

热点报告—锌

3 月基建数据跟踪：

发债不及预期，需求韧性欠缺

走势评级：

锌：看跌

报告日期：

2025 年 4 月 17 日

★3 月广义基建投资情况梳理

3 月全国三大广义基建投资累计同比增速为 11.5%，增速环比增加 1.55 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 26%，水利、环境和公共设施管理业累计同比增长 9.8%，交通运输、仓储和邮政业累计同比增长 3.8%。3 月三大广义基建投资边际上行，三大分项环比形成有限的边际改善，电力侧强托底持续，水利侧边际改善，交运侧低位回升。

★3 月地方债发行情况分析

3 月新增专项债发行量 2312 亿元，环比下降 1602 亿元，实际低于计划额度约 1949 亿元；2 月新增专项债发行占比下降至 23.6%，用于置换隐债的再融资专项债发行占比 39.1%。截至 4 月 13 日，新增专项债发行进度平均达 25%，环比增加 8.9 个百分点。今年收储项目公布规模超 1800 亿元，实际累计发行额度约 554 亿元。

★后市展望和投资建议

3 月以来实物工作量震荡修复，银四或部分兑现，但项目增量有限，力度上电力侧>交运侧>水利侧。往后看，电力侧在 3 月集中招标落地后，将迎来需求的短期高点，预计二季度前中期将维持高生产；由于 3 月专项债落地情况不及预期，或拖累二季度水利和交运侧项目规模和落地速度。总体而言，实物工作量递延的预期暂时未变，但我们认为将很难有超预期表现。

就锌价而言，短期锌价下跌后，因库存仍位于低位，以及现货偏强等因素，下方存在一定支撑。中线来看，基于需求侧的偏弱预期，5 月中下旬将是最后抢出口窗口期，叠加反倾销的潜在影响、部分初端产品关税落地、以及国内买单出口的严查影响预期放大，5 月锌下游需求走弱概率不小，锌价下方空间难言已尽。

策略上，单边维持中线高空思路，短期建议规避宏观风险，寻找反弹沽空机会为宜；套利角度，月差方面，基于需求走弱仍需要一定时间、以及宏观扰动影响，短线仍建议观望为主；内外方面，关注锌精矿进口窗口的压力位，推荐关注中线内外正套机会。

★风险提示

宏观风险扰动，实物工作量表现超预期，资金面落地改善。

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：

- 《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
- 《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
- 《2 月基建数据跟踪：资金投放增效，银四或仍可期》 2025/03/17

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

4月16日，3月固定资产投资数据公布，三大广义基建投资增速延续上升态势，然3月新增专项债发行速度明显放缓，实际发行额度显著低于计划额度。目前细分地方债发行表现如何？实物工作量的预期是否有所递延？对锌来说，后续需求预期下修了多少？上半年需求是否已经迎来阶段性高点？

2、3月广义基建投资情况梳理

根据国家统计局，2025年1~3月份，全国固定资产投资（不含农户）103174亿元，累计同比增长4.2%，增速环比小幅回升。其中，制造业投资增长9.1%，环比上升0.1个百分点；房地产开发投资下降9.9%，前值-9.8%，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5.8%，累计增速环比增加0.2个百分点，增速上行放缓，而包含电力口径的基础设施投资累计同比增长11.5%，累计环比增加1.55个百分点。2月固定资产投资及广义基建投资增速环比继续修复，资金端持续投放；结构上，电力侧强托底持续，水利侧投资边际改善，交运侧低位回升。

广义基建领域，1~3月全国三大广义基建投资累计同比增速为11.5%，增速同比去年同期增加2.75个百分点，累计环比增加1.55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26%，环比增加0.6个百分点，同比增速下降3.1个百分点；水利、环境和公共设施管理业累计同比增加9.8%，增速环比增加1.3个百分点，较去年同期大增9.5个百分点；交通运输、仓储和邮政业累计同比增长3.8%，环比回升1.1个百分点，较去年同期减少4.1个百分点。总体来看，3月三大广义基建投资增速边际上行，三大分项环比均有一定改善，但幅度偏弱，中性预期下对实物工作量的后续提振将相对有限。

