

2025年4月1日

警惕经济忧虑加剧，矿端偏紧提供支撑

——沪锡二季度投资策略

分析师：

彭亚勇

从业资格证号：F03142221

投资咨询证号：Z0021750

电话：021-80128600-8628

邮箱：pengyy@qh168.com.cn

投资要点：

- **宏观：**二季度美联储有两次利率决议，分别在5月和6月，之前市场预计6月降息，现在已经推迟到三季度。“对等关税”即将落地，即使展示一定灵活性，但如此大范围加征关税，对全球经济的影响仍不容小觑，二季度美国经济数据有进一步下滑的可能，加剧全球经济衰退风险。国内经济不具备强复苏空间，一季度制造业PMI稳步攀升，随着抢出口效应减退，二季度PMI有边际下降的可能。
- **供给：**虽然缅甸已发复产文件，但地震带来一定变数，可能导致复产推迟，即使复产，也要到6月，所以二季度锡矿原料供应偏紧，并且向冶炼端蔓延，二季度冶炼开工率将进一步下降。当前进口亏损，且整体亏损幅度较大，随着国内供应趋紧，内外进口比价或逐渐修复，但二季度进口难以放量，维持同比下滑。
- **需求：**总体而言，电子产品焊料保持韧性，但光伏玻璃开工率处于低位，二者维持分化走势。锡化工方面，受限于地产的低迷和厂家生产利润下滑等因素，整体消费并无亮点。
- **库存：**锡价大幅上涨，导致下游刚需采购为主，采购意愿放缓，社会库存处于历史同期高位。LME锡库存持续下降。展望二季度，随着冶炼段开工下滑，需求仍有韧性，库存累库将放缓，甚至转为下滑。
- **结论：**锡价受原料偏紧支撑，表现偏强，但随着“对等关税”落地，警惕美国经济衰退风险对金属的共振影响和对锡价带来的短期冲击。二季度矿端供应紧张难以缓解，供应扰动主导，不排除部分炼厂减停产带来锡价的短期冲高，期价受到托举，预计价格整体偏强。

正文目录

1. 行情回顾	4
2. 宏观	4
3. 供应端	5
3.1. 矿端：关注缅甸复产进展	5
3.2. 精炼锡：矿端偏紧向冶炼蔓延，进口量难以抬升	6
3.3. 供应小结	7
4. 需求端	7
4.1. 锡焊料：焊料消费维持分化	7
4.2. 锡化工：需求暂无亮点	9
4.3. 需求小结	10
5. 库存：社库处于高位	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

一季度锡价整体处于震荡上涨走势，以沪锡加权计算，24 年底收盘价为 245060 元/吨，3 月 31 日收盘为 282310 元/吨，上涨高达 15.2%；伦锡去年底收盘价为 28940 美元/吨，3 月 31 日收盘价为 36550 美元/吨，上涨 26.3%。伦锡涨幅大于沪锡，内外价差大幅走弱。

1 月锡价窄幅震荡，由于临近春节，市场交投清淡，波动不大。整体而言，铜价反弹，锡精矿供应偏紧，冶炼厂开工率下降导致锡锭产量小幅下降，同时消费品以旧换新政策，共同支撑期价。

春节期间，LME 锡偏强运行，节后沪锡大幅上涨。2 月 25 号前，锡价震荡上涨，由于缅甸未给出具体复产方案，市场预期缅甸复产推迟。刚果金与卢旺达冲突也导致对刚果金锡矿供应的担忧。印尼出口下降，LME 锡库存下降。2 月 26 日，缅甸佤邦工业矿产管理局发文《办理开采、选厂、探矿许可证的流程》，释放出复产信号，锡价一度大跌。

3 月上半月，锡价缓慢爬升。3 月 14 日，矿业公司 Alphamin 宣布暂时关停其位于刚果（金）的采矿作业，带来期价的迅速冲高，主要原因在于刚果（金）国内的动乱持续升级。之后锡价基本在 3 月 14 日的大阳线内震荡，受制于有色整体偏空氛围、关税忧虑加深经济担忧和缅甸复产预期，但矿端偏紧预期支撑价格。

图 1 沪锡价格走势



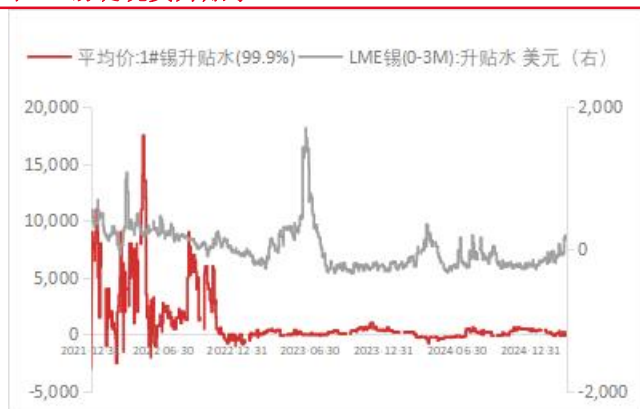
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 2 伦锡价格走势



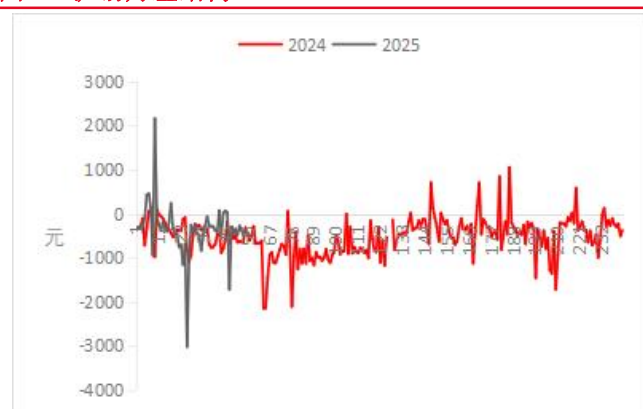
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 3 锡锭现货升贴水



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 4 沪锡月差结构



资料来源：iFinD，东海期货研究所

2. 宏观

二季度美联储有两次利率决议，分别在5月和6月，之前市场预计6月降息，现在已经推迟到三季度。

美国时间4月2日将公布“对等关税”，即使展示一定灵活性，但如此大范围加征关税，对全球经济的影响仍不容小觑。二季度美国经济数据有进一步下滑的可能，加剧全球经济衰退风险，这可能导致美联储预防式降息，美元走弱，但美元走弱未必利好铜价，如果经济数据走弱导致衰退预期提升，大宗将承压。另外，贸易战依然施压全球风险偏好。

一季度数据基本符合预期，略好。二季度不会有过于超预期的表现，毕竟工业企业利润同比下滑，而居民收入下降，整体信心依然不足。虽然有消费品以旧换新政策，补贴力度并不大，实际效果如何值得商榷。国内经济不具备强复苏空间，一季度制造业PMI稳步攀升，随着抢出口效应减退，二季度PMI有边际下降的可能。一季度基建投资高增速滑坡，毕竟在去年政策刺激下，一季度有实现开门红的初衷，二季度继续观察。

3. 供应端

3.1. 矿端：关注缅甸复产进展

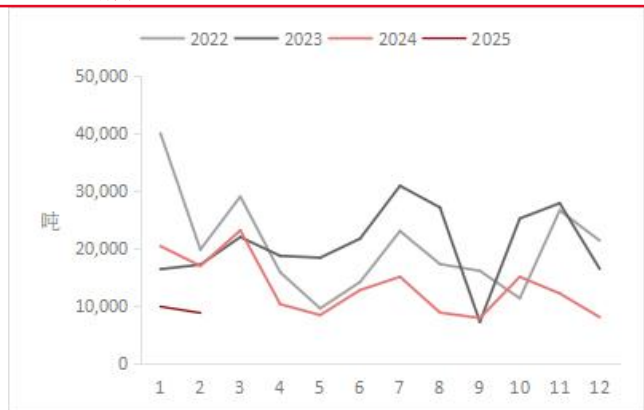
1、2月锡精矿进口量分别为9842吨、8745吨，两个月合计为18587吨，这个数量是2013年以来的最低水平，次低是2021年的20551吨，去年同期为37268吨，同比下降45%。

