

锡深度报告：2024 年 4 月 23 日

## 锡：警惕获利性卖盘的回调

## 沪锡 · 深度报告

### 核心逻辑：

短线谨慎过分跟涨，可等待短空机会。中长线宜止盈部分，待回调后设新多。

上游企业可积极布局卖出套期保值，下游企业买入套保可继续持有部分，现货采购等待 2 季度中后期回调机会或刚需采购。

年报《随风而靡已久，何时复“锡”归？》中对锡价的预测已被证实了 1/4：“上半年受经济承压、补库提振，锡价震荡整理为主；其中，一季度锡价受宏观降息预期提振，随大盘偏强震荡...”。原文指出，锡价在二季度面临回调压力，而下半年则因需求侧复苏有望迎来反弹。

4 月，承接供需趋紧的强预期，锡价得以维持偏强震荡的底气，在于外盘多头的挤仓优势，但这也意味着后市多单获利了结的卖盘风险相应提升，因此锡价上方空间的高度及持续性均存在较大的不确定性。长期来看，随着锡价持续性上涨，成本抬升利于低邦锡矿生产与出口，曼相矿山的复产预期升温或将制约价格进一步的涨势，叠加国内交易所超预期的累库对涨幅的制约，后市锡价或回归 2023 年箱体上沿附近，参考 23-24.5 万元。

### 多空筹码：

#### 利多：

- 1、AI 崛起刺激电子组件及整机主动补库
- 2、LME 持仓与现货仓单比 75:4，买盘具挤仓优势
- 3、低邦曼相矿山未复产，刚果（金）叛乱制约锡精矿出口

#### 利空：

- 1、美需求强劲巩固美元强势
- 2、美降息预期减弱，经济前景的不确定性
- 3、需求复苏缓慢，国内显性库存达历史新高
- 4、锡价上涨增强低邦曼相锡矿的复产预期

风险提示：低邦复产超预期、消费复苏不及预期、地缘冲突

分析师：张维鑫

邮箱：zhangweixin@csc.com.cn

电话：023-81157296

期货交易咨询从业信息：Z0015332

研究助理：虞璐彦

邮箱：yuluyan@csc.com.cn

期货从业信息：F03124195

发布 日期 2024 年 4 月 23 日

期：

## 目 录

一、行情回顾与交易分析 .....	4
二、宏观面分析 .....	6
1、国际宏观：降息预期延后，美元指数坚挺.....	6
2、国内宏观：稳增长政策定调，维持温和复苏.....	7
三、基本面分析 .....	8
（一）供应层面分析 .....	8
1、矿石端：全球原料供应约束效应加剧.....	8
2、锡锭端：内忧外患并行，精炼供应增速存疑.....	10
（二）下游高频数据 .....	12
1、锡焊料与 3C 数码：消费电子主动补库.....	12
2、镀锡板（马口铁）：产销比反弹，外需成显着拖累.....	13
3、铅蓄电池：深入需求淡季 .....	13
（三）库存情况：供需弱现实的表达结果 .....	14
四、操作策略 .....	14

## 图表目录

图 1：1 季度内外盘金属期货主力合约涨跌统计（2024/1/2-2024/3/29） .....	4
图 2：2024 年 2 月中旬（春节后）以来锡价呈外盘带动内盘 .....	5
图 3：1 季度锡期货价格向箱体上方行进，4 月锡价拉涨 .....	5
图 4：锡现货升贴水的内外劈叉 .....	5
图 5：LME 锡投资基金持仓数量（张） .....	5
图 6：近 3 年全球锡显性库存趋势 .....	6
图 7：沪锡期限结构转变 .....	6
图 8：美元指数与锡价的对立走势 .....	7
图 9：美库销比偏高 .....	7
图 10：中国制造业 PMI 分项 .....	7
图 11：2021 与 2027 年全球锡矿完全成本曲线 .....	8
图 12：ITA 锡矿现金成本（扣除副产品）模型（美元/吨） .....	9
图 13：国内锡精矿价格（元/吨） .....	10
图 14：中国锡矿产量（吨） .....	10
图 15：国内两省样本企业精锡产量及开工率 .....	10
图 16：中国锡锭产量（吨） .....	10
图 17：印度尼西亚锡锭进口量的季节性变化（吨） .....	11
图 18：从印度尼西亚出口至中国的锡锭产量（千吨） .....	11
图 19：国内样本企业焊材企业开工率季节性反弹 .....	12
图 20：我国智能手机月度出货量（万部） .....	12
图 21：我国集成电路产量增速趋于回升 .....	12

图 22 : 日本集成电路生产及库存情况 .....	12
图 23 : 韩国电子组件销售延续反弹 .....	12
图 24 : 全球半导体销售额（十亿美元） .....	12
图 25 : 国内样本企业镀锡板企业产销及库存情况（吨） .....	13
图 26 : 我国镀锡板进出口情况（吨） .....	13
图 27 : 国内样本企业分地区铅蓄电池企业周度开工率 .....	13
图 28 : 国内样本企业铅蓄电池企业月度开工率 .....	13
图 29 : 我国铅蓄电池产量情况（千伏安时） .....	13
图 30 : 我国样本企业铅蓄电池企业库存天数（天） .....	13
图 31 : 全球显性库存（吨） .....	14
图 32 : 全球显性库存季节性变化（吨） .....	14
图 33 : 全球显性库存（吨） .....	14

## 一、行情回顾与交易分析

2024 年一季度，锡价偏强运行，伦锡涨幅 8.2%，沪锡涨幅 4.81%，符合年报《随风而靡已久，何时复“锡”归？》中对锡价的预测：“上半年受经济承压、补库提振，锡价震荡整理为主；其中，一季度锡价受宏观降息预期提振，随大盘偏强震荡…”。

