

1 月基建数据跟踪：

地方债迎来开门红，实物工作量修复偏慢

走势评级：

锌：震荡

报告日期：

2025 年 2 月 17 日

★1 月地方债发行情况分析

1 月地方债实际发行规模远超计划，用于置换隐债的再融资专项债积极落地。1 月新增专项债发行量总计 2048 亿元，同比增长 1480 亿元，实际发行量超过计划额度约 1370 亿元；结构方面，新增专项债占比升至在 36.7%，再融资专项债占比约 30.8%。

年初专项债发行的超预期对后续发行节奏或有积极定调，在资金落地速度和效率更高的背景下，二季度基建需求预期有望改善和修正；置换隐债的再融资债发行规模超过季节性水平，基于十四五规划目标完成压力，债务压力有望加速得到解决。

★1~2 月实物工作量情况跟踪

1~2 月基建实物工作量以探底回升为主，年后基建项目复工速度和资金回款率均不及预期。假期有少量水利和交运项目开工，但更多项目年后复工速度偏慢，管棒和水泥实物工作量回升斜率均弱于往年，终端需求的集中性改善或仍有一周左右的回升期；电力项目复工速度快于往年，且 3 月设备集中招标即将启动，电力侧依然将是主要支撑。考虑到年初专项债发行略超预期，二季度需求或仍有可期之处，实物工作量的修复或在 2 月底逐渐显现。

★后市展望和投资建议

沪锌中长期的空配逻辑并未出现转变，而短期内锌的交易更考验对定价权重和交易节奏的把握和理解。沪锌基本面的潜在偏多叙事仍需时间验证，而海外降息预期基本探底、国内两会即将召开，宏观面存在探底回升可能。我们认为，短期内宏观叙事的定价权重或有所上升，基本面的供需双向修复有望形成侧面托底。总体而言，我们维持沪锌的偏多观点，但 23500~24200 元的盘面存在博弈，对于各因素计价也较为充分，后续仍需看到更多刺激，中期的空配则需要寻找更合适的点位。策略方面，单边角度，短期建议观望，中期可关注逢高试空机会，前期多单可继续持有；套利角度，正套逻辑不畅且驱动无多，建议观望。

★风险提示

矿端修复超预期，年后需求走弱，宏观风险扰动。



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

孙伟东 首席分析师（有色金属）

从业资格号：F3035243

投资咨询号：Z0024605

Tel: 63325888-3904

Email: weidong.sun@orientfutures.com

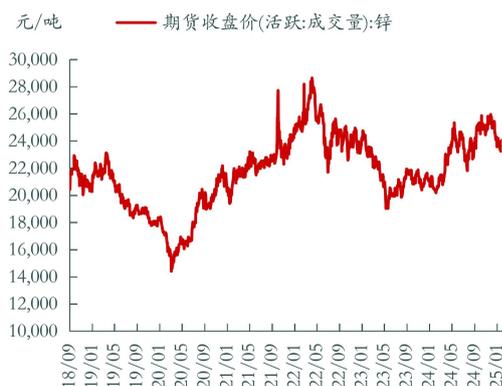
联系人：

魏林峻 有色金属分析师

从业资格号：F03111542

Email: linjun.wei@orientfutures.com

上期所锌主力合约走势



《6 月基建数据跟踪：慢发行或拖累去库，关注副热带高压影响》
2024/07/15

《7 月基建数据跟踪：实物工作量磨底，关注特殊新增专项债发行》
2024/08/16

《8 月基建数据跟踪：专项债发行超预期的背后》
2024/09/18

《9 月基建数据跟踪：专项债发行超预期，实物工作量现拐点》
2024/10/20

《10 月基建数据跟踪：专项债发行基本完成，实物工作量改善乏力》
2024/11/17

《11 月基建数据跟踪：地方发债结构转变，实物工作量季节性回落》
2024/12/16

《12 月基建数据跟踪：最后需求期将结束，1Q25 专项债发行或提速》
2025/01/15

重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

1、事件概述

年初地方债发行明显超预期，一季度计划发行额度较去年同期明显上升，然年后基建实物工作量修复偏慢，其背后的原因是什么？目前一季度新增专项债发行计划有何变化？未来基建实物工作量表现的预期如何？

