

有色贵金属与新能源团队

作者：胡彬  
从业资格证号：F0289497  
投资咨询证号：Z0011019  
联系方式：010-68576697

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2024年12月01日星期日



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

## 摘要

2024年以来锡价整体呈现出震荡上行的趋势，一季度震荡偏强，二季度涨势加快，三季度有所回调，震荡重心小幅下移。全年上涨的主要推动力则是宏观情绪的利好以及有色板块集体资金关注度的提高。另外，矿端消息面的偶尔扰动也起到了助推器作用。

从基本面来看，矿端扰动一直持续，但全年看下来对于冶炼产能影响较小。虽然到了下半年后，矿端紧张逐步传导至冶炼端，也导致了个别冶炼厂缩减产能，可整体影响不大，全年精锡产出依然显著上涨。这其中持续高位运行的锡价居功至伟。需求方面则持续稳中向好，尤其是上半年，全球半导体消费的好转以及国内电子产品周期性复苏利好锡焊料的需求，加之光伏以及新能源汽车的快速发展，使得锡终端消费的强预期逐渐成型。下半年则表现稍弱，尤其是光伏行业呈显出环比走弱、同比增速显著放缓的局面。铅蓄电池方面虽然产量在下半年增速较快，但出口出现一定程度的下滑态势。

库存方面，上半年内外盘库存形成分化走势，国外去库而国内累库。其中累库的主要原因在于现货需求不旺以及期货盘面的高升水使得企业的阴性库存显性化。而伦锡的持续去库又显示出在印尼出口受限的背景下，国外供给相对偏紧。直到将近年中，国内锡库存开始了持续去化，一方面说明国内供应开始逐渐偏紧，另外也说明下游需求环比走强。

展望2025年，宏观风险加剧，美国对华政策的变化将牵动市场神经。逆全球化所带来的贸易壁垒加剧将影响整个金属行业。锡的终端需求则受益于半导体周期性向好以及国内以旧换新的政策面刺激将维持正增长局面。但锡的矿端供应依然变数较大，全球新增产能的不足叠加缅甸佤邦的持续禁矿将使得2025年的供应依然较为受限，但另一方面，印尼的出口逐渐恢复又稍微缓解了此前的紧张局面。考虑到美联储降息周期以及宏观经济的周期性发展，预计锡价将走出震荡偏弱的行情，重心较2024年有所降低，沪锡主连主要运行区间在190000-260000，伦锡主要运行区间在23000-31000。

# 锡：熹光微黯 浮沉变幻

-2024年锡市场回顾与2025年展望

第一部分2024年锡市场走势回顾 .....	1
一、锡价长期走势回顾.....	1
二、2024年锡行情回顾 .....	1
（一）锡期货价格回顾.....	1
（二）锡现货及升贴水.....	2
第二部分宏观分析.....	3
第三部分锡市场供给分析 .....	4
一、锡矿供应持续偏紧.....	4
二、精锡产量同比维持增长.....	7
第四部分锡市场需求分析 .....	8
一、镀锡板出口向好 .....	8
二、铅蓄电池出口增长放缓但需求维持高位 .....	9
三、电子产品周期性向好 .....	10
四、集成电路产量大幅上升.....	10
五、光伏装机量将转向平稳增长.....	11
六、新能源汽车维持快速增长 .....	11
第五部分锡库存先扬后抑 .....	12
第六部分全球精锡供需平衡表预测 .....	13
第七部分季节性与技术分析.....	14
一、季节性分析 .....	14
二、技术分析.....	15
第八部分LME持仓分析 .....	15
第九部分结论与操作建议 .....	16
第十部分相关股票.....	17

## 图目录

图1：沪锡期货连续合约结算价走势图.....	1
图2：沪锡价格走势趋势分析.....	2
图3：LME锡升贴水与期货价格比较.....	2
图4：国内锡升贴水和期货价格比较.....	2
图5：中国CPI及PPI.....	3
图6：欧美CPI.....	3
图7：全球制造业PMI.....	4
图8：全球非制造业PMI.....	4
图9：全球锡精矿年产量.....	5
图10：全球锡精矿产量分布.....	5
图11：国内锡矿产量累计值和累计同比.....	6
图12：近年我国锡矿砂及精矿进口量.....	6
图13：锡精矿均价走势.....	7
图14：锡矿加工费走势.....	7
图15：国内精锡产量当月值.....	7
图16：我国精炼锡产量季节图.....	7
图17：精炼锡进口量.....	8
图18：近年镀锡板当月产量走势.....	8
图19：镀锡板出口量累计值走势.....	8
图20：近年铅蓄电池周度开工率走势.....	9
图21：我国近年铅酸蓄电池产量比较.....	9
图22：近年我国铅酸蓄电池出口比较.....	9
图23：计算机累计产量.....	10
图24：智能手机产量.....	10
图25：集成电路累计产量和累计同比走势.....	10
图26：近年集成电路产量比较.....	10
图27：近年我国光伏装机累计新增.....	11
图28：近年新能源汽车月度产量比较.....	12
图29：中国新能源汽车产量.....	12
图30：LME锡升贴水.....	12
图31：沪锡合约月间价差.....	12
图32：LME和上期所锡库存走势比较.....	13
图33：全球锡市累计供需平衡.....	13
图34：沪锡月度收盘价涨跌幅.....	14
图35：沪锡主力K线图.....	15
图36：LME锡价和持仓走势比较.....	16
图38：锡相关股票表现锡相关股票表现.....	17
图38：锡相关股票表现锡相关股票表现.....	17

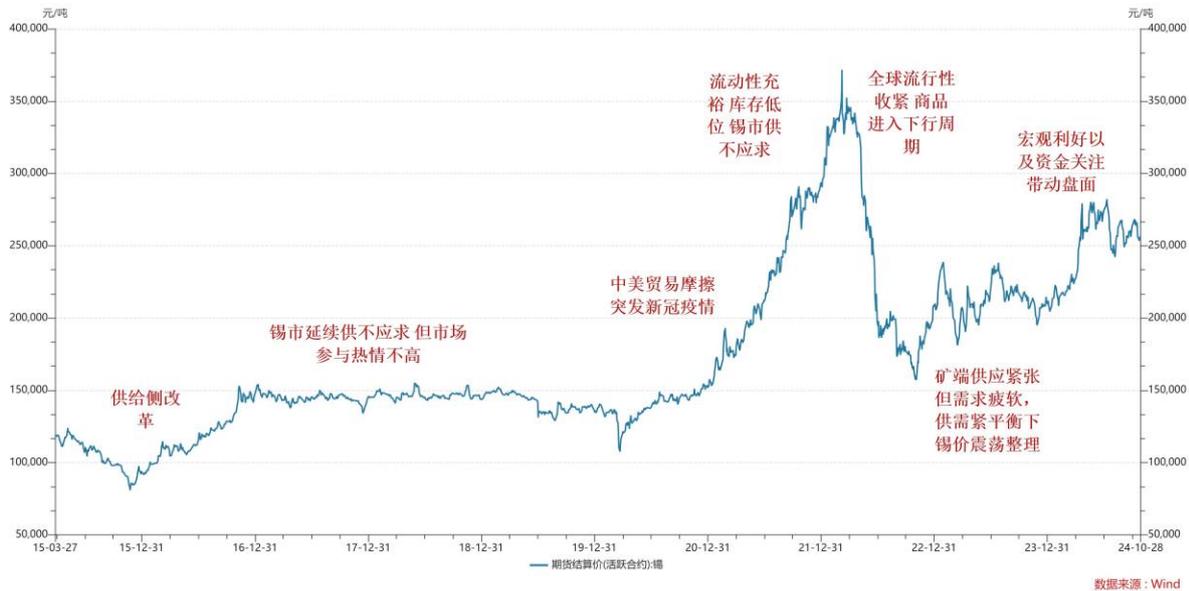
## 表目录

表1：全球锡市供需平衡表（万吨） .....	14
------------------------	----

## 第一部分2024年锡市场走势回顾

### 一、锡价长期走势回顾

图1：沪锡期货连续合约结算价走势图



资料来源：Wind，方正中期研究院

2011年以来锡价运行，分为八个阶段：

2011年下半年开始，由于欧洲债务危机、美国经济放缓以及中国经济增速减缓引发市场对全球经济的担忧，造成锡市消费清淡，全球锡价出现了持续性的下跌，2015年底最低达到8万元；

