

## 热点报告—锌

## 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

走势评级：

锌：震荡

报告日期：

2024 年 12 月 16 日

## ★11 月广义基建投资情况梳理

11 月全国三大广义基建投资累计同比增速为 9.39%，增速环比 1~10 月增加 0.04 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 23.7%，水利、环境和公共设施管理业累计同比增长 4%，交通运输、仓储和邮政业累计同比增长 6.9%。11 月三大广义基建投资增速总体高位运行，主要增量来自水利领域，电力和交运侧延续高位震荡。

## ★11 月地方债发行情况分析

截至 12 月 16 日，专项债累计发行进度达 113.6%，较上月同期增加 2.6 个百分点。11 月总计发行地方债 13141 亿元，新增专项债占比迅速下降至 6.5%，而再融资专项债发行占比上升至 82.6%，地方债发行呈现出明显的结构性转变。截至 12 月中旬，年内新增专项债和再融资专项债均基本发行完毕。

## ★后市展望和投资建议

11 月广义基建实物工作量高位运行，主要是新增订单持续兑现和原有项目冲量完工所致。水利侧项目最先进入基本完工阶段，原材料价格波动对刚需影响不大；交运侧项目进入冲刺阶段，但 12 月上旬以来已经出现季节性走弱拐点；电力侧开工高位走强，12 月仍有部分新增中标项目开工，托底需求运行。往后看，12 月实物工作量的季节性走弱将随时间逐渐兑现，各领域走弱的先后顺序为水利、交运、电力，预计 12 月下旬这种趋势将更为明显。

就锌价而言，鉴于近期交割风险上升，以及现货依然维持紧缺，短期沪锌仍有冲高可能，但盘面上 2.6 万元/吨附近压力较强、宏观风险浓厚、以及中期维度基本面走弱趋势不变，更推荐在绝对高位附近寻找右侧试空机会，做好仓位管理；但由于供应矛盾依然突出，深跌可能性同样较低。策略方面，短期内单边关注逢高试空机会，回调不看深跌，中期仍以低多思路对待；月差方面，月差跟随单边结构变化，短期参与方向与单边一致，内外方面，建议关注内外正套机会。

## ★风险提示

现货紧缺超预期，需求超预期增长，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](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

《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

**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

12月16日，11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。11月新增专项债基本发行完成，而再融资专项债发行明显提速，地方债发行出现了多大程度上的结构转变？前期表现强劲的电力和交运侧如今生产情况如何？实物工作量又是否如期出现了季节性走弱？

## 2、11月广义基建投资情况梳理

根据国家统计局，2024年1~11月份，全国固定资产投资（不含农户）465839亿元，累计同比增长3.3%，增速环比小幅回落。其中，制造业投资增长9.3%，环比持平，处于年内高位；房地产开发投资下降10.4%，前值-10.3%，地产侧投资依然在底部震荡。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4.2%，累计增速环比下滑0.1个百分点，而包含电力口径的基础设施投资累计同比增长9.39%，累计环比增加0.04个百分点，11月广义基建投资仍在边际转好。总体来看，11月固定资产投资高位运行，前期发行完毕的新增专项债给予资金支持；结构上，维持电力侧为主要托底，水利和基建作为侧面支撑的格局。

广义基建领域，1~11月全国三大广义基建投资累计同比增速为9.39%，增速同比去年同期增加1.43个百分点，环比1~10月增加0.04个百分点，投资端对冲力度上升。其中，电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计同比增长23.7%，环比下降0.4个百分点，同比增速降低0.7个百分点；水利、环境和公共设施管理业累计同比增加4%，增速环比增加0.9个百分点，较去年同期增加5.1个百分点；交通运输、仓储和邮政业累计同比增长6.9%，环比下降0.8个百分点，较去年同期减少3.9个百分点。总体来看，11月三大广义基建投资增速总体高位运行，主要增量来自水利领域，电力和交运延续高位震荡。

