

2025年8月1日

## 缅甸锡矿复产，上行空间有限

——沪锡8月月度投资策略

东海策略

有色金属

## 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：**关税方面，整体关税朝缓和方向发展，即使关税低于4月2日的水平，但相交4月2日前仍大幅增加。美联储内部分歧较大，以鲍威尔为首的多数美联储官员对于降息持谨慎态度，态度偏鹰，市场降息预期下调，9月降息概率不足40%，首次降息推迟至10月。国内对政策仍存一定预期，目前看来，政策更着重于存量政策的加速推进，对于增量政策仍有耐心，目前政策很难再超预期。
- **供给：**6月我国锡精矿进口量仍处于近年同期低位，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。缅甸佤邦锡矿采矿许可证已下发，ITA预计未来数月缅甸佤邦的锡发运将恢复，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，反映现实矿端供应紧张。云南江西两地合计开工率从6月下旬开始回升，基本恢复之前水平，但精炼锡减产幅度低于预期。预计8月原料紧缺局面难改，冶炼端开工率维持在55%左右水平，锡锭进口量受窗口关闭影响难有增量。
- **需求：**国内光伏电池产量增长，组件出口显著增加，近期光伏玻璃开工率下滑。光伏是锡焊料重要下游，前期抢装透支后期装机需求，6月国内新增光伏装机14.36GW，同比降低38%。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，目前处于季节性淡季，订单边际下降，下游恐高情绪依然浓厚，现货市场成交冷清，刚需采购为主。
- **库存：**社会库存方面，虽然库存仍处于历史中偏低水平，但近几周库存不断增加，需求萎缩速度超供应收缩。LME锡库存持续下降，7月23日库存一度降至1690吨，引发逼仓担忧，之后库存回升至今。展望8月，冶炼开工维持稳定，而需求仍处于淡季，预计库存趋势缓慢增加，若价格下跌，下游补库，导致单周库存出现下降。
- **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；美联储对降息谨慎，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，终端需求不佳，库存仍将缓慢增加。综上，预计价格短期震荡，但高关税风险、复产预期和需求边际回落，中期将对价格上行空间形成压制。

## 正文目录

1. 行情回顾 .....	4
2. 宏观 .....	4
3. 供应端 .....	5
3.1. 矿端：关注缅甸复产进度 .....	5
3.2. 精炼锡：矿端现实偏紧，冶炼减产不及预期 .....	5
3.3. 供应小结 .....	6
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：社库增加 .....	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 .....	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

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。

图1 沪锡价格走势



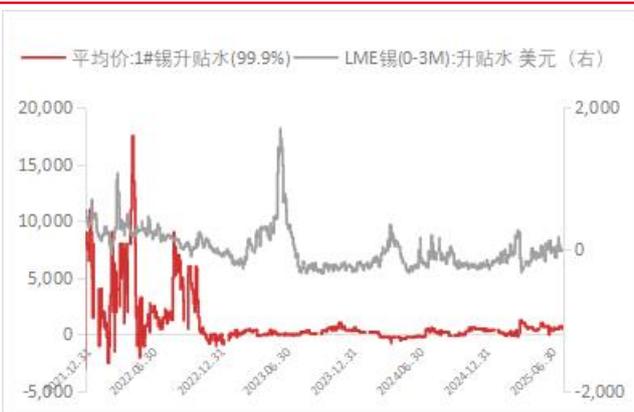
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图2 伦锡价格走势



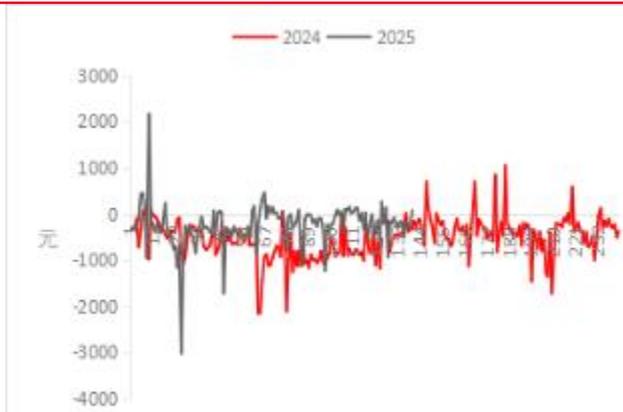
资料来源：iFinD，东海期货研究所

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

关税方面，整体关税朝缓和方向发展，美日、美欧达成框架性协议；中美谈判进入深水区，但目前双方谈判具有建设性，之前暂缓执行90天的24%对等关税有较大概率延期。另外，即使关税低于4月2日的水平，但相交4月2日前仍大幅增加。

