

热点报告—锌

9 月基建数据跟踪：

专项债发行超预期，实物工作量现拐点

走势评级：

锌：震荡

报告日期：

2024 年 10 月 20 日

★9 月广义基建投资情况梳理

9 月全国三大广义基建投资累计同比增速为 9.26%，增速环比 1~8 月增加 1.39 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 24.8%，水利、环境和公共设施管理业累计同比增长 2.8%，交通运输、仓储和邮政业累计同比增长 7.7%。总体来看，9 月三大广义基建投资增速回升，电力侧表现高位偏强，交运和水利侧均出现边际改善。

★9 月专项债发行情况分析

截至 10 月 20 日，专项债累计发行进度达 91.9%，较上月同期增加 22 个百分点。9 月新增专项债发行量 10279 亿元，实际发行量超计划额度约 4142 亿元，其中有 29.8% 为特殊新增专项债，专项债发行额度远超预期。9 月底专项债发行显著提速，发行进度已超过去年季节性水平，四季度专项债多计划投放于 10 月。

★后市展望和投资建议

9 月基建实物工作量总体低位运行，国庆过后需求侧出现宏观拐点，经济数据的映射表现为起底回升。目前需求侧的回升幅度难言乐观，更多是季节性的修复和前期未批复项目的启动，我们推测新增项目的集中动工或有所延后。由于水利侧多为待完工项目，而电力侧项目多已在高开工运行，后续需持续观察交运侧订单的改善程度，需求的显性回升更可能实现于四季度中期。

就锌价而言，10 月冶炼复产、库存累库，短期对锌价形成压制，但前期原料库存逐步消耗，叠加部分炼厂存有冬储预期，矿端矛盾具在，料后市炼厂提产有限；需求侧修复趋势不变，后续资金落地后改善力度有望增强，最终可能表现为锌价中枢的缓慢上移。风险方面，警惕美国大选相关消息扰动放大商品波动，以及长协签订临近下矿冶博弈形成的供应冲击。

策略方面，中期低多思路不变，单边推荐关注回调买入机会；套利角度，基本面仍在修复途中，且目前结构入场盈亏比尚可，可继续关注远月正套和内外反套。

★风险提示

特殊债发行超预期，新增项目有限，实物工作量不及预期。

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

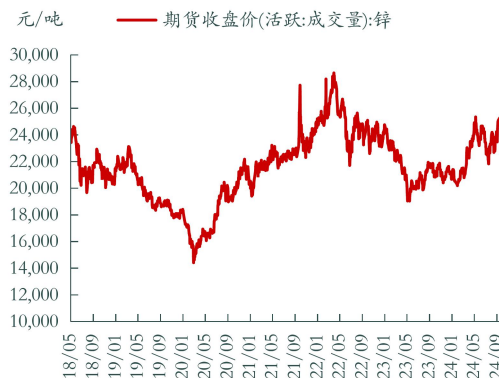
联系人：

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
《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
《8 月基建数据跟踪：专项债发行超预期的背后》	2024/09/18

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

10月18日，9月固定资产投资数据公布，广义基建投资增速边际回升。三季度末期，新增专项债延续超预期发行，特殊新增专项债的挤占效应如何？四季度专项债剩余额度怎么分配？10月实物工作量有所回升，后市改善的领域和力度如何？

2、9月广义基建投资情况梳理

根据国家统计局，2024年1~9月份，全国固定资产投资（不含农户）378978亿元，累计同比增长3.4%，持平上月。其中，制造业投资增长9.2%，前值9.1%；房地产开发投资下降10.1%，前值-10.2%，制造业和地产端在经历连月下滑后均出现边际好转，设备更新等政策见效。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4.1%，累计增速环比下降0.3个百分点，而包含电力口径的基础设施投资累计同比增长9.26%，累计环比增加1.39个百分点，电力侧依然作为最关键的增量贡献领域。总体来看，10月固定资产投资表现回暖，开始逐渐发力拉动经济回升。

