

# 宏观经济周报

## 央行敲警钟，利率要转向？

### 核心观点

4月金融数据显示，国内企业信贷结构恶化、居民持续去杠杆，指向4月国内经济受内需疲软拖累较大，资金需求明显下行。这恰好解释了为何在资金供给收缩的背景下——3、4月央行连续回笼基础货币，叠加4月政府存款明显增加形成虹吸效应——4月国内资金面依然异常宽松，国债利率也出现较明显下行。

然而，央行态度可能正在发生微妙变化。5月11日发布的一季度货币政策执行报告明确强调“引导隔夜利率在政策利率水平附近运行”，这或是对当前过低货币市场利率的预警。另一佐证是，5月央行买断式逆回购操作进一步缩量1万亿元，较3、4月的3000亿和4000亿缩量幅度明显扩大，表明央行调控力度在加强。

与此同时，需求端也出现回暖迹象。4月下旬至5月上旬，流通领域生产资料中黑色金属价格持续上涨且速度加快(4月下旬涨1.1%，5月上旬涨2.2%)。价格上涨虽与上游能源成本上升有关，但也可能反映需求回暖——若需求持续走弱，企业难以向下游转嫁成本。我们认为，在“正确政绩观”引导下，就业问题已成为政府关注焦点。当前内生动能走弱、居民就业压力加大，政府支出有望再次加快，实物工作量正在增加，这或是近期黑色金属需求回暖的关键支撑，也意味着资金需求有望回升。

实际上，5月以来货币市场隔夜利率已出现回升走势。若资金需求回暖与央行持续回笼基础货币形成共振，后续国内利率将面临上行压力。

**风险提示：**海外市场动荡，存在不确定性。

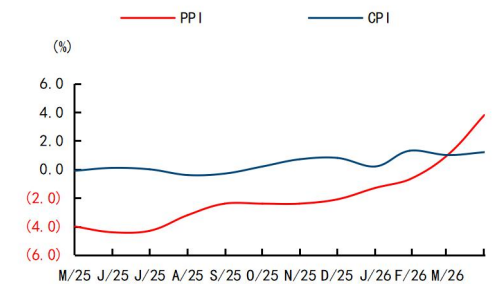
### 经济研究·宏观周报

<b>证券分析师：李智能</b> 0755-22940456 lizn@guosen.com.cn S0980516060001	<b>证券分析师：田地</b> 0755-81982035 tiandi2@guosen.com.cn S0980524090003
<b>证券分析师：王奕群</b> 0755-81982462 wangyiqun1@guosen.com.cn S0980525110002	<b>证券分析师：董德志</b> 021-60933158 cndongdz@guosen.com.cn S0980513100001

#### 基础数据

固定资产投资累计同比	1.70
社零总额当月同比	1.70
出口当月同比	14.10
M2	8.30

#### 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-就业优先有望再加强》——2026-05-09
- 《多资产周报-汇率突破6.8》——2026-05-09
- 《多资产周报-股“抱团”，债“钱多”》——2026-04-25
- 《宏观经济周报-稳就业驱动下二季度基建投资有望加强》——2026-04-25
- 《多资产周报-资产荒主导，债市长端行情延续》——2026-04-21

## 内容目录

思考：央行敲警钟，利率要转向？ .....	4
周度观察结论：生产持续降温 .....	4
生产：景气持续降温 .....	4
消费：商品与服务分化 .....	5
进出口：特朗普访华释放经贸关系缓和信号 .....	7
财政：广义赤字进度逐渐落后于去年 .....	8
货币：央行延续回收流动性 .....	9
房地产：成交维持高位 .....	10
风险提示 .....	12

## 图表目录

图 1: 螺纹钢指向房地产投资景气边际改善 .....	5
图 2: 中厚板指向基建投资景气偏弱 .....	5
图 3: 冷轧板指向机电产品生产景气走弱 .....	5
图 4: PTA 指向纺织服装和包装领域生产景气较弱 .....	5
图 5: 市内流动: 一线城市地铁 .....	6
图 6: 跨区域流动: 百度迁徙指数 .....	6
图 7: 商品消费: 物流投递 .....	6
图 8: 耐用品消费: 白色家电零售量 .....	6
图 9: 大宗消费: 汽车销量 .....	7
图 10: 服务消费: 电影票房 .....	7
图 11: 中国港口货物吞吐量增速 .....	8
图 12: 中国出口集装箱运价指数 .....	8
图 13: 中国航线运力投放情况 .....	8
图 14: 外贸词条指数与美股波动率指数 .....	8
图 15: 广义赤字与财政支出 .....	9
图 16: 广义赤字进度 .....	9
图 17: 特殊再融资债累计发行 .....	9
图 18: 特殊新增专项债发行 .....	9
图 19: DR007 与逆回购利率差值指向货币宽松 .....	10
图 20: 存单与逆回购利率差值指向货币宽松 .....	10
图 21: OMO 存量金额回落, 且仍低于两年同期均值 .....	10
图 22: 银行间待购回债券余额显著上涨, 且高于历史均值 .....	10
图 23: 一手房成交 .....	11
图 24: 二手房成交 .....	11
图 25: 二手房量价指数 .....	11
图 26: 土地成交数量 .....	11

