

热点报告—锌

12 月基建数据跟踪：

最后需求期将结束，1Q25 专项债发行或提速

走势评级：

锌：震荡

报告日期：

2025 年 1 月 19 日

★12 月广义基建投资情况梳理

2024 年全年国内三大广义基建投资累计同比增速为 9.19%，增速环比 1~11 月下降 0.2 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 23.9%，水利、环境和公共设施管理业累计同比增长 4.2%，交通运输、仓储和邮政业累计同比增长 5.9%。11 月三大广义基建投资增速延续高位运行，年底交运侧投资增速明显走弱，水利侧增量小超预期，电力侧维持高位运行。

★12 月地方债发行情况分析

2024 年全国地方债发行规模超 97760 亿元，同比增加 4.8%，新增专项债累计发行 40032.3 亿元。12 月总计发行地方债 10912.7 亿元，新增专项债占比继续维持在 2% 的低位，特殊再融资专项债发行占比上升至 88%，专项债以填补计划额度为主，特殊再融资专项债延续高速发行，12 月下旬已完成全年偿债额度的投放。

★后市展望和投资建议

12 月广义基建实物工作量逐步走弱，延期的旺季终步入尾声，与此前预期一致，水利、交运和电力领域先后出现走弱。年前水利和交运已难有支撑，电力侧的托底力度也将逐渐下降；放眼年后，由于年底新增项目较为有限，而 1Q25 新增专项债主要在 2 月和 3 月投放，若考虑加速落地预期，则对应实物工作量回升节点或在二季度中后期，3 月基建需求或以边际转强运行。

就锌价而言，锌趋弱的基本面依然在上方形形成压力，但随着特朗普上台，短期宏观风险明显放大，年前以观望为主。撇开短期不确定性而言，中期能够相对确定的是，年后需求有电力侧、家电和出口订单托底，需求坍塌的可能性不大，而春节累库预期较低，叠加现货目前依然偏紧、年后低库存需要时间修复，或能给予跨期正套更大的实现空间。策略方面，单边角度，短期建议观望，中期可关注建仓年后多单机会，而对已经持有空单的套保客户来说，则可顺势将空单转为正套来博弈年后基差走扩可能；套利角度，推荐关注年后基差走扩策略，择机布局内外反套。

★风险提示

矿端修复超预期，年后需求走弱，宏观风险扰动。

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

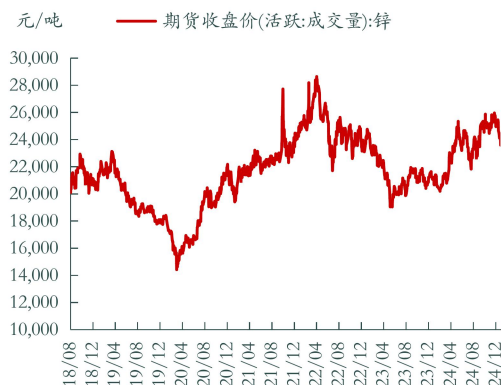
联系人：

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



《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

《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》
2024/11/17

《11 月基建数据跟踪：地方发债结构转变，实物工作量季节性回落》
2024/12/16

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

1月15日，2024年12月固定资产投资数据公布，广义基建投资增速延续边际回落。全年地方债发行完毕，年内偿债额度也已用完。步入2025年，全年专项债发行有何可以期待之处？一季度发行计划如何表现？实物工作量年后是否有续上预期？

2、12月广义基建投资情况梳理

根据国家统计局，2024年1~12月份，全国固定资产投资（不含农户）514374亿元，累计同比增长3.2%，增速环比延续小幅回落。其中，制造业投资增长9.2%，环比下降0.1个百分点，仍处于年内高位；房地产开发投资下降10.6%，前值-10.4%，地产侧投资持续寻底。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%，累计增速环比上升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9.19%，累计环比下降0.2个百分点，12月广义基建投资出现边际走弱。总体来看，12月固定资产投资小幅回落，但仍高于去年同期约1个百分点，整体走弱幅度有限。

