

宏观经济周报

放缓中的分化

核心观点

4月国内月度GDP同比增速约为4.2%，较3月回落0.7个百分点，在去年同期基数偏低的情况下仍出现明显走弱，指向内生动能有所放缓。从需求结构看，拖累主要来自内需特别是投资端，而外需表现强劲。4月出口同比增长9.8%，增速较3月扩大10.5个百分点，显示外需韧性超预期。消费方面，社会消费品零售总额同比增速回落1.5个百分点至0.2%，接近零增长，但服务消费增速仍在上升：1-4月服务零售额累计同比增长5.6%，较1-3月加快0.1个百分点。统计局指出，1-4月商品与服务零售额合并增长3.2%，与一季度相比保持总体稳定，表明居民整体消费并未失速，而是商品与服务消费分化加剧。投资端则成为最大拖累：1-4月固定资产投资同比增速为-1.6%，较1-3月回落3.3个百分点，时隔三个月再次转负。其中，基建投资增速回落4.3个百分点，制造业投资回落2.9个百分点，房地产开发投资降幅扩大2.5个百分点，基建投资降幅最大。就业方面，4月失业率回落至5.2%，但较去年同期仍高0.1个百分点，外来户籍人口失业率同比高0.2个百分点，就业压力仍存。在“正确政绩观”引导下，政府支出有望再次加快。

生产端同样呈现结构分化。4月工业增加值同比回落1.6个百分点至4.1%，创2023年8月以来新低，但高技术制造业同比增速逆势上升0.1个百分点至12.6%，显示转型升级加速。传统工业生产放缓或更多与原材料价格短期急涨导致企业观望有关。随着原材料价格趋稳、政府支出加速，后续传统生产有望企稳回升。服务业生产指数同比回落0.7个百分点至4.3%。其中，信息技术服务业同比增长11.7%，基本持平3月；租赁商务服务业增长10.7%，加快0.6个百分点。拖累或主要集中在房地产和批发零售业：房地产开发投资降幅扩大，叠加原材料急涨后批发零售环节观望情绪，造成服务业整体回落。随着房地产销售企稳及中东局势缓和，服务业生产增速亦有望企稳回升。

整体来看，4月经济放缓由政府支出放缓、房地产投资降速及原材料价格短期急涨三个因素主导，这些因素在5、6月均有望缓解。再考虑二季度建筑业可能存在的恢复性增长，预计二季度GDP同比仍有望接近4.5%-5.0%目标区间的上沿水平。

风险提示：海外市场动荡，存在不确定性。

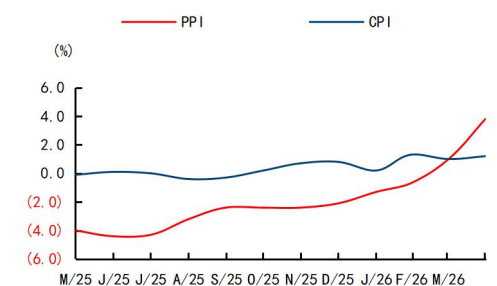
经济研究·宏观周报

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	-1.60
社零总额当月同比	0.20
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-央行敲警钟，利率要转向？》——2026-05-17
- 《多资产周报-美债突破关键点》——2026-05-17
- 《宏观经济周报-就业优先有望再给力》——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

内容目录

思考：放缓中的分化	4
周度观察结论：生产景气开始企稳	4
生产：景气出现企稳迹象	5
消费：内需韧性显现	5
进出口：亚洲航线偏强，中东风险扰动航运	6
财政：4月支出明显收力	7
货币：央行短期投放明显增加	8
房地产：一线城市二手房价回暖	9
风险提示	11

图表目录

图 1: 螺纹钢指向房地产投资景气上升	5
图 2: 中厚板指向基建投资景气度维稳	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: 商品消费: 物流投递	6
图 7: 耐用品消费: 白色家电零售量	6
图 8: 服务消费: 电影票房	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震荡回落, 且低于历史均值	9
图 21: 一手房成交	10
图 22: 二手房成交	10
图 23: 中原报价指数	10
图 24: 土地成交数量	10

