

摘要：

3月下旬以来，海内外锡价同时上涨，我们认为主要由以下矛盾推动。一方面，国内矿端一季度处于紧平衡状态，4月初佤邦当局政策再次引发了市场对曼相矿区迟迟不复产的担忧，二季度矿端偏紧预期可能会加剧。另一方面，印尼出口审核和行业审查趋严，1-2月出口明显下滑，导致LME持续去库。印尼锡锭产量可能同比下滑使出口恢复速度不及预期、LME暂停多品牌注册影响后续仓单，海外锡锭供应受限风险犹存。

海外相对偏紧，而国内这边，锭端生产稳定，消费增量不及预期导致沪锡自23年底迄今持续累库。国内需关注消费回暖速度，在锡锭出口窗口有机会打开，缅甸曼相迟迟不复产可能影响锭端冶炼的情况下，国内消费回暖若兑现预期，库存或出现拐点。

策略：关注内外反套机会，中短期多头持有，长期需观望消费端表现。

风险点：供应扰动不及预期；消费增速不及锭端预期放量

一、国内矿端供应加紧，海外锭端收缩放慢

24年一季度，锡价受海内外供应短缺扰动的市场情绪影响，出现了震荡上行的行情。进入4月，展望后市，矿端曼相矿区复产继续延后，重燃市场矿端偏紧的情绪；锭端印尼出口量下降带动LME去库，二季度出口逐渐回归正常，产量可能出现小幅下滑。

锡矿方面，缅甸佤邦长达7个月的停产，使得市场对于矿端的情绪产生了一定的扰动。缅甸进口锡矿的品位通常在0.5-0.6%左右。2023年4月，佤邦政府发布了8月开始禁止矿场开采的公告，引起了锡价短期内的上涨。自10月份开始，佤邦进口量得到适量恢复。23年12月至24年2月佤邦进口矿的量级维稳在12000实物吨左右，表明佤邦境内尚有部分存量原矿采选及矿源库存可以支撑，或为私企偷产抛售，导致尽管偏紧但仍处于可接受范围之内。佤邦政府禁矿的目的主要分为：一为加强当地矿产的可持续利用，表明政府对抗战略性资源的重视；二出于政治考量，近一年佤邦实际领导人鲍有祥有意为长子接班创造机会，中央通过禁矿收回地方军阀手中的矿权，增加中央的财政收入。为打击部分私自开矿采矿的行为，24年2月，佤邦政府规定，全邦锡精矿出口改现金税为30%的实物税，0.5%品位的锡矿出口已迫近成本的减产线。4月，佤邦工业矿产管理局进一步明确了曼相矿区停工停产的必要性，暂停收捡矿作业等维护工作。4月7日，佤邦工业矿产管理局发布除曼相矿区外其他矿区矿点可申请报备复产的通知。佤邦当局以上的措施表明了曼相禁矿的强硬态度，对当地私自采矿等行为连续采取了收实物税、禁收禁捡等管制措施。市场传言认为曼相矿区将于4月复产的预期破碎，矿端趋紧的情绪被再次带动。非曼相矿区的产量只占缅甸全国产量的不到10%，且24年1月缅甸佤邦中央经济委员会已发布过《关于除曼相矿区外其他矿区复工复产的通知》进行提前布置，本次是正式规定了曼相矿区外各地的复产时间，这些矿区的复产预计对缅甸进口矿量的增补影响不大。以目前佤邦当局的强势来看，曼相矿区的重新开放在4月底前较难实现。在曼相矿区开工的预期兑现

前,可能存在两种情况:一,如果佤邦当局的政策落实彻底,曼相矿区私自采矿的矿量将显著减少,进而影响到进口量级上;二,如果政策目的还是在于政治上的敲山震虎,则缅甸端的矿源相对稳定,以上情况还需要观望验证。

我国国内精锡加工费近两个月无变化,40度和60度加工费分别稳定在10500元和14500元/吨,国内精炼锡开工率也维持在60%左右的正常水平,冶炼利润偏低但目前仍高于减产线亦无明显变化,说明冶炼端对矿源供应的稳定性较为看好。我国国内锡矿产量23年增量有限,银漫矿在四季度提供约2000吨的增量,云锡由于管理层换届年产量下滑约3000吨,整体产量同比略下滑,预计一季度也无明显增产,同比稳定甚至下滑。进口端除缅甸外其他国家进口量无明显增量,刚果自23年四季度以来进入雨季,天气灾害导致刚果锡矿产量出现一定下滑,原定于24年初增产的Mpama South项目也搁置到4月投产,考虑到刚果的基建和出口运输条件,增量兑现还需要一段时间。目前矿端处于偏紧,矛盾点还是在于曼相矿区的具体开工时间,若曼相矿区难以复产,矿端将长期继续保持偏紧的状态,进而产生冶炼端的减产风险。

