



研究所

分析师:袁野  
SAC 登记编号:S1340523010002  
Email:yuanye@cnpsec.com  
研究助理:苑西恒  
SAC 登记编号:S1340124020005  
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《出口增速韧性不减，关注产品结构  
升级红利释放》 - 2026.1.15

宏观研究

## 内外需增长斜率分化，关注出口和科技共振方向

### ● 核心观点

2025 年我国实际 GDP 同比增长 5%，顺利实现全年经济增长预期目标。季度 GDP 增速呈现前高后低态势，这一特征应与财政前置发力相关。从供需两端来看，供给端保持相对平稳，需求端呈现边际回落，有效需求不足问题较为突出。其中，出口对经济的拉动力相对稳固；投资需求边际放缓态势明显，全年对经济增长的拉动力转为负值；消费拉动虽边际走弱，但整体仍具韧性。具体表现如下：

一是社会消费品零售总额增速延续边际放缓态势，反映出当前居民消费信心与预期仍需进一步提振，这直接体现为居民部门去杠杆进程推进及边际消费倾向回落。不过消费市场结构性亮点显著，服务消费保持平稳增长，数字消费、智能经济相关消费展现出强劲活力与增长潜力。

二是固定资产投资增速跌幅扩大至-3.8 个百分点，这一走势应属新旧动能转换阶段的自然回落，需理性客观看待。但经济高质量发展离不开平稳的增长环境，中央经济工作会议已明确提出“推动投资止跌企稳”的要求。四季度两项 5000 亿元政策工具资金已全部落地投放，带动企业配套资金需求回暖，只是这一效应尚未充分体现在基建投资增速上，加之 2026 年提前批“两新一重”项目清单已正式下达，有望为 2026 年一季度基建投资提供有力支撑，推动投资实现止跌企稳具备较强可行性。

三是生产端保持相对平稳，主要由出口拉动。12 月工业增加值同比增长 5.2%，较上月回升 0.4 个百分点，对应同期出口交货值增速回升 3.3 个百分点。从全年走势看，出口交货值同比高增与工业增加值增速回升的走势具有较强一致性，例如 3 月、6 月、9 月均呈现这一联动特征。

综上所述，从 2025 年宏观经济运行的映射逻辑来看，出口链条的强势表现显著带动了中游制造业投资机遇的释放。展望 2026 年，出口动能预计延续向好态势，仍将是拉动经济增长的关键驱动因素，需要重点关注出口和内需的科技共振。

### ● 风险提示：

海外地缘政治冲突加剧；中美贸易摩擦升级；政策效果不及预期

## 目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 1 总量目标如期实现，扩内需仍需提质增效 .....        | 4  |
| 2 社零增速延续走弱，关注服务消费和新型消费业态.....     | 5  |
| 2.1 社零增速延续回落态势 .....              | 5  |
| 2.2 政策驱动商品消费分化，消费升级类产品保持韧性.....   | 6  |
| 2.3 服务消费稳固，数字消费保持高速增长 .....       | 6  |
| 3 固定资产投资存在自然回落过程，一季度投资止跌企稳可期..... | 7  |
| 3.1 年内基建投资预期内回落，一季度投资止跌企稳可期 ..... | 7  |
| 3.2 房价处于寻底过程，关注去库存政策成效.....       | 8  |
| 4 生产保持相对平稳，出口或是主要拉动力 .....        | 9  |
| 风险提示 .....                        | 10 |

