

## 热点报告—锌

8 月基建数据跟踪：  
专项债发行超预期的背后

走势评级：                    锌：震荡  
报告日期：                    2024 年 9 月 18 日

## ★事件概述

9 月 15 日，8 月固定资产投资数据公布，广义基建投资增速边际回落。8 月新增专项债和特殊新增专项债的发行如何？9 月专项债能否继续维持高速发行？实物工作量的预期有何调整？

## ★8 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 7.9%，增速环比 1~7 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 23.5%，水利、环境和公共设施管理业累计同比增长 1.2%，交通运输、仓储和邮政业累计同比增长 6.7%。总体来看，8 月三大广义基建投资增速出现回落，电力侧维持强劲供给，交运侧有所走弱，水利侧边际改善。

## ★8 月专项债发行情况分析

截至 9 月 17 日，专项债累计发行进度达 69.9%，较上月同期增加 21.2 个百分点。8 月新增专项债发行量 7965 亿元，实际发行量超计划额度约 2200 亿元，其中有 33.7% 为特殊新增专项债；8 月底新增专项债发行进一步提速，可能有受政策面影响。

## ★后市展望和投资建议

8 月专项债发行显著提速，但实物工作量的提振反映滞后，金九的提振并不明显，下游订单有边际转好但改善有限。天气影响逐渐减弱下，预计 9 月实物工作量或维持边际修复；同时我们维持 10 月~11 月实物工作量回出现相对显性回升的观点不变，但若无更多政策出台，则改善幅度相比往年会更小。

沪锌方面，降息预期提振也伴随着不及预期的潜在冲击加大，短期锌价的博弈以及波动率或均有所放大；9 月下旬锌或以节前备货为主线运行，供应矛盾支撑价格，需求侧改善预计有限，同时进口流入下料社库压力不会很大，锌价或维持宽幅震荡为主。

策略方面，单边角度，市场情绪高涨下，当前入场收益风险比较低，短期建议观望，中期暂以偏多思路对待；套利角度，短期内外反套建议逐步止盈，中期关注月差正套和内外反套机会。

## ★风险提示

特殊新增专项债发行超预期，新增项目有限，实物生产不及预期。



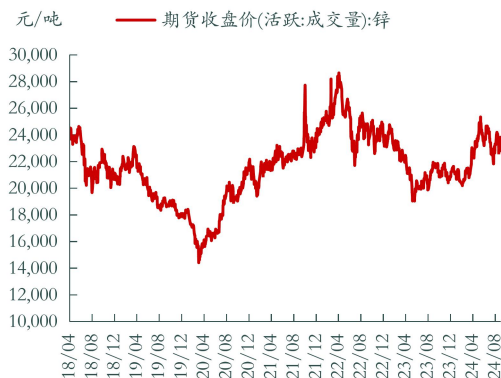
东方证券  
ORIENT SECURITIES

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  
《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  
《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

**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

9月15日，8月固定资产投资数据公布，广义基建投资增速边际回落。8月新增专项债发行大超预期，原因几何？特殊新增专项债的发行有多大程度的改变？步入9月，专项债能否继续维持高速发行？实物工作量的边际修复能否提速？

## 2、8月广义基建投资情况梳理

根据国家统计局，2024年1~8月份，全国固定资产投资（不含农户）329385亿元，同比增长3.4%，累计增速比1~7月份回落0.2个百分点，延续下滑趋势。其中，制造业投资增长9.1%，前值9.3%，制造业投资增速边际继续下滑；房地产开发投资下降10.2%，与前值持平，地产继续磨底。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4.4%，累计增速环比下降0.5个百分点，而包含电力口径的基础设施投资累计同比增长7.9%，累计环比减少0.27个百分点，口径继续维持较大差距，电力侧依然是最主要的增量贡献领域。整体来看，全国固定资产投资和基建领域投资已经连续5个月走弱，8月作为发债高峰期并未改善投资情况。