广义基建领域，1~9月全国三大广义基建投资累计同比增速为9.26%，增速同比去年同期下滑0.62个百分点，环比1~8月增加1.39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24.8%，环比增加1.3个百分点，同比增速微降0.2个百分点；水利、环境和公共设施管理业累计同比增加2.8%，环比增加1.6个百分点，较去年同期增加2.9个百分点；交通运输、仓储和邮政业累计同比增长7.7%，环比回升1个百分点，较去年减少3.9个百分点。总体来看，9月三大广义基建投资增速出现回升，电力侧表现高位偏强，交运和水利侧均出现边际改善。

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

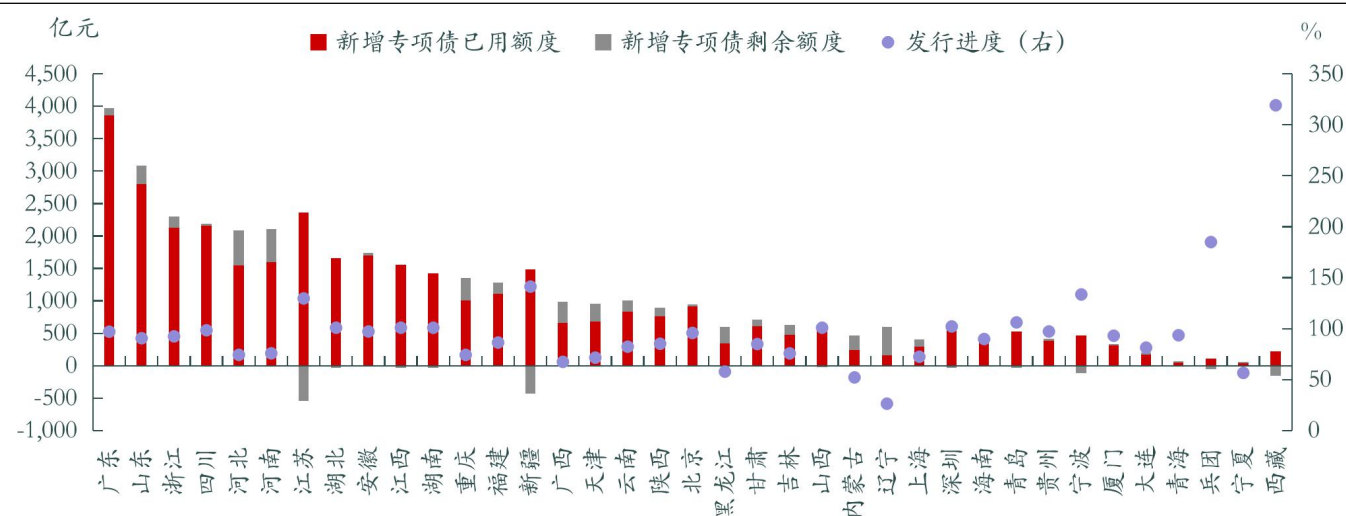
3、9月专项债发行情况分析

从实际发行情况来看，9月专项债发行情况远超预期，发行规模环比8月和同比去年同期均有较大程度提升，目前各地地方债平均使用额度已提升超过75%。**量级方面**，9月新增专项债发行量10279亿元，环比8月增加2314亿元，实际发行量超计划额度约4142亿元，发行量续创年内新高；**结构方面**，9月总计发行地方债12843亿元，新增专项债占比约80%，特殊新增专项债占比约29.8%，去除特殊债后发行量依然超预期；**节奏方面**，与8月类似，9月专项债发行维持先慢后快的节奏，9月底最后一周当周发行量超过6500亿，将发行进度拉至超过去年季节性水平。

分地区来看，9月专项债发行规模前三为江苏、江西和广东，共计发行2646亿元，占9月发行总额的23.7%。从募集用途来看，9月专项债依然主要投向基建领域，投向“市政和产业园区基础设施”的规模为2060亿元，“交通基础设施”合计1710亿元，“民生服务”合计932亿元，合计占总额度的约45.8%。

