

锡月度观点更新：溢价回吐

中粮期货研究院 徐婉秋

交易资格证号：Z0019515

2025-2-28

- 供应：原料端呈强现实弱预期态势：现实端缅甸锡矿仍未复产，刚果（金）冲突又引发供应担忧，叠加国内矿山增产有限，锡矿整体供应量持续偏低；预期端佤邦锡矿进入复产前的正式筹备阶段，市场回到锡矿供应转向宽松的预期交易。精炼端，精锡受季节性影响开工率环比下滑，但整体仍处于历年同期高位；近期出口利润恶化，2月我国自印尼进口量环比下降，临近斋月，预计印尼出口将持续下滑。短期上，国内精炼锡供应增量相对有限，中期看若锡矿供应端有所恢复，预计精炼锡供应将明显增长。
- 需求：国内外消费有所分化：国内受春节假期影响叠加价格持续上行，下游消费表现相对清淡；海外消费相对良好，半导体行业正处于上行周期，高增速支撑锡需求。另外，国内Deepseek横空出世后，AI概念题材再度引发市场的关注，锡潜在需求预期随之提振，然而实质影响将于更远期才能体现。
- 结论：锡矿复产预期被再度确认，年内供需转向过剩的概率大幅提升，短期来看，春节后受供应扰动及AI题材炒作的溢价或将回吐，锡价将再度回归至节前的运行平台，后续关注缅甸复产进程及美国关税变化可能带来的预期偏差。
- 策略：逢高布空，沪锡目标价回到240000-250000元/吨运行；关注沪伦比值，择机布局内外反套；
- 风险提示：缅甸锡矿复产进度不及预期，关税政策超预期，中美需求超预期

锡价回顾-2025年YTD

日线 沪锡主连

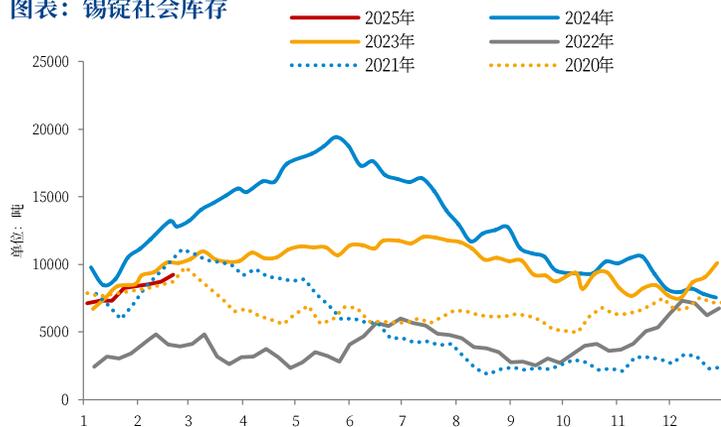


数据来源: iFind, 中粮期货研究院

关注点一：国内外库存趋势出现分化

- 自1月以来，国内外锡锭库存趋势出现分化，国内社会库存受季节性影响持续累积，LME库存因海外消费转好而持续去化。截至目前，LME锡锭库存相较于1月初已减少1085吨，降幅基本均来自于亚洲仓库巴生港。近期有传言称外盘有挤仓风险，我们认为其发生的概率较低：一是全球显性库存并不处于极低水平，且当前仍呈累库状态；二是LME的升贴水结构虽然有所收窄，但仍处于Contango的阶段；三是从海外的持仓角度，多头的集中度相对较低。另外，当前出口窗口暂未打开，若库存分化趋势持续，推升出口利润回升，国内锡锭必将由此流入海外，对LME库存形成一定压力，届时可考虑布局内外反套。

