



## 渡短期寒，赴时代潮

走势评级：锡：看涨  
报告日期：2026年6月28日

### ★供应端：宽松不及预期

上半年，国内锡矿加工费累计上调6,000元/吨，是原料供应边际宽松在价格层面的确认。但国内矿山缺乏增量，海外宽松不及预期，原料端整体延续偏紧格局，国内矿端年累计缺口610金属吨，锭松也未见显现。

### ★需求端：强预期弱现实

延续全年“强预期弱现实”的判断，传统需求表现疲弱更甚此前预期，我们对电子通讯、光伏等多个板块的增速预期作出下调，而新兴需求预期先行，真实体量尚小，难以填补传统需求领域下滑缺口。

### ★总结与展望

平衡表来看，2026年，预计国内精锡缺口0.28万吨，全球精锡小幅过剩0.09万吨。基本面延续紧平衡格局。定价逻辑来看，宏观流动性、地缘、AI三大因素越来越占据重要的部分。下半年预期锡价呈宽幅震荡走势，且波动可能放大，沪锡价格运行区间预期在35-50万元/吨。节奏上，当前宏观因素抑制较强，且产业端6-8月为消费电子、锡催化剂稳定剂等下游的传统淡季，供应无突发扰动的前提下，基本面难有显著改善，锡价呈现震荡整理；后续若宏观风险阶段性出清，叠加消费端旺季订单如期释放，则锡价有望震荡上行并触及阶段性新高。交易角度，建议关注中长线逢低买入机会。

### ★风险提示

宏观和地缘风险；主产地供应扰动；在产矿山产量超预期；经济衰退；需求结构性增长不及预期；技术和材料替代。

徐瑜 高级分析师（锡）  
从业资格号：F03107629  
投资咨询号：Z0022033  
Email: yu.xu@orientfutures.com

## 目录

1. 行情回顾.....	6
2. 供应端.....	7
2.1. 矿端：宽松不及预期.....	7
2.2. 冶炼端：国内锭松未出现，关注印尼配额放量.....	12
3. 需求端.....	17
3.1. 初端需求：生产难言景气.....	18
3.2. 终端需求：传统需求低迷，新兴需求体量尚小.....	19
4. 库存端.....	30
5. 总结与展望.....	31
6. 风险提示.....	32

## 图表目录

图表 1 : 2026 年 H1 行情回顾.....	7
图表 2 : 国内锡矿加工费回升.....	8
图表 3 : 国内锡矿产量.....	8
图表 4 : 国内锡矿进口量.....	8
图表 5 : 锡矿进口盈亏.....	8
图表 6 : 国内锡矿平衡.....	9
图表 7 : 云南地区锡矿库存.....	9
图表 8 : 缅甸锡矿进口量.....	10
图表 9 : 刚果(金)锡矿进口量.....	10
图表 10 : Renison 锡矿产量.....	11
图表 11 : Alphamin 锡矿产量.....	11
图表 12 : Minsur 锡矿产量.....	11
图表 13 : PT Timah 锡矿产量.....	11
图表 14 : 锡矿供给预期.....	12
图表 15 : 国内锡锭产量.....	13
图表 16 : 国内再生锡锭产量.....	13
图表 17 : 国内精炼锡企业开工率.....	13
图表 18 : 云南、江西开工率.....	13
图表 19 : 国内锡锭产能.....	14
图表 20 : 锡冶炼毛利率.....	14
图表 21 : 国内锡锭净进口.....	14
图表 22 : 国内锡锭总供给.....	14
图表 23 : 锡锭进口盈亏.....	15
图表 24 : 锡锭出口盈亏.....	15
图表 25 : 印尼锡锭出口量.....	16
图表 26 : 印尼交易所锡锭日度成交量.....	16
图表 27 : 印尼锡 PNBPN 调整.....	16
图表 28 : 锡锭供给预期.....	17
图表 29 : 锡表观需求.....	17
图表 30 : 费城半导体指数.....	17
图表 31 : 锡焊料产量.....	18
图表 32 : 锡焊企业开工率.....	18
图表 33 : 锡焊企业锡锭库存情况.....	18
图表 34 : 焊料企业成品库存情况.....	18

图表 35 : 国内智能手机出货量.....	19
图表 36 : 全球智能手机出货量.....	19
图表 37 : 国内平板电脑出货量.....	20
图表 38 : 全球平板电脑出货量.....	20
图表 39 : 内存价格指数上涨.....	21
图表 40 : 中国智能眼镜出货量.....	21
图表 41 : 全球 AI 服务器出货量变化及预期.....	21
图表 42 : 中美九大云服务商合计资本支出.....	21
图表 43 : 空调产量.....	22
图表 44 : 空调出口量.....	22
图表 45 : 冰箱产量.....	22
图表 46 : 冰箱出口量.....	22
图表 47 : 洗衣机产量.....	23
图表 48 : 洗衣机出口量.....	23
图表 49 : 汽车及新能源汽车产量.....	24
图表 50 : 汽车及新能源汽车出口量.....	24
图表 51 : 新能源汽车渗透率 (批发口径) .....	24
图表 52 : 中国光伏新增装机容量 (年累计) .....	25
图表 53 : 中国光伏组件开工率.....	25
图表 54 : 中国光伏组件产量.....	25
图表 55 : 中国光伏组件出口量.....	25
图表 56 : 中国 PVC 粉产量.....	26
图表 57 : 中国 PVC 粉出口量.....	26
图表 58 : 中国浮法玻璃产量.....	26
图表 59 : 中国浮法玻璃产线开工条数.....	26
图表 60 : 中国镀锡板产量.....	27
图表 61 : 中国镀锡板出口量.....	27
图表 62 : 中国铅蓄电池开工率.....	27
图表 63 : 中国铅蓄电池成品库存天数.....	27
图表 64 : 锡材进出口.....	28
图表 65 : 国内锡需求预期.....	28
图表 66 : 上期所锡库存.....	30
图表 67 : 国内锡锭社会库存.....	30
图表 68 : LME 锡库存.....	30
图表 69 : 交易所库存合计.....	30
图表 70 : 锡矿平衡.....	31

图表 71：精锡平衡..... 32

## 1. 行情回顾

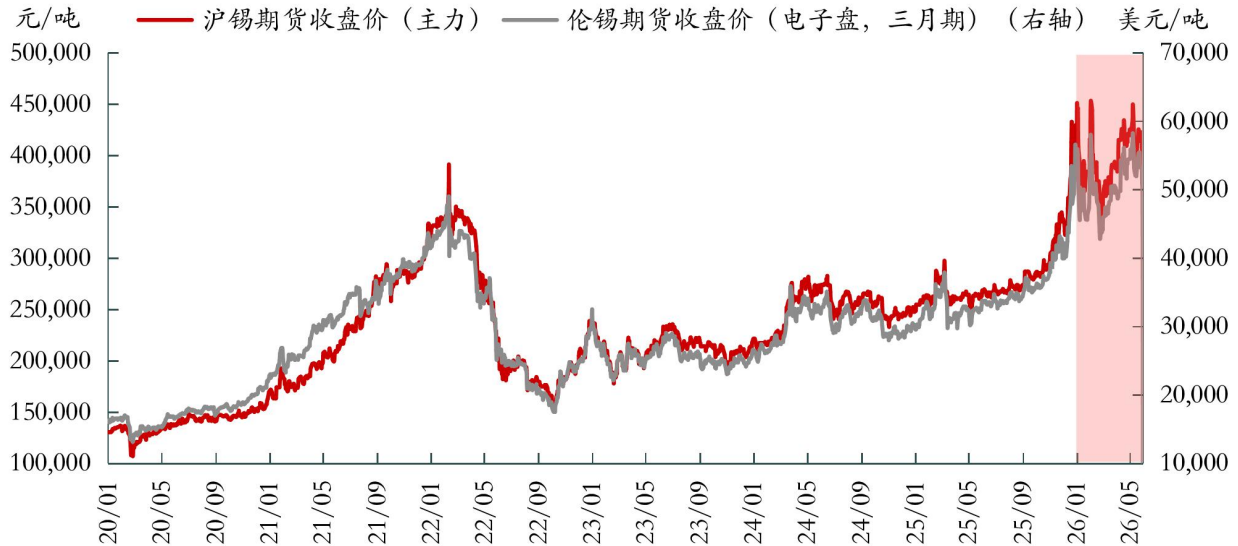
2026年上半年，锡价整体呈现高位宽幅震荡走势，较我们此前预期更为强势。1月中上旬，在降息预期和美元走弱背景下，金属、贵金属板块整体偏强；锡基本上，TC出现低位反弹，反映供紧局面出现边际缓和，但彼时存在较多低价长单仍在运行拉低整体加工费均值，且冶炼厂议价能力仍然受限导致实际成交弱于报价，因此市场在短暂调整后，交易逻辑仍更着重于偏紧现实而非宽松预期，锡价也一度逼近47万元。1月末，特朗普提名凯文·沃什为下任美联储主席引发宏观流动性预期重构，锡价随板块系统性回落。

春节后首周，在缅甸、印尼、刚果（金）三大主产国相继传出供损消息以及中长期全球紧平衡格局信仰的驱动下，锡价走出相对独立向上的行情。但节后首周下游企业多未复产，且有部分企业在元宵节后才进行复产，现货市场有价无市，高价缺乏支撑。叠加缅甸复产推进、印尼配额放量的消息传出，同时2月28日美以伊战争爆发，宏观逆风与供应端边际宽松共同对盘面产生压制，到3月下旬锡价跌穿33万元。

与此同时，全球AI产业也正在完成一次酝酿已久的结构性跃迁——Agentic AI技术落地、开源框架OpenClaw出圈爆火，AI智能体自主作业模式快速普及，催生海量推理算力需求，行业重心正式从前期的模型训练阶段转向商用推理应用落地阶段。3月，国内将AI领域“token”官方定名为“词元”；海内外科技大厂大幅加码年度资本开支；资本市场同步反馈，美股科技股、韩国股市持续走强，费城半导体指数也创下历史新高。在此产业变革中，锡逐渐被赋予“算力金属”的新标签，并正在重写新的增长曲线，3月尤其是二季度以来，AI算力增量需求预期持续强化，叠加供应端修复不及预期，锡价企稳回升、再度走高。

进入6月，锡价重新面临阶段性回调。中东局势走向谈判，市场从降息预期延后逐渐转为开始定价加息，美元走强，压制基本金属整体估值；科技股出现回调，“算力金属”的估值溢价受到挤压，锡价大幅波动。

图表 1: 2026 年 H1 行情回顾



资料来源: iFinD, 东证衍生品研究院

## 2. 供应端

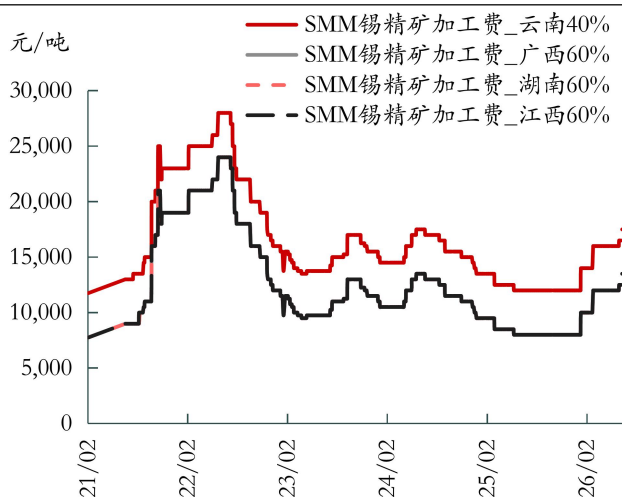
### 2.1. 矿端: 宽松不及预期

2026 年上半年, 国内锡矿加工费发生四次上调, 是原料供应边际宽松在价格层面的确认。目前, 云南 40%锡精矿加工费达到 17,000 元/吨, 广西、湖南、江西 60%锡精矿加工费达到 13,000 元/吨。

国内锡矿供应回升, 1-4 月, 国内锡矿累计生产 2.47 万金属吨, 同比增长 2.4%, 锡矿累计进口 6.92 万实物吨, 同比增长 88.1%, 折 2.25 万金属吨, 同比增长 36.0%; 合计国内锡矿供应 4.72 万金属吨, 同比增长 16.0%, 增量 0.65 万金属吨。从平衡角度来看, 国内锡矿今年以来缺口有所收窄, 但依旧维持紧缺状态, 1-4 月累计缺口为 610 金属吨, 去年同期累计缺口高达 7,000 金属吨。云南地区锡矿库存天数基本保持在 26 天水平。

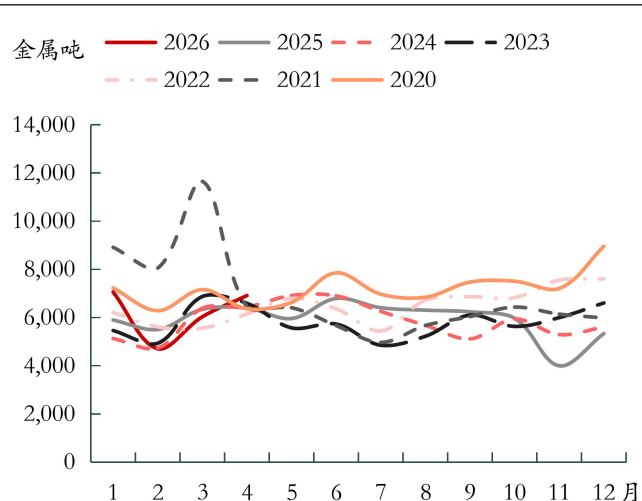
国内矿端供应宽松的增量预期主要来自进口, 目前来看这部分的提升较为不及预期。1-5 月, 国内累计进口锡矿 8.60 万实物吨, 同比增长 71.4%, 折 2.90 万金属吨, 同比增长 24.4%。尽管同环比都呈现两位数增长, 但这主要是由于缅甸锡矿复产自去年下半年起推进的基数效应, 若逐月来看进口量数据提升较缓。在锡矿进口窗口持续开启的情况下, 4 月单月进口量更是环比下降了 9.7%。

