

热点报告—锌

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

走势评级：

锌：震荡

报告日期：

2024年8月16日

★事件概述

8月15日，7月固定资产投资数据公布，广义基建投资增速边际回升。步入8月，高峰期专项债的实际发行情况如何？实物工作量运行如何？基建需求的恢复预期是否需要进行调整？

★7月广义基建投资情况梳理

7月全国三大广义基建投资累计同比增速为8.1%，增速环比1~6月增加0.44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23.8%，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8.2%。总体来看，7月三大广义基建投资增速边际继续上行，绝对量主要由电力端支撑，而增量主要由交运侧提供。

★7月专项债发行情况分析

截至8月15日，专项债累计发行进度达48.7%，较上月同期增加9.6个百分点。7月发行专项债约2815亿元，实际发行超过计划发行量，其中有63%为特殊新增专项债。后续需重点注意特殊新增专项债的发行，若增量趋势未减，则或影响最终落地到新增项目的资金使用，进而影响四季度传统需求的修复情况。

★后市展望和投资建议

7至8月中旬，水利和交运侧实物工作量表现偏弱，这种现象难以单纯用季节性和天气因素影响来概括，背后仍有资产荒和信用问题影响。9月实物工作量可能会有边际修复，但仍将锚定于专项债发行速度和规模、以及资金落地到项目上的比例和速度。

沪锌方面，由于短期内订单有限，镀锌开工或不及预期，后续社库去化将边际放缓，9月需求的修复程度仍将锚定于新增项目。近期锌价短期反弹趋势确立，但企稳后依然缺乏上涨驱动，上行幅度仍将受限于宏观扰动预期与需求侧表现。下半年重点关注海外经济数据、鲍威尔讲话和国内铅锌市场研讨会的开展情况。

策略方面，单边角度，短期不建议大仓位参与，中期维持低多思路为主；套利方面，内需预期较弱下，建议关注内外正套机会。

★风险提示

特殊新增专项债发行超预期，订单未有改善，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

联系人：

魏林峻 有色金属分析师

从业资格号：F03111542

Email: 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
《4月基建数据跟踪：专项债发行或提速，静候基建需求改善》 2024/05/20
《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
《“锌”到水穷处，坐看云起时》 2024/06/28
《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

8月15日，7月固定资产投资数据公布，广义基建投资增速边际回升。步入8月，高峰期专项债的实际发行情况如何？实物工作量运行到什么位置？基建需求的恢复预期是否需要进行调整？

2、7月广义基建投资情况梳理

根据国家统计局，2024年1~7月份，全国固定资产投资（不含农户）287611亿元，同比增长3.6%，累计增速比1~6月份回落0.3个百分点，下滑幅度扩大。其中，制造业投资增长9.3%，前值9.5%；房地产开发投资下降10.2，前值-10.1%，地产端开发投资持稳，维持磨底状态，制造业投资增速略有下降。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4.9%，累计增速环比下降0.5个百分点，单月同比增速下降2.6个百分点至2%，而包含电力口径的基础设施投资同比增长8.1%，累计环比增加0.4个百分点，单月同比增速上升0.5个百分点至10.7%，单月口径差异巨大，意味着当前基建投资主要受电力侧拉动。整体来看，7月全国固定资产投资继续走弱，各领域投资情况均出现一定程度下滑。

广义基建领域，1~7月全国三大广义基建投资累计同比增速为8.1%，增速同比去年同期下滑1.3个百分点，环比1~6月增加0.44个百分点，环比6月边际改善，5~6月专项债发行提速起到的提振效应仍在延续。其中，电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计同比增长23.8%，环比增加0.5个百分点，同比增速回落1.6个百分点；水利、环境和公共设施管理业累计同比增加0.7%，环比持平，较去年同期降低0.9个百分点；交通运输、仓储和邮政业累计同比增长8.2%，环比降低1.6个百分点，较去年减少3.5个百分点。总体来看，7月三大广义基建投资增速继续回暖，同比去年增速的差距有所收窄，电力侧继续维持强劲供给，交运侧在连月回落后转势发力，水利侧维持低位运行。

