

热点报告—锌

2 月基建数据跟踪：

资金投放增效，银四或仍可期

走势评级：

锌：震荡

报告日期：

2025 年 3 月 17 日

★2 月广义基建投资情况梳理

2 月全国三大广义基建投资累计同比增速为 9.55%，增速环比增加 0.75 个百分点。电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计同比增长 25.4%，水利、环境和公共设施管理业累计同比增长 8.5%，交通运输、仓储和邮政业累计同比增长 2.7%。2 月三大广义基建投资增速位于高位，增量来自水利和电力侧，交运侧表现偏弱。

★2 月地方债发行情况分析

2 月新增专项债发行 3920 亿元，环比增加 1872 亿元，高于计划额度 725 亿元；2 月新增专项债发行占比回升至 30%，用于置换隐债的再融资专项债发行占比约 60%。2 月新发行特殊新增专项债 630.7 亿元，主要用于政府投资项目和项目建设。截至 3 月 16 日，新增专项债发行进度平均达 16.5%，环比增加 9.8 个百分点。

★后市展望和投资建议

年后至 3 月上旬实物工作量回升偏慢，主要是新增订单有限、低温和环保限产影响。往后看，1~3 月新增专项债发行速度中性，再融资债券发行速度超预期，资金挤占预期减少下，投放的资金或将更易落实到实物工作量上。电力侧的托底有望在 3 月下旬逐渐显性化，水利侧或在 4 月出现渐进式提振，交运侧则更可能出现边际改善。综上，预计实物工作量的修复斜率有望在 3 月下旬走高，4 月上旬起或出现明显修复，目前来看银四依然可期。

就锌价而言，当前锌价已经具备一定做空盈亏比，然宏观氛围偏暖、海外和国内潜在扰动偏多与锌较弱的基本面形成错配，短期向上力量或对锌价继续形成托举。我们维持对锌短多长空思路，但短期不建议追多，更推荐关注中期高空机会。策略上，潜在扰动下后续或有更好的做空点位，但若担心错过行情，可在均线压力附近建立底仓，推荐选择 06 往后合约，同时可加以 Sell Call 增收；套利角度，多头套保限仓放开和海外潜在风险仍存，而中期供应修复较强，叠加月差已有收窄，可关注 5-6 正套机会，内外方面，进口出口打开预期不强，建议观望为主。

★风险提示

资金落地效率较低，订单疲软超预期，宏观风险扰动。

东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

魏林峻 高级分析师（有色金属）

从业资格号：F03111542

投资咨询号：Z0021721

Email: linjun.wei@orientfutures.com

上期所锌主力合约走势



基建数据跟踪系列报告：

- 《4 月基建数据跟踪：专项债发行或提速，静候基建需求改善》 2024/05/20
- 《5 月基建数据跟踪：实物生产表现欠佳，3Q 或迎来需求拐点》 2024/06/18
- 《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，实物工作表现拐点》 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
- 《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》 2025/02/17

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

3月17日，2月固定资产投资数据公布，广义基建投资增速边际回升。年初专项债发行速度较快，尤其是再融资债额度使用进度超预期，同时在政策支持和上层不断强调提效下，资金落地速度和效率均有提升。细分地方债发行表现如何？正值金三银四，实物工作量又是否如期出现了季节性走强，后续预期又如何？

2、2月广义基建投资情况梳理

根据国家统计局，2025年1~2月份，全国固定资产投资（不含农户）52619亿元，累计同比增长4.1%，增速环比小幅回落。其中，制造业投资增长9.0%，环比下降0.2个百分点；房地产开发投资下降9.8%，前值-10.6%，因去年基数较低，地产侧同比和环比降幅均有减少，但开发投资仍处于深度负值。基建端，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增长5.6%，累计增速环比增加1.2个百分点，而包含电力口径的基础设施投资累计同比增长9.95%，累计环比增加0.75个百分点。2月固定资产投资增速环比修复，广义基建投资表现小超预期，资金投放速度改善；结构上，电力侧依然起到强托底作用，水利侧依然是今年基建领域的重点，而年初交运侧资金投放偏弱。