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、11月地方债发行情况分析

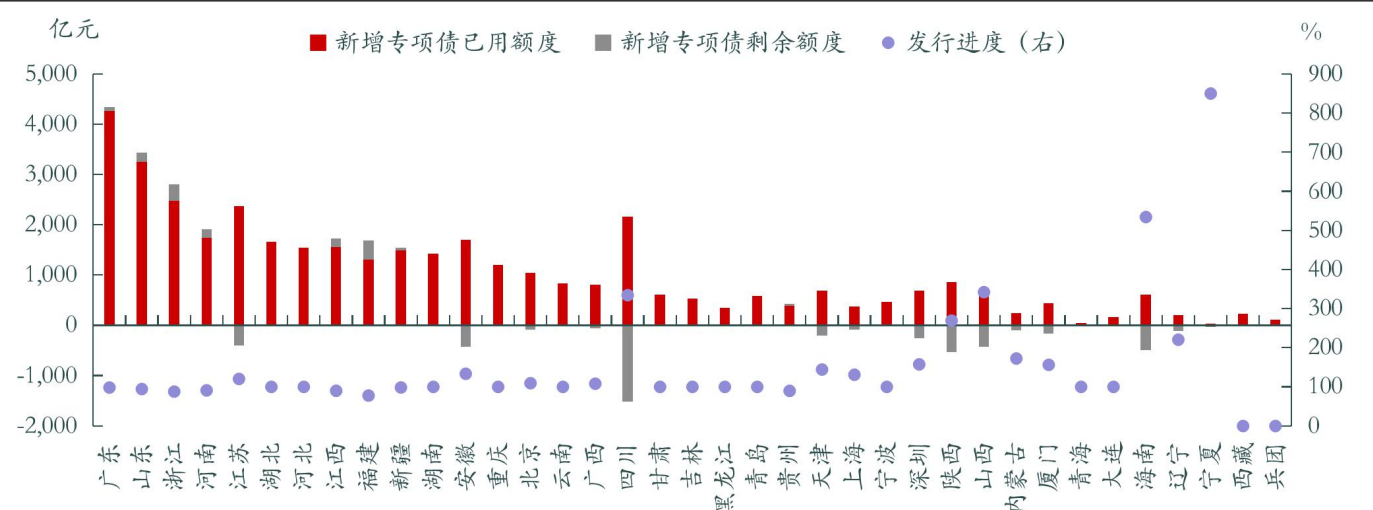
11月地方债发行总量明显上升，超越9月来到年内发行总量的新高；再融资专项债取代专项债，成为发行的主要来源。截至11月底，全年新增专项债已经实现超发，**量级方面**，11月新增专项债发行量856亿元，环比9月下降2115亿元，实际发行量低于计划额度约249亿元；**结构方面**，11月总计发行地方债13141亿元，新增专项债占比迅速下降至6.5%，特殊新增专项债占比下降至2.2%，而再融资专项债发行占比上升至82.6%，地方债发行呈现出明显的结构性转变；**节奏方面**，由于体量不大，专项债零散发行，而再融资专项债高速发行，在一个月内存基本完今年额度。

分地区来看，11月专项债发行主要集中在浙江、山东和云南等地。从募集用途来看，11月专项债依然主要投向基建领域，除特殊新增专项债外，排名前三与10月一致，投向“市政和产业园区基础设施”的规模为183亿元，“交通基础设施”合计139亿元，“民生服务”合计107亿元，合计占总额度约50%。

累计发行角度，今年1~11月，全国地方政府新增专项债累计发行约3.98万亿元，实现超发；截至12月16日，今年专项债新增额度为3.52万亿元，目前已用约4万亿元，较10月同期增加约924.3亿元，发行进度平均达113.6%，较上月同期增加2.6个百分点。

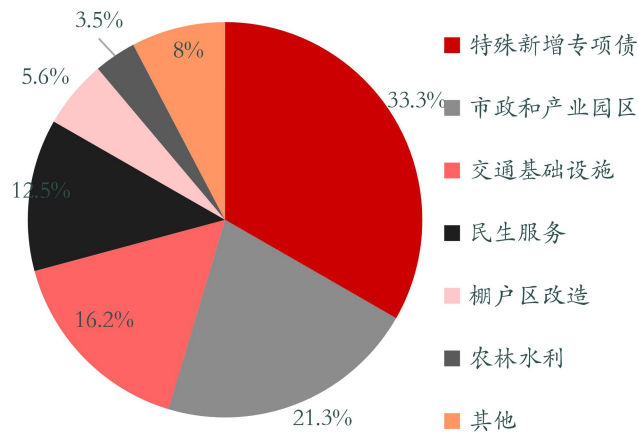
化债方面，11月8日财政部宣布增加6万亿新增专项债限额，分3年发完，以支持地方用于置换各类隐性债务，进入12月中旬，今年置换隐性债务的专项债额度已基本用完，发行速度超预期。审批方面，12个经济发达、财政能力相对较强的试点省份将落实地方政府专项债券项目的审核自主权，一方面有望提高后续项目审批效率，另一方面也能增强地方在资金使用上的自主权和灵活性。

