仅供内部参考，请勿外传

宏观经济周报

就业结构隐忧制约消费复苏

核心观点

5月社会消费品零售总额同比降至-0.6%，看似进一步走弱，实则受去年“国补”政策高基数及降雨天气拖累线下消费等暂时性因素影响。从环比看，5月社零环比增速高于历史同期均值，表现明显优于4月（4月环比显著弱于季节性），表明消费在边际上已有所改善。

消费改善的一个关键支撑因素是就业市场的边际好转。今年5月失业率继续下行，边际表现优于历史同期均值。实证数据显示，调查失业率与居民消费倾向呈显著负相关——失业率每下降0.1个百分点，消费倾向约上升0.8个百分点，失业率回落对消费构成直接支撑。

但就业改善的结构隐忧不容忽视。近年来，失业率数据呈现“本地户籍上行、外来户籍下行”的背离。这一背离反映了灵活就业的兴起——外来户籍人口对灵活就业的接受度更高，而本地户籍人口更注重就业稳定性。近几年重庆市住房公积金缴纳和新开户数据中灵活就业人员占比的持续攀升进一步验证了这一点。今年5月失业率的改善，更多仍由灵活就业所贡献。

灵活就业占比上升带来了两个层面的影响。其一，灵活就业人员收入水平偏低，所以拉低了居民整体的工资性收入增速。其二，灵活就业稳定性差，容易激发居民的预防性储蓄，所以灵活就业占比上升压制了居民消费意愿，2024至2026年国内居民消费倾向系统性偏低印证了这一判断。

值得关注的是，灵活就业提供的服务和产品最终需由稳定就业人员的需求来消化，若没有稳定就业岗位的增加，灵活就业的增长也将成为无源之水。今年5月本地户籍失业率处于近年同期最高水平，外来户籍失业率的改善可能难以持续。6月25日求是网发文《如何破解生活性服务业领域的“内卷式”竞争》，正是这一困境的写照。因此，通过政策手段提升灵活就业人员的工资水平和稳定性、或进一步增加稳定就业岗位的供给，将是后续国内消费能否持续复苏的关键影响因素。

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

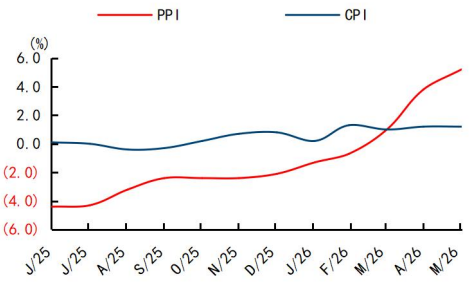
证券分析师：王奕群
0755-81982462
wangyiqun1@guosen.com.cn
S0980525110002

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

基础数据

固定资产投资累计同比	-4.10
社零总额当月同比	-0.60
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-日元加息难阻贬值》——2026-06-20
《宏观经济周报-5月经济边际修复》——2026-06-20
《多资产周报-黄金牛市结束了吗？》——2026-06-16
《宏观经济周报-隔夜暂破1.4%，宽松仍是主基调》——2026-06-13
《多资产周报-全球铝市场的分化与收敛》——2026-06-06

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

思考：就业结构隐忧制约消费复苏 4
周度观察结论：生产景气延续改善 4
生产：景气度延续改善 5
消费：需求仍在磨底 5
进出口：美欧航线运力扩张 7
财政：7 月支出将迎拐点 8
货币：资金面趋于稳定，债市加杠杆意愿提升 9
房地产：二手房成交降温 9
风险提示 11

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图1： 螺纹钢指向房地产投资景气下降 5
图2： 沥青开工率指向基建投资景气度向好 5
图3： 冷轧板指向机电产品生产景气走强 5
图4： PTA 指向纺织服装和包装领域景气延续改善 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震荡上升，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： 二手房价指数 10
图24： 土地成交数量 10

仅供内部参考，请勿外传

思考：就业结构隐忧制约消费复苏

5 月社会消费品零售总额同比降至-0.6%，看似进一步走弱，实则受去年“国补”政策高基数及降雨天气拖累线下消费等暂时性因素影响。从环比看，5 月社零环比增速高于历史同期均值，表现明显优于 4 月（4 月环比显著弱于季节性），表明消费在边际上已有所改善。

