

## 热点报告—锌

## 10月基建数据跟踪：

## 专项债发行基本完成，实物工作量改善乏力

走势评级：

锌：震荡

报告日期：

2024年11月17日

## ★10月广义基建投资情况梳理

10月全国三大广义基建投资累计同比增速为9.35%，增速环比1~8月增加0.09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24.1%，水利、环境和公共设施管理业累计同比增长3.1%，交通运输、仓储和邮政业累计同比增长7.7%。总体来看，10月三大广义基建投资增速总体延续边际转好，电力侧增速高位震荡，交运和水利侧延续边际改善。

## ★9月专项债发行情况分析

截至11月15日，专项债累计发行进度达111%，较上月同期增加19.1个百分点。10月新增专项债发行量2971亿元，实际发行量超计划额度约644亿元，特殊新增专项债占比下降至5.7%，专项债发行额度继续超预期。10月最后一周新增发行超2000亿元，拉升发行进度约5个百分点，全年新增专项债发行基本完成。

## ★后市展望和投资建议

10月广义基建实物工作量边际转好，但受制于需求偏弱、天气影响持续和原材料价格波动等影响，并未如期显性回升。水利侧新增项目不多，待完工项目进入冲刺阶段；交运侧边际改善，但季节性回落趋势难改；电力侧在新增招标订单支撑下，后续托底需求可期。虽然前期资金落地超预期，但实物工作量实际改善乏力，下游企业实际生产运营基本与专项债脱敏，且对后市需求中性偏悲观，预计财政支撑难以完全抵消季节性走弱带来的影响。

就锌价而言，美元的强势表现短期难以转势，沪锌的短期企稳或也将继续面临波折，但后续预期交易或将逐渐淡化，基于锌基本面的结构性矛盾依旧强劲，且后续存在诸多潜在扰动可能，年内依然推荐以低多思路对待。策略方面，单边建议关注回调买入机会，关注2.42~2.43万支撑位是否有效；套利方面，月差结构或逐渐被抚平，后续一方面需要关注进口流入，另一方面1月合约的空头头寸较为集中，短期建议观望为主；内外角度，建议关注内外反套的逢高止盈机会。

## ★风险提示

新增项目有限，需求季节性走弱，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](mailto:weidong.sun@orientfutures.com)

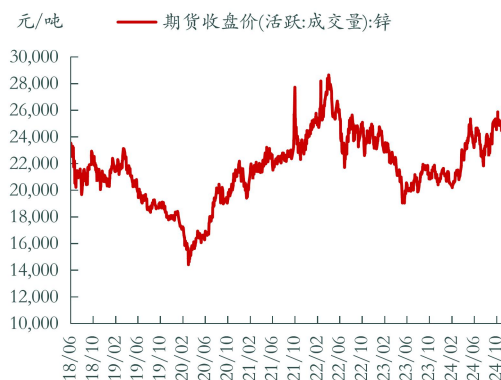
联系人：

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



《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

《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

《9月基建数据跟踪：专项债发行超预期，实物工作量现拐点》  
2024/10/20

**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

11月15日，10月固定资产投资数据公布，广义基建投资增速延续边际回升。专项债发行基本完成下，10月专项债发行情况如何，发行结构发生了何种变化？前期资金对各领域的实物工作量的提升幅度如何？后续能否还有改善预期？

## 2、10月广义基建投资情况梳理

根据国家统计局，2024年1~10月份，全国固定资产投资（不含农户）423222亿元，累计同比增长3.4%，连续两月持平。其中，制造业投资增长9.3%，前值9.2%，在高位延续边际好转态势；房地产开发投资下降10.3%，前值-10.1%，地产投资依然在底部区域震荡。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4.3%，累计增速环比增加0.2个百分点，而包含电力口径的基础设施投资累计同比增长9.35%，累计环比增加0.09个百分点。总体来看，10月固定资产投资进一步转好，8月和9月地方专项债基本发行完毕，给予投资的资金端支撑；结构上，电力侧作为固定资产投资的主要支撑，增量领域主要在水利和交运侧。