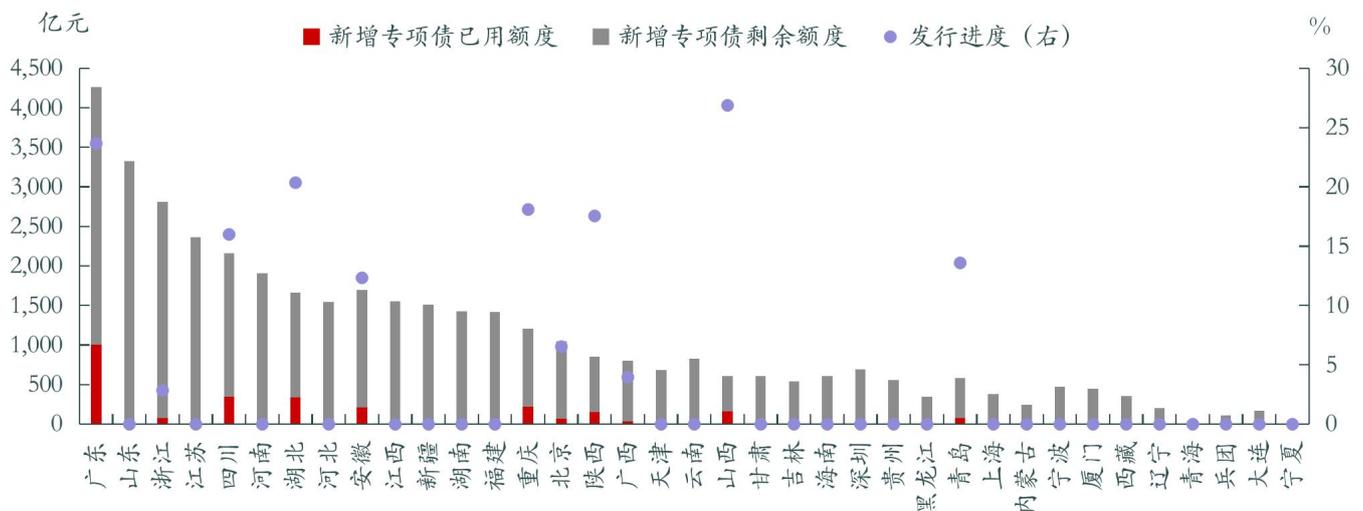
2、1月地方债发行情况分析

2025年1月地方债实际发行规模远超计划发行规模。用于置换隐债的再融资专项债积极落地，年初发债实现开门红。量级方面，1月新增专项债发行量总计2048亿元，环比12月下降1837亿元，同比增长1480亿元，实际发行量超过计划额度约1370亿元；结构方面，1月总计发行地方债5576亿元，新增专项债占比升至36.7%，用于置换隐债的再融资专项债合计发行1719.1亿元，占比约30.8%，特殊新增专项债发行150亿元；节奏方面，年初新增专项债发行表现平稳，再融资专项债发行速度同比更快。

分地区来看，1月新增专项债发行主要集中在广东、湖北和深圳等地，其中广东发行超过1000亿元。从募集用途来看，1月新增专项债发行仍主要投向基建领域，投向市政和产业园区（34.4%）和交通基础设施（20.5%）的占比最大，其次是民生服务（9.2%）、特殊新增专项债（7.3%）和棚户区改造（7.1%），合计占总额度的约78%。

