

流动性内外有别

——宏观周观点 20260607

报告发布日期

2026 年 06 月 07 日

证券分析师

黄汝南	执业证书编号：S0860525120004 香港证监会牌照：BTB507 huangrunan@orientsec.com.cn 010-66210535
陈至奕	执业证书编号：S0860519090001 香港证监会牌照：BUK982 chenzhiyi@orientsec.com.cn 021-63326320
孙金霞	执业证书编号：S0860515070001 香港证监会牌照：BXO238 sunjinxia@orientsec.com.cn 021-63326320
孙国翔	执业证书编号：S0860523080009 香港证监会牌照：BXR433 sunguoxiang@orientsec.com.cn 021-63326320
刘姜枫	执业证书编号：S0860526010002 liujiangfeng@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告

美债利率的趋势下行拐点还需进一步确认：——海外札记 20260601	2026-06-04
地缘影响加剧，科技支撑经济：2026 年 5 月 PMI 点评	2026-06-03
经济继续强于预期，定价转向利率压力：——海外札记 20260525	2026-05-29

研究结论

● 周观点：流动性内外有别

1) 无论考虑全球通胀的粘性还是美国就业市场的韧性，全球流动性都将进入易紧难松的阶段。美伊冲突后通胀从不可贸易部门转向可贸易部门，使得通胀更加具有全球性特征，年初以来发达国家央行加息次数已超过降息次数；而 5 月 20 日印尼央行加息 50 基点也表明，出于抗通胀和稳汇率的考量，新兴经济体央行也在跟进加息。本周美国超预期的非农数据再度表明，当前美国经济的主要矛盾是“胀”而非“滞”，AI 替代就业的叙事虽然已在部分大厂出现，但尚未成为一个冲击整体就业市场的主要因素。

2) 国内股票和债券市场受全球流动性的影响相对较小，这是大国自身相对独立的宏观和政策逻辑所决定的。从相关性来看，近年来无论是股票市场还是债券市场，中国与全球的相关性都在降低，这一方面是由于中国资本账户依然是有限开放，另一方面则是由于作为一个生产型大国，其宏观与产业逻辑与其他国家有所不同。另一个不同的案例是韩国，韩国股市一路高歌猛进，但韩元却在持续贬值，资本呈现净流出状态，核心原因是韩国是一个资本账户自由流动的国家，随着韩股翻倍上涨，全球资金出于配置比例的限制需要卖出韩股来实现组合平衡。

3) 我们在前期周报一直强调，今年国内流动性相对充裕，主要来自于两个方面：一是当面临输入性通胀时，历史经验表明，央行倾向于更关注“滞”，对流动性的态度偏松；二是企业结汇潮带来的输入性流动性，市场剩余流动性相对充裕。近期市场对国内流动性是否迎来拐点的讨论逐渐增多，但我们认为央行操作只是引导资金利率回归中性，避免市场出现过度宽松的预期，并非大幅收水。

4) 往未来看，影响中国股债走势的因素在内而不在外。股票市场的调整更多来自微观交易结构和情绪影响，债券市场则回归基本面交易，特别是在 4 月经济数据有所降温的情况下，后续基本面变化将直接决定利率走势。

● 一周高频数据一览

1) 实体经济：一是乘用车厂家零售同比表现不佳，但批发端有所放量；二是商品房成交面积同比转正，且一线、二线、三线都有较好表现，二手房成交同比增速保持，韧性较强；三是美伊冲突呈现缓和趋势，波罗的海干散货指数同比涨幅收窄。

2) 物价：焦煤期货同比涨幅进一步扩大，核心驱动力来自山西煤矿安全监管的升级，预计短期内这一驱动仍将持续；农产品价格涨跌互现，鸡蛋涨幅最大，主因是前期产能出清后形成的供给缺口，白砂糖、菜籽粕表现较弱；经历了前期的快速上涨后，伦敦现货黄金同比涨幅明显收窄。