广义基建领域，1~10月全国三大广义基建投资累计同比增速为9.35%，增速同比去年同期增加1.08个百分点，环比1~9月增加0.09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24.1%，环比下降0.7个百分点，同比增速降低0.9个百分点；水利、环境和公共设施管理业累计同比增加3.1%，环比增加0.3个百分点，较去年同期增加3.9个百分点；交通运输、仓储和邮政业累计同比增长7.7%，环比持平，较去年减少3.4个百分点。总体来看，10月三大广义基建投资增速总体延续边际转好，电力侧增速高位震荡，交运和水利侧延续边际改善态势。

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

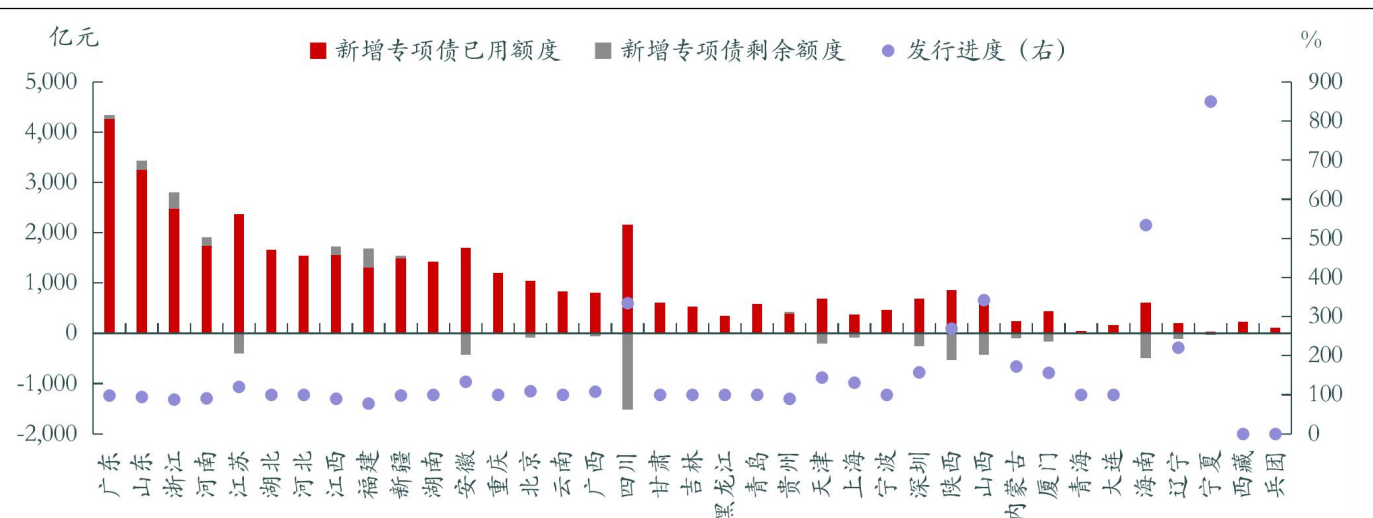
### 3、10月专项债发行情况分析

从实际发行情况来看，10月专项债发行规模虽然不及9月那么高，但实际发行体量继续超计划预期，全国各地平均新增专项债使用额度已达99.9%，年内新增专项债发行基本完成。量级方面，10月新增专项债发行量2971亿元，环比9月下降7308亿元，实际发行量超计划额度约644亿元；结构方面，10月总计发行地方债6831亿元，新增专项债占比下降至43.5%，特殊新增专项债占比下降至5.7%，去除特殊债后发行量仍略超预期；节奏方面，与前两月类似，10月专项债发行维持先慢后快的节奏，10月最后一周新增发行超2000亿元，拉升发行进度约5个百分点。

分地区来看，10月专项债发行规模前三为江苏、广东和浙江，排名前五地区与9月基本一致，共计发行1801亿元，占9月发行总额的26.4%。从募集用途来看，10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771亿元，“交通基础设施”合计725亿元，“民生服务”合计297亿元，合计占总额度的约60.3%，前三排名与9月一致，但集中度有所上升。

