

预期差交易机会来临：供应增长预期 证伪下的锡价重估

报告要点

2025 年，锡矿三大产区供给扰动仍存，全年锡供应增长或不及预期。我们对缅甸佤邦、印尼和刚果（金）的供给情况进行了详细分析，并下调了今年锡矿产量预期 1.9 万吨至 29.2 万吨。由于近期刚果（金）局势进一步升级，我们认为上半年锡价仍有上涨基础，目标价为 30 万元/吨。

摘要

2025 年以来，缅甸佤邦锡矿复产时间不断延后、印尼精炼锡出口恢复不及预期、刚果（金）受动乱影响关键产区供给风险显著加大，今年锡供应增长情况与去年底市场普遍预测相比形成明显预期差。

缅甸佤邦：2024 年佤邦复产预期不断推迟，加剧市场炒作。时至今日，复产的具体章程尚未公布，相比去年底的预期仍在延后。考虑到复产所需流程较为复杂，因此，即使近期矿山接到复产通知，预计也要等到 5-6 月份才会有锡矿产出。据此，我们下调 2025 年全年缅甸锡矿产量至 2.5 万吨（此前为 3.5 万吨），比 2024 年小幅增长 3000 吨。

印尼：此前，市场预期随着新总统上台后对矿产行业审查的结束，印尼精炼锡出口将逐步恢复正常。然而，1 月印尼精炼锡出口量仅为 1566 吨，环比大幅回落 66%，或反映当地锡矿和精锡生产仍面临问题，预期并未兑现，市场担忧情绪加大。今年印尼锡供应恢复或明显不及预期，我们同样下调全年印尼锡矿产量至 5.1 万吨（此前为 6.0 万吨），比去年约增长 5000 吨。

刚果（金）：今年以来，“M23”反政府武装冲突进一步升级。虽然 Bisie 矿暂未受到影响，但其运营风险已显著上升，市场对此开始重新计价。关于未来局势的演进方向以及对锡矿供给的影响程度，我们提出了三种情景假设。但无论何种情形发生，可以确定的是，刚果（金）冲突的长期化将使得全球锡矿供应面临持续风险溢价，并推升锡价波动率。

综合来看，全年锡供应大幅增长预期或被证伪。我们下调今年锡矿和精锡产量预期，预计 2025 年全球锡矿产量将增加 5.8%至 29.2 万吨，精锡产量增加 3.1%至 36.7 万吨，供需缺口为 1.1 万吨。上半年，沪锡价格或震荡偏强运行，目标点位为 30 万元/吨。

风险提示：1) 需求增长不及预期；2) 产能投放进度超预期

有色与新材料组：

研究员：

李苏横

从业资格号：F03093505

投资咨询号：Z0017197

郑非凡

从业资格号：F03088415

投资咨询号：Z0016667

白 帅

从业资格号：F03093201

投资咨询号：Z0020543

杨 飞

从业资格号：F03108013

投资咨询号：Z0021455

王雨欣

从业资格号：F03108000

投资咨询号：Z0021453

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

目录

一、 锡矿供应的预期差.....	4
（一） 缅甸佤邦：复产时间不断延后，2025 年产量预期下调.....	4
（二） 印尼：1 月精锡出口量大幅回落，年内产量恢复或不及预期.....	5
（三） 刚果（金）：反政府武装活动频繁，产地运营风险维持高位.....	6
二、 供需边际收紧下，对锡进行重新定价.....	7

图表目录

图表 1: 缅甸锡矿产量	4
图表 2: 中国从缅甸进口的锡精矿量	4
图表 3: 印尼锡矿产量	5
图表 4: 印尼精炼锡出口量	5
图表 5: 天马公司精炼锡产量	6
图表 6: 天马公司锡矿产量	6
图表 7: 刚果（金）锡矿产量	7
图表 8: 中国从刚果（金）进口的锡精矿量.....	7
图表 9: 锡供应情况（单位：万吨）	8
图表 10: 锡供需平衡表（单位：万吨）	8
图表 11: LME 锡库存.....	7
图表 12: SHFE 锡库存.....	7