广义基建领域，2024年全年国内三大广义基建投资累计同比增速为9.19%，增速同比去年同期增加1个百分点，环比1~11月下降0.2个百分点，但依旧处于全年高位。其中，电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计同比增长23.9%，环比增加0.2个百分点，同比增速增加0.9个百分点；水利、环境和公共设施管理业累计同比增加4.2%，增速环比增加0.2个百分点，较去年同期增加4.1个百分点；交通运输、仓储和邮政业累计同比增长5.9%，环比下降1个百分点，较去年同期减少4.6个百分点。总体来看，12月三大广义基建投资增速延续高位运行，年底交运侧投资增速明显走弱，水利侧增量小超预期，电力侧维持高位运行。

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、12月地方债发行情况分析

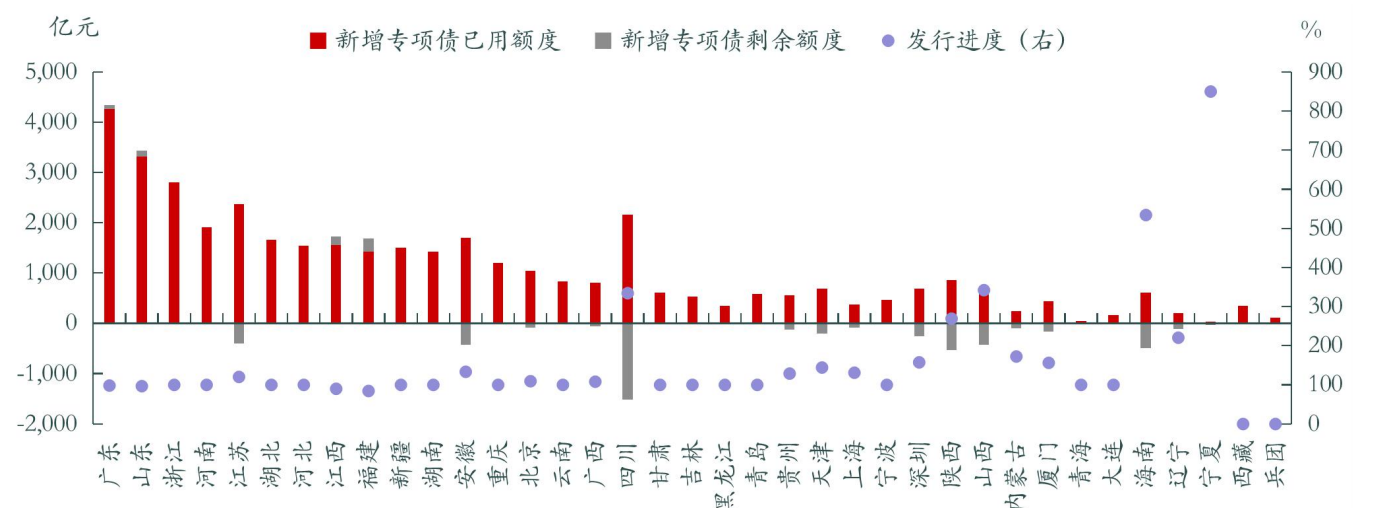
12月全年地方债发行完毕，新增专项债实现超发，当月共发行10912.7亿元，主要以偿债为主的特殊再融资专项债发行为主。量级方面，12月新增专项债发行量总计211.2亿元，环比11月下降645亿元，实际发行量超过计划额度约92.2亿元左右；结构方面，12月总计发行地方债10912.7亿元，新增专项债占比继续维持在2%的低位，特殊再融资专项债发行量为9607.9亿元，占比从11月的82.6%继续上升至88%；节奏方面，专项债以填补计划额度为主，特殊再融资专项债延续高速发行，12月下旬已完成全年偿债额度的投放。