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

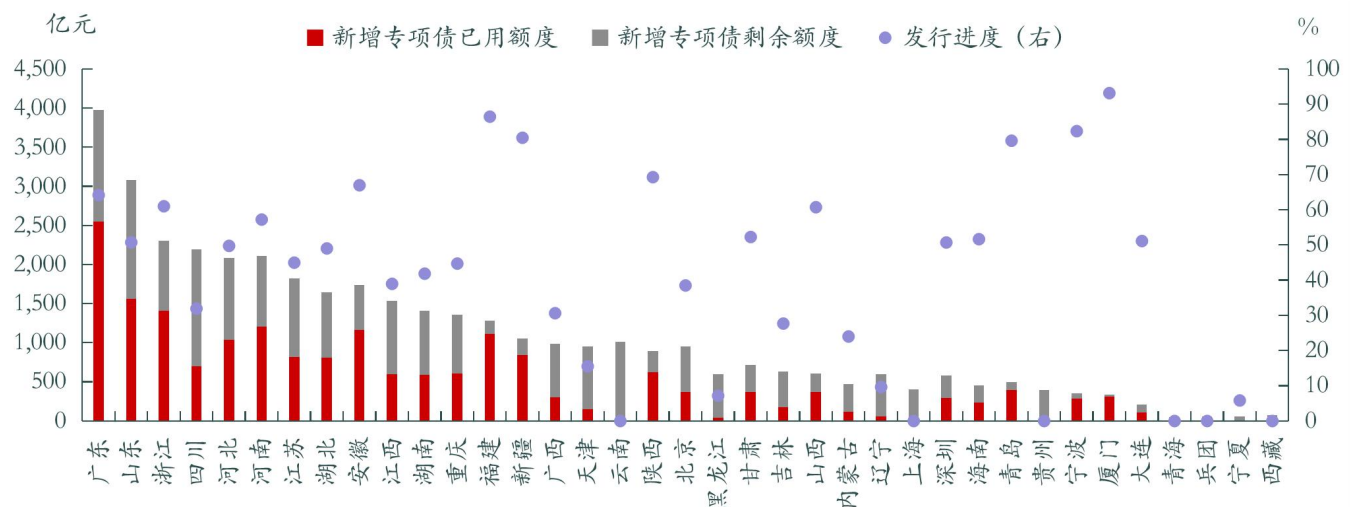


资料来源：国家统计局，东证衍生品研究院

3、7月专项债发行情况分析

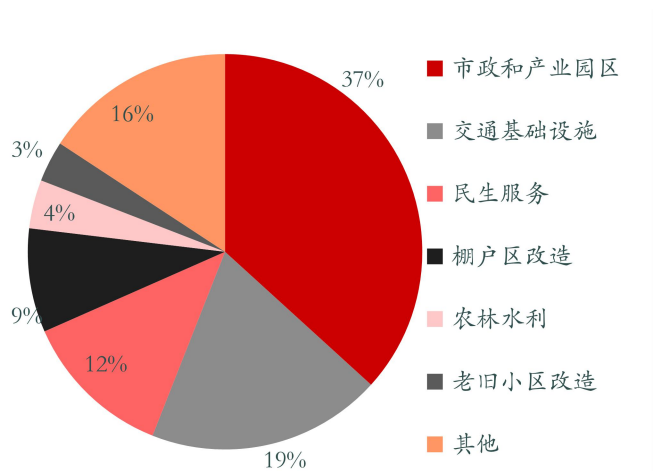
从专项债实际发行情况来看，7月依旧是先慢后快的发行节奏，7月底至8月中旬，无论是一般债还是专项债发行速度都有显著提升，且目前发行速度仍在逐渐上升。经统计，7月新增专项债发行量2815亿元，环比、同比分别减少512亿元和增加852亿元，实际发行量略超计划发行量。此前多数月份的实际发行情况均不及预期，包括上半年发行高峰的5月和6月。今年1~7月，全国地方政府新增专项债累计发行约1.77万亿元，累计同比减少7222亿元，累计同比下降约28.9%；从发行进度看，7月底已完成全年额度的45.5%，依然低于去年同期水平的65.7%，7月发行进度提升6.4个百分点，增速环比继续放缓。

