忧，市场情绪发酵下锡价拉涨。随着矿山点价及市场预期由担忧转为不确定，锡价回落。而后佤邦政府重申禁矿令，季度末国内有冶炼厂季节性检修停产消息传出再度影响市场情绪，锡价震荡回升。

三季度，佤邦正式开始禁矿，但禁矿力度不及市场预期。尽管 9 月进口量骤减，但此前国内企业为规避风险提前采购补足库存，且国内冶炼厂正常复产，库存处于历年同期高位。另外，需求端表现不佳，供需基本面呈现宽松格局，锡价震荡下行并维持波动。

四季度，沪锡延续横盘震荡。佤邦部分选矿厂尾矿仍有出口，缅甸政府抛储补齐此前拖欠国内企业的订单，进一步补充国内供给及库存。由于终端消费中，半导体正处于周期底部，消费电子处于传统消费淡季，而家电行业亦表现平平，需求端弱势下沪锡去库不畅，库存处于高位而供给持续宽松。供需双弱格局下沪锡震荡运行。

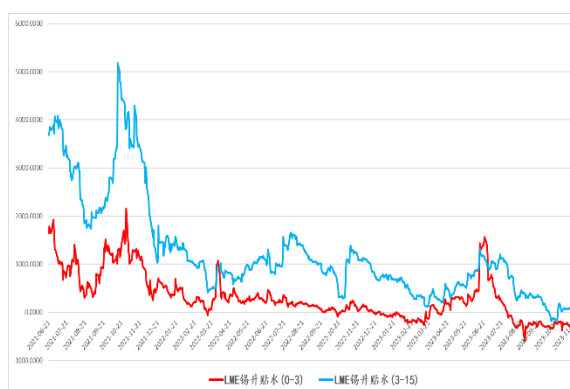
2024 年，欧美处于加降息转换期，美元波动对金属价格压力缓和，需注意美国通胀反复促使美联储态度转变而扰动降息预期。需求端看，国内宏观经济政策持续发力，消费电子行业回暖、半导体进入上行周期，对锡需求或有所上升。供给端看，若缅甸佤邦复产顺利，叠加部分新增项目顺利投产，供给预计仍有增量。基本面预计由 2023 年的弱宽松转为紧平衡。节奏上看，由于 2023 年 12 月 29 日周库存显示沪锡累库至 10121 吨的高位，预计明年上半年以库存去化为主，同时佤邦复产预计持续提供进口增量，半导体仍处于被动去库阶段，价格中枢或有提振但幅度有限，而经济增速节奏可能逐步放缓，锡价预计震荡运行为主。下半年若美联储兑现降息预期，海外需求整体提振，叠加半导体步入上行周期，消费电子企稳回升，或进一步推动锡价偏强运行。另外，由于目前光伏产业及新能源汽车增量主要凸显在国内，海外半导体弱修复为主，预计 2024 年精炼锡将延续 2023 年的内强外弱格局。

图 1：沪锡期货与现货价格



资料来源：WIND，SMM，宏源期货研究所

图 2：LME 3 个月锡价及其月差



资料来源：WIND，SMM，宏源期货研究所

图 3：沪伦锡价比值



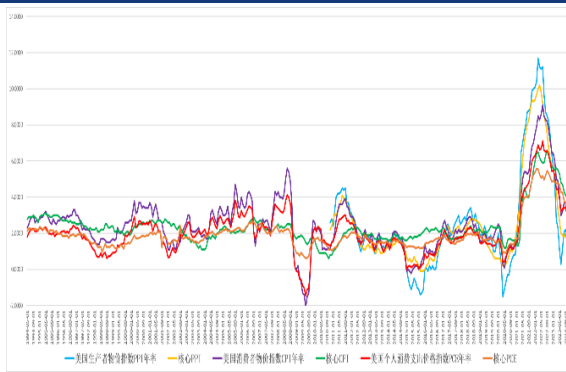
资料来源：WIND，宏源期货研究所

## 二、消费端通胀波动或使美欧修正降息预期

### （1）美国经济运行颇具韧性或推迟联储降息时点

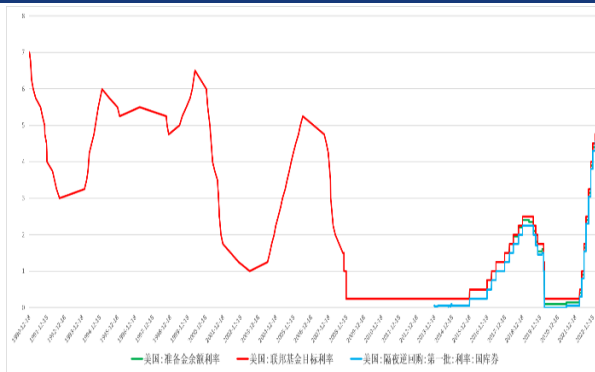
美国 12 月消费者物价指数 CPI（核心 CPI）年率为 3.4%（3.9%）高于预期和前值（低于前值但高于预期），但因美联储官员古尔斯比表示持续高企的住房通胀对美联储个人消费支出通胀目标影响较小而不够鹰派，使市场预期美联储 3 月降息概率升至七成以上。但考虑到红海航运危机和厄尔尼诺现象推升大宗商品价格，叠加基数效应趋弱，或使美国消费端通胀出现反复。虽然当前市场多预期美联储于 24 年 3 月开启降息，但后续仍需警惕消费端通胀反弹使市场修正对美联储激进降息预期。

图 4：美国生产与消费端通胀水平



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 5：美国联邦基金目标利率

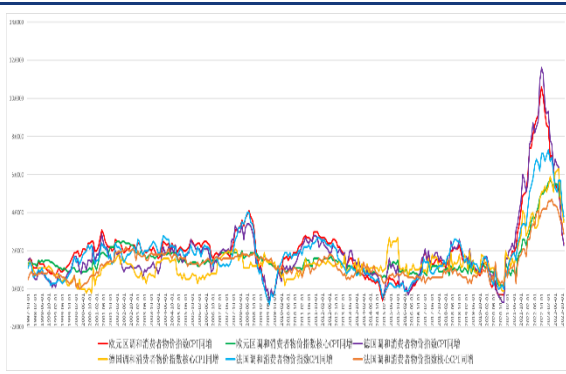


资料来源：WIND，宏源期货研究所

## （2）欧元区消费端通胀反复或影响欧央行降息节奏

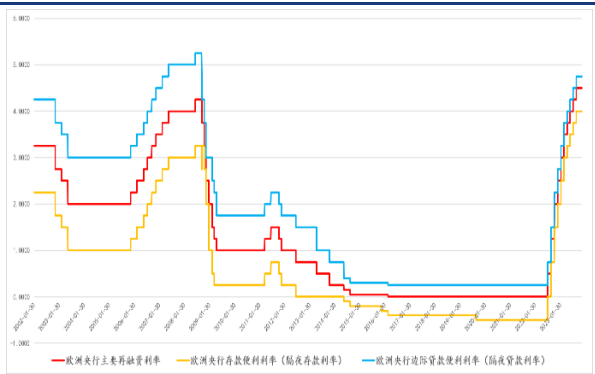
欧洲央行 12 月暂停加息使主要再融资利率保持 4.5%，且将在必要时间内维持足够限制性水平，资产购买计划 APP 以可预测的速度下滑，并考虑下半年以每月减少 75 亿欧元的速度退出将持续至 2024 年底的紧急抗疫购债计划（PEPP）再投资。德国和法国 12 月消费者物价指数调和 CPI 年率分别为 3.8%和 4.1%均持平预期但高于前值，欧元区 12 月消费者物价指数调和 CPI（核心 CPI）年率为 2.9%（3.9%）低于预期但高于前值（低于前值但持平预期），欧元区消费端通胀反弹使市场预期欧洲央行或仅降息 5 次。