(1) 1 月，锡价先抑后扬，处于 20-22.5 万区间，月涨幅约 3%，行情驱动为需求预期升温。

1 月 3 日，缅甸佤邦中央经济委员会正式签署关于除曼相矿区外其他矿区复产的通知，原料供应紧张忧虑略有缓和，但主要锡产量贡献矿山曼相锡矿仍未复产。同时 2023 年印度尼西亚政府推迟锡出口许可证的资源保护主义行为，令当年印度尼西亚精锡出口同比降幅高达 12%，全球原料及锡锭供应趋紧担忧支撑价格。此外，全球消费电子增长预期开始升温提振锡价向上运行。不过，2023 年 12 月零售数据超预期、海外 3 月降息预期减弱、春节节前下游锡焊料企业备货补库力度偏弱、锡去库斜率缓慢，均限制了价格涨幅。

(2) 2-3 月，锡价震荡偏强运行于 20.6-23.3 万区间，涨幅约 4.6%，价格中枢在供应趋紧、需求预期的提振下逐步上移。

2 月春节期间，国内宏观运行平稳，但锡供需双降温，尤其假期前佤邦中央经济计划委员宣布暂停征收锡精矿出口现金税，改收 30%的实物税，或将限制后市缅甸出口量级；同时印度尼西亚矿商因年度工作计划审批延迟，导致精锡出口量级骤减，出口产品均为焊锡，供应趋紧预期持续。

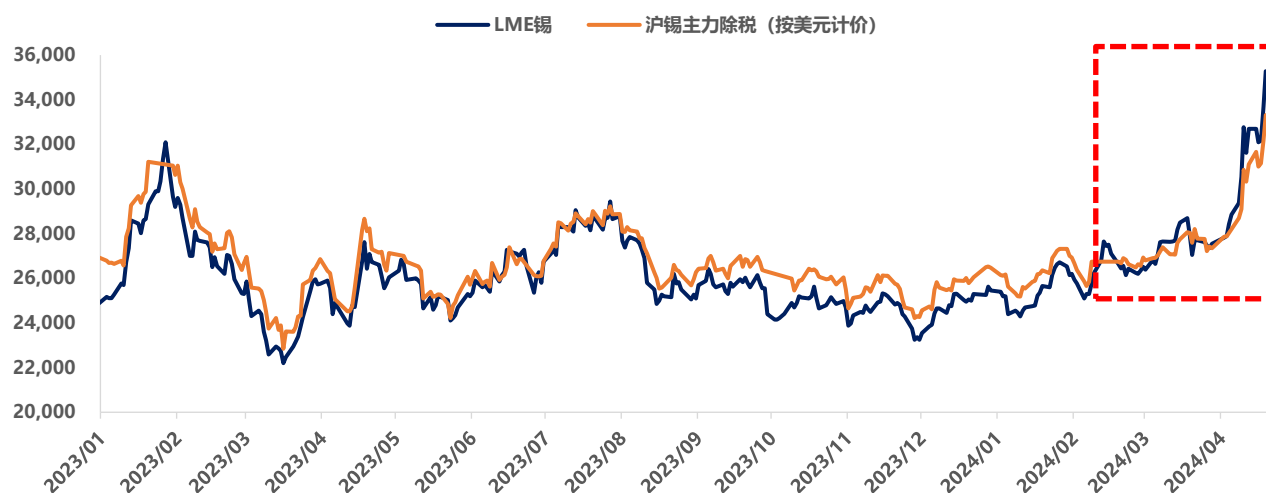
3 月，宏观氛围波谲云诡切换主导锡价波动。上旬，美通胀温和回落及联储偏鸽的表态提振了市场情绪，同时费交所半导体股指数创历史新高，提振锡价最高触及 22.9 万元；中旬，国内以旧换新和大规模的设备更新政策信号加速补库预期叠加基金买盘涌入有色板块，刺激锡价摸高 23.3 万；下旬，瑞士央行超预期开启降息、其他非美央行降息预期升温，令美元指数走强，锡价承压小幅回调。

图 1：1 季度内外盘金属期货主力合约涨跌统计（2024/1/2-2024/3/29）

	1Q24		2023	
	内盘涨跌幅	外盘涨跌幅	内盘涨跌幅	外盘涨跌幅
贵金属（SHFE 主力/伦敦现货）				
黄金	10.36%	8.31%	17.66%	13.16%
白银	7.63%	4.99%	11.72%	-0.64%
贱金属（SHFE 主力/LME）				
锡	7.64%	8.11%	1.46%	1.98%
铜	5.16%	3.66%	4.23%	2.27%
镍	2.15%	0.25%	-45.37%	-44.69%
铅	6.02%	-0.75%	-0.35%	-9.68%
铝	1.13%	-2.06%	4.39%	0.40%
锌	-2.63%	-8.10%	-9.11%	-10.45%
黑色金属（SHFE）				
热卷	-11.80%	——	-0.53%	——
螺纹钢	-14.70%	——	-2.08%	——

数据来源：Wind，中信建投期货

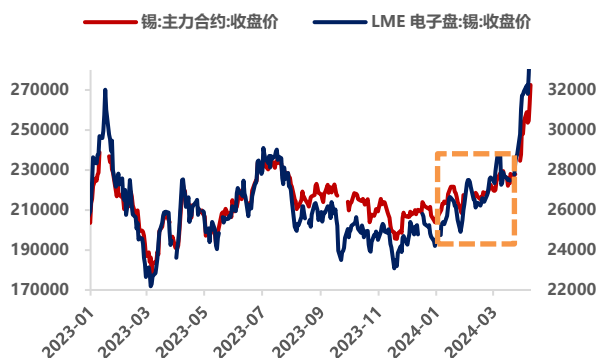
图 2：2024 年 2 月中旬（春节后）以来锡价呈外盘带动内盘



数据来源：Wind，中信建投期货

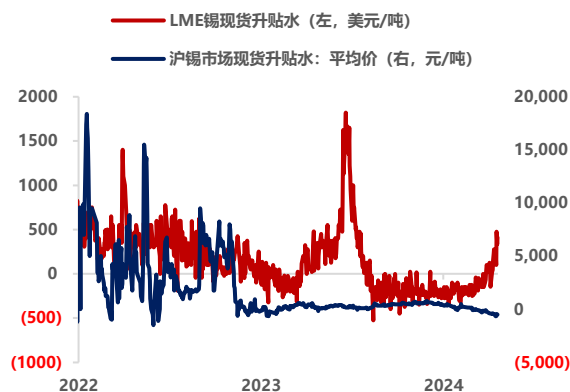
进入 4 月，厄邦工业矿产管理局发布《关于除曼相矿区外其他矿区、矿点需要申请报备复工复产的通知》，强调对曼相矿区的禁采态度，资源整合进程时长超市场预期，叠加刚果（金）武装叛乱扰动锡精矿出口供应稳定，供应趋紧预期提振做多热情。