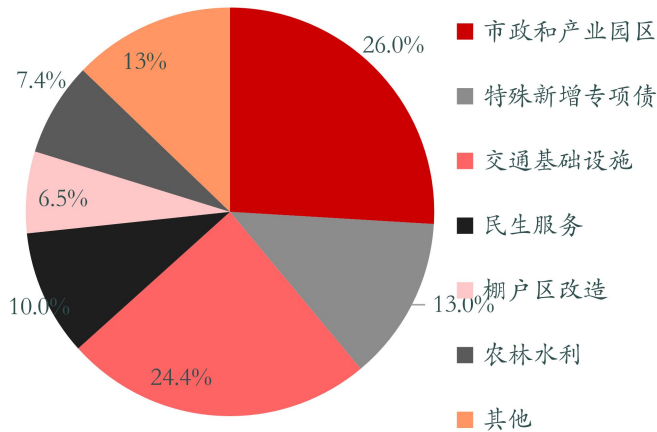
累计发行角度，今年1~10月，全国地方政府新增专项债累计发行约3.9万亿元，累计同比增加2294亿元，累计同比增加约6.3%。截至11月15日，今年专项债新增额度为3.52万亿元，目前已用3.9万亿元，较10月同期增加约2800亿元，发行进度平均达111%。值得注意的是，目前已有不少省市超发专项债，即便考虑到隐性债务问题，但实际发行依然超预期。10月下达明年1000亿元中央预算投资计划和1000亿元两重建设项目清单，可能在年内行程一定实物工作量支撑。此外，财政部表示，待发额度加上已发未用资金，年内各地共有2万亿专项债券资金可安排使用，或将为年末稳增长作出贡献，但考虑到新增项目掣肘于效益标准和开工期限，预计该部分资金或主要在明年一季度落地项目。

图表3：今年专项债实际发行量与全年发行进度



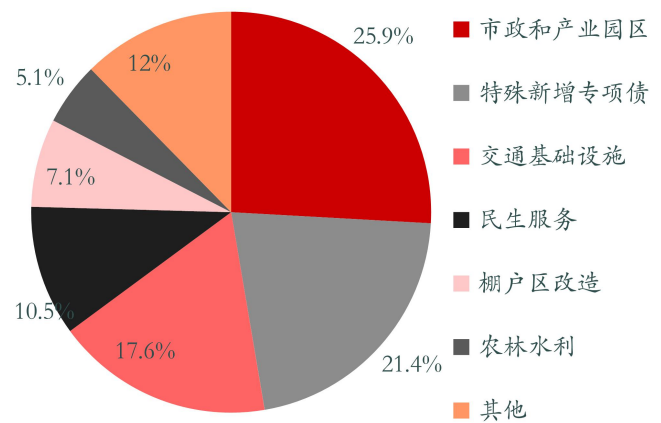
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