美联储内部分歧较大，鲍曼和沃勒支持降息，但以鲍威尔为首的多数美联储官员对于降息持谨慎态度，需要更多数据支持，以证明关税对通胀的影响有限才会降息。近期美国经济数据呈现一定韧性，美联储7月利率决议，鲍威尔态度偏鹰，市场降息预期下调，9月降息概率不足40%，首次降息推迟至10月。

国内对政策仍存一定预期，目前看来，政策更着重于存量政策的加速推进，对于增量政策仍有耐心，尤其是上半年经济数据好于预期，推出增量政策的紧迫性下降。目前政策重点倾向于城市更新行动、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：关注缅甸复产进度

6月锡精矿进口量为11911吨，这个数量是近几年以来的同期最低水平，同比下降6.3%。1-6月，锡精矿累计进口62130吨，同比下降32.24%。

分国别看，缅甸6月进口2315吨，刚果金为4442吨，尼日利亚为1389吨，澳大利亚为1119吨，四国合计为9265吨，占进口总量的78%。缅甸同比下滑幅度显著，24年同期为4124吨，同比下降44%；刚果金则大幅增加，去年同期3233吨，同比增37%；澳大利亚进口下降，去年同期为1378吨，同比下降18.8%；尼日利亚进口增加，较去年的789吨上升76%，6月刚果金超越缅甸，再度成为我国锡精矿第一大进口国。

截止7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，冶炼减产不及预期

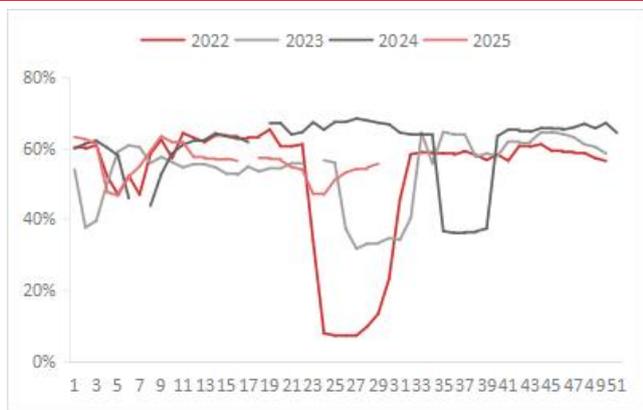
相对于锡精矿进口的下滑，精炼锡产量却相对坚挺，6月精炼锡产量是1.38万吨，环比下降0.1万吨，同比下降0.24万吨，同比下降15%。7月精炼锡产量环比回升15.42%，达到1.59万吨，与24年同期持平。

6月云南江西两地开工率处于低位，6月20日当周一度降至46.84%的年内最低水平，然而，之后开工率便持续回升，截止7月25日，已经达到55.51%，已经恢复至之前的水平。整体看，减产幅度不及预期。后续原料端仍保持紧缺，虽然锡矿端逐渐转松，

但缅甸佤邦锡矿达产仍需要一定周期。另外，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。

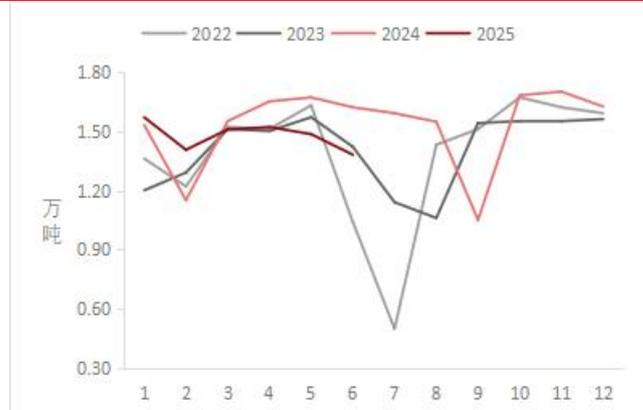
展望8月，矿端现实依旧偏紧，8月冶炼厂开工率难有起色，预计维持在当前水平，精炼锡产量保持稳定。

