

## 热点报告—锌

## 5 月基建数据跟踪：

## 实物生产表现欠佳，3Q 或迎来需求拐点

走势评级：

锌：看涨

报告日期：

2024 年 6 月 18 日

## ★事件概述

6 月 17 日，5 月经济数据公布，广义基建投资增速进一步放缓，有色整体走弱。6 月专项债落地速度是否能延续 5 月的高增，基建侧实物开工情况是否存在修复，后市预期又将如何被计价？

## ★5 月广义基建投资情况梳理

5 月全国三大广义基建投资累计同比增速为 6.68%，增速环比 1~4 月下滑 1.1 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 23.7%，水利、环境和公共设施管理业累计同比降低 1.5%，交通运输、仓储和邮政业累计同比增长 7.1%。总体来看，5 月广义基建投资增长继续放缓，但边际下行幅度有限，结构上维持电力高增，交运维稳而水利偏弱的格局。

## ★5 月专项债发行情况分析

截至 6 月 17 日，专项债累计发行进度达 30.1%，较上月同期增加 8.4 个百分点。5 月发行专项债约 4363.5 亿元，实际发行低于计划预期，6 月计划发行额度接近 5 月，有望保持先慢后快的发行节奏。后续发行余量依旧较多，同时考虑到年内资金使用进度情况，三季度专项债发行有望继续改善，部分此前发行较慢的省市也有望发力，专项债发行可能会在三季度迎来年内高峰期。

## ★后市展望和投资建议

受制于需求偏弱、假期、中高考、农忙、天气、环保督察和原材料价格波动等因素，交运、管网侧实物开工均有走弱，但多地项目在 6 月底前开工，后续水利侧仍有转好预期。

目前沪锌依然处在宏观市中，基本面则正在经历供应边际趋紧，而需求边际转好的持续演变。供应端，加工费屡创新低，且锌价回落后冶炼亏损加大，后续冶炼减产预期依然存在。需求端，基建需求明显回升的节点可能要延后至 7~8 月，后续社库可能会维持震荡下行，但短期内去库速度将不会很快。短期沪锌或趋于震荡偏弱，但中期依然看多。策略上，单边推荐中期低买，内外反套策略后续盈利空间相对有限，建议关注逢高止盈机会。

## ★风险提示

电力、水利侧投资不及预期，地方债资金落地不及预期。

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

6月17日，5月经济数据公布，广义基建投资增速进一步放缓，有色整体走弱。沪锌下游与制造业投资生产紧密相关，6月专项债落地速度是否能延续5月的高增，基建侧实物开工情况是否存在修复，后市预期又将如何被计价？

## 2、5月广义基建投资情况梳理

根据国家统计局，2024年1~5月份，全国固定资产投资（不含农户）188006亿元，同比增长4.0%，累计增速比1~4月份回落0.2个百分点。其中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增长5.7%，累计增速环比下降0.3个百分点。分领域看，基建投资同比增长5.7%，前值6.0%；制造业投资增长9.6%，前值9.7%，是唯一略高于历史均值的项目；房地产开发投资下降10.1%，前值-9.8%，基建和制造业投资增速继续回落但趋势渐缓，而地产端投资进一步边际下滑。

广义基建领域，1~5月全国三大广义基建投资累计同比增速为6.68%，增速同比去年同期下滑2.85个百分点，环比1~4月下滑1.1个百分点，即便5月专项债发行环比前四个月有所提速，但累计固定资产投资增速继续放缓。其中，电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计同比增长23.7%，环比降低2.5个百分点，同比增速回落3.9个百分点；水利、环境和公共设施管理业累计同比降低1.5%，环比下降0.5个百分点，较去年同期降低6.2个百分点；交通运输、仓储和邮政业累计同比增长7.1%，环比降低1.1个百分点，较去年微增0.2个百分点。总体来看，5月三大广义基建投资增长继续放缓，三大板块增速环比均有一定幅度下滑，但边际走弱幅度有限。结构上，依然维持了电力高增，交运维稳而水利几乎无增量的格局，考虑到5~6月一般债和专项债发行速度有所加快，后续资金面可能会对投资方面形成一定支撑。

