

宏观经济周报

隔夜暂破 1.4%，宽松仍是主基调

核心观点

本周 DR001 利率上行至 1.4% 的政策利率上方，引发市场对央行偏宽松的货币政策基调是否结束的担忧。根据《中国人民银行法》，我国货币政策的目标是“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”。其中，“促进经济增长”无疑是核心目标，而币值稳定（对内物价稳定、对外汇率稳定）更多是为增长创造适宜的金融环境。因此，判断政策取向需回归到经济增长与通胀的权衡。

从增长端看，4 月国内 GDP 同比约为 4.3%，5 月高频及金融数据指向可能进一步回落至 4.2%，即便 6 月存在季节性反弹，二季度实际 GDP 同比大概率处于 4.5%-5.0% 目标区间的下沿，不排除低于 4.5% 的可能。在此背景下，央行有必要维持偏宽松的货币政策以支撑增长。

制约宽松的最大因素在于通胀。5 月数据显示，PPI 同比大幅抬升，但 CPI 同比变化不大，核心 CPI 甚至有所回落，表明企业生产成本快速上升，但终端需求偏弱导致成本难以向终端消费产品价格传导。此时，央行需要控制原材料价格进一步上涨，同时避免过度收紧抑制本已疲弱的需求。中性偏宽松的基调更符合当前环境。

回顾 2021 年，国内同样面临原材料成本快速上涨而终端需求偏弱的局面。2021 年 3 月至 12 月，DR001 及 DR007 与政策利率的利差月均值均保持负值，且央行实施了两次降准，表明在类似环境下央行执行的是中性偏宽松的货币政策。

本周隔夜利率短暂升至政策利率上方，但央行公开市场操作已释放明确信号：5 天累计净投放约 8858 亿元，较上周的-6827 亿元大幅增加约 1.6 万亿元，显示央行正通过加大流动性投放来呵护资金面波动。因此，当前隔夜利率高于政策利率或仅为短期现象。参照 2025 年 6 月至 2026 年 3 月期间隔夜利率低于政策利率约 5BP 的偏离度中位数，该区间大概率仍是央行的合意参考水平。

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：王奕群
 0755-81982462
 wangyiqun1@guosen.com.cn
 S0980525110002

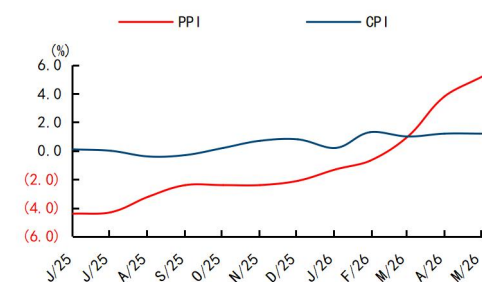
证券分析师：田地
 0755-81982035
 tiandi2@guosen.com.cn
 S0980524090003

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	19.40
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-全球铝市场的分化与收敛》——2026-06-06
- 《宏观经济周报-内需疲弱制约利率上行》——2026-06-06
- 《多资产周报-美联储5月末政策真空，大类资产再定价序幕》——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

内容目录

思考：隔夜暂破 1.4%，宽松仍是主基调	4
周度观察结论：生产景气有所回升	4
生产：景气度有所回升	5
消费：修复动能仍待稳固	5
进出口：吞吐回落运价升，中东航道趋于稳定	6
财政：广义赤字进度边际放缓	7
货币：央行加大流动性投放以呵护资金面	8
房地产：成交边际回落	9
风险提示	11

图表目录

图 1: 螺纹钢指向房地产投资景气回升	5
图 2: 中厚板和沥青指向基建投资景气度分化进一步加剧	5
图 3: 冷轧板指向机电产品生产景气回暖	5
图 4: PTA 指向纺织服装和包装领域景气延续边际改善	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边际收紧	9
图 18: 存单与逆回购利率差值指向货币边际收紧	9
图 19: OMO 存量金额大幅回升, 高于历史均值	9
图 20: 银行间待购回债券余额继续回落, 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: 二手房挂牌量价指数	10
图 24: 土地成交数量	10

