

2025 年 12 月 31 日

基于 DID 模型理解为何消费品以旧换新略退坡

宏观研究团队

——兼评 12 月 PMI 数据和 2026 年“两新”政策

何宁（分析师）

陈策（分析师）

hening@kysec.cn

chence@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790524020002

● DID 模型显示消费品以旧换新边际杠杆下滑，2026 年规模或降至 2500 亿元

(1)消费品以旧换新规模或略降、结构优化。2026 年“两新”更注重政策的精准性和质量，引导产业向高端化、绿色化发展。资金规模方面，2026 年首批资金 625 亿元、低于 2025 年首批的 810 亿元，考虑到发改委曾强调“更加重视持续性和均衡性”、“保障全年有序实施”，我们推测 2026 年四批资金均为 625 亿元，全年规模可能下降 500 亿元至 2500 亿元。

(2)DID 模型显示，以旧换新对社零的边际拉动倍数从 2.3 倍降至约 1.9 倍。如何理解 2026 年消费品以旧换新规模可能略降？我们认为该变化反映了中央决策层对消费品补贴杠杆效应的总体认可，以及后续有序放缓的前瞻引导。DID 模型测算显示，2025 年消费品以旧换新对社零的边际拉动可能降至约 1.9 倍、略低于 2024 年的 2.3 倍，预计 2026 年社零增速中枢或延续温和回落。

(3)商品消费补贴的减少部分，可能会通过服务消费券或其他形式予以体现。参考上海经验，若新增全国服务消费券则规模可能在 300-500 亿元。

● 制造业：PMI 重回荣枯线上，生产和需求改善较快

(1)增量政策见效叠加工作日数增加，制造业景气度重回荣枯线上。制造业 PMI 翘尾回暖但也需考虑工作日数的扰动，10 月、11 月均较 2024 年同期少 1 天，但 12 月同比增加 2 天，因此作为环比指标的 PMI 读数会出现一定改善。分行业来看，农副食品加工、纺织服装服饰、计算机通信电子设备等行业的产需指数较高，但地产链（非金属矿物制品、黑色冶炼）等行业低于临界点。

(2)工业原材料价格有所分化，预计 12 月 PPI 同比回升。根据高频指标，我们预计 12 月 PPI 环比可能在 0.3%左右，同比在-1.8%左右，均较前值回升。

(3)分类型来看，大中型企业景气度明显回暖。12 月大型、中型、小型企业 PMI 分别较前值变动了+1.5、+0.9、-0.5 个百分点，表征民企景气度的 BCI 指数转弱。

● 非制造业：三因素共振推升建筑业景气度，服务业小幅回升

(1)建筑业 PMI 明显改善：一则受益于南方暖冬以及两节临近，相关企业抢抓生产；二则前期增量财政陆续形成实物工作量；三则央地对 2026 年开门红有一定诉求，包括提前下达 2026 年提前批“两重”建设项目清单和中央预算内投资计划 2950 亿元，以及近期多省市密集披露 2026 年一季度拟发地方债规模。

(2)服务业小幅回升：12 月服务业 PMI 和新订单 PMI 分别回升了 0.2、1.7 个百分点。分行业来看，电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、资本市场服务等行业位于高位景气区间，零售、餐饮等行业相对承压。

● 预计 2025 全年 GDP 约 5.0%，扩内需政策提前落地

(1)12 月 PMI 数据指向经济边际改善，我们基于生产法测算，预计 2025Q4 GDP 同比约 4.4%，其中第一、二、三产业约为 4.5%、3.8%、4.9%，能顺利实现 2025 全年约 5.0%的经济增速目标。

(2)此前我们提示，经济偏弱态势尚未扭转，为接续 2026 年良好开局以及落实“十五五”规划战略指引，增量政策或需稳步推出。目前“两新”、“两重”、中央预算内等扩内需政策提前落地，2026Q1 GDP 增速有望边际改善，“开门红”的成色和幅度有待进一步观察。