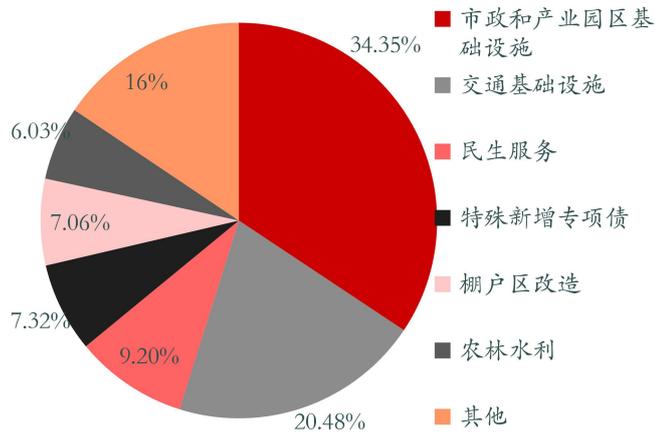
累计发行角度，截至2月中旬，全国专项债新增额度为4万亿元，目前已用3.9万亿元，发行进度平均达111%；新增一般债累计发行6986.2亿元，发行进度达118.8%，特殊再融资专项债22343.2亿元，总发行体量达全年计划量的123.7%，略高于季节性发行水平。其他方面，步入2025年后地方债发行利率明显下降，同时平均发行期限也有所缩短，利差同样有所收窄，映射出地方偿债压力正在下降，财政宽松的效果逐渐显现。

图表3：2025年专项债实际发行量与全年发行进度



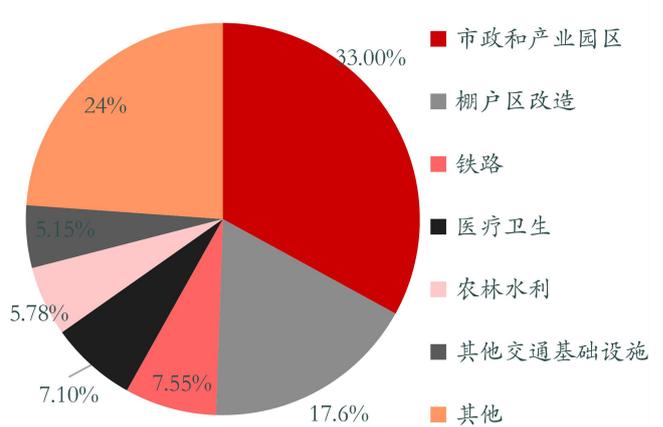
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 4：2025 年 1 月新增专项债发行领域占比



资料来源：企业预警通，中国债券信息网，东证衍生品研究院

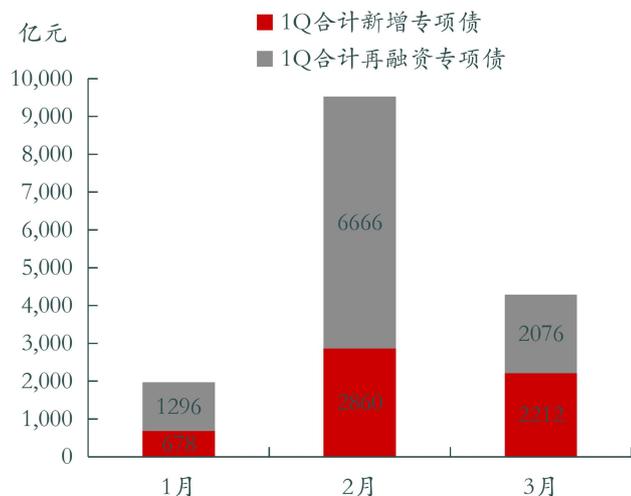
图表 5：2024 年新增专项债发行领域累计占比



资料来源：企业预警通，中国债券信息网，东证衍生品研究院

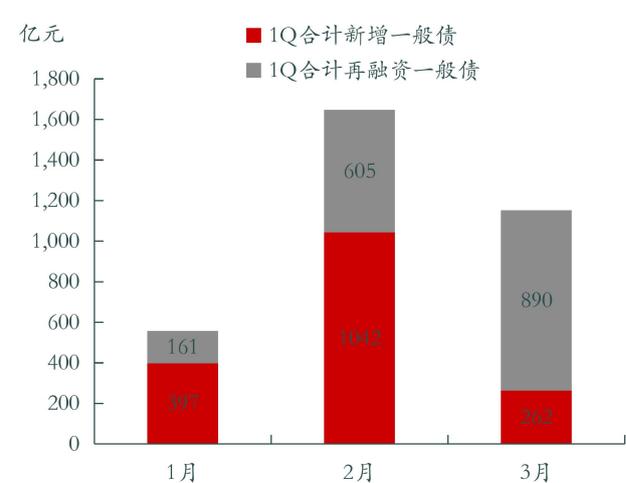
1Q25 发行计划来看，截至 2 月 18 日，共有 24 个省市地区披露 25 年一季度地方债发行计划，总计额度为 19146.1 亿元。其中，新增专项债 5749.4 亿元，一般债 3357.7 亿，再融资债券 11694.9 亿元。分月份来看，1、2、3 月分别计划发行新增专项债 678、2860、2212 亿元，新增一般债分别为 397、1042、262 亿元，一季度计划发行总额度处于历年中性偏高水平。专项债发行计划主要集中在 2 月和 3 月，2 月以来计划发行速度和规模均明显超过去年同期，再融资专项债延续高速发行，预计后续发行节奏会更加平滑，有望对二季度需求形成托底。