思考：隔夜暂破 1.4%，宽松仍是主基调

本周 DR001 利率上行至 1.4% 的政策利率上方，引发市场对央行偏宽松的货币政策基调是否结束的担忧。根据《中国人民银行法》，我国货币政策的目标是“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”。其中，“促进经济增长”无疑是核心目标，而币值稳定（对内物价稳定、对外汇率稳定）更多是为增长创造适宜的金融环境。因此，判断政策取向需回归到经济增长与通胀的权衡。

从增长端看，4 月国内 GDP 同比约为 4.3%，5 月高频及金融数据指向可能进一步回落至 4.2%，即便 6 月存在季节性反弹，二季度实际 GDP 同比大概率处于 4.5%-5.0% 目标区间的下沿，不排除低于 4.5% 的可能。在此背景下，央行有必要维持偏宽松的货币政策以支撑增长。

制约宽松的最大因素在于通胀。5 月数据显示，PPI 同比大幅抬升，但 CPI 同比变化不大，核心 CPI 甚至有所回落，表明企业生产成本快速上升，但终端需求偏弱导致成本难以向终端消费产品价格传导。此时，央行需要控制原材料价格进一步上涨，同时避免过度收紧抑制本已疲弱的需求。中性偏宽松的基调更符合当前环境。

回顾 2021 年，国内同样面临原材料成本快速上涨而终端需求偏弱的局面。2021 年 3 月至 12 月，DR001 及 DR007 与政策利率的利差月均值均保持负值，且央行实施了两次降准，表明在类似环境下央行执行的是中性偏宽松的货币政策。

本周隔夜利率短暂升至政策利率上方，但央行公开市场操作已释放明确信号：5 天累计净投放约 8858 亿元，较上周的 -6827 亿元大幅增加约 1.6 万亿元，显示央行正通过加大流动性投放来呵护资金面波动。因此，当前隔夜利率高于政策利率或仅为短期现象。参照 2025 年 6 月至 2026 年 3 月期间隔夜利率低于政策利率约 5BP 的偏离度中位数，该区间大概率仍是央行的合意参考水平。

周度观察结论：生产景气有所回升

本周生产端景气度有所回升，房地产投资相关生产明显回暖，机电产品景气改善，基建相对平稳，纺织服装延续边际修复，整体工业品生产热度回升。

消费端修复动能仍待稳固。市内出行回落，物流边际放缓，乘用车与电影票房均走弱，居民消费意愿依然不足。

外贸方面，港口吞吐量高位回落，但运价持续上行且涨幅扩大，运力向亚太及中东倾斜。美伊和平协议进入最后阶段，中东航运趋于稳定，有利于改善外贸运输环境。

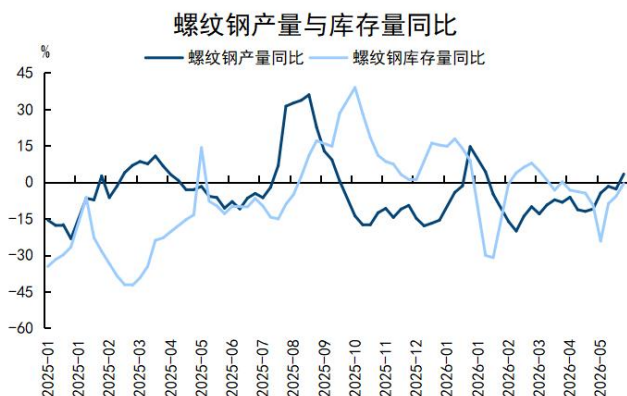
房地产市场成交边际回落，新房同比走弱，二手房虽处同期高位但环比下行。房价继续承压探底，市场调整仍在延续。

生产：景气度有所回升

本周，与房地产投资相关的螺纹钢产量和库存同比均明显上行，显示企业生产和累库意愿均增强，或与市场需求回暖有关；与基建投资相关的中厚板产量继续上行，沥青开工率同比延续下降，整体基建活动活跃度结构分化加剧；与机电产品生产相关的冷轧板产量和库存同比降幅收窄，指向机电产品的生产景气有所回暖；与纺织服装和包装领域生产相关的 PTA 开工率同比持平上周，库存同比有所上升，表明企业生产意愿平稳且累库意愿有所增加。