● 风险提示：政策变化超预期；美国经济超预期衰退而拖累国内出口。

相关研究报告

《人民币汇率：破 7 或可持续，但升值节奏或较平缓——宏观经济点评》

-2025.12.30

《建筑开工有所回升——宏观经济专题》-2025.12.30

《利润延续放缓，工企库销比显著走高——兼评 11 月企业利润数据》

-2025.12.28

目 录

1、 DID 模型显示消费品以旧换新边际杠杆下滑，2026 年规模或降至 2500 亿元.....	3
2、 制造业：PMI 重回荣枯线上，生产和需求改善较快.....	4
3、 非制造业：三因素共振推升建筑业景气度，服务业小幅回升.....	6
4、 预计 2025 全年 GDP 约 5.0%，扩内需政策提前落地.....	8
5、 风险提示.....	8

图表目录

图 1： 双重差分得到的 β_3 即为政策实施的边际效应.....	3
图 2： DID 模型表明，2025 年以旧换新对社零的边际拉动倍数约为 1.9 倍，略低于 2024 年的 2.3 倍.....	4
图 3： 12 月制造业 PMI 分项普遍回升.....	5
图 4： 12 月末高炉开工低位企稳.....	5
图 5： 12 月汽车半钢胎开工率弱于 2024 年同期.....	5
图 6： 12 月大中型企业 PMI 改善.....	6
图 7： 12 月 BCI 指数转弱.....	6
图 8： 12 月建筑业 PMI 和新订单均改善.....	7
图 9： 开门红诉求叠加春节靠后，各省市密集披露 2026 年初拟发行地方债计划.....	7
图 10： 12 月末石油沥青开工率小幅回升.....	7
图 11： 12 月水泥磨机运转率基本持平 2024 年同期.....	7
图 12： 12 月服务业 PMI 小幅回升.....	8
图 13： 预计 2025Q GDP 当季同比约 4.4%.....	8

事件：(1)2025年12月官方制造业PMI 50.1%，预期49.2%，前值49.2%；官方非制造业PMI 50.2%，预期49.6%，前值49.5%。(2)12月29日，发改委、财政部印发《关于2026年实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》。

1、DID模型显示消费品以旧换新边际杠杆下滑，2026年规模或降至2500亿元

(1)消费品以旧换新规模或降至2500亿元、结构优化。2025年12月29日，发改委、财政部印发《关于2026年实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，较2025年两新略有提前。不同于2025年的加力和扩围，2026年更注重政策的精准性和质量，引导产业向高端化、绿色化发展，确保财政资金安全高效使用，防范市场乱象。

资金规模方面，2025年四批消费品以旧换新资金分别为810、810、690、690亿元；2026年首批资金625亿元，考虑到发改委在2025年6月强调“更加重视持续性和均衡性”、“保障全年有序实施”，我们推测2026年四批资金均为625亿元，全年规模可能下降500亿元至2500亿元。

分品类来看，设备更新将“老旧小区加装电梯、养老机构、消防救援设施、检验检测”和线下消费商业设施（商业综合体、购物中心、百货店、大型超市等）纳入补贴范围；以旧换新加强了对AI+智能产品的购新补贴，包括智能手表（手环）、智能眼镜和智能家居产品（含适老化家居产品），汽车补贴从一刀切变为比例制并制定全国统一标准，家电补贴标准提高至能效1级，且补贴上限和补贴比例有所降低，其他品类则调整为地方政府在框架内自主拓展。

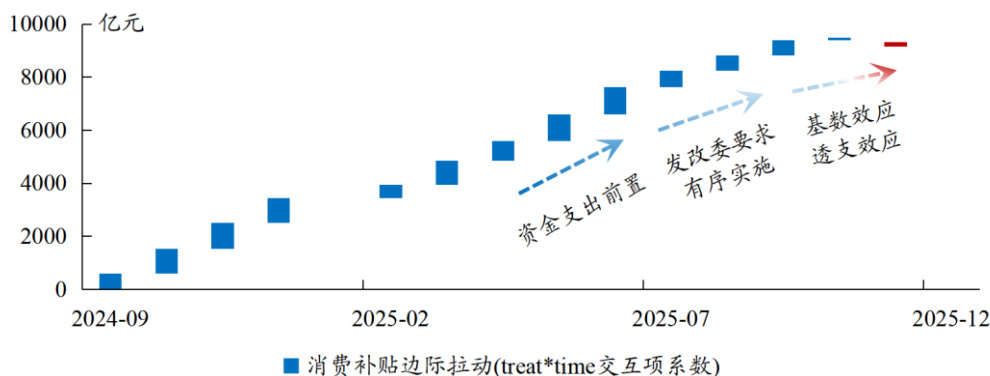
(2)DID模型显示，以旧换新对社零的边际拉动倍数从2.3倍降至约1.9倍。如何理解2026年消费品以旧换新规模可能略降？我们认为该变动反映了中央决策层对消费品补贴杠杆效应的总体认可，以及后续有序放缓的前瞻引导。2025年1月，我们在报告《DID模型测算消费补贴边际拉动约2.3倍》给出了具体模型和测算过程，更新模型后，测算2025年消费品以旧换新对社零的边际拉动可能降至约1.9倍，略低于2024年的2.3倍，尤其基数上升和透支效应导致10月、11月大幅转弱。2025年首批810亿元对2025Q1社零的边际拉动约1433亿元，2026年首批625亿元对2026Q1的边际拉动可能降至约1000亿元，预计2026年社零增速中枢或延续温和回落。

