

2025年6月3日

宏观和基本面施压，价格震荡偏弱

——沪锡2025年6月投资策略

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：**特朗普暂缓执行 90 天对等关税、美英达成框架性贸易协议等消息提振市场，价格反弹至冲击前水平。但 90 天暂缓期 7 月 8 日到期，后期关税缓和边际效应将递减，美国仍维持 10% 关税底线。美联储对降息谨慎，需更多数据支持，市场预期三季度或更晚降息，提前降息可能因经济走弱，非利好信号。中美互征关税后，国内政策刺激预期升温但不及预期，重点倾向城市更新、降准降息等政策，难再超预期。
- **供给：**4 月我国锡精矿进口量降至近年同期低位，缅甸、刚果金等为主要来源地，其中刚果金超越缅甸成最大进口国。缅甸佤邦锡矿 4 月底全面复产，产能逐步回升但完全恢复需周期。当前锡精矿加工费持续走低，反映矿端供应紧张。国内精炼锡产量保持平稳，云南、江西等地冶炼厂开工率处于低位。预计 6 月原料紧缺局面难改，冶炼端开工或维持低迷，锡锭进口量可能受前期窗口关闭影响。
- **需求：**国内光伏电池产量增长，组件出口显著增加，光伏玻璃开工率回升但库存微增。全球半导体销售额保持增长，国内半导体产销上升，不过手机、计算机等终端电子产品产量走弱。PVC 行业开工率较高但亏损严重，地产市场持续低迷，拖累 PVC 等需求。整体来看，光伏与半导体产业链呈现分化态势，终端消费及地产疲软制约部分行业发展。
- **库存：**截至 5 月 30 日，国内三地锡社会库存较上月底下降，较历史高点降幅明显，仍处中偏低水平，下游采购谨慎。LME 锡库存持续下降但去库放缓。预计 6 月冶炼开工下滑、需求有韧性，库存将继续减少。
- **结论：**宏观层面，关税维持高位、谈判僵局及不确定性令市场重聚焦高关税风险。供应端，国内锡矿偏紧、加工费低、开工率降，缅甸佤邦复产预期升温但未证实。需求端，集成电路、PVC 表现尚可，终端电子产品走弱，另即将进入季节性淡季。短期价格企稳，高关税、复产预期及需求边际回落或施压价格。

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，矿端现实偏紧	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：产量维持高位	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)	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	8
图 18 光电子器件产量	8
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

5月行情先扬后抑，整体处于震荡走势，沪锡加权最低价为249980元/吨，最高价为268510元/吨，月底收盘价较上月下跌3.82%。

上中旬震荡上涨，尤其是5月12日，中美瑞士谈判超预期乐观，加上社库下降，价格一度接近27万/吨；下旬，美欧谈判再起波澜，特朗普威胁征收50%关税，虽然之后继续谈判，以及美国法院判决的戏剧性变化，关税担忧再起，月底传言缅甸佤邦锡矿复产交费和获得出口许可证，复产预期升温，锡价大幅下挫。

