

## 热点报告—锌

## 4 月基建数据跟踪：

## 专项债发行或提速，静候基建需求改善

走势评级：

锌：看涨

报告日期：

2024 年 5 月 20 日

## ★事件概述

5 月 17 日，4 月经济数据公布，广义基建投资增速继续放缓。实物开工运行情况和专项债落地速度如何，以及二季度中后期固定资产投资和实物开工的恢复预期备受市场关注。

## ★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 7.78%，增速环比 1-3 月下滑 0.97 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 26.2%，水利、环境和公共设施管理业累计同比降低 1%，交通运输、仓储和邮政业累计同比增长 8.2%。总体来看，专项债发行不及预期对投资产生明显拖累，除交运板块增速略有上升外，电力和水利板块增速均有下降。

## ★4 月专项债发行情况分析

专项债发行显著不及预期。4 月单月地方债发行规模大幅下降，实际发行进度仅为 38.6%，压制基建开工预期。5 月专项债发行加速，5 月前三周发行进度达 21.7%，较上月同期增加 5.1 个百分点。发行计划中 5 月发行量是 4 月两倍，叠加 4 月底政治局会议提出“加快专项债发行使用进度”，后续专项债发行可能会边际转强。考虑到去年同期基数有所下降，基建投资或也将出现好转。

## ★后市展望和投资建议

5 月过半，无论是从专项债发行速度，还是从实物开工角度来看，都难言基建需求现状较乐观，但在政策指引下，后续专项债有望加速落地，且 5 月实物开工已有边际改善，基建侧投资和开工整体向好，可对二季度中后期的基建需求维持偏乐观的态度。

由于需求偏弱，节后锌锭社库多次累库，预计 5 月社库拐点依旧难现，去库周期或递延至 6 月份。目前锌价的上涨驱动主要来自宏观和供应端，而上行高度依然受到偏弱需求和累库节奏的掣肘，在冶炼持续亏损、抢矿愈发激烈的格局下，后续需求的转好将有望打开锌价的上行空间，依然对锌价持偏多观点，策略上建议等待回调买入。

## ★风险提示

电力、水利侧投资不及预期，地方债实际发行不及预期。

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](mailto: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](mailto:linjun.wei@orientfutures.com)

## 上期所锌主力合约走势



**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17日，4月经济数据公布，广义基建投资增速继续放缓。部分有色品种的下游与制造业投资生产紧密相关，4月实物开工运行情况和专项债落地速度如何，以及二季度中后期固定资产投资和实物开工的恢复预期备受市场关注。

## 2、4月广义基建投资情况梳理

根据国家统计局，2024年1—4月份，全国固定资产投资（不含农户）143401亿元，同比增长4.2%，增速比1-3月份回落0.3个百分点。其中，制造业投资增长9.7%，增速环比一季度下降0.2个百分点；基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增长6.0%，增速环比下降0.5个百分点，中断了此前三个月的回升趋势。分领域看，基建投资同比增长6.0%，前值6.5%；制造业投资增长9.7%，前值9.9%；房地产开发投资下降9.8%，前值-9.5%。基建和制造业投资增速放缓，而地产投资依旧维持弱势。

广义基建领域，4月全国三大广义基建投资累计同比增速为7.78%，增速同比去年同期下滑2.01个百分点，环比1-3月下滑0.97个百分点，专项债发行不及预期对固定资产投资产生明显拖累。其中，电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计同比增长26.2%，环比降低2.9个百分点，同比增速回落至1.8个百分点；水利、环境和公共设施管理业累计同比降低1%，环比微降1.3个百分点，较去年同期降低6.5个百分点；交通运输、仓储和邮政业累计同比增长8.2%，环比增加0.3个百分点，较去年微增0.1个百分点。总体来看，4月三大广义基建投资增长略有放缓，与3月数据相差不大，其中主要原因还是在于专项债发行速度显著偏慢。除交运板块增速略有上升外，电力和水利板块增速均有下降，但从绝对量上来看，依然维持了3月以来电力板块高增，交运偏稳运行而水利几乎无增量的态势。

图表1：广义基建投资总额同比增速



资料来源：同花顺 iFinD，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



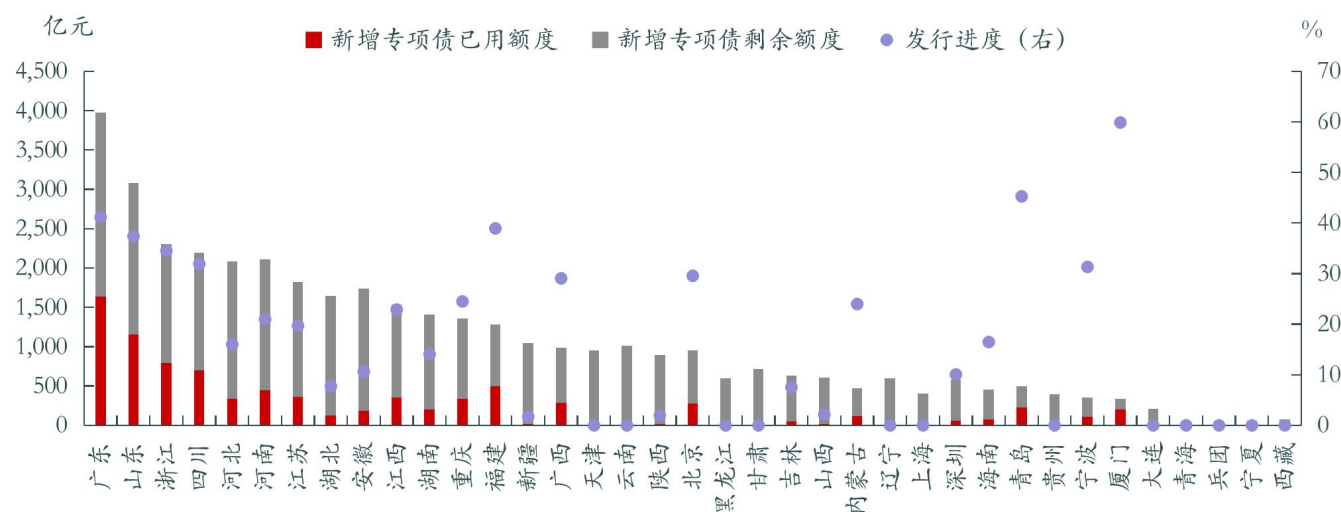
资料来源：同花顺 iFinD，东证衍生品研究院

### 3、4 月专项债发行情况分析

从实际发行情况来看，专项债发行显著不及预期，今年1-4月，全国地方政府新增专项债累计发行7244.48亿元，比上年同期下降55.3%；从发行进度看，今年前四个月完成全年额度的18.5%，远低于上年同期的42.7%。此外，4月单月地方债发行规模大幅下降，专项债发行规模为883.2亿元，而此前计划发行量为2288亿元，实际发行进度仅为38.6%，压制基建侧开工预期。

截至5月19日，今年专项债新增额度为3.94万亿元，目前已用8558.1亿元，较4月同期增加2014.7亿元，发行进度平均达21.7%，较上月同期增加5.1个百分点。在持续跟进的过程中，4月专项债发行速度体感明显偏慢，4月后两周发行进度几乎没有增量；而步入5月，专项债发行速度略有加快，5月前三周全国新增专项债的累积发行进度分别上升1.5、2.1和1.1个百分点，发行明显提速，但落地速度依然偏慢。从当前使用量来看，多数地区额度使用率在20~30%左右，仅有厦门、青岛和福建三地使用率突破33%，总体发行速度依旧不及预期。发行较快地区集中在长三角和珠三角等经济发展速度较快地区，这与此前47号文为防范化解地方政府债务风险，暂停部分风险较大地区重点基建项目的通告相吻合。

图表3：今年专项债实际发行量与全年发行进度



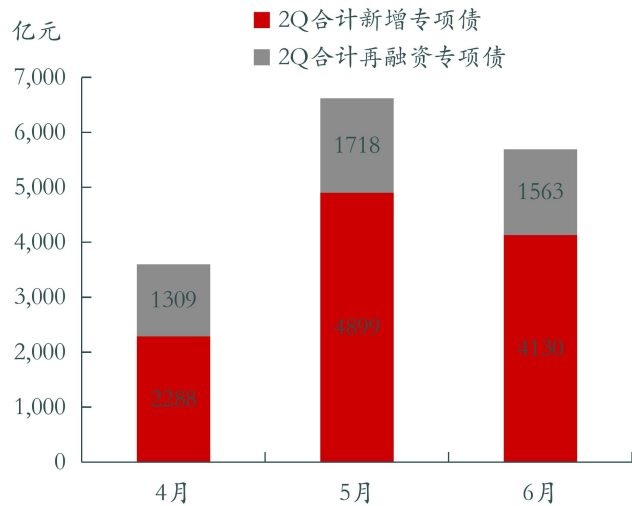
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

从二季度计划发行情况来看，目前全国各省市已基本披露二季度地方债发行计划，仅有个别省市调换或增减发行计划。二季度全国地方债总计额度为2.1万亿元。其中，新增专项债1.13万亿元，一般债0.18亿，再融资债券0.79亿元。分月份来看，4、5、6月分别计划发行新增专项债2288、4899、4130亿元；新增一般债分别为444、665、680亿元，5-6月专项债计划发行量明显增多，同时上个期间5月计划发行量进一步增加。

1-4月专项债发行速度显著偏慢，5月前三周发行额度提升较不明显。但发行计划中5月发行量是4月的两倍，且目前发行确实已经提速，叠加4月底政治局会议提出“加快

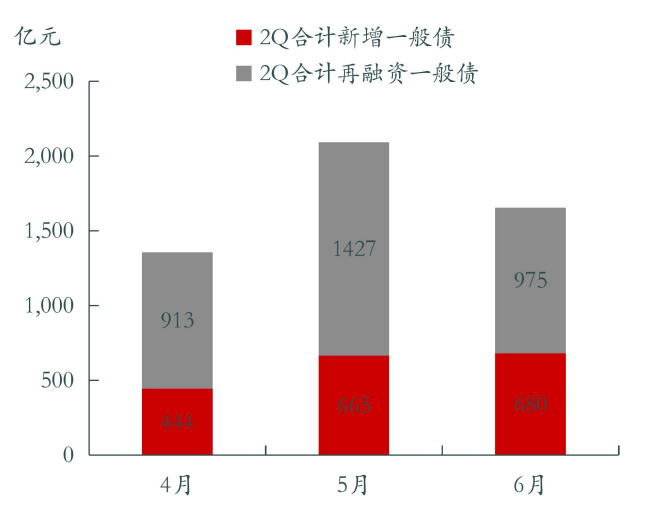
专项债发行使用进度”，后续专项债发行量可能会延续边际转强态势。同时，考虑到去年同期基数有所下降，二季度后期基建投资或也将出现好转。

图表 4：二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 5：二季度一般债计划发行统计

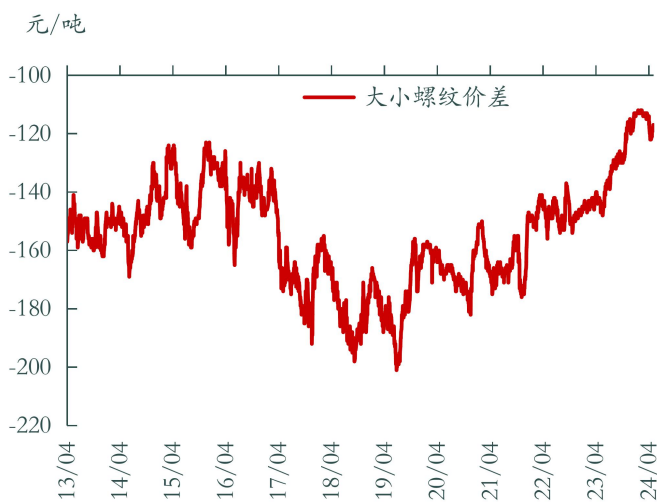


资料来源：Wind，中国债券信息网，东证衍生品研究院

#### 4、实物生产开工情况跟踪

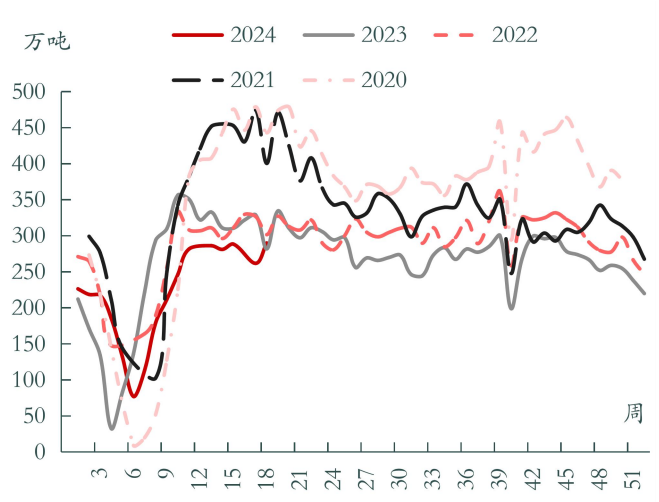
从实物生产来看，宏观角度，大小螺纹价差能够在一定程度上体现基建和地产之间的强弱关系，4月大小螺纹价差和螺纹线材价差总体偏弱运行，5月以来大小螺纹价差略有回升，但价差长期上升的趋势并未发生根本性改变，基建相比地产依然偏强运行。4月至5月中旬，螺纹表观需求明显回升，绝对量接触历史同期低位，可能的原因一方面是基建侧需求好转，另一方面是黑色系利润的修复。

图表 6：大小螺纹价差



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 7：螺纹季节性表观需求量



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

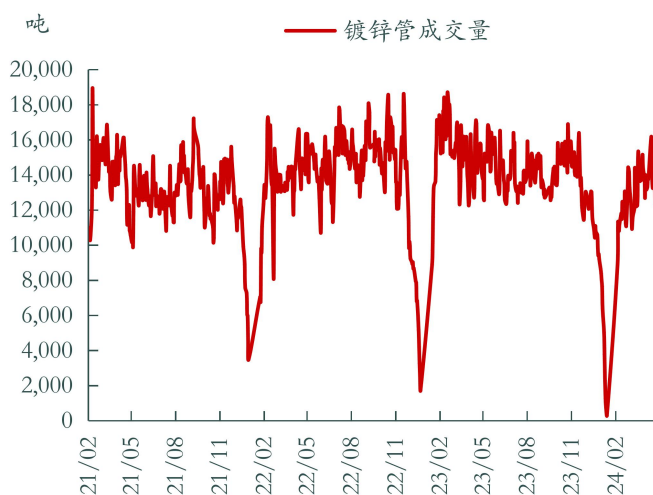


此前我们预期二季度基建侧的潜在增量可能会在电力和水利板块，但二季度运行至今，我们并未发现这两侧的实物开工数据有显著改善。

水利管网方面，4月镀锌管、焊管成交量伴随着有色金属价格的波动而变化，但总体成交水平偏低，从锌的角度来说，镀锌板卷和镀锌管的现货大多为刚需成交，据了解下游厂商多数保持刚需的库存天数，锌价走高后观望情绪浓厚。4月PE管材开工同样偏弱，五一节后开工略有转强，但上行趋势仍需持续观察。

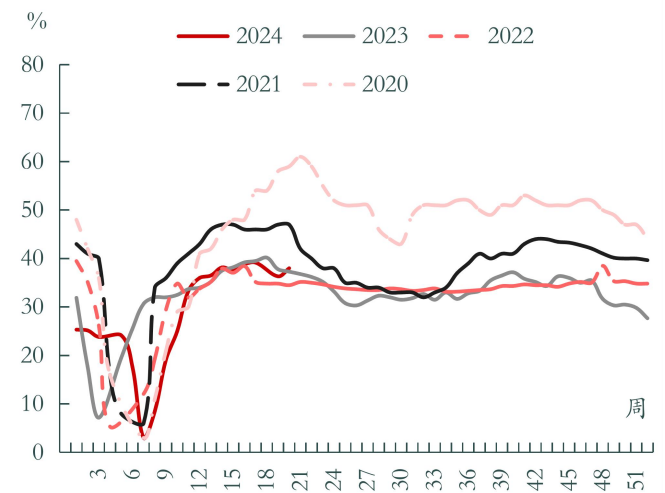
虽然4月水利侧增速转负，但我们依然认为水利侧投资有望边际改善。根据水利部，国家万亿增发国债中，将有超过一半用于防洪排涝等相关水利设施建设，同时水利侧继续边际走弱的概率较低，后续除了项目上的增量，资金端的推动预期也在逐渐增强，因而水利侧依然存有边际改善预期。

图表 8：镀锌板卷周度产量



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

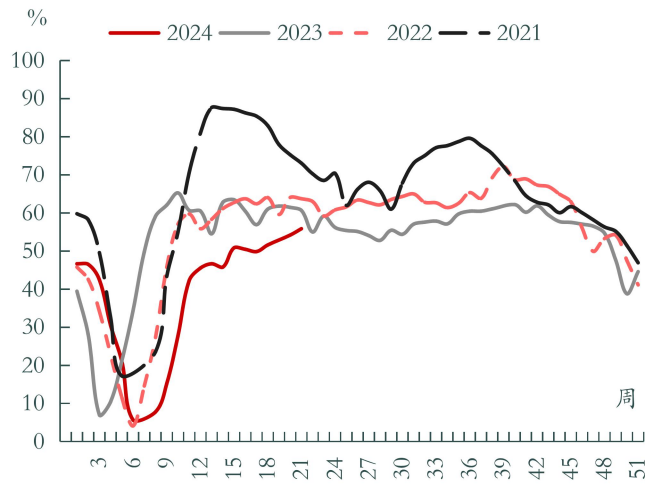
图表 9：PE 管材季节性开工率



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

交运方面，4月水泥相关高频指标震荡运行，4月底北方地区错峰停窑，而南方地区需求偏弱，各地价格走势分化。5月后水泥出货和熟料运转率均有的明显回升，此前开工受天气的影响减弱。南北地区基本面进一步分化，南方地区各企业继续争抢市场份额，而北方地区加大错峰生产力度，供需关系得到改善。石油沥青开工率低位运行，节后项目开工进度不及预期，需求端弱势较为显著。由于后续各地新增的相关项目有限，还需持续跟踪交运侧的生产开工情况。