广义基建领域，1~8月全国三大广义基建投资累计同比增速为7.9%，增速同比去年同期下滑1.1个百分点，环比1~7月降低0.27个百分点。其中，电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计同比增长23.5%，环比下降0.3个百分点，同比增速回落3个百分点；水利、环境和公共设施管理业累计同比增加1.2%，环比增加0.5个百分点，较去年同期增加0.8个百分点；交通运输、仓储和邮政业累计同比增长6.7%，环比降低1.5个百分点，较去年减少4.6个百分点。总体来看，8月三大广义基建投资增速出现回落，电力侧维持强劲供给，交运侧出现走弱，水利侧边际改善。

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

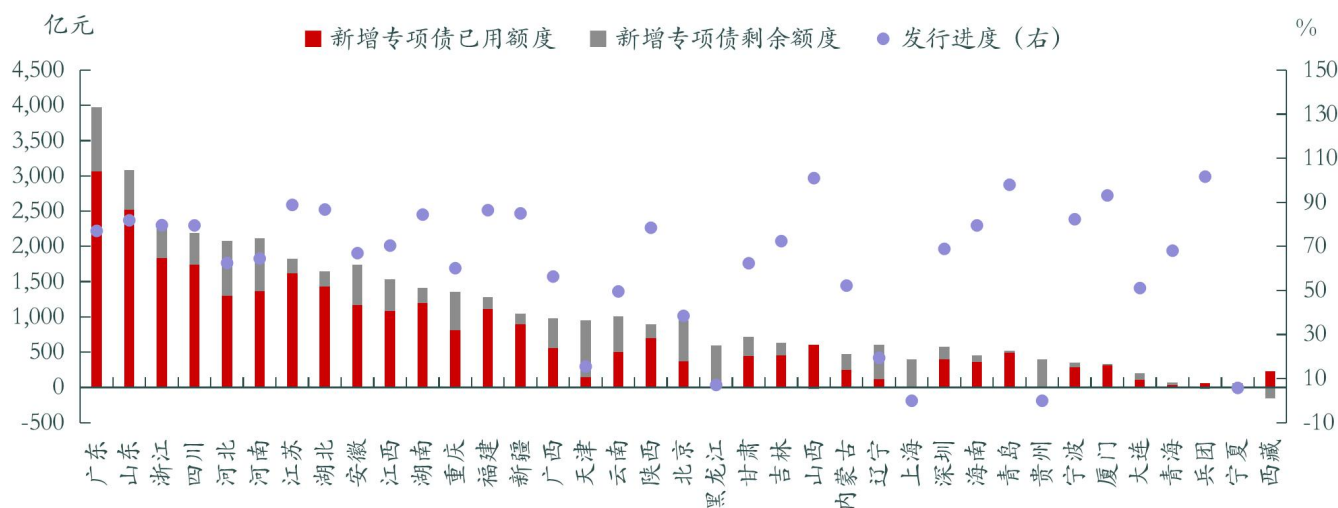
### 3、8月专项债发行情况分析

从实际发行情况来看，作为年内发债高峰期，8月发行情况并未让人失望，专项债的发行速度和量级都显著超预期。量级方面，8月新增专项债发行量7965亿元，环比7月增加5150亿元，实际发行量超计划额度约2200亿元，发行明显放量；速度方面，8月专项债发行加速，月底发行进一步提速。今年1~8月，全国地方政府新增专项债累计发行约2.57万亿元，累计同比减少5262.8亿元，累计同比下降约17%，差距有所收窄。从发行进度看，8月底新增专项债发行已完成全年额度的65.2%，环比7月底提升19.7个百分点，其中8月最后一周增幅达到9.7%。

截至9月17日，今年专项债新增额度为3.94万亿元，目前已用2.76万亿元，较7月同期增加7043亿元，发行进度平均达69.9%，较上月同期增加21.2个百分点。近期专项债发行节奏变化较大：8月底最后一周，全国新增专项债发行超3700亿元，单周发行超过7月全月的新增发行量；9月首周，专项债发行阶段性拉闸，单周无新增发行；9月第二周，新增专项债发行回归高速发行。值得注意的是，8月26日六部门印发《市政基础设施资产管理暂行办法（试行）》，其中提到“严禁为没有收益或收益不足的市政基础设施资产违法违规举债，不得增加隐性债务”，办法9月1日起施行，未来部分效益较差的基建项目将不再支持发债，资金将被引向更优质的项目。