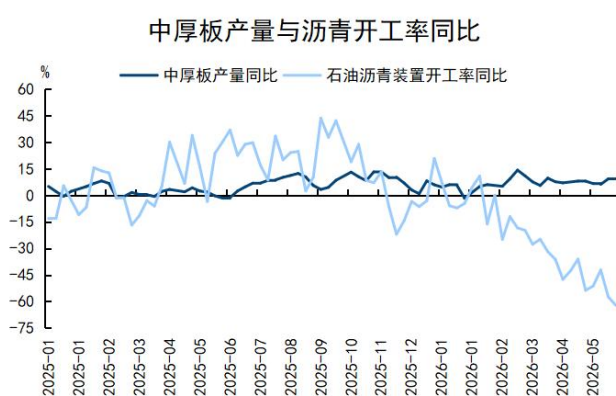
因此，上述生产高频数据指向本周房地产投资相关产品生产景气明显回升、基建投资景气度相对平稳、机电产品景气回暖、纺织服装和包装领域延续边际改善。整体来看，本周国内工业品生产景气或有所回升。

图1：螺纹钢指向房地产投资景气回升



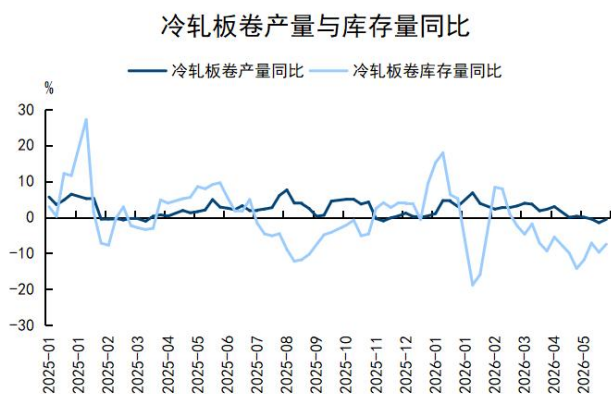
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中厚板和沥青指向基建投资景气度分化进一步加剧



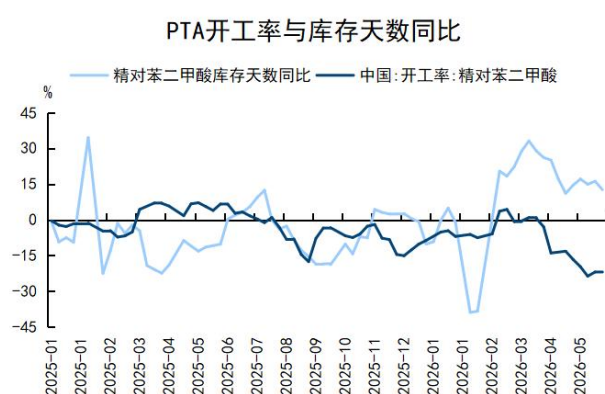
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：冷轧板指向机电产品生产景气回暖



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延续边际改善



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

消费：修复动能仍待稳固

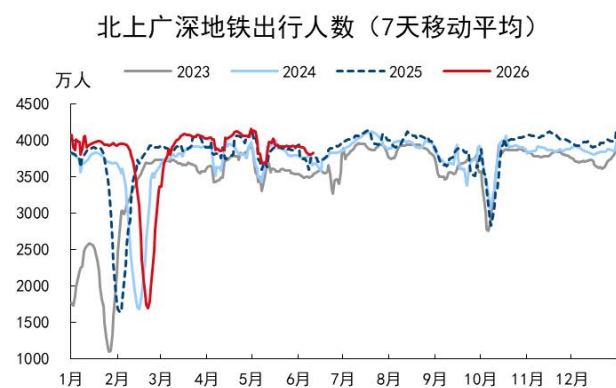
从最新高频数据观察，市内出行需求边际回落。与此同时，物流数据边际放缓，商品和服务消费走弱。

