

【银河专题】从财政发行节奏观望旺季钢材需求释放情况

第一部分 前言概要

行情展望：

从财政发行节奏来看，2025 年中国财政发行进度加速，其中狭义国债、政金债和特殊再融资债券上半年集中发行，目前发行进度较快；而地方政府专项债、城投债、一般债发行进度与去年持平。财政力度总额比去年同期加快了 59%，总体财政政策实施力度较大。根据我们的测算，历史上从财政措施落地到反映在实际项目，拉动钢材需求大约需要经历 2 个月左右的时间。因此 2025 年 1-2 月债券加速发行，可能带来 3-4 月钢材需求的增长。

但各省市化债压力仍大，债务发行以“借新还旧”和化债为主，以化债为主的国债、一般债、特殊再融资债券发行力度较大；而以往能够带来实际需求拉动的城投债、政金债、专项债发债力度与去年持平，且投入实体项目的比例依然较低。根据 2025 年地方“两会”重点建设方向来看，部分资金或用于土地收储、城市更新、基础设施建设绿色建筑等，多集中在国央企大型项目，民营企业项目仍然面临垫资难、回款难的问题，对钢材旺季需求同比去年可能有部分拉动，但增幅相对有限。

研究员：戚纯怡

期货从业证号：

F03113636

投资咨询证号：

Z0018817

☎:021-65789253

✉: qichunyi

_qh@chinastock.com.cn

第二部分 财政发行的具体解析

一、下游工程开复工情况不及去年同期

2025 年春节过后，国内下游工地项目开复工率、劳务上工率、资金到位率同比去年均有所下滑，环比增速略慢。据百年建筑调研，截至 2 月 20 日(农历正月廿三)全国 13532 个工地开复工率为 47.7%，农历同比减少 15.16 个点;劳务上工率 49.7%，农历同比减少 7.81 个点;资金到位率 43.6%，农历同比减少 1.06 个点。节后第三周复工进度仍然慢于去年同期且未过半，主要还是因为资金受限，今年各大项目总体体量下降，行业资金普遍偏紧，能开工的工地都是资金情况较好的项目。

预计下周开复工率有所上升，但仍然慢于去年同期，主要集中在华北、华南及西南地区。目前资金问题对今年开工情况影响较大，若资金不到位，施工单位不愿意垫资，下游需求难有起色；而部分省份存在化债问题，政府类基建项目施工单位会选择垫资，但对项目审核和风控加严，减少了垫资项目的数量，地方国资建工类企业所属城中村、旧城改造、安置房等项目施工进度较快。也因此，后续下游项目资金到位情况和流向成为决定后续工地开复工的重要条件。我们可以从财政实施力度出发，来预测后续需求释放情况，间接推算财政政策对钢材需求的拉动力度。

图 1：全国工程项目开复工率走势 (%)

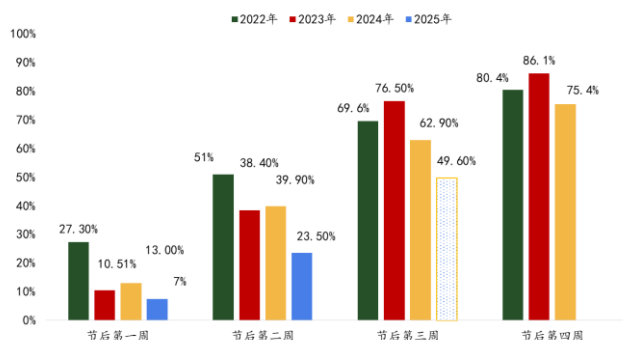
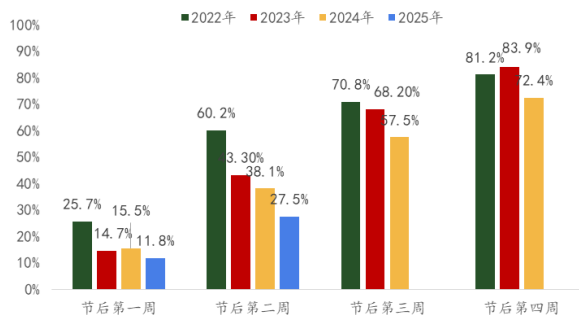