图表 10：水泥出货率



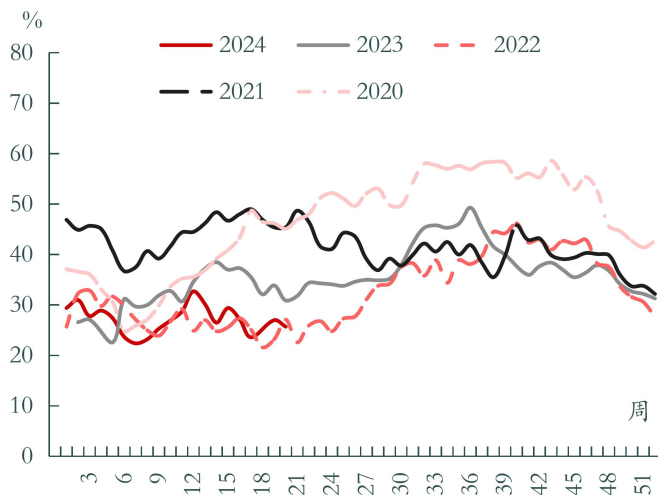
资料来源：数字水泥，东证衍生品研究院

图表 11：水泥熟料窑线运转率



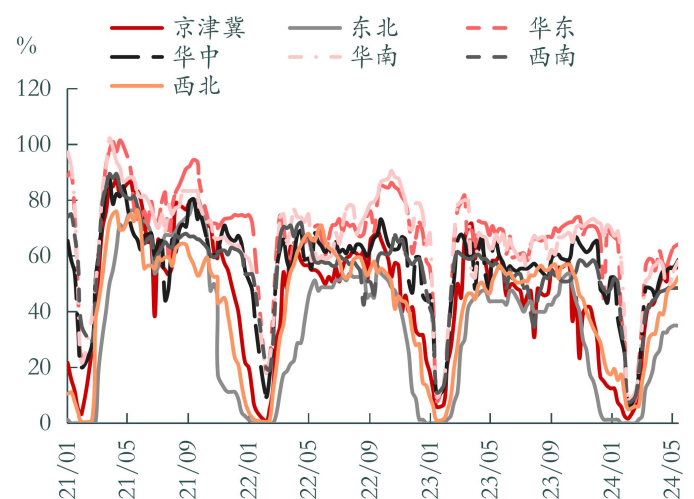
资料来源：百年建筑网，东证衍生品研究院

图表 12：石油沥青开工率



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 13：分地区水泥出货率



资料来源：数字水泥，东证衍生品研究院

电力方面，4月电力制品开工依旧维持较强水平，节后电解铜制杆和铝线缆企业开工均有回升，节后复产有序推进，然再生铜制杆开工持续下滑，一方面是铜价持续走高，对铜制品下游开工形成明显压制，另一方面可能是由于“反向开票”政策的影响尚未明朗，下游处于观望状态较多。后续来看，6月国网的季节性招标可能还会带来一些需求增量，同时专项债落地速度加快，电力侧或依然维持较强开工。

图表 14：电线电缆开工率



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 15：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 16：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 17：铝线缆开工率



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

总体而言，电力投资边际有所放缓，但依然维持 25 个点以上的高增，6 月国网季节性招标再起，电力投资可能会迎来一些边际增量；水利板块表现不佳，此前确定的万亿国债项目有望对水利侧投资形成支撑，但市场依然在等待政策刺激的落地；由于新增项目不多，交运板块可能会维稳运行。综合来看，基建侧在二季度中后期的发力依然可期。

## 5、投资建议

锌下游需求与基建密切相关，由于专项债落地速度较慢，基建侧驱动不足，此前锌下游需求表现偏弱。5月已经过半，无论是从专项债发行速度，还是从实物开工角度来看，都难言基建需求的现状较为乐观，但在政策指引下，后续专项债有望加速落地，且5月实物开工已有边际改善，基建侧投资和开工整体向好，我们依然对二季度中后期的基建需求维持偏乐观的态度。

落实到锌价，在需求偏弱的现状下，节后锌的社库屡屡累库，我们预计5月锌的社库拐点依旧难现，去库周期或递延至6月份，但在边际改善下，库存继续上升的可能性也较小，社库或维持高位震荡。目前锌价的上涨驱动主要来自宏观和供应端，而上行高度依然受到偏弱需求和累库节奏的掣肘，在冶炼持续亏损、抢矿愈发激烈的格局下，后续需求的转好将有望打开锌价的上行空间，依然对锌价持偏多观点，策略上建议等待回调买入。

## 6、风险提示

电力、水利侧投资不及预期，地方债实际发行不及预期。



**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)