

锡：花有重开日

中粮期货研究院 徐婉秋

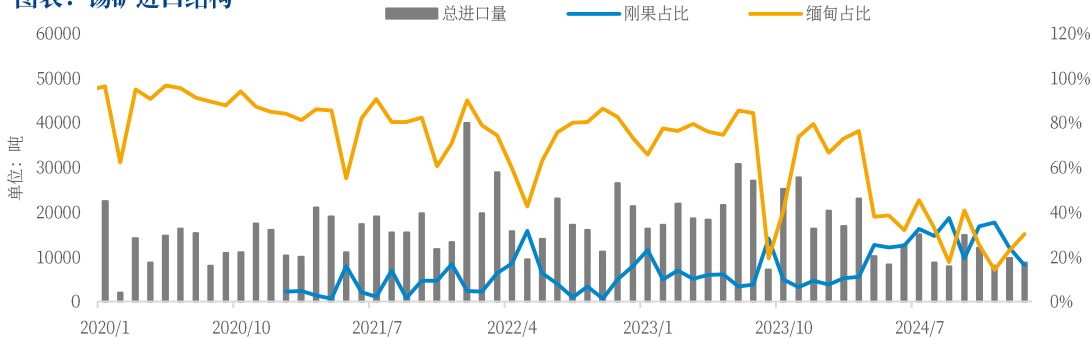
交易资格证号：Z0019515

2025-4-10

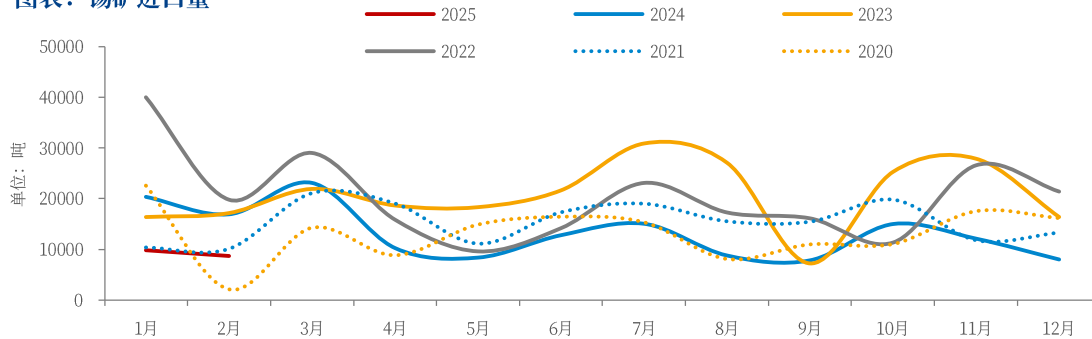
- 锡矿的扰动较前期明显加剧，在消费端韧性仍存的预期下，供应端两国何时复产决定了锡基本面整体表现；
- 在未有更多宏观风险冲击的前提下，若刚果及缅甸的锡矿均未能快速复产，则矿端的紧张将逐步于锭端体现，锡价表现将呈震荡上行走势，预计沪锡区间[230000,320000]元/吨，对应伦锡区间[28000,41000]美元/吨，而后进入高位区间运行；
- 若刚果锡矿停产时间较短，缅甸锡矿于年内顺利复产，则锡基本面或难以支撑锡价，预计沪锡区间[190000,260000]元/吨，对应伦锡区间[24000,32000]美元/吨；
- 若宏观风险再度冲击市场，叠加锡矿复产预期，则锡价或打开向下空间；
- 前期比价持续走低，伴随后续国内消费回升推动库存存在去化预期，而印尼出口环比恢复，关注比值修复带来的阶段性内外反套机会。
- 风险提示：刚果（金）、缅甸锡矿复产进度；印尼出口政策；美国加征关税带来的经济预期；