图 2：全国工程项目劳务到位率 (%)



数据来源：银河期货、Mysteel、百年建筑

数据来源：银河期货、Mysteel、百年建筑

二、财政政策实施力度加快

(一) 1-2 月发债进度加快

国债由中央政府发行，主要用于弥补财政赤字，支持国家一般公共财政支出，如教育、卫生、公共安全、外交国防、环境保护等。截止 2 月 18 日目前 2025 年 1-2 月中国一般国债和特别国债总发行量为 17320.6 亿元，净融资额为 6076 亿元；去年 1-2 月发行量 9061.5 亿元，净融资额 3413.1 亿元，同比+78.02%，今年国债发行速度加快，且净融

资额高于去年同期，改善今年财政压力。

地方政府专项债是指地方政府为有一定收益的公益性项目发行的政府债券，主要用于交通基础设施、能源、农林水利、生态环保、社会事业等领域。这些项目通常具有明确的经济效益和收益来源，如收费公路、土地收储等。截止2月18日2025年1-2月中国地方政府专项债累计发行2673.102亿元，投向基建领域占比为0.84%，大部分仍然用于借新还旧，2-3月计划发行5072亿元，则1季度计划发行7120.02亿元。2025年地方政府专项债额度预计为44000亿元，则发行进度约16.18%；去年1季度累计发行额6341.244亿元，发行进度为15.904%，投向基建领域的占比为85.88%。目前来看，今年专项债发行尚未加速，且投向基建领域的资金比例偏低。2024年11月财政部召开会议，宣布从2024年开始，我国将连续五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，累计可置换隐性债务4万亿元。目前来看，新增专项债额度中用于化债的额度或远超8000亿元。但今年1月原计划发行专项债额度678亿，最后超出预期，预计后续专项债可能加速发行。根据中指院的数据显示，截至2月11日，广东省佛山、惠州、珠海、中山、江门等地均发布涉及土地收储的公告，土地数量超160宗，土地使用面积超680万平方米，拟收购价格合计超350亿元。后续专项债额度或投入更多公共及基建领域使用，但以资金投入比例来看仍以化债，整体对下游需求的拉动力度可能仍然有限。

城投债，全名城市投资债券。是指由地方政府融资平台作为发行主体公开发行的企业债券，多用于地方基础设施建设或公益性项目。城投债募集资金的用途可以分为四类：借新还旧、偿还有息债务、项目建设和补充流动资金。近年来，受到还债压力影响，全国各大省份城投债“借新还旧”比例从2023年的70%左右增至90%以上，而用于项目建设和补充流动资金的占比相对较少。化债压力最大的10个省份“借新还旧”比例更是高达100%。1-2月城投债净融资额为-621.47亿元，而去年同期为-173.47亿元。根据统计，2025年城投债到期规模约为3.69万亿元，而3、4月偿债压力较大，均超5500亿元。因此，2025年国内城投债偿还压力仍然较大，“借新还旧”路径依然清晰。

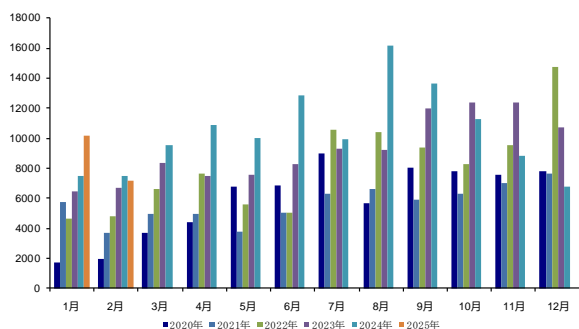
一般债券是指地方政府为没有收益的公益性项目发行的政府债券，其还本付息的资金来源主要是地方一般公共预算收入。主要用于没有收益的公益性项目，如市政设施建设、道路建设、教育基础设施建设、生态环境保护、乡村振兴等。截止2月18日2025年1-2月地方政府新增一般债为1920.89亿元，1季度计划发行2309亿元，2025年新增一般债额度预计在7300-8400亿元之间，目前发行进度约27.5-31.63%，而去年1季度发行2081.5亿元，发行进度为29.8%。

