

有色研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

马志君

从业资格编号：F03114682

娄婧

从业资格编号：F03114337

联系人：

马志君

电话：021-68982784

邮箱：mazj@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

2月锌价先跌后涨，走出V形反弹走势，沪锌主力合约最低回落至20125元/吨。2月国内处在春节周期，供应端部分锌冶炼厂春节放假停产或检修，叠加2月生产天数不足，整体产量环比减少，需求端下游企业放假时长及放假规模均大于冶炼厂，截至月度的春节累库量略低于往年同周期。国内供应端的检修和成本端的支撑促成本轮反弹。截止2月底沪锌主力合约收盘于20635元/吨，月涨幅-3.23%，伦锌电3月合约收盘于2423.5元/吨，月涨幅-4.11%。

● 后市展望及策略建议

供给端：

2023全球锌矿产量大幅不及预期，录得负增长，叠加国内冶炼产能扩张加速，加工费快速回落，2024年全球锌矿供需收紧预期较强，不过在经历了连续下降之后，国内锌精矿加工费已经回落至历史中低位。2024年开年精炼锌产量已经延续此前的高增长，不过春节周期的影响和利润下滑出现的再生锌的减停产，将导致2-3月份供应有所回落。

需求端：

一季度处在春节周期，初端加工企业开工处在传统淡季。春节复工以来，开工不及去年同期，并没有出现“开门红”得景象。其中镀锌企业除铁塔外，其他板块表现偏差，企业整体反应订单表现相对低迷；压铸和氧化锌相对于镀锌表现更弱。终端方面，铁塔行业表现依旧亮眼，镀锌企业订单排产长达两个月以上；光伏行业现



处于静默期，订单将于三月中旬才能有所显现。房地产市场依旧萎靡，受政策影响市政路面基建板块有所受限，高速护栏、路灯杆等供应端将有所削减，需求复苏依然需要时日。

当前供应端整体依旧维持较高增速，不过锌矿供需收紧的格局已经逐步影响到了冶炼环节。供应后续增速将放缓。需求端，节后复工开门红失败，地产基建开工低于往年。综合来看，当前依旧处在春节累库周期，供需双弱之下累库幅度或低于往年，成本端支撑限制锌价下行空间，预计3月沪锌震荡偏强运行0

风险提示：

1. 欧洲地缘风险；
2. 欧美通胀出现反复；
3. 国内房地产超预期恢复

报告目录

1. 行情回顾	3
2. 供给端	3
2.1 锌精矿供给仍然偏紧	3
2.2 冶炼产能持续放量	6
2.3 锌锭进口窗口犹在	8
3. 库存篇	9
3.1 海外显性库存持续走高	9
3.2 国内春节周期累库	9
4. 需求端	10
4.1 春节复工不及往年	10
4.2 美国地产回暖有限	11
4.3 欧美耐用品需求下滑	12
4.4 地产复苏仍待时日	13
4.5 家电消费维持景气	14
4.6 基建复工节奏较慢	15
4.7 汽车端销量环比回落	16
5. 风险提示	17

图目录

图 1: 沪锌主力合约&伦锌电 3 合约 (元/吨)	3
图 2: 沪锌合约远期曲线 (元/吨)	3
图 3: 海外锌精矿季度产量 (千吨)	4
图 4: SMM 国内锌精矿生产利润 (万吨)	4
图 5: 全球锌矿企业年度 C1 成本 (美元/磅)	4
图 6: SMM 国内锌精矿产量 (万吨)	5
图 7: SMM 国内锌精矿开工率 (%)	5
图 8: SMM 国产-进口锌精矿价差 (元/吨)	6
图 9: 中国锌精矿进口量 (千吨)	6
图 10: SMM 国内锌精矿加工费 (元/吨)	6
图 11: 中国进口锌精矿年度 Benchmark (美元/吨)	6
图 12: 欧洲天然气期货收盘价 (欧元/兆瓦时)	7
图 13: 全球锌冶炼产量 (千吨)	7
图 14: BOLIDEN 欧洲锌冶炼产量 (千吨)	7
图 15: 嘉能可欧洲锌冶炼产量 (千吨)	7
图 16: SMM 中国锌冶炼开工率 (%)	8
图 17: SMM 中国锌冶炼月度产量 (万吨)	8

图 18: SMM 中国锌冶炼生产利润 (元/吨)	8
图 19: SMM 中国冶炼酸价格 (元/吨)	8
图 20: 中国精炼锌净进口量 (吨)	9
图 21: 中国精炼锌进口盈亏 (元/吨)	9
图 22: 全球 LME 库存 (吨)	9
图 23: LME 锌分区域库存 (吨)	9
图 24: SMM 国内锌库社会库存总计 (万吨)	10
图 25: SMM 精炼锌冶炼厂月度成品库存 (万吨)	10
图 26: SMM 镀锌周度产量 (吨)	11
图 27: SMM 镀锌月度开工率 (%)	11
图 28: SMM 压铸锌月度开工率 (%)	11
图 29: SMM 氧化锌月度开工率 (%)	11
图 30: 美国销售数据 (百万美元)	12
图 31: 美国房屋购买力指数	12
图 32: 美国耐用品订单数据 (百万美元)	12
图 33: 美国耐用品总库存量 (百万美元)	12
图 34: 欧洲信心指数 (%)	13
图 35: 欧洲零售指数 (%)	13
图 36: 中国房地产开发投资累计值 (亿元)	14
图 37: 中国房屋新开工面积 (万平方米)	14
图 38: 中国房屋竣工面积 (万平方米)	14
图 39: 中国商品房销售面积 (万平方米)	14
图 40: 中国空调销量 (万台)	15
图 41: 中国冰箱销量 (万台)	15
图 42: 中国洗衣机销量 (万台)	15
图 43: 中国家电出口量 (万台)	15
图 44: 社会融资规模: 政府债券 (亿元)	16
图 45: 基础建设投资累计同比 (%)	16
图 46: 中国汽车月度销量 (辆)	16
图 47: 中国新能源车销量 (辆)	16

表目录

表 1: 历年国内春节周期累库量 (万吨)	10
-----------------------	----

1. 行情回顾

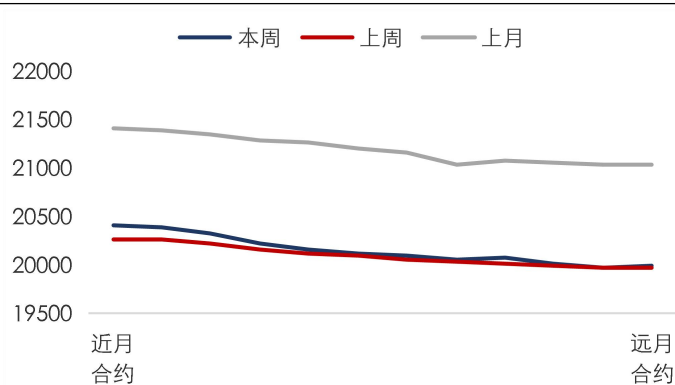
2月锌价先跌后涨，走出V形反弹走势，沪锌主力合约最低回落至20125元/吨。2月国内处在春节周期，供应端部分锌冶炼厂春节放假停产或检修，叠加2月生产天数不足，整体产量环比减少，需求端下游企业放假时长及放假规模均大于冶炼厂，截至月度的春节累库量略低于往年同周期。国内供应端的检修和成本端的支撑促成本轮反弹。截止2月底沪锌主力合约收盘于20635元/吨，月涨幅-3.23%，伦锌电3月合约收盘于2423.5元/吨，月涨幅-4.11%。