思考：放缓中的分化

4月国内月度GDP同比增速约为4.2%，较3月回落0.7个百分点，在去年同期基数偏低的情况下仍出现明显走弱，指向内生动能有所放缓。从需求结构看，拖累主要来自内需特别是投资端，而外需表现强劲。4月出口同比增长9.8%，增速较3月扩大10.5个百分点，显示外需韧性超预期。消费方面，社会消费品零售总额同比增速回落1.5个百分点至0.2%，接近零增长，但服务消费增速仍在上升：1-4月服务零售额累计同比增长5.6%，较1-3月加快0.1个百分点。统计局指出，1-4月商品与服务零售额合并增长3.2%，与一季度相比保持总体稳定，表明居民整体消费并未失速，而是商品与服务消费分化加剧。投资端则成为最大拖累：1-4月固定资产投资同比增速为-1.6%，较1-3月回落3.3个百分点，时隔三个月再次转负。其中，基建投资增速回落4.3个百分点，制造业投资回落2.9个百分点，房地产开发投资降幅扩大2.5个百分点，基建投资降幅最大。就业方面，4月失业率回落至5.2%，但较去年同期仍高0.1个百分点，外来户籍人口失业率同比高0.2个百分点，就业压力仍存。在“正确政绩观”引导下，政府支出有望再次加快。

生产端同样呈现结构分化。4月工业增加值同比回落1.6个百分点至4.1%，创2023年8月以来新低，但高技术制造业同比增速逆势上升0.1个百分点至12.6%，显示转型升级加速。传统工业生产放缓或更多与原材料价格短期急涨导致企业观望有关。随着原材料价格趋稳、政府支出加速，后续传统生产有望企稳回升。服务业生产指数同比回落0.7个百分点至4.3%。其中，信息技术服务业同比增长11.7%，基本持平3月；租赁商务服务业增长10.7%，加快0.6个百分点。拖累或主要集中在房地产和批发零售业：房地产开发投资降幅扩大，叠加原材料急涨后批发零售环节观望情绪，造成服务业整体回落。随着房地产销售企稳及中东局势缓和，服务业生产增速亦有望企稳回升。

整体来看，4月经济放缓由政府支出放缓、房地产投资降速及原材料价格短期急涨三个因素主导，这些因素在5、6月均有望缓解。再考虑二季度建筑业可能存在的恢复性增长，预计二季度GDP同比仍有望接近4.5%-5.0%目标区间的上沿水平。