## 图表目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 图表 1: 供给 VS 需求 (%)            | 4  |
| 图表 2: 社会消费品零售总额同比增速 (%)       | 6  |
| 图表 3: 商品零售和餐饮收入同比增速 (%)       | 6  |
| 图表 4: 限额以上商品消费 (%)            | 6  |
| 图表 5: 限额以上商品消费边际变化 (%)        | 6  |
| 图表 6: 网上商品和服务零售额累计同比 (%)      | 7  |
| 图表 7: 服务零售额累计同比 (%)           | 7  |
| 图表 8: 商品房均价 (%)               | 8  |
| 图表 9: 70 大中城市房屋销售价格指数同比增速 (%) | 8  |
| 图表 10: 商品房销售面积增速 (%)          | 9  |
| 图表 11: 新开工和新施工面积增速 (%)        | 9  |
| 图表 12: 土地购置费增速 (%)            | 9  |
| 图表 13: 商品房待售面积 (万平方米)         | 9  |
| 图表 14: 工业增加值同比增速 (%)          | 10 |
| 图表 15: 分行业工业增加值增速 (%)         | 10 |

## 1 总量目标如期实现，扩内需仍需提质增效

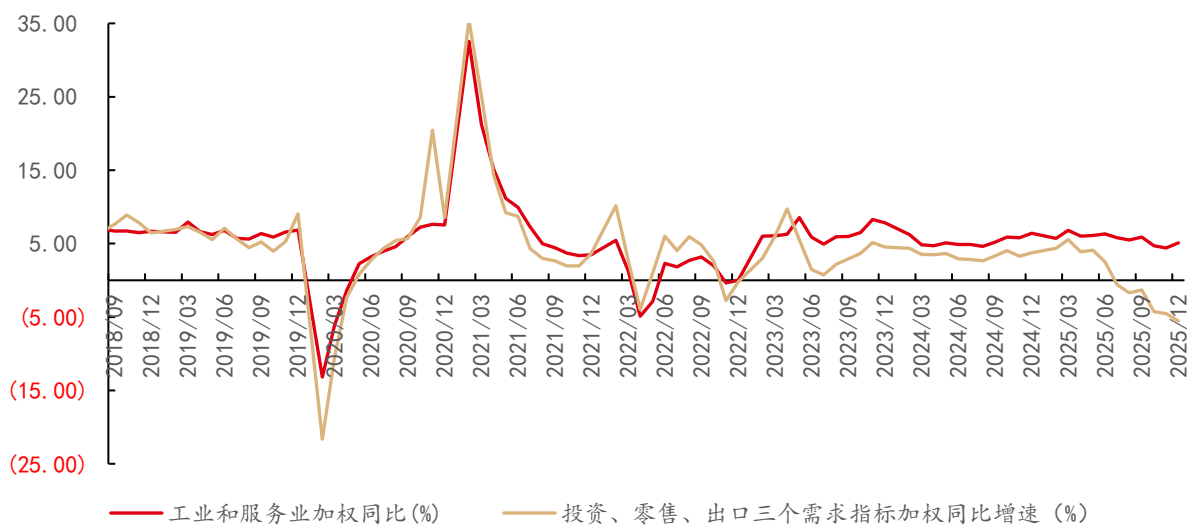
2025 年 GDP 不变价累计同比增速 5%，实现全年经济增长目标，符合预期，季度增速呈现前高后低，分别为 5.4%、5.2%、4.8%和 4.5%，应与财政前置发力有关。从供需两端来看，供给强、需求弱格局延续，有效需求不足问题并未缓解。

(1) 在需求端，出口拉动力全年相对稳固，投资和消费呈现前高后低走势，三季度以来两者边际放缓趋势较为明显，投资需求拉动转为负增长。全年出口拉动力存在小幅波动，月度中枢为 2.24%；投资需求拉动力 3 月达到年内高点 4.3%，之后逐步回落，6 月转负，12 月下跌至-15.09%，房地产市场深度调整，是主要拖累，基建投资放缓亦产生影响，年内月度中枢为-4.04%，拖累经济增速；消费需求拉动力前期因以旧换新政策带动而上升，从 2 月 4%上升至 5 月 6.4%，之后逐步走弱，12 月回落至 0.9%，年内月度中枢为 3.76%，整体呈现正向拉动。