图 1 缅甸锡矿进口量

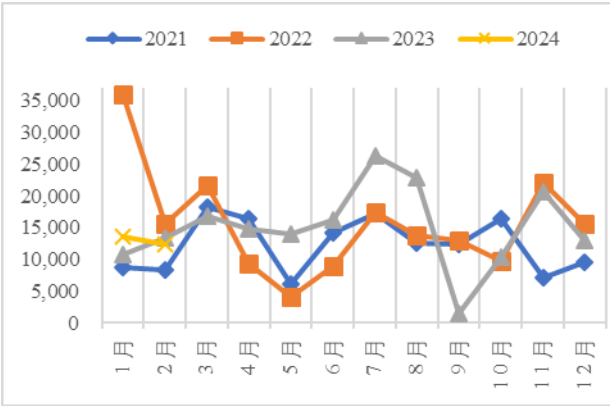
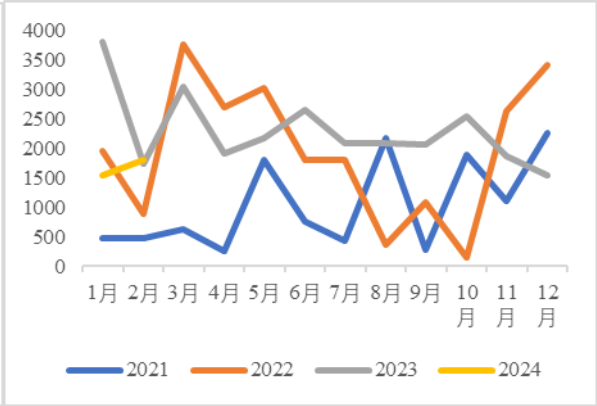
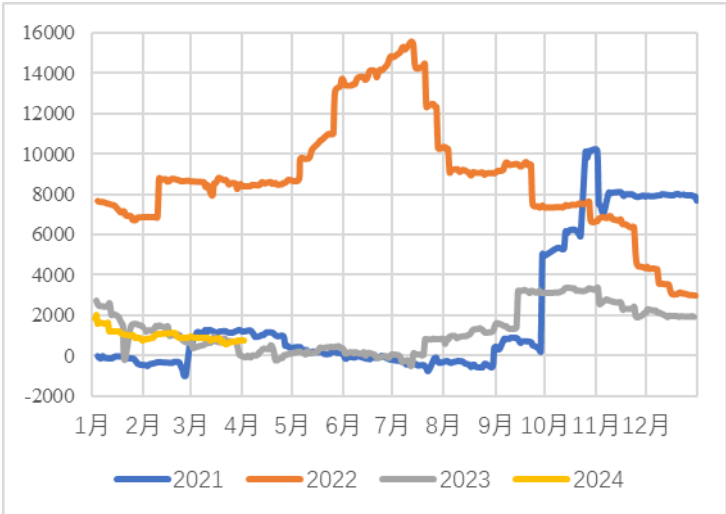


图 2 刚果锡矿进口量



数据来源:海关总署,永安期货研究中心

图 3 国内精锡加工利润



数据来源:永安期货研究中心

表 1 锡矿平衡

| 日期 | 原生锡 (金属 吨) | 锡矿实 际消费 量 (金 属吨) | 矿进口 实物量 (金属 吨) | 缅甸矿 进口量 | 其他国 家锡矿 进口 | 缅甸矿 进口金 属量 (金属 吨) | 其他国 家锡矿 进口金 属量 (金属 吨) | 国产矿 金属量 (金属 吨) | 平衡 (金属 吨) |
|----------|------------------|---------------------------|-------------------------|------------|------------------|-------------------------------|--------------------------------------|-------------------------|--------------|
| 2022年1月 | 11304 | 11594 | 39989 | 36041 | 3948 | 8289 | 1974 | 6217 | 4886 |
| 2022年2月 | 9810 | 10062 | 19755 | 15602 | 4153 | 3588 | 2077 | 5616 | 1219 |
| 2022年3月 | 11766 | 12068 | 28986 | 21582 | 7404 | 4964 | 3702 | 5567 | 2165 |
| 2022年4月 | 11003 | 11285 | 15811 | 9448 | 6363 | 2173 | 3182 | 6154 | 224 |
| 2022年5月 | 12325 | 12641 | 9542 | 4059 | 5483 | 934 | 2742 | 6798 | -2167 |
| 2022年6月 | 7365 | 7554 | 14125 | 8894 | 5231 | 2046 | 2616 | 6364 | 3472 |
| 2022年7月 | 2060 | 2113 | 23064 | 17472 | 5592 | 4019 | 2796 | 5448 | 10150 |
| 2022年8月 | 10165 | 10426 | 17227 | 13820 | 3407 | 3179 | 1704 | 6723 | 1180 |
| 2022年9月 | 11668 | 11967 | 16064 | 12920 | 3144 | 2972 | 1572 | 6867 | -556 |
| 2022年10月 | 12616 | 12939 | 11284 | 9757 | 1527 | 2244 | 764 | 6828 | -3103 |
| 2022年11月 | 12175 | 12487 | 26552 | 21996 | 4556 | 5059 | 2278 | 7556 | 2406 |
| 2022年12月 | 12055 | 12364 | 21359 | 15671 | 5688 | 3604 | 2844 | 7605 | 1689 |
| 2023年1月 | 9280 | 9518 | 16399 | 10802 | 5597 | 2376 | 2799 | 5465 | 1122 |
| 2023年2月 | 8637 | 8858 | 17174 | 13329 | 3845 | 2932 | 1923 | 4936 | 933 |
| 2023年3月 | 11204 | 11491 | 21927 | 16786 | 5141 | 3693 | 2570 | 6876 | 1648 |
| 2023年4月 | 11325 | 11615 | 18671 | 14842 | 3829 | 3265 | 1915 | 6594 | 158 |
| 2023年5月 | 11260 | 11549 | 18339 | 13951 | 4388 | 3069 | 2194 | 5574 | -712 |
| 2023年6月 | 10628 | 10901 | 21647 | 16197 | 5450 | 3563 | 2725 | 5733 | 1121 |
| 2023年7月 | 7540 | 7733 | 30875 | 26385 | 4490 | 5805 | 2245 | 4855 | 5171 |
| 2023年8月 | 6951 | 7129 | 27080 | 22845 | 4235 | 5026 | 2118 | 5226 | 5240 |
| 2023年9月 | 11880 | 12185 | 7263 | 1421 | 5842 | 313 | 2921 | 6105 | -2846 |
| 2023年10月 | 12160 | 12472 | 25299 | 10317 | 14982 | 2270 | 7491 | 5634 | 2923 |
| 2023年11月 | 12490 | 12810 | 27872 | 20574 | 7298 | 4526 | 3649 | 5182 | 547 |
| 2023年12月 | 12435 | 12754 | 16405 | 13056 | 3349 | 2872 | 1675 | 5400 | -2807 |
| 2024年1月 | 12010 | 12318 | 20360 | 13569 | 6791 | 2849 | 3396 | 5132 | -940 |
| 2024年2月 | 9060 | 9292 | 16927 | 12368 | 4559 | 2597 | 2279 | 4738 | 322 |
| 2024年3月 | 11705 | 12005 | 17000 | 10000 | 7000 | 2100 | 3500 | 5800 | -605 |
| 2024年4月 | 11000 | 11282 | 14500 | 10000 | 4500 | 2100 | 2250 | 6000 | -932 |
| 2024年5月 | 11500 | 11795 | 14000 | 8500 | 5500 | 1785 | 2750 | 6500 | -760 |
| 2024年6月 | 11000 | 11282 | 19000 | 13500 | 5500 | 2835 | 2750 | 6000 | 303 |