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

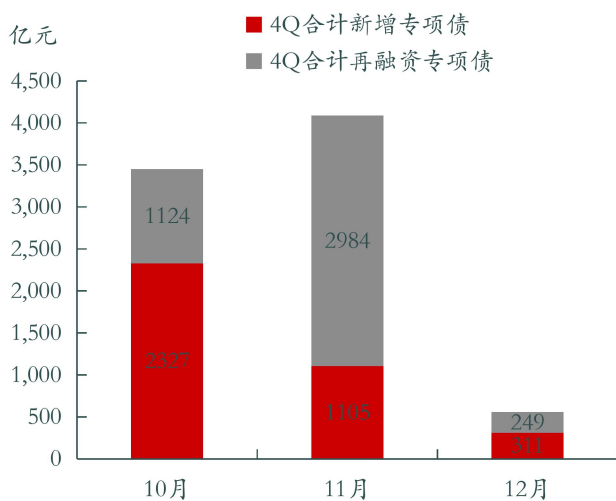
图表 5：1~9 月新增专项债发行领域累计占比



资料来源：企业预警通，中国债券信息网，东证衍生品研究院

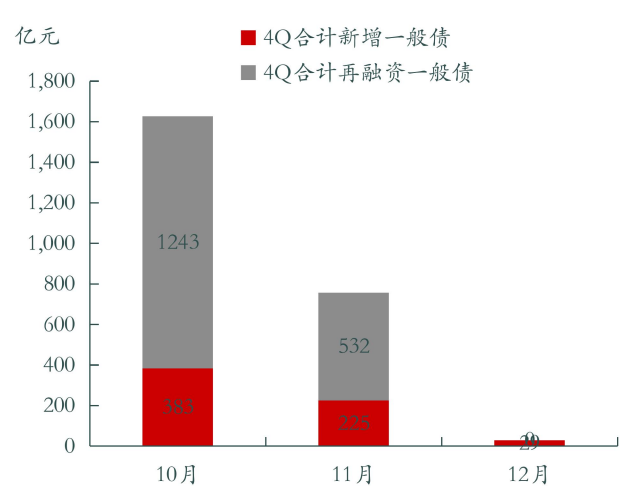
四季度发行计划来看，共有 27 个省市地区披露三季度地方债发行计划，总计额度为 1.05 万亿元。其中，新增专项债 3742.9 亿元，一般债 2413.1 亿，再融资债券 6131.8 亿元。分月份来看，10、11、12 月分别计划发行新增专项债 2237、1105、311 亿元，新增一般债分别为 383、225、29 亿元。四季度发行计划主要集中在 10-11 月，目前看来整体落实情况良好，继续关注浙江、广东和山东等地的发行表现。

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，10月全国共5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386.4亿元，环比9月下降2676.6亿元。10月的新增特殊专项债同样主要被用于政府投资项目、项目建设和政府存量投资项目。目前隐性债务置换方案已经公布，后续将很大程度上缓解偿债需求对专项债真正落实的限制。

图表8：10月特殊新增专项债募集资金统计（单位：亿元）

债券简称	发行规模（亿元）	债券年限（年）	票面利率（%）
24 天津债 86	64	10	2.37
24 天津债 87	103	10	2.37
24 广西债 34	137	10	2.18
24 辽宁债 27	44	30	2.36
24 宁夏债 16	10	10	2.19
24 宁夏债 17	20	10	2.19
24 山东债 66	9	10	2.23

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

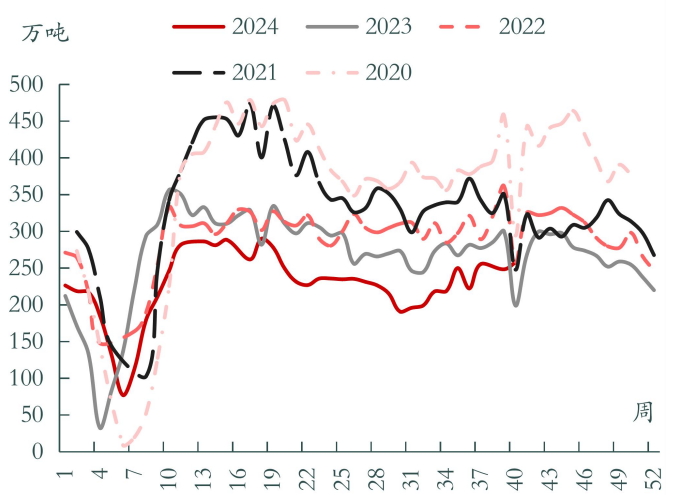
实物工作量维度，宏观角度，大小螺纹价差能够在一定程度上体现基建和地产之间的强弱关系，10月至今大小螺纹价差维持震荡，但螺纹线材经历了扩大再缩小的过程，一方面是由于黑色系价格波动所致，另一方面是基建侧订单出现边际增量。需求维度，螺纹表需季节性回升的高度和幅度都不及往年，其中存在污染天气因素影响，10月下旬后表需再次回落。从实际项目规模和数量来看，前期超预期发行的新增专项债并未对需求起到明显提振，后市需谨慎看待年内2万亿对需求端的刺激力度。