图 3：1 季度锡期货价格向箱体上方行进，4 月锡价拉涨



数据来源：Wind，中信建投期货

图 4：锡现货升贴水的内外劈叉

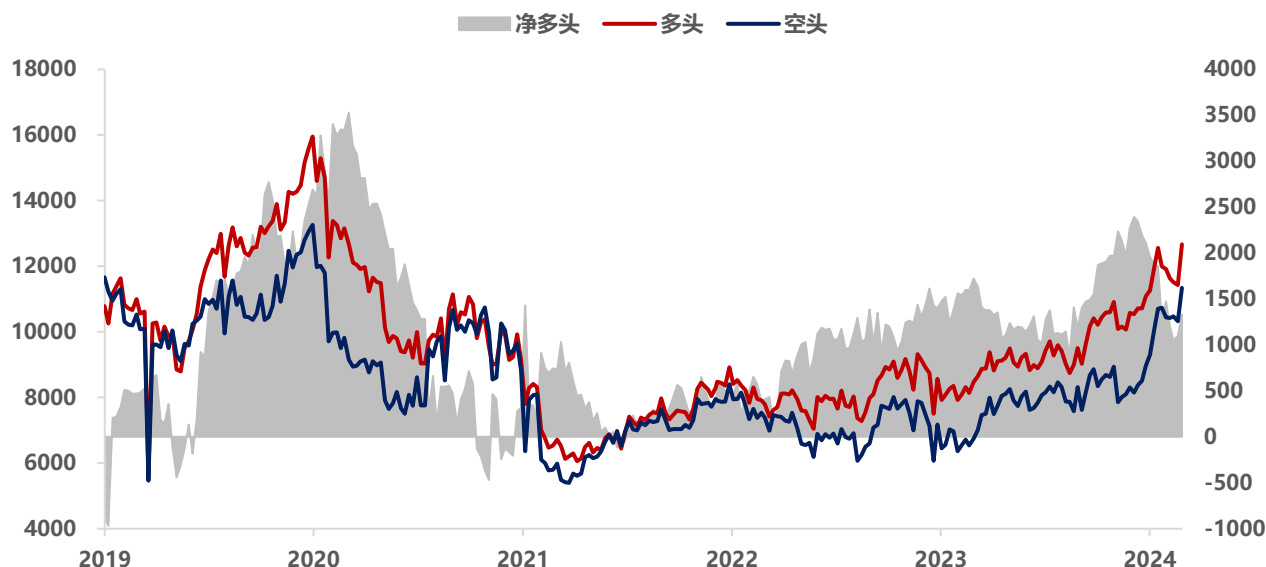


数据来源：Wind，中信建投期货

从交易结果看，LME 锡持仓数量恢复至 2020 年 4 月水平，宏观资金情绪涌入较多，其中近期 LME 锡投资基金表现为空追多、净多头回落，反映多头意志并不坚定，即宏观资金的持仓策略相对谨慎。唯一的风险在于当前外盘持仓与现货仓单比约 75:4，多头的挤仓优势进一步成为买盘强势的理由，外盘带动内盘价格突破 2023 年箱体上限。