图3：今年专项债实际发行量与全年发行进度



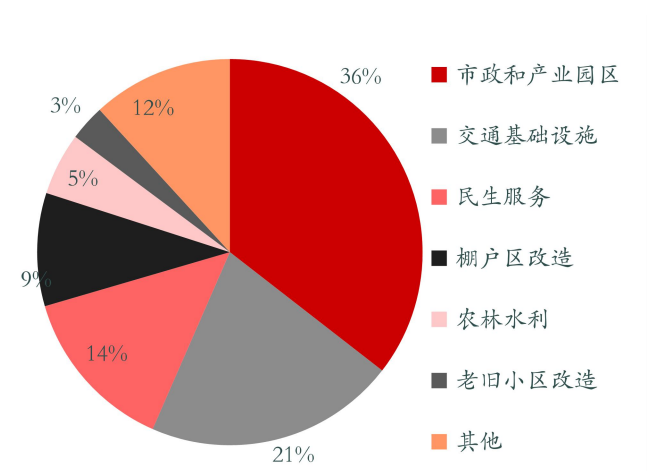
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图4：7月新增专项债发行领域占比



资料来源：Wind，中国债券信息网，东证衍生品研究院

图5：1~7月新增专项债发行领域累计占比



资料来源：Wind，中国债券信息网，东证衍生品研究院

截至8月15日，今年专项债新增额度为3.94万亿元，目前已用1.92万亿元，较7月同期增加3776.6亿元，发行进度平均达48.7%，较上月同期增加9.6个百分点。7月最后一周起，专项债发行明显加速，且这种趋势一直维持到了8月中旬。从实际发行来看，各地平均使用额度已经接近50%，此前发行较慢的地区也开始发力。从募集用途来看，7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391亿元，“交通基础设施”205亿元，“民生服务”132亿元，合计占总额度的约68.4%。值得一提的是，“棚户区改造”的资金占比较6月下降8.5%。

根据中国债券信息网，6月底至7月初，全国共9个地区发行特殊新增专项债（即未披露一案两书的专项债与特殊再融资债），累计规模达到2279亿元。单7月来说，其中就有约63%的资金来自特殊新增专项债。相较于普通的新增专项债，特殊新增专项债的发行期限相对更短，平均仅在11年左右，而一般的新增专项债在20年左右。目前特殊新增专项债主要被用于政府投资项目和存量投资项目。去年以来，新增专项债特殊化的趋势较为明显，后续尤其是在8月和9月，需重点关注特殊新增专项债的实际发行情况，若增量趋势未减，则可能会影响到最终落地到新增项目的使用资金，进而影响四季度传统需求的修复情况。

图表6：6月底至7月底特殊新增专项债募集资金及用途（单位：亿元）

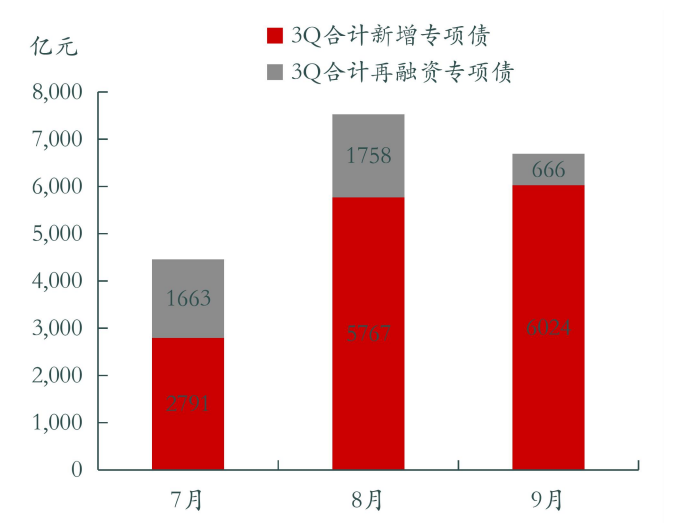
发行日期	债券简称	发行规模（亿元）	募集资金用途	债券年限（年）	票面利率（%）
2024/6/26	24 河南债 21	520	政府投资项目	10	2.35
2024/6/28	24 大连 09	41	政府投资项目	10	2.29
2024/7/4	24 辽宁债 12	8.6	项目建设	10	2.33
2024/7/4	24 辽宁债 13	7.9	项目建设	15	2.44
2024/7/4	24 辽宁债 14	17.6	项目建设	20	2.49
2024/7/4	24 辽宁债 15	23.9	项目建设	30	2.51
2024/7/4	24 厦门债 23	8	城市更新等七个项目	10	2.32
2024/7/25	24 新疆债 26、24 新疆债 27、24 新疆债 29	632	政府投资项目	5、7、10	2.02-2.35
2024/7/26	24 浙江债 28	204	滨江区棚户区改造(三期)等项目	10	2.29
2024/7/29	24 陕西债 19	55	政府存量投资项目	5	2.1
2024/7/29	24 陕西债 20	446	政府存量投资项目	10	2.31
2024/7/30	24 山西债 15	171	城南退水渠雨污分流改造等	10	2.26
2024/7/30	24 甘肃债 17	144	政府存量投资项目	5	2.19