图1：沪锌主力合约&伦锌电3合约（元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货

图2：沪锌合约远期曲线（元/吨）



数据来源：公开资料，兴证期货

2. 供给端

2.1 锌精矿供给仍然偏紧

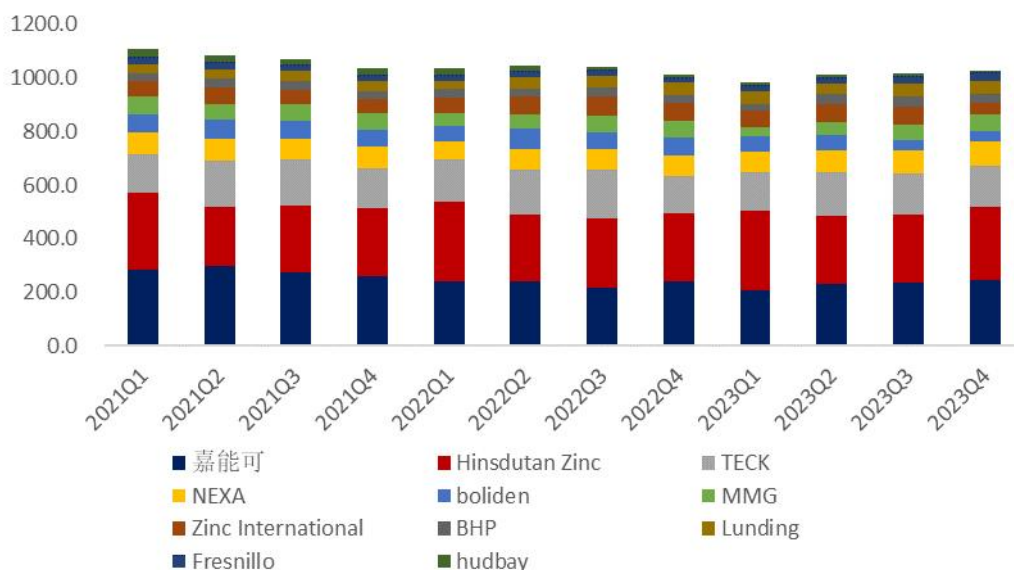
2.1.1 全球锌矿增量预期降低

根据兴证期货统计的海外锌矿企业的产量情况，2023年四季度海外主要锌矿企业产量为1024.7万吨（12家，2022年产量413万吨），同比增加1.3%，环比增加0.7%；2023年全年合计产量为403.8万吨，同比下降2.2%，绝对量下降9.2万吨，降幅主要集中在上半年尤其是一季度。从ilzsg数据来看，2023二季度月均产量103.4万吨，同比下降3.2%；三季度全球锌矿月均产量102.7万吨，较二季度环比小幅下降，同比下降2.3%。同步降幅有所收窄，但主要来自基期值的下降，整体增量有限。

此外，本轮周期锌精矿最大的新增项目Ozernoye（年化产能30万吨）投产时间至少推迟至今年第三季度，并计划在2025年实现该锌矿产能的满负荷运行。

[转载需保留出处 - 上海有色网] 俄罗斯 Ozeroye 锌矿至少要到三季度才能开始生产精矿。2023 年 11 月该锌矿遭遇一场大火，该锌矿部分进口设备已经部分受损，而美国 12 月对该公司实施的制裁使其很难在国外找到替代设备。这使得 2024 年的锌矿供应紧张问题更加雪上加霜。

图 3：海外锌精矿季度产量（千吨）



数据来源：公开资料，兴证期货

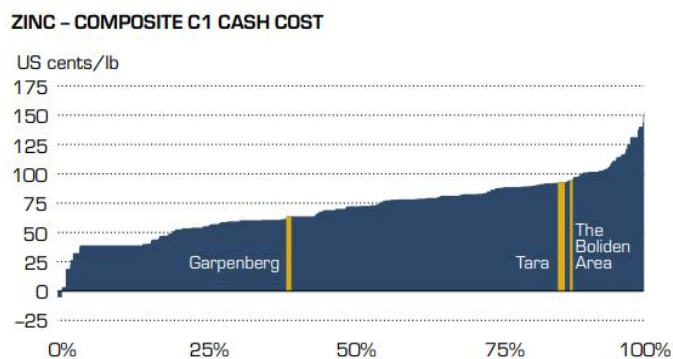
成本利润方面，国内锌精矿采选的利润在 2023 年 6 月触底之后快速反弹，根据 SMM 数据，截至今年 2 月底，国内锌精矿采选利润维持在 2200 元/吨左右的水平，较去年低点 500 元/吨上行了约 1700 元/吨。整体水平依旧处在历史中低位水平。国内锌精矿利润的回升是锌价上行和锌矿加工费下行共同的结果。海外方面，根据 SMM 计算，海外锌矿 75%分位线在 1900 美金/吨，2023 年辅料价格回落国内矿 75%分位成本曲线降至 13000 元/金属吨。

图 4：SMM 国内锌精矿生产利润（万吨）



数据来源：SMM，兴证期货

图 5：全球锌矿企业年度 C1 成本（美元/磅）



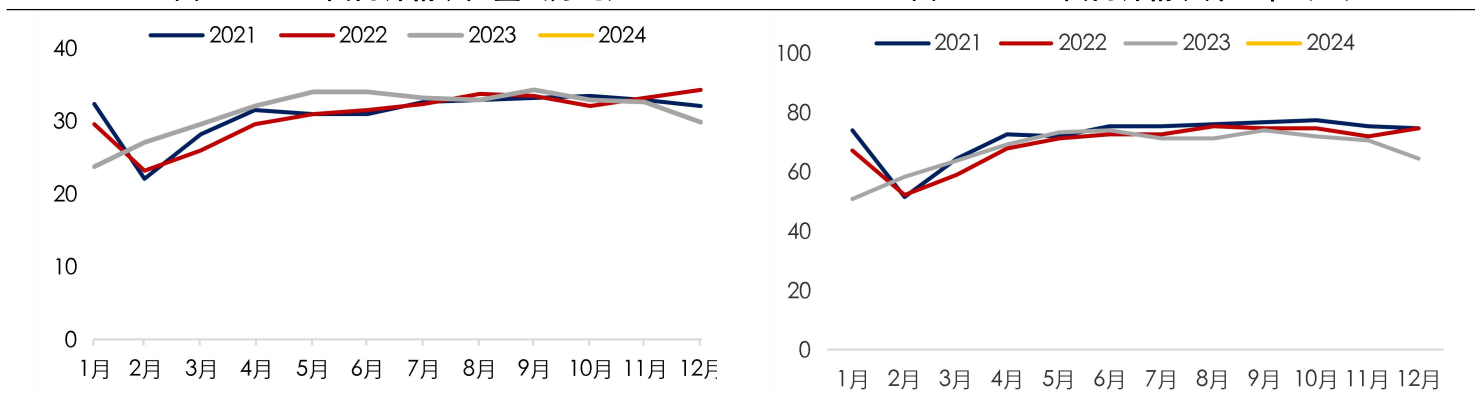
数据来源：公开资料，兴证期货

2.1.2 国内锌矿增量有限

国内方面，根据 SMM 口径，2024 年 1 月我国锌精矿产出 30.31 万吨，同比增加 28%，环比增加 1.5%，同比涨幅较大主要是由于去年基期农历春节导致。进入的 2 月，今年春节期间有部分铅锌矿生产企业停产检修，主要原因有三：第一受季节影响尤其北方铅锌矿选厂春节期间关停较多；第二铅锌矿企业生产设备进行检修导致关停；第三部分矿企有采矿证到期关停的情况。一季度国内锌精矿供应将维持偏紧的状态。