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、3月地方债发行情况分析

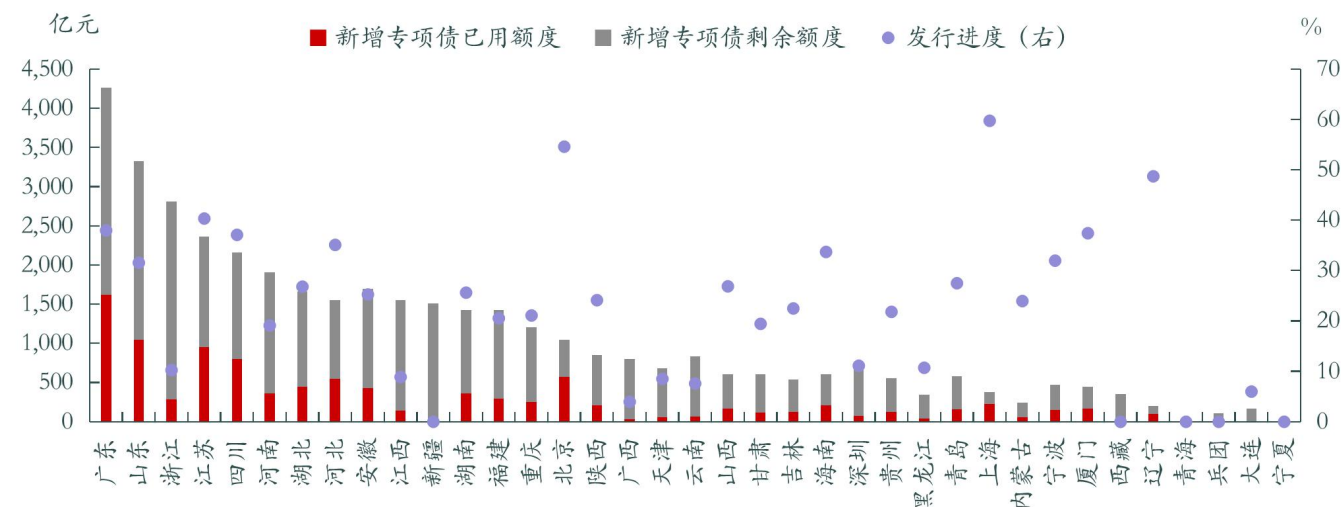
3月地方债发行低于预期，一方面是新增专项债实际发行额度低于计划额度，另一方面是置换债发行节奏放缓。量级方面，3月新增专项债发行量2312亿元，环比1月下降1602亿元，实际发行量低于计划额度约1949亿元，资金落地显著不及预期；结构方面，3月总计发行地方债9788亿元，新增专项债占比下降至23.6%，可用于置换存量隐性债务的再融资专项债发行占比下降至39.1%，虽然依然是发行主体，但发行节奏已经放缓；节奏方面，3月前中期新增专项债发行速度较慢，发行呈现明显前低后高的节奏。

累计发行角度，截至4月13日，今年专项债新增额度为4万亿元，目前已用约1.02亿元，较3月同期增加约3573亿元，发行进度平均达25.4%，较上月同期增加8.9个百分点。分地区来看，据统计，3月发行体量排名前五的地区分别为山东、广东、安徽、贵州和江苏，其余省市地区的当月发行量均在100亿元以下。

从募集用途来看，3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”（28.8%）、“铁路”（11.9%）、“棚户区改造”（8.9%），合计占总额度约50%；一季度专项债累计发行也同样主要投向“市政和产业园区基础设施”（27.3%）、“交通基础设施”（18.8%）和“保障性安居工程”（13.8%）。