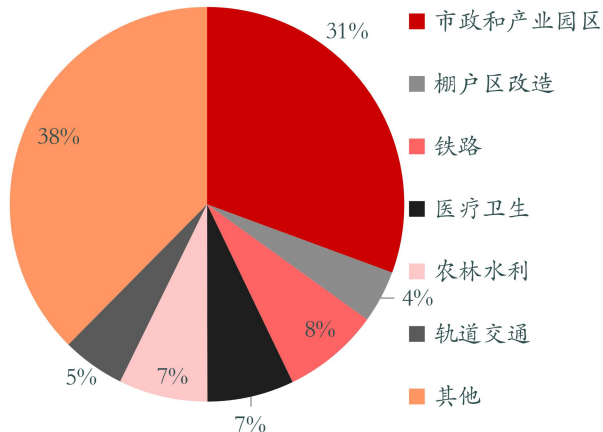
分地区来看，各地平均使用额度已提升至约70%，专项债发行规模前三为山东、四川和湖南，共计发行2784亿元，占8月发行总额的29.4%。从募集用途来看，8月专项债主要投向基建领域，投向“市政和产业园区基础设施”的规模为1615亿元，“铁路和轨道交通”合计689.3亿元，“农林水利”384.5亿元，合计占总额度的约51%。

图表3：今年专项债实际发行量与全年发行进度



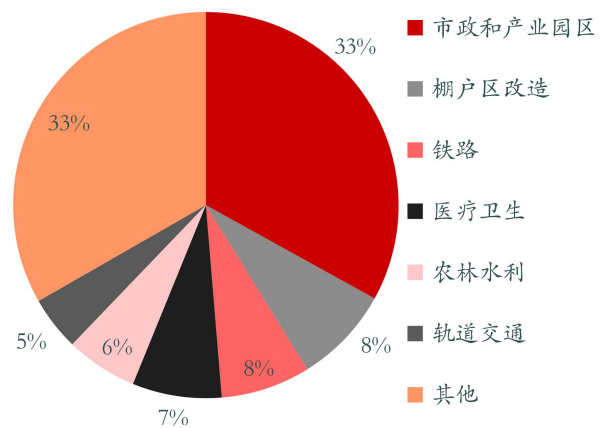
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 4：8 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