广义基建领域，1~2月全国三大广义基建投资累计同比增速为9.95%，增速同比去年同期增加0.99个百分点，累计环比增加0.75个百分点，资金投放力度加大。其中，电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计同比增长25.4%，环比增加1.5个百分点，同比增速增加0.1个百分点；水利、环境和公共设施管理业累计同比增加8.5%，增速环比增加4.3个百分点，较去年同期大增8.1个百分点；交通运输、仓储和邮政业累计同比增长2.7%，环比下降3.2个百分点，较去年同期减少8.2个百分点。总体来看，2月三大广义基建投资增速位于高位，主要增量来自水利和电力侧，交运侧表现总体偏弱。

图表1：广义基建投资总额同比增速



资料来源：国家统计局，东证衍生品研究院

图表2：三大广义基建投资累计同比增速



资料来源：国家统计局，东证衍生品研究院

3、2月地方债发行情况分析

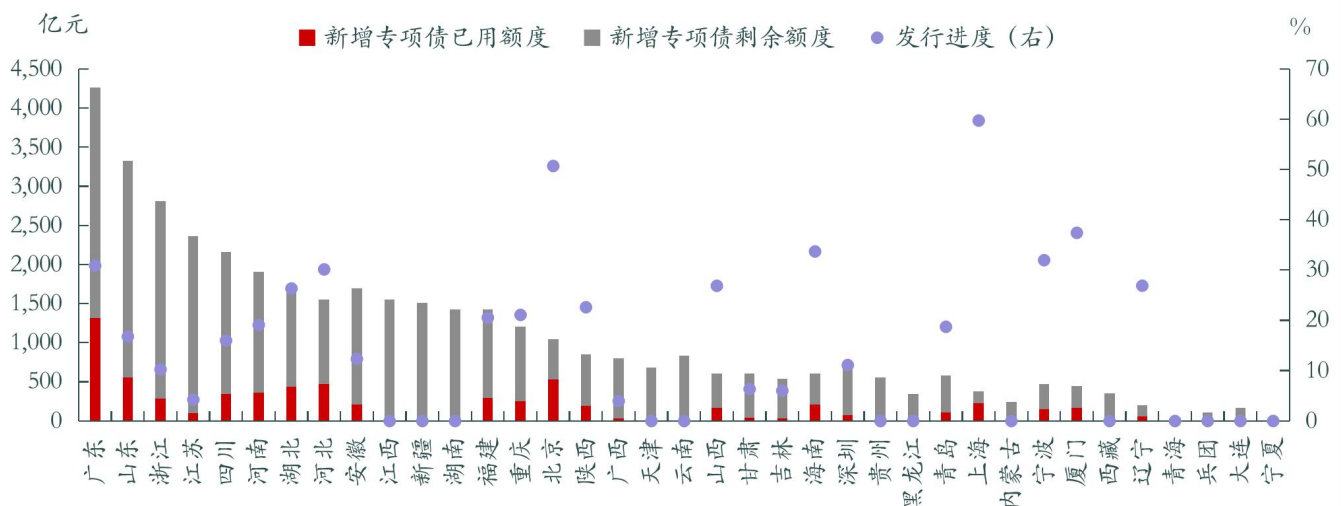
2月地方债发行总量环比和同比均出现明显上升，新增专项债继续实现超发，而再融资债券依然是发行的主要来源。量级方面，2月新增专项债发行量3920亿元，环比1月增加1872亿元，实际发行量高于计划额度约725亿元；结构方面，2月总计发行地方债13057亿元，新增专项债占比明显回升至30%，可用于置换存量隐性债务的再融资专项债发行占比约60%，继续占据发行主体；节奏方面，2月专项债发行较为平稳，前低后高的效应有所减弱。

分地区来看，2月全国各地均逐步开始发行新增专项债，据统计，14个省市地区当月发行量在100亿元以上，排名前五的地区分别为河北、北京、河南、广东和福建。从募集用途来看，2月专项债依然主要投向基建领域，除特殊新增专项债外，排名前三投向分别为“市政和产业园区基础设施”（993亿元）、“交通基础设施”（543亿元）、“棚户区改造”（458亿元），合计占总额度约55.3%。

累计发行角度，今年1~2月，全国地方政府新增专项债累计发行约5968亿元，累计同比增加1934亿元，实现超发；截至3月16日，今年专项债新增额度为4万亿元，目前已用约6610亿元，较10月同期增加约3918.9亿元，发行进度平均达16.5%，较上月同期增加9.8个百分点。