(2) 供给端，生产相对平稳。12 月工业和服务业加权同比增速为 5.1%，较前值上升 0.7pct；全年月度中枢为 5.7%。

(3) 从供需两端来看，有效需求不足仍是当前亟需解决的问题，供过于求局面呈现持续扩大态势。12 月供需缺口为 10.66%，为年内阶段性高点，较前值扩大 1.71pct。

图表1：供给 VS 需求 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

## 2 社零增速延续走弱，关注服务消费和新型消费业态

### 2.1 社零增速延续回落态势

12月社零同比增速为0.9%，较前值回落0.4pct，连续七个月边际放缓，较wind一致预期1.48%低0.58pct。

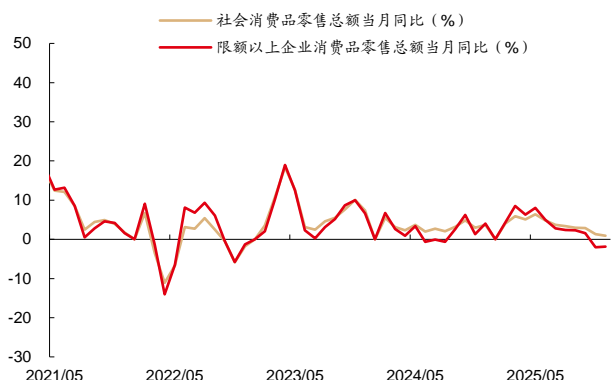
从结构上看，剔除基数效应影响，餐饮消费边际走弱，商品消费边际改善。12月餐饮消费同比增速2.2%，较前值下降1pct，且存在基数回落的影响，剔除基数效应，从两年复合增速来看，12月增速下降1.15pct；12月商品消费同比增速为0.7%，较前值回落0.3pct，存在基数抬升的影响，若剔除基数效应，从两年复合增速来看，12月增速边际回升0.39pct。

结合全年消费增速变化来看，当前影响消费的三个因素“两积极一拖累”：

(1) 两个积极支撑因素是以旧换新政策、减负、增收和降本等促消费政策加码一方面，以旧换新政策贯穿全年。前期政策效果较为明显，但政策效果呈现边际放缓，不仅政策效果本身是边际递减，同时政策力度亦存在前高后低，一季度和二季度以旧换新资金为810亿元，三季度和四季度调整为690亿元。另一方面，三季度开始，减负、增收和降本等促消费政策加码，如减免幼儿园保育费、提升养老金标准、个人消费贷贴息。我们评估增量促消费政策对社零拉动作用为0.62%。

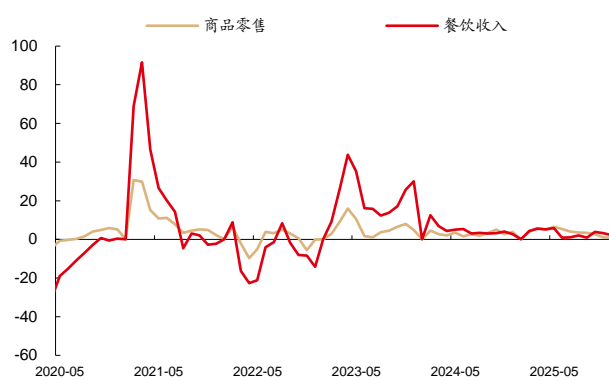
(2) 一个拖累因素是居民去杠杆，或折射当前居民信心和预期仍有待提升。2025年12月居民新增人民币短期贷款为-1023亿元，同比少增1611亿元；2025年全年居民新增人民币短期贷款合计为-8351亿元，较2024年4732亿元少增13083亿元。综上，尽管促消费政策对消费产生一定支撑，但从动态变化来看，消费增速逐步放缓，或意味着有效需求不足已经对就业市场产生影响，居民信心和预期有所走弱，制约了消费提升空间。

图表2：社会消费品零售总额同比增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表3：商品零售和餐饮收入同比增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