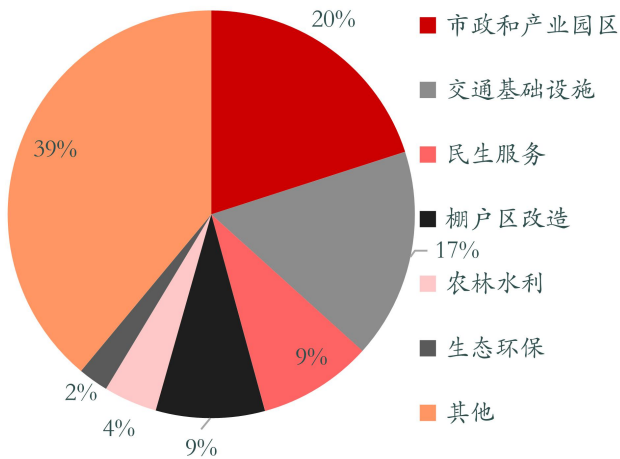
累计发行角度，今年1~9月，全国地方政府新增专项债累计发行约3.6万亿元，累计同比增加1507亿元，累计同比增加约4.4%，发行进度差距由负转正。9月底新增专项债发行已完成全年额度的91.3%，环比8月底提升26.1个百分点，其中9月最后一周增幅超15%。截至10月20日，今年专项债新增额度为3.94万亿元，目前已用3.62万亿元，较8月同期增加约8600亿元，发行进度平均达91.9%。值得注意的是，六部门印发《市政基础设施资产管理办法（试行）》，其中提到“严禁为没有收益或收益不足的市政基础设施资产违法违规举债，不得增加隐性债务”，办法9月1日起施行，未来部分效益较差的基建项目将不再支持发债，资金将被引向更优质的项目。

图表3：今年专项债实际发行量与全年发行进度



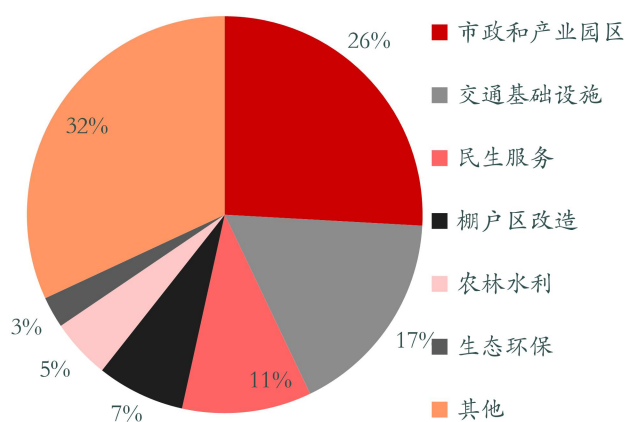
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 4：9 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 5：1~9 月新增专项债发行领域累计占比

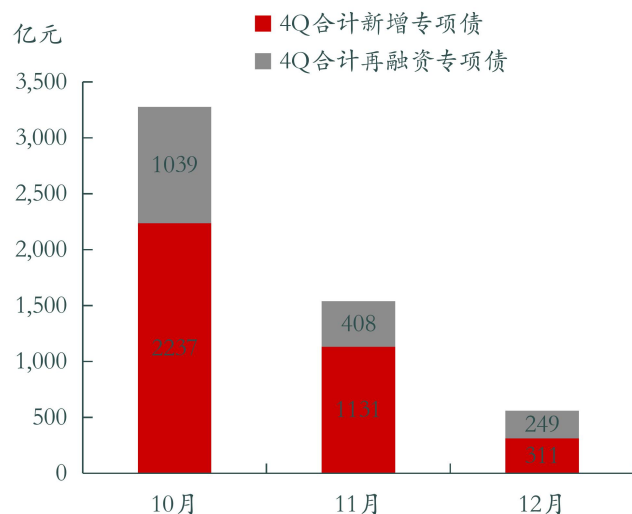


资料来源：企业预警通，中国债券信息网，东证衍生品研究院

四季度发行计划来看共有 26 个省市地区披露三季度地方债发行计划，总计额度为 7513 亿元。其中，新增专项债 3679.2 亿元，一般债 1611 亿，再融资债券 3306.8 亿元。分月份来看，10、11、12 月分别计划发行新增专项债 2237、992、311 亿元，新增一般债分别为 383、114、29 亿元，四季度专项债发行计划主要集中在 10 月，重点关注浙江、广东和山东等地的发行表现。