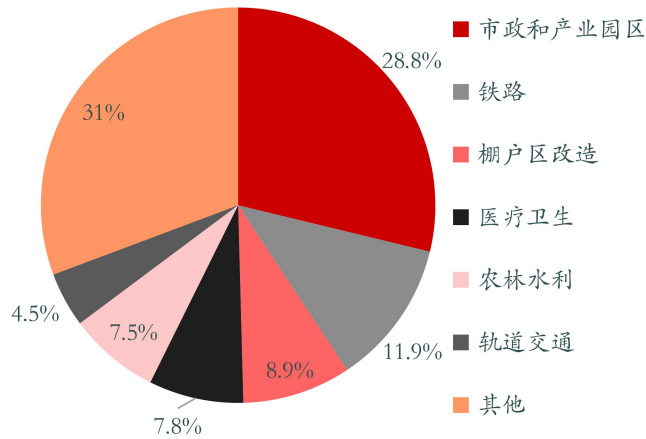
化债方面，去年财政部宣布增加6万亿新增专项债限额，分3年发完，以支持地方用于置换各类隐性债务。3月以来，可用于置换存量隐性债务的再融资专项债发行速度放缓，一季度共发行置换债1.34万亿元，已达全年计划额度的约67%，且共有13省市使用完成额度。审批方面，12个经济发达、财政能力相对较强的试点省份将落实地方政府专项债券项目的审核自主权，一方面有望提高后续项目审批效率，另一方面也能增强地方在资金使用上的自主权和灵活性。

图表3：今年专项债实际发行量与全年发行进度



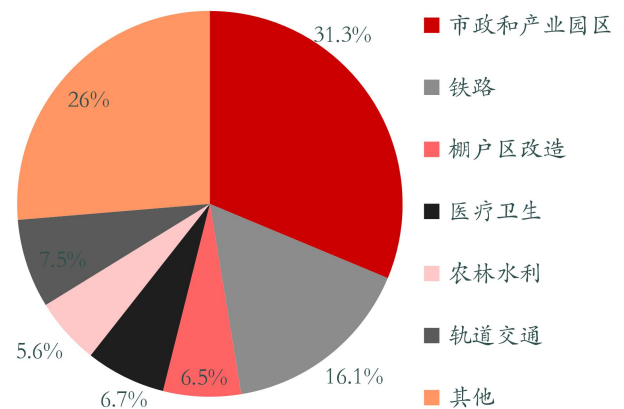
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 4：3 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

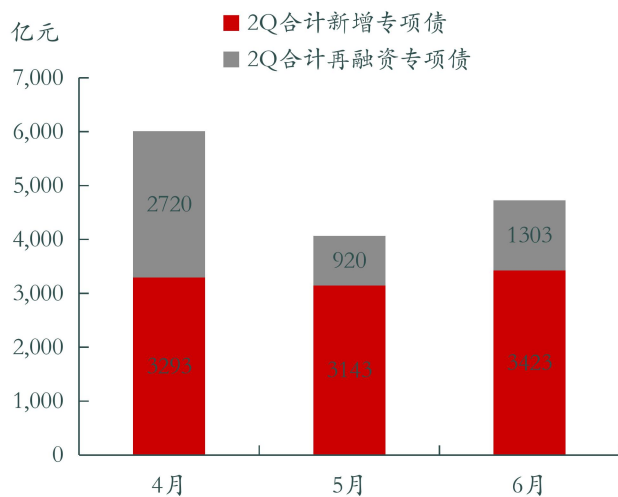
图表 5：1~3 月新增专项债发行领域累计占比



资料来源：企业预警通，中国债券信息网，东证衍生品研究院

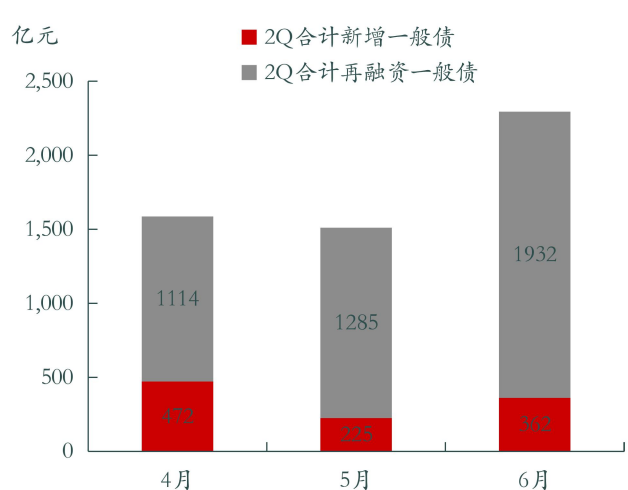
二季度发行计划来看，共有 27 个省市地区披露 25 年二季度地方债发行计划，总计额度为 20191.9 亿元。其中，新增专项债 9859 亿元，一般债 1059.2 亿，再融资债券 9273.6 亿元。分月份来看，4、5、6 月分别计划发行新增专项债 3293、3143、3423 亿元，新增一般债分别为 472、225、362 亿元。截至 4 月中旬，二季度新增专项债计划发行额度为 9859 亿元，考虑到二季度处于财政和货币政策的双窗口期，且全年经济指标有望落地，预计新增专项债发行有望提速，实际发行体量或在 1 万亿元以上，占全年计划发行额度的约四分之一；目前看来发行计划分布均衡，预计发行节奏将较为平稳。