图1：双重差分得到的 β_3 即为政策实施的边际效应

双重差分过程	政策实施前 time=0	政策实施后 time=1	差分
控制组 treat=0	β_0	$\beta_0+\beta_2$	β_2
干预组 treat=1	$\beta_0+\beta_1$	$\beta_0+\beta_1+\beta_2+\beta_3$	$\beta_2+\beta_3$
差分	β_1	$\beta_1+\beta_2$	β_3

资料来源：山东财大统计交叉科学研究中心、开源证券研究所

图2: DID 模型表明, 2025 年以旧换新对社零的边际拉动倍数约为 1.9 倍, 略低于 2024 年的 2.3 倍



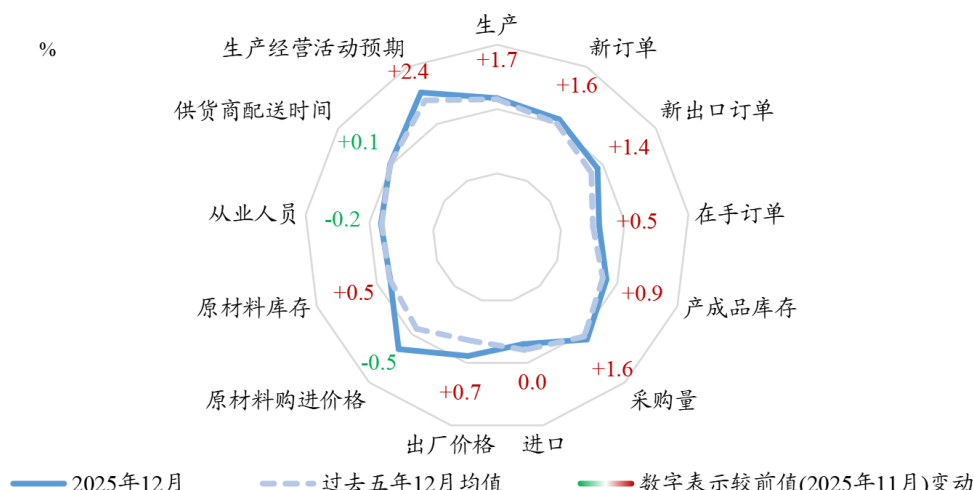
数据来源: 发改委、Wind、开源证券研究所

(3)若新增服务消费券, 则全国资金规模可能在 300-500 亿元。参考上海经验, 2024 年 9 至 12 月, 上海统筹安排超过 40 亿元消费品以旧换新、占全国 1500 亿元的 2.7%, 2025 全年上海预计投放 10 亿元服务消费券, 按相同比例则全国服务消费券的规模可能在 $10/2.7\%=375$ 亿元, 即 300-500 亿元区间。因此, 我们认为商品消费补贴的减少部分, 可能会通过服务消费券或其他形式予以体现, 尚不能作为“超长期特别国债对两新支持力度退坡”的证据。

2、制造业: PMI 重回荣枯线上, 生产和需求改善较快

(1)增量政策见效叠加工作日数增加, 制造业景气度重回荣枯线上。12 月制造业 PMI 为 50.1%、环比改善了 0.9 个百分点, 明显强于季节性规律 (过去五年 12 月均值为 49.7%, 较 11 月平均-0.3 个百分点)。需要指出的是, 制造业 PMI 翘尾回暖但也需考虑工作日数的扰动, 10 月、11 月均较 2024 年同期少 1 天, 但 12 月同比增加 2 天, 因此作为环比指标的 PMI 读数会出现一定改善。生产端, PMI 生产回升了 1.7 个百分点至 51.7%; 需求端, PMI 新订单、PMI 新出口订单、PMI 进口分别改善了 1.6、1.4、0.0 个百分点至 50.8%、49.0%、47.0%; 分行业来看, 农副食品加工、纺织服装服饰、计算机通信电子设备等行业的产需指数较高, 但地产链 (非金属矿物制品、黑色冶炼) 等行业低于临界点。