不过目前内盘仍就强预期与弱现实进行博弈，预期端 SN00-03 期限价差 BACK 持续走强，现实端国内现价贴水加深到 500 元、国内库存中枢抬升至历史新高。

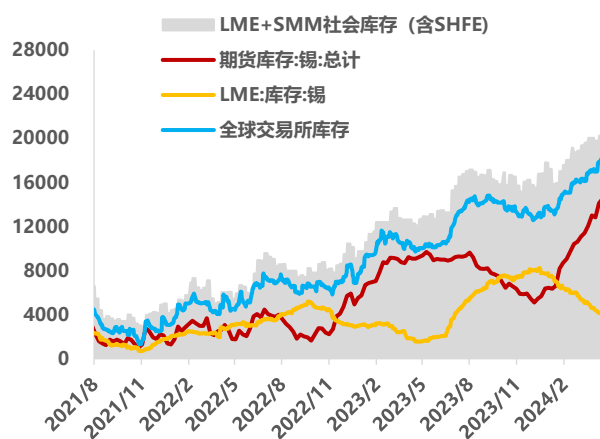
图 5：LME 锡投资基金持仓数量（张）



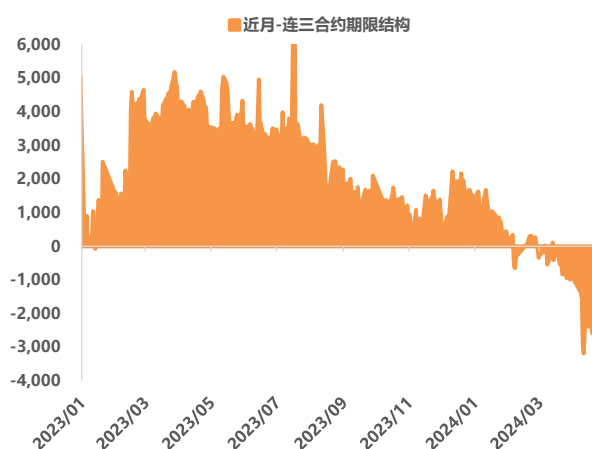
数据来源：Wind，中信建投期货

图6：近3年全球锡显性库存趋势

图7：沪锡期限结构转变



数据来源：Wind、SMM，中信建投期货



数据来源：Wind，中信建投期货

## 二、宏观面分析

### 1、国际宏观：降息预期延后，美元指数坚挺

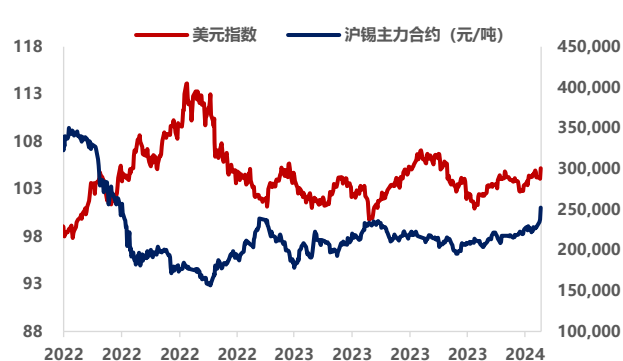
**美经济强劲，通胀粘性打击降息预期。**近期美国制造业景气度逐步修复，同时劳动力市场表现强劲。3月ISM制造业PMI重返荣枯线上至50.3，美国3月季调后非农就业人口增30.3万人，为2023年5月以来最大增幅；3月失业率为3.8%，预期及前值为3.9%。不过3月通胀数据全面超预期，引发降息预期向9、11月展开。美国3月末季调CPI同比上涨3.5%，创2023年9月以来新高，预期3.4%，前值3.2%。

**非美释放降息预期推动美元走强。**欧洲通胀下行超市场预期而3月综合PMI优于预期，欧央行释放6

月降息信号，其他非美央行货币政策亦有偏鸽表态。其中，日本结束 YCC 政策，但行长表态鹰派不及市场预期，而瑞士率先开启降息对冲，美元指数呈现被动上涨，限制锡价涨势。

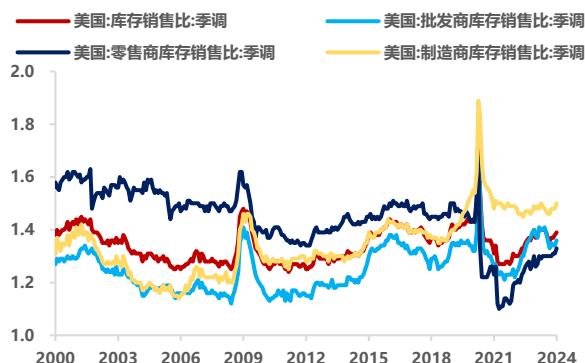
**美库销比偏高，补库动能后继乏力。**当前美国已开启补库周期，制造业 PMI 中的新订单、自有库存均有回升，但结合三大渠道库销比回升至疫情前的中性偏高水平来看，销售端的偏弱将对补库力度构成限制。

图 8：美元指数与锡价的对立走势



数据来源：Wind，中信建投期货

图 9：美库销比偏高



数据来源：Wind，中信建投期货

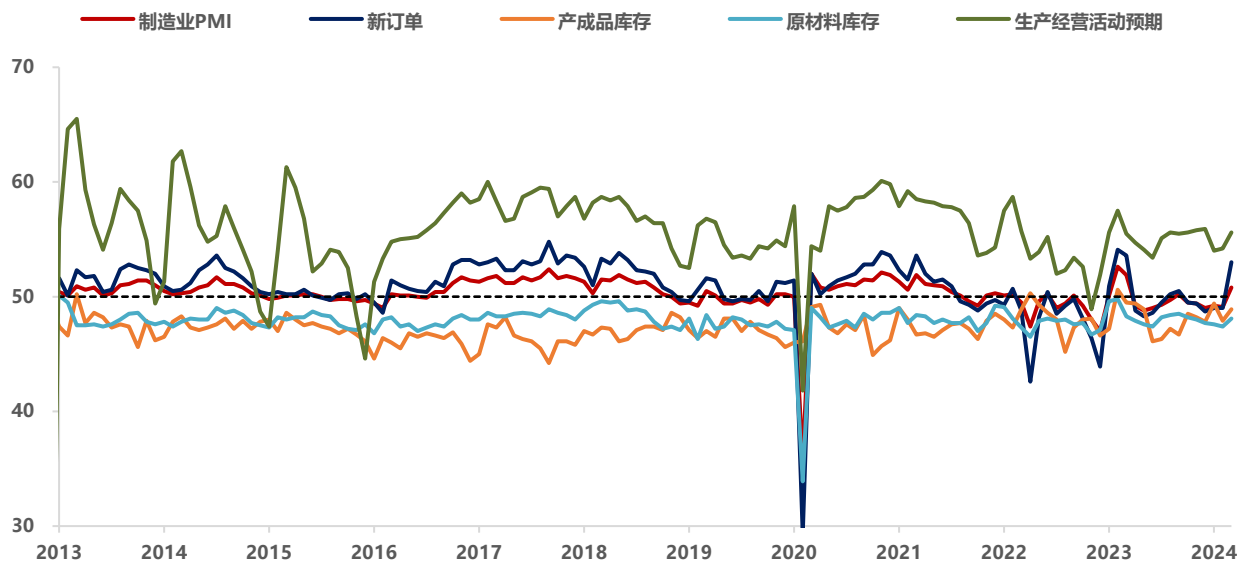
## 2、国内宏观：稳增长政策定调，维持温和复苏

**稳增长经济政策定调，刺激政策效果谨慎乐观。**3 月政府工作报告制定全年经济目标延续为 5% 左右，结合稳增长政策基调，强刺激政策预期空间有限。同时，CPI 目标锚定 3% 反映的是政策拉动通胀的意愿不低，但这并不代表转向通胀环境。

**三驾马车数据呈温和复苏。**消费方面，生活服务消费增势良好，1-2 月社零同比 5.5%。进出口方面，外贸展现强劲活力。1-2 月进出口金额同比增长 8.7%，其中 2 月出口同比涨幅扩大至 5.6%，进口同比 -8.2%。投资方面，1-2 月固投累计同比增长 4.2%，比 2023 年全年提升 1.2 个百分点。但地产行业延续低迷，1-2 月房地产开发投资累计同比负增长 9%。