图 6：欧元区与德法消费端通胀水平



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 7：欧洲央行主要基准利率水平

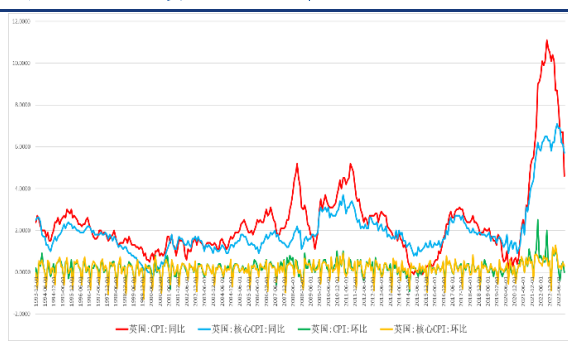


资料来源：WIND，宏源期货研究所

## （3）英国 CPI 反弹使降息预期降温

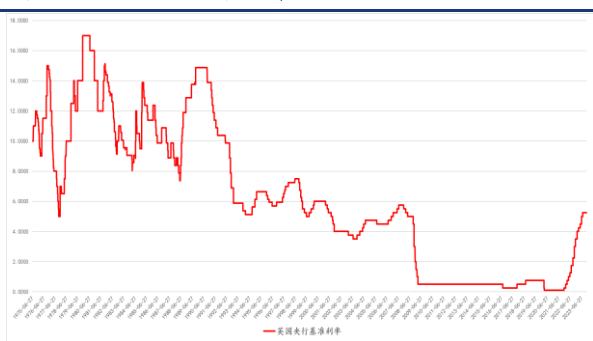
英国央行 12 月暂停加息而维持关键利率为 5.25%，将保持足够限制利率足够长时间并为未来留下加息空间。英国 12 月消费者物价指数 CPI 年率为 4%高于预期和前值，三季度国内生产总值 GDP 季率为-0.1%低于预期和前值，12 月 Markit 制造业 PMI 为 46.2 低于预期前值，消费端通胀反弹使市场预期英国央行 2024 年降息幅度降至 110 个基点。

图 8：英国消费端通胀水平



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 9：英国央行基准利率



资料来源：WIND，宏源期货研究所

## 三、供应端分析

### （1）锡矿预计仍有增量但整体供给偏紧

据 USGS 数据统计，截至 2022 年末，全球锡资源储备量为 460 万吨，主要集中在印度尼西亚、中国、澳大利亚、俄罗斯、巴西等国家。当前锡资源储采比为 14.8:1，我国储采比仅为 7.6:1，低于全球平均水平。近年来，锡资源勘探投入资金较少，勘探未有明显进展。同时，长期开采使得目前现有的矿山资源逐渐枯竭且品位亦有下降，而新增矿山及投产项目较为有限，使得锡矿储量逐年下滑。从长期来看，锡资源面临紧缺风险。

国内方面，受原矿品味下降，高品位矿量下降，采矿成本逐渐增加以及安全生产检查等不确定性因素影响，国内锡矿产量逐年下滑。据 SMM 数据统计，2023 年 1-11 月我国锡矿砂及精矿累计产量为 61022.48 吨，累计同比下降 11.61%。目前国内锡矿增量主要来源于兴业银漫矿业二期投产项目。2023 年 7 月兴业矿业旗下银漫矿业技改结束，推动选矿技术的进步以及选矿成本的降低，锡回收率逐步提高（银漫矿业锡的回收率已由原本的 50%提高至 60%，未来将逐步提高至 70%），其锡矿产量明显增加。预计 2023 年第四季度生产锡矿 3583 吨，二期项目实现后，可新增锡产出 7500 金属吨/年。

海外方面，世界金属统计局数据显示，2023 年 1-10 月，全球锡矿产量为 25.4 万吨。2023 年矿端供应形势较严峻，主要源于年内矿端扰动事件频发。南美洲方面，秘鲁 1 月国内政问题导致圣拉斐尔矿山停产，造成一季度数个矿山不同程度减产；玻利维亚文托冶炼厂因融资、原料供应等问题造成季度产量的下滑；巴西因打击非法采矿影响正常采矿进程。亚洲方面，缅甸佤邦于 8 月启动禁矿令，目前复产时间尚未可知。综合来看，缅甸禁矿为 2024 年精炼锡市场的重要扰动因素，若今年 2 月底佤邦按市场预期正常复产，停产阶段将造成锡矿减量约 4000-5000 吨。印尼地区 2023 年前三季度锡矿产量已累计同比减少 25%，叠加印尼政府对于国内矿产资源出口限制，预计 2024 年印尼产量及出口仍将下滑。而海外锡矿增量主要来源于非洲、巴西、秘鲁、澳大利亚、德国等地区，考虑缅甸停矿带来的减量，预计 2024 年将产生 13,000 吨锡矿增量。

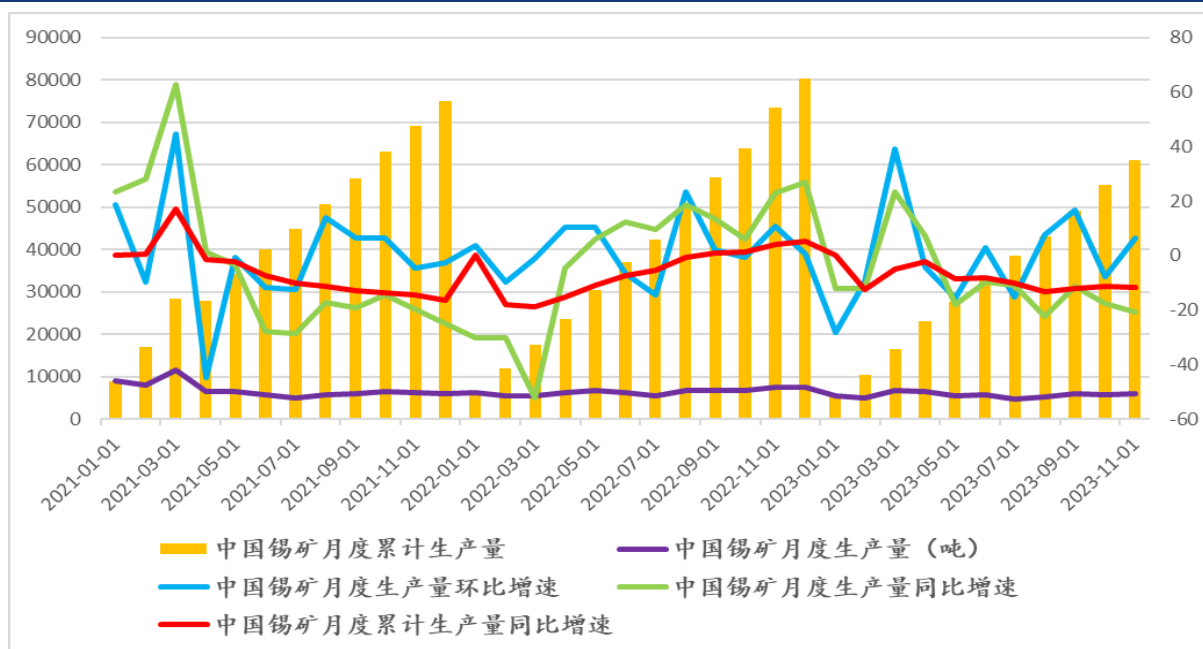
图 10：2024 年新增锡矿项目

公司名称	矿山名称	2023年新增产量（吨）	2024年新增产量（吨）
Alphamin	MPAMA SOUTH	-	7,500
Minsur 明苏尔	San Rafael	-	1,500
First Tin Limited 第一锡业	Taronga	-	1,000
Anglo Saxony Mining	Tellerhauser	-	1,000
兴业银漫	银漫矿山	3394.52	3,000
Auxico Resources	Massangana	-	1,000
MetalsX Ltd	Renison	-	1,000
AfriTin Mining	UIS-1	≤500	1,000
缅甸佤邦		-4000	-4,000
合计		-	13,000