图表 2: 国内锡矿加工费回升



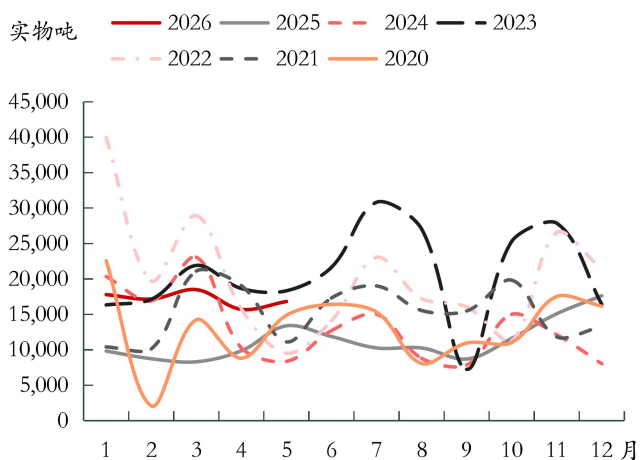
资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 3: 国内锡矿产量



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 4: 国内锡矿进口量



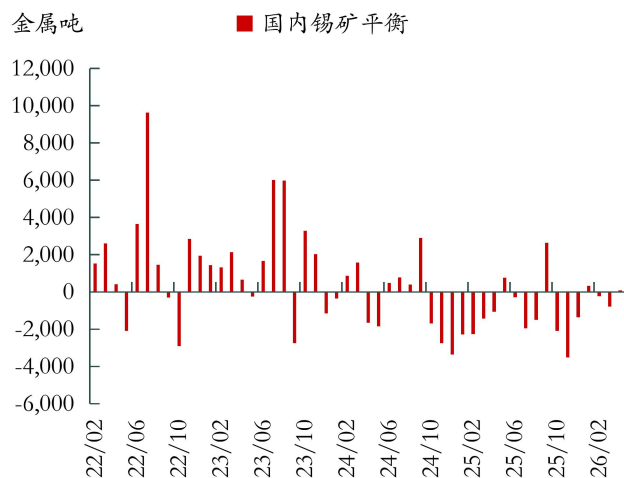
资料来源: Wind, 海关总署, 东证衍生品研究院

图表 5: 锡矿进口盈亏



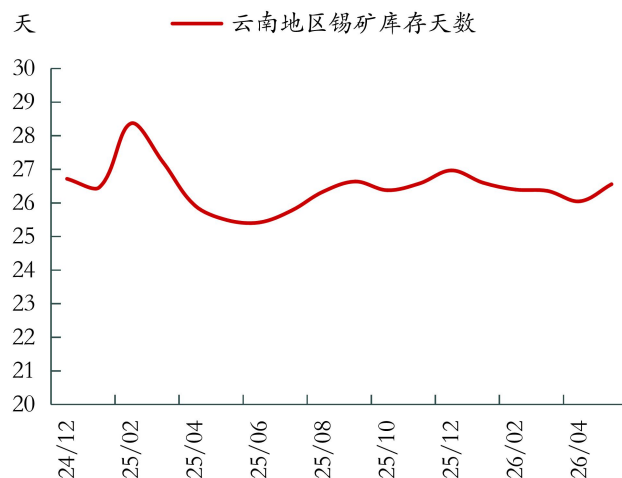
资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 6: 国内锡矿平衡



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 7: 云南地区锡矿库存



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

锡矿重点海外主产地来看:

1) 缅甸方面, 1-5 月我国从缅甸总进口锡精矿约 7,394 金属吨, 同比增长 69.7%。其中, 1-3 月进口月均约为 1,500 金属吨, 较去年底未出现明显的环比提高, 4 月进口量降至 1,237 金属吨, 环比降幅达到 21.1%, 5 月出现回升至 1,455 金属吨。我们判断为供应宽松不及预期, 一方面是北部佤邦锡矿先后受到矿洞抽水问题、炸药审批延迟等因素的影响, 复产进度迟缓; 具体来看, 抽水问题在去年下半年发生, 今年 3 月起抽水费用分摊机制正式开始实施, 基本算是这一问题的解决, 时间上看我们预计这方面增量在年中左右体现, 而炸药审批卡顿在去年四季度发生, 也于今年 1 月下旬左右恢复。另一方面是缅甸南部地区也因不可抗力因素出现了相关进口量的下滑——缅甸南部锡矿的产出在过去较长时间内都较为稳定, 月均在 500-800 金属吨水平。

基于进口数据倒推佤邦地区的供应恢复情况, 可大致估算出其单月产量于近期才提升至 1,000 以上金属吨水平, 处于偏慢的节奏。理论上佤邦锡矿恢复还有较大空间, 但客观上可实现的较为有限, 后续来看, 南部地区暂未看到明显好转, 且季节性进入传统雨季, 露天开采与陆路运输又可能受到新的干扰, 因此短期内恐怕难以出现大的增量。

全年预期方面, 我们进行了下调。此前我们预判, 缅甸年供应量落在 1.8-2.1 万金属吨区间, 对应到月均的供应量为 1,500 金属吨到 1,750 金属吨, 并将 2.1 万金属吨水平定位为“中性”的预期; 现在我们将预期的基准数值下调至了 1.8 万金属吨水平, 全年预期较此前减量 3,000 金属吨, 主要来自南部地区预期外减损和北部地区没有预期外增长。

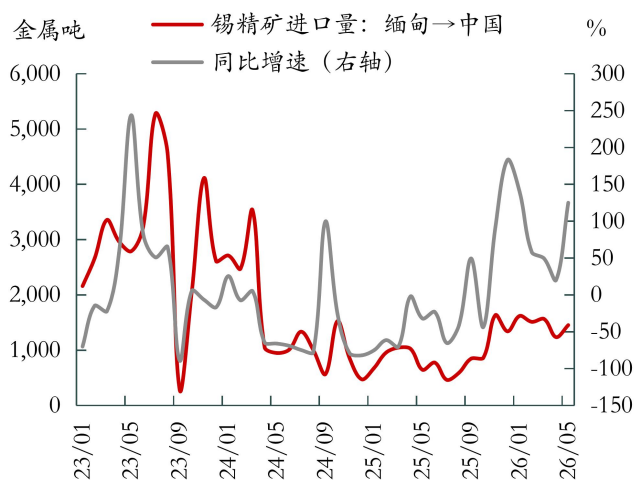
2) 刚果(金)方面, 1-5 月累计进口锡矿 8,062 金属吨, 同比增长 11.6%。供应扰动风险主要来自两个方面, 一是武装冲突, 二是埃博拉病毒。武装冲突方面, “M23 运动” 2021 年重启战事, 重点波及南、北基伍省部分地区, 包括拥有鲁巴亚矿区的马西西区域, 以

及刚果（金）与卢旺达交界的戈马口岸等，由于当地复杂的种族矛盾和矿产利益绑定背景，地缘冲突暂无实质停火预期。埃博拉疫情方面，5月15日刚果（金）正式通报疫情，病例集中在伊图里、北基伍和南基伍三省，卢旺达、乌干达等国家随之已经关闭相关口岸，截至目前疫情仍在快速发展中。Bisic 矿区生产运营稳定，运输通道也未受影响——货运路线原是途径戈马，此前为避免 M23 冲突风险，货运路线已经向北调整，改道乌干达，因而未受到疫情冲击。

另外，刚果（金）暂停部分手工矿区的采矿活动为期三个月，以遏制矿业欺诈、矿石非法开采等行为。考虑到刚果（金）大部分产量来自 Bisic 矿区，手工矿大约贡献该国近两成锡精矿产出，手工矿限制影响的量级相对有限。

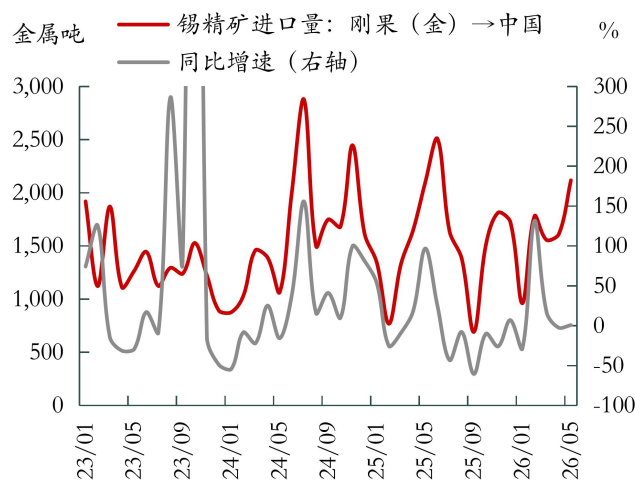
预期方面，我们整体维持此前的预判，即 Bisic 矿区增产至 2 万金属吨水平，较上年增量约 0.15 万金属吨，而其他中小锡矿低水平运行，较上年减量 0.1 万金属吨，从而实现刚果（金）全国供应较上年小幅增量 0.05 万金属吨。

图表 8：缅甸锡矿进口量



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 9：刚果（金）锡矿进口量



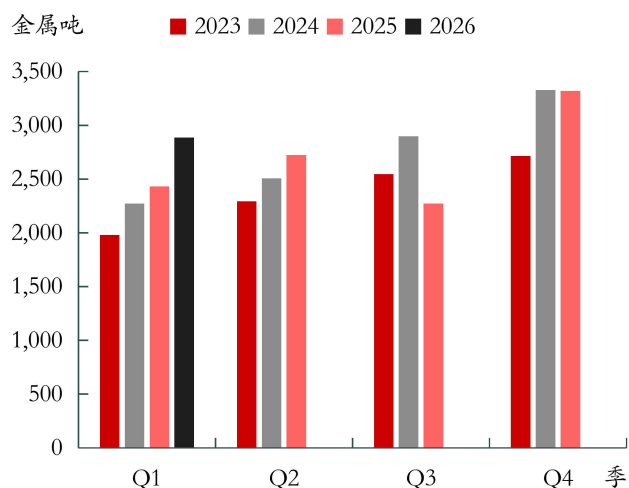
资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

重点矿山来看，2026 年 Q1，Renison/Alphamin/Minsur（秘鲁）/Timah 四家分别生产锡矿 2,887/5,026/7,993/6,312 金属吨，分别同比+18.7%/+17.7%/-6.1%/+96.3%，分别环比-13.0%/+0.4%/-4.8%/-2.0%，较为典型地反映了当前矿端现状：Minsur、Renison 呈现品位降低下的自然衰减，Alphamin 锡矿产量随 Mpama South 项目的扩建达产呈现增长，印尼天马则随着海上采矿船队扩充、陆地合作矿山放量，矿量呈现走高。成本方面，Alphamin、Renison 均表示，升高的燃料价格暂未在 Q1 财务数据中体现，但预期将对 Q2 造成影响。

项目建设方面，一方面，据我们此前统计，2026 年乃至中期新增项目主要围绕存量技改、尾矿开采和锂矿伴生，预期增量本身有限，另一方面，兴业银锡两大项目银漫二期、大

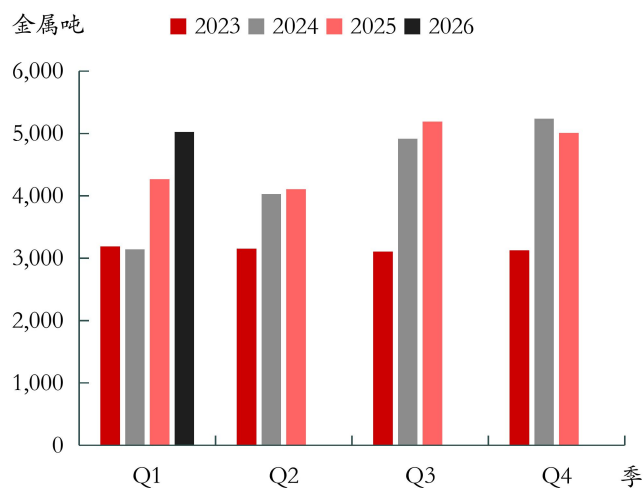
西洋锡业均计划于 2028 年四季度实现带料试车，较原预期有所延后。

图表 10: Renison 锡矿产量



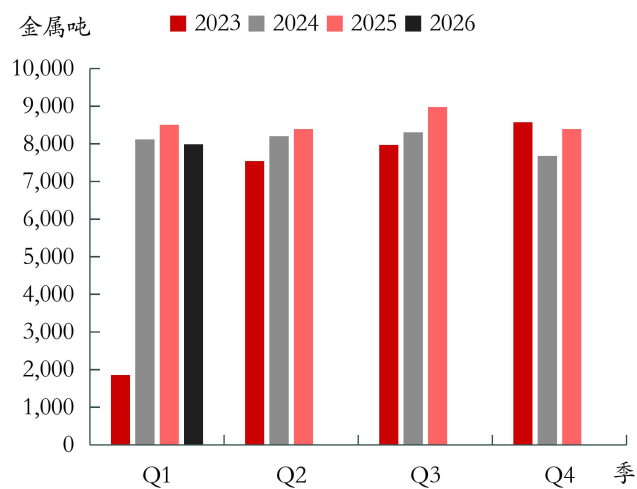
资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