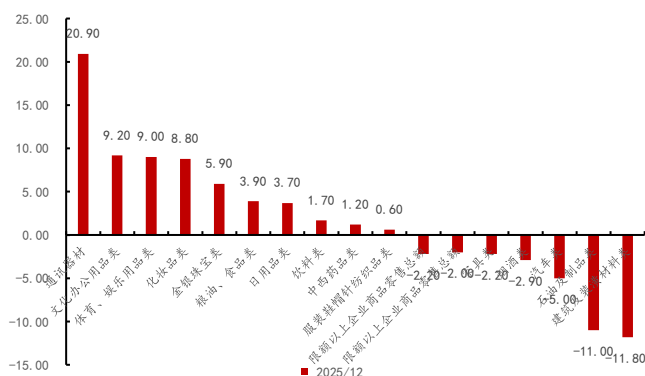
## 2.2 政策驱动商品消费分化，消费升级类产品保持韧性

(1) 政策驱动商品消费延续分化，通讯器材、文化办公用品、体育和娱乐用品是主要支撑。

通讯器材、文化办公用品类、体育和娱乐用品类仍是主要支撑分项，同比增速分别为 20.9%、9.2%和 9%，较前值变动分别为 0.3pct、-2.5pct 和 8.6pct；家具类、汽车类、建筑装潢材料类、家用电器和音像器材类消费同比增速转负，同比增速分别为-2.2%、-5%、-11.8%和-18.7%。

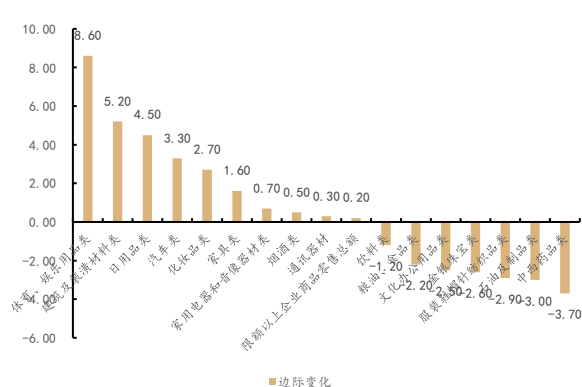
(2) 升级类消费保持高景气度。12月金银珠宝类、化妆品类同比增速分别为 5.9%和 8.8%，较前值变动分别为-2.6pct 和 2.7pct。

图表4：限额以上商品消费（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表5：限额以上商品消费边际变化（%）



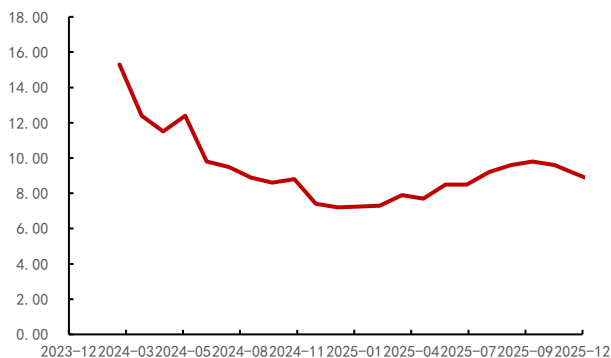
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