图表 10：大小螺纹价差



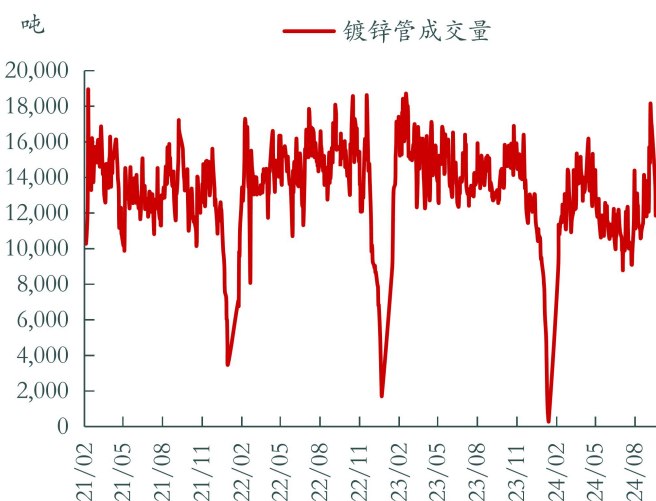
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 11：螺纹季节性表观需求量



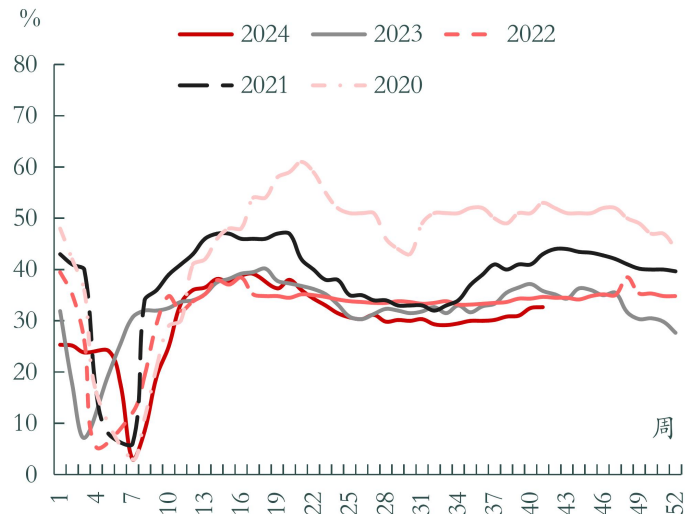
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

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



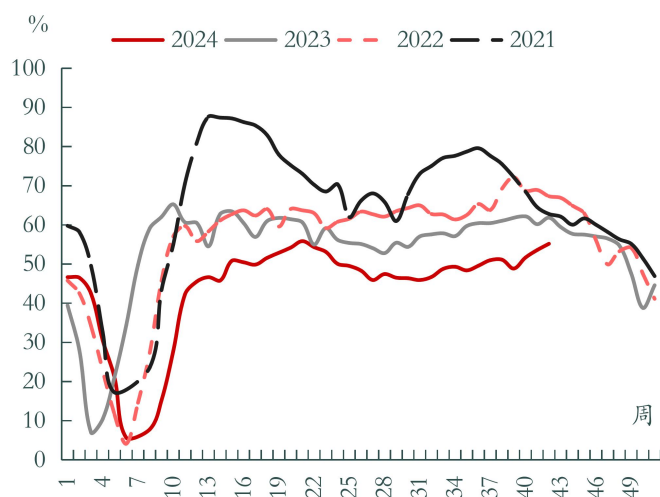
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

**水利方面**，各类管棒制品的成交量宽幅震荡，主要跟随原材料价格波动运行。水利侧新增项目较少，多为前期开工项目，部分管材订单的签订时间主要在10月初黑色系大涨时。此外，10月上旬至中旬，部分前期集中开工的水利施工项目步入尾声，在一定程度上拉动实物工作量。PE管材传统旺季表现较差，10-11月厂商经历从备货到去库的转变。行业开工率位于五年低位震荡运行，且季节性改善幅度极弱，项目进入赶工期后，厂商多以降低原料库存为主。总体而言，前期专项债大量投入市政产业园区领域，但对实物工作量的提升基本被证伪，两者之间的失真关系依旧存在。考虑到目前全国水利项目已基本开工，后续多为待完工项目冲刺，再加上专项债使用资金的传导时间，后续水利侧实物工作量大概率会延续季节性走弱。