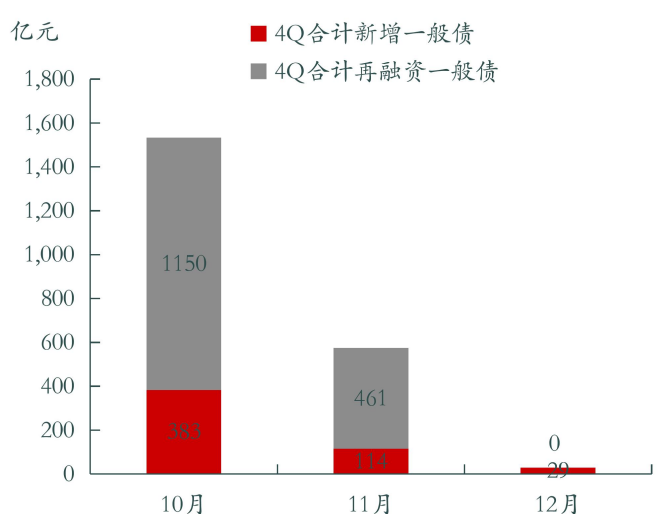
由于四季度剩余额度不多，同时考虑到年内施工期限问题，目前多数发行计划集中在 10 月份，预计 10 月底可以看到专项债基本发行完毕。基于 8 月和 9 月专项债发行显著超预期，后续市场关注重心将落到实物工作量能都如期兑现上。

图表 6：四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 7：四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，9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3063亿元，环比7月增加380.6亿元。9月发行的新增专项债中，约有29.8%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、项目建设和政府存量投资项目；分地区来看，湖北、四川和江西等地发行规模领先。

图表8：9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(%)
2024/9/30	24 江西债 72	1	10	2.32
2024/9/27	24 海南债 41	13	10	2.2
2024/9/27	24 天津债 82	21	10	2.2
2024/9/27	24 湖北债 88	125	10	2.2
2024/9/26	24 四川债 58	415	10	2.1
2024/9/26	24 兵团债 11	37	10	2.1
2024/9/26	24 湖南债 50	10	10	2.1
2024/9/24	24 贵州债 28	220	10	2.09
2024/9/24	24 贵州债 27	77	10	2.09
2024/9/23	24 河北债 61	35	10	2.1
2024/9/23	24 甘肃债 29	39	5	1.77
2024/9/20	24 宁波债 19	111	10	2.11
2024/9/19	24 安徽债 72	250	10	2.12
2024/9/19	24 辽宁债 24	4	15	2.2
2024/9/19	24 山东债 58	39	10	2.12
2024/9/19	24 辽宁债 23	3	10	2.12
2024/9/19	24 辽宁债 26	1	30	2.27
2024/9/19	24 辽宁债 25	13	20	2.26
2024/9/19	24 黑龙江债 26	126	10	2.12
2024/9/19	24 安徽债 71	141	7	1.98
2024/9/13	24 海南债 36	56	10	2.17
2024/9/13	24 海南债 35	10	7	2.02
2024/9/12	24 辽宁债 18	59	30	2.34
2024/9/12	24 江苏债 24	120	10	2.17
2024/9/11	24 江西债 40	336	10	2.18
2024/9/11	24 湖北债 45	377	10	2.18
2024/9/10	24 山西债 26	17	7	2.06
2024/9/10	24 云南债 25	113	7	2.06
2024/9/10	24 云南债 24	121	5	1.83
2024/9/9	24 河北债 58	174	10	2.19