2015年底到2016年底，供给端结构性改革，中国锡矿产量大幅下滑，锡价强势上涨，从最低的8万元涨至15.7万元的高位；

2017年初到2019年4月份，全球锡矿产量回升，供给增速高于需求端，锡市由短缺转向过剩，过剩量不大，供需矛盾不明显，锡价经历2016年的快速上行后进入震荡走势，震荡区间14万-15.5万，持续时间长达2.5年。

2019年4月-2020年3月，受到中美贸易战、日韩贸易争端、全球突发新冠疫情影响，锡价持续下跌，2019年8月份最低跌至13万成本线下方，2020年3月跌至10万附近。

2021年4月-2022年3月，全球采取宽松的财政及货币政策应对疫情冲击，流动性充裕下有色金属大幅走高，锡市供弱需强造成库存逼近历史低位，锡价刷新历史新高。

2022年3月-2022年10月，美联储为应对高通胀开始持续加息，全球流动性收紧，经济周期从滞涨转为衰退，股票市场大跌，商品市场也进入长周期熊市。锡价也在伦镍事件后开始跳水，最终回归到供强需弱的格局并一直持续到年底。且形成了2021年至今的绝对低点154160。

2022年11月-2024年3月，锡供给端扰动成为行情主旋律，供需双弱格局开始占主导。在美元指数高位回落的助推下，锡价波动重心也有所抬升，开始了长达一年半的区间震荡走势。

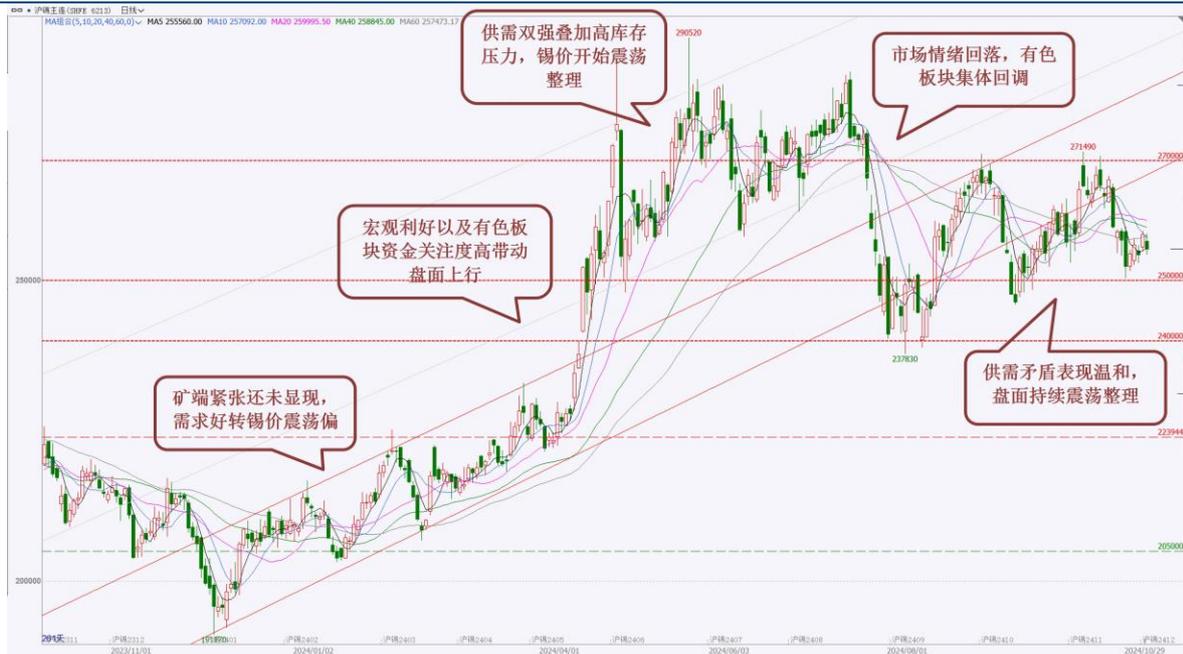
2024年3月至今，锡价在宏观利好以及资金关注度高的共同作用下，跟随有色板块集体大幅走强，之后维持在高位震荡整理。

### 二、2024年锡行情回顾

#### (一) 锡期货价格回顾

请务必阅读最后重要事项

图2：沪锡价格走势趋势分析



资料来源：文华财经，方正中期研究院

2024年一季度，尽管缅甸佤邦依然处于停产状态但矿端进口基本还能维持，因此供给端紧张并未显现。炼厂开工率的不断增加以及期货盘面的高升水带来了库存持续上涨，但需求的复苏还是使得锡价震荡重心有所上移。进入二季度后，在宏观利好频出以及有色板块集体走强的带动下，沪锡资金关注度上升，盘面开始快速拉升。此时供给端扰动依然存在，且随着进口锡矿的大幅下降，供应偏紧预期越来越强烈。另一方面，锡废料供应的好转弥补了一部分需求缺口，炼厂开工率继续维持高位。时值年中，需求端开始进入淡季，供需双弱使得盘面再次陷入高位震荡格局。进入下半年，有色板块在市场情绪回落的作用下集体回调，锡价进入了短时间的快速下跌阶段。而供给端扰动的影响也越来越强，沪锡在24万上方企稳后就开始了区间震荡的格局，且震荡重心有所上移。

## （二）锡现货及升贴水

图3：LME锡升贴水与期货价格比较



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图4：国内锡升贴水和期货价格比较



资料来源：同花顺，方正中期研究院

2024年，国内外锡现货升贴水走势差异较大。国内方面从年初的升水到进入二季度后转为贴水，年中时贴水幅度有所收窄，进入下半年后，现货基本维持升水，到了9月末10月份转为小幅贴水。而伦铝方面从年初贴水到4

月份转为升水，然后进入5月份又再度转为贴水，下半年也基本维持着贴水状态。截至10月28日，2024年国内锡现货升贴水均价为18元/吨，LME锡0-3升贴水均价为-130美元/吨。

## 第二部分宏观分析

2024年美联储开启了降息周期，美联储9月会议点阵图基本“确定”年内（11月和12月）降息路径（2次概率较高）。联邦基金利率期货隐含11月降息概率为接近100%，对12月降息预期超过70%。从已经公布的数据来看，美国9月通胀、消费好于预期，10月就业、PMI弱于预期。从联邦基金利率期货情况来看，隐含12月18日降息概率不足70%，未来仍存在博弈空间。且从10月下旬开始，市场对明年降息预期逐步调降。联邦基金利率隐含的2025年降息次数预期已经降至2次（25基点/次）。25年美国在衰退周期中的表现是市场关注焦点。

国内方面，进入2025年中国经济将面临更大挑战。2023年GDP同比增长5.2%，超过5%的增速目标。2024年三季度实际GDP同比4.6%，累计同比增速4.8%。预计全年GDP增速或位于5%左右。整体来看2024年消费维持稳定，但增量不足。基建平稳发展；制造业投资增长；房地产维持底部运行。PMI的变化显示了国内库存周期从被动累库到主动去库再到第三季度的被动去库的过程。未来国内经济还将依赖政策面的扶持以及助推，2025年将是国内经济在周期压力下缓慢前行的一年。

