

风至势起，进而有为

—2026年总量与政策年度展望

报告要点：

● 以“三个再平衡”重塑宏观治理范式，构筑高质量发展新起点

2026年是“十五五”规划开局之年，面对“供强需弱”的核心矛盾与外部环境的长期博弈，宏观政策围绕“内外、跨逆、稳进”三个维度的再平衡展开系统性重塑，这不仅是政策取向的调整，更是宏观治理范式从应急式调节向常态化治理的转换。经济工作将构建起以扩大内需为主导、以改革创新为驱动、以高质量发展为牵引的总体框架，力求在外部环境阶段性缓和的窗口期，通过供需两端协同施策着力化解转型期核心矛盾，为中长期高质量发展奠定新框架。

● 2025年经济运行回顾：供给向新向优的亮点突出，外需整体强于内需

2025年在更加积极有为的宏观政策支持下，经济运行总体呈现稳中有进的态势。当前经济运行的主要矛盾仍在于国内供给偏强、需求偏弱。一是工业生产仍具备较强韧性，且结构呈现向新向优的特征，自2024年2月以来，高技术产业规上工业增加值增速始终高于同期全部规上工业增加值增速。二是企业生产端修复节奏领先于需求端。“反内卷”政策一定程度上缓解了企业盈利压力，规上工业企业利润总额出现改善。三是投资方面，地产开发仍然偏弱，基建投资增速稍显偏低，但制造业投资受设备更新政策拉动保持韧性。四是外需对经济运行形成了一定支撑，对美出口份额下降由新兴市场部分承接。五是政策环境对需求端形成托底，推动内需走向温和修复。

● 2026年政策展望：“三个再平衡”引领高质量发展

2026年宏观政策有望围绕“内外、跨逆、稳进”三个“再平衡”展开系统性重塑，构建起以扩大内需为主导、以改革创新为驱动、以高质量发展为牵引的政策框架，实现政策重心、政策周期和政策取向的“再平衡”：

(1) “内”与“外”再平衡：在外部环境阶段性缓和的窗口期，政策重心战略性向内聚焦，需将“扩大内需”置于首位，通过供需两端协同施策着力化解“供强需弱”这一转型期核心矛盾。

(2) “跨”与“逆”再平衡：政策工具从“超常规逆周期调节”更多转向“逆周期与跨周期调节并重”，由“托底式应急调控”转向“常态化高质量治理”。财政货币政策在保持必要支持力度的同时，更注重中长期效能、结构优化与节奏前置，为应对未来风险留有余地。

(3) “稳”与“进”再平衡：在“稳中求进”总基调下，更强调“提质增效”。增长目标兼顾“量的合理增长”与“质的有效提升”，改革重心从短期纾困转向深水区攻坚，以“进”的势能巩固“稳”的基础。

● 宏观经济演进节奏：总量温和、结构优化

基于“三个再平衡”框架，2026年经济将呈现“总量温和、结构优化”特征。全年GDP增速目标预计锚定5%左右，增长动能更多依赖内需边际改善与供给效率提升。价格指标方面，PPI中枢有望回升，主要受益于“反内卷”政策改善供需格局、全球制造业补库周期支撑；CPI将保持温和上行。市场驱动力从流动性驱动转向盈利驱动，中游制造业在供给格局优化和产业升级带动下，盈利修复确定性最为突出。

● 风险提示

内需回暖不及预期；政策理解有偏差；海外关税壁垒及冲突升级超预期。

主要数据：

上证综指：	4132.61
深证成指：	14316.64
沪深300：	4706.96
中小盘指：	5368.85
创业板指：	3319.15

相关研究报告

- 《繁荣起点周年再续，合力厚植沃土方兴——元瞻经纬总量月报（2025年9月）》
- 《“十五五”承前启后，接续奋进谱新篇——元瞻经纬总量月报（2025年10月）》
- 《经济大省视角下，区域经济高质量发展之路——元瞻经纬总量月报（2025年11月）》
- 《稳中求进、积极有为，提质增效、苦练内功——12月中央经济工作会议学习理解》

报告作者

分析师	吴光杰
执业证书编号	S0020525100002
邮箱	wuguangjie@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	黄轩辕
执业证书编号	S0020524120001
邮箱	huangxuanyuan@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
联系人	陈兆祥
邮箱	chenzhaoxiang@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

内容目录

1.国内整体的经济运行格局	5
2.供给端：生产能力仍具韧性，结构持续向新向优.....	6
2.1 生产结构呈现“向新向优”的特征	6
2.2 生产节奏仍领先于需求修复	7
3.需求端：总量需求偏弱，外需强于内需	9
3.1 价格层面，PPI 呈现低位运行的特征	9
3.2 库存层面，供需再平衡仍是长期趋势.....	10
3.3 盈利层面，“反内卷”一定程度上缓解了企业压力.....	11
3.4 投资方面，地产开发仍然偏弱.....	13
3.5 出口方面，韧性强于预期.....	16
3.6 消费方面，政策有望进一步修复价格表现	19
4.2026 年，于“三个再平衡”中构筑高质量发展新起点.....	22
4.1 “内”与“外”再平衡：重心向内，锚定内需确定性增长空间.....	22
4.1.1 政策基调：重心向内，做强内循环	22
4.1.2 政策路径：需求与供给协同发力，着眼长效机制建设.....	25
4.1.3 政策路径：投资动能修复与结构优化并行，投资节奏靠前发力	26
4.2 “跨”与“逆”再平衡：政策从托底应急走向中长期常态治理.....	28
4.2.1 政策基调：逆周期与跨周期并重，立足中长期结构优化	28
4.2.2 政策路径：逆周期政策托底增长，跨周期政策优化结构	29
4.2.3 政策路径：以产业体系建设与科技培育“穿越周期”，构筑新动能	30
4.3 “稳”与“进”再平衡：以“稳”固底线、以“进”破梗阻	31
5.宏观经济演进节奏及配置思路.....	33
5.1 宏观经济演进节奏	33
5.2 “三个再平衡”框架下的市场配置思路	34
6.风险提示.....	34

图表目录

图 1：2025 年最终消费支出对 GDP 的贡献率逐季度提升	5
图 2：近两年出口一直承担经济压舱石的重要角色.....	5

图 3: 国内规上企业工业增加值同比增速	6
图 4: 2025 年工业增加值同比增速季节性表现也较强	6
图 5: 高技术产业工业增加值近 2 年始终保持较快的同比增速	6
图 6: 2025 年 1-11 月规模以上工业主要产品产量累计同比增速 (前 20)	7
图 7: 制造业 PMI 显示生产端依然保持一定的扩张强度	8
图 8: 制造业 PMI 出厂价格指数显示价格承压	8
图 9: 企业生产经营预期整体保持在相对积极的区间	9
图 10: 在手订单与库存差值呈改善迹象	9
图 11: 生产资料 PPI 中采掘工业价格跌幅近期明显收敛	9
图 12: 除有色金属采选业外, 多数采选行业 PPI 下行	9
图 13: 中国:平均价:铜(1#):有色市场	10
图 14: 中国:平均价:锡(1#):有色市场	10
图 15: 中国:平均价:铝(A00):有色市场	10
图 16: 中国:平均价:白银(1#):有色市场	10
图 17: 近两年规上工业企业产销率低于上一个十年均值	11
图 18: 制造业去库存阶段伴随着价格持续承压	11
图 19: 2025 年下半年规上工业企业利润累计同比回正	13
图 20: 规上工业企业应收账款平均回收期高于往年	13
图 21: 地方新增专项债中用于形成实物工作量的普通项目额度占比下降	13
图 22: 2025 年财政脉冲在三季度放缓	14
图 23: 2024 年的基数水平相对 2023 年更高	14
图 24: 2025 年固定资产投资累计同比呈现前高后低走势	14
图 25: 2025 年全年房地产开发投资完成额大概率走低	14
图 26: 信息技术服务业和航天航空设备制造业的投资额持续保持高增	15
图 27: 相较于 2024 年, 2025 年基建投资有所回落	15
图 28: “两新”政策出台带动设备更新领域的投资增速	15
图 29: 1994-2024 年中国增量资本产出率 (ICOR)	16
图 30: 2025 年出口金额当月值的平均中枢不断抬升	16
图 31: 2025 年出口累计增速 (美元计价) 保持平稳	16
图 32: 近 10 年来对美出口占比持续下滑	17
图 33: 特朗普此次对华关税上调幅度显著高于第一任期	17
图 34: 近两年出口价格一直偏弱	17

图 35: 实际有效汇率走弱支撑了出口的韧性	17
图 36: 2025 年 1-11 月重点商品出口金额累计同比	18
图 37: 主要经济体 OECD 综合领先指标	19
图 38: IMF 全球及主要地区 GDP 实际增长率展望	19
图 39: 2025 年 1-11 月全国一般公共预算主要支出项目累计同比增速	19
图 40: 社零与居民可支配收入累计同比增速有一定同步性	20
图 41: 中国社会消费品零售总额历年各月份累计值	20
图 42: 2025 年下半年, 部分“以旧换新”惠及的商品零售额增速出现下滑	20
图 43: 地产价格仍在企稳的过程中	21
图 44: 居民部门整体加杠杆的意愿并不强烈	21
图 45: 2025 年除 4 月关税事件引发短期波动外, A 股整体在较低波动水平	21
图 46: 2026 年居民增收机制建设相关政策	26
图 47: 2025 年 11 月广义基建投资增速跌幅趋缓	28
图 48: 12 月 PMI 指数重回荣枯线上	28
图 49: 我国人均 GDP 现价已突破 13000 美元	29
图 50: 中国 7 天逆回购利率 (%)	30
图 51: 银行间市场 7 天期质押式回购加权平均利率 (%)	30
图 52: 旧 M1 (领先 6 个月指标) 和 PPI 的同比走势图	33
表 1: 2025 年工信部等部委推出新一轮重点行业稳增长方案	12
表 2: “十四五”与“十五五”规划《建议》中对国内外形势的分析对比	23
表 3: 2025 年 VS2024 年中央经济工作会议对比	24
表 4: 决策执行部门 2026 年经济工作部署中多体现“靠前发力”的指向	27
表 5: “十四五”历年经济工作总基调取向	31
表 6: “反内卷”政策沿革	32

1.国内整体的经济运行格局

回顾 2025 年整体的经济运行走势,通过结合中央经济工作会议“我国经济顶压前行、向新向优发展”的判断出发,并结合此前的持续跟踪。我们不难发现 2025 年国内经济的运行呈现出较为清晰的阶段性特征:上半年在关税冲击等外部扰动下,经济运行尤其是出口表现出一定韧性;而下半年在 2024 年“924”政策集中发力所形成的高基数影响下,增长动能存在边际走弱的迹象。

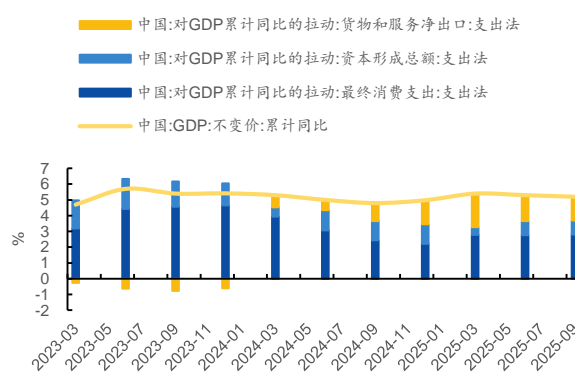
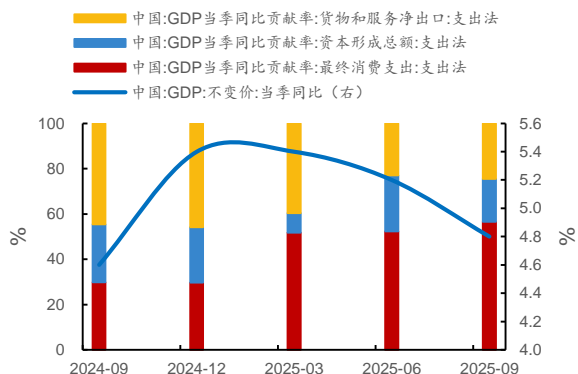
总体来看,我们在此前报告《繁荣起点周年再续,合力厚植沃土方兴》中指出,基本面的改善主要来自化解地方风险、畅通内需循环与谋划产业发展三条主线的合力推进。2025 年在更加积极有为的宏观政策支持下,经济运行总体呈现稳中有进的态势。

随着 2025 年中央经济工作会议延续既定的宏观政策取向,我们对 2026 年经济韧性的延续仍具信心基础,但内需修复的稳固性仍有待进一步夯实。与此同时,中央经济工作会议也明确指出,当前经济运行的主要矛盾仍在于国内供给偏强、需求偏弱,且重点领域风险仍需持续化解。基于这一核心判断,本文对当前经济运行状态进行系统分析,并认为 2026 年总量方面的政策正朝着三个“再平衡”的方向演绎,即政策重心、政策周期和政策取向的三个“再平衡”。

具体而言,我们认为“供强需弱”主要体现在三个层面:一是供给端仍然偏强,工业生产和制造业供给能力保持较高韧性,新兴产业表现突出;二是需求端偏弱,其中以内需不足最为突出,既表现为供需的不匹配,也体现为价格层面的需求偏弱、通胀中枢偏低;三是信贷偏弱,居民和企业部门加杠杆意愿不足,信用扩张动力有限。

图 1: 2025 年最终消费支出对 GDP 的贡献率逐季度提升

图 2: 近两年出口一直承担经济压舱石的重要角色



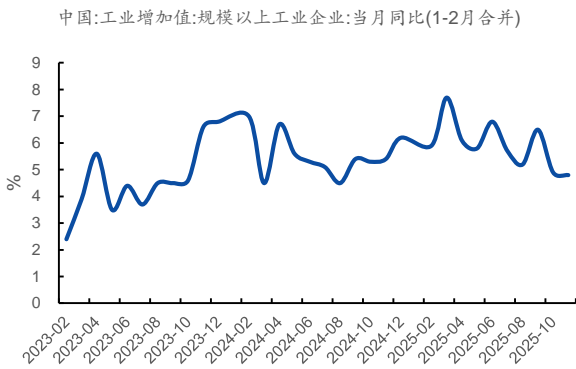
资料来源: Wind, 国元证券研究所

资料来源: Wind, 国元证券研究所

2.供给端：生产能力仍具韧性，结构持续向新向优

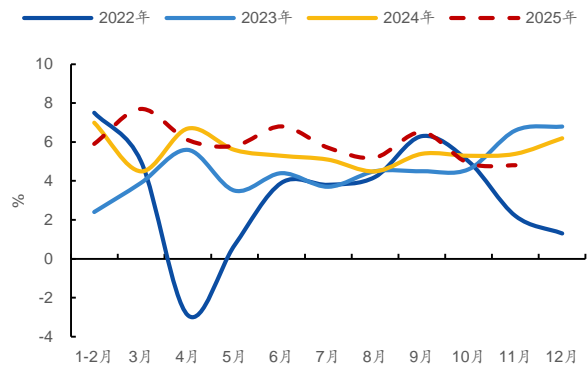
工业增加值是指工业企业在报告期内以货币形式表现的从事工业生产活动的最终成果。从规上工业增加值的同比增速来看，自2022年4月以来持续保持正增长，表明工业生产在外部环境扰动和内需修复偏弱的背景下仍具备较强韧性。进一步从近四年的季节性走势（图4）观察，当前工业增加值增速整体仍处于相对不低的区间，反映出供给端运行总体平稳。