## 思考：央行敲警钟，利率要转向？

4月金融数据显示，国内企业信贷结构恶化、居民持续去杠杆，指向4月国内经济受内需疲软拖累较大，资金需求明显下行。这恰好解释了为何在资金供给收缩的背景下——3、4月央行连续回笼基础货币，叠加4月政府存款明显增加形成虹吸效应——4月国内资金面依然异常宽松，国债利率也出现较明显下行。

然而，央行态度可能正在发生微妙变化。5月11日发布的一季度货币政策执行报告明确强调“引导隔夜利率在政策利率水平附近运行”，这或是对当前过低货币市场利率的预警。另一佐证是，5月央行买断式逆回购操作进一步缩量1万亿元，较3、4月的3000亿和4000亿缩量幅度明显扩大，表明央行调控力度在加强。

与此同时，需求端也出现回暖迹象。4月下旬至5月上旬，流通领域生产资料中黑色金属价格持续上涨且速度加快（4月下旬涨1.1%，5月上旬涨2.2%）。价格上涨虽与上游能源成本上升有关，但也可能反映需求回暖——若需求持续走弱，企业难以向下游转嫁成本。我们认为，在“正确政绩观”引导下，就业问题已成为政府关注焦点。当前内生动能走弱、居民就业压力加大，政府支出有望再次加快，实物工作量正在增加，这或是近期黑色金属需求回暖的关键支撑，也意味着资金需求有望回升。

实际上，5月以来货币市场隔夜利率已出现回升走势。若资金需求回暖与央行持续回笼基础货币形成共振，后续国内利率将面临上行压力。

## 周度观察结论：生产持续降温

本周生产端景气继续回落。房地产投资边际改善，但基建偏弱，机电产品景气延续下行，纺织服装领域弱化，整体工业品生产热度下降。

消费表现分化。节后市内出行回暖，物流季节性回升，但商品消费中白色家电与汽车销售弱于去年同期，服务消费中电影票房同比跌幅收窄，呈现商品弱、服务强的分化特征。

外贸运行平稳。港口吞吐量环比回落但仍处年内较高水平，运价微涨但动能放缓。特朗普访华释放中美关系缓和信号，有助于稳定外贸预期。

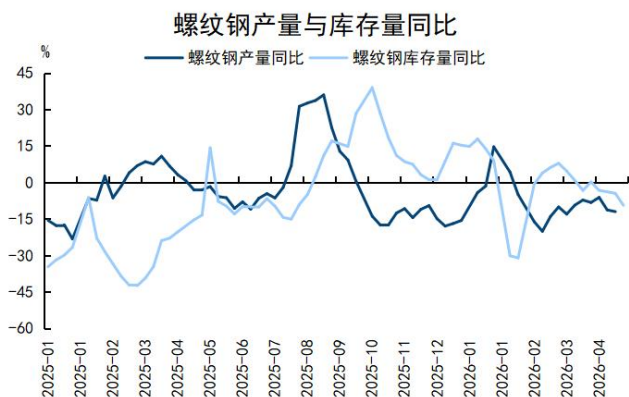
房地产成交季节性回暖，二手房交易量处同期高位，房价虽边际承压但高线城市有企稳迹象。整体市场在调整中寻求平衡。

## 生产：景气持续降温

本周，与房地产投资相关的螺纹钢产量数据未发布，库存同比则继续明显回落，或指向相关需求边际有所改善；与基建投资相关的中厚板产量同比大幅下降，沥青开工率同比几乎持平，整体基建活动活跃度下降；与机电产品生产相关的冷轧板产量和库存均同比持续回落，指向机电产品的生产景气度下降，产量减少导致库存下降；与纺织服装和包装领域生产相关的PTA产量同比略微下降，且仍处于负值区间，库存量同比稍有上升，显示纺织服装和包装领域需求下降，导致产量下降但库存增加。

