

宏观经济周报

内需疲弱制约利率上行

核心观点

近期央行货币政策执行报告及官方表态释放了一个重要信号：央行调控的主导目标利率已从过去的 DR007 切换为 DR001。2025 年一季度之前，货币政策执行报告均以 DR007 作为货币市场代表利率；此后至 2026 年一季度，报告中的代表利率已改换为 DR001。今年 1 月，央行副行长邹澜明确提出“引导隔夜利率在政策利率水平附近运行”，一季度货币政策执行报告也沿用相同表述，而以往央行表述均为“引导货币市场利率围绕政策利率中枢平稳运行”。这一变化明确指向央行政策锚的切换。

从 DR001 与 7 天逆回购利率的利差走势看，2020 年以来可分为三个阶段：2020 年 1 月至 2024 年 5 月，DR001 月均值持续低于政策利率；2024 年 6 月至 2025 年 5 月，DR001 月均值有时高于政策利率，呈现围绕运行状态；2025 年 6 月至今，DR001 月均值再次持续低于政策利率，且偏离度多数情况下小于 10BP，其中 2025 年 6 月至 2026 年 3 月的中位数约为 5BP。但今年 4 月和 5 月，偏离度连续两个月超过 10BP，6 月首周均值约为 8BP。

从央行流动性操作看，3-5 月央行连续三个月实现净回笼，6 月首周 7 天逆回购操作量一度降至 0，3 个月买断式逆回购也延续净回笼。这清晰表明，当前 DR001 利率仍低于央行合意目标，央行正通过缩减流动性投放试图抬升隔夜利率。2025 年 6 月至 2026 年 3 月约 5BP 的偏离度中位数可能是央行的合意参考区间。

不过，央行大概率不会有意将 DR001 拉升至政策利率上方。一方面，当前仍处于“适度宽松”的货币政策基调，天然指向隔夜利率适度低于政策利率；另一方面，当前 DR001 偏低并非央行投放过多，而是内需偏弱、资金需求疲软的结果。测算显示，5 月末超储率或已回落至 1% 下方，处于历史异常低位，证明利率偏低源于需求端而非供给端。在经济景气不足的背景下，央行更应保持偏宽松立场。因此，预计后续 DR001 与政策利率的利差有望收窄但难以转正。

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

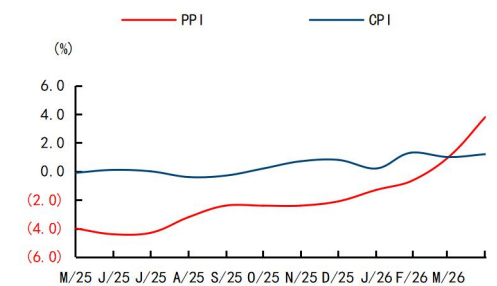
证券分析师：王奕群 0755-81982462
wangyiqun1@guosen.com.cn S0980525110002

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	8.60

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-美联储5月末政策真空，大类资产再定价启幕》——2026-05-31
- 《宏观经济周报-5月外需韧性不改，内需仍在筑底》——2026-05-31
- 《多资产周报-美债风暴里的黄金》——2026-05-24
- 《宏观经济周报-放缓中的分化》——2026-05-23
- 《宏观经济周报-央行敲警钟，利率要转向？》——2026-05-17

内容目录

思考：内需疲弱制约利率上行	4
周度观察结论：生产景气再次回落	4
生产：景气度再次回落	4
消费：出行总体稳定，消费结构分化	5
进出口：量价齐升，地缘风险推升物流成本	6
财政：超长期特别国债已发行 4870 亿	7
货币：央行再次回收流动性	8
房地产：二手房成交维持热度	9
风险提示	11

图表目录

图 1: 螺纹钢指向房地产投资景气下降	5
图 2: 中厚板和沥青指向基建投资景气度分化显著	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景气边际改善但仍偏弱	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: 大宗消费: 汽车销量	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: 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 存量金额大幅回落, 低于历史均值	9
图 20: 银行间待购回债券余额震荡回落, 约等于历史均值	9
图 21: 一手房成交	10
图 22: 二手房成交	10
图 23: 二手房挂牌量价指数	10
图 24: 土地成交数量	10