消费改善的一个关键支撑因素是就业市场的边际好转。今年 5 月失业率继续下行，边际表现优于历史同期均值。实证数据显示，调查失业率与居民消费倾向呈显著负相关——失业率每下降 0.1 个百分点，消费倾向约上升 0.8 个百分点，失业率回落对消费构成直接支撑。

但就业改善的结构隐忧不容忽视。近年来，失业率数据呈现“本地户籍上行、外来户籍下行”的背离。这一背离反映了灵活就业的兴起——外来户籍人口对灵活就业的接受度更高，而本地户籍人口更注重就业稳定性。近几年重庆市住房公积金缴纳和新开户数据中灵活就业人员占比的持续攀升进一步验证了这一点。今年 5 月失业率的改善，更多仍由灵活就业所贡献。

灵活就业占比上升带来了两个层面的影响。其一，灵活就业人员收入水平偏低，所以拉低了居民整体的工资性收入增速。其二，灵活就业稳定性差，容易激发居民的预防性储蓄，所以灵活就业占比上升压制了居民消费意愿，2024 至 2026 年国内居民消费倾向系统性偏低印证了这一判断。

值得关注的是，灵活就业提供的服务和产品最终需由稳定就业人员的需求来消化，若没有稳定就业岗位的增加，灵活就业的增长也将成为无源之水。今年 5 月本地户籍失业率处于近年同期最高水平，外来户籍失业率的改善可能难以持续。6 月 25 日求是网发文《如何破解生活性服务业领域的“内卷式”竞争》，正是这一困境的写照。因此，通过政策手段提升灵活就业人员的工资水平和稳定性、或进一步增加稳定就业岗位的供给，将是后续国内消费能否持续复苏的关键影响因素。

周度观察结论：生产景气延续改善

本周景气度延续改善，基建与机电生产相对稳定，纺织服装领域继续明显改善，房地产投资仍偏弱，整体工业品生产热度稳步修复。

消费端需求仍在磨底。端午假期市内出行与物流数据均走弱，乘用车与电影票房表现低迷，居民消费意愿不足，内需修复动能偏弱。

外贸方面，港口吞吐量高位小幅回落，运价延续大涨，美欧航线运力显著扩张。美伊刚签备忘录即再起摩擦，地缘风险重燃，油价仍可控但需警惕局势升级对航运的冲击。

房地产市场分化加剧，新房成交季节性回升但仍弱于往年，二手房成交出现降温迹象，为近年来首次显著走弱。房价继续承压，一线城市报价指数低位波动，市场调整仍在延续。

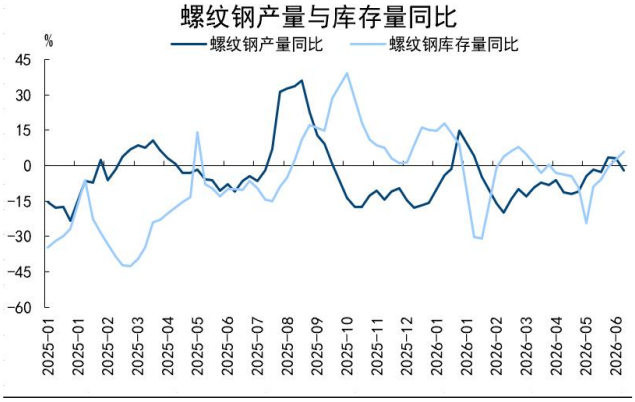
仅供内部参考，请勿外传

生产：景气度延续改善

本周，与房地产投资相关的螺纹钢产量同比稍有下降，库存同比依旧上涨，或与地产投资需求仍偏弱有关；与基建投资相关的中厚板产量略有下降，沥青开工率同比继续上升，表明基建活动活跃度分化而整体相对稳健；与机电产品生产相关的冷轧板产量同比维持稳定，库存同比继续上升，指向机电产品的生产景气维持稳定，企业累库意愿增强；与纺织服装和包装领域生产相关的 PTA 开工率和库存同比均明显上行，表明企业生产和累库意愿均继续明显增加。