图3：国内规上企业工业增加值同比增速



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图4：2025年工业增加值同比增速季节性表现也较强

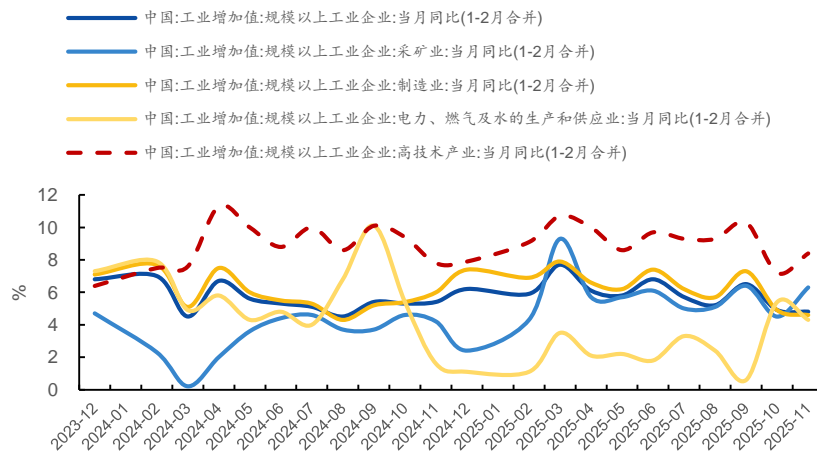


资料来源：Wind, 国元证券研究所

2.1 生产结构呈现“向新向优”的特征

从工业增加值的结构来看，供给偏强的同时，生产的结构呈现向新向优的特征。2025年1-11月份，全国规模以上工业增加值累计同比增长6%。从三大门类看，采矿业增加值累计同比增长5.7%，制造业累计同比增长6.4%，电力、热力、燃气及水生产和供应业累计同比增长2.5%。制造业中，高技术产业增加值累计同比增长9.2%，快于全部规模以上工业增加值累计同比增长3.2个百分点，自2024年2月以来，高技术产业规上工业增加值增速始终高于同期全部规上工业增加值增速。

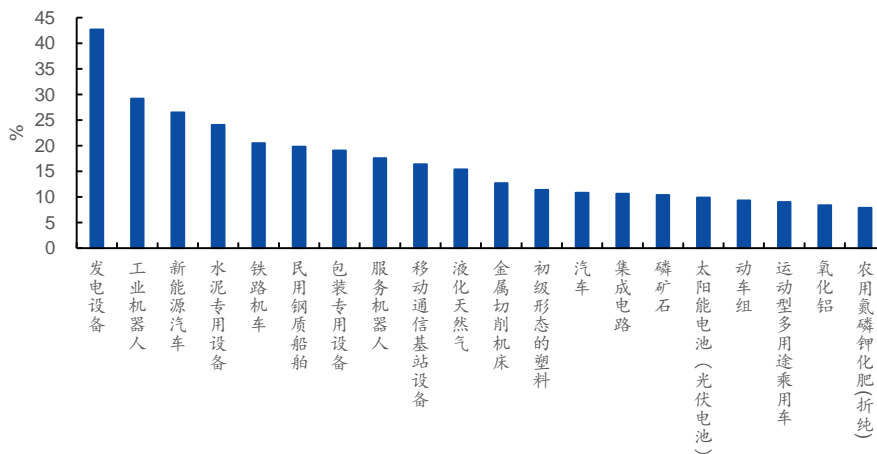
图5：高技术产业工业增加值近2年始终保持较快的同比增速



资料来源：Wind, 国元证券研究所

从规模以上工业主要产品产量累计同比增速的结构分布看，增速居前的产品中，发电设备、工业机器人、新能源汽车、太阳能电池、动力电池及相关装备占据显著位置，高端装备制造和新能源相关领域保持较强生产韧性，成为新兴工业增长的重要支撑。同时，服务机器人、移动通信基站设备、液化天然气等产品产量增速亦处于较高水平。相较之下，传统大宗原材料和部分中低端制造品增速相对靠后，表明工业生产结构正在由“量的扩张”向“质的提升”转变。总体来看，当前工业生产的支撑力量更多来自新兴产业领域，这在一定程度上体现出现代化产业体系建设在供给端的阶段性成效。

图 6：2025 年 1-11 月规模以上工业主要产品产量累计同比增速（前 20）



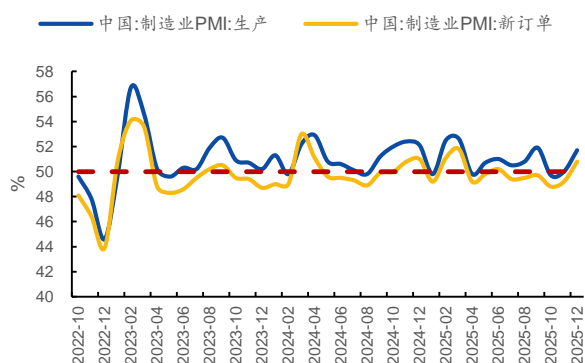
资料来源：Wind，国元证券研究所；注：剔除规上工业发电量

2.2 生产节奏仍领先于需求修复

从企业生产行为看，制造业 PMI 生产指数整体表现好于新订单指数，显示企业生产端修复节奏领先于需求端。即便在订单改善有限的情况下，企业仍倾向于维持一定开工率，以摊薄成本、稳定现金流和保持市场份额。这种生产行为进一步强化了“供强需弱”的结构特征。根据 2025 年 12 月制造业 PMI 数据，新订单指数重新回升至 50% 以上的扩张区间，需求端呈现一定的回暖迹象。

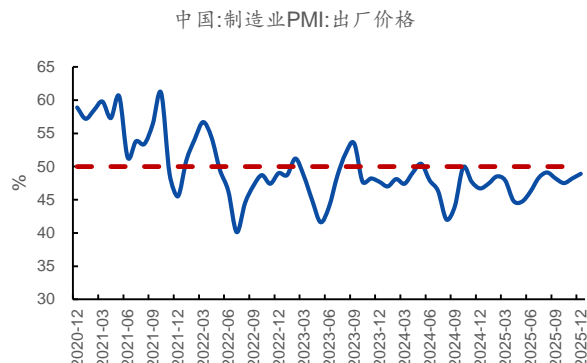
与此相对的是 2025 年初以来，制造业 PMI 出厂价格指数持续运行于收缩区间，显示产品价格整体仍然承压。这反映出在供给能力相对充裕、需求修复不足的背景下，企业定价能力偏弱，价格端尚未形成对盈利的有效支撑。

图 7：制造业 PMI 显示生产端依然保持一定的扩张强度



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 8：制造业 PMI 出厂价格指数显示价格承压



资料来源：Wind, 国元证券研究所

不过自 4 月政治局会议以来，政策与制度层面持续释放稳企业、稳市场、稳预期的明确信号，着力在外部冲击加大的背景下，进一步改善企业，尤其是民营和中小微企业的经营预期。

一是《中华人民共和国民营经济促进法》于 5 月正式实施，从法律层面强化了民营企业市场准入、平等竞争、产权保护和融资便利等方面的制度保障，有助于提升民营企业信心和中长期投资意愿。

二是《关于进一步促进民间投资发展的若干措施》等一系列配套政策集中出台，通过扩大项目准入范围、优化营商环境、破除隐性壁垒等举措，持续改善民间投资环境，推动民营资本参与实体经济和重点领域建设。

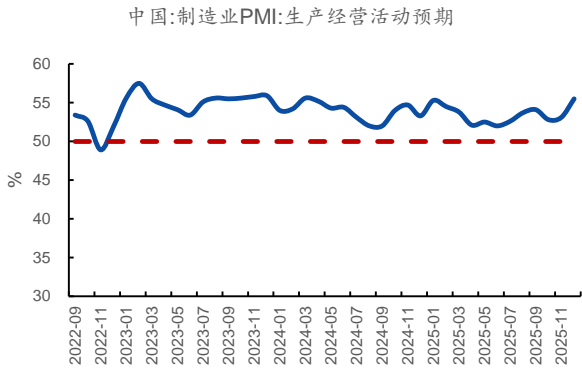
三是在宏观政策取向层面，2025 年中央经济工作会议明确提出加大逆周期和跨周期调节力度，继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，为市场主体经营发展提供更加清晰、稳定的政策预期。

此外，在对外开放和投资促进领域，《2025 年稳外资行动方案》和《鼓励外商投资产业目录（2025 年版）》等政策，也有利于稳定外资企业在中国市场的信心，进而对整体市场预期形成正向支撑。

综上所述，这些政策从制度保障、市场环境优化到宏观逆周期调节多层面共同发力，在一定程度上缓解了企业经营环境中的结构性障碍，提升了企业对未来需求和盈利预期的信心，有助于稳定企业生产投资意愿。我们看到，整体企业经营预期的景气度还是保持一个非常健康的水平，新订单指数和库存的差值也逐渐稳定为正值。展望 2026 年，供需再平衡或成为一个可以实现的目标。

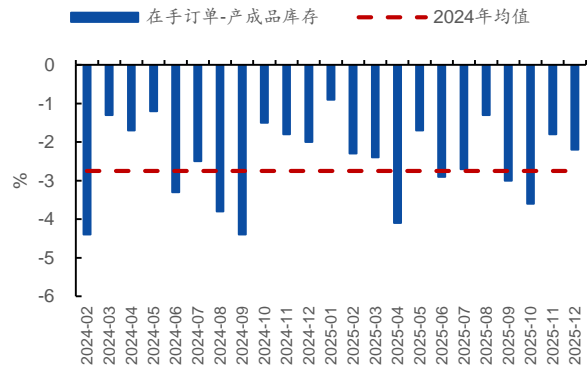
这些政策从制度保障、市场环境优化到宏观逆周期调节等多个层面协同发力，有助于稳定企业的生产和投资意愿。具体来看，企业生产经营预期相关景气指标整体仍处于相对健康区间，在手订单指数与产成品库存指数的差值亦逐步修复。在政策持续发力和企业正向预期的共同作用下，供需关系有望朝着再平衡方向推进。

图 9：企业生产经营预期整体保持在相对积极的区间



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 10：在手订单与库存差值呈改善迹象



资料来源：Wind, 国元证券研究所

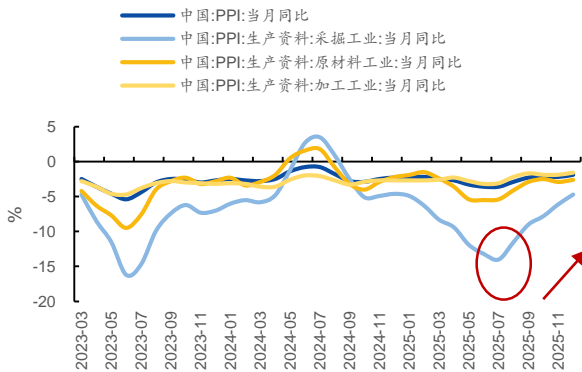
3.需求端：总量需求偏弱，外需强于内需

整体来看，2025 年总量层面的需求修复仍显偏弱，需求结构呈现出外需相对稳健、内需中的消费和投资修复偏慢的特征。在供给能力相对充裕的背景下，工业品价格持续承压，PPI 运行于低位区间。价格走弱直接压缩了企业利润空间，使工业企业利润修复节奏明显慢于产出，呈现出“量稳价弱”的特征。

3.1 价格层面，PPI 呈现低位运行的特征

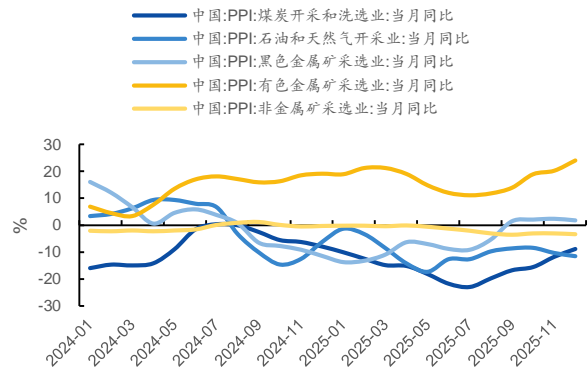
从 PPI 的运行结构看，价格下行呈现出由上游向中下游逐步收敛的特征。自 2025 年初以来，整体呈现采掘工业价格同比跌幅最为显著，加工工业价格跌幅相对较小。上游原材料成本显著下降，但下游加工行业价格降幅相对有限。整体来看，当前价格下行主要由上游价格回落主导，虽然成本端的下行压力尚未完全传导至下游终端，但内需不足对整体工业价格体系的压制作用依然明显。值得注意的是，随着全球 AI 基建投资的推进，对铜等有色金属形成中长期需求预期支撑，叠加部分矿区供给扰动，主流有色金属价格走强，推动有色金属采选业 PPI 持续保持在较高水平。

图 11：生产资料 PPI 中采掘工业价格跌幅近期明显收敛



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 12：除有色金属采选业外，多数采选行业 PPI 下行



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 13: 中国:平均价:铜(1#):有色市场



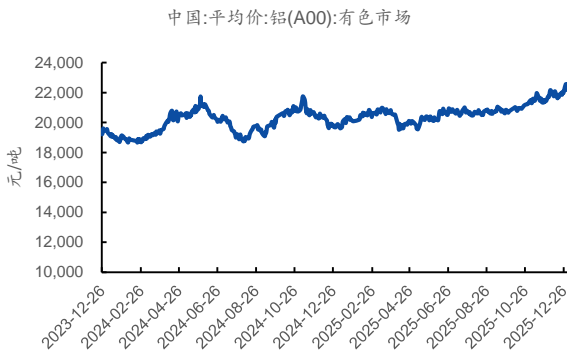
资料来源: Wind, 国元证券研究所; 截止 2025 年 12 月 31 日