2020年12月以来，部分再融资债券用途只是模糊表述为“偿还存量债务”。这类再融资债券也被市场称为特殊再融资债券，实际用途一般用于置换隐性债务。历史上，特殊再融资债曾在2020-2021年建制县隐性债务风险化解试点，以及2021-2022年全域无隐性债务风险试点中使用。2024年11月8日第十四届全国人大常委会宣布，将在压实地方主体责任的基础上，建议增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，新增债务限额全部安排为专项债务限额，一次报批，分三年实施。2024至2026年每年2万亿元，支持地方用于置换各类隐性债。因此2024年10月开始，国内特殊再融资债券加速发行，4季度特殊再融资债券发行2.18万亿，体量较大，兑付了下游部分工程款，拉动钢材需求出现一定好转，然而需求持续性较低。2025仍有2万亿左右的额度，目前再融资债券发行量近9000亿，置换隐债额度已完成近4成，今年置换债发行节奏或集中在上半年。

政策金融债是由三大政策性银行发行，中央财政担保，通过向社会公众公开或定向发行的一种债务凭证。它的目的是筹集资金，用于支持政府的各项基础设施建设、公共服务项目以及其他重要的财政支出。2024 年政金债发行量为 5.69 万亿元，净融资额为 1.61 万亿元，2025 年政金债发行量预计增加 2000 亿元。截止 2 月 20 日，2025 年政金债发行量为 10050 亿元，净融资额 2361.6 亿元，发行进度 17.09%，去年同期净融资额为 -2804.4 亿元，发行进度 9.77%，发行加速。而今年 1 季度政金债发行量约 2-2.5 万亿，则净融资或在 7000-13000 亿元，创下历年同期新高。

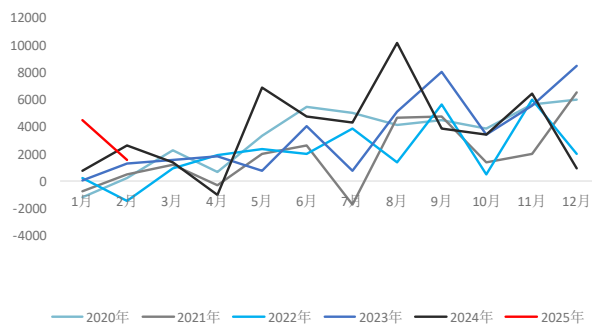
抵押补充贷款（PSL）是由中国人民银行创设，其主要用途包括支持棚户区改造、重大水利工程、人民币“走出去”项目等特定领域的贷款。央行通过 PSL 可以调节向金融机构融资的成本，引导其向需要提供支持的实体经济部门注入低成本流动性，以降低特定实体经济部门的融资成本。2024 年 1 月 PSL 投放约 1500 亿元。2025 年暂无 PSL 投放计划。

