

## 热点报告—锌

## 4 月基建数据跟踪：

## 抢出口或正对实物工作量形成提振

走势评级：

锌：看跌

报告日期：

2025 年 5 月 19 日

## ★4 月广义基建投资情况梳理

4 月全国三大广义基建投资累计同比增速为 10.85%，增速环比下降 0.65 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 25.5%，水利、环境和公共设施管理业累计同比增长 8.6%，交通运输、仓储和邮政业累计同比增长 3.9%。4 月三大广义基建投资边际回落，三大分项环比均有一定程度下滑，符合发债节奏放缓的背景，后续实物工作量提振预期有限。

## ★4 月地方债发行情况分析

4 月新增专项债发行量 2301 亿元，环比下降 1334 亿元，实际低于计划额度约 992 亿元；新增专项债发行占比为 33.2%，用于置换隐债的再融资专项债发行占比下降至 37.7%，目前共有 20 省市完成置换债使用额度，达全年计划额度的约 80%。截至 5 月 16 日，新增专项债发行进度平均达 33.5%，环比增加 8.1 个百分点。收储项目公布规模近 4000 亿元，实际累计发行额度约 773 亿元。

## ★后市展望和投资建议

4 月以来实物工作量震荡上行为主，增量主要由电力侧提供，交运侧在五一后改善相对明显，水利侧总体表现平稳。5 月中旬，交运和水利侧实物工作量出现明显提振，考虑到国内资金落地情况不及预期，我们认为或更多与关税缓和带来的短期刺激相关。初端加工品生产制造指标短期表现或继续偏强，而终端项目增量相对有限，仍需观察需求的跟进速度和持续性。

就基本面而言，锌近强远弱格局不变，近期有望逐步确认社库拐点。但也需注意，短期需求仍有托底，即便社库拐点出现，社库迅速大幅上行的可能性也不大，仍需时间来逐步确认单边逻辑；现货依然偏紧运行，还需等待前期检修炼厂复产放量。策略上，单边维持中线逢高沽空思路，但建仓需有一定的安全边际，推荐选取 07 往后合约以规避挤仓风险；套利角度，关注正套机会，内外方面，中线维持内外正套思路。

## ★风险提示

抢出口超预期，资金面落地超预期，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](mailto:linjun.wei@orientfutures.com)

## 上期所锌主力合约走势



## 基建数据跟踪系列报告：

- 《3 月基建数据跟踪：发债不及预期，需求韧性欠缺》  
2025/04/17
- 《2 月基建数据跟踪：资金投放增效，银四或仍可期》  
2025/03/17
- 《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
- 《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
- 《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
- 《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
- 《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
- 《8 月基建数据跟踪：专项债发行超预期的背后》  
2024/09/18
- 《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
- 《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

**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

5月20日，4月固定资产投资数据公布，三大广义基建投资增速高位震荡，4月新增专项债实际发行规模低于计划额度，发行速度整体偏慢，而土储项目陆续开展。目前目前细分地方债发行表现如何？实物工作量的实际表现与预期如何？对锌来说，需求预期需要在多大程度上进行修正？

## 2、4月广义基建投资情况梳理

根据国家统计局，2025年1~4月份，全国固定资产投资（不含农户）147024亿元，累计同比增长4%，增速环比小幅回落。其中，制造业投资增长8.8%，环比下降0.3个百分点；房地产开发投资下降10.3%，前值-9.9%，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%，累计增速环比持平，而包含电力口径的基础设施投资累计同比增长10.85%，累计环比下降0.65个百分点。4月固定资产投资及广义基建投资增速环比小幅回落，资金投放力度减弱；结构上，电力继续托底，水利侧资金投放边际改善，交运投资增速高位回落。

广义基建领域，1~4月全国三大广义基建投资累计同比增速为10.85%，增速同比去年同期增加3.07个百分点，累计环比下降0.65个百分点，同比增速扩大而环比增速收窄。其中，电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计同比增长25.5%，环比下降0.5个百分点，同比增速下降0.7个百分点；水利、环境和公共设施管理业累计同比增加8.6%，增速环比下降1.2个百分点，较去年同期增速维持在高位9.6个百分点；交通运输、仓储和邮政业累计同比增长3.9%，环比增速增加0.1个百分点，较去年同期减少4.3个百分点。总体来看，4月三大广义基建投资增速边际回落，三大分项环比均有一定程度下滑，符合地方发债节奏放缓的背景，后续基建实物工作量提振预期有限。

