

# 宏观经济周报

## 二季度利率上行压力未消

### 核心观点

在输入型通胀环境下，央行流动性投放面临两难抉择：一方面，企业生产成本上升需要宽松流动性支持；另一方面，过度宽松可能助长囤积居奇，加剧通胀失控风险。因此，央行大概率维持偏中性的基础货币投放。此时，资金需求成为货币市场利率走势的主导力量。资金需求不仅来自实体融资，还源于交易需求——不同经济主体间交易涉及金融机构间基础货币转移，形成对基础货币的额外需求。由于央行基础货币投放分布极不均匀，实际GDP增速上升带来的融资与交易扩张将显著推高资金需求，进而抬升货币市场利率。

本周DR007罕见低于7天OMO利率，显示流动性异常宽松。背后有三重原因：一是1-2月国内仍处抗通缩状态，央行的中长期基础货币投放处于历史高位；二是2月底美以伊战争爆发，人民币升值预期下结汇拥挤，短期带来流动性宽松；三是去年3月GDP同比高达5.8%，高基数下今年3月GDP同比大概率下行，资金需求有所走弱。

然而，4月中下旬流动性异常宽松状态或将结束。理由有二：其一，去年4月GDP同比为5.1%，4月基数较3月明显下降，在稳就业背景下今年4月GDP同比有望回升，带动资金需求扩张；其二，3月央行基础货币净投放已转负，显示随着输入型通胀到来，央行开始回收流动性。

综上所述，我们继续提示二季度国内债券市场面临利率上行风险。

**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

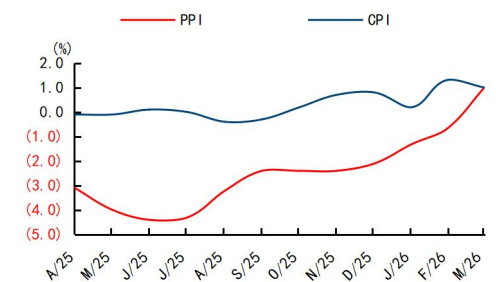
**证券分析师：王奕群** 0755-81982462  
wangyiqun1@guosen.com.cn  
S0980525110002

**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	2.80
出口当月同比	21.80
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

- 《宏观经济周报-二季度有胀无滞》——2026-04-04
- 《多资产周报-从金油“跷跷板”说起》——2026-04-04
- 《多资产周报-高油价下的利润重塑》——2026-03-29
- 《宏观经济周报-输入型通胀无碍资金面》——2026-03-28
- 《多资产周报-黄金价格深度回调》——2026-03-25

## 内容目录

思考：二季度利率上行压力未消 .....	4
周度观察结论：生产延续向好态势 .....	4
生产：延续向好态势 .....	4
消费：清明商品消费主导 .....	5
进出口：伊朗谈判窗口下的外贸修复换挡 .....	6
财政：二季度地方债计划发行 2.45 万亿 .....	7
货币：异常宽松背景下央行开始回收流动性 .....	8
房地产：成交季节性回落 .....	9
风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1: 螺纹钢指向房地产投资景气良好	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偏高	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: 二季度地方债发行计划	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指向货币宽松	9
图 19: OMO 存量金额回落, 且仍低于两年同期均值	9
图 20: 银行间待购回债券余额震荡走势	9
图 21: 一手房成交	10
图 22: 二手房成交	10
图 23: 四大一线城市中原报价指数	10
图 24: 土地成交	10

## 思考：二季度利率上行压力未消

在输入型通胀环境下，央行流动性投放面临两难抉择：一方面，企业生产成本上升需要宽松流动性支持；另一方面，过度宽松可能助长囤积居奇，加剧通胀失控风险。因此，央行大概率维持偏中性的基础货币投放。此时，资金需求成为货币市场利率走势的主导力量。资金需求不仅来自实体融资，还源于交易需求——不同经济主体间交易涉及金融机构间基础货币转移，形成对基础货币的额外需求。由于央行基础货币投放分布极不均匀，实际 GDP 增速上升带来的融资与交易扩张将显著推高资金需求，进而抬升货币市场利率。