图表 6：二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 7：二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

今年国家收储项目力度增大，目前已经公布了超 1800 亿元规模的收储项目，但仅有四省市实际发行，共计额度约 554 亿元。年初以来，大部分地区落实专项债收储的速度偏慢，主要原因包括发债后地方债务率的上升、短期内项目和发行额度匹配程度不高、部门间工作机制不完善等，但随着政策端的不断完善，预计未来各地土储专项债的发行节奏将提速。

图表 8：2025 年土储项目发行情况

地区	项目批次	发行额度	额度占比
广东省	86	307.2	55.4%
北京市	31	146.5	26.4%
湖南省	80	94.2	17.0%
四川省	3	6.2	1.1%
总计	200	554.1	100.0%

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

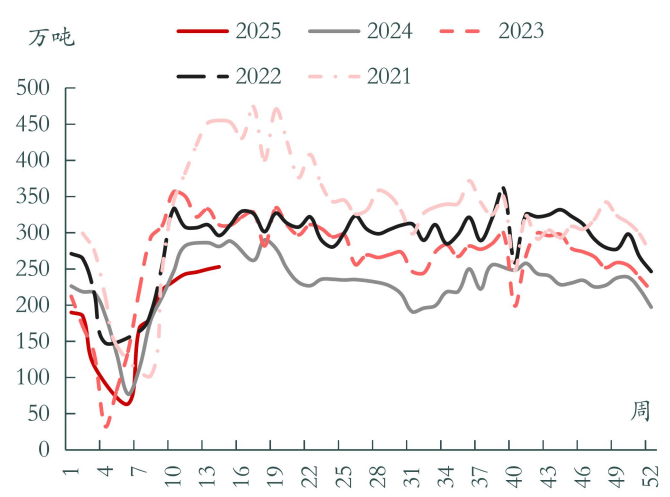
实物工作量维度，宏观角度，大小螺纹价差能够在一定程度上体现基建和地产之间的强弱关系，2~3月大小螺纹和螺纹线材价差以宽幅震荡为主，波动率由黑色价格贡献，传统需求部分并无出现明显强弱划分。根据中国工程机械工业协会，3月挖机月平均工作时长出现明显回升；螺纹表需修复斜率依旧偏慢，绝对水平仍然低于去年基数，宏观来看终端整体需求恢复缓慢。

图表 10：大小螺纹价差



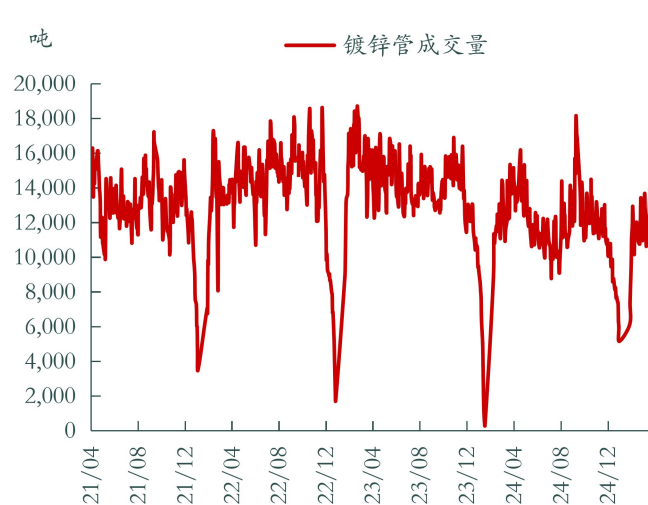
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 11：螺纹季节性表观需求量