图 6: SMM 国内锌精矿产量 (万吨)

图 7: SMM 国内锌精矿开工率 (%)



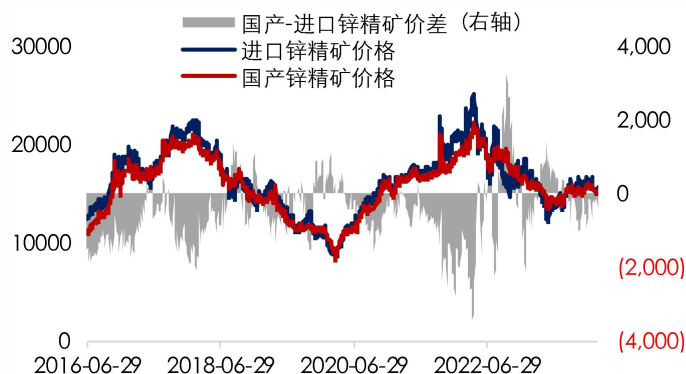
数据来源: SMM, 兴证期货

数据来源: SMM, 兴证期货

2.1.3 锌精矿加工费或逐步企稳

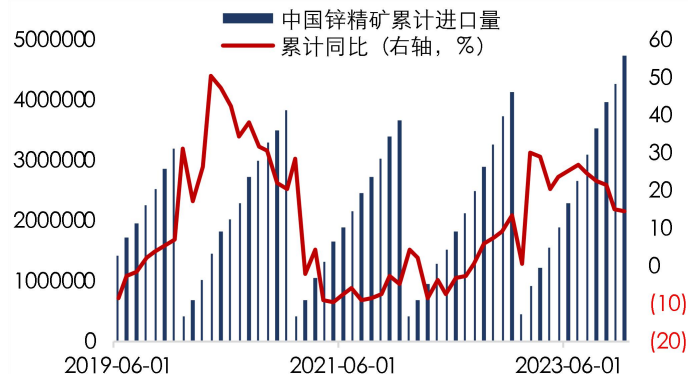
2023 年三季度以来国内锌精矿的加工费加速回落，截至 2024 年 2 月底中国国产锌精矿加工费为 4450 元/吨,进口锌精矿加工费为 80 美元/吨,分别较此前到点回落 1200 元/吨和 180 美元/吨。一方面是由于海外锌矿的产量不及预期，冶炼复产锌矿需求增大所致，另一方面是因为国内锌冶炼产量回升，锌矿需求同步扩张。此外，进口矿加工费的下降速度明显快于国产矿，当前的进口锌精矿现货加工费已经回到历史低位，也反映了远端锌矿偏紧预期。不过本轮下跌基本已经回到上一轮 2021 年的底部水平,后续加工费的下行或逐步放缓,进入到底部震荡阶段。

图 8: SMM 国产-进口锌精矿价差 (元/吨)



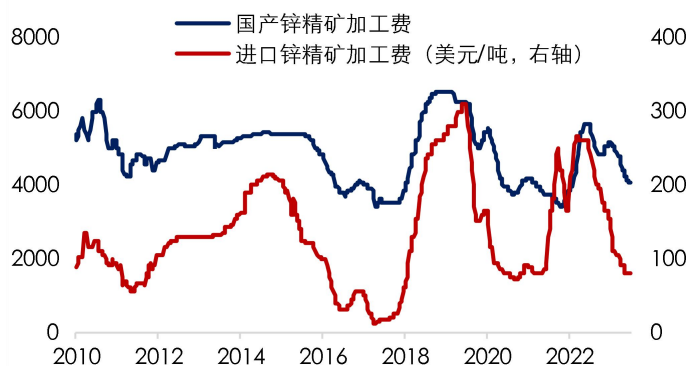
数据来源: SMM, 兴证期货

图 9: 中国锌精矿进口量 (万吨)



数据来源: 海关数据, 兴证期货

图 10: SMM 国内锌精矿加工费 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货

图 11: 中国进口锌精矿年度 Benchmark (美元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货

2.2 冶炼产能持续放量

2.2.1 海外锌冶炼全面复产

根据国际铅锌研究小组(ilzsg)公布的最新数据报告显示,2023 年全球精炼锌产量为 1389.2 万吨,同比增加 53.9 万吨,增幅 4.04%,较俄乌战争前的 2021 年小幅下降 4.2 万吨,其中主要的增量来自国内,海外也在 2023 年 2 季度开始逐步恢复了正常生产。

海外冶炼方面,2023 年欧洲天然气价格已经回落,9 月以来欧洲交易所天然气价格已经大幅回落,虽然较俄乌战争之前仍然较高,锌冶炼成本压力依然不大,欧洲冶炼厂利润已经恢复至 400 美元/吨以上,海外整体产量将逐步增加。宣布减产的嘉能可旗下冶炼企业,除位于意大利的 Portovesme 因成本较高及工人问题原生锌产能或永久关闭之外,基本都开始复产。根据嘉能可公布的半年报,嘉能可旗下冶炼企业 2023Q2 的产量为 20.47 万吨,同比去年增加了 3.28 万吨,同比 2021 年减产前也增加了 0.89 万吨,这足以表明其冶炼已经基本完全复产。并

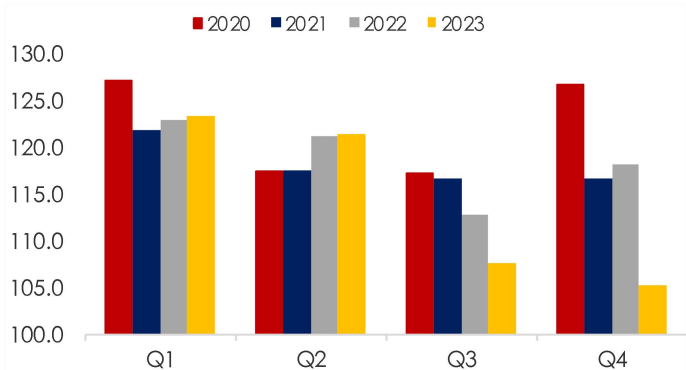
未减产的 BOLIDEN 欧洲冶炼厂产量基本和往年处在同一水平线,也进一步验证了能源问题对欧洲冶炼的影响正在消退。