图 10：中国制造业 PMI 分项





数据来源: Wind, 中信建投期货

### 三、基本面分析

#### (一) 供应层面分析

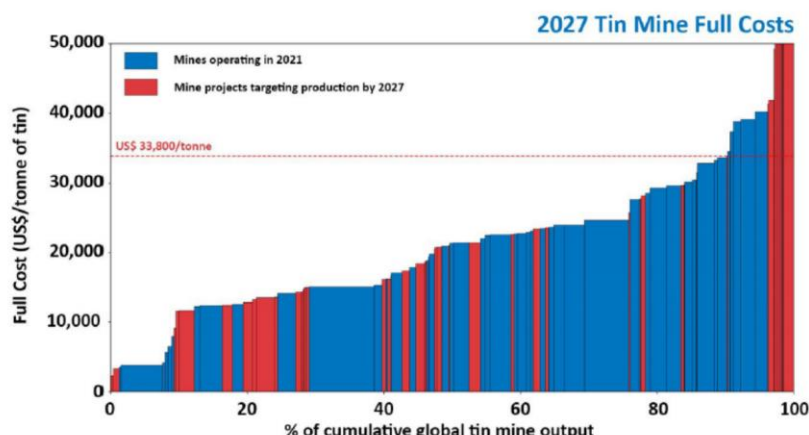
##### 1、矿石端：全球原料供应约束效应加剧

据国际锡业协会，2022 年全球锡矿完全成本曲线 75/90 分位线成本为 2.26 万/2.56 万美元/吨，现金成本曲线 90 分位线成本为 2.32 万美元，现金成本曲线 75 分位线成本为 1.85 万美元。据 ITA 预测，2027 年全球锡矿完全成本曲线 90 分位线成本有望达 3.38 万美元，较 2022 年提升 32%。

回顾 LME 锡年均价及完全成本曲线发现，完全成本曲线 75%分位下沿对锡价存在较强支撑，2022 年三季度锡价跌破成本支撑后摸低反弹。结合锡矿成本长期抬升的趋势，锡价中枢具备上移的基础。

图 11：2021 与 2027 年全球锡矿完全成本曲线





数据来源: International Tin Association Tin Industry Review 2022 (2) Q1 2023 market release, 中信建投期货

图 12 : ITA 锡矿现金成本（扣除副产品）模型（美元/吨）

NBP Cash Costs		2010	2020	2022	2030
Median	\$	7,201	\$ 10,728	\$ 11,418	\$ 16,625
4th Quartile	\$	13,353	\$ 16,761	\$ 18,534	\$ 23,964
90th Percentile	\$	19,805	\$ 19,539	\$ 23,171	\$ 36,290
NBP Full Costs		2010	2020	2022	2030
Median	\$	10,189	\$ 14,338	\$ 15,562	\$ 22,158
4th Quartile	\$	17,305	\$ 19,783	\$ 22,634	\$ 31,408
90th Percentile	\$	23,165	\$ 23,500	\$ 25,581	\$ 53,974
NBP Cash Costs (Real 2022)		2010	2020	2022	2030
Median	\$	5,329	\$ 9,334	\$ 11,418	\$ 21,114
4th Quartile	\$	9,881	\$ 14,582	\$ 18,534	\$ 30,434
90th Percentile	\$	14,655	\$ 16,999	\$ 23,171	\$ 46,089
NBP Full Costs (Real 2022)		2010	2020	2022	2030
Median	\$	7,540	\$ 12,474	\$ 15,562	\$ 28,141
4th Quartile	\$	12,806	\$ 17,211	\$ 22,634	\$ 39,888
90th Percentile	\$	17,142	\$ 20,445	\$ 25,581	\$ 68,547
US inflation index		0.74	0.87	1.00	1.27

数据来源: ITA, 中信建投期货

2023 年以来全球锡矿供应扰动频繁。自 2023 年 8 月 1 日佤邦曼相锡矿停产整合资源至今已有近 9 月，2024 年 4 月 7 日佤邦工业矿产管理局发布《关于除曼相矿区外其他矿区、矿点需要申请报备复工复产的通知》，重申对曼相矿山的禁采态度，资源整合进程时长远超市场预期。考虑到曼相矿山即使复产也许筹备 1-2 月才能恢复正常运营，今年上半年缅甸锡矿供应短缺或仍是全球供应趋紧预期的重要因素。

此外，全球锡品位最高的矿山产地刚果（金）叛乱矛盾升级，治安环境恶化加剧精矿供应担忧。2023 年 12 月，刚果（金）非国家武装团队 M23 控制了锡矿重要供应地 NorthKivu 省（富产锡、钽、钨），并切断了内外贸易的海关口岸 Goma。而全球十大锡矿山之一，Alphamin 公司的 Bisie 锡矿山位于 M23 封锁的口岸 Goma 以西约 180 公里处。2023 年 Bisie 矿山锡产量约 1.2 万吨，占比全球锡矿产量的 4.5%，且 2024 年锡产量指引预计为 1.7 万吨-1.8 万吨。虽然叛乱暂未影响 Bisie 锡矿生产供应，但增加了刚果锡精矿出口绕行成本及运输风险。