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



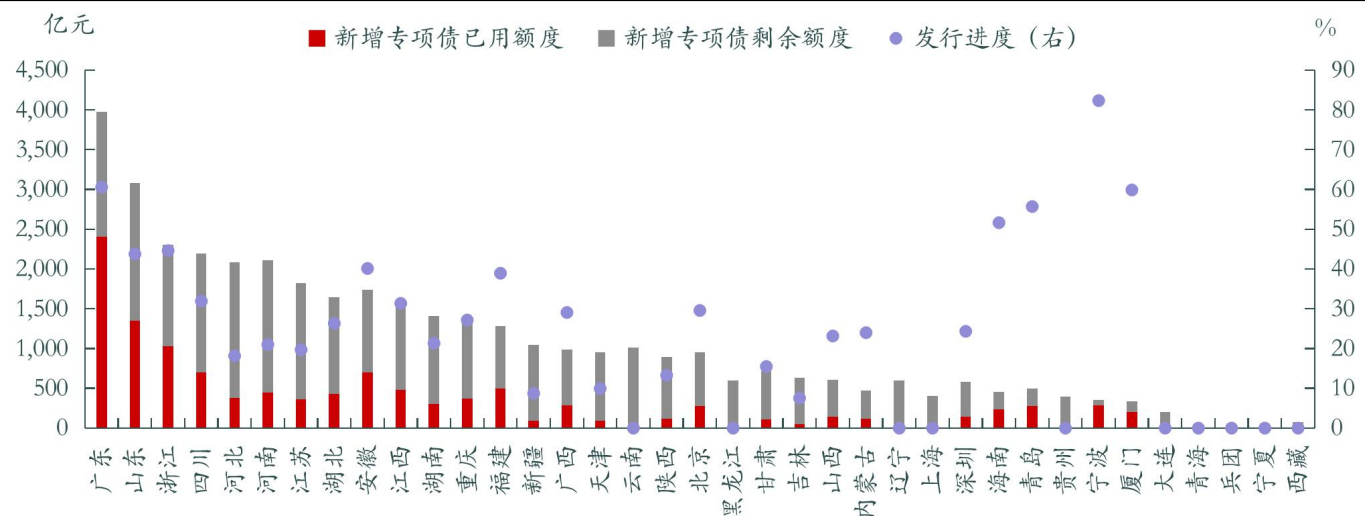
资料来源：国家统计局，东证衍生品研究院

### 3、5月专项债发行情况分析

从实际发行情况来看，虽然5月专项债发行有所提速，但发行总量依旧不及预期，今年1~5月，全国地方政府新增专项债累计发行约1.16万亿元，累计同比去年下降约35%；从发行进度看，今年五个月完成全年额度的29.8%，五月提升10.3个百分点，但依然低于去年同期的48%。值得一提的是，5月单月发行专项债约4363.5亿元，实行发行为计划发行额度的约89.1%，实际发行依然低于预期。

截至6月16日，今年专项债新增额度为3.94万亿元，目前已用11871.3亿元，较4月同期增加3313.2亿元，发行进度平均达30.1%，较上月同期增加8.4个百分点。5月专项债发行呈现“先慢后快”的节奏，5月下旬发行速度显著加快；6月计划发行额度接近5月，先满后快的发行节奏有望延续，目前观测到6月上半月的发行速度依然较慢，需继续等待下半月的发力。从当前使用量来看，多数地区额度使用率已经提升至30%左右，其中宁波、厦门、广东、青岛和海南发行进度已经超过50%。发行较快地区仍集中在长三角和珠三角等地区，而部分额度较低的地区还未发行。专项债发行进度偏慢的原因一是由于去年四季度增发的万亿国债，二是由于部分债务压力较大的省份对政府投资把关更严。