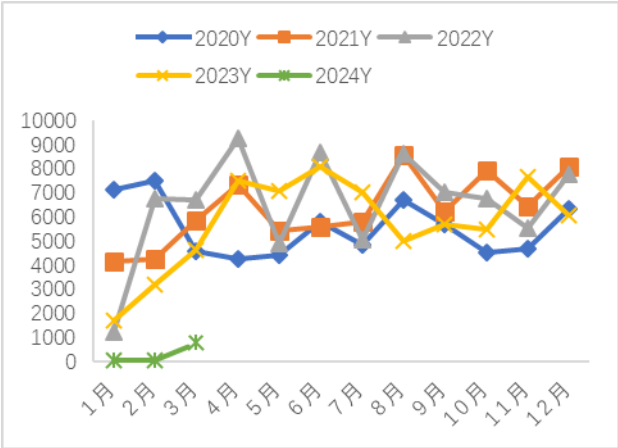
数据来源：永安期货研究中心

锡锭方面，印尼一季度出口大幅缩减对海外锡锭供应产生了较大的冲击，这与印尼出口政策的变化有较为紧密的联系。近年来，资源国有化成为印尼政府的主旋律，加速本国产业链完整布局的政策导向长期不变，锡矿的开采和锡锭的出口都受到了较为严格的约束。2015 年，印尼监管改革，所有用于出口的精炼锡必须首先在雅加达期货交易所（JFX）或印尼大宗商品及衍生品交易所（ICDX）上出售。23 年以来，印尼锡锭出口审核多次出现延误，导致了 23 年整年锡锭出口同比相较 22 年下降了 11.8%。印尼通常在一年中下旬发放 RKAB 出口许可证，导致一季度印尼的锡锭出口会出现季节性下降。24 年，印尼将出口许可证从一年有效期改为三年有效期，审核标准更为严格，审核流程也更冗长，使得印尼一月和二月的精锡出口陷入停滞，1 月出口仅 0.4 吨，2 月出口仅 55 吨，同比下降 99%。

印尼锡锭自 20 年以来产量和出口量（销量大都用于出口）长期处于平衡状态，以当地最大产锡公司 Timah 为例，基本是当季产、当季出口运往中国或 LME 交仓的模式。因此，印尼精锡产量的下降较大概率同步反映到出口量的下降。政府换届加紧了警方对锡行业——以 PT Timah 为代表的国有公司进行了贪污腐败方面的审查，在 3 月中下旬有了初步的调查结果。PT Timah 存在将国有冶炼设备和产能卖给私人厂商的行为，警方已证实至少有 5 家冶炼厂长期在 ICDX 以外的地方出口和销售锡进行避税。PT Timah 等公司部分高管被拘留，管理层出现动荡。以上一系列变化可能会导致二三季度 PT Timah 精锡产量出现下滑，其他生产商的产量由于缺少了冶炼设

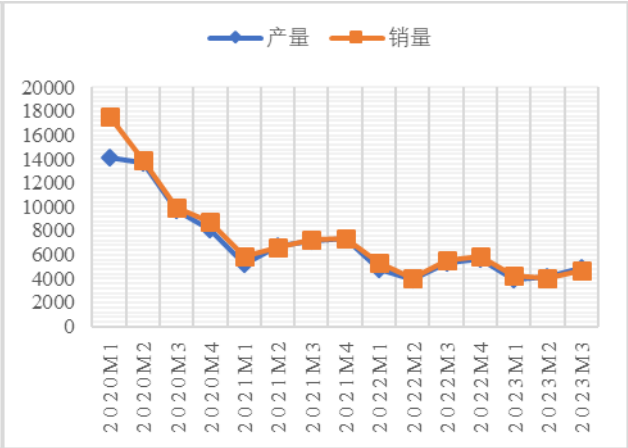
备也出现一定的下降，从而使得印尼精锡后续的整体产量下降。目前，印尼生产的锡锭仅有不足 10%用于本国的下游消费，以电子消费为例，23 年印尼国内手机出货量约为 3500 万部，按我国的同耗测算，只有国内耗锡的 4%左右。因此，在出口审批恢复、国内产量少量下降的情况下，印尼方面精锡的出口供应可能会呈现环比上的回升、同比上的少量下滑，出口转内销的承接不足，出口持续下滑的可能性不大。随着新总统上台对有色金属产业阶段性审查的结束，印尼锡出口量在二三季度将总体回归平稳。