周度观察结论：生产景气开始企稳

本周生产端景气出现企稳迹象。房地产投资需求回升，螺纹钢产量上升、库存下降；基建与机电产品景气底部企稳，企业累库意愿有所恢复；整体工业生产下行压力有所缓解。

消费内需韧性显现。节后市内出行季节性回落，但物流数据超季节性走强，商品消费中白色家电跌幅明显收窄，服务消费中电影票房显著反弹，显示居民消费意愿边际改善。

外贸运行平稳。港口吞吐量小幅回升，运价涨幅扩大，亚洲航线持续强势。美伊谈判分歧仍深，霍尔木兹海峡通行风险未消，能源运输通道不确定性延续。

房地产市场分化延续。整体成交回落，但一线城市二手房价连续回暖，二三线城市仍承压。土地市场继续走弱，房价整体仍处低位，但高线城市释

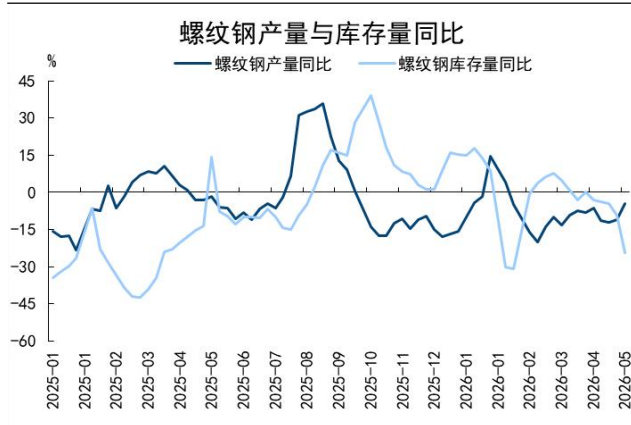
放积极信号。

生产：景气出现企稳迹象

本周，与房地产投资相关的螺纹钢产量同比上升，且库存同比下降，表明需求在上升；与基建投资相关的中厚板产量同比有下降趋势，沥青开工率同略有上升，整体基建活动活跃度底部企稳；与机电产品生产相关的冷轧板产量同比持平，接近于零，库存同比上升，指向机电产品的生产景气度亦出现企稳迹象，企业累库意愿有所回升；与纺织服装和包装领域生产相关的PTA产量和库存数据未发布，但上周景气偏弱，本周或处于趋势走弱过程中。

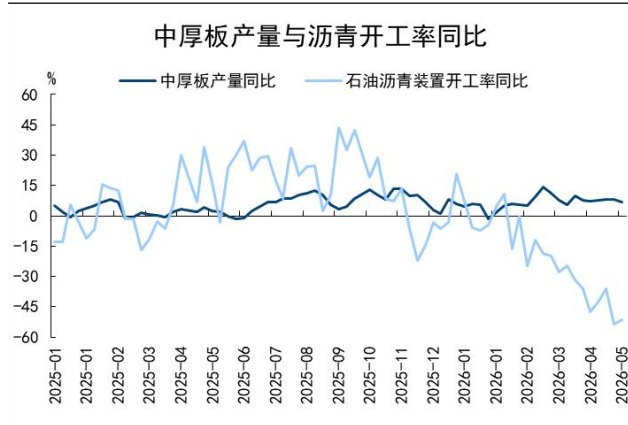
因此，上述生产高频数据指向本周房地产投资景气上升、基建投资和机电产品企稳、纺织服装和包装领域或偏弱，整体来看，本周国内工业品生产景气或出现企稳迹象。

图1：螺纹钢指向房地产投资景气上升



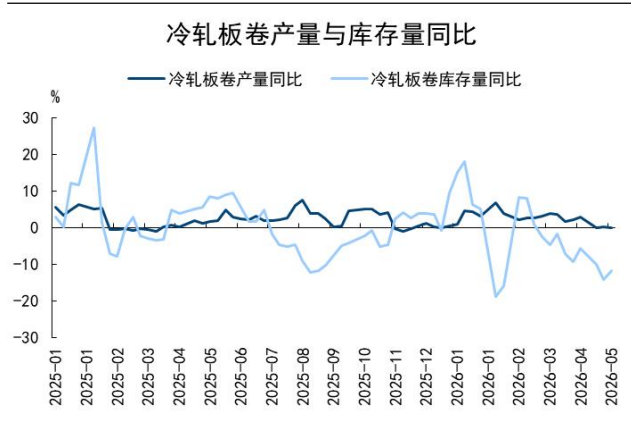
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中厚板指向基建投资景气度维稳



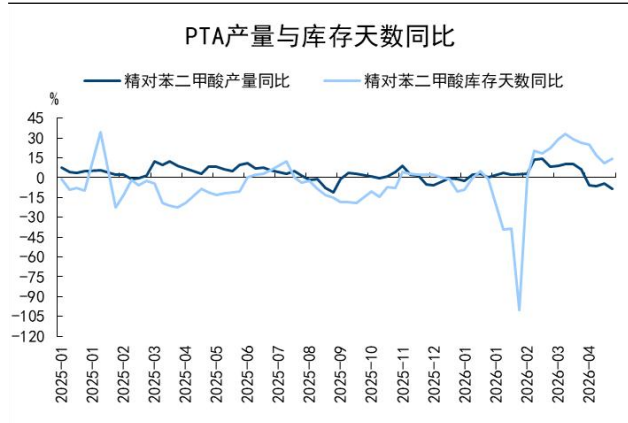
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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：内需韧性显现