同时，国内锡矿品位下降严峻，锡矿自产供应远不及历史同期水平。中国 1-2 月国内锡矿及精矿产仅

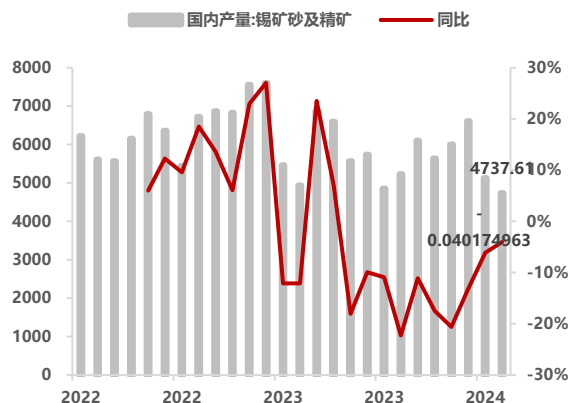
9870 吨，远低于过去三年同期水平。

图 13：国内锡精矿价格（元/吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

图 14：中国锡矿产量（吨）

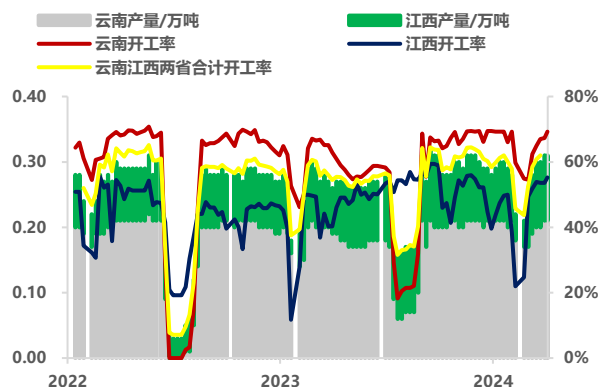


数据来源：SMM，中信建投期货

## 2、锡锭端：内忧外患并行，精炼供应增速存疑

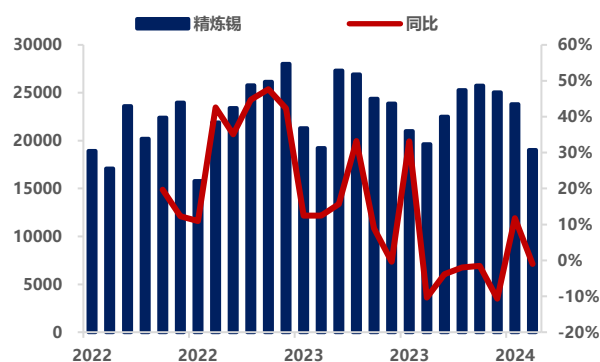
精锡自产供应季节性规律显著，2-3Q 锡锭供应面临趋紧压力。当前国内精锡产量增速、企业开工率仍为历史同期偏高水平，主要原因是下游订单对上游供应存在正面生产引导。但二季度末、三季度，企业开工率极易受环保检查、限电检修停产，精锡供应季节性规律较为显著。同时，长周期看，受原料供给约束，近年来我国精锡产量增速已然有放缓。

图 15：国内两省样本企业精锡产量及开工率



数据来源：SMM，中信建投期货

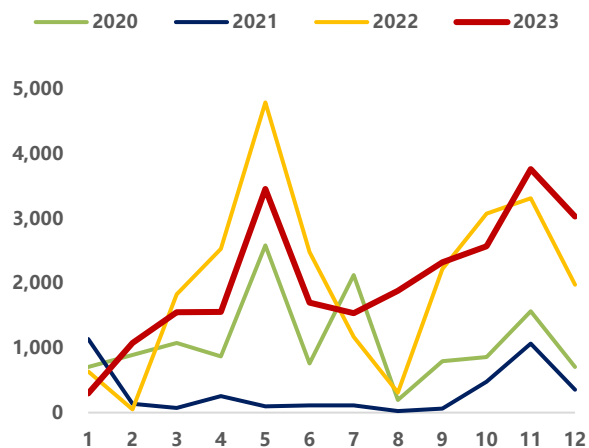
图 16：中国锡锭产量（吨）



数据来源：国家统计局，中信建投期货

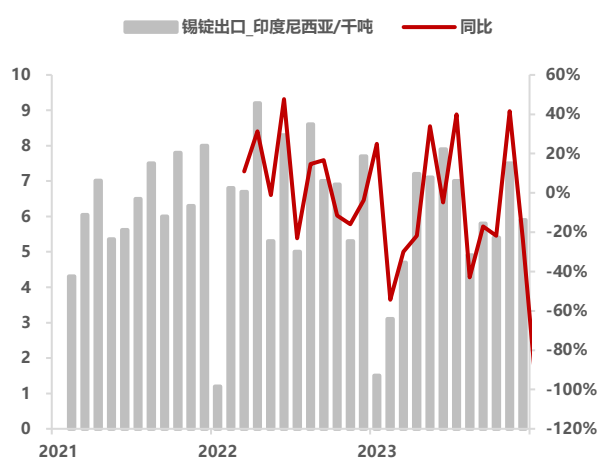
印度尼西亚资源保护主义限制全球锡锭流通。受出口许可证重新审理、一季度雨季影响，1-2 月锡锭出口量显著回落。2024 年 3 月，印度尼西亚政府宣布发放 4.5 万吨锡矿生产配额叠加季节性规律，我国印度尼西亚锡锭进口补充短期有望恢复。

图 17：印度尼西亚锡锭进口量的季节性变化（吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

图 18：从印度尼西亚出口至中国的锡锭产量（千吨）

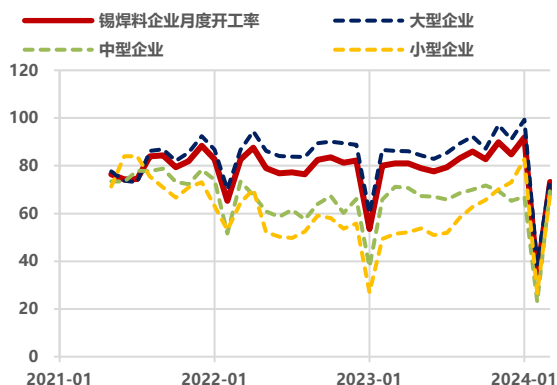


数据来源：SMM，中信建投期货

## (二) 下游高频数据

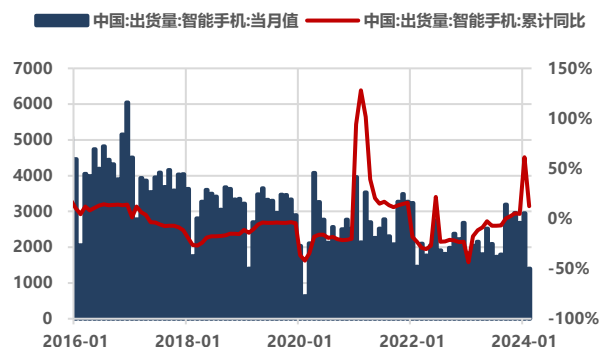
### 1、锡焊料与 3C 数码：消费电子主动补库

图 19：国内样本企业焊材企业开工率季节性反弹



数据来源：SMM，中信建投期货

图 20：我国智能手机月度出货量（万部）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 21：我国集成电路产量增速趋于回升