图 12: 欧洲天然气期货收盘价 (欧元/兆瓦时)



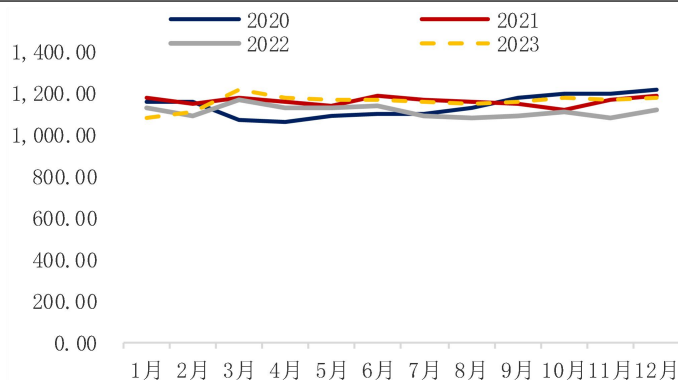
数据来源: iFind, 兴证期货

图 14: BOLIDEN 欧洲锌冶炼产量 (千吨)



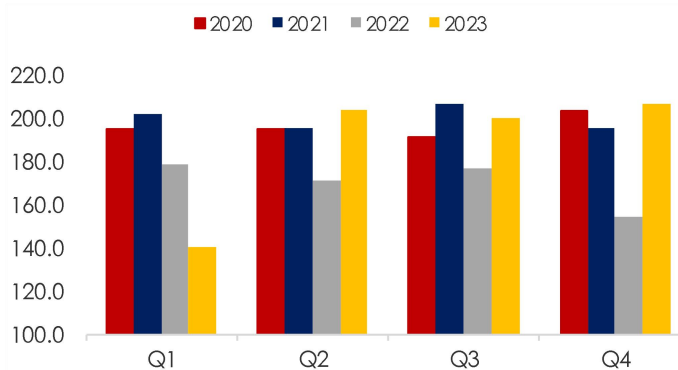
数据来源: 公开资料, 兴证期货

图 13: 全球锌冶炼产量 (千吨)



数据来源: 公开资料, 兴证期货

图 15: 嘉能可欧洲锌冶炼产量 (千吨)



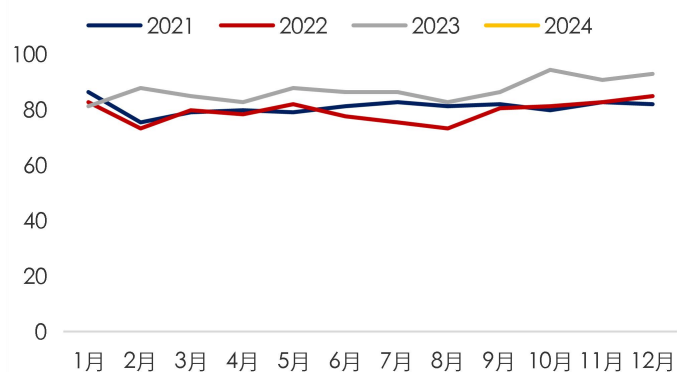
数据来源: 公开资料, 兴证期货

2.2.1 国内冶炼开工高位回落

国内方面, 2023 年四季度以来国内锌冶炼厂开工持续走高, 根据 SMM 数据显示, 2024 年 1 月国内冶炼厂锌锭产量 56.7 万吨, 同比增加了 10.92%, 环比回落 4.04%。截止 2024 年 1 月, 国内锌冶炼厂开工率依旧未在 90% 以上, 近几个月的开工率已经超过了 2021 年底, 为近 7 年以来的最高水平。

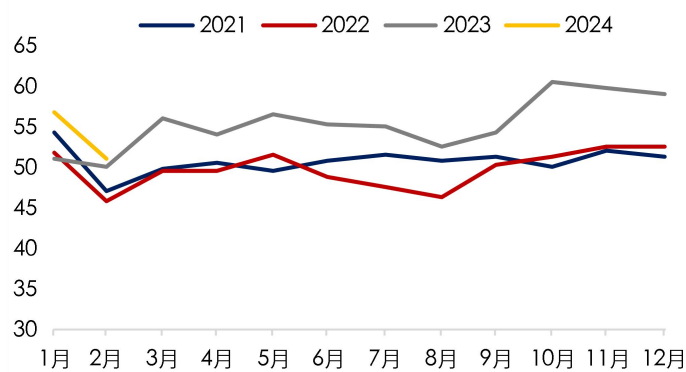
进入 2 月, 国内冶炼厂大部分正常生产, 其中有少部分再生锌厂减产或停产。叠加 2 月生产天数不足, 整体产量环比减少, SMM 预计 2 月锌冶炼厂产量环比下降 5.73 万吨至 50.96 万吨。当前锌价回落, 锌矿加工费持续下降, 国内冶炼端利润情况不佳, 根据 SMM 测算的锌锭盘面利润已经出现亏损, 预计后续国内锌冶炼厂将出现检修, 一定程度缓解国内供应偏过剩的格局。

图 16: SMM 中国锌冶炼开工率 (%)



数据来源: Mysteel, 兴证期货

图 17: SMM 中国锌冶炼月度产量 (万吨)



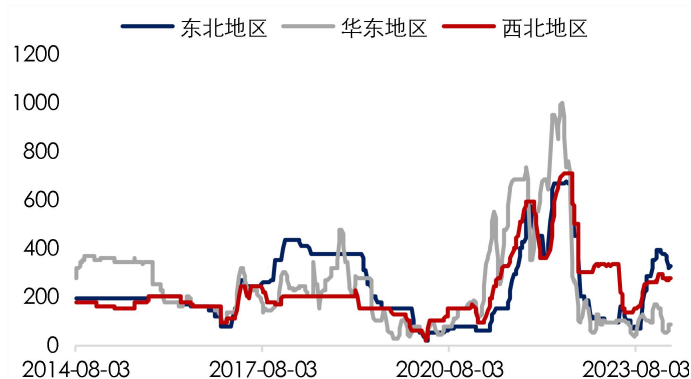
数据来源: SMM, 兴证期货

图 18: SMM 中国锌冶炼生产利润 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货

图 19: SMM 中国冶炼酸价格 (元/吨)