图5：中国CPI及PPI



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图6：欧美CPI



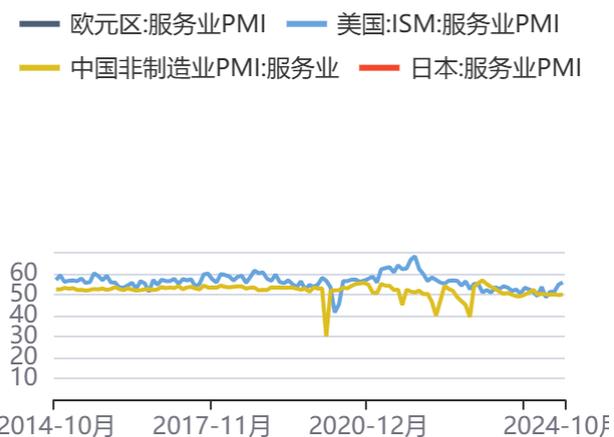
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图7：全球制造业PMI



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图8：全球非制造业PMI



资料来源：同花顺，方正中期研究院

## 第三部分锡市场供给分析

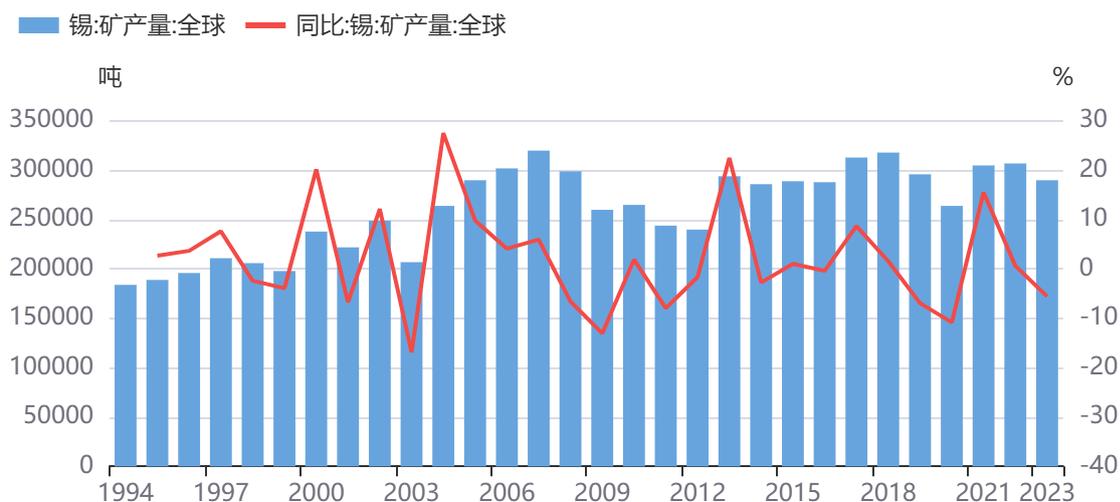
### 一、锡矿供应持续偏紧

美国地质调查局USGS数据显示，2023年锡金属产量集中于中国、缅甸和印尼，产量分别为6.8万吨、5.4万吨和5.2万吨；锡金属储量集中于中国和缅甸，储量分别为110万吨和70万吨，全球锡储量430万吨。

2023年全球锡矿产量29万吨，较2022年减少1.7万吨，其中中国占比最高，达到23.39%，其次是缅甸、印度尼西亚、秘鲁，分别占比18.58%、17.89%、7.91%。主要减量为印度尼西亚（-1.8万吨）、中国（-0.3万吨），这是由于传统产锡地区受到不同程度品位下降、人力及开采成本上升等因素的影响。缅甸（+0.7万吨）、刚果（金）（+0.04万吨）贡献主要增量，缅甸目前因开采品味下滑预计未来增量有限，而刚果（金）则因改变传统的手工和小规模生产方式提高机械化水平，而且开采时间较短，锡矿产量逐年增长。

2024年，备受瞩目的Mpama South项目正式投产。Alphamin的Mpama南矿区项目是对现有Mpama北矿区的扩建，北矿区在2023年贡献了全球4%的锡矿供应量。随着Mpama南矿区的开采和第二座选矿厂的建设投产，该公司的锡精矿年产量从2023年的约12,500吨增加到20,000吨。两座选矿厂的年产能合计为25,000吨金属锡。公司于2024年5月27日宣布，新的Mpama南矿区选矿厂自5月14日起已开始生产可销售的锡精矿。预计到2024年底，该矿区将能够达产。未来2025年，Alphamin将能够保持年产2万吨的含锡量。

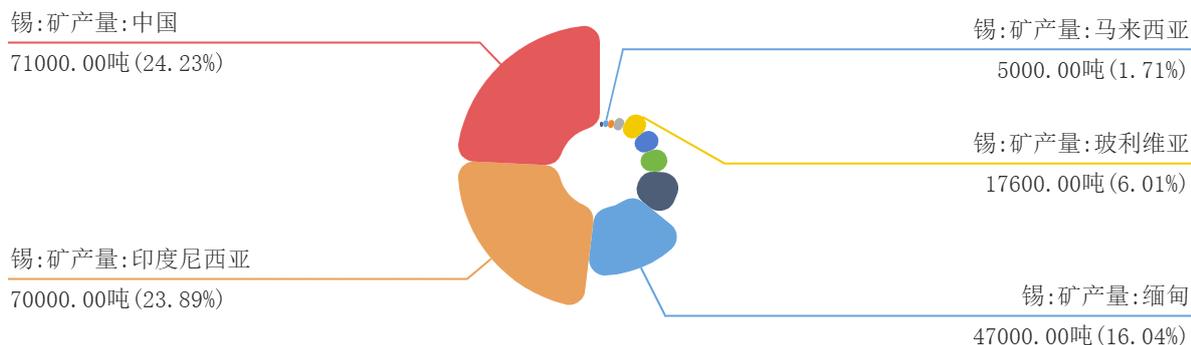
图9：全球锡精矿年产量



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图10：全球锡精矿产量分布

- 锡:矿产量:俄罗斯
- 锡:矿产量:马来西亚
- 锡:矿产量:越南
- 锡:矿产量:澳大利亚
- 锡:矿产量:玻利维亚
- 锡:矿产量:巴西
- 锡:矿产量:刚果(金沙萨)
- 锡:矿产量:秘鲁
- 锡:矿产量:缅甸
- 锡:矿产量:印度尼西亚
- 锡:矿产量:中国



资料来源：同花顺，方正中期研究院

中国是全球最大的锡矿生产国，但是近年产量逐年下降。我国锡矿资源过度开采严重，后备锡资源品位低，新增查明资源储量有限的现状，国内多数骨干锡矿山正面临资源枯竭的问题，因而生产能力呈现缓慢降低的态势。近年来中国锡矿产量基本维持在9万吨上下，2023年中国生产锡矿6.8万吨，同比下降4.23%，主要是由于2023年一季度末以来国家矿山安全监察局组织开展部分矿山安全标准实施情况抽检工作影响部分产量。进入2024年后，由于精锡价格有所上升，锡矿产量略有增加，尤其是进入二季度后情况较为明显。SMM最新数据显示，8月全国锡矿产量5680.54吨，同比增长8.7%；1-8月累计锡矿产量50111.71吨，累计同比增长15.97%。