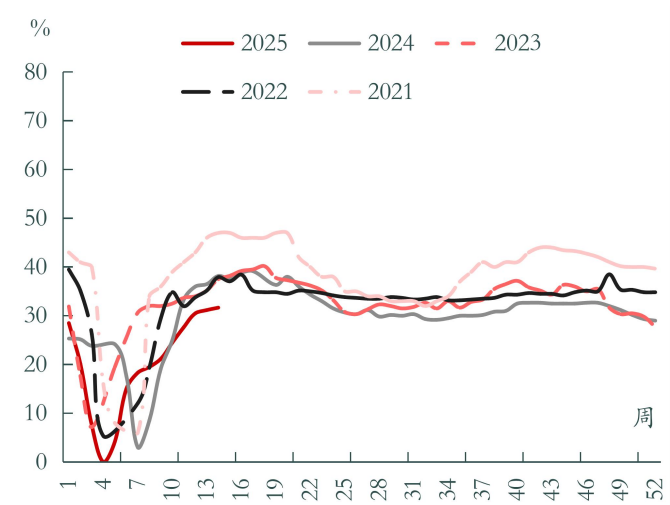
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

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

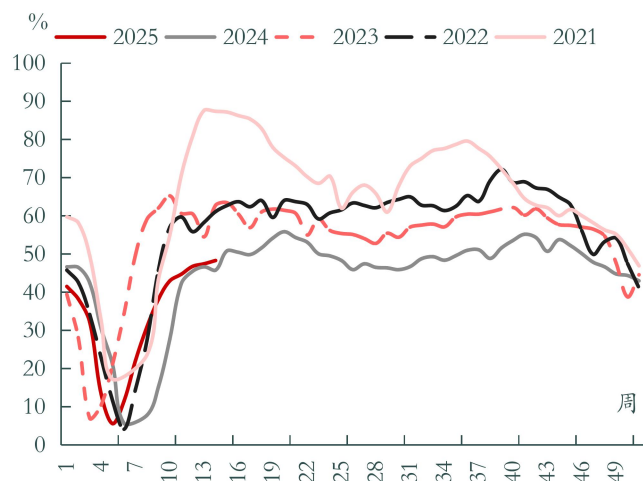
水利方面，今年以来水利领域依然是新增专项债资金投放占比的最大领域，虽然资金面有基数支撑，但年初至今水利侧表现并不突出。3月以来，水利相关管棒的成交量震荡上行，主要是由于原材料价格大幅下跌后，下游的补库需求得到明显释放，次要原因则是旺季到来下游补库相对积极。然而，年初以来球墨铸铁价格从6330元/吨下跌至5950元/吨，映射实际需求表现低迷。PE管材开工修复较为缓慢，截至4月中旬，开工率修复上行至31.7%，环比上行约10个百分点，但仍处于历年低位，项目工程出台数量较少，下游主要以刚需采购为主。水利侧项目由中央主导推进，根据调研情况，一季度管棒出货量表现平稳，并无超预期表现。

交运方面，2~3月水泥实物工作量持续修复，截至4月中旬，水泥出货率缓慢上行至48.3%，窑线运转率上升至60.9%，北方地区需求随着天气转好而出现修复，中途短暂受环保问题和冷空气降水等影响。生产指标方面，水泥出货率和水泥熟料窑线运转率同比高于去年当期水平，但水泥出库量同比偏弱。截至4月中旬，水泥需求难言明显恢复，终端项目增加有限，行业自律和错峰生产在持续进行。年后石油沥青开工处于低位震荡运行，新增终端项目有限，炼厂生产积极性欠佳。

总结而言，我们将二季度水利和交运侧项目的预期从谨慎乐观下修至谨慎悲观。虽然1、2月新增专项债发行符合预期，但占到主要体量的3月新增专项债发行体量明显不及预期、且发行节奏较慢，或将拖累二季度水利和交运实际落地的项目规模。从规模上来看，虽然资金落地体量同比有所增加，且用于偿债的再融资债发行迅速，但专项债似乎并未受到资金挤占减少的影响，后续实物工作量的修复力度或相对有限。