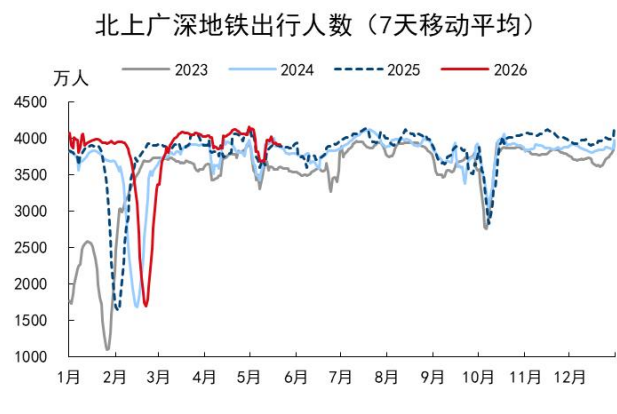
从高频数据观察，近期市内流量出现季节性回落。与此同时，物流数据超季节性走强，商品消费和服务消费均有所修复。

市内出行数据作为“分母”，五一假期后向中枢水平回归。从一线城市地铁流量观察，上周（5月15日-5月21日）日均流量约3911.08万人次，环比下降1.3%。

与此同时，反映商业活动和消费的物流数据展现韧性。上周（5月11日-5月17日）邮政快递投递量环比上涨12.0%，较去年幅度扩大（4.5%），显示需求有所企稳。

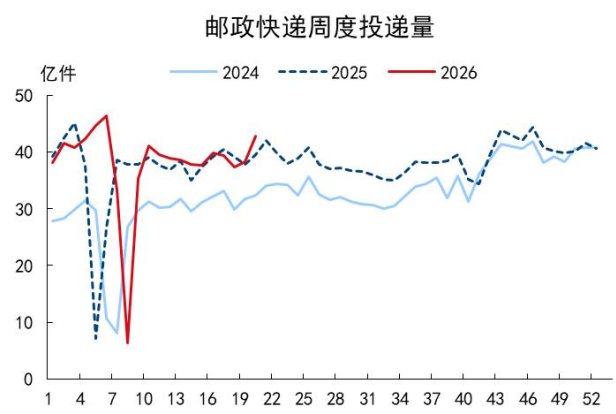
另一方面，从商品和服务两类消费观察：（1）白色家电零售量走弱，但高于季节性。最新一周（5月2日-5月8日），白色家电消费量下降9.9%，但跌幅较2025年及2024年同期的-27.2%、-35.1%显著收窄，显示节日、国补等因素对消费的影响趋于平缓；（2）电影票房逆转下滑态势，上周（5月16日-5月22日）日均票房约1.1亿元，环比上涨107.1%。

图5：市内流动：一线城市地铁



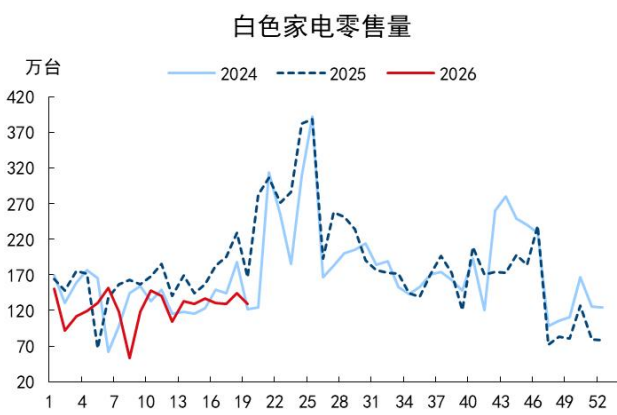
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：商品消费：物流投递



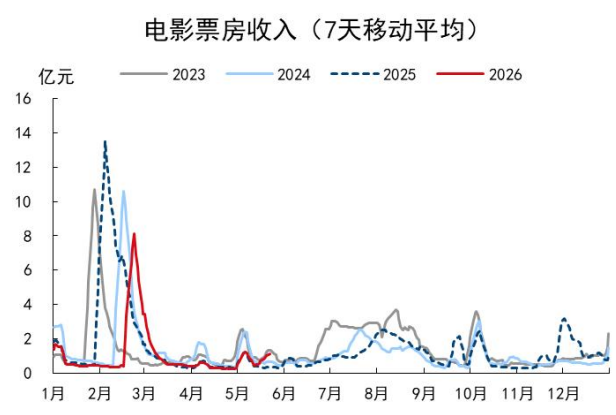
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图7：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8：服务消费：电影票房