数据来源：Wind，中信建投期货

图 22：日本集成电路生产及库存情况



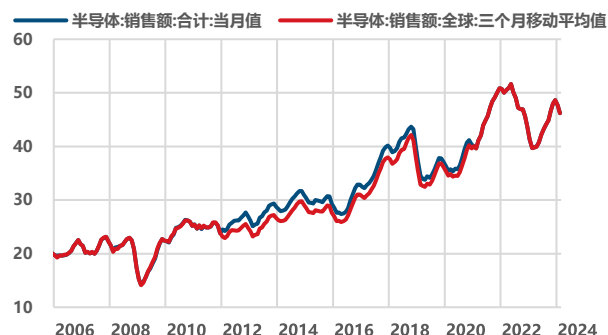
数据来源：Wind，中信建投期货

图 23：韩国电子组件销售延续反弹



数据来源：Wind，中信建投期货

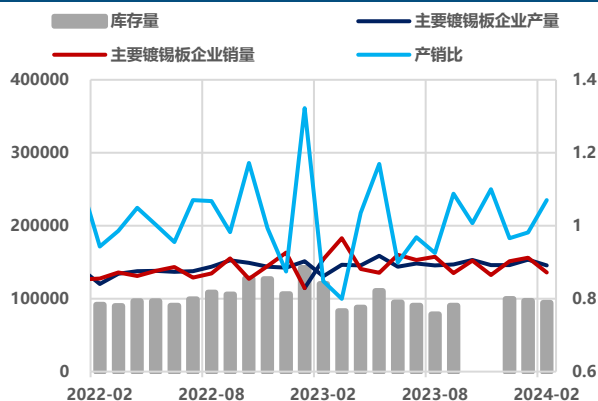
图 24：全球半导体销售额（十亿美元）



数据来源：Wind，中信建投期货

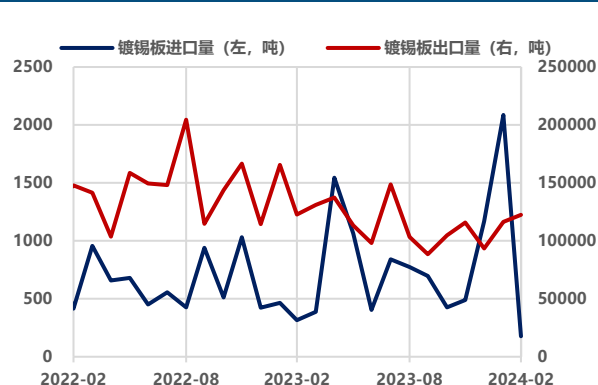
## 2、镀锡板（马口铁）：产销比反弹，外需成显着拖累

图 25：国内样本企业镀锡板企业产销及库存情况（吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

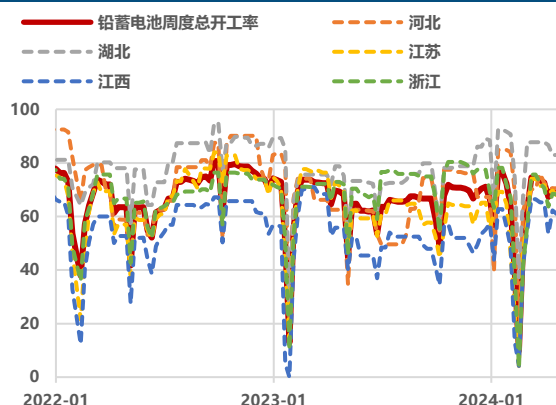
图 26：我国镀锡板进出口情况（吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

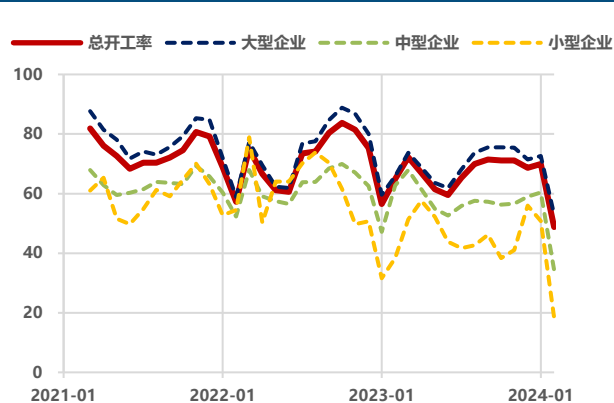
## 3、铅蓄电池：深入需求淡季

图 27：国内样本企业分地区铅蓄电池企业周度开工率



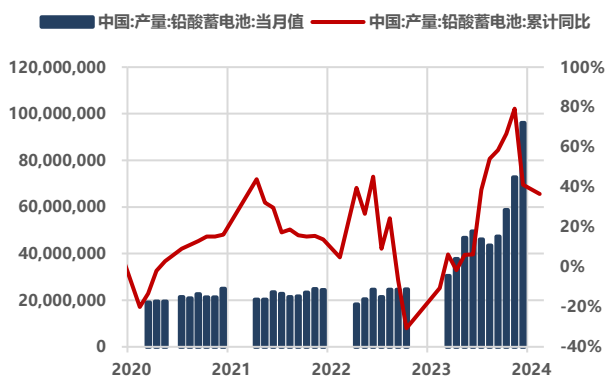
数据来源：SMM，中信建投期货

图 28：国内样本企业铅蓄电池企业月度开工率



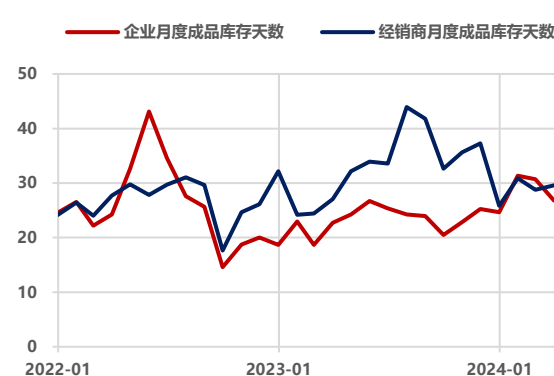
数据来源：SMM，中信建投期货

图 29：我国铅蓄电池产量情况（千伏安时）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 30：我国样本企业铅蓄电池企业库存天数（天）