分地区来看，12月新增专项债发行主要集中在福建、贵州、河南和山东地区。从募集用途来看，全年发行投向基建领域的占比为69.3%，12月新增专项债依然主要投向基建领域，其中市政和产业园区依然占比最大(35%)，其次是棚户区改造(11.4%)、铁路(9.9%)和医疗卫生(8.8%)，合计占总额度的约56%，主要以补齐项目为主。

累计发行角度，2024年全国地方债发行规模超97760亿元，同比增加4.8%，发行规模继续扩大。其中，新增专项债累计发行40032.3亿元，累计发行进度达113.86%，新增一般债累计发行6986.2亿元，发行进度达118.8%，特殊再融资专项债22343.2亿元，总发行体量达全年计划量的123.7%，全年地方债实现超发。

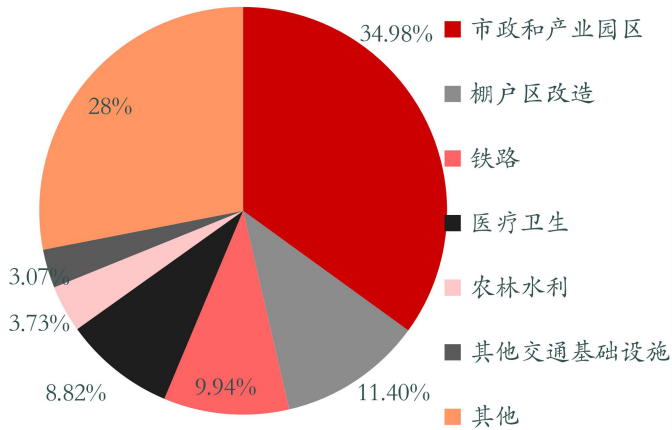
化债方面，2024年发行未披露一案两书的特殊新增专项债共8523亿元，主要用来偿还存量债务，后续提出的8000亿元/年偿债计划基本符合今年消耗额度。11月8日财政部宣布增加6万亿新增专项债限额，分3年发完，以支持地方用于置换各类隐性债务，12月下旬置换隐债额度全部用完。

图表3：2024年专项债实际发行量与全年发行进度



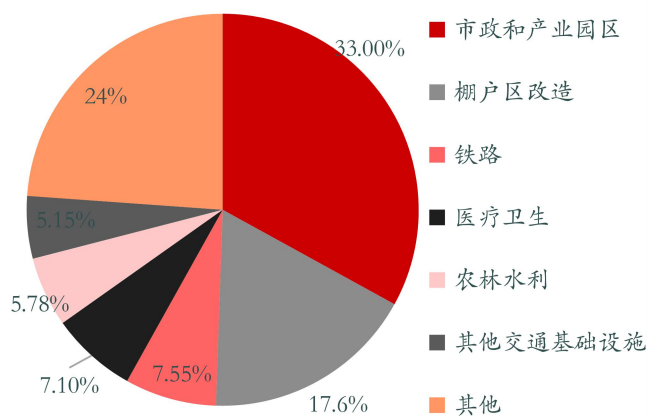
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 4：2024 年 12 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