图表3：今年专项债实际发行量与全年发行进度



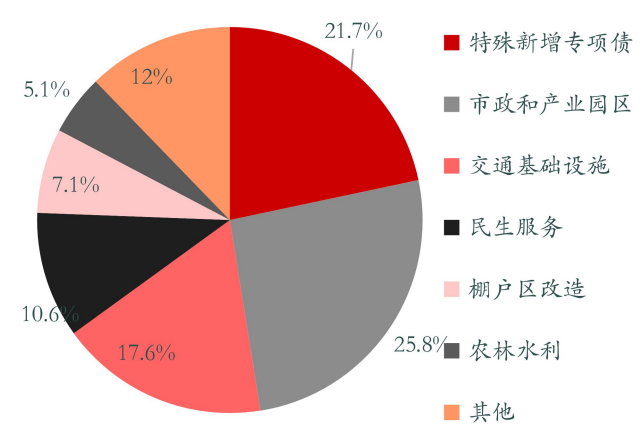
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 4：11 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

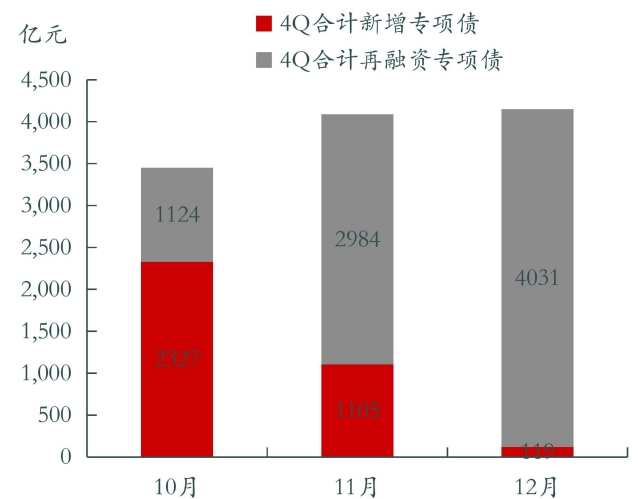
图表 5：1~11 月新增专项债发行领域累计占比



资料来源：企业预警通，中国债券信息网，东证衍生品研究院

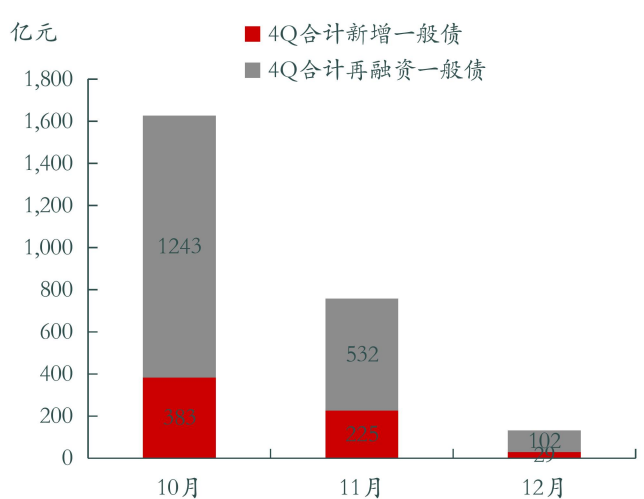
四季度发行计划来看，共有 27 个省市地区披露四季度地方债发行计划，总计额度为 1.42 万亿元。其中，新增专项债 3551.1 亿元，一般债 2515.1 亿，再融资债券 10015.8 亿元。分月份来看，10、11、12 月分别计划发行新增专项债 2327、1105、119 亿元，新增一般债分别为 383、225、29 亿元。再融资专项债接力新增专项债成为发行主体，12 月中旬两者均基本发行完毕。

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，11月全国共3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285.1亿元，环比10月下降101.3亿元。11月的新增特殊专项债同样主要被用于政府投资项目和项目建设。往后看，财政部还明确2024至2028年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元专门用于化债，五年累计可置换存量隐性债务4万亿元，或能在一定程度上缓解偿债需求对资金落地项目的限制。