思考：内需疲弱制约利率上行

近期央行货币政策执行报告及官方表态释放了一个重要信号：央行调控的主导目标利率已从过去的 DR007 切换为 DR001。2025 年一季度之前，货币政策执行报告均以 DR007 作为货币市场代表利率；此后至 2026 年一季度，报告中的代表利率已改换为 DR001。今年 1 月，央行副行长邹澜明确提出“引导隔夜利率在政策利率水平附近运行”，一季度货币政策执行报告也沿用相同表述，而以往央行表述均为“引导货币市场利率围绕政策利率中枢平稳运行”。这一变化明确指向央行政策锚的切换。

从 DR001 与 7 天逆回购利率的利差走势看，2020 年以来可分为三个阶段：2020 年 1 月至 2024 年 5 月，DR001 月均值持续低于政策利率；2024 年 6 月至 2025 年 5 月，DR001 月均值有时高于政策利率，呈现围绕运行状态；2025 年 6 月至今，DR001 月均值再次持续低于政策利率，且偏离度多数情况下小于 10BP，其中 2025 年 6 月至 2026 年 3 月的中位数约为 5BP。但今年 4 月和 5 月，偏离度连续两个月超过 10BP，6 月首周均值约为 8BP。

从央行流动性操作看，3-5 月央行连续三个月实现净回笼，6 月首周 7 天逆回购操作量一度降至 0，3 个月买断式逆回购也延续净回笼。这清晰表明，当前 DR001 利率仍低于央行合意目标，央行正通过缩减流动性投放试图抬升隔夜利率。2025 年 6 月至 2026 年 3 月约 5BP 的偏离度中位数可能是央行的合意参考区间。

不过，央行大概率不会有意将 DR001 拉升至政策利率上方。一方面，当前仍处于“适度宽松”的货币政策基调，天然指向隔夜利率适度低于政策利率；另一方面，当前 DR001 偏低并非央行投放过多，而是内需偏弱、资金需求疲软的结果。测算显示，5 月末超储率或已回落至 1% 下方，处于历史异常低位，证明利率偏低源于需求端而非供给端。在经济景气不足背景下，央行更应保持偏宽松立场。因此，预计后续 DR001 与政策利率的利差有望收窄但难以转正。

周度观察结论：生产景气再次回落

本周生产端景气度再度回落，房地产与机电产品生产走弱，基建相对稳定，纺织服装边际改善，整体工业品生产热度有所降温。

消费端出行总体平稳，物流数据超季节性上行，线上消费动能强劲。商品消费季节性回升但同比仍弱，服务消费受档期影响下行，结构分化明显。

外贸延续量价齐升态势，港口吞吐量同比转正，运价持续上行创阶段新高。地缘冲突推升航运成本，绕行与保险费率上涨对全球贸易物流形成扰动。

房地产市场二手房成交维持同期高位，新房成交同比显著改善，库存加速去化。房价仍边际承压，但挂牌量持续下行，市场在调整中积蓄企稳力量。

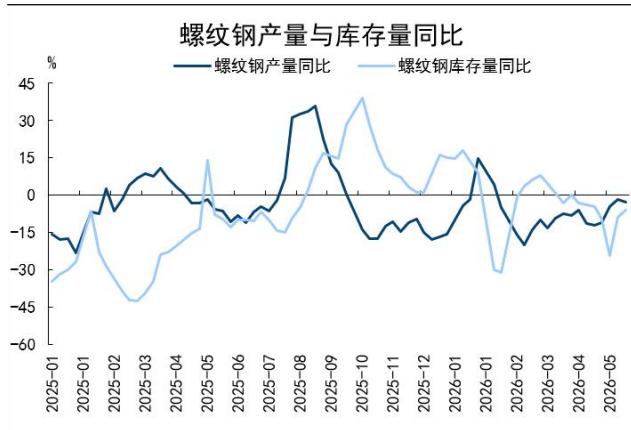
生产：景气度再次回落

本周，与房地产投资相关的螺纹钢产量同比稍有下降，库存同比依旧上升指向需求有所走弱，企业生产意愿略有回落；与基建投资相关的中厚板产量略有上升，沥青开工率同比下降，整体基建活动活跃度结构分化但整体