一、锡矿供应的预期差

2025 年以来，缅甸佤邦锡矿复产时间不断延后、印尼精炼锡出口恢复不及预期、刚果（金）受动乱影响关键产区供给风险显著加大，今年锡供应增长情况与去年底市场普遍预测相比形成明显预期差。

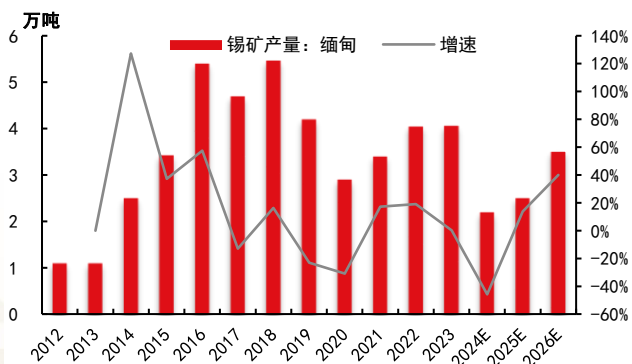
（一）缅甸佤邦：复产时间不断延后，2025 年产量预期下调

缅甸佤邦禁矿事件始于 2023 年 4 月，当地政府以“保护剩余资源”为由发布《佤经字 2023—06 号》通知，要求 8 月 1 日后全面停止所有矿产勘探、开采及加工作业。8 月 1 日，禁矿政策正式生效，佤邦所有矿山及选厂（包括曼相、邦阳两大主矿区）全部停产，禁止矿石运输，工人遣散。但佤邦政府于 2023 年 9 月起允许部分选矿厂复产处理库存原矿，随后数月万余吨锡精矿被陆续进口至中国，因此实际对国内供应并未减少。直至 2024 年二季度，佤邦锡矿供应才出现实质减少，我国从缅甸的锡矿进口量从 3 月的 1.8 万实物吨大幅回落至 4 月的 0.3 万实物吨，2024 年全年进口量共下降 10.4 万实物吨，降幅高达 58%。

2024 年佤邦复产预期不断延后，加剧市场炒作。由于锡矿出口税收是佤邦政府财政收入的重要来源，2022 年占比约 30%，如果长期断采将对居民和政府收入产生较大影响，所以自 2024 年初起，市场就对复产产生了较强预期。然而，佤邦禁矿的重要原因之一是出于政治考量，即收归矿权至中央、增加中央财政收入，为后续接班人扫除障碍，而政治格局重塑和经济势力划分的过程并不容易，所以实际禁矿时间远超市市场预期。2024 年 2 月，缅甸佤邦中央经济计划委员会发布通知，宣布对锡精矿出口暂停征收现金税、改为统一按照 30% 的税率征收实物税，此举加强了对锡矿出口的管制，致使复产预期推后。4 月，佤邦工业矿产管理局发布通知，重申曼相矿区停工停产的重要性，要求对违反规定的当事人追究法律责任，态度较为强硬，导致市场对 4 月复产的预期破灭，复产时间进一步延后。9 月起，关于佤邦即将复产的传闻再起，市场预期经过一年多的协商谈判，佤邦重启矿区的迫切性正在加大，2024 年底或 2025 年初复产的可能性明显提升。但是，今年 1 月份市场仍未等到佤邦方面的确切消息。

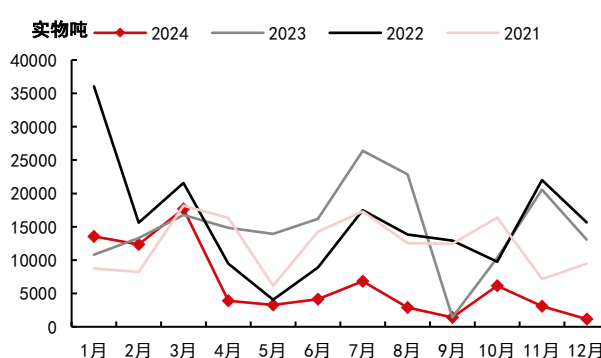
时至今日，复产的具体章程尚未公布，相比去年底的预期仍在延后。考虑到复产所需流程较为复杂，即使近期矿山接到复产通知，也需要 3 个月左右的时间进行人力物力筹备，因此，若复产顺利进行，那么预计 5-6 月份左右会有锡矿产出。据此，我们下调 2025 年全年缅甸锡矿产量至 2.5 万吨（此前为 3.5 万吨），比 2024 年小幅增长 3000 吨。