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、4月地方债发行情况分析

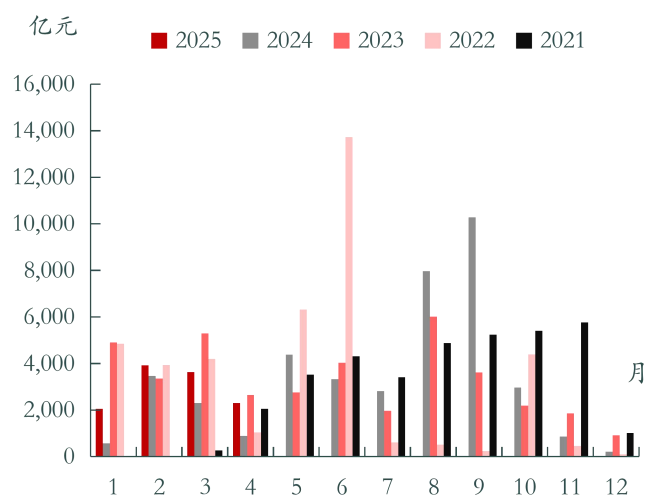
4月地方债发行不及预期，置换债发行节奏继续放缓，一般债和专项债发行节奏明显放慢，且节奏偏慢的情况一直维持到5月中旬。量级方面，4月新增专项债发行量2301亿元，环比3月下降1334亿元，实际发行量低于计划额度约992亿元，资金落地明显不及预期；结构方面，4月总计发行地方债6933亿元，较3月份明显缩量，新增专项债占比为33.2%，可用于置换存量隐性债务的再融资专项债发行占比下降至37.7%，实际发行量环比下降1214亿元，发行节奏进一步放缓；节奏方面，4月全月新增专项债发行持续处于较慢节奏，5月初发行节奏出现相对有限的提速。

累计发行角度，截至5月18日，今年专项债新增额度为4万亿元，目前已用约1.34亿元，较3月同期增加约3226.4亿元，发行进度平均达33.5%，较上月同期增加8.1个百分点。分地区来看，据统计，4月发行体量排名前五的地区分别为湖南、湖北、山东、浙江和重庆，其中湖南地方债发行量远超预期，主要是特殊再融资专项债发行650亿元，此外黑龙江发行特殊再融资专项债484亿元，均贡献地方发债的主要增量。

从募集用途来看，4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”（30%）、“铁路”（9.8%）、“土地储备”（9.4%），合计占总额度约49%；1~4月专项债累计发行同样主要投向“市政和产业园区基础设施”（31%）、“棚户区改造”（8.8%）和“铁路”（6.2%）。

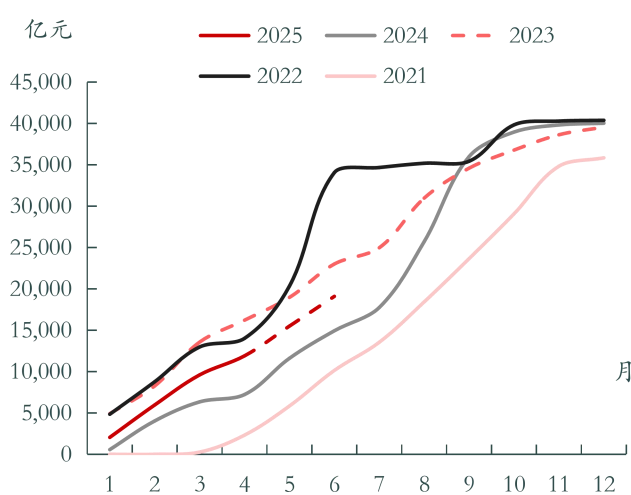
化债方面，去年财政部宣布增加6万亿新增专项债限额，分3年发完，以支持地方用于置换各类隐性债务。3月至今，可用于置换存量隐性债务的再融资专项债发行速度放缓，截至5月中旬，已共发行置换债1.6万亿元，达全年计划额度的约80%，共有20省市完成使用额度，由于发行明显前置，置换债有望在上半年基本完成发行。审批方面，12个经济发达、财政能力相对较强的试点省份将落实地方政府专项债券项目的审核自主权，有望提高后续项目审批效率、增强地方在资金使用上的自主权和灵活性。

