

“反内卷”与结构突围

——中国经济复盘与展望

经济研究 · 宏观深度

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：董德志

021-60933158

dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

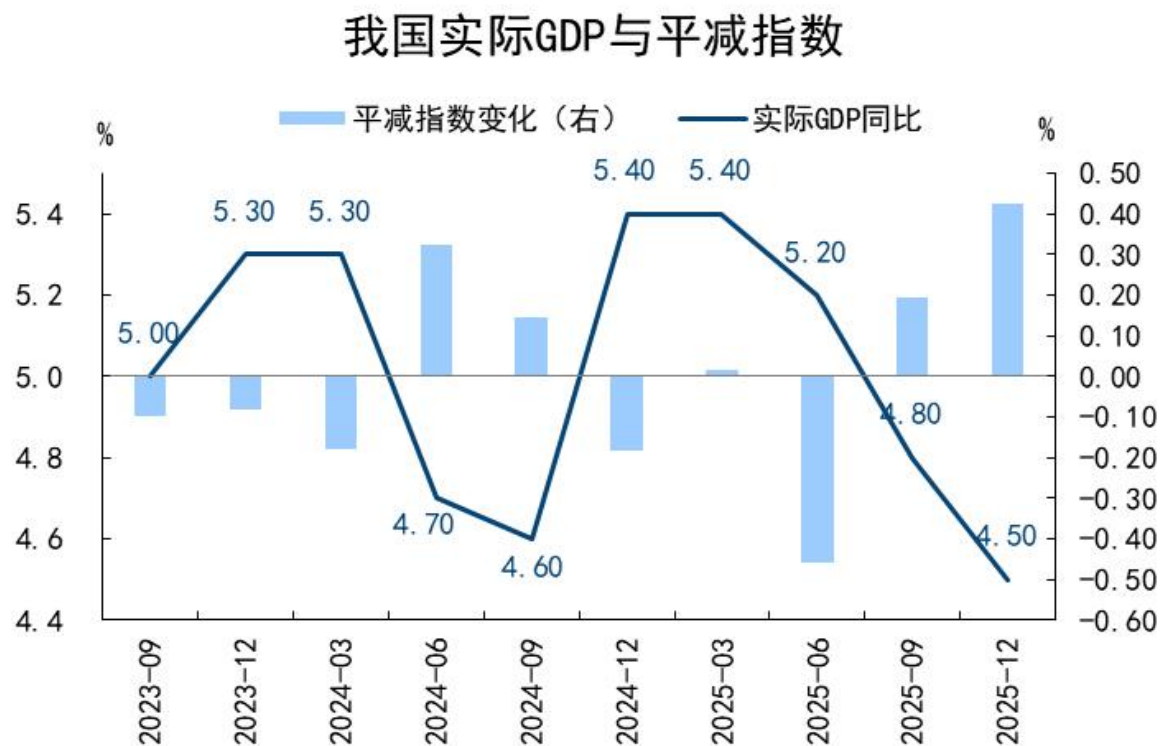
- 2025年，中国经济在实现5.0%增长、达成预期目标的同时，呈现“前高后低”走势。近几年GDP增速与价格表现出非常明显的反向规律：当实际增速高于5.0%时价格承压，低于5.0%时价格改善，这或表明当前有效需求支撑的合意增长区间在4.5%-5.0%。四季度增速回落至4.5%后，政策未急于强刺激，体现了与“反内卷”清理过剩供给、促价格回升目标之间的权衡。
- 2025年结构层面呈现积极转换：第二产业增速回落，第三产业增速回升，形成对冲。这一变化有利于缓解过剩供给压力，并通过服务业发展带动就业与收入，从而支撑内需。需求侧则呈现消费贡献上升、投资拉动减弱、净出口保持高位的分化格局，但内需整体仍处于历史相对低位，“内需不足”始终是循环的主要堵点，其背后与服务业发展滞后、未能与生产率提升同步密切相关。
- 展望2026年，经济预计在“反内卷”框架下延续结构优化，一方面通过发展新质生产力提升生产效率，另一方面加速发展现代服务业以促进就业与收入，从而扩大消费、畅通内循环。宏观政策将延续结构性发力，推动供需在更高水平上实现动态平衡，全年增速或小幅回落至4.8%左右，并逐渐走出通缩区间。

2025年中国经济复盘

总量增速整体稳健，前高后低，价格治理取得初步成效

- 全年实际GDP同比增5.0%，持平2024年，但走势呈现“前高后低”。
- 下半年以来，“反内卷”政策推动GDP平减指数企稳回升，显示政策在稳定价格方面初见成效。
- GDP与物价以5为界成反向变化（GDP在5以下物价回升，GDP在5以上物价回落）。