图表 11: Alphamin 锡矿产量



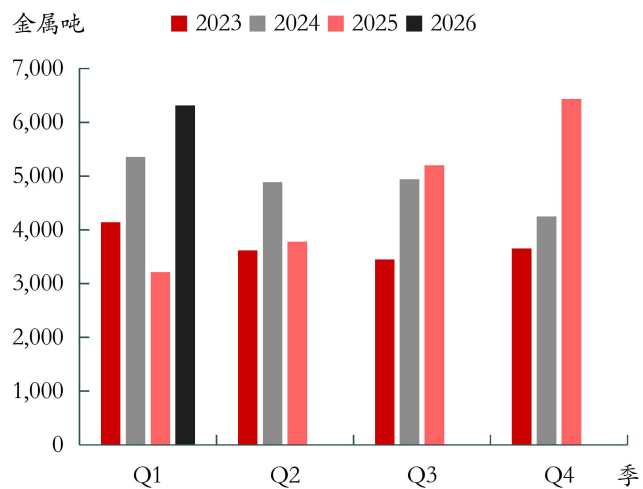
资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

图表 12: Minsur 锡矿产量



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

图表 13: PT Timah 锡矿产量



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

综上所述，国内矿山缺乏增量项目，叠加矿山的持续老化，我们将其锡矿全年供给从 7.55 万金属吨下调至 7.30 万金属吨；海外矿山中，缅甸既是供应宽松的重要来源，也是下调预期的主要环节，我们将其锡矿全年供给从 2.1 万金属吨下调至 1.8 万金属吨，则缅甸锡矿较上年供应增量预计达到 0.71 万吨。印尼以锡锭的形式供应全球，今年以来当地不同协会对年度 RKAB 生产配额分别给出了 6 万吨、6.586 万吨的预期，我们回归年报中 6 万吨的预期，因而印尼锡矿供应环比上年增量为 0.70 万吨，印尼部分我们会在下一章节

展开讨论。合计全球锡矿供应 29.54 万金属吨，较上一年增长 7.3%，增量 2.00 万吨。下半年预期延续矿松周期，但地缘扰动风险持续，矿松预期的兑现重点受制于缅甸锡矿供应修复进度、刚果（金）地缘扰动以及印尼政策扰动等。

图表 14：锡矿供给预期

单位：万金属吨	2024	2025A	2026E
全球锡矿产量	28.28	27.54	30.09→29.54
同比增速		-2.6%	7.3%
同比增量		-0.74	2.00
其中：			
中国锡矿产量	7.04	7.37→7.12	7.55→7.30
同比增速		1.1%	2.5%
同比增量		0.08	0.18
缅甸锡矿产量	2.13	1.15→1.09	2.10→1.80
同比增速		-48.8%	65.1%
同比增量		-1.04	0.71
刚果（金）锡矿产量	2.62	2.65	2.70
同比增速		1.0%	1.9%
同比增量		0.03	0.05
印尼锡矿产量	5.33	5.30	6.00
同比增速		-0.5%	13.2%
同比增量		-0.03	0.70
其他地区锡矿产量	11.16	11.38	11.74
同比增速		2.0%	3.2%
同比增量		0.22	0.36

资料来源：东证衍生品研究院

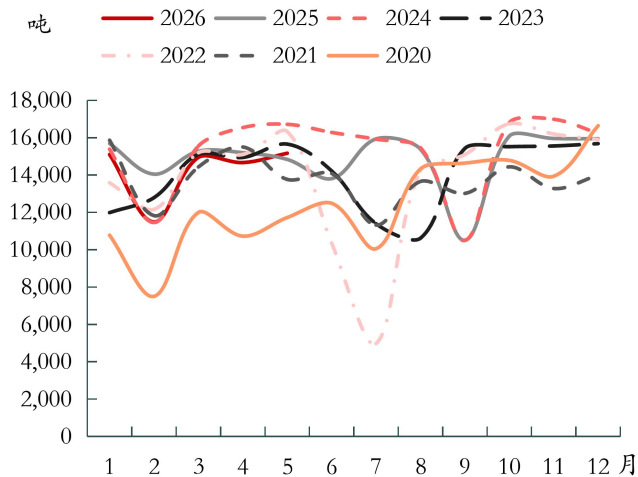
## 2.2. 冶炼端：国内锭松未出现，关注印尼配额放量

冶炼端宽松未见显现，1-5 月，国内锡锭累计产量 7.14 万吨，同比-4.9%，其中，再生锡累计产量 1.40 万吨，同比-20.5%。一方面，尽管国内锡矿供应约束边际缓和，但仍以缺口的形式呈现，叠加废锡回收不足，以及原料库存前期的消耗，整体原料供应延续偏紧格局；另一方面，高价扰动下，上游囤矿待涨，下游观望情绪浓厚，均导致锡全链条流通的阻滞。

冶炼开工率维持偏低水平，落在 50%-60% 区间。不同地区冶炼厂之间呈现分化运行，云南锡矿原料供应渠道多元化，储备相对充足，开工整体保持高位，相较之下其他地区开

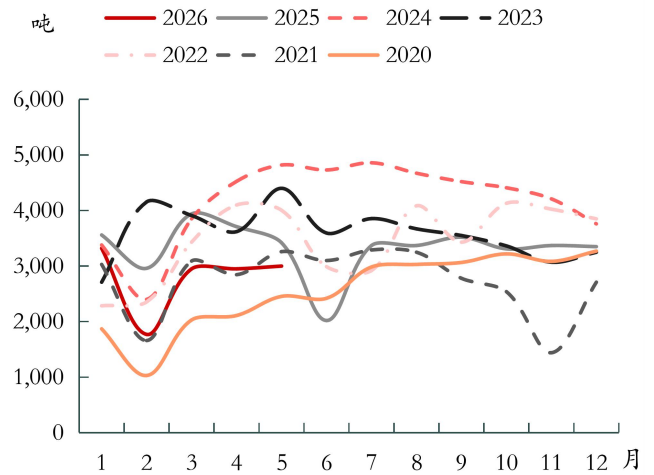
工则结构性偏低，其中，江西地区再生原料依旧不足，开工率维持在40%以下，与再生锡产量的负增长情况也相呼应。大型和中小型冶炼厂之间的分化情况也相类似，大型冶炼企业开工相对稳定，而中小型冶炼厂仍面临原料不足的问题，开工率偏低。

图表 15: 国内锡锭产量



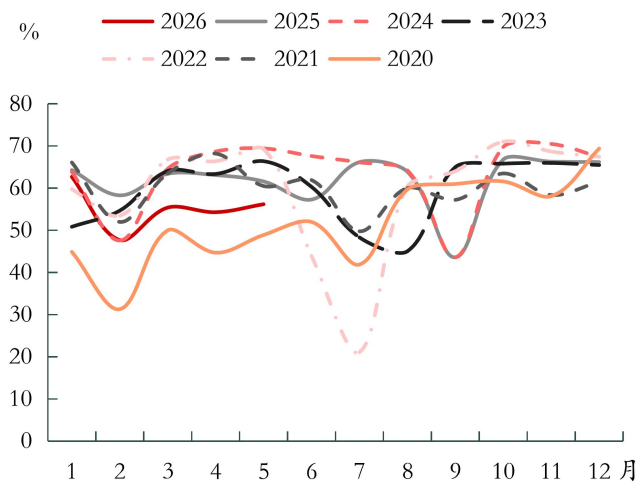
资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 16: 国内再生锡锭产量



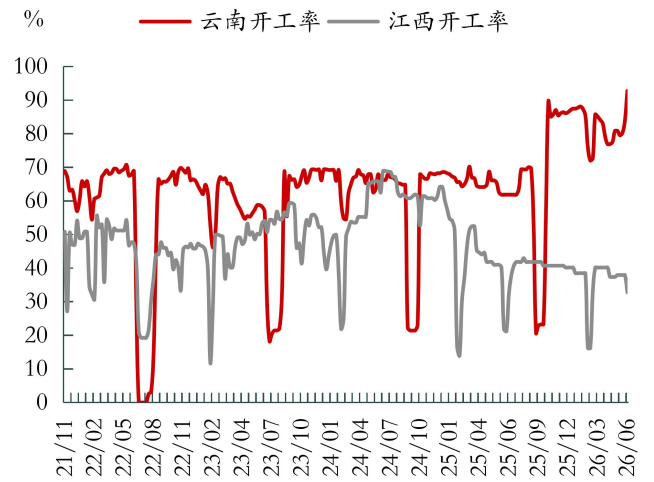
资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 17: 国内精炼锡企业开工率



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 18: 云南、江西开工率

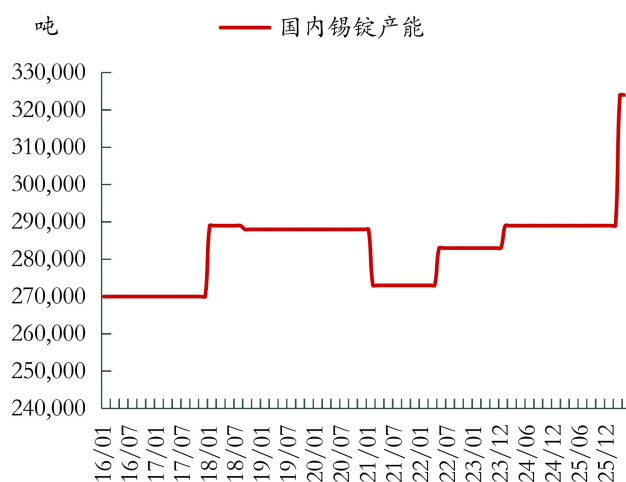


资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

产能方面，今年国内精炼锡产能出现明显跃升，从28.9万吨涨到了32.4万吨，新增产能来自头部一体化企业，而我们认为名义产能大幅抬升不能改变实际产量弹性被原料锁死的现实，只会导致中小冶炼厂生存空间的进一步压缩。利润方面，Q1冶炼端毛利率出现明显修复、Q2以震荡反复为主，主要还是原料供给反复扰动，加工费上行空间受制，若下半年原料供应恢复得较为理想，则到时将有希望走出亏损。

锡锭进出口方面，1-5月国内锡锭累计进口11,196吨，同比增长17.8%，累计出口9,322吨，同比下降2.7%，累计净进口1,874吨；结合国内产量可计算得，1-5月，国内锡锭总供应达7.3万吨，同比下降2.3%，缩量1,730吨。进口盈亏持续为正，但受制于印尼出口释放节奏偏缓等原因，锡锭流入较为有限；出口则持续处于亏损状态，出口窗口难以打开。

图表 19: 国内锡锭产能



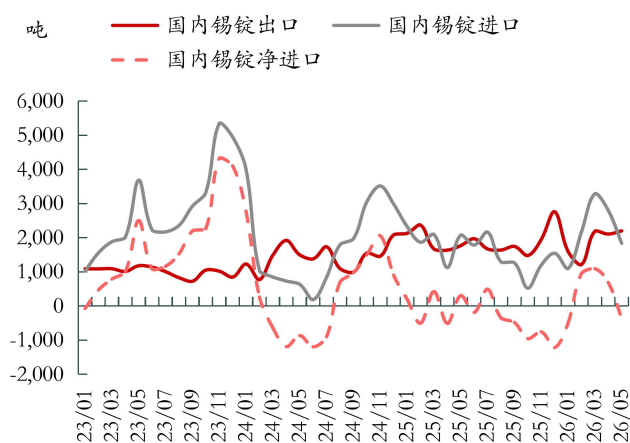
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 20: 锡冶炼毛利率



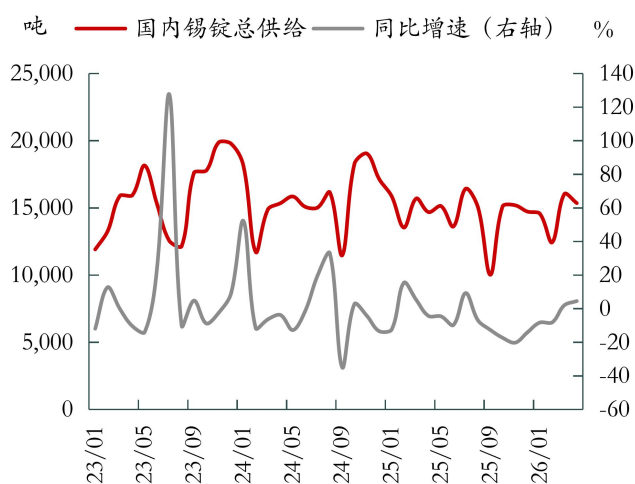
资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 21: 国内锡锭净进口



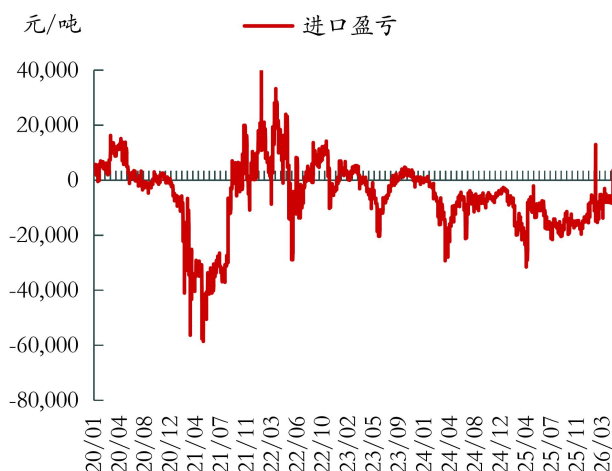
资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表 22: 国内锡锭总供给



