

大跌之后，还有“锡”望吗？

报告日期：2026年6月29号

投资咨询业务资格

皖证监函【2017】203号

研究所化工小组

研究员：潘兆敏从业资格号：F3064781 投资咨询号：Z0022343

初审：张莎从业资格号：F03088817 投资咨询证号：Z0019577

复审：赵肖肖从业资格号：F0303938 投资咨询号：Z0022015

总部地址：合肥市包河区花园大道986号安粮中心23-24层

客服热线：400—626—9988

网站地址：www.alqh.com

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

过去一个月，锡市场演绎了一场惊心动魄的“过山车”行情。沪锡主力合约在触及45万元/吨的近年高点后急转直下，短短三周内回撤超14%，一度跌破380,000元/吨关口，领跌国内有色金属板块。“算力金属”的叙事是否被证伪、锡价中长期中枢能否稳住，成为市场多空交锋的焦点。要回答这个问题，需沿着“短期估值修正→中期驱动验证→长期格局重塑”的逻辑链条，分层拆解当前锡市场的核心矛盾。

一、短期估值：基差与价格分位显示调整尚未充分

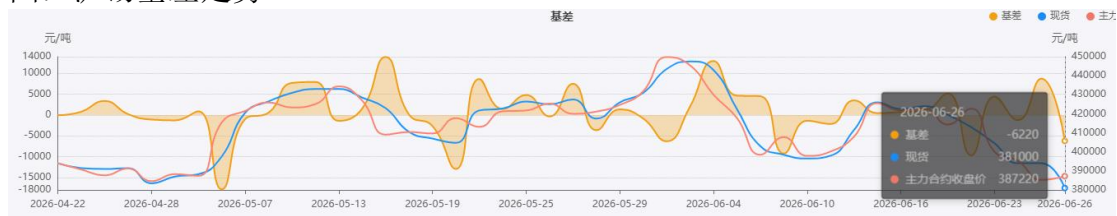
本轮锡价下跌是宏观与产业因素共振的结果。宏观层面，美联储加息预期升温推动美元指数上行，有色金属集体承压；叠加全球科技股暴跌，费城半导体指数重挫，此前支撑锡价高溢价的“算力金属”逻辑遭遇阶段性信心动摇。产业层面，缅甸佤邦复产节奏虽慢但并未停滞，国内冶炼加工费连续两周上调，原料紧缺局面出现边际缓和，前期基于供给断供预期的多头逻辑有所松动。

从估值维度看，短期调整压力尚未完全释放。

1. 基差快速转负，定价结构由Back切向Contango

6月26日，上海金属网1#锡现货均价报381,000元/吨，沪锡主力合约收于387,220元/吨，基差大幅走弱至-6,220元/吨，较前一日进一步下探。本轮负基差的急剧走扩，实质反映了价格急跌过程中的结构性切换：期货跌幅显著小于现货，市场定价逻辑正从前期的“现货紧缺溢价”快速转向Contango结构。这一现象隐含两层深意——期货端的相对抗跌，暗示市场对“算力金属”的中长期需求仍保留了一定预期，并非单纯看空远期；但现货跟跌乏力且深度贴水于期货，亦清晰暴露了当前现货市场承接力度不足的软肋。尽管近两日基差有所修复，但由Back向Contango的快速转结构，标志着基于短期供需缺口的估值溢价正在经历系统性的再平衡，而非单边趋势的彻底逆转。

图：沪锡基差走势



资料来源：文华财经

2. 价格仍处于历史高分位区间

即便经历了剧烈回调，截至6月26日沪锡主力合约收于387220元/吨，仍处于历史85%—90%分位的高估区间。相较于3月低点32.3万元/吨仍有近20%的涨幅，相较于2020年以来12万—45万元/吨的历史价格区间亦处于偏高位置。

综合基差与价格分位两个指标，短期估值端的双重压力仍在释放。但估值的短期承压，并不等同于基本面驱动因素的逆转。恰恰相反，要判断这轮回调的深度和持续性，必须从估值层转向驱动层，审视利润与库存这两个核心变量目前处于什么状态。