图 14: 中国:平均价:锡(1#):有色市场



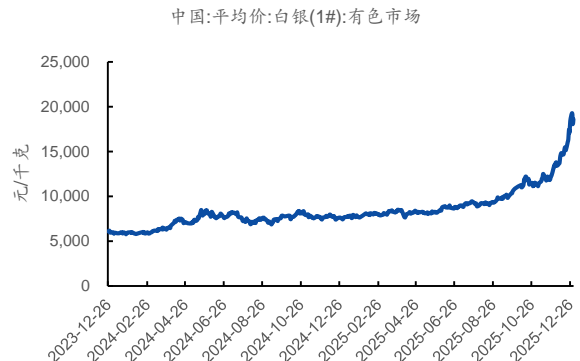
资料来源: Wind, 国元证券研究所; 截止 2025 年 12 月 31 日

图 15: 中国:平均价:铝(A00):有色市场



资料来源: Wind, 国元证券研究所; 截止 2025 年 12 月 31 日

图 16: 中国:平均价:白银(1#):有色市场

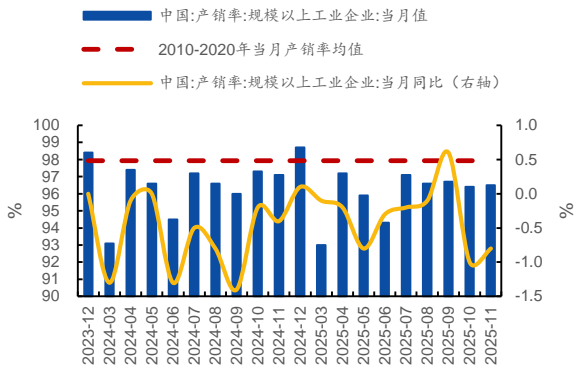


资料来源: Wind, 国元证券研究所; 截止 2025 年 12 月 31 日

3.2 库存层面，供需再平衡仍是长期趋势

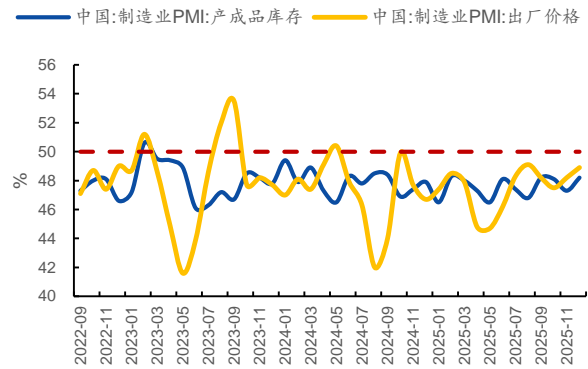
从供需匹配情况看，2025 年规上工业企业的当月产销率与 2010 年-2020 年当月均值相比处于偏低水平，进一步印证了生产释放快于需求消化的现实。尽管工业生产保持增长，但企业库存去化或更多依赖以价换量和调整经营策略来应对，而非需求的实质性改善。这一特征在 PMI 的库存指标和价格表现中均有所体现，当前行业仍处于艰难的主动去库存阶段，尚未进入由需求拉动的主动补库阶段。

图 17：近两年规上工业企业产销率低于上一个十年均值



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 18：制造业去库存阶段伴随着价格持续承压



资料来源：Wind，国元证券研究所

3.3 盈利层面，“反内卷”一定程度上缓解了企业压力

在盈利层面，“反内卷”政策通过规范无序竞争、改善行业定价环境，在一定程度上缓解了企业盈利压力。自 2024 年 7 月中央政治局会议，政策层面对部分行业的低价无序竞争、资源错配和产能过剩问题开始给予重视，“反内卷”导向逐步成为政策组合的一部分。2025 年 7 月召开的中央财经委员会会议明确提出，要依法依规治理企业低价无序竞争，并推动落后产能有序退出，这为改善市场竞争秩序、抬升行业利润率提供了政策导向性支撑。

在此基础上，工信部等相关部门下半年也陆续出台针对重点行业的稳增长方案。综合梳理相关政策内容可以看到，多数方案并非单纯依赖需求刺激，而是着力通过优化供给结构、推动产业转型升级以及引导适度优胜劣汰，促进产业运行由“拼价格、拼规模”向“重效率、重质量”转变，从而为行业盈利状况的阶段性改善创造条件。

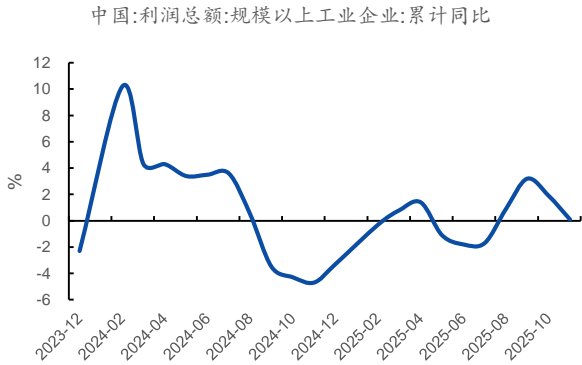
表 1：2025 年工信部等部委推出新一轮重点行业稳增长方案

行业	文件印发时间	部门	方案名称	主要内容
钢铁	2025 年 8 月 6 日	工业和信息化部、 自然资源部、生态 环境部等五部门	《钢铁行业稳增长工 作方案（2025—2026 年）》	2025—2026 年，钢铁行业增加值年均增长 4%左右。聚焦消费达峰、需求下行突出矛盾，提出加强行业管理，实施产能产量精准调控，推进钢铁企业分级分类管理，促进供需动态平衡、优胜劣汰。聚焦提升供给质量，提出强化产业科技创新，增强高端产品供给能力，促进大宗产品质量升级，稳定原燃料供给，提升有效供给能力。
电力装备	2025 年 8 月 6 日	工业和信息化部、 市场监管总局、国 家能源局	《电力装备行业稳增长 工作方案（2025— 2026 年）》	到 2026 年，我国传统电力装备年均营收增速保持 6%左右。在供给侧，统筹实施产业基础再造和重大技术装备攻关，突破一批标志性装备。在需求侧，依托大型风电光伏基地、海上风电基地、智能电网、抽水蓄能电站等能源领域重大工程建设，稳定电力装备国内需求，充分利用全球能源绿色低碳转型的重要机遇，积极拓展海外市场。
轻工业	2025 年 8 月 21 日	工业和信息化部、 商务部、市场监管 总局	《轻工业稳增长工作 方案（2025—2026 年）》	2025 至 2026 年，轻工业在稳增长、促消费、惠民生中的作用更加凸显。方案从着力优化供给、助力扩大消费、保持国际竞争优势、优化产业生态、增强高质量发展动能等方面部署 15 项任务。
电子信息 制造	2025 年 8 月 22 日	工业和信息化部、 市场监督管理总局	《电子信息制造业 2025—2026 年稳增长 行动方案》	到 2026 年，5 个省份的电子信息制造业营收过万亿元，服务器产业规模超过 4000 亿元，75 英寸及以上彩色电视机国内市场渗透率超过 40%，个人计算机、手机向智能化、高端化迈进。从促进产业转型升级，深化构建高质量供给体系；促进国内外市场畅通经济循环，深挖需求潜力；推动科技创新与产业创新融合，建设现代化产业体系三方面细化 16 项具体举措。
建材	2025 年 8 月 25 日	工业和信息化部、 自然资源部、生态 环境部、住房城乡 建设部等六部门	《建材行业稳增长工 作方案（2025—2026 年）》	2025—2026 年，建材行业将恢复向好，盈利水平有效提升，产业科技创新能力不断增强。一是强化行业管理，促进优胜劣汰。二是加强产业科技创新，提升有效供给能力。三是扩大有效投资，促进行业转型升级。四是拓展消费需求，激发市场消费潜能。五是深化开放合作，提高国际化发展水平。
有色金属	2025 年 8 月 28 日	工业和信息化部、 自然资源部等八 部门	《有色金属行业稳增长 工作方案（2025— 2026 年）》	2025 年至 2026 年，有色金属行业增加值年均增长 5%左右。方案围绕提高资源保障水平、提升有效供给能力、促进行业转型升级、激发市场消费潜能、提高国际化发展水平五方面提出十项重点举措。
石油化工	2025 年 9 月 2 日	工业和信息化部 等七部门	《石化化工行业稳增长 工作方案（2025— 2026 年）》	2025 年至 2026 年，石化化工行业增加值年均增长 5%以上。方案围绕提升有效供给能力、促进转型升级、激发市场潜能、培育高质量增长引擎、提高国际化发展水平等五方面提出十项重点举措。
汽车	2025 年 9 月 12 日	工业和信息化部、 公安部、财政部等 八部门	《汽车行业稳增长工 作方案（2025—2026 年）》	2025 年，力争实现全年汽车销量 3230 万辆左右，同比增长约 3%，其中新能源汽车销量 1550 万辆左右，同比增长约 20%。工作方案从扩大国内消费、提升供给质量、优化发展环境、深化开放合作等 4 个维度，提出 15 条工作举措及 3 方面保障措施，相关的细化措施 60 余项。
机械	2025 年 9 月 18 日	工业和信息化部、 农业农村部、商务 部等六部门	《机械行业稳增长工 作方案（2025—2026 年）》	2025 至 2026 年，力争营业收入年均增速达到 3.5%左右，营业收入突破 10 万亿元，培育一批具有竞争力的中小企业特色产业集群和具有国际竞争力的产业集群。方案要求供需两侧同时发力，多方协同激发行业增长活力，从 3 方面提出 14 项重点任务，包括加大制造业重大技术改造和大规模设备更新工程实施力度；开展数字化转型改造行动；支持工业母机、机器人、智能检测装备等攻关、验证和集成创新；加强通用大模型和机械行业大模型研发；着力整治非理性竞争，引导行业协会商会等行业组织加强行业自律，促进产业有序发展和良性竞争等。

资料来源：新华网，工信部，国元证券研究所整理

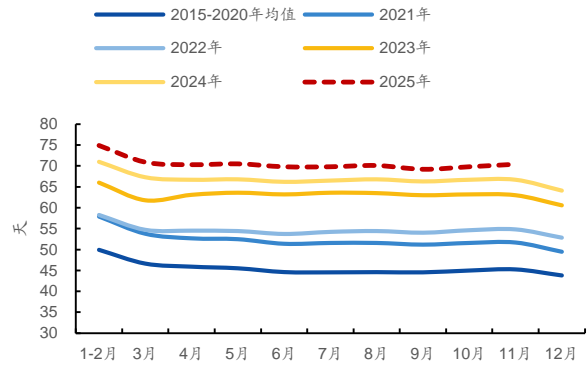
在“反内卷”政策导向下，规上工业企业利润总额累计同比增速自8月份出现回正，但改善具有一定阶段性，进入下半年，特别是四季度以来内需持续偏弱、价格端压力依然存在（PMI出厂价格分项在8月后转弱），企业利润增速出现走低的迹象。

图 19：2025 年下半年规上工业企业利润累计同比回正



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 20：规上工业企业应收账款平均回收期高于往年

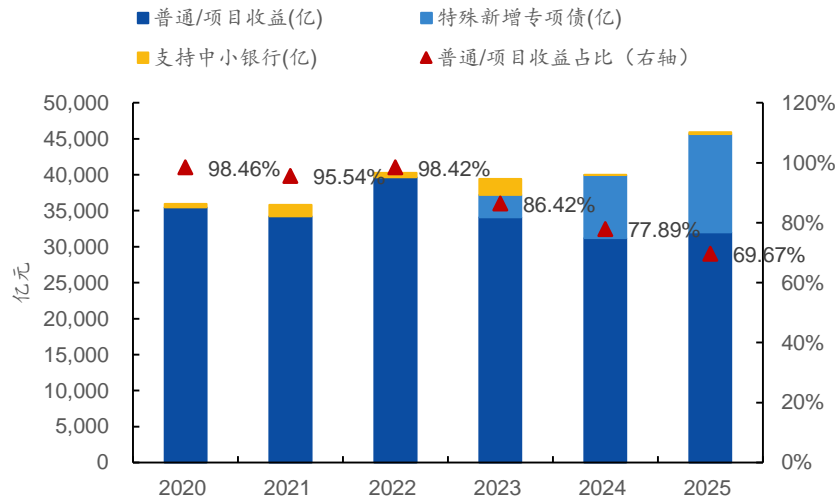


资料来源：Wind, 国元证券研究所

3.4 投资方面，地产开发仍然偏弱

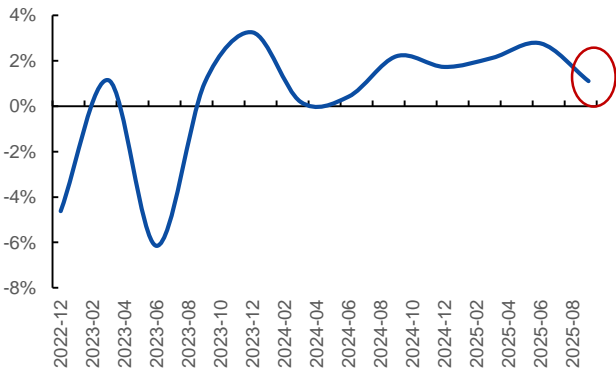
在投资端，固定资产投资全年呈现前高后低的走势，一方面是房地产开发投资仍是主要拖累，基建投资增速也整体稍显偏低；另一方面，地方化债的财政约束和全社会的投资效率趋于下行也限制了新增投资空间，难以对投资形成有效托底。

图 21：地方新增专项债中用于形成实物工作量的普通项目额度占比下降



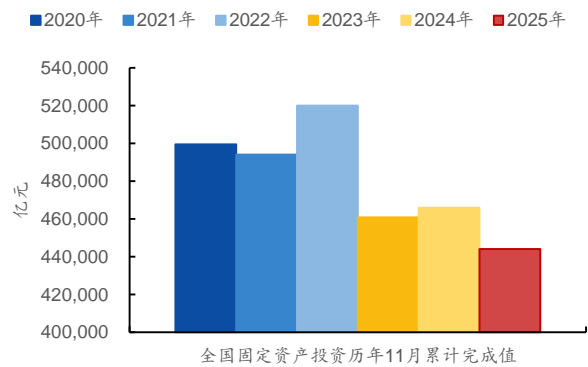
资料来源：企业预警通, 国元证券研究所；注：截止至 2025 年 12 月 30 日