关注点一：原料扰动加剧

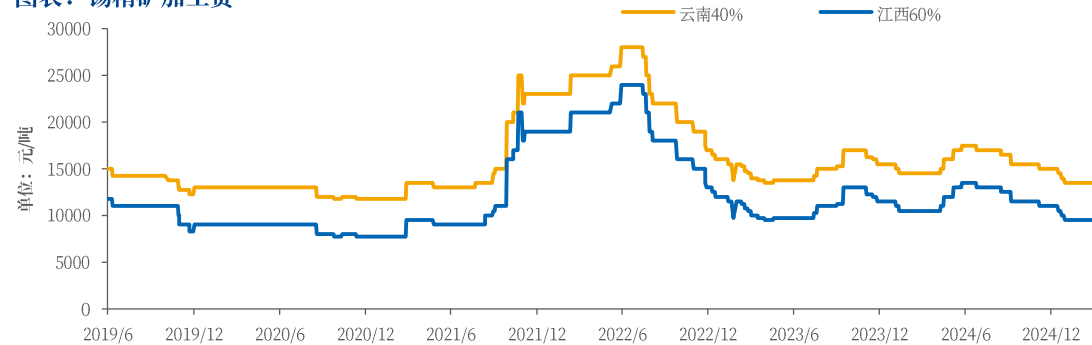
图表：锡矿进口结构



图表：锡矿进口量



图表：锡精矿加工费



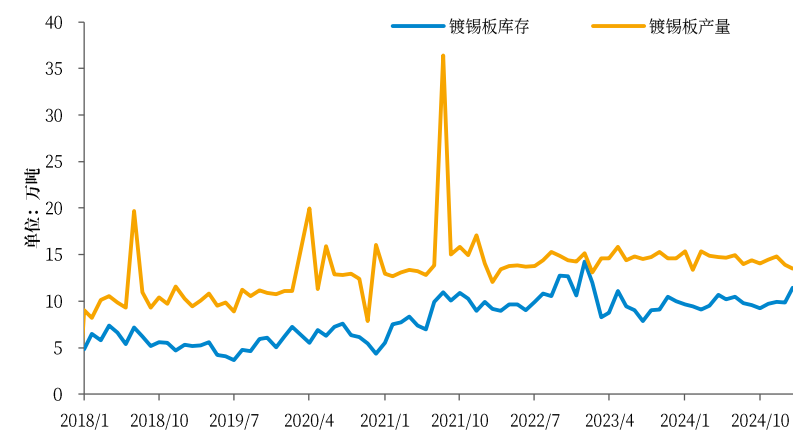
一季度以来，锡矿端供应扰动加剧：

- 2月26日，缅甸发布《办理开采、选厂、探矿许可证的流程》，标志着佤邦锡矿的复产正式进入筹备阶段，该文件明确采矿许可证的申请流程，但实际复产进程仍需时日，预计产量将于下半年逐步释放。
- 3月13日，受刚果（金）当地武装冲突的影响，Alphamin Resources旗下的Bisie锡矿停产，该座矿山去年锡精矿产量约为1.7万吨，占全球锡矿产量近6%，今年目标提升至2万吨，贡献了全年大部分的锡矿增量。
- 3月28日，缅甸发生强地震，佤邦本应进行的复产会议随之延迟，而受到地震影响的矿山及物流状态似乎难以如市场预期于年中复产，这对在刚果（金）停产后本就偏紧的锡矿供应来说，无疑是雪上加霜。
- 4月3日，MSC宣布，由于4月1日马来西亚雪兰莪州Putra Heights发生的天然气管道爆炸事件，该公司冶炼厂的天然气供应已经中断，导致锡供应的中断，何时恢复供应需等待另行通知。
- 4月9日，Alphamin Resources宣布，公司位于刚果（金）东部的Bisie锡矿将恢复运营。公司现已启动“分阶段复产”计划，将在密切监测安全局势的同时，逐步调回员工并分阶段重启生产。