二、中期驱动：利润约束与低库存构筑价格下行缓冲垫

如果说估值反映了市场的情绪和资金博弈，那么利润与库存则直接锚定着产

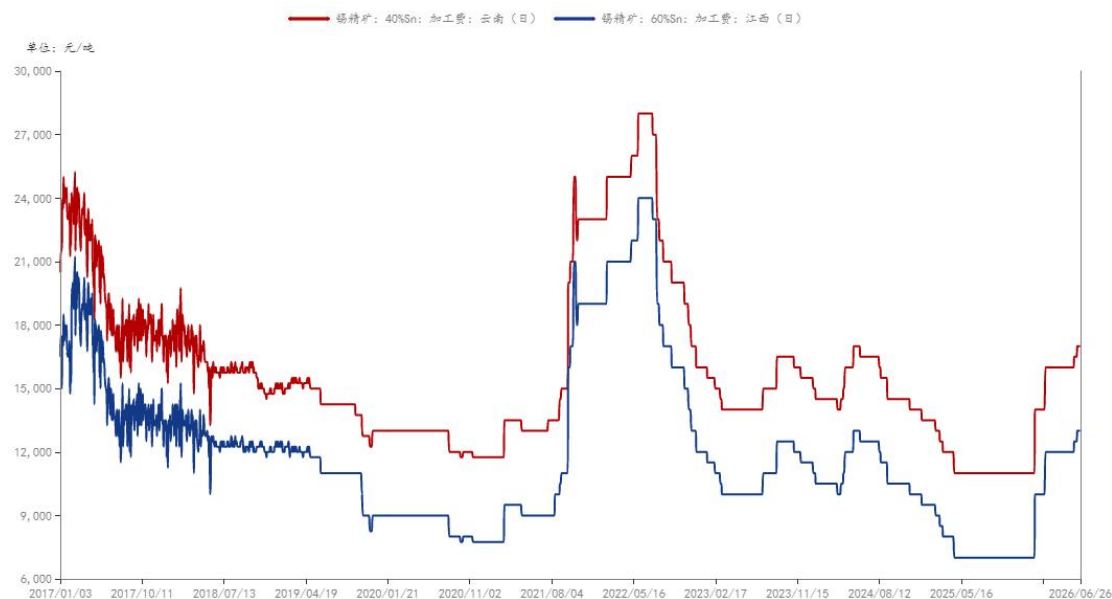
研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

业的真实供需状况。当前锡市场正处于“估值承压、驱动有底”的微妙阶段，利润和库存两个因素共同构成了价格难以深跌的基本面防火墙。

（一）冶炼利润处于盈亏临界区间，供给放量空间有限

当前锡精矿加工费自 2025 年底低位有所修复：据 Mysteel 数据，6 月中旬云南 40%品位锡精矿加工费回升至 17,000 元/吨，江西 60%品位锡精矿加工费约 13,000 元/吨。加工费上行仅代表矿端紧张局面小幅缓解，并不改变行业盈利现状。

图：锡精矿加工费



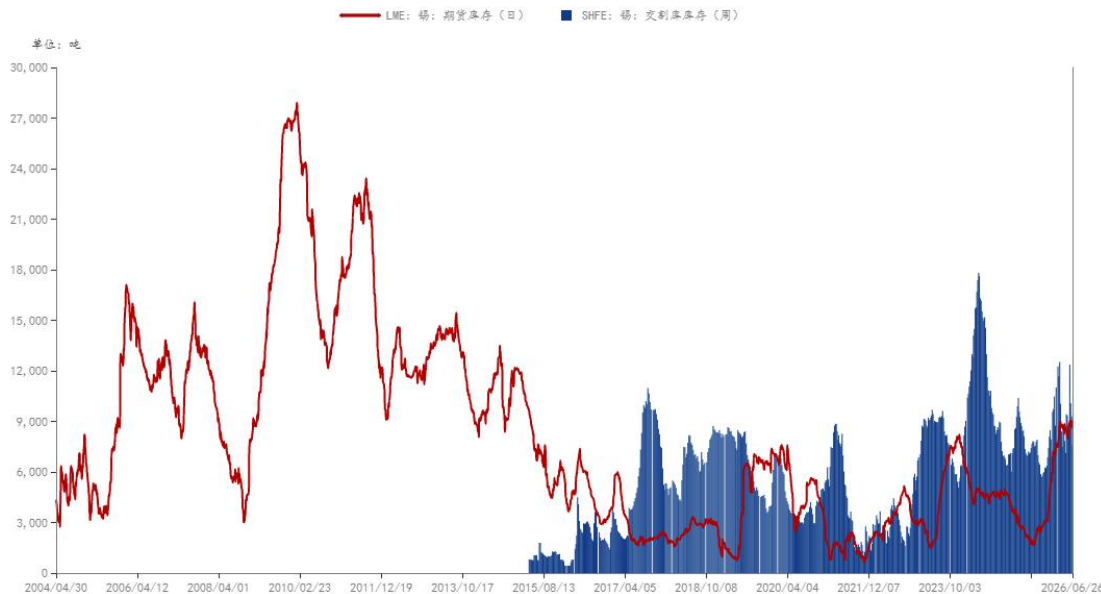
资料来源：钢联

海外矿山开采、国内精炼冶炼企业整体利润维持盈亏平衡线附近，行业缺乏主动扩产动力。此前被动减产状态难以快速转向增量生产，这从供给端限制了锡价深度下跌的空间。换言之，只要冶炼利润没有显著回升至激励大规模扩产的水平，锡的供给弹性就依然偏弱，价格下探就缺乏产业层面的共振。

（二）全球显性库存位于历史低位，夯实价格底部

库存是利润约束之外的第二道防线。全球锡库存持续处于低位，为基本面提供一定的底部支撑。截至 6 月 26 日，LME 锡库存约 8,600 吨；上期所锡库存下滑至 7,558 吨，其中期货仓单为 6,849 吨。6 月中旬国内交易所曾出现单周 4,064 吨集中交仓导致阶段性累库，但随着价格回调、下游企业逢低采购，库存已快速去化。据测算，当前全球锡显性库存处于历史 0—20%分位区间，属极低水平。海外持续去库与国内阶段性累库形成对冲，市场呈现“下有库存支撑、上有阶段性交仓压力”的震荡格局。

图：锡 LME 与上期所库存



资料来源：钢联

若将利润与库存两个驱动指标放在一起观察，结论较为清晰：冶炼利润处于盈亏线限制了供给增量，低库存提供了价格底部支撑。这两个因素或对锡价下行空间形成较强支撑。但这只是解释了“跌不动”的原因，要进一步理解锡价“能否涨回去”以及“能涨多高”，还需要从更长周期的供需格局中寻找答案。

三、中长期支撑：供给刚性约束未松动，AI 需求打开成长空间

短期估值承压、中期驱动有底，共同构成了当前锡市场的运行特征。而真正决定价格中枢是否能够系统性上移的，是锡在资源端和需求端的结构性变化——前者锁死了供给的弹性，后者打开了需求的成长天花板。

（一）AI 算力带动结构性需求增长，长期成长逻辑未证伪

锡作为电子焊料具备低熔点、高导电、焊接稳定性强的不可替代属性。传统电子需求虽存在季节性淡季，但 AI 算力领域打开了长期增量空间：AI 服务器单台用锡量为传统服务器的 3-5 倍，先进封装、光模块等产业链环节持续提升锡消耗强度。

基于行业需求模型测算（参考 SMM、ICSG 全球锡消费数据）：2026 年全球 AI 产业链锡消费量约 1.21 万吨，2030 年将提升至 2.28 万吨，四年消费规模接近翻倍；AI 算力相关增量将贡献全球锡消费新增需求 60%—70%。长期 AI 需求扩张能够对冲传统电子行业周期波动，是锡价中长期中枢抬升的核心驱动力。

（二）全球四大主产区供给受限，紧平衡格局持续至 2028 年

需求扩张的同时，供给端却在持续受限。全球锡资源供给端存在长期刚性约束，四大核心产区同步受限：

1. 缅甸佤邦：持续近三年矿场关停后复产进度不及预期，当前产量仅恢复至停产前 40%—50%，叠加当地雨季干扰，年内难以实现大规模增产；
2. 印尼：持续收紧锡出口配额，加大非法采矿整治力度，成品锡外销增量受限；
3. 中国国内：环保管控常态化，原生锡矿开采品位逐年下滑，国内锡精矿年产量