图7 炼厂周度开工率



资料来源：SMM，东海期货研究所

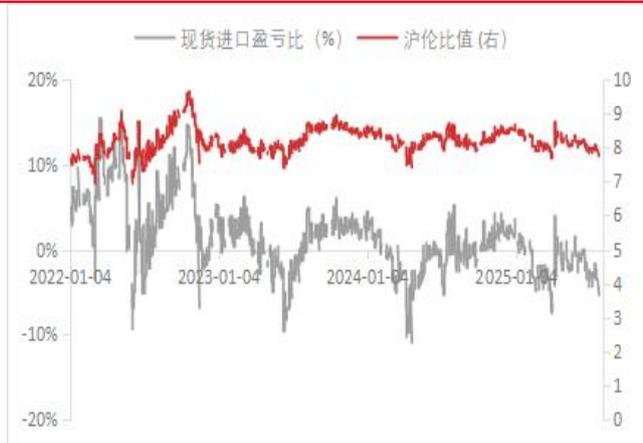
图8 锡锭产量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

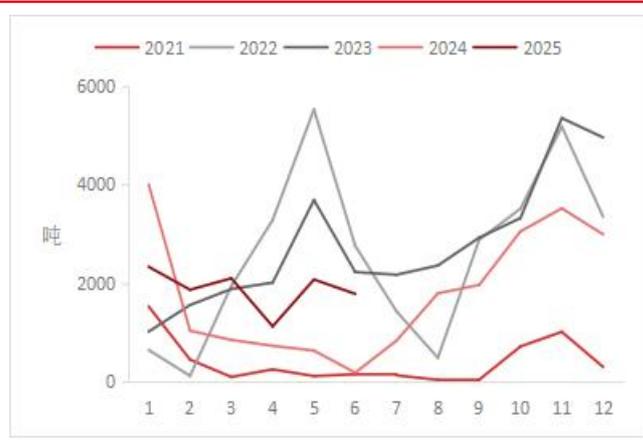
6月锡锭进口量录得1786吨，去年同期189吨，环比小幅下降，同比大幅增加，是由于24年3月印尼锡锭出口许可证发放缓慢，导致基数较低。4月进口亏损大幅缩窄，进口窗口一度小幅打开，5月进口增加，5月进口窗口基本处于关闭状态，影响6月进口量。

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

6月我国锡精矿进口量仍处于近年同期低位，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。缅甸佤邦锡矿采矿许可证已下发，ITA预计未来数月缅甸佤邦的锡发运将恢复，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，反映现实矿端供应紧张。云南江西两地合计开工率从6月下旬开始回升，基本恢复之前水平，但精炼锡减产幅度低于预期。预计8月原料紧缺局面难改，冶炼端开工

率维持在 55%左右水平，锡锭进口量受窗口关闭影响难有增量。

## 4. 需求端

### 4.1. 锡焊料：焊料消费不佳

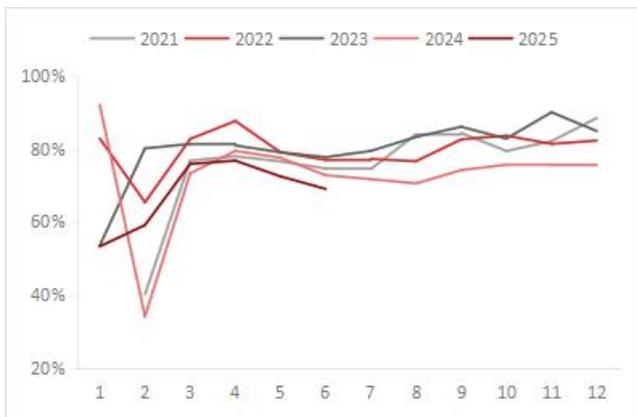
整个二季度，锡焊料开工率处于 21 年以来的最低水平，并且呈现逐月下滑的走势，尤其 6 月开工率仅为 68.97%，较 5 月的 72.4%显著下滑，边际走弱程度高于季节性，所以除季节性因素外，焊料实际需求不佳。