图表1：缅甸锡矿产量



资料来源：Wind SMM ITA 中信期货研究所

图表2：中国从缅甸进口的锡精矿量



资料来源：Wind SMM ITA 中信期货研究所

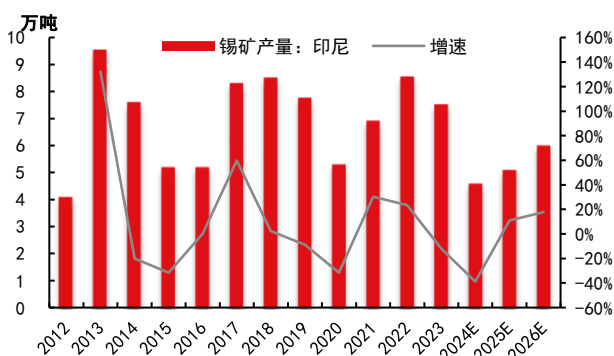
（二）印尼：1 月精锡出口量大幅回落，年内产量恢复或不及预期

为推动产业链下游化转型，减少对原矿出口的依赖，近年来印尼政府加大了对锡行业的监管力度。2023 年 9 月，印尼出台新规将 RKAB（印尼矿产和煤炭开采业务活动的工作计划和预算报告）的有效期限延长至 3 年，并提出更加严格的审核标准。在此规定下，所有出口的精炼锡都会追溯审查原矿采矿配额许可，用以证明锡锭冶炼使用的矿石开采的合法合规性。

出口配额审批延迟叠加反腐调查延续，印尼精炼锡出口受到压制。2024 年初，受到审批流程更新及印尼总统换届的影响，RKAB 审批速度明显放缓。2024 年 1-2 月，印尼精锡出口仅为 55.4 吨，同比下滑 98.8%，供应大幅收缩推高锡价。2 月份天马公司获得配额许可后逐步恢复生产，而其他生产商出口则仍然受阻。随后，印尼政府官员表示预计 3 月底前完成全部 RKAB 审批，市场预期扭转，锡价小幅回落。然而，紧接着拥有印尼最大锡矿开采矿区的 PT Timah 被曝卷入腐败案，其高管在 2015 年至 2022 年期间涉嫌将国有冶炼设备和产能卖给私人厂商并从中牟利。对此，印尼能矿部表示将对相关矿业公司的 RKAB 进行重新评估，以确保其符合印尼当下法律规定。随着印尼对锡贸易中涉嫌历史违规行为的持续调查，精炼锡出口审批流程变得更加严格和复杂。据 ITA 统计，截至 7 月底，仅能证实有 7 家生产商收到 RKAB 的工作计划，并获得出口许可证，最终出口审批量级也不及往年正常水平。2024 年上半年，印尼锡锭出口量同比大幅下滑 53.8%至 1.5 万吨左右；2024 年全年，印尼锡锭出口量累计下滑 37.5%至 4.3 万吨左右，相比上半年有一定修复。