图表8：11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 青岛债 65	4	5	1.86
24 青岛债 66	46	10	2.21
24 贵州债 34	107	10	2.29
24 西藏债 13	12	10	2.18
24 西藏债 14	38	10	2.18
24 西藏债 15	78	10	2.18

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

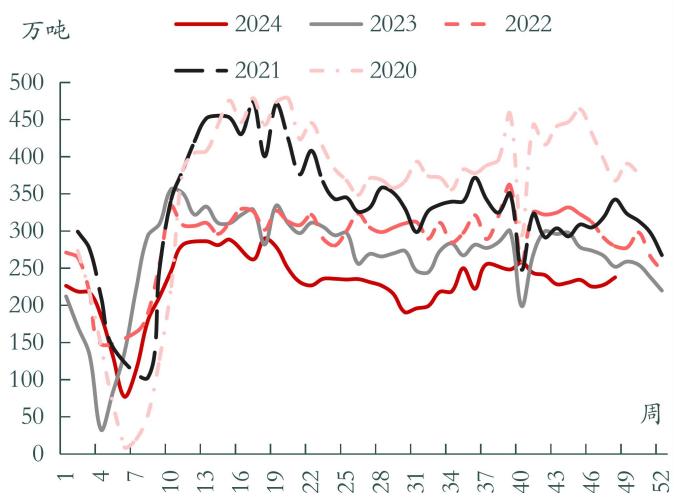
实物工作量维度，宏观角度，大小螺纹价差能够在一定程度上体现基建和地产之间的强弱关系，11月至今大小螺纹价差维持震荡，但螺纹线材明显收窄，宏观影响有所减弱，黑色系价格更多跟随基本面趋势运行，基建侧订单维持冲量下，管材价格有所回升，同时维持螺纹表需在年内偏高水平运行。但往后看，此前发放的2万亿主要用来置换存量隐债，而随着项目订单的持续完工，以及下游厂商年底减产停工，12月下旬整体实物工作量有概率形成相对显性的季节性回落趋势。

图表 10：大小螺纹价差



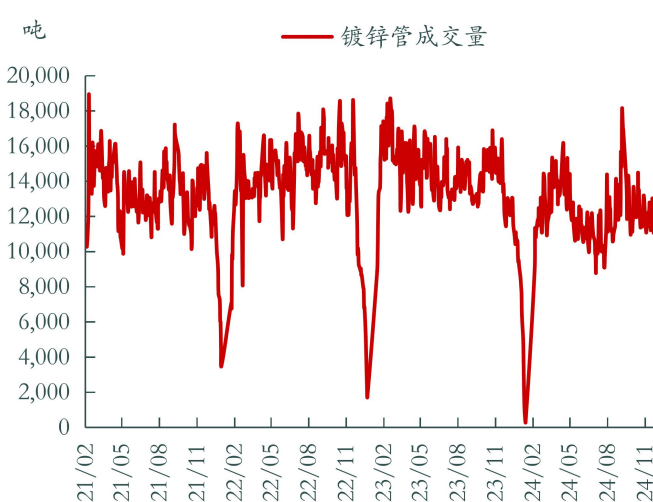
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 11：螺纹季节性表观需求量



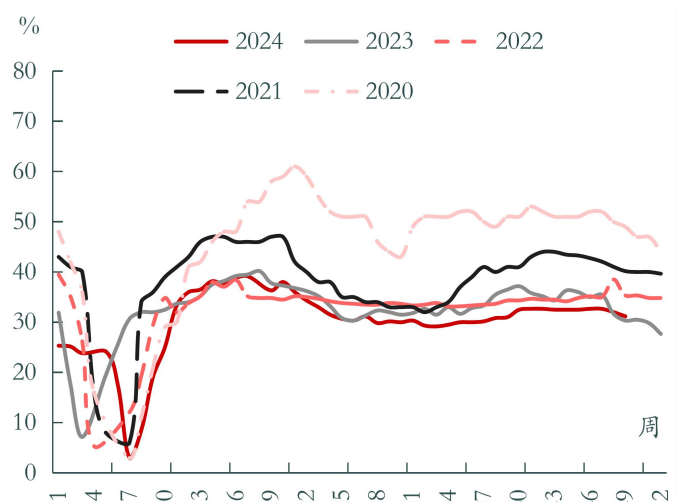
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