图表3：今年专项债实际发行量与全年发行进度

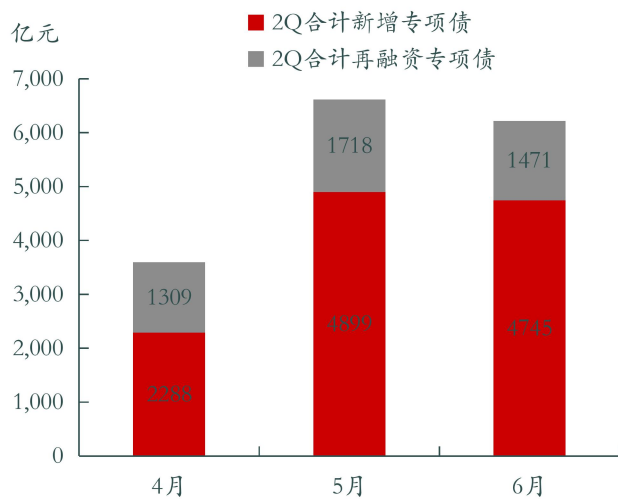


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

从后市发行计划来看，6月地方债发行计划已基本落地，近期仅个别省市进行修改。二季度总计额度为21792.3万亿元。其中，新增专项债11931.9亿元，一般债1859.5亿，再融资债券8000.9亿元。6月单月计划发行新增专项债4745亿元，新增一般债为751亿元。根据中国债券信息网，目前宁夏、贵州、云南三地已经公布三季度专项债发行计划，三地此前发行进度均较慢，发行计划在7~9月均有分布。

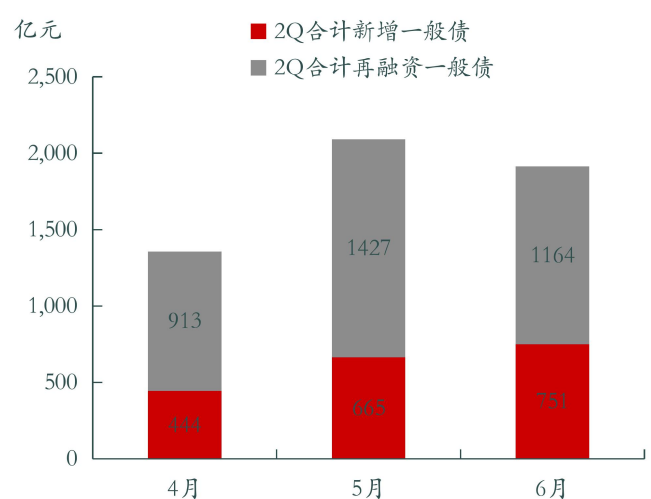
展望后市，在4月底召开的中央政治局会议指出要“加快专项债发行使用进度”之后，5月专项债发行已经出现显著提速，但上半年新增专项债发行依然不足五成。短期来看，6月上半月发行偏慢，下半月发行或有提速；长期来看，由于后续发行余量依旧较多，下半年发行任务较重，叠加二季度实物开工表现不佳，下游普遍反映订单情况较差，同时考虑到年内资金使用进度情况，三季度专项债发行有望继续改善，部分此前发行较慢的省市也有望发力，专项债发行可能会在三季度迎来年内高峰期。