图表3：历史5年新增专项债发行体量



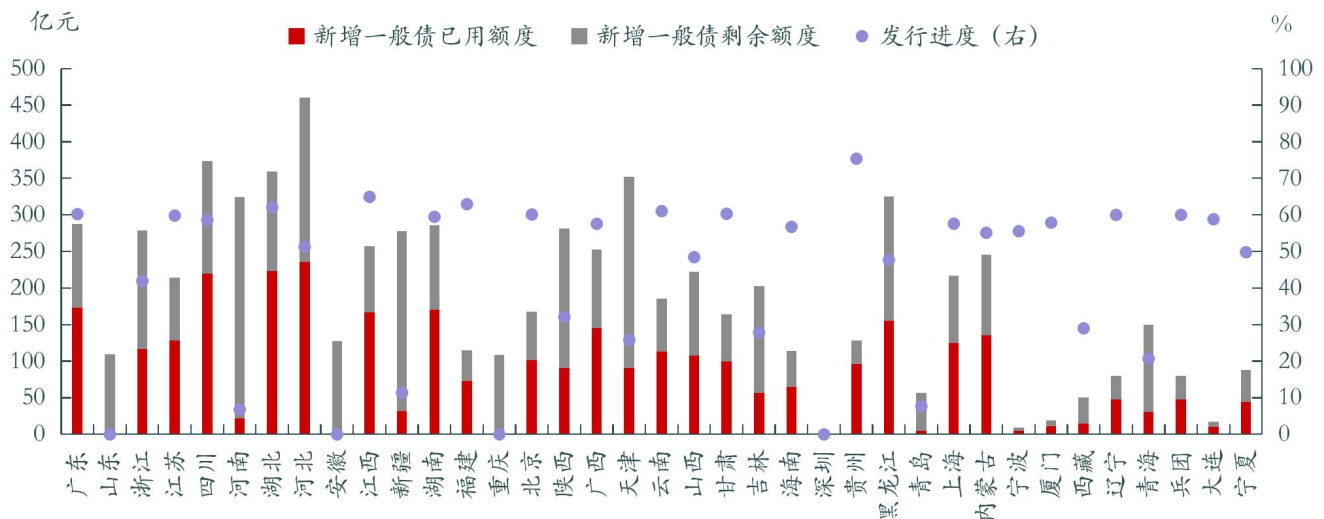
资料来源：Wind，中国债券信息网，东证衍生品研究院

图表4：历史5年新增专项债发行节奏



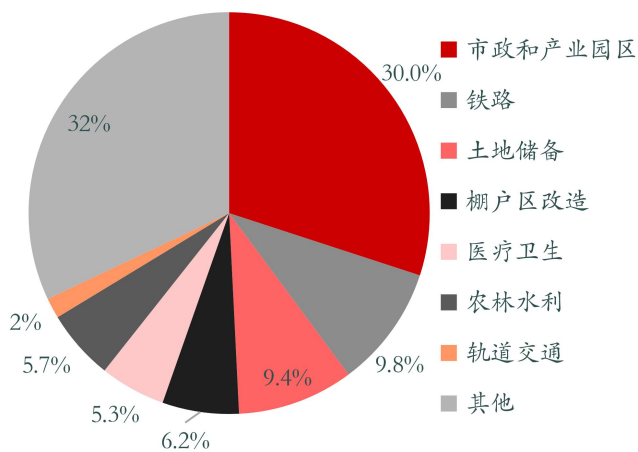
资料来源：Wind，中国债券信息网，东证衍生品研究院

图表 5：今年专项债实际发行量与全年发行进度



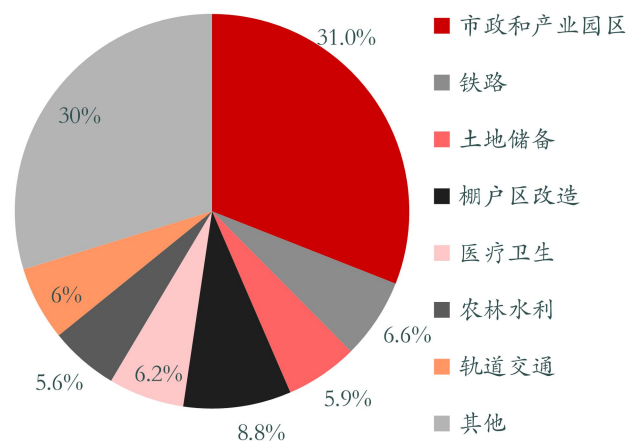
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 6：4 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

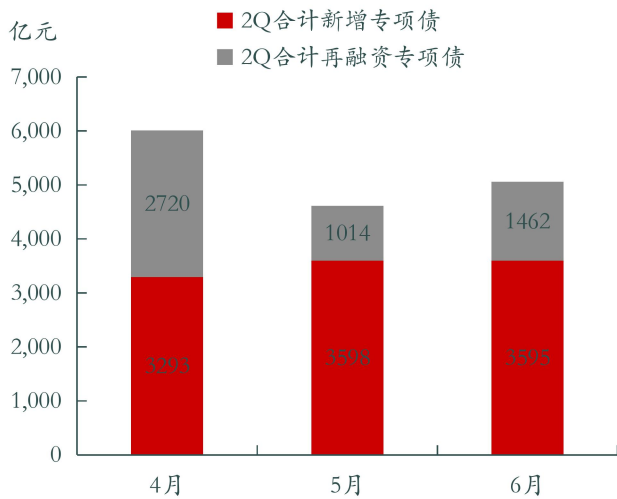
图表 7：1~4 月新增专项债发行领域累计占比



资料来源：企业预警通，中国债券信息网，东证衍生品研究院

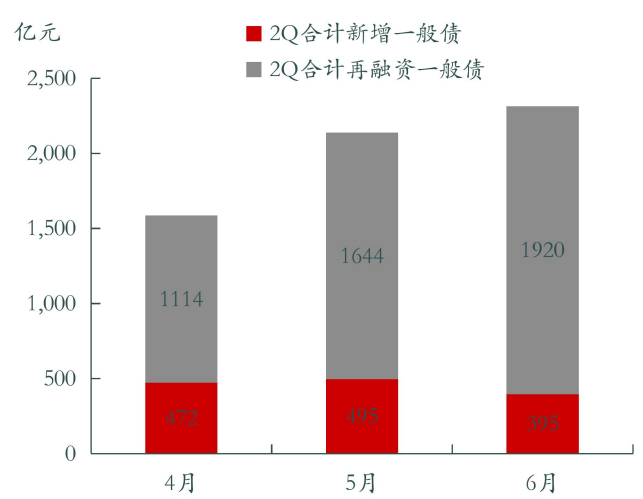
二季度发行计划来看，共有 27 个省市地区披露 25 年二季度地方债发行计划，总计额度为 21721.2 亿元。其中，新增专项债 10485.5 亿元，新增一般债 1362.6 亿，再融资债券 9873.1 亿元。分月份来看，4、5、6 月分别计划发行新增专项债 3293、3598、3595 亿元，新增一般债分别为 472、495、395 亿元。截至 5 月中旬，5 月和 6 月新增专项债计划发行体量小幅上升，若计划额度能够全部兑现，则二季度将共发行新增专项债约 9494 亿元，发行节奏将处于过去五年中性水平，实物工作量兑现难超预期。

图表 8：二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 9：二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

4月土储专项债发行有所提速。截至5月中旬，全国公布的收储金额已经来到约4000亿元；根据企业预警通，今年土地储备相关专项债资金已使用772.6亿元。4至5月，湖南、厦门、福建和广东已提出土储发行计划。但相比各地区披露的回收存量地块信息来看，进度依然偏慢，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继续提速。