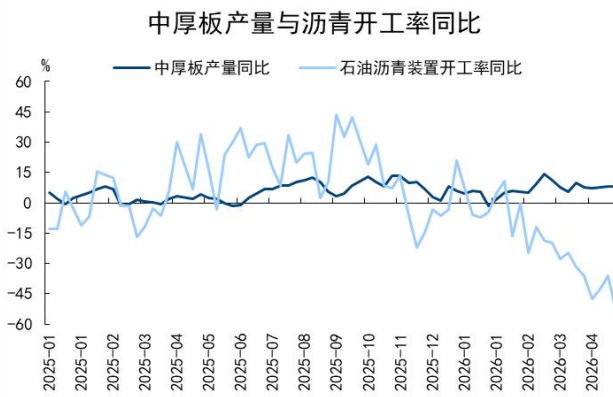
因此，上述生产高频数据指向本周房地产投资景气边际改善、基建投资偏弱、机电产品景气继续下行、纺织服装和包装领域有所弱化。整体来看，本周国内工业品生产景气持续降温。

图1: 螺纹钢指向房地产投资景气边际改善



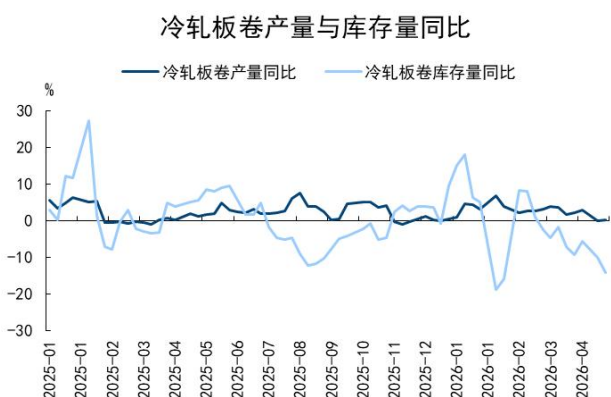
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 中厚板指向基建投资景气偏弱



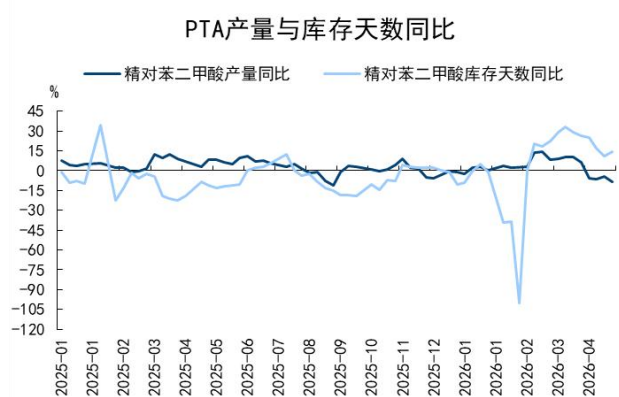
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 冷轧板指向机电产品生产景气走弱



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较弱



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 消费：商品与服务分化

高频数据显示，五一节后，市内出行流量持续回暖，而跨区域人口流动则逐步降温。与此同时，物流数据呈现季节性回升。商品消费与服务消费表现明显分化：白色家电零售和汽车销售均弱于去年同期，但服务消费中的电影票房表现则优于去年同期。

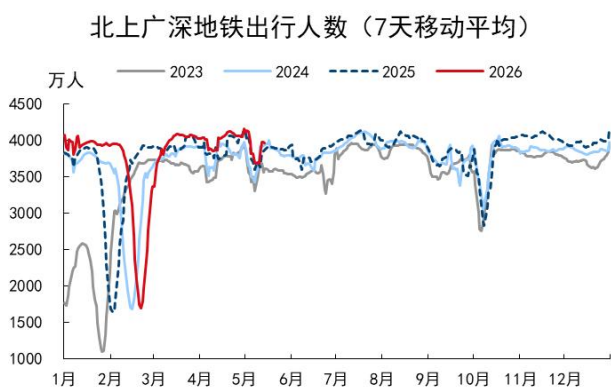
从出行数据看，五一假期后市内出行持续回暖，跨区域流量规模则显著下降。上周（5月8日-5月14日）一线城市地铁日均流量约3964.17万人次，环比上升7.5%；百度迁徙指数环比下降51.3%，幅度与去年同期（-51.9%）相近。

