

2025年10月9日

矿端逐渐转松，上行空间有限

——沪锡2025年四季度投资策略

分析师：

彭亚勇

从业资格证号：F03142221

投资咨询证号：Z0021750

电话：021-68757827

邮箱：pengyy@qh168.com.cn

投资要点：

- **宏观：**美国进口平均有效关税税率达 18%，处 80 年来高位。当前美国经济受关税与移民两大因素冲击，虽软着陆是基准预期，但不确定性犹存。在此情形下，企业与居民信心不足。而美联储降息预期虽从估值上提振锡价，但如今美国衰退概率增加，且历史上降息时锡价多因经济基本面偏差而下挫。
- **供给：**我国锡精矿进口量仍处于近年同期低位，缅甸佤邦已经下发采矿许可证，完全达产仍需要一定周期；非洲受电力和运输影响，进口不及预期，影响偏短期，预计后期发运回升。9月锡冶炼企业开工率大幅下降，连续三周仅为30%水平，但10月云南冶炼企业检修结束，预计开工率将回升。至于进口端，进口窗口关闭，处于大幅亏损状态，预计四季度进口量不高。
- **需求：**国内光伏电池产量增长，组件出口显著增加，光伏玻璃开工率维持低位。光伏是锡焊料重要下游，前期抢装透支后期装机需求，6月、7月、8月国内新增光伏装机分别同比降低38%、45%、55%。全球半导体销售额保持增长，国内半导体产销上升，手机、计算机等终端电子产品表现尚可。锡化工方面，PVC产量处于高位。整体来看，终端需求疲软，目前处于季节性旺季，订单回升幅度有限，下游恐高情绪依然浓厚，现货市场成交冷清，刚需采购为主，价格下跌刺激采购。
- **库存：**社会库存方面，截止9月26日，三地（上海、江苏和广东）库存总量为7890吨，较8月底的9161吨下降1271吨，9月以来先累库后去库，主要是由于矿端现实偏紧，以及云南大型冶炼厂检修，导致冶炼开工率处于低位，供应端收紧，加上下游终端节前补库。LME锡库存持续下降，截止10月8日库存为2505吨，较6月底的2175吨增加330吨。展望10月，冶炼开工回升，而需求虽有回升，但力度有限，预计库存将增加。
- **结论：**宏观方面，关税整体缓和，但仍远高于4月2日前的水平，不利于全球经济增长；美国经济虽有韧性，但仍处于放缓过程中，且美国经济存在衰退风险；国内政策难再大幅超预期。缅甸复产，矿端逐渐转松，云南冶炼检修结束，开工回升，而终端需求不佳，库存将缓慢增加。综上，近期锡价大幅上涨，预计向上空间有限。

正文目录

1. 行情回顾	4
2. 宏观	5
3. 供应端	5
3.1. 矿端：关注缅甸复产进度	5
3.2. 精炼锡：矿端现实偏紧，冶炼开工将回升	6
3.3. 供应小结	7
4. 需求端	7
4.1. 锡焊料：焊料消费不佳	7
4.2. 锡化工：产量维持高位	9
4.3. 需求小结	10
5. 库存：伦锡库存增加	10
6. 结论	11

图表目录

图 1 沪锡价格走势	4
图 2 伦锡价格走势	4
图 3 锡锭现货升贴水	4
图 4 沪锡月差结构	4
图 5 锡精矿进口量	6
图 6 锡精矿加工费	6
图 7 炼厂周度开工率	6
图 8 锡锭产量	6
图 9 锡锭现货进口盈亏	7
图 10 锡锭进口情况	7
图 11 锡焊料企业开工率	8
图 12 全球半导体销售周期	8
图 13 费城半导体指数 (SOX)	8
图 14 集成电路产量	8
图 15 集成电路出口量	8
图 16 手机产量	8
图 17 微型计算机设备产量	9
图 18 光电子器件产量	9
图 19 光伏电池产量	9
图 20 光伏组件出口量	9
图 21 光伏玻璃周度开工率	9
图 22 光伏玻璃企业库存天数	9
图 23 PVC 周度综合开工率	10
图 24 PVC 周度利润水平	10
图 25 PVC 国内产量	10
图 26 30 城商品房成交套数	10
图 27 锡锭社会库存	11
图 28 LME 库存	11

1. 行情回顾

7 月锡价整体处于震荡走势，波动不大，沪锡加权最低价为 260640 元/吨，最高价为 275800 元/吨，月底收盘价较上月下跌 0.98%。上中旬震荡下跌，主要是由于美元走强、特朗普对 25 国发关税函引起的关税担忧，以及缅甸佤邦下发采矿许可证。7 月 18 日-7 月 24 日，美元下跌，反内卷政策预期导致外围商品普涨而从情绪端利多，LME 锡库存下降引起逼仓担忧，在这些因素共同作用下，锡价上涨，最高接近 27600 元/吨。7 月 25 日-7 月 31 日，交易所先后对焦煤和多晶硅限仓，大幅下跌，情绪走弱；7 月政治局会议没有超预期，并且删去“低价”二字，政策有纠偏意图，大宗商品普跌，锡价跟随走弱。

8 月锡价整体处于震荡走势，波动不大，沪锡加权最低价为 263070 元/吨，最高价为 273450 元/吨，月底收盘价较上月上涨 3% 左右。8 月 1 日-12 日，锡价震荡上涨，中美经贸谈判具有建设性，美国与欧盟、日本达成贸易协议，市场风险偏好回升；于非农数据大幅走弱，以及提名临时美联储理事，美联储降息预期大幅抬升至 3 次，每次 25BP；更为重要的是大宗普遍上涨，上涨氛围浓厚，带动锡价上涨。8 月 13 日-22 日，锡价震荡下跌，大宗商品情绪回落，带动锡价下跌。8 月 25 日-29 日，上涨，鲍威尔在杰克逊霍尔年会上释放鸽派信号，美元大幅下跌，商品普涨；其中 27 日主要是由于铜铝上涨带动锡价上涨；云南大型冶炼企业检修预期刺激价格上涨。

9 月锡价处于宽幅震荡态势，整体在 268000-275000 元/吨区间震荡，两次跌至 268000 元/吨附近均获得支撑，两次涨至 275000 元/吨附近也承压回调。月初最高接近 280000 元/吨。9 月 29 日夜盘，印尼下令打击非法锡矿开采消息刺激盘面大幅上涨，沪锡加权一度涨至 282950 元/吨，创近半年最高位，之后市场证实印尼国内出口不会受到打击非法采矿的影响，锡价大幅回落，收长上影线。

图 1 沪锡价格走势



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 2 伦锡价格走势

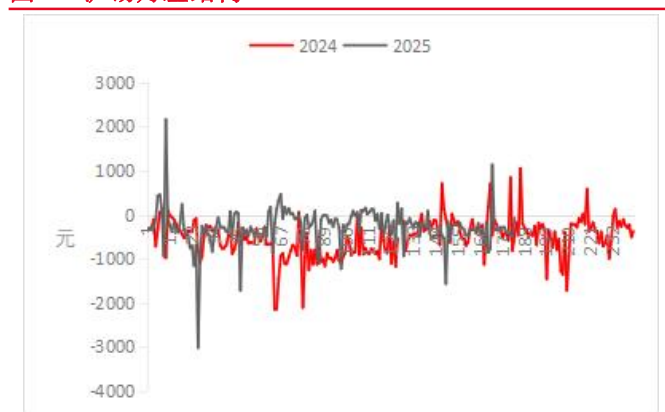


资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 3 锡锭现货升贴水



图 4 沪锡月差结构



资料来源：iFinD，东海期货研究所

资料来源：iFinD，东海期货研究所

2. 宏观

美国经济面临关税和移民两大逆风，虽然软着陆是基准预期，但不确定性仍存。关税方面，虽然关税税率最终低于4月2日公布的税率，但美国进口有效税率仍处于上世纪30年代以来的最高水平，达到18%左右。移民方面，近几个月移民数量锐减，导致劳动力供应萎缩，推升工资，并进一步推高通胀，制约美联储降息空间，并从总需求端抑制经济增长。美国企业端和居民端信心并不足，企业将放缓投资支出和招聘，而居民则降低消费和增加储蓄，这会导致美国就业继续走弱，进一步制约消费，形成恶性循环。

美联储降息，从估值上提振锡价，24年锡价的飙升便有降息的影子，但此一时彼一时，当时软着陆是市场主流预期，美国经济增长率年化仍有3%，如今衰退的声音却渐渐多了起来，衰退概率高于当时。另外，历史观察，与普遍认知相反，加息往往对应着价格上涨，降息则对应价格下跌，逻辑在于降息时经济基本面偏差，而经济基本面对锡价的影响更为重要。

3. 供应端

3.1. 矿端：关注缅甸复产进度

8月锡精矿进口量为10267吨，这个数量是近几年以来的同期次低水平，仅略高于去年同期的8798吨，同比增加16.7%。1-8月，锡精矿累计进口82673吨，同比下降28.43%。

分国别看，缅甸8月进口2092吨，刚果金为2453吨，尼日利亚为1534吨，澳大利亚为1308吨，四国合计为7386吨，占进口总量的72%，集中度进一步提升。缅甸同比下滑，环比增加，24年同期为2894吨，同比下降11.7%，降幅缩窄；刚果金7月进口同环比均下降，去年同期2606吨，同比降3.1%；澳大利亚进口增加，去年同期为1173吨，同比增加7.1%；尼日利亚进口增加，达到1534吨，较去年的1139吨上升61%，7月刚果金仍是成为我国锡精矿第一大进口国，进口下降是由于由于运输周期延长和电力问题，问题解决之后，预计发运增加。

截止9月底，云南40%锡精矿加工费已经下降至12200元/吨，江西60%锡精矿加工费降至8200元/吨，已经是近五年来的低位，尤其是江西60%锡精矿加工费距离最低7750元/吨不足500元/吨，反映了矿端紧张正在逐步影响冶炼厂的加工利润。从去年6月以来，加工费持续下滑，相较于高点，云南40%锡精矿加工费从高点17600元/吨已经下降5400元/吨，江西60%锡精矿加工费从高点13600元/吨下降5400元/吨。

图5 锡精矿进口量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图6 锡精矿加工费



资料来源：iFinD，东海期货研究所

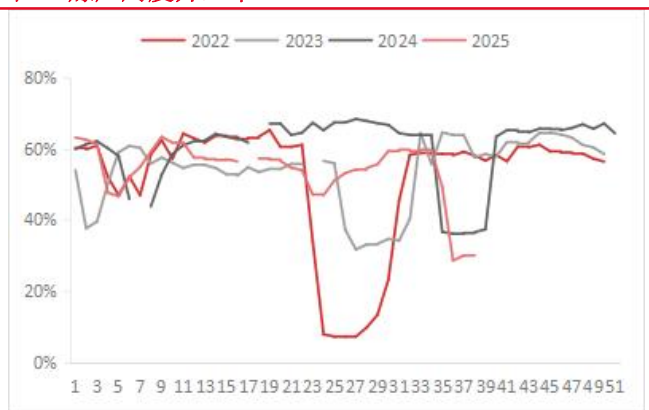
3.2. 精炼锡：矿端现实偏紧，冶炼开工将回升

相对于锡精矿进口的下滑，精炼锡产量却相对坚挺，8月精炼锡产量环比小幅下降3.3%，达到1.54万吨，与24年同期大致持平。1-8月，精炼锡总产量为12万吨，去年同期为12.31万吨，同比下降仅0.31万吨。

6月20日当周云南江西两地开工率达到低位，之后开工率便持续回升，至8月底处于较高位，虽然原料端仍保持紧缺，前期锡冶炼企业消耗自身库存后，目前库存已经处于偏低水平，冶炼厂原料库存普遍低于30天，减产幅度不及预期。然而，由于云南大型冶炼企业检修，9月冶炼开工率急速下滑，目前连续三周处于30%的低位水平，精炼锡产量环比走低。

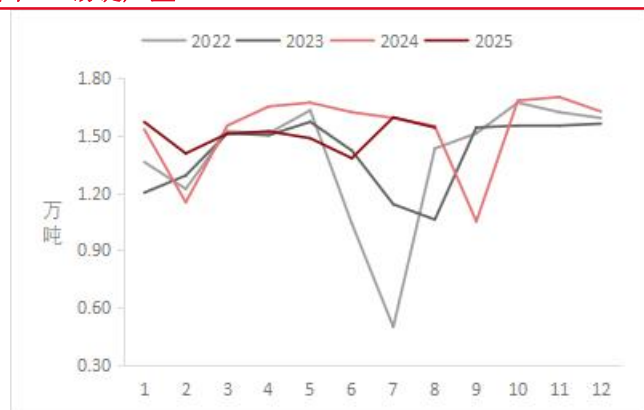
展望10月，云南检修冶炼企业复产，而锡矿端逐渐转松的趋势是确定的，预计10月冶炼厂开工率将回升，精炼锡产量环比增加。

图7 炼厂周度开工率



资料来源：SMM，东海期货研究所

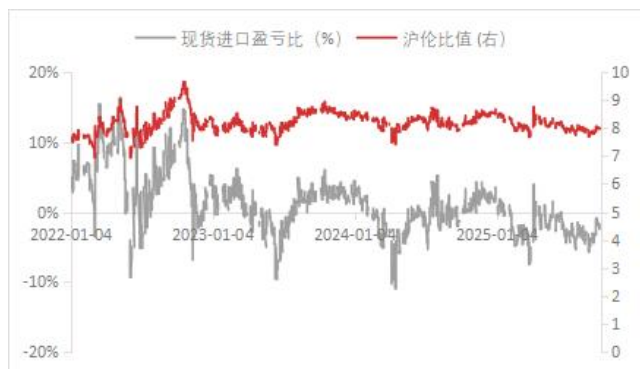
图8 锡锭产量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

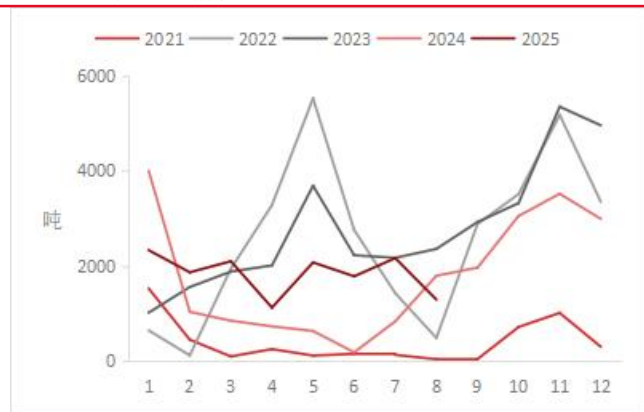
8月锡锭进口量录得1296吨，7月进口量2167吨，去年同期1795吨，环比下降40%，同比下降28%，24年3月印尼锡锭出口许可证发放缓慢，但之后随着许可证下发，出口大幅恢复。整个三季度，进口窗口始终处于关闭状态，进口亏损一度达到23000元/吨，将影响四季度进口量。

图 9 锡锭现货进口盈亏



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 10 锡锭进口情况



资料来源：iFinD，东海期货研究所

3.3. 供应小结

我国锡精矿进口量仍处于近年同期低位，缅甸佤邦已经下发采矿许可证，完全达产仍需要一定周期；非洲受电力和运输影响，进口不及预期，影响偏短期，预计后期发运回升。9 月锡冶炼企业开工率大幅下降，连续三周仅为 30% 水平，但 10 月云南冶炼企业检修结束，预计开工率将回升。至于进口端，进口窗口关闭，处于大幅亏损状态，预计四季度进口量不高。

4. 需求端

4.1. 锡焊料：焊料消费不佳

整个三季度，锡焊料开工率处于近年来的偏低水平，7 月达到 69%，8 月、9 月略超 73%，环比有所回升。

截止 2025 年 7 月，全球半导体销售额录得 614 亿美元，同比上升 25.52%，环比下降 4.93%，同比依然维持两位数增速。费城半导体指数大幅下降后持续反弹，已经从 4 月 8 日的最低点 3562.94 回升至 9 月 30 日的 6315.11 点，上涨 77%，已经超过 2024 年的高点，创近年来新高。8 月，中国半导体产量共计录得 425 亿块，同比增长 13.97%，虽然仍为两位数增速，但同比增速较之前 3 个月大幅下降；8 月，中国集成电路出口 333.91 亿个，同比上升 25.4%，同比增速较 7 月扩大。

终端电子产品方面，8 月手机产量录得 1.25 亿台，环比增加 3.53%，同比下降 8.41%；计算机产量为 2768.8 万台，环比增加 8.5%，同比下降 12.34%；光电子器件产量录得 1767 亿只，环比增长 2.93%，同比增长 15.15%。相交之前，手机和计算机表现继续下滑，光电子器件有所改善。

8 月，国内光伏电池产量录得 6986 万千瓦，同比增长 54.74%。8 月光伏组件出口量录得 14.9 亿片，同比增幅 106%。光伏玻璃作为光伏的重要组成部分，今年开工率一直比较低迷。

图 11 锡焊料企业开工率



资料来源：SMM, 东海期货研究所

图 12 全球半导体销售周期



资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 13 费城半导体指数 (SOX)



资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 14 集成电路产量



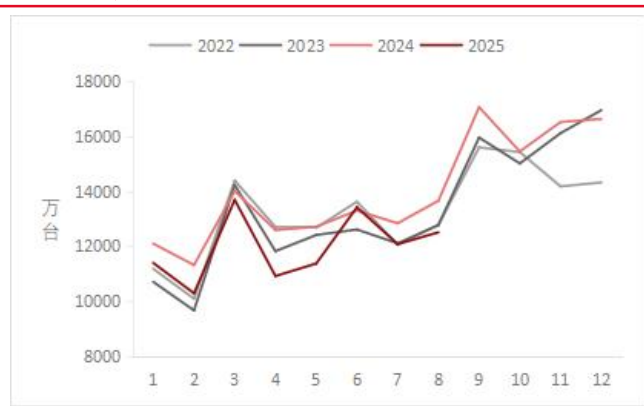
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 15 集成电路出口量



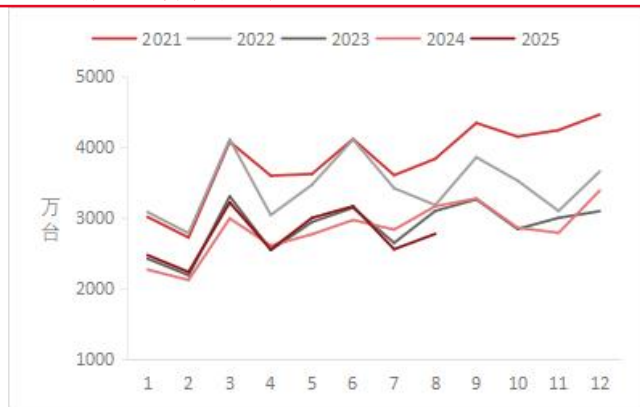
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 16 手机产量



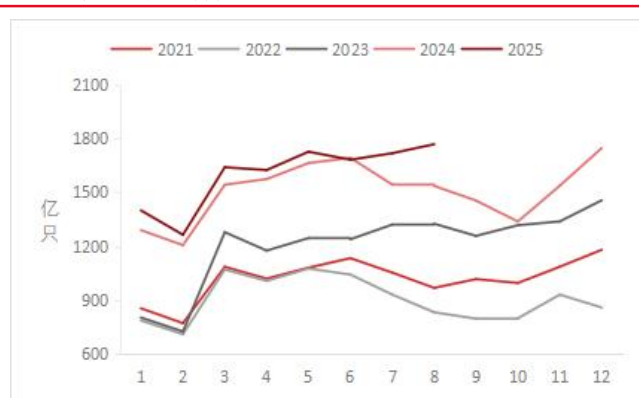
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 17 微型计算机设备产量



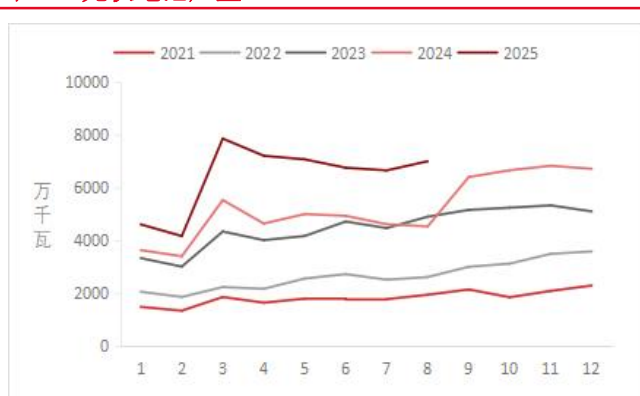
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 18 光电子器件产量



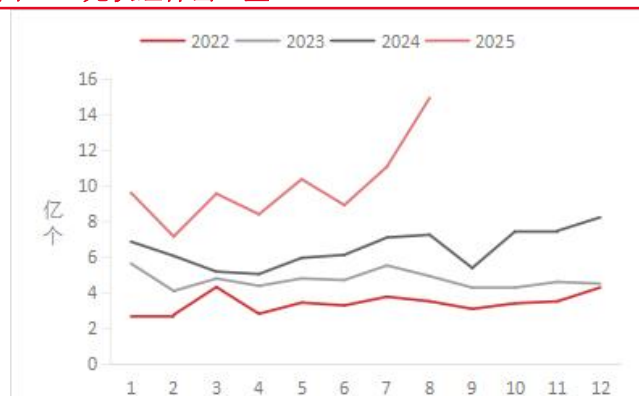
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 19 光伏电池产量



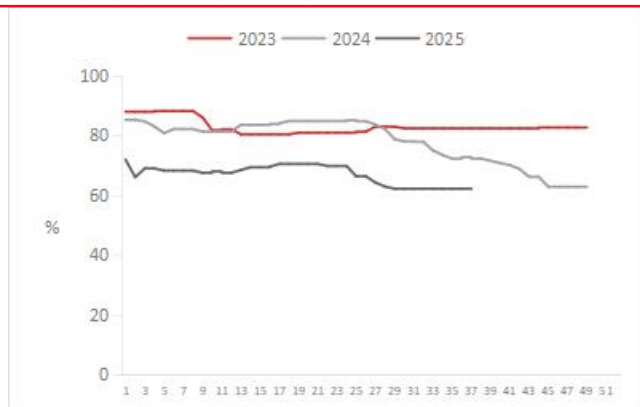
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 20 光伏组件出口量



资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 21 光伏玻璃周度开工率



资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 22 光伏玻璃企业库存天数



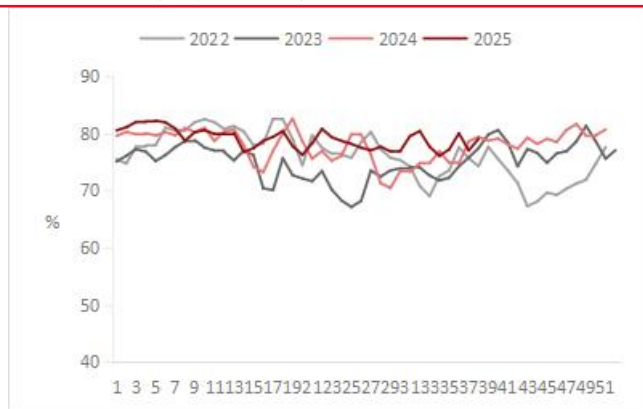
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

4.2. 锡化工：产量维持高位

6-8 月 PVC 周度开工率总体处于较高水平，周均开工率录得 78.16%，基本持平于第二季度的 78.36%。同期，乙烯法周度平均利润录得-600 元/吨，电石法周度平均利润录得-404 元/吨，亏损幅度维持较高水平。7 月 PVC 月度产量分别录得 207.33 万吨，同比增长 7.09%，累计产量为 1608.6 万吨，同比增长 4.03%。

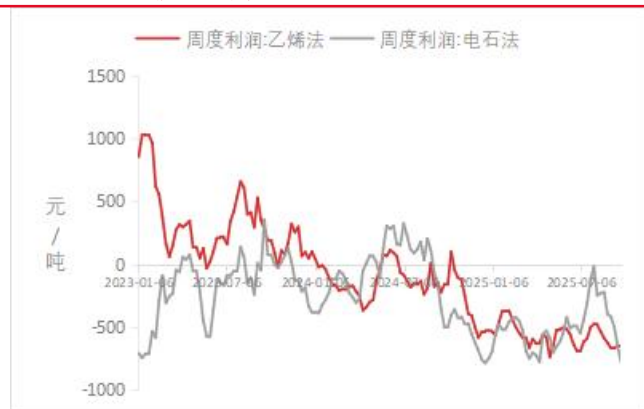
截止 9 月 21 日，当周 30 城商品房成交套数录得 19317 套，季节性回升，同比仍增加。1-8 月，地产施工面积累计值录得 643109 万 m²，累计同比回落 9.4%；地产竣工面积累计值录得 27694 万 m²，同比录得-17.07%。

图 23 PVC 周度综合开工率



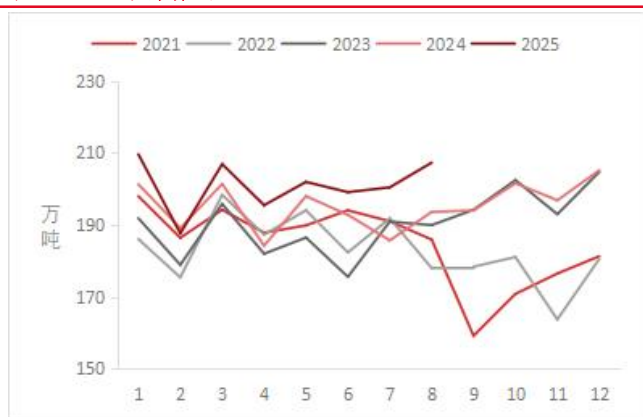
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 24 PVC 周度利润水平



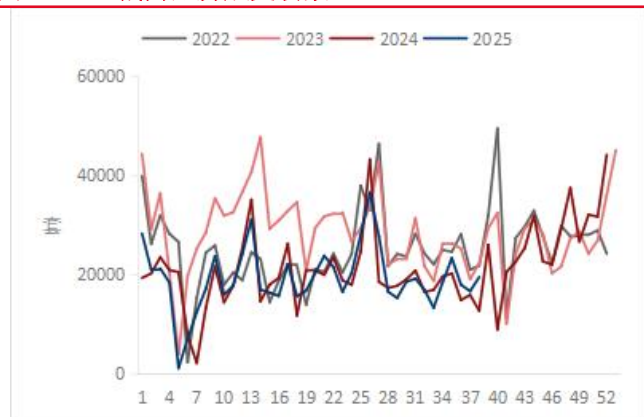
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 25 PVC 国内产量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 26 30 城商品房成交套数



资料来源：iFinD，东海期货研究所

4.3. 需求小结

国内光伏电池产量增长，组件出口显著增加，光伏玻璃开工率维持低位。光伏是锡焊料重要下游，前期抢装透支后期装机需求，6 月、7 月、8 月国内新增光伏装机分别同比降低 38%、45%、55%。全球半导体销售额保持增长，国内半导体产销上升，手机、计算机等终端电子产品表现尚可。锡化工方面，PVC 产量处于高位。整体来看，终端需求疲软，目前处于季节性旺季，订单回升幅度有限，下游恐高情绪依然浓厚，现货市场成交冷清，刚需采购为主，价格下跌刺激采购。

5. 库存：伦锡库存增加

社会库存方面，截止 9 月 26 日，三地（上海、江苏和广东）库存总量为 7890 吨，较 8 月底的 9161 吨下降 1271 吨，9 月以来先累库后去库，主要是由于矿端现实偏紧，以及云南大型冶炼厂检修，导致冶炼开工率处于低位，供应端收紧，加上下游终端节

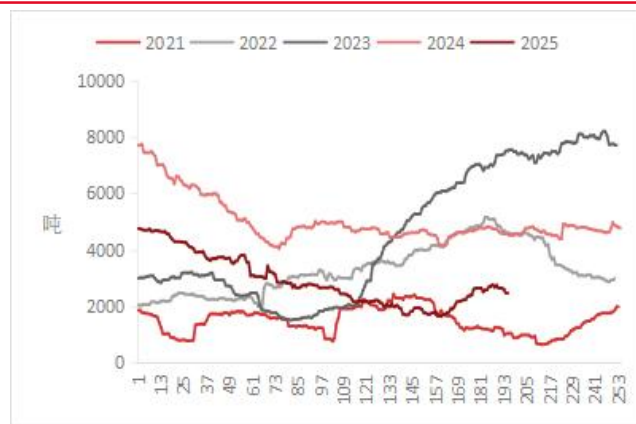
前补库。LME 锡库存持续下降，截止 10 月 8 日库存为 2505 吨，较 6 月底的 2175 吨增加 330 吨。展望 10 月，冶炼开工回升，而需求虽有回升，但力度有限，预计库存将增加。

图 27 锡锭社会库存



资料来源：iFind，东海期货研究所

图 28 LME 库存



资料来源：iFind，东海期货研究所

6. 结论

宏观方面，关税整体缓和，但仍远高于 4 月 2 日前的水平，不利于全球经济增长；美国经济虽有韧性，但仍处于放缓过程中，且美国经济存在衰退风险；国内政策难再大幅超预期。缅甸复产，矿端逐渐转松，云南冶炼检修结束，开工回升，而终端需求不佳，库存将缓慢增加。综上，近期锡价大幅上涨，预计向上空间有限。

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，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，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：彭亚勇

电话：021-68757827

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL：pengyy@qh168.com.cn