市内基础出行降幅扩大。从一线城市地铁流量观察，本周（6月5日-6月11日）日均流量约3824.78万人次，环比回落-1.8%，较前一周（-0.6%）降幅进一步扩大，显示居民日常出行活跃度有所减弱。

与此同时，反映商业活动和消费的物流高频数据显示，线上消费边际放缓但整体仍稳。最新一周（6月1日-6月7日）邮政快递投递量环比下降2.4%，较去年同期（-4.5%）降幅收窄，同比增速仍达12.7%，对消费形成一定支撑。

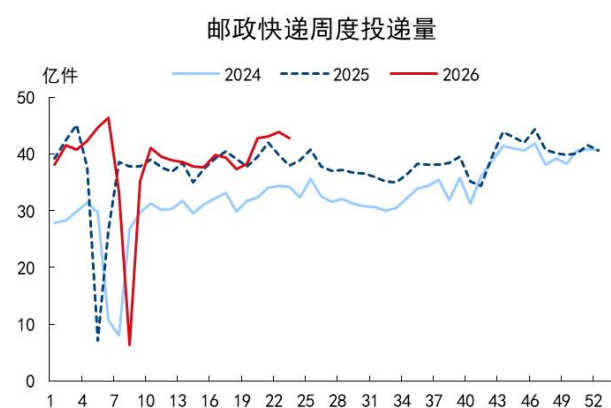
从具体消费品类看：商品消费需求仍弱，文娱服务消费相对稳定。商品消费方面，最新一周（5月30日-6月5日）乘用车销量环比下降33.7%，同比下降17.9%，年初以来累计中枢水平较去年同期萎缩约19.0%。服务消费方面，上周（6月6日-6月12日）日均票房约0.4亿元，环比下降33.3%，较前一周（-23.4%）降幅扩大，但较去年同期（-54.8%）降幅收窄，表明服务消费热度有所回落，但整体仍稳。

图5：市内流动：一线城市地铁



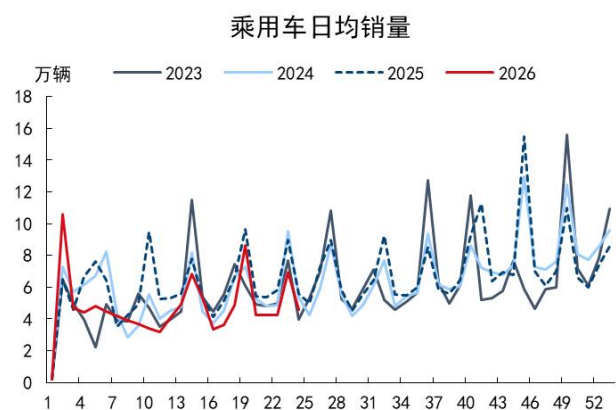
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：商品消费：物流投递



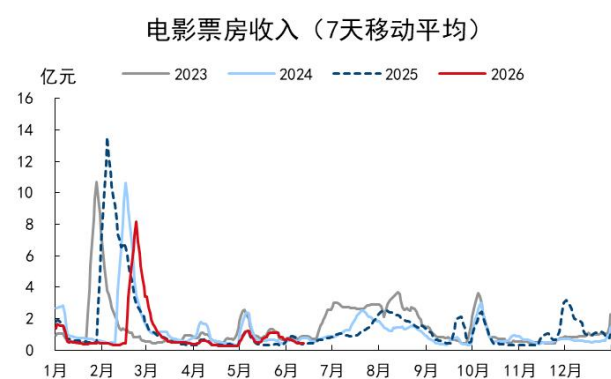
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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：吞吐回落运价升，中东航道趋于稳定