3) 货币金融：本周 1 年期与 10 年期国债收益率稍有上行，变动不大，总体来说，尽管央行存在缩量续作，但流动性仍合理充裕，DR007 等关键资金利率持续低于政策利率；本周美元兑人民币中间价基本稳定，但美元走强，主要是受到 5 月非农就业数据强劲、降息预期基本归零、油价居高不下提升美元结算需求等因素的推动。

● 下周重点关注

下周将密集发布外贸、CPI、社融数据，需要关注数据波动对资本市场风险偏好的影响。

风险提示

- 美伊冲突走向及其对资产价格的影响存在高度不确定性。

目 录

一、周观点：流动性内外有别	4
二、一周高频数据概览.....	4
2.1 港口货物吞吐由负转正，地产修复有扩散迹象	4
2.2 安全监管推动焦煤价格，黄金价格降温明显	5
2.3 国内流动性保持宽松，海外美元走强	6
三、下周重点关注	6
风险提示	7

图表目录

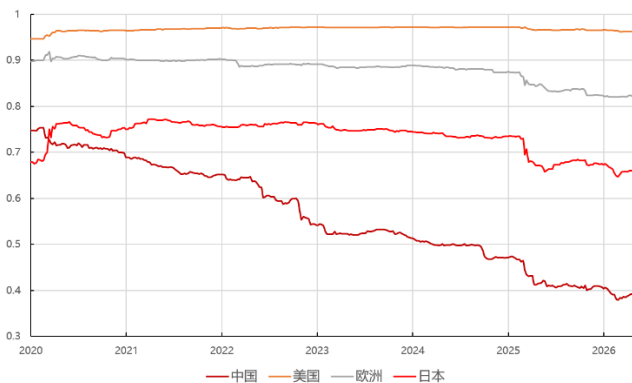
图 1：中国股票市场与全球相关性低于其他经济体	4
图 2：中国债券市场与全球相关性亦低于其他经济体.....	4
图 3：实体经济高频数据一览，地产近期有较好表现.....	5
图 4：物价高频数据显示，金价有明显降温	5
图 5：货币金融高频数据一览，美元明显走强	6
图 6：下周主要事件是经济数据发布.....	7

一、周观点：流动性内外有别

我们在 5 月 17 日周报《美伊冲突如何加剧 K 型分化》中指出，美伊冲突后通胀从不可贸易部门转向可贸易部门，使得通胀更加具有全球性特征，年初以来发达国家央行加息次数已超过降息次数；而 5 月 20 日印尼央行加息 50 基点也表明，出于抗通胀和稳汇率的考量，新兴经济体央行也在跟进加息。本周美国超预期的非农数据再度表明，当前美国经济的主要矛盾是“胀”而非“滞”，AI 替代就业的叙事虽然已在部分大厂出现，但尚未成为一个冲击整体就业市场的主要因素。无论考虑全球通胀的粘性还是美国就业市场的韧性，全球流动性都将进入易紧难松的阶段。

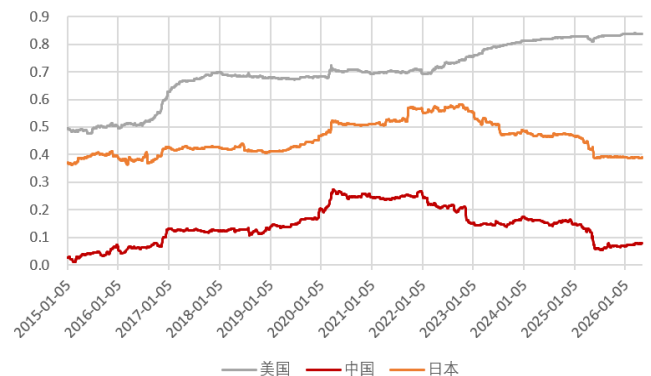
国内股票和债券市场受全球流动性的影响相对较小，这是大国自身相对独立的宏观和政策逻辑所决定的。从相关性来看，近年来无论是股票市场还是债券市场，中国与全球的相关性都在降低，这一方面是由于中国资本账户依然是有限开放，另一方面则是由于作为一个生产型大国，其宏观与产业逻辑与其他国家有所不同。另一个不同的案例是韩国，韩国股市一路高歌猛进，但韩元却在持续贬值，资本呈现净流出状态，核心原因是韩国是一个资本账户自由流动的国家，随着韩股翻倍上涨，全球资金出于配置比例的限制需要卖出韩股来实现组合平衡，因此韩股直接受全球流动性的影响更大。

图 1：中国股票市场与全球相关性低于其他经济体



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：中国债券市场与全球相关性亦低于其他经济体



数据来源：Wind，东方证券研究所

我们在前期周报一直强调，今年国内流动性相对充裕，主要来自于两个方面：一是当面临输入性通胀时，历史经验表明，央行倾向于更关注“滞”，对流动性的态度偏松；二是企业结汇潮带来的输入性流动性，市场剩余流动性相对充裕。近期市场对国内流动性是否迎来拐点的讨论逐渐增多，但我们认为央行操作只是引导资金利率回归中性，避免市场出现过度宽松的预期，并非大幅收水。

往未来看，影响中国股债走势的因素在内而不在外。股票市场的调整更多来自微观交易结构和情绪影响，债券市场则回归基本面交易，特别是在 4 月经济数据有所降温的情况下，后续基本面变化将直接决定利率走势。

二、一周高频数据概览

2.1 港口货物吞吐由负转正，地产修复有扩散迹象

从本周数据来看，可观察的边际变化主要集中在：

- 乘用车厂家零售同比表现不佳，但批发端有所放量。一方面月末批发数据一般都有更好表现，另一方面厂商对市场的预期可能略有改善，需要观察持续性；
- 商品房成交面积同比转正，且一线、二线、三线都有较好表现；二手房成交同比增速保持，韧性较强，印证了地产修复有从核心城市向其他区域扩散的迹象；
- 美伊冲突呈现缓和趋势，波罗的海干散货指数同比涨幅收窄，调整主要受船舶运费回落的影响，不过从中长期视角看，航运市场仍处强势周期。

图 3：实体经济高频数据一览，地产近期有较好表现

分类	指标名称	同比/变动*		水平值			
		05-29	06-05	05-15	05-22	05-29	06-05
消费	当周日均销量:乘用车:厂家零售 (辆)	6%	-17%	50536	39019	44139	79414
	当周日均销量:乘用车:厂家批发 (辆)	-18%	2%	44728	48602	64199	160335
	中国:成交量:中国轻纺城:7DM (万米)	14%	16%	855	845	946	792
	当日电影票房:全国:7DM (万元)	165%	-30%	5320	11019	7887	6040
	11城地铁客运量:7DM (万人次)	2%	4%	6663	6521	6443	6492
投资	中国:开工率:石油沥青装置	16%	13%	16%	15%	16%	13%
	中国:运转率:磨粉:当周值	0%	3%	40%	42%	42%	43%
	中国:发运率:水泥:当周值	42%	42%	40%	41%	42%	42%
贸易	波罗的海干散货指数(BDI)	138%	83%	3151	2991	3224	2981
	成品油运输指数(BCTI)	113%	118%	1726	1668	1504	1376
	原油运输指数(BDTI)	127%	120%	2375	2185	2068	2110
	港口货物吞吐量 (万吨)	-3%	7%	665	657	635	698
	港口集装箱吞吐量 (万标准箱)	-4%	1%	25836	25923	26020	28109
生产	高炉开工率	0.5%	0.3%	83%	84%	84%	84%
	螺纹钢开工率	0%	-1%	38%	41%	42%	42%
	线材开工率	-2%	8%	46%	45%	46%	57%
	纯碱开工率	-3%	-5%	81%	77%	76%	75%
	光伏经理人指数	15%	32%	115%	127%	121%	130%
	钢铁开工率	2%	3%	68%	67%	67%	67%
地产	半钢胎开工率	-5%	-3%	75%	74%	74%	71%
	30大中城市:商品房成交面积 (万平方米)	-5%	26%	201	188	203	199
	30大中城市:商品房成交面积:一线城市 (万平方米)	9%	37%	69	65	70	64
	30大中城市:商品房成交面积:二线城市 (万平方米)	-11%	18%	94	85	88	91
	30大中城市:商品房成交面积:三线城市 (万平方米)	-12%	27%	39	38	44	44
	二手房成交面积:13城合计 (万平方米)	21%	22%	46	41	42	31
	二手房成交面积:一线均值 (万平方米)	14%	48%	5.9	5.5	5.2	4.9
	二手房成交面积:二线均值 (万平方米)	33%	23%	3.6	3.1	3.4	2.3
	二手房成交面积:三线均值 (万平方米)	-20%	26%	0.9	0.9	0.8	0.9

数据来源：Wind，东方证券研究所

2.2 安全监管推动焦煤价格，黄金价格降温明显

物价继续体现为结构性分化：

- 焦煤期货同比涨幅进一步扩大，核心驱动力来自山西煤矿安全监管的升级，预计短期内这一驱动仍将持续；
- 农产品价格涨跌互现，鸡蛋涨幅最大，主因是前期产能出清后形成的供给缺口，白砂糖、菜籽粕表现较弱；
- 经历了前期的快速上涨后，伦敦现货黄金同比涨幅明显收窄，一是地缘风险溢价逐步消化，二是市场担忧美国经济有更高更久的通胀，导致美联储有加息压力，不利于黄金表现。

图 4：物价高频数据显示，金价有明显降温



分类	指标名称	同比/变动*		水平值			
		05-29	06-05	05-15	05-22	05-29	06-05
农产品	期货收盘价(活跃合约):白砂糖 (元/吨)	-6%	-7%	5437	5368	5411	5341
	期货收盘价(活跃合约):菜籽粕 (元/吨)	-12%	-12%	2324	2337	2301	2256
	期货收盘价(活跃合约):豆粕 (元/吨)	5%	9%	9537	9625	9906	9990
	期货收盘价(活跃合约):黄大豆1号 (元/吨)	15%	14%	4716	4784	4721	4715
	期货收盘价(活跃合约):黄玉米 (元/吨)	0%	-1%	2355	2331	2322	2323
	期货收盘价(活跃合约):鸡蛋 (元/吨)	44%	51%	3787	4020	4198	4342
	期货收盘价(活跃合约):棉花 (元/吨)	21%	20%	16085	15895	16100	15915
	期货收盘价(活跃合约):苹果 (元/吨)	-2%	-1%	7659	7560	7505	7655
	期货收盘价(活跃合约):油菜籽 (元/吨)	9%	17%	5610	5744	5736	6026
能源	期货收盘价(活跃合约):棕榈油 (元/吨)	17%	15%	9420	9471	9592	9382
	OPEC-一揽子原油价格 (美元/桶)	63%	60%	119	115	105	104
	期货结算价(连续):WTI原油 (美元/桶)	43%	43%	105	97	87	91
	期货结算价(连续):布伦特原油 (美元/桶)	43%	42%	109	104	92	93
	秦皇岛港:平仓价:动力末煤 (元/吨)	40%	42%	835	835	858	863
	期货结算价(连续):焦煤 (元/吨)	63%	86%	1091	1050	1147	1200
化工	期货结算价 欧盟排放配额 (欧元/吨二氧化碳当量)	13%	6%	74	76	80	76
	期货收盘价(活跃合约):PVC (元/吨)	4%	0%	5027	4846	4924	4767
	期货收盘价(活跃合约):甲醇 (元/吨)	26%	29%	2907	2927	2793	2906
	期货收盘价(活跃合约):精对苯二甲酸(PTA) (元/吨)	27%	35%	6394	6136	6100	6290
	期货收盘价(活跃合约):聚丙烯 (元/吨)	23%	26%	8749	8792	8484	8714
	期货收盘价(活跃合约):沥青 (元/吨)	19%	24%	4448	4500	4188	4337
	期货收盘价(活跃合约):燃料油 (元/吨)	24%	30%	4473	4103	3771	3827
	期货收盘价(活跃合约):天然橡胶 (元/吨)	29%	32%	17585	17420	17850	17860
黑色	期货收盘价(活跃合约):线型低密度聚乙烯(LLDPE) (元/吨)	12%	13%	8034	7927	7851	7916
	期货收盘价(活跃合约):铁矿石 (元/吨)	11%	9%	812	793	783	765
有色	期货收盘价(活跃合约):螺纹钢 (元/吨)	6%	7%	3249	3171	3157	3160
	伦敦现货白银以美元计价 (美元/盎司)	127%	103%	79	76	76	73
	伦敦现货黄金以美元计价 (美元/盎司)	37%	29%	4528	4506	4546	4365
	期货官方价:LME3个月铝 (美元/吨)	49%	48%	3578	3642	3685	3669
	期货官方价:LME3个月镍 (美元/吨)	25%	21%	18550	18730	19100	18700
	期货官方价:LME3个月铅 (美元/吨)	2%	1%	1989	1997	2024	2011
	期货官方价:LME3个月铜 (美元/吨)	42%	41%	13595	13599	13656	13762
	期货官方价:LME3个月锡 (美元/吨)	74%	69%	53000	53955	55100	54000
	期货官方价:LME3个月锌 (美元/吨)	31%	34%	3540	3547	3555	3594
电子	费城半导体指数:周 (点)	164%	144%	11588	12203	12829	12221
	DXI指数:周 (点)	1036%	1046%	695548	708432	718033	756837
食品	平均批发价:猪肉 (元/公斤)	-28%	-29%	15	15	15	15
	山东蔬菜批发价格指数:总指数	6%	11%	98	95	107	105
纺服	澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数 (美分/公斤)	78%	82%	1358	1336	1385	1407
服务	海南旅游消费价格指数	1%		102	95	101	
	人均票房价格:7DM (元/人)	-11%	-11%	35	35	35	35

