

供需双轮重构，中长期锡价易涨难跌

投资观点： 中长期看多

报告日期 2026-06-03

● **行情回顾：**5月初，中东地缘冲突阶段性缓和落地，有色板块迎来修复行情，虽月中宏观扰动不断，但锡因“供应扰动+AI算力叙事”驱动下一路高歌。截止2026年6月1日，沪锡主力合约收于431840元/吨，较4月底涨幅高达11.5%，后续来看，美伊局势与美国货币政策预期反复拉锯，宏观不确定性仍难忽视，基本上锡产业链供应隐患是否会爆发？锡价还能维持强势走势吗？下面我们将详细分析。

● **供应扰动：（一）刚果（金）疫情：**本轮疫情防控难度极大，目前疫情介于局部中型疫情和大型扩散前兆之间，乐观预期，疫区管控最快7月底逐步放开；中性预期最终确诊500-800例，疫区管控最快9月逐步放开；悲观预期，若确诊突破千例、跨省蔓延至南基伍，对标2018-2020超级疫情初期走势，戈马全境封锁，Bisie等主力锡矿或被迫阶段性停产，封控拉长至以年为单位。**（二）印尼新税制：**长期锡价成本大幅抬升。以6月1日LME锡价粗略测算，新税制实施企业单吨需多缴纳5680美元，大型矿业测算净利率预计下滑50%-60%，而中小矿和非法矿毛利将下滑70%以上，部分中小矿现金成本线有被击穿的风险。

● **总结：**短期锡价在供应双重扰动、需求半导体上行周期叙事下，强势上涨，然仍需警惕宏观上中东局势演变以及美国货币政策的不确定性带来的压力，短期谨慎追高，关注供应双重扰动实际落地情况，若扰动带来实质性减产，锡价有望突破前高，若扰动消除，则锡价走势预计呈现震荡中枢上移走势，中期策略上仍建议关注低多和低波动率做多波动率机会。

● **风险提示**
宏观风险、供应扰动消除

锡 (SN)

专题报告

分析师：方富强

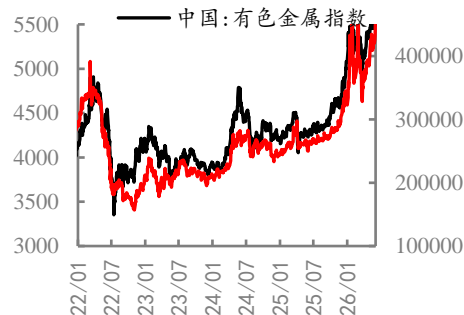
从业资格证号：F3043701

投资咨询证号：Z0015300

助理：林静妍

从业资格证号：F03131200

有色金属指数与沪锡价格走势



数据来源：Wind

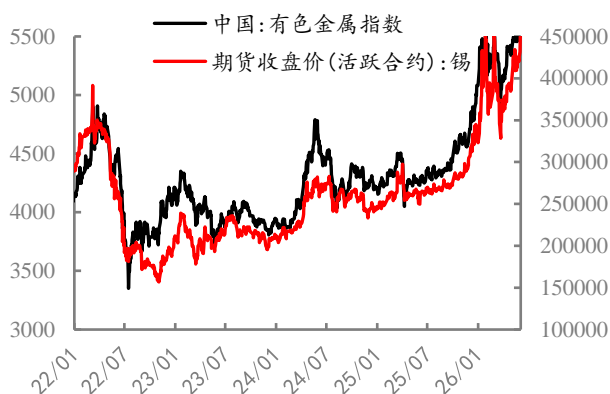
往期相关报告

- 【ITF-锡】柴油危机对非中锡矿产区的冲击解析 20260410
- 【ITF-锡】供应脆弱与需求刚性下，锡价弹性较大 20260122

1 行情回顾

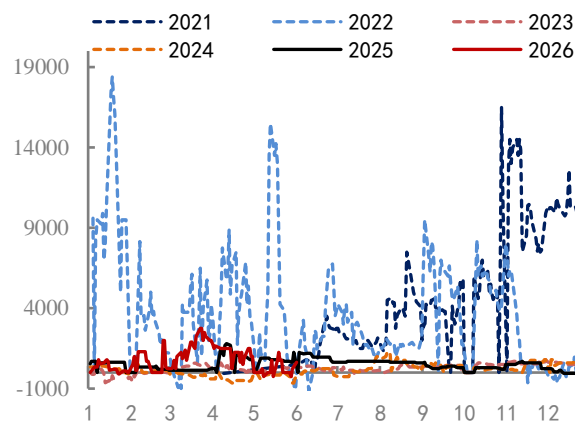
5月初，中东地缘冲突阶段性缓和落地，有色板块迎来修复行情，但月中宏观扰动不断，一方面美国长债利率飙升、美国通胀数据走高以及美联储降息不断延后等因素压制有色板块，另一方面中东局势反复，美伊谈判博弈扰动加剧，宏观局势扑朔迷离，有色板块震荡运行，然锡因“供应扰动+AI算力叙事”驱动下一路高歌。截止2026年6月1日，沪锡主力合约收于431840元/吨，较4月底涨幅高达11.5%，后续来看，美伊局势与美国货币政策预期反复拉锯，宏观不确定性仍难忽视，基本上锡产业链供应隐患是否会爆发？锡价还能维持强势走势吗？下面我们将详细分析。