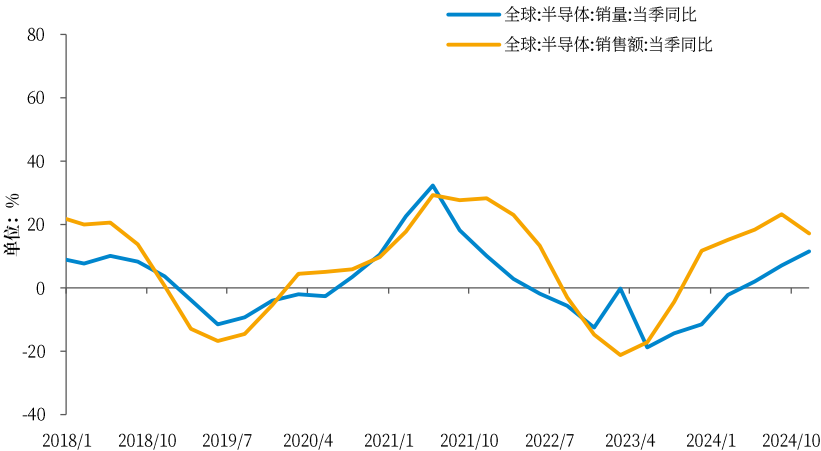
关注点一：基本面核心矛盾扭转

	2021	2022	2023	2024	2025E 刚果（金）未停产 佤邦年中复产	2025E 刚果（金）停产 佤邦不复产	2025E 刚果（金）复产 佤邦Q3复产	2025E 刚果（金）复产 佤邦不复产
产量	37.9	38.0	37.1	37.2	38.2	35.8	37.6	37.2
增速		0.3%	-2.3%	0.1%	2.9%	-3.6%	-1.6%	0.1%
消费量	39.0	38.0	35.9	37.3	37.5	37.5	37.5	37.5
增速		-2.6%	-5.4%	3.8%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
平衡	-1.08	0.06	1.22	-0.11	0.77	-1.63	0.16	-0.24

图表：国内镀锡板表现



图表：全球半导体销售



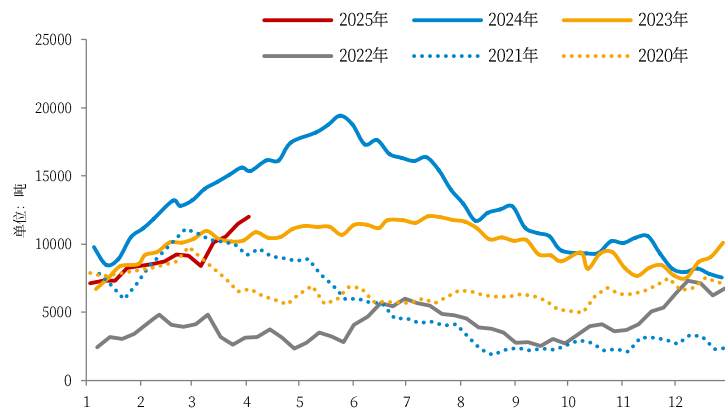
数据来源：SMM，中粮期货研究院

- 锡下游消费整体韧性仍存，预计全年全球精炼锡消费增速约为0.5%。半导体行业仍处于上升周期；光伏领域表现持续清淡，但上半年光伏531新政带来的抢装潮或有支撑。
- 原假设：未有刚果（金）锡矿扰动，佤邦锡矿于年中正常复产，则全球精炼锡供应增速约为2.9%，供需平衡呈小幅过剩7700吨；
- 情景一：刚果（金）锡矿停产至年末，佤邦锡矿全年未能复产，则全球精炼锡供应增速约为-3.6%，供需平衡将转向大幅短缺16000吨；
- 情景二：刚果（金）锡矿于近期复产，佤邦锡矿Q3复产，则全球精炼锡供应增速约为-1.6%，供需平衡将转向小幅过剩1600吨；
- 情景三：刚果（金）锡矿于近期复产，佤邦锡矿不复产，则全球精炼锡供应增速约为0.1%，供需平衡将转向小幅短缺2400吨；