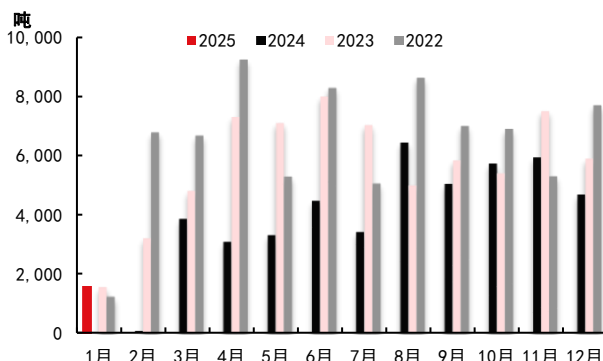
2024 年末，市场预期随着新总统普拉博沃上台后对矿产行业审查的结束，印尼精炼锡出口量将逐步恢复正常。但是，2025 年 1 月，印尼贸易部公布数据显示，当月印尼精炼锡出口量仅为 1566 吨，环比大幅回落 66%，仍处于低位水平，或反映当地锡矿和精锡生产仍面临问题。印尼出口的下滑，导致海外可供交仓的流通货源减少，进一步加剧了全球锡锭供应的紧张程度，截至 2 月 21 日，伦锡库存已下降至 3690 吨。目前来看，印尼反腐行动暂未观察到进一步的进展，但出口减少已显著加大市场对年内供给的担忧，今年印尼锡供应恢复或明显不及预期。基于此，我们同样下调 2025 年印尼锡矿产量至 5.1 万吨（此前为 6.0 万吨），比去年约增长 5000 吨。

图表3：印尼锡矿产量



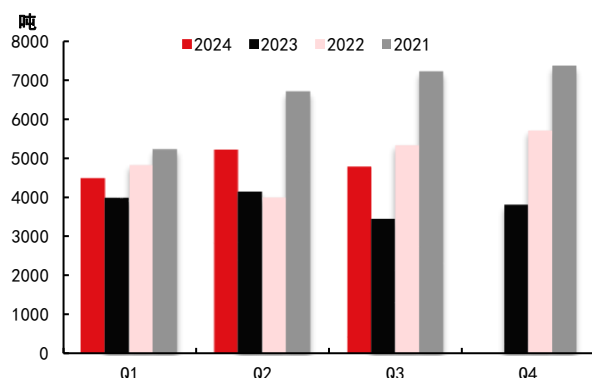
资料来源：Wind SMM ITA 中信期货研究所

图表4：印尼精炼锡出口量



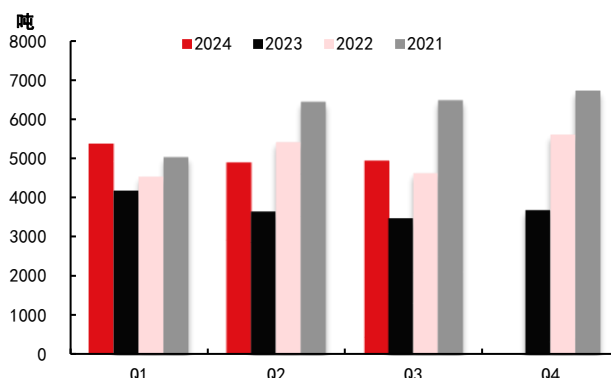
资料来源：Wind SMM ITA 中信期货研究所

图表5：天马公司精炼锡产量



资料来源：SMM 中信期货研究所

图表6：天马公司锡矿产量



资料来源：SMM 中信期货研究所

（三）刚果（金）：反政府武装活动频繁，产地运营风险维持高位

刚果（金）“M23 运动”反政府武装活动始于 2012 年，其前身为“保卫人民国民大会”，以保护图西族权益为由发动叛乱，后被政府军击败。2021 年该组织卷土重来，逐步控制了北基伍省的大部分地区，并于 2022 年 3 月占领北基伍省鲁丘鲁地区。随着“M23 运动”的军事攻击愈演愈烈，刚果（金）东部地区局势开始再度动荡。2024 年，“M23”在北基伍省和南基伍省发动大规模攻势，占领多个矿产富集区及交通要道，导致锡矿运输出现暂时中断，市场情绪受到明显扰动。

进入 2025 年，冲突进一步蔓延，局势不断升级。截至 2 月 16 日，“M23”已攻入南基伍省首府布卡武，控制该市北部区域及卡武穆机场，其势力范围快速向南部扩张。2 月 22 日，我国驻刚果民主共和国大使馆发布安全形势通报，说明当前刚东的北基伍省、南基伍省安全形势急剧恶化，并提醒当地中国公民和企业尽快撤离或转移至安全地区，加剧市场对今年锡矿供应稳定性的担忧，尤其是 Alphamin 公司的 Bisie 矿山。虽然据 ITA 消息，Bisie 矿运输路线远离当前核心冲突区，目前暂未受近期局势影响，但其运营风险已显著上升，市场对此开始重新计价。

地缘问题暴露供应链脆弱性，警惕未来冲突升级带来的供应中断风险。刚果（金）的军事冲突不仅是内政问题，更多是地缘政治问题，该地区实际上是太湖地区各国博弈的平台，这也意味着冲突的解决具有较大的复杂性。卢旺达与“M23 运动”在今年发动大规模军事行动，其主要动机或是瓦解刚果（金）政府军事部署和刚东地区军事指挥体系，以及以战促和、缓解高昂军费开支带来的财政压力。然而，即使未来经过谈判恢复短暂和平状态，由于问题根源并未化解，在某些偶然因素的影响下，冲突再次爆发的可能性仍然较高。**展望后续，虽然“M23 运动”领导人宣称要为了权力打到金沙萨并解放刚果（金），但是实际上实现的概率较低。关于未来局势的演进方向以及对锡矿供给的影响程度，我们提出以下三种情景假设：**

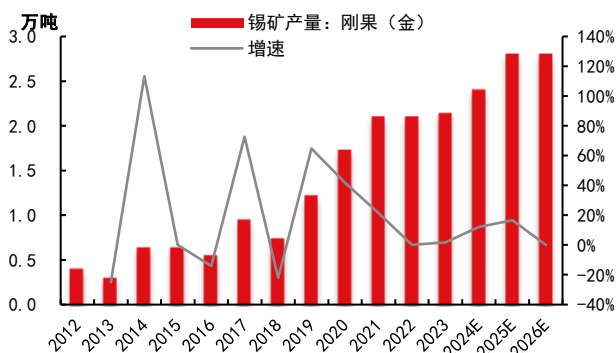
（1）双方谈判进展顺利并实现阶段性停火，“M23”和刚果（金）政府分别占据北基伍省和南基伍省部分地区、控制当地矿业生产，2025 年锡矿生产运输未受明显影响，**全年产量为 2.5-2.8 万吨。**

（2）双方边打边谈，锡矿生产受到一定影响且对外运输不畅，Alphamin 公司增产预期无法实现，**全国锡矿年产量为 2.0-2.5 万吨。**

（3）双方谈判进展不顺、冲突不断升级并进一步扩大至锡矿主产区，导致锡矿生产出现停滞，**全年产量大幅下降至 1.5-2.0 万吨。**

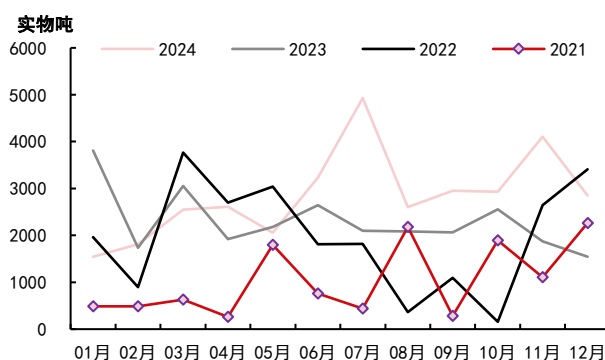
战争可以由一方发起，但是无法仅由一方结束。2025 年刚果（金）局势面临较强的不确定性，而大部分的锡矿产能都集中于冲突高发区，供应链具有一定的脆弱性。因此，无论以上何种情形发生，可以确定的是，刚果（金）冲突的长期化将使得全球锡矿供应面临持续风险溢价，并推升锡价波动率。