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

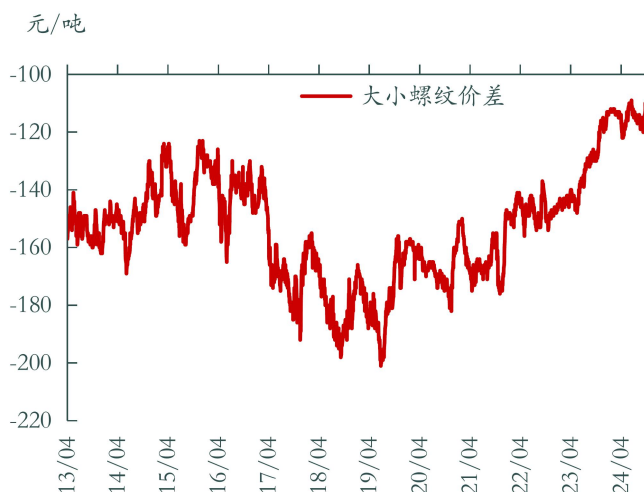


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

4、实物工作量情况跟踪

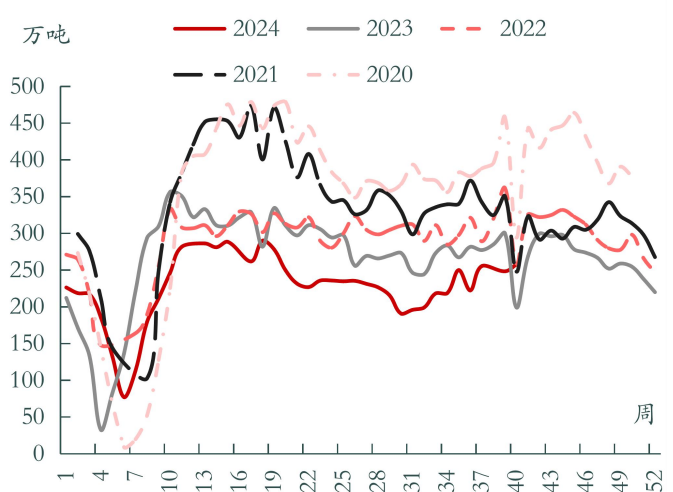
实物工作量维度，宏观角度，大小螺纹价差能够在一定程度上体现基建和地产之间的强弱关系，9月至今大小螺纹价差维持震荡，旺季表现不佳的背景下，地产与基建的强弱并未出现明显分化。9月黑色系价格波动较大，需求侧主要跟随价格运行；中期维度，步入9月后天气影响减弱，多地项目开工有所改善，据了解，10月后基建侧有新增项目出现，螺纹表需总体呈现季节性边际上升，但改善幅度较为有限。10月后，前期发行的专项债资金将有望逐步落地项目，宏观维度实物工作量有望逐步回升。