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

图表 6：月度地方债总发行量与总偿还量

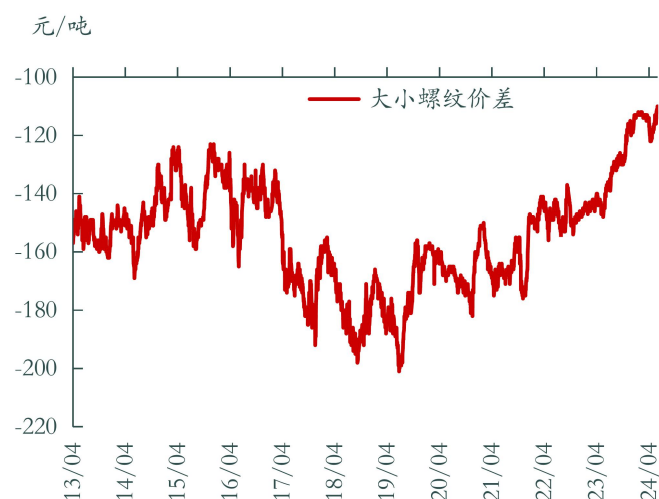


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

#### 4、实物生产开工情况跟踪

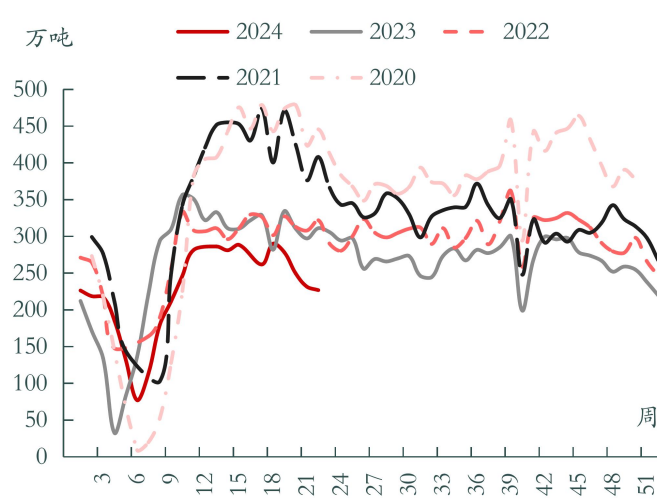
从实物生产来看，宏观角度，大小螺纹价差能够在一定程度上体现基建和地产之间的强弱关系，5月大小螺纹价差持续收窄，螺纹线材价差维持震荡，6月以来大小螺纹价差继续上升，基建侧运行情况相比地产更强。5月至今，螺纹表观需求明显回落，表观消费量创五年历史新低。专项债发行提速并未提振需求，叠加终端需求季节性走弱与南北天气扰动影响，终端需求持续走弱。

图表 7：大小螺纹价差



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 8：螺纹季节性表观需求量



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

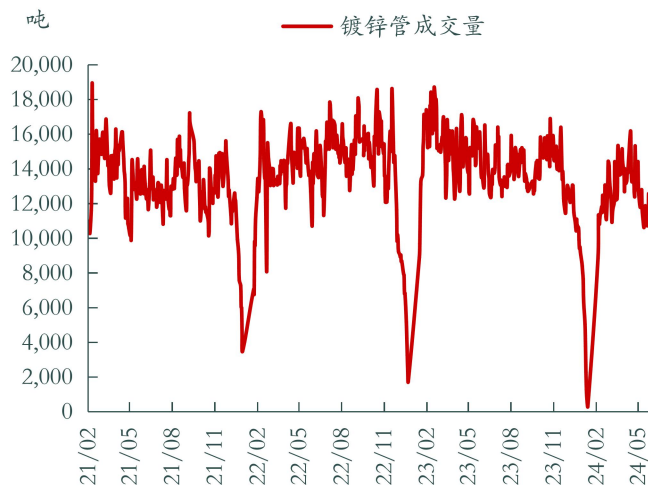
**5月至6月上旬实物开工的扰动因素包括：中高考和假期因素、西南地区的降水和东北地区的高温天气、部分地区开展环保督察、以及原材料的价格变化。**分板块来看，电力表现较强，交运增速维稳而水利增量有限的格局延续。

水利管网方面，5月镀锌管、焊管成交量均有走弱，据调研了解，水利侧项目落地多不及预期，落地项目的进度也略偏慢，下游订单表现较差。5月水利固定资产投资进一步下滑，下游成交多为刚需，镀锌管成品库存高企，同样压制现货成交。这一现象在有色金属价格回落后有所好转，但边际改善有限。PE管材下游进入淡季，需求低迷下，6月份国内PE管材排产计划或环比继续减少，PE开工或延续偏弱运行。

**水利侧开工生产的边际改善预期依然存在。**5月底时，水利部称超过85%的增发国债水利项目已开工实施。京津冀地区增发国债水利项目进度相对较快，北京88%的项目、天津100%的项目、河北98%的项目已开工实施，并尽量在主汛期到来之前完工。从项目计划来看，北京、山东和安徽等地均已支出，国债水利项目会在6月底前全部开工，水利侧开工边际好转的预期依然存在。

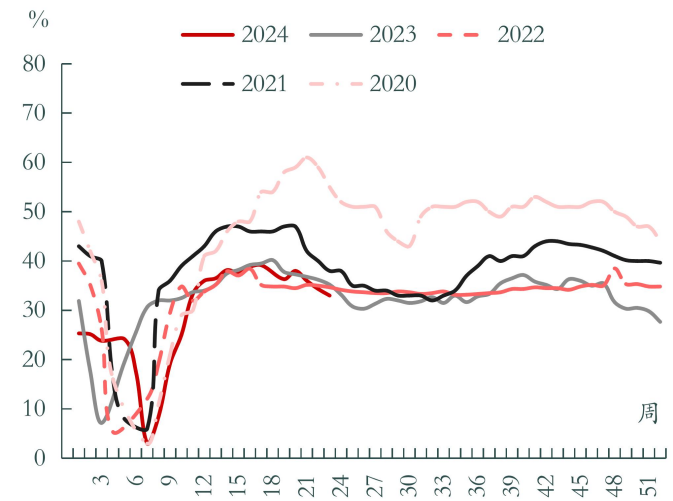


图表 9：镀锌管日度成交量



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

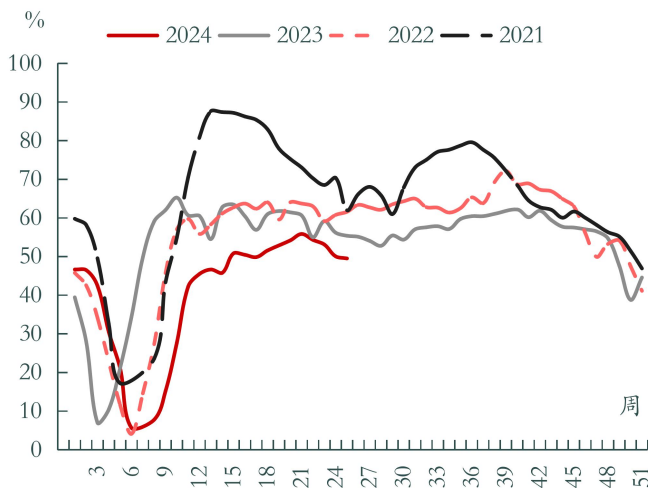
图表 10：PE 管材季节性开工率



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

交运方面，5 月至今水泥相关高频指标均有下滑。供应端，由于新增项目较少，且 6 月起部分省市开启一轮错峰停窑，水泥产量进一步缩减。需求端，中高考、高温、降雨和农忙等因素持续扰动，存量项目淡季施工趋缓，水泥市场需求持续下滑，后续水泥市场可能会延续趋弱运行。石油沥青开工低位运行，主要是由于资金受限，而高温降水等天气对开工影响较大，由于后续新增项目相对有限，需求端拐点还未到来。

图表 11：水泥出货率



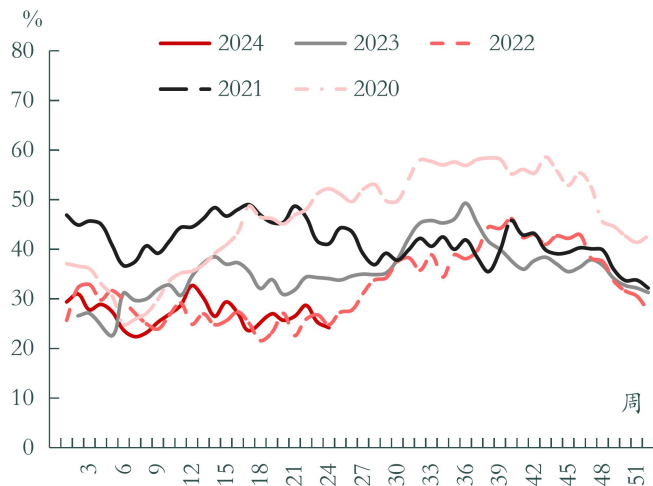
资料来源：数字水泥，东证衍生品研究院

图表 12：水泥熟料窑线运转率



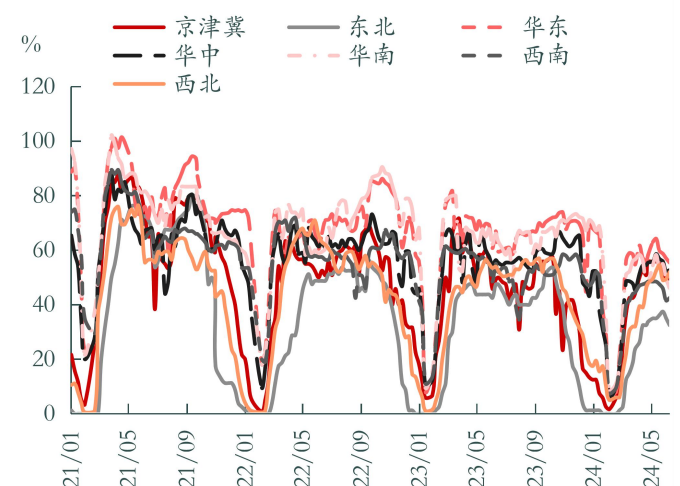
资料来源：百年建筑网，东证衍生品研究院

图表 13: 石油沥青开工率



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

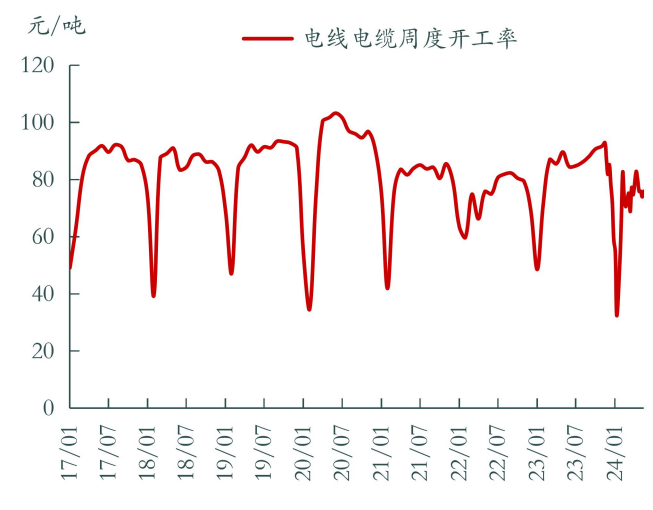
图表 14: 分地区水泥出货率



资料来源: 数字水泥, 东证衍生品研究院

电力方面, 5 月至今电力制品开工依旧维持较强水平。铜价冲高后, 下游企业资金压力变大, 而地产基建需求相对疲软, 电线电缆开工率有所下滑; 铜价回落后, 精废价差大幅收窄, 再生铜杆开工明显回升。铝线缆开工依旧较高, 支撑电力开工。目前国网季节性招标逐渐落地, 铁塔订单已部分落实到项目生产, 输变电和特高压项目依然可期, 加之专项债维持较快发行, 电力侧或依然维持强劲表现。

图表 15: 电线电缆开工率



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 16: 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 17：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 18：铝线缆开工率



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

总体而言，三大广义基建投资增速边际放缓，但三季度可能是年内专项债发行高峰，后续实物生产依然有望边际转强。在季节性项目招标下，电力侧开工或将处于较高水平；水利侧项目持续开工，可能也有边际改善机会；交运订单平平，后续需持续关注下游需求转好力度。

## 5、投资建议

锌下游需求与基建密切相关。年初至今专项债发行速度偏慢的情况难以对锌下游需求形成较强支撑，基建需求明显回升的节点可能还要延后。从资金传导周期来看，专项债发行后 2~3 个月内，即 7~8 月实物开工才有边际转好可能。6 月以来镀锌开工率的增加主要是铁塔订单落地带来的增量；锌合金侧在供过于求和需求淡季的共同影响下，难有较强发挥；氧化锌目前成品库存高企，下游订单边际转弱，开工可能边际走弱。

目前沪锌依然处在宏观市中，基本面则正在经历供应边际趋紧，而需求边际转好的持续演变。6 月冶炼端减产 8290 吨，但依旧低于我们的预期，目前加工费屡创新低，且锌价回落后冶炼亏损加大，后续冶炼减产预期依然存在。在需求有望转好的预期下，后续社库可能会维持震荡下行，但短期内去库速度将不会很快，继续等待资金面的传导落地。当前锌价处于多空博弈关键期，但我们认为基于矿紧叠加冶炼减产，锌价下方刚性支撑仍存，短期沪锌或趋于震荡偏弱，但中期依然看多。策略上，单边推荐中期低买，内外反套策略后续盈利空间相对有限，建议关注逢高止盈机会。

## 6、风险提示

电力、水利侧投资不及预期，地方债资金落地不及预期。



**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)