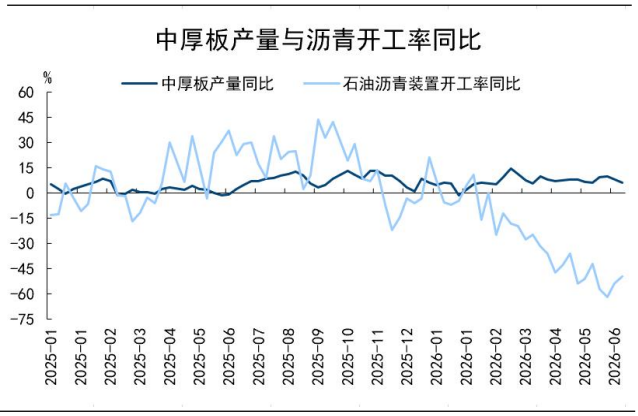
因此，上述生产高频数据指向本周房地产投资景气有所下降、基建投资和机电产品生产景气相对稳定、纺织服装和包装领域继续明显改善。整体来看，本周国内工业品生产景气或延续改善趋势。

图1：螺纹钢指向房地产投资景气下降



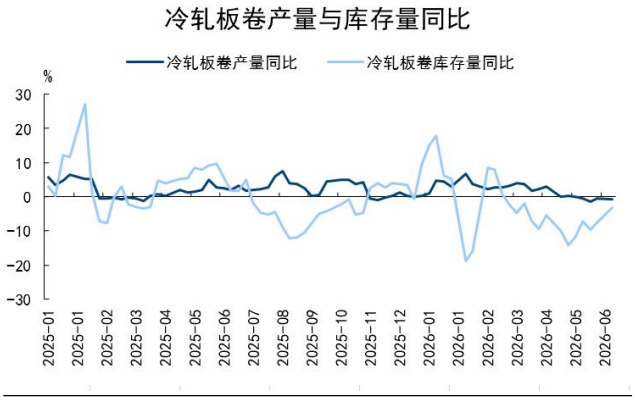
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：沥青开工率指向基建投资景气度向好



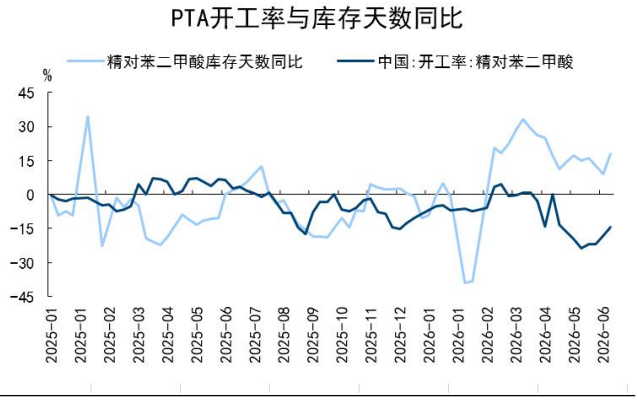
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：冷轧板指向机电产品生产景气走强



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改善



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

消费：需求仍在磨底

从高频数据观察，近期市内出行有所回落。与此同时，物流数据显著走弱，商品消费温和修复，文娱服务消费动能依然不足。

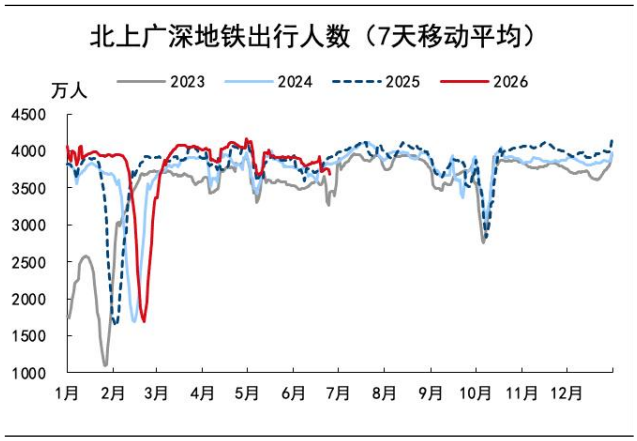
仅供内部参考，请勿外传

市内基础出行边际回落。从一线城市地铁流量观察，本周（6 月 19 日-6 月 25 日）日均流量约 3687.92 万人次，环比回落 6.1%，较前一周（2.7%）由增转降，端午假期市内出行需求偏弱或为主要拖累因素。