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



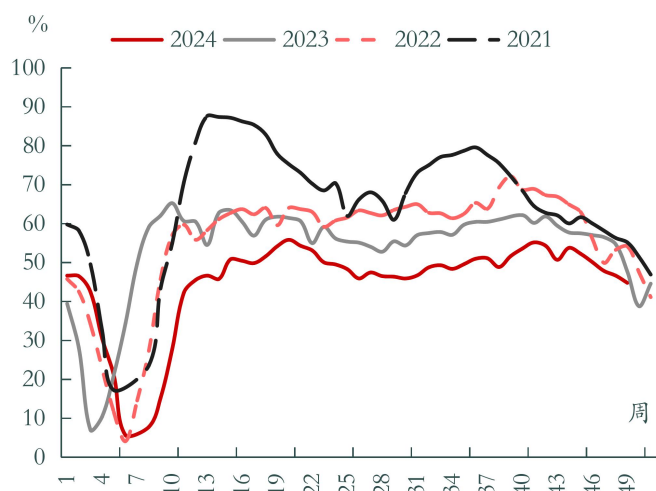
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

**水利方面**，各类管棒制品的成交量窄幅震荡，镀锌管成交量维持在11000吨/天左右运行，球墨铸铁价格小幅下调100元/吨。11月至12月原材料价格剧烈波动，市场观望情绪较浓，下游接货意愿随着价格波动而变化。管网侧项目完工较早，11月主要为余量订单冲量，但值得注意的是，近阶段圆管和方管订单较好，甚至出现全国范围性的缺货。随后一方面新增订单持续走弱，另一方面原材料价格涨势暂缓，映射为下游拿货边际转好但提振不大。PE管材方面，11月PE管材开工持稳运行，部分项目进入赶工期，10~11月厂商从备货转向去库，部分工厂顺利开展降库计划回笼现金。往后看，管材相关项目基本陆续结束，传统淡季影响下，后续订单预期明显减弱。

**交运方面**，10月新增部分项目，以及后续项目进度赶工是11月交运实物工作量的主要支撑。10月中下旬至11月上旬，水泥和石油沥青实物工作量均有明显趋势性上行，沥青表现相对于水泥侧更为持久。细分来看，水泥实物工作量一方面受到北方天气降温影响，另一方面行业自律开工稳步开展，此外还有少许抢出口的影响。11月底受大范围降温、降雪天气影响，北方市场需求走弱明显，水泥出库量季节性走弱，窑线运转率低位运行。沥青方面，局部赶工需求释放，沥青库存连续去化，但去库幅度逐渐放缓，最后需求期即将步入尾声，后续需求或在短期内延续季节走弱趋势。步入12月后，交运侧订单虽仍有托底支撑，但走弱趋势已初现端倪，节奏上应会稍慢于水利侧。

**电力方面**，11月电力侧实物工作量高位走强，电线电缆开工连续四周均上升，铜铝制品开工高位运行，多数厂家基本实现满产，主要支撑来自国网季节性招标订单的增量。往后看，我们了解到部分中标项目会在12月进行开工，即12月下旬前，电力侧依旧能提供实物工作量支撑，但也需注意，北方气温转冷会对镀锌行业的开工形成较大影响，后续订单或有南移可能；随后受制于订单增量限制，需求的边际走弱也将逐渐兑现。