图 4 印尼锡锭出口季节性变化



数据来源：印尼统计局，永安期货研究中心

图 5 印尼 Timah 锡锭产销量变化

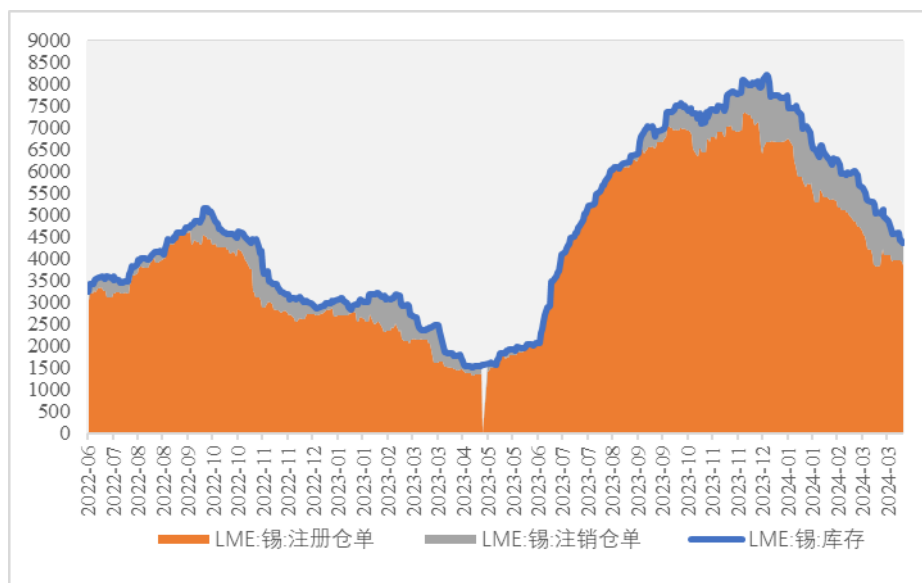


数据来源：Timah 公告，永安期货研究中心

二、 LME 持续去库，锡锭由外入内

24 年以来，LME 库存持续去化，从 12 月最高的 8040 吨下滑到 4 月初的 4485 吨，累计去库 3555 吨，其中主要发生于亚洲的新加坡和巴生港，库存期货主要来源为印尼和马来西亚生产的锡锭。新加坡去库主要流向一般为本国下游消费、出口至中国和美国；巴生港去库主要流向一般为本国下游消费、出口至中国和韩国。新加坡库存主要来自于印尼，印尼 1-2 月的出口大幅下滑，大约减少了约月均 2000 吨以上的供应量，而马来西亚和巴西的出口量相对稳定，呈现环比上升的趋势，贡献 1000 吨左右的增量，说明 LME 月均去库 1000 吨左右主要是由于印尼出口收缩的挤压。

图 6 LME 库存持续去化



数据来源：SMM,永安期货研究中心

表 3 LME 主要仓库变化动向

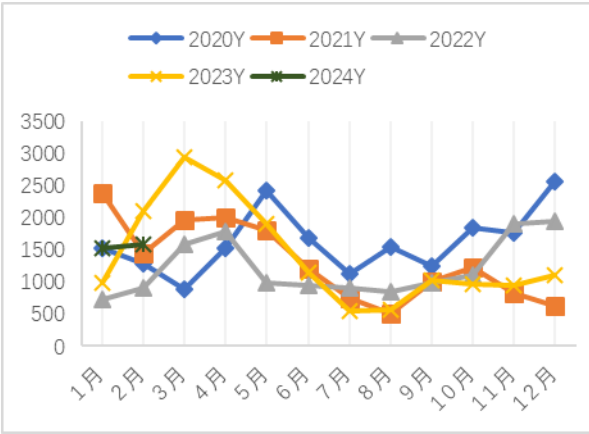
| LME变动 | 亚洲 | 新加坡 | 巴生（马来西亚） | 欧洲 | 美洲 |
|---------|------|------|----------|------|-----|
| 9-10月 | 500 | -80 | 580 | | |
| 10-11月 | -90 | -485 | 405 | | |
| 11月-12月 | 630 | -385 | 1015 | 235 | -45 |
| 12月-1月 | -360 | -145 | -200 | 40 | -45 |
| 1月-2月 | -965 | -135 | -830 | -210 | -30 |
| 2月-3月 | -430 | -40 | -390 | -320 | -65 |
| | -740 | | -730 | | |

数据来源：SMM,永安期货研究中心

马来西亚的巴生港是 LME 去库的另一主要动力，23 年 11 月-24 年 1 月连续三个月保持较高速去库，分别去库为 1015、200、830 吨。巴生港去库流向了哪里？本文提出了三个猜想：猜想 1，马来西亚和印尼锡锭减产；猜想 2，马来西亚下游消费见好；猜想 3，流向东亚，主要为中国和韩国。马来西亚锡下游产业较为发达，有较为完备的半导体元件工厂。如巴生港去库流向下游，一定程度上将提振马来西亚的半导体生产和海外消费。对比马来西亚四季度的锡锭产量和半导体出口量，发现四季度锡锭产量同比下滑 4.8%，环比增长 44.4%，锡锭并没有产生明显的减产，因此猜想 1 较难成立；四季度半导体出口量同比下降 22.3%，消费也并没有出现明显好转，猜想 2 也较难成立。马来西亚精锡出口从 11 月的 947 吨上升至 1 月的 1516 吨，1 月环比增长 37.4%，同比增长 53.1%，印证了巴生港库存流出的趋势。马来西亚锡出口国主要为中国、韩国、日本。我国从马来西亚的精锡进口量自 23 年 10 月起不断上升，1 月进口量为 1016 吨，同比增长 916%，环比增长 160%；韩国精炼锡进口量保持了连续三个月的同比增长，四季度同比增长 14.3%，1 月

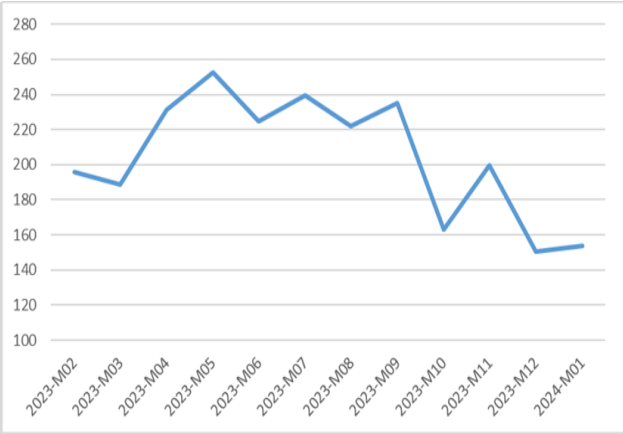
进口量为 1243 吨，环比增长 41.3%，较好地支持了猜想 3，说明 LME 巴生港的去库代替了印尼锡锭，流向了中国和韩国。