图表 1、有色金属指数和沪锡价格（元/吨）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 2、沪锡现货升贴水（元/吨）



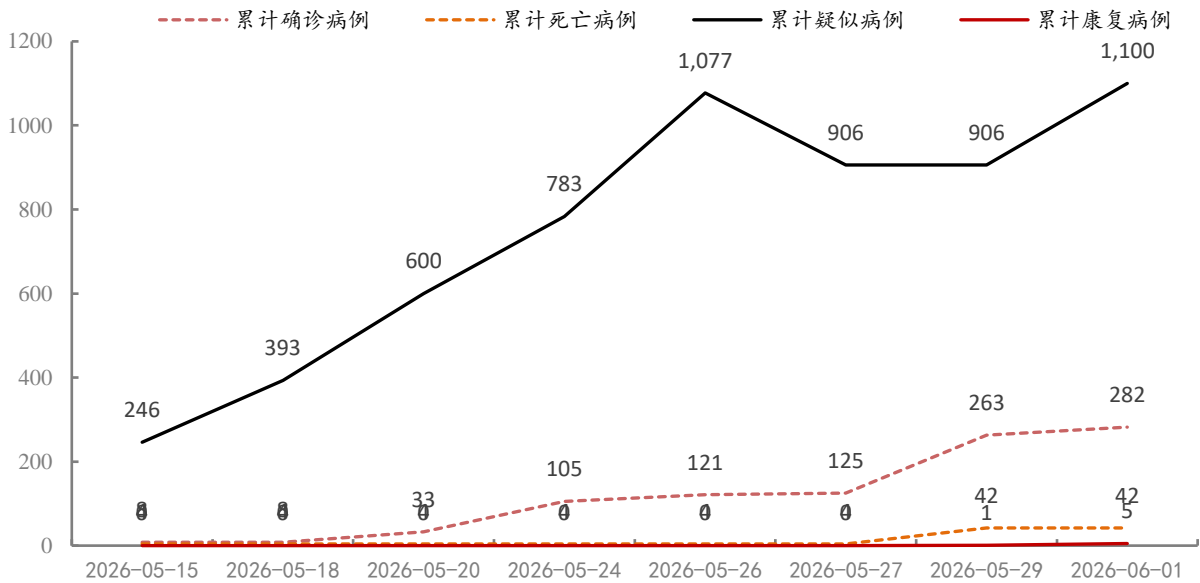
资料来源：Wind、国贸期货研究院

2 供应扰动

2.1 刚果（金）埃博拉疫情

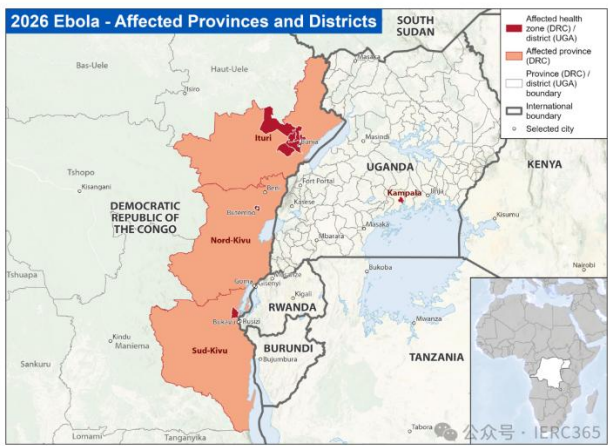
5月15日东部伊图里省暴发本迪布焦型埃博拉；17日，世界卫生组织宣布，刚果（金）的本迪布焦型埃博拉病毒疫情构成“国际关注的突发公共卫生事件”；22日，世界卫生组织将刚果（金）本国疫情风险等级上调至“极高风险”。截止6月1日，刚果（金）已报告累计1100例疑似、280+死亡，已扩散至北基伍、南基伍省，且由于刚果（金）东部流行病学监测网络存在大片盲区，WHO和非洲疾控中心估计实际病例数可能为报告数的1.5-2倍。