或相对稳定；与机电产品生产相关的冷轧板产量同比降至零下方，库存同比已回落，指向机电产品的生产景气度延续走弱；与纺织服装和包装领域生产相关的 PTA 开工率同比略有上升迹象，库存依旧维持高位。

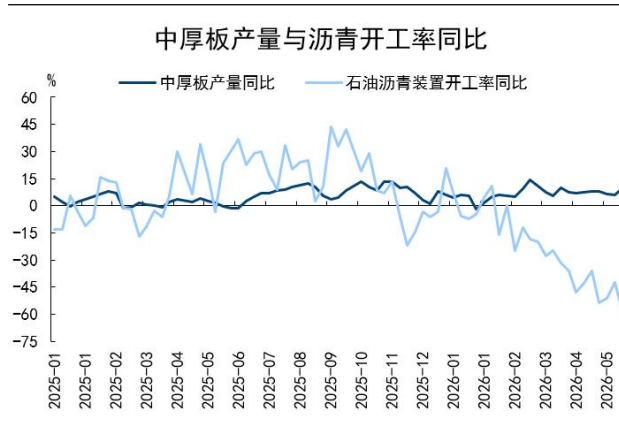
因此，上述生产高频数据指向本周房地产投资相关产品生产景气略有回落、基建投资景气度相对稳定、机电产品延续回落、纺织服装和包装领域边际改善。整体来看，本周国内工业品生产景气或有所回落。

图1：螺纹钢指向房地产投资景气下降



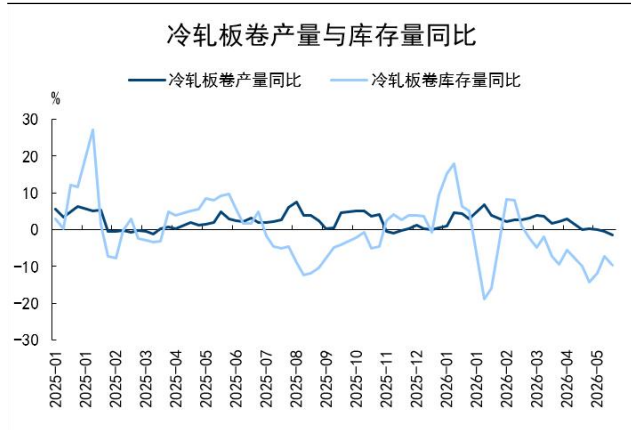
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中厚板和沥青指向基建投资景气度分化显著



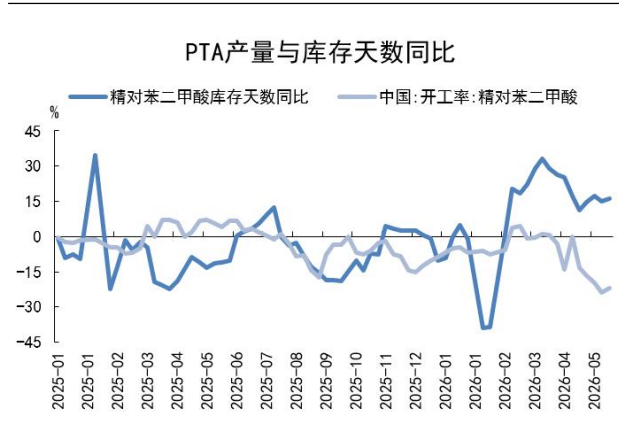
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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景气边际改善但仍偏弱



