

# 宏观经济周报

## 输入型通胀无碍资金面

### 核心观点

输入型通胀通常表现为国际原材料价格上涨向国内终端消费品传导的成本压力，在指标上体现为 CPI 与 PPIRM 定基指数比值持续下行，即原材料价格上涨持续强于消费品。2012 年以来，国内经历了两轮典型周期：2016 年 2 月至 2018 年 11 月、2020 年 5 月至 2022 年 6 月，持续时间均超过两年。

回顾两轮周期的资金面表现，一个值得关注的共性是：资金面均呈现“先收紧后宽松”的走势，但背后的驱动因素与货币政策取向并不完全一致。2016-2018 年期间，国内政策利率处于上行通道，货币政策整体偏紧；而 2020-2022 年期间，政策利率持续下调，货币政策处于宽松周期。尽管货币政策基调截然不同，但两轮周期中资金面的变化节奏却高度相似——均随实际经济增速先升后落，在经济上行期资金面收紧，在下行期逐步放松。

这一规律揭示了一个关键判断：在输入型通胀阶段，资金需求变化对资金面的影响权重，实际上大于央行货币政策的主动调节。换言之，经济增速回升带动融资需求扩张，才是驱动资金面收紧的主导力量，而非货币政策本身的方向性收紧。

从触发因素看，过去两轮输入型通胀均与国际石油价格上涨同步，持续时长与油价周期基本吻合。2026 年 3 月布伦特原油已突破 100 美元/桶，地缘冲突下油价维持高位，国内再度面临输入型通胀压力。参照历史经验，本轮输入型通胀对资金面的影响仍将取决于实际经济增速走势。1-2 月月度 GDP 同比达 5.2%，已明显高于今年增速目标区间上限，后续经济增速大概率回落。在此背景下，融资需求紧缩效应有限，叠加货币政策注重精准调控，预计此次输入型通胀难以引发资金面明显收紧，流动性有望维持相对平稳。

**风险提示：**海外市场动荡，存在不确定性。

### 经济研究 · 宏观周报

**证券分析师：李智能** 0755-22940456  
lizn@guosen.com.cn S0980516060001

**证券分析师：田地** 0755-81982035  
tiandi2@guosen.com.cn S0980524090003

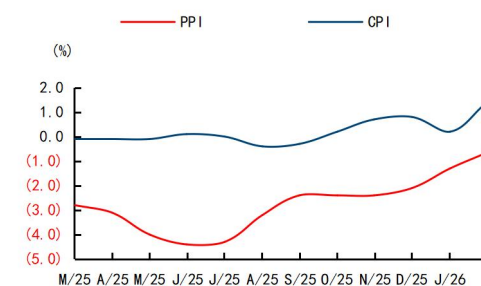
**证券分析师：王奕群** 0755-81982462  
wangyiqun1@guosen.com.cn S0980525110002

**证券分析师：董德志** 021-60933158  
cndongdz@guosen.com.cn S0980513100001

#### 基础数据

固定资产投资累计同比	1.80
社零总额当月同比	0.90
出口当月同比	39.60
M2	9.00

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《多资产周报-黄金价格深度回调》——2026-03-25
- 《宏观经济周报-PPI 同比提前转正加速名义 GDP 修复》——2026-03-21
- 《宏观经济周报-外贸高增与内需隐忧》——2026-03-14
- 《多资产周报-债市考验 1.8》——2026-03-14
- 《多资产周报-油价冲击下滞胀预期抬头》——2026-03-08