图表 6：1Q25 专项债计划发行统计



资料来源：Wind，中国债券信息网，东证衍生品研究院

图表 7：1Q25 一般债计划发行统计



资料来源：Wind，中国债券信息网，东证衍生品研究院

图表 8：2025 年 1 月各地区发债情况（单位：亿元）

| 地区 | 新增专项债 | 置换隐债专项债 |
|----|-------|---------|
| 广东 | 1008 | |
| 四川 | 345 | |
| 湖北 | 338 | 451 |
| 安徽 | 209 | |
| 山东 | 79 | 357 |
| 北京 | 69 | 47 |
| 天津 | | 405 |
| 河南 | | 353 |
| 福建 | | 56 |
| 海南 | | 50 |
| 总计 | 2048 | 1719 |

资料来源：Wind，中国债券信息网，东证衍生品研究院

总体而言，年初发行节奏快于往年，同时置换隐债力度明显上升，其原因一是总体发行额度进一步放宽，专门用于置换隐债的计划额度缓解了资金的挤占效应；二是在开展“自审自发”试点后，地方发债拥有了更多灵活自主性，发行速度和使用效率表现已明显改善。往后看，年初专项债发行的超预期对后续发行节奏或有积极定调，同时在资金落地速度和效率更高的背景下，二季度的基建需求预期将继续得到改善和修正；此外，部分省市地区置换隐债的再融资债发行规模超过季节性水平，由于今年各地区仍有满足十四五规划目标的压力，在此之前债务压力有望加速得到解决。

图表 9：月度地方债总发行量与总偿还量

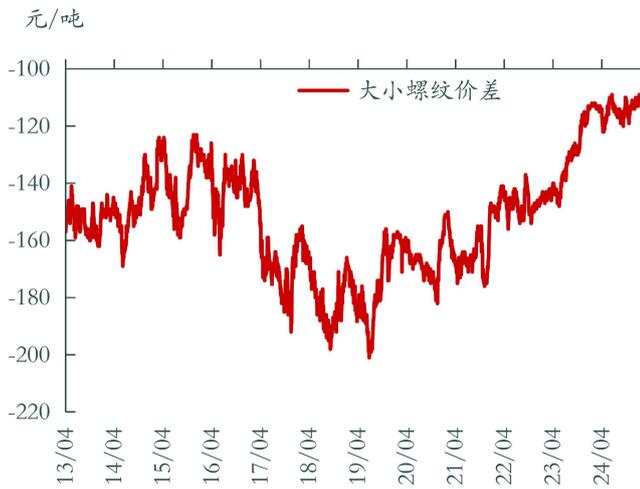


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

3、实物工作量情况跟踪

实物工作量维度，1~2月基建侧实物工作量总体表现探底回升，年后修复斜率处于历年中性偏弱状态。宏观角度，开年螺纹表需处于历史低位，并形成平稳的季节性走弱和探底回升趋势；1月挖机利用小时数降至66.2小时，同比下降13.8个小时。大小螺纹价差能够在一定程度上体现基建和地产之间的强弱关系，11月至今大小螺纹价差和螺纹线材价差维持震荡，地产和基建均处于季节性偏弱水平。