图 3：一般国债和特别国债总发行量（亿元）



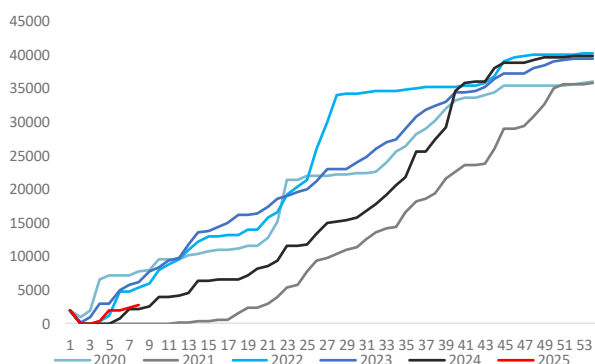
数据来源：银河期货、Wind

图 4：一般国债和特别国债净融资额（亿元）



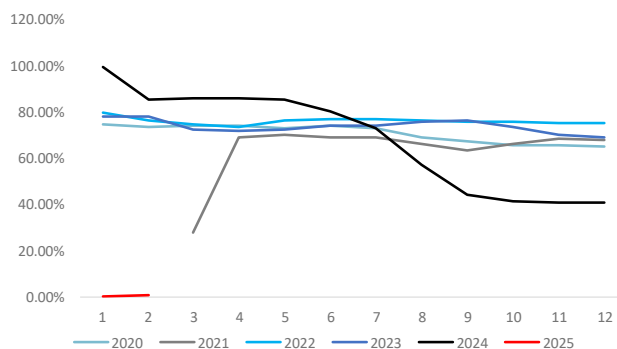
数据来源：银河期货、Wind

图 5：新增专项债发行额累计值（亿元）



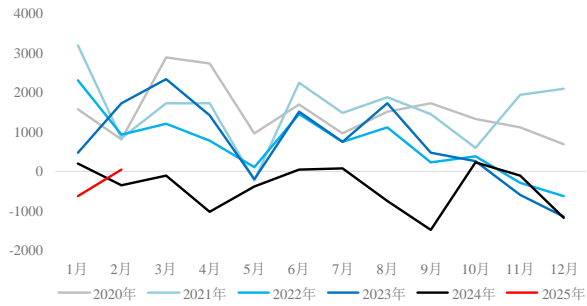
数据来源：银河期货、Wind

图 6：新增专项债累计基建投入比例（亿元）



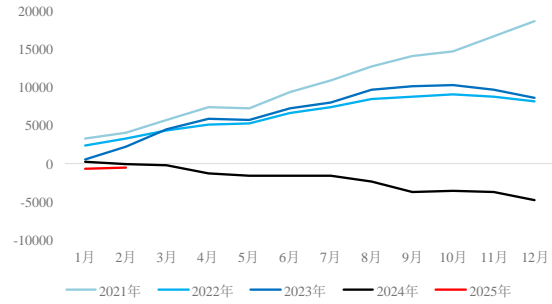
数据来源：银河期货、Wind

图 7：城投债净融资额（亿元）



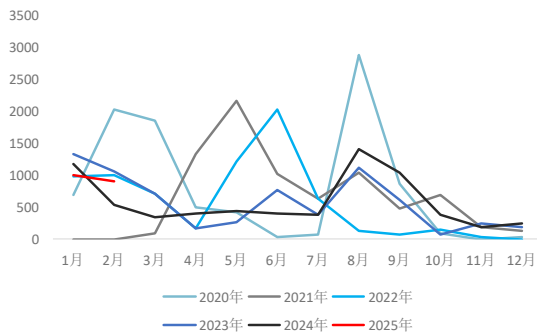
数据来源：银河期货、Wind

图 8：城投债净融资额累计值（亿元）



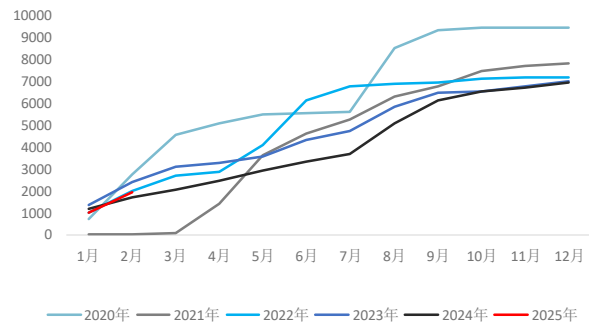
数据来源：银河期货、Wind

图 9：新增一般债当月发行量（亿元）



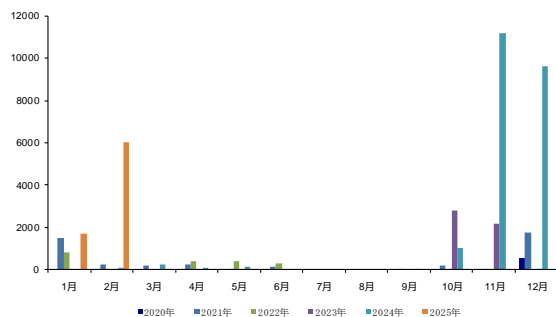
数据来源：银河期货、Wind

图 10：新增一般债累计发行量（亿元）



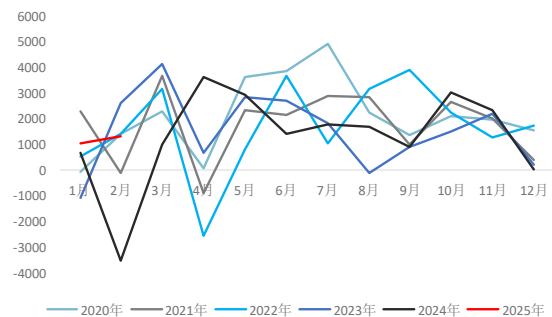
数据来源：银河期货、Wind

图 11：新增特殊再融资债券总发行量（亿元）



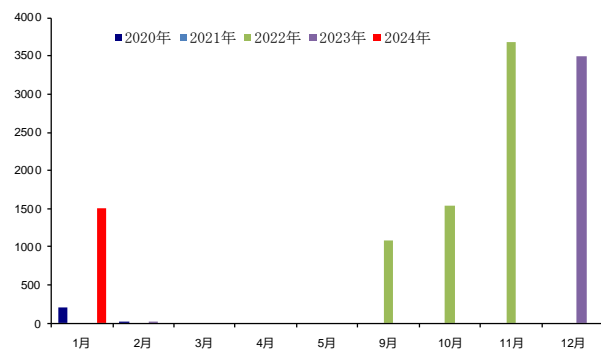
数据来源：银河期货、Wind

图 12：政金债当月净融资（亿元）



数据来源：银河期货、Wind

图 13: PSL 当月发放额 (亿元)



数据来源：银河期货、Wind

第三部分 2025 年财政力度加大，对钢材需求拉动有限