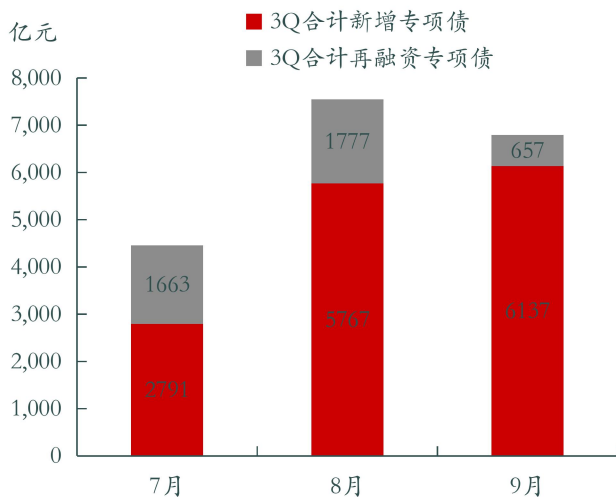
图表 5：1~8 月新增专项债发行领域累计占比



资料来源：企业预警通，中国债券信息网，东证衍生品研究院

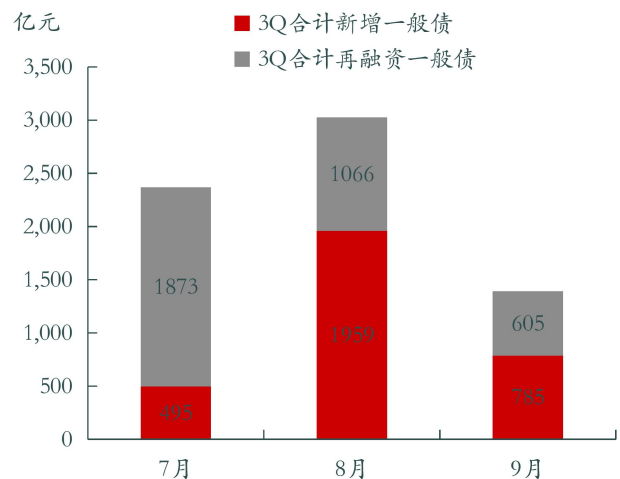
三季度发行计划来看，目前共有 32 个省市地区披露三季度地方债发行计划，总计额度为 25574.9 亿元。其中，新增专项债 14694.4 亿元，一般债 3239.3 亿，再融资债券 7641.3 亿元。分月份来看，7、8、9 月分别计划发行新增专项债 2791、5767、6137 亿元，新增一般债分别为 495、1959、785 亿元，9 月三季度专项债发行计划基本维持不变。根据计划发行量推算，9 月下旬剩余有 4260 亿左右的计划额度，发行压力仍存；年内或还有 1.3 万亿的计划额度等待落地，考虑到季节性因素，剩余额度有望在 11 月前发行完毕，起到提振年内实物工作量的作用。

图表 6：三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 7：三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

根据中国债券信息网，8月全国共11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2683亿元，环比7月增加404亿元。8月发行的新增专项债中，约有33.7%的资金来自特殊新增专项债，新增的特殊债主要被用于政府投资项目和存量投资项目，可能存在资金落地新增项目不及预期的隐忧。

**图表 8：8月特殊新增专项债募集资金统计（单位：亿元）**

发行日期	债券简称	发行规模（亿元）	债券年限（年）	票面利率（%）
2024/8/6	24 福建债 27	5	5	1.89
2024/8/6	24 福建债 28	249	10	2.19
2024/8/15	24 内蒙古债 20	24	10	2.26
2024/8/15	24 山东债 39	14	7	2.14
2024/8/15	24 山东债 40	291	10	2.26
2024/8/15	24 山东债 41	3	30	2.45
2024/8/21	24 山西债 36	16	10	2.24
2024/8/21	24 山西债 35	10	7	2.15
2024/8/22	24 青海债 05	32	10	2.24
2024/8/22	24 重庆债 29	106	7	2.14
2024/8/22	24 重庆债 30	103	7	2.14
2024/8/22	24 吉林债 30	108	10	2.24
2024/8/23	24 江苏债 19	400	10	2.23
2024/8/26	24 西藏债 09	51	10	2.22
2024/8/26	24 西藏债 07	102	10	2.22
2024/8/26	24 西藏债 08	70	10	2.22
2024/8/27	24 山东债 49	63	10	2.21
2024/8/27	24 湖南债 30	100	10	2.21
2024/8/27	24 湖南债 29	120	10	2.21
2024/8/29	24 内蒙古债 23	103	10	2.22
2024/8/29	24 四川债 48	200	10	2.22
2024/8/29	24 江苏债 21	280	10	2.22
2024/8/30	24 湖南债 37	103	7	2.12
2024/8/30	24 湖南债 36	130	7	2.12
总计		2683		

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

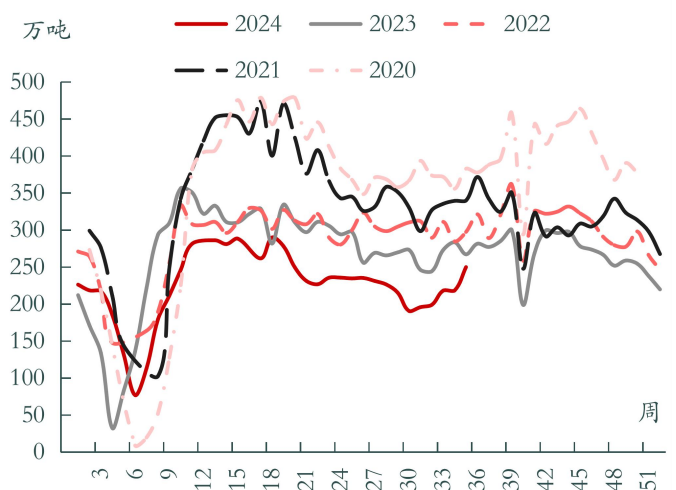
从实物生产来看，宏观角度，大小螺纹价差能够在一定程度上体现基建和地产之间的强弱关系，8月至今大小螺纹价差维持震荡，基建与地产均维持季节性弱势运行。螺纹表需受黑色价格影响较大，在传统旺季到来、天气影响转弱、黑色价格阶段性企稳和节前补库等多重因素影响下，需求出现探底回升。临近美联储降息，市场关于进一步放开地产政策的声音增多，10月地产侧实物工作量或企稳运行。

图表 10：大小螺纹价差



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

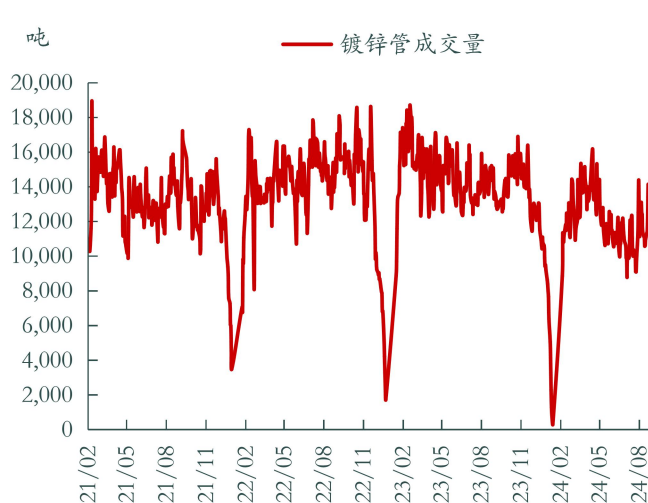
图表 11：螺纹季节性表观需求量



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

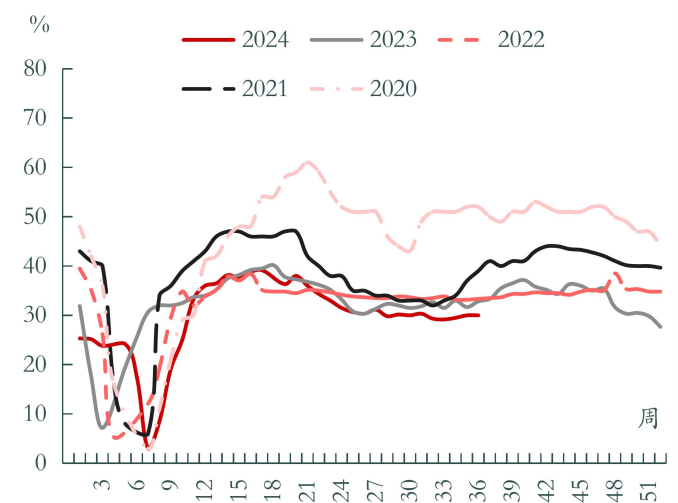
水利管网方面，8月以来镀锌管和焊管成交量低位回升，水利项目新增不多，镀锌开工弱势运行，且前期黑色和锌价波动较大，压制下游采购意愿。9月锌价和黑色价格企稳回升，带动管棒成交量放大。PE管材新增订单较为有限，传统旺季来临后需求跟进速度较慢，但后市仍有向好预期。下半年以来水利侧新增项目比较有限，前期集中开工的水利项目也并未显著提振下游需求，5~6月投向市政和产业园区的资金和新增项目或存在一定程度的失真。往后看，传统旺季来临对下游提振偏弱，但8月水利侧固定资产投资增速有所回升，且投资领域仍以市政和产业园区为主，预计后续水利侧实物工作量将有所回升。

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

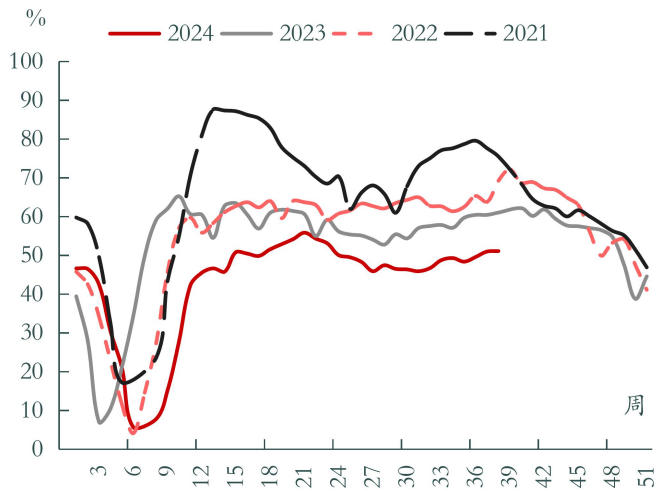


资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

交运方面，水泥出货率受天气影响较大，8月以高温降雨消退提振出货和开工为主线运行。天气转好后，水泥出货率有所好转，但依然掣肘于新开工项目不足和上游资金短缺，熟料运转率低位震荡，总体来看，水泥实物工作量持稳运行但也无旺季特征。石油沥青开工率维持低位震荡，需求季节性改善相当有限，目前仍然难言开工拐点已现。考虑到8月交运侧固定资产投资增速有所走弱，叠加十一假期即将来临，9月实物工作量改善的可能性不大，后续需求仍需锚定专项债落地项目的进度。

电力侧8月继续维持强劲表现。8月以来电线电缆开工率持续上升，铜制杆、铝线缆等制品开工率也持续上升。一方面是国网招标迎来订单密集期，新增项目逐渐落地动工，另一方面是天气影响转弱，不少电力项目启动复工。但也需注意，再生铜质杆开工仍在持续走弱，783号令对行业冲击较大，短期还需等待政策进一步细化和落实。往后看，订单充裕且天气好转下，预计9月电力侧依旧能对基建开工形成强托底作用。

图表 14: 水泥出货率



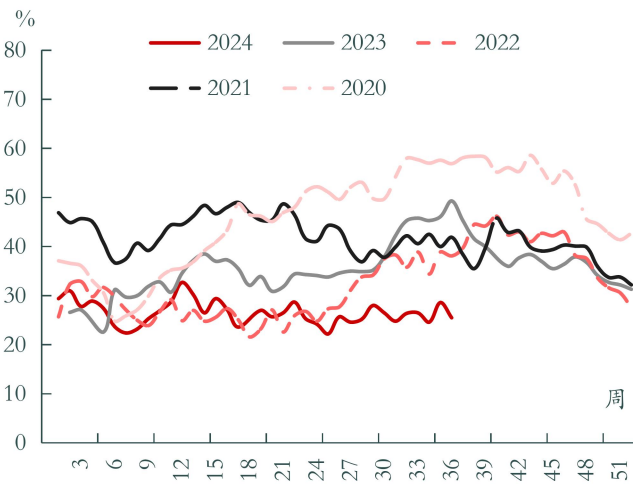
资料来源：数字水泥，东证衍生品研究院

图表 15: 水泥熟料窑线运转率



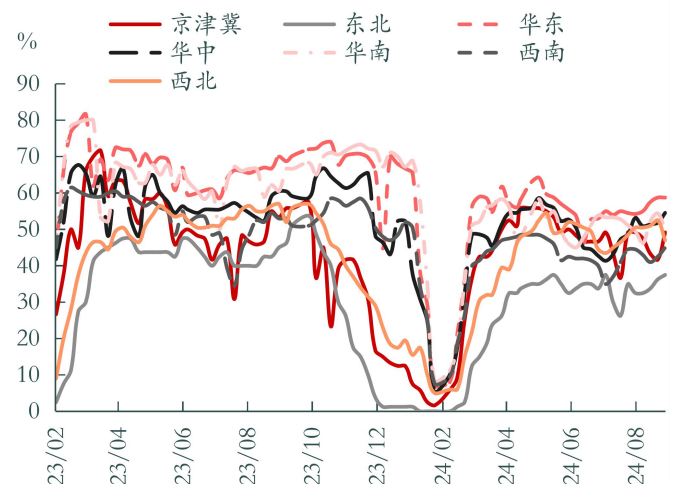
资料来源：百年建筑网，东证衍生品研究院

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

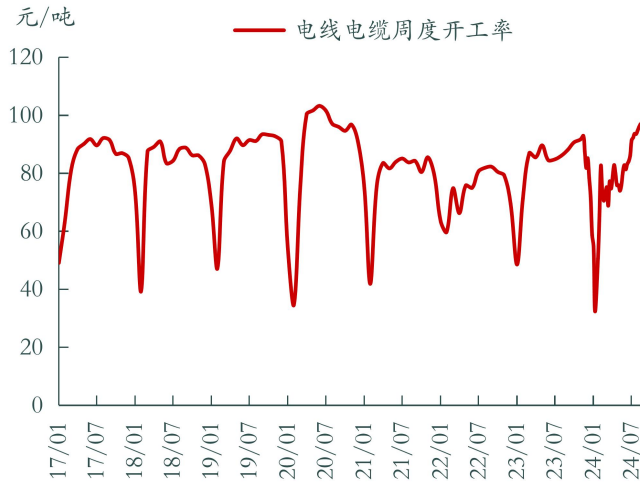


资料来源：数字水泥，东证衍生品研究院

总体而言，8月广义基建实物工作量延续分化运行，电力侧维持强劲供给，而水利和交运侧偏弱运行。8月专项债发行显著提速，但实物工作量的提振反映滞后，金九的季节性提振表现并不明显，下游订单有边际转好但改善幅度有限。天气影响逐渐减弱下，预计9月实物工作量或维持边际修复，但考虑到前期专项债发行速度偏慢，且特殊新增专项债的挤占作用，建议谨慎预期9月可能到来的季节性特征；而国庆后8月专项债资金或有落地，预计需求侧的显性拐点已经不远。



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，8月专项债发行显著提速，9月首周暂缓发债，中旬回归正常速度发行，总体发行速度符合预期，但8月底发行规模超预期。然而，8月底政策可能对后市各地发债有一定影响，且特殊新增专项债持续发行，挤占后续资金落地项目的空间，叠加考虑到资金面和前期实物工作量落地的错配和失真情况，我们维持认为10月~11月实物工作量回出现相对显性回升的观点不变，但若无更多政策出台，则改善幅度相比往年会更小。对锌来说，短期内镀锌侧需求仍受铁塔复工和光伏订单增加而改善，传统基建地产暂无起色；氧化锌和锌合金侧因节前补库效应些许转好，但持续性仍有待观察。对于四季度需求，我们期待专项债资金能够进一步落地项目，但也对此保有相对谨慎的观点。

沪锌近期明显反弹，主要是宏观情绪回暖，市场暂时回顾降息交易，以及消息面利多共振所致。宏观面上，美联储降息50bp预期明显上升，短期市场就议息会议结果展开博弈，若降息力度不及预期，则会对资产价格形成较大冲击；国内中秋消费不及预期，同时交易者加注后续国内政策预期，市场多空博弈将会变得比较激烈，锌价短期波动率将有所放大。基本面上，9月下旬锌或以节前备货为主线运行，供应矛盾支撑价格，需求侧改善预计有限，同时进口流入下料社库压力不会很大，锌价或维持宽幅震荡为主。

策略方面，单边角度，市场情绪高涨下，我们认为当前入场收益风险比较低，短期建议观望，中期暂以偏多思路对待；套利角度，外盘资金动作加大，短期内外反套建议逐步止盈，中期关注月差正套和内外反套机会。

## 6、风险提示

特殊新增专项债发行超预期，新增项目有限，实物生产不及预期。

**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)