线上消费持续放缓。反映商业活动和消费的物流高频数据显示，最新一周（6 月 15 日-6 月 21 日）邮政快递投递量环比下降 1.2%，较去年同期（+4.6%）明显走弱；同比增速亦出现明显回落，由上周的 6.8%降至 0.9%，或主要受端午假期错位扰动。

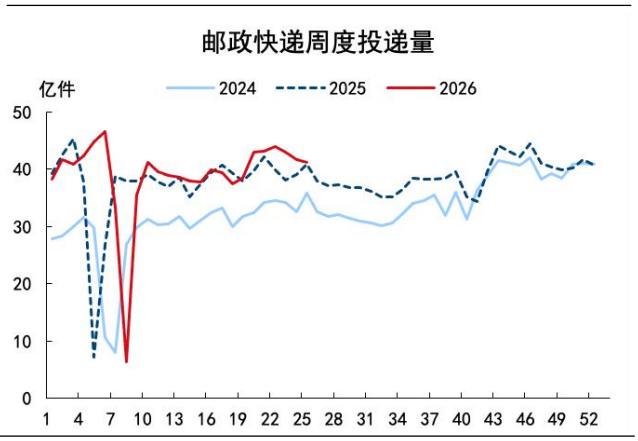
从具体消费品类看：商品消费与文娱消费双弱。 商品消费方面，最新一周（6 月 13 日-6 月 19 日）乘用车销量环比上涨 26.2%，或主要受端午假期因素提振；但同比下降 29.5%，降幅较上周（-18.7%）进一步扩大，年初以来累计较去年同期萎缩约 19.5%。服务消费方面，本周（6 月 20 日-6 月 26 日）日均电影票房约 0.6 亿元，环比小幅回落 0.8%，较前一周（38.1%）明显转弱，同比下降 10.3%。尽管今年端午假期刷新同期场次纪录，但或受新片市场号召力不足影响，票房表现相对平淡。

图5：市内流动：一线城市地铁



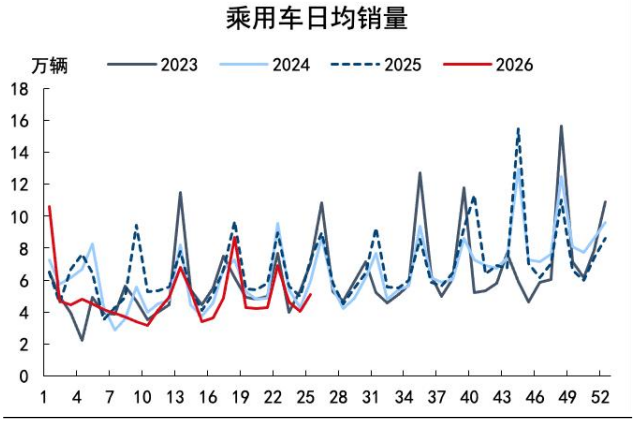
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：商品消费：物流投递



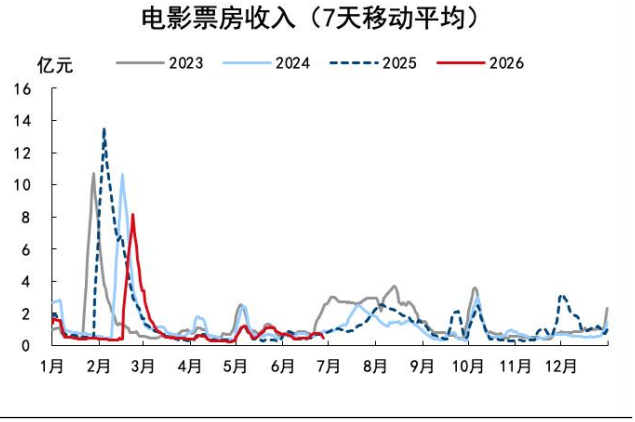
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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