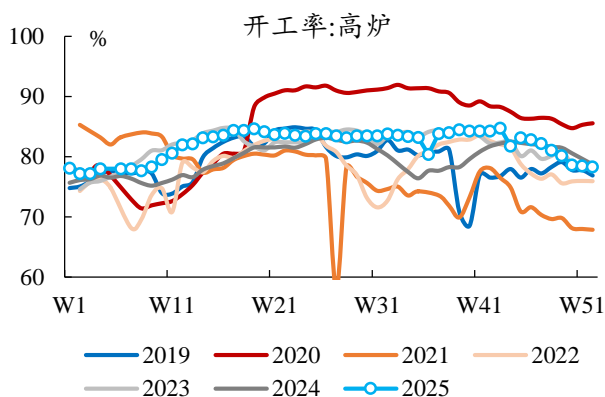
图3：12月制造业PMI分项普遍回升



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：除疫情等特殊期间，供应商配送时间通常为反向指标

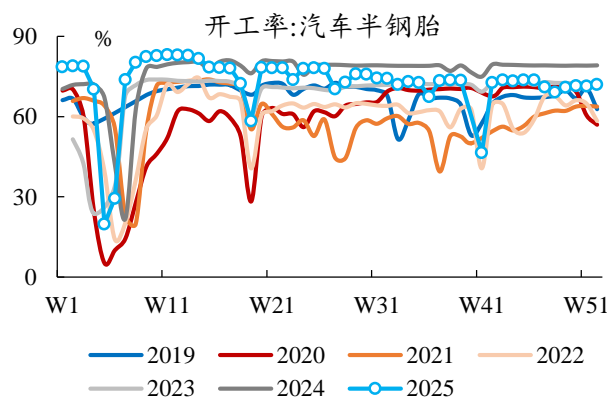
(2)生产端具体来看：内需链方面，12月高炉、焦炉开工率不强，螺纹钢和线材表观需求量相对平稳，铁矿石和螺纹钢价格震荡上行；外需链方面，汽车半钢胎开工率仍低于2024年同期水平，化工链的聚酯切片、短纤开工率相对稍好。结合开工率情况，因此我们倾向于认为制造业PMI的改善更多源于工作日数增加。

图4：12月末高炉开工低位企稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：12月汽车半钢胎开工率弱于2024年同期



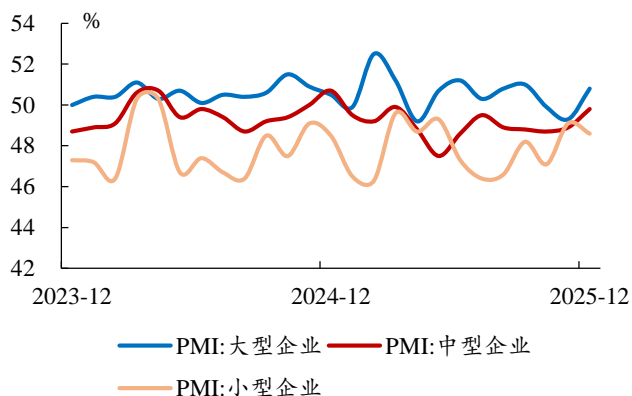
数据来源：Wind、开源证券研究所

(3)工业原材料价格有所分化，预计12月PPI同比回升。12月PMI原材料购进价格与PMI出厂价格分别为53.1%、48.9%，较前值分别变化了-0.5、0.7个百分点，表明原材料价格震荡分化运行。高频指标显示，截至12月19日的生产资料价格指数环比回升1.4%，截至12月30日的南华工业品指数环比回落0.6%，CRB工业原料现货指数环比回升2.2%，我们预计12月PPI环比可能在0.3%左右，同比在-1.8%左右，均较前值回升。

(4)分类型来看，大中型企业景气度明显回暖。12月大型、中型、小型企业PMI分别较前值变动了+1.5、+0.9、-0.5个百分点，大中型企业景气度明显回暖，或受益

