

宏观经济周报

经济结构优化接力赛

核心观点

2025年，中国经济展现韧性，全年GDP同比增长5.0%，顺利达成预期目标，但走势呈现“前高后低”，四季度增速回落至4.5%，为近年来的新低水平。值得注意的是，四季度已现筑底回升迹象，测算显示10-12月月度GDP增速分别约为4.5%、4.3%与4.7%，12月单月回暖较为明显。

增长动力的结构转换是全年亮点。生产端呈现“二产降、三产升”格局：第二产业增速由升转降，第三产业增速由降转升。这一变化具有积极的结构性意义——工业的适度减速有助于推进“反内卷”与缓解价格下行压力，而服务业的加速发展则能更有效地创造就业、提升收入，从而为扩大内需提供可持续动力。12月数据进一步验证了这一趋势：服务业恢复明显快于工业，且高技术制造业增长持续领先传统工业。

展望2026年，经济能否延续结构优化并保持总量增速基本稳定，政策将成为关键。近日公布的财政金融促内需一揽子政策指明方向，其框架可概括为“一个目标、两个重点、三个原则、六项政策”。分析其设计细节可发现，政策着力点明显向投资侧倾斜，且特别侧重激发民间投资。这体现在两方面：一是在“两个重点”的排序上，“激发民间投资”置于“促进居民消费”之前；二是在六项具体政策中，四项支持民间投资，仅两项促进消费。

这一安排有其内在逻辑：一方面，投资是2025年增长的主要拖累项，其企稳对2026年增长至关重要；另一方面，企业投资能够带动就业与收入增长，从而为消费复苏奠定基础，政策乘数效应可能更为显著。同时，政策支持重心明确指向民间投资而非政府主导的基建，释放出清晰信号：传统基建不再是稳增长主力，政府支出正从“投资于物”更多转向“投资于人”。

若能有效落实，这一政策导向将有助于巩固2025年已开启的结构优化进程，推动经济向更高质量、更具韧性的动态平衡方向发展。

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

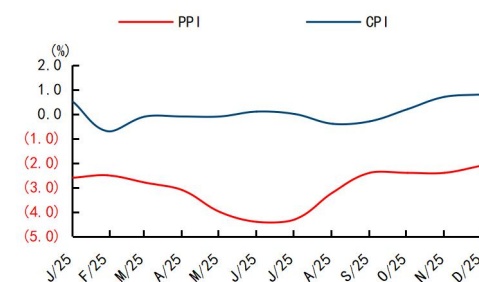
证券分析师：王奕群 0755-81982462
wangyiqun1@guosen.com.cn S0980525110002

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

基础数据

固定资产投资累计同比	-3.80
社零总额当月同比	0.90
出口当月同比	6.60
M2	8.50

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-如何看待期限利差冲高?》——2026-01-19
- 《宏观经济周报-全面降息是储备而非标配》——2026-01-17
- 《多资产周报-A股与H股的两重天》——2026-01-11
- 《宏观经济周报-淡季不淡，经济迎暖冬》——2026-01-10
- 《多资产周报-人民币汇率破7》——2025-12-28

内容目录

思考：经济结构优化接力赛	4
周度观察结论：生产与外贸继续提供支撑	4
生产：边际转弱	5
消费：开年至今消费动能持续偏弱	6
进出口：韧性仍在，春节错位抬升同比读数	7
财政：近期密集出台一系列结构性政策	8
货币：债市加杠杆意愿仍处于高位	9
房地产：二手房成交回暖	10
风险提示	12

图表目录

图 1: 螺纹钢指向房地产投资景气继续改善	5
图 2: 中厚板和沥青开工率指向基建投资景气仍偏弱	5
图 3: 冷轧板指向机电产品生产景气小幅走弱但仍处于高位	6
图 4: PTA 指向纺织服装和包装领域生产景气有所回落	6
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: 服务消费: 电影票房	7
图 8: 大宗消费: 汽车销量	7
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: 中国航线运力投放情况	8
图 12: 外贸恐慌指数与美股波动率指数	8
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	9
图 16: 特殊新增专项债发行	9
图 17: DR007 与逆回购利率差值指向货币宽松	9
图 18: 存单与逆回购利率差值亦指向货币宽松	9
图 19: OMO 存量金额季节性回升, 略低于两年同期均值	10
图 20: 银行间待购回债券余额有所回落但处于历史同期高位	10
图 21: 一手房成交	10
图 22: 二手房成交	10
图 23: 土地成交	11
图 24: 存销比维持高位	11