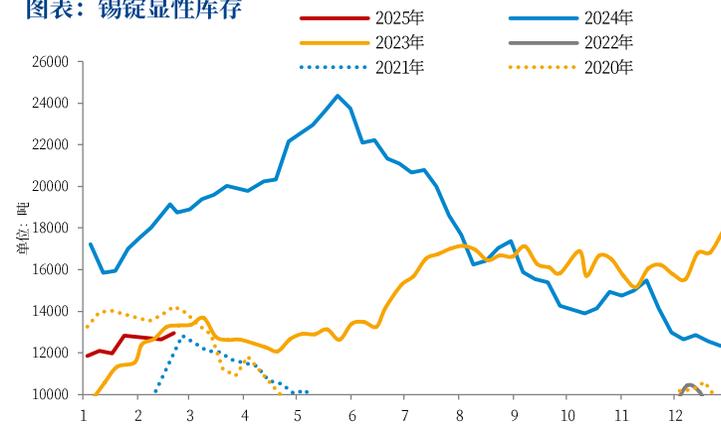
图表：锡锭社会库存



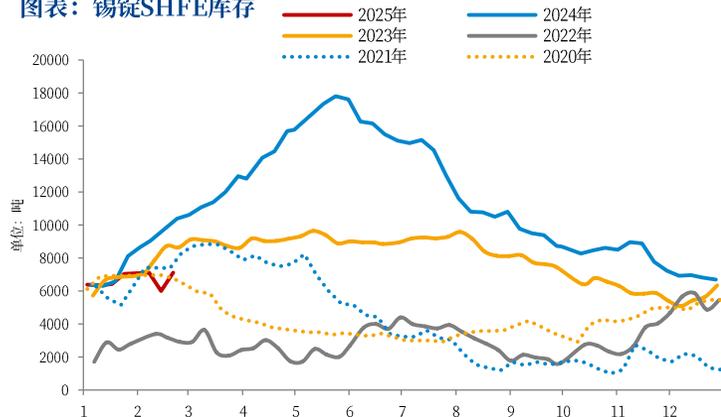
图表：SMM1#锡现货价及升贴水



图表：锡锭显性库存



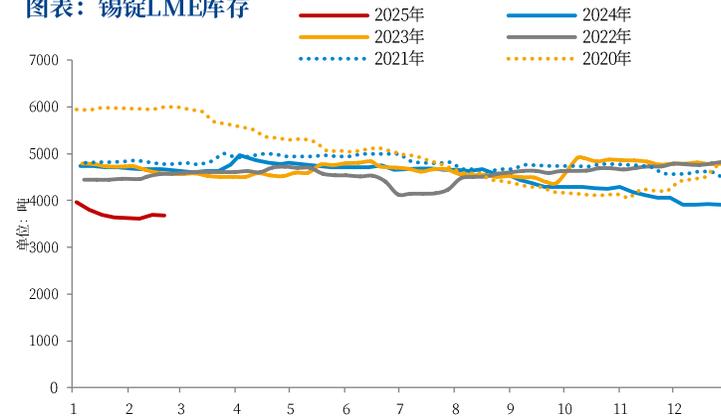
图表：锡锭SHFE库存



图表：LME锡价及升贴水



图表：锡锭LME库存



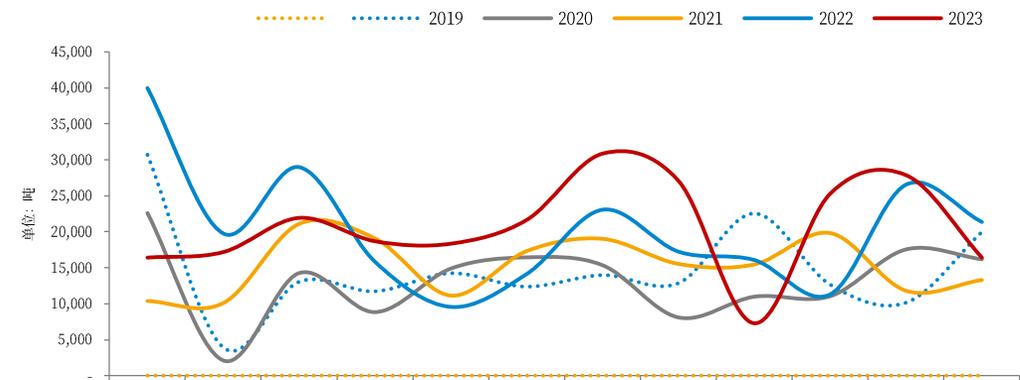
关注点二：原料扰动加剧

- 本月锡矿端扰动加剧，1月末刚果（金）爆发武装冲突，由于我国2024年锡矿进口中，刚果（金）占比约22%，且这一占比因缅甸锡矿进口大幅下滑而逐月提升，因此该突发事件引发国内对于锡矿供应的担忧。然而目前来看，该事件的实际影响相对有限。
- 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。根据进口数据，佤邦2023年禁矿前，我国自缅甸进口锡矿月均约1.2-1.5万吨，而目前，每月仅1000-6000吨不等，因此，若锡矿今年顺利复产，预计全年缅甸锡矿进口同比将增3-4万吨。短期上锡矿供应依然偏紧，关注佤邦当地生产进程会否快于预期。