图表10：大小螺纹价差



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

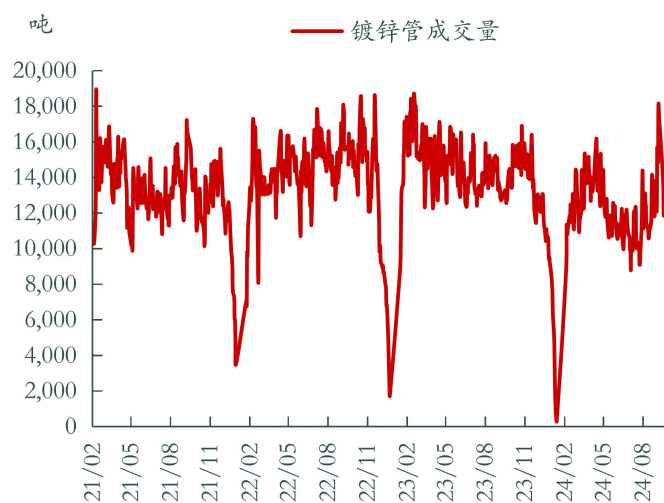
图表11：螺纹季节性表观需求量



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

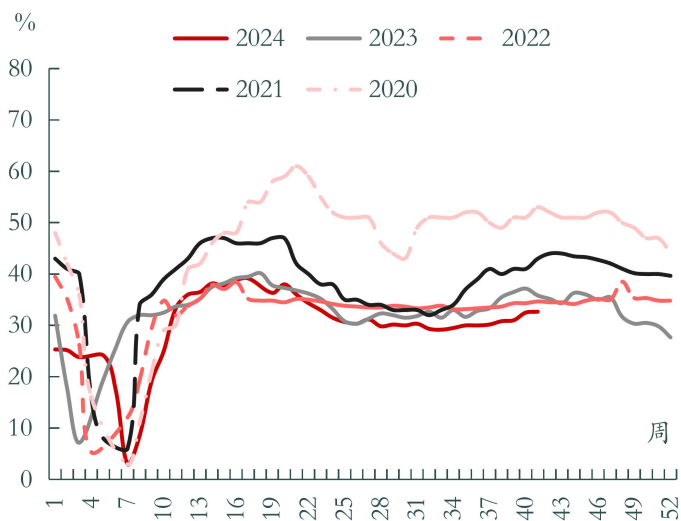
水利管网方面，各类管棒制品的成交量自9月以来边际回升，10月后镀锌管类成交量显著上升，主要跟随黑色系价格波动运行。9月底至10月中旬，前期一批集中开工的水利项目即将完工，部分项目也因天气影响减弱而加快了施工速度，镀锌制品的成交量受此提振。然而，虽然成交量明显回升，但焊管、镀锌管棒和PE管材的开工率萎靡不振，旺季特征并不明显，且制成品价格回升也较为有限。目前表观水利项目的数量和开工进度与实物工作量或还是存在一定的失真，往后看，虽然8月和9月发行的专项债多发往市政和产业园区，但我们认为水利侧的订单增量将比较有限，很多水利项目在去年年底和今年年中两次集中开工，后续水利侧的改善应是边际性的。

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

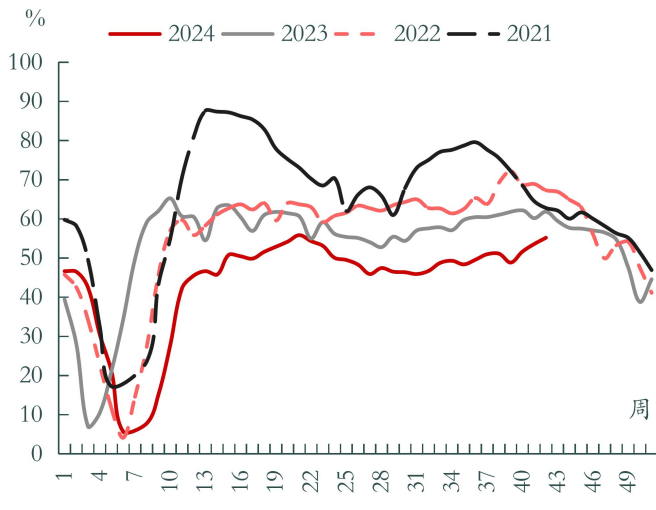


资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

交运方面，9月水泥板块运行有探底回升的迹象，但总体供应依然受到错峰停窑等自律行为的影响。在行业主动管控供应来调整价格的大环境下，前期天气带来的影响权重实际表现较轻。从实物工作量数据来看，水泥出货率总体季节性回升，但改善幅度较为有限，水泥出库率并未出现明显旺季特征，而窑线运转率震荡运行。国庆假期后，交运侧出现一些新增项目，石油沥青开工率也连续两周出现回升，目前交运侧的实物工作量拐点或已出现；往后看，8月和9月专项债有相当一部分资金落地交通基础设施领域，后续可能会有更多项目落地。