图：近几年GDP与平减指数增速呈现较稳定的反向规律



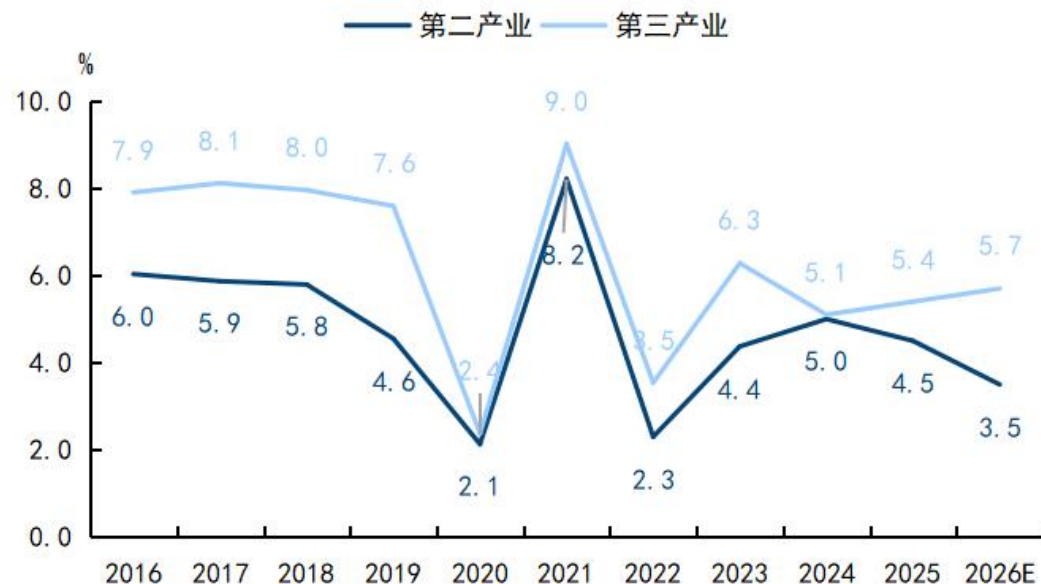
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 生产端呈现“二产降、三产升”的结构优化格局：“二产降”有助于推进“反内卷”与缓解价格下行压力，“三产升”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月经济数据进一步验证了以上结构优化的趋势，预计2026年将延续。
- 服务业增速上升动力：2025年“金融+房地产+其他”，2026年“住宿餐饮+租赁和商务服务+其他”。

图：2025年中国第二产业走弱而第三产业走强

图：第三产业中各行业增速变化预测

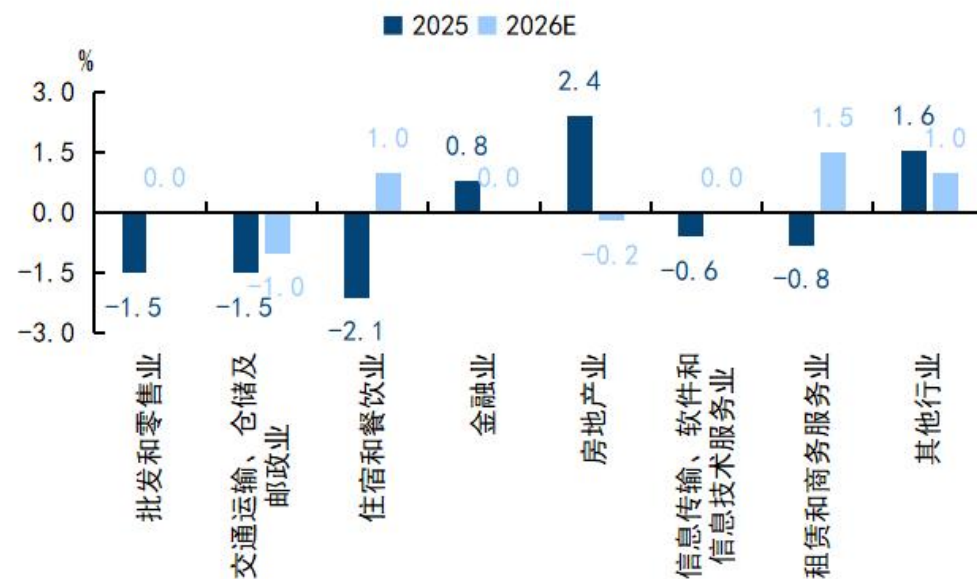
不同产业实际GDP同比一览



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

第三产业各行业GDP年度同比变动一览



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