图表 3、刚果民主共和国·本迪布焦病毒所致埃博拉病疫情趋势



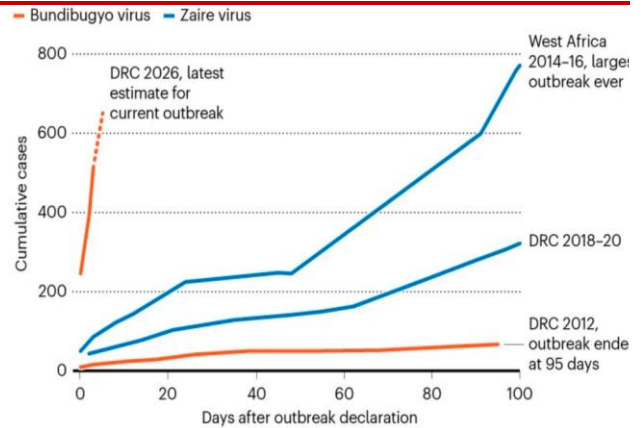
资料来源：刚果金卫生部、国贸期货研究院

图表 4、本次埃博拉病疫情范围



资料来源：CDC、国贸期货研究院

图表 5、埃博拉病毒病历累计趋势比较



资料来源：Nature、国贸期货研究院

Bisie 锡矿维持运营，但严格封闭管控。目前刚果（金）疫情已扩散至北基伍省，其戈马市是全球第三大锡矿 Bisie（年产能 1.7 万吨，占全球 6%）的运输枢纽。据报道，自 5 月 20 日起，戈马已被迫无限期关闭，禁止所有矿产货运通行。虽现阶段 Bisie 锡矿仍维持运营，但严格封闭管控，目前精矿库存无法外运、补给物资无法进入、人员禁止流动，其管理层表示，一旦戈马出现聚集性感染，Bisie 锡矿立即触发不可抗力停产。

那么关键问题就是戈马出现聚集性感染的风险大吗？风险不可忽视。首先本次刚果（金）埃博拉疫情的病毒是本迪布焦型，其目前没有疫苗，没有特效药，防控难度超过以往任何一次；其次根据流行病学趋势，5月26日至29日期间，刚果（金）确诊病例从129例增加至225例，周增长率超过70%，传播速度显著高于刚果（金）以往历次埃博拉疫情。且本轮疫情在官宣暴发初期，病例基数就已经很大、传播链条早已铺开，虽目前戈马市仅报告1例埃博拉确诊病例，短期暂未出现聚集性感染，但其作为人口密集的边境城市，疫情进一步扩散的尾部风险不可忽视。

综上所述，本轮刚果（金）埃博拉疫情防控难度极大，目前疫情介于局部中型疫情和大型扩散前兆之间，按照WHO规则，最后一例确诊痊愈后再加42天监测，乐观预期，对标2007年金西开赛和2021年北基伍中型疫情，管控周期在65-85天，整体疫区管控最快7月底逐步放开；中性预期最终确诊500-800例，考虑到目前管控效率提升，预计封控周期在110-150天，体疫区管控最快9月逐步放开；悲观预期，若确诊突破千例、跨省蔓延至南基伍，对标2018-2020超级疫情初期走势，戈马全境封锁，Bisie等主力锡矿或被迫阶段性停产，封控拉长至以年为单位。

图表6、历年来刚果金埃博拉疫情情况

疫情序号	疫情名称	暴发时间	结束时间	持续时长 (天)	首月确诊 (例)	累计确诊 (例)
第1轮	1976年扎伊尔首次埃博拉疫情	1976/8/26	1976/11/5	71	280	318
第2轮	1995年扎伊尔基奎特埃博拉疫情	1995/4/4	1995/8/14	132	93	315
第3轮	2007年刚果金西开赛省埃博拉疫情	2007/9/10	2007/11/20	71	249	264
第4轮	2008年刚果金北基伍省埃博拉疫情	2008/11/27	2009/2/16	81	14	32
第5轮	2012年刚果金赤道省埃博拉疫情	2012/6/26	2012/11/3	130	10	57
第6轮	2014年刚果金赤道省埃博拉疫情	2014/8/24	2014/10/16	53	42	66
第7轮	2015年刚果金北基伍省埃博拉疫情	2015/5/11	2015/7/13	63	3	3
第8轮	2017年刚果金Bas-Uélé省埃博拉 疫情	2017/5/11	2017/7/2	52	5	8
第9轮	2018年刚果金赤道省埃博拉疫情	2018/5/8	2018/7/24	78	36	54
第10轮	2018-2020年北基伍-伊图里大型疫情	2018/8/1	2020/6/25	694	112	3470
第11轮	2021年北基伍省Beni局部疫情	2021/10/8	2021/12/16	69	8	11
第12轮	2022年赤道省Mbandaka疫情	2022/4/23	2022/7/4	72	4	5
第13轮	2022年北基伍省Beni单点疫情	2022/8/22	2022/9/19	28	1	1
第14轮	2023年刚果金赤道省埃博拉疫情	2023/2/23	2023/5/23	90	8	14
第16轮	2025年开赛省Bulape疫情	2025/9/4	2025/12/1	88	29	53
第17轮 (当前)	2026年北基伍-伊图里本迪布焦型疫 情	2026/5/15	未结束	17(截至 17天)	282(截至 17天)	282(截至 17天)