图表 10：大小螺纹价差



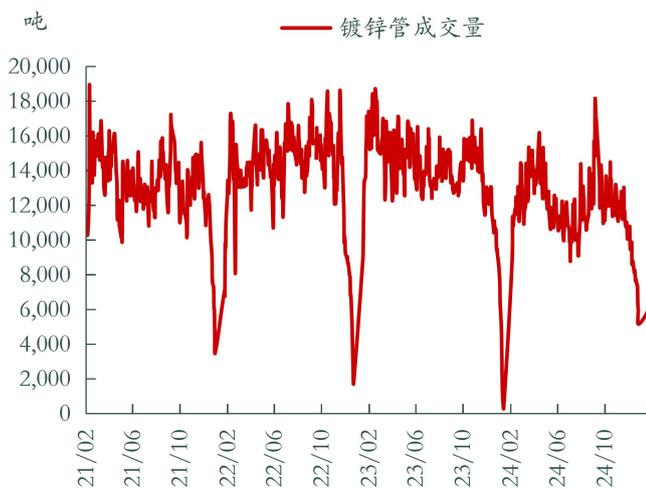
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 11：螺纹季节性表观需求量



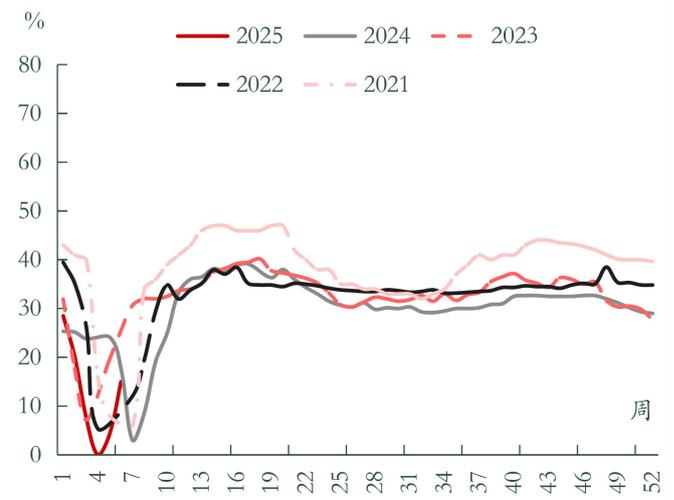
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 12：镀锌管日度成交量



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 13：PE 管材季节性开工率



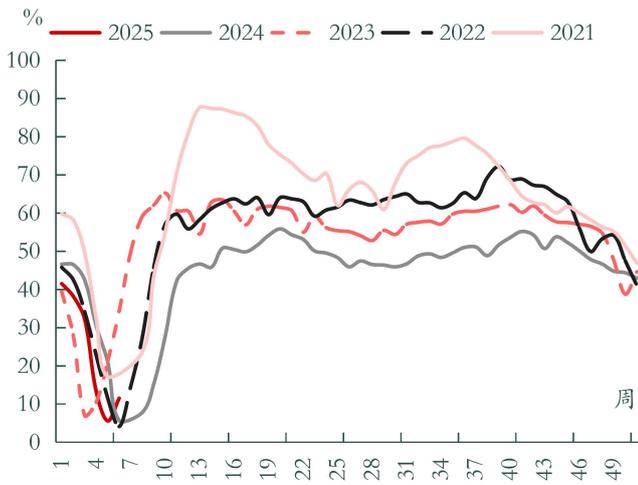
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

水利方面，1月水利实物工作量明显走弱，各类管棒制品的成交量持续下滑，春节过后市场成交逐渐改善；过年期间样本PE企业开工率探至0值，处于往年最低水平，且部分PE管材工厂复工时间较往年延后。终端来看，水利终端开工和复工情况是三大广义基建中表现最好的领域。部分水利项目假期期间不停工，主要为国家重点推进的抽水蓄能电站、水库、水利枢纽等大型水利项目。往后看，水利侧资金到位情况相对较好，且年后制成品市场交易平稳修复，加上部分项目持续开工，料水利侧将能提供实物工作量托底；此外，2月中下旬北方气温多数仍在0度以下，需持续关注中北部地区开工的水利项目进展情况，以及其余地区的复工情况。