仅供内部参考，请勿外传

进出口：美欧航线运力扩张

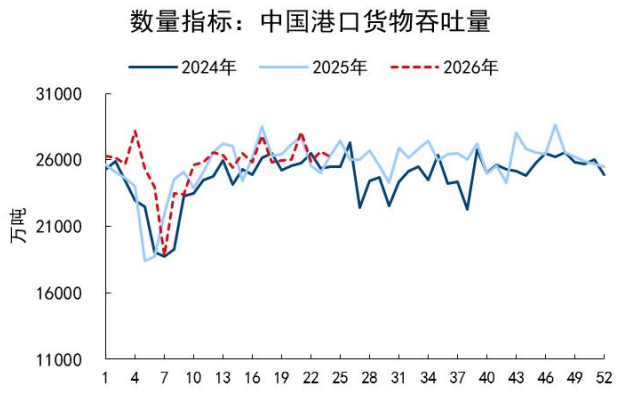
港口吞吐量小幅回落，高位震荡格局延续。本周中国港口货物吞吐量为 2.62 亿吨，环比下降 1.51%，同比微降 0.60%；集装箱吞吐量录得 685.4 万 TEU，环比回升 2.54%，外贸装卸韧性尚存。

运价延续上行，涨幅维持高位。中国出口集装箱运价指数（CCFI）本周升至 1710.47，环比上涨 6.97%，已连续多周攀升。此前一周环比涨幅约 8.04%，本周涨幅略有收窄但仍属强劲，航线抢运需求集中释放与绕行运力收紧叠加支撑。

航线投放分化加剧，远洋运力显著扩张。本周外贸运力结构性调整明显，美西航线投放 38.8 万 TEU，环比大增 35.8%，欧洲航线投放 32.8 万 TEU，环比增长 34.2%，日韩航线亦升 8.4%；整体看，运力重心在亚洲区域高位运行的同时，向跨太平洋及欧线明显倾斜。

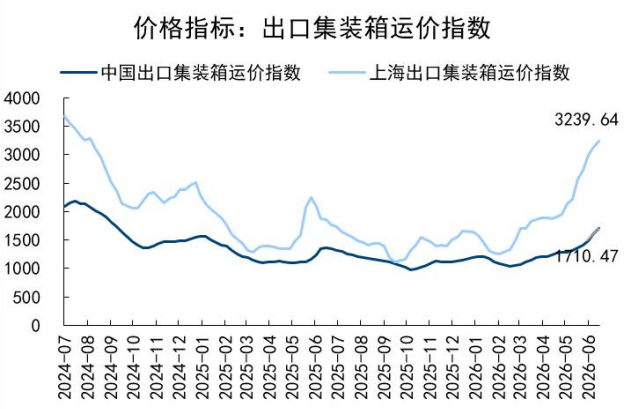
美伊签署谅解备忘录后摩擦再度升温，油价整体相对可控。6 月 25 日伊朗无人机袭击新加坡籍货轮，美军 26 日空袭其导弹与沿海雷达设施回击，系谅解签署后首次动武；油价仍维持在 70 美元反映市场暂视摩擦可控，但美伊高层对抗表态强硬，若升级至封锁海峡，能源运输与运价将再度承压。

图9：中国港口货物吞吐量增速



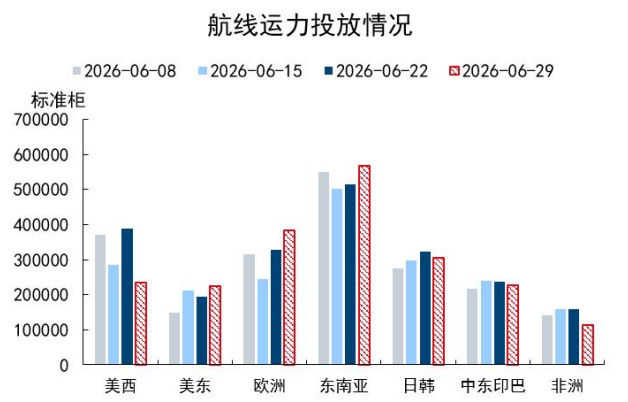
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：中国出口集装箱运价指数