图 22：2025 年财政脉冲在三季度放缓



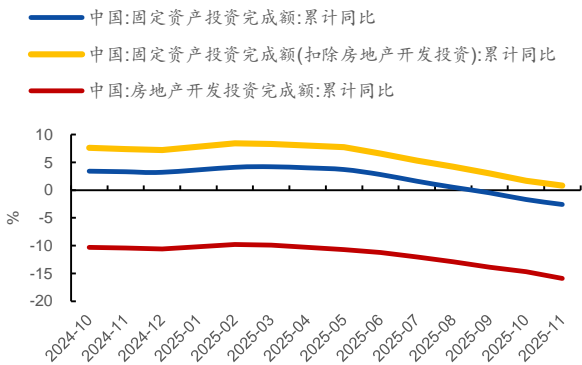
资料来源：Wind, 国元证券研究所；注：当期广义赤字同比变化/当期 GDP

图 23：2024 年的基数水平相对 2023 年更高



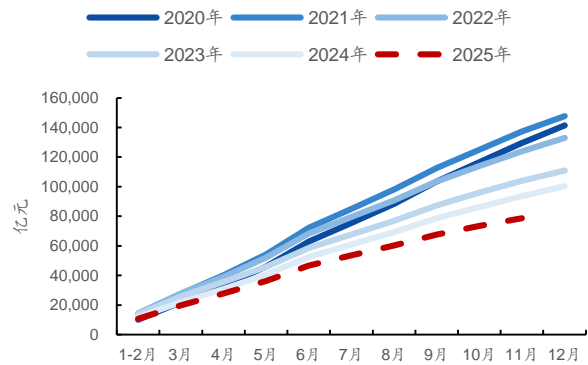
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 24：2025 年固定资产投资累计同比呈现前高后低走势



资料来源：Wind, 国元证券研究所

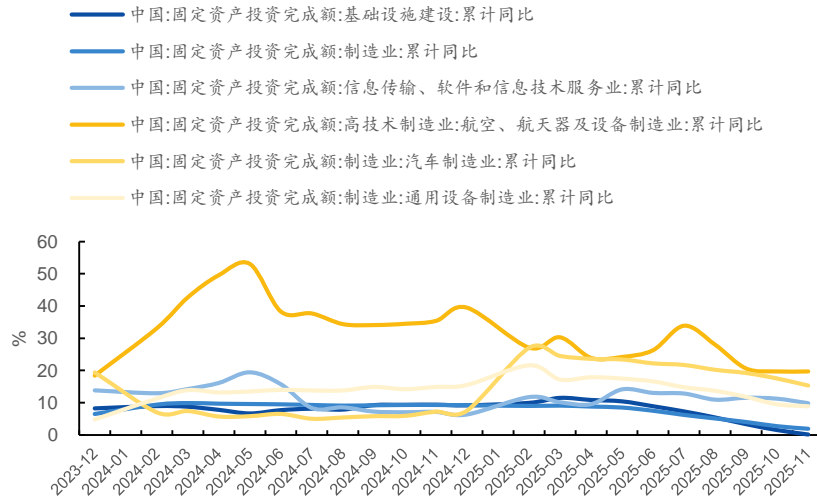
图 25：2025 年全年房地产开发投资完成额大概率走低



资料来源：Wind, 国元证券研究所

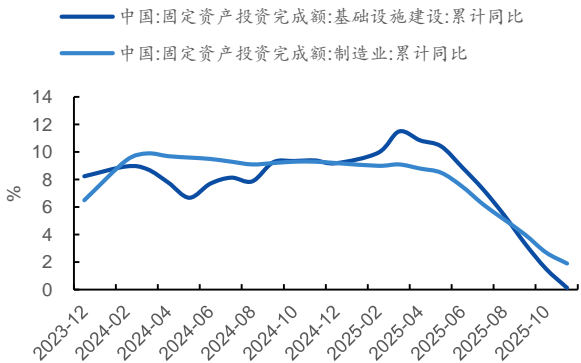
从固定资产投资完成额累计同比增速的结构看，在整体投资增速放缓的背景下，投资内部呈现出明显的分化特征。一方面，部分新兴产业和高技术行业投资仍保持相对较高增速，这与前文所述工业供给体系持续“向新向优”的结构性特征形成呼应，反映出产业升级和技术进步相关领域的投资韧性。另一方面，2025 年通过发行超长期特别国债支持实施的“两新”政策中，约 2000 亿元的大规模设备更新资金项目对制造业技术改造和设备投资形成了阶段性拉动，也在一定程度上支撑了相关领域投资增速表现。在总量投资承压的情况下，投资结构也正由传统领域向高技术、更新改造和效率提升方向倾斜。

图 26：信息技术服务业和航天航空设备制造业的投资额持续保持高增



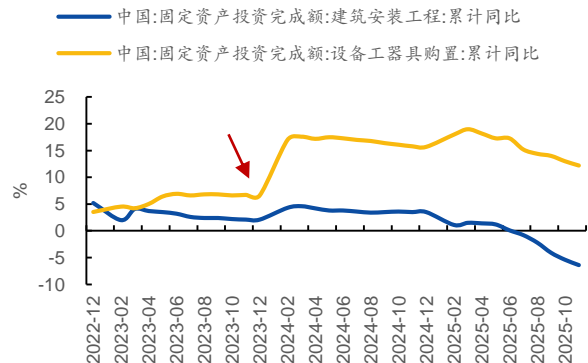
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 27：相较于 2024 年，2025 年基建投资有所回落



资料来源：Wind, 国元证券研究所

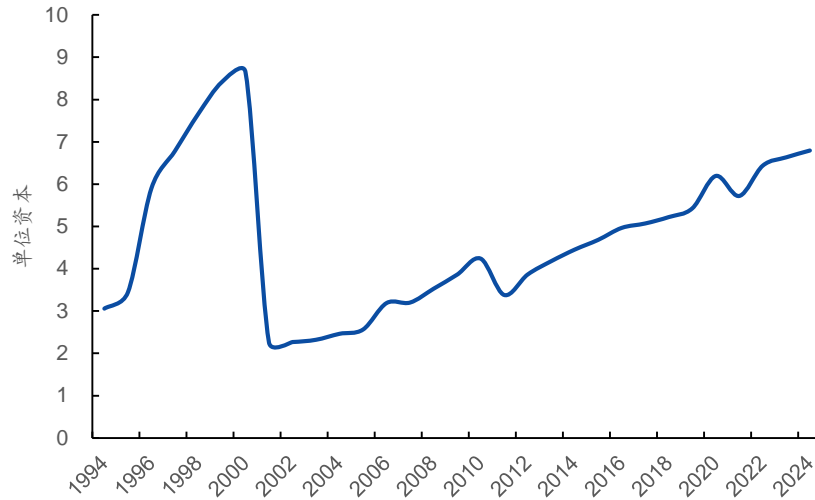
图 28：“两新”政策出台带动设备更新领域的投资增速



资料来源：Wind, 国元证券研究所

从增量资本产出率（ $ICOR = \text{投资} / \text{生产总产值增加量}$ 之比）这一代表资本边际投资效率的指标可以发现，中国整体的增量资本产出率在加入 WTO 后降至较低点（投资效益相对更高）后，随着经济发展阶段变化和投资结构调整， $ICOR$ 呈现逐年上升的趋势，投资效益的边际下降也一定程度上限制了全社会的投资需求。

图 29：1994-2024 年中国增量资本产出率 (ICOR)



资料来源：Wind, 国元证券研究所；注：分子与分母均采用五年移动平均值进行平滑处理。

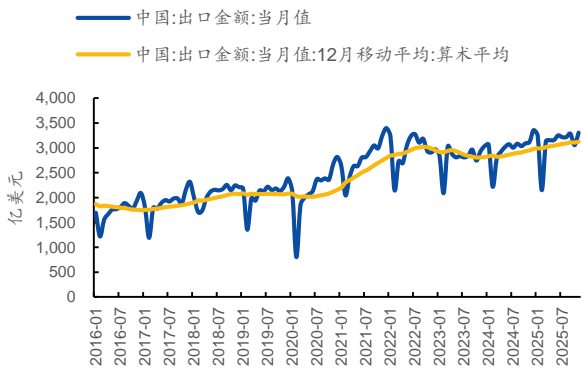
综合来看，投资增速放缓与前文所述的供需匹配差、价格持续低迷等现象相互印证，在增量资本产出率边际转弱的背景下，单纯依靠投资总量的大幅度扩张已难以有效拉动更多的经济增长。这也从侧面解释了当前政策层面在 2026 年经济工作中重视扩大内需、优化投资结构、增加优质供给的现实逻辑与必要性。

3.5 出口方面，韧性强于预期

相比之下，外需对经济运行形成了一定支撑，在面对“对等关税”事件的冲击之下，全年显出非凡的韧性。

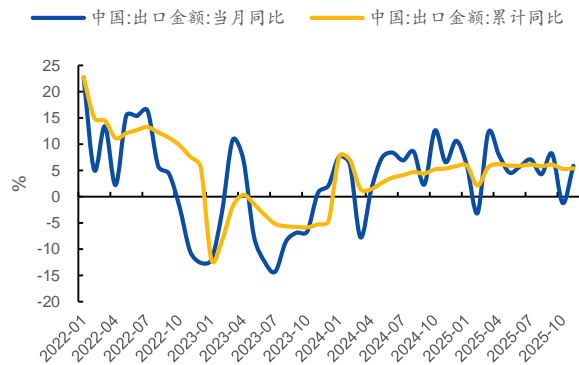
从出口金额走势看，以美元计价的出口金额的运行中枢（12个月移动平均值）持续抬升，已升至 3100 亿美元以上，处于近年来相对高位。12 月制造业 PMI 新出口订单分项的回升态势也呈现边际改善，预计 2025 年全年出口累计增速大概率有望维持在 5% 以上。

图 30：2025 年出口金额当月值的平均中枢不断抬升



资料来源：Wind, 国元证券研究所

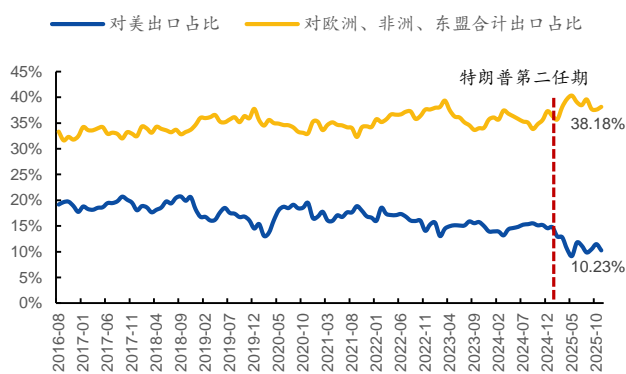
图 31：2025 年出口累计增速（美元计价）保持平稳



资料来源：Wind, 国元证券研究所

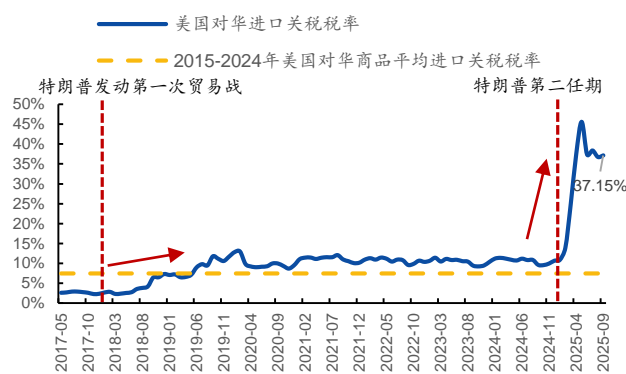
从主要的出口目的地来看，在特朗普两届任期内对华实施关税壁垒之后，美国对华进口关税税率均呈现出明显上升趋势，其中第二任期关税上调的斜率显著高于第一任期，对出口结构的影响也更为直接和集中。具体来看，在2018年第一次中美贸易摩擦期间，尽管美国对华加征关税力度逐步提升，但中国对美出口占整体出口的比重并未出现明显下滑，长期维持在15%—20%的区间内。然而，自2025年4月“对等关税”事件发生后，对美出口占比出现明显回落，5月一度降至10%以下；在随后多轮经贸会谈推进及取消部分对等关税后，该比例虽有所企稳，但仍主要稳定在10%—11%的十年内相对低位。从结构上看，我们看到对美出口份额的下降并未完全转化为出口总量的流失，而更多体现为出口目的地的再分配。相关份额主要由非洲、东盟国家（尤其是越南）以及欧盟等市场承接，反映出我国出口在超预期的关税战冲击下，通过市场多元化和贸易结构调整，对外需冲击形成了一定缓冲。

图 32：近 10 年来对美出口占比持续下滑



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 33：特朗普此次对华关税上调幅度显著高于第一任期

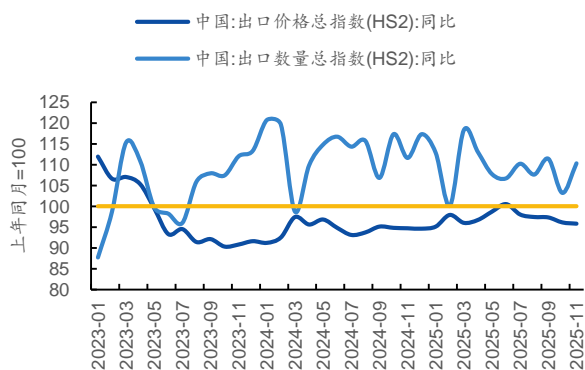


资料来源：PIIE, US Census, 国元证券研究所

注：税率公式=计算征收关税/进口货物价值

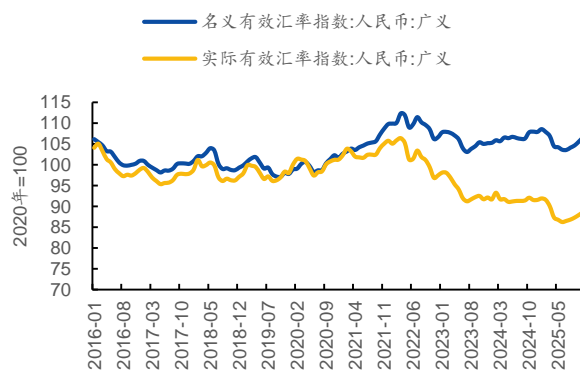
不过，外需的稳健性更多体现为“以价换量”的结果。从数量看，在年初关税预期升温引发阶段性“抢进口”效应的支撑下，出口表现出一定韧性；但从价格看，进入2024年以来，出口价格总指数持续处于偏弱区间。与此同时，人民币实际有效汇率维持偏弱运行，对出口价格竞争力形成一定支撑，也在一定程度上托底了出口表现。