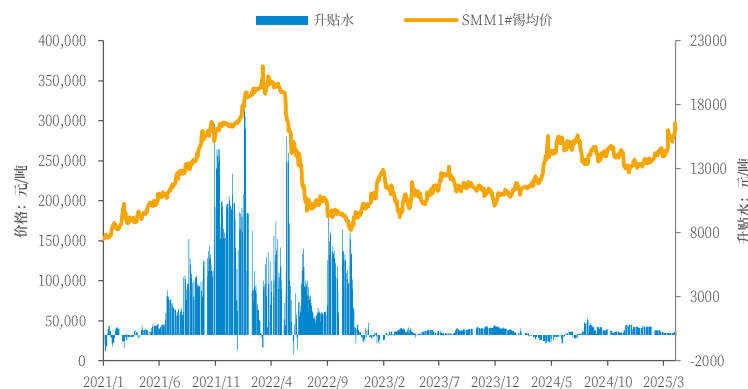
关注点二：国内外库存趋势分化

- 一季度以来，国内外锡锭库存趋势出现分化，国内社会库存因季节性淡季、产量高位等影响而持续累积，LME库存因供应偏低而持续去化。截至目前，国内社会库存相较于1月初已增加3483吨至1.2万吨，LME锡锭库存相较于1月初已减少1725吨至3035吨。
- 国内累库持续，现货升贴水表现偏弱；海外持续去库，支撑LME升贴水走强。