资料来源：公开资料、国贸期货研究院

2.2 印尼拟议新关税

印尼能源与矿产资源部计划将锡的最高权益金税率翻倍。2025年6月印尼实施新的累进税率体系，该体系不同与以往单一固定税率3%，而是改成了累进税率3%-10%，锡价高于4万美金以上税率固定为10%，然该税制改革时锡价在4w美金每吨之下，而之后锡价一路上涨，到2026年平均价已破5w美金每吨，印尼政府无法分享单吨锡价超过4w美金部分的收益。2026年5月，印尼能源与矿产资源部拟议新税制，计划全面提高锡价税率，新增了锡价大于4万美金每吨的税制门槛，并将最高档税率从10%提升至20%，消息一出引发市场对印尼锡成本抬升担忧，随后5月11日，印尼能源与矿产资源部部长宣布暂缓新税制，征求社会意见，目前未正式生效，并表示政府还在考虑其他配套措施，包括征收出口关税和暴利税。

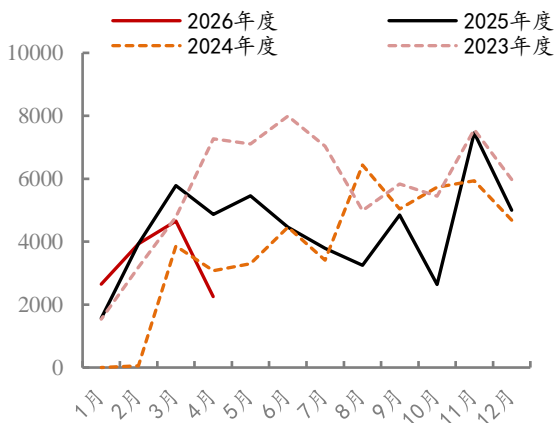
图表 7、印尼锡现行税率与拟议新税率对比

锡价 (千美元/吨)	现行税率	拟议新税率
< \$20	3.0%	5.0%
\$20 至 \$30	5.0%	7.5%
\$30 至 \$35	7.5%	10.0%
\$35 至 \$40	7.5%	12.5%
\$40 至 \$45	10.0%	15.0%
\$45 至 \$50	10.0%	17.5%
> \$50	10.0%	20.0%

资料来源：公开资料、国贸期货研究院

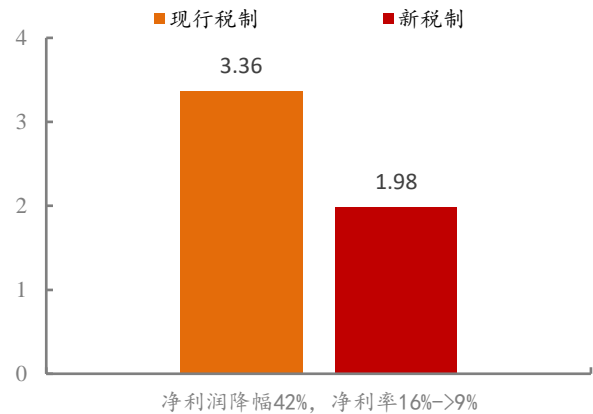
对锡有何影响？长期锡价成本大幅抬升。印尼是全球最大精锡出口国（占全球贸易约25%），由于其锡矿是低品位砂锡矿，生产成本处于全球较高水平。以当前锡价来看，新税制实施意味着企业单吨需多缴纳10%的关税，以6月1日LME锡价粗略测算，单吨需多缴纳5680美元，这对印尼矿企盈利打击巨大，大型矿业测算净利率预计下滑50%-60%，而中小矿和非法矿毛利将下滑70%以上，目前印尼中小矿现金成本在38000-44000 USD/t，假设新权益金额外成本为5400 USD/t（锡价 > 50k、20%税率），新税制下中小矿实际成本为43400-49400 USD/t，这意味着印尼部分中小矿现金成本线有被击穿的风险。此外由于印尼政府还在考虑其他配套措施，其中涉及出口关税和暴利税短期来看，税制不明朗下，当前印尼锡厂商出口意愿变差，多以观望为主。

图表 8、印尼精炼锡出口（吨）



资料来源：Myteel、国贸期货研究院

图表 9、新税制对印尼国有企业 Timah 净利影响（万亿印尼盾）



资料来源：Brights Research、国贸期货研究院

3 基本面概况

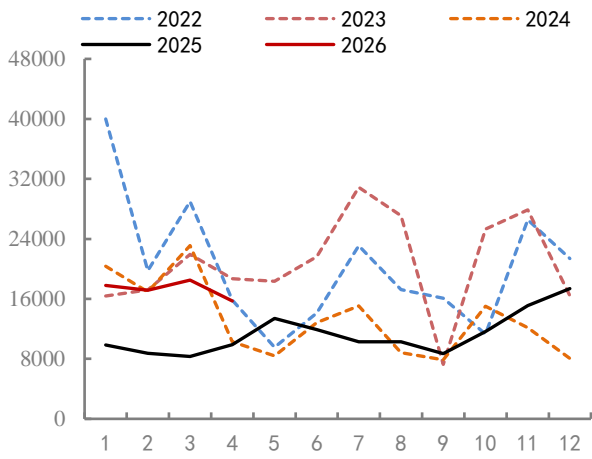
3.1 原料端

虽4月进口不及预期，但整体进口规模较25年明显恢复。2026年一季度，受益于缅甸复产国内锡矿进口补充明显恢复，锡矿进口规模较25年明显恢复，然4月中国锡矿进口规模为1.57万吨（环比-15%，同比59%），环比出现阶段性回落，进口规模不及市场预期，系3月前期积压订单集中到港基数较大，且4月海外部分矿区出现季节性扰动，如非洲和缅甸因雨季出口至我国锡矿规模有所下滑所致。但从同比来看，4月进口规模仍较去年明显修复，缅甸增量在实质性的兑现，从加工费来看，截止6月1日，云南40%、广西60%品位锡矿加工费分别回升至16000元/吨、12000元/吨，较年初均增加4000元/吨水平，已恢复至中位水平。

国内锡矿产量难有增量。2026年一季度国内锡矿产量较去年变化不大，且预计2026年全年增量有限，虽有部分技改增量，但同样存在老矿自然减产。3月国内锡矿产量为6035吨，环比28.2%，同比-4.9%，产量较去年同期小幅下滑。

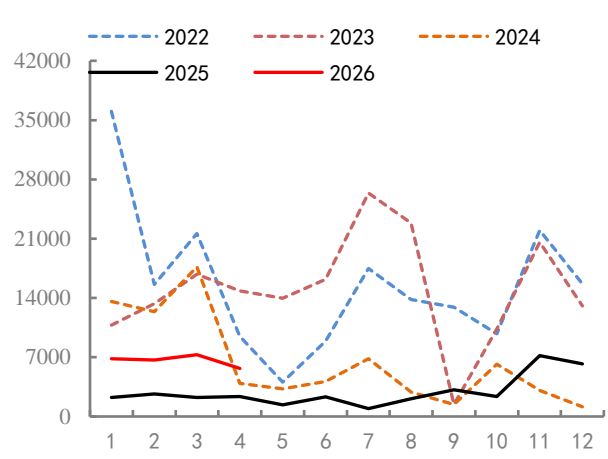
整体来看，国内锡矿供应受益于缅甸曼相矿区复产有所恢复，但由于的柴油价格上涨、缅甸雨季等多因素影响，缅甸锡矿复产进度较慢，短期尚未形成利空因素，而近期刚果（金）疫情扰动引发市场对锡矿供应稳定性的担忧，带动锡价走强。后续来看，短期锡矿供应企稳，而中期则要关注缅甸锡矿供应恢复预期和刚果（金）锡矿减产预期之间的博弈和兑现情况。

图表 10、中国锡矿进口（吨）



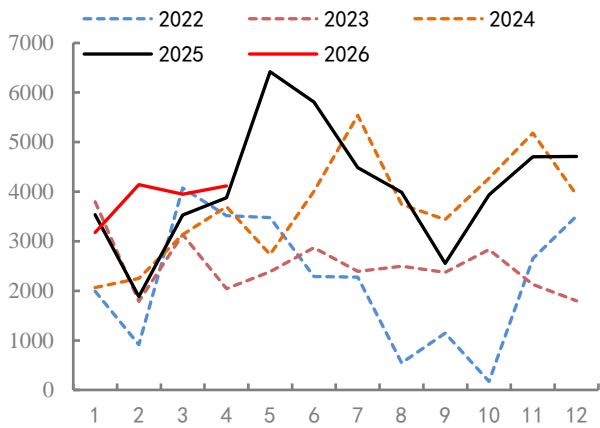
资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 11、进口缅甸锡矿规模（吨）