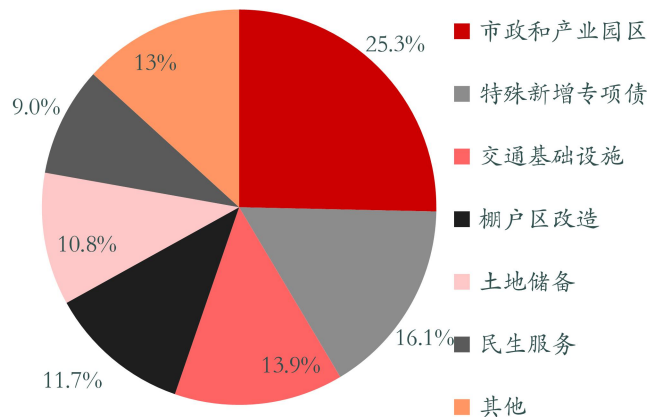
化债方面，去年财政部宣布增加6万亿新增专项债限额，分3年发完，以支持地方用于置换各类隐性债务。年初以来，可用于置换存量隐性债务的再融资专项债发行迅速，1~2月共计发行9542亿元，各地正在加紧解决财务难题。限额来看，浙江（含宁波）、江苏、四川、内蒙古等12省市地区2025年的置换额度已经用完。审批方面，12个经济发达、财政能力相对较强的试点省份将落实地方政府专项债券项目的审核自主权，一方面有望提高后续项目审批效率，另一方面也能增强地方在资金使用上的自主权和灵活性。

图表3：今年专项债实际发行量与全年发行进度



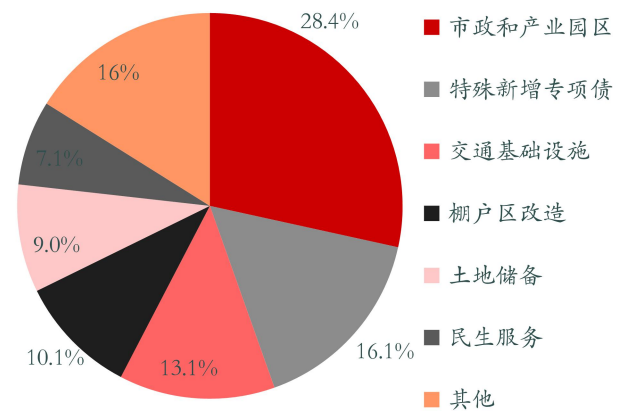
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 4：2 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