本周 DR007 罕见低于 7 天 OMO 利率，显示流动性异常宽松。背后有三重原因：一是 1-2 月国内仍处抗通缩状态，央行的中长期基础货币投放处于历史高位；二是 2 月底美以伊战争爆发，人民币升值预期下结汇拥挤，短期带来流动性宽松；三是去年 3 月 GDP 同比高达 5.8%，高基数下今年 3 月 GDP 同比大概率下行，资金需求有所走弱。

然而，4 月中下旬流动性异常宽松状态或将结束。理由有二：其一，去年 4 月 GDP 同比为 5.1%，4 月基数较 3 月明显下降，在稳就业背景下今年 4 月 GDP 同比有望回升，带动资金需求扩张；其二，3 月央行基础货币净投放已转负，显示随着输入型通胀到来，央行开始回收流动性。

综上所述，我们继续提示二季度国内债券市场面临利率上行风险。

## 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。房地产、基建及机电产品景气度维持高位，企业生产意愿强烈；纺织服装领域需求亦有上涨，整体工业品生产景气依旧稳固。

消费动能依然偏弱。清明假期市内出行减少，居民外出增加，电影票房有所反弹，但物流数据持续下滑，汽车销售表现明显弱于季节性，显示商品消费修复动力不足。

外贸修复节奏放缓。港口吞吐量小幅回落，运价虽继续上行但涨幅收窄。伊朗与美以达成临时停火并进入谈判阶段，地缘风险阶段性缓和，但海峡通航等核心议题仍存不确定性，外部环境改善尚需观察。

房地产市场季节性回落。二手房成交仍处同期高位，新房成交弱于往年。库存继续下降，但房价仍边际承压，市场整体处于筑底过程中。

## 生产：延续向好态势

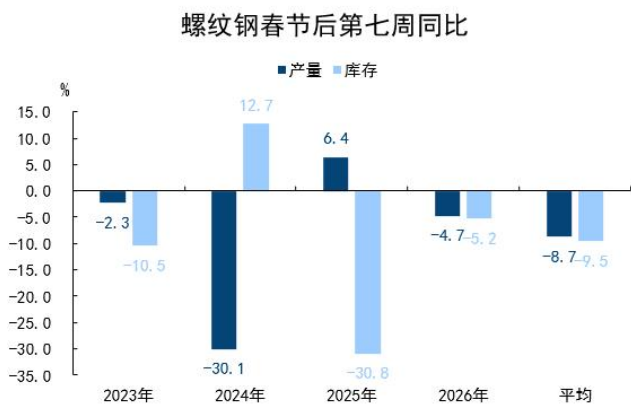
考虑春节扰动，采用历年春节后第七周的同比高低来判断景气强弱。

与房地产投资相关的螺纹钢产量和库存同比高于历史均值，体现房地产投资需求良好；与基建投资相关的中厚板产量同比显著高于历史均值，库存低于历史均值，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 产量和库存均高于历史均值，显示本周纺织服装和包装领域需求上涨。

因此，上述生产高频数据指向本周房地产投资景气良好、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向好。整体来看，本周国内工业品生产景气依旧维持向好态势。

图1: 螺纹钢指向房地产投资景气良好



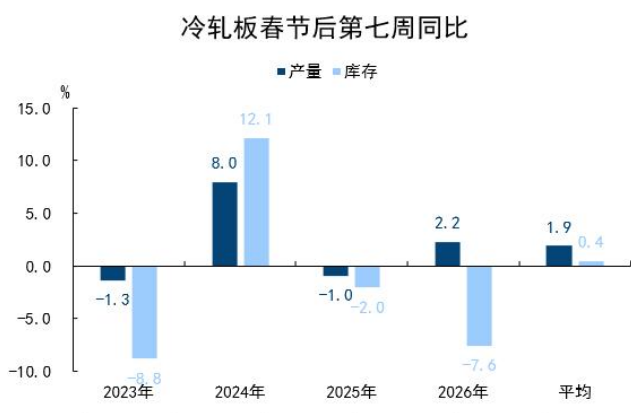
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 中厚板指向基建投资景气偏高