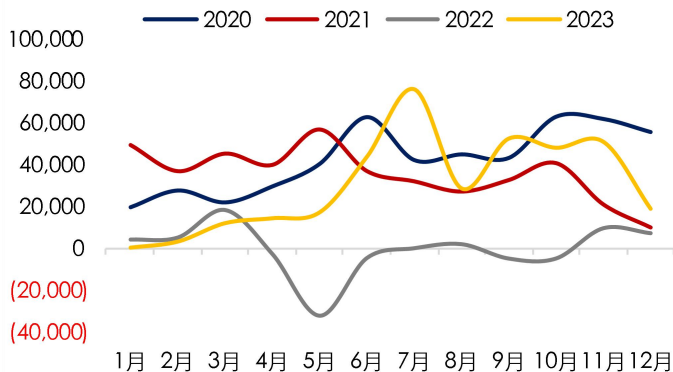


数据来源: SMM, 兴证期货

2.3 锌锭进口窗口犹在

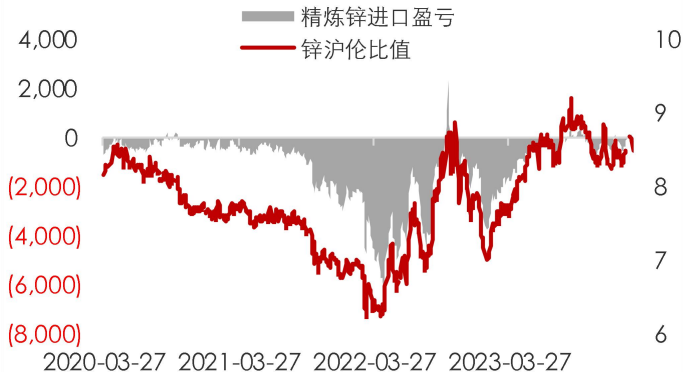
根据海关数据, 2023 年中国锌锭合计进口量 38.02 万吨, 同比上升 380.06%; 中国锌锭累计净进口量 37.13 万吨, 2022 年为出口 1707 吨。可以说随着内外比价的逐步修复, 2023 年精炼锌进口结束了前期的萎靡情况。随着二季度国内锌锭进口盈利窗口(不含税)的打开, 日本、韩国、澳大利亚等国作为惠国, 享有最惠国待遇, 免于进口关税, 同时哈锌作为长单品牌, 中国纸业和新疆万达为国内供应了主要增量。2023 年随着疫情的结束, 前期阻碍哈锌进口的通关放开, 哈锌长单进口量逐步恢复, 同时海外消费不佳且随着欧洲能源问题缓解, 海外冶炼厂复产, 销售不佳现货升水大幅回落, 内强外弱下, 进口窗口开启, 给国内进口机会。

图 20: 中国精炼锌净进口量 (吨)



数据来源: 海关数据, 兴证期货

图 21: 中国精炼锌进口盈亏 (元/吨)



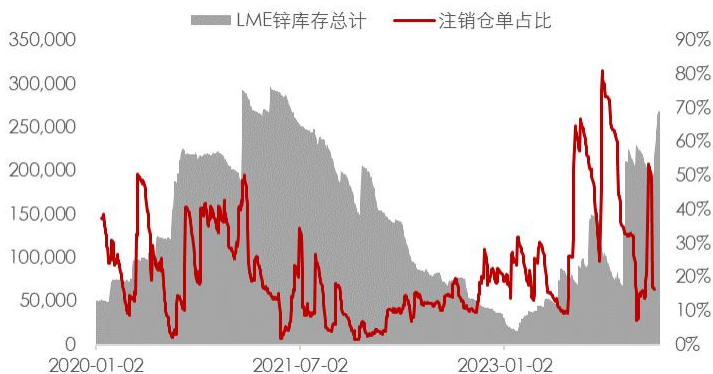
数据来源: SMM, 兴证期货

3. 库存篇

3.1 海外显性库存持续走高

2023 年四季度,海外 LME 库存再度开启累库,截止 2 月 LME 亚洲库存已经累库至了 268475 吨,全球总库存已经接近 2021 年的历史最高水平。从 LME0-3 维持贴水结构,我们可以看出海外需求的疲软。在 2023 年欧洲锌冶炼开始逐步复产之后,海外库存已经经历 3 轮累库,考虑到 2024 年海外锌锭增量较为有限,叠加矿端的偏紧预期,2024 年锌锭继续累库的上方空间不大。

图 22: 全球 LME 库存 (吨)



数据来源: iFind, 兴证期货

图 23: LME 锌分区域库存 (吨)



数据来源: SMM, 兴证期货

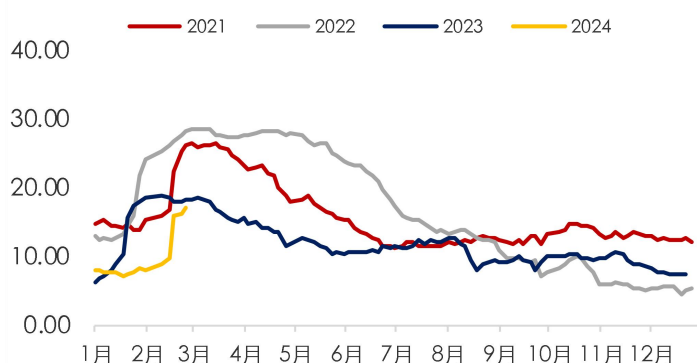
3.2 国内春节周期累库

国内方面,当前处在春节累库周期,根据 SMM 数据,截止 2 月底,国内七地社会库存合计为 17.41 万吨,较春节前累库 7.58 万吨,无论是从累库量还是绝对库存量来看,都是近 4 年以来新低,国内锌锭低库的情况预计将在今年延续。除了社会库存之外,国内冶炼厂厂库同比

去年小幅下降，根据 SMM 数据，截止 1 月，国内锌冶炼厂成品库为 6.95 万吨，下游加工企业原料库存为 3.63 万吨，合计 10.58 万吨，同比去年下降近 0.54 万吨。

图 24: SMM 国内锌库社会库存总计 (万吨)

图 25: SMM 精炼锌冶炼厂月度成品库存 (万吨)



数据来源: LME, 兴证期货

数据来源: LME, 兴证期货

表 1: 历年国内春节周期累库量 (万吨)

日期	2020	2021	2022	2023	2024
春节当周	6	5.74	5.74	5.49	6.07
节后第一周	4.27	3.76	3.64	2.29	1.11
节后第二周	4.08	-0.32	1.46	0.7	
累计累库量	14.35	9.18	10.84	8.48	7.18

数据来源: SMM, 兴证期货

4. 需求端

4.1 春节复工不及往年

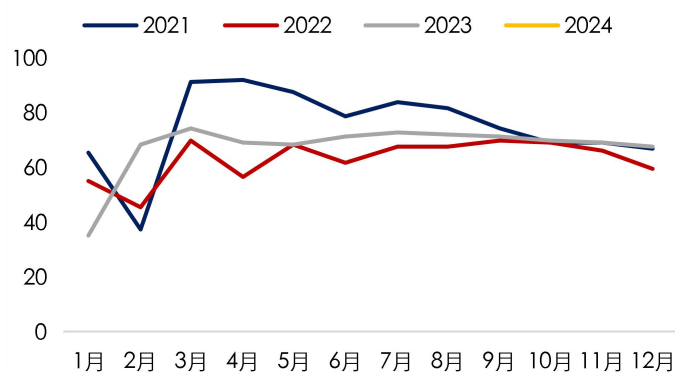
从初端开工来看，2024 年 2 月春节归来，国内下游逐步复工，但整体慢于预期。受大范围雨雪天气影响，终端需求疲软，锌下游企业开工不及去年同期，并没有出现“开门红”得景象。其中镀锌企业除铁塔外，其他板块表现偏差，企业整体反应订单表现相对低迷；压铸和氧化锌相对于镀锌表现更弱，企业开工相对较晚，基本主流于元宵节过后开工。节后镀锌企业订单情况较差，开工受其影响表现偏弱，原料库存方备货充足。根据调研了解不少企业存在订单回款困难的问题，回款周期较长影响资金周转，且节后订单情况较差，开门红的愿景暂未实现，但伴随终端逐渐恢复，预计元宵节后镀锌企业开工率将有所上涨。