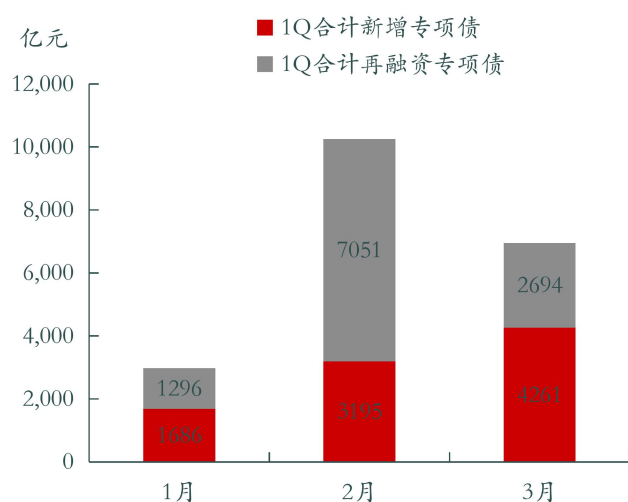
图表 5：1~2 月新增专项债发行领域累计占比



资料来源：企业预警通，中国债券信息网，东证衍生品研究院

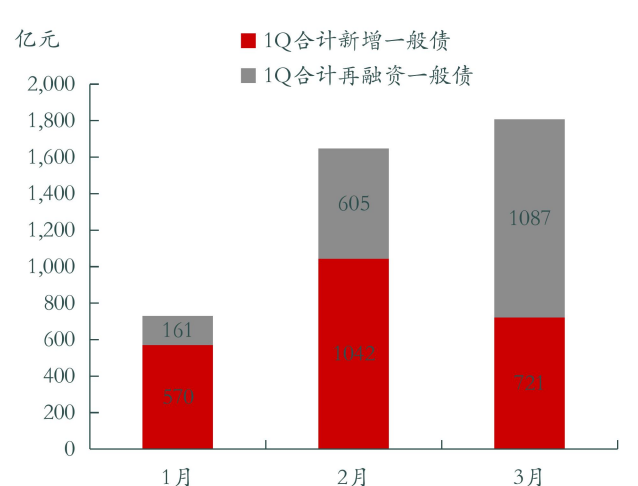
一季度发行计划来看，共有 27 个省市地区披露 25 年一季度地方债发行计划，总计额度为 24368.6 亿元。其中，新增专项债 9141 亿元，一般债 4186.2 亿，再融资债券 12893.8 亿元。分月份来看，1、2、3 月分别计划发行新增专项债 1686、3195、4261 亿元，新增一般债分别为 570、1042、721 亿元，3 月计划发行额度处于季节性高位。再融资专项债发行迅速，3 月上旬专项债发行速度偏慢，下半月剩余发行额度依然较高，或有望看到发行速度的明显提升。

图表 6：一季度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 7：一季度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

此前财政部明确 2024 至 2028 年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元专门用于化债，根据中国债券信息网，2 月部分地区开始发行特殊新增专项债（即未披露一案两书的专项债与特殊再融资债），月总发行量为 630.7 亿元，2 月的新增特殊专项债主要被用于政府投资项目和项目建设。

图表 8：2 月特殊新增专项债募集资金统计

债券简称	发行规模 (亿元)	募集资金用途	债券年限 (年)	票面利率 (%)
25 浙江债 05	80	项目本金偿还	30	1.93
25 陕西债 01	100	政府投资项目	20	1.99
25 陕西债 02	50	政府投资项目	30	2.02
25 福建债 07	76	项目建设	10	1.7
25 山东债 05	82	政府投资项目	30	2.15
25 河南债 04	157	项目建设	20	2.19
25 辽宁债 02	55	项目建设	30	2.04
25 吉林债 01	32	项目建设	30	2.19

资料来源：Wind，中国债券信息网，东证衍生品研究院

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

4、实物工作量情况跟踪

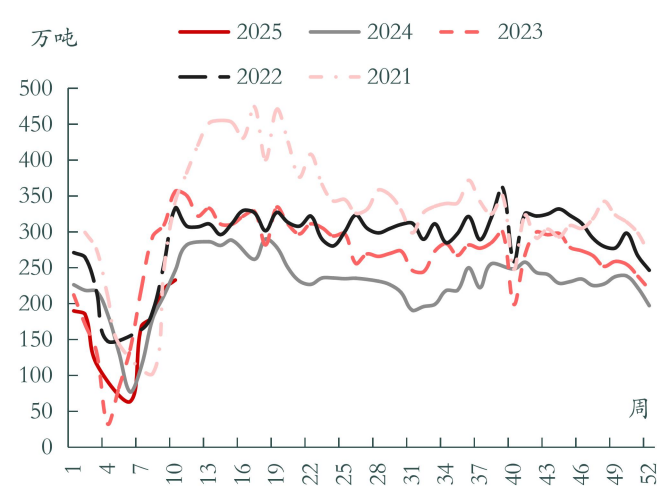
实物工作量维度，宏观角度，大小螺纹价差能够在一定程度上体现基建和地产之间的强弱关系，1~2月大小螺纹和螺纹线材价差震荡为主，波动率由黑色系价格震荡贡献，传统需求部分并无出现明显强弱划分。2月挖机利用小时数为56.8小时，环比下降9.4个小时；螺纹表需修复斜率偏低，绝对需求量低于往年同期，终端需求形成偏弱修复格局。