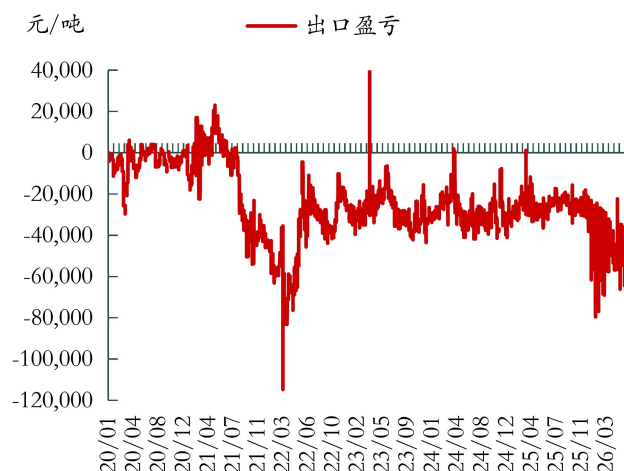
资料来源：海关总署，SMM，东证衍生品研究院

图表 23: 锡锭进口盈亏



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 24: 锡锭出口盈亏



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

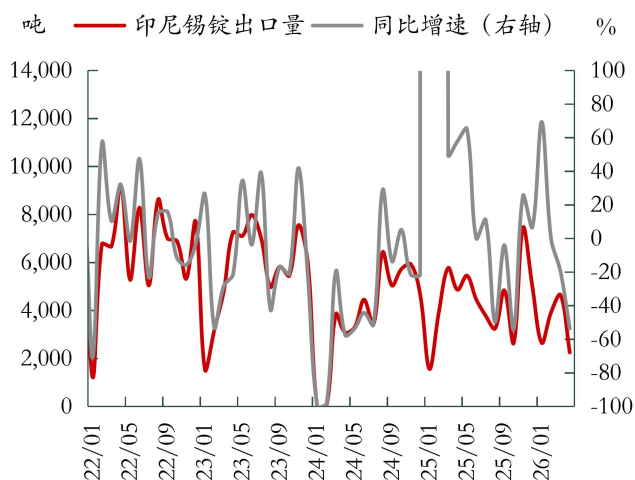
海外锡锭供应方面，核心变动主要围绕印尼政策驱动下的供应波动展开。1-4 月，印尼锡锭出口累计 13,490 吨，同比-16.4%，其中，4 月精锡出口量出现腰斩，仅 2,254.8 吨，同比-53.7%，环比-51.6%，主要原因是斋月以及当地出口证的重新更新。5、6 月出口量参考他们的交易所成交量来看尽管环比回升，但也未恢复到正常水平。

印尼供应预期方面，我们重点参考当地协会对 RKAB 生产配额的预期：1 月，印尼锡出口商协会给出了 6 万吨的预期；3 月，矿产与煤炭总局给出的锡金属产量目标为 6.586 万吨。从披露信息的时间维度上，我们主观可参考距现在更近的数值（6.586 万吨）作为预期，不过就上半年的出口情况来看，实际供应量远低于规划值。

此外，自 2026 年起，RKAB 由三年期重新转向一年期，年度制的配额和审批节奏也抬高了供给的不确定性。以及印尼政府近期提出多项资源收缩政策，其中包括正在考虑上调特许权使用费，锡的最高一档权益金税率翻倍：从“锡价超过 4 万美元适用 10%”上调至“锡价超过 5 万美元适用 20%”。在针对锡、铜、镍、金、银等不同资源品税率的拟议调整中，锡的税率涨幅最大。这一规定原计划 6 月落地，虽然得以暂缓，但法案立法方向基本没有发生变化，如果该税率在今年下半年落地，预计将给当地生产商带来更沉重的财务压力。另外印尼政府还在评估征收出口关税和暴利税，后续进展还有待观察。

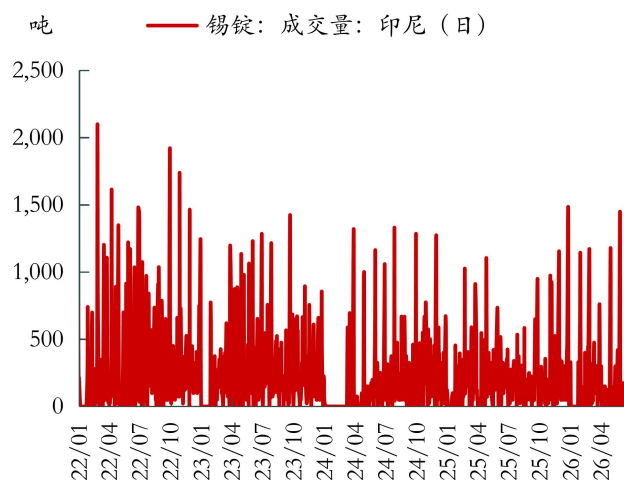
整体来看，印尼资源民族主义存在确定性走强，政策风险加剧。我们对全年供应还是给出了 6 万吨的预期，并保留其下半年出口明显修复的可能性。

图表 25: 印尼锡锭出口量



资料来源: 印度尼西亚贸易部, 东证衍生品研究院

图表 26: 印尼交易所锡锭日度成交量



资料来源: 上海钢联, 东证衍生品研究院

图表 27: 印尼锡 PNBP 调整

锡价 (美元/吨)	特许权使用费对比		
	旧	现行 (2025 年 6 月以来)	拟议新税率
<20,000	3.0%	3.0%	5.0%
20,000-30,000		5.0%	7.5%
30,000-35,000		7.5%	10.0%
35,000-40,000		7.5%	12.5%
40,000-45,000		10.0%	15.0%
45,000-50,000		10.0%	17.5%
≥ 50,000		10.0%	20.0%

资料来源: 基于政策整理, 东证衍生品研究院

综上所述, 我们将国内锡锭产量下调至 17.30 万吨, 并将印尼锡锭产量保留在 6 万吨水平。则全球锡锭供应随之提升至 36.17 万吨, 同比增长 1.1%/0.41 万吨。理论上供应端宽松主要来自于两个方面, 一是缅甸佤邦锡矿的复产 (进而影响国内锡锭的生产), 二是印尼 RKAB 生产配额的上调 (直接影响全球锡锭供应和国内进口), 此二者目前来看均呈现扰动, 宽松节奏存在较强不确定性。

图表 28: 锡锭供给预期

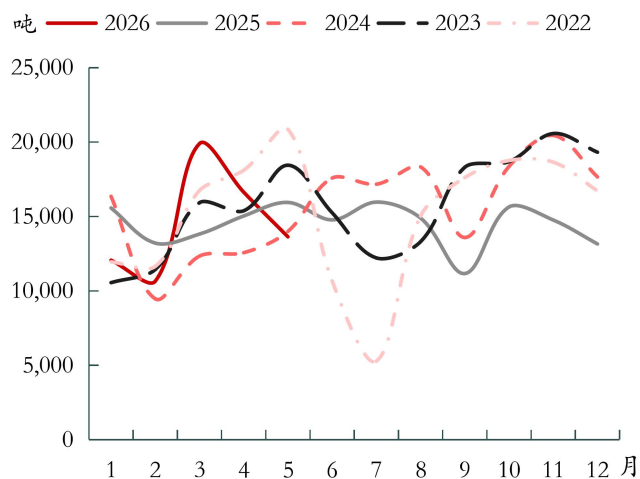
单位: 万吨	2024	2025E	2026E
全球锡锭产量	36.33	35.76	36.17
同比增速		-1.6%	1.1%
同比增量		-0.57	0.41
其中:			
中国锡锭产量	18.39	17.87	18.00→17.30
同比增速		-2.8%	-3.2%
同比增量		-0.52	-0.57
印尼锡锭产量	4.99	5.30	6.00
同比增速		6.2%	13.2%
同比增量		0.31	0.70
其他地区锡锭产量	12.95	12.59	12.87
同比增速		-2.8%	2.2%
同比增量		-0.36	0.28

资料来源: 东证衍生品研究院

### 3. 需求端

2026 年 1-5 月, 国内锡表观需求达 7.29 万吨, 累计同比降低 1.0%/703 吨, 需求呈现小幅下降。值得注意的是, 锡需求端正处于新旧动能转换的浪潮中: 传统需求相对平淡, 下游企业普遍采取刚需采购、低库存运营的做法, 而 AI 相关的新兴需求板块则表现出高景气度, AI 板块也与锡价的走势呈现高度正相关, 但整体呈现预期先行的态势, 订单落地情况还有待显现。

图表 29: 锡表观需求



资料来源: SMM, 海关总署, 东证衍生品研究院

图表 30: 费城半导体指数

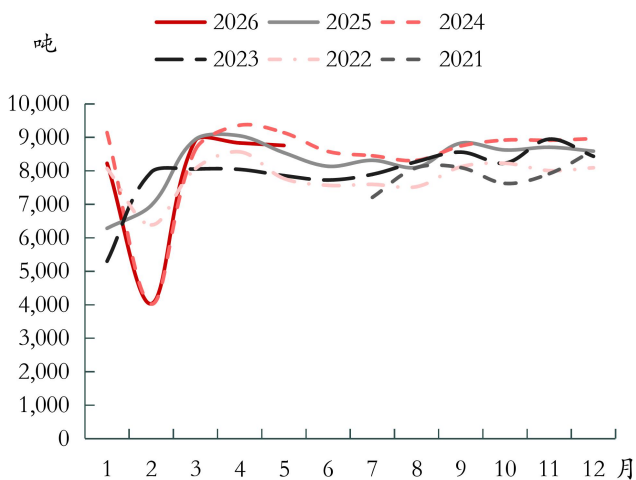


资料来源: 美国费城证券交易所, 东证衍生品研究院

### 3.1. 初端需求：生产难言景气

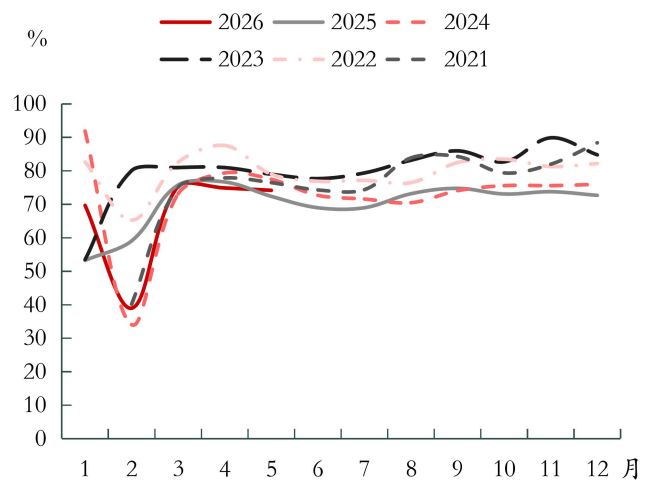
1-5月，国内锡焊料产量3.88万吨，同比-2.6%，开工也处在季节性偏低水平，主要是AI等领域增量需求的体量不足以对冲光伏、传统消费电子等领域需求的下滑，导致下游企业春节假期较以往有所拉长，整体采购也较谨慎，以刚需接货为主。库存方面，焊料企业锡锭库存周期自25年上半年以来的高位逐步下降，今年以来一度有所增加，但最新降至7-8天，焊料成品库存天数整体维持在4-5天。

图表 31：锡焊料产量



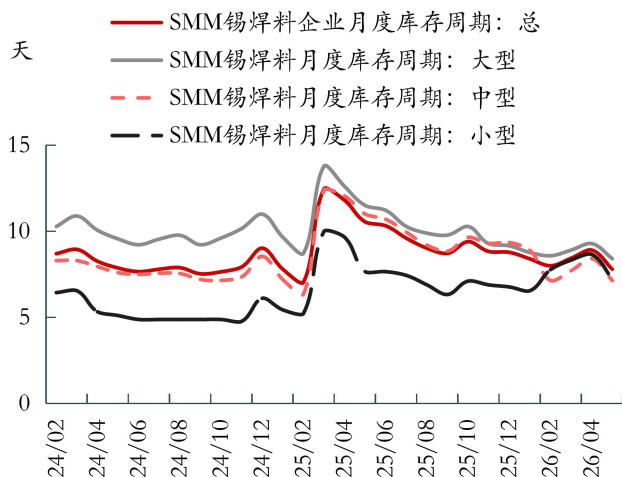
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 32：锡焊企业开工率



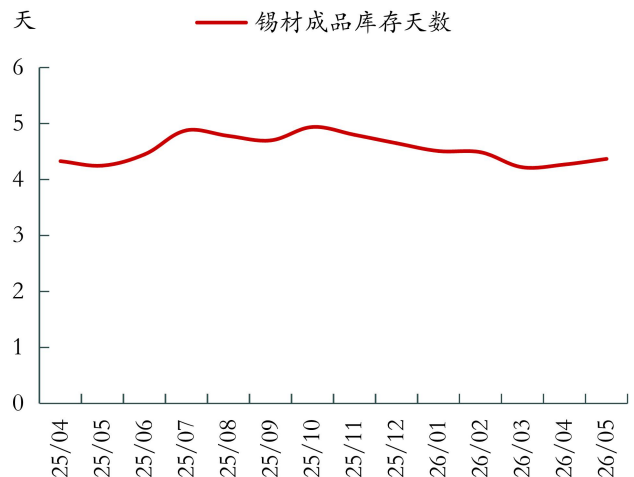
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 33：锡焊企业锡锭库存情况