图 26: SMM 镀锌周度产量 (吨)



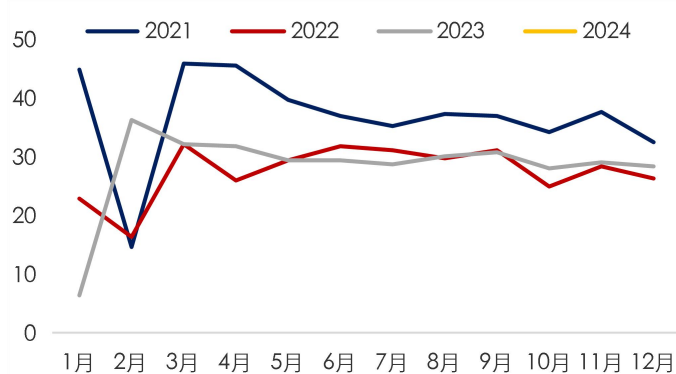
数据来源: SMM, 兴证期货研究咨询部

图 27: SMM 镀锌月度开工率 (%)



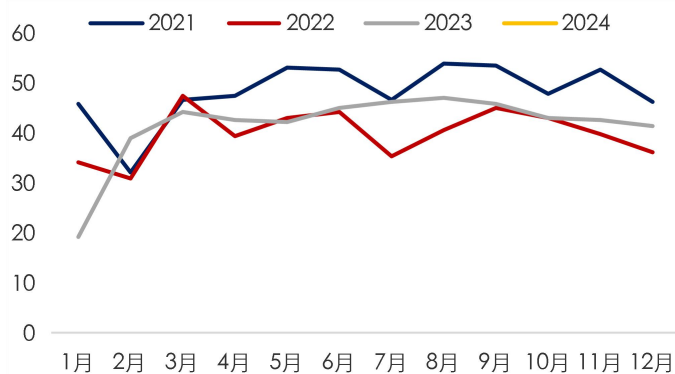
数据来源: SMM, 兴证期货研究咨询部

图 28: SMM 压铸锌月度开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货研究咨询部

图 29: SMM 氧化锌月度开工率 (%)



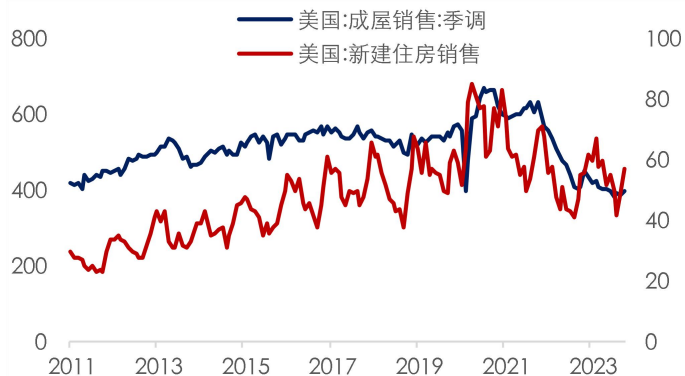
数据来源: SMM, 兴证期货研究咨询部

4.2 美国地产回暖有限

美国商务部周一公布的数据显示, 在此前月份销售数据下调后, 该国 1 月新屋销售环比上涨, 不过不及预期。由于供应量持续攀升, 新屋销售的中位价再次下跌。具体数据方面, 美国 1 月新屋销售年化 66.1 万户, 预期 68.4 万户, 12 月前值为 66.4 万户; 1 月新屋销售环比上涨 1.5%, 预期涨 3%, 12 月前值为上涨 8%。1 月新屋销售同比增长 1.8%。美国 1 月成屋销售总数年化 400 万户, 预期 397 万户, 12 月为 378 万户。1 月成屋销售环比上涨 3.1%, 环比涨幅为近一年来最大。

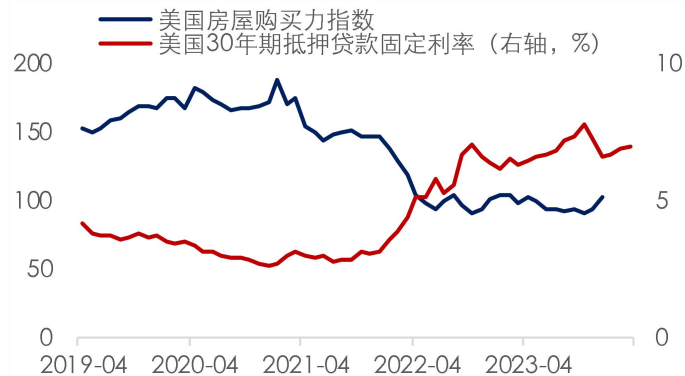
1 月美国房地产数据的回暖主要是受益于今年年初较低的按揭贷款利, 按揭贷款利率的下降, 提振了房屋建筑商的信心, 也推动了市场销售, 美国房地产行业在 2024 年取得了良好的开局。然而, 由于美联储并不急于降息, 房贷利率近来再次上升, 这可能会令房地产市场的增长势头昙花一现。

图 30：美国销售数据（百万美元）



数据来源：WIND，兴证期货

图 31：美国房屋购买力指数

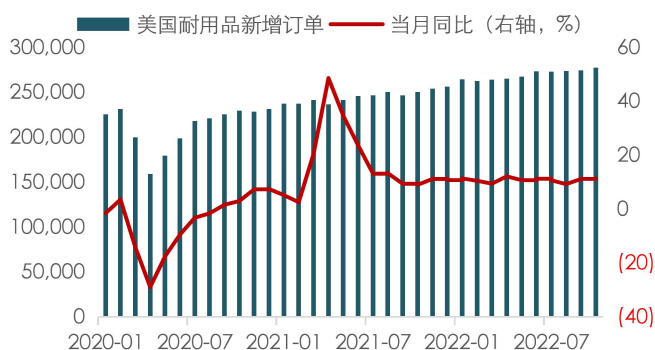


数据来源：WIND，兴证期货

4.3 欧美耐用品需求下滑

美国统计局公布的数据显示，1月耐用品订单环比骤降6.1%，受累于商用飞机预订量大幅下降。这是自2020年4月以来的最大降幅，当时经济正受到第一波新冠疫情的影响。1月耐用品订单同比下降0.8%。12月数据被下修，显示订单环比下降0.3%，前值为持平。接受调查的经济学家此前预测1月耐用品订单环比下降4.5%。1月除飞机外的非国防耐用品订单微幅增长0.1%，12月数据修正后为下降0.6%，前值为增长0.2%。这一所谓的核心耐用品订单是备受关注的反映企业支出计划的指标。核心耐用品出货量在12月微升0.1%后又上升了0.8%。

图 32：美国耐用品订单数据（百万美元）



数据来源：WIND，兴证期货

图 33：美国耐用品总库存量（百万美元）



数据来源：WIND，兴证期货

图 34：欧洲信心指数 (%)



数据来源：WIND，兴证期货

图 35：欧洲零售指数 (%)