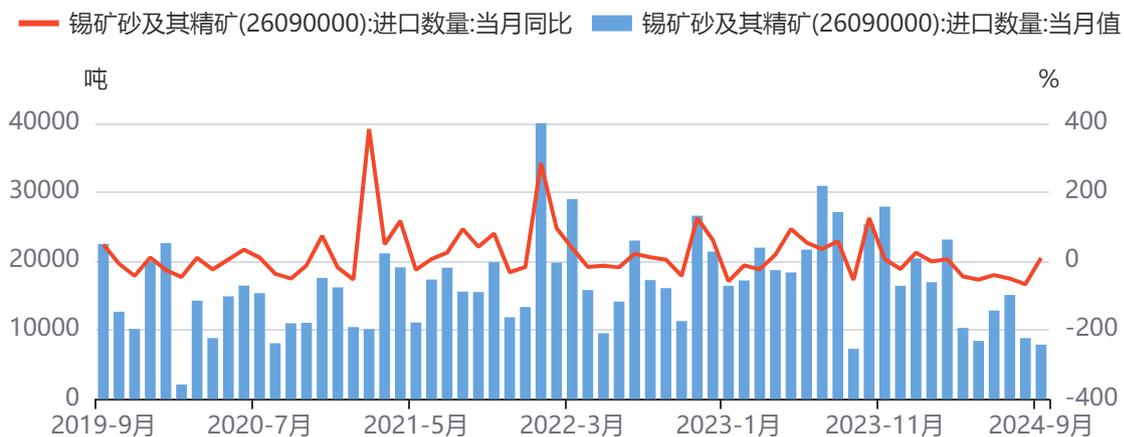
图11：国内锡矿产量累计值和累计同比



资料来源：SMM，方正中期研究院

我国虽然全球最大的锡矿生产国，但冶炼产能更高，因此部分依赖进口锡矿资源。据海关数据显示，2024年9月份国内锡矿进口量为0.78万吨（折合约3859金属吨）环比减少10.79%，同比增加8.40%，较8月份减少489金属吨；1-9月累计进口量为12.3万吨，累计同比大幅减少31.05%。9月份，国内锡矿进口量呈现小幅下滑趋势，主要原因是来自缅甸以及尼日利亚的锡矿进口量有所下滑，而其他国家的锡矿进口量基本保持稳定。目前缅甸佤邦依然未有复产，但有一些相关消息传出，市场普遍预期复产进度将有所加快。预计2025年，若缅甸佤邦能较早复产，则进口量将有明显增加。

图12：近年我国锡矿砂及精矿进口量



资料来源：同花顺，方正中期研究院

2024年以来，年初锡精矿价格还基本维持稳定，进入3月份后开始有所上涨，到了4月份涨势不断加快，直到5月后才开始企稳震荡。加工费方面也是年初相对平稳，4月份随着锡价上涨还有所增加，但是6月份就开始有走弱的迹象，8月份更是连续小幅下调，9月份以后则维持稳定。截至10月30日，广西、江西、湖南地区60%锡精矿加工费均价11500元/吨。云南地区40%锡精矿加工费均价15500元/吨。

图13：锡精矿均价走势



资料来源：同花顺，方正中期研究院

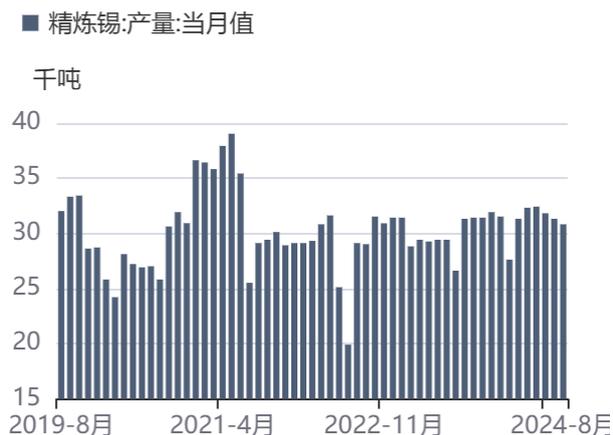
图14：锡矿加工费走势



资料来源：同花顺，方正中期研究院

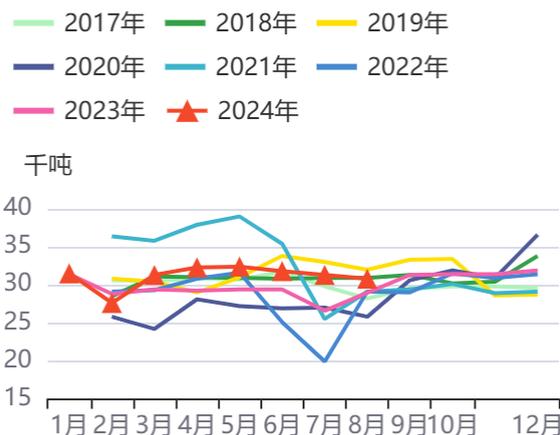
## 二、精锡产量同比维持增长

图15：国内精锡产量当月值



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图16：我国精炼锡产量季节图



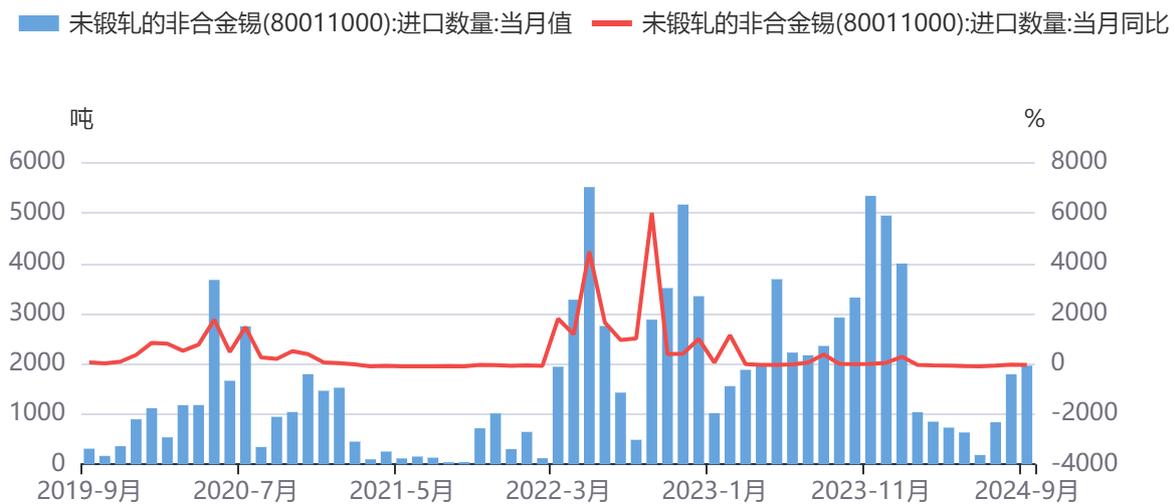
资料来源：同花顺，方正中期研究院

安泰科对国内20家精锡冶炼厂产量统计结果显示，2024年9月上述企业精锡总产量为12336吨，环比下滑28.9%，同比下滑17.8%。截止前三季度，国内上述样本企业精锡总产量达到14.6万吨，同比增长10.0%。

海外方面，据世界金属统计局（WBMS）的数据显示，2024年8月，全球精炼锡产量为3.08万吨，消费量为3.21万吨，供应短缺0.13万吨。2024年1-8月，全球精炼锡产量为24.74万吨，消费量为22.16万吨，供应过剩2.58万吨。

总体来看，2024年矿端供应紧张一定程度上影响了精锡冶炼产能的开工，另外部分冶炼厂的季节性检修也影响了产能，预计2024年全年精锡产量将呈现前高后低的态势。下半年精锡产量增速或将有所放缓。据ITA测算，预计全年精锡产量将同比增长3.4%，与2022年基本持平。未来2025年，我国精锡产量增速预计还将维持在3%左右的水平。

图17：精炼锡进口量



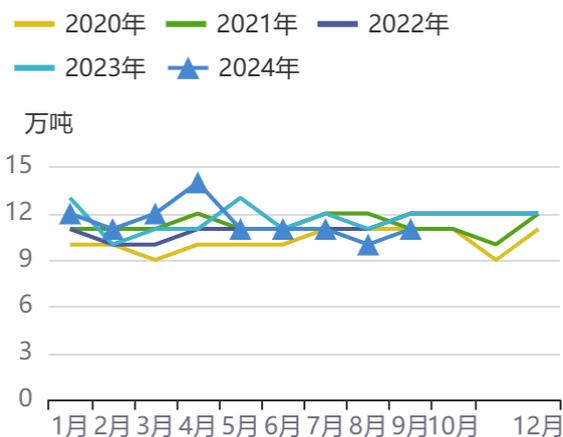
资料来源：同花顺，方正中期研究院

进口方面，2024年以来，除了年初1月份，进口窗口基本维持关闭状态，期间甚至还出现进出口倒挂，出口窗口开启的现象。从数据上看，2024年9月份国内锡锭进口量为1967吨，环比增长9.58%，同比减少32.73%，1-9月累计进口量为12243吨，累计同比大幅减少44.54%。从近期的沪伦比值情况来看，进口窗口呈现出间歇性开启的状态，但预计全年进口量依然将维持较低水平。