思考：经济结构优化接力赛

2025年，中国经济在复杂环境中展现出韧性，全年实际GDP同比增长5.0%，与2024年持平，顺利达成“5%左右”的增长目标。然而，全年走势呈现“前高后低”特征，四季度GDP同比增速回落至4.5%，为近年来的新低水平。值得注意的是，四季度经济动能已呈筑底回升迹象，经测算，10-12月月度GDP同比增速分别约为4.5%、4.3%和4.7%，12月单月经济出现较为明显的回暖。

从增长动力结构观察，2025年发生了关键转换，具有积极意义。在生产端，第二产业（工业与建筑业）增速由2024年的上升转为回落，而第三产业（服务业）增速则由下行转为回升。这种“二产降、三产升”的格局，符合“反内卷”与高质量发展的政策导向：第二产业的适度减速有助于缓解部分行业的产能过剩与价格下行压力，而服务业的加速发展能创造更多就业岗位、提升居民收入，从而为扩大内需、提振价格水平提供可持续的动力，并缓解整体经济增长的压力。这一结构性优化在12月数据中得到进一步印证：当月服务业恢复势头显著领先于工业生产，而在工业生产内部，高技术制造业的增速表现又明显优于传统工业。

展望2026年，经济能否延续结构优化趋势并保持总量增速基本稳定，政策的方向与效力至关重要。1月20日国新办新闻发布会披露的财政金融促内需一揽子政策，为此提供了观察窗口。该政策框架可概括为“一个目标”（扩大内需）、“两个重点”（更大力度激发民间投资、促进居民消费）、“三个原则”（便捷高效、精准有效、规范提效）以及“六项具体政策”。

从政策设计细节分析，2026年宏观支持政策的着力点明显向投资侧倾斜，尤其侧重民间投资。这主要体现在两方面：其一，在“两个重点”的表述顺序上，“激发民间投资”置于“促进居民消费”之前，通常暗示其政策优先级更高；其二，在“六项政策”中，支持民间投资的政策占四项（专项担保、债券风险分担、中小微企业贴息、服务业主体贴息），而直接促进消费的政策为两项（设备更新贴息、个人消费贷款贴息），数量对比显著。这一安排背后存在清晰的逻辑：首先，固定资产投资增速在2025年对经济增长拖累最大，其企稳回升对实现全年目标至关重要；其次，企业投资不仅能直接形成当期需求，更关键的是能够创造和带动就业，从而提升居民收入预期，为消费的持续复苏奠定基础。因此，优先拉动投资，特别是通过政策激发市场内生的投资活力，有望取得更好的乘数效应。

此外，政策支持重心更多聚焦于民间投资而非政府主导的基建投资，这释放出重要信号：2026年传统基建不构成稳增长的主力，政府支出结构正进一步从“投资于物”向“投资于人”转型。这种导向若能有效落实，将有助于巩固2025年已出现的经济结构优化趋势，推动中国经济增长实现更高质量、更具韧性的动态平衡。

周度观察结论：生产与外贸继续提供支撑

本周生产端景气度边际回落，但房地产与机电产品仍处高位：螺纹钢产量明显上升且库存去化，冷轧板产量保持高位、库存回落，显示相关领域需求依然稳固；基建与纺织服装领域则有所走弱。

消费动能显著不足。尽管地铁客流量同比增长2.4%，但反映实际商品流动

的物流数据同比跌幅扩大至-9.6%，电影票房同比萎缩 26.9%，汽车销售同比仍下滑 32.0%，“人流”与“消费”持续背离。

外贸表现显现韧性，港口吞吐量同比增长 6.23%（部分受春节错位影响），运价温和回落。航线运力向美国及非洲等新兴市场倾斜，但外部地缘风险升温，可能对未来贸易格局构成长期影响。