图表 10：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

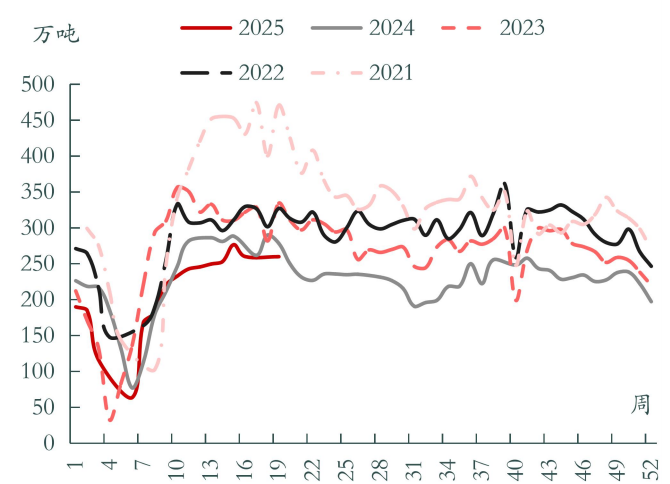
实物工作量维度，宏观角度，大小螺纹价差能够在一定程度上体现基建和地产之间的强弱关系，4~5月大小螺纹和螺纹线材价差以宽幅震荡为主，波动率由黑色价格贡献，传统需求部分并无出现明显强弱划分。根据中国工程机械工业协会，4月工程机械主要产品月平均工作时长为90.1小时，同比增长3.2%，环比下降0.05%，需求端高位持稳运行；螺纹表需修复斜率有所提升，但绝对量仍低于去年基数。

图表 11：大小螺纹价差



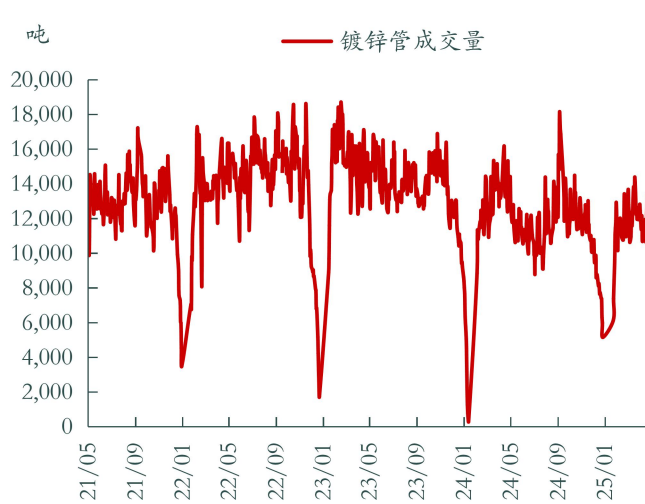
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 12：螺纹季节性表观需求量



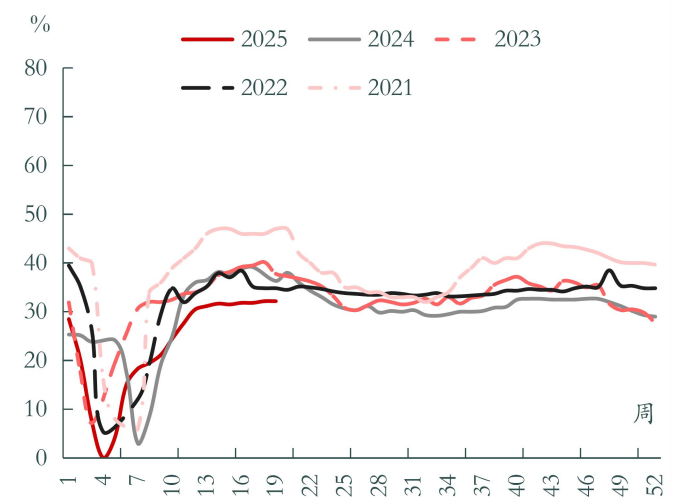
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 13：镀锌管日度成交量



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 14：PE 管材季节性开工率



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

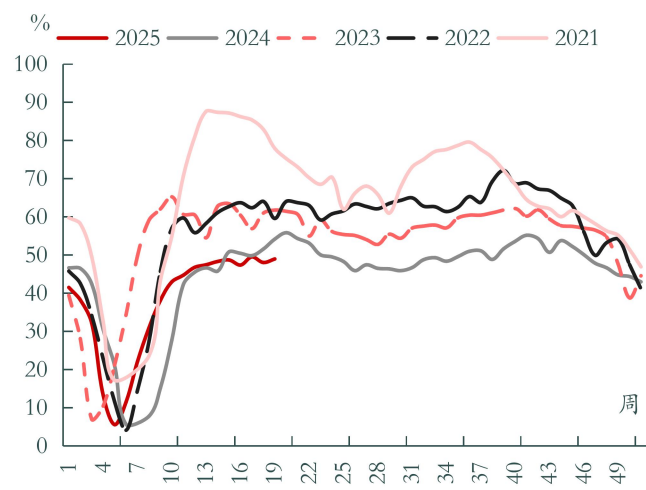
**水利方面**，今年以来水利领域依然是新增专项债资金投放占比的最大领域，虽然资金面有规模性支撑，且水利项目由中央主导运行，但4月水利侧实物工作量表现并不突出。4月以来，镀锌管和焊管成交量探顶回落，主要是由于4月初关税落地，叠加临近旺季和厂商对买单出口的担忧，抢出口正式启动，下游成交明显转好。但4月中旬后，大部分原材料价格企稳回升，补库空间也有所下降，管材成交量逐渐回落。此外，球墨铸铁价格跌至5950元/吨后持稳运行，映射实际需求表现偏弱。PE管材开工处于历年低位震荡运行，截至5月中旬，开工率微增至32.2%，下游仍以刚需采购为主。5月中旬，受关税和利润等因素影响，管棒相关制品成交量明显增长，仍需持续观察后续订单情况。

**交运方面**，3~4月水泥实物工作量以震荡修复为主，5月中旬，水泥出货率缓慢上行至49%，但水泥出库量远不及去年同期；窑线运转率上升至64.7%，期间受到五一假期、雨水天气和行业自律等因素影响，其中错峰生产执行欠佳，水泥需求修复有限。石油沥青开工率震荡上行，主要是利润修复叠加需求旺季来到所致，五一后终端需求跟进较好，考虑到前期铁等交运相关路固定资产投资额增速高企，需持续观察需求的持续性。

总结而言，在关税缓和刺激和订单修复的背景下，短期水利和交运侧实物工作量将有所回升，然新增专项债发行不及预期，或继续拖累二季度中后期水利和交运项目实际落地情况；此外，抢出口导致的短期黑色订单增加，或在一定程度上提振实物工作量，仍需观察需求走强的持续性。

**电力方面**，前期国网招标的特高压、输变电项目陆续落地，实物工作量逐渐兑现。但基于4~5月的高基数，后续电力侧实物工作量增量空间已相对有限，对锌而言，铁塔订单或在6月逐步开工，但厂商对需求的态度也偏谨慎，预计下月电力提振相对有限。

图表 15：水泥出货率



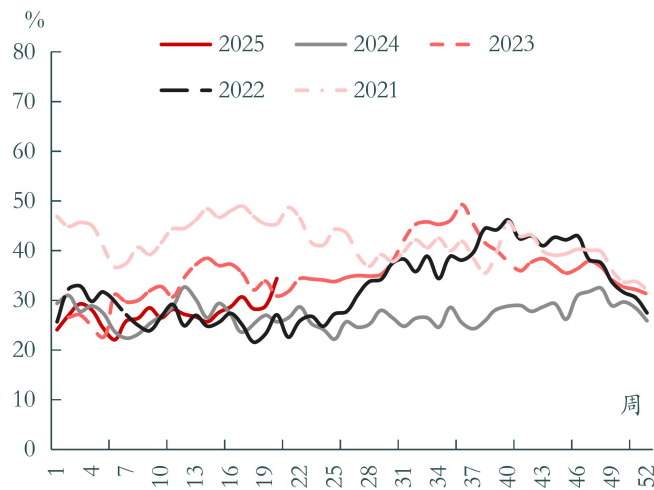
资料来源：数字水泥，东证衍生品研究院

图表 16：水泥熟料窑线运转率



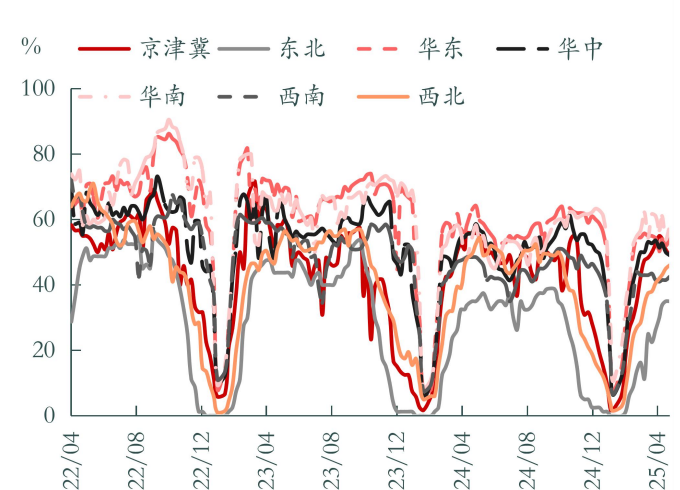
资料来源：百年建筑网，东证衍生品研究院

图表 17: 石油沥青开工率



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 18: 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, 4 月以来实物工作量震荡上行为主, 增量主要由电力侧提供, 交运侧在五一后改善相对明显, 水利侧总体表现平稳。5 月中旬, 交运和水利侧实物工作量出现明显提振, 目前仍难以确定增量部分的主要来源, 但考虑到国内资金落地情况不及预期, 我们认为提振或更多与关税缓和带来的短期刺激相关。初端加工品生产制造指标短期表现或继续偏强, 而终端项目增量相对有限, 仍需观察需求的跟进速度和持续性。

图表 19: 电线电缆开工率



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 20: 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 21：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 22：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。基建需求面临抢出口的短期提振，但同样受到淡季需求压制，我们认为需要分类讨论。**终端项目而言**，由于今年发债节奏跟随置换债，且4月新增专项债发行不及预期，叠加今年地方财政和基建项目成本效益考核等问题，终端项目增量或相对有限，短期增量或在于部分交运项目的新开工，而电力项目例如铁塔订单的放量或需要等到6月中旬。

**初端生产而言**，抢出口更多提振的是初端加工品的需求，短期各项加工品的生产和成交指标或有所改善，但由于目前中美关税依然处于较高水平，本轮抢出口总体强度或不急于4月，因而实物工作量改善幅度或也相对有限，但当下至7月中旬均为中美出口窗口期，抢出口的持续性较难把握，这点仍需持续观察。

**对锌而言**，锌初端加工品直发美国的比例不大，虽然市场普遍认为抢出口对锌需求提振有限，但锌初端产品中，镀锌相关领域由黑色订单拉动，而我们此前就已指出的合金领域抢出口较为明显，仍需观察后续订单走量情况。锌终端产品抢出口暂处于清库存阶段，但也需注意，高频数据例如中国出口集装箱运价指数、美西美东航线运价、美国洛杉矶港集装箱吞吐量等迅速拉升，实际抢出口已在发生。

就基本面而言，锌近强远弱格局不变，近期有望逐步确认社库拐点。但也需注意，短期需求仍有托底，即便社库拐点出现，社库迅速大幅上行的可能性也不大，仍需时间来逐步确认单边逻辑；现货依然偏紧运行，还需等待前期检修炼厂复产放量，月差方面，情绪渐静后反套基本走到位，符合我们此前不看深跌的观点，市场在逐步确认需求偏弱的过程中，月差或继续走正套逻辑，同时也需关注社库低迷下6月的交割风险。

策略上，单边维持中线逢高沽空思路，但建仓需有一定的安全边际，推荐选取 07 往后合约以规避挤仓风险；套利角度，关注正套机会，内外方面，中线维持内外正套思路。

## 6、风险提示

抢出口超预期，资金面落地超预期，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](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)