## 2.3 服务消费稳固，数字消费保持高速增长

12月网上商品和服务零售额累计同比增速为 8.6%，显著高于社零增速。其中，服务消费保持平稳增长。12月服务零售额累计同比增速 5.5%，较前值上涨

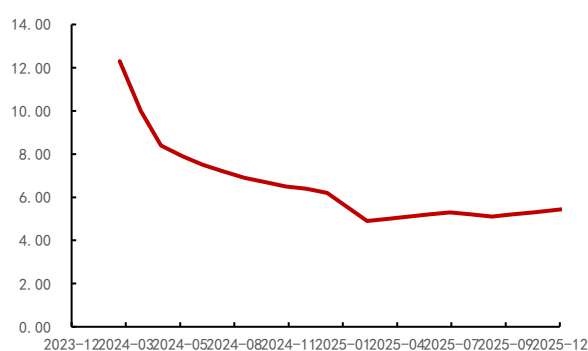
0.1pct, 全年呈现稳步上升态势。元旦假期多元服务消费扩容提供了支撑, 如文体旅融合升级、“文化+体验”文旅需求释放及跨境消费热度延续等, 均显示服务消费动能稳固。此外, 数字消费展现经济澎湃活力。数字消费是以互联网、大数据、人工智能等技术为基础形成的新型消费模式。中国互联网络信息中心发布的《数字消费发展报告(2025)》显示, 2025年数字消费总额突破9.37万亿元, 同比增长12.6%, 占居民消费支出48.2%, 9.58亿用户构筑全球最大数字消费市场, 渗透率较去年提升3.1个百分点, 全面融入城乡各年龄段生活。与此呼应的是, 智能经济消费延续高成长性, 如AI眼镜、智能手表等。

图表6: 网上商品和服务零售额累计同比 (%)



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表7: 服务零售额累计同比 (%)



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

### 3 固定资产投资存在自然回落过程, 一季度投资止跌企稳可期

1-12月固定资产投资累计同比增速-3.8%, 跌幅进一步扩大, 较前值下降1.2pct, 亦弱于wind一致预期-2.36%, 连续四个月转入负增长区间。从分项看, 房地产市场处于深度调整期, 1-12月房地产开发投资累计同比-17.2%, 较前值回落1.3pct; 狭义基建投资延续负增长, 1-12月基建投资(不含电力)累计同比-2.2%, 较前值下降1.1pct; 1-12月制造业累计投资增速0.6%, 较前值回落1.3pct。

#### 3.1 年内基建投资预期内回落到投资止跌企稳可期

经济高质量发展离不开相对稳定的环境, 扩内需成为当前工作重点。消费与投资是相辅相成的关系, 并非割裂的, 促消费亦需稳投资辅助。中央经济工作会议明确提出“推动投资止跌企稳”。我们理解, 房地产市场步入市场调整阶段, 推动投资止跌企稳, 离不开基建投资的支撑。四季度, 两个5000亿元政策工具

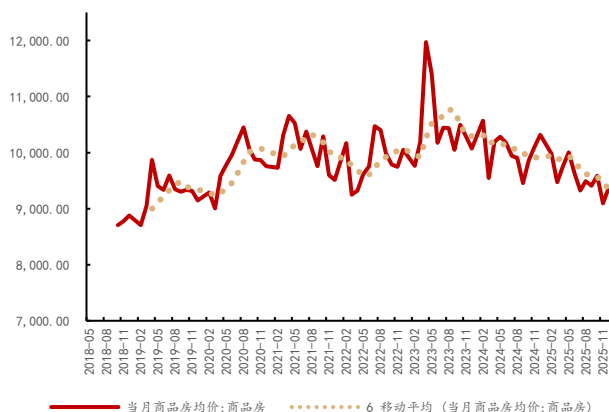
资金全部投放完毕，共支持 2300 多个项目，项目总投资约 7 万亿元，已经带动企业配套资金增加，12 月企业新增信贷有所回暖，但在基建投资增速方面尚未显现，我们理解，政策对基建的提振效果有望在一季度政策兑现。与此同时，近期国家发改委已下达 2026 年提前批“两重”建设项目清单及 2950 亿元中央预算内投资计划，同步批复广州新机场等总投资超 4000 亿元重点项目。整体来看，四季度虽然并未提前发行 2026 年特别国债，但两个 5000 亿元政策工具资金使用、提前下达“两重”项目等，有望对 2026 年一季度基建投资形成支撑，推动投资止跌回稳可期。

### 3.2 房价处于寻底过程，关注去库存政策成效

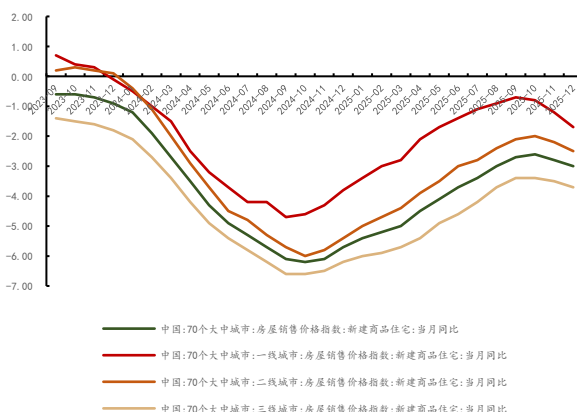
**全国房屋均价处于逐步筑底过程。**12 月当月全国商品房均价为 9370.26 元/平，同比下降 9.19%，较前值回升 0.75pct；全国商品房住宅均价为 9793.57 元/平，同比下降 9.59%，较前值上升 1.34pct。

**从高能级城市来看，70 大中城市房屋销售价格指数增速再度转弱。**5 月-10 月 70 大中城市房屋销售价格指数同比增速均呈现边际改善趋势，但自 11 月以来，边际改善趋势阶段性暂停，同比增速跌幅有所扩大。12 月 70 大中城市房屋销售价格指数同比增速为-3%，较前值下降 0.2pct，其中，一线城市、二线城市和三线城市同比增速分别为-1.7%、-2.5%、-3.7%，较前值变动分别为-0.5pct、-0.3pct、-0.2pct。

图表8：商品房均价（%）



图表9：70 大中城市房屋销售价格指数同比增速（%）

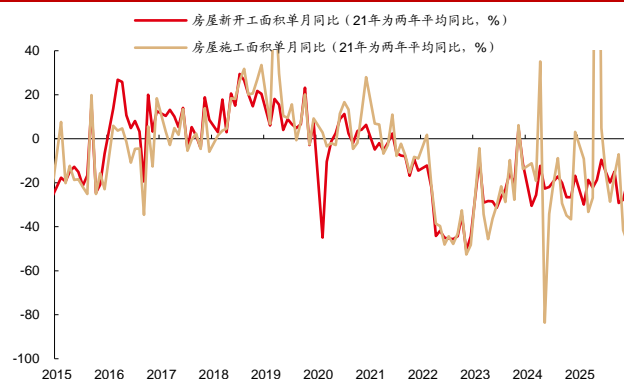


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

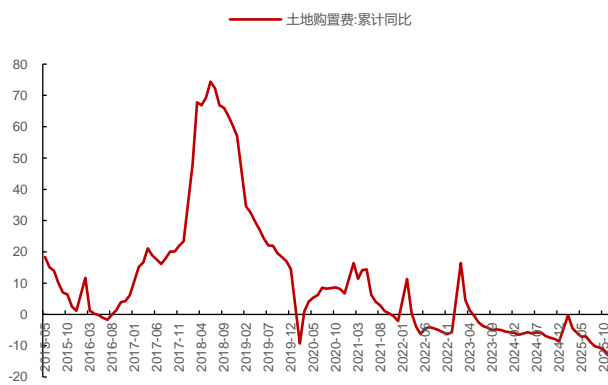
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