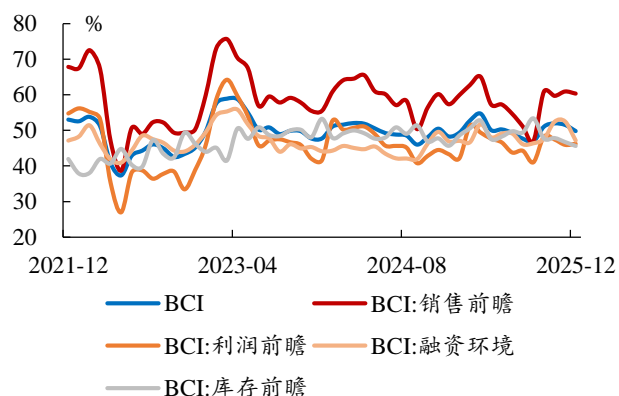
于增量财政见效以及央地对 2026 年开门红有一定诉求。表征民企景气度的 BCI 指数下降了 1.7 个百分点至 49.8%，再度落至荣枯线以下。其中，融资环境、投资、总成本等前瞻分项下行幅度较大。

图6：12月大中型企业 PMI 改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：12月 BCI 指数转弱



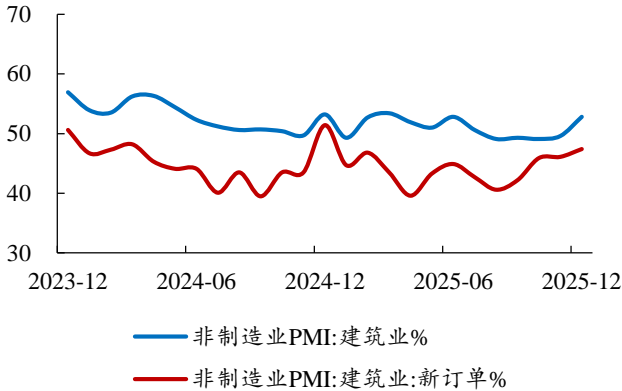
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、非制造业：三因素共振推升建筑业景气度，服务业小幅回升

(1)建筑业 PMI 明显改善：12月建筑业 PMI 改善 3.2 个百分点至 52.8%，表征预期的新订单指数则回升 1.3 个百分点至 47.4%。一则受益于南方暖冬以及两节临近，相关企业抢抓生产；二则前期增量财政陆续形成实物工作量（政策性金融工具和 2000 亿稳增长限额空间）；三则央地对 2026 年开门红有一定诉求，包括提前下达 2026 年提前批“两重”建设项目清单和中央预算内投资计划 2950 亿元，以及近期多省市密集披露 2026 年一季度拟发地方债规模。

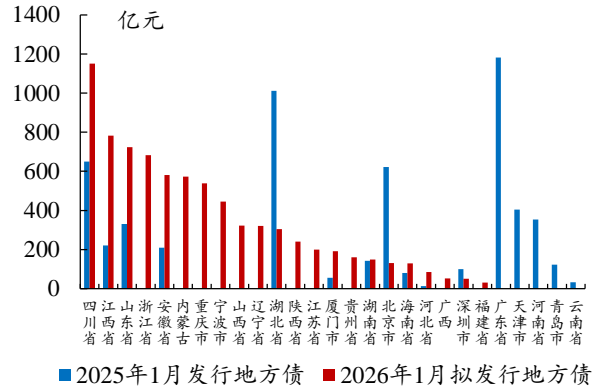
实物工作量有所改善，12 月末石油沥青开工率小幅回升，水泥磨机运转率和发运率相对平稳，未有明显回升。

图8：12月建筑业 PMI 和新订单均改善



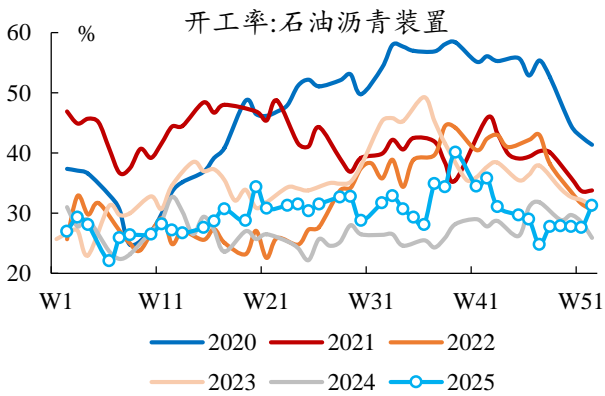
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：开门红诉求叠加春节靠后，各省市密集披露 2026 年初拟发行地方债计划