资料来源：公司公告，宏源期货研究所

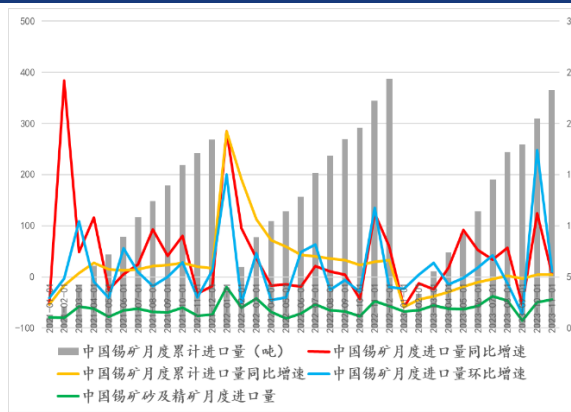
进口方面，锡精矿进口盈利窗口持续打开，我国锡矿进口持续保持较高量级。2023 年 1-11 月，我国锡矿累计进口量 23.25 万吨，累计同比增速 4.56%。缅甸是我国最大的锡矿进口来源国，2023 年 1-11 月我国自缅甸进口锡矿 16.74 万吨，占我国锡矿进口总量 72%。2023 年 4 月缅甸发布公告称将于 8 月开始禁矿，8 月后佤邦矿厂开始停产。但国内企业于 6-8 月提前备库以应对风险，后续佤邦亦有部分尾矿及财政部抛储矿产流出，因此 9 月我国进口自缅甸锡矿骤减未对供应造成较大扰动。若 2024 年缅甸佤邦未能如市场预期时间正常复产，或对我国锡矿供应造成较大影响。

图 11：中国锡矿月度产量



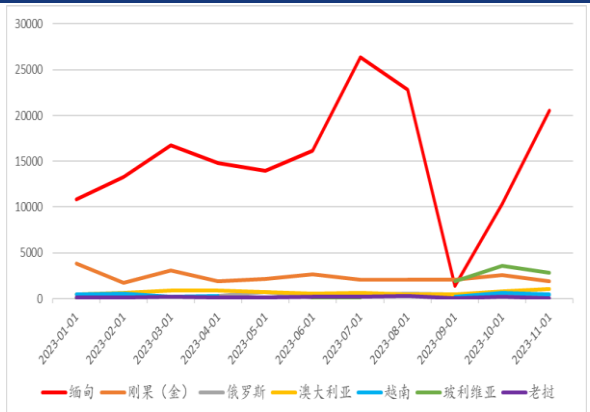
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图 12：中国锡矿月度进口量



资料来源：SMM，宏源期货研究所

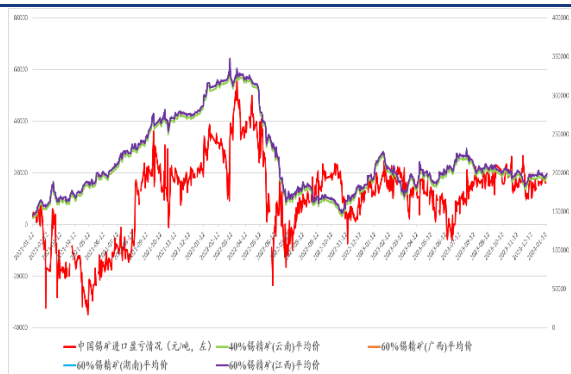
图 13：中国锡矿月度进口量（分国别）



资料来源：SMM，宏源期货研究所

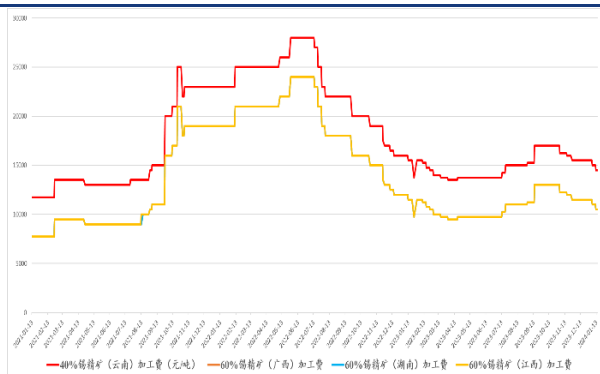
加工费方面，2023 年加工费相对此前年度整体偏低。其中，上半年加工费持续走弱，云南 40% 锡精矿及其他省份 60% 锡精矿一度分别回落至 13500 元/吨及 9500 元/吨。进入三季度，受到缅甸停矿预期扰动，锡矿供应大幅增加带动加工费随之走高，加工费回升至最高 17000 元/吨（云南 40% 锡精矿）。随后禁令落地，锡精矿供给逐渐减少，加工费逐步小幅回落。预计 2024 年加工费由于缅甸复产的不确定性以及缅甸、印尼锡精矿进口的减少而同步降低，后续若缅甸顺利复产，供给恢复至正常水平，加工费或将随之走高。

图 14：中国锡精矿价格及进口盈亏



资料来源：SMM，宏源期货研究所

图 15：中国锡精矿各地加工费



资料来源：SMM，宏源期货研究所

## （2）精炼锡供给预计有小幅增加

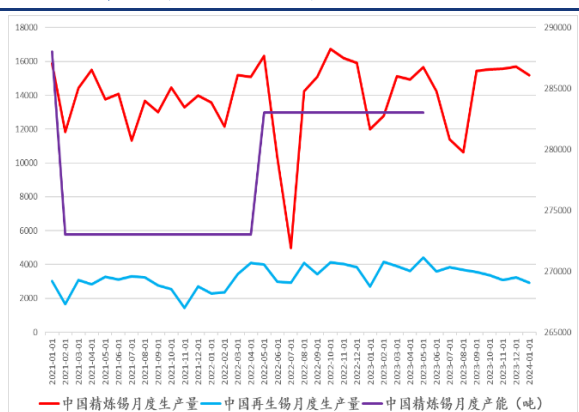
上海有色网数据显示，2023 年 1-12 月国内精炼锡累计产量为 168939 吨，累计同比 1.82%。尽管 2023 年矿端存在较大扰动，但由于 2022 年锡矿进口有较大增量，以及缅甸禁令前冶炼厂已提前备库应对紧缺预期，因此冶炼厂锡矿库存较充足，锡精矿扰动未传导至冶炼端。同时，除 7、8 月部分冶炼厂例行停产检修外，全年精锡生产均保持较高开工率，正常状态平稳，使得年内锡锭供给总体持稳。

进口方面，截至 2023 年 11 月，全年共进口精炼锡 2.85 万吨，同比增长 2.52%。从进口利润来看，2023 年进口盈利窗口有一半左右时间处于开启状态，而进口量保持逐月增长。展望 2024 年，进口端扰动主要集中在缅甸及印尼方面。市场预计缅甸将于 2024 年 2 月底或 3 月复产，而印尼锡

锭出口受季节和国内矿产资源保护政策以及出口许可证限制较大，数据显示 2023 年印尼全年出口精炼锡 6.87 万吨，同比下滑 12.04%。因此预计 2024 年一季度进口量将有所下滑，但若国内需求修复回暖，缅甸方面复产顺利，全年来看进口较 2023 年仍将有所增加。

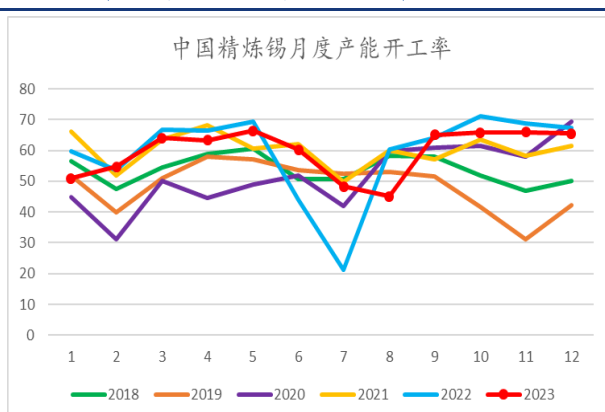
再生锡方面，2023 年下半年废锡供给存在一定紧缺，小部分冶炼厂因此受到一定影响。但总体来看由于锡锭供给充足，废锡紧缺带来的扰动影响有限。

图 16：中国精炼锡月度生产量



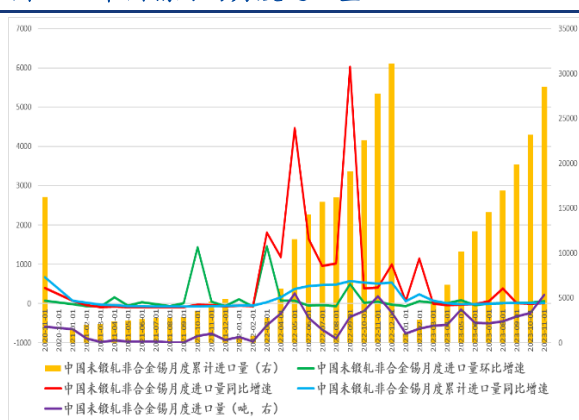
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图 17：中国精炼锡月度产能开工率



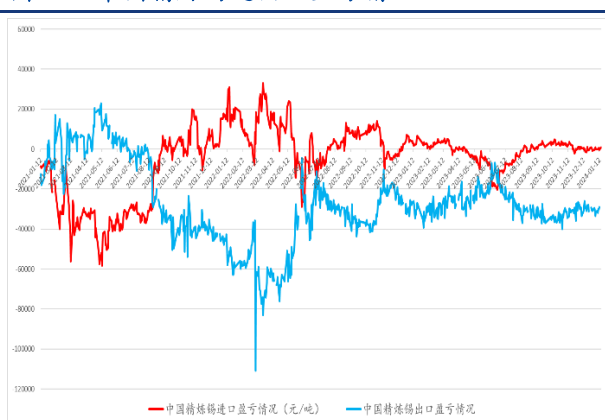
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图 18：中国精炼锡月度进口量



资料来源：SMM，宏源期货研究所

图 19：中国精炼锡进出口盈亏情况



资料来源：SMM，宏源期货研究所

## 四、需求端分析

### （1）全球经济增长表现分化

国内方面，2023 年国内实行以积极的财政政策和稳健的货币政策为主的经济政策。由于 2023 年为疫情开放后第一年，国内面临资产负债表收缩和通货膨胀压力增大的风险，总体需求表现较弱。其中全年 GDP 增速为 5.2%，全年居民消费价格（CPI）同比上涨 0.2%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 上涨 0.7%，而全年工业生产者出厂价格（PPI）比上年下降 3.0%，物价运行整体低迷。2023 年四季度 CPI 更是连续三个月负增长，显示年内有效需求略显不足，导致价格下行。12 月中

央经济工作会议指出。“加大宏观调控力度”、“多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策”。积极的财政政策要“适度加力、提质增效”，用好财政政策空间。

展望 2024 年，我国积极的财政政策仍有一定的发力空间，随着国内经济运行稳中向好，我国居民收入和消费倾向有望迎来持续性的修复，为国内消费市场注入更强的动能，我国消费修复的潜力有望进一步释放，预计 2024 年国内社消零售增速有望达到 5.5% 左右。

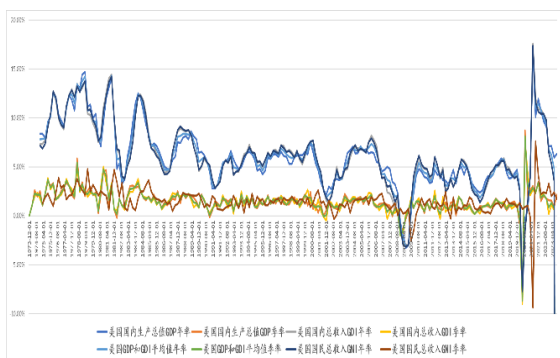
海外方面，全球经济增长表现分化，美国经济表现出一定韧性，欧洲经济持续疲软。2023 年全球主要央行延续 2022 年的加息节奏，主要发达经济体利率水平已达到限制性区间。

从增长方面看，美国经济颇具韧性，但高息环境和收紧的货币政策影响正逐渐显现，各项经济指标有所走弱，预计 2024 年美国经济热度回落的趋势不变，经济增速预期差可能来自于美国财政赤字的幅度以及其内部板块事件性风险暴露的情况（如银行体系、商业地产等）。

欧洲方面，2023 年欧元区经济放缓的程度大大超出了欧央行的预期。欧央行预测欧元区 2023 年 GDP 增速将从 2022 年的 3.4% 回落至 0.6%，并进一步下调 2024 年增长预期至 0.8%。德、法两个欧元区最大的经济体前景均不乐观。欧元区 2024 年不仅面临通胀回落的不确定性，金融体系也可能存在危机风险。欧洲经济增速 2024 年将保持低位，GDP 增长与基金委 0.7%，在较高的利率环境中制造业和服务业将持续低迷。

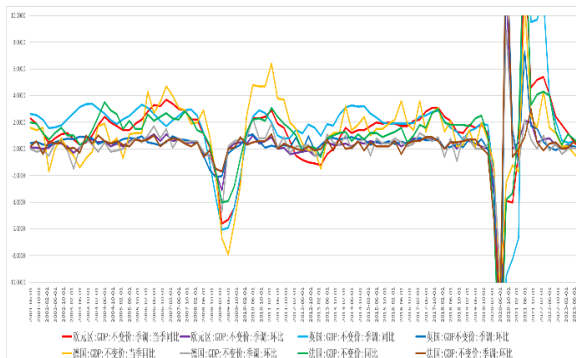
综合来看，美国经济增长仍具有较强韧性，但欧洲经济增长预期偏弱甚至部分国家经济已出现衰退，叠加红海航运危机推升原油等进口商品价格、德国债务刹车或推升碳排放价格，消费端通胀反复担忧或使欧央行不得不保持高位利率更长时间，而这可能使欧洲经济率先出现衰退。

图 20：美国国内生产总值 GDP 及总收入 GDI



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 21：欧元区及英德法国内生产总值 GDP 增速



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 22：美国 ISM 制造业与非制造业 PMI

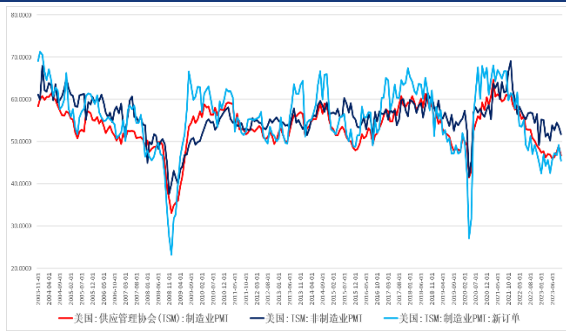
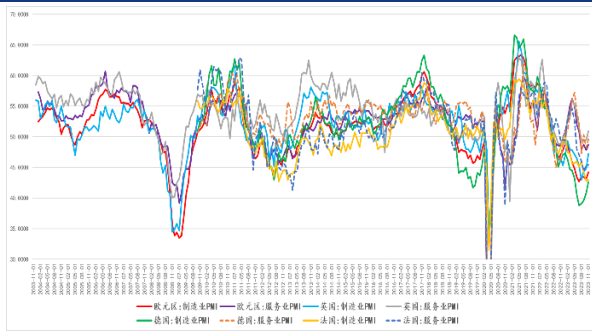


图 23：欧元区与英法德制造业与服务 PMI



资料来源：WIND，宏源期货研究所

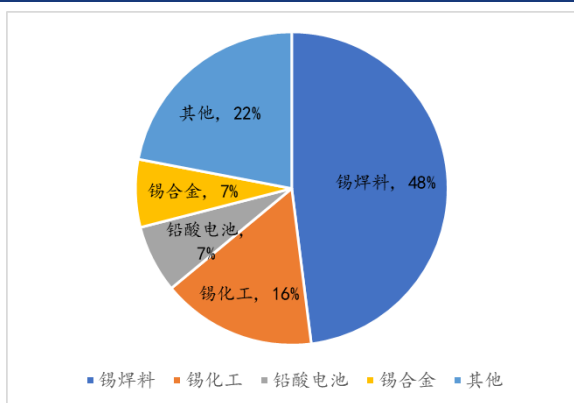
资料来源：WIND，宏源期货研究所

## (2) 终端行业将迎来温和复苏

全球锡消费结构主要集中在锡焊料、锡化工、铅酸电池及锡合金等方面。其中锡焊料占比 48%，锡化工占比 16%，铅酸电池占比 7%，锡合金占比 7%。在锡焊料消费结构中，智能设备占比 33%，家电占比 27%，汽车电子占比 20%，光伏焊带占比 11%。

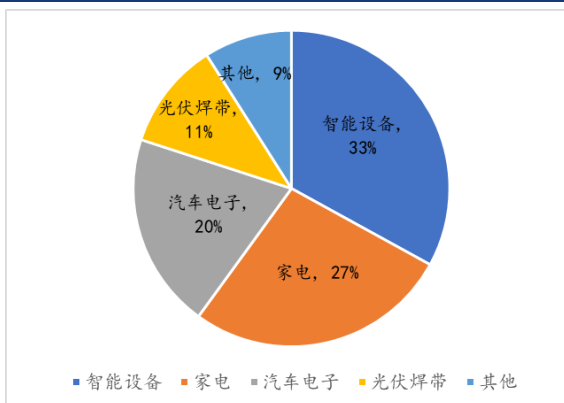
世界金属统计局公布的数据显示，2023 年 1-10 月。全球精炼锡产量为 28.89 万吨，消费量为 27.92 万吨，供给过剩 0.97 万吨。从供需平衡的角度看，供给与需求大致平衡。

图 24：全球锡消费结构



资料来源：SMM，宏源期货研究所

图 25：全球锡焊料消费结构

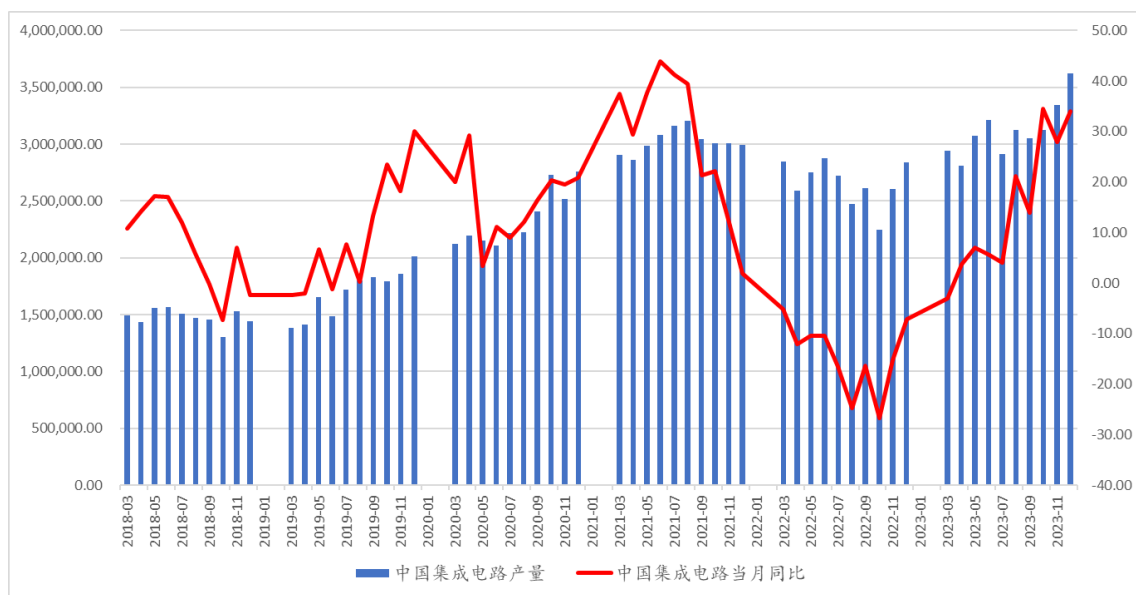


资料来源：SMM，宏源期货研究所

分行业看，**半导体方面**，调查公司推算显示，2023 年的全球半导体市场规模比 2022 年减少 11.1%，降至 5330 亿美元。其中，智能手机和个人电脑的需求低迷，以存储芯片为中心的半导体营业收入大幅下滑。但从趋势看，全球智能手机及个人电脑出货量增长率均在 2023 年第四季度实现由负转正。

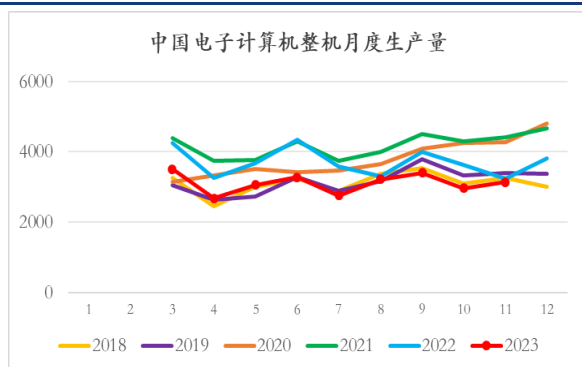
TechInsights 发布的数据显示，2023 年 Q4 全球智能手机出货量达到 3.176 亿部，同比增长 7.3%。这是自 2021 年 Q3 以来，全球智能手机行业首次回到上升轨道，结束了连续九个季度的低迷局面。全球智能手机市场的复苏主要得益于宏观经济和消费能力的改善，以及通货膨胀率和经济衰退担忧的缓解，主要厂商的库存水平正常化，以及中国、印度和其他新兴市场的复苏。Canalys 最新研报表明，2023 年第四季度，全球个人电脑（PC）市场出货量同比增长 3%，结束了连续七个季度的同比下滑。目前市场增长蓄势待发，AI PC 将在接下来的电脑更新周期及之后提供额外动力。

图 26：中国集成电路产量及当月同比



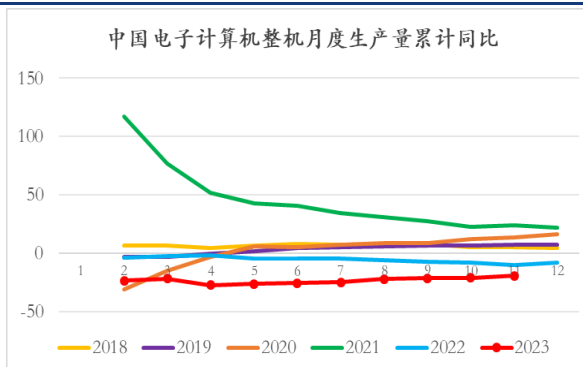
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 27：中国电子计算机整机月度生产量



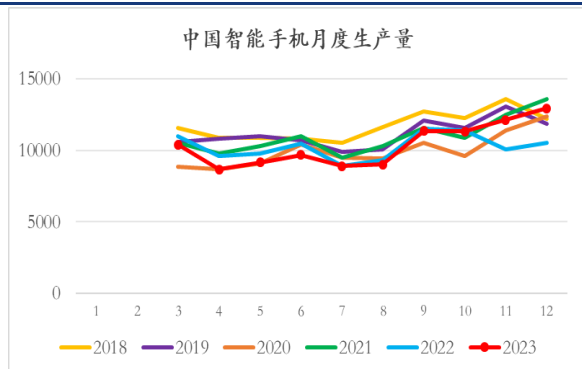
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 28：中国电子计算机整机月度生产量累计同比



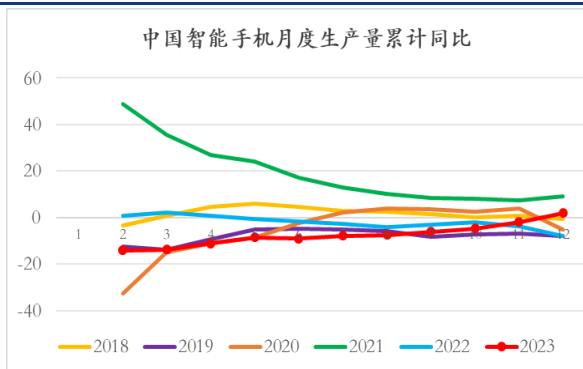
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 29：中国智能手机月度生产量



资料来源：WIND，宏源期货研究所

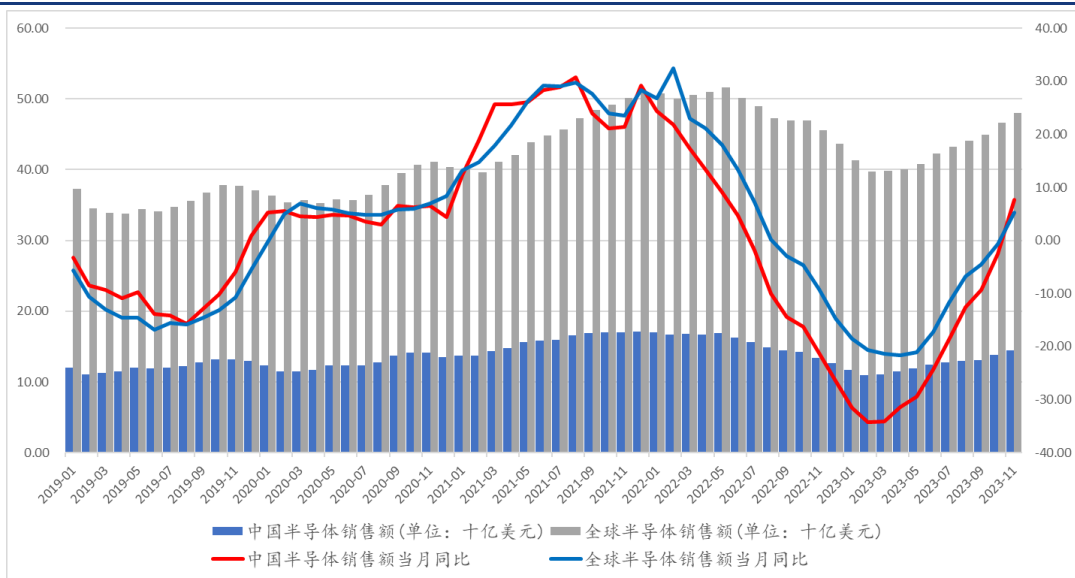
图 30：中国智能手机月度生产量累计同比



资料来源：WIND，宏源期货研究所

2023 年四季度半导体走出底部复苏迹象，费城半导体指数年内持续上行，中国台湾省半导体及电子行业指数均显著爬升，日本、韩国电子行业增长显著，预计 2024 年全球消费电子将由被动补库转向主动补库阶段。随着技术的不断进步和应用领域的拓展，全球半导体行业有望在 2024 年 4-6 月迎来需求好转。世界半导体贸易统计组织(WSTS)近日发布预测称，2023 年全球半导体市场规模将同比减少 10.3%，降至 5150 亿美元。数据显示，预计 2024 年半导体市场规模将比 2023 年增加 11.8%，达到 5759 亿美元，并高于 2022 年 5740 亿美元的市场规模。

图 31：半导体销售额及当月同比



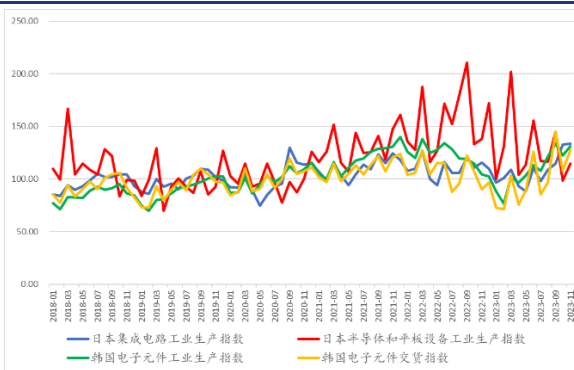
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 32：半导体指数



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 33：日韩集成电路及电子元件指数



资料来源：WIND，宏源期货研究所

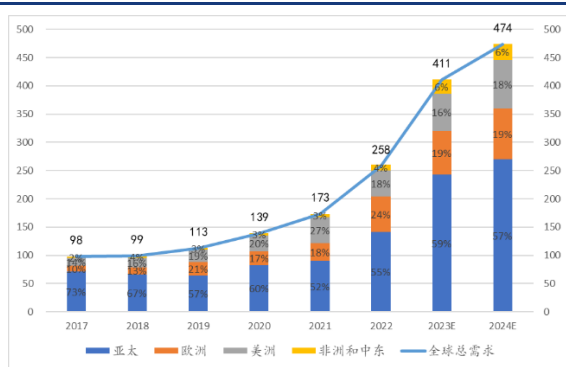
光伏新能源领域，国家能源局最新数据显示，2023 年 1-11 月国内光伏新增装机量 163.8GW，同比增长 116.95%。中国光伏行业协会预计 2023 年我国光伏新增装机 160GW 至 180GW。全球主流市场均实现超预期增长，中国组件海外出货亦持续拉升，反映出 2023 年全球光伏产业表现强劲，需求持续向好。

尽管受到供应链价格波动、经济环境复杂等因素影响，2023 年全球光伏制造端规模仍保持高速增长扩张态势。TrendForce 集邦咨询预计，2023 年全球光伏新增装机 411GW，同比增长 59%；预计

2024 年全球光伏新增装机为 474GW，同比增长 16%，与 2023 年增速相比，增幅明显大幅放缓，将从高速增长回归理性。从中国市场来看，集邦咨询预计 2023 年我国新增光伏装机将达 194GW（中性预期），同比增长 104%；美国方面，2023 年美国光伏装机需求可达 36.5GW（中性预期），同比增长 85%；欧洲方面，2023 年欧洲光伏装机 84.6GW（中性预期），同比增长 27%。预计 2024 年光伏产业对锡消费将进一步提升。

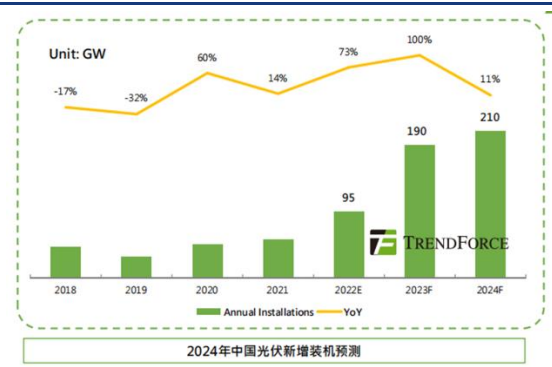
需要注意的是，2023 年国内外光伏装机需求的增加带动了光伏组件产能的大幅扩张，同时也带来光伏组件价格的下降及库存的累库。从出口方面看，光伏组件出口量及价格经历上半年高速增长后，于下半年出现量价齐跌的走势。另外，光伏装机对电网调度、人力和技术调配、项目规划均有一定要求，因此实际装机需求或难以匹配光伏组件产出的高增量，而 2023 年的累库需要一定时间进行消耗，将促使光伏组件生产商调整生产及销售战略。综合来看，预计 2024 年光伏产业仍维持增长，但增速较 2023 年或有所放缓。

图 34：2024 年全球光伏新增装机预测



资料来源：TRENDFORCE，宏源期货研究所

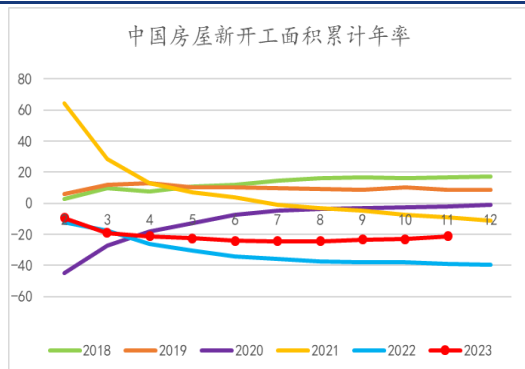
图 35：2024 年中国光伏新增装机预测



资料来源：TRENDFORCE，宏源期货研究所

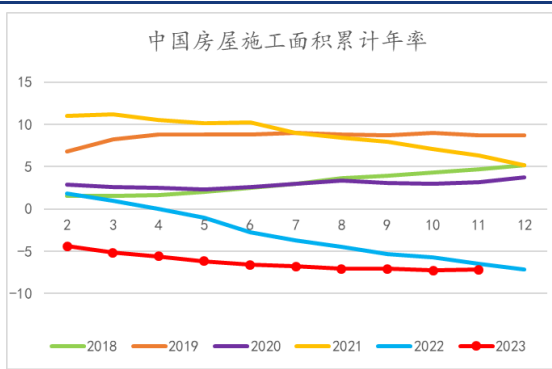
家电领域来看，据上海有色网统计数据披露，锡化工终端产品中 67%为 PVC 热稳定剂，占据锡化工消费市场“半壁江山”；而在焊锡中，27%应用于家电产品。2023 年全国百城新建住宅价格累计上涨 0.27%，主要受政策管控及部分优质改善楼盘入市带动等因素影响，新房价格出现结构性上涨。百城二手住宅价格累计下跌 3.53%，跌幅较 2022 年扩大 2.76 个百分点，房价走势持续低迷，至 12 月，已连续 20 个月环比下跌，连续 7 个月环比下跌的城市数量超 90 个。重点 100 城新建商品住宅销售面积同比下降约 6%，1-11 月重点 15 城二手房销售规模同比增长 36%。50 个代表城市商品住宅批准上市面积同比下降超 10%，可售面积小幅回落但仍处高位，短期库存出清周期延长至 19.6 个月。

图 36：中国房地产新开工面积同比增速



资料来源：WIND，宏源期货研究所

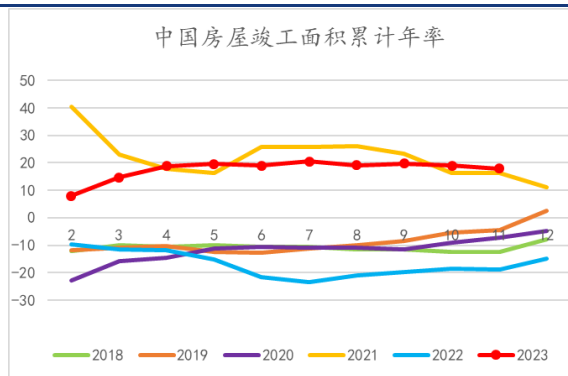
图 37：中国房地产施工面积同比增速



资料来源：WIND，宏源期货研究所

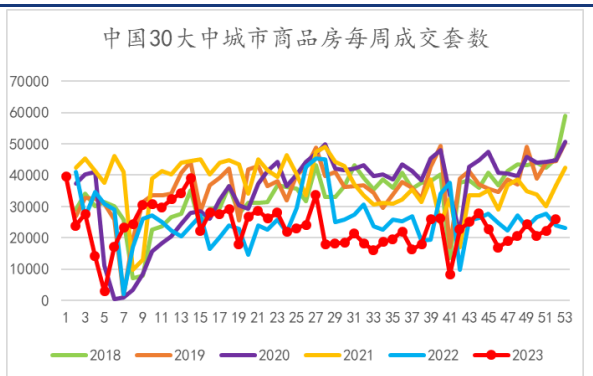
根据“中国房地产业中长期发展动态模型”测算，2024 年全国房地产市场将呈现“销售规模仍有下行压力，新开工面积、开发投资或继续回落”的特点。中性情形下，预计 2024 年全国商品房销售面积同比下降 4.9%；乐观情形下，2024 年宏观经济持续恢复，居民置业意愿有所好转，叠加城中村改造如期推进，全国商品房销售面积或可实现小幅增长，但新开工、投资受多项不利因素影响，或将延续下行态势。悲观情形下，2024 年新开工面积同比降幅在 10%左右，新开工规模低于 9 亿平方米；房地产开发投资额同比下降 6.1%。

图 38：中国房地产竣工面积同比增速



资料来源：WIND，宏源期货研究所

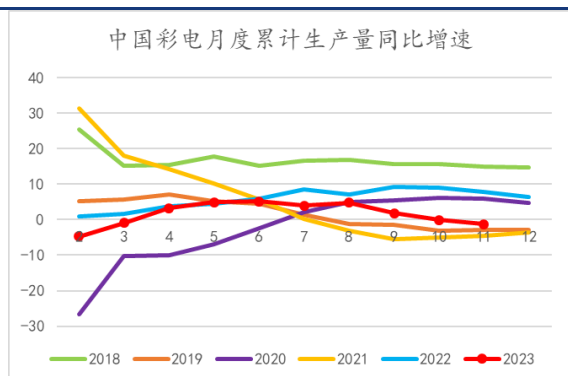
图 39：中国 30 座大中城市商品房销售量



资料来源：WIND，宏源期货研究所

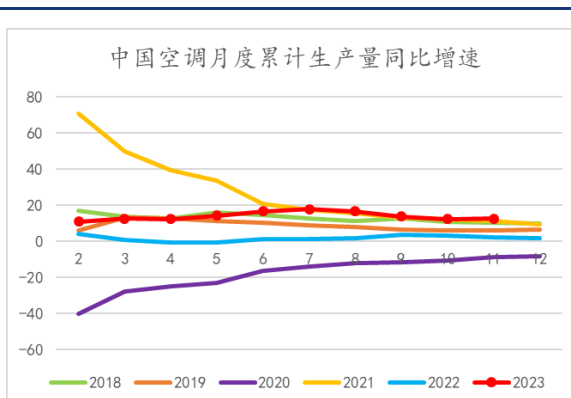
由上述分析可知，2023 年我国地产市场整体低迷，但受到美联储年内连续加息，货币市场利率持续飙升影响，全球金融市场剧震，叠加地缘政治风波不断，2023 年人民币对美元中间价累计贬值 1181 个基点，贬值率接近 1.7%。汇率端承压使得我国家电产品出口量提高，带动家电产品整体增速超预期。但 2024 年房地产市场仍有较大下行压力，模型测算新开工面积、规模、房地产开发投资额仍将有所下降。即便按照乐观预期，商品房销售面积可实现小幅增长，家电领域作为房地产后周期行业，其实际消费仍将滞后于地产行业的复苏周期。其次，在全球经济增速整体放缓的大趋势下，2024 年海外需求或不及 2023 年，家电行业在乐观预期下仍有增速但预计将放缓。