与此同时，反映商业活动和消费的物流数据呈季节性回升。上周（5月4日-5月10日）邮政快递投递量环比上涨2.4%，或因假期订单节后集中投递所致。

另一方面，从商品和服务消费观察，白色家电零售于节前显著放量，电影票房和

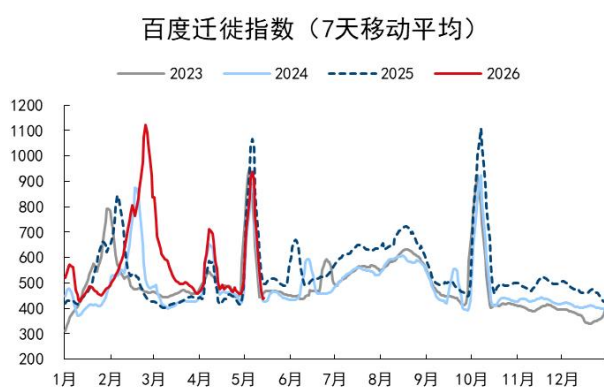
汽车销量均呈现节后季节性回落。(1)白色家电零售方面,由于数据滞后,最新4月25日-5月1日一周零售量达143.72万台,环比上升10.6%,涨幅略小于去年同期(17.5%),可能受国补效应减弱,叠加去年同期统计周期包含额外一天五一假期等因素影响。(2)汽车销售方面,最新的5月8日一周数据出现季节性回落(-50.7%),较去年同期跌幅(-43.7%)持续扩大。从中枢水平看,开年至今汽车销量较去年同期萎缩约18.3%。(3)服务消费方面,上周(5月9日-5月15日)日均票房约5318.77亿元,环比回落47.0%,但较去年同期跌幅(-61.8%)收窄。

图5: 市内流动: 一线城市地铁



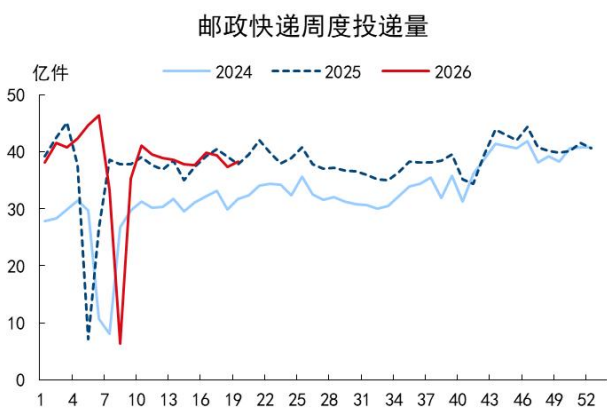
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 跨区域流动: 百度迁徙指数



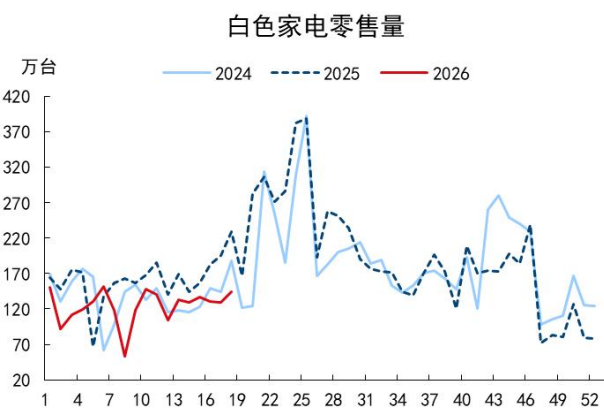
资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理