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 34：焊料企业成品库存情况



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

### 3.2. 终端需求：传统需求低迷，新兴需求体量尚小

#### 1) 三大消费电子终端同步走弱，预期进一步下调。

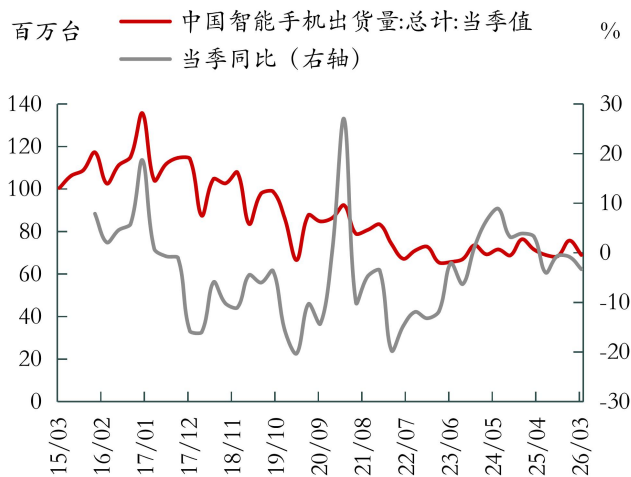
**智能手机市场**，据 IDC，今年一季度国内出货量 6,900 万部，同比下降 3.3%，全球出货量 28,970 万部，同比下降 5.0%。IDC 最新的预测较年初进一步下调：今年 2 月，该机构预计，2026 年智能手机全球出货量同比下滑 12.9%至 11 亿台，创 2013 年以来最低纪录，其中，中国市场出货量预计同比下滑 10.5%至 2.55 亿台，刷新 2012 年以来新低；如今，全球、中国市场的预期降幅都进一步扩大至 13.9%、13%。

驱动下行的核心因素主要包括两个方面：一是人工智能数据中心建设抢占内存资源，推高关键零部件成本，二是美伊战争引发油价上涨与运输成本攀升。手机制造商角度，普遍采取涨价、削减出货等措施；而消费者角度，换机周期正逐渐拉长。

**PC 与平板市场**，同样面临成本压力下的结构性调整。年初时 IDC 预计，2026 年全球 PC 出货量 2.5 亿台，同比下降 11.3%，全球平板出货量 1.4 亿台，同比下降 7.6%；如今，其对全球 PC 降幅预期未出现调整，平板降幅预期进一步下调至 8.6%。

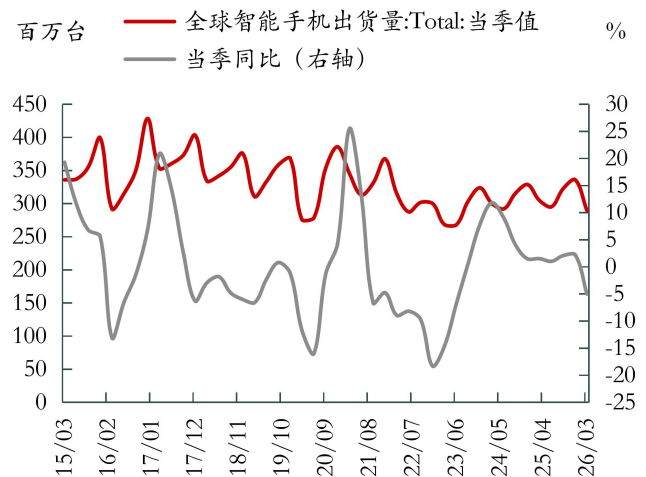
由于 IDC 预期立足于全球市场，我们引入 Omdia 的观点来补充中国市场的预期情况。据 Omdia 于今年 6 月作出的最新预测，2026 年中国大陆 PC 市场出货量预计将下降 14%至 3,600 万台（4 月预期为-10%，下调）；平板电脑市场出货量预计下降 11%至 3,200 万台（较 4 月预期无调整）。

图表 35：国内智能手机出货量



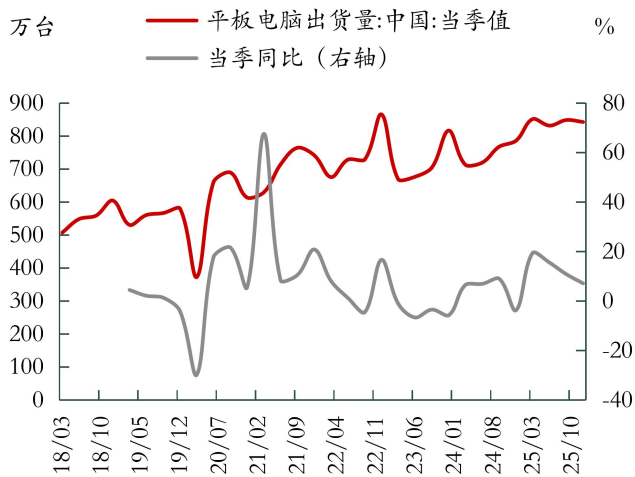
资料来源：IDC，东证衍生品研究院

图表 36：全球智能手机出货量



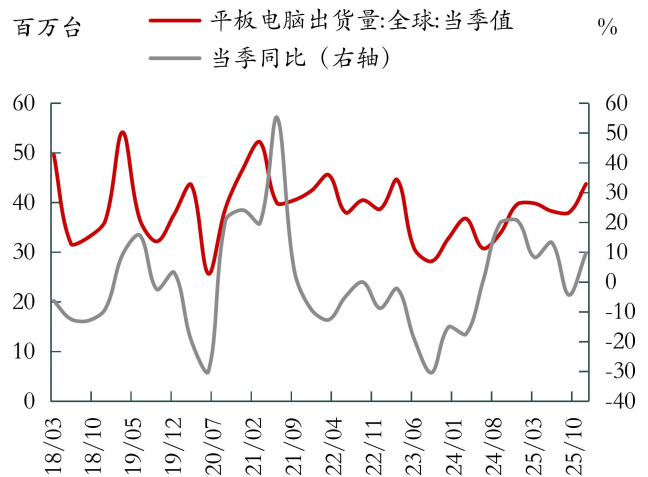
资料来源：IDC，东证衍生品研究院

图表 37: 国内平板电脑出货量



资料来源: IDC, 东证衍生品研究院

图表 38: 全球平板电脑出货量



资料来源: IDC, 东证衍生品研究院

**智能眼镜市场**, 据 IDC, 2026 年一季度, 全球智能眼镜市场出货量 356.6 万台, 同比增长 130.1%; 中国智能眼镜出货量 61 万台, 同比增长 23.5%, 单季度增速大幅落后于 2026 年全年的增速预期 (77.7%)。尽管今年智能眼镜首次被纳入国家补贴目录, 但市场表现仍较疲软, 低增量难以对冲传统消费电子的下滑体量。我们认为, 智能眼镜作为萌芽期的新兴品类, 产品定义、应用场景均未定型, 但也正因如此, 随着小米、华为、阿里、雷鸟等头部厂商投入研发、储备新品, 以及端侧 AI 技术的趋于成熟, 中长期来看成长想象空间充足。

**服务器方面**, 正在发生 AI 算力军备竞赛推动下的高速扩张, AI 服务器成为增长引擎。2025 年, 据赛迪顾问, 中国市场整体服务器销量超 470 万台, 同比增长超 13%, AI 服务器销量 76 万台, 同比增长 62%; 从销售额来看, AI 服务器首次超越通用服务器 (整体服务器销售额 4662 亿元, 同比增长 50%, AI 服务器销售额 2702 亿元, 同比增长 83%)。全球来看, 据 DIGITIMES, 2025 年服务器和 AI 服务器出货量增速分别约 4%和 30%。

步入 2026 年, 生成式 AI 从模型训练全面迈向规模化推理与行业应用落地阶段, 超大规模数据中心和云服务供应商继续引领投资需求, 据 TrendForce, 2026 年中美九大云服务厂商合计资本支出预估约 8,300 亿美元, 年增率上调至 79%。增长预期来看, 一是尽管通用型和 AI 服务器需求同步推升, 但供应商优先分配产能给利润较高的 AI 服务器, 因而通用服务器领域存在零部件交期拉长情况, 年增速也可能出现放缓; 二是市场对 AI 泡沫担忧加剧, 美国科技投资占 GDP 的比重已突破上世纪 90 年代互联网泡沫时期高点; 三是从锡需求角度来看, 锡在 AI 服务器单台用量是传统服务器的 3 倍以上, 在 AI 算力基础设施建设浪潮中逐渐被定位为“算力金属”, 这一下游的强劲增长既拉高了锡中长期需求预期, 又因其高附加值属性确保需求不会因价格高而出现下滑。

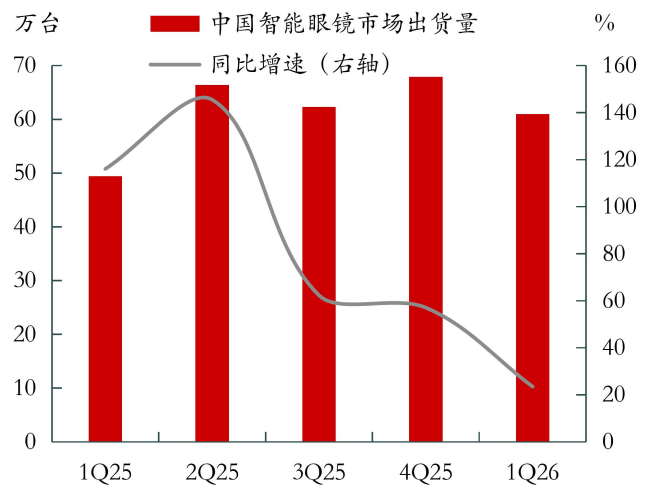
全年预期方面, 由于我们把包括消费电子在内的诸多智能设备品类归类于“电子通讯”板块, 我们将整体板块增速预期下调至-2%左右。

图表 39: 内存价格指数上涨



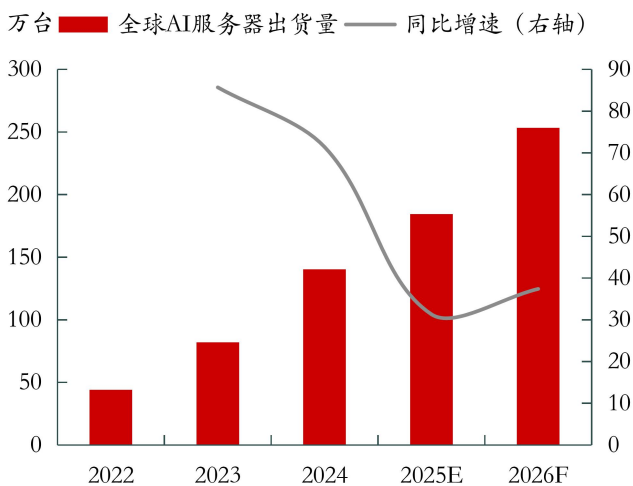
资料来源: 同花顺金融, 东证衍生品研究院

图表 40: 中国智能眼镜出货量



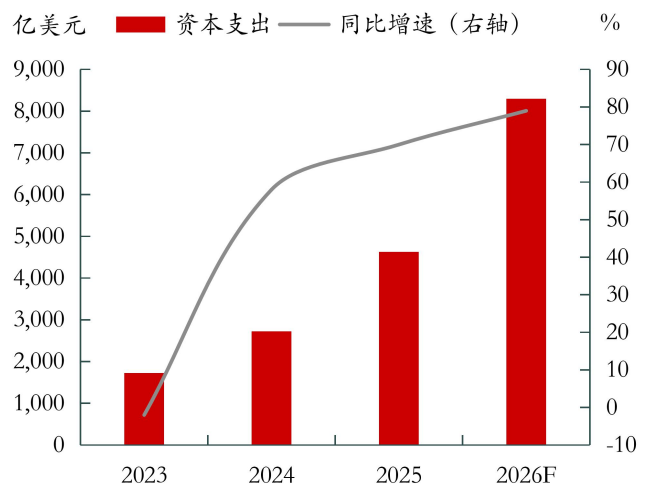
资料来源: IDC, 东证衍生品研究院

图表 41: 全球 AI 服务器出货量变化及预期



资料来源: DIGITIMES, 东证衍生品研究院

图表 42: 中美九大云服务商合计资本支出



资料来源: TrendForce, 东证衍生品研究院

## 2) 家电排产承压, 下半年存在成本改善和需求回补预期。

家电方面, 1-5 月, 空调、冰箱、洗衣机分别累计产量 12,999.9 万台、4,742.4 万台、5,082.3 万台, 分别累计同比+0.9%、+12.6%、+4.0%; 空调、冰箱、洗衣机分别累计出口 3,404 万台、4,824 万台、1,535 万台, 分别累计同比-6.6%、+13.7%、+9.6%。

内需方面, 地产家装配套需求持续疲软, 居民大件消费意愿弱, 26 年家电以旧换新较上年力度收缩, 25 年下半年起已经发生国补的退坡以及原材料成本的上涨, 因而 26 年下半年高基数压力可能存在一定缓解。出口方面, 不同产品存在结构性分化, 其中空调出