**交运方面**，上个月我们提出的实物工作量拐点如期发生，水泥和沥青板块开工和出货边际走强，但改善幅度较为有限。水泥方面，10月以来，水泥出货率、出库量和窑线运转率均有上升，行业自律和错峰生产力度加大，需求延续季节性边际好转。分地区来看可能，北方地区逐渐进入淡季后，水泥出货率和产能利用率均有下降，冬季周期性错峰生产仍可能发生；南方地区需求受台风影响程度较小，整体开工相对平稳。石油沥青开工率整体边际转强，10月下旬部分地区存在赶工需求，沥青库存有所去化，但供需双弱下旺季特征并不明显。往后看，资金落地支撑下，短期内交运侧表现或偏强，但中期维度季节性走弱趋势难改。

**电力方面**，10月电力侧实物工作量高位震荡。从开工率来看，电线电缆、电解铜制杆和铝线缆开工率高位运行，再生铜质杆开工低位震荡。近期国网公布输变电设备第五次招标中标结果，电力电缆中标金额环比第四次时增加52%，同比增加21%，年内或还有部分订单增量未完全兑现。目前下游订单和开工表现良好，电力侧后市或仍维持偏强态势。

图表 14：水泥出货率



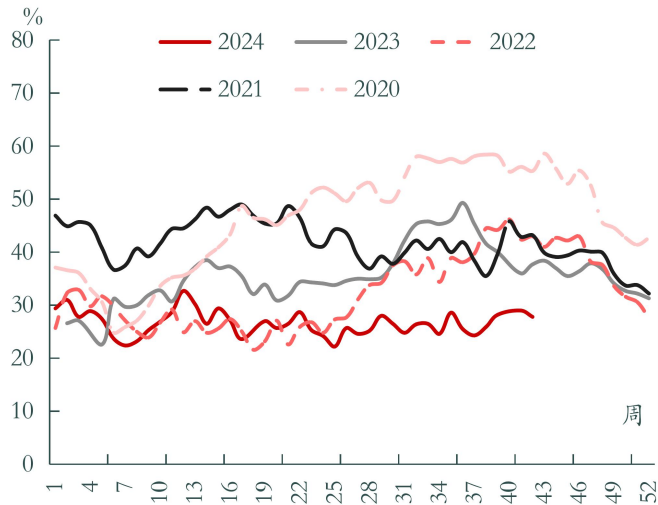
资料来源：数字水泥，东证衍生品研究院

图表 15：水泥熟料窑线运转率



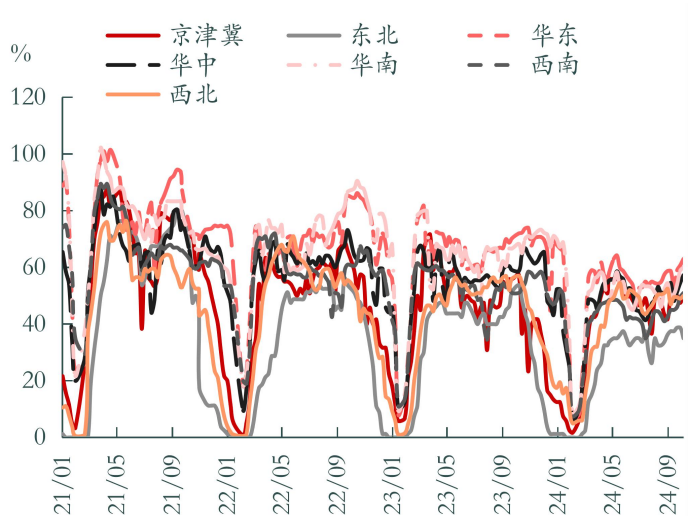
资料来源：百年建筑网，东证衍生品研究院

图表 16: 石油沥青开工率



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

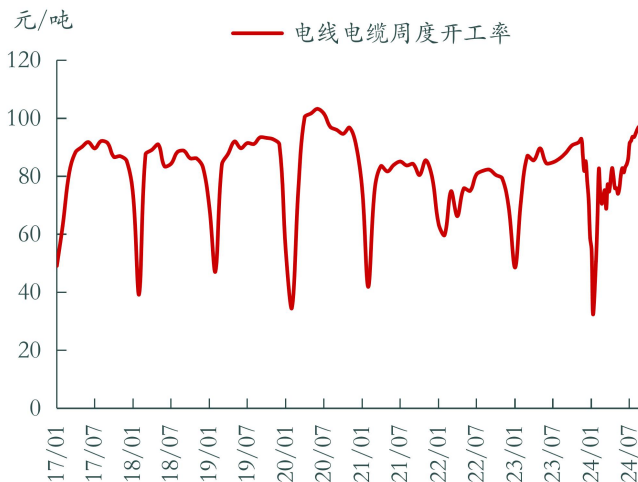
图表 17: 分地区水泥出货率



资料来源: 数字水泥, 东证衍生品研究院

总体而言, 10 月广义基建实物工作量边际转好, 但受制于需求偏弱、天气影响持续和原材料价格波动等影响, 并未如期显性回升。水利侧新增项目不多, 多数待完工项目进入冲刺阶段; 交运侧边际改善, 资金落地下短期表现或偏强, 但中期季节性回落趋势难改; 电力侧开工高位运行, 新增招标订单支撑下, 后续托底需求可期。虽然前期资金落地超预期, 但实物工作量实际改善较为有限, 同时我们了解到下游企业实际生产运营基本与新增专项债脱敏, 且对后市需求观点中性偏悲观, 我们预计即便后续仍有待使用财政额度支撑, 但仍难以抵消季节性走弱带来的影响。