电力方面，年后电力侧实物工作量的修复较其他领域更好，3月以来，各地国网设备集中招标陆续启动，输变电等终端项目陆续落地开工，铜铝制品开工持稳回升，3月下旬终端项目已在逐步落地，预计4月开工将继续提升。

图表 14：水泥出货率



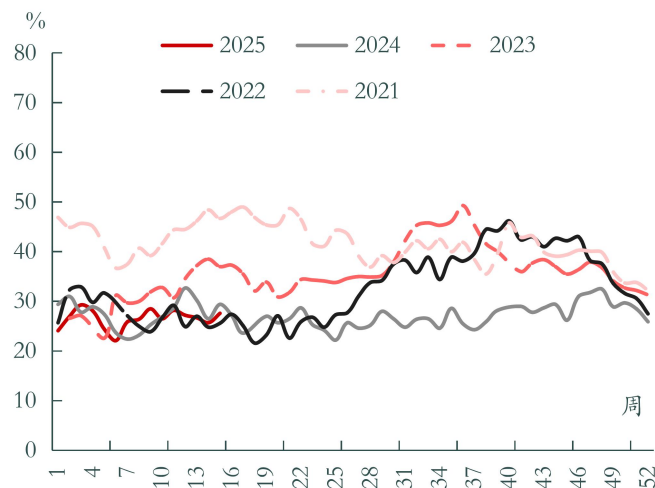
资料来源：数字水泥，东证衍生品研究院

图表 15：水泥熟料窑线运转率



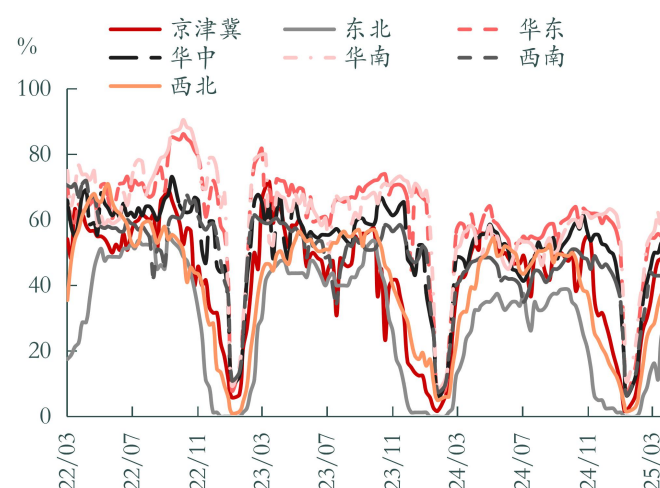
资料来源：百年建筑网，东证衍生品研究院

图表 16: 石油沥青开工率



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

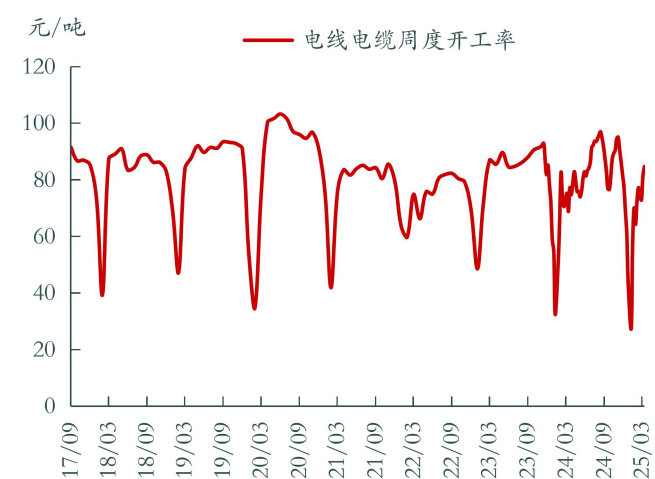
图表 17: 分地区水泥出货率



资料来源: 数字水泥, 东证衍生品研究院

总体而言, 3 月以来实物工作量震荡修复, 银四或部分兑现, 但项目增量仍较为有限, 力度上电力侧>交运侧>水利侧。往后看, 电力侧在 3 月集中招标落地后, 将迎来需求的短期高点, 预计二季度前中期将维持高生产; 由于资金面落地情况不及预期, 或拖累水利和交运侧后续项目规模。总体而言, 二季度实物工作量或难给较高预期。