截止 2025 年 5 月，全球半导体销售额录得 602 亿美元，同比上升 18.24%，环比增幅 9.46%，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 7 月 30 日的 5787.32 点，上涨 62.4%，接近 2024 年的高点。6 月，中国半导体产量共计录得 450.6 亿块，同比增长 24.48%，高位运行；6 月，中国集成电路出口 318.44 亿个，同比上升 25.45%。

终端电子产品方面，6 月手机产量录得 1.34 亿台，环比增长 18%，同比增长 0.9%；计算机产量为 3159 万台，环比增长 5.53%，同比增长 6.56%；光电子器件产量录得 1681 亿只，环比下降 2.58%，同比下降 0.62%。相交之前，终端电子产品表现有所改善。

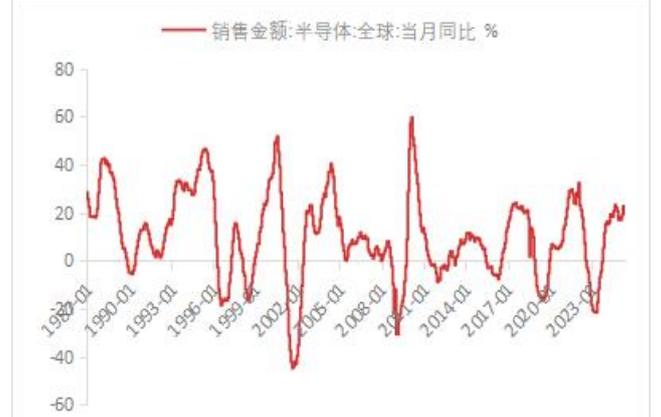
6 月，国内光伏电池产量录得 6739 万千瓦，同比增长 37.13%。6 月光伏组件出口量录得 8.9 亿片，同比增幅 46%。光伏玻璃作为光伏的重要组成部分，今年开工率一直偏低，近期周度开工率更是连续下滑。

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

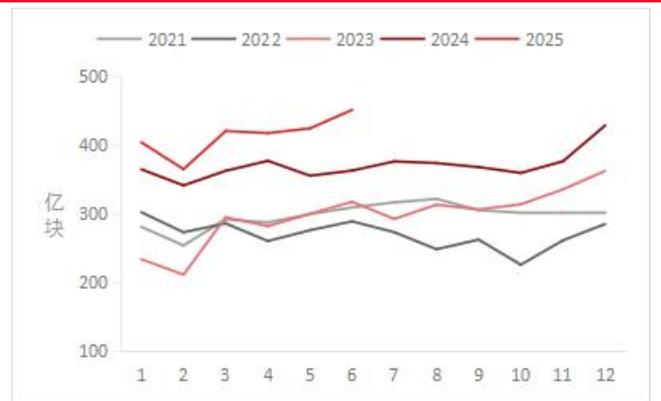


资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 13 费城半导体指数 (SOX)