吞吐量高位回落，环比由正转负。本周中国港口货物吞吐量为2.59亿吨，环比下

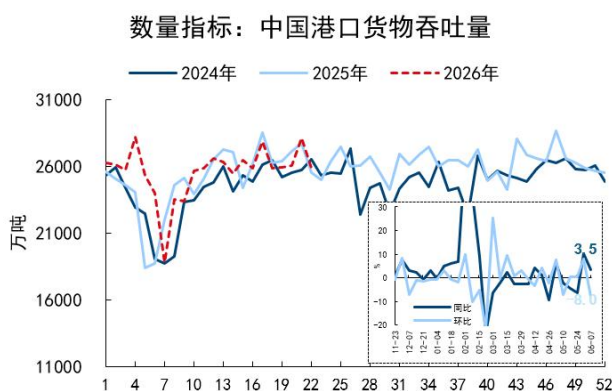
降 7.96%，结束此前连续两周上行走势。上周吞吐量曾触及 2.81 亿吨高位，环比大增 8.03%，本周回落至 5 月下旬水平，外贸吞吐回归季节性常态。

运价延续上行，涨幅持续扩大。中国出口集装箱运价指数（CCFI）本周升至 1480.11，环比上涨 4.85%，已连续五周攀升，近五周涨幅中枢逐步抬升，反映出口运力供给偏紧格局加剧，运价上行动能强劲。

航线运力分化明显，亚太与中东航线走强。本周东南亚航线投放 54.8 万 TEU 居首，环比持平；日韩航线 34.6 万 TEU，环比大增 26.5%。美东、中东印巴、非洲航线分别激增 41.2%、25.5%和 25.3%，美西和欧洲航线则回落 14.7%和 8.9%，运力重心向亚太及中东倾斜。

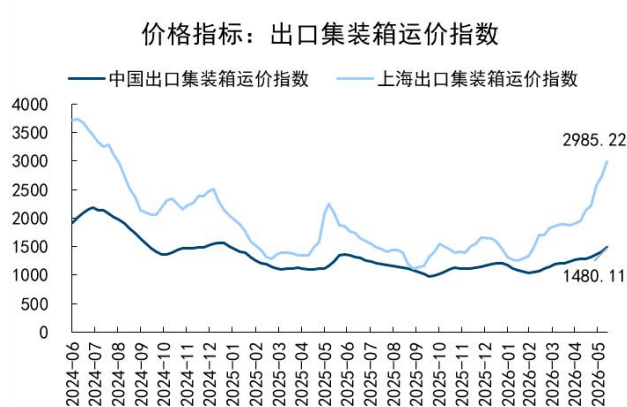
美伊和平协议进入最后敲定阶段，停火框架覆盖黎巴嫩。美国承诺解除对伊朗海上封锁，霍尔木兹海峡航运管理机制将重组并转向收费模式。中东航运通道趋于稳定，有望改善中国对中东及欧洲方向的外贸运输环境。

图9：中国港口货物吞吐量增速



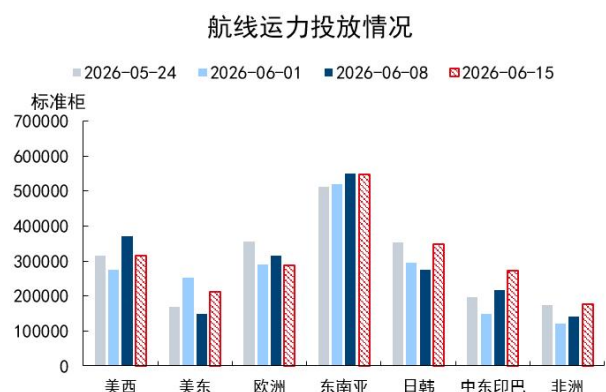
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：中国出口集装箱运价指数



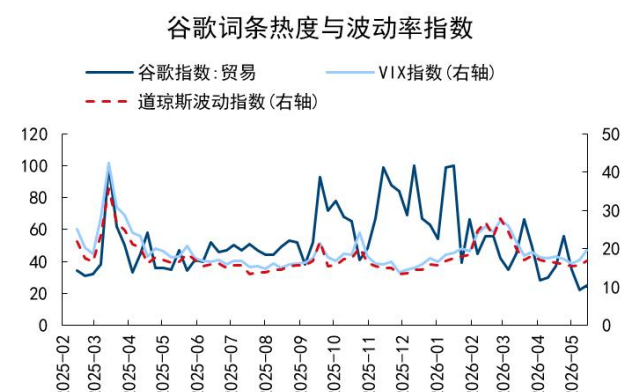
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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