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



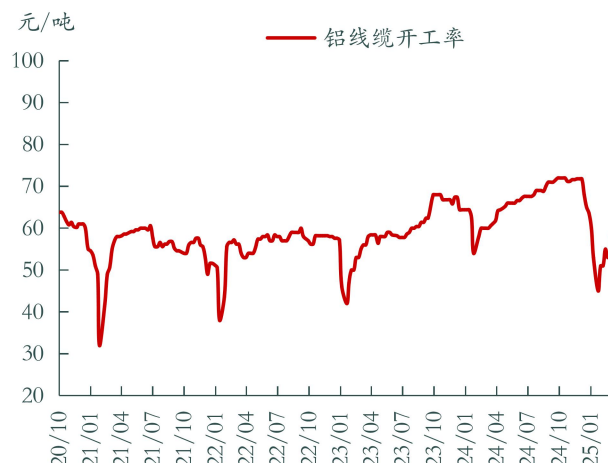
资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

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。我们对二季度的基建预期谨慎悲观。水利和交运侧，3月新增专项债发行明显不及预期，再融资债券发行速度减慢，不利于后续实物工作量的落地。电力侧项目因3月设备集中招标，已经出现一轮集中落地，预计4~5月将持续提供实物工作量基数。**节奏而言，实物工作量递延的预期暂时未变，但我们认为将很难有超预期表现。**

然而，目前锌下游具有更大弹性的是出口领域。根据市场调研，美国关税对部分地区递延90天以来，锌部分下游出现抢出口情况，镀锌结构的出口发运有边际走强，该领域年初以来的出口表现就较为不错；部分地区的五金、锌合金件有抢出口现象发生；镀锌板和涂镀板领域存在分化，根据下游厂商反馈，近期强出口力度较难对冲美国关税带来的直接冲击，包括部分地区出口截单并未恢复、美国地区出口受阻、部分国内下游和海外厂商转而观望等；终端方面，铁塔出口较为旺盛，主要发往中东等地区。**节奏而言，5月中下旬将是最后抢出口窗口期，叠加反倾销的潜在影响、部分初端产品关税落地、以及国内买单出口的严查影响预期放大，5月锌需求走弱概率不小。**

就基本面而言，内外矿端恢复暂未出现较大扰动，锌依然维持供应稳健持续释放、需求中线走弱的预期。社库的短期去化一方面是来自前期锌价下跌时，下游点价时间较长，部分北方厂商甚至出现1个月以上的买单；另一方面，持货商则因锌价下跌而存在惜售情绪，锌下跌后仍有部分厂商逢低点价；此外，炼厂锌合金转产等长期因素同样起到了重要作用。但我们认为，近期下游点价体量已经出现边际走弱，而原料补库也已基本告

一段落，显性需求维持强势的时间或将不会太久。而因中期需求走弱预期，后续若一旦出现累库，则很有可能是库存的拐点，届时空冶炼利润逻辑或将更容易被兑现。

就锌价而言，短期锌价下跌后，因库存仍位于低位，以及现货偏强等因素，下方存在一定支撑。但中线来看，基于需求侧的偏弱预期，沪锌下方空间难言已尽。交易维度，基本面定价权重较低且中期沽空逻辑暂未发生较大改变，短期锌价仍受宏观面主导。关税影响基本被市场消化，宏观面一需关注国内可能带来的政策利多、以及多边贸易所带来的潜在利好，另一方面也需警惕美国政策反复下的美债流动性问题，基于宏观面的不确定性，交易或仍以快进快出为宜。

策略上，单边维持中线高空思路，短期建议规避宏观风险，寻找反弹沽空机会为宜；套利角度，月差方面，基于需求走弱仍需要一定时间、以及宏观扰动的影响，虽然月差反套点位已有较大空间，但短线仍建议观望为主，持有者需注意仓位管理；内外方面，关注锌精矿进口窗口的压力位，推荐关注中线内外正套机会。

6、风险提示

宏观风险扰动，实物工作量表现超预期，资金面落地改善。

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