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

消费：出行总体稳定，消费结构分化

从最新高频数据观察，市内出行需求总体稳定。与此同时，物流数据超季节性上行，消费端表现分化：商品消费季节性回升，服务消费下行。

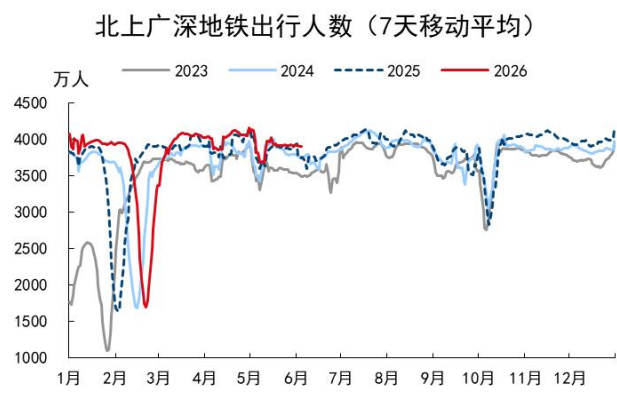
市内基础出行边际回落，但总体维持稳定。从一线城市地铁流量观察，上周（5月29日-6月4日）日均流量约3894.16万人次，环比边际回落0.6%，市内短途出行热度略有收缩，未改变总体平稳态势。

与此同时，反映商业活动和消费的物流高频数据，出现超季节性上行。最新一周（5月25日-5月31日）邮政快递投递量环比回升1.7%，同比增速达10.2%，表

明尽管线下人员流动边际趋缓，但线上消费动能依然强劲。

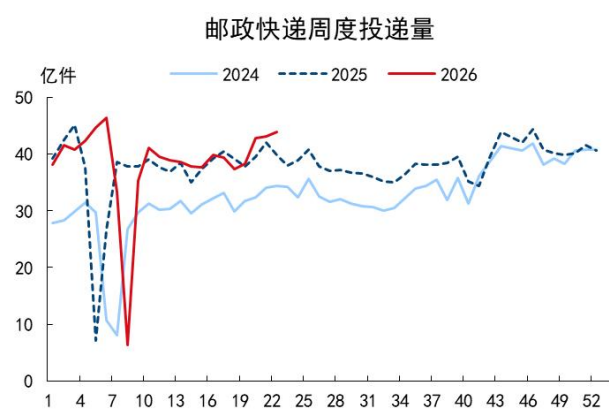
从具体消费品类看：商品消费季节性上升，文娱服务消费下行。商品消费方面，最新一周（5月23日-5月29日）乘用车销量环比上升62.5%，但同比数据依然较弱（-22.6%），开年至今累计中枢水平较去年同期萎缩约19.1%。服务消费方面，电影票房环比回落，上周（5月30日-6月5日）日均票房约0.6亿元，环比下降23.4%，或因前期热门影片热度下降；低于去年同期票房（0.9亿元），或受去年同期端午假期高基数影响。

图5: 市内流动：一线城市地铁



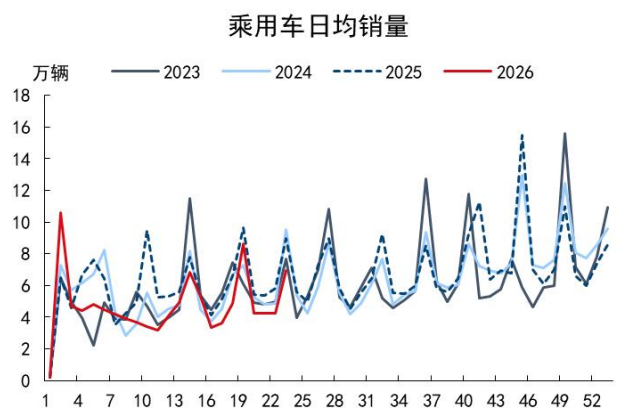
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 商品消费：物流投递



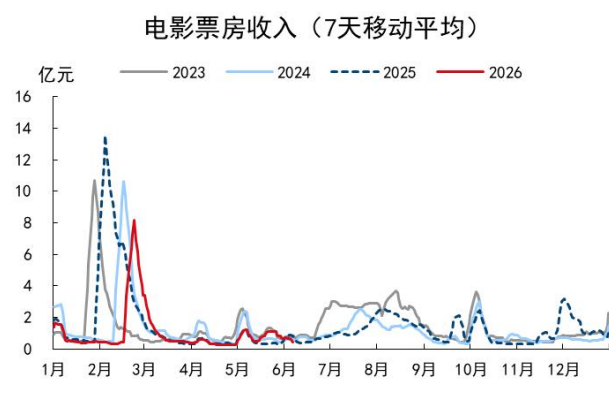
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 大宗消费：汽车销量