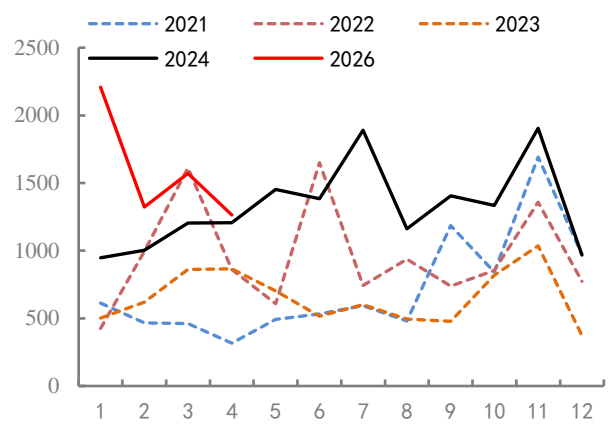
资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 12、进口尼日利亚+刚果金锡矿规模（吨）



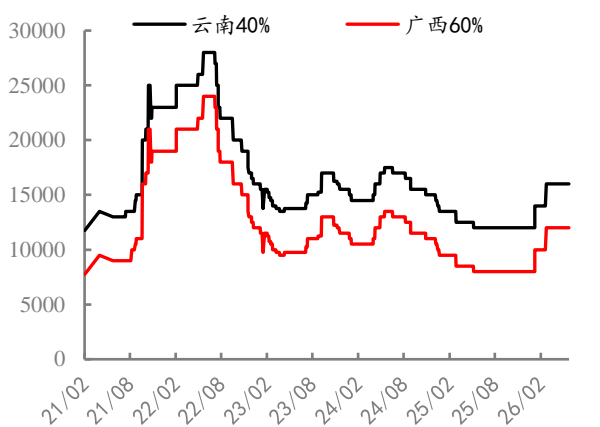
资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 13、进口澳大利亚锡矿规模（吨）



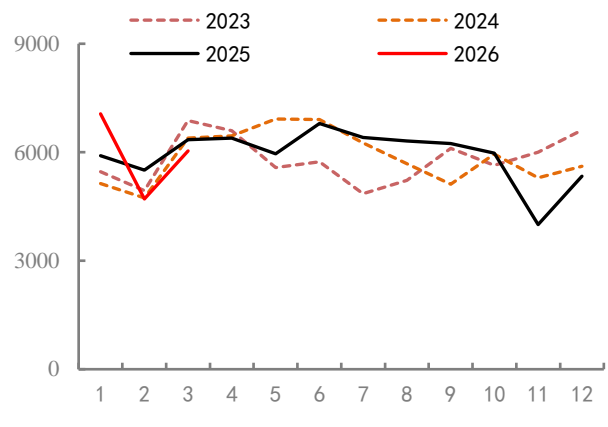
资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 14、国产锡矿加工费（元/吨）



资料来源：SMM、国贸期货研究院

图表 15、国内锡矿产量（吨）



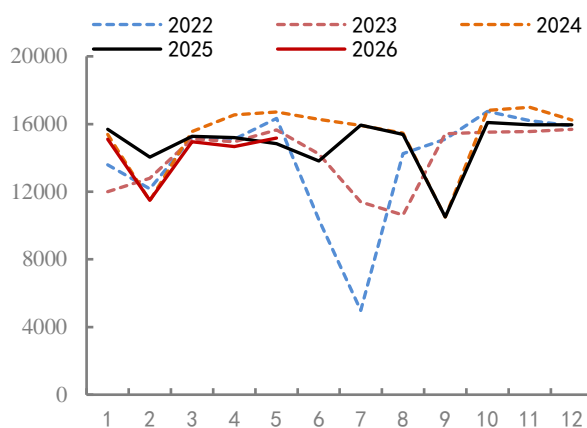
资料来源：SMM、国贸期货研究院

3.2 冶炼端

2026年进口有所增加但4月小幅下滑。2026年锡矿供应虽有所增加，但国内再生原料缺失下，整体锡锭产量较去年并未出现明显恢复。进口端受益于进口窗口开启2026年1-4月进口规模较去年明显增加，但4月因印尼斋月叠加新税制观望期间出口规模下滑，国内进口货源减少。

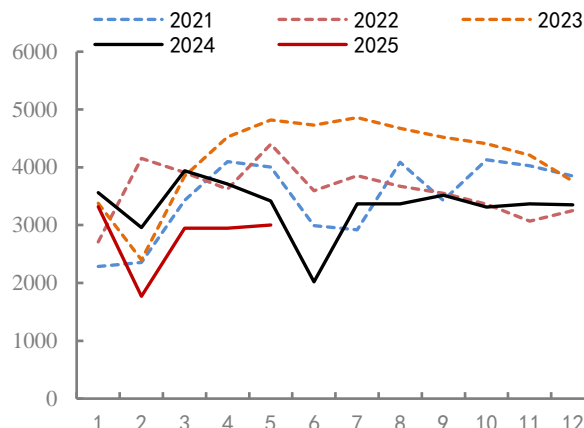
总体来看，2026年矿端供应虽有恢复，但冶炼端增加有限，此外云南关键冶炼厂往年于6-10月期间有一个月的检修时间，并通常选择锡价偏低阶段进行检修，加强后续锡价支撑。