图表 10：大小螺纹价差



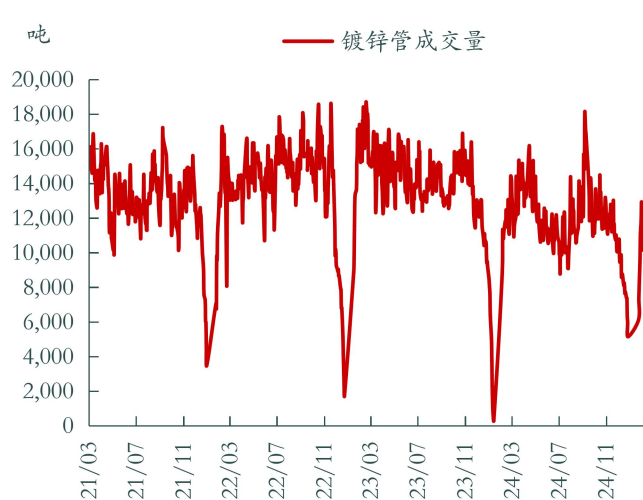
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 11：螺纹季节性表观需求量



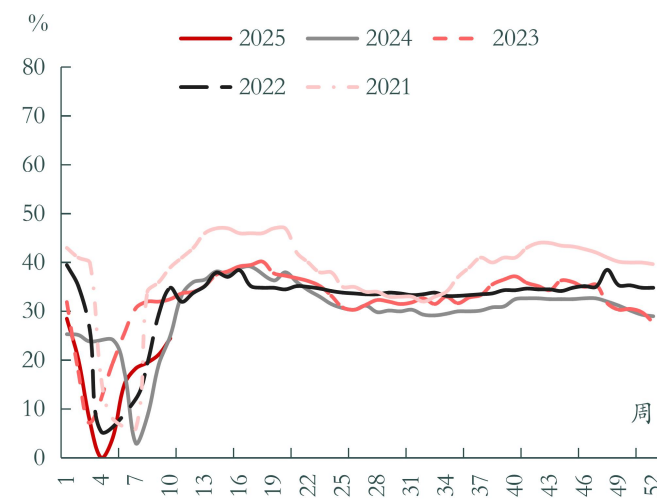
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

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

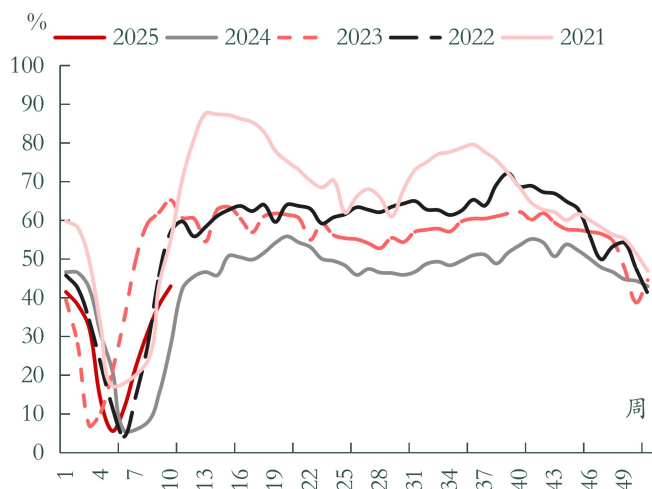
水利方面，即便资金投放加大，但2月水利实物工作量修复较慢，各类管棒制品的成交量修复斜率较弱，年后下游工厂以消耗成品库存为主，成交量修复平均终值低于去年同期；至3月上旬，球墨铸铁价格已从3300元/吨跌至3080元/吨；PE管材开工缓慢修复，从年后第二周起样本开工率就维持在20%附近震荡，3月后国内项目招标缓慢推进。从调研情况来看，1~2月水利项目新增不多，主要仍为前期未完工项目赶工，3月上旬起，南方地区部分中小项目启动招标，但受体量限制，对上游原材料拉动有限；北方地区因天气依然寒冷，修复速度相对南方地区更弱。

交运方面，年后水泥实物工作量表现较弱，水泥窑线运转率、水泥出库量反弹强度均较弱，去年样本水泥出库量平均为348万吨/周，然直到3月14日，该指标仍仅修复至221万吨/周；水泥熟料窑线运转率目前仍处于30%左右震荡运行，其中也受到两会召开环保限产的影响，会后开工情况与去年12月水平类似，并未出现进一步修复；3月后，北方地区需求初步启动，行业自律和错峰生产持续进行。石油沥青方面，年后沥青以成品库存去化为主，新增项目开工较少，下游厂商对后续需求预期中性偏弱。