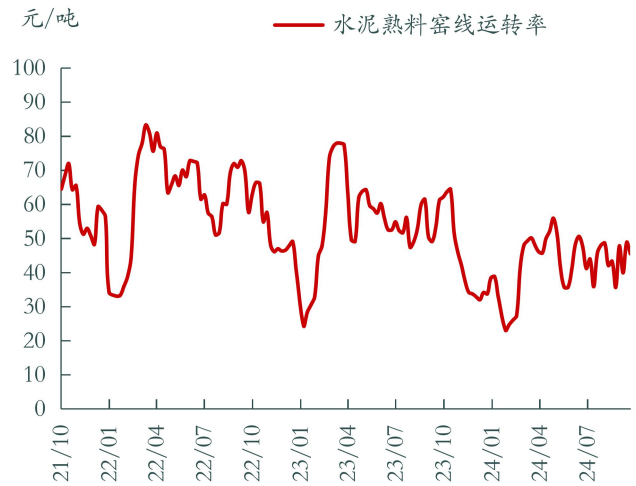
电力方面，9月电力侧实物工作量依然表现强劲。从开工率来看，电线电缆、电解铜制杆和铝线缆开工率均高位运行；而783号令推迟消息令市场观望情绪消退，再生铜质杆的开工也在边际回升。从订单情况来看，铁塔镀锌开工表现较好，一方面是此前天气影响待完工项目进度，另一方面是三季度电网招标后确有一些新增项目落地。往后看，鉴于固定资产投资额度依然较高，电力侧或依然是三大广义基建中最主要的工作量支撑。