图 34：近两年出口价格一直偏弱势



资料来源：Wind, 国元证券研究所

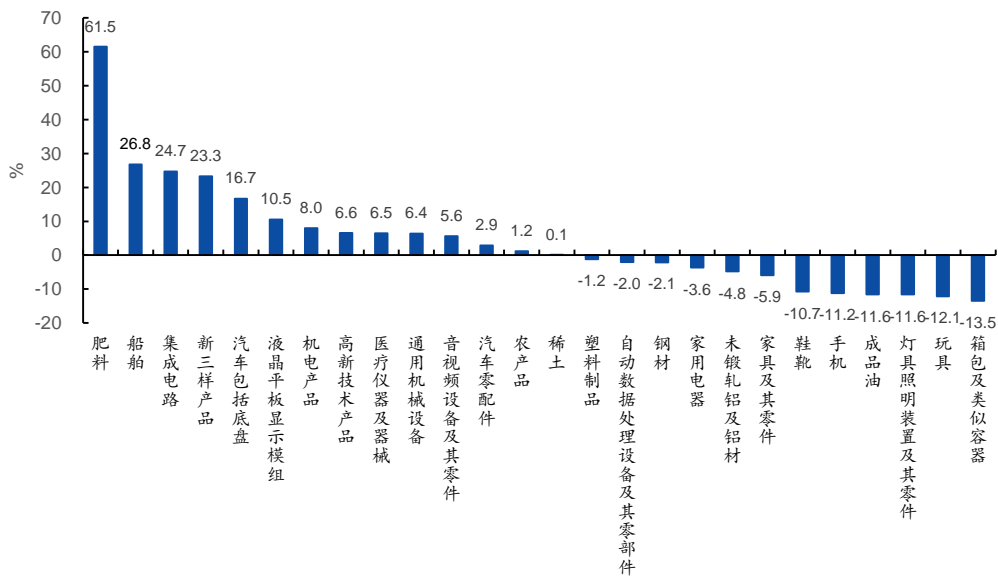
图 35：实际有效汇率走弱支撑了出口的韧性



资料来源：Wind, 国元证券研究所

除了出口目的地结构的变化之外，重点出口商品结构的变化也与工业生产结构的“向新向优”演进表现出较强一致性，高技术产品和机电类产品出口的较快增长成为 2025 年出口表现的一大亮点。具体来看，部分高技术和装备制造类产品增速居前，其中船舶（26.8%）、集成电路（24.7%）以及汽车（16.7%）等品类保持较快增长。相比之下，传统消费品和中低端制造品在关税冲击和外部需求偏弱的背景下，由于附加值相对较低、进口商对价格敏感度较高，出口压力依然较大，鞋靴、家具、玩具、箱包等品类累计同比仍处于负增长区间。

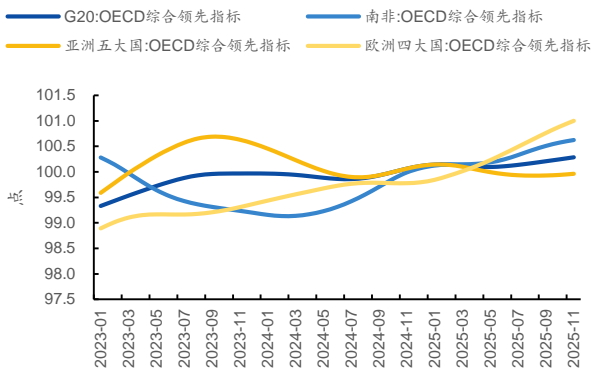
图 36：2025 年 1-11 月重点商品出口金额累计同比



资料来源：Wind, 国元证券研究所

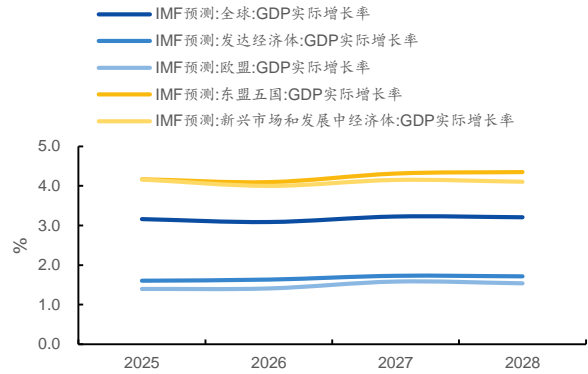
从主要经济体的领先指标以及 IMF 对全球经济的展望来看，全球经济增速仍有望维持在相对稳健的区间。对于我国出口来说，一方面，政策资源对现代化产业体系的相关投入正逐步转化为出口商品结构的高端化优势，高技术和高附加值产品占比提升；同时，实际有效汇率在相对平稳的区间运行，为中国商品出口保持价格竞争力提供支撑。另一方面从外部环境，特朗普表达的访华意愿与其继续对华抬高关税壁垒在政策逻辑上存在冲突，综合判断，2026 年一季度至二季度外部冲击事件的发生频率，较 2025 年上半年有望明显下降，外部环境整体或将呈现出更强的可预期性。

图 37：主要经济体 OECD 综合领先指标



资料来源：Wind，国元证券研究所；截止 2025 年 12 月 8 日。

图 38：IMF 全球及主要地区 GDP 实际增长率展望

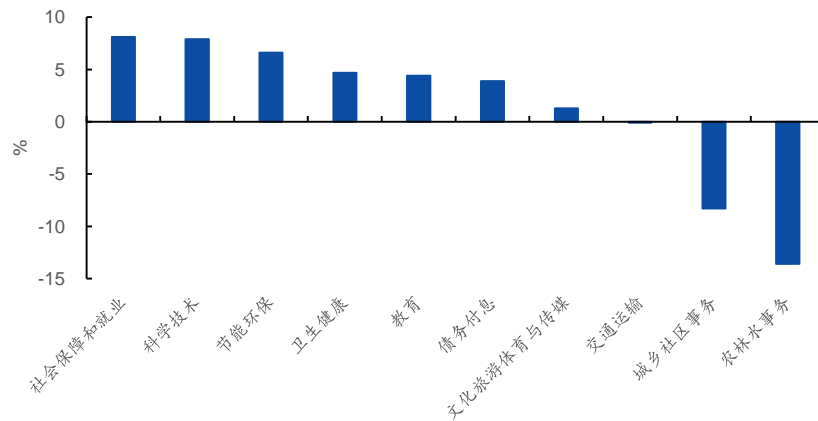


资料来源：Wind，IMF《全球经济展望》，国元证券研究所

3.6 消费方面，政策有望进一步修复价格表现

在 2025 年 3 月的两会报告中，我们提出，当前促进内需的政策正沿着两条主线统筹推进：一方面，通过财政资金对民生保障和“消费品以旧换新”等项目进行边际倾斜，并由多部门协同实施提振消费的专项行动，以形成阶段性的需求支撑；另一方面，中央更加注重通过完善和提升社会保障体系、稳定居民资产负债表和消费预期，从更具可持续性的角度推动内需修复。这一政策取向已在 2025 年的财政支出的倾斜方向和后续政策安排中得到进一步验证。

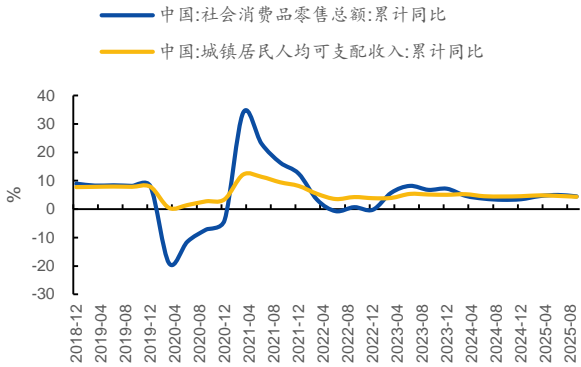
图 39：2025 年 1-11 月全国一般公共预算主要支出项目累计同比增速



资料来源：Wind，国元证券研究所；注：分子与分母均采用五年移动平均值进行平滑处理。

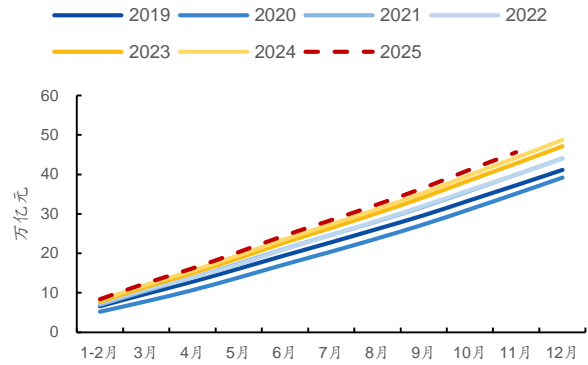
从数据表现看，社会消费品零售总额累计同比增速与城镇居民可支配收入累计同比走势具有较强一致性。

图 40: 社零与居民可支配收入累计同比增速有一定同步性



资料来源: Wind, 国元证券研究所

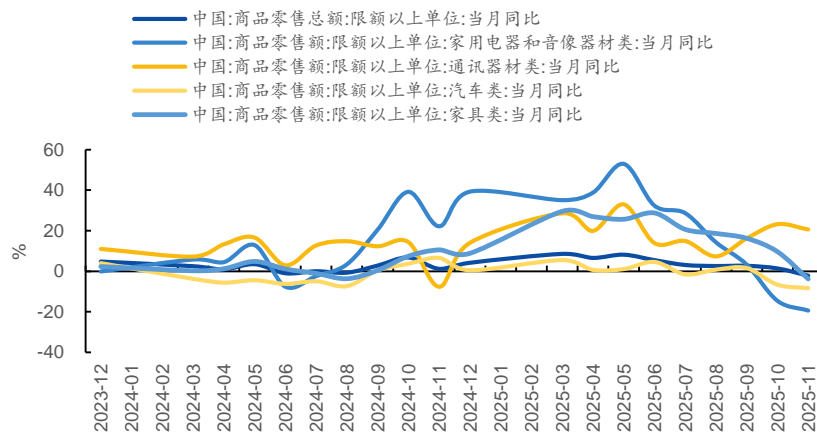
图 41: 中国社会消费品零售总额历年各月份累计值



资料来源: Wind, 国元证券研究所

与此同时,在“两新”政策带动下,部分耐用品和相关品类在上半年实现了较快增长,但随着补贴额度逐步消化,其拉动效应亦有所回落。展望 2026 年,在“以旧换新”政策明确延续的背景下,仍需持续观察耐用品消费的边际拉动效果。

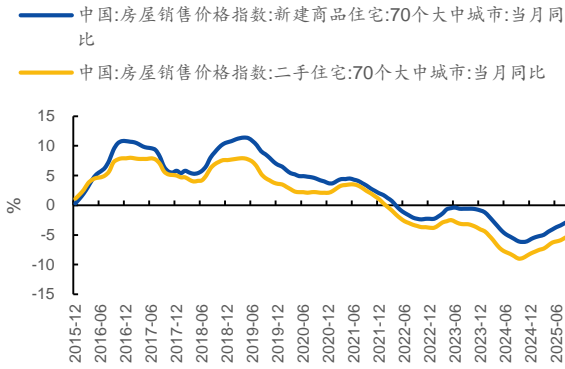
图 42: 2025 年下半年,部分“以旧换新”惠及的商品零售额增速出现下滑



资料来源: Wind, 国元证券研究所

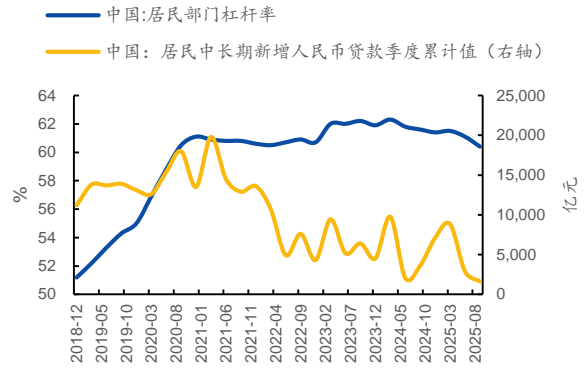
稳定居民的重要财富构成并提升收入水平,仍是支撑消费持续修复的主要路径。从房地产和股市两大居民资产类别来看,2025 年的运行表现呈现出一定分化:房地产价格仍处于探寻企稳的过程中,而 A 股市场则在较低波动环境下走出了一条趋势向上的行情,对财富预期形成一定支撑。与此同时,从居民杠杆率角度看,居民通过中长期贷款加杠杆的意愿预计仍将维持在较低水平,消费修复或更多依赖收入改善和地产企稳带来的财富效应边际修复。

图 43：地产价格仍在企稳的过程中



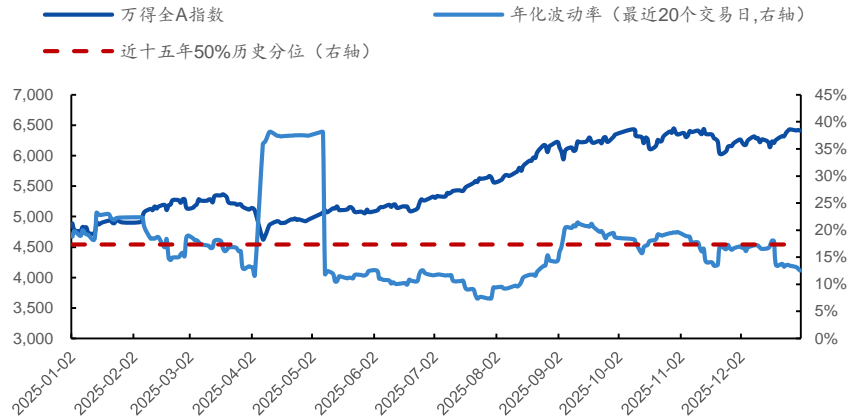
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 44：居民部门整体加杠杆的意愿并不强烈



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 45：2025 年除 4 月关税事件引发短期波动外，A 股整体在较低波动水平