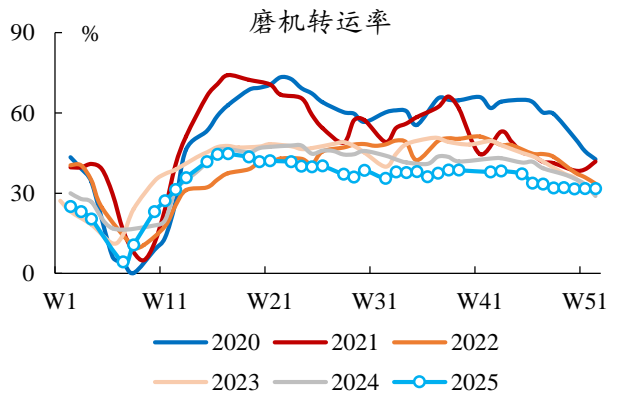
数据来源：企业预警通、开源证券研究所

图10：12月末石油沥青开工率小幅回升



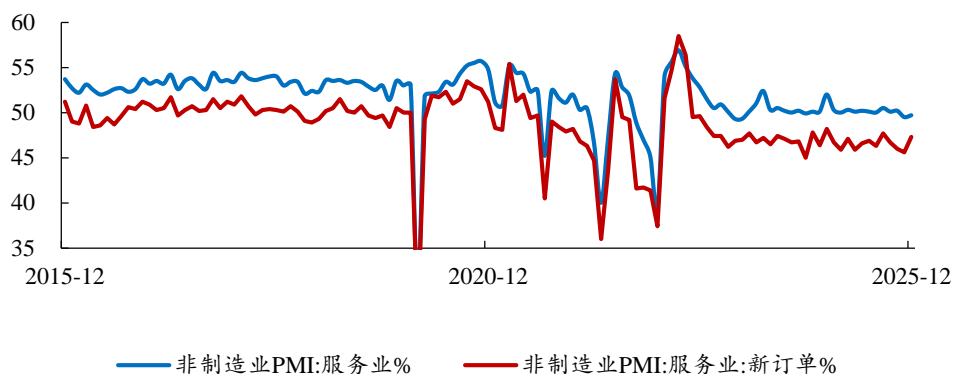
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：12月水泥磨机运转率基本持平 2024 年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)服务业小幅回升：12月服务业 PMI 为 49.7%、较前值回升了 0.2 个百分点，服务业新订单改善 1.7 个百分点至 47.3%。分行业来看，电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、资本市场服务等行业位于高位景气区间，零售、餐饮等行业相对承压。

图12：12月服务业PMI小幅回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、预计 2025 全年 GDP 约 5.0%，扩内需政策提前落地

12月PMI数据指向经济边际改善，制造业PMI翘尾回升，前期增量财政见效和央地开门红诉求共同推升建筑业，服务业小幅修复，出口维持一定韧性。我们基于生产法测算，预计2025Q4 GDP同比约4.4%，其中第一、二、三产业约为4.5%、3.8%、4.9%，能顺利实现2025全年约5.0%的经济增速目标。

此前我们提示，经济偏弱态势尚未扭转，为接续2026年良好开局以及落实“十五五”规划战略指引，增量政策或需稳步推出。目前“两新”、“两重”、中央预算内等扩内需政策提前落地，2026Q1 GDP增速有望边际改善，“开门红”的成色和幅度有待进一步观察。

图13：预计 2025Q GDP 当季同比约 4.4%

当季同比(%)	GDP	第一产业	第二产业	工业	建筑业	第三产业
2025Q4增速预测	4.4	4.5	3.8	5.2	-2.6	4.9
12月	4.8	4.5	4.4	5.9	-2.4	5.2
11月	4.1	4.5	3.4	4.8	-2.9	4.5
10月	4.4	4.5	3.6	4.9	-2.5	4.9

数据来源：Wind、开源证券研究所

5、风险提示

政策变化超预期；美国经济超预期衰退而拖累国内出口。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn