宏观经济周报

外贸发运边际回暖

核心观点

生产端景气有所分化。地产链、纺织服装和包装材料相关领域边际改善，基建和机电产品生产有所回落。整体来看，前期生产修复并未形成全面共振，行业间景气走势仍有分化，供给端修复的广度和持续性仍待观察。

消费修复动能边际改善，但整体仍弱。居民日常出行基本持平，线上物流活跃度超季节性回升，汽车消费降幅有所收窄，商品消费呈现边际修复迹象。但电影市场为代表的服务消费仍较疲弱，优质内容供给不足继续形成制约，尚未形成商品与服务修复的全面共振。

房地产成交量有所分化，价格端延续调整。新房成交环比回升但同比仍明显偏弱，二手房成交同比保持增长但环比回落，库存压力进一步上升。土地成交规模边际回暖，但楼面均价回落，房价指标整体仍在低位。

外贸发运边际回升，航线运力投放有所分化。港口货物和集装箱吞吐量环比均有所回升，出口集装箱运价走势有所分化，东南亚、日韩航线成为运力增量的主要来源。但霍尔木兹海峡周边局势仍扰动商船通行，油轮等待时间和战争险保费上升，能源运输成本及交付时效仍面临不确定性。

财政融资进度继续推进，银行间流动性保持平稳。财政方面，广义赤字累计规模预计升至 11.1 万亿元，同比融资缺口有所收窄，但国债及新增地方债发行进度仍低于去年同期，财政资金形成实际支出的效果仍需关注。货币方面，央行通过 7 天逆回购补充跨月资金，平滑月末流动性扰动，银行间资金利率总体贴近政策利率运行，流动性维持合理充裕，但机构加杠杆意愿偏弱。

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

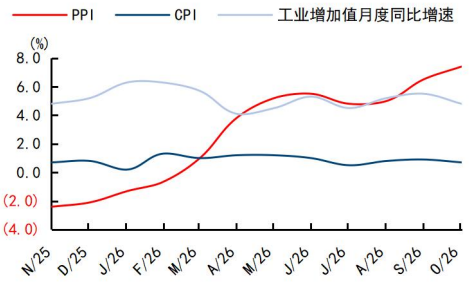
证券分析师：田地
0755-81982035
tiandi2@guosen.com.cn
S0980524090003

证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	-8.10
社零总额当月同比	0.40
出口当月同比	35.20
M2	7.14

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-全球再紧缩下的下跌螺旋》——2026-11-22
《宏观经济周报-供给端修复势头放缓》——2026-11-21
《多资产周报-铜铝现货溢价逆势冲高》——2026-11-14
《宏观经济周报-关注政策资金向需求转化》——2026-11-14
《多资产周报-中期选举重塑大类资产宏观假设》——2026-11-09

内容目录

周度观察：外贸发运边际回暖 4
生产：景气有所分化 4
消费：大宗需求仍弱 5
房地产：新房成交环比上行 6
进出口：港口吞吐量缓步回升 7
财政：广义赤字达 11 万亿 8
货币：资金面平稳，央行补充跨月资金 10
风险提示 11

图表目录

图1： 房地产投资：螺纹钢产量与库存量 5
图2： 基建投资：中厚板产量与沥青开工率 5
图3： 机电产品生产：冷轧板产量与库存量 5
图4： 纺织服装和包装：PTA 库存天数与开工率 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： 一手房成交 7
图10： 二手房成交 7
图11： 二手房价指数 7
图12： 土地成交数量 7
图13： 中国港口货物吞吐量增速 8
图14： 中国出口集装箱运价指数 8
图15： 航线运力投放情况 8
图16： 外贸词条指数与美股波动率指数 8
图17： 广义赤字与财政支出 9
图18： 广义赤字进度 9
图19： 国债净融资进度 9
图20： 新增专项债进度 9
图21： 政金债累计净融资 9
图22： 特殊新增专项债发行 9
图23： DR007 基本贴近政策利率运行 10
图24： 存单利率整体平稳 10
图25： OMO 存量金额 10
图26： 银行间待购回债券余额 10

周度观察：外贸发运边际回暖

生产端景气有所分化。地产链、纺织服装和包装材料相关领域边际改善，基建和机电产品生产有所回落。整体来看，前期生产修复并未形成全面共振，行业间景气走势仍有分化，供给端修复的广度和持续性仍待观察。

消费修复动能边际改善，但整体仍弱。居民日常出行基本持平，线上物流活跃度超季节性回升，汽车消费降幅有所收窄，商品消费呈现边际修复迹象。但电影市场为代表的服务消费仍较疲弱，优质内容供给不足继续形成制约，尚未形成商品与服务修复的全面共振。

房地产成交量有所分化，价格端延续调整。新房成交环比回升但同比仍明显偏弱，二手房成交同比保持增长但环比回落，库存压力进一步上升。土地成交规模边际回暖，但楼面均价回落，房价指标整体仍在低位。

外贸发运边际回升，航线运力投放有所分化。港口货物和集装箱吞吐量环比均有所回升，出口集装箱运价走势有所分化，东南亚、日韩航线成为运力增量的主要来源。但霍尔木兹海峡周边局势仍扰动商船通行，油轮等待时间和战争险保费上升，能源运输成本及交付时效仍面临不确定性。

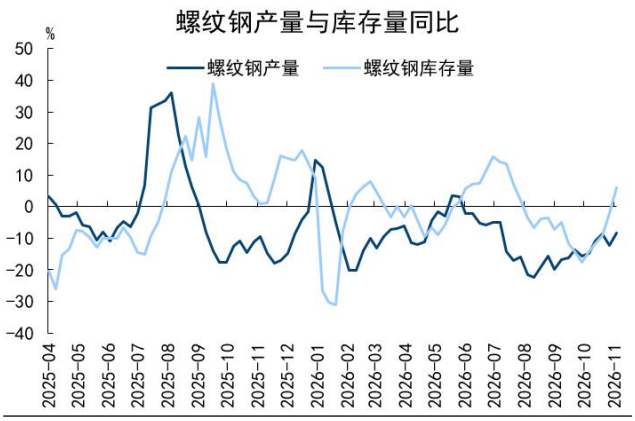
财政融资进度继续推进，银行间流动性保持平稳。财政方面，广义赤字累计规模预计升至 11.1 万亿元，同比融资缺口有所收窄，但国债及新增地方债发行进度仍低于去年同期，财政资金形成实际支出的效果仍需关注。货币方面，央行通过 7 天逆回购补充跨月资金，平滑月末流动性扰动，银行间资金利率总体贴近政策利率运行，流动性维持合理充裕，但机构加杠杆意愿偏弱。

生产：景气有所分化

本周国内工业品生产景气有所分化。高频数据显示，房地产投资、纺织服装和包装材料相关领域景气度边际改善，机电产品生产、基建投资相关领域景气度小幅回落。

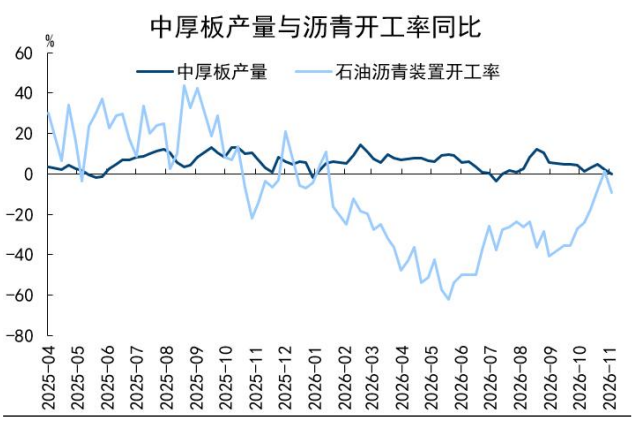
具体来看，与房地产投资相关的螺纹钢产量同比降幅再度收窄，库存同比转正，企业主动累库意愿边际提升；与基建投资相关的中厚板产量同比延续回落，石油沥青开工率同比重回负增，生产活跃度小幅回落；与机电产品生产相关的冷轧板卷产量同比降幅边际走扩，库存量同比降幅收窄，生产活跃度延续下降；与纺织服装和包装材料领域生产相关的 PTA 开工率同比延续回升至正增长，库存天数同比降幅边际走扩，生产景气度进一步改善。

图1：房地产投资：螺纹钢产量与库存量



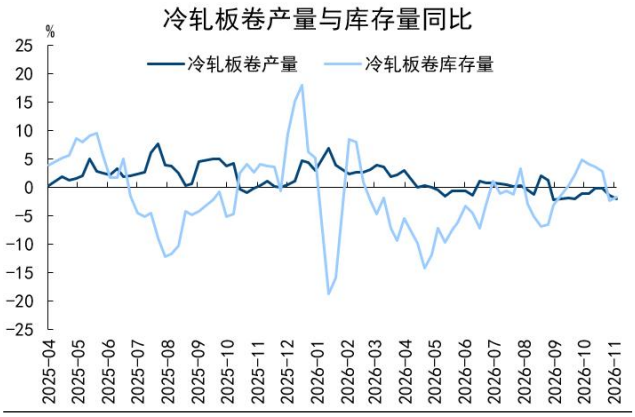
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：基建投资：中厚板产量与沥青开工率



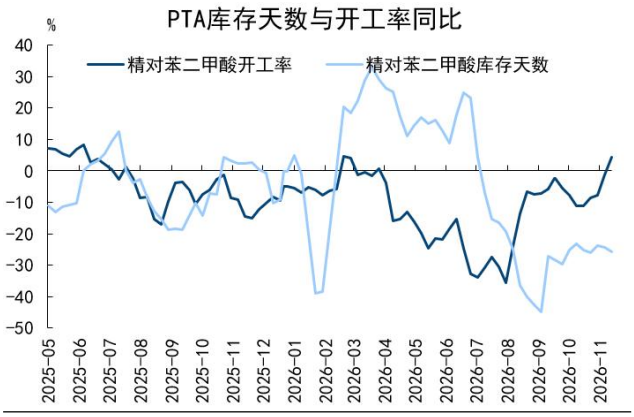
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：机电产品生产：冷轧板产量与库存量



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：纺织服装和包装：PTA 库存天数与开工率



资料来源：Wind、隆众资讯、国信证券经济研究所整理

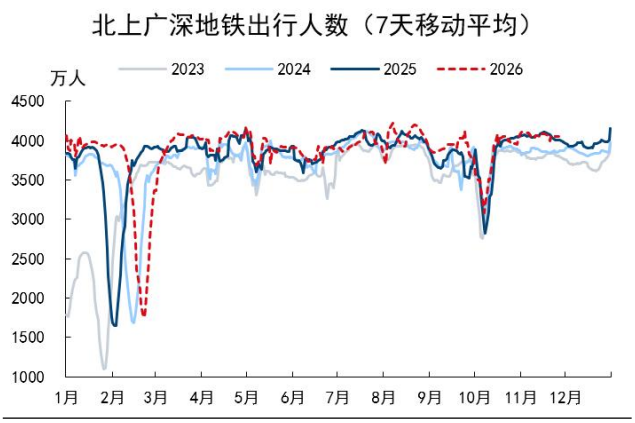
消费：大宗需求仍弱

市内基础出行与上周表现相近。从一线城市地铁流量观察，本周（11 月 20 日-11 月 26 日）日均流量约 4055.48 万人次，环比回落 0.2%，强于去年同期（-1.9%）；同比回升 1.1%，较上周（-0.6%）改善，显示居民日常出行需求有所上升。

线上消费活跃度优于季节性。反映商业活跃度和居民消费的物流高频数据显示，最新一周（11 月 16 日-11 月 22 日）邮政快递投递量环比下降 5.3%，相较去年同期（-7.9%）表现改善；同比增长 6.2%，相较上周（+3.3%）有所回升。

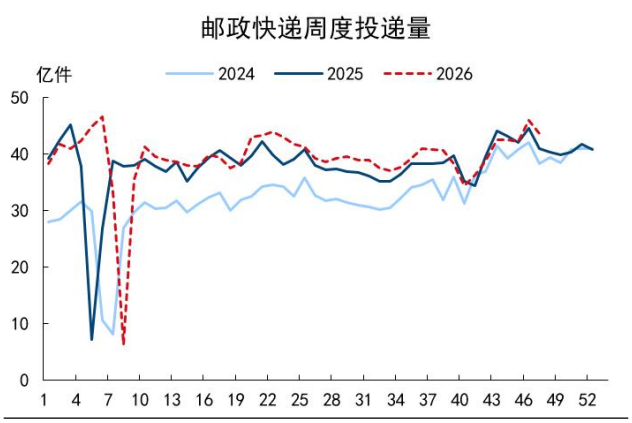
从具体消费品类看：汽车等大宗消费品边际回暖，电影市场受优质内容供给不足拖累持续偏弱。商品消费方面，最新一周（11 月 14 日-11 月 20 日）乘用车销量环比回升 19.1%，强于去年(+14.4%)同期表现；同比下降 27.0%，相较上周(-29.9%)边际回升，年初以来累计较去年同期下降 20.8%，当前汽车消费修复动能整体依然偏弱。服务消费方面，本周（11 月 21 日-11 月 27 日）日均电影票房约 0.2 亿元，环比回落 3.0%；同比下降 80.3%，较去年同期（+71.4%）表现显著偏弱，优质影片供应不足仍是主要制约。

图5：市内流动：一线城市地铁



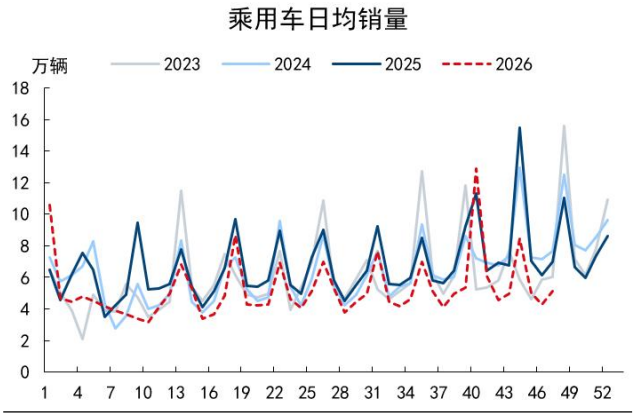
资料来源：iFind、国信证券经济研究所整理

图6：商品消费：物流投递



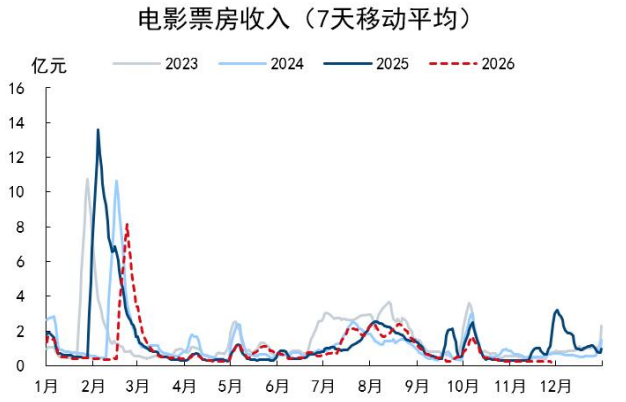
资料来源：iFind、国信证券经济研究所整理

图7：大宗消费：汽车销量



资料来源：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

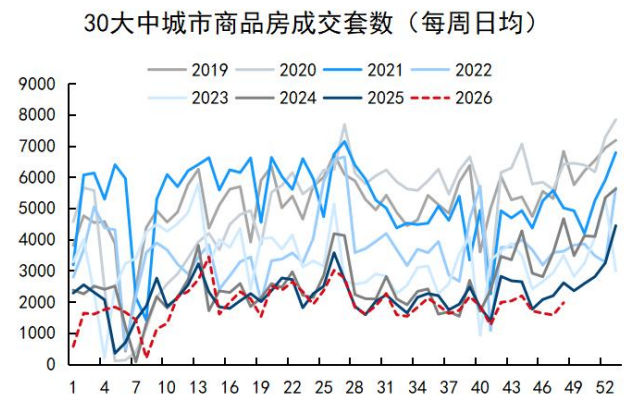
房地产：新房成交环比上行

成交量方面，新房成交环比上行。30 个大中城市商品房本周环比上行，当周同比增速-24.4%，低于 2019 年以来同期水平；18 城二手房本周环比下行，当周同比增速为 9.2%，高于去年同期水平。库存压力有所上升，十大城市存销比为 111.8，前值为 105.7，高于 2019 年至今同期水平。

土地成交规模环比上行。从 100 个大中城市土地成交数据来看，本期土地成交数量为 552 宗，环比上行，当周同比增速为-16.2%，累计同比-5.7%。按四周移动平均口径，本期楼面均价环比下行，土地溢价率环比上行。

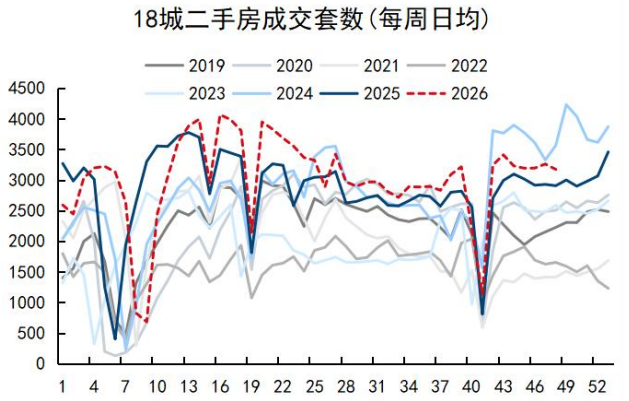
价格层面，高低频指标表现分化。四大一线城市中原报价指数的均值边际下行，仍在低位。此外，二手房挂牌量指数边际下行，挂牌价指数小幅回落。

图9：一手房成交



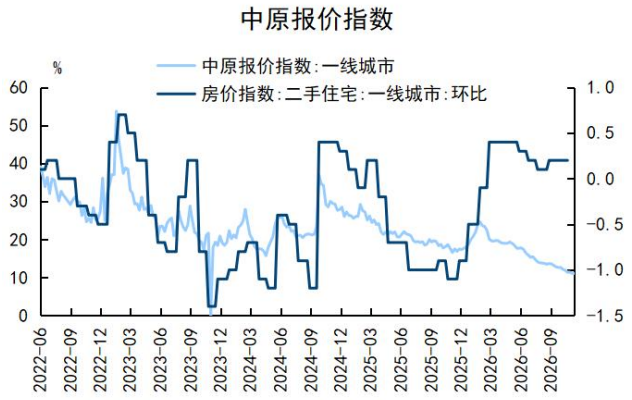
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图10：二手房成交



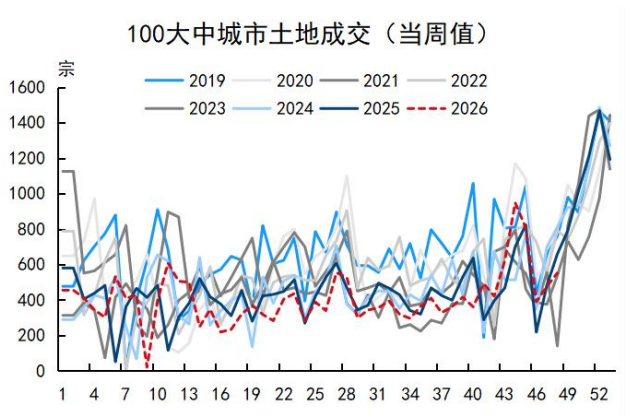
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图11：二手房价指数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图12：土地成交数量



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

进出口：港口吞吐量缓步回升

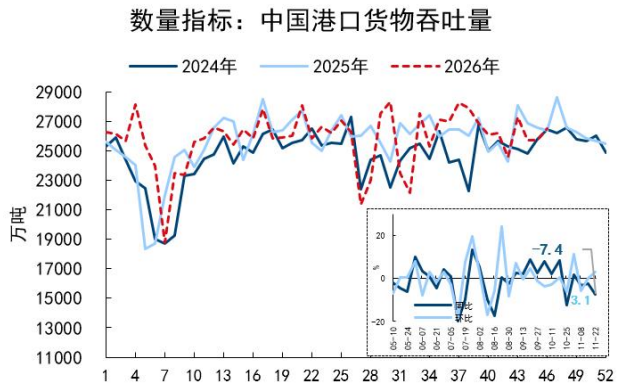
港口货物吞吐量增速加快，集装箱吞吐量由降转升。截至本周，全国港口最新一周货物吞吐量为 2.65 亿吨，环比增幅从前一周的 0.06%扩大至 3.05%。集装箱吞吐量环比增长 1.66%至 693.8 万标箱，收复了前一周约一半的降幅。

全国出口综合运价回落。本周上海出口集装箱运价指数（SCFI）上涨 1.88%至 3569.54 点，基本收复前一周跌幅。中国出口集装箱运价指数（CCFI）则由前一周上涨 0.21%转为下降 0.85%，报 1906.81 点。

东南亚和日韩航线贡献了主要运力增量。本周，七条航线合计 240.03 万标箱，较上一周增长 8.43%。东南亚航线增长 12.58%至 67.78 万标箱，日韩航线增长 24.78%至 38.43 万标箱，两者合计占净增量的 81.5%。美东和中东印巴航线均增长约 15%，欧洲微增 0.65%，美西和非洲分别回落 2.91%和 12.70%。

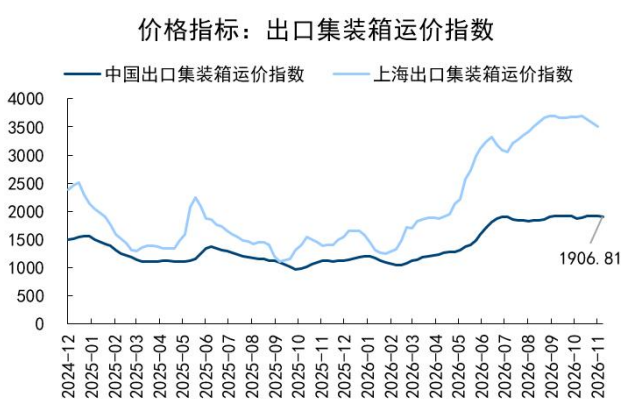
霍尔木兹海峡商船遇袭，海湾贸易面临船期和运费压力。中东局部冲突仍在扰霍尔木兹海峡、曼德海峡商船发运节奏。对从海湾进口的原油而言，油轮等待时间延长、战争险保费上涨均可能推高到岸成本。

图13：中国港口货物吞吐量增速



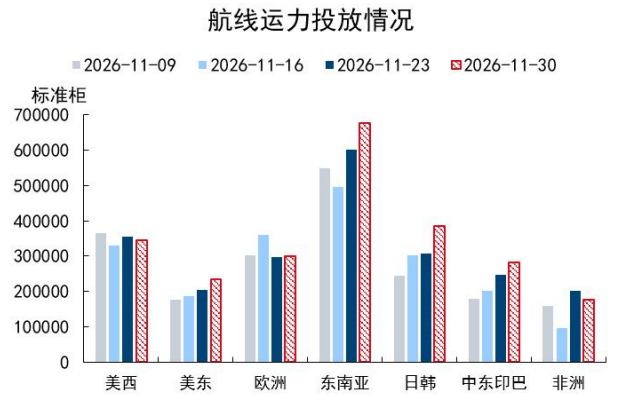
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图14：中国出口集装箱运价指数



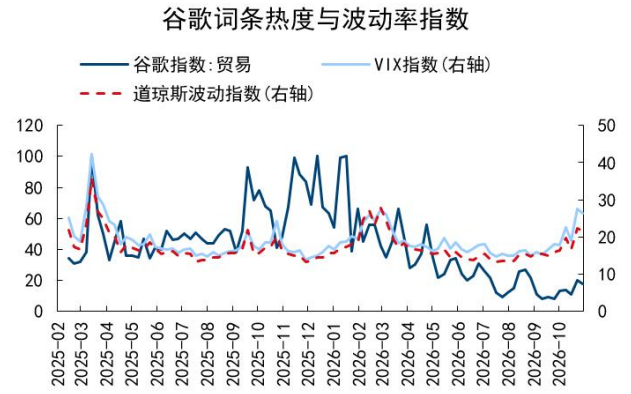
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图15：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16：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：广义赤字达 11 万亿

广义赤字同比缺口有所收窄。广义赤字口径为国债净融资与新增地方债发行之和，本周（11/23-11/29）广义赤字规模为 3999 亿，预计下周规模为 927 亿，到下周累计规模达 11.1 万亿。其中国债净融资到下周累计 6.0 万亿，同比少约 2250 亿；新增专项债到下周累计发行 4.4 万亿，同比少发约 1044 亿；新增一般债到下周累计发行 7225 亿，同比少发约 206 亿。

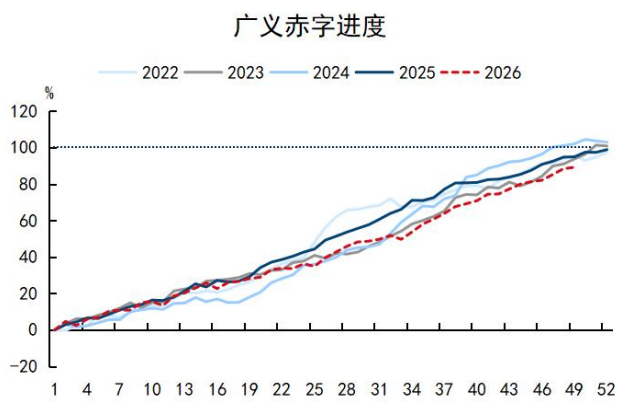
化债方面，本周特殊再融资债发行 862 亿，预计下周再发行 211 亿，到下周累计发行 2.16 万亿，仍低于去年同期的 2.28 万亿。特殊新增专项债到下周累计发行 1.22 万亿，土地储备专项债到下周累计发行 4206 亿。

图17： 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18：广义赤字进度



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：分母计入 5500 亿结存限额，即今年广义赤字理论为 12.44 万亿

图19： 国债净融资进度



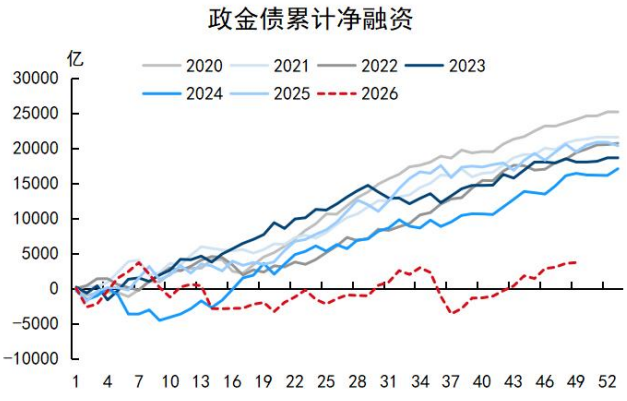
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图20：新增专项债进度



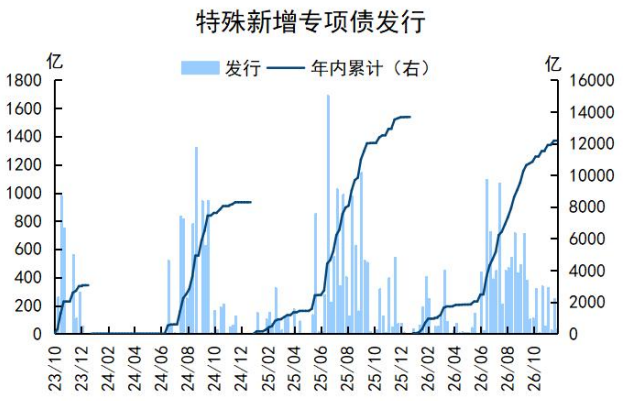
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：分母计入 2500 亿结存限额使用，即今年新增专项债理论发行额为 46500 亿

图21：政金债累计净融资



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图22：特殊新增专项债发行



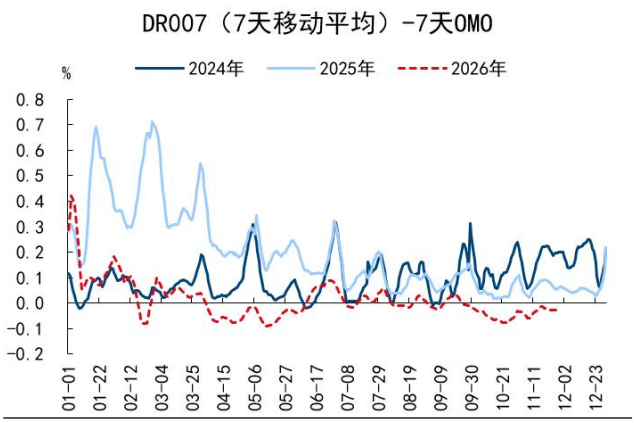
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

货币：资金面平稳，央行补充跨月资金

本周，DR007 与原 7 天 OMO 利率的利差（7 日均值）先降后升，周五为-2.4bp，低于 2024、2025 年同期的 19.5bp 和 5.6bp。1 年期 AAA 同业存单利差小幅升至 2.5bp，也低于同期的 37.2bp 和 24.5bp。7 天 OMO 存量由零升至 0.50 万亿元，近 5 日均值为 0.30 万亿元，低于过去两年同期的 1.77 万亿元。银行间待购回债券余额由上周五的 10.49 万亿元降至 10.03 万亿元，近 5 日均值为 10.20 万亿元，低于过去四年同期的 10.93 万亿元。

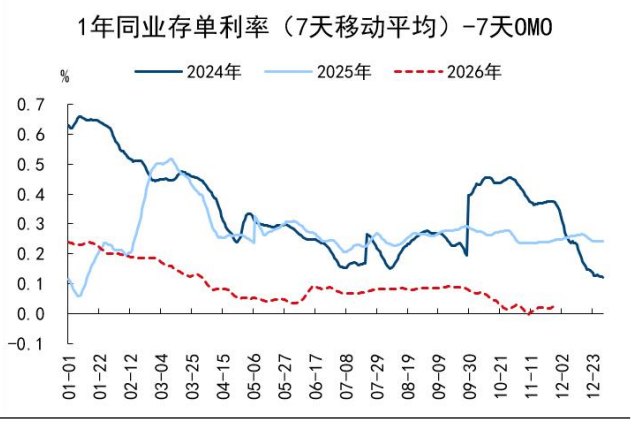
上述数据表明，本周银行间资金面延续低位震荡，临近月末略有收敛。央行周三开展 5000 亿元 7 天期逆回购，资金于 12 月 2 日到期，有助于缓解机构在月末续借隔夜资金的压力。DR001 加权利率全周平均为 1.2720%，较上周回落 1.05bp，周五回升至 1.2823%，高于 1.25%的隔夜政策利率 3.23bp。部分纯债基金仍需留出现金应对赎回，银行间待购回余额也较上周五减少约 4600 亿元，机构加杠杆意愿偏弱。

图23：DR007 基本贴近政策利率运行



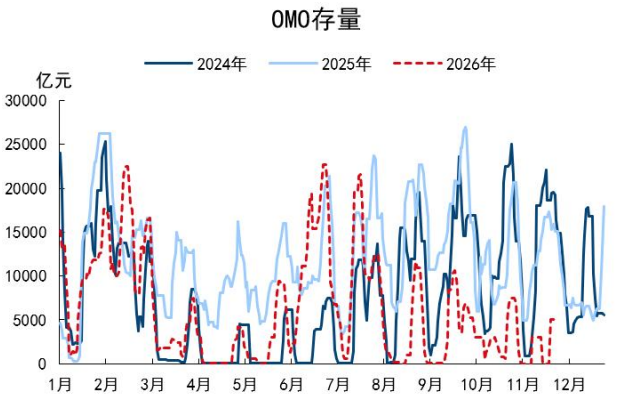
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图24：存单利率整体平稳



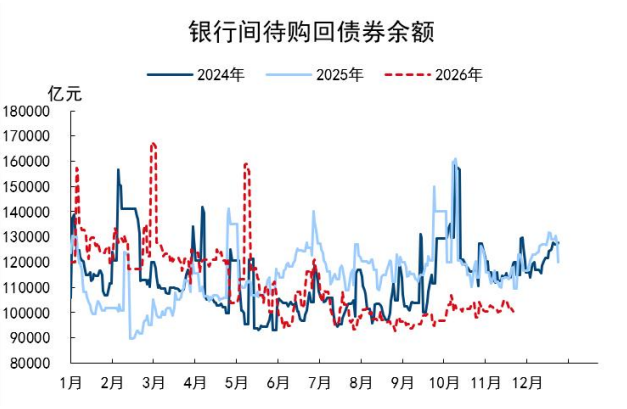
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图25：OMO 存量金额



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图26：银行间待购回债券余额



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