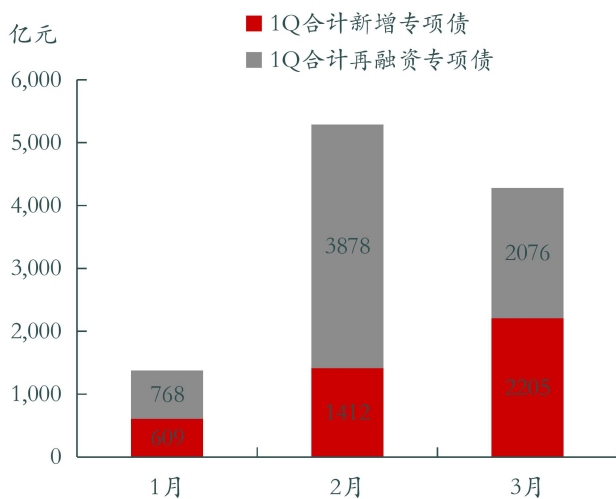
图表 5：2024 年新增专项债发行领域累计占比



资料来源：企业预警通，中国债券信息网，东证衍生品研究院

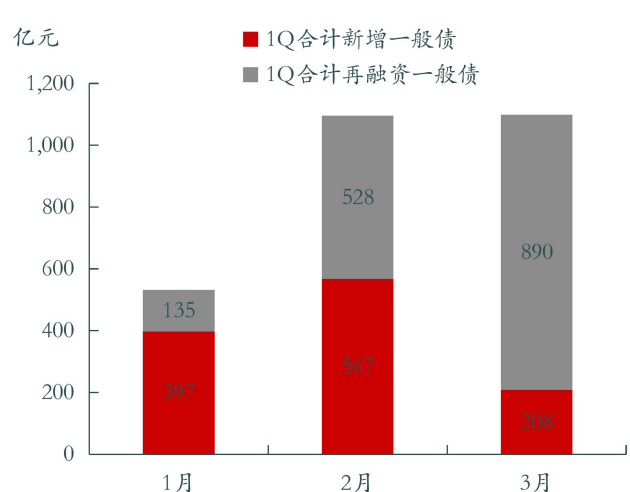
步入 2025 年，在财政政策加码的背景下，地方发债仍有乐观预期。1Q25 发行计划来看，截至 1 月 19 日，共有 20 个省市地区披露一季度地方债发行计划，总计额度为 13674.1 亿元。其中，新增专项债 4226.1 亿元，一般债 2725.9 亿，再融资债券 8275.2 亿元。分月份来看，1、2、3 月分别计划发行新增专项债 609、1412、2205 亿元，新增一般债分别为 397、567、208 亿元，1Q25 各地专项债发行计划仍在持续更新中，专项债发行计划主要集中在 2 月和 3 月，计划发行速度和规模均明显超过去年同期，有望对二季度需求形成提振。

图表 6：1Q25 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 7：1Q25 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 8：24 年各省市地区特殊债发行梳理（单位：亿元）

地区	置换隐债专项债	特殊再融资一般债	特殊再融资债专项债	特殊新增专项债	合计
江苏省	2511	327	298	800	3936
贵州省	1176	399	271	403	2249
河南省	1227	45	41	520	1833
山东省	1255	117	107	486	1965
辽宁省	771	19	18	223	1031
北京市	47	105	96		248
天津市	771	269	295	188	1524
上海市		93	85		178
重庆市	754	72	66	209	1101
广东省		132	62		194
河北省	281	71	65	209	626
山西省	385	19	17	215	636
吉林省	385	17	16	108	526
黑龙江省	484	12	11	126	633
浙江省	814	144	132	378	1468
安徽省	980	73	67	391	1511
福建省	502	63	57	262	884
江西省	551	63	58	337	1009
湖北省	982			502	1484
湖南省	1288	78	71	463	1900
海南省	152	12	11	79	254
四川省	1148	114	105	615	1982
云南省	878	55	51	234	1218
陕西省	564	66	61	501	1192
甘肃省	443	33	30	183	689
青海省	73	5	4	32	114
内蒙古自治区	572	33	30	127	762
广西壮族自治区	515	37	34	137	723
西藏自治区	137	5	4	351	497
宁夏回族自治区	138	9	9	30	186
新疆维吾尔自治区	216	47	43	632	938
新疆生产建设兵团				37	37
总计	20000	2535	2215	8778	33528
		4750			

资料来源：Wind，中国债券信息网，东证衍生品研究院

回顾 24 年，专项债发行规模创下新高，但节奏明显后置，资金端在一定程度上受偿债压力的挤占，资金落地速度也较往年偏慢，可能是导致实物工作量集中在年底兑现的原因之一。专项债额度上更加向经济发达省份集中，发行期限也有所拉长，而发行成本较往年有所下降。

25 年新一轮化债开启，专项债发行迎来诸多新变化，主要体现在提升专项债的发行速度和使用效率。①规模上，25 年专项债计划发行额度再创新高，需求托底力度继续增加；②专项债发行启动实行项目“负面清单”管理，专项债资金申请将剔除无收益项目；③实行专项债用作项目资本金的“正面清单”管理，专项债用作项目资本金比例从 25% 提高至 30%；④专项债项目即将开展“自审自发”试点，地区主要集中在经济大省，本质上是下放专项债项目审核权，同时未来还要加快建立偿债备付现金制度。

总结而言，对比 24 年专项债发行较慢和项目落地资金受挤占的事实，25 年专项债的发行将更加注重落地速度，以及提高资金的利用率和回报率，落实到实物工作量上，一方面，类似 24 年前期专项债发行速度较慢的情况将有所削弱，另一方面，将有更多资金能直接落实到实物工作量，利好基建作为下游的品种需求。

图表 9：月度地方债总发行量与总偿还量

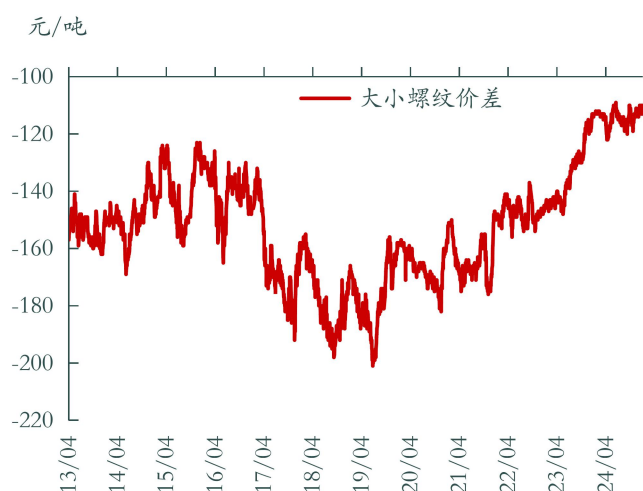


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

4、实物工作量情况跟踪

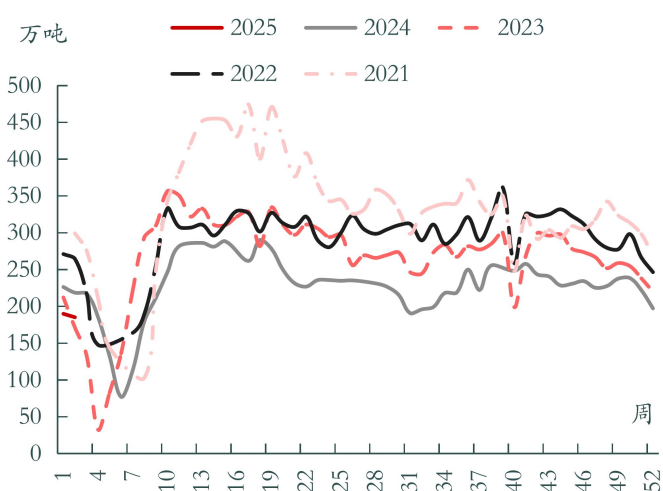
实物工作量维度，12月至1月中旬实物工作量表现出逆季节性的强势，这里的强势主要是全年需求的偏弱运行的相对体现。宏观角度，12月螺纹表需处于全年高位，且并未出现季节性走弱，而11月挖机利用小时数环比小幅上升至108小时，创三年以来新高。大小螺纹价差能够在一定程度上体现基建和地产之间的强弱关系，12月至今大小螺纹价差维持震荡，但螺纹线材价差收窄，主要是黑色商品价格变动所致。将价差结合12月实物工作量的偏强运行来看，基建和地产端均可能出现了一部分需求增量。