## 第四部分锡市场需求分析

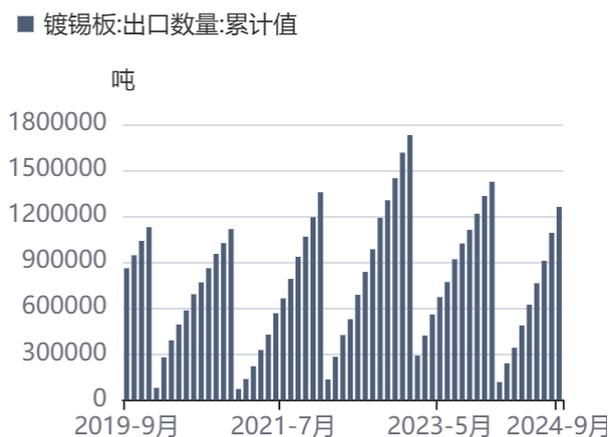
### 一、镀锡板出口向好

图18：近年镀锡板当月产量走势



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图19：镀锡板出口量累计值走势



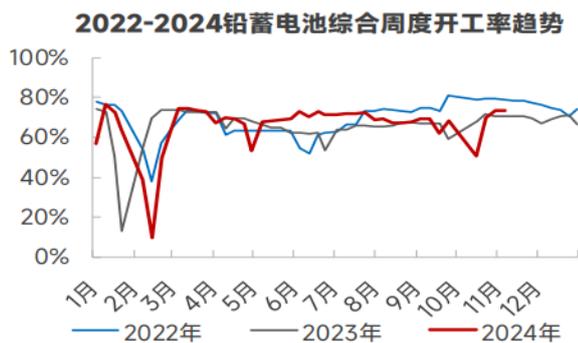
资料来源：同花顺，方正中期研究院

2023年我国镀锡板产量整体较为平稳，且略高于2022年。进入2024年后，镀锡板产量继续保持平稳，且在二季度有明显涨幅，到下半年8月产量略有回落。据中钢协数据显示，2024年8月份，全国镀锡板产量10万吨，同比减少1万吨，下降9.1%，产量小幅下滑；1-8月累计产量92万吨，同比持平。

相较于国内需求的稳定发展，我国镀锡板出口情况则变化较大。2023年我国镀锡板出口总量共计142.36万吨，同比降幅17.53%，呈现大幅下滑态势。但是进入2024年后，情况有所改善。最新数据显示，2024年9月我国镀锡板出口总量共计16.91万吨，同比增幅89.36%；2024年1-9月我国镀锡板出口总量共计125.81万吨，同比增幅3.62%。截止到9月，我国镀锡板的出口已经由降转升。外需的改善带来出口的好转，预计2025年还将维持增长态势。

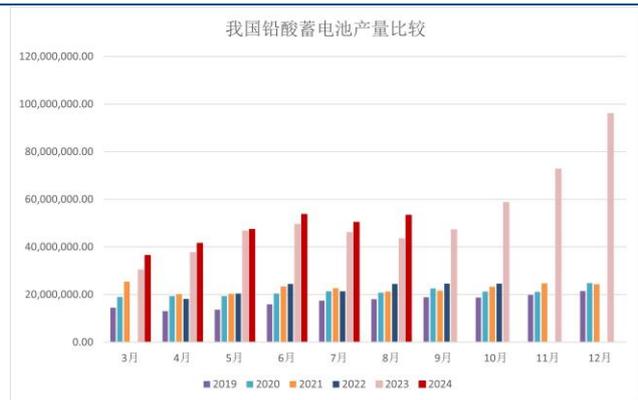
## 二、铅蓄电池出口增长放缓但需求维持高位

图20：近年铅蓄电池周度开工率走势



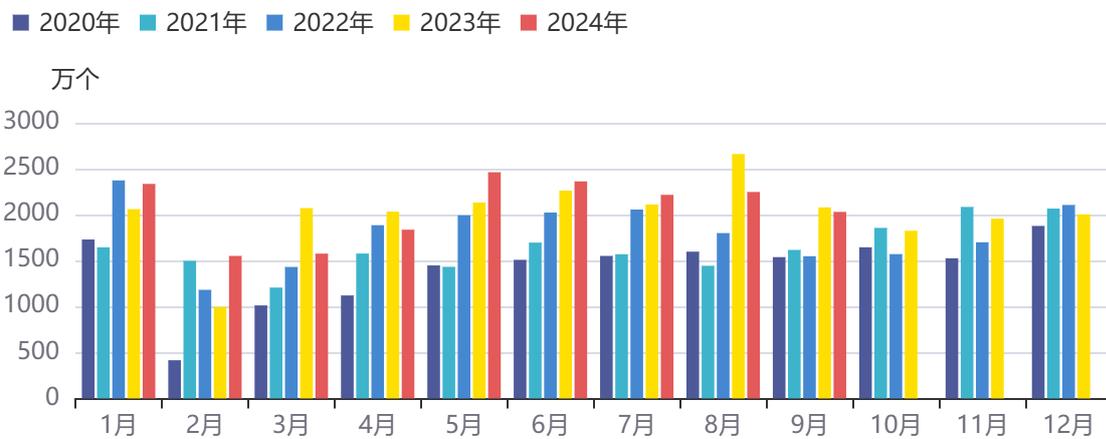
资料来源：SMM，方正中期研究院

图21：我国近年铅酸蓄电池产量比较



资料来源：Wind，方正中期研究院

图22：近年我国铅酸蓄电池出口比较



资料来源：同花顺，方正中期研究院

近年来，电动自行车、快递及外卖行业的迅速发展，为铅蓄电池消费提供支撑。2023年，全年铅蓄电池产量达到5738.47亿伏安，累计同比增长高达44.1%。进入2024年，铅蓄电池生产开工依然维持较高水平，10月第4周SMM铅酸蓄电池生产企业开工率73.46%，同比2023年开工率相对偏高。

出口方面，2023年铅蓄电池的出口同比增长9.66%。而2024年1-9月铅酸蓄电池的出口同比增长放缓至1.07%。由于去年的出口订单状况较好、基数较高，所以今年的出口情况同比增速放缓。另一方面，欧美等国针对我国电动车和相关领域的贸易壁垒也使得铅蓄电池出口受阻。整体上看，随着全球电动车的高速发展，相关行业市场前景都非常良好。且随着铅蓄电池更新换代周期的来临，预计未来2-3年铅蓄电池的需求都将呈现较好的增长态势。

### 三、电子产品周期性向好

图23：计算机累计产量



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图24：智能手机产量



资料来源：同花顺，方正中期研究院

根据ITA最新的全球消费调研，锡消费中，焊料占比一家独大，占总需求量的50%。其次为锡化工，占比16%，马口铁占比12%，青铜/黄铜合金7%，铅蓄电池7%，玻璃2%，其他6%。锡焊料中，生活消费品占比大约23%，通讯和电脑占比各16%，汽车及交通占比15%，其他电子产品占比9%，工业设备与控制、工业焊料占比各8%，太阳能焊料占比3%。

根据ITA最新的全球消费调研，锡消费中，焊料占比一家独大，占总需求量的50%。其次为锡化工，占比16%，马口铁占比12%，青铜/黄铜合金7%，铅蓄电池7%，玻璃2%，其他6%。锡焊料中，生活消费品占比大约23%，通讯和电脑占比各16%，汽车及交通占比15%，其他电子产品占比9%，工业设备与控制、工业焊料占比各8%，太阳能焊料占比3%。