图表 16、精炼锡产量（吨）



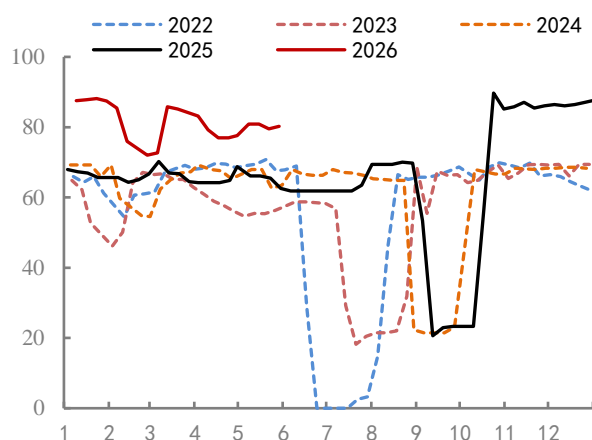
资料来源：SMM、国贸期货研究院

图表 17、精炼锡再生产量（吨）



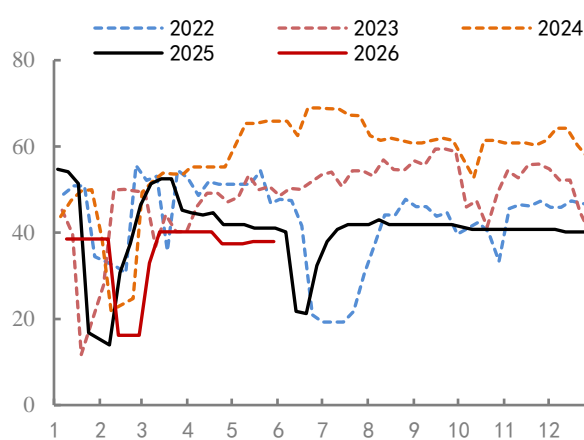
资料来源：SMM、国贸期货研究院

图表 18、云南开工（%）



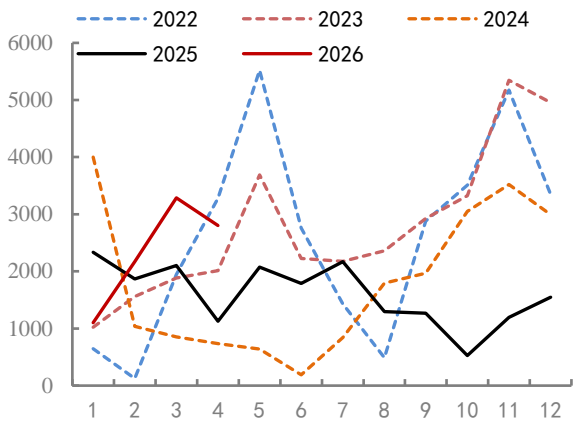
资料来源：SMM、国贸期货研究院

图表 19、江西开工（%）



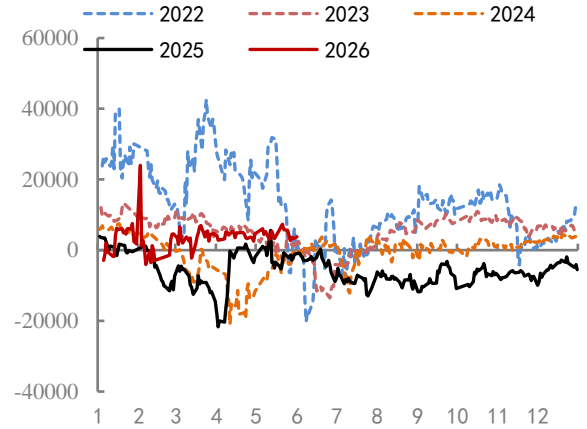
资料来源：SMM、国贸期货研究院

图表 20、精炼锡进口（吨）



资料来源：SMM、国贸期货研究院

图表 21、精炼锡进口盈亏（元/吨）

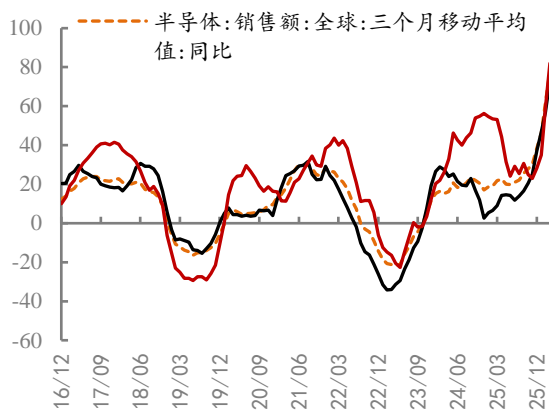


资料来源：SMM、国贸期货研究院

3.3 需求端

半导体周期上行带动锡价走强。半导体行业受新质需求爆发叠加传统需求被动补库双重拉动进入上行周期，带动锡价走强。新质需求：AI 服务器单机用锡是传统服务器 2-5 倍，据 ITRI 测算，2026 年预计全球 AI（服务器、封装等）耗锡在 2.37 万吨，占全球锡需求的 5.95%，且预期 2027 增速将超过 20%，其中中国承接了全球 60% 以上 AI 锡加工制造需求。此外端侧 AI 扩散带动电子消费升级，同样间接拉动锡需求。传统需求：传统存储、电子消费等经历了 2-3 年主动去库，与 2025 年下半年库存低位被动触发补库周期。

图表 22、半导体销售额同比（%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 23、费城半导体指数与锡价