图表7：刚果（金）锡矿产量



资料来源：Wind SMM ITA 中信期货研究所

图表8：中国从刚果（金）进口的锡精矿量

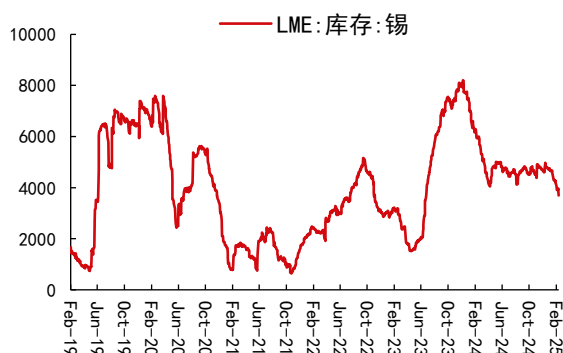


资料来源：Wind SMM ITA 中信期货研究所

二、供需边际收紧下，对锡进行重新定价

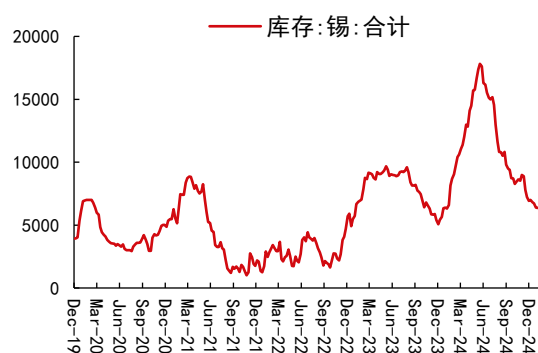
综合上文所述，2025 年三大产区供给扰动仍存，佤邦和印尼供应恢复偏慢、刚果（金）局势动荡下锡矿生产运输风险上升，全年锡供应大幅增长预期或被证伪。我们下调今年锡矿和精锡产量预期，预计 2025 年全球锡矿产量同比增加 5.8%至 29.2 万吨，精锡产量同比增加 3.1%至 36.7 万吨，供需缺口为 1.1 万吨（此前预期为过剩 0.8 万吨）。年初，在供应恢复的预期下，锡价持续受到上方压制。而当前，供需预期已明显收紧，市场需要对供应问题进行重新定价，同时低库存进一步放大价格弹性。因此，我们预计 2025 年上半年沪锡价格将震荡偏强运行，目标点位为 30 万元/吨。

图表9：LME 锡库存



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表10：SHFE 锡库存



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表11：锡供应情况（单位：万吨）

地区	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
中国	8.4	8.3	7.1	7.0	7.4	7.7	7.8
印度尼西亚	5.3	6.9	8.5	7.5	4.6	5.1	6
缅甸	2.9	3.4	4.1	4.1	2.2	2.5	3.5
秘鲁	2.1	2.7	2.8	2.6	2.8	2.8	2.8
刚果	1.7	2.1	2.1	2.1	2.4	2.8	2.8
巴西	1.7	1.5	2.1	2.4	2.4	2.4	2.4
玻利维亚	1.5	2.0	1.6	1.9	1.9	1.9	1.9
澳大利亚	0.8	0.9	0.8	1.0	1.0	1.1	1.2
马来西亚	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
其他国家	1.7	2.5	2.4	2.3	2.5	2.5	2.7
全球矿山产量	26.4	30.7	31.9	31.2	27.6	29.2	31.5
YoY	-10.8%	16.2%	4.1%	-2.3%	-11.6%	5.8%	8.1%
全球再生锡等产量	8.0	7.4	6.1	6.2	8.0	7.5	7
全球精炼锡产量	34.4	38.1	38.0	37.4	35.6	36.7	38.5
YoY	-7%	10.67%	-0.11%	-1.66%	-4.91%	3.06%	5.05%

资料来源：Wind SMM ITA 中信期货研究所

图表12：锡供需平衡表（单位：万吨）

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
矿山供应(万吨)	26.4	30.7	31.9	31.2	27.6	29.2	31.5
精锡产量(万吨)	34.4	38.1	38.0	37.4	35.6	36.7	38.5
供应增速	-7.0%	10.7%	-0.1%	-1.7%	-4.9%	3.1%	5.0%
锡锭需求(万吨)	35.5	38.6	37.0	35.8	36.9	37.8	38.4
需求增速	-1.6%	8.7%	-4.2%	-3.4%	3.1%	2.5%	1.6%
供需平衡(万吨)	-1.1	-0.6	1.0	1.6	-1.3	-1.1	0.1

资料来源：Wind SMM ITA 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>