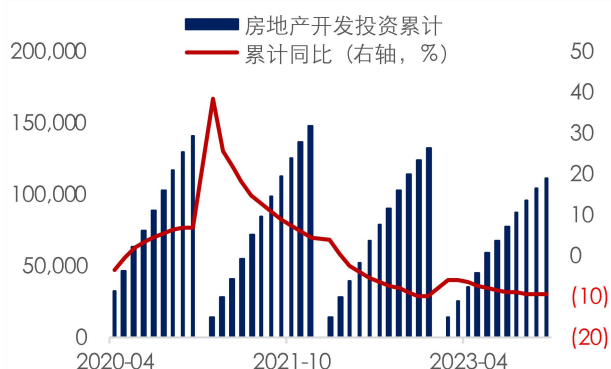
数据来源：WIND，兴证期货

4.4 地产复苏仍待时日

据克而瑞研究中心数据 2024 年 2 月，Top100 房企当月全口径销售金额同比-61.9%，跌幅扩大 25.8pct，环比-22.2%，受春节假期与上年错位影响同环比皆双位数下降；Top100 房企当月全口径销售面积同比-60.3%，降幅扩大 20.5pct，环比-12.2%。2 月销售同环比均双位数下降，同比降幅较上月有所扩大，部分原因为春节假期与上年错位影响（2023 年春节在 1 月且 2 月高基数）。前期供给和需求端刺激政策频出，政策落地效果有望在 3 月进一步显现，预计下月销售环比回升，但上年高基数下同比或仍下降。

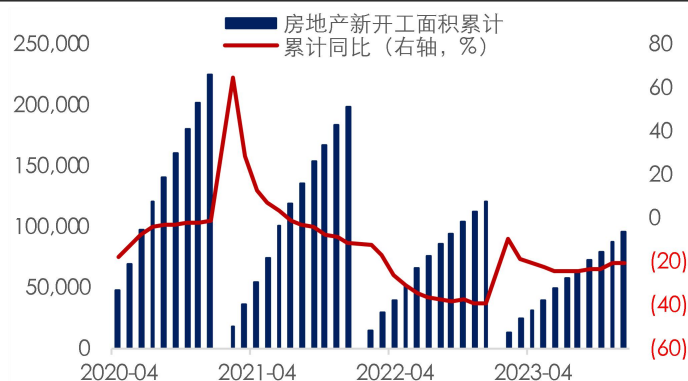
当前监管层维护行业稳定的态度明确，各地房地产融资协调机制加速落地，需求端四个一线城市均不同程度放松限购。同时 LPR 下调超预期，政策供需两侧齐发力。2 月 20 日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布最新一期贷款市场报价利率（LPR）：1 年期 LPR 为 3.45%，维持不变，5 年期以上 LPR 为 3.95%，较上月下调 25 个基点。本次下调为非对称性下调，是 5 年期以上 LPR 历史上下调幅度最大的一次，5 年期以上 LPR 是个人住房贷款的主要参考，因此本次政策调整所针对的对象侧重地产市场，其大幅下调有助于降低居民房贷利息支出，或将有效提振市场信心，促进房地产市场平稳发展，利好稳增长预期。

图 36: 中国房地产开发投资累计值 (亿元)



数据来源: WIND, 兴证期货

图 37: 中国房屋新开工面积 (万平方米)



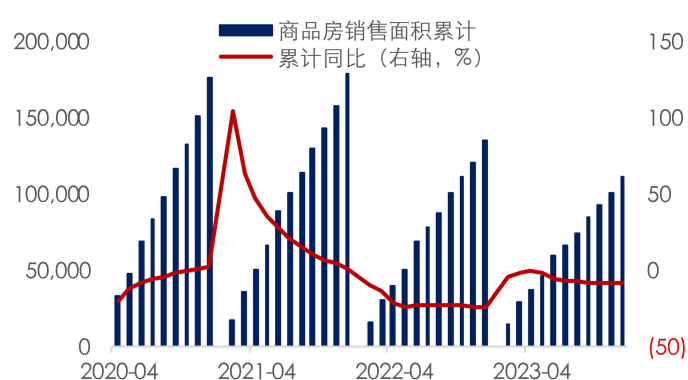
数据来源: WIND, 兴证期货

图 38: 中国房屋竣工面积 (万平方米)



数据来源: WIND, 兴证期货

图 39: 中国商品房销售面积 (万平方米)

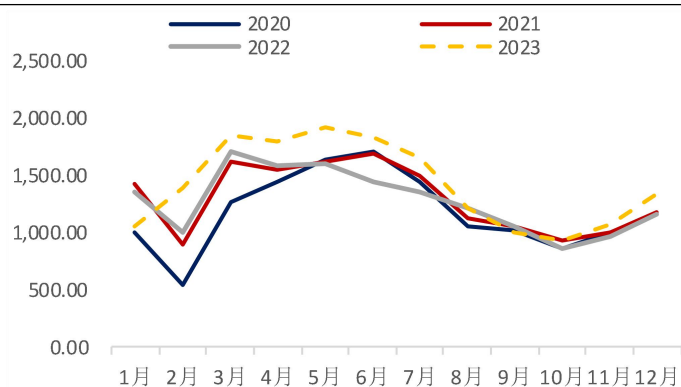


数据来源: WIND, 兴证期货

4.5 家电消费维持景气

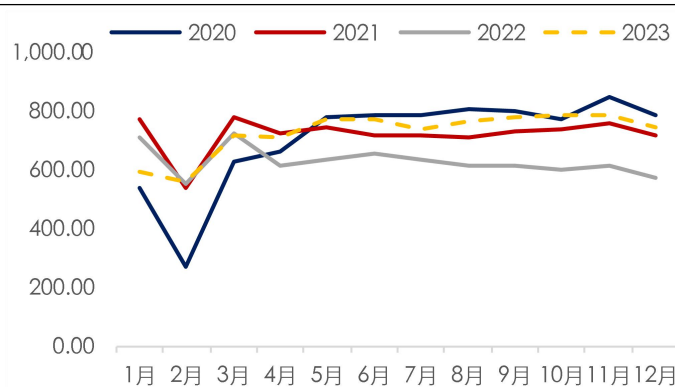
家电方面，根据奥维云网排产监测数据，3 月份家用空调排产 2032.0 万台，较去年同期实绩同比+21.6%，1-2 月份实绩+排产合计 2794.2 万台，较去年同期同比+21.9%。内销方面，家电销售的三月四月传统旺季将至，品牌抢跑备货预期拉动排产保持较快增速，1-3 月为家用空调内销实绩+排产合计 2289.5 万台，同比+15.7%，外销方面，海外渠道商补库周期的动能延续，叠加一带一路与第三世界国家订单增长带来的出口结构性变化力量，成为拉动排产修复的主要力量，1-3 月为家用空调外销实绩+排产合计 2536.7 万台，同比+27.8%。随着地产端的修复和传统旺季来临，预计一季度家电消费将维持景气。

图 40: 中国空调销量 (万台)