图7: 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8: 耐用品消费: 白色家电零售量



资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理

图9: 大宗消费: 汽车销量

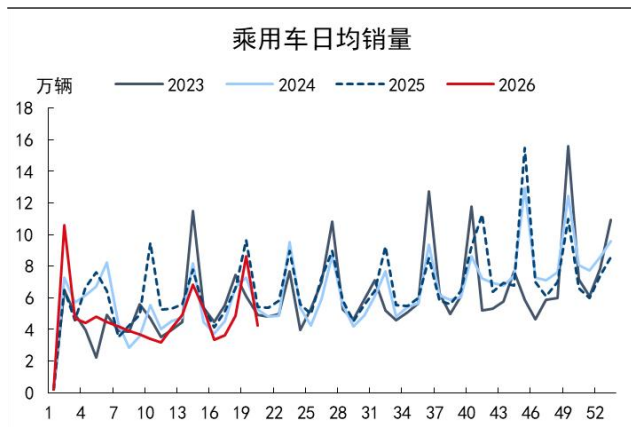
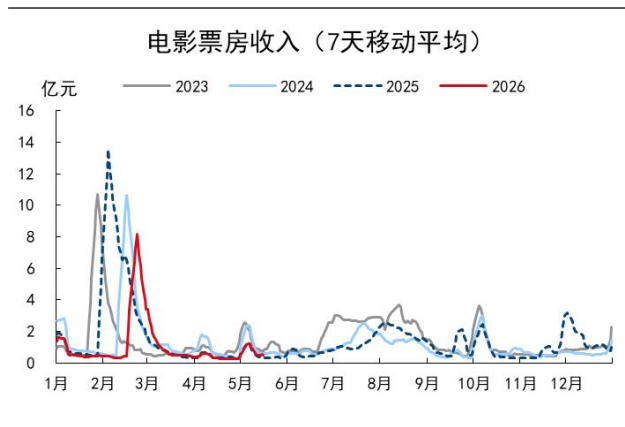


图10: 服务消费: 电影票房



## 进出口：特朗普访华释放经贸关系缓和信号

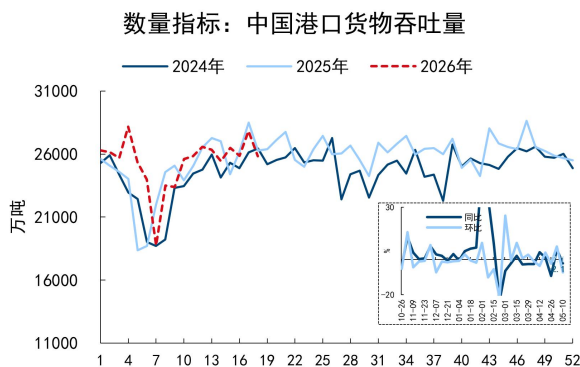
**吞吐量回落明显。**本周中国港口货物吞吐量为 2.58 亿吨，环比下滑 7.14%，同比下降 1.64%。相较于上周环比 7.64% 的强劲反弹，本周出现较大幅度回调，但仍处于年内较高水平，外贸发运整体保持平稳运行态势。

**运价上行，但涨幅收窄。**出口集装箱运价指数（CCFI）本周升至 1280.46，环比微涨 0.13%，已连续八周上行。从 3 月初的 1072 点持续攀升至当前 1280 点，涨幅近 20%，显示出运力供给收紧给航运成本带来影响，但上行动能有所放缓。

**航线投放整体增速放缓，亚洲区域航线维持高位。**本周日韩航线 32.4 万 TEU 环比增长 1.1%，美西航线 32 万 TEU 环比增长 7.4%，亚洲区域航线延续高位运行。相比之下，欧洲航线环比回落 16.0%，美东航线下降 12.8%，南非航线降幅达 33.4%，跨大西洋航线运力调整显著。外贸运力重心仍集中于亚洲区域。

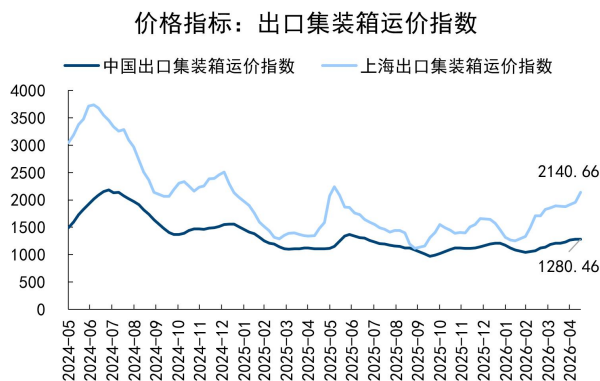
**中美元首会晤开启关系新篇章，战略稳定定调释放积极信号。**特朗普时隔九年再度访华，中美建设性战略稳定关系新定位确立合作基调，后续 APEC 深圳峰会与 G20 迈阿密峰会将进一步深化经贸沟通。当前中美关系缓和有助于缓解贸易摩擦压力，稳定外贸企业预期，对人民币汇率与资产形成支撑。