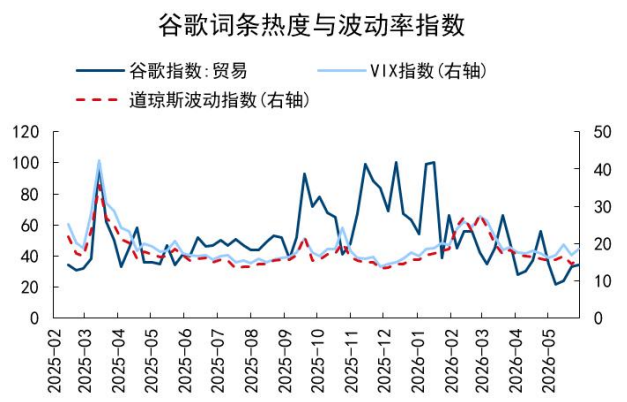
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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

仅供内部参考，请勿外传

财政：7 月支出将迎拐点

广义赤字本周边际放缓，下周放量。广义赤字（国债净融资+新增地方债发行）本周（6/22-6/288）5989 亿。下周预计 1676 亿，累计 5.1 万亿。其中国债净融资累计 2.6 万亿，同比少约 9386 亿；新增专项债累计发行 2.1 万亿，同比少发约 943 亿；新增一般债累计 3892 亿，同比少发约 628 亿。超长期特别国债今年已累计发行 5720 亿，总体来看各项政府债节奏均较为落后去年，预计三季度将迎来提速。

5 月财政收支整体来看，延续收入端回暖、支出端负增的趋势，财政政策力度指数继续回落。当前内需疲弱拖累经济增速，三季度大概率迎来政策拐点，7 月底政治局会议有望推动存量财政政策加速落地。

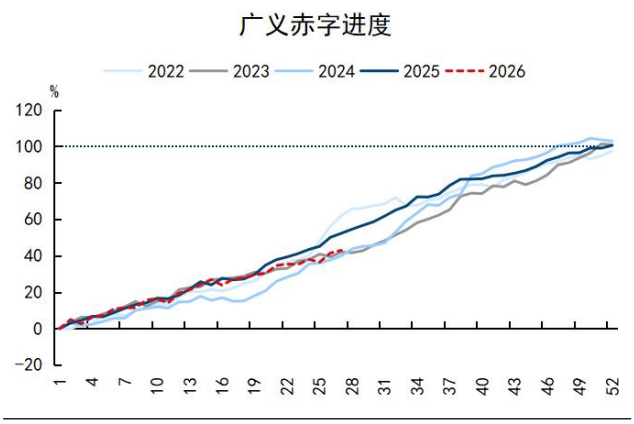
化债方面，特殊再融资专项债已发行 1.63 万亿。本周特殊再融资专项债发行 36 亿，下周预计发行 0 亿，今年累计发行进度 82%，仍低于去年同期（1.80 万亿），预计三季度基本发行完毕。特殊新增专项债目前已发行 3588 亿，土地储备专项债已发行 1723 亿。

图13： 广义赤字与财政支出



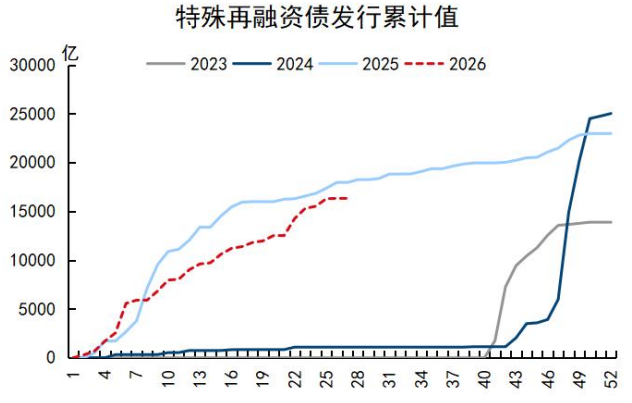
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图14：广义赤字进度



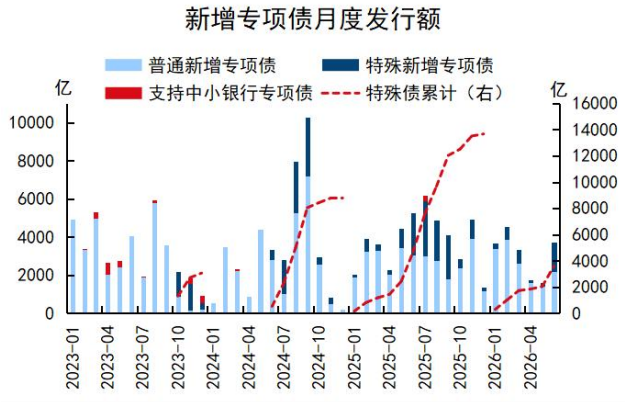
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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