分国别看，缅甸前两个月合计进口4910吨，刚果金为3822吨，澳大利亚为3840吨，三国合计为12572吨，占进口总量的68%。缅甸下滑幅度巨大，24年同期为25937吨，同比下降81%；刚果金大致持平，去年同期3356吨；澳大利亚进口量大幅增加，较去年的1930吨增加近一倍，前两个月澳大利亚超越刚果金，成为我国锡精矿第二大进口国。

缅甸佤邦复产流程进一步明确，佤邦中央经济计划委员近期草案文件明确曼相矿区可在办理相关手续后，有序推进复工复产，如果考虑到复产筹备期需要2个月以上，预计6月缅甸矿方正式产出。刚果金方面，和谈受阻，战事持续，东部矿业重镇瓦利卡莱被反政府武装控制，全球第三大锡矿Bisie已暂停开采。在目前情形下，至少未来一个两个月矿端供应偏紧，5、6月合约仍将受到支撑，但之后合约将有压力。

截止3月下旬，云南40%锡精矿加工费已经下降至12700元/吨，江西60%锡精矿加工费降至8700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1000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4900元/吨，江西60%锡精矿加工费从高点13600元/吨下降4900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

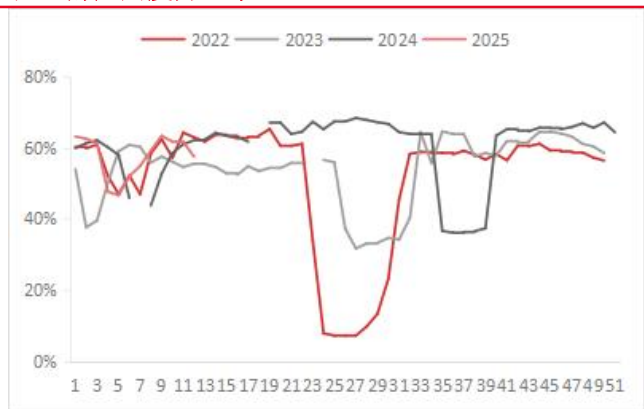
3.2. 精炼锡：矿端偏紧向冶炼蔓延，进口量难以抬升

虽然锡精矿进口下滑，但精炼锡产量却处于高位，1、2月精炼锡产量分别是1.57万吨、1.41万吨，1、2月合计为2.98万吨，上一个高点为2017年的2.87万吨。

国内精炼锡企业1、2月分别录得64.3%和58.3%，均高于去年的63.9%和47.59%。锡矿进口下降，而锡锭产量增加，可能是由于国内锡精矿产量上升，或锡冶炼企业消耗自身库存。

展望二季度，随着库存消耗，进口下滑，将逐渐影响冶炼端，预计二季度炼厂开工率将保持低位。

图7 炼厂周度开工率



资料来源：SMM，东海期货研究所

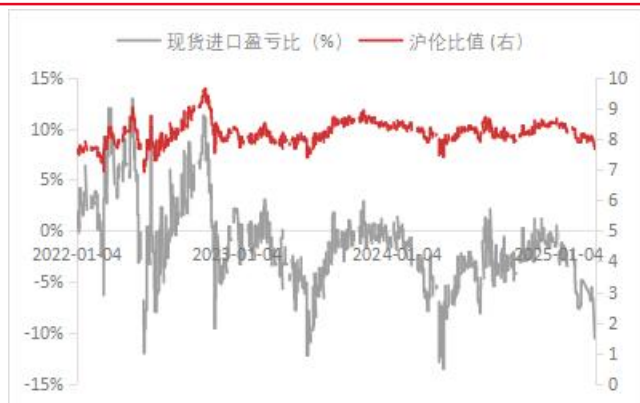
图8 锡锭产量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