资料来源：Wind、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：量价齐升，地缘风险推升物流成本

吞吐量显著回升，同比增速转正。本周中国港口货物吞吐量为2.81亿吨，环比增长8.03%，同比增长1.32%，结束此前连续数周的同比负增长态势。集装箱吞吐量回升至698.2万TEU，较上周634.5万TEU明显改善，外贸发运动能边际增强。

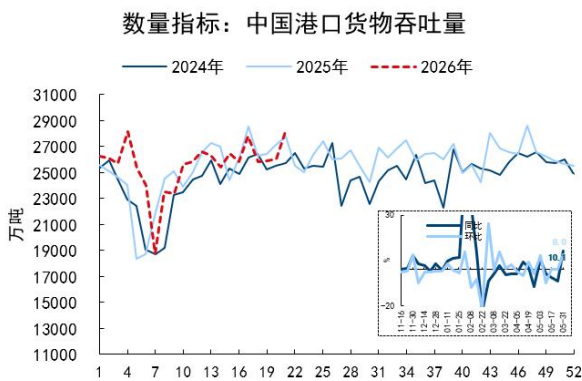
运价延续上行，涨幅较上周略有收窄。中国出口集装箱运价指数（CCFI）本周升至1411.6，环比上涨3.28%，已连续七周上行。上周环比涨幅为3.75%，本周涨幅略有收窄，运价绝对水平持续创新高，反映运力偏紧与地缘风险溢价的共同支

撑，上行动能尚未见拐点。

航线投放整体回升，中东印巴运力显著反弹。本周多数航线运力环比恢复，中东印巴航线投放 25.4 万标准柜，环比大增 71.2%，美西航线投放 37.3 万标准柜，环比增长 36.1%，非洲航线亦增长 31.1%。东南亚航线维持 60.0 万标准柜运力居首，环比增长 15.6%。美东航线环比回落 24.3%，为唯一下降的主要航线。

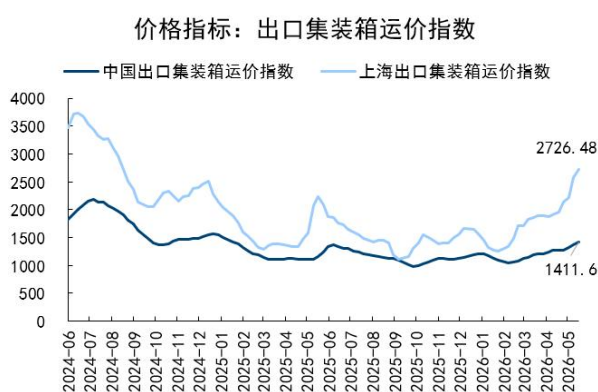
美军与伊朗革命卫队在海湾地区军事摩擦仍在持续，海峡日均通航 58-63 艘。双方“边打边谈”格局未变。布伦特原油本周一度逼近 98 美元/桶，亚洲买家加速转向非中东货源，航运公司普遍绕行好望角，亚欧运输费用上涨，战争险费率飙升，全球贸易物流成本中枢显著抬升。

图9：中国港口货物吞吐量增速



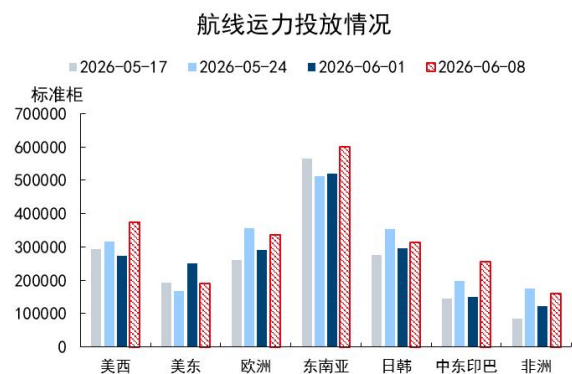
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：中国出口集装箱运价指数



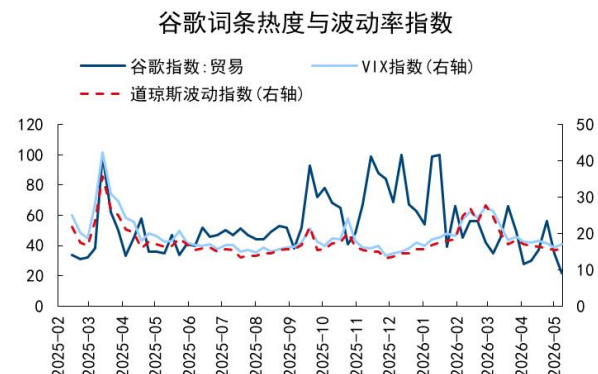
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：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：超长期特别国债已发行 4870 亿

广义赤字边际扩张。广义赤字（国债净融资+新增地方债发行）本周（6/1-6/7）-274 亿。下周预计 2207 亿，累计 4.4 万亿。其中新增专项债累计发行 1.6 万亿，新增一般债累计 3454 亿。本周超长期特别国债发行 1190 亿，今年已累计发行 4870 亿。由于去年政府债节奏更加前置，从年初至今我们跟踪的广义赤字同比累计增量持续为负，与之相印证的广义支出的增速也开始逐月下滑，预计 5 月财政支出难有显著反弹。

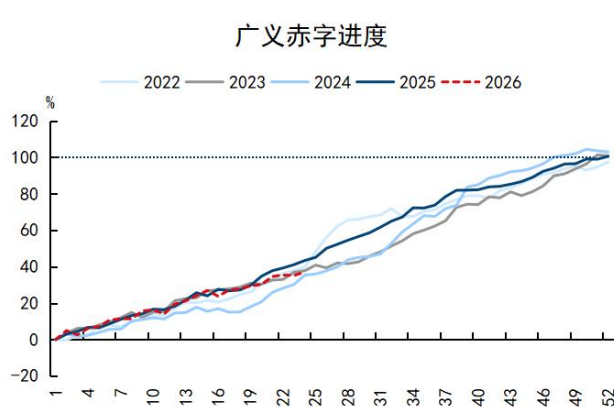
化债方面，特殊再融资专项债发行边际放缓。本周特殊再融资专项债发行 1039 亿，下周预计发行 217 亿，今年累计 1.55 万亿，进度 77%，仍低于去年同期（1.68 万亿），差距逐渐缩小。特殊新增专项债目前已发行 2033 亿，土地储备专项债已发行 1459 亿（Wind 口径）。

图13：广义赤字与财政支出



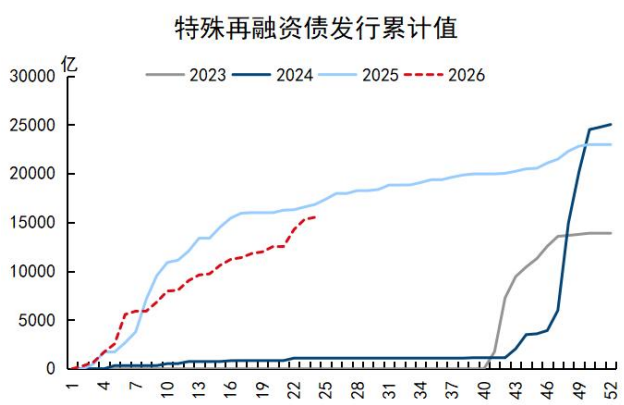
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图14：广义赤字进度