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

进出口：亚洲航线偏强，中东风险扰动航运

吞吐量小幅回升，修复节奏延续。本周中国港口货物吞吐量为2.59亿吨，环比增

长 0.34%，同比下滑 1.79%。相较于上周环比大幅下滑的态势，本周呈现正向修复，但修复节奏较为平缓，外贸发运逐步回归常态。

运价延续上行，涨幅边际扩大。中国出口集装箱运价指数（CCFI）本周升至 1317.36，环比上涨 2.88%，已连续两周上行。此前一周环比涨幅约为 1.45%，本周涨幅显著扩大，反映出需求端边际改善与运力供给收紧的共同支撑。

航线投放分化明显，亚洲航线持续强势。外贸运力重心仍集中于亚洲区域，跨太平洋与中东航线运力调整较为显著。东南亚航线投放 65.6 万 TEU，日韩航线 39.1 万 TEU，美西航线 33.8 万 TEU，环比大增 15.5%，欧洲航线 35.3 万 TEU 相对平稳。美东航线环比回落 12.0%，中东印巴航线增长 40.6%，南非航线大幅回升 118.2%

美伊谈判持续博弈，霍尔木兹风险未解。美伊双方分歧深刻，谈判重点聚焦停火与霍尔木兹海峡局势，但美方坚持伊朗绝不能有核武器的根本立场。特朗普虽推迟原定军事打击计划，但保持战备状态，以色列亦处于最高级别戒备。巴基斯坦与卡塔尔持续斡旋，但双方核心诉求差异较大，短期内达成全面协议的可能性较低，霍尔木兹海峡通行风险仍存，能源运输通道不确定性延续。

图9：中国港口货物吞吐量增速

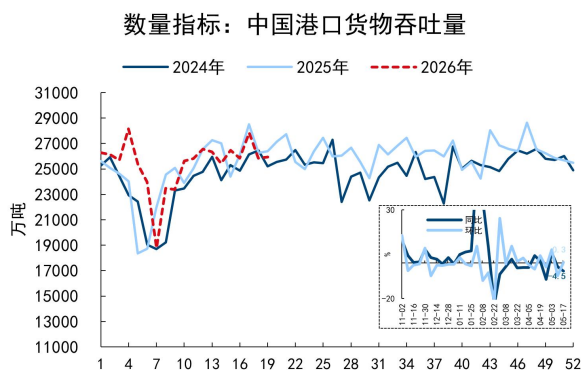


图10：中国出口集装箱运价指数

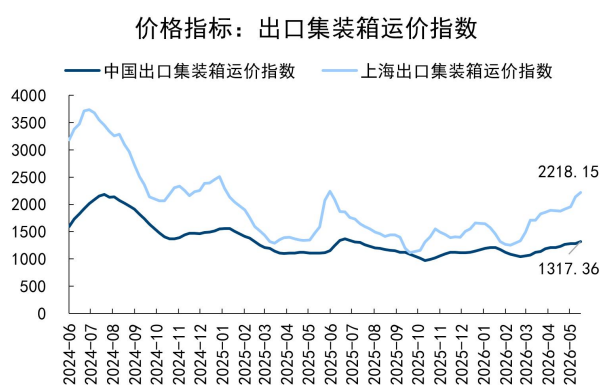


图11：中国航线运力投放情况

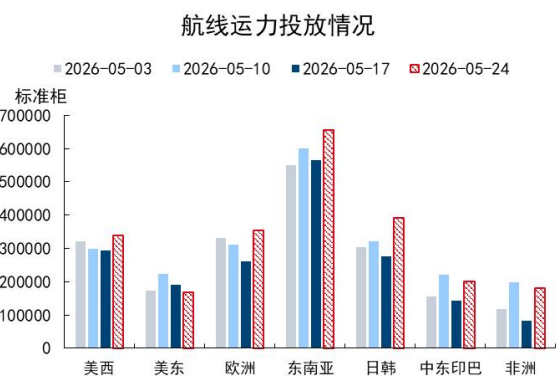
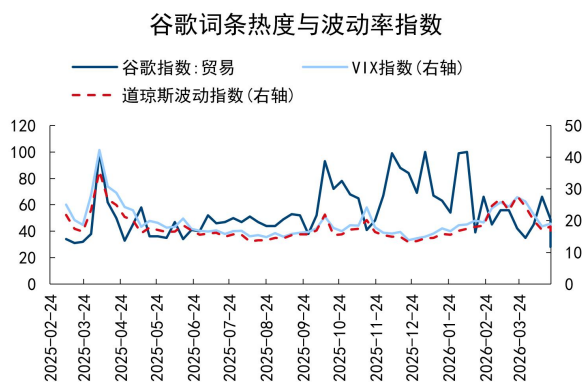