交运方面，年底交运项目多数完工，仅少量项目在假期开工。1月水泥实物工作量以季节性走弱为主，熟料窑线运转率降至史低水平；石油沥青开工率尚有支撑，但春节假期开工率也位于历史低位，交运实物工作量处于偏弱水平。终端项目方面，部分铁路公路标段春节期间赶工未停工，但总体体量相比水利侧更小。往后看，因中小项目资金回款整体不及预期，短期内交运或需重点中大型项目的复工情况，近期调研企业认为集中复工期或在2月底至3月初。

电力方面，1月电力侧实物工作量延续回落趋势，2月初电线电缆和电解铜制杆开工均处于历史低位，铝线缆开工回落至45%，春节假期前电力项目集中进入赶工完工期，年后项目开工较为有限，电力侧项目仍主要锚定于国网季节性招标。**根据近期国网的采购批次安排，2025年共计划98个招标采购批次，特高压设备的招标批次包括2、4、6、8、9和10月，而输变电设备的招标批次包括1、3、6、8、9和11月，总体来看9月和3月是集中性招标最多的月份，或能对二季度和四季度需求形成支撑，而2月至3月中旬的需求改善或比较有限。**

图表 14: 水泥出货率



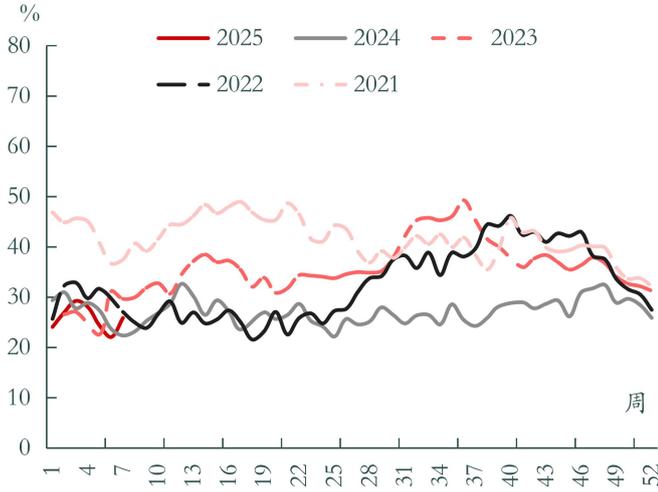
资料来源：数字水泥，东证衍生品研究院

图表 15: 水泥熟料窑线运转率



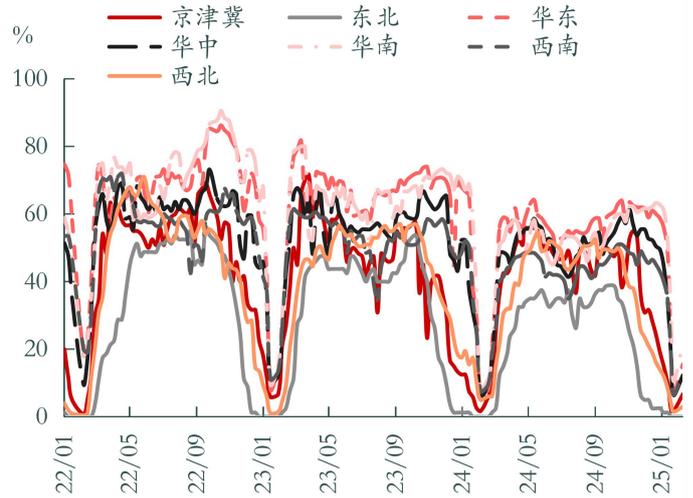
资料来源：百年建筑网，东证衍生品研究院

图表 16: 石油沥青开工率



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

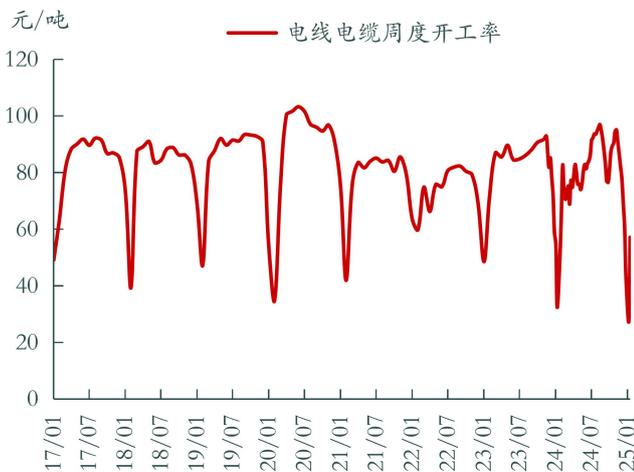
图表 17: 分地区水泥出货率



资料来源: 数字水泥, 东证衍生品研究院

总体而言, 因月初假期因素, 1~2月基建实物工作量以探底回升为主。与往年相比, 今年年前多数领域的实物工作量都探至新低, 而年后订单的表现相对疲软, 叠加资金回款效率低迷, 基建乃至地产整体复工速度均偏慢。短期来看, 正月十五后终端需求边际修复, 但集中性修复在2月底至3月初, 仍需观察水利和交运侧托底力度; 中期来看, 3月国网设备集中招标启动, 考虑到年初专项债发行略超预期, 二季度需求或仍有可期之处, 而实物工作量的修复或在2月底逐渐显现。

图表 18: 电线电缆开工率



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 19: 电解铜制杆周度开工率



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 20: 再生铜制杆周度开工率



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 21: 铝线缆开工率



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

4、投资建议