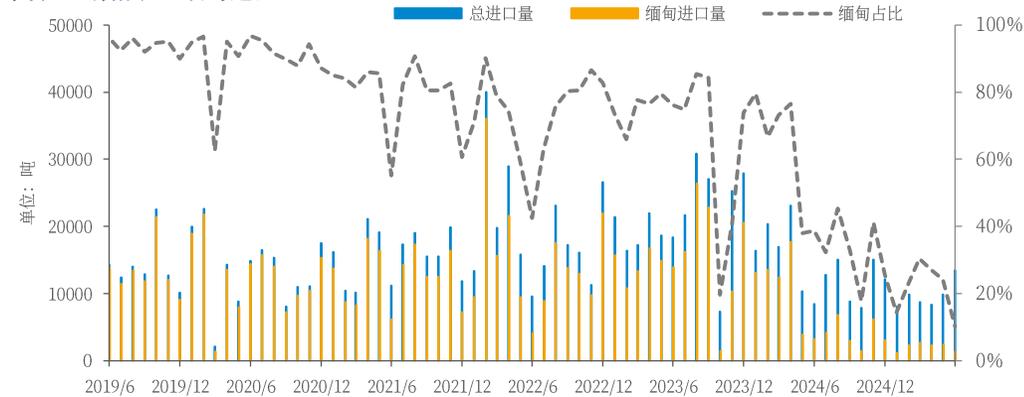
图表：锡精矿加工费



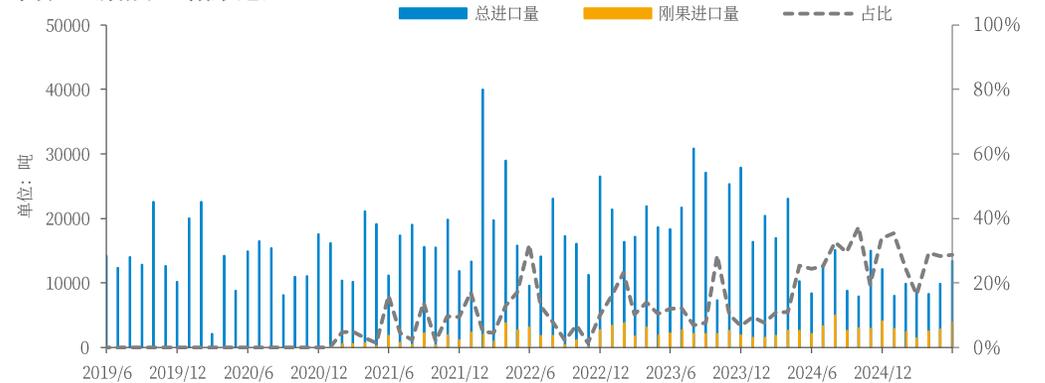
图表：锡矿进口量



图表：锡精矿：缅甸进口

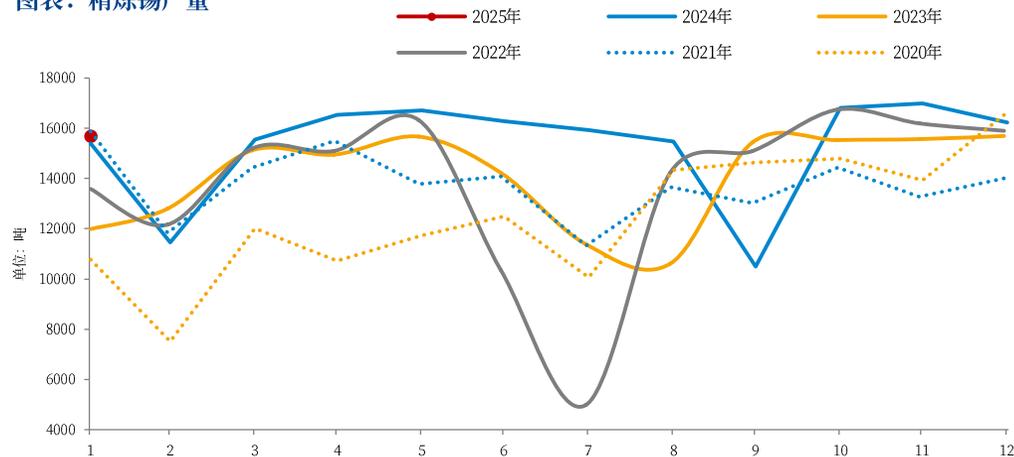


图表：锡精矿：刚果进口

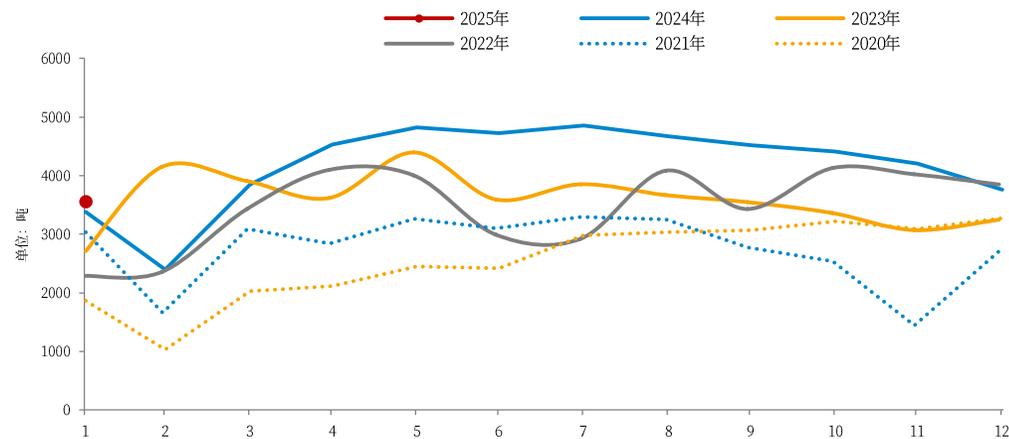


锡锭：精炼锡产量持续维持高位