总体而言，水利和交运侧项目仍需观察后续专项债资金落地速度和额度。截至目前，一季度再融资债券发行速度超预期，全年偿债额度使用较为迅速，且2月部分地区还发行了特殊新增专项债，侧面反应出各地政府正在加紧解决财务难题，后续对专项债资金的可能挤占效应或有减少；一季度专项债发行速度处于中性水平，但同比去年有明显改善，后续项目数量和落地速度较去年将更有保障，**预计二季度水利实物工作量将同比有明显改善，交运侧边际修复，但考虑到资金落地速度，3月实物工作量或仅能出现边际修复。**

电力方面，年后电力侧实物工作量修复速度处于季节性平均水平，铜铝制品开工率震荡上行，国网今年2月原料集中招标提振有限，3月设备集中招标已在各地陆续启动，输变电设备招标迎来开门红，叠加北方地区气温逐渐回暖，有利于工业生产修复，后续电力侧托底预期较强，项目落地时点或在3月底至四月初。

图表 14：水泥出货率



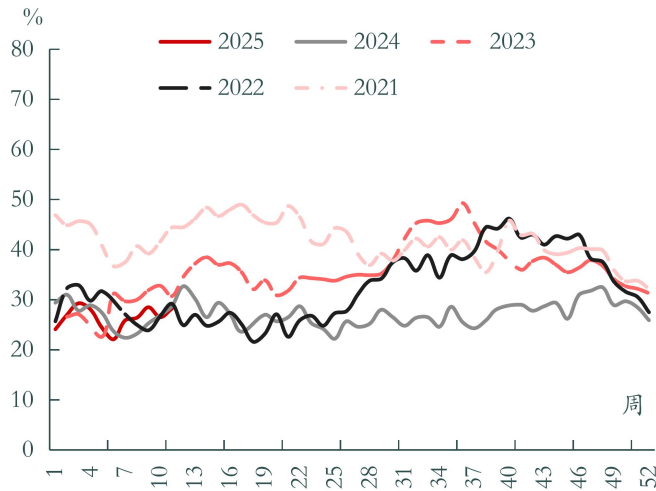
资料来源：数字水泥，东证衍生品研究院

图表 15：水泥熟料窑线运转率



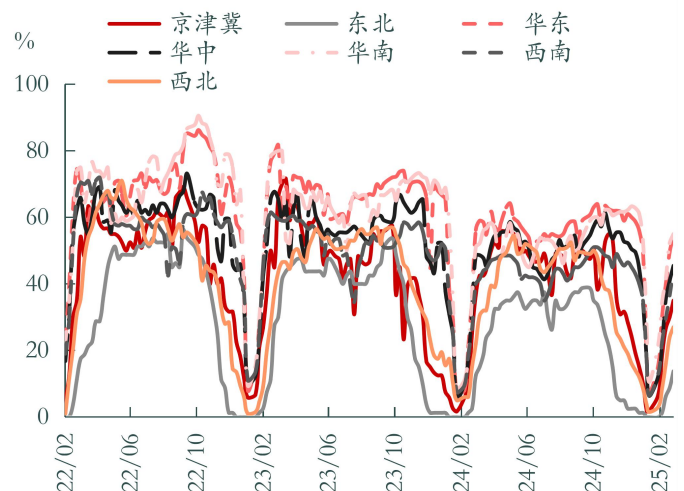
资料来源：百年建筑网，东证衍生品研究院

图表 16: 石油沥青开工率



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

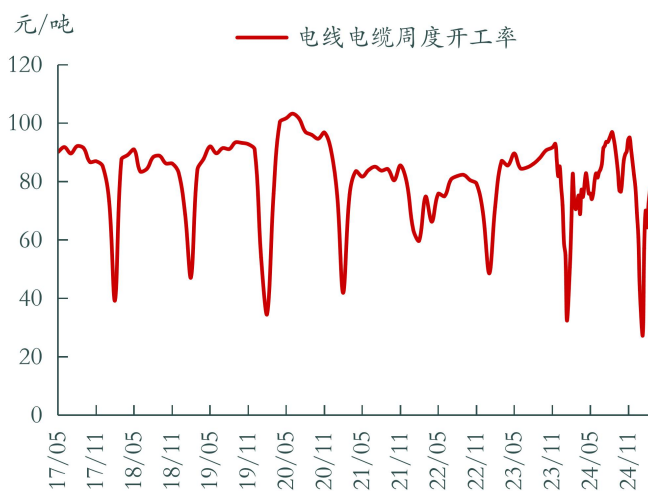
图表 17: 分地区水泥出货率



资料来源: 数字水泥, 东证衍生品研究院

总体而言, 年后至 3 月上旬实物工作量回升偏慢, 北方地区近期才出现相对显性的修复, 主要是新增订单有限、低温和环保限产影响。往后看, 1~3 月新增专项债发行速度中性, 但前期再融资债券发行迅速, 叠加偿债额度的逐步兑现, 各地财政资金情况或有所改善, 且对于专项债的挤占同比减少, 预计后续水利侧项目有望明显改善, 交运侧边际修复或加速, 电力因国网设备集中招标而继续形成显性托底。综上, 预计实物工作量的修复斜率有望在 3 月下旬走高, 4 月上旬起或出现明显修复, 目前来看银四依然可期。

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



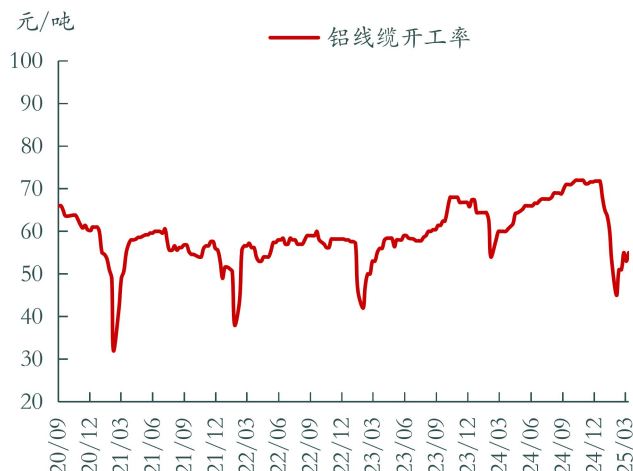