图表 10：大小螺纹价差



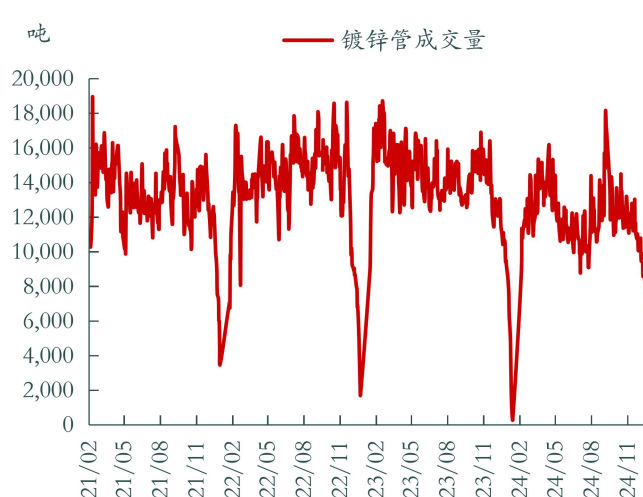
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 11：螺纹季节性表观需求量



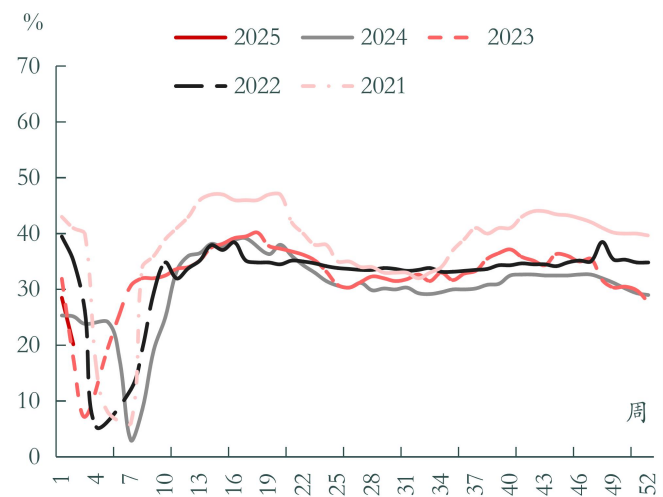
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

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



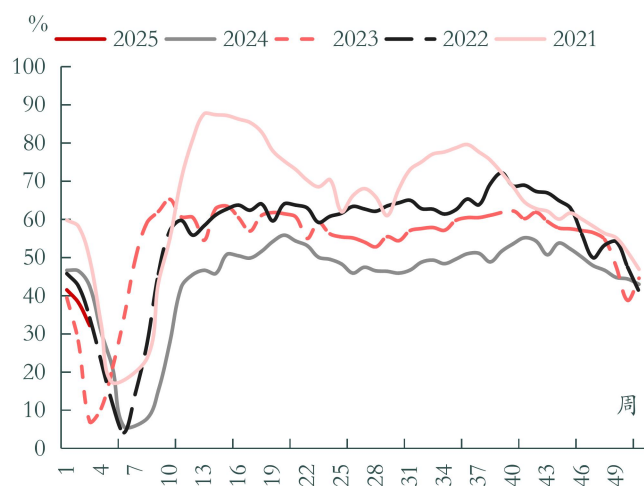
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

水利方面，12月水利实物工作量明显下降。各类管棒制品的成交量持续下滑，镀锌管平均成交量从11000吨/天下滑至9500吨/天，球墨铸铁价格继续下调70元/吨。12月前期水利项目逐渐收尾，叠加北方天气转冷和元旦假期，市场成交意愿下滑；1月后，原料价格明显下跌，然下游节前补库力度欠佳，多数仍呈观望态势，由于前期黑料存在订单堆砌情况，少数厂商再度出现累库现象。12月中旬起，PE管材开工逐步边际走弱，但因基数本处于低位，因而走弱幅度不算很大，映射需求进入传统淡季；元旦后工厂订单明显减少，下游以适量补库为主，部分中小厂提前放假。往后看，水利侧已经步入淡季，由于年后订单有限，后续需求减弱或快于历史季节性走弱速度；此外，2月后北方开工仍然受限，预计2月需求仍然偏弱。