图12：外贸词条指数与美股波动率指数



财政：4月支出明显收力

广义赤字累计值比去年同期少四千五百亿。广义赤字（国债净融资+新增地方债发

行) 本周 (5/18-5/24) 5203 亿。下周预计 944 亿, 累计 4.2 万亿。其中新增专项债累计发行 1.5 万亿, 新增一般债累计 3396 亿。

化债方面, 特殊再融资专项债发行下周提速。本周特殊再融资专项债发行 0 亿, 下周预计发行 1747 亿, 今年累计 1.43 万亿, 进度 71%, 低于去年同期 (1.63 万亿)。特殊新增专项债目前已发行 1920 亿, 土地储备专项债已发行 1494 亿。

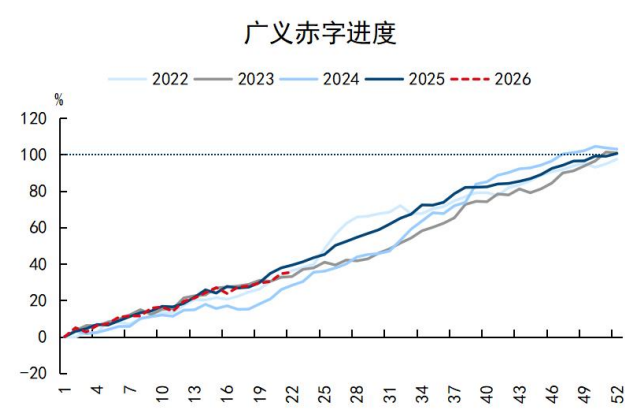
4 月财政数据显示, 收入端持续较好, 支出端则明显收力, 财政力度边际回落。4 月税收韧性延续, 个税、增值税、企业所得税增速均较高。但 4 月财政支出同比转负至 -3.2%, 1-4 月累计支出增速仅 1.3%, 显著低于全年 4.4% 的预算目标。同时土地出让收入下滑幅度加大, 严重拖累广义财政。

图13: 广义赤字与财政支出



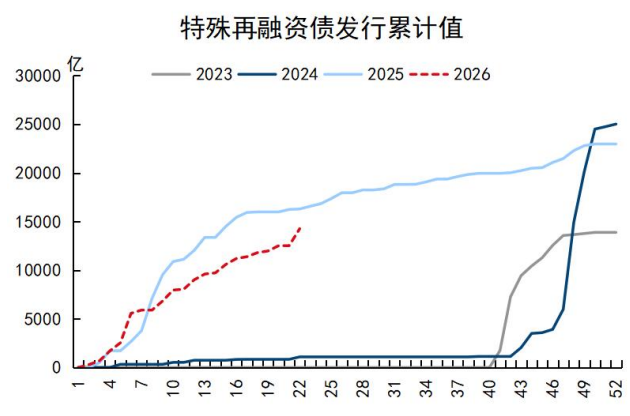
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 广义赤字进度



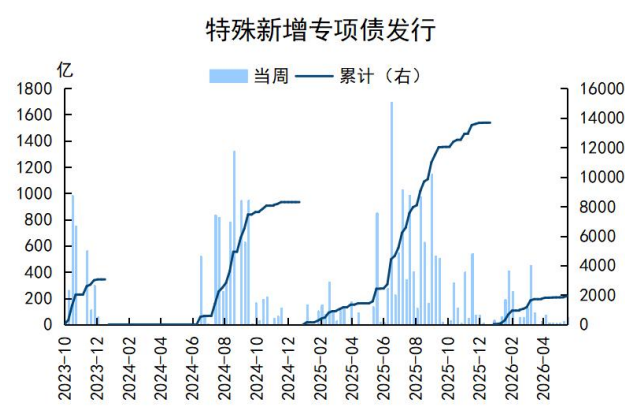
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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