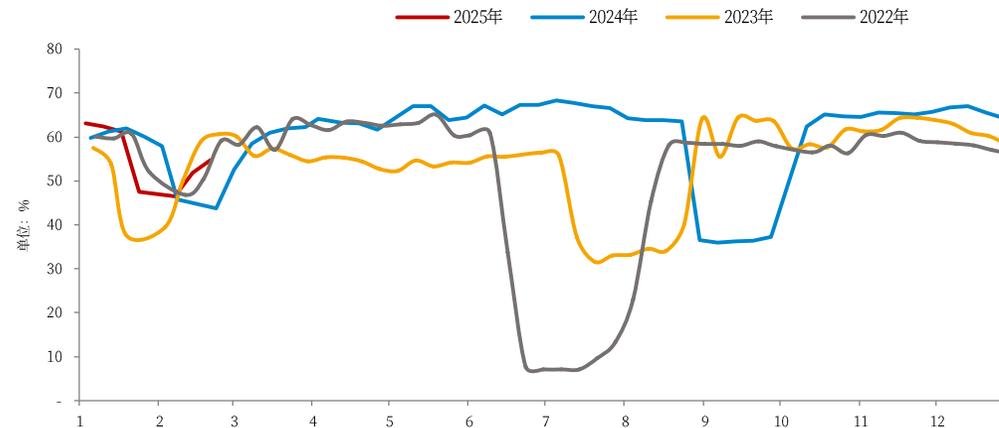
图表：精炼锡产量



图表：再生锡产量



图表：云南及江西锡锭开工率



- 2月，云南及江西锡锭平均开工水平受季节性影响环比下滑5.6%至53.1%，同比去年偏高4%，截至目前两省精炼锡单月产量约为1.03万吨，同比去年增加0.06万吨；1月，国内精炼锡产量约为1.57万吨，环比12月减少0.05万吨，同比增加2%，整体产量处于历年同期最高水平；
- 截至1月，国内再生锡产量约为3560吨，同比去年增加180吨，再生锡供应处于近六年来最高水平。