房地产市场出现分化信号。二手房成交季节性回暖，但新房成交仍处低位。十大城市存销比进一步攀升至 113.3 的历史新高，显示库存去化压力依然巨大，房价下行速度仅边际放缓。

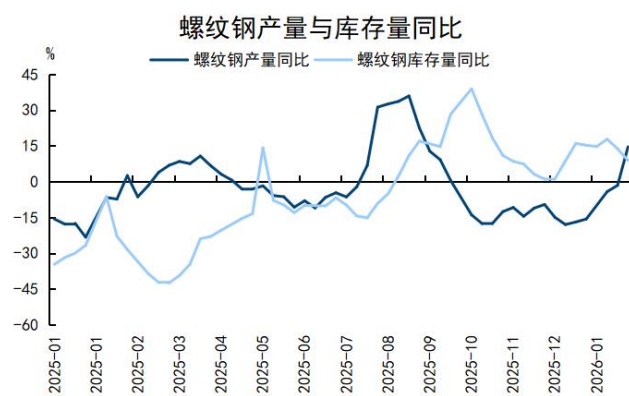
总体而言，生产与外贸提供一定支撑，但内需疲软与房地产库存高企仍是当前经济的主要拖累。

生产：边际转弱

本周，与房地产投资相关的螺纹钢产量同比明显上升，库存同比有所回落，体现相关企业生产意愿较强且库存有所去化，行业景气继续改善；与基建投资相关的中厚板产量同比明显回落，沥青开工率同比降幅小幅收窄，整体基建活动活跃度仍然偏低；与机电产品生产相关的冷轧板产量同比小幅回落但仍处于高位，库存同比继续回落，指向机电产品的生产延续高景气，且需求较强推动库存去化；与纺织服装和包装领域生产相关的 PTA 产量同比有所回落，库存同比明显回落至负值区间，显示纺织服装和包装领域企业生产和补库意愿有所弱化。

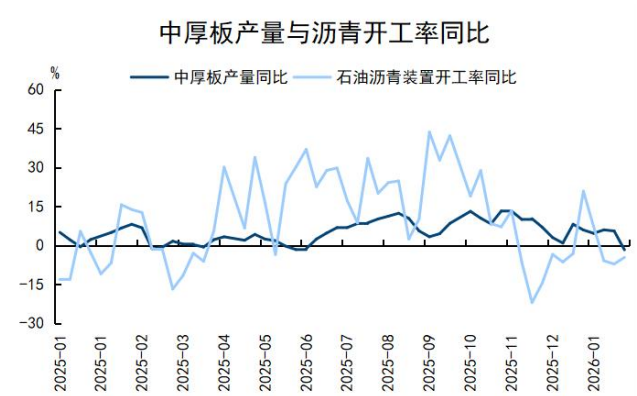
因此，上述生产高频数据指向本周房地产投资景气继续改善、基建投资延续偏弱格局、机电产品仍处于高景气区间、纺织服装和包装领域有所弱化。整体来看，本周国内工业品生产边际转弱但仍处于相对高位。

图1：螺纹钢指向房地产投资景气继续改善



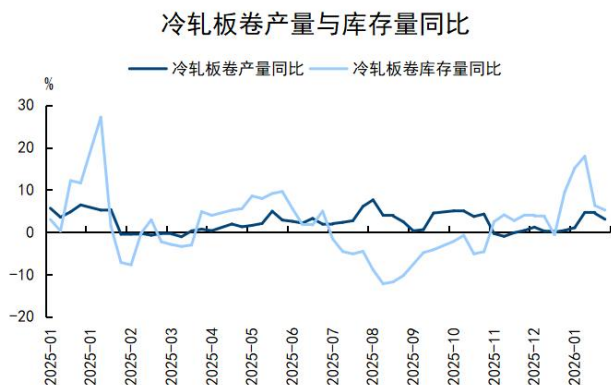
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中厚板和沥青开工率指向基建投资景气仍偏弱



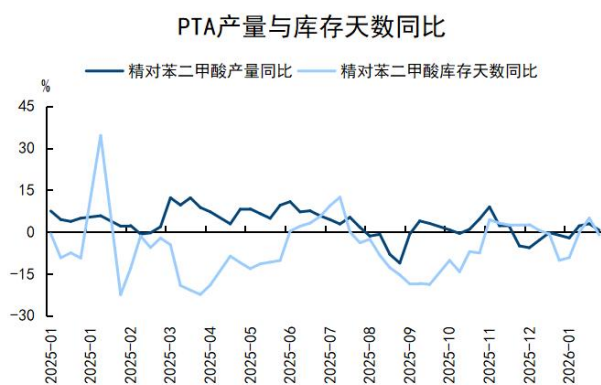
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 冷轧板指向机电产品生产景气小幅走弱但仍处于高位



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生产景气有所回落



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

消费：开年至今消费动能持续偏弱

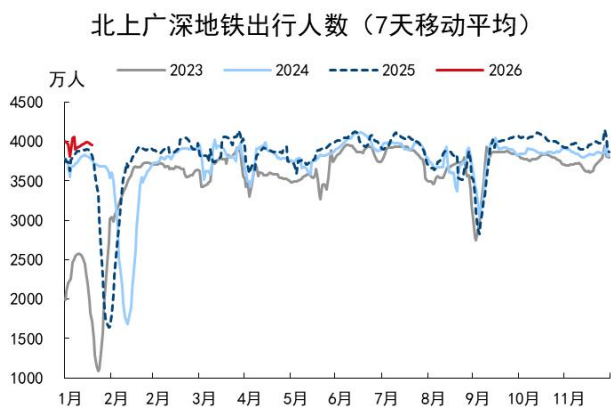
高频数据显示，开年后消费关键指标弱于去年同期，流量与消费持续分化。

市内出行数据作为“分母”，开年后表现持续强于去年同期。从一线城市地铁流量观察，上周（1月13日-1月19日）日均流量约3974.4万，环比回升0.2%，同比较去年的3880.2万人增加2.4%。

但是，从反映商业活动和消费的物流高频数据看，今年开年后的初步数据略低于去年同期。本周（1月12日-1月18日）同比增幅为-9.6%，较前一周的-2.1%显著扩大。

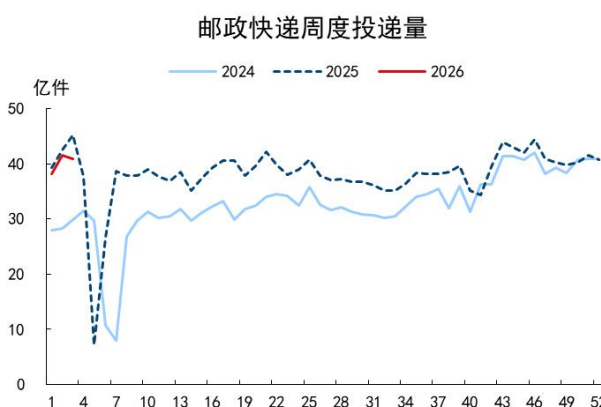
此外，从电影和汽车两类消费观察：电影票房延续元旦后的回落态势。1月15日-1月21日日均票房约3852.7万元，同比萎缩26.9%，且差距持续扩大。汽车销售1月18日一周数据同比跌幅略有收窄，为-32.0%。从中枢水平看，开年至今累计较2025年同期萎缩约30.4%。

图5: 市内流动：一线城市地铁



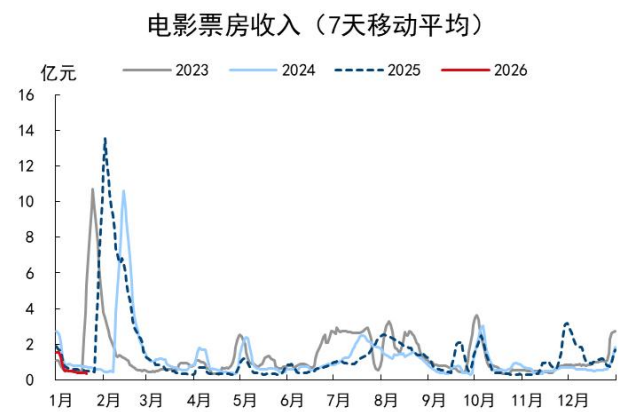
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 商品消费：物流投递



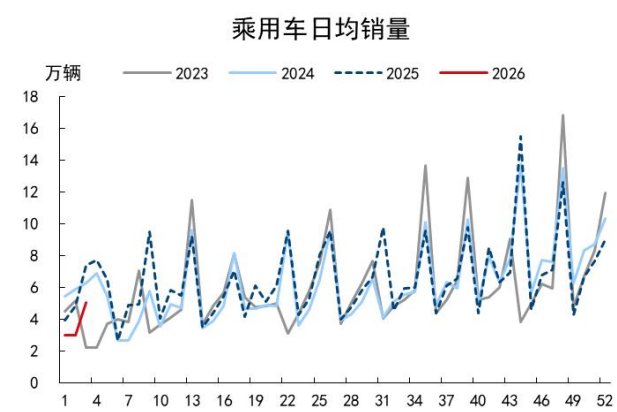
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 服务消费: 电影票房



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 大宗消费: 汽车销量



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

进出口: 韧性仍在, 春节错位抬升同比读数

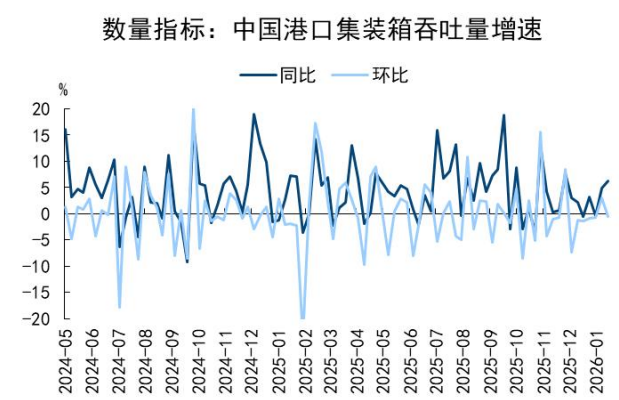
本周中国港口货物吞吐量回落至 2.61 亿吨, 环比增速为-0.54%, 同比增长 6.23%。同比增幅偏高, 主要与春节时点错位有关。去年春节集中在 1 月底, 基数偏低, 使得今年同期读数被动抬升。近期外贸环境的不确定性明显上行, 在全球贸易秩序“新丛林法则”抬头的背景下, 企业阶段性“抢出口、抢发运”或将催化。

运价端温和回落, 淡季回落压力显现。出口集装箱运价指数 (CCFI) 本周小幅下行至 1208.75, 运价中枢出现温和回落。进入传统淡季后, 外贸订单与航线发运需求边际走弱属于正常季节性表现, 运价端的调整更多反映短期需求节奏放缓。

从航线结构看, 本周运力投放呈现一定分化。美国航线表现相对偏强, 或与其消费韧性及阶段性补库需求相关; 非洲航线运力投放大幅上升, 反映新兴市场贸易活跃度提升, 也可能与我国出口目的地进一步多元化的趋势相吻合。

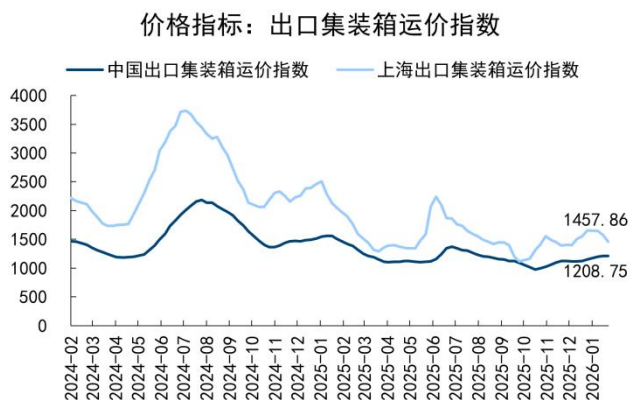
外部环境方面, 地缘政治风险近期重新升温, 美国国家安全战略的外溢效应正在加深, 使全球贸易运行更多受到安全逻辑而非纯经济逻辑的约束。尤其是美国试图推动格陵兰相关议题的发酵, 背后折射出其对北极航线与关键资源通道的战略前置, 未来可能通过地缘手段进一步重塑全球航运格局与外贸定价体系。

图9: 中国港口货物吞吐量增速



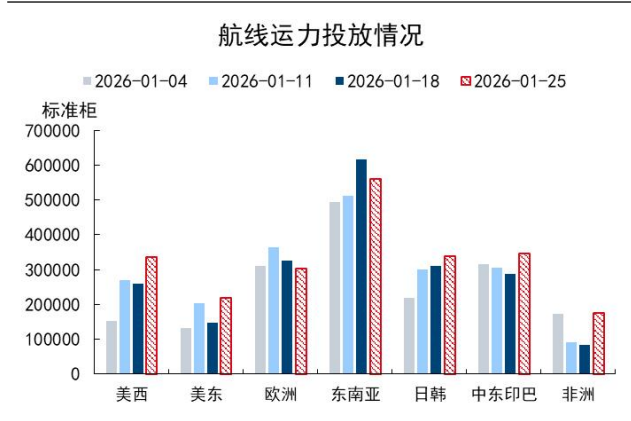
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 中国出口集装箱运价指数



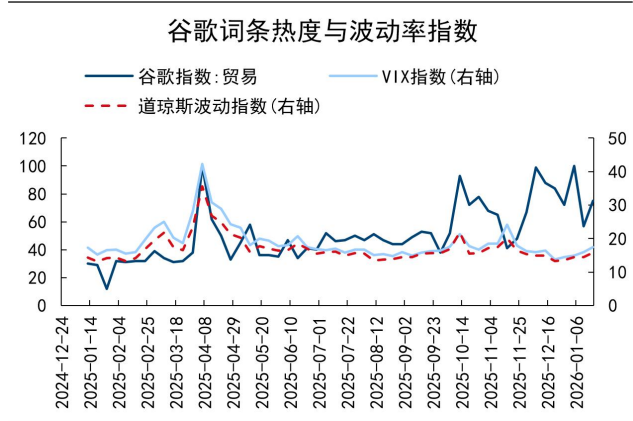
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 中国航线运力投放情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 外贸恐慌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：近期密集出台一系列结构性政策

广义赤字发行下周边际下行。广义赤字（国债净融资+新增地方债发行）第4周（1/19-1/25）4293亿，第5周（1/26-2/1）743亿。下周（第5周）国债净融资-1133亿，新增一般债608亿，新增专项债1485亿。

特殊再融资专项债发行进度略快于去年。下周特殊再融资专项债发行666亿，今年累计2369亿，预计一季度发行超万亿。

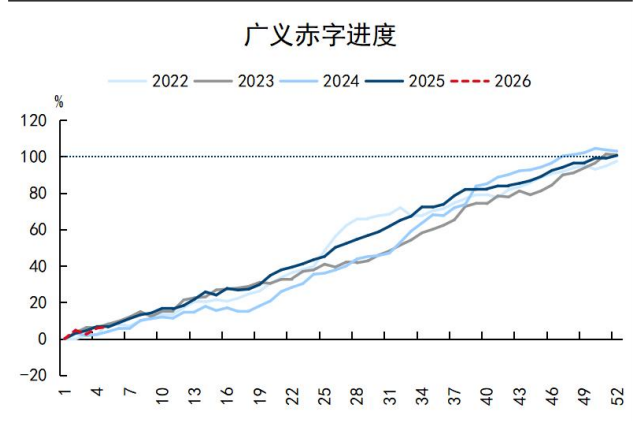
1月20日以来，财政部密集出台一系列结构性政策，涵盖面向民间投资的贷款贴息、风险代偿担保支持举措，以及聚焦需求的消费贷贴息、失能老人专项补贴等共计七项内容。初步测算下，这七项政策总投入规模约为2500亿。但这些投入反映财政支出结构的持续优化，本质是财政资源的统筹再配置。这与我们对本年度财政政策的核心特征判断相契合，即总量扩张力度温和，政策重心聚焦于结构性提质增效。

图13: 广义赤字与财政支出



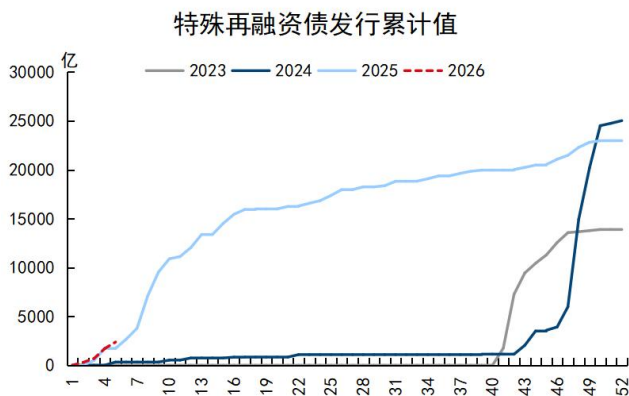
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 广义赤字进度



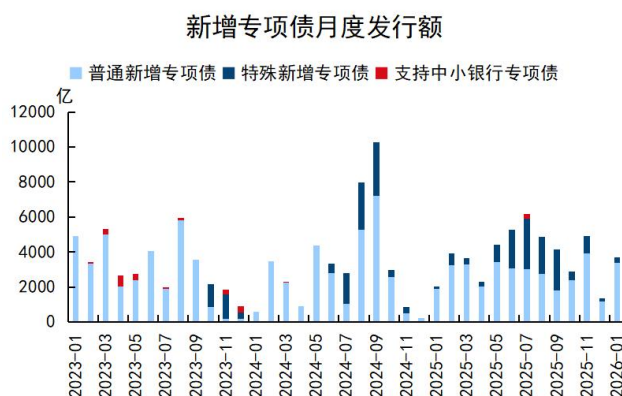
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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



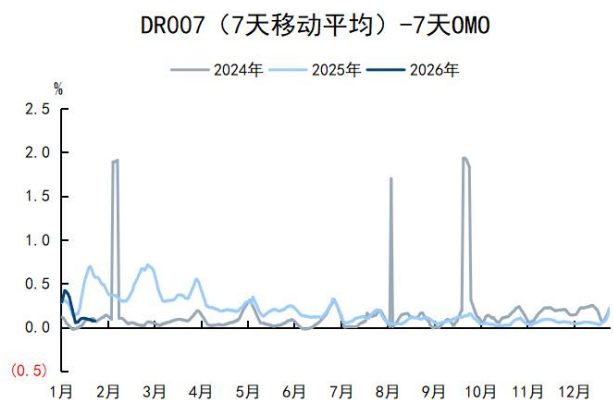
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

货币：债市加杠杆意愿仍处于高位

本周，DR007 与逆回购利率差值继续小幅回落，处于历史同期较低水平；1 年同月存单与逆回购利率差值小幅回落，亦处于历史同期较低水平；OMO 存量金额季节性回升，略低于历史同期均值；银行间待购回债券余额季节性回落但仍处于历史同期高位。

上述高频数据指向本周货币市场由中性转向宽松；重启国债买卖背景下央行 OMO 投放减少，本周存量仍然处于历史偏低水平；债券市场的加杠杆意愿仍然偏强，待购回债券余额继续高于过去两年同期水平。

图17: DR007 与逆回购利率差值指向货币宽松



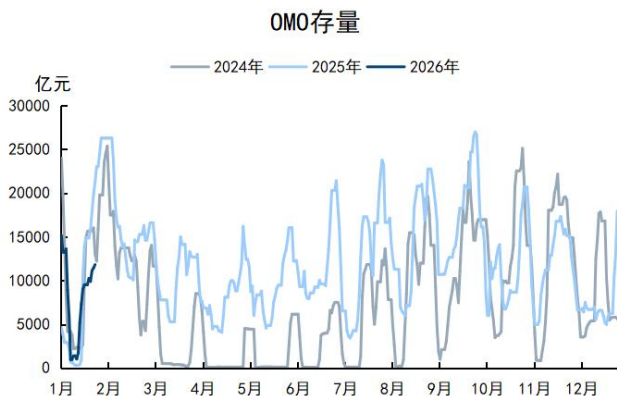
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图18: 存单与逆回购利率差值亦指向货币宽松



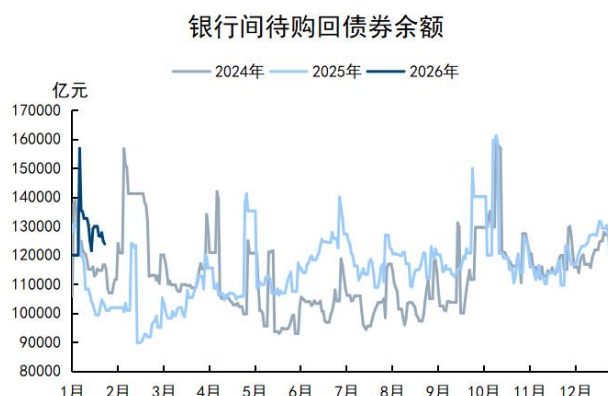
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图19: OMO 存量金额季节性回升, 略低于两年同期均值



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有所回落但处于历史同期高位



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

房地产：二手房成交回暖

从房地产成交周度数据看，一手房成交低位运行，二手房成交回暖。30大中城市商品房成交继续低于19年来的同期水平。18城二手房成交季节性回暖，高于19年来同期水平。

土地成交边际降温。从土地市场数据来看，土地成交面积环比继续下行，落后于去年同期。预计2026年土地出让收入继续下滑。

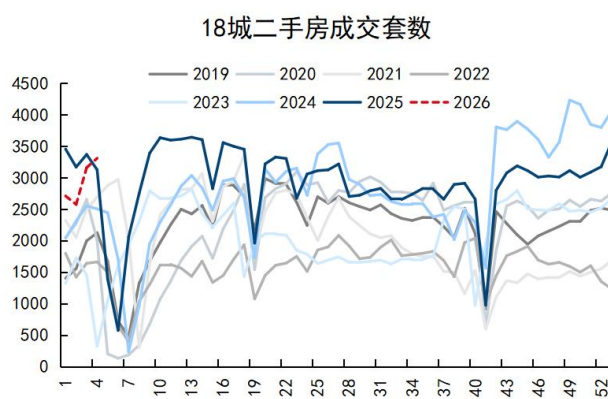
高频数据显示出房价下行速度边际放缓。四大一线城市的中原报价指数仍位于低位，但有回暖趋势。二手房挂牌价值数边际回升。库存方面，十大城市存销比录得113.3，继续提高，为2019年至今同期最高。

图21: 一手房成交



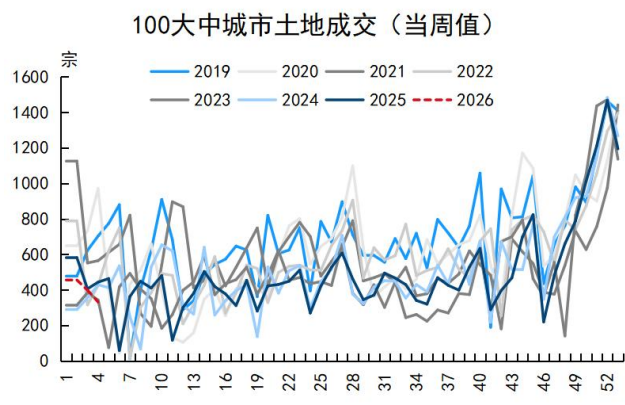
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图22: 二手房成交



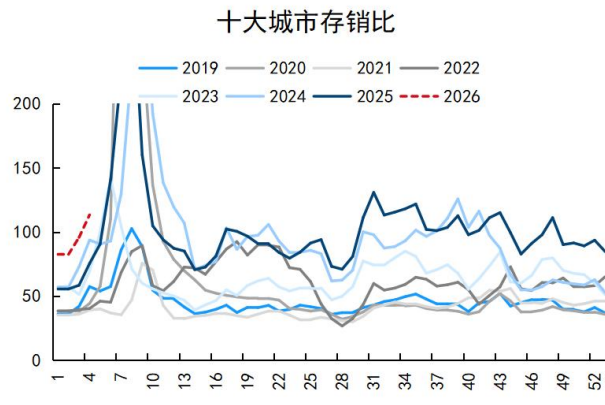
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图23: 土地成交



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图24: 存销比维持高位



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所提及的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