图表 14: 水泥出货率



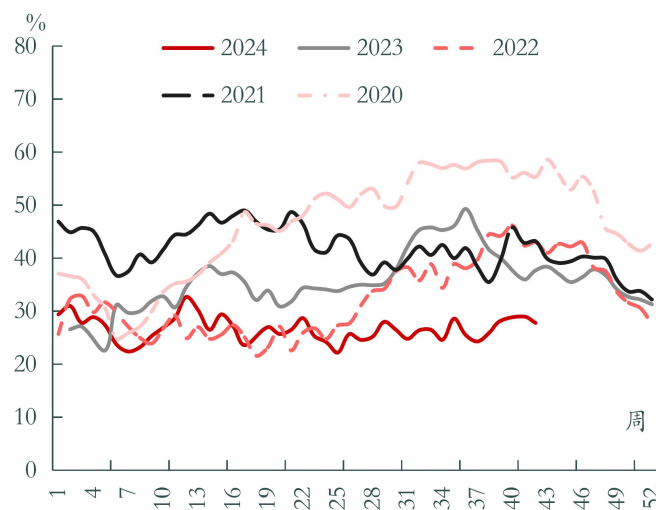
资料来源：数字水泥，东证衍生品研究院

图表 15: 水泥熟料窑线运转率



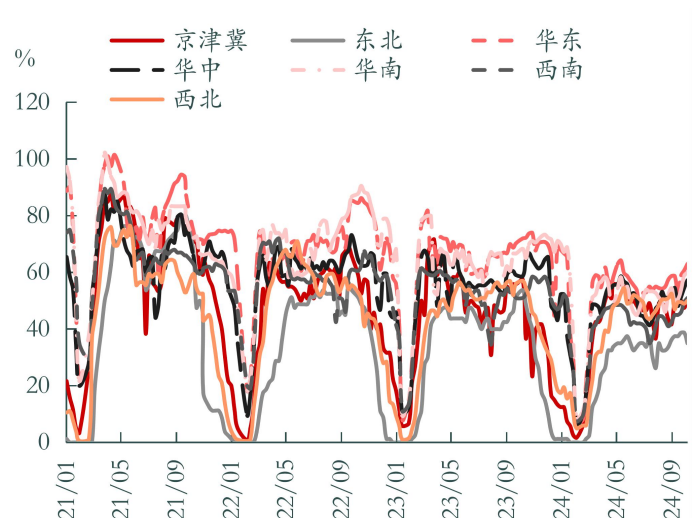
资料来源：百年建筑网，东证衍生品研究院

图表 16: 石油沥青开工率



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

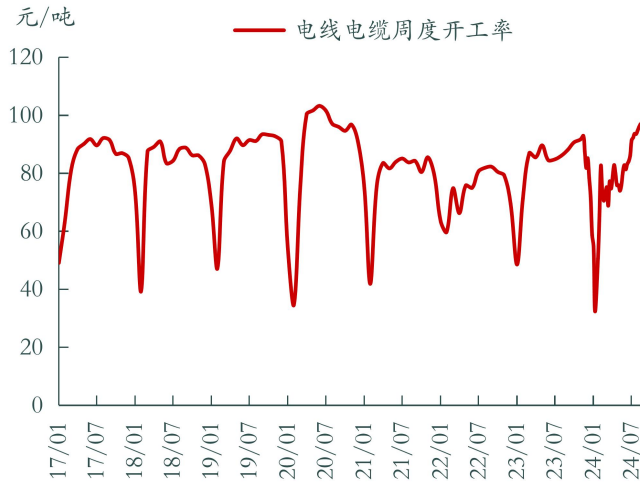
图表 17: 分地区水泥出货率



资料来源：数字水泥，东证衍生品研究院

总体而言，9月广义基建实物工作量总体低位运行，但国庆过后需求侧出现宏观拐点，经济数据的映射表现为起底回升。水利侧待完工项目进入完工冲击阶段，交运侧逐渐出现少量新增订单，电力侧实物工作量维持高位运行，继续发挥逆周期调节作用。金九银十基本被证伪，但基于8月和9月专项债发行显著超预期，10~11月终端需求出现边际修复的概率较大，但就目前偏弱的实际修复程度来看，需求的显性回升更可能实现于四季度中期。

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。8月和9月专项债发行超预期，与我们上月的预期一致，步入10月中下旬后基建侧需求正在边际修复，但目前为止新增订单依然相对较少。目前需求侧的回升幅度难言乐观，更多的是季节性的修复、以及前期未批复项目的启动，而非专项债带来的需求提振。考虑到8月和9月专项债都维持先慢后快的发行节奏，以及专项债资金落地至终端项目的传导周期，我们推测新增项目的集中动工或许有所延后。对锌来说，镀锌下游关联度最高的基建领域是交运侧，目前交运侧订单已经出现边际增量，主要在道路相关的护栏、灯杆等领域；往后看，水利侧多为待完工项目，而电力侧项目多已在高开工运行，交运侧订单的改善有望推动锌终端需求的回升，但力度仍需持续观察。

就锌价而言，此前沪锌多数时间跟随宏观运行，股指和黑色对其的影响权重较大，一方面是由于宏观面事件和消息冲击频发，另一方面是沪锌自今年下半年以来已经充分计价海内外的矿冶扰动，供应的推动作用明显钝化；而作为主要驱动的需求侧未见明显起色，以中观维度的基建侧映射，表现为力度偏弱的边际改善。往后看，10月冶炼复产、库存累库，短期对锌价形成压制，但前期原料库存逐步消耗，叠加部分炼厂存有冬储预期，矿端矛盾具在，料后市炼厂提产有限；需求侧修复趋势不变，且资金落地后改善力度有望增强，最终可能表现为锌价中枢的缓慢上移。

风险方面，一是近期长协签订临近，矿冶博弈下可能会导致供应端进一步收缩；二是美国大选临近，选举相关事件的不断冲击下商品波动率或将放大，且沪锌对于再通胀交易计价较少，短期需警惕供应端和消息面扰动带来的冲击。

策略方面，中期低多思路不变，单边推荐关注回调买入机会；套利角度，基本面仍在修复途中，且目前结构入场盈亏比尚可，可继续关注远月正套和内外反套。

6、风险提示

特殊债发行超预期，新增项目有限，实物工作量不及预期。

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