图表 14：水泥出货率



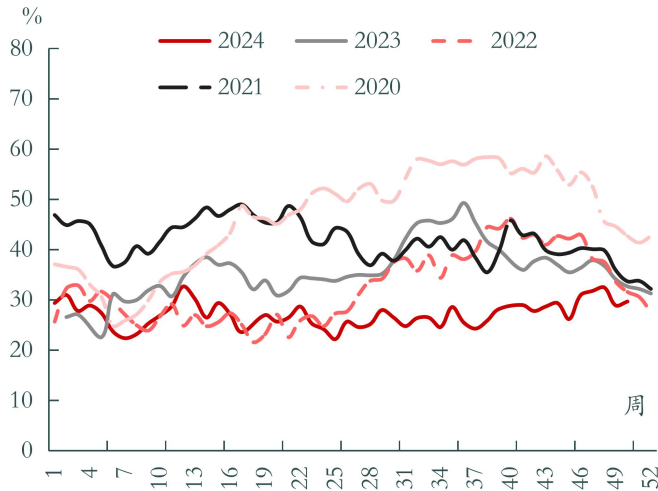
资料来源：数字水泥，东证衍生品研究院

图表 15：水泥熟料窑线运转率



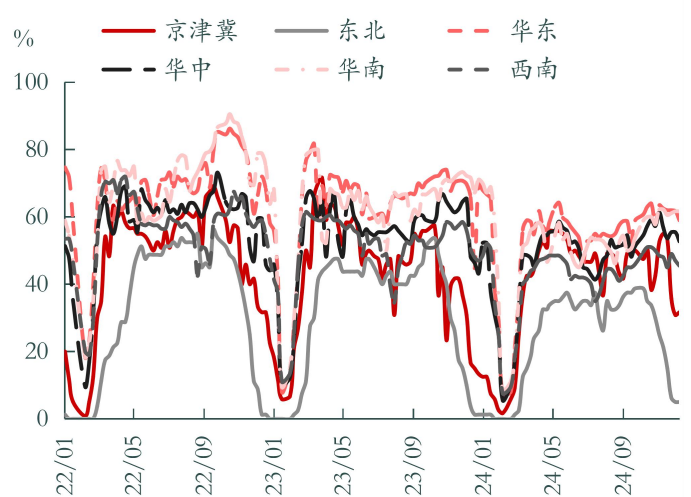
资料来源：百年建筑网，东证衍生品研究院

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, 今年金九银十旺季递延至 12 月中旬仍未结束, 11 月广义基建实物工作量高位运行, 主要是新增订单持续兑现和原有项目冲量完工所致。水利侧项目最先进入基本完工阶段, 原材料价格波动对刚需影响不大; 交运侧项目进入冲刺阶段, 但 12 月上旬以来已经出现季节性走弱拐点; 电力侧开工高位走强, 12 月仍有部分新增中标项目开工, 托底需求运行。往后看, 12 月实物工作量的季节性走弱将随时间逐渐兑现, 各领域走弱的先后顺序为水利、交运、电力, 预计 12 月下旬这种趋势将更为明显。

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。11 月新增专项债发行规模明显减少，地方债发行主要由再融资专项债提供。11 月实物工作量维持偏强运行，12 月虽然电力侧依旧能够提供主要托底，但水利和交运项目已然难以继续形成支撑，北方锌下游也将在气温逐渐下降下停产放假，需求季节性走弱趋势已现。

就锌价而言，近期锌价受宏观和现货端扰动高位震荡运行。短期而言，现货紧张态势持续，三地均出现不同程度的缺货，部分地区报价较为混乱；而预期交仓实际兑现数量较少，令市场对货量的担忧更甚。同时，下游需求短期仍有托底，主要是来自 12 月大厂的新增订单、以及南方地区的出口订单，料现货端紧张态势仍将维持一段时间，且临近交割，挤仓风险再有所加剧，短期锌价或面临较大波动，谨慎参与为宜。

中期而言，12 月锌基本面转松趋势未改。近期随着进口矿流入好转，矿端体感趋松，TC 小幅反弹，进口矿持续累积，而冶炼厂年底冲量情绪升温，12 月锌锭产量或环比增加。而海外炼厂扰动风险有所减弱，主要是近期欧洲能源价格边际回落，12 月下旬天气转好且风电出力预期稳健，叠加圣诞节需求预期骤降，能源价格爆发性上涨可能性较低，但也需注意节后电力的紧缺预期。需求方面，结合实物工作量的边际下滑，国内需求侧季节性走弱趋势已现。虽然目前有大厂增量订单以及南方地区出口订单托底，但小厂开工已经因天气渐冷和订单减少而下降，12 月下旬需求或逐渐下滑。



综合而言，鉴于近期交割风险上升，以及现货依然维持紧缺，短期沪锌仍有冲高可能，但盘面上 2.6 万元/吨附近压力较强、宏观风险浓厚、以及中期维度基本面走弱趋势不变，更推荐在绝对高位附近寻找右侧试空机会，做好仓位管理；但由于供应矛盾依然突出，深跌可能性同样较低。策略方面，短期内单边关注逢高试空机会，回调不看深跌，中期仍以低多思路对待；月差方面，月差跟随单边结构变化，短期参与方向与单边一致，内外方面，建议关注内外正套机会。

## 6、风险提示

现货紧缺超预期，需求超预期增长，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](http://www.orientfutures.com)

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