数据来源：SMM，中信建投期货

### （三）库存情况：供需弱现实的表达结果

全球交易所延续累库趋势，目前库存水平较 2023 年中枢提升了 40%。其中，LME 快速去库，国内社会库存小幅减少，不过上期所大幅累库至历史新高。绝对存量上，在上期所锡仓单大幅增加背景下，全球交易所锡库存达 1.8 万吨，为历史新高。全球可统计显性库存约 2 万吨，较去年同期多增 7372 吨，较年初多增 2345 吨。

图 31：全球显性库存（吨）

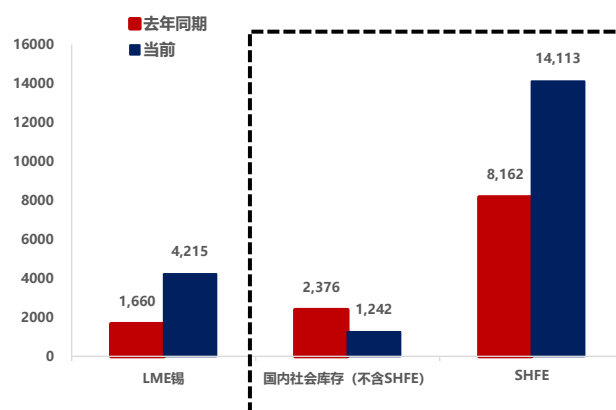
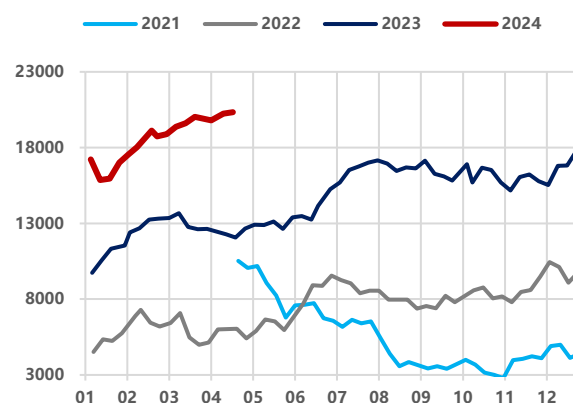


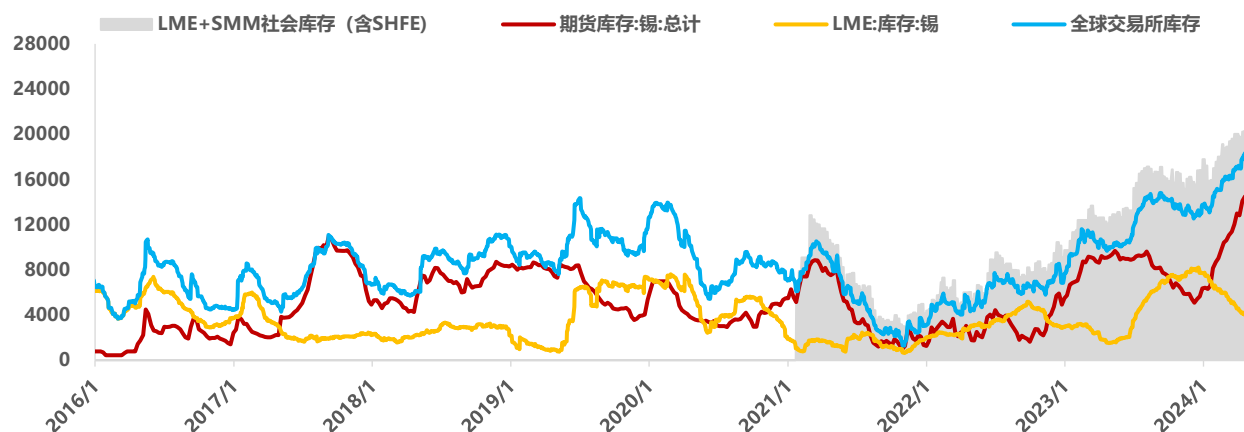
图 32：全球显性库存季节性变化（吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

数据来源：SMM，中信建投期货

图 33：全球显性库存（吨）



数据来源：Wind，中信建投期货，中国社会库存自 2021 年起统计

## 四、操作策略

展望后市，短期价格仍有望维持偏强震荡，长期价格或有下修压力，但全年价格中枢有望企稳于箱体上沿附近。当前锡仍处于供需趋紧张预期、消费复苏弱现实的格局，不过强预期刺激投机性买盘增加。近期市场流传某实体持有至少 40% 的 5 月交割的 LME 锡多头头寸，至 4 月 19 日，LME 锡盘面持仓量达 1.5 万手，而交易所仓单仅 4 千吨，多头的挤仓优势进一步成为买盘强势的理由，但也加剧了后市多头获利了结

的卖盘压力，涨幅面临回吐风险。长期来看，随着锡价持续性上涨，成本抬升利于佤邦锡矿出口，曼相矿山的复产预期升温或将制约价格进一步的涨势，叠加国内高库存对涨幅的制约，后市锡价中枢或回归 2023 年箱体上沿附近，参考 23-24 万元。

策略上，短线谨慎过分跟涨，可等待短空机会。中长线宜止盈部分，待回调后设新多。上游企业可积极布局卖出套期保值，下游企业买入套保可继续持有部分，现货采购等待 2 季度中后期回调机会或刚需采购。



## 联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：[www.cfc108.com](http://www.cfc108.com)

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、  
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



## 重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更

改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。