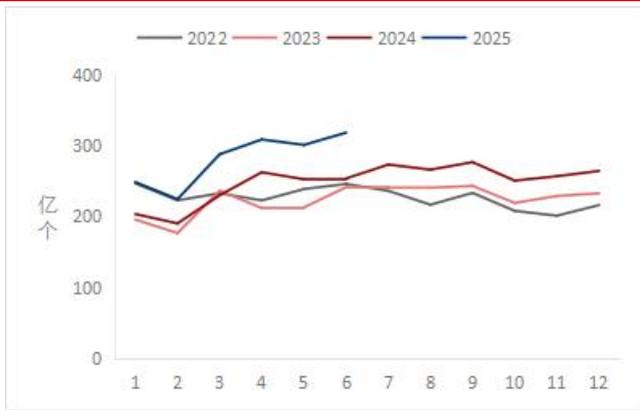


图 14 集成电路产量



资料来源：iFinD, 东海期货研究所

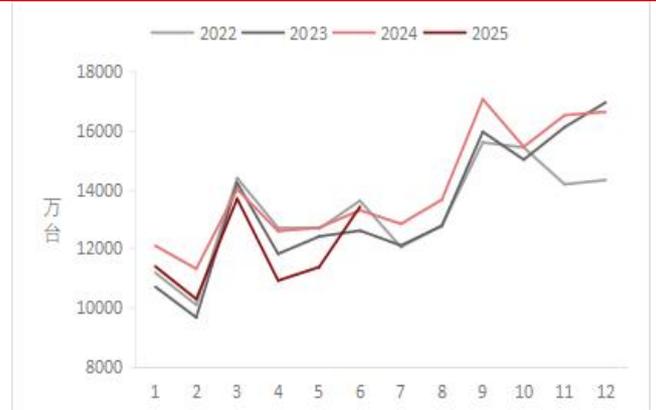
图 15 集成电路出口量



资料来源：iFinD, 东海期货研究所

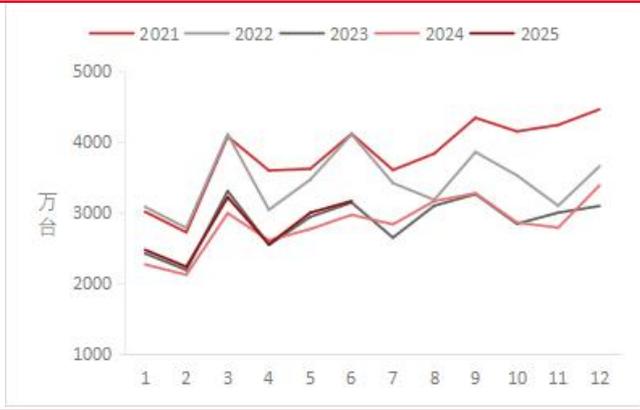
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 16 手机产量



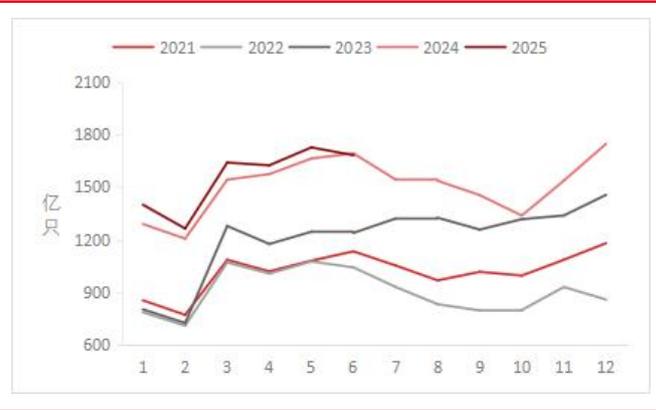
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 17 微型计算机设备产量



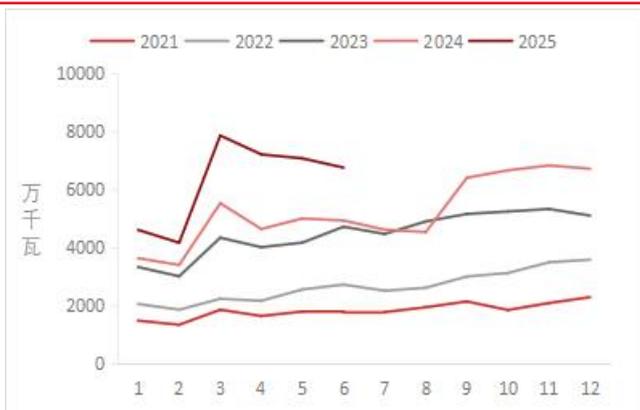
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 18 光电子器件产量