图 40：中国彩电月度生产量同比增速



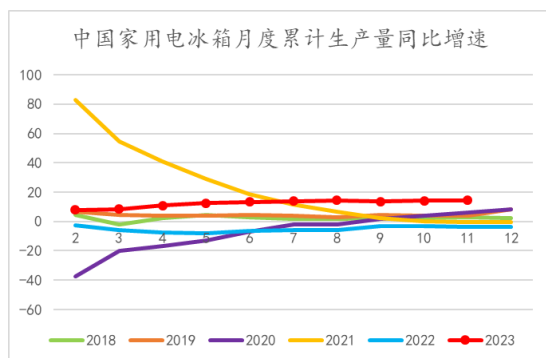
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 41：中国空调月度生产量同比增速



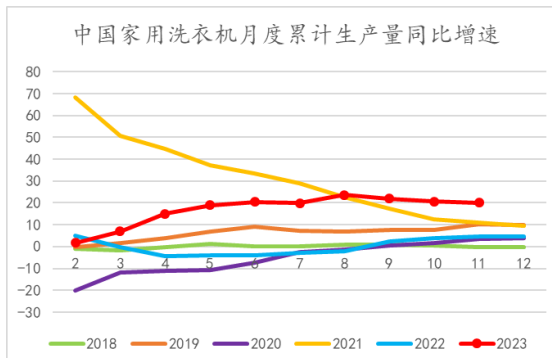
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 42：中国电冰箱月度生产量同比增速



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 43：中国洗衣机月度生产量同比增速



资料来源：WIND，宏源期货研究所

### (3) 供需平衡

基于上述分析，预计 2024 年精炼锡基本面呈内强外弱格局。供给端，锡精矿随着银漫二期项目及部分海外项目的投产有一定增量，促使精炼锡供给同步增加。需求端，锡下游传统需求如镀锡板、锡化工等预计保持稳定，家电行业增速下滑，半导体、光伏焊带预计将产生较大增量，对需求端产生主要贡献

图 44：2021-2024 精炼锡供需平衡及预测

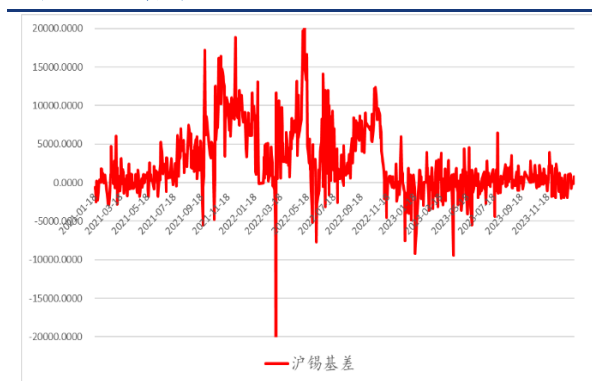
单位：万吨		2021	2022	2023E	2024E
中国	产量	16.57	16.75	17	17.3
	净进口	-0.89	2.04	1.8	1.7
	消费量	16.56	17.6	18	18.9
	供需平衡	-0.88	1.19	0.8	0.1
全球	产量	34.59	37.2	36.5	37.87
	消费量	34.72	36.55	36.04	37.64
	供需平衡	-0.13	0.65	0.46	0.23

资料来源：WIND，宏源期货研究所

## 五、国内外精炼锡价差结构

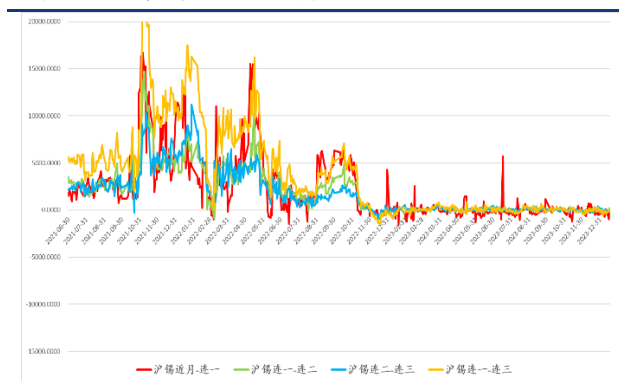
2023 年，国内沪锡期货价格年初短暂呈现 Contango 结构，而后维持 Back 结构至一季度末；二季度以 Contango 结构为主，下半年震荡呈现为 Back 结构。伦金所锡期货价差结构与沪锡价格大致相同。

图 45：上期所沪锡基差



资料来源：上期所，宏源期货研究所

图 46：上期所沪锡近远月合约价差



资料来源：上期所，宏源期货研究所

## 六、2024 年全球锡行情展望

全球锡价走势主要受到锡自身基本面变化和中国与欧美经济增长前景及财政与货币政策对全球影响，或使 2024 年全球锡价走势出现以下几种情况：

第一，倘若消费端通胀回落促美联储开启降息、欧美经济增长实现软着陆、国内经济增长稳步好转、缅甸低邦复产时间未及市场预期、印尼精炼锡出口持续下滑致锡精矿生产及供给端扰动加剧，而终端需求按市场预期温和复苏提振对锡需求，预计国内精炼锡供需预期偏紧，且 2024 年精炼锡价格重心将有所上移；

第二，倘若经济增长放缓甚至衰退促美联储开启降息，欧美经济出现衰退将使国内经济增长承压，海外项目顺利投产、缅甸低邦于二月底三月初及时复产、印尼锡锭出口恢复正常量级，生产扰动消除，同时终端需求按市场预期温和复苏提振对锡需求，预计国内精炼锡供需预期偏松，且 2024 年精炼锡价格或先弱后强。

第三，倘若消费端通胀反复致美联储迟迟未能开启降息，美联储和欧洲央行保持高位利率时间越长，欧美经济增长放缓甚至衰退概率越大，届时国内经济增长亦将逐步承压，预计国内精炼锡供需预期紧平衡，且 2024 年精炼锡价格或先强后弱。

综上所述，海外锡精矿供给扰动、锡锭进口不确定性可能在 2024 年上半年对锡价产生短期扰动，同时增大或缩小欧美经济增长放缓程度对全球锡价影响程度，建议关注沪锡价格在 180000-190000 附近支撑位及 250000-260000 附近压力位，伦敦锡价在 20000-22000 附近支撑位及 30000-32000 附近压力位。

### 免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行期货投资所造成的一切后果，本公司概不负责。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，需注明出处为宏源期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

风险提示：期市有风险，投资需谨慎

分析师简介：王文虎，西安交通大学管理学博士，现任宏源期货研究所有色与贵金属分析师。