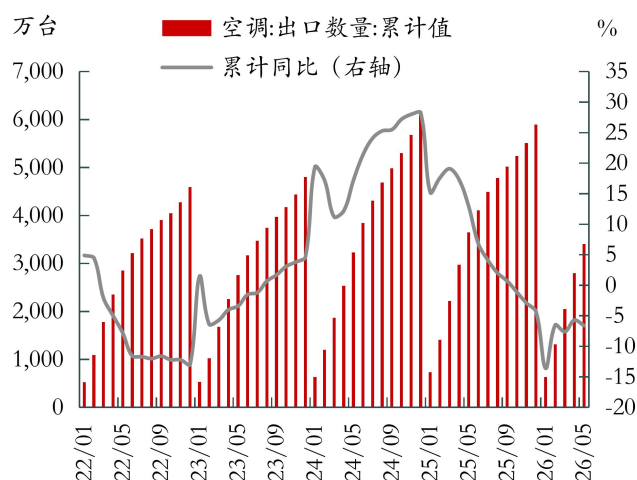
口增速受到高基数、高渠道库存影响呈现走负。成本方面，铜、铝、塑料价格向上，运费成本增加，人民币汇率升值，共同对家电成本产生压力，彩电业2-3月开始已陆续涨价，4月起全线家电调价，涨幅在2%至30%不等。后续若中东地缘冲突出现缓和，则预期一定程度的成本改善及中东市场的需求回补。暂时预期全年增速+1%。

图表 43: 空调产量



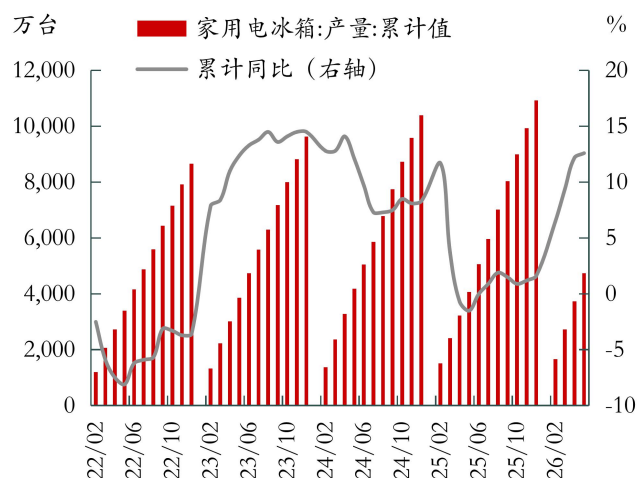
资料来源：国家统计局，东证衍生品研究院

图表 44: 空调出口量



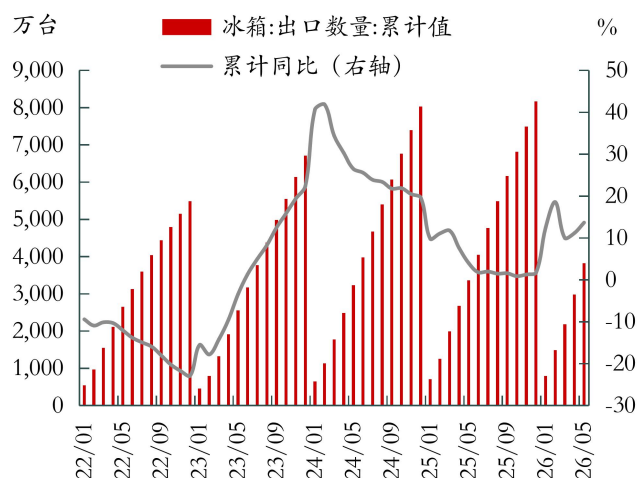
资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表 45: 冰箱产量



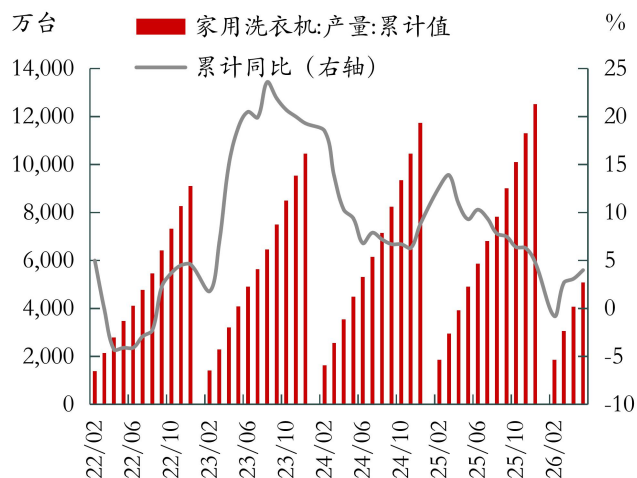
资料来源：国家统计局，东证衍生品研究院

图表 46: 冰箱出口量



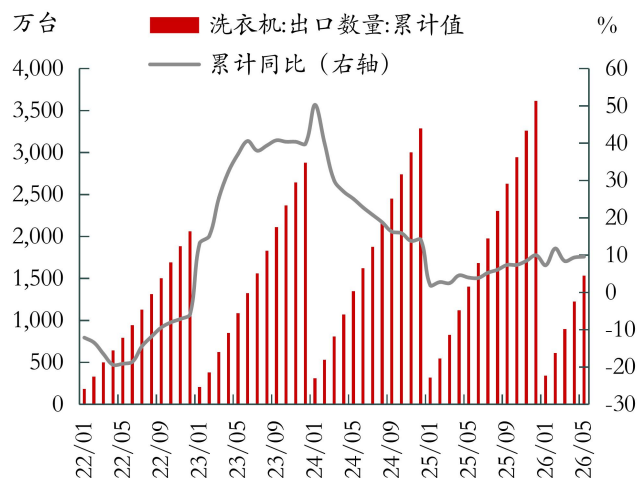
资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表 47: 洗衣机产量



资料来源：国家统计局，东证衍生品研究院

图表 48: 洗衣机出口量



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

### 3) 汽车、新能源汽车内需市场走弱，出口维持强势。

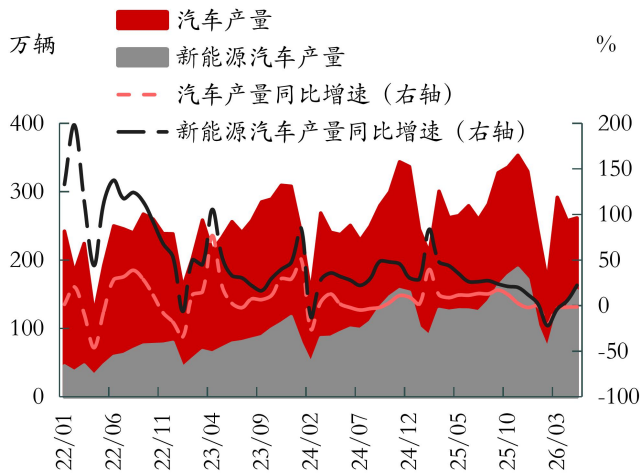
1-5月，汽车累计产量1223.5万辆，同比下降4.6%，其中内销814.7万辆，同比下降20.6%，出口405.9万辆，同比增长63.3%；新能源汽车累计产量584.1万辆，同比增长2.5%，其中内销397万辆，同比下降16.5%，出口183.3万辆，同比增长1.1倍。

内需市场疲弱。2025年以来，国内市场转向“反内卷”，但汽车行业销售利润率进一步走低，今年1-4月降至3.4%，其中4月为3.7%，好于1-3月3.2%的表现，但仍处于历史低位。后续政策端第三批625亿元“国补”资金下达、2026新能源汽车下乡活动启动，叠加政策周期影响下基数回落，预计下半年市场进一步修复。此外关注后续是否有较为强力的接续政策推出。

出口已成为核心增长引擎，据乘联分会秘书长崔东树预判，2026年中国汽车出口规模有望冲击1200万辆，开启全新出海时代。针对外销我们有点观察和思考：一是海外新能源汽车市场自身发展来看，欧洲呈现政策支持下的稳健增长，而北美新能源汽车市场缺乏增长驱动呈现负增长，市场体量已被其他地区超越，其他地区呈现翻倍式增长，发展势能强，利好我国出口；二是贸易环境波动大，贸易政策高度不确定，近期传欧盟计划对从中国插混电动车加征新关税，具体税率或参照纯电反补贴关税（即在统一10%进口关税的基础上额外加征最高达35%的税率），尽管今年中欧达成纯电动车价格承诺框架，因此贸易风险始终较强；三是本地化生产正在推进，则整车出口增量会被压制，部分贸易形态将从整车出口向KD散件出口转移。

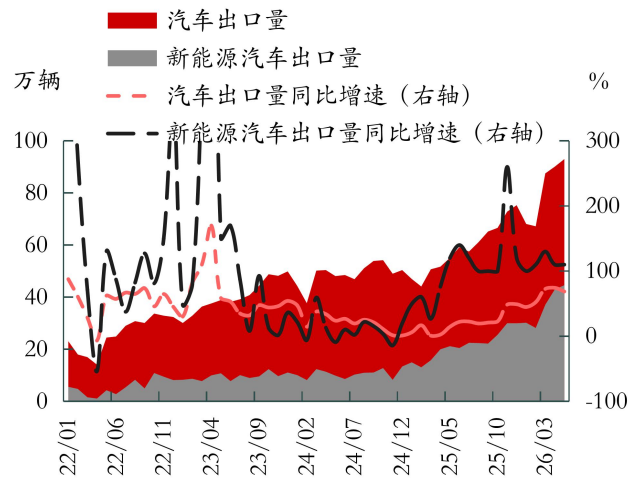
全年预期方面，增速维持不变。

图表 49: 汽车及新能源汽车产量



资料来源: 中汽协, 东证衍生品研究院

图表 50: 汽车及新能源汽车出口量



资料来源: 中汽协, 东证衍生品研究院

图表 51: 新能源汽车渗透率 (批发口径)

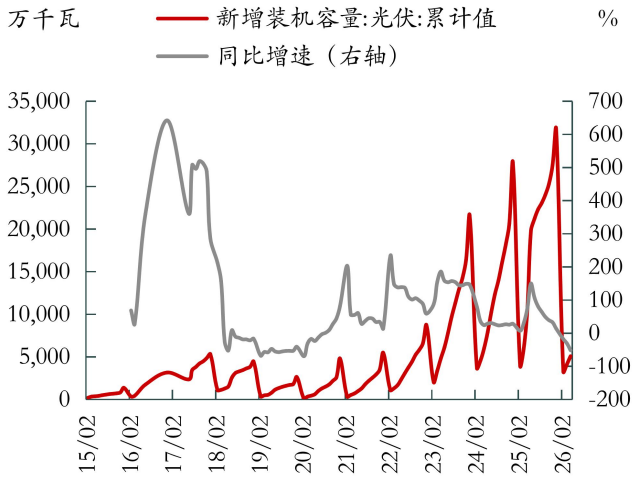


资料来源: 中汽协, 东证衍生品研究院

#### 4) 光伏板块延续弱势, 全年预期下调。

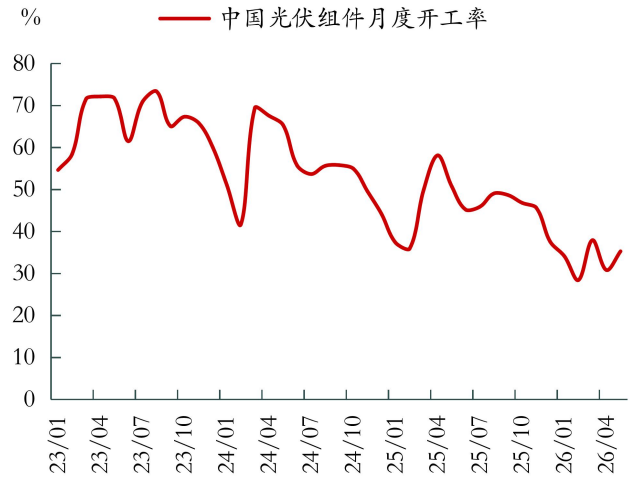
1-4 月, 国内光伏累计装机 50.9GW, 同比下降 51.5%。1-5 月, 光伏组件累计产量 171.8GW, 同比下降 27.5%; 累计出口 108.4GW, 同比下降-0.8%。4 月起我国正式取消光伏产品增值税出口退税, 光伏企业集中抢装、加速出口, 后续随着抢装效应消退, 需求预计回落。全年预期来看, 参考我司多晶硅分析师的预判, 预期全年国内装机 180GW, 同比下降 43.3%, 国内组件排产 450GW, 同比下降 20.1%, 我们同步下调了年内光伏板块耗锡量预期, 降幅从 13%扩大至 20%。

图表 52: 中国光伏新增装机容量 (年累计)



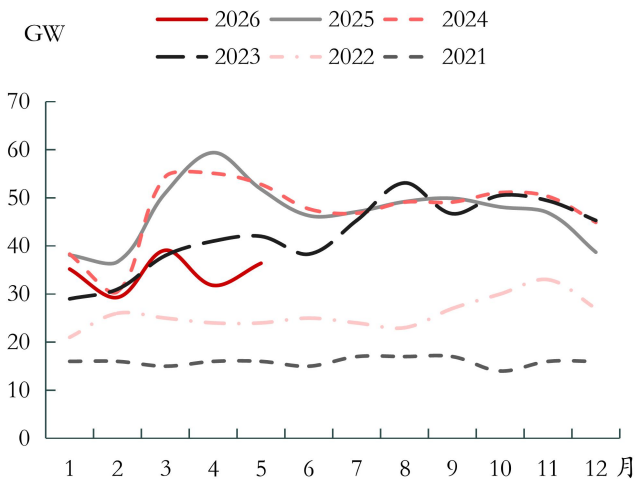
资料来源: 中国电力企业联合会, 东证衍生品研究院

图表 53: 中国光伏组件开工率



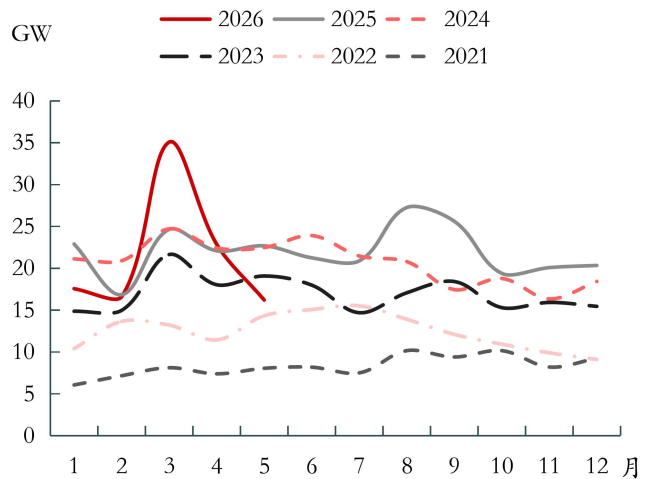
资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 54: 中国光伏组件产量



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 55: 中国光伏组件出口量

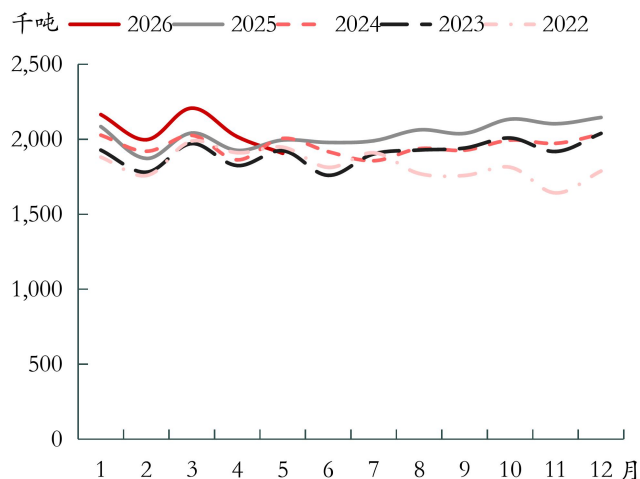


资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

5) 锡化工板块对锡需求的变动有限。

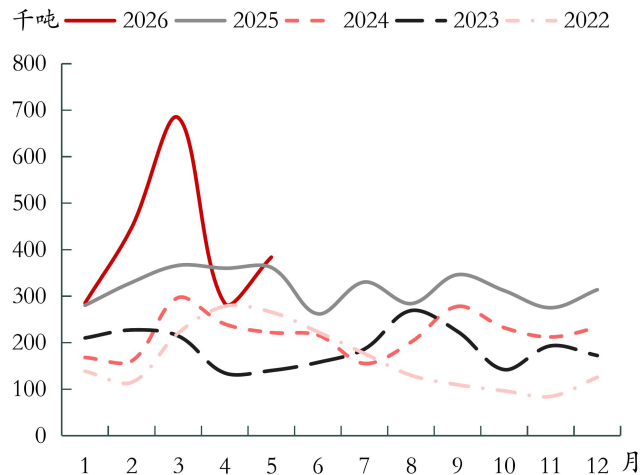
PVC 方面, 1-5 月, 累计产量 1,029.4 万吨, 同比增长 3.8%, 累计出口 208.6 万吨, 同比增长 22.8%, 同样呈现出口退税取消前的阶段性脉冲。后续随着政策窗口关闭出口回落, 国内市场则在地产链需求偏弱背景下难有趋势性改善。印度临时零关税预计在总量上不会有太大影响, 主要是在节奏上产生影响。浮法玻璃方面则延续弱势。参考我司化工分析师的预判, 全年锡化工板块锡需求预期增速暂维持不变。

图表 56: 中国 PVC 粉产量



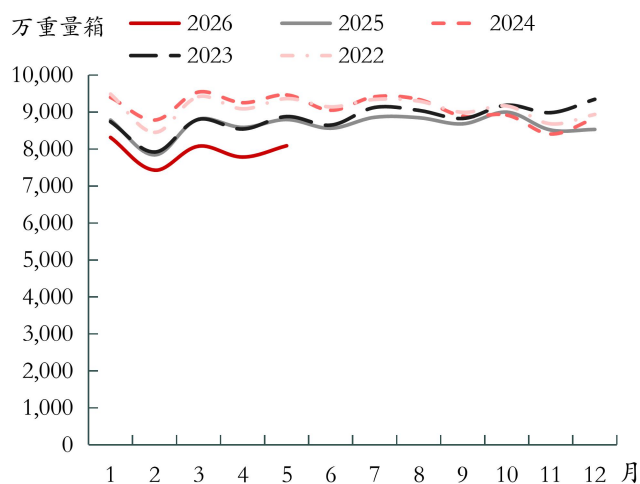
资料来源: 卓创资讯, 东证衍生品研究院

图表 57: 中国 PVC 粉出口量



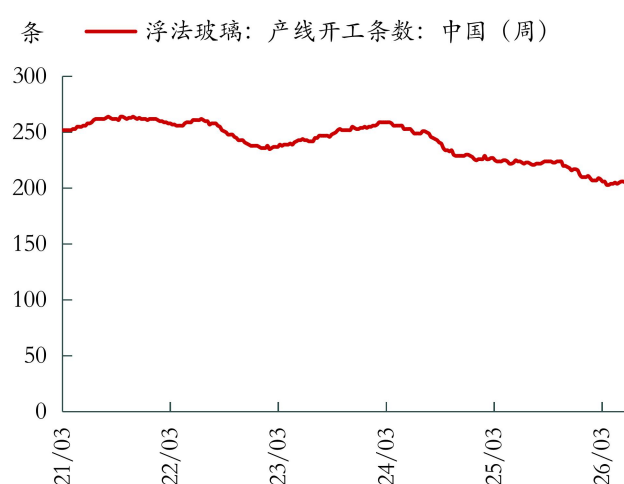
资料来源: 卓创资讯, 东证衍生品研究院

图表 58: 中国浮法玻璃产量



资料来源: 卓创资讯, 东证衍生品研究院

图表 59: 中国浮法玻璃产线开工条数



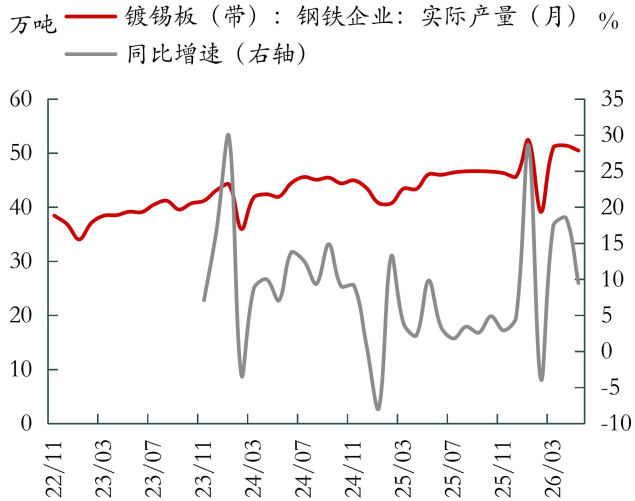
资料来源: 上海钢联, 东证衍生品研究院

## 6) 镀锡板出口表现走弱。

镀锡板方面, 1-5 月, 累计产量 244.6 万吨 (由于样本变更同比增速不可查), 累计出口 67.6 万吨, 同比降低 12.9%。内需市场整体保持韧性, 出口表现则呈现明显弱化。过去五年我国镀锡板出口整体呈现稳健增长势头, 而随着出口规模提高, 贸易摩擦风险也在增加, 自 2024 年以来, 我国钢铁行业已遭遇 50 多起反倾销案件。不过今年以来出口表现不及预期主因遭受了中东地区地缘冲突冲击, 下半年预期随地缘冲突缓和有所修复。

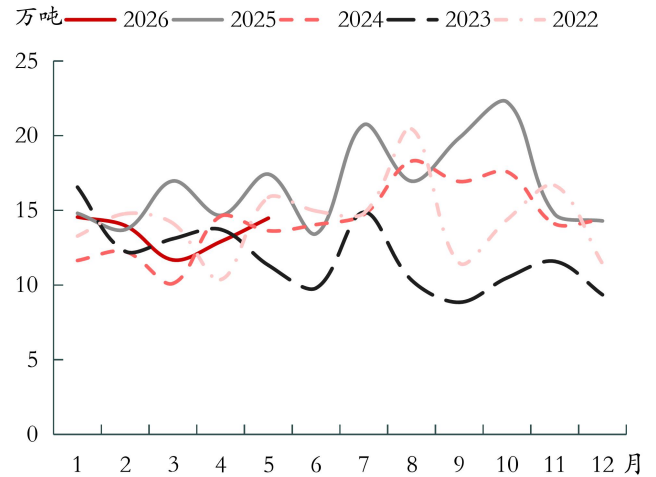
此外，锡价上升而成本传导并不顺畅，叠加上半年出口趋弱资源回流，该板块利润压力也较为突出。全年需求预期来看，我们暂时将增速预期定为1%，若后续出口需求恢复不及预期，可能下调至0%。

图表 60: 中国镀锡板产量



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 61: 中国镀锡板出口量

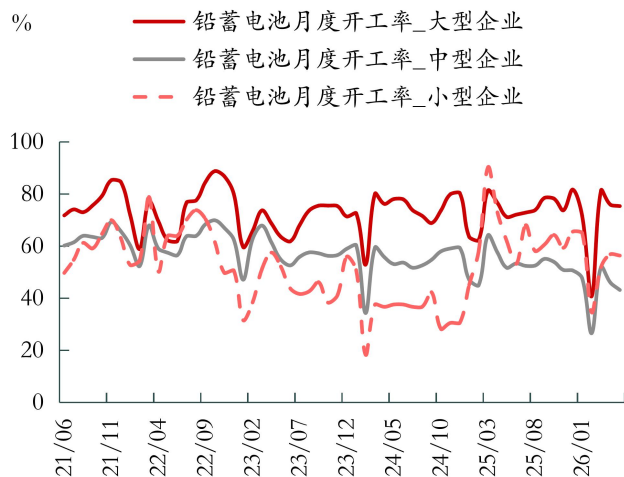


资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

### 7) 铅蓄电池景气度偏弱。

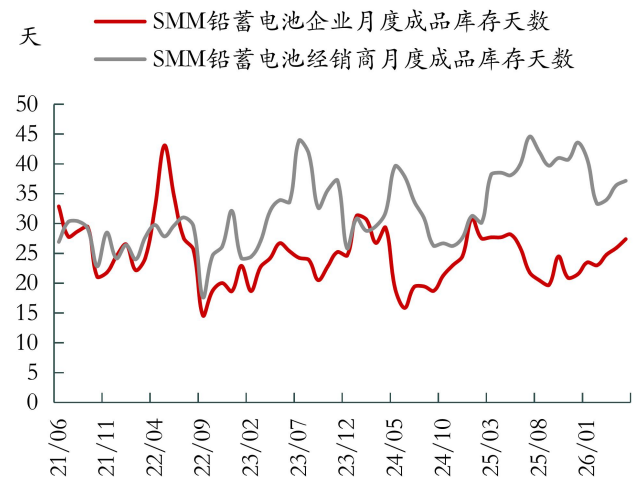
当前全产业链库存呈累库趋势，开工率尤其是中小型企业缩量明显，下游汽车电池、电动自行车消费也均呈现走弱。参考我司铅分析师的预判，我们将全年铅蓄电池需求预期下调至-2%到-3%。

图表 62: 中国铅蓄电池开工率



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 63: 中国铅蓄电池成品库存天数

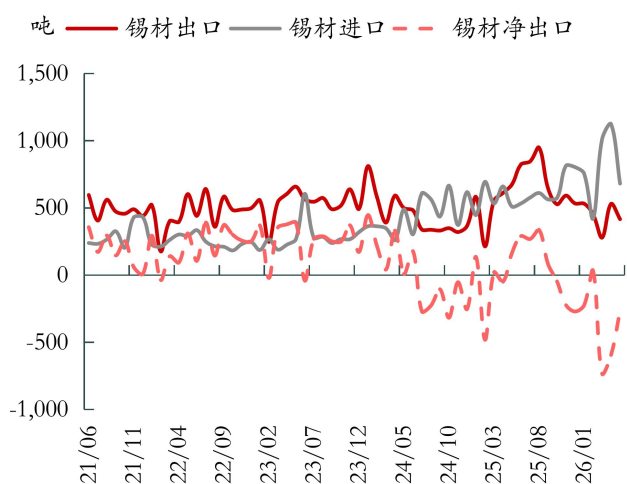


资料来源：SMM，东证衍生品研究院

### 8) 锡材进出口走势逆转。

锡材进出口方面，1-5月，锡材累计出口2213吨，同比降低16.2%，累计进口3996吨，同比增加40.4%。锡材出口走弱，进口走强，一方面是海外维度传统终端需求也呈现疲软，因而对锡材的需求减弱；另一方面是位于越南、泰国等东南亚地区的本土焊料产能落地，以就近配套电子集群，这对中国锡材产生一定替代。细分来看，主要是焊锡品类呈现极大增长。

图表 64：锡材进出口



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

综上所述，我们延续全年需求端“强预期弱现实”的判断，传统需求表现疲弱更甚此前预期，我们对电子通讯、光伏等多个板块的需求作出下调，而新兴需求预期先行，真实体量尚小，难以填补传统需求领域下滑缺口。