图11: 中国港口货物吞吐量增速



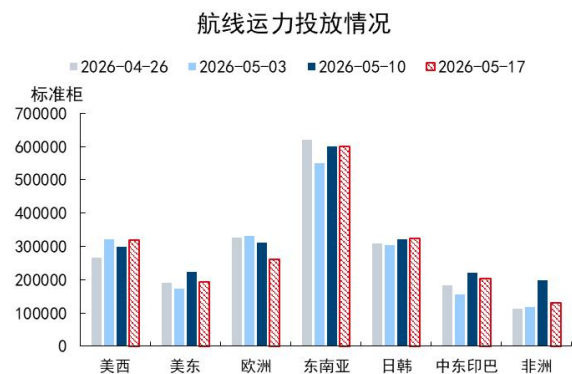
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 中国出口集装箱运价指数



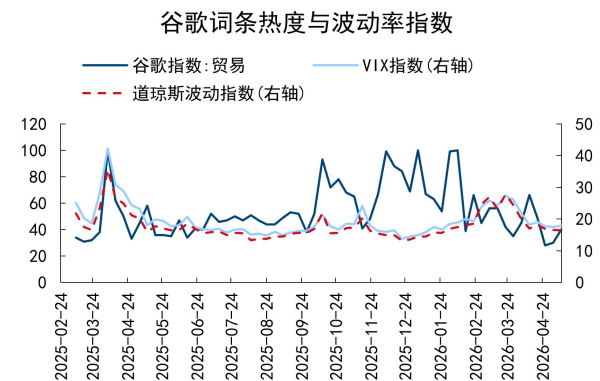
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 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14: 外贸词条指数与美股波动率指数



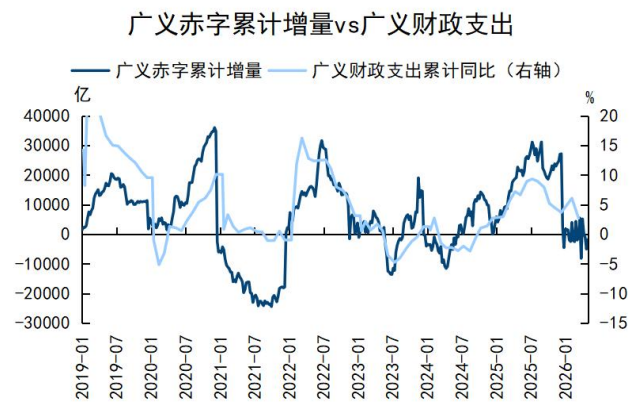
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 财政：广义赤字进度逐渐落后于去年

广义赤字进度逐渐落后去年。广义赤字（国债净融资+新增地方债发行）本周（5/11-5/17）943 亿。下周预计 1703 亿，累计 3.8 万亿。其中新增专项债累计发行 1.41 万亿，新增一般债累计 3241 亿。

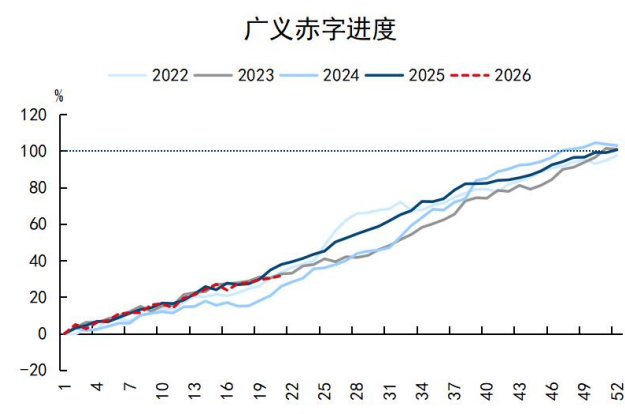
化债方面，特殊再融资专项债发行进度继续落后于去年。本周特殊再融资专项债发行 542 亿，下周预计发行 0 亿，今年累计 1.25 万亿，进度超过 62%，低于去年同期（1.62 万亿）。特殊新增专项债目前已发行 1886 亿，土地储备专项债已发行 1438 亿。

图15: 广义赤字与财政支出



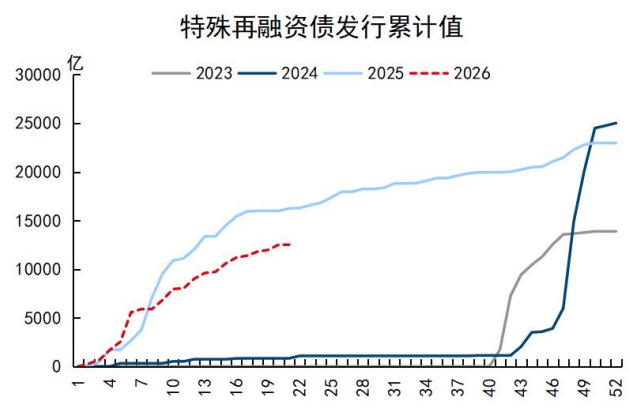
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 广义赤字进度



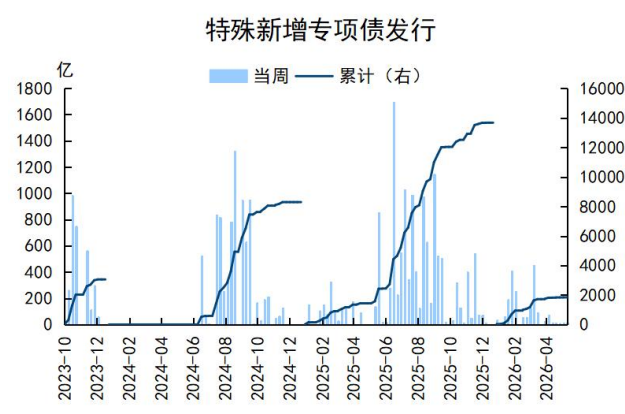
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图17: 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18: 特殊新增专项债发行



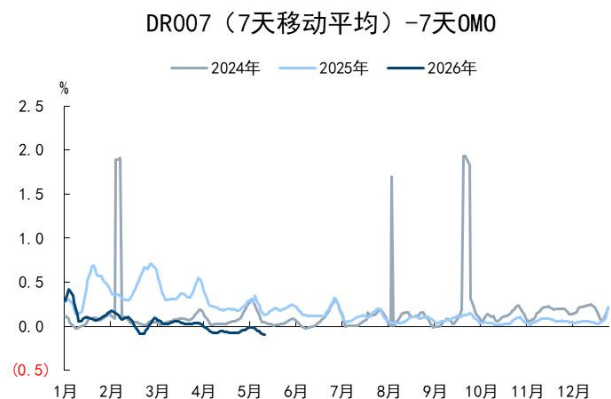
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 货币：央行延续回收流动性

本周，DR007 与逆回购利率差值依旧呈现负值；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 存量金额小幅回落，但依旧低于历史同期均值；银行间待购回债券余额季节性显著上涨，且高于历史均值。

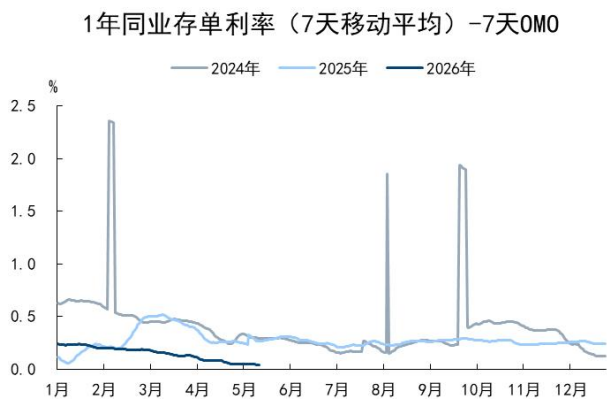
上述高频数据指向本周货币市场延续宽松态势；央行 OMO 存量回落至接近零的水平，低于过去两年同期水平，考虑到 5 月央行的买断式逆回购延续缩量操作，体现央行在异常宽松的货币市场环境下延续回收流动性；债券市场的加杠杆意愿仍较为强烈，待购回债券余额高于过去两年均值。

图19: DR007 与逆回购利率差值指向货币宽松



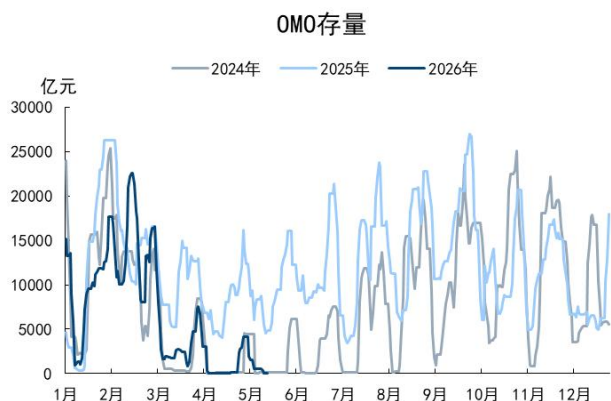
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图20: 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21: 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22: 银行间待购回债券余额显著上涨, 且高于历史均值



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 房地产：成交维持高位

房地产周度成交季节性回暖。30 大中城市商品房日均成交套数本周同环比均上行，同比 9.9%，高于去年同期水平。18 城二手房成交环比上行，当周同比 26.7%，仍然为近五年同期水平最高。库存边际回升，十大城市存销比录得 85.4，前值 82.9，低于过去两年同期值。

土地成交环比回落。从 100 大中城市土地成交数据来看，土地成交数量上周为 301 宗，环比下行，当周同比-28.8%。楼面均价下行，溢价率同样环比下行。

高频数据显示房价继续边际承压，但高线城市有企稳迹象。四大一线城市的中原报价指数继续低位运行，北京边际下行，上海、深圳、广州边际回升。二手房量价指数均处于历史低位，价格可能正在接近底部。

图23: 一手房成交

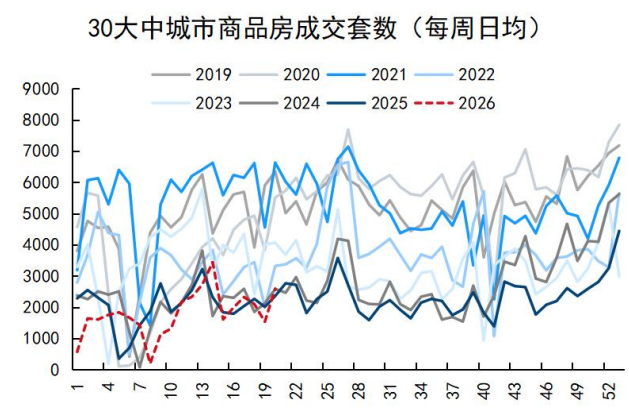


图24: 二手房成交

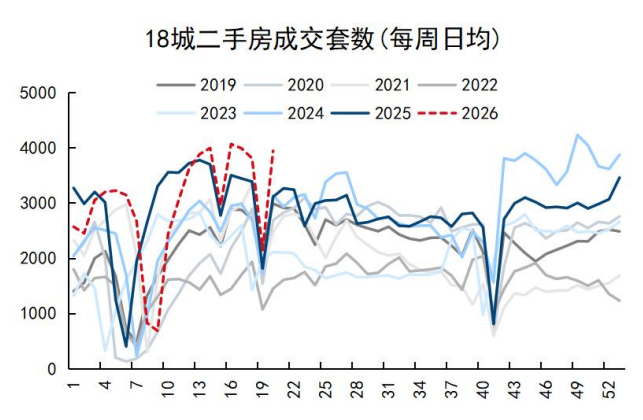


图25: 二手房量价指数

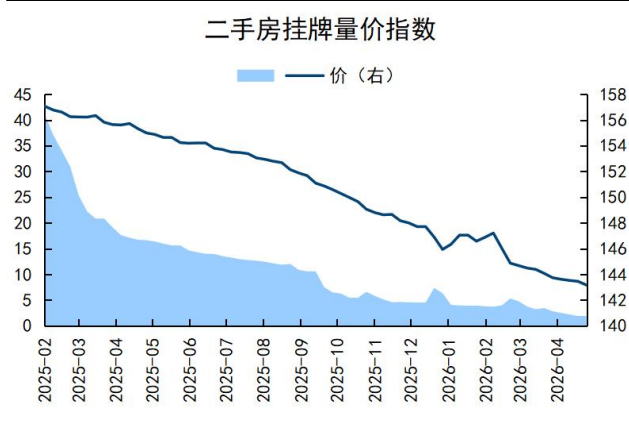
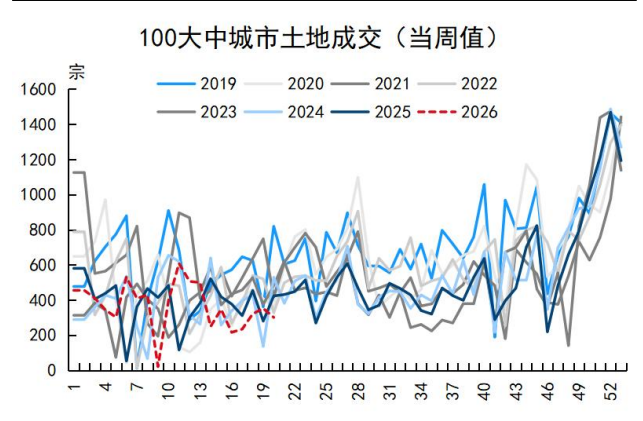


图26: 土地成交数量



## 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