数据来源：Wind，东方证券研究所

2.3 国内流动性保持宽松，海外美元走强

货币金融高频数据看：

- 相比前一周周五（5月29日），本周1年期与10年期国债收益率稍有上行，变动不大，总体来说，尽管央行存在缩量续作，但流动性仍合理充裕，DR007等关键资金利率持续低于政策利率；
- 本周美元兑人民币中间价基本稳定（人民币从6.818升值到6.816），但美元走强，主要是受到5月非农就业数据强劲、降息预期基本归零、油价居高不下提升美元结算需求等因素的推动。

图 5：货币金融高频数据一览，美元明显走强

分类	指标名称	同比/变动*		水平值			
		05-29	06-05	05-15	05-22	05-29	06-05
债券市场	10年国债利率	0.0%	0.0%	1.77%	1.75%	1.71%	1.72%
	1年国债利率	-0.3%	-0.3%	1.21%	1.18%	1.16%	1.18%
	期限利差	0.4%	0.3%	0.55%	0.57%	0.56%	0.54%
货币市场	DR007	-0.3%	-0.2%	1.36%	1.38%	1.40%	1.39%
	R007	-0.4%	-0.2%	1.35%	1.32%	1.15%	1.38%
外汇市场	中间价:美元兑人民币	-5.2%	-5.2%	6.84	6.84	6.82	6.82
	中间价:欧元兑人民币	-2.3%	-3.8%	7.95	7.92	7.92	7.89
	中间价:100日元兑人民币	-13.7%	-15.6%	4.31	4.29	4.27	4.25
	美元指数	-0.4%	1.4%	99.27	99.34	98.93	100.08

数据来源：Wind，东方证券研究所

三、下周重点关注

下周将密集发布外贸、CPI、社融数据，需要关注数据波动对资本市场风险偏好的影响。

图 6：下周主要事件是经济数据发布

财经日历（6.8-6.14）	
周二（6.9）	
重要数据	5月进出口数据
周三（6.10）	
重要数据	5月居民消费价格指数（CPI）、工业生产者价格指数（PPI）
	可能发布5月社融数据
周日（6.14）	
重要数据	旬度流通领域重要生产资料市场价格公布

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

美伊冲突走向及其对资产价格的影响存在高度不确定性。战场局势存在高度不确定性，资产价格的变化也并非单向，可能随着形势的发展呈现“折返跑”的特点。无论冲突最终走向何种情形，相关资产价格的波动率都将放大。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。



免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。