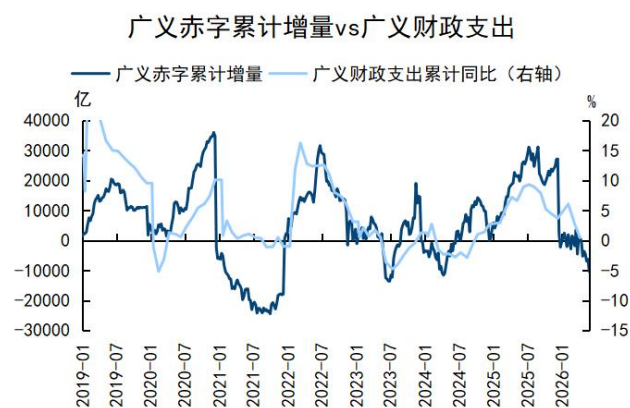
财政：广义赤字进度边际放缓

广义赤字边际放缓。广义赤字（国债净融资+新增地方债发行）本周（6/8-6/14）3309 亿。下周预计-1990 亿，累计 4.3 万亿。其中新增专项债累计发行 1.7 万亿，

新增一般债累计 3535 亿。超长期特别国债今年已累计发行 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继续下行，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。但另一方面，财政的存量政策和可用资金仍然充足，因此下半年将迎来财政支出的提速，以及低基数下经济数据的回升。

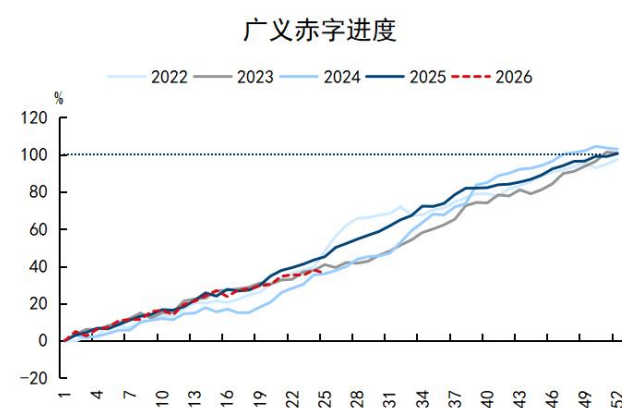
化债方面，特殊再融资专项债发行边际提速。本周特殊再融资专项债发行 217 亿，下周预计发行 774 亿，今年累计 1.63 万亿，进度 81%，仍低于去年同期（1.74 万亿），差距逐渐缩小。特殊新增专项债目前已发行 2716 亿，土地储备专项债已发行 1459 亿（Wind 口径）。

图13：广义赤字与财政支出



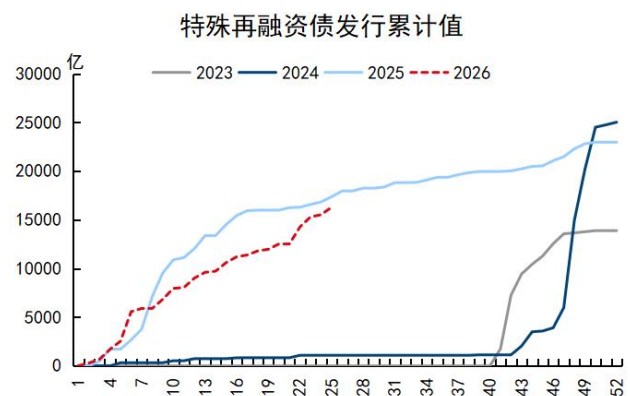
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图14：广义赤字进度