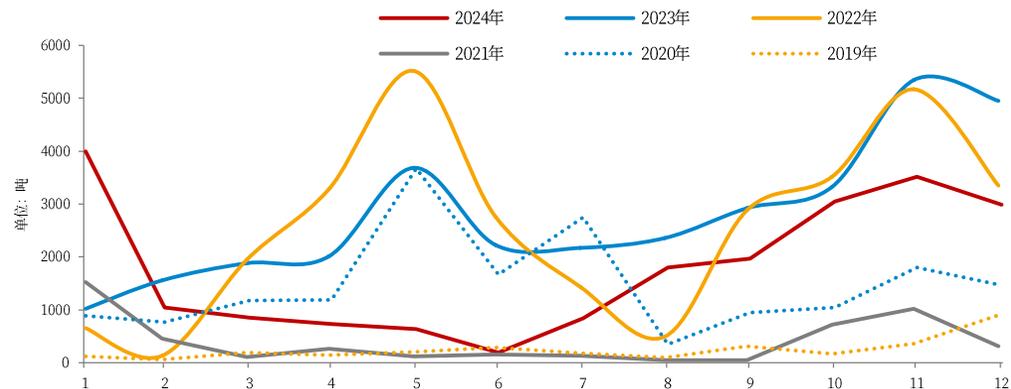
进出口：比值下滑，进口量或将显著减少

- 受美国关税预期影响，2月沪伦比值快速下滑，精炼锡进口利润恶化，出口利润随之回升，预计2月精锡进口量将有显著下滑，出口或有回升；
- 2024年，我国锡锭进口约为2.16万吨，同比减少1.19万吨，出口约为1.72万吨，同比增加0.51万吨。截至12月，印尼锡锭出口环比下滑至4600吨，我国自印尼进口精锡减少970吨至2039吨，后续关注印尼出口情况。