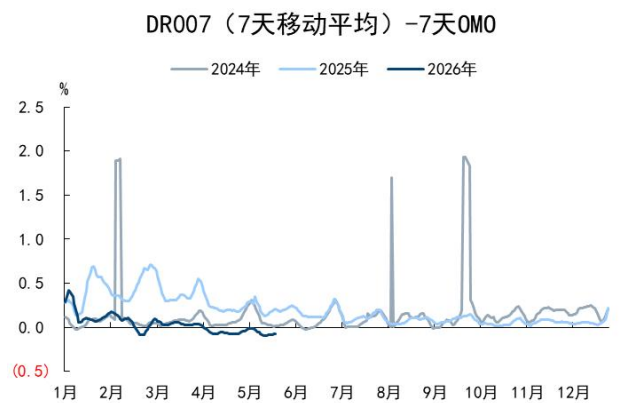
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

货币：央行短期投放明显增加

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 存量金额回升, 但依旧低于历史同期均值; 银行间待购回债券余额季节性震荡回落, 低于历史均值。

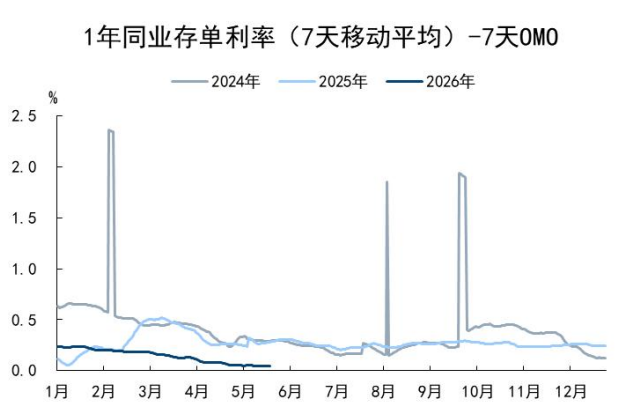
上述高频数据指向本周货币市场延续宽松态势；央行OMO存量明显回升，或反映央行在大幅回收中长期流动性后，通过短期投放来对冲缴税的影响，体现央行依然呵护资金面，在引导隔夜利率围绕政策利率波动过程中也在控制波动幅度；债券市场的加杠杆意愿略有缩减，待购回债券余额低于过去两年均值。

图17: DR007 与逆回购利率差值指向货币宽松



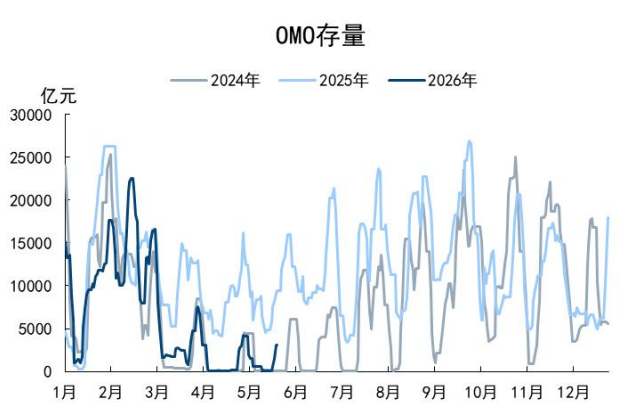
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

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震荡回落，且低于历史均值



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

房地产：一线城市二手房价回暖

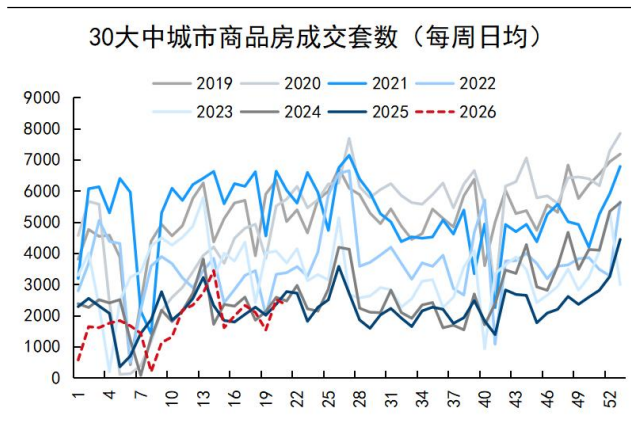
房地产周度成交回落，一线城市二手房房价回暖。30大中城市商品房日均成交套数本周同环比均下行，当周同比-15.5%，低于去年同期水平。18城二手房成交环比下行，当周同比 17.5%，仍然为近五年同期水平最高。库存边际上行，十大城市存销比录得 85.41，前值 85.38，低于过去两年同期值。月度数据来看，70大中城市的二手房价分化，一线城市环比 0.4%继续回升，二三线城市均环比下行，总体环比-0.2%。

土地成交继续回落。从 100 大中城市土地成交数据来看，土地成交数量上周为 270 宗，环比下行，当周同比-37.4%。楼面均价和溢价率均环比上行。

高频数据显示房价继续边际承压。四大一线城市的中原报价指数继续低位

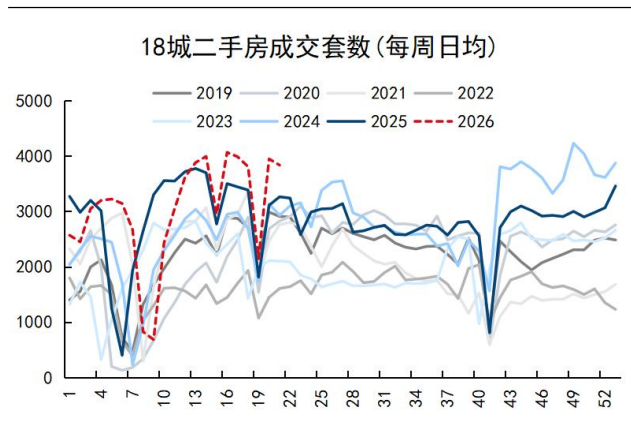
运行，其中深圳边际上行，北京、上海、广州边际回升。二手房量价指数均处于历史低位，且在继续下行。

图21：一手房成交



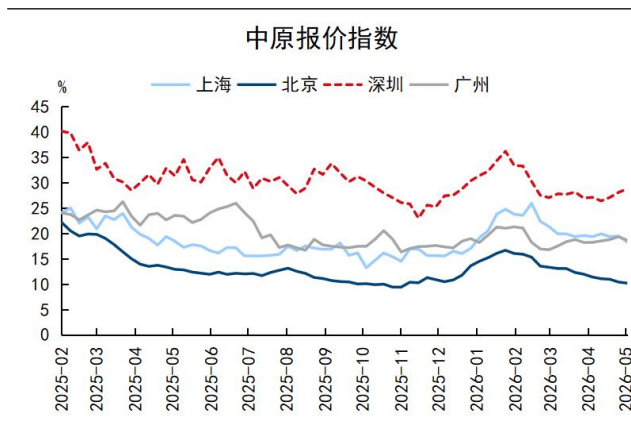
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图22：二手房成交



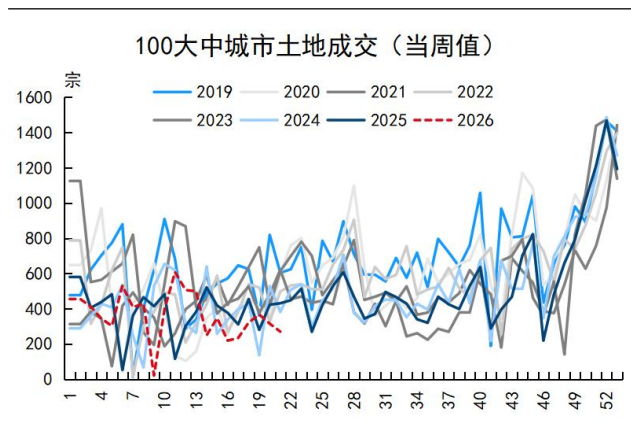
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图23：中原报价指数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图24：土地成交数量



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