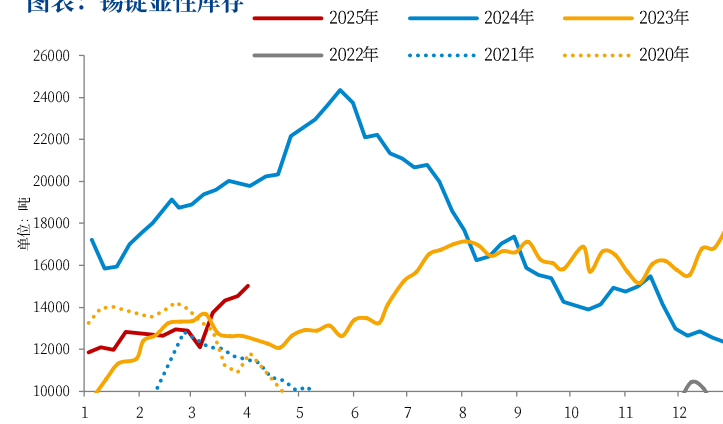
图表：锡锭社会库存



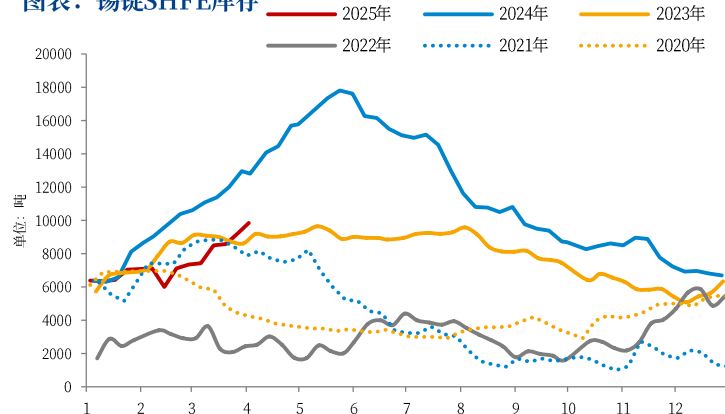
图表：SMM1#锡现货价及升贴水



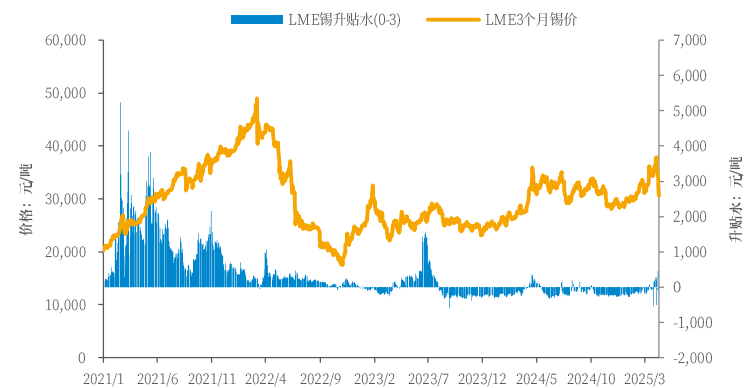
图表：锡锭显性库存



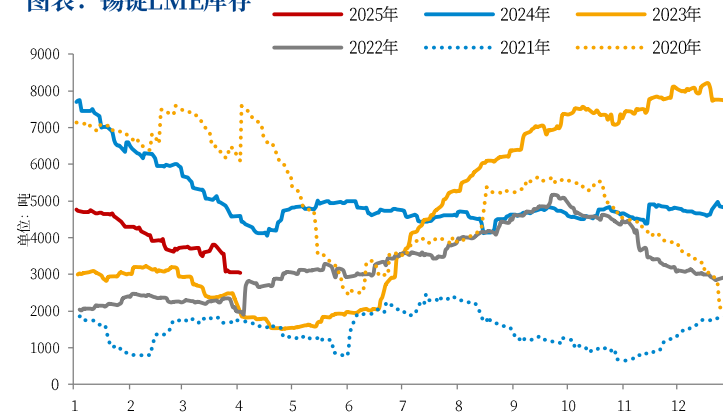
图表：锡锭SHFE库存



图表：LME锡价及升贴水



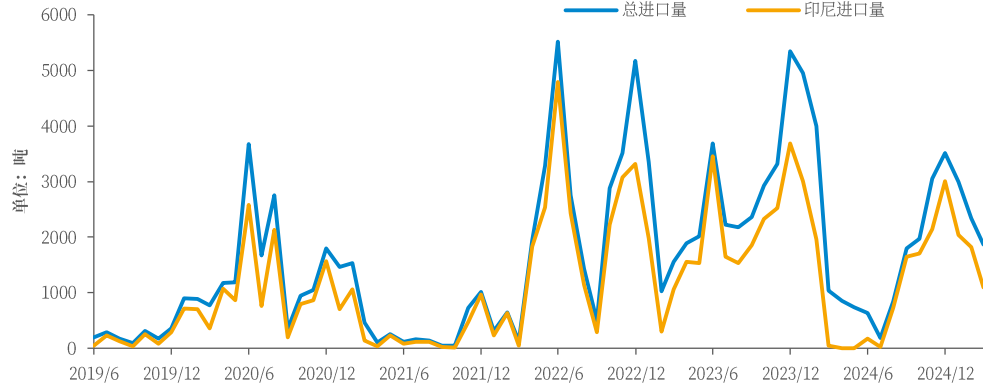
图表：锡锭LME库存



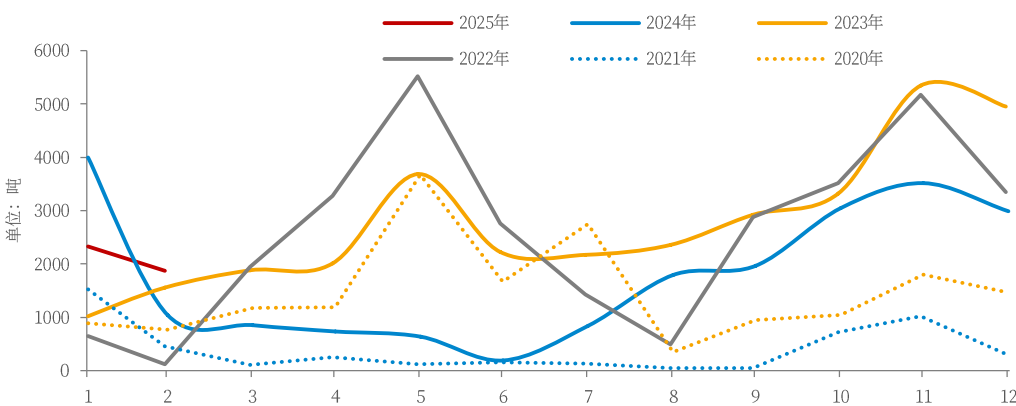
关注点二：关注后续比值修复的机会

- 2月沪伦比值快速下滑，精炼锡进口利润恶化，出口利润大幅回升。1-2月，精锡进口量约为4203吨，同比减少837吨，出口量约为4504吨，同比增加2496吨；
- 进入4月，伴随后续国内消费的回升，库存存在去化预期，而印尼出口环比恢复，关注比值修复带来的阶段性反套机会。