从财政发行节奏来看，2025 年中国财政发行进度加速，其中狭义国债、政金债和特殊再融资债券上半年集中发行，目前发行进度较快；而地方政府专项债、城投债、一般债发行进度与去年持平。财政力度总额比去年同期加快了 59%，总体财政政策实施力度较大。根据我们的测算，历史上从财政措施落地到反映在实际项目，拉动钢材需求大约需要经历 2 个月左右的时间。因此 2025 年 1-2 月债券加速发行，可能带来 3-4 月钢材需求的增长。

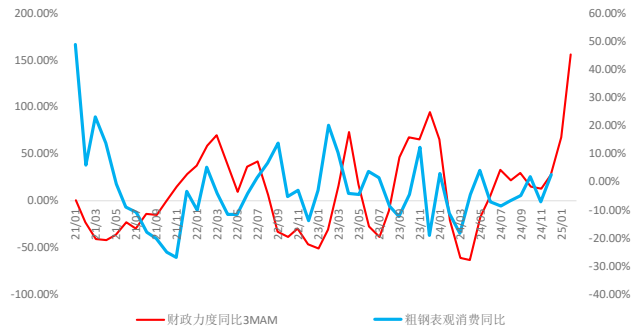
但各省市化债压力仍大，债务发行以“借新还旧”和化债为主，以化债为主的国债、一般债、特殊再融资债券发行力度较大；而以往能够带来实际需求拉动的城投债、政金债、专项债发债力度与去年持平，且投入实体项目的比例依然较低。根据 2025 年地方“两会”重点建设方向来看，部分资金或用于土地收储、城市更新、基础设施建设绿色建筑等，多集中在国央企大型项目，民营企业项目仍然面临垫资难、回款难的问题，对钢材旺季需求同比去年可能有部分拉动，但增幅相对有限。

表 1: 财政发行进度：亿元

	2024年1-2月	2025年1-2月	增速
国债	3413.1	6076	78.02%
地方政府新增专项债	4033.7	3528.94	-12.51%
地方政府新增一般债	1725.7412	1920.89	11.31%
城投债	-173.4732	-1679.9321	868.41%
政策性金融债	-2804.4	2361.6	-184.21%
PSL	1500	0	-
财政力度总额	7694.668	12207.4979	59%

数据来源：银河期货、Wind

图 14：粗钢表需增速 VS 财政实施力度增速 3MAM (%)



数据来源：银河期货、Wind

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799