

## 热点报告—锌

## 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

走势评级：

锌：震荡

报告日期：

2024年7月15日

## ★事件概述

7月15日，6月固定资产投资数据公布，广义基建投资增速小幅回暖。专项债发行稍显提速，但实物工作量有所走弱，三季度专项债发行计划如何？锌需求的修复预期需要做出哪些调整？

## ★6月广义基建投资情况梳理

6月全国三大广义基建投资累计同比增速为7.7%，增速环比1~5月下滑1.02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24.2%，水利、环境和公共设施管理业累计同比增长0.7%，交通运输、仓储和邮政业累计同比增长6.6%。总体来看，6月广义基建投资增长有所回暖，结构上以电力侧维持强劲供给和水利侧改善为主，而交运侧增速已经连续两月延续回落趋势。

## ★6月专项债发行情况分析

截至7月15日，专项债累计发行进度达39.1%，较上月同期增加9个百分点。6月发行专项债约3327亿元，实际/计划约70%，上半年发行整体不及预期，8月和9月为年内发行高峰。目前5月发债仍未落地实物工作量，较慢的发行进度将拖累今年需求的预期回升节点，对上游产品的去库可能形成一定压力。

## ★后市展望和投资建议

6月至7月上旬实物开工的关键因素是降雨和需求淡季。7月部分产品的实物工作量或出现边际回升，后续需求仍将锚定于8月和9月的专项债发行情况，同时关注异常降雨和台风情况。

沪锌方面，冶炼预期的减产仅部分兑现，供应减产导致社库去化的逻辑受到打压。逻辑上，美国需求走弱和加关税预期致使中国出口受阻，利空国内有色。后续来看，矿紧依然能够在下方对锌价形成刚性支撑，但不足以形成向上驱动，重点关注本周的两会是否能够给沪锌带来足够的上行驱动。

策略方面，单边角度，此前多单可继续持有，但也需注意仓位风险；套利角度，建议关注跨近远月反套机会，内外反套建议观望。

## ★风险提示

基建投资不及预期，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)

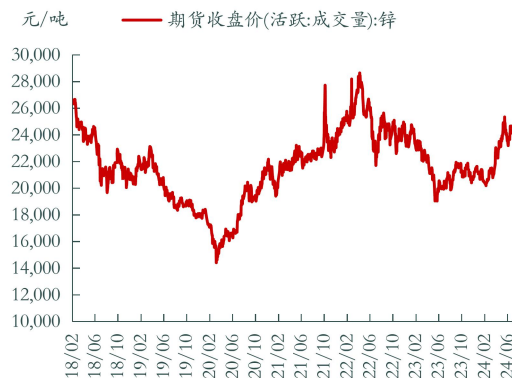
联系人：

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



《南美矿石供给季节性因素分析》	2024/03/25
《矿冶扰动持续，需求回升可期》	2024/03/29
《欲速则不达，锌价何时能到头？》	2024/04/12
《供需边际走强，锌价易涨难跌》	2024/04/29
《超预期复产落地，静候需求端转好》	2024/05/07
《矿紧预期落地，减产空间无多》	2024/05/23
《镀锌需求疲软，转好预期尚存》	2024/06/11
《“锌”到水穷处，坐看云起时》	2024/06/28
《冶炼减产下修，等待回调布局》	2024/07/08

**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

7月15日，6月固定资产投资数据公布，广义基建投资增速小幅回暖。5~6月专项债发行加速，在资金面上形成支撑。然而从生产开工来看，近期在天气、需求淡季和假期等因素影响下，基建实物工作量也有所走弱，三季度专项债发行计划如何？沪锌下游与制造业投资生产紧密相关，锌需求的修复预期需要做出哪些调整？

## 2、6月广义基建投资情况梳理

根据国家统计局，2024年1~6月份，全国固定资产投资（不含农户）245391亿元，同比增长3.9%，累计增速比1~5月份回落0.1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5.4%，累计增速环比下降0.3个百分点；制造业投资增长9.5%，前值9.6%；房地产开发投资下降10.1%，前值-10.1%。整体来看，全国固定资产投资延续了此前的走弱趋势，基建和制造业投资增速继续回落，地产侧低位运行。

广义基建领域，1~6月全国三大广义基建投资累计同比增速为7.7%，增速同比去年同期下滑2.45个百分点，环比1~5月增加1.02个百分点，5~6月专项债发行加速对投资起到一定提振作用。其中，电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计同比增长24.2%，环比增加0.5个百分点，同比增速回落2.8个百分点；水利、环境和公共设施管理业累计同比增加0.7%，环比上升2.2个百分点，较去年同期降低2.3个百分点；交通运输、仓储和邮政业累计同比增长6.6%，环比降低0.5个百分点，较去年减少4.4个百分点。总体来看，6月三大广义基建投资增长有所回暖，考虑到5~6月专项债发行较多，资金面出现一定改善；结构上，主要以电力侧维持强劲供给和水利侧改善为主，而交运侧增速已经连续两月延续回落趋势。

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

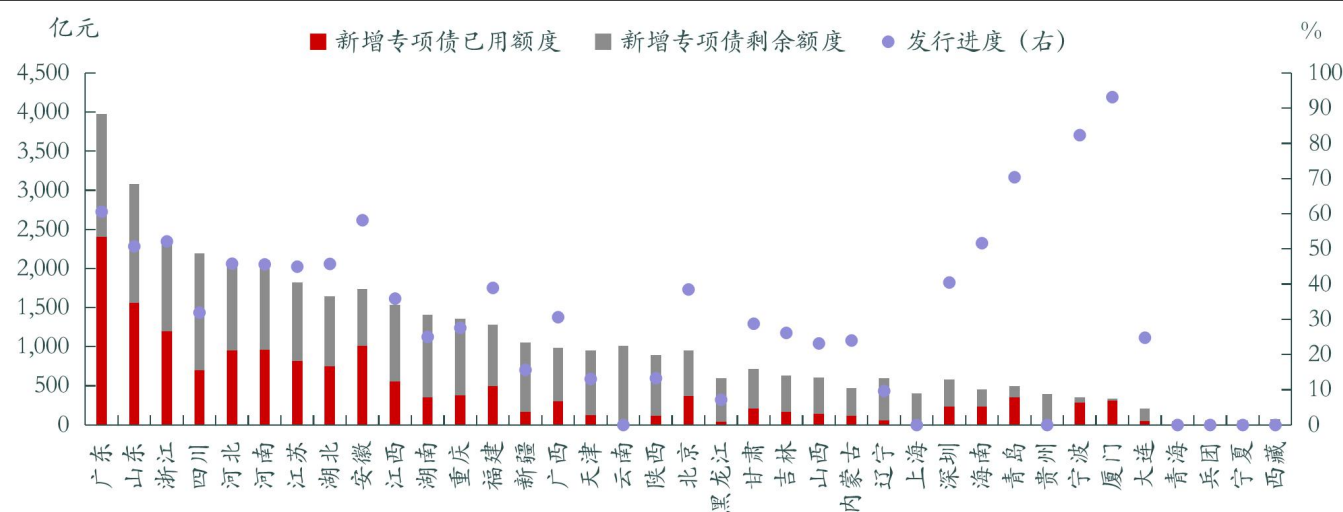
### 3、6月专项债发行情况分析

从实际发行情况来看，经历了5月的发行高增，6月新增专项债发行节奏再次放缓。6月新增专项债发行量3327亿元，环比、同比分别减少1057亿元和711亿元，实际发行额为计划发行额度的约70%，5月和6月作为上半年的发行高峰，实际发行量均不及预期。今年1~6月，全国地方政府新增专项债累计发行约1.49万亿元，累计同比减少8074亿元，累计同比下降约35%；从发行进度看，今年上半年月完成全年额度的38.3%，显著低于去年同期的60.5%，6月提升8.5个百分点，增速较5月有所放缓。从募集用途来看，6月专项债仍主要投向基建领域，投向“市政和产业园区基础设施”的规模为829亿元，“棚户区改造”478亿元、“民生服务”463亿元、“交通基础设施”463亿元，合计占总额度的约80%。

截至7月15日，今年专项债新增额度为3.94万亿元，目前已用1.54万亿元，较5月同期增加3549.6亿元，发行进度平均达39.1%，较上月同期增加9个百分点。6月下旬，专项债发行较上月加速，但发行总量相对有限。步入7月，专项债发行进一步放缓，但也是原新增计划发行额不多的缘故，8月和9月依然有一定发行压力。从当前使用量来看，多数地区额度使用率已经提升至40%左右，其中厦门、青岛、宁波和广东发行进度已经超过60%，依然维持较快发行速度。

近期专项债发行出现一些特殊情况，河南和大连发行特殊新增专项债。6月26日，河南发行规模为520亿元的新增专项债，用途为“政府投资项目”；7月5日，大连发行规模为41亿元的新增专项债，用途为“补充政府性基金财力”，两批债仅公布资金将用于的地级市、区县政府，但均未公开投入使用的具体项目信息。根据当前政策要求，新增专项债不得偿还隐性或存量债务，但并未包括未披露一案两书专项债与特殊再融资债，这可能在某种程度上体现了未来资金投向的变化。

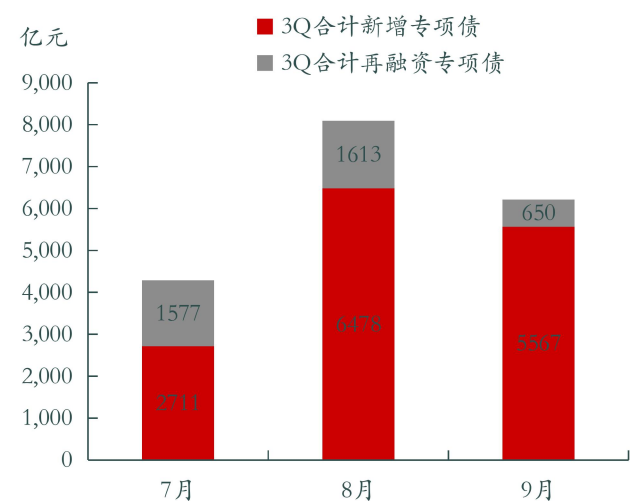
图表3：今年专项债实际发行量与全年发行进度



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

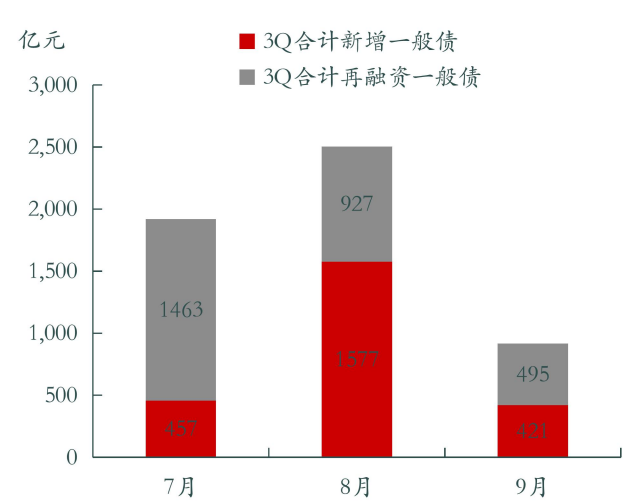
从三季度发行计划来看，目前已有 29 个省市地区披露三季度地方债发行计划，总计额度为 23935.9 亿元，与预期一致，三季度专项债发行将迎来高峰期。其中，新增专项债 14756.1 亿元，一般债 2454.8 亿，再融资债券 6724.9 亿元。分月份来看，7、8、9 月分别计划发行新增专项债 2711、6478、5567 亿元，8 月和 9 月为年内发行高峰。按上半年的平均实际发行比例来看，三季度末期新增专项债累计或达约 3 万亿，四季度剩余额度或在 9000 亿元左右，依然具有一定发行压力。

图表 4：三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 5：三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

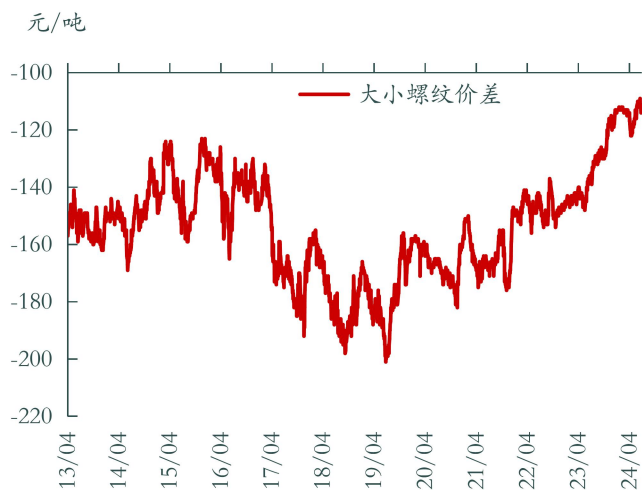


展望后市，今年专项债发行一直面临偏慢的问题，主要是由于去年四季度发行了1.4万亿的特殊再融资债以及1万亿的增发国债，增发国债的项目在今年上半年陆续开工，6月底有一批项目集中开工，已对实物工作量形成一定提振。此外，今年发行的专项债主要用于老项目开工和在建项目续建，新增项目较少，同时反映了当前新增项目审批偏慢的现状。短期来看，根据发行计划，7月新增专项债发行或依旧较慢，重点关注8月和9月的发债情况。同时也需注意，5月专项债发行的提速仍未在实物工作量上显现，后续需谨慎对待资金落地对需求的提振速度；较慢的发行进度将导致今年需求的预期回升节点后移，同时对上游产品的去库可能形成一定压力。

#### 4、实物工作量情况跟踪

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，6月至今大小螺纹价差延续收窄趋势，螺纹线材价差维持震荡，基建与地产运行强弱分化更为显著。螺纹表观需求持续低位运行，创五年同期新低。各地住宅成交恢复缓慢，虽然地产市场有政策提振预期，但弱现实依旧对开工生产起到了较强压制。近期需求处于淡季，叠加天气影响较大，需求阶段性萎靡不振。

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

6月至7月上旬实物开工的关键扰动因素是降雨和需求淡季。目前大部分实物都面临需求淡季，同时从6月中旬起，大范围且持续性较强的暴雨袭击我国，两者均对实物工作量形成明显抑制。

今年夏季需要重点关注异常降雨和可能的台风情况。天气方面，历史上厄尔尼诺转淡的年份都会出现两个典型特征，一是南方地区的异常降雨增多，尤其是长江流域一带，二是会导致秋季之前太平洋的台风活动减少，今年这两种现象均已得到验证。6月中旬时，我国整体呈现南涝北旱的格局，而在南北气流对冲的强弱变化下，我国降雨带从西南地区逐渐抬升至长江流域，目前主雨带可能向四川-山东一带继续北抬。今年夏季我国的水汽输送尤为旺盛，主要是由于在副高压制下的台风胚胎难以成型，成为水汽转送枢纽。考虑到今年沿海水温较高，后期副高若有所转弱，有概率会出现台风集体生成的情况，对我国的实物开工形成压制。

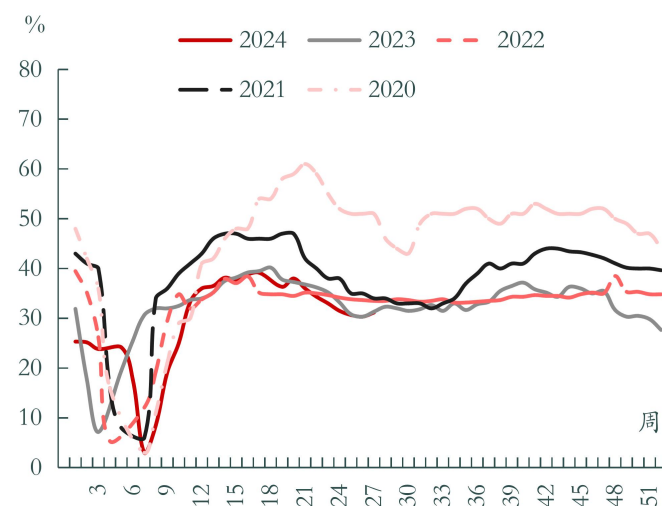
实物工作量方面，6月电力侧表现强劲，交运侧开工回落而水利侧有所转好。水利管网方面，6月至今镀锌管、焊管成交量均先弱后强，6月底集中开工的项目在降雨影响淡去后逐渐恢复生产，对管材成交量形成支撑。镀锌成品库存低位运行，主要是由于下游企业对新订单的悲观预期，导致生产意愿不强。近一个月PE管材开工持续季节性走弱，需求淡季下，订单表现不佳，企业备货计划较弱，但后续随着供应检修减少，开工回落速度或将逐渐趋稳。整体来看，近期水利侧新动工项目相对有限，多为此前万亿国债落地项目开工，以及6月底项目的复产续建。考虑到7月仍将是管材需求淡季，叠加专项债发行额度有限，7月水利侧开工或将维稳运行。

图表 9：镀锌管日度成交量



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

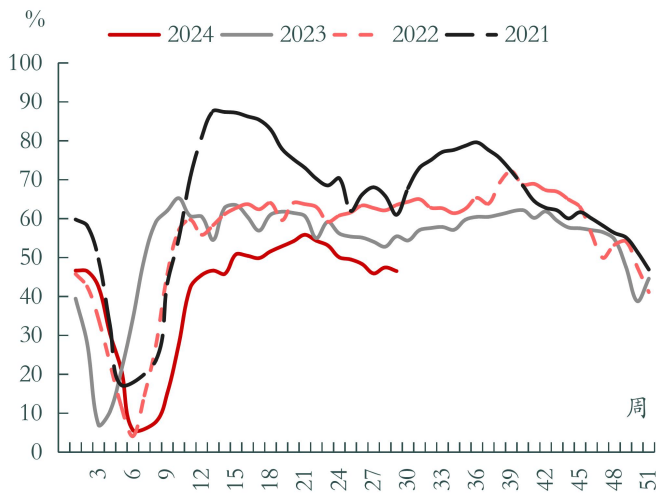
图表 10：PE 管材季节性开工率



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

交运方面，水泥出货率持续下行，而熟料运转率在7月上旬出现明显回升，主要来自华北地区的开工率持续上升，同时此前错峰停窑的影响减弱，但其他地区的熟料运转率有所下降。同时近期雨水减少，出货率得到一定修复，但总体需求仍处于季节性低位。石油沥青开工持续低位运行，需求释放受降水影响。交运侧后续新增项目相对有限，开工拐点仍需锚定预期中的旺季需求。

图表 11: 水泥出货率



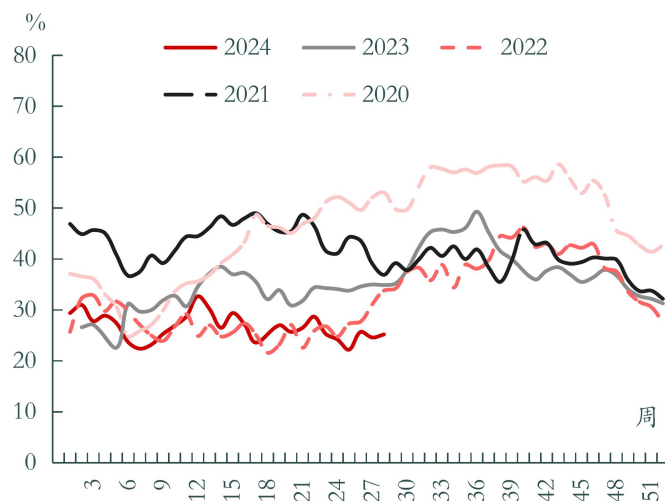
资料来源: 数字水泥, 东证衍生品研究院

图表 12: 水泥熟料窑线运转率



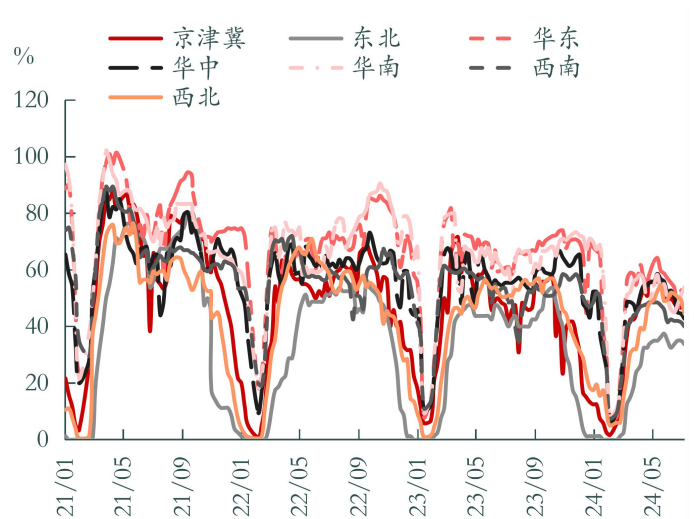
资料来源: 百年建筑网, 东证衍生品研究院

图表 13: 石油沥青开工率



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

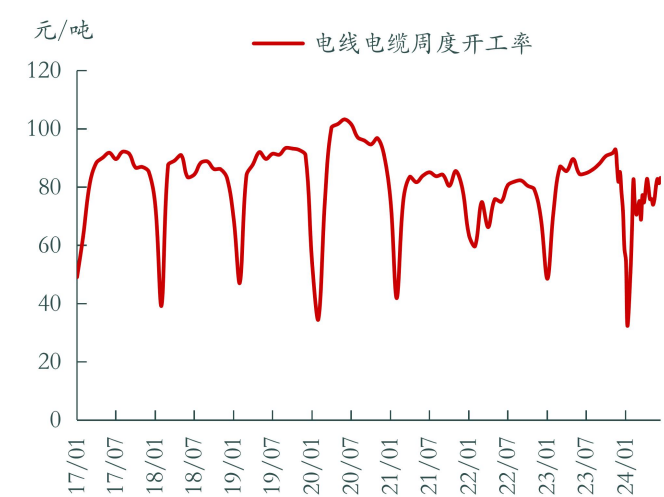
图表 14: 分地区水泥出货率



资料来源: 数字水泥, 东证衍生品研究院

电力方面, 6 月至今电力制品生产强劲, 电线电缆开工率已经上升至 83% 的高位, 铝线缆开工同样持续爬坡。铜制品开工依然受到原材料价格的影响, 但电解铜制杆开工维持高位, 而再生铜制杆开工下滑, 主要是废铜端紧张所致。受公平竞争审查条例和反向开票等政策影响, 再生铜制杆企业开工大幅下滑, 由于企业需要花时间摸清政策路径以及落实执行, 短期内再生铜制杆供应恢复的可能性不高。后续来看, 南方地区降雨过后, 此前招标落地的输变电和铁塔项目恢复生产, 有望继续支撑电力侧维持较强开工。

图表 15：电线电缆开工率



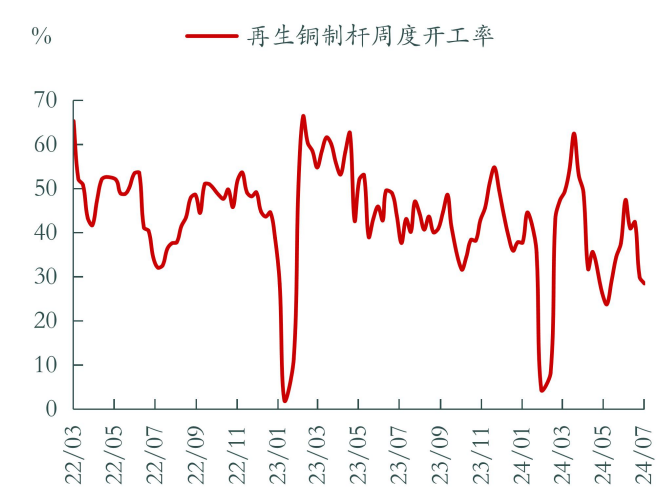
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

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回升，但幅度有限。由于专项债发行速度和力度均不及预期，且7月计划发行额本就较低，实物工作量回升的时点还需后移。7月份，在降雨影响减弱下，部分产品的实物工作量或出现边际回升，但幅度应相当有限，后续需求仍将锚定于8月和9月的专项债发行情况。



## 5、投资建议

锌下游需求与基建密切相关。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。但就 7 月上半月实物工作量的表现来看，基建侧开工并未出现明显好转，水利侧的边际转好以及电力侧维持强劲开工均在我们的预期之内。对锌来说，目前镀锌开工出现边际回升，主要是由于南方雨季结束后项目恢复施工，叠加镀锌招标订单释放所致；氧化锌成品从累库转为逐渐去库，前期减产企业恢复生产，后续或将回归正常生产。但整体来看，后续非降雨带地区气温会较高，锌下游需求或维持偏弱水平。

沪锌最近的基本面和交易逻辑均发生了一定变化。海外有个别大矿投产超预期，但已经被市场逐步计价，而冶炼端预期的大幅减产仅部分兑现，而社库仍在累库，实际需求表现十分疲软，供应减产导致社库去化的逻辑从根本上受到打压。上周无论是美国 CPI 还是联储官员讲话都未对锌价形成较大影响，市场仍在持续交易衰退逻辑。逻辑上，美国需求走弱和加关税预期导致中国出口受阻，从而利空国内有色，也因此，内外贵金属价格出现劈叉，而国内有色价格跌幅超过外盘。后续来看，矿紧依然能够在下方对锌价形成刚性支撑，但并不足以形成向上驱动，而 8 月冶炼扰动需要等到月底才能逐渐兑现，7 月中旬到下旬期间，锌的利多驱动不足，市场或继续就衰退逻辑进行交易，需要重点关注本周的两会是否能够给沪锌带来足够的上行驱动，但根据对产业机构调研，市场信心普遍偏弱。

策略方面，单边角度，向上驱动暂无，不推荐在此时入场做多，此前有多单可以继续持有，但也要注意仓位风险；套利角度，由于需求回升时点后移，建议关注跨近远月反套机会，内外反套点位不佳且驱动不足，建议观望。

## 6、风险提示

基建投资不及预期，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)