2023年，电子产品下行周期出现拐点，从二季度后期到三季度，电子产品同比跌幅开始持续小幅收窄。进入2024年，更是有降转增，出现了正增长的趋势。最新数据显示，2024年1-9月，我国电子计算机产量25850.1万台，累计同比增长2.2%。手机方面的表现更是亮眼，2024年1-9月，我国智能手机产量87254万台，累计同比增长10.5%。综上所述，预计电子产品进入2025年继续走强，延续周期性反弹。

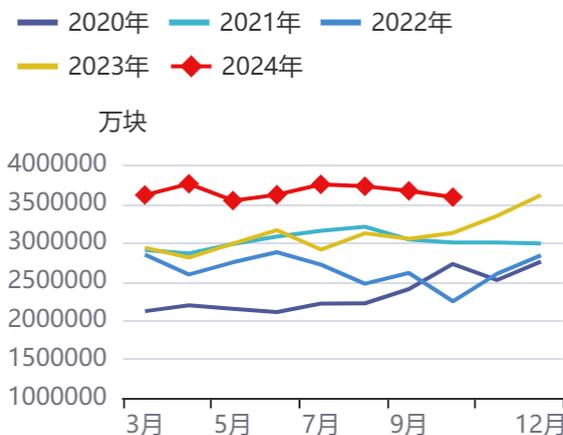
### 四、集成电路产量大幅上升

图25：集成电路累计产量和累计同比走势



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图26：近年集成电路产量比较

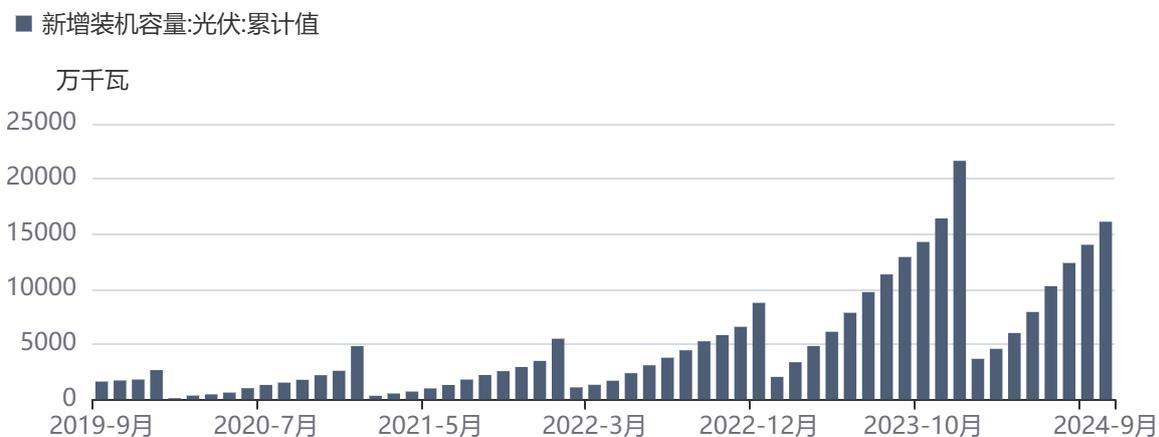


资料来源：同花顺，方正中期研究院

我国集成电路行业在政策支持下快速发展，2010-2019年均增速高达15%。2020及2021年我国集成电路累计生产分别同比增长29.45%及33.3%。但是进入2022年后开始明显走弱，2022年我国集成电路累计产量同比下滑11.6%。主要因为疫情影响以及全球范围的供应链扰动，使得集成电路产量出现了较为明显的下滑。2023年随着民众生产生活的恢复，集成电路产量再度增长，并且在10月份开始累计同比由负转正。2023年我国集成电路累计产量3514.4亿块，累计同比增长6.9%。进入2024年以后，我国集成电路产量增幅加大。最新数据显示，2024年1-9月我国集成电路产量3156亿块，累计同比增长26%。从近期的数据我们可以看到，集成电路产量在电子产品周期性触底企稳后也有所增长，但是增速在今年冲高回落后略有放缓。随着全球半导体的周期性向好，预计2025年将会继续维持增长态势。

## 五、光伏装机量将转向平稳增长

图27：近年我国光伏装机累计新增

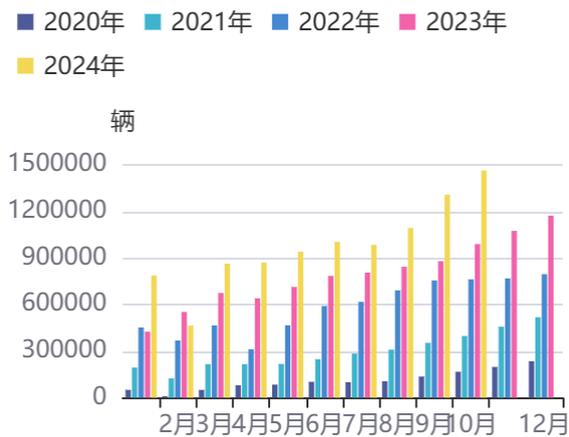


资料来源：同花顺，方正中期研究院

据中电联数据显示，2024年9月国内光伏新增装机20.89GW，同比增长32.4%，环比增长26.9%。2024年1-9月，国内光伏新增装机容量累计160.88GW，累计同比增长24.8%。截至2024年9月底，全国累计太阳能发电装机容量约7.7亿千瓦，同比增长48.3%。近年来光伏装机的超高速发展也带来一些弊端，那就是行业产能过剩。随着光伏组件价格的下跌，企业的单瓦盈利能力显著下降。这是非常不利于行业长期健康发展的。而对于2025年，行业将面临资源整合，产能增长也将更加有序。据相关机构预测，2025年中国光伏新增装机将达到250GW。全球角度来看，预计2025年全球光伏装机有望保持10%-20%的增速，达到580GW左右的新增装机。假设1GW光伏装机的耗锡量在65吨左右，那么2024年预计全球光伏新增锡需求将达3.8万吨，中国也将达到1.6万吨左右。

## 六、新能源汽车维持快速增长

图28：近年新能源汽车月度产量比较



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图29：中国新能源汽车产量



资料来源：同花顺，方正中期研究院

据中汽协数据，2024年9月新能源汽车产销分别完成130.7万辆和128.7万辆，同比分别增长48.8%和42.3%，新能源汽车新车销量占汽车新车总销量的45.8%。1~9月，新能源汽车产销分别完成831.6万辆和832万辆，同比分别增长31.7%和32.5%，新能源汽车新车销量占汽车新车总销量的38.6%。

目前由于油电差价大，新能源汽车具有明显的用车成本优势，叠加国家能源结构调整政策的助力，新能源汽车销量在2021-2022年猛增，替代燃油车的进程加快。但是进入2023年后，增速有所放缓，但依然维持着百分之三十左右的快速增长水平。可以说，新能源汽车在经历了两年的快速发展期后，整体产业发展正在经历“变速”的过程。据中汽协预测，2025年中国新能源汽车的产销有望达到3100万辆。