图表 65：国内锡需求预期

单位：万吨		2024	2025E	2026E
锡焊料		11.70	11.60	11.19
同比增速			-1%	-3.5%
同比增量			-0.10	-0.41
其中：	电子及通讯	3.73	3.66	3.58
	同比增速		-2%	-2%
	同比增量		-0.07	-0.07
	家电	1.87	1.89	1.91

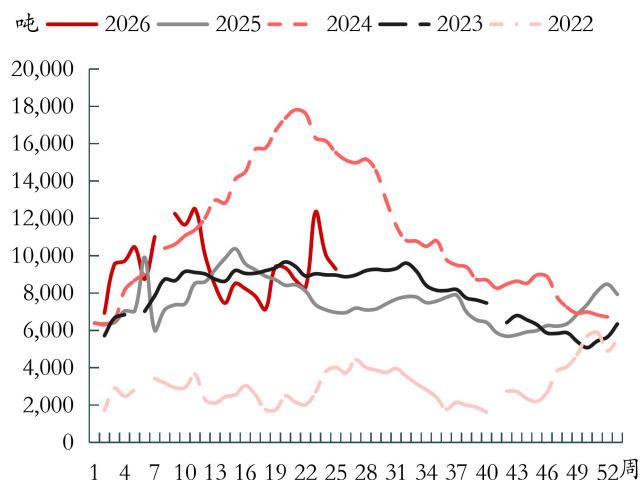
	同比增速		1%	1.1%
	同比增量		0.02	0.02
	汽车	1.67	1.96	2.10
	同比增速		17%	7%
	同比增量		0.28	0.15
	光伏	3.23	3.00	2.40
	同比增速		-7%	-20%
	同比增量		-0.23	-0.6
	其他	1.20	1.10	1.20
	同比增速		-8%	9%
	同比增量		-0.10	0.10
	锡化工	2.50	2.53	2.53
	同比增速		1%	0%
	同比增量		0.02	0.00
	镀锡板	1.86	1.92	1.94
	同比增速		3.6%	1%
	同比增量		0.07	0.02
	铅酸电池	1.49	1.45	1.42
	同比增速		-3%	-2%
	同比增量		-0.04	-0.03
	其他	1.20	1.10	1.20
	同比增速		-8%	9%
	同比增量		-0.1	0.1
	锡材出口	0.00	0.02	-0.10
	同比增速		487%	-526%
	同比增量		0.02	-0.12
	总需求量	18.76	18.62	18.18
	同比增速		-0.7%	-2.4%
	同比增量		-0.13	-0.44

资料来源：东证衍生品研究院

#### 4. 库存端

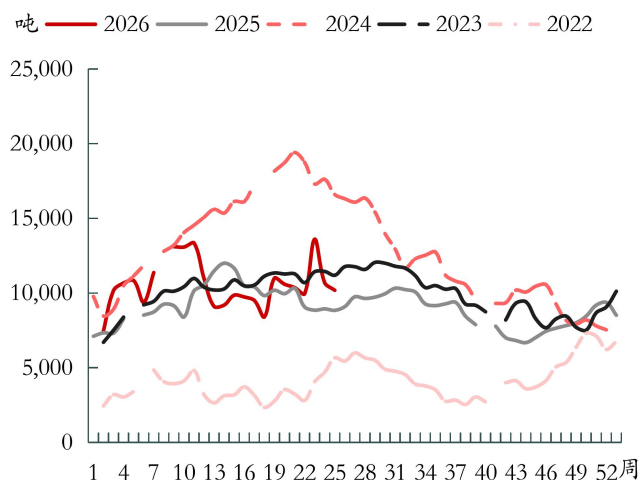
库存方面，截至6月21日的国内交易所库存为9,286吨，LME锡库存为8,970吨，海内外库存合计1.83万吨，处于不算低的状态。今年以来国内库存呈现快速波动，主要是隐性库存转化为仓单的“位移效应”，以及价格下跌时发生的脉冲式补库。

图表 66: 上期所锡库存



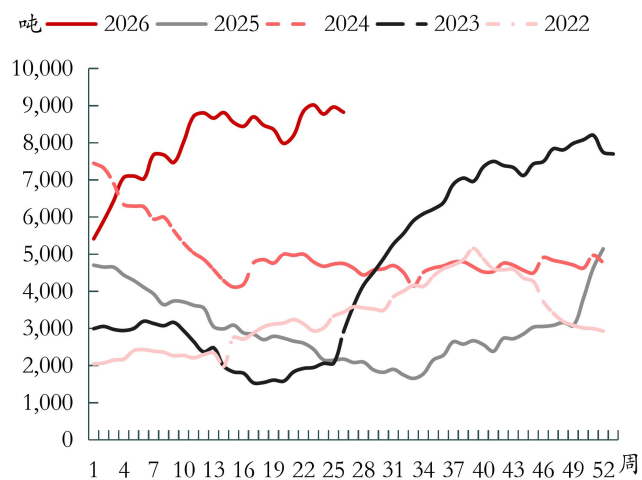
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 67: 国内锡锭社会库存



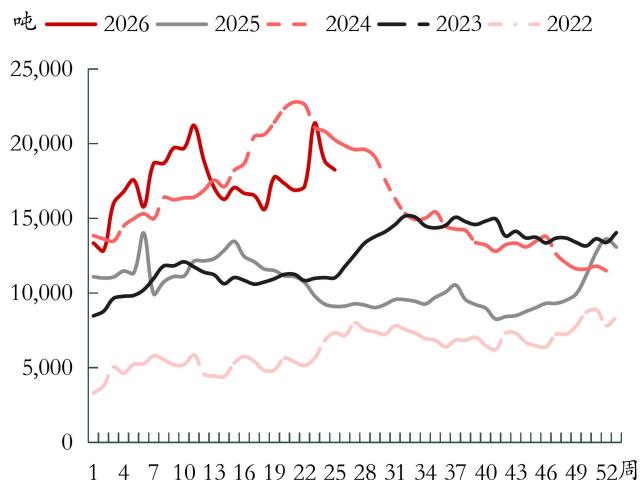
资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 68: LME 锡库存



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 69: 交易所库存合计



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

## 5. 总结与展望

平衡表来看，2026年，预计国内精锡缺口0.28万吨，全球精锡小幅过剩0.09万吨。基本面延续紧平衡格局。如前所述，供应端，矿松周期推进但宽松程度不及预期，同时，地缘政治多发，资源民族主义加强，矿产来源脆弱性叙事持续；需求端，传统领域需求疲弱但韧性，新兴领域需求预期向好但暂时体量尚小。

定价逻辑来看，宏观流动性、地缘、AI三大因素越来越占据重要的部分。宏观方面，宽松预期转变，美元走强，资金流向对于有色并不友好，锡价阶段性承压。地缘方面，中东局势趋向缓和，但整体不确定性仍保持。AI方面，主要是指科技革命浪潮之下资金的流动，一定程度上存在AI溢价对宏观逆风的对冲。

行情走势来看，中长期，供应低弹性叠加能源转型与AI赋予的需求增长第二曲线将支持锡价中枢上移。短期内（下半年），预期锡价呈宽幅震荡走势，且波动可能放大，沪锡价格运行区间预期在35-50万元/吨。节奏上，当前宏观因素抑制较强，且产业端6-8月为消费电子、锡催化剂稳定剂等下游的传统淡季，供应无突发扰动的情况下，基本面难有显著改善，锡价呈现震荡整理；后续若宏观风险阶段性出清，叠加消费端旺季订单如期释放，则锡价有望震荡上行并触及阶段性新高。交易角度，建议关注中长线逢低买入机会。

风险项主要在于海外供应的释放、需求增长的兑现。海外供应方面，印尼锡锭供应存在放量的可能性（从6万吨增至6.586万吨），或对海外锡价产生抑制并传导至国内；若刚果（金）、缅甸或其他某个主产地矿端供应出现扰动，扰动原因包括并不限于武装冲突、矿产政策、燃料成本、疫情、自然环境变化等，则将显著拉高锡的风险溢价。需求方面，一是全球经济前景不确定性较强，二是此轮锡需求预期的爆发以企业投入大量资本开支建设算力基础设施为驱动，仍需观察应用端的铺开，目前市场对于AI过热和泡沫破碎的担忧也正在加强，若科技股发生回调，也必将带动锡价的回调一并发生。

图表 70：锡矿平衡

单位：万吨	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
国内锡矿产量	7.77	6.96	7.04	7.12	7.30
yoy		-10.4%	1.1%	1.1%	2.5%
锡矿进口量	6.13	5.78	5.54	5.84	6.40
yoy		-5.7%	-4.2%	5.4%	9.6%
国内锡矿供应	13.90	12.74	12.58	12.96	13.70
yoy		-8.3%	-1.3%	3.0%	5.7%
国内锡锭产量	12.43	12.58	13.37	13.88	13.50
yoy		1.2%	6.3%	3.8%	-2.7%
<b>国内矿端平衡</b>	<b>1.47</b>	<b>0.16</b>	<b>-0.79</b>	<b>-0.92</b>	<b>0.20</b>
海外锡矿供应	18.69	18.36	15.70	14.58	15.84
yoy		-1.8%	-14.5%	-5.30%	8.6%

海外锡锭产量	16.82	16.78	15.64	15.39	16.17
yoy		-0.2%	-6.8%	-3.80%	5.1%
<b>海外矿端平衡</b>	<b>1.88</b>	<b>1.57</b>	<b>0.06</b>	<b>-0.81</b>	<b>-0.33</b>
全球锡矿产量	32.59	31.10	28.28	27.54	29.54
yoy		-4.6%	-9.1%	-2.6%	7.3%
全球锡锭产量	29.25	29.36	29.02	29.27	29.67
yoy		0.4%	-1.1%	0.9%	1.4%
<b>全球矿端平衡</b>	<b>3.35</b>	<b>1.74</b>	<b>-0.74</b>	<b>-1.73</b>	<b>-0.13</b>

资料来源：东证衍生品研究院

图表 71：精锡平衡

单位：万吨	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
国内精锡产量	16.59	16.89	18.39	17.87	17.30
yoy		1.8%	8.9%	-2.8%	-3.2%
精锡净进口量	2.04	2.14	0.43	-0.35	0.60
yoy		4.8%	-79.9%	-181.4%	-271.4%
国内精锡供应	18.63	19.03	18.82	17.52	17.90
yoy		2.2%	-1.1%	-6.9%	2.2%
国内精锡需求	18.20	18.50	18.76	18.62	18.18
yoy		1.6%	1.4%	-0.7%	-2.4%
<b>国内精锡平衡</b>	<b>0.43</b>	<b>0.53</b>	<b>0.06</b>	<b>-1.10</b>	<b>-0.28</b>
海外精锡供应	17.93	17.67	17.51	18.24	18.27
yoy		-1.5%	-0.9%	4.2%	0.2%
海外精锡需求	17.8	17.1	17.70	17.95	17.90
yoy		-3.9%	3.5%	1.4%	-0.3%
<b>海外精锡平衡</b>	<b>0.13</b>	<b>0.57</b>	<b>-0.19</b>	<b>0.29</b>	<b>0.37</b>
全球精锡产量	36.56	36.70	36.33	35.76	36.17
yoy		0.4%	-1.0%	-1.6%	1.1%
全球精锡需求	36.00	35.60	36.46	36.57	36.08
yoy		-1.1%	2.4%	0.3%	-1.3%
<b>全球精锡平衡</b>	<b>0.56</b>	<b>1.10</b>	<b>-0.13</b>	<b>-0.81</b>	<b>0.09</b>

资料来源：东证衍生品研究院

## 6. 风险提示

宏观和地缘风险；主产地供应扰动；在产矿山产量超预期；经济衰退；需求结构性增长不及预期；技术和材料替代。

**上海东证期货有限公司****【分析师声明】**

本人具备期货交易咨询执业资格，保证本报告所采用的数据和信息均来自合规渠道，且本人力求报告内容、引用信息和数据的客观与公正，**但不对所引用信息和数据本身的准确性和完整性作出保证**。本报告分析逻辑基于本人的研究与职业判断，研究结论独立、客观，不受任何第三方授意或影响。本人及利益相关方不曾因、亦不会因本报告中的具体观点而直接或间接获取任何形式的不当利益。本报告所载的观点仅代表分析师个人研究判断，并不代表本公司立场，特此声明。

**【风险提示及免责声明】**

本报告仅供上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）符合监管及公司相关规定的适当客户参考，本公司不因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本公司与本报告所涉品种及相关主体不存在可能影响研究独立性、客观性的利益冲突。

本报告**不构成任何投资建议**，未考虑特定客户的投资目标、财务状况及个体需求。在任何情况下，本公司不对投资结果作出任何保证，不与客户分享投资收益，亦不对任何人因使用本报告内容所引致的任何损失承担责任。投资者应**独立判断、自主决策、自行承担全部投资风险**。

**【研究分析意见的局限性】**

本报告研究结论基于发布当日可获取的信息及市场环境形成，存在时效性局限，市场波动、政策变化、相关变量调整等均可能导致研究结论发生变更，**本公司不承担另行通知义务**。

**【版权声明】**

任何人不得对本报告的任何内容进行发布

改编、转载或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容，否则本公司将保留追究其法律责任的权利。

如征得本公司同意进行引用、转载、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“东证衍生品研究院”，标注报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

**东证衍生品研究院**

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 2 号楼 10 楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：[www.orientfutures.com](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)