资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

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

5、投资建议

锌下游需求与基建密切相关。1~3 月新增专项债发行速度中性，再融资债券发行速度超预期，资金挤占预期减少下，投放的资金或将更易落实到实物工作量上。从需求修复的节奏来看，电力侧的托底有望在 3 月下旬逐渐显性化，考虑到水利侧资金投放比例较高，或在 4 月出现渐进式提振，交运侧则需要持续观察更多实际项目的落地，目前来看更可能出现边际改善。总体而言，基建侧需求有望在 3 月底至 4 月初出现改善，银四仍可期，或出现类似去年年底需求被后置的情况。

基本面上，国内锌基本面格局已呈偏空态势。矿端而言，国内矿已难言偏紧，虽然后续存在原料消耗预期，但按目前炼厂高企的原料库存，加上港口库存和长协进口，以及后续国内锌矿产量的环比修复下，4~5 月国内锌矿库存再度紧缺可能性不大。锭端来看，3 月国内锌锭释放产量预期较强，但近期社库回升速度较慢，推测是供应端修复偏慢，叠加 5 月多头限仓打开，偏低的库存依然会引发市场对货源紧缺的担忧；但也需注意，今年厂库直发增多，港口、在途等环节存在的隐性库存或比前几年影响更大，后续需持续关注社库的回升力度。

就锌价而言，当前锌价已经具备一定做空空间，然当前宏观氛围偏暖、海外和国内潜在扰动偏多与锌较弱的基本面形成错配，短期向上力量或对锌价继续形成托举。此外，近期 BM 谈判仍在持续，结果低于海外炼厂生产成本的可能性较大，海外炼厂或有发生进一步扰动的可能，且伦锌处于短期上行通道，沪锌或难呈现单边下行格局。



综上，我们维持对锌短多长空的思路，但短期不建议追多，更推荐关注中期高空机会。策略上，虽然潜在扰动下，后续或有更好的做空点位，但若担心错过行情，可在均线压力附近建立底仓，推荐选择 06 往后合约，同时可加以 Sell Call 增收；套利角度，5 月多头套保限仓放开，海外有潜在扰动发生可能，而中期供应修复较强，叠加月差已有收窄，可关注 5-6 正套机会，内外方面，进口出口打开预期不强，建议观望为主。

6、风险提示

资金落地效率较低，订单疲软超预期，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