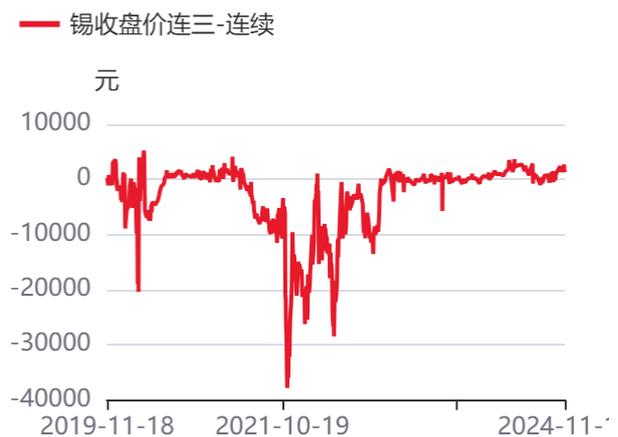
## 第五部分锡库存先扬后抑

图30：LME锡升贴水



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图31：沪锡合约月间价差



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图32：LME和上期所锡库存走势比较



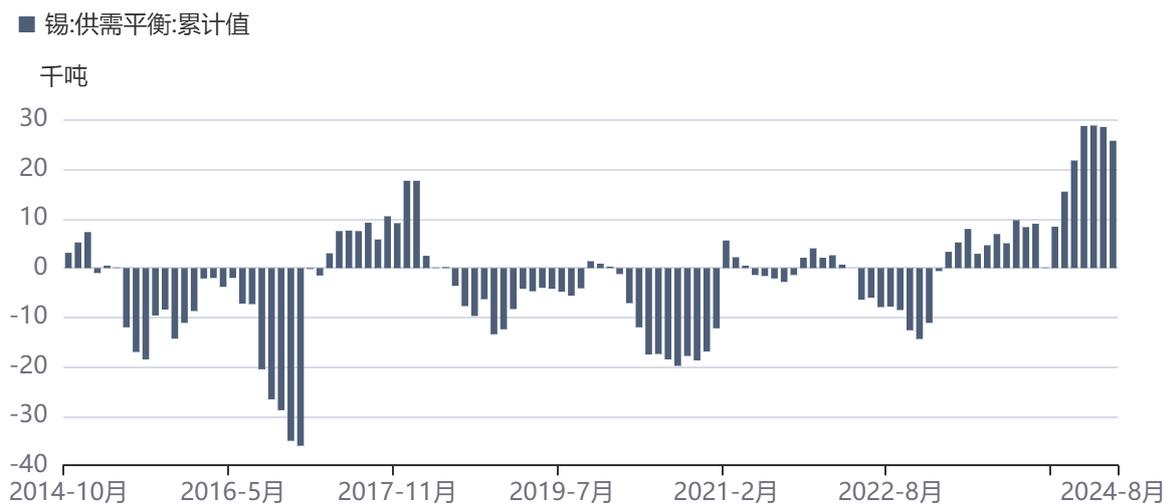
资料来源：同花顺，方正中期研究院

2023年两大交易所库存就持续反向波动，进入2024年后，这种趋势继续维持。上期所库存持续累积，并且创出近年新高，直到5月底才开始去库趋势并且一直延续至年底。而LME锡库存则从年初开始持续下降，直到4月中旬才开始小幅企稳反弹，然后开始了震荡整理的走势。截止11月18日，上期所锡库存为7447吨，LME锡库存为4910吨，合计12357吨。两大交易所锡库存整体处于偏低水平。

升贴水方面，去年伦锡升贴水的变化最为突出。上半年伦锡现货年初以外维持升水状态，且在6月份时升水大幅拉升至历史高位，随后快速回落至贴水状态，然后一直维持着较大幅度的贴水至年底。期间，在升水转为贴水时也助推了伦锡库存的累积。并且也使得锡进口窗口下半年持续开启，从而补充了三季度因为炼厂检修而带来的精锡供应缺口。但是进入2024年后，伦锡贴水幅度开始收窄，进口窗口也逐渐关闭。直到近期，进口窗口才有重新开启的趋势。

## 第六部分全球精锡供需平衡表预测

图33：全球锡市累计供需平衡



资料来源：同花顺，方正中期研究院

全球锡市自2018年以来多数月份处于供应短缺局面，其中2020年缺口最大，供给处于显著短缺状态。2021年缺口较小，2022年缺口介于2020年和2021年之间。进入2023年以后，供需缺口显著收窄，并且基本呈现出供需平

衡的局面。进入2024年后，供给端基本维持正常产出，矿端扰动对于精锡产能的影响并不明显。到了下半年，来自缅甸进口端的缺口有所显现但由于库存的缓冲，炼厂还能基本维持正常生产。

据世界金属统计局（WBMS）的数据显示，2024年8月，全球精炼锡产量为3.08万吨，消费量为3.21万吨，供应短缺0.13万吨。2024年1-8月，全球精炼锡产量为24.74万吨，消费量为22.16万吨，供应过剩2.58万吨。2024年8月，全球锡矿产量为3.16万吨。2024年1-8月，全球锡矿产量为24.01万吨。

表1：全球锡市供需平衡表（万吨）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
精练锡产量	38.4	38.48	36.46	33.9	36.69	38.03	36.75	38	38
精练锡消费量	38.18	39.29	36.76	36.19	38.25	37.95	37	37.48	37.5
供需平衡	0.22	-0.81	-0.3	-2.29	-1.56	0.8	-2.5	1	0.5

资料来源：ITA，方正中期研究院

2020年疫情拖累全球精炼锡产销均下滑，2021年-2022年疫情影响依然存在但明显减弱，全球市场恢复性增长。进入2023年，全球经济周期性底部使得需求疲软，而供给端紧张问题在年初也较为突出。据国际锡业协会数据，2024年预计全球精炼锡产量38万吨，消费量37.48万吨，供给小幅过剩。进入2025年后，供应方面增量较少，而需求端还将延续缓慢复苏，供需将维持紧平衡局面。

## 第七部分 季节性与技术分析

### 一、季节性分析

从锡价历史表现来看，锡价在3月份表现最弱，3、8、9、10月下跌概率较大。1、7、12月往往有较强表现，上涨概率大且涨幅相对可观。今年以来锡价经历了年初的大涨大跌后，开启了宽幅震荡的行情，除4月份收涨以外，其余月份均以下跌为主。

图34：沪锡月度收盘价涨跌幅

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2015	/	/	/	-0.37	-0.89	-8.22	3.45	-9.03	-2.90	-4.17	-9.37	10.09
2016	5.91	5.43	0.36	3.67	0.01	3.70	7.24	2.92	3.59	4.93	4.69	4.05
2017	0.70	-0.68	-2.59	-1.06	1.57	1.18	3.08	-1.72	-0.54	-2.16	-0.97	1.68
2018	3.69	-1.07	-3.57	3.21	5.11	-6.99	2.66	-0.97	0.98	-1.43	-1.41	0.02
2019	2.84	1.68	-1.81	0.24	-3.34	0.22	-6.52	-3.58	3.77	3.02	0.12	-1.90
2020	2.23	-3.83	-10.19	5.92	5.41	3.26	5.61	-0.87	-0.30	-0.81	3.79	2.10
2021	14.04	8.94	-7.79	10.57	8.60	1.31	10.30	5.79	9.81	3.52	9.94	2.26
2022	10.52	3.43	2.45	-4.53	-17.80	-23.78	-6.44	0.28	-7.78	-10.76	16.74	12.99
2023	12.63	-10.93	-1.05	0.87	-0.87	4.56	7.84	-7.93	1.19	-2.28	-8.00	8.14
2024	2.92	0.09	3.60	15.57	4.79	-1.22	-9.82	7.77	0.19	-3.47	-4.79	
均值	6.16	0.34	-2.29	3.41	0.26	-2.60	1.74	-0.73	0.83	-0.98	1.08	4.38