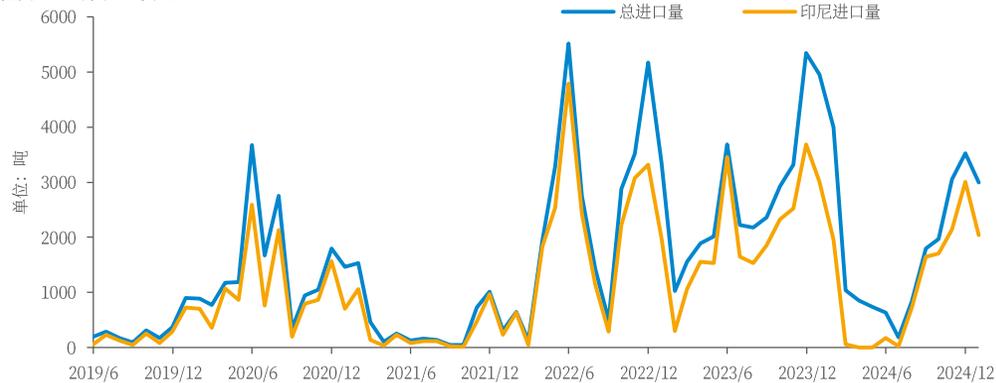
图表：精炼锡进口盈亏



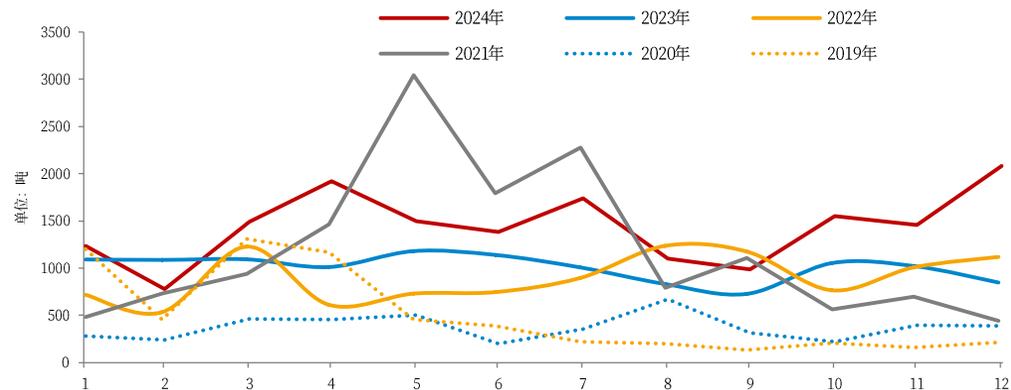
图表：精炼锡进口



图表：锡锭-印尼进口



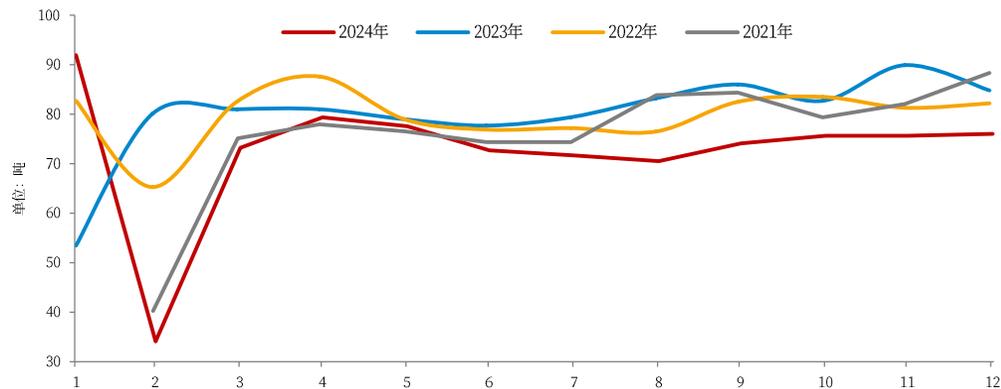
图表：精炼锡出口



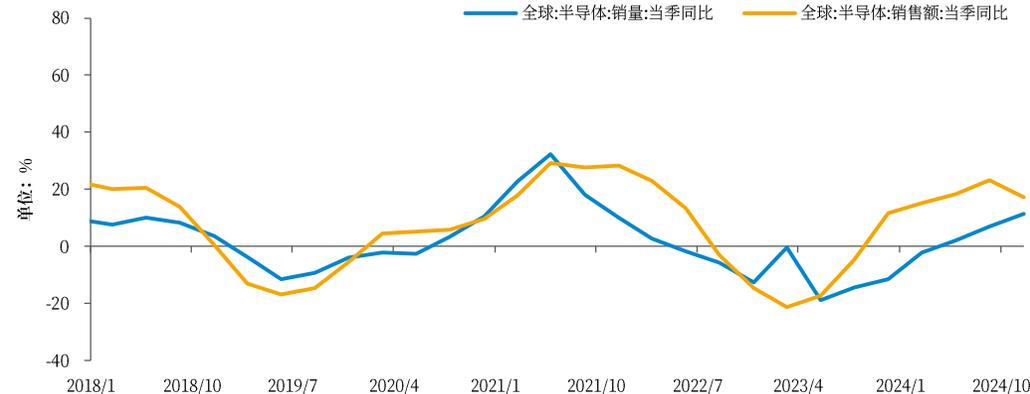
下游：消费表现有所维持

- 锡焊料开工维持偏低往年同期的水平，截至12月，焊料企业开工率约为76%，环比上升0.4%，整体表现相对清淡；
- 锡下游表现有所分化，半导体行业处于上升周期，截至2024年四季度，全球半导体销量同比增11.5%，环比上升4.5%；光伏领域表现持续清淡，光伏焊带加工费维持历史最低水平；总体上，锡的消费端表现较为一般，但国内外AI概念题材或将提振潜在的需求预期，实质影响将于更远期才能体现。

