

2025年5月6日

宏观压制仍在，反弹高度有限

——沪锡5月月度投资策略

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：**4月23日，特朗普表示将下调对华关税，所以短期内可能会下调对华关税，有助于提振市场情绪。即便关税出现调整，但关税基本不可能回落至之前的水平，高关税仍将对全球经济产生不利影响。政治局会议已经召开，符合预期，但并未超预期，已经尽力满足市场诉求，全面回应市场关切，存量政策要加紧实施，及时推出增量储备政策，进一步扩围提质两新两重，大力刺激服务消费，政策均有利于稳经济，但对大宗需求并无直接利好，尤其是以旧换新政策透支未来需求。
- **供给：**前3个锡精矿进口大幅下滑。4月23日，曼相矿区召开复产前座谈会，复产已经箭在弦上，考虑到2个月左右的筹备期，最早6月，最迟三季度，复产是大概率事件，复产消息将给市场带来扰动。5月矿端偏紧维持，并且向冶炼端蔓延，冶炼开工率将进一步下降。进口亏损大幅缩窄，进口窗口小幅打开后再关闭，预计进口增加。
- **需求：**总体而言，集成电路同比增加达到两位数，终端电子产品同比小增，提振焊料需求，但光伏玻璃开工率处于低位，走势分化。锡化工方面，虽然地产低迷和企业生产利润下滑，但PVC产量同比增加。
- **库存：**社会库存方面，近期持续去库，与上月（3月28日）相比下降1649吨，库存仍处于历史同期高位。LME锡库存持续下降，已经较去年11月18日的4910吨下降2255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，库存将继续下降。
- **结论：**5月缅甸仍处于复产筹备中，国内锡精矿原料仍偏紧，冶炼开工率将继续处于低位，但锡焊料开工季节性下滑，需求边际转弱。关税扰动仍在，不排除关税缓和带来锡价的短期冲高，但宏观风险和缅甸复产仍将施压。

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，预计进口增加	5
3.3. 供应小结	6
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：社库下降	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	5
图 6 锡精矿加工费	5
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	6
图 10 锡锭进口情况	6
图 11 锡焊料企业开工率	7
图 12 全球半导体销售周期	7
图 13 费城半导体指数 (SOX)	7
图 14 集成电路产量	7
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	8
图 18 光电子器件产量	8
图 19 光伏电池产量	8
图 20 光伏组件出口量	8
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	9
图 24 PVC 周度利润水平	9
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	10
图 28 LME 库存	10

1. 行情回顾

4月行情先抑后扬，呈现出V型反转态势。月初，市场遭特朗普对全球加征关税冲击，4月9日刚果金Bisie锡矿分阶段恢复运营，锡价巨幅下跌，沪锡加权从节前收盘价287790元/吨，最低跌至235950元/吨，四个交易日跌幅达18%。

之后出现戏剧性变化，特朗普推迟90天执行对等关税，全球风险偏好提升，加上国内进一步加码政策的预期升温，锡价开始迅速反弹，买盘力量不断涌入，已经接近月初下跌前的水平。

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



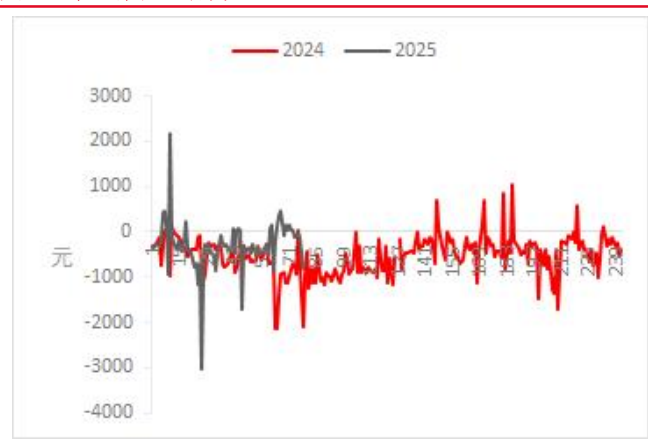
资料来源：iFinD，东海期货研究所

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

4月23日，特朗普表示将下调对华关税，所以短期内可能会下调对华关税，有助于提振市场情绪。即便关税出现调整，但关税基本不可能回落至之前的水平，高关税仍将对全球经济产生不利影响。另外，对其他国家关税推迟90天之后，特朗普已经明确表示不会再延长宽限期，欧盟、日本等国也很难对美国做出巨大让步，达成实质性协议的难度很高。

国内方面，政治局会议已经召开，符合预期，但并未超预期，已经尽力满足市场诉求，全面回应市场关切。存量政策要加紧实施，用好用足已有政策。增量政策，充分备足预案，及时推出增量储备政策。进一步扩围提质两新两重，大力刺激服务消费。上述政策均有利于稳经济，但对大宗需求并无直接利好，尤其是以旧换新政策透支未来需求。

3. 供应端

3.1. 矿端：关注缅甸复产进展

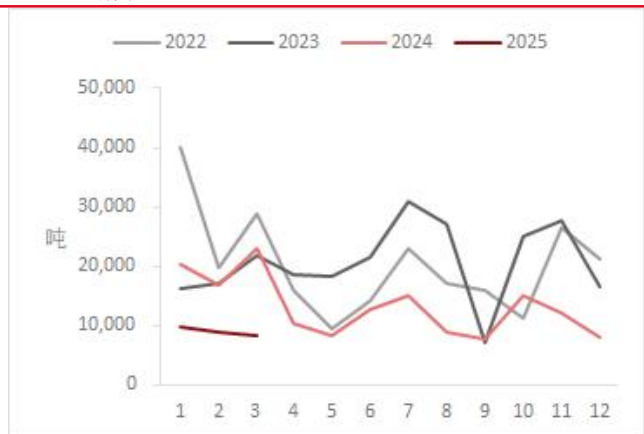
3月锡精矿进口量为8323吨，这个数量是2019年以来的最低水平，次低是2019年的13062吨，去年同期为23077吨，同比下降64%。

分国别看，缅甸3月进口2252吨，刚果金为2439吨，尼日利亚为1104吨，澳大利亚为1084吨，四国合计为6879吨，占进口总量的82.3%。缅甸下滑幅度巨大，24年同期为17668吨，同比下降87%；刚果金大致持平，去年同期2551吨；澳大利亚进口小幅下降，去年同期为1188吨；尼日利亚进口量大幅增加，较去年的624吨增加近一倍，3月尼日利亚超越澳大利亚，成为我国锡精矿第三大进口国。

为进一步推动曼相矿山的复工复产，加强各方交流，4月23日召开复工复产前的座谈交流会议，曼相矿山各公司均参加。会议宣布了佤邦中央经济计划委员会于2025年3月发布的文件（佤经字2025—01号），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，预计6、7月缅甸矿方正式产出。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4月底，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，预计进口增加

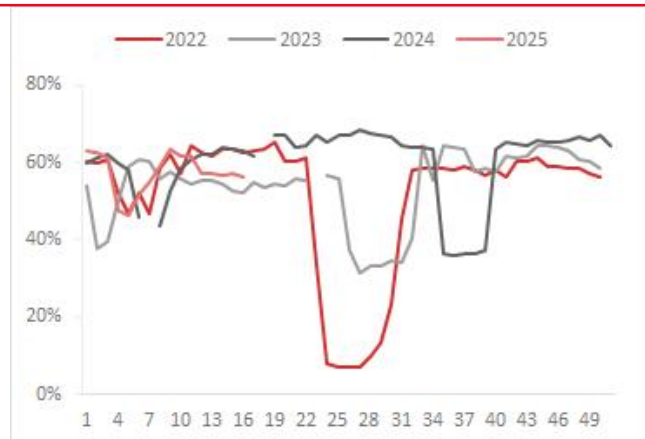
相对于锡精矿进口下滑幅度，精炼锡产量却处于相对高位，3月精炼锡产量是1.5万吨，环比上涨7.3%，同比下降3%，下滑幅度不大，过去几年产量基本在1.5万吨附近波动，25年3月产量算是正常水平。

国内精炼锡企业3月开工率录得62.6%，环比增加4.3%，但低于去年3月的64.59%。

锡矿进口大幅下降，而锡锭产量下跌幅度偏小，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5月，随着锡精矿库存消耗，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

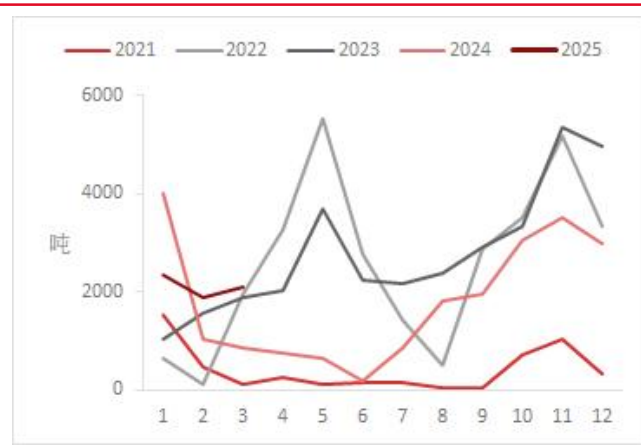
3月锡锭进口量录得2101吨，去年同期852吨，环比增加12.4%，同比增加147%，是由于24年3月印尼锡锭出口许可证发放缓慢。2、3月进口窗口处于关闭状态，并且进口亏损幅度不断扩大，最高进口亏损达到25000元/吨，但4月进口亏损大幅缩窄，进口窗口一度小幅打开，预计进口增加。

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

前3个锡精矿进口大幅下滑。4月23日，曼相矿区召开复产前座谈会，复产已经箭在弦上，考虑到2个月左右的筹备期，最早6月，最迟三季度，复产是大概率事件，复产消息将给市场带来扰动。5月矿端偏紧维持，并且向冶炼端蔓延，冶炼开工率将进一步下降。进口亏损大幅缩窄，进口窗口小幅打开后再关闭，预计进口增加。

4. 需求端

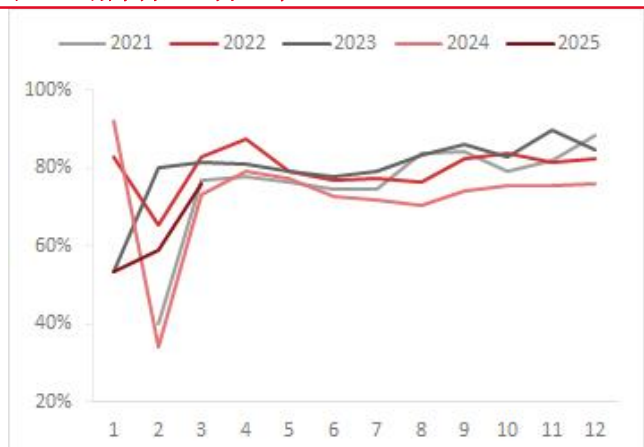
4.1. 锡焊料：焊料消费维持分化

1-3 月，国内光伏电池产量合计录得 17266.9 万千瓦，同比增长 18.5%。3 月光伏组件出口量分别录得 9.5 亿，同比增幅达到 85%。光伏玻璃作为光伏的重要组成部分，其周度开工率相较一季度抬升，目前为 69.44%，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 26.11 天。

3 月锡焊料企业综合开工率平均为 75.81%，略高于去年同期的 73.23%，仍处于近年来的中偏低水平。

截止 2025 年 2 月，全球半导体销售额录得 541 亿美元，同比上升了 20.73%，环比增幅 6.47%，同比依然维持两位数增速。费城半导体指数大幅下降后有所反弹，已经从 4 月 8 日的最低点 3562.94 回升至 5 月 2 日的 4397.05 点，上涨 23.4%。3 月，中国半导体产量共计录得 419.7 亿块，同比增长 9.2%；同期，中国集成电路出口 287.97 亿个，同比上升 25.12%。终端电子产品方面，3 月手机产量录得 1.37 亿台，同比增长 0.4%；计算机产量为 3212 万台，同比上涨 7.8%；光电子器件产量录得 1638.7 亿只，同比增长 0.9%。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。

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



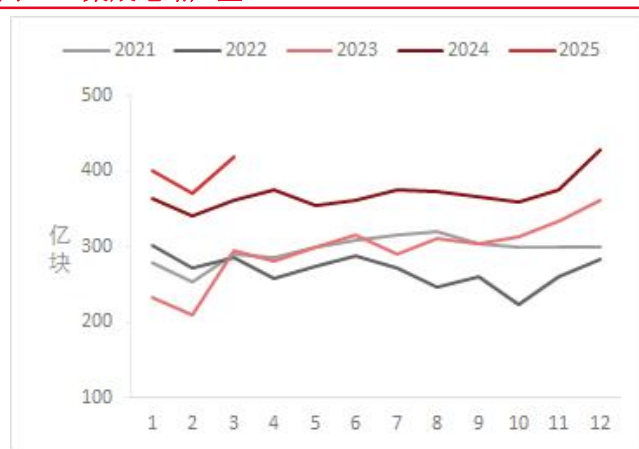
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 13 费城半导体指数 (SOX)



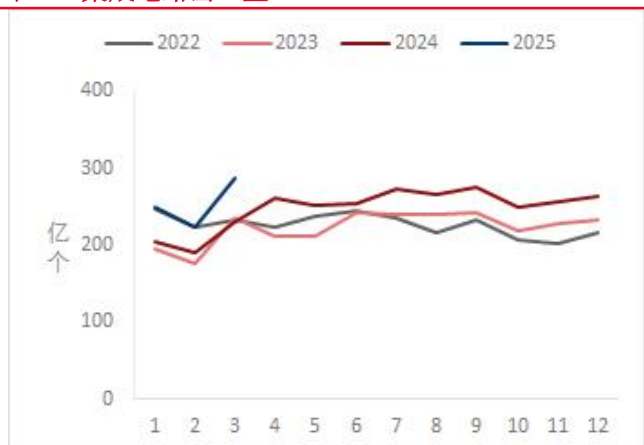
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 14 集成电路产量



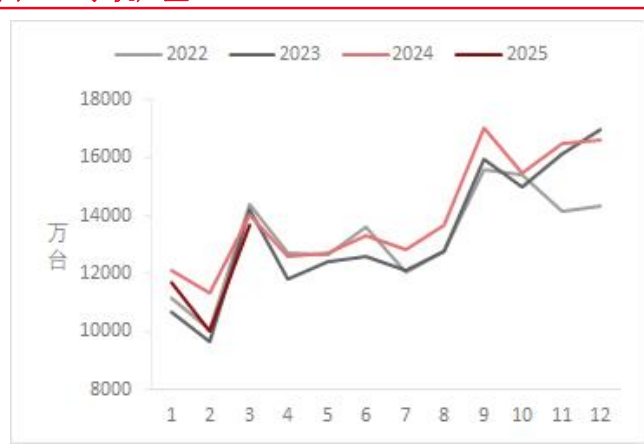
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 15 集成电路出口量



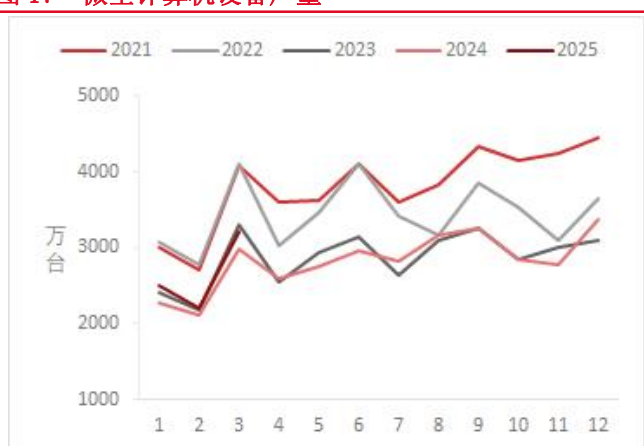
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 16 手机产量



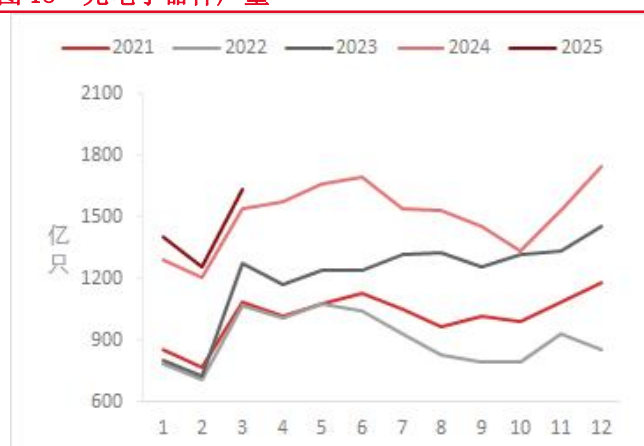
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

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



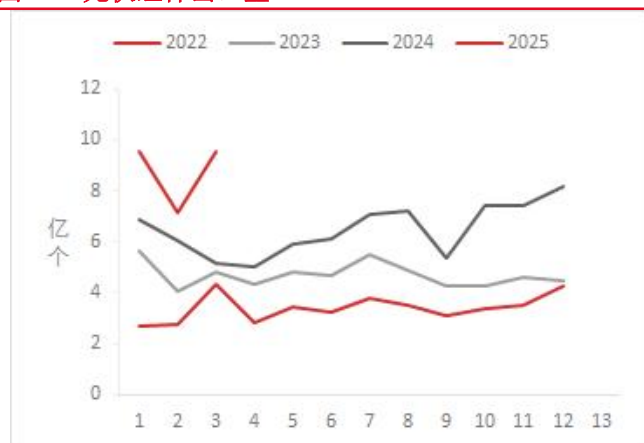
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 19 光伏电池产量



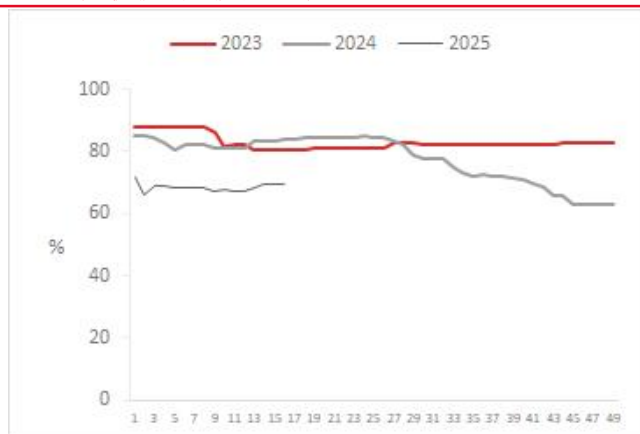
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 20 光伏组件出口量



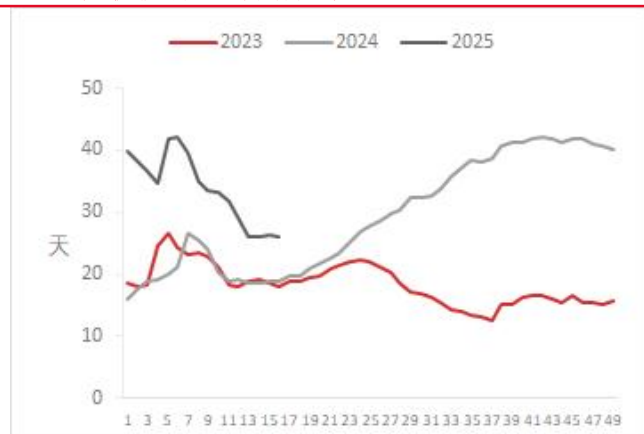
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

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



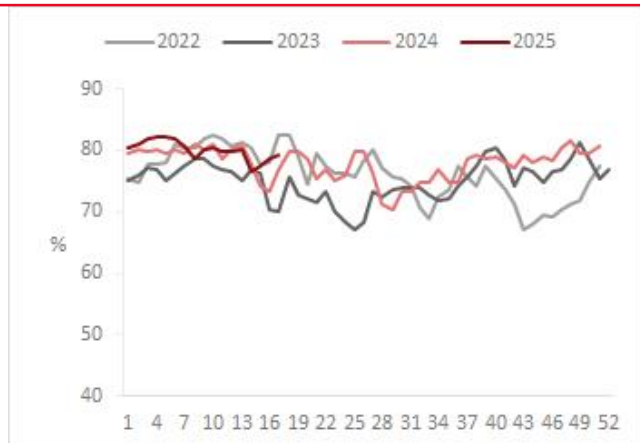
资料来源：iFind, 东海期货研究所

4.2. 锡化工：需求暂无亮点

4 月 PVC 周度开工率总体处于较高水平，周均开工率录得 78.4%，略高于去年底的 78.5%左右水平。同期，乙烯法周度平均利润录得-603 元/吨，电石法周度平均利润录得-650 元/吨，亏损幅度边际扩大。3 月 PVC 月度产量分别录得 206.91 万吨，同比增长 2.73%，累计产量为 604.21 万吨，同比增长 2.09%。

截止 4 月 27 日，当周 30 城商品房成交套数录得 21928 套，处于相对低位。1-3 月，地产施工面积累计值录得 613705 万 m^2 ，累计同比回落 9.5%；地产竣工面积累计值录得 13060 万 m^2 ，同比录得-14.3%。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



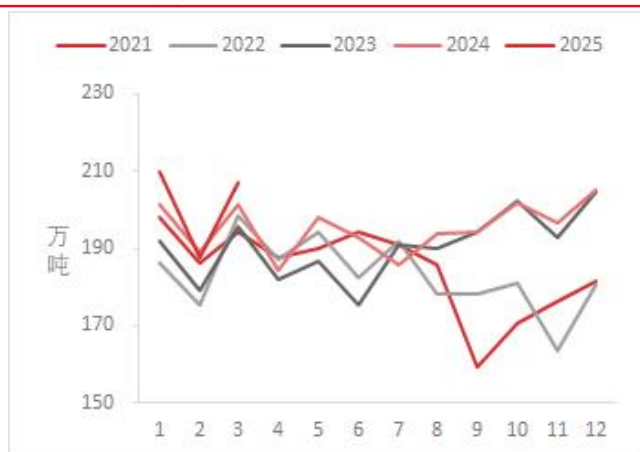
资料来源：iFind, 东海期货研究所

图 24 PVC 周度利润水平



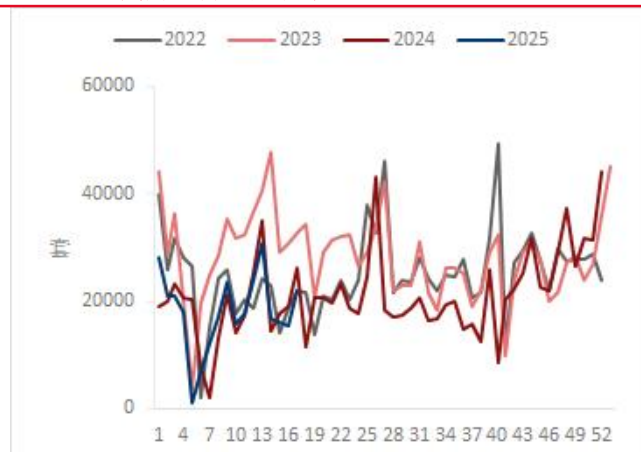
资料来源：iFind, 东海期货研究所

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，集成电路同比增加达到两位数，终端电子产品同比小增，提振焊料需求，但光伏玻璃开工率处于低位，走势分化。锡化工方面，虽然地产低迷和企业生产利润下滑，但 PVC 产量同比增加。

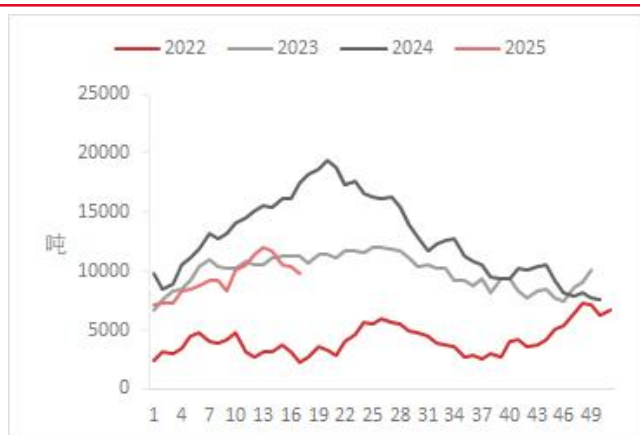
5. 库存：社库下降

社会库存方面，截止 4 月 30 日，三地（上海、江苏和广东）库存总量为 9833 吨，近期持续去库，与上月（3 月 28 日）相比下降 1649 吨，库存仍处于历史同期高位。下游刚需采购为主，采购意愿放缓。

LME 锡库存持续下降，截止 4 月 30 日库存为 2655 吨，已经较去年 11 月 18 日的 4910 吨下降 2255 吨，尤其是近期去库加速。

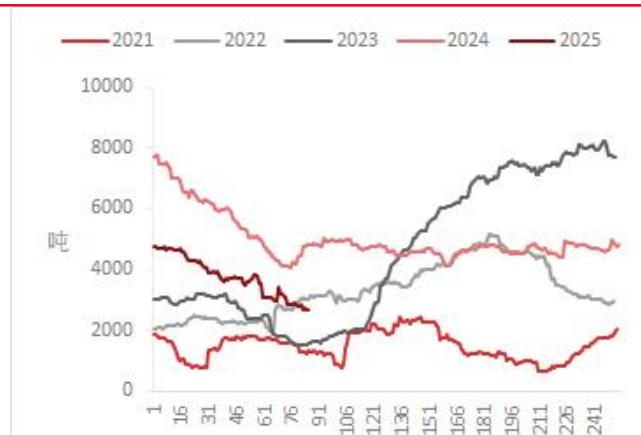
展望二季度，随着冶炼段开工下滑，需求仍有韧性，库存将继续下降。

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

5 月缅甸仍处于复产筹备中，国内锡精矿原料仍偏紧，冶炼开工率将继续处于低位，但锡焊料开工季节性下滑，需求边际转弱。关税扰动仍在，不排除关税缓和带来锡价的短期冲高，但宏观风险和缅甸复产仍将施压。

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：021-80128600-8628

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL：pengyy@qh168.com.cn