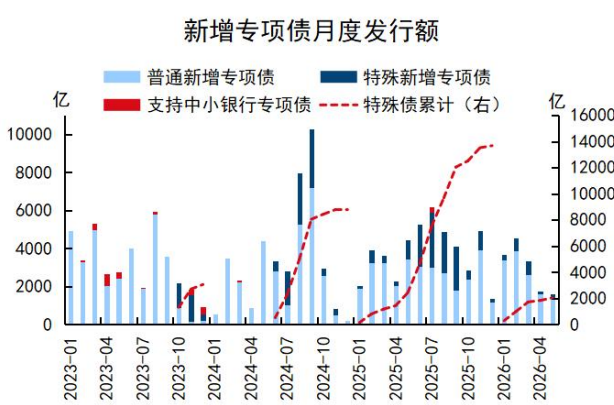
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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



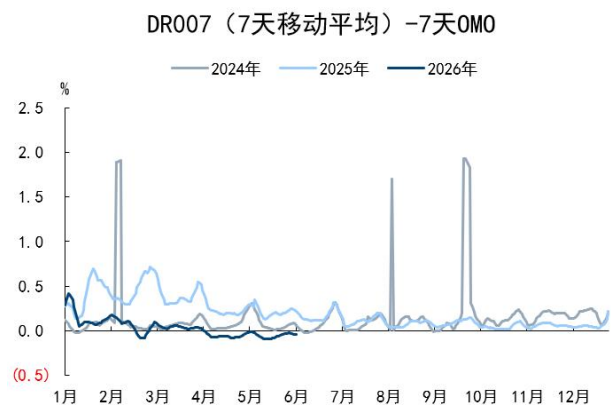
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

货币：央行再次回收流动性

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 存量金额大幅回落，低于历史同期均值；银行间待购回债券余额震荡回落。

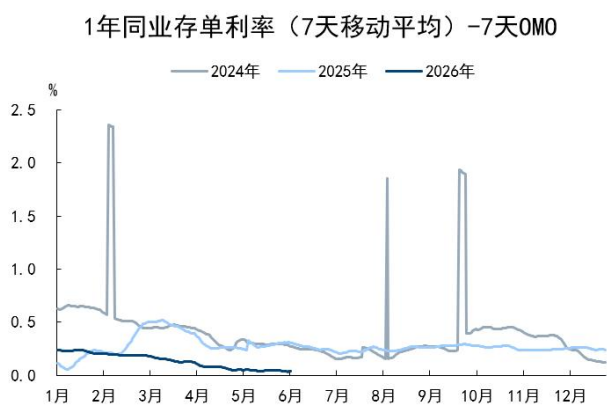
上述高频数据指向本周货币市场延续宽松态势；央行 OMO 存量明显回落，此外 3 个月买断式逆回购操作缩量 3000 亿元，或反应隔夜利率仍低于央行的合意水平，因此央行再次回收流动性以推动隔夜利率上行；债券市场加杠杆意愿有所下降，待购回债券余额基本持平过去两年均值。

图17: DR007 与逆回购利率差值指向货币宽松



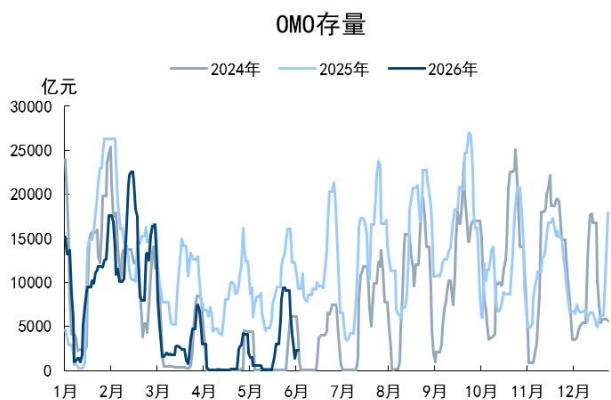
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