锌下游需求与基建密切相关, 1 月实物工作量总体季节性回落, 2 月年后修复中性偏弱, 无论是基建项目复工速度还是资金回款率均不及预期。假期有少量水利和交运项目开工, 但更多项目年后复工速度偏慢, 管棒和水泥实物工作量回升斜率均弱于往年, 终端需求的集中性转好或需递延至 2 月底至 3 月初, 后续仍有一周左右的回升期; 电力实物工作量年后修复速度快于往年, 铁塔项目复工较好, 且 2 月原材料招标结束后, 3 月电力设备集中性招标即将启动, 电力实物工作量或将回至并维持在高位。考虑到年初专项债发行略超预期, 二季度需求或仍有可期之处, 实物工作量的修复或在 2 月底逐渐显现。

目前来看, 沪锌中长期的空配逻辑并未出现转变, 而短期内锌的交易更考验对定价权重和交易节奏的把握和理解。基本上锌呈现外强内弱格局, LME 库存持续去化的背后是对关税政策渐强的担忧; 而国内基本面供需双弱, 年后需求修复不及预期, 削弱了市场对低产量和低库存的紧现实担忧; 而 TC 和冶炼利润持续回升, 产能利用率不出现大幅反弹的情况下, 国内原料端暂无明显矛盾, 短期矿松预期和紧现实均有偏空影响。

但从节奏而言, 沪锌基本面的潜在偏多叙事, 例如矿冶博弈、矿端产量释出以及进口掣肘等仍需时间验证, 而海外降息预期基本探底、国内两会即将召开, 内外宏观面存在探底回升可能。权重上, 短期内宏观叙事的定价权重或有所上升, 基本面的供需双向修复有望形成侧面托底, 冶炼利润难有超额溢价下, 社库仍将维持低位运行。总体而言, 我们维持对于沪锌的偏多观点, 但 23500~24200 元的盘面存在博弈, 对于各因素计价也较为充分, 后续仍需要看到更多刺激, 而中期的空配则需要寻找更合适的点位。



策略方面，单边角度，短期建议观望，中期可关注逢高试空机会，前期多单可继续持有；
套利角度，正套逻辑不畅且驱动无多，建议观望。

5、风险提示

矿端修复超预期，年后需求走弱，宏观风险扰动。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

| 走势评级 | 短期（1-3个月） | 中期（3-6个月） | 长期（6-12个月） |
|------|-----------|-----------|------------|
| 强烈看涨 | 上涨 15%以上 | 上涨 15%以上 | 上涨 15%以上 |
| 看涨 | 上涨 5-15% | 上涨 5-15% | 上涨 5-15% |
| 震荡 | 振幅-5%-+5% | 振幅-5%-+5% | 振幅-5%-+5% |
| 看跌 | 下跌 5-15% | 下跌 5-15% | 下跌 5-15% |
| 强烈看跌 | 下跌 15%以上 | 下跌 15%以上 | 下跌 15%以上 |

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，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 21 楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com