交运方面，年底交运项目同样减少，伴随着北方市场先一步进入最后需求期，水泥实物工作量趋弱。但值得注意的是，虽然水泥窑线运转率自11月以来一直处于低位运行，且中途还受到天气污染限产和天气转冷等限制，但年底水泥出货率并未弱于往年，年底需求下降幅度超过行业自律开工弹性，需求才逐渐下降，截至一月中旬，北方地区出货率已降至2~3成水平；石油沥青开工率维持震荡偏强运行，同时沥青库存出现相对明显的趋势性下降，但随着北方地区项目步入尾声，1月后最后需求期也将结束，交运侧实物工作量的走弱也将到来。

电力方面，12月电力侧实物工作量以高位回落为主，随着国网季节性招标订单逐渐完工，而后续需求跟进有限，电线电缆开工从接近满产下降至70%的水平，同时伴随着铜铝制杆开工的持续走弱。1月虽然仍有部分订单余量待完工，但后续需求托底也将逐渐走弱，市场已将目光放远至一季度国网招标规模上，下游对项目订单态度并不悲观。

图表 14：水泥出货率



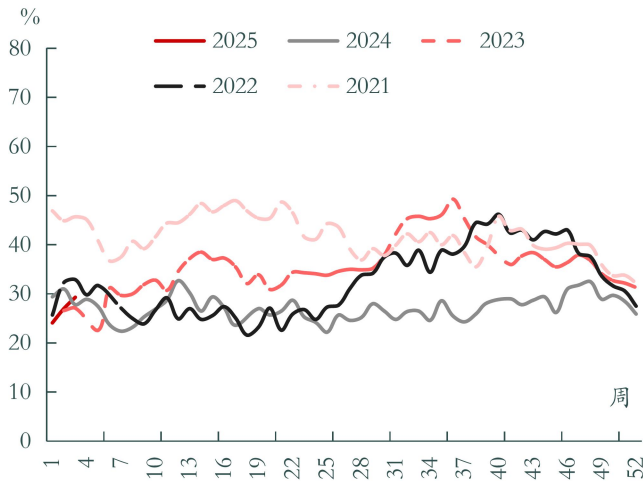
资料来源：数字水泥，东证衍生品研究院

图表 15：水泥熟料窑线运转率



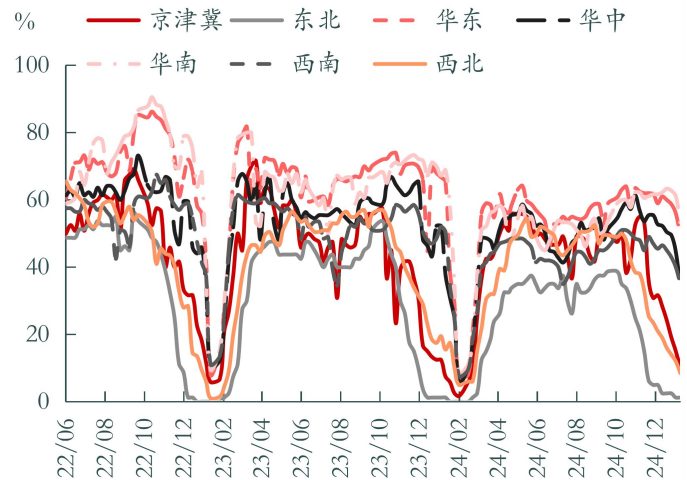
资料来源：百年建筑网，东证衍生品研究院

图表 16: 石油沥青开工率



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

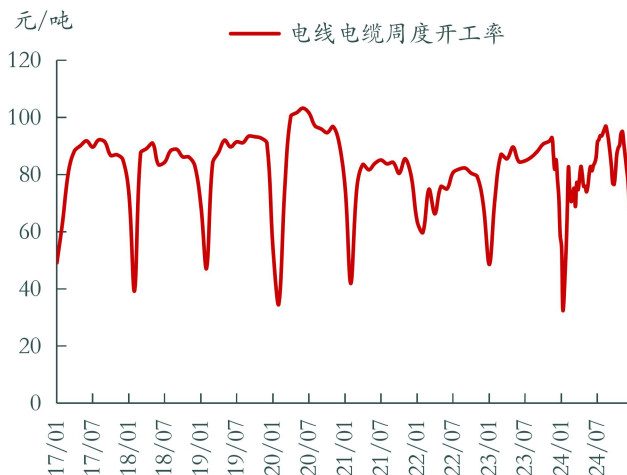
图表 17: 分地区水泥出货率



资料来源: 数字水泥, 东证衍生品研究院

总体而言, 延期的旺季终在 1 月到来后逐渐结束, 实物工作量呈现趋势性下滑, 而与我们预期一致的是, 水利、交运和电力领域先后出现走弱。往后看, 年前水利和交运已难有支撑, 仅电力侧还有少量托底, 但力度也将逐渐下降; 放眼年后, 由于年底新增项目较为有限, 而 1Q25 新增专项债主要在 2 月和 3 月投放, 若考虑加速落地预期, 则对应交运和水利等实物工作量回升节点或在二季度中后期, 而电力侧或基于季节性招标在年初就能提供些许托底, 3 月基建需求或以边际转强运行。