图 7 马来西亚精锡出口量



数据来源：马来西亚统计局，永安期货研究中心

图 8 马来西亚半导体出口量



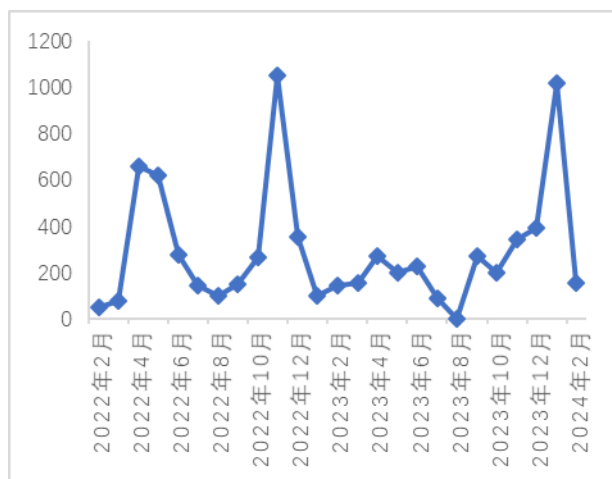
数据来源：马来西亚统计局，永安期货研究中心

表 4 MSC 国内锡锭产量

| | 锡锭销售额 | 马来西亚汇率 | 锡价折算 | 理论销量 | Yot | Yoy | 实际产量 |
|--------|--------|--------|-------|--------|---------|---------|-------|
| 2020Q1 | 192593 | 4.19 | 16249 | 2828.8 | 2828.8 | | |
| 2020Q2 | 135285 | 4.32 | 15645 | 2001.7 | 4830.4 | | |
| 2020Q3 | 212648 | 4.21 | 17662 | 2859.8 | 7690.3 | | |
| 2020Q4 | 220670 | 4.1 | 18769 | 2867.6 | 10557.9 | | 22325 |
| 2021Q1 | 265717 | 4.07 | 23735 | 2750.7 | 2750.7 | -2.76% | |
| 2021Q2 | 319173 | 4.13 | 29135 | 2652.5 | 5403.2 | 11.86% | |
| 2021Q3 | 213971 | 4.2 | 33769 | 1508.6 | 6911.8 | -10.12% | |
| 2021Q4 | 248643 | 4.19 | 33792 | 1756.1 | 8667.9 | -17.90% | 16619 |
| 2022Q1 | 352148 | 4.19 | 42964 | 1956.2 | 1956.2 | -28.88% | |
| 2022Q2 | 400723 | 4.36 | 36347 | 2528.7 | 4484.8 | -17.00% | |
| 2022Q3 | 335163 | 4.48 | 23509 | 3182.3 | 7667.1 | 10.93% | |
| 2022Q4 | 380143 | 4.58 | 21485 | 3863.2 | 11530.3 | 33.02% | 19385 |
| 2023Q1 | 323436 | 4.4 | 36353 | 2022.1 | 2022.1 | 3.37% | |
| 2023Q2 | 311772 | 4.53 | 25769 | 2670.8 | 4692.9 | 4.64% | |
| 2023Q3 | 357144 | 4.63 | 26806 | 2877.6 | 7570.5 | -1.26% | |
| 2023Q4 | 395874 | 4.71 | 24685 | 3404.9 | 10975.4 | -4.81% | 18920 |

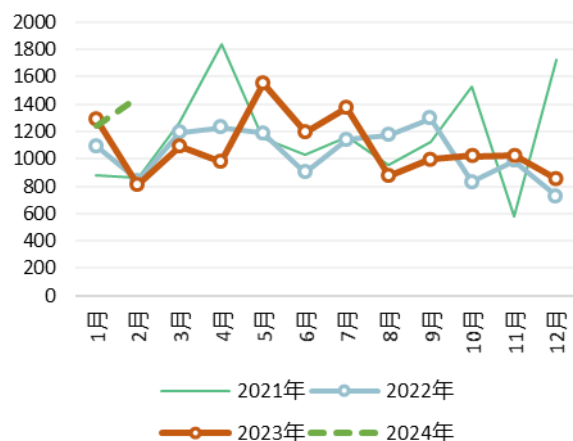
数据来源：MSC 公告，永安期货研究中心

图 9 我国从马来西亚进口的精锡量



数据来源：海关总署，永安期货研究中心

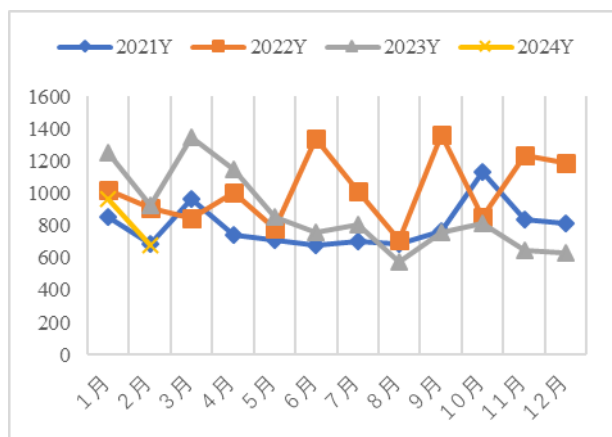
图 10 韩国精炼锡净进口量



数据来源：韩国海关，永安期货研究中心

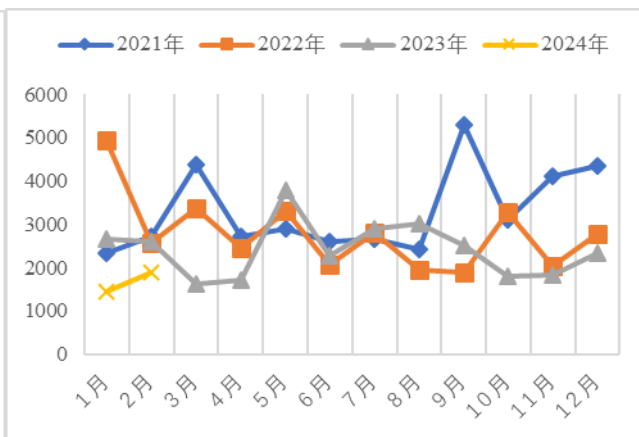
欧美锡锭的主要进口国是巴西，随着四季度巴西精炼锡出口量的下降，美洲和欧洲库存也进入了去库期。巴西 10 月以来出口精炼锡保持了 10%以上的同比下滑，出口量级维持在 600-900 吨之间。美国精炼锡的消费主要依赖于海外进口，国内产量约占进口量的 1/5。美国精炼锡进口量在整个 23 年度同比下滑，23 年四季度累计同比下滑 14.9%，受进口国出口扰动，说明欧美库存去化的主要原因是海外供应收缩而非消费复苏。