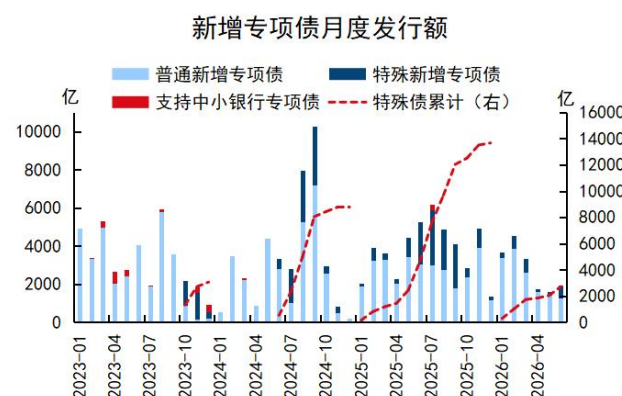
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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



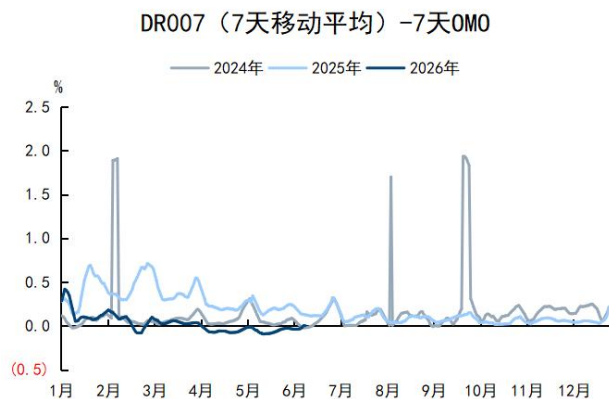
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

货币：央行加大流动性投放以呵护资金面

本周，DR007 与逆回购利率差值回升至正值，但处于历史同期偏低水平；1 年同月存单与逆回购利率差值亦有所上升，处于历史同期较低水平；OMO 存量金额大幅抬升，高于历史同期均值；银行间待购回债券余额延续回落。

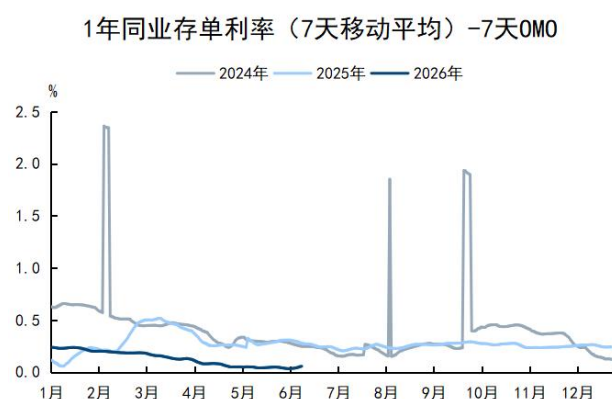
上述高频数据指向本周货币市场延续宽松态势，但边际有所收紧；央行OMO存量大幅抬升，表明隔夜利率回升至政策利率上方后央行开始加大投放量呵护货币市场资金面；债券市场加杠杆意愿继续下降，待购回债券余额明显低于两年同期水平。

图17: DR007 与逆回购利率差值指向货币边际收紧



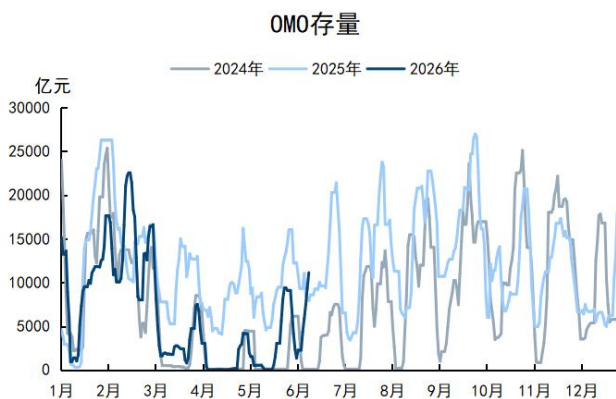
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图18: 存单与逆回购利率差值指向货币边际收紧