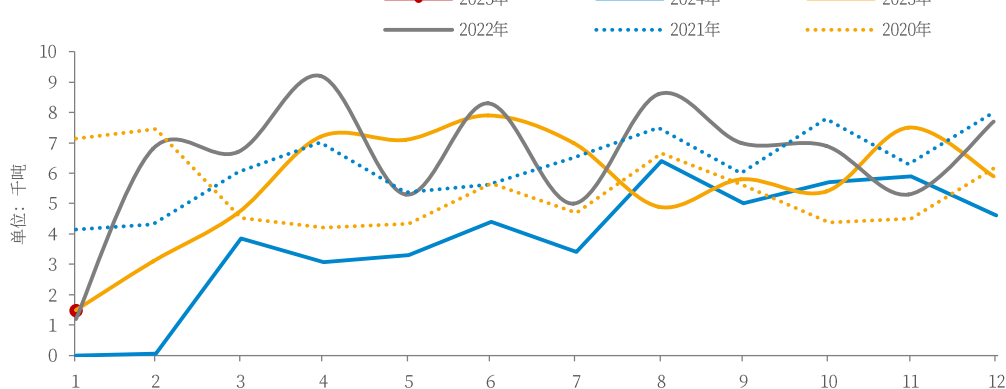
图表：我国锡锭进口-印尼



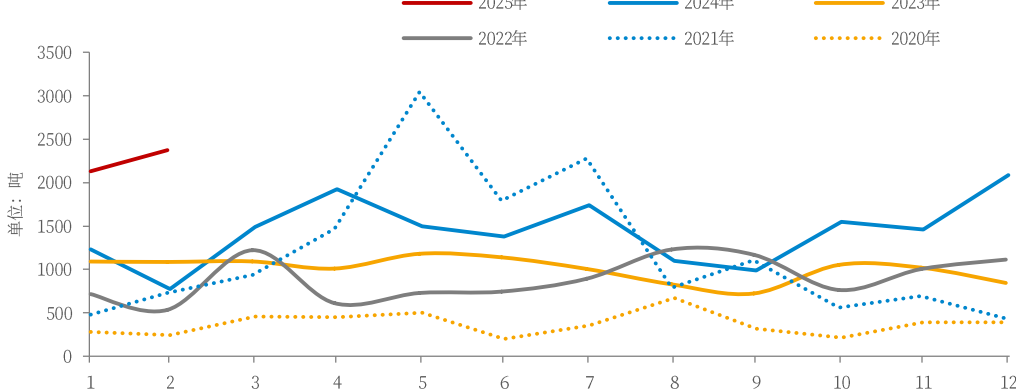
图表：精炼锡进口



图表：印尼锡锭出口



图表：精炼锡出口



1. 期货、期权、场外以及掉期等金融衍生品业务交易风险性较高，并不适合所有交易者。交易者应在交易前充分了解相关知识和交易规则，依据自身经验和经济实力及投资偏好，谨慎的决定相关交易。
2. 中粮期货有限公司（“本公司”）是上海、大连、郑州、广州四家期货交易所会员，也是中国金融期货交易所全面结算会员。
3. 本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格。
4. 本报告系本公司分析师依据合法公开或实地调研取得的资料做出，反映了分析师个人在撰写与发表本报告期间的不同设想、见解、分析方法及判断，旨在与本公司客户及其他专业人士交流使用。
5. 所有对市场行情的预测皆具有推测性，实际交易结果可能与预测有所不同。本报告的观点和陈述不构成任何最终操作建议，仅供参考使用。交易者应当其独立判断、自主做出期货交易决策，并独立承担期货交易后果。任何根据本报告做出的投资决策及导致的任何后果，均与本公司及分析师无关。本公司及分析师不保证对市场的预判能够实现。
6. 本公司及分析师力求分析建议的客观公正，研究方法的专业谨慎，但对这些信息的准确性和完整性不做保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司及其他分析师可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。
7. 在法律允许范围内，本公司或关联机构可能会就报告中涉及的品种进行交易，或可能为其他公司的交易提供服务。本公司的关联机构或个人可能在本报告发表之前已经了解或使用其中的信息。
8. 本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权，任何人不得传送、发布、复制、歪曲、修改、链接截取、删减等其他方式展示、传播本报告之内容。

THANK YOU
感谢观看