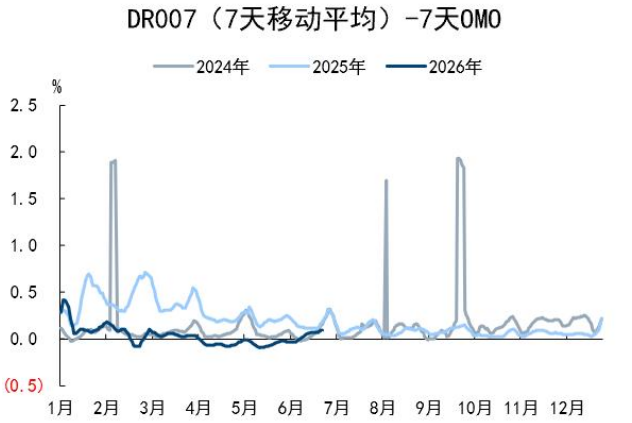
仅供内部参考，请勿外传

货币：资金面趋于稳定，债市加杠杆意愿提升

本周，DR007 与逆回购利率差值继续小幅上升但速度明显缓和，当前基本持平历史同期平均水平；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 存量金额大幅回升，创近年同期新高；银行间待购回债券余额震荡上升。

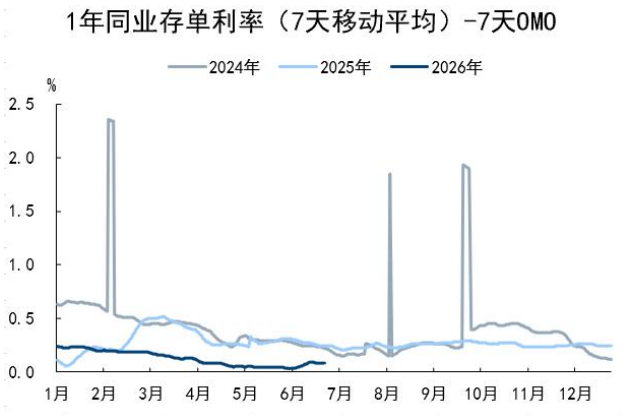
上述高频数据指向本周货币市场边际收紧力度继续缓和；央行 OMO 存量大幅抬升，表明隔夜利率已回升至合意水平上方，央行逐渐加大投放量呵护货币市场资金面；资金面趋于稳定背景下债券市场加杠杆意愿继续提升，待购回债券余额震荡上升。

图17：DR007 与逆回购利率差值指向货币边际收紧



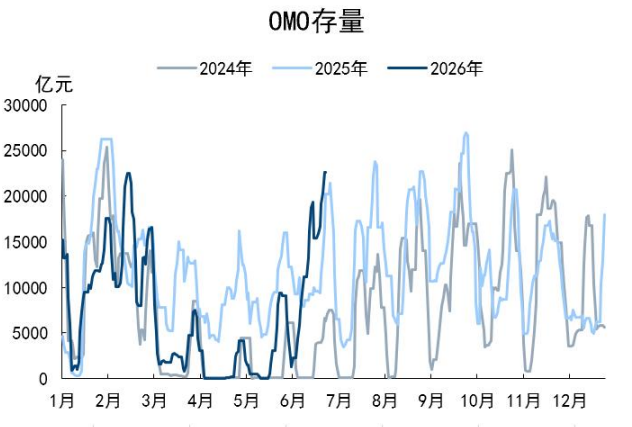
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图18：存单与逆回购利率差值指向货币边际收紧