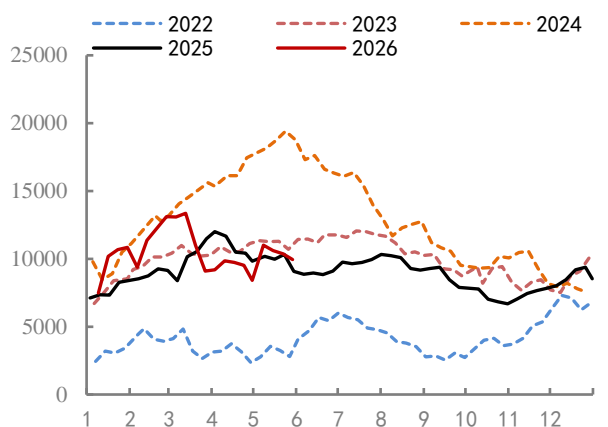


资料来源：Wind、国贸期货研究院

3.4 库存

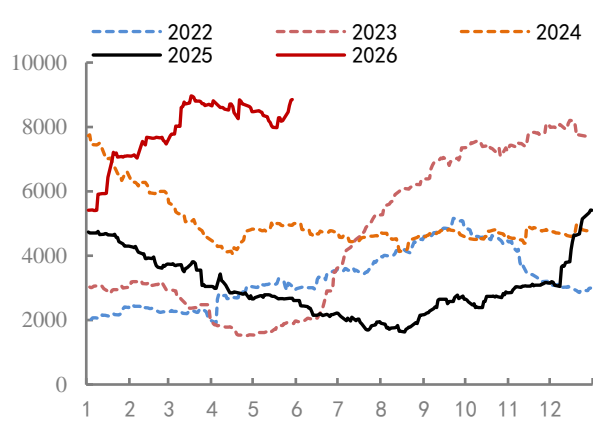
显性库存偏高，但实际可用周转库存偏低。截止 2026 年 5 月 29 日，中国锡锭社会库存为 9952 吨，较去年同期基本持平，此外 LME 锡锭库存为 8850 吨，较去年同期大幅增加 6170 吨，整体全球显性库存偏高，但 LME 库存主要增量集中于东南亚，多为贸易商长线锁货，实际现货流动性偏低。

图表 24、中国锡锭社会库存（吨）



资料来源：SMM、国贸期货研究院

图表 25、LME 锡锭库存（吨）



资料来源：SMM、国贸期货研究院

4 总结

总体来看，短期锡价在供应双重扰动、需求半导体上行周期叙事下，强势上涨，然仍需警惕宏观上中东局势演变以及美国货币政策的不确定性带来的压力，短期谨慎追高，关注供应双重扰动实际落地情况，若扰动带来实质性减产，锡价有望突破前高，若扰动消除，则锡价走势预计呈现震荡中枢上移走势，中期策略上仍建议关注低多和低波动率做多波动率机会。

分析师介绍

方富强：国贸期货研究院院长助理，有色金属首席分析师，中国科学院大学材料工程硕士。专注于铜、铝、氧化铝等有色金属品种研究，熟悉宏观经济及品种产业链发展规律，善于通过基本面分析行情动态。多次荣获上期所“优秀有色金属分析师”称号。

林静妍：国贸期货研究院有色金属研究助理，香港大学金融学硕士。专注于铅、锌、锡、铝合金等有色金属品种研究，熟悉品种产业链逻辑，善于捕捉基本面供需矛盾，为客户提供专业的市场分析 & 套期保值方案。

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。期市有风险，入市需谨慎。