资料来源：Wind，中国债券信息网，东证衍生品研究院

三季度发行计划来看，目前已有32个省市地区披露三季度地方债发行计划，总计额度为25023.8亿元。其中，新增专项债14581.5亿元，一般债2924.4亿，再融资债券7517.9

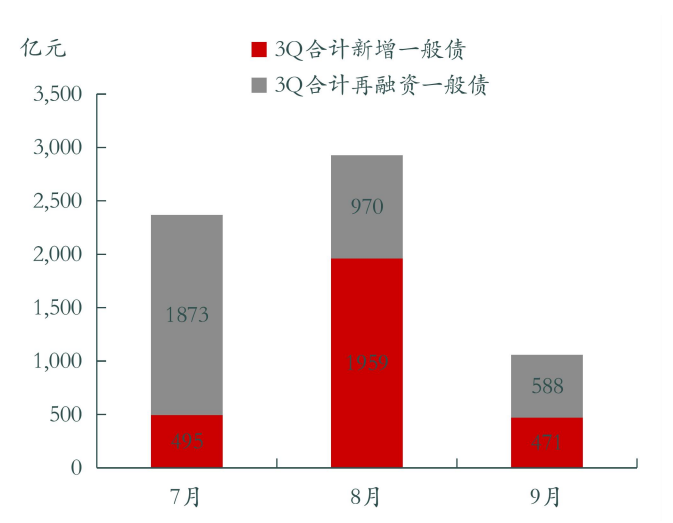
亿元。分月份来看，7、8、9月分别计划发行新增专项债 2791、5767、6024 亿元，分别发行新增一般债 495、1959、471 亿元，8 月和 9 月有望成为年内发行高峰，按 8 月上旬的发行速度来看，8 至 9 月或都将维持较快的发行节奏。步入 8 月，5~6 月的专项债资金依然未能在项目端对实物生产形成明显提振，7 月底的资金在三季度落地项目将有一定困难；虽然中央政治局会议提出要加快专项债发行使用进度，新增项目审批偏慢的现状或将在边际上有所改善，但资产荒问题短期内难以有效解决，我们对后续项目对需求的提振作用持悲观态度。

图表 7：三季度专项债计划发行统计



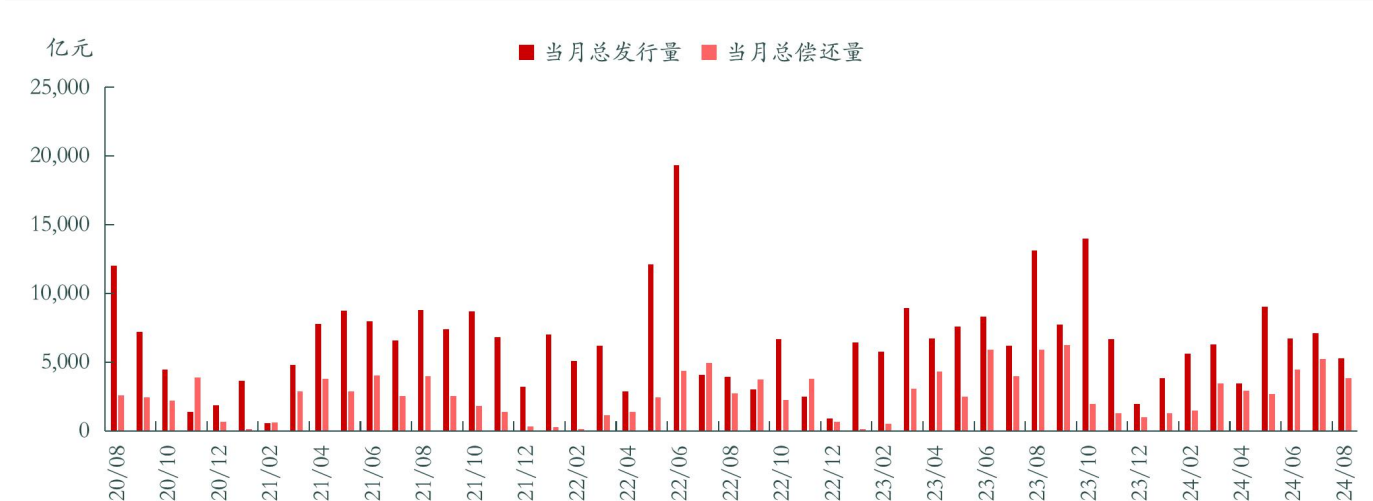
资料来源：Wind，中国债券信息网，东证衍生品研究院

图表 8：三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 9：月度地方债总发行量与总偿还量

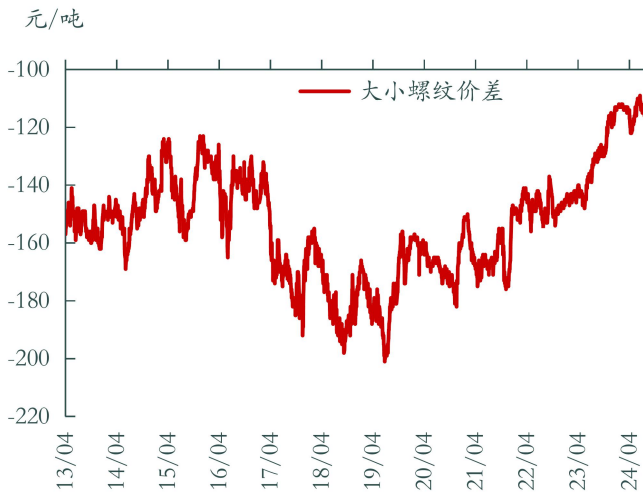


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

4、实物工作量情况跟踪

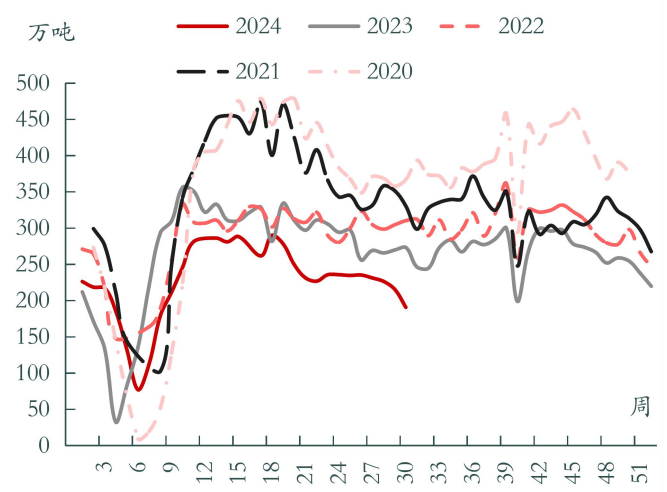
从实物生产来看，宏观角度，大小螺纹价差能够在一定程度上体现基建和地产之间的强弱关系，7月至今大小螺纹价差持续扩大，而螺纹线材价差维持震荡，基建与地产运行强弱分化有所收敛。螺纹表观需求边际走弱明显，钢材市场处于终端淡季，但从季节性上来看，也基本步入尾声阶段。8月央行召开下半年工作会议，明确要落实3000亿保障性住房再贷款政策，预期9月地产端实物工作量可能会边际企稳。

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



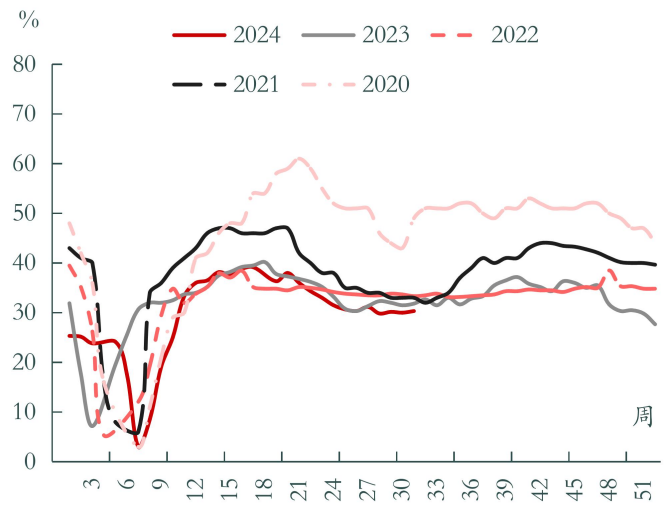
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

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



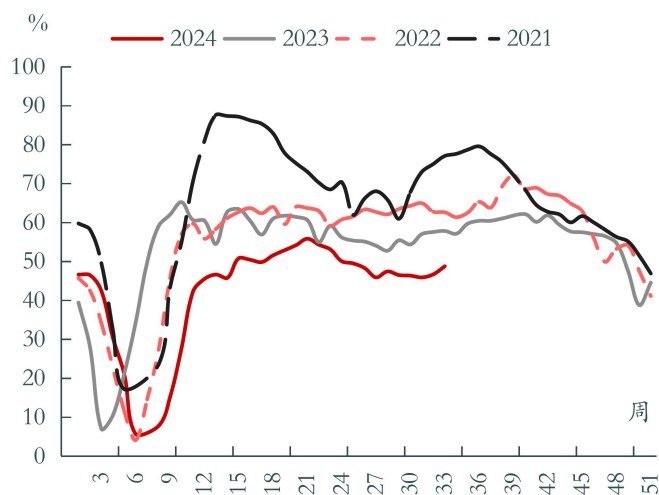
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

水利管网方面，7月至今镀锌管、焊管成交量边际上升，主要是由于黑色系和锌价下跌后下游持续补库生产所致。镀锌成品库存明显上升，截至8月9日，SMM镀锌周度库存相比7月初时已上升3.7万吨（+8.5%）。然根据市场调研，镀锌管棒订单依然较弱，需求多来自6月集中开工的水利项目支撑，因而镀锌管棒产业的成品和原料库存都在持续累积。PE管材开工维持季节性低位运行，7月淡季项目工程订单较少，叠加华南和中南部雨水影响，工厂多维持刚需采购。整体来看，存量水利项目的施工和复工是7月需求的主要支撑，新增项目仍然有限，但淡季即将过去，而此前专项债多发于市政基础设施建设，9月水利侧供需双弱的情况或将有所好转。

交运方面，水泥出货率边际修复，出现连续两周的改善，而熟料运转率仍在走弱。水泥需求总体跟随高温和降水变化，7月后降水影响逐渐减弱，开工运输受阻和前期错峰停窑的情况均有边际改善。但我们认为水泥需求本处于季节性低位，加之目前新增项目不足，且多地施工条件仍然偏弱，短期内需求仍难现较大改善。石油沥青方面，淡季下炼厂生产积极性较低，多维持刚需采购，终端需求表现疲弱。8月中旬将进入传统需求旺季，但当前仍面临项目订单不足且下游资金偏紧的难题，传统季节性改善或不及预期。但另一方面，交运侧固定资产投资额环比已经出现改善，后续存在订单修复预期，虽然增量可能相对有限，但开工率的拐点或已不远。

电力侧依旧维持强劲表现，对基建端形成主要托举。7月以来，电线电缆开工率持续上升，近期国网输变电招标持续落地提振需求，铜铝制品表现强劲，而原材料价格的下跌进一步刺激下游拿货意愿。但也需注意的是，783号令对再生资源的影响较大，再生铜质杆企业的开工率已回落到20%以下，多数企业仍在维持观望，后续随着政策执行方式更加清晰，落地更加普遍化，再生铜开工有望实现边际修复。往后看，在国网招标订单逐渐释放的背景下，电力侧或将维持强劲运行，后续将利多电力占需求比例较大的有色品种。

图表 14：水泥出货率



资料来源：数字水泥，东证衍生品研究院

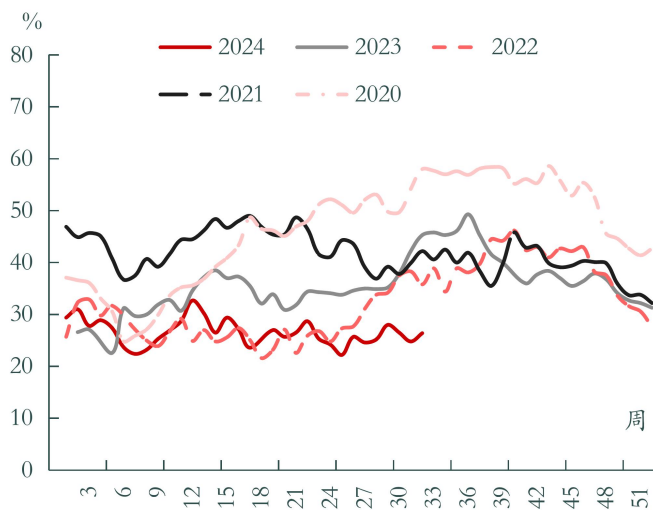
图表 15：水泥熟料窑线运转率



资料来源：百年建筑网，东证衍生品研究院

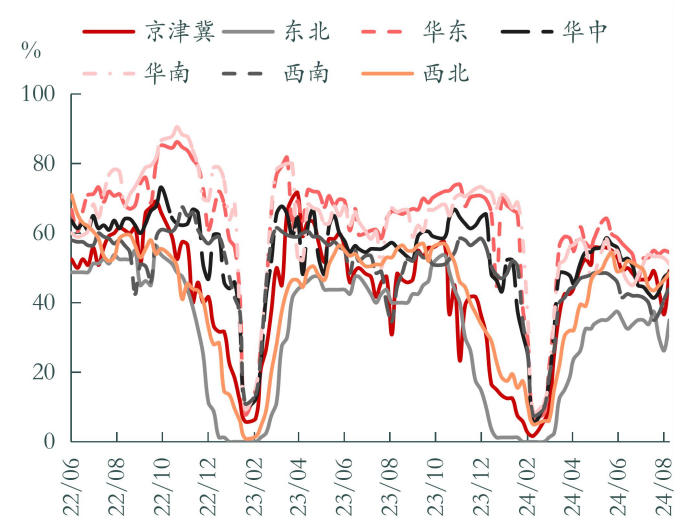
总体而言，三大广义基建投资增速边际继续上行，绝对量由电力端支撑，而增量由交运侧提供。近期水利和交运侧实物工作量表现多处于偏弱水平，这种疲软的表象难以单纯用季节性和天气因素影响来简单概括，背后仍然有资产荒和信用问题等的影响。综合各领域来看，实体企业信心相对不足，市场对金九银十的概念愈发模糊，9月实物工作量可能会出现一些边际修复，但仍将锚定于专项债发行速度和规模、以及资金落地到项目上的比例和速度。

图表 16：石油沥青开工率



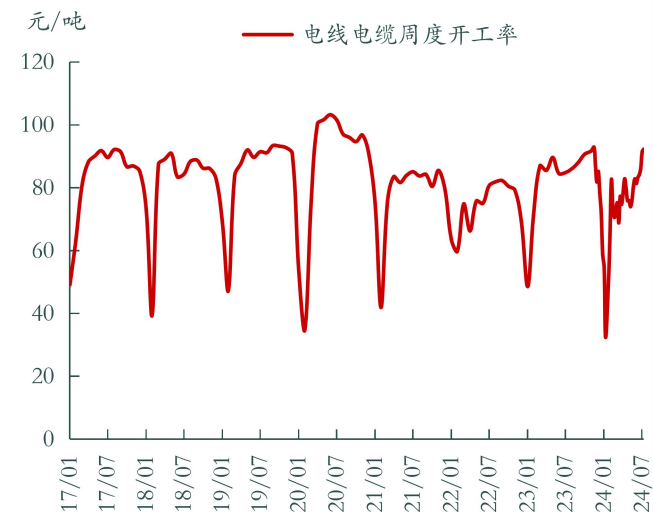
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 17：分地区水泥出货率



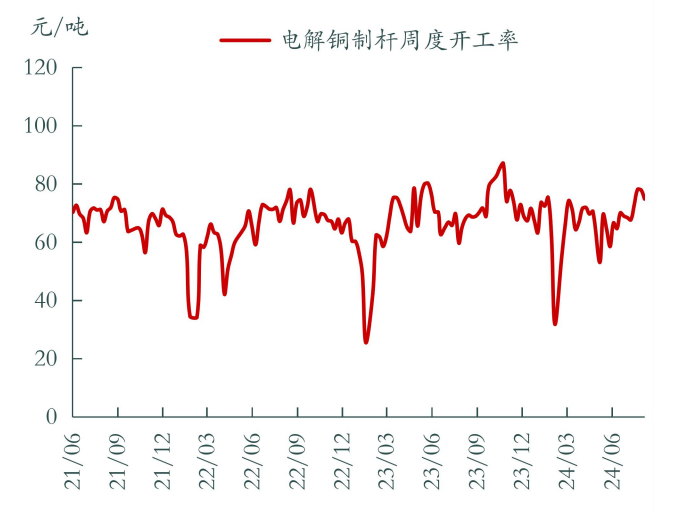
资料来源：数字水泥，东证衍生品研究院

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。资金端，此前市场关注的 5~6 月专项债发行小高峰，截至目前也并未给实物工作量带来显著提振。7 月专项债发行提速，但实际发行多数为特殊新增专项债，难言这些资金能完全落地项目；8 月和 9 月或将维持高速发行，但高增下特殊新增专项债发行比例显得尤为重要，若维持 7 月的发行比例，则会影响到年内落地至项目的资金。实物工作量放面，电力开工的走强在预期之内，交运侧的修复将给予市场一定信心，而水利侧在年中集中开工后仍然维持较弱运行，或有不及预期成分。

对锌来说，在交运订单新增有限的情况下，短期内镀锌侧开工很可能是不及预期的，而锌合金和氧化锌侧订单也相对有限。同时锌价下跌后，给予了下游厂商半个月左右的补库时间，下游无论是原料还是成品库存都在被逐渐拉高。8 月下旬，我们预期现货偏紧的情况将逐渐缓解，而下游也将回归正常运行，社库的去化将边际趋缓，而放眼 9 月，下游开工的边际修复程度仍将锚定于有多少新增项目落地。

锌价近期波动率较高，欧洲天然气上涨拉动锌价，而日元套息交易引发的资产价格崩盘和悲观情绪也在日央行发声后告一段落，美国经济数据超预期对宏观形成提振，伦锌受提振作用较强；但反观国内需求表现依然疲弱，进口持续流入下社库或将企稳，短期对伦锌的跟踪效应将较为有限。8 月下旬，海外制造业数据与美国 PCE 仍有不确定性，同时鲍威尔将发表重磅讲话，宏观扰动依然较多。基本上，国内锌需求依然偏弱，供应扰动并非当前市场交易的重心，但也需关注月底即将召开的 2024 年中国铅锌市场研讨会，冶炼减产问题或将得到重点关注。总体来看，锌价短期反弹趋势确立，但主要是低估值下的修复，企稳后依然缺乏上涨驱动，锌价上行幅度仍将受限于宏观扰动预期与需求侧表现。

策略方面，单边角度，短期多头趋势确立，投机者可轻仓试多，但不建议大仓位参与，中期维持低多思路为主；套利方面，内需预期较弱下，建议关注内外正套机会。

6、风险提示

特殊新增专项债发行超预期，订单未有改善，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

Email：research@orientfutures.com