资料来源: Wind, 方正中期研究院

## 二、技术分析

图35: 沪锡主力K线图



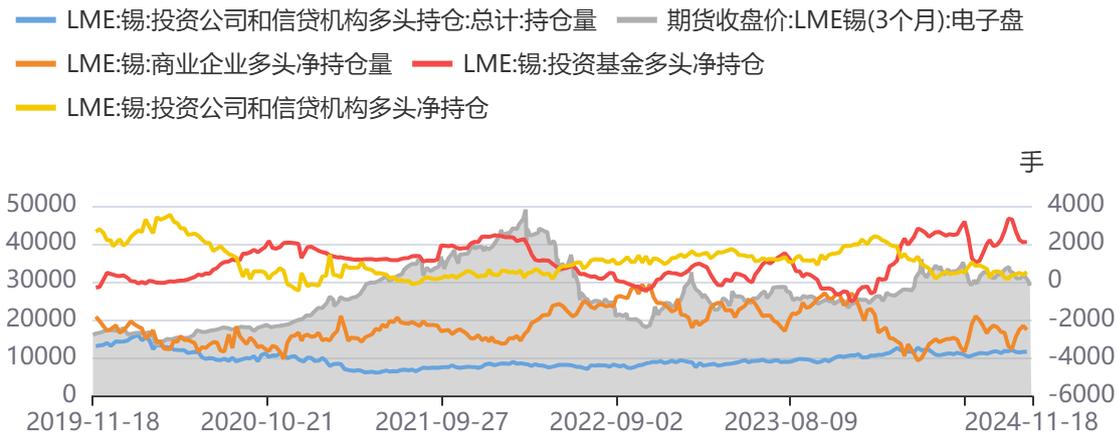
资料来源: 文华财经, 方正中期研究院

从沪锡主力日K的走势上来看, 2024年上半年突破了第一个上行通道后加速上冲至29万附近, 后遇较强阻力, 之后随着宏观情绪以及供给端故事的影响再度回落至24万至27万之间的区间震荡格局。2025年最大的不确定性在于缅甸佤邦能否复产, 如果复产进度较快, 那么盘面将回落至20万附近, 如果持续目前的供应格局不变, 那么大概率围绕24万至25万展开争夺。

从沪锡主力日K的走势上来看, 2024年上半年突破了第一个上行通道后加速上冲至29万附近, 后遇较强阻力, 之后随着宏观情绪以及供给端故事的影响再度回落至24万至27万之间的区间震荡格局。2025年最大的不确定性在于缅甸佤邦能否复产, 如果复产进度较快, 那么盘面将回落至20万附近, 如果持续目前的供应格局不变, 那么大概率围绕24万至25万展开争夺。

## 第八部分LME持仓分析

图36：LME锡价和持仓走势比较



资料来源：同花顺，方正中期研究院

锡价自2020年二季度以来强势上行，之后也屡创新高，投资公司及基金公司净多头持仓自2021年7月以来震荡走高，2022年3月下旬开始反转回落。此后投资基金净多头在2024年又有增加的趋势。截止2024年11月18日，LME锡投资公司或信贷机构净11612为；投资基金净多持仓为2116手116E；527手。

## 第九部分结论与操作建议

2024年以来锡价整体呈现出震荡上行的趋势，一季度震荡偏强，二季度涨势加快，三季度有所回调，震荡重心小幅下移。全年上涨的主要推动力则是宏观情绪的利好以及有色板块集体资金关注度的提高。另外，矿端消息面的偶尔扰动也起到了助推器作用。

2024年以来锡价整体呈现出震荡上行的趋势，一季度震荡偏强，二季度涨势加快，三季度有所回调，震荡重心小幅下移。全年上涨的主要推动力则是宏观情绪的利好以及有色板块集体资金关注度的提高。另外，矿端消息面的偶尔扰动也起到了助推器作用。

从基本面来看，矿端扰动一直持续，但全年看下来对于冶炼产能影响较小。虽然到了下半年后，矿端紧张逐步传导至冶炼端，也导致了个别冶炼厂缩减产能，可整体影响不大，全年精锡产出依然显著上涨。这其中持续高位运行的锡价居功至伟。需求方面则持续稳中向好，尤其是上半年，全球半导体消费的好转以及国内电子产品周期性复苏利好锡焊料的需求，加之光伏以及新能源汽车的快速发展，使得锡终端消费的强预期逐渐成型。下半年则表现稍弱，尤其是光伏行业呈显出环比走弱、同比增速显著放缓的局面。铅蓄电池方面虽然产量在下半年增速较快，但出口出现一定程度的下滑态势。库存方面，上半年内外盘库存形成分化走势，国外去库而国内累库。其中累库的主要原因在于现货需求不旺以及期货盘面的高升水使得企业的阴性库存显性化。而伦锡的持续去库又显示出在印尼出口受限的背景下，国外供给相对偏紧。直到将近年中，国内锡库存开始了持续去化，一方面说明国内供应开始逐渐偏紧，另外也说明下游需求环比走强。

展望2025年，宏观风险加剧，美国对华政策的变化将牵动市场神经。逆全球化所带来的贸易壁垒加剧将影响整个金属行业。锡的终端需求则受益于半导体周期性向好以及国内以旧换新的政策面刺激将维持正增长局面。但锡的矿端供应依然变数较大，全球新增产能的不足叠加缅甸佤邦的持续禁矿将使得2025年的供应依然较为受限，但另一方面，印尼的出口逐渐恢复又稍微缓解了此前的紧张局面。考虑到美联储降息周期以及宏观经济的周期性发展，预计锡价将走出震荡偏弱的行情，重心较2024年有所降低，沪锡主连主要运行区间在190000-260000，伦锡主要运行区间在23000-31000。

## 第十部分相关股票

图37：锡相关股票表现锡相关股票表现

证券代码	证券简称	相关产业	最新收盘价	月涨跌幅	年涨跌幅
000960. SZ	锡业股份	锡矿、锡锭、锡材	14.63	-15.8%	-22.8%
603928. SH	兴业股份	锡粉、锡精粉	9.25	19.6%	7.1%
000975. SZ	银泰黄金	锡锭贸易	16.63	90.7%	102.2%
603203. SH	快克股份	锡焊装联类产品	24.38	35.4%	-4.9%
600301. SH	华锡有色	化学、有色、建筑	18.85	5.0%	49.8%

资料来源：Wind, 方正中期研究院

图38：锡相关股票表现锡相关股票表现

证券代码	证券简称	相关产业	最新收盘价	月涨跌幅	年涨跌幅
000960. SZ	锡业股份	锡矿、锡锭、锡材	14.63	-15.8%	-22.8%
603928. SH	兴业股份	锡粉、锡精粉	9.25	19.6%	7.1%
000975. SZ	银泰黄金	锡锭贸易	16.63	90.7%	102.2%
603203. SH	快克股份	锡焊装联类产品	24.38	35.4%	-4.9%
600301. SH	华锡有色	化学、有色、建筑	18.85	5.0%	49.8%

资料来源：Wind, 方正中期研究院

## 联系我们

分支机构	地址	联系电话
<b>总部业务平台</b>		
资产管理部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881312
期货研究院	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881111
交易咨询部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881108
业务发展部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881295
机构业务部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881292
<b>分支机构信息</b>		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578910
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-82868098
北京朝阳分公司	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881205
北京望京分公司	北京市朝阳区阜通东大街6号院3号楼8层908室	010-82868050
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396860
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012600
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-85530971
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦716室	0512-65105067
上海分公司	上海市浦东新区长柳路58号604室	021-50588186
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811208
湖北分公司	湖北省武汉市武昌区楚河汉街总部国际F座2309号	027-87267728
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84313486
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区观沙岭街道滨江路53号楷林商务中心C座1606、2304、2305、2306房	0731-84312376
湖南第三分公司	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-84319733
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
山东分公司	山东省青岛市崂山区香岭路1号4号楼1706户	0532-85706107
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号经津塔字楼2909室	022-58308206
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210527
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心T6塔楼13层1305房间	0310-2053696
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889626
西安营业部	西安市高新区唐延南路东侧逸翠园二期(i都会)6幢10101	029-81870836
上海自贸试验区分公司	上海市浦东新区南泉北路429号1502D室	021-68401347
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号1106室	021-50581277
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861627
宁波营业部	浙江省宁波市鄞州区扬帆路71号扬帆广场2栋西单元5-1	0574-87096853
杭州营业部	浙江省杭州市萧山区宁围街道宝盛世纪中心1幢1801室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室	025-58065918
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990210
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881001
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831589
株洲营业部	湖南省株洲市天元区珠江南路599号神农太阳城商业外圈703号(优托邦第3号写字楼第7层C-704号)	0731-28102771
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2812007
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7319919
<b>风险管理子公司</b>		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区4号楼1105	021-20778818
上海际丰投资管理有限责任公司	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881188

## 重要事项

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，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，须注明出处为方正中期期货有限公司。