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。10月新增专项债发行虽然体量不及8月和9月，但仍然超计划发行预期。与我们上月的预期一致，10月底年内专项债基本发行完毕，但从实物工作量来看，10月需求侧的修复仍然相当有限。10月交运侧订单出现相对明显的改善，水利侧多为前期待完工项目集中冲进度，电力侧实物工作量高位震荡，在季节性招标后又再次回升。总体来看，需求端的运行与资金端的落地仍然形成错配。此外，11月以来，并未出现项目出现集体延后动工等情况，单以11月维度来看，需求或在余量订单和前期项目的支撑下平稳运行。

就锌价而言，近期锌价的下跌主要是受宏观面压制和政策面扰动。外资对特朗普交易恐慌情绪较为浓厚，沪锌虽然也受影响，但每一次下探都出现了较强的承接力量。我们认为锌短期会跟随宏观走势波动，但红潮交易已经持续近一周时间，预期交易应存在一定限度，预计后市交易将逐渐钝化。至于何时转向，我们认为在短期内难现明显驱动，且美元到达高位后预期证伪或证实也需要时间，这需要基本面给予中期维度的现实支撑。政策面来看，铜铝制品出口退税政策对锌影响主要在铜锌合金的出口上，黄铜占锌下游比例约为9%，出口比例不到20%，因而政策端对锌影响较小，沪锌的下跌一方面是政策面的连带作用，另一方面是由于交割后现货偏紧的缓解预期。

基本面上，矿端供应再次转紧，11月冶炼拍得检修，供应矛盾将继续给予锌价底部支撑。但上周现货进口窗口打开，目前已有贸易商签订进口单，恐对后续社库形成压力。短期维度，锌价下跌但去库无力，或主要受现货大升水影响，且锌价下跌形成趋势，下游观



望情绪渐浓，去库或在 11 合约交割后出现。中期维度，冶炼检修与矿山季节性检修预期下，相对持续的社库去化或能在月度维度落实，但也需警惕进口的冲击。

综合而言，虽然美元上行趋势还未转势，沪锌的短期企稳或也将继续面临波折，但预期交易后续或将逐渐淡化，基于锌基本面的结构性矛盾依旧强劲，且后续存在诸多潜在扰动可能，年内依然推荐以低多思路对待。策略方面，单边建议关注回调买入机会，关注 2.42~2.43 万支撑位是否有效；套利方面，月差结构或逐渐被抚平，后续一方面需要关注进口流入，另一方面 1 月合约的空头头寸较为集中，短期建议观望为主；内外角度，建议关注内外反套的逢高止盈机会。

## 6、风险提示

新增项目有限，需求季节性走弱，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](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)