**图表10：商品房销售面积增速（%）**

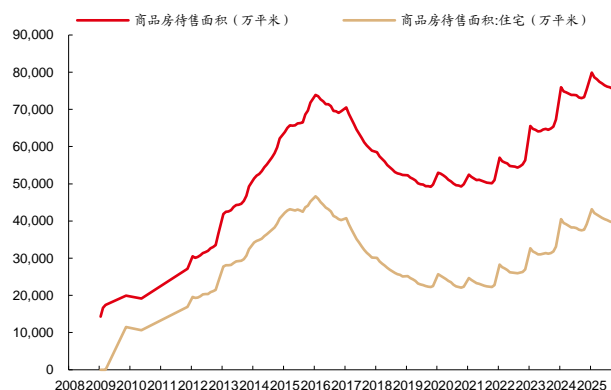

资料来源：Wind, 中邮证券研究所

**图表11：新开工和新施工面积增速（%）**


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

**图表12：土地购置费增速（%）**


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

**图表13：商品房待售面积（万平方米）**


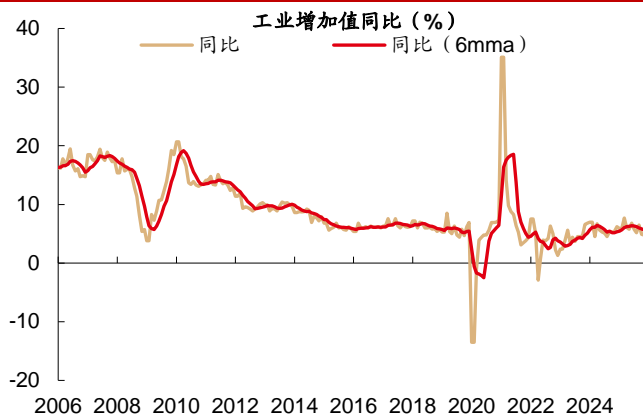
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

## 4 生产保持相对平稳，出口或是主要拉动力

12月工业增加值同比增长5.2%，较前值回升0.4pct。从细分项来看，采矿业和高技术产业工业增加值保持高速增长，明显高于工业增加值总体增速水平，11月采矿业和高技术产业工业增加值同比增长分别为5.4%和11%，较前值变动为-0.9pct和2.6pct。我们理解，背后拉动力或来自于出口，12月出口交货值同比增长为3.2%，较前值回升3.3pct，这一现象在年内较为明显，如9月、6月和3月，出口交货值同比增长保持高增，均伴随着工业增加值同比增长的回升。

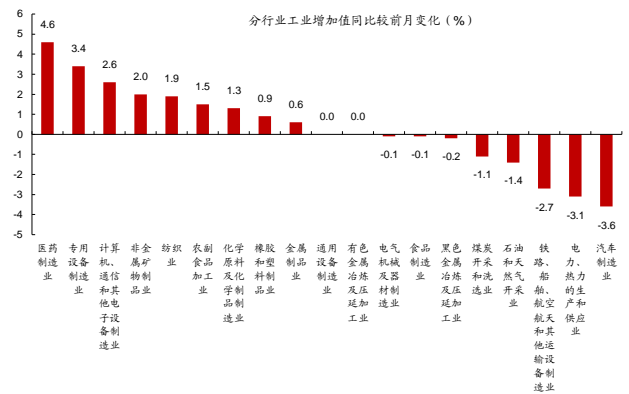
分行业来看，电子信息制造业、铁路和船舶等运输设备、汽车制造业、专用设备制造业和化学原料及化学制品制造业保持了高速增长，居于行业前五位，同比增长分别为11.8%、9.2%、8.3%、8.2%和8%。

图表14: 工业增加值同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表15: 分行业工业增加值增速 (%)



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

综上所述, 从 2025 年宏观经济运行的映射逻辑来看, 出口链条的强势表现显著带动了中游制造业投资机遇的释放。展望 2026 年, 出口动能预计延续向好态势, 仍将是拉动经济增长的关键驱动因素, 需要重点关注出口和内在科技上的共振。

### 风险提示

海外地缘政治冲突加剧; 中美贸易摩擦升级; 政策效果不及预期。

## 中邮证券投资评级说明

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                | 类型    | 评级   | 说明                         |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|------|----------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准：<br>报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。<br>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级  | 买入   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上      |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 增持   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间 |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 中性   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 回避   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下      |
|                                                                                                                                                                                                       | 行业评级  | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 中性   | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下      |
|                                                                                                                                                                                                       | 可转债评级 | 推荐   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上     |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 中性   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间  |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 回避   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下      |

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048