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。12 月至 1 月实物工作量逐步下降，水利、交运和电力领域先后出现季节性走弱，至 1 月中旬，水利和交运订单已基本完工，而电力侧仍然有少量剩余项目冲量，后续需求或延续大方向走弱。就锌价而言，短期海内外宏观数据改善托底情绪，少量投机资金炒作能耗双控相关问题，叠加特朗普上台临近，资金避险情绪升温，料特上台后，市场基于消息面消化会选择方向，沪锌波动率将明显放大。

基本上，澳洲锌矿因火灾发生扰动，但实际对生产影响不大。国内供应持续宽松预期较强，TC 持续回升，而近期进口窗口关闭，港口锌矿库存增速放缓。值得注意的是，虽然 TC 回升较快，但矿贸易商出货意愿明显下降，实际高 TC 成交较少，预计年前 TC 高点会维持在 2800 元/吨左右。炼厂冬储备货良好，综合生产利润维持在盈亏平衡线附近震荡，部分拥有钢锍等副产品产出的炼厂已实现小幅盈利。需求端，终端项目减少叠加天气转冷，镀锌和压铸锌合金开工已出现明显下降，多数厂商已进入年前放假阶段，氧化锌企业因橡胶级和饲料级两侧年前订单表现亮眼，部分大厂仍然维持冲量高开工状态，总体需求步入淡季。现货方面，虽然各地现货升水持续下滑，但各地仍时有货源紧张情况发生，料年前现货难有大贴水情况发生。

总体而言，锌基本面趋弱方向未改，依然在上方对锌价形成压力，但随着特朗普上台，短期宏观扰动将明显放大，建议等待宏观选择方向后再入场，年前以观望为主。但撇开短期沪锌的不确定性而言，中期能够相对确定的是，年后需求有电力侧、家电和出口订单托底，需求坍塌的可能性不大，而春节累库预期较低，叠加现货目前依然偏紧，年后

低库存或需要时间修复，或能给予跨期正套更大的实现空间。策略方面，单边角度，短期建议观望，中期可关注建仓年后多单机会，而对已经持有空单的套保客户来说，则可顺势将空单转为正套来博弈年后基差走扩可能；套利角度，推荐关注年后基差走扩策略，择机布局内外反套。

6、风险提示

矿端修复超预期，年后需求走弱，宏观风险扰动。

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