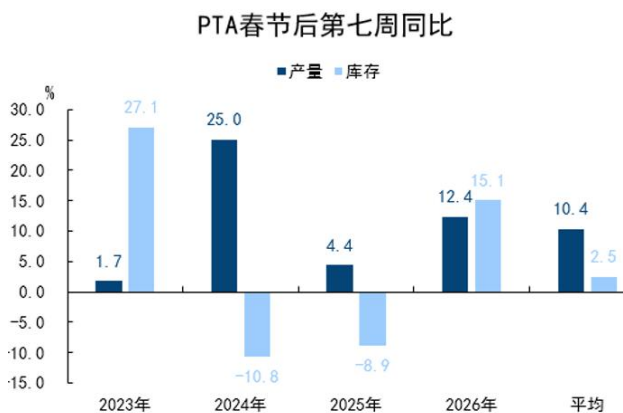
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

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偏高



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 消费：清明商品消费主导

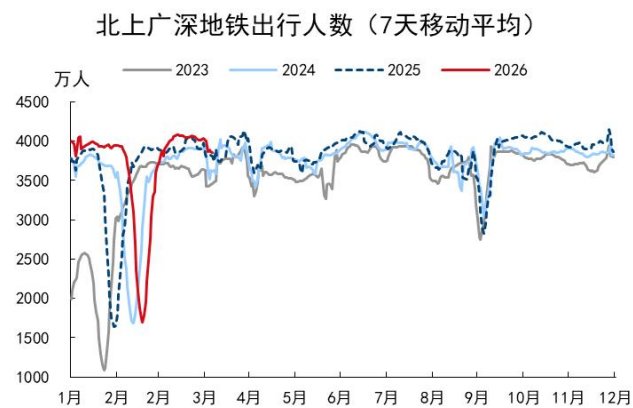
从高频数据观察，清明假期市内流量走弱，显示居民市外出行增加。与此同时，假期电影票房有所反弹，但物流和消费数据动能继续下滑，汽车销售的相对表现也再度弱于季节性。

市内出行数据作为“分母”，清明期间有所走弱，显示居民出城增加。从一线城市地铁流量观察，上周（3月31日-4月6日）日均流量约3933.4万人次，环比回落2.5%。

与此同时，反映商业活动和消费的物流高频数据，延续此前的回落态势。本周（3月30日-4月5日）环比回落1.9%，仅为节前高点的81.6%。

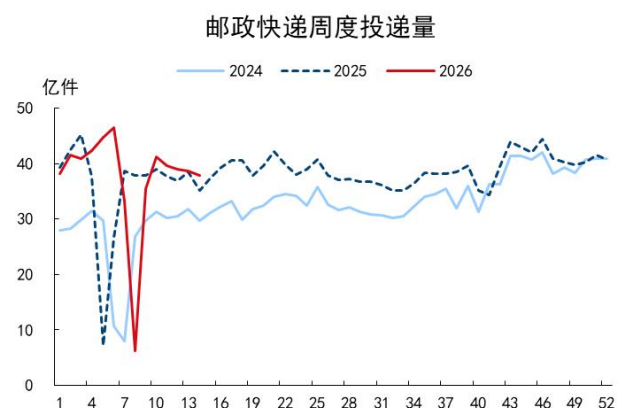
另一方面，从电影和汽车两类消费观察：电影票房打破春节长假后持续回落趋势，清明假期有所企稳反弹。4月2日-4月8日日均票房约5534.4万元，环比上涨45.0%。汽车销售方面，最新的4月6日一周数据继续弱于季节性，较2025年同期跌幅(-29.1%)走阔(此前为-11.2%)，且同样弱于2024年同期。从中枢水平看，开年至今累计较去年同期萎缩约26.5%。

图5：市内流动：一线城市地铁



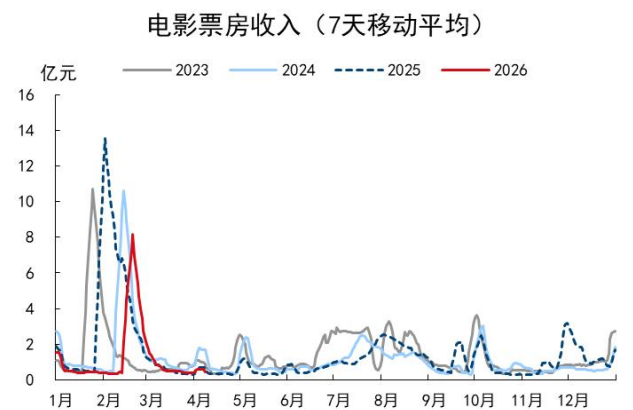
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：商品消费：物流投递



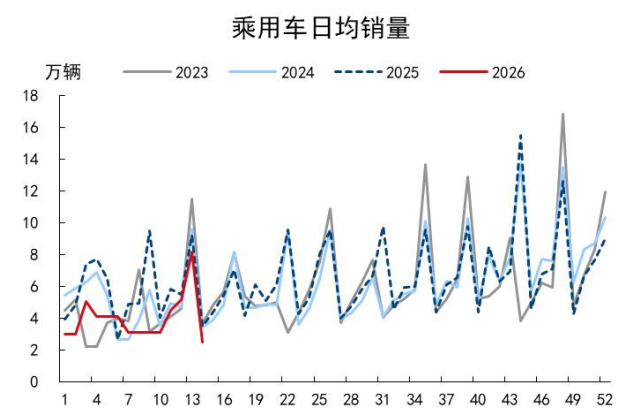
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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：伊朗谈判窗口下的外贸修复换挡

**吞吐量小幅回落，修复节奏放缓。**本周中国港口货物吞吐量为2.63亿吨，环比下降0.87%，同比下滑2.49%。相较于上周环比2.91%的显著反弹，本周修复动能有所减弱，呈现小幅回调态势，外贸发运节奏趋于平稳。

**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1209.84，环比上涨2.12%，已连续三周上行。此前两周环比涨幅分别为4.01%和1.64%，本周涨幅较上周有所回落，但仍保持正向增长，反映出需求端持续修复与运力供给收紧的共同支撑，运价上行动能趋于稳健。

**航线运力普遍回升，中东非洲航线增幅显著。**本周各航线运力投放均呈现增长态势，其中南非航线环比大增125.5%。从绝对规模看，东南亚航线投放68.2万TEU

居首位，日韩航线 35.0 万 TEU 次之。整体来看，外贸运力重心仍集中于亚洲区域，中东非洲航线运力快速修复，跨太平洋航线调整较为活跃。

**地缘冲突阶段性缓和，霍尔木兹谈判成焦点。**伊朗与美以等方自 4 月 8 日起达成临时停火协议，停火期两周，双方进入谈判阶段。伊朗提出的十点计划已作为谈判基础，霍尔木兹海峡通航安排、制裁解除与赔偿等核心议题仍在协商，同时以色列在黎巴嫩南部军事行动未停，地区安全形势仍存不确定性。未来两周谈判走向将决定海峡是否重启。

图9：中国港口货物吞吐量增速

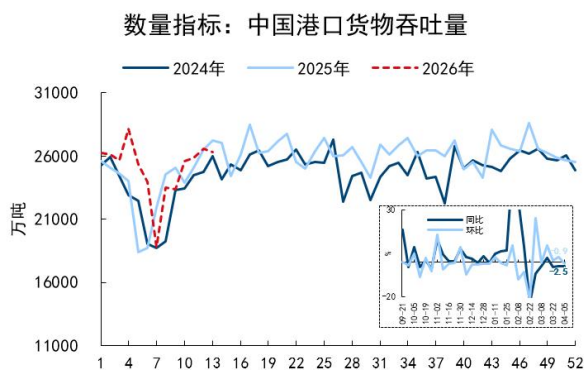


图10：中国出口集装箱运价指数

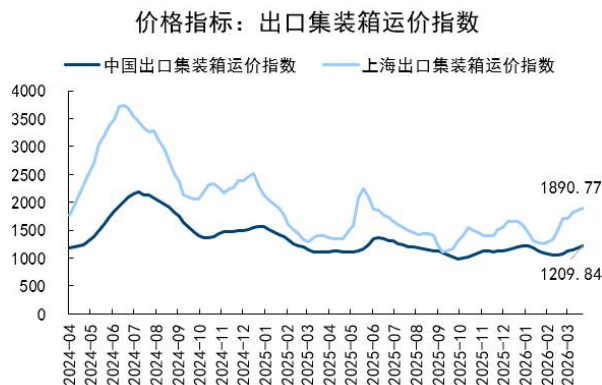


图11：中国航线运力投放情况

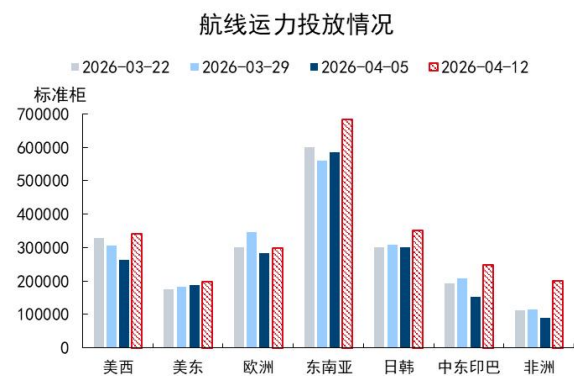
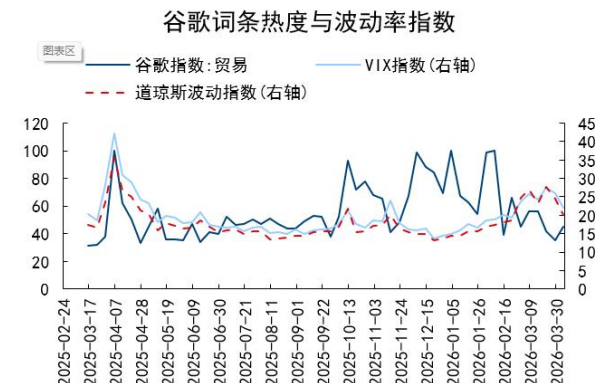


图12：外贸词条指数与美股波动率指数



## 财政：二季度地方债计划发行 2.45 万亿

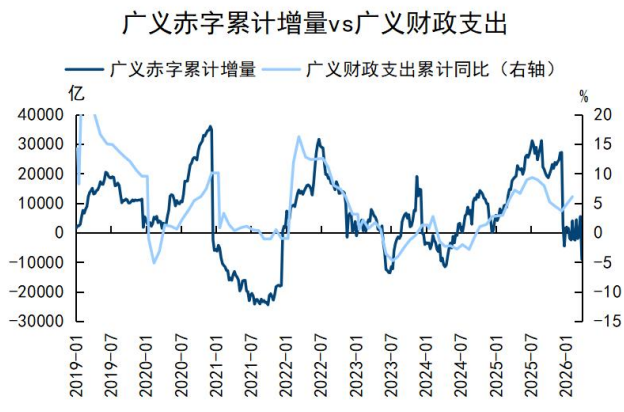
广义赤字进度向下波动。广义赤字（国债净融资+新增地方债发行）第 15 周（4/6-4/12）3360 亿。第 16 周预计-4750 亿，累计 2.7 万亿。其中新增地方债累计发行 1.23 万亿，新增一般债累计 2676 亿。预计 4 月底开始发行特别国债，二季度将迎来政府债发行的高峰期。

截至 4-11，二季度地方债计划发行 2.45 万亿，包括 1077 亿新增一般债和 8119 亿新增专项债。高于去年二季度的发行计划 2.40 万亿，但低于实际发行的 2.65 万亿，预计今年二季度实际发行也在 2.6 万亿以上。

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

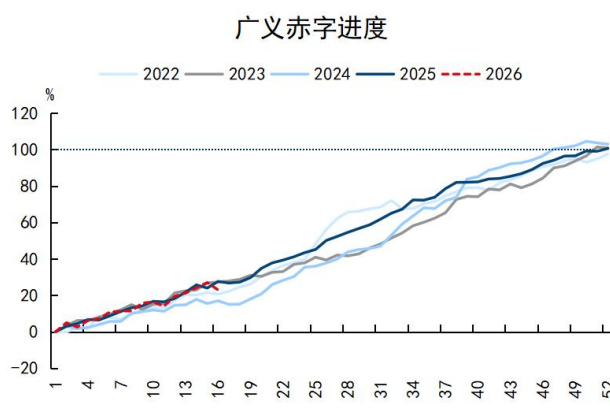
发行 877 亿，下周预计发行 497 亿，今年累计 1.1 万亿，低于去年同期（1.5 万亿）。特殊新增专项债目前已发行 1744 亿，土地储备专项债已发行 984 亿。

图13：广义赤字与财政支出



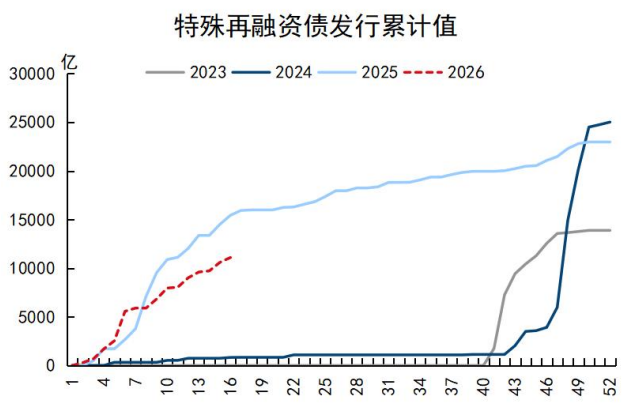
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图14：广义赤字进度



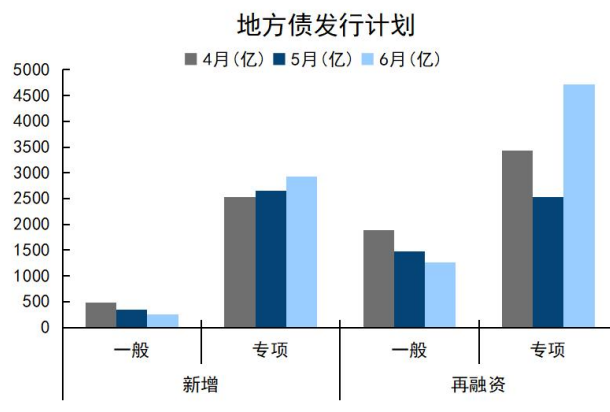
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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16：二季度地方债发行计划



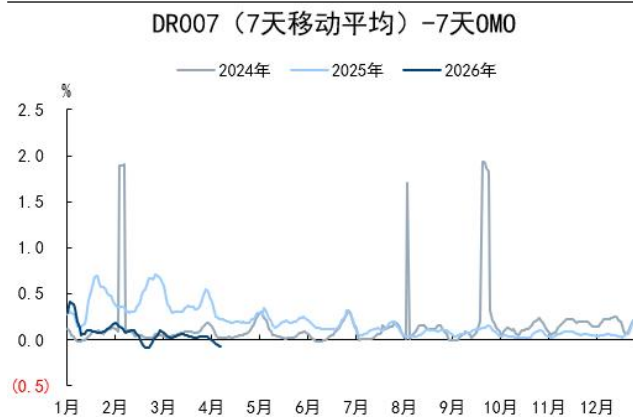
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 货币：异常宽松背景下央行开始回收流动性

本周，DR007 与逆回购利率差值首次呈现负值；1 年同月存单与逆回购利率差值小幅波动，处于历史同期较低水平；OMO 存量金额回落，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。

上述高频数据指向本周货币市场延续宽松态势；央行 OMO 存量回落至接近零的水平，低于过去两年同期水平，考虑到 3 月央行的中长期基础货币投放转负，体现央行在异常宽松的货币市场环境下开始回收流动性；债券市场的加杠杆意愿仍较强，待购回债券余额基本持平过去两年同期水平，处于较高水平。

图17: DR007 与逆回购利率差值指向货币宽松



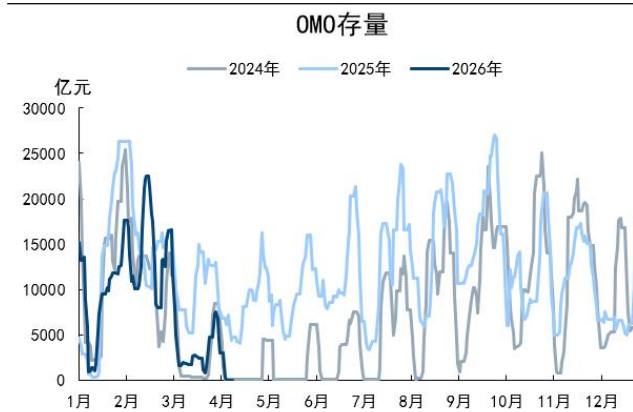
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

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 存量金额回落, 且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震荡走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

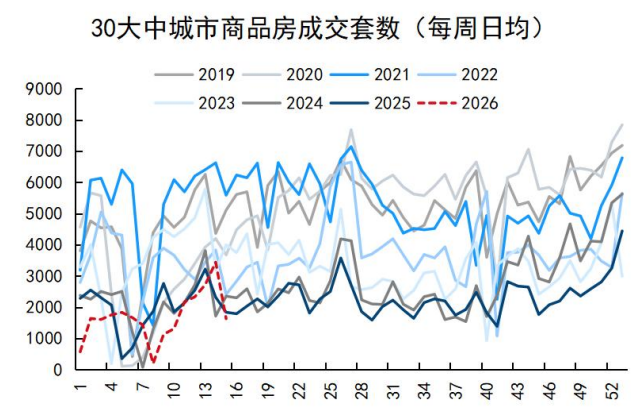
## 房地产：成交季节性回落

房地产周度成交季节性回落，二手房仍然位于较高水平。30大中城市商品房日均成交套数本周同比下行11.2%，低于过去两年同期水平。18城二手房成交环比下行，当周同比4.2%，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66.9，低于过去两年同期值。

土地成交边际回升。从100大中城市土地成交数据来看，土地成交数量上周为302宗，环比上行26.9%，同比下行27.8%。楼面均价和溢价率均环比上行。

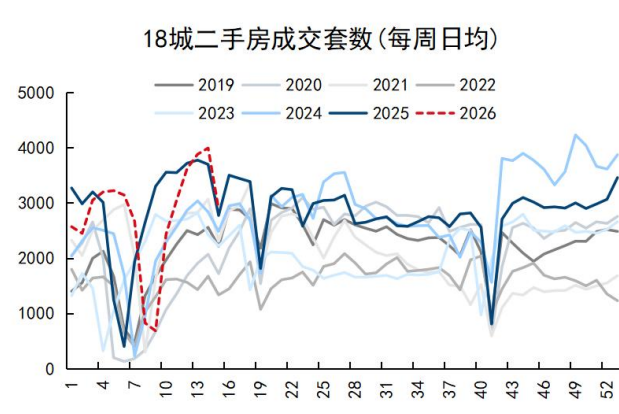
价格方面，高频数据显示出房价继续边际承压。四大一线城市的中原报价指数继续低位运行，北京、上海边际下行，深圳、广州边际回升。量价指数分化，量升价跌，二手房挂牌价指数为144.08，前值144.39；量指数为3.46，前值3.22。

图21：一手房成交



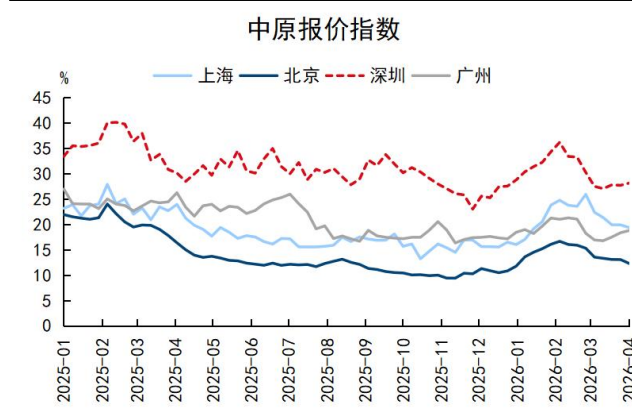
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图22：二手房成交



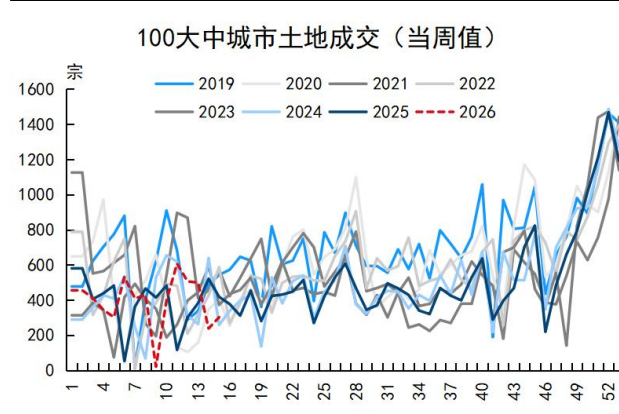
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图23：四大一线城市中原报价指数



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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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