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 存量金额大幅回落, 低于历史均值



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, 约等于历史均值



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

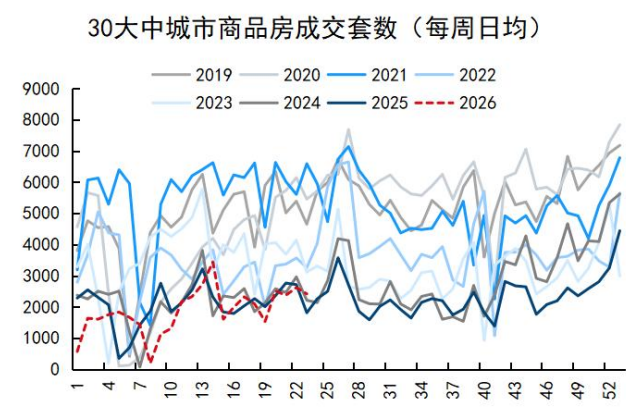
房地产：二手房成交维持热度

成交量方面，房地产周度成交一二手房均环比下行。30 大中城市商品房日均成交套数本周环比下行，当周同比回升至 33.6%，高于过去两年同期水平。18 城二手房成交环比下行，当周同比 38.8%，仍然为近五年同期水平最高。库存边际下行，十大城市存销比录得 70.0，前值 81.2，显著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 416 宗，环比上行，当周同比-19.1%。楼面均价和溢价率均环比上行。

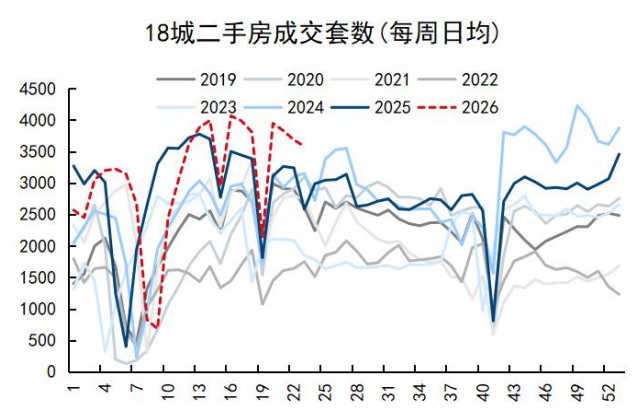
价格上，高频数据显示房价继续边际承压，但挂牌量指数也持续下行。四大一线城市的中原报价指数继续低位运行，且再次出现同时回落。二手房量价指数均处于历史低位，且在继续下行的过程中。

图21：一手房成交



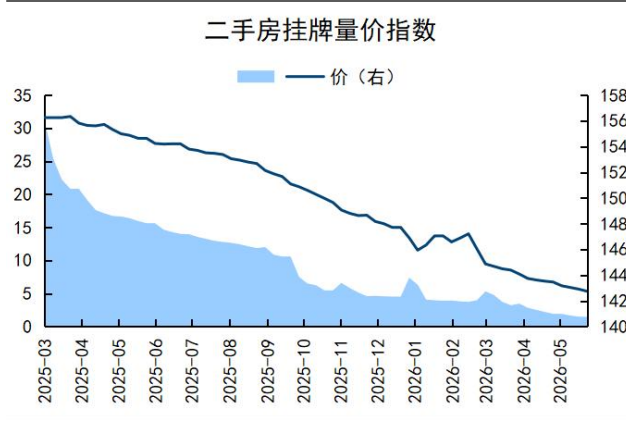
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图22：二手房成交



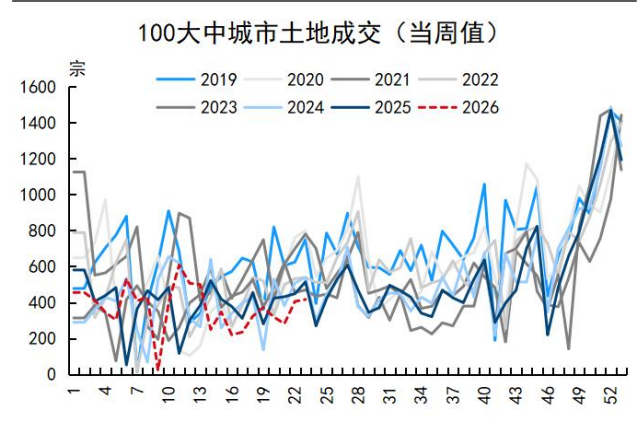
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图23：二手房挂牌量价指数



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