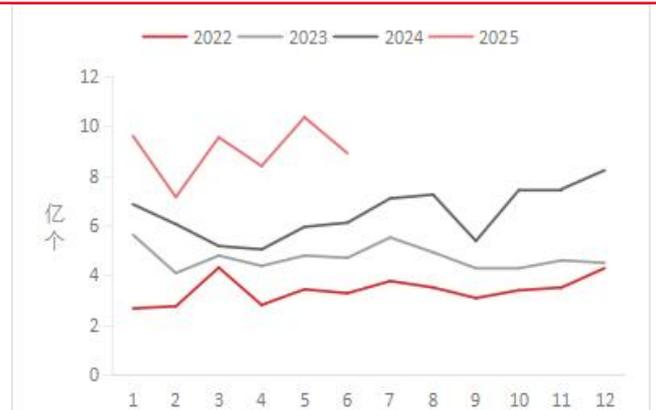
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

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



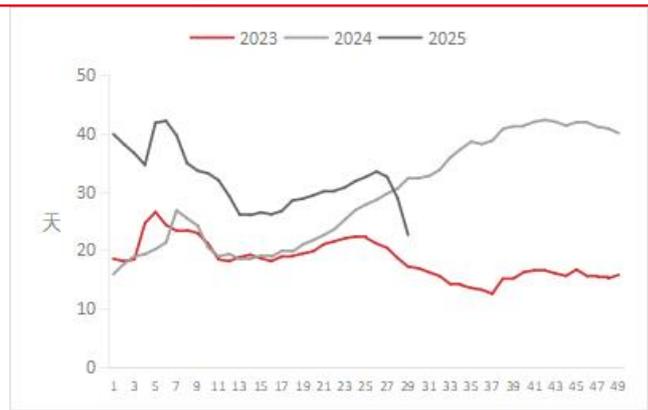
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

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



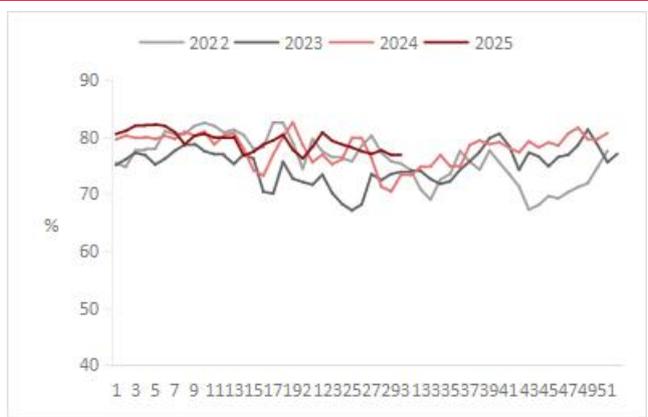
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

## 4.2. 锡化工：产量维持高位

7月PVC周度开工率总体处于较高水平，周均开工率录得77.2%，较6月的79.17%边际下滑。同期，乙烯法周度平均利润录得-604元/吨，电石法周度平均利润录得-361元/吨，亏损幅度维持较高水平。6月PVC月度产量分别录得199.13万吨，同比增长3.27%，累计产量为1200.81万吨，同比增长2.9%。

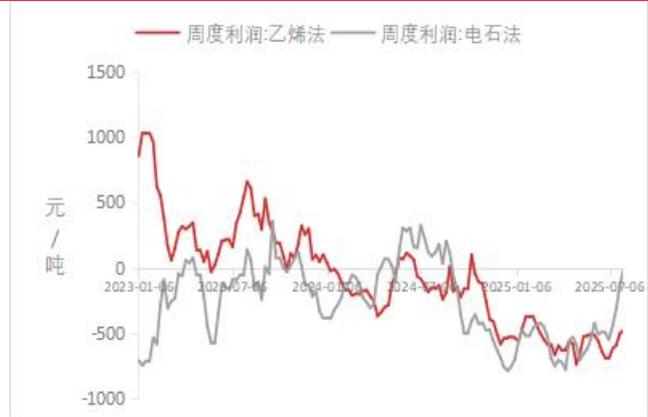
截止7月20日，当周30城商品房成交套数录得15121套，处于低位，季节性下降。1-6月，地产施工面积累计值录得633321万m<sup>2</sup>，累计同比回落9.1%；地产竣工面积累计值录得22567万m<sup>2</sup>，同比录得-14.8%。