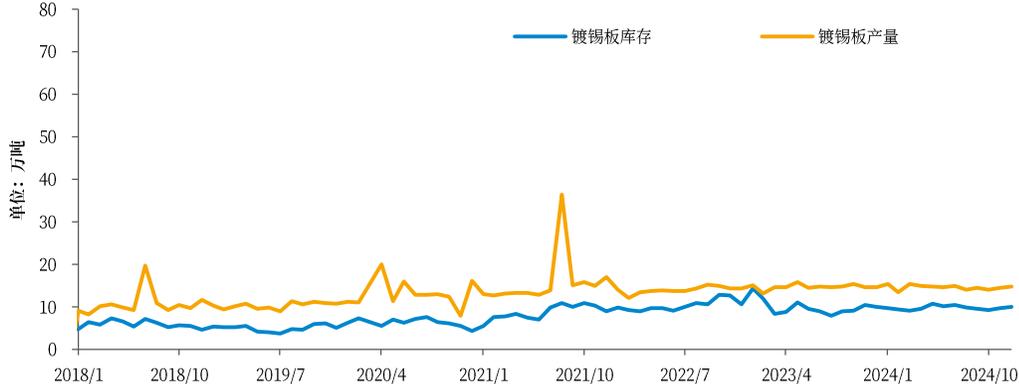
图表：锡焊料月度开工



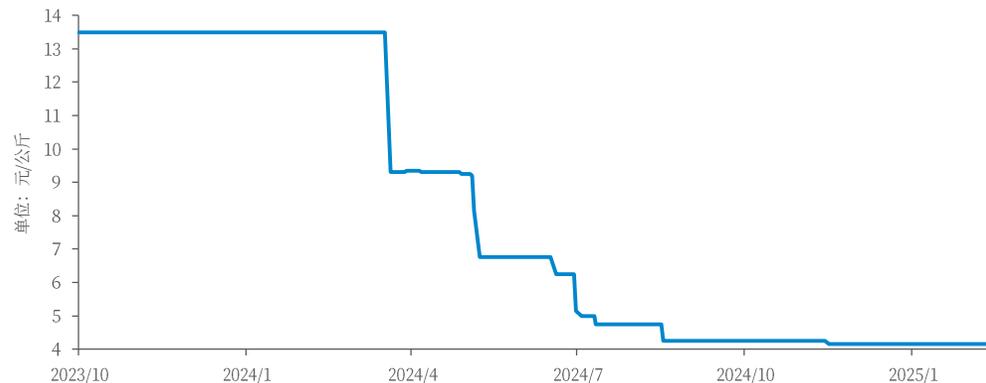
图表：全球半导体销售



图表：国内镀锡板表现



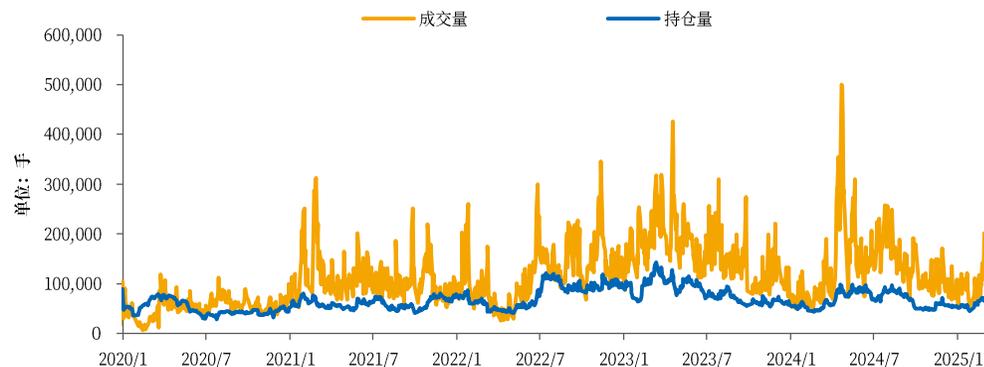
图表：MBB光伏焊带加工费



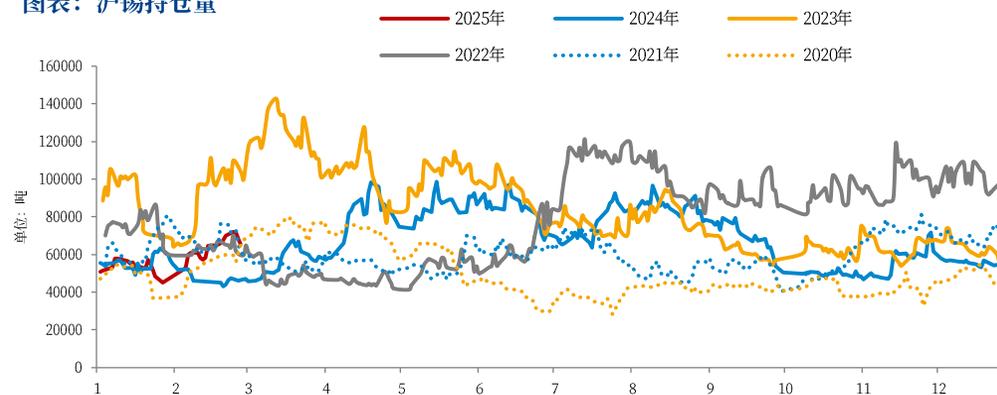
持仓：持仓量快速回升

- 2月，沪锡持仓量快速回升，但于月末有所下降，目前约为6.1万手，整体处于除2023年之外的较高水平；
- LME基金多头持仓占比同样快速回升至17.5%，空头持仓下降至3.4%；LME投资公司及信贷机构多头及空头持仓快速下滑，但多头持仓依然占优，目前约为44%，空头持仓占比约为40%。

图表：沪锡成交量及持仓量



图表：沪锡持仓量



图表：LME锡投资公司或信贷机构持仓占比



图表：LME锡投资基金持仓占比



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