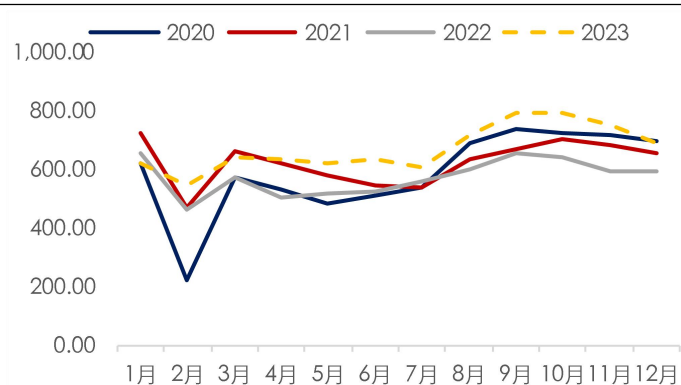
数据来源: iFind, 兴证期货

图 41: 中国冰箱销量 (万台)



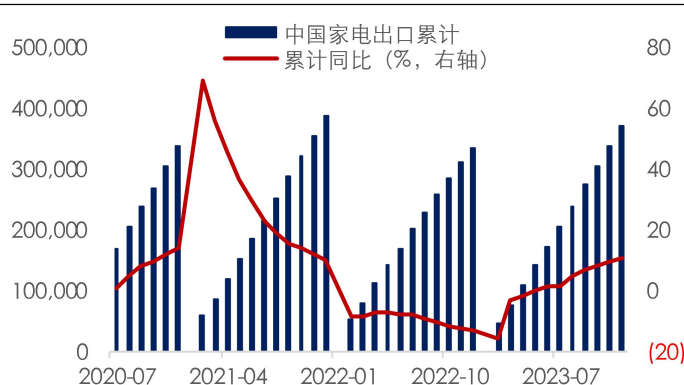
数据来源: iFind, 兴证期货

图 42: 中国洗衣机销量 (万台)



数据来源: iFind, 兴证期货

图 43: 中国家电出口量 (万台)



数据来源: iFind, 兴证期货

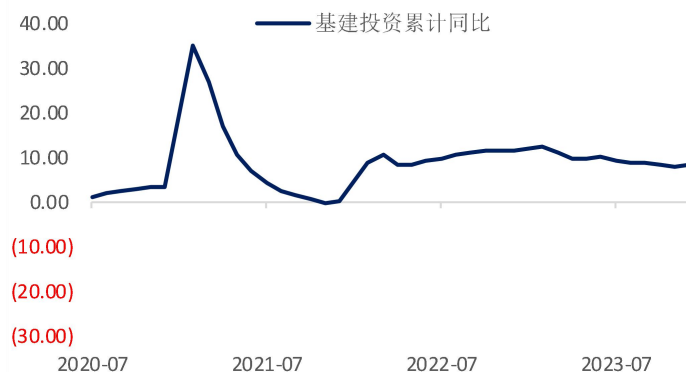
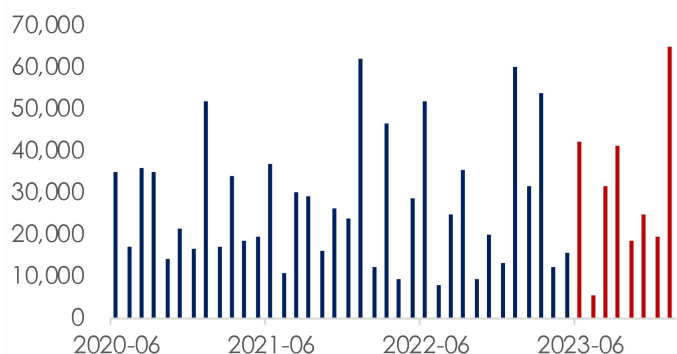
4.6 基建复工节奏较慢

2024 年 1 月全国开工项目投资额 5.4 万亿元, 同比-42.1%, 主要受去年 1 月高基数影响, 较 2022 年+11.7%, 1 月新增专项债 568 亿元, 同比-88.4%。开工节奏和专项债发行进度均相对偏慢, 反映新项目申报难度提高, 对于今年项目申报的关注点和重点各地仍在观望阶段, 且增量资金目前优先支持在建和续建项目。目前仍然很难看清后续开工端的变化, 关键变量在于两会的定调, 需要重点关注中央财政的支持力度和政策对地方政府投资的监管态度。

根据百年建筑的调研数据, 截至正月初十, 工地开复工率 13.0%, 农历同比增加 2 个百分点; 劳务上工率 15.5%, 农历同比增加 0.8 个百分点。华东和华南地区开复工率较高, 华中和西南地区较低。复工率保持低位主要受到新开工项目推进偏慢的影响, 同时续建项目启动较快, 推荐相对顺利, 支撑复工率较去年小幅微增。复工率较上年略增, 但相对历史水平仍然偏慢。

图 44：社会融资规模：政府债券（亿元）

图 45：基础建设投资累计同比（%）



数据来源：IFind，兴证期货

数据来源：IFind，兴证期货

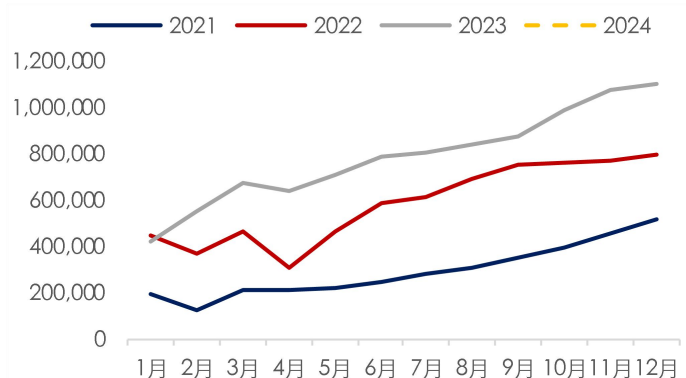
4.7 汽车端销量环比回落

根据中汽协数据，1月乘用车行业整体批发量 211.5 万台，同比+44.0%，环比-24.2%，去年底刺激购车措施提前透支了部分需求，加上冰雪天气影响，1月汽车终端销量略低于预期。1月新能源乘用车批发量 69.9 万台，同比+78.0%，环比-38.0%。一月出口乘用车 36.9 万台，同比+47.5%，占销量 17.5%。

由乘联会统计的零售量显示，1月新能源乘用车零售 66.8 万台，同比+101.5%，环比-29.5%；其中纯电乘用车 37.6 万台，同比+76.0%，环比-37.3%；插电混动车 29.1 万，同比 146.9%，环比-16.4%。1月经销商库存系数从12月的 1.20 上升至 1.38，显示在1月销量增速放缓后，经销商消化库存能力减弱。调查显示，部分经销商做好了品牌调整准备，加大清库力度。预计经销商退网翻牌等品牌调整会延续到一季度末。2023年中国公共充电桩保有量为 272.6 万个，同比+51.7%。

图 46：中国汽车月度销量（辆）

图 47：中国新能源车销量（辆）



数据来源：WIND，兴证期货

数据来源：WIND，兴证期货

5. 风险提示

1. 欧洲能源问题出现反复；
2. 欧美降息不及预期；
3. 国内房地产超预期恢复

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，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。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾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。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货

可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。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损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。