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图19: OMO 存量金额大幅回升，高于历史均值



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继续回落，低于历史均值



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

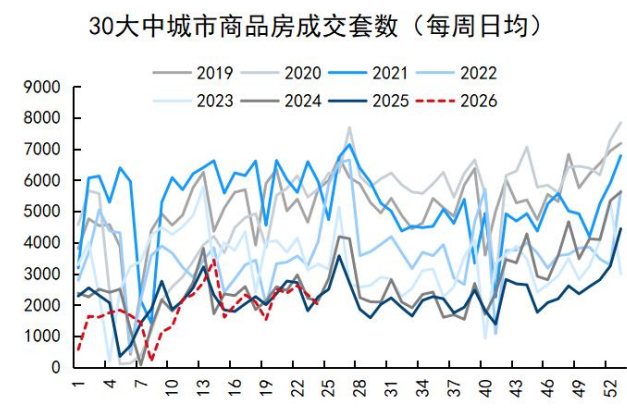
房地产：成交边际回落

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-11.5%，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12.3%，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74.2，前值70.0，仍显著低于过去两年同期值。

土地成交边际下行。从100大中城市土地成交数据来看，土地成交数量上周为279宗，环比下行，当周同比3.7%。楼面均价下行，溢价率环比上行。

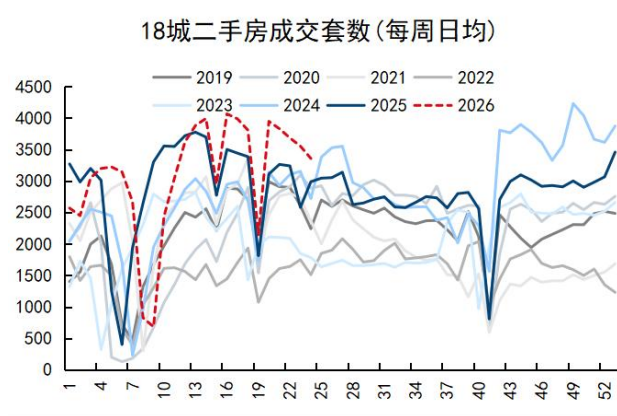
价格上，高频数据显示房价继续边际承压，继续探底。四大一线城市的中报报价指数继续低位运行，北京上海回升，广州深圳回落。二手房量价指数均处于历史低位，挂牌量指数边际上行，价格指数在继续下行的过程中。

图21：一手房成交



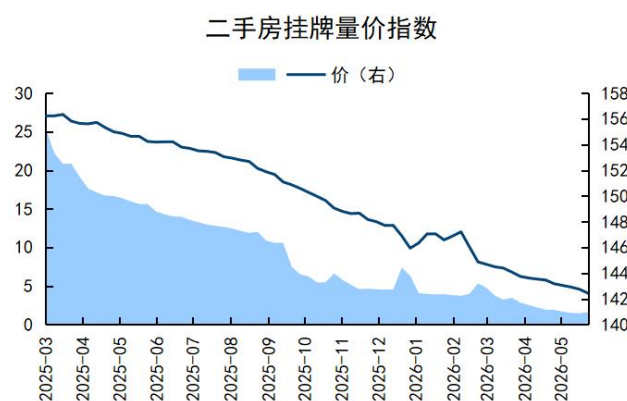
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图22：二手房成交



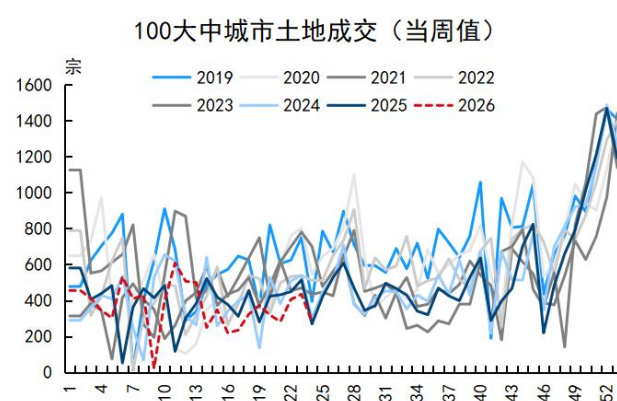
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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