图 23 PVC 周度综合开工率



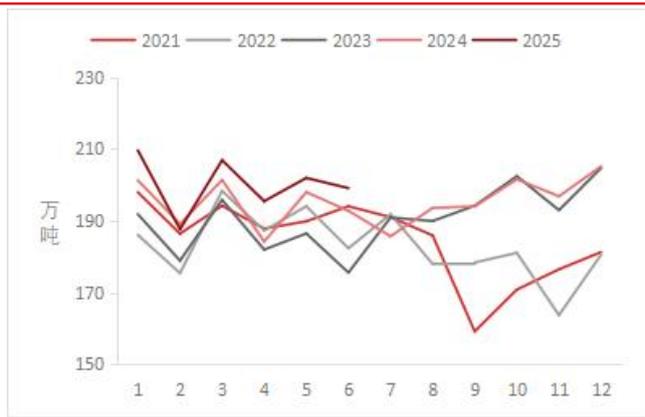
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 24 PVC 周度利润水平



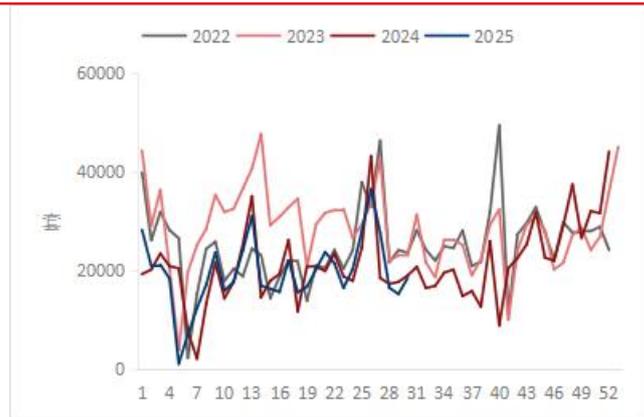
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

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，近期光伏玻璃开工率下滑。光伏是锡焊料重要下游，前期抢装透支后期装机需求，6月国内新增光伏装机14.36GW，同比降低38%。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，目前处于季节性淡季，订单边际下降，下游恐高情绪依然浓厚，现货市场成交冷清，刚需采购为主。

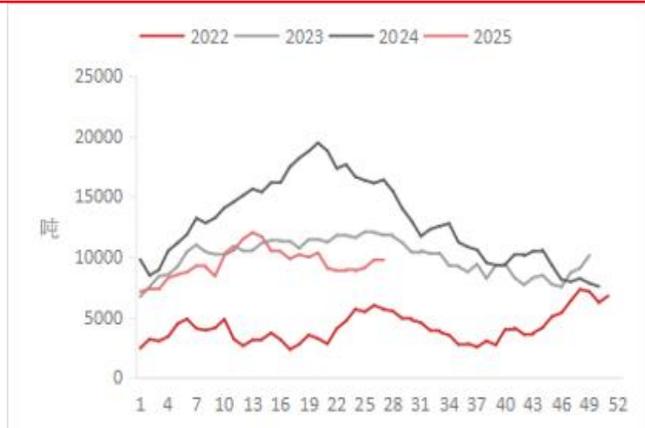
## 5. 库存：社库增加

社会库存方面，截止7月25日，三地（上海、江苏和广东）库存总量为9958吨，较上月底的9096吨增加862吨，虽然库存仍处于历史中偏低水平，但近几周库存不断增加，需求萎缩速度超供应收缩。

LME锡库存持续下降，截止7月31日库存为1945吨，较6月底的2175吨下降230吨。7月23日库存一度降至1690吨，引发逼仓担忧，之后库存回升至今。

展望8月，冶炼开工维持稳定，而需求仍处于淡季，预计库存趋势缓慢增加，若价格下跌，下游补库，导致单周库存出现下降。

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；美联储对降息谨慎，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，终端需求不佳，库存仍将缓慢增加。综上，预计价格短期震荡，但高关税风险、复产预期和需求边际回落，中期将对价格上行空间形成压制。

## 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](http://www.qh168.com.cn)

E-MAIL：[pengyy@qh168.com.cn](mailto:pengyy@qh168.com.cn)