图1 沪锡价格走势



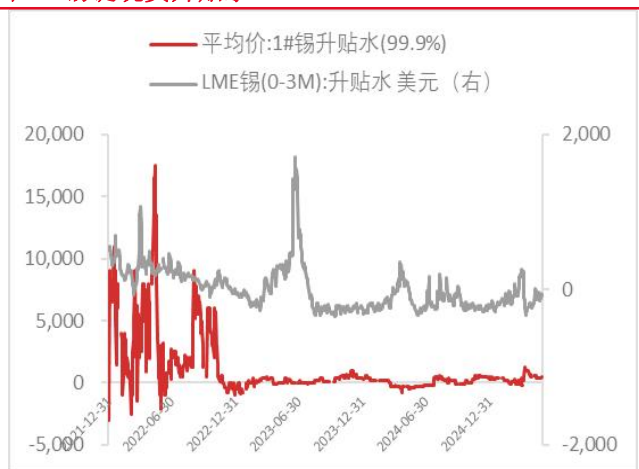
资料来源：iFind，东海期货研究所

图2 伦锡价格走势



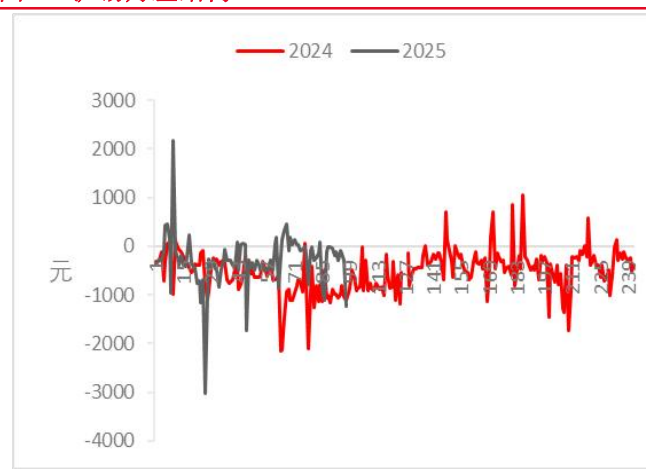
资料来源：iFind，东海期货研究所

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

特朗普暂缓执行90天对等关税，美英达成框架性贸易协议，5月12日中美贸易协议超预期乐观，4月2日对等关税冲击市场后，随之而来的是关税走向缓和的乐观消息，市场情绪接连受到提振，价格反弹走高，已经回升至对等关税冲击前水平。接下来，90天暂缓期将于7月8日到期，中美、美欧、美日等均在谈判过程中，随着关税缓和提振市场，后期边际效应将递减。并且，美国将维持10%的关税底线，特朗普由于面临短期压力暂时后退，但缩窄贸易逆差和制造业回流仍是其长期诉求。美国进口关税水平仍较之前大幅抬升。

美联储对于降息持谨慎态度，由于关税对通胀的影响尚未体现，需要更多的数据支持，等待形势进一步明朗。目前市场预期三季度甚至更晚降息，如果降息提前，更可能是美国经济超预期走弱而进行的降息，此时美国衰退交易再起，降息不是利好。

中美互征关税后，对国内政策刺激预期升温，目前看来，不及市场预期，目前政策重点倾向于城市更新行动、降准降息、消费品以旧换新、服务消费支持政策，去年924之后，市场预期很高，目前政策很难再超预期。

3. 供应端

3.1. 矿端：关注缅甸复产进展

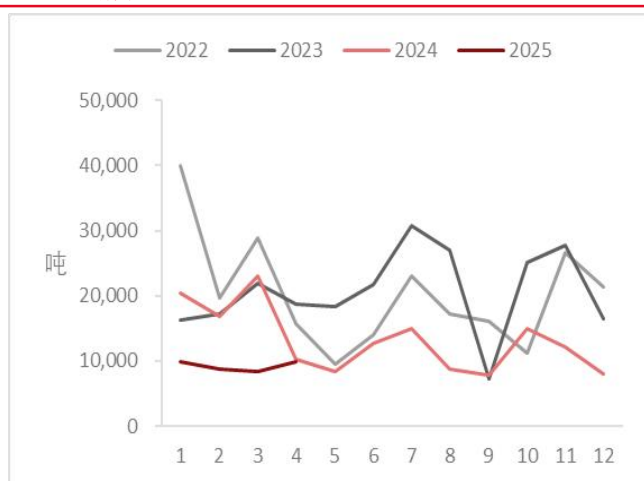
4月锡精矿进口量为9861吨，这个数量是近几年以来的同期最低水平，同比下降3.9%。1-4月，锡精矿累计进口36773吨，同比下降48%。

分国别看，缅甸4月进口2377吨，刚果金为2801吨，尼日利亚为1085吨，澳大利亚为1503吨，四国合计为7766吨，占进口总量的78.8%。缅甸下滑幅度缩窄，24年同期为3913吨，同比下降39%；刚果金大致持平，去年同期2613吨，同比增7.2%；澳大利亚进口增加，去年同期为1192吨，同比增26%；尼日利亚进小幅下降，较去年的1130吨下降4%，4月刚果金超越缅甸，成为我国锡精矿第一大进口国。

缅甸佤邦锡矿复产进程备受关注。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。国际锡业协会5月21日透露，佤邦自4月底起已全面恢复锡矿生产，产能逐步回升。传言第一批佤邦锡矿已于5月底获得出口许可。在禁矿前，佤邦年均锡矿产量达3.5万吨，据此估算，2025年缅甸锡矿产量有望达2.5万吨。不过，曼相矿区虽已启动复产程序，想要完全恢复至历史产能水平，仍需一定周期。

截止5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

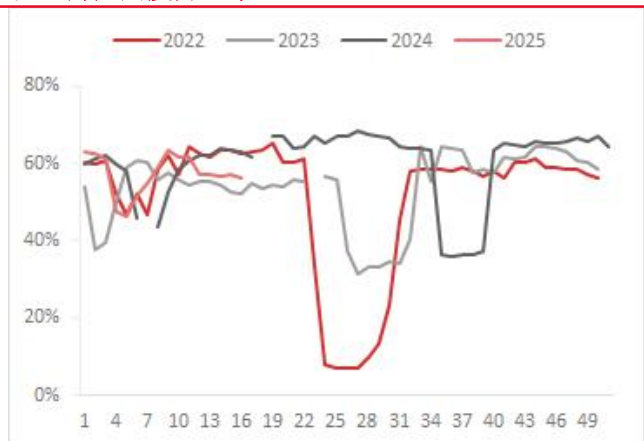
3.2. 精炼锡：矿端偏紧向冶炼蔓延，矿端现实偏紧

相对于锡精矿进口的下滑，精炼锡产量却处于相对高位，4月精炼锡产量是1.52万吨，环比上涨0.8%，同比下降约8%，下滑幅度不大，过去几年产量基本在1.5万吨附近波动，4月产量实属正常水平。

5月云南江西两地开工率始终处于低位，月底云南及江西两地冶炼企业开工率持续下滑至54.58%，后续原料端仍保持紧缺。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6月，随着锡精矿库存消耗，进口下滑，将逐渐影响冶炼端，预计6月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

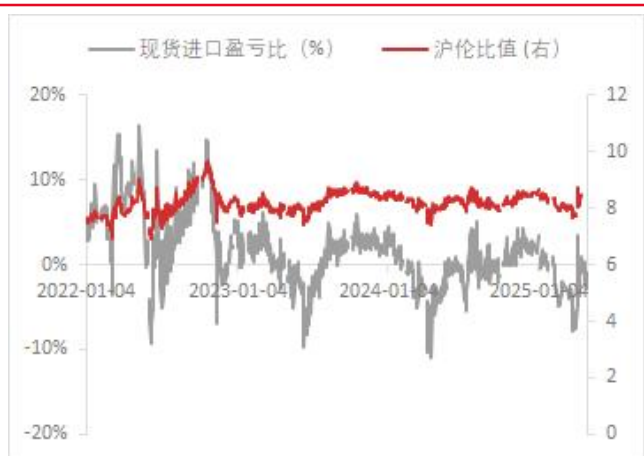
图8 锡锭产量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

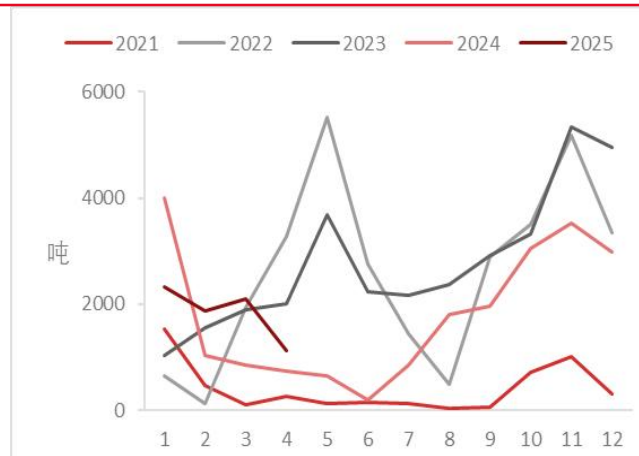
4月锡锭进口量录得1128吨，去年同期734吨，环比下降46%，同比增加54%，是由于24年3月印尼锡锭出口许可证发放缓慢，导致基数较低。4月进口亏损大幅收窄，进口窗口一度小幅打开，预计5月进口增加；5月进口窗口基本处于关闭状态，影响6月进口量。

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

4月我国锡精矿进口量降至近年同期低位，缅甸、刚果金等为主要来源地，其中刚果金超越缅甸成最大进口国。缅甸佤邦锡矿4月底全面复产，产能逐步回升但完全恢复需周期。当前锡精矿加工费持续走低，反映矿端供应紧张。国内精炼锡产量保持平稳，云南、江西等地冶炼厂开工率处于低位。预计6月原料紧缺局面难改，冶炼端开工或维持低迷，锡锭进口量可能受前期窗口关闭影响。

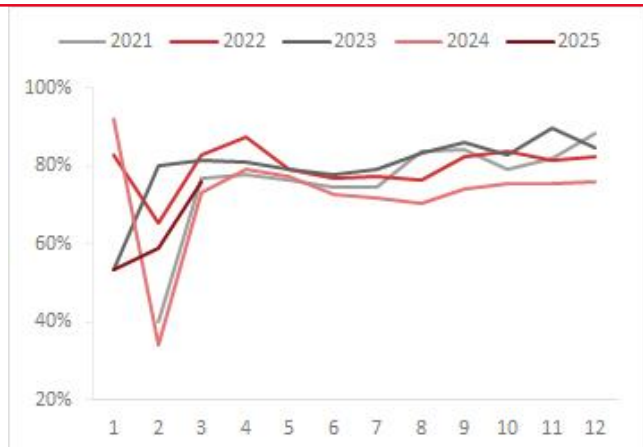
4. 需求端

4.1. 锡焊料：焊料消费维持分化

1-4月，国内光伏电池产量合计录得23905.9万千瓦，同比增长18.8%。4月光伏组件出口量录得8.38亿，同比增幅达到67%。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70.34%，但低于去年同期水平；而其企业库存天数从低点的25.95天左右小幅回升至当前的29.36天。

截止2025年3月，全球半导体销售额录得628亿美元，同比上升20.58%，环比增幅15.99%，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30日的4758.06点，上涨33.5%。4月，中国半导体产量共计录得416.7亿块，同比增长10.8%；同期，中国集成电路出口308.77亿个，同比上升17.58%。终端电子产品方面，4月手机产量录得1.09亿台，同比下降13%；计算机产量为2549万台，同比下降2.1%；光电子器件产量录得1623.3亿只，同比增长3.2%。半导体依然维持高增速，但终端电子产品走弱。

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)



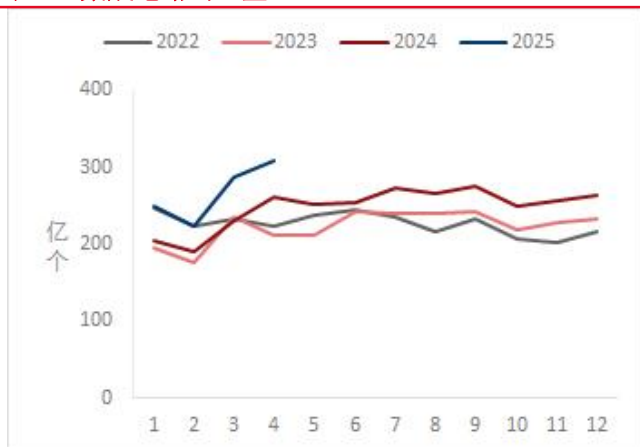
资料来源: iFinD, 东海期货研究所

图 14 集成电路产量



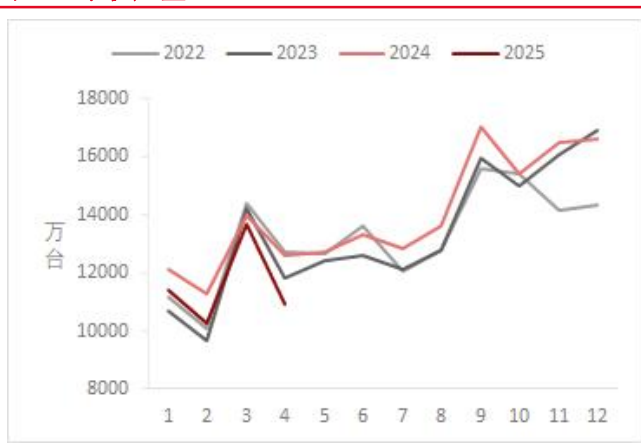
资料来源: iFinD, 东海期货研究所

图 15 集成电路出口量



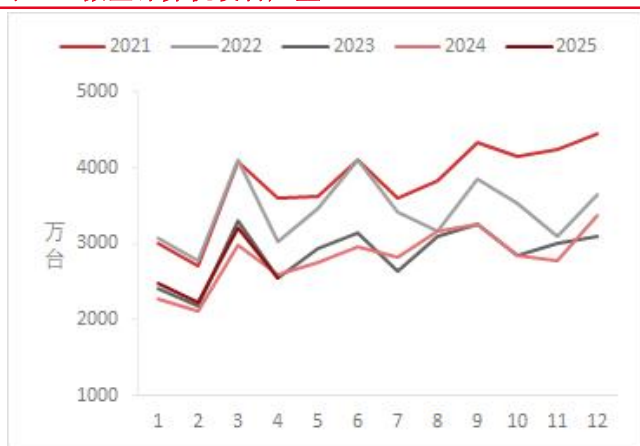
资料来源: iFinD, 东海期货研究所

图 16 手机产量



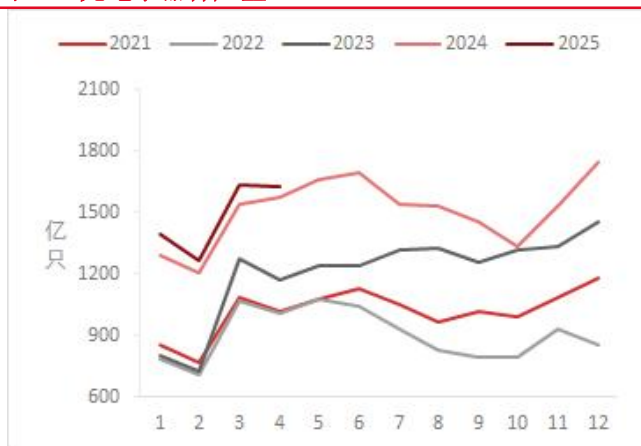
资料来源: iFinD, 东海期货研究所

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



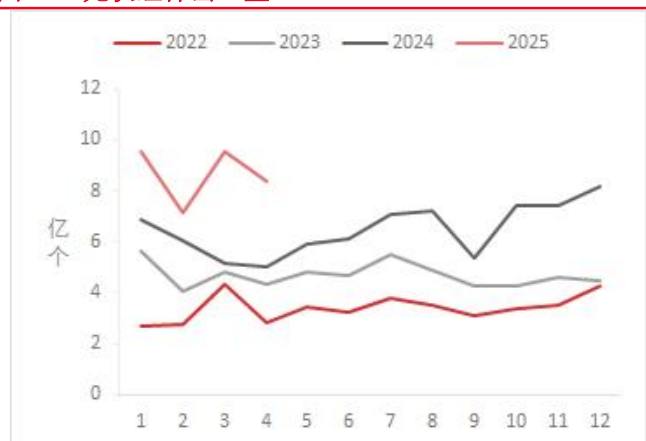
资料来源: iFinD, 东海期货研究所

图 19 光伏电池产量



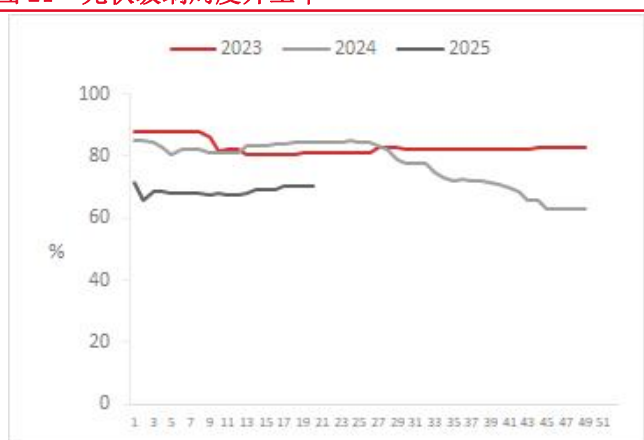
资料来源: iFind, 东海期货研究所

图 20 光伏组件出口量



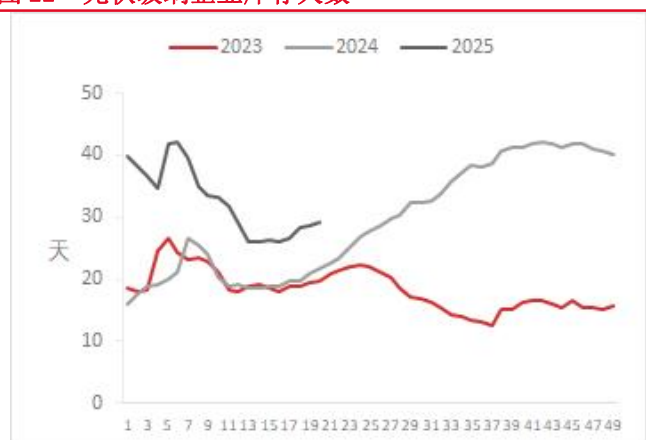
资料来源: iFind, 东海期货研究所

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



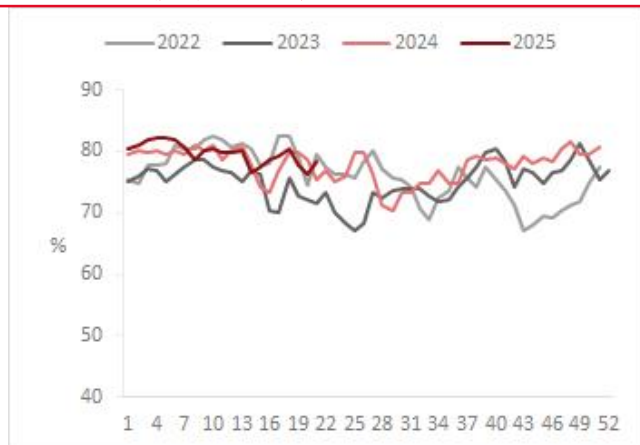
资料来源: iFind, 东海期货研究所

4.2. 锡化工：产量维持高位

5 月 PVC 周度开工率总体处于较高水平, 周均开工率录得 78.35%, 持平于 4 月的 78.4%。同期, 乙烯法周度平均利润录得-588 元/吨, 电石法周度平均利润录得-624 元/吨, 亏损幅度维持较高水平。4 月 PVC 月度产量分别录得 195.5 万吨, 同比增长 6.11%, 累计产量为 799.71 万吨, 同比增长 3.04%。

截止 5 月 25 日, 当周 30 城商品房成交套数录得 23608 套, 处于相对低位。1-4 月, 地产施工面积累计值录得 620315 万 m², 累计同比回落 9.8%; 地产竣工面积累计值录得 15648 万 m², 同比录得-17%。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



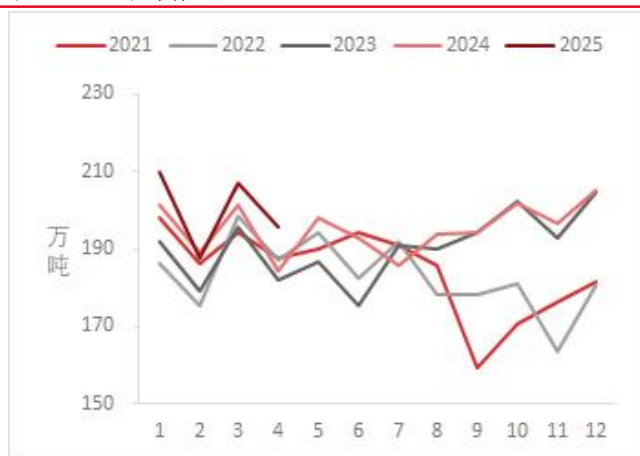
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 24 PVC 周度利润水平



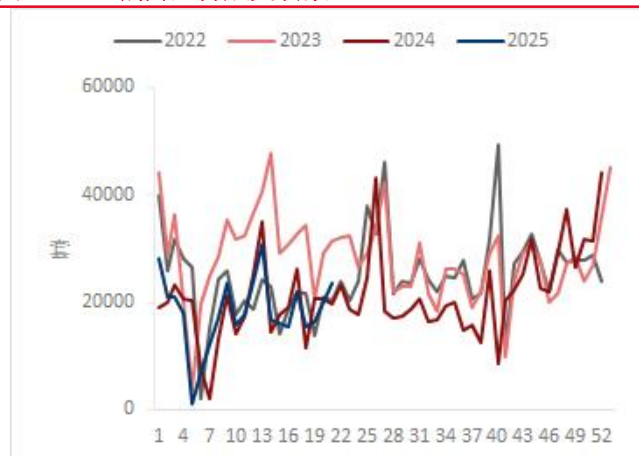
资料来源：iFinD，东海期货研究所

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

国内光伏电池产量增长，组件出口显著增加，光伏玻璃开工率回升但库存微增。全球半导体销售额保持增长，国内半导体产销上升，不过手机、计算机等终端电子产品产量走弱。PVC 行业开工率较高但亏损严重，地产市场持续低迷，拖累 PVC 等需求。整体来看，光伏与半导体产业链呈现分化态势，终端消费及地产疲软制约部分行业发展。

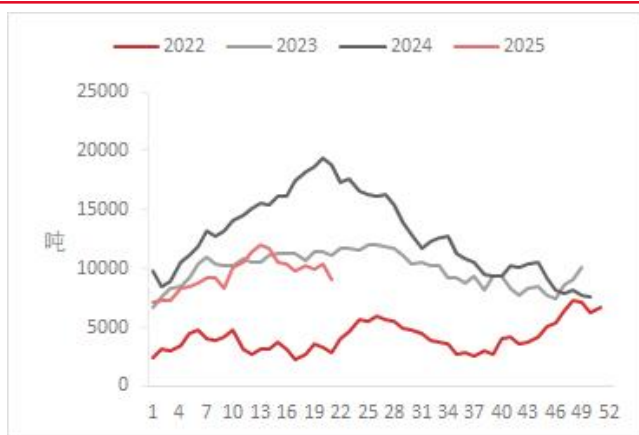
5.库存：社库下降

社会库存方面，截止 5 月 30 日，三地（上海、江苏和广东）库存总量为 9072 吨，较上月底的 9833 吨下降 761 吨，已经较高点的 12004 相比下降 2932 吨，库存仍处于历史中偏低水平。下游刚需采购为主，采购意愿不强，逢价格大幅下跌，补库意愿上升。

LME 锡库存持续下降，截止 5 月 30 日库存为 2680，较 4 月底的 2755 吨下降 75 吨。近期 LME 库存去库放缓。

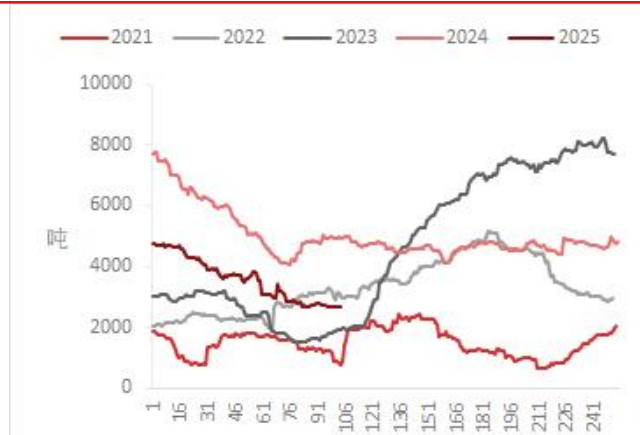
展望 6 月，随着冶炼段开工下滑，需求仍有韧性，库存将继续下降。

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

宏观层面，关税维持高位、谈判僵局及不确定性令市场重聚焦高关税风险。供应端，国内锡矿偏紧、加工费低、开工率降，缅甸佤邦复产预期升温但未证实。需求端，集成电路、PVC 表现尚可，终端电子产品走弱，另即将进入季节性淡季。短期价格企稳，高关税、复产预期及需求边际回落或施压价格。

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