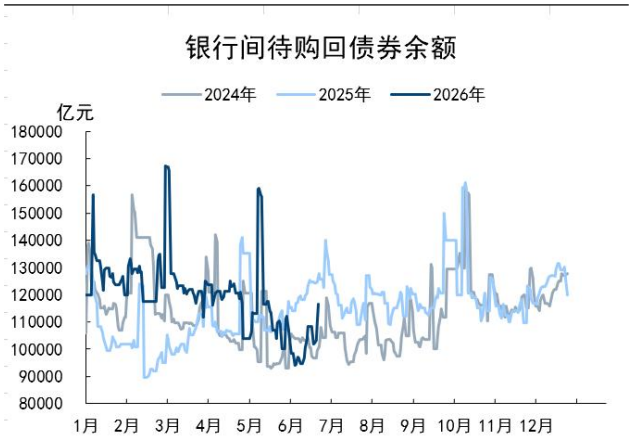
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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震荡上升，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：二手房成交降温

成交量方面，房地产周度成交一二手房分化显著。30 大中城市商品房日均成交套数本周环比上行，主要是季节性走强，当周同比-15.2%，差于过去两年同期水平。18 城二手房成交环比显著下行，当周同比-8.2%，已经低

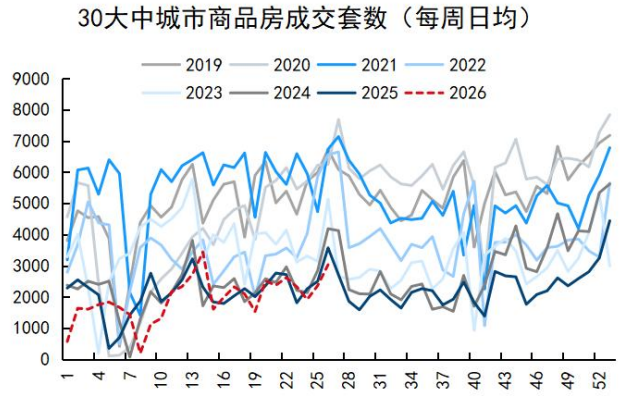
仅供内部参考，请勿外传

于过去两年同期水平，有降温的趋势。库存边际上行，十大城市存销比录得 89.4，前值 78.7，仍显著低于去年同期值，但高于 2024 年。

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 326 宗，环比上行，当周同比-38.4%，这意味着 6 月土地出让收入继续保持低迷。楼面均价下行，溢价率环比同样下行。

价格上，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，上海回升，北京、广州、深圳回落。二手房量价指数均处于历史低位，挂牌量指数边际下行，价格指数也在继续下行的过程中，尚未出现企稳。

图21：一手房成交



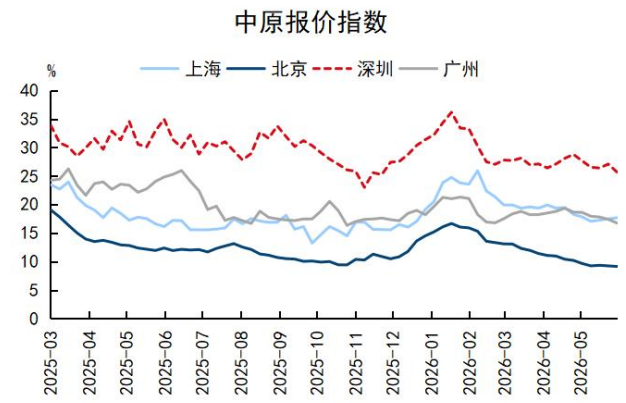
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图22：二手房成交



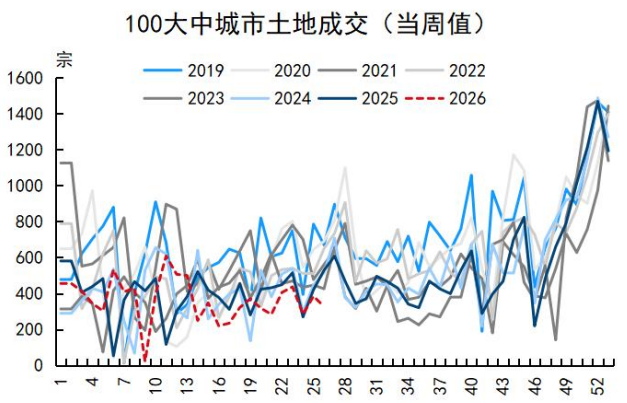
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

海外市场动荡，存在不确定性。

仅供内部参考，请勿外传

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。

仅供内部参考，请勿外传

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