## 内容目录

思考：输入型通胀无碍资金面 .....	4
周度观察结论：生产延续向好态势 .....	4
生产：延续向好态势 .....	5
消费：汽车销售改善 .....	5
进出口：外贸修复放缓与风险抬升并行 .....	6
财政：政府债发行放缓 .....	7
货币：债市加杠杆意愿仍处于高位 .....	8
房地产：一二手房分化 .....	9
风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1: 螺纹钢指向房地产投资景气一般	5
图 2: 中厚板指向基建投资景气偏高	5
图 3: 冷轧板指向机电产品生产景气偏高	5
图 4: PTA 指向纺织服装和包装领域生产景气好转	5
图 5: 市内流动: 一线城市地铁	6
图 6: 商品消费: 物流投递	6
图 7: 服务消费: 电影票房	6
图 8: 大宗消费: 汽车销量	6
图 9: 中国港口货物吞吐量增速	7
图 10: 中国出口集装箱运价指数	7
图 11: 中国航线运力投放情况	7
图 12: 外贸词条指数与美股波动率指数	7
图 13: 广义赤字与财政支出	8
图 14: 广义赤字进度	8
图 15: 特殊再融资债累计发行	8
图 16: 特殊新增专项债发行	8
图 17: DR007 与逆回购利率差值指向货币宽松	9
图 18: 存单与逆回购利率差值亦指向货币宽松	9
图 19: OMO 存量金额回升, 但仍低于两年同期均值	9
图 20: 银行间待购回债券余额高位震荡, 且仍高于历史均值	9
图 21: 一手房成交	10
图 22: 二手房成交	10
图 23: 存销比	10
图 24: 土地成交	10

## 思考：输入型通胀无碍资金面

输入型通胀通常表现为国际原材料价格上涨向国内终端消费品传导的成本压力，在指标上体现为 CPI 定基指数与 PPIRM 定基指数比值持续下行，即原材料价格涨幅持续强于消费品。2012 年以来，国内经历了两轮典型的输入型通胀周期，分别发生在 2016 年 2 月至 2018 年 11 月、2020 年 5 月至 2022 年 6 月，持续时间均超过两年。

回顾两轮周期的资金面表现，一个值得关注的共性是：资金面均呈现“先收紧后宽松”的走势，但背后的驱动因素与货币政策取向并不完全一致。2016-2018 年期间，国内政策利率处于上行通道，货币政策整体偏紧；而 2020-2022 年期间，政策利率持续下调，货币政策处于宽松周期。尽管货币政策基调截然不同，但两轮周期中资金面的变化节奏却高度相似——均随实际经济增速先升后落，在经济上行期资金面收紧，在下行期逐步放松。

这一规律揭示了一个关键判断：在输入型通胀阶段，资金需求变化对资金面的影响权重，实际上大于央行货币政策的主动调节。换言之，经济增速回升带动融资需求扩张，才是驱动资金面收紧的主导力量，而非货币政策本身的方向性收紧。

从触发因素看，过去两轮输入型通胀均与国际石油价格上涨高度同步，持续时长与油价上涨周期基本吻合。2026 年 3 月，布伦特原油现货价格已突破 100 美元/桶，地缘冲突下油价维持高位，国内再度面临输入型通胀压力。

参照历史经验，本轮输入型通胀对资金面的影响，大概率仍将取决于国内实际经济增速的走势。1-2 月我国月度 GDP 同比达 5.2%，已明显高于今年增速目标区间上限，后续经济增速大概率呈回落态势。在此背景下，融资需求对资金面的紧缩效应有限，叠加货币政策将更注重精准调控，预计此次输入型通胀难以引发国内资金面明显收紧，流动性环境有望维持相对平稳。

## 周度观察结论：生产延续向好态势

本周生产端延续向好态势。基建与机电产品景气度偏高，中厚板、冷轧板产量同比显著高于历史均值，库存合理去化；房地产投资表现平稳，螺纹钢产量持平历史均值；纺织服装领域景气度有所好转。

消费动能依然偏弱，但汽车销售出现改善。市内出行已进入平稳期，电影票房延续回落趋势，而汽车销售同比跌幅收窄，好于去年同期。

外贸修复节奏边际放缓。港口吞吐量环比微增，运价指数连续三周上行但涨幅显著收窄。伊以冲突持续升级，霍尔木兹海峡全面关闭，中东地缘风险显著抬升，对能源与航运市场形成剧烈冲击，外部不确定性明显加大。

房地产市场延续分化。新房成交环比上行但同比仍弱，二手房成交为 2019 年来同期最高。库存季节性下降，但房价指标边际承压，四大一线城市中原报价指数低位运行。市场整体仍处筑底阶段。

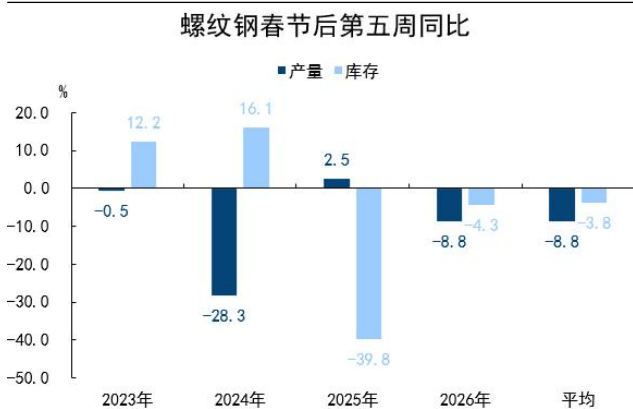
## 生产：延续向好态势

考虑春节扰动，采用历年春节后第五周的同比高低来判断景气强弱。

与房地产投资相关的螺纹钢产量同比持平历史均值，库存低于历史均值，体现房地产投资表现平稳；与基建投资相关的中厚板产量同比显著高于历史均值，库存与历史均值持平，表明企业生产意愿非常强烈；与机电产品生产相关的冷轧板产量同比高于历史均值，而库存同比明显低于历史均值，指向企业生产意愿强烈，且机电产品需求较大促使库存下降；与纺织服装和包装领域生产相关的PTA产量较高于历史均值，库存与历史均值基本持平，显示本周纺织服装和包装领域需求好转。

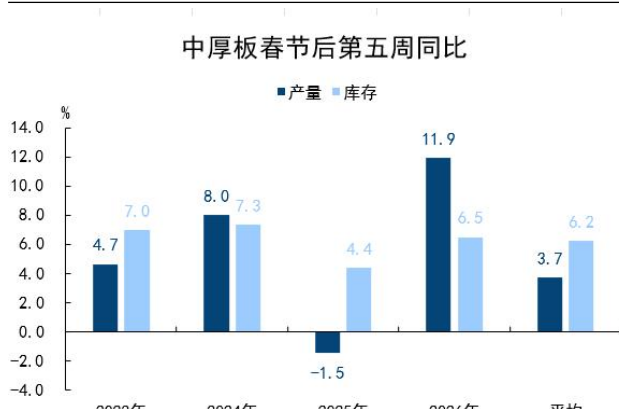
因此，上述生产高频数据指向本周房地产投资景气平稳、基建投资景气偏高、机电产品维持高位、纺织服装和包装领域景气度好转。整体来看，本国内工业品生产景气度依旧延续向好态势。

图1：螺纹钢指向房地产投资景气一般



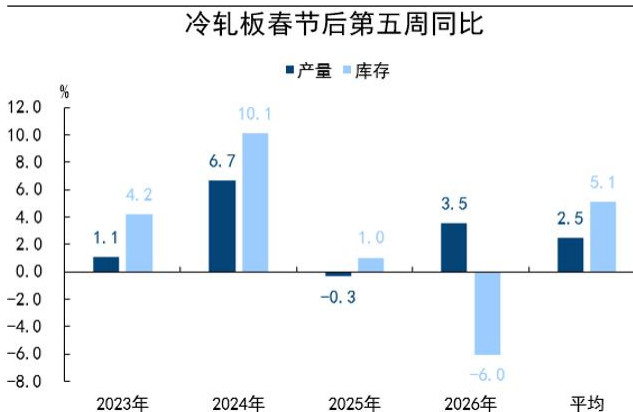
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中厚板指向基建投资景气偏高



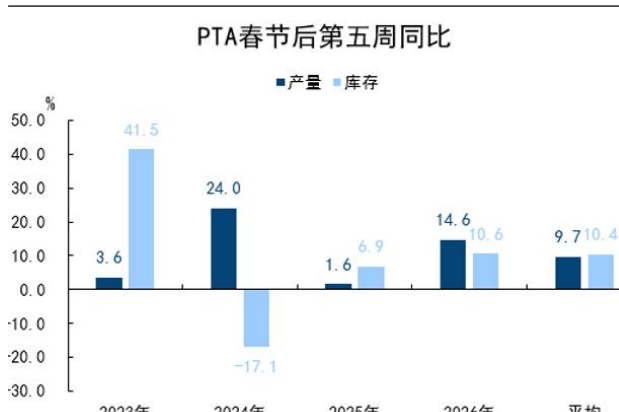
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：冷轧板指向机电产品生产景气偏高



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：PTA指向纺织服装和包装领域生产景气好转



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 消费：汽车销售改善

从高频数据观察，城市出行流量已进入平稳期，但物流和消费数据动能仍未改善，

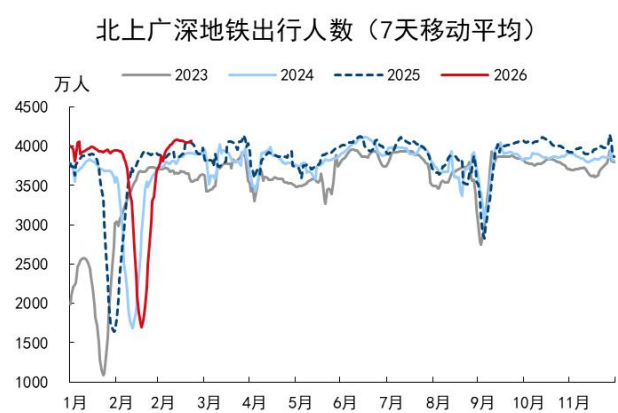
汽车销售则有所回暖。

市内出行数据作为“分母”，上周表现较为平稳。从一线城市地铁流量观察，上周（3月17日-3月23日）日均流量约4057.24059.8万人次，环比回落0.1%。

与此同时，从反映商业活动和消费的物流高频数据看，延续此前的回落态势。本周（3月16日-3月22日）环比回落1.6%，仅为节前高点的83.8%。

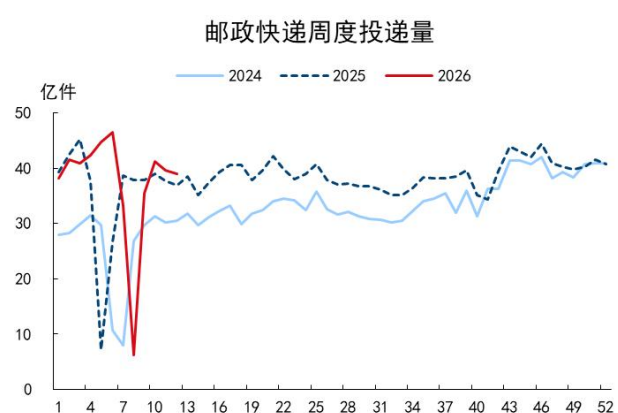
另一方面，从电影和汽车两类消费观察：电影票房延续春节假日高峰后的回落趋势。3月19日-3月25日日均票房约4516.54787.1万元，环比下降5.7%。汽车销售方面，最新的3月22日一周数据有所改善，较2025年同期跌幅（-6.3%）收窄，好于2024年同期。从中枢水平看，开年至今累计较去年同期萎缩约30.0%，较前一周小幅收窄。

图5：市内流动：一线城市地铁



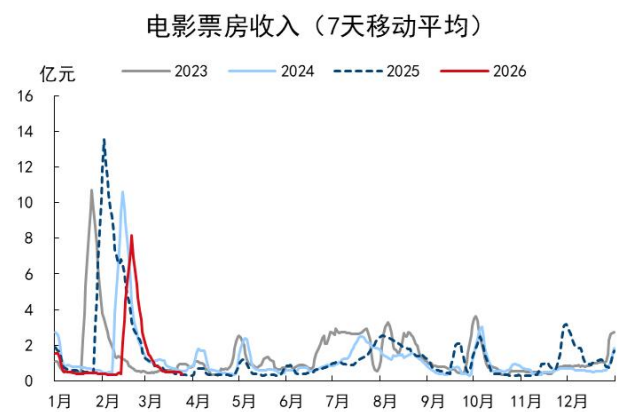
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：商品消费：物流投递



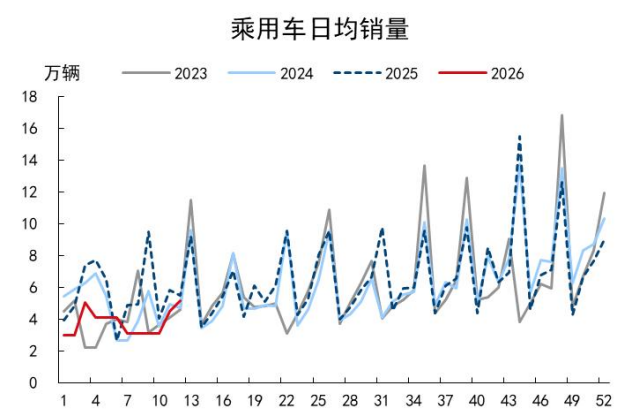
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图7：服务消费：电影票房



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8：大宗消费：汽车销量



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 进出口：外贸修复放缓与风险抬升并行

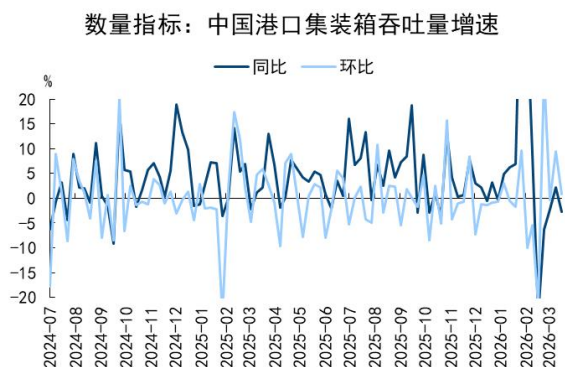
吞吐量延续回升，修复节奏边际放缓。本周中国港口集装箱吞吐量为2.58亿吨，环比增长0.81%，同比下降2.70%。相较于上周的高速反弹，本周修复动能有所减弱，但仍维持正向增长，外贸发运逐步企稳。

**运价延续上行，涨幅边际收窄。**中国出口集装箱运价指数（CCFI）本周升至1139.04，环比上涨1.64%，已连续三周上行。此前一周环比涨幅约为4.52%，本周涨幅显著收窄，反映出运价修复进入平台期，上行斜率趋于平缓。

**航线投放分化明显，中东航线略有扩张。**本周运力投放呈现结构性调整，中东印巴航线投放环比上升，日韩航线增长8.2%，欧洲航线增长7.3%。相比之下，美西航线环比回落5.6%，南非航线骤降44.6%。整体来看，亚洲与中东区域运力投放显著增强，跨太平洋航线有所收缩。

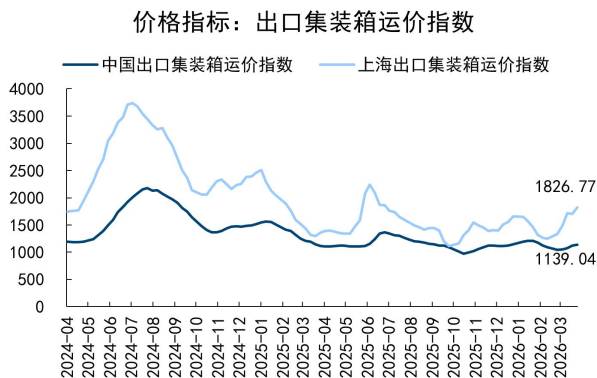
**伊以冲突持续升级，霍尔木兹海峡全面关闭。**以军持续空袭伊朗德黑兰、伊斯法罕等地核心军工与能源设施，伊朗则发动“真实承诺-4”攻势反击美以目标，并宣布全面关闭霍尔木兹海峡。美伊停火谈判陷入僵局，伊朗开出五大条件并动员超百万作战人员，中东地缘风险显著抬升，能源与航运市场面临剧烈冲击。

图9：中国港口货物吞吐量增速



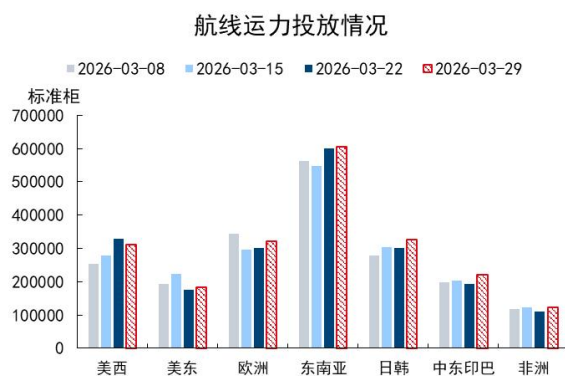
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：中国出口集装箱运价指数



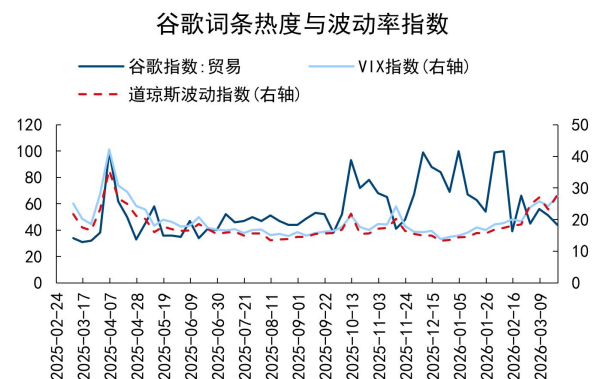
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：中国航线运力投放情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图12：外贸词条指数与美股波动率指数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 财政：政府债发行放缓

**广义赤字发行下周继续收窄。**广义赤字（国债净融资+新增地方债发行）第13周（3/23-3/29）2063亿。第14周预计318亿，累计2.55万亿。其中新增地方债累计发行1.16万亿，新增一般债累计2599亿。

化债方面，特殊再融资专项债发行进度继续落后于去年。本周特殊再融资专项债

发行 590 亿，下周预计发行 117 亿，今年累计 9721 亿，低于去年同期（1.3 万亿）。特殊新增专项债目前已发行 1719 亿。目前土地储备专项债已发行 918 亿。

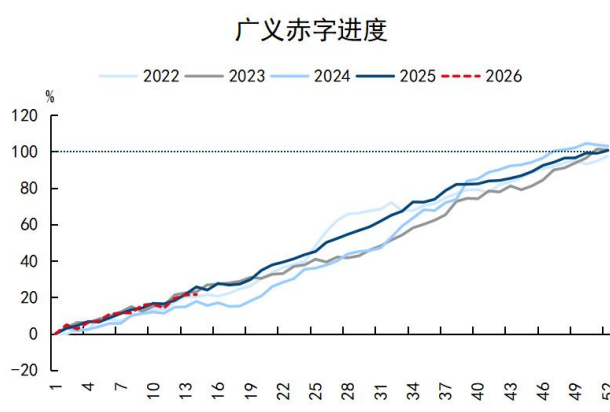
后续来看，预计 4 月开始发行超长期特别国债，二季度将迎来政府债发行的高峰期。

图13：广义赤字与财政支出



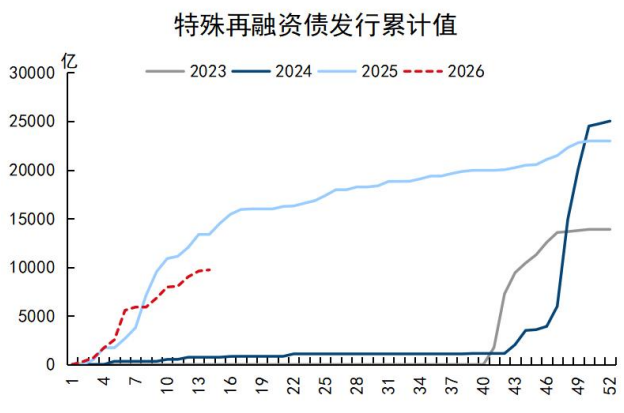
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图14：广义赤字进度



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图15：特殊再融资债累计发行



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图16：特殊新增专项债发行



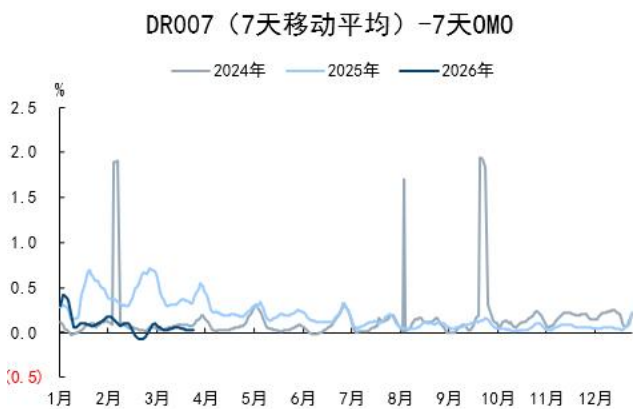
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 货币：债市加杠杆意愿仍处于高位

本周，DR007 与逆回购利率差值变化不大，整体处于历史同期较低水平；1 年同月存单与逆回购利率差值小幅回升，处于历史同期较低水平；OMO 存量金额回升，但仍低于历史同期均值；银行间待购回债券余额季节性高位震荡，且仍高于历史同期水平。

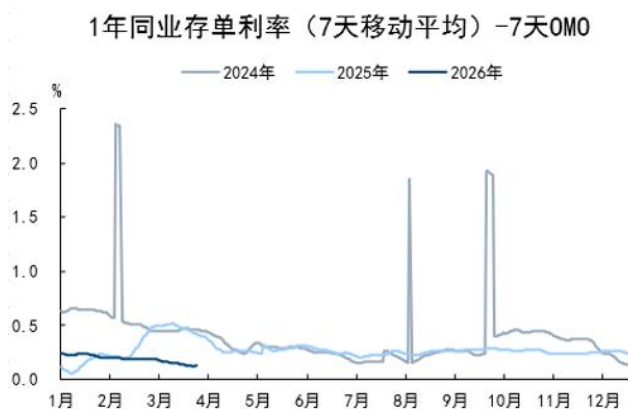
上述高频数据指向本周货币市场延续宽松；重启国债买卖背景下央行 OMO 投放增加，但本周存量仍低于过去两年同期均值，体现央行更倚重中长期投放而非短期投放；债券市场的加杠杆意愿仍处于高位，待购回债券余额高于过去两年同期水平。

图17: DR007 与逆回购利率差值指向货币宽松



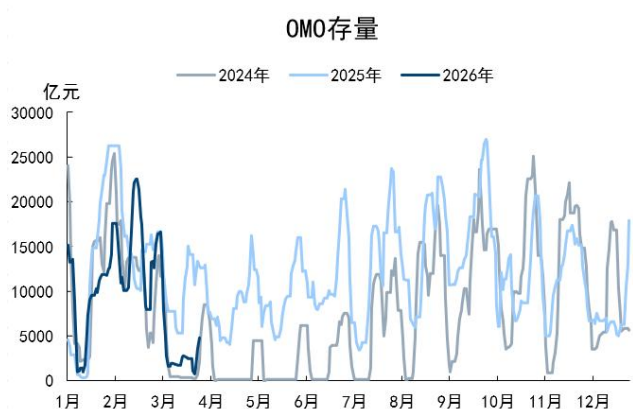
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图18: 存单与逆回购利率差值亦指向货币宽松



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图19: OMO 存量金额回升, 但仍低于两年同期均值



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图20: 银行间待购回债券余额高位震荡, 且仍高于历史均值



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

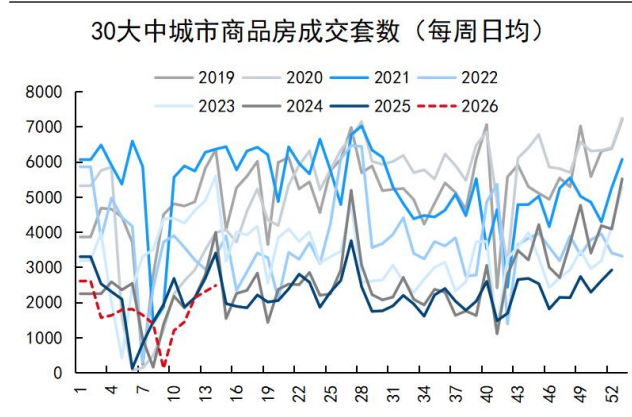
## 房地产：一二手房分化

房地产周度成交继续季节性反弹，一二手房表现分化。30大中城市商品房日均成交套数本周环比上行7.3%，同比-27.2%，低于2019年至今同期水平。18城二手房成交继续环比上行5.9%，同比1.6%，为2019年来同期水平最高。库存季节性下降，十大城市存销比录得107。

土地成交边际回落后有所企稳。从100大中城市土地成交数据来看，土地成交数量上周为501宗，环比上行2.5%，同比增长31.8%，也高于2025年春节后农历同期水平。楼面均价和溢价率均环比下行。

价格方面，高频数据显示出房价边际承压。四大一线城市的中原报价指数继续低位运行，北京上海边际下行，深圳广州边际回升。量价指数同时下行，二手房挂牌价指数为144.49，前值144.68；量指数为3.73，前值4.77。

图21：一手房成交



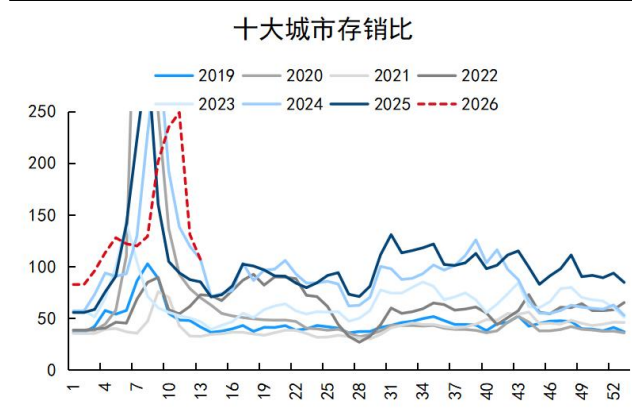
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图22：二手房成交



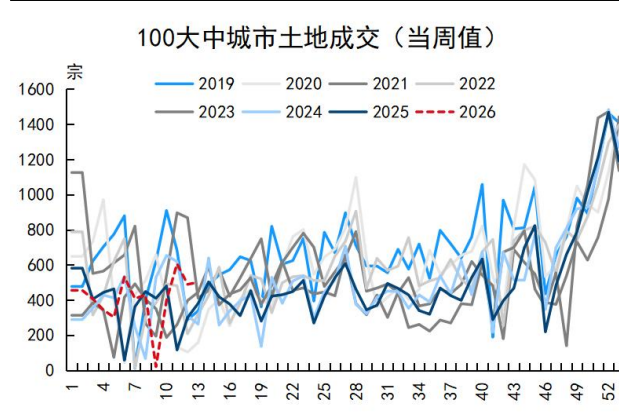
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图23：存销比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图24：土地成交



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 风险提示

海外市场动荡，存在不确定性。

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032