图 11 巴西精炼锡出口量



数据来源：巴西海关，永安期货研究中心

图 12 美国精炼锡进口量



数据来源：美国统计局，安期货研究中心

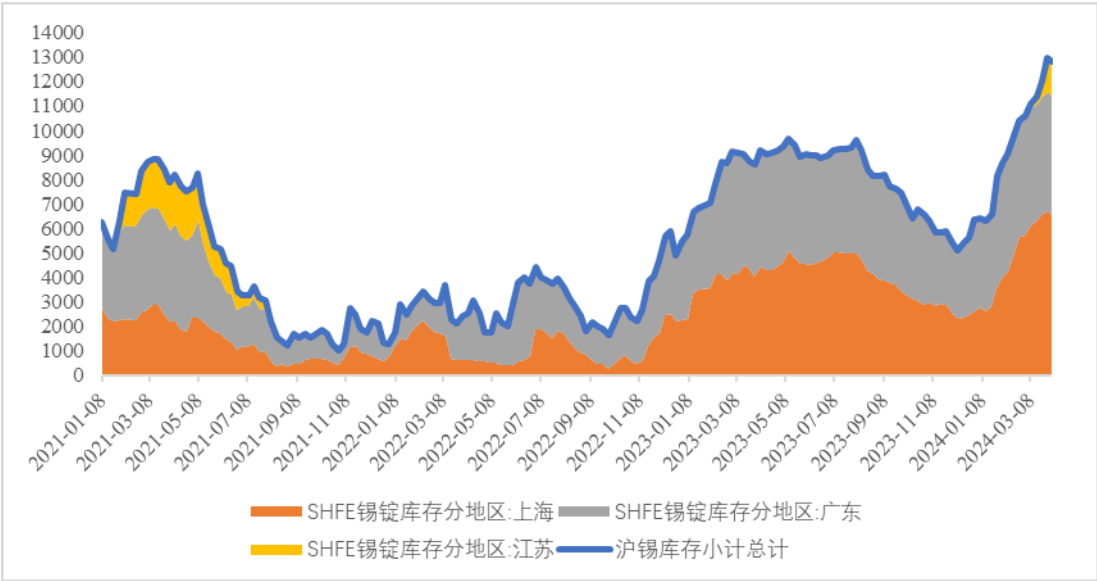
4 月初，LME 暂停了云南乘风云亨牌、个旧市自立矿冶有限公司 YS 牌以及玻利维亚 Vinto ENAF 牌的注册，对后续海外的锡锭货源供应产生了一定的干扰，也加剧了海外挤仓的风险。

三、需求回暖不及预期，走出淡季有望助推沪锡转向去库

23 年四季度以来，国内不断累库，4 月库存高位累计至近三年最高约 16000 吨，与 LME 去库的趋势刚好形成了对应。结合上述分析，进一步验证了全球范围内锡锭从 LME 仓储流向 SHFE 仓储。23 年 10 月份至 24 年 1 月，在国内进口盈利由正转负的情况下，

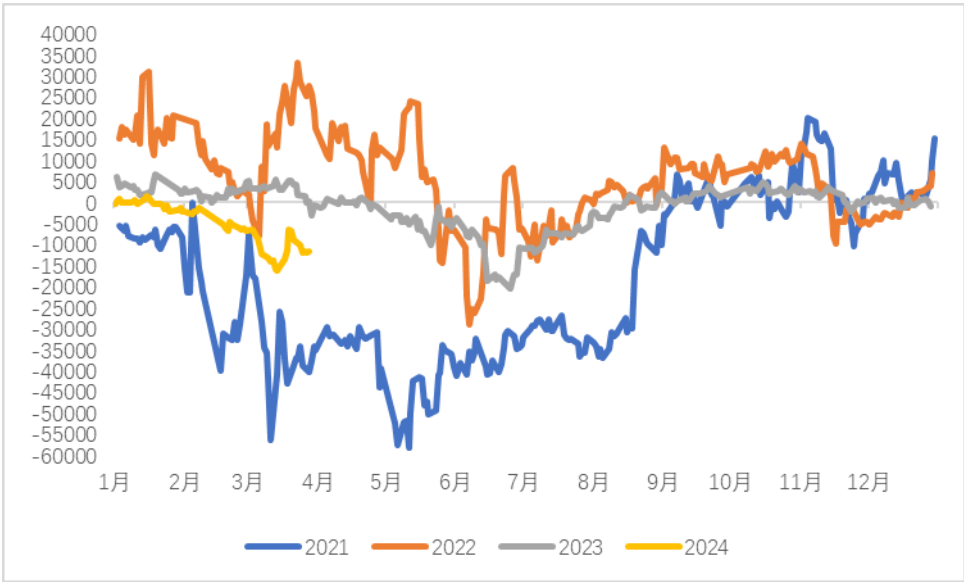
月进口增量还维持在约在 1000 吨级。进口窗口打开导致大量海外锡锭流往国内。不过，尽管国内消费锡终端需求释放一定的复苏信号，但总体弱于预期，在精炼锡产量变化不大的情况下，消费增量难以弥合进口增量，导致了库存的高位积累。