资料来源：Wind, 国元证券研究所；注：近十五年选取时间范围为 2010 年 12 月 31 日至 2025 年 12 月 31 日。

展望 2026 年居民消费价格的运行表现，我们保持乐观。一方面，全国财政工作会议继续释放出财政政策更加注重“投资于人”、强化民生保障的明确信号，我们认为相关财政投入力度在 2026 年大概率不会较 2025 年退坡，有助于从收入端和预期端对消费形成支撑。另一方面，央行在工作会议中首次明确提出，将“促进经济高质量发展、推动物价合理回升”作为货币政策的重要考量，并强调将灵活高效运用降准、降息等多种政策工具。综合来看，在财政与货币政策协同发力的背景下，总量政策环境有望对需求端形成托底，推动 CPI 逐步走向温和修复。

4.2026年，于“三个再平衡”中构筑高质量发展新起点

提质增效、苦练内功，2026年宏观政策迈向“三个再平衡”。2026年是“十五五”规划开局之年，也是我国宏观政策进行系统性再平衡、为中长期高质量发展奠定新框架的关键一年，面对“供强需弱”的核心矛盾与外部环境的长期博弈，宏观政策将围绕“内外、跨逆、稳进”三个维度的“再平衡”展开系统性重塑，这不仅是政策取向的调整，更意味着宏观治理范式的转换。从政策基调和具体部署上看，2026年经济工作有望构建起以扩大内需为主导、以改革创新为驱动、以高质量发展为牵引的总体框架，实现政策重心、政策周期和政策取向的三个“再平衡”：

(1)“内”与“外”再平衡：在外部环境阶段性缓和的窗口期，政策重心战略性向内聚焦，需将“扩大内需”置于首位，通过供需两端协同施策着力化解“供强需弱”这一转型期核心矛盾。

(2)“跨”与“逆”再平衡：政策工具从超常规逆周期调节转向逆周期与跨周期调节并重，由托底式应急调控转向常态化高质量治理。财政货币政策在保持必要支持力度的同时，更注重中长期效能、结构优化与节奏前置，为应对未来风险留有余地。

(3)“稳”与“进”再平衡：在稳中求进总基调下，更强调提质增效。增长目标兼顾量的合理增长与质的有效提升，改革重心从短期纾困转向深水区攻坚，以“进”的势能巩固“稳”的基础。

4.1“内”与“外”再平衡：重心向内，锚定内需确定性增长空间

4.1.1 政策基调：重心向内，做强内循环

外部环境复杂严峻，对国际局势判断趋向审慎。在国际形势判断上，宏观政策呈现出更为审慎的态度。二十届四中全会，“十五五”规划《建议》中较“十四五”规划《建议》增多了不利因素的客观描述，如“世界百年变局加速演进”、“世界变乱交织、动荡加剧，地缘冲突易发多发”、“国际经济贸易秩序遇到严峻挑战……大国博弈更加复杂激烈”等。同时，“十五五”规划《建议》中还删除了“和平与发展仍然是时代主题”等表述，反映出在全球政治右倾化、逆全球化思潮抬头以及以特朗普关税政策为代表的强权政治和贸易保护主义持续加剧的背景下，决策层对国际形势的审慎认知。

在“十五五”规划的开局之年，中国经济的内外互动关系正呈现出前所未有的复杂性与深刻性。这一互动关系的核心，正日益紧密地围绕国内“供强需弱”的结构性矛盾与外部环境的多重挑战展开。从内部看，供给侧能力持续走强与内需尤其是消费相对不足的格局，不仅塑造了国内宏观经济的独特面貌，也通过贸易、资本流动和产业竞争等渠道，深刻影响着经济外交环境；从外部看，全球经济增长放缓、地缘政治紧张、主要经济体政策外溢以及发展中国家债务风险等新情况，又反过来对国内的政策选择、结构调整和风险防范构成了新的约束与激励，理解这种内外联动，是把握当前中国经济政策逻辑与未来走向的关键。

表 2：“十四五”与“十五五”规划《建议》中对国内外形势的分析对比

	“十五五”规划《建议》	“十四五”规划《建议》
总体描述	我国发展环境面临深刻复杂变化。大国关系牵动国际形势，国际形势演变深刻影响国内发展， 我国发展处于战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多的时期。	我国发展环境面临深刻复杂变化。当前和今后一个时期，我国发展仍然处于重要战略机遇期，但机遇和挑战都有新的发展变化。
国际环境	世界百年变局加速演进，国际力量对比深刻调整，新一轮科技革命和产业变革 加速突破，我国具备主动运筹国际空间、塑造外部环境的诸多有利因素。 同时，世界变乱交织、动荡加剧，地缘冲突易发多发；单边主义、保护主义抬头， 霸权主义和强权政治威胁上升，国际经济贸易秩序遇到严峻挑战，世界经济增长动能不足；大国博弈更加复杂激烈。	当今世界正经历百年未有之大变局，新一轮科技革命和产业变革深入发展，国际力量对比深刻调整，和平与发展仍然是时代主题，人类命运共同体理念深入人心，同时国际环境日趋复杂，不稳定性不确定性明显增加，新冠肺炎疫情影响广泛深远，经济全球化遭遇逆流，世界进入动荡变革期，单边主义、保护主义、霸权主义对世界和平与发展构成威胁。
国内环境	我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变，中国特色社会主义制度优势、超大规模市场优势、完整产业体系优势、丰富人才资源优势更加彰显。同时，发展不平衡不充分问题仍然突出； 有效需求不足，国内大循环存在卡点堵点；新旧动能转换任务艰巨； 农业农村现代化相对滞后；就业和居民收入增长压力较大，民生保障存在短板弱项； 人口结构变化给经济发展、社会治理等提出新课题； 重点领域还有风险隐患。	我国已转向高质量发展阶段，制度优势显著，治理效能提升，经济长期向好，物质基础雄厚，人力资源丰富，市场空间广阔，发展韧性强劲，社会大局稳定，继续发展具有多方面优势和条件，同时我国发展不平衡不充分问题仍然突出，重点领域关键环节改革任务仍然艰巨，创新能力不适应高质量发展要求，农业基础还不稳固，城乡区域发展和收入分配差距较大，生态环保任重道远，民生保障存在短板，社会治理还有弱项。

资料来源：新华社，中国政府网，国元证券研究所

与“十五五”政策定调之一脉相承的是，2025年12月召开的中央经济工作会议延续了当年4月政治局会议对“国际经贸斗争”的表述，反映出决策层对2026年国际局势判断的审慎态度，即便中美双方在贸易问题上暂时休战，但这并不意味着形势彻底缓和，未来两国的战略相持仍将是中长期的常态，外部环境的一时向好恰是调整政策重心、啃下国内结构性改革硬骨头的窗口。

政策重心向内聚焦，以内部发展确定性对冲外部不确定性。在国内形势的判断上，在“供强需弱”的格局下，需求侧短板的症结不在于短期经济刺激的强度不够，而在于居民部门的收入增长与预期形成机制仍待修复。

2025年12月经济工作会议的政策部署体现了务实风格，直面“我国经济发展中老问题、新挑战仍然不少”，指出“国内供强需弱矛盾突出，重点领域风险隐患较多”，但同时说明“这些大多是发展中、转型中的问题，经过努力是可以解决的”。结合这一判断，中央经济工作会议提炼出五大“必须”的认知和五大“关键着力点”，进一步明晰2026年做好经济工作所需秉承的原则和所需把握的重点，提出了“必须充分挖掘经济潜能…必须坚持投资于物和投资于人紧密结合，必须以苦练内功来应对外部挑战”、“围绕做强国内大循环，拓展内需增长新空间；围绕发展新质生产力，推动科技创新和产业创新深度融合；围绕激发高质量发展的动力活力，坚定不移深化改革扩大开放…”等具体方法路径。

从中央经济工作会议“八大任务”的部署上来看，“内需主导”、“民生为大”等内容多居“八大任务”前列，彰显出经济工作对内部需求、国内民众生活的高度重视，体现了当前经济工作的重心所在。其中，内需工作连续两年稳居各重点任务的第一位，在任务部署上，中央经济工作会议做出了以“城乡居民增收计划”、“清理消费领域不合理限制措施”、“推动投资止跌回稳”等措施为核心的部署，强化2026年内需在经

济中的主引擎地位。

表 3：2025 年 VS2024 年中央经济工作会议对比

2025 年中央经济工作会议		2024 年中央经济工作会议
当年经济工作成绩	迎难而上、奋力拼搏，坚定不移贯彻新发展理念、推动高质量发展，统筹国内国际两个大局，实施更加积极有为的宏观政策，经济社会发展主要目标将顺利完成。我国经济顶压前行、向新向优发展，现代化产业体系建设持续推进，改革开放迈出新步伐，重点领域风险化解取得积极进展，民生保障更加有力。	经济运行总体平稳、稳中有进，高质量发展扎实推进，经济社会发展主要目标任务即将顺利完成。新质生产力稳步发展，改革开放持续深化，重点领域风险化解有序有效，民生保障扎实有力。
总体形势判断	我国经济发展中老问题、新挑战仍然不少， 外部环境变化影响加深，国内供需需弱矛盾突出 ，重点领域风险隐患较多。这些大多是发展中、转型中的问题，经过努力是可以解决的，我国经济长期向好的支撑条件和基本趋势没有改变。要坚定信心、用好优势、应对挑战，不断巩固拓展经济稳中向好势头。	当前外部环境变化带来的不利影响加深，我国经济运行仍面临不少困难和挑战 ，同时必须看到我国经济长期向好的支撑条件和基本趋势没有变，我们要正视困难，坚定信心，努力把各方面积极因素转化为发展实绩。
五个“必须”	<ol style="list-style-type: none"> 1) 必须充分挖掘经济潜能， 2) 必须坚持政策支持和改革创新并举， 3) 必须做到既“放得活”又“管得好”， 4) 必须坚持投资于物和投资于人紧密结合 5) 必须以苦练内功来应对外部挑战。 	<ol style="list-style-type: none"> 1) 必须统筹好有效市场和有为政府的关系，形成既“放得活”又“管得住”的经济秩序， 2) 必须统筹好总供给和总需求的关系，畅通国民经济循环， 3) 必须统筹好培育新动能和更新旧动能的关系，因地制宜发展新质生产力， 4) 必须统筹好做优增量和盘活存量的关系，全面提高资源配置效率， 5) 必须统筹好提升质量和做大总量的关系，夯实中国式现代化的物质基础。
次年宏观经济政策	<ol style="list-style-type: none"> 1) 要坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度，提升宏观经济治理效能。 2) 要增强宏观政策取向一致性和有效性。将各类经济政策和非经济政策、存量政策和增量政策纳入宏观政策取向一致性评估。健全预期管理机制，提振社会信心。 	<ol style="list-style-type: none"> 1) 坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，扎实推动高质量发展，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，建设现代化产业体系，更好统筹发展和安全。 2) 实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定。 3) 明年要保持经济稳定增长，保持就业、物价总体稳定，保持国际收支基本平衡，促进居民收入增长和经济增长同步。 4) 明年要坚持稳中求进、以进促稳，守正创新、先立后破，系统集成、协同配合，充实完善政策工具箱，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。 5) 要打好政策“组合拳”。加强财政、货币、就业、产业、区域、贸易、环保、监管等政策和改革开放举措的协调配合，完善部门间有效沟通、协商反馈机制，增强政策合

		力。把经济政策和非经济性政策统一纳入宏观政策取向一致性评估，统筹政策制定和执行全过程，提高政策整体效能。
财政政策	要实施更加积极的财政政策： 1) 保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量，加强财政科学管理，优化财政支出结构，规范税收优惠、财政补贴政策。 2) 重视解决地方财政困难，兜牢基层“三保”底线。严肃财经纪律，坚持党政机关过紧日子。	要实施 更加积极 的财政政策： 1) 提高财政赤字率 ，确保财政政策持续用力、更加给力。 2) 加大财政支出强度，加强重点领域保障。 具体来看： 第一，增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施。 第二，增加地方政府专项债券发行使用，扩大投向领域和用作项目资本金范围。 第三，优化财政支出结构，提高资金使用效益，更加注重惠民生、促消费、增后劲，兜牢基层“三保”底线。
货币政策	要实施适度宽松的货币政策： 把促进经济稳定增长、物价合理回升作为货币政策的重要考量，灵活高效运用降准降息等多种政策工具，保持流动性充裕，畅通货币政策传导机制，引导金融机构加力支持扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	要实施 适度宽松 的货币政策： 1) 发挥好货币政策工具总量和结构双重功能， 适时降准降息 ，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。 2) 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，创新金融工具，维护金融市场稳定。
次年重点工作	一是坚持内需主导，建设强大国内市场。 二是坚持创新驱动，加紧培育壮大新动能。 三是坚持改革攻坚，增强高质量发展动力活力。 四是坚持对外开放，推动多领域合作共赢。 五是坚持协调发展，促进城乡融合和区域联动。 六是坚持“双碳”引领，推动全面绿色转型。 七是坚持民生为大，努力为人民群众多办实事。 八是坚持守牢底线，积极稳妥化解重点领域风险。	一是 大力提振消费，提高投资效益，全方位扩大国内需求 二是以科技创新引领新质生产力发展 三是发挥经济体制改革牵引作用 四是扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资 五是有效防范化解重点领域风险 六是统筹推进新型城镇化和乡村全面振兴，促进城乡融合发展 七是加大区域战略实施力度，增强区域发展活力 八是协同推进降碳减污扩绿增长，加紧经济社会发展全面绿色转型 九是加大保障和改善民生力度，增强人民群众获得感幸福感安全感

资料来源：新华网，中国共产党新闻网，国元证券研究所

4.1.2 政策路径：需求与供给协同发力，着眼长效机制建设

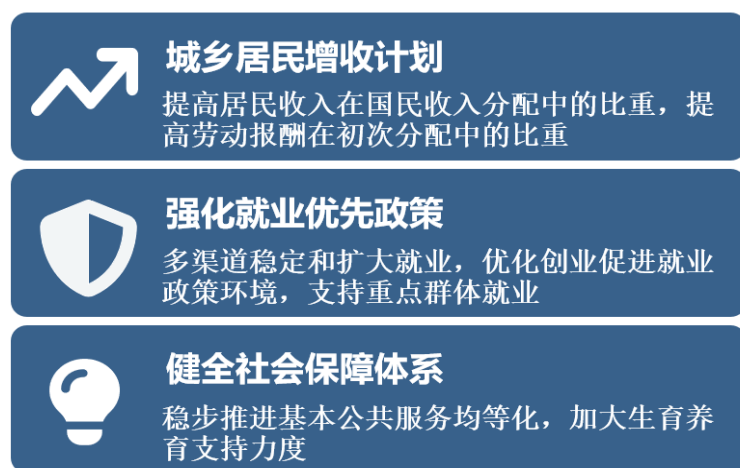
在“内”与“外”再平衡的框架下，政策重心战略性向内聚焦，核心是把“扩大内需”置于更优先位置，并通过供给侧治理提升供给质效，不只着眼于短期政策激励，而是

转向投入促增收、优供给的长效机制构建，提升居民整体消费倾向。

强化增收机制建设，修复持久收入预期。2025年12月，国家发改委党组在《求是》发布的《坚定实施扩大内需战略》一文中提出“着力释放居民消费潜力”，要“强化就业优先政策”、“实施城乡居民增收计划，提高居民收入在国民收入分配中的比重”、“健全社会保障体系，稳步推进基本公共服务均等化，加大生育养育支持力度”。2026年，政策有望更加注重通过增收制度建设来提升居民的消费能力。

一是制定实施城乡居民增收计划，通过提高居民收入在国民收入分配中的比重，提高劳动报酬在初次分配中的比重，有效增加低收入群体收入，稳步扩大中等收入群体规模。二是强化就业优先政策，多渠道稳定和扩大就业，优化创业促进就业政策环境，支持重点群体就业。三是健全社会保障体系，提高养老、医疗等社保统筹层次和待遇水平，降低居民预防性储蓄倾向，解决“有钱不敢花”的后顾之忧。

图 46：2026 年居民增收机制建设相关政策



资料来源：求是网，国元证券研究所

扩容优质服务供给，扩充服务消费新增长极。2025年12月中央经济工作会议中，对服务消费层面提出“清理消费领域不合理限制措施，释放服务消费潜力”。2026年，政策有望更加聚焦清理不合理限制、改善消费环境与配套设施、培育服务消费新增长点，更加关注服务消费的扩容：一是制度松绑，如优化节假日安排、落实带薪休假制度，为服务消费创造时间条件；二是破除壁垒，放宽服务业准入限制，鼓励社会资本进入养老、托育等领域，增加优质服务供给；三是场景创新，推动数字消费、绿色消费与传统服务业融合，激发新的消费需求。

4.1.3 政策路径：投资动能修复与结构优化并行，投资节奏靠前发力

在“内”与“外”再平衡的框架下，2026年投资端政策有望呈现总量稳健与结构优化的特征，其核心逻辑是通过必要的总量扩张稳住基本盘，同时通过投资结构的调整，更好地服务内需扩大的战略和高质量发展的诉求。在二十届四中全会的“十五五”《建议》中，对投资之于国内市场的关系做了如下论述，“强大国内市场是中国式现代化的战略依托。坚持扩大内需这个战略基点，坚持惠民生和促消费、投资于物和投资于人紧密结合，以新需求引领新供给，以新供给创造新需求，促进消费和投资、供给和需求良性互动，增强国内大循环内生动力和可靠性”，这意味着投资重心将从过去依

赖大规模增量扩张，转向“投资于物”与“投资于人”紧密结合，更加注重投资的效率、质量和民生导向。同样，在 2025 年 12 月中央经济工作会议中，对 2026 年的投资工作提出“推动投资止跌回稳，适当增加中央预算内投资规模，优化实施‘两重’项目，优化地方政府专项债券用途管理，继续发挥新型政策性金融工具作用，有效激发民间投资活力”、“高质量推进城市更新”及“坚持创新驱动，加紧培育壮大新动能”，对 2026 年基建、制造业及房地产等分项的固投方向和重点均有一定指引作用。

基建投资：托底增效，补齐短板。基建投资有望保持必要力度以发挥托底作用，成为 2026 年固投增速止跌企稳的重要引擎，投向更趋精准。

首先，从政策资金支持方面来看，2025 年四季度，中央财政政策的边际增量主要聚焦基建投资和化债两个方向：第一，中央财政从地方政府债务结存限额中安排 5000 亿元下达地方；第二，截至 10 月 30 日，5000 亿元新型政策性金融工具已全部投放完毕，共支持 2300 多个项目，项目总投资约 7 万亿元，对 2026 年开年一季度投资增速尤其是基建领域投资有望形成托底效果。

其次，从基建投资方向来看，2026 年基建投资将聚焦“两重”项目（国家重大战略实施和重点领域安全能力建设），重点投向数字经济、人工智能、消费基础设施，以及交通、能源、地下管网建设改造等城市更新领域。

最后，在基建投资节奏的判断上，2025 年 12 月中央经济工作会议中提出“有些‘十五五’规划项目准备好了，可以提前开工建设”。2025 年 12 月 19 日国常会上，会议在政策执行层面进一步对贯彻落实中央经济工作会议决策部署作出安排，明确“要靠前发力抓落实，以扎实有效的工作不断巩固拓展经济稳中向好势头，确保‘十五五’开好局、起好步”，此外多部委在学习中央经济工作会议精神中，均指出 2026 年相关工作的靠前发力。

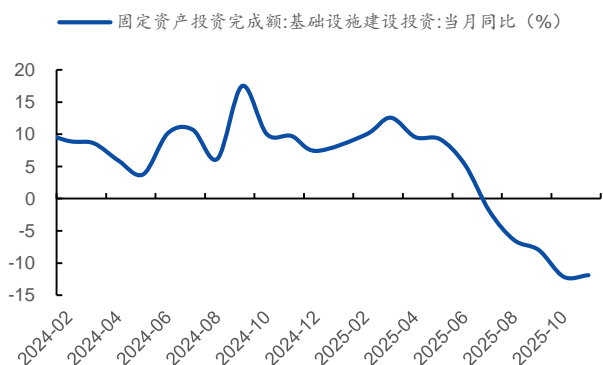
表 4：决策执行部门 2026 年经济工作部署中多体现“靠前发力”的指向

部门	会议	相关内容
中财办	中央财办有关负责同志详解 2025 年中央经济工作会议精神	明年继续实施更加积极的财政政策... 实施时机上，主动靠前发力。合理加快资金下达拨付，推动尽快形成实际支出和实物工作量
国家发改委	全国发展和改革工作会议在京召开	同时，加强经济监测预警分析，完善政策工具箱，加强预期管理，做好今明两年政策衔接、工作衔接，推动政策靠前发力，实现良好开局。
国资委	中央企业负责人会议	国务院国资委要求中央企业继续“以有效投资积蓄发展潜力”，明确要求围绕产业链强基补短、基础设施建设、能源资源保障、前瞻产业布局等重点领域，用好各类支持政策，靠前谋划实施一批重大项目和标志性工程。

资料来源：中财办，国家发改委，国资委，国元证券研究所

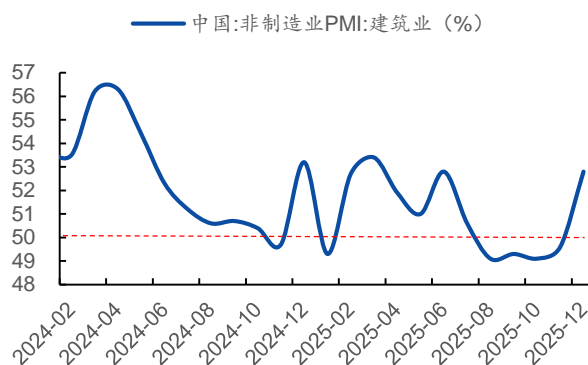
因此，在政策资金的下达支持和“十五五”项目政策节奏指引等积极因素推动下，2026 年基建项目有望呈现出前置发力的特征。从 12 月的基建的前瞻指标来看，12 月建筑业 PMI 指数重回荣枯线上，建筑业景气度回升趋势开始显现，基建投资表现或将随之改善。

图 47：2025 年 11 月广义基建投资增速跌幅趋缓



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 48：12 月 PMI 指数重回荣枯线上



资料来源：Wind，国元证券研究所

制造业投资：聚焦产业升级与设备更新。制造业投资政策将持续推动大规模设备更新和技术改造，引导金融资源向专精特新、智能制造、绿色制造等领域倾斜。这不仅是对冲外需波动的手段，更是培育新质生产力、提升产业链供应链韧性的战略选择。

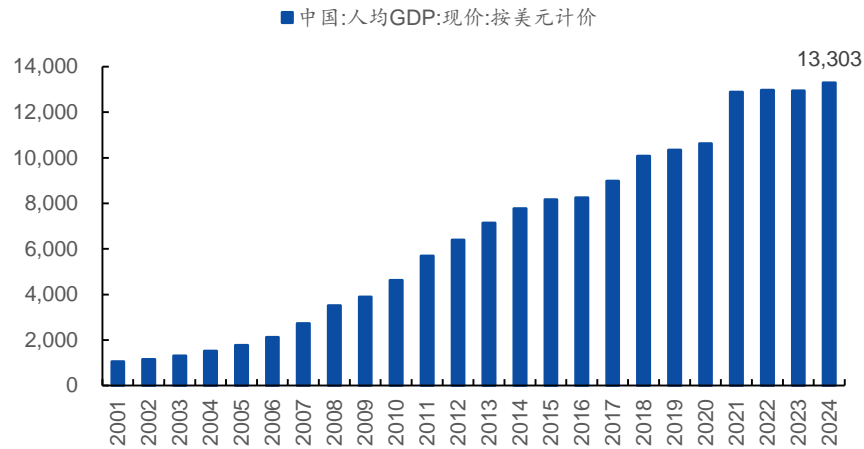
房地产投资：重心在止跌回稳与新模式构建，政策目标从拉动增长回归风险管理与民生保障。一方面，通过城中村改造、保障性住房建设及“白名单”机制扩容，托底市场需求，防范风险蔓延；另一方面，加快建立租购并举的住房制度，推动房地产业向新发展模式平稳过渡，降低其对经济的负向拖累。

4.2 “跨”与“逆”再平衡：政策从托底应急走向中长期常态治理

4.2.1 政策基调：逆周期与跨周期并重，立足中长期结构优化

2025 年 12 月，中央经济工作会议中提到“发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度”，结合二十届四中全会对“十五五”期间经济发展目标的规划，我们认为这一政策内容具有两个层面的内涵：

首先，政策目标从“短期托底”向“中长期结构优化”进行再平衡。自 2023 年 12 月中央经济工作会议以来，跨周期调节历经两年，在二十届四中全会中重新回归政策视野，这或将意味着自 2024 年四季度以来的“超常规逆周期调节”政策向常态化回归，从着重纾解短期增长压力的托底之策向锚定中长期发展目标的深远之计进行再平衡。根据党的二十大设定的 2035 年基本实现社会主义现代化的远景目标，“十五五”时期是夯实基础、全面发力的关键五年。按照远景目标中“人均国内生产总值达到中等发达国家水平”的要求，若以普遍共识的 2 万美元门槛测算，在不考虑汇率和平减指数大幅波动的情况下，未来十年我国经济仍需保持 4%—5%左右的年均增长率。2026 年作为“十五五”的开局之年，政策需把握好“逆与跨”的平衡，立足中长期发展目标，为经济实现“质的有效提升和量的合理增长”奠定坚实基础。

图 49：我国人均 GDP 现价已突破 13000 美元


资料来源：Wind, 世界银行, 国元证券研究所

其次，政策节奏从加码增量向用好存量再平衡。2024年9月政治局会议提出“加力推出增量政策”，2025年12月政治局会议和经济工作会议则强调“发挥存量政策和增量政策集成效应”，其中，中央经济工作会议提出“盘活存量”、“将…存量政策和增量政策纳入宏观政策取向一致性评估”，政策表述力度的变化意味着2026年财政政策或将向用好存量进行再平衡。但与此同时，仍要保留一定的增量政策空间以应对形势变化相机决策，这正如财政部长蓝佛安在12月《发挥积极财政政策作用（学习贯彻党的二十届四中全会精神）》中强调的“始终留有后手，为应对可能出现的冲击挑战预留充足政策空间”，与中央财办分管日常工作的副主任、中央农办主任韩文秀在12月13日中国经济年会上所指出的“明年，还将根据形势变化出台实施增量政策，要协同发挥存量政策和增量政策集成效应，推动经济稳中向好”形成呼应。

4.2.2 政策路径：逆周期政策托底增长，跨周期政策优化结构

财政政策维度：

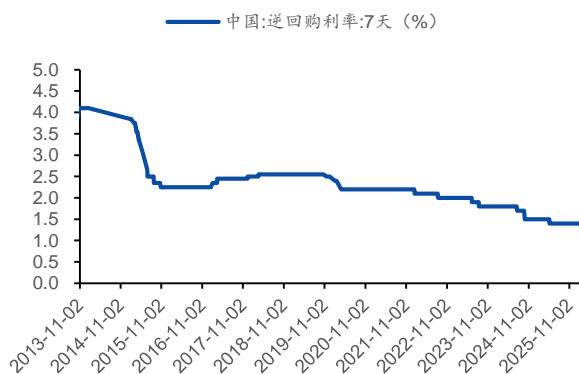
1) 在逆周期层面，积极财政仍是托底总需求与指引预期的关键工具，尤其在“全方位扩大内需”仍为主线的背景下，更需要通过支出节奏前置、加快形成实物工作量、配合重大标志性工程与重点项目落地，稳定投资链条与就业预期，进而减缓企业现金流与居民收入预期的顺周期收缩。逆周期政策目标并非追求“短周期+大剂量”的政策来刺激需求的反弹，而是以财政托底形式引导社会预期筑底，为后续经济修复创造条件。

2) 在跨周期层面，财政更强调从做大规模转向做优结构、做高效率。一是把“投资于人+投资于物”的组合落到支出结构上：通过公共服务、社保、教育医疗等提升居民部门消费能力与预期韧性，同时以重大战略项目、关键核心技术攻关、新型基础设施等提高供给质量与效率。二是强化盘活存量、做优增量：对存量资源重在盘活与置换，可通过对存量项目开展绩效评估与资金再配置，提高财政资金周转效率，来减少低效率重复建设；对增量政策坚持必要但克制，保留必要支出强度，结构上聚焦补短板、强链条、增韧性等跨周期关键领域。三是把“留有余地”制度化：在外部扰动或内生修复未及预期时，仍保留相机决策空间，使财政力度既能稳住当下，也足以应对突发性风险。

货币政策维度：

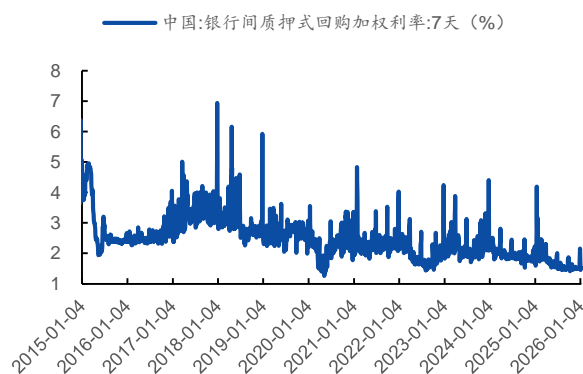
货币政策体现为适度宽松的逆周期取向，但操作更偏“灵活高效+结构滴灌”的跨周期范式。逆周期层面，货币政策的关键在于稳定融资环境与信用预期：在居民加杠杆意愿偏弱、企业风险偏好仍待修复的条件下，更需要通过货币政策力度、节奏和时机的校准，使综合融资成本低位运行，避免资金环境对需求修复形成挤压。跨周期上，则突出两点：其一，通过推动物价与企业盈利的温和改善，缓解企业现金流与投资回报的压力；其二，在利率比价、银行息差等约束并存条件下，结构性货币政策工具有望成为更优选择，精准支持扩内需、科技创新、民营与中小微、绿色转型等关键领域，提升资金配置效率，抑制低效信贷扩张。由此，2026年的货币政策更趋“温和宽松+结构引导”，与财政靠前发力形成协同，服务“促进经济稳定增长、物价合理回升”的主线目标。

图 50：中国 7 天逆回购利率（%）



资料来源：Wind，中国人民银行，国元证券研究所

图 51：银行间市场 7 天期质押式回购加权平均利率（%）



资料来源：Wind，中国货币网，国元证券研究所

4.2.3 政策路径：以产业体系建设与科技培育“穿越周期”，构筑新动能

如果说财政与货币政策调控“跨”与“逆”再平衡体系的总量与节奏，那么产业与科技创新政策则是“跨”与“逆”再平衡的结构重点与动力引擎所在：产业与科技创新政策一方面以逆周期方式稳定预期、托底投资链条，另一方面以跨周期方式培育穿越周期的新动能，并向微观主体传导，推动结构转型升级，为更全面复苏奠定基础，2026年“跨”与“逆”再平衡要实现的目标不仅有托住底，更要育动能。

高质量发展是“十五五”规划中经济社会发展的主题，这一主题体现在两个维度：一是以产业结构升级推动经济体系优化，二是以科技创新引领新质生产力发展。从“十五五”规划来看，跨周期调节政策可通过现代化产业体系建设与科技自立自强的抓手，把政策资源转化为穿越周期的动能，实现供给结构的优化与发展动能的转换。

首先，对于现代化产业体系的构建，跨周期调节政策通过引导资源向战新产业领域集聚以塑造国家竞争优势，这种政策引导一方面是要立足长周期，保持战略定力，保证对基础研究、核心技术攻关等长期投入不受短期波动干扰；另一方面要优化竞争格局和价值取向引导竞争从价格战转向价值战。产业基础再造和产业链升级投资，虽短期拉动有限，但对提升全要素生产率具有长期意义。

其次，对于科技创新动能的培育和发展，跨周期调节政策可通过聚焦科技自立自强，化政策势能为创新能力、转化效率与制度保障，推动科技创新与产业的深度融合，为

经济穿越周期波动提供内生动力。

4.3 “稳”与“进”再平衡：以“稳”固底线、以“进”破梗阻

“十四五”时期我国发展历程“极不寻常、极不平凡”，面对错综复杂的国际形势和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务，我国有效应对了各种冲击挑战。2025年是“十四五”的收官之年，回顾“十四五”期间历年经济工作会议，可以看到在延续了五年的“稳中求进”工作总基调下，政策取向以“稳”为基础，呈现出向“进”演绎的趋势：如2021-2022年的中央经济工作会议中，政策取向均强调“稳字当头”，在2023-2024年的中央经济工作会议中，则隐去“稳字当头”的说法，于“稳中求进”的基础上，新提出“以进促稳”，而在2025年的中央经济工作会议上，又进一步丰富“进”字的内涵，即“提质增效”。我国经济政策取向这种“稳”的格局和“进”的势头，既符合我国经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段的客观现实，也体现了我国经济发展基本盘的增长韧性和新动能的持续激活。

表 5：“十四五”历年经济工作会议总基调取向

年份	工作总基调	经济工作政策取向
2021		明年经济工作要稳字当头、稳中求进
2022		明年要坚持稳字当头、稳中求进
2023	坚持稳中求进工作总基调	明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破
2024		明年要坚持稳中求进、以进促稳
2025		要坚持稳中求进、提质增效

资料来源：新华网，人民政府网，中国共产党新闻网，人民日报，国元证券研究所

“稳”的维度：

在“三个再平衡”框架中，如果说“跨”与“逆”再平衡回答的是政策周期、节奏的问题，那么“稳”与“进”再平衡则是聚焦于解决政策治理目标和治理范式关系问题。在政策目标制定上，当前政府需托底经济增长和培育新动能，那么在治理范式上，就需要“稳就业、稳企业、稳市场、稳预期”四稳并举，同时以改革提升效率、以制度优化破除梗阻。

“稳”是宏观治理的底线约束：稳增长、稳就业、稳风险、稳预期，核心即在于用确定性对冲不确定性。稳增长是确保经济运行在合理区间，避免预期失锚引发从市场需求到企业利润和民生就业负反馈螺旋。稳就业是“稳”的关键抓手：就业稳定才能托住居民收入预期，进而托住消费倾向与社会预期。稳风险强调守住不发生系统性风险底线，尤其要防范地方债务、金融体系顺周期波动与房地产风险外溢形成共振。稳预期则要求政策连续性、一致性与协同性，减少政策摩擦与方向摇摆导致的观望情绪，使微观主体形成更可预测的决策环境。

“进”的维度：

“进”不是加码刺激，而是以改革提升资源配置效率、以制度建设降低交易成本，用“提质增效”把增长潜力转化为现实动能，因此，政策评价体系将更重视财政金融资源是否更集中投向高回报、高乘数、强外溢的领域，更重视政策是否形成可复制、可预期的制度安排；更重视企业盈利与投资回报预期、居民收入预期、地方政府行为预期是否改善。相应地，“进”的政策路径更可能表现为：

完善宏观政策取向一致性评估与跨部门协同机制，降低政策传导损耗；推进要素市场化配置改革与公共服务均等化，提高劳动力、资本、土地等要素流动效率；加强法治化、规范化营商环境建设，降低制度性交易成本，让企业把更多资源投入到生产效率提升与经营改善中。

“稳”与“进”的统一点在于：用改革与制度供给巩固稳定，用稳定的预期环境承载改革推进。如果“稳”不足，改革容易被短期波动打断；如果“进”不够，稳定容易陷入“低位均衡”。当制度供给的确定性上升、政策组合的稳定性增强，“稳”就能为“进”提供承载平台；当改革带来的效率改善逐步显现，“进”又能反哺“稳”，使经济修复更具韧性与可持续性。由此，2026年的“进”更可能体现为预期改善与效率释放驱动的渐进式修复，而不是依赖脉冲式刺激的短期反弹。

以当前中央深化整治“内卷式”竞争为例，“进”体现在改革攻坚与制度优化，以结构效率的提升作为增长的“第二引擎”。当前的“内卷式”竞争，其理论根源在于企业个体的“囚徒博弈”困境和市场的失灵，造成部分行业内恶意的低价竞争和不必要的资源耗散，需依靠制度性力量之“进”予以矫正：首先，制度之“进”重塑市场交易规则，通过纵深推进全国统一大市场建设，破除地方保护和市场分割，规范地方政府经济促进行为，降低制度性交易成本；其次，制度之“进”优化出清机制，完善市场准入和退出制度，构建统一的经营主体登记管理法律制度，健全企业破产机制；利用资本市场并购重组工具，鼓励行业整合；最后，制度之“进”强化效果导向，“反内卷”的核心目标在于推动价格回归合理区间，让企业从无序的价格战回归到高质量的价值战，形成优质优价、良性竞争的市场秩序，从而修复企业的利润表与现金流。

表 6：“反内卷”政策沿革

时间	政策/会议	发布单位	内容
2024年7月	中央政治局会议	中共中央政治局	要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道
2024年12月	中央经济工作会议	中共中央和国务院 联合召开	综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。积极运用数字技术、绿色技术改造提升传统产业
2025年3月	2025年政府工作报告	国务院	加快建立健全基础制度规则，破除地方保护和市场分割，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点，综合整治“内卷式”竞争
2025年6月	《反不正当竞争法》	全国人民代表大会 常务委员会	要求地方政府落实公平竞争审查，清理诱导低效竞争的政策壁垒
2025年7月	中央财经委员会第六次会议	中央财经委员会	纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出
2025年7月	国新办新闻发布会	工信部	实施新一轮钢铁，有色金属，石化，建材等十大重点行业稳增长工作方案，推动重点行业着力调结构，优供给，淘汰落后产能
2025年7月	《中华人民共和国价格法修正案（征求意见稿）》	国家发改委、市场 监管总局	进一步明确不正当价格行为认定标准
2025年7月	中央政治局会议	中共中央政治局	推进重点行业产能治理

资料来源：Wind，人民政府网，国家市场监督管理总局，新华社，司法部，国新办，国元证券研究所

5.宏观经济演进节奏及配置思路

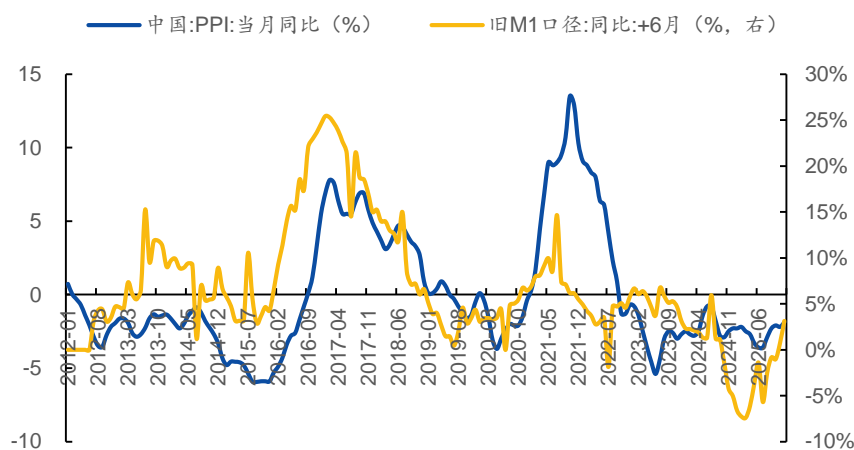
5.1 宏观经济演进节奏

在“三个再平衡”政策框架下，我们认为 2026 年宏观政策有望呈现出“总量温和扩张、节奏适度前置、结构优化调整”的特征：财政政策将更加积极有为，在保持必要支出强度的同时，着力优化结构，重心从传统的投资于物向投资于人方向优化，并以此夯实内需、稳定增长的基本盘，货币政策配合财政政策发力，以价格型调控与结构性工具为主，受利率比价及银行净息差约束。出口方面保持韧性，内需则有望在政策托底下继续维持增长势能，并在居民增收机制的支持下得以逐步修复，其中服务消费和产业升级相关主题投资有望成为亮点。市场驱动力从流动性驱动转向盈利修复驱动，中游制造业在“反内卷”带来的供给格局优化、制造业升级与出海的高景气度提振下，盈利水平修复确定更强。

基于以上判断，我们预计 2026 年全年 GDP 增速有望锚定在 5.0% 左右水平，与 2025 年持平，其中，出口在产业链韧性及全球制造业周期上行的支撑下，有望成为经济增长重要稳定器；内需则有望在政策托底下继续维持增长势能，并在居民增收机制的支持下得以逐步修复。

物价水平方面，2026 年价格指数的变化是观察经济复苏质量的关键窗口。PPI 全年同比增速中枢有望回升，这主要基于三个逻辑支撑：其一，“反内卷”等供给侧治理政策有助于改善部分行业的供需格局，遏制价格战的恶性循环；其二，全球制造业库存周期触底回升，叠加国内设备更新换代需求，将对原材料价格形成支撑；其三，2025 年的低基数效应。CPI 则将保持温和上行态势，其回升力度取决于居民消费倾向的恢复程度，服务类价格可能成为重要拉动项。

图 52：旧 M1（领先 6 个月指标）和 PPI 的同比走势图



资料来源：Wind, Iifind, 国家统计局, 中国人民银行, 国元证券研究所

财政指标方面，狭义赤字率大概率维持在 4% 左右，一般公共预算收入与支出节奏更强调靠前发力，以更快形成实物工作量并稳定预期。专项债方面，在优化用途管理、提高项目收益与现金流约束的前提下，额度预计保持稳中偏强，更多用于城市更新、地下管网、公共服务与新型基础设施等领域，发挥托底增效作用；与此同时，政策将

更强调盘活存量、提高财政资金周转效率，避免低效率重复建设与隐性债务风险反弹。

5.2 “三个再平衡”框架下的市场配置思路

在“三个再平衡”的政策框架与宏观经济演进背景下，市场驱动力有望从流动性驱动转向盈利修复，并且更可能表现为结构性机会，而非广谱式上涨行情，配置思路应紧扣政策主线与结构变化：

首先，在“内”与“外”再平衡框架下，内需投资机会应紧扣促消费、稳投资的主线，其中促消费主线应重点关注受益于居民增收、保障改善与服务供给扩容的方向，特别是受益于服务消费供给侧扩容的文旅、康养、教育、医疗等服务领域。稳投资主线则应主要关注基建的前置发力和制造业设备更新升级，对于基建项目的前置发力，应重点关注政策资金明确支持的“两重”项目、新型基础设施及城市更新相关领域。

其次，在“跨”与“逆”再平衡框架下，跨周期政策强调创新驱动，其核心为培育和发展新质生产力。因此，配置方向上应聚焦专精特新、智能制造、绿色制造等前沿科技领域，特别是符合“十五五”战略的新一代信息技术、人工智能、新能源、高端装备等产业，重点关注科技成长中业绩兑现度高的领域。

在“稳”与“进”再平衡框架下，应关注要素供给侧的制度改革和中游制造业的盈利修复。随着国内中游制造业产能的逐步出清，行业议价能力将得到有效提升，叠加外部需求的阶段性稳定，国内 PPI 水平有望进一步改善，并带动企业盈利水平的修复。

6.风险提示

国内内需回暖不及预期；政策理解有偏差；海外关税壁垒及冲突升级超预期；重点领域风险化解灰犀牛事件。

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上	推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间	中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间	回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上		

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 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 指数或纳斯达克指数，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），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。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。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券	地址：北京市朝阳区安定路 5 号院 3 号楼中建财富国际中心 5 层
邮编：230000	邮编：200135	邮编：100029