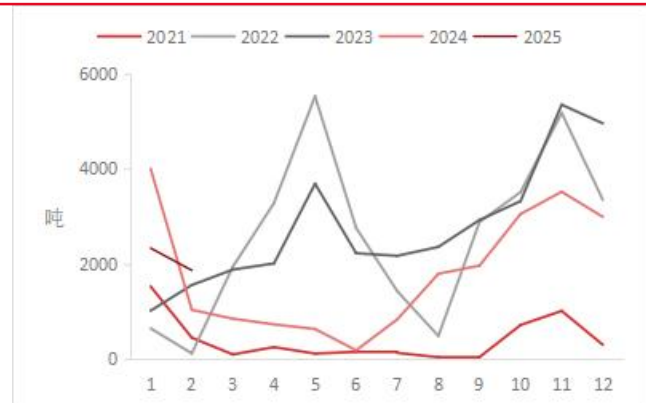
1、2月锡锭进口量录得4203吨，去年同期5040吨，同比下降16.6%。年初以来进口窗口处于关闭状态，并且进口亏损幅度不断扩大，最高进口亏损达到25000元/吨。

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

虽然缅甸已发复产文件，但地震带来一定变数，可能导致复产推迟，即使复产，也要到 6 月，所以二季度锡矿原料供应偏紧，并且向冶炼端蔓延，二季度冶炼开工率将进一步下降。当前进口亏损，且整体亏损幅度较大，随着国内供应趋紧，内外进口比价或逐渐修复，但二季度进口难以放量，维持同比下滑。

4. 需求端

4.1. 锡焊料：焊料消费维持分化

1、2 月锡焊料企业综合开工率平均为 61.9%，略低于去年同期的平均率均值为 63.01%。

截止 2025 年 1 月，全球半导体销售额录得 508 亿元，同比上升了 14.77%，环比增幅-15.07%，同比依然维持两位数增速。费城半导体指数大幅下降，已经从 2 月中下旬的 5300 点降至 3 月 31 日的 4270 点，下滑 19.4%。1、2 月，中国半导体产量共计录得 767.2 亿块，同比增长 4.4%；同期，中国集成电路出口 473.29 亿个，同比上升 20.1%。终端电子产品方面，1、2 月手机产量录得 2.17 亿台，同比下降 6.1%；计算机产量为 4700 万台，同比上涨 7.2%；光电子器件产量录得 2661 亿只，同比增长 2.5%。电子产品产销同比仍然维持正增长，构成焊料需求的中坚力量。

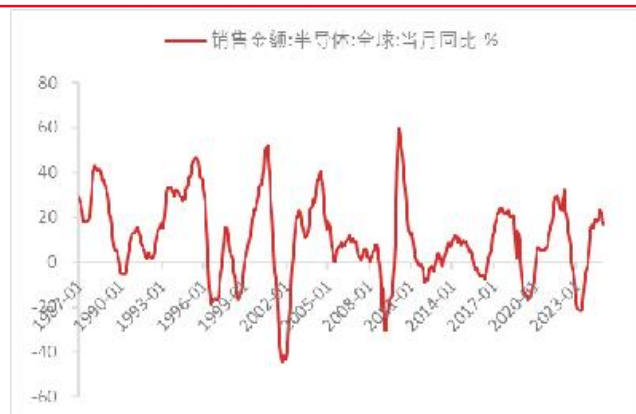
1、2 月，国内光伏电池产量合计录得 8736.4 万千瓦，同比增长 5.9%。1、2 月光伏组件出口量分别录得 9.6 亿、7.1 亿，同比增幅分别为 16.75%、-25.57%。光伏玻璃作为光伏的重要组成部分，其周度开工率相交去年四季度抬升，目前为 67.38%，但低于去年同期水平；而其企业库存天数从去年底的 40 天左右迅速下降至当前的 29.25 天。

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



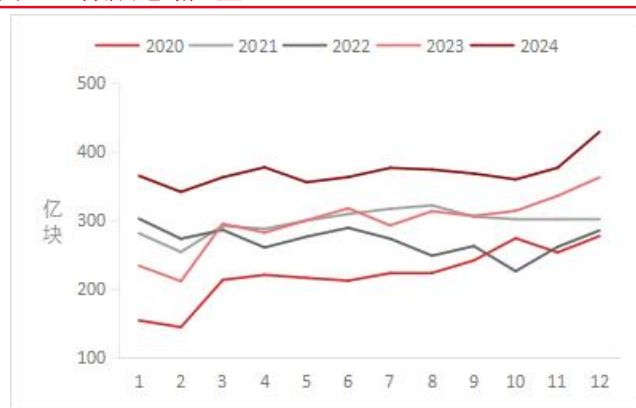
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 13 费城半导体指数 (SOX)



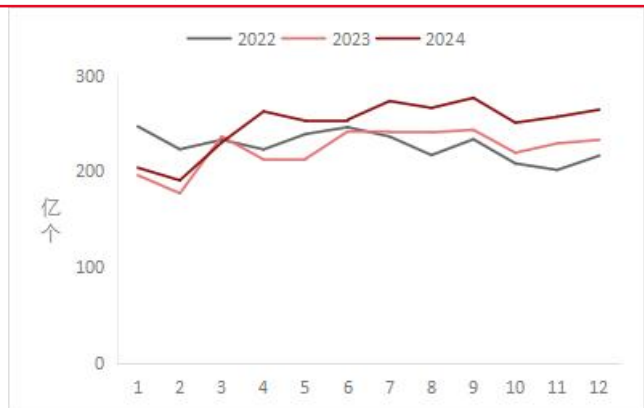
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

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



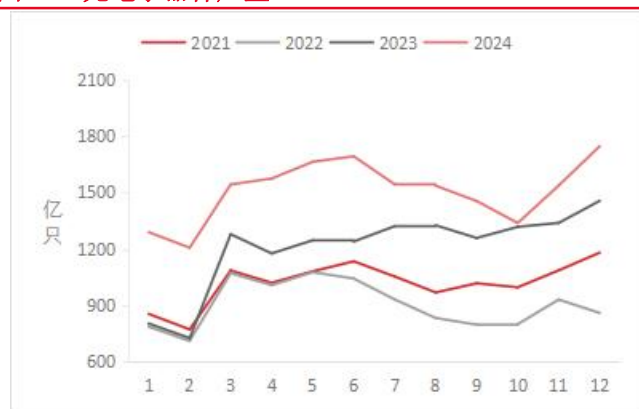
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 17 微型计算机设备产量



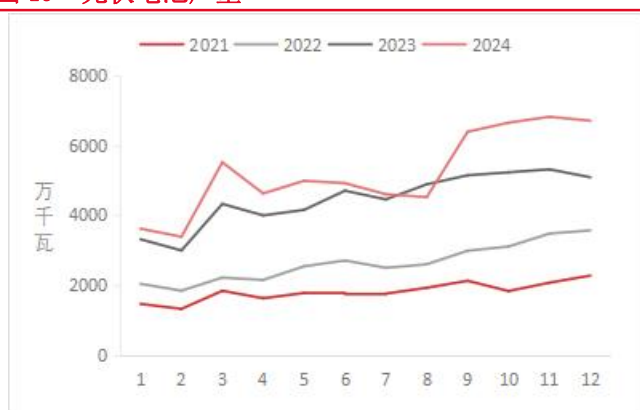
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 18 光电子器件产量



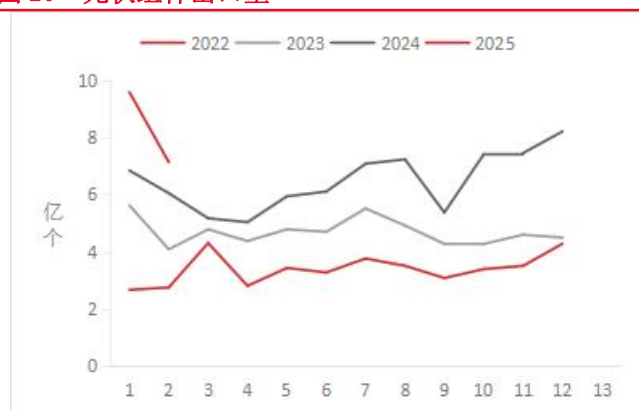
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 19 光伏电池产量



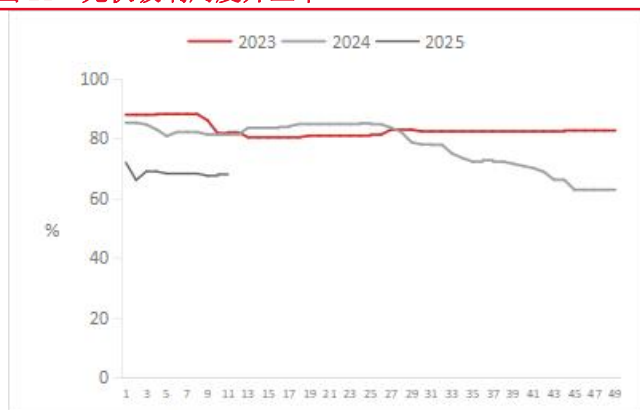
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 20 光伏组件出口量



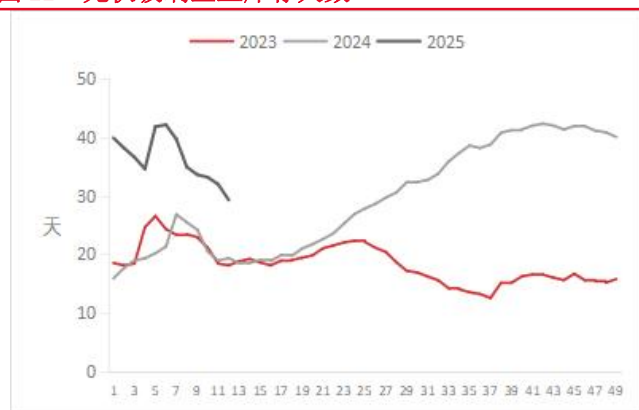
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

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

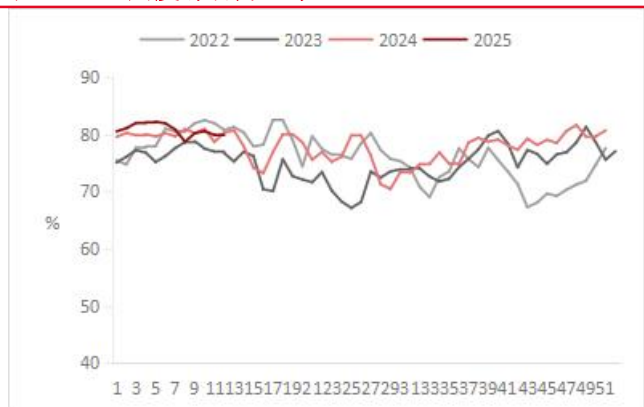
4.2. 锡化工：需求暂无亮点

一季度 PVC 周度开工率总体处于较高水平，周均开工率录得 80.76%，略高于去年底的 80% 左右水平。同期，乙烯法周度平均利润录得 -510.69 元/吨，电石法周度平均利润录得 -557.23 元/吨。1、2 月月度产量预计分别录得 209.63 万吨、187.67 万吨，同比增长 4.13% 和下降 0.77%。

截止 3 月 30 日，当周 30 城商品房成交套数录得 24819 套，处于相对低位。1、2 月，地产施工面积累计值录得 605972 万²，累计同比回落 9.1%；当月地产竣工面积累

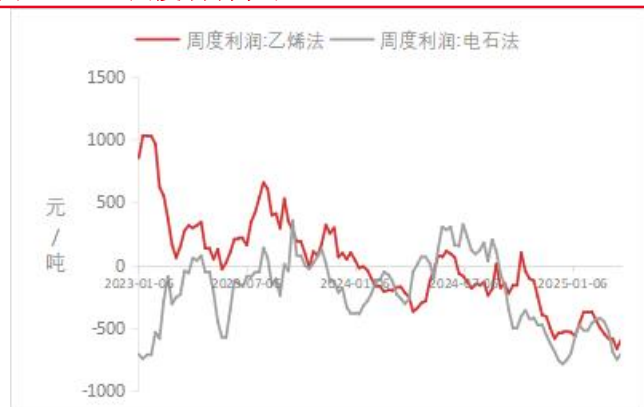
计值录得 8764 万 m²，同比录得-15.6%。地产市场仍处于低迷阶段，依旧拖累 PVC 和锡化工的需求。

图 23 PVC 周度综合开工率



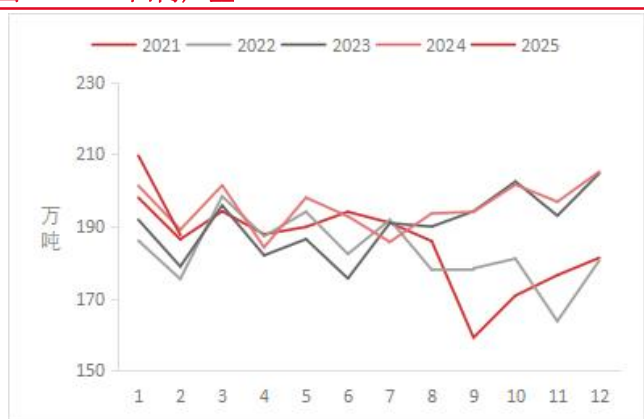
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 24 PVC 周度利润水平



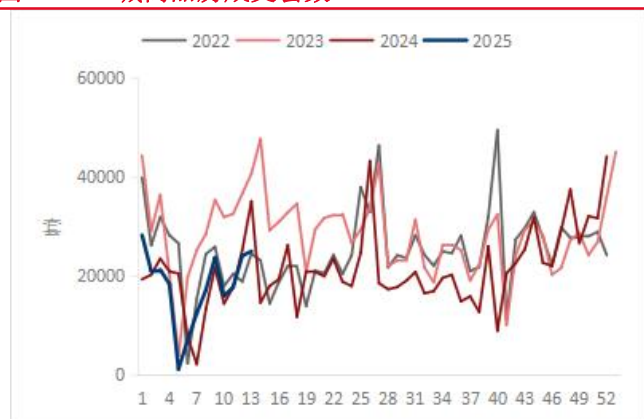
资料来源：iFinD，东海期货研究所

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

总体而言，电子产品焊料保持韧性，但光伏玻璃开工率处于低位，二者维持分化走势。锡化工方面，受限于地产的低迷和厂家生产利润下滑等因素，整体消费并无亮点。

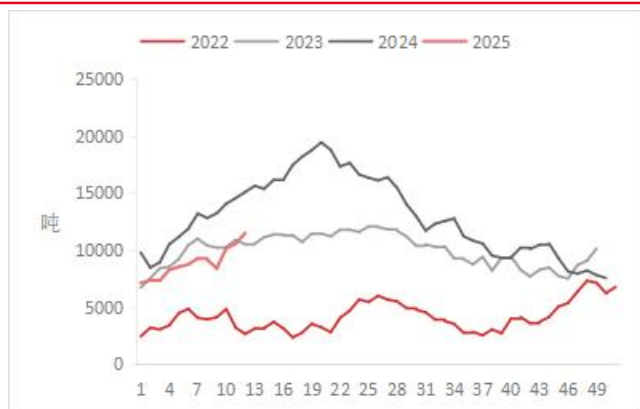
5. 库存：社库处于高位

社会库存方面，截止 3 月 28 日，三地（上海、江苏和广东）库存总量为 11482 吨，近期持续累库，与上月（2 月 28 日）相比增加了 2329 吨，库存处于历史同期高位。近期由于刚果金战事导致 Bisie 锡矿暂停运营，锡价大幅上涨，导致下游刚需采购为主，采购意愿放缓。

LME 锡库存持续下降，截止 3 月 31 日库存为 3050 吨，已经较去年 11 月 18 日的 4910 吨下降 1860 吨，尤其是近期去库加速。

展望二季度，随着冶炼段开工下滑，需求仍有韧性，库存累库将放缓，甚至转为下滑。

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

锡价受原料偏紧支撑，表现偏强，但随着“对等关税”落地，警惕美国经济衰退风险对金属的共振影响和对锡价带来的短期冲击。二季度矿端供应紧张难以缓解，供应扰动主导，不排除部分炼厂减停产带来锡价的短期冲高，期价受到托举，预计价格整体偏强。

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：贾利军

电话：021-80128600-8632

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: jialj@qh168.com.cn