图 13 沪锡库存变化



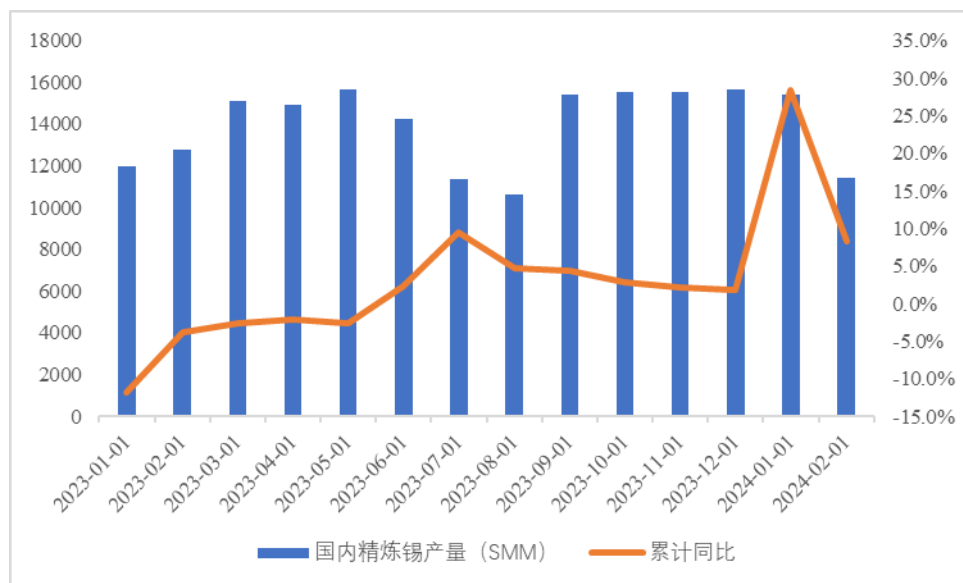
数据来源：SMM, 永安期货研究中心

图 14 锡锭进口盈亏



数据来源：SMM, 永安期货研究中心

图 15 我国精炼锡产量

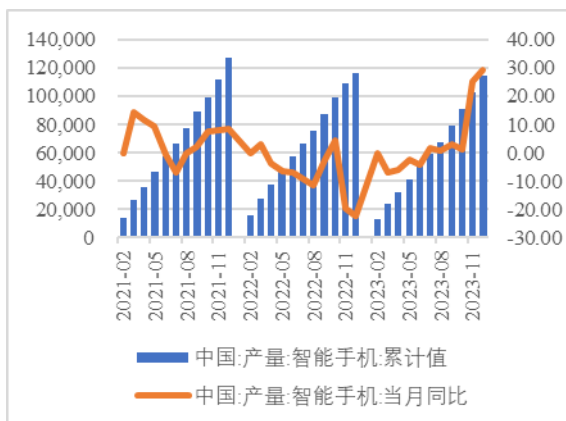


数据来源：SMM, 永安期货研究中心

我国锡下游的消费主要包括电子消费（半导体用锡）、新能源消费（其中包括光伏焊带用锡和汽车制造用锡）、马口铁（镀锡板）以及锡化工等消费环节。

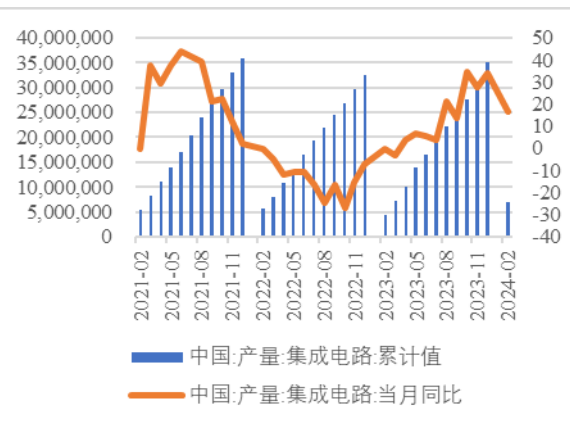
电子消费方面，出现了一定的复苏，我国智能手机、集成电路四季度消费保持超过了 10% 的同比增长，超过了同期的表观消费增速。工信部数据统计，24 年 1-2 月，手机产量 2.34 亿台，同比增长 26.4%，其中智能手机产量 1.72 亿台，同比增长 31.3%，但环比下滑了约 5%；微型计算机设备产量 4381 万台，同比下降 1.3%；集成电路产量 704.2 亿块，同比增长 16.5%，回到了 22 年左右的水平，二季度预计同比继续保持 10% 以上的增长，预计能提供月均 700 吨左右的消费增量。

图 16 中国智能手机产量



数据来源：WIND, 永安期货研究中心

图 17 中国集成电路产量

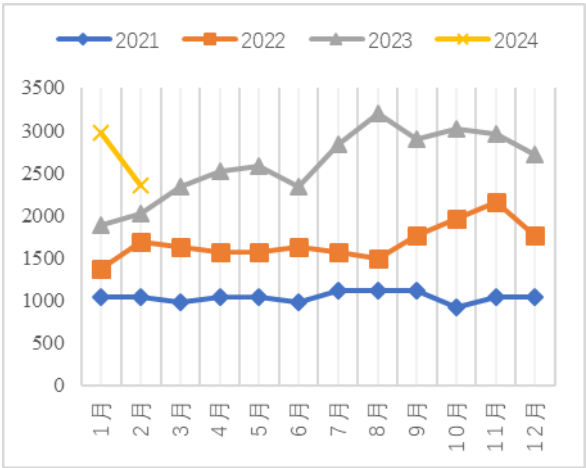


数据来源：WIND, 永安期货研究中心

国内新能源终端消费用锡增速放缓，消费增量收缩。23 年光伏组件终端用锡约 3 万吨，同比增长 55.4%，远高于表观消费增速。不过，由于产能扩张过快，光伏在 23 年四季度环比出现了一定的下滑，中小企业已开始规模减产，进入 24 年连续两个月环比下降超

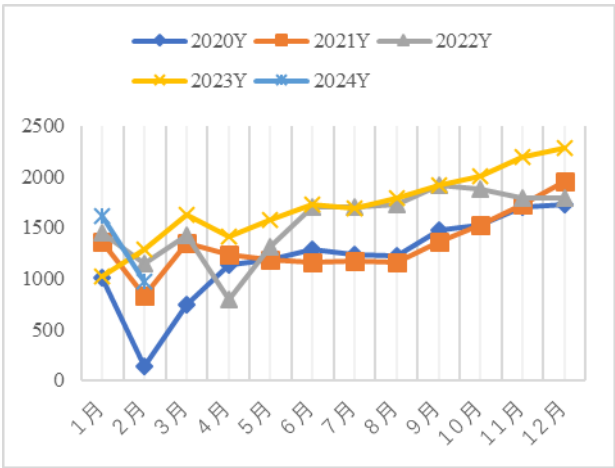
15%，2 月同比下降 1.3%，消费增速不及预期兑现，预计一季度光伏消费出现负增长，可能出现消费减量。23 年汽车终端用锡约 2 万吨，同比增长约 10.1%，略高于表观消费增速，近三年保持较为稳定的增幅，每年约增加 2000 吨用锡。进入 24 年受消费淡季影响产量有所回落，预计一季度同比变化不大，消费增量不变。新能源汽车需要观望新能源汽车是否能实现进一步智能化，突破市场渗透率技术性饱和的约束。

图 18 光伏消费用锡拟合



数据来源：永安期货研究中心

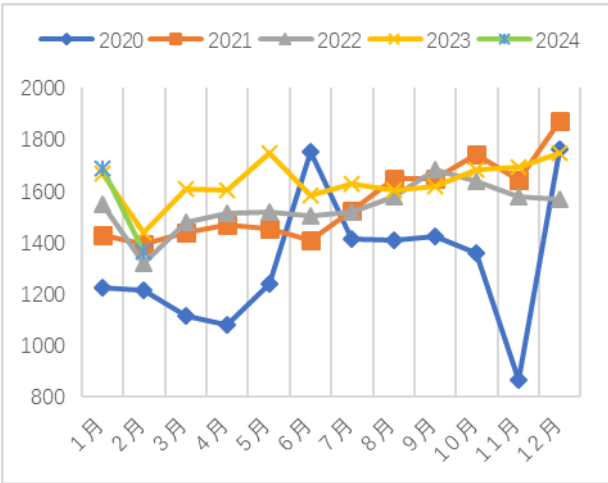
图 19 汽车消费用锡拟合



数据来源：永安期货研究中心

马口铁用锡消费出现回暖，23 年较 22 年略有增长，24 年持中性乐观态度。23 年马口铁市场随着 PMI 的回升略有增长，累计同比增长 6.3%。进入 24 年继续保持上季度的环比增速（2 月季节性淡季），保持在月 1700 吨左右的量级，预计一季度同比变化不大，提供月均 50 吨左右的消费增量。

图 20 马口铁消费用锡拟合



数据来源：永安期货研究中心

图 21 镀锡板社会库存



数据来源：钢联，永安期货研究中心

表 5 消费拟合得到的库存变化量与实际库存变化量的验证

| | 精炼锡 产量增 量 | 精炼锡 净进口 增量 | 精锡供 应增量 | 电子消费 用锡环比 增量 | 汽车用锡 环比增量 | 光伏用锡 环比增量 | 镀锡板用 锡环比增 量 | 其他用锡环比 增量 | 用锡总量 增量测算 | 拟合库存 变化量 | 实际库 存变化 量 |
|------------|-----------------|------------------|------------|--------------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|-------------|-----------------|
| 2023-11-30 | 37 | 2055 | 2092 | 750 | 179 | -60 | -79 | -100 | 1140 | 1052 | -1711 |
| 2023-12-31 | 125 | -216 | -91 | 850 | 90 | -242 | 1 | -500 | -751 | 260 | 2409 |
| 2024-01-31 | -295 | -1339 | -1634 | -1200 | -660 | -405 | 83 | -200 | -1082 | 348 | 374 |
| 2024-02-29 | -3930 | -2504 | -6434 | -600 | -644 | -472 | -325 | -800 | -2041 | -3193 | 2717 |
| 2024-03-31 | 3579 | -65 | 3514 | 1200 | 774 | -165 | 336 | 200 | 2269 | 1169 | 2384 |
| 2024-04-30 | -200 | -250 | -450 | 600 | -100 | -120 | 80 | 100 | 560 | -1010 | |

数据来源：永安期货研究中心

综上，24 年一季度锡终端消费部分回暖，但不及预期，电子消费和马口铁复苏有限，新能源板块增速放缓，无法填补同期海外进口流入的增量，导致库存不断累积。通过消费拟合的数据计算拟合库存变化量，发现从 23 年 11 月到 24 年 3 月库存变化趋势较为吻合，但实际库存变化量整体偏高，且在 23 年 2 月份累库严重，可能是因为社会仍存在较多隐性库存需要消化。目前存在两种可能：一，由于矿端偏紧的中短期预期不变，或将传导至精炼锡产量，精炼锡产量增幅有限，叠加进口量减少，供应端可能出现一定下滑；消费端整体走出淡季，环比保持增长，导致隐性库存消化速度提高，国内库存进入拐点；二，若消费继续不及预期，隐性库存消化不力，国内库存消费速度不及海外消费增速，有国内锡锭有概率流往海外，此时有内外反套机会。

四、 国内矿紧海外锭紧，消费回暖速度成关键制约点

矿端，缅甸佤邦长期停产、国内锡矿难以提升，现实面处于紧平衡，4 月初曼相矿区复产泡汤，复产预期再次延后，导致二季度矿端将进一步偏紧。锭端，海外印尼一季度出口下滑，导致 LME 持续去库，并流向中韩两国。锡锭库存由海外流向国内，国内锭端生产稳定，但国内消费增量不及预期，难以消化进口增量，导致累库高位。目前国内隐性库存较多，消费走出淡季后有望提高隐性库存消化速度，另一方面，若出口窗口有机会打开，国内库存由累库转向去库节奏。考虑到供应端印尼出口恢复速度和产量下滑、LME 多种锡锭品牌暂停注册，矿端增量只有刚果的延期项目且短期内难以兑现，即使国内出口海外，LME 在短期内转为累库趋势概率不大。届时可能出现海内外双去库，谨慎关注内外反套机会。基本面是否向好主要取决于二季度消费的回暖速度，目前来看中短期锡价较为强势，若消费回暖速度继续不及预期将面临利空。

免责声明：以上内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但我司对信息来源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。我们提供的全部分分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，您应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果，凡据此入市者，我司不承担任何责任。我司在为您提供服务时已最大程度避免与您产生利益冲突。未经我司授权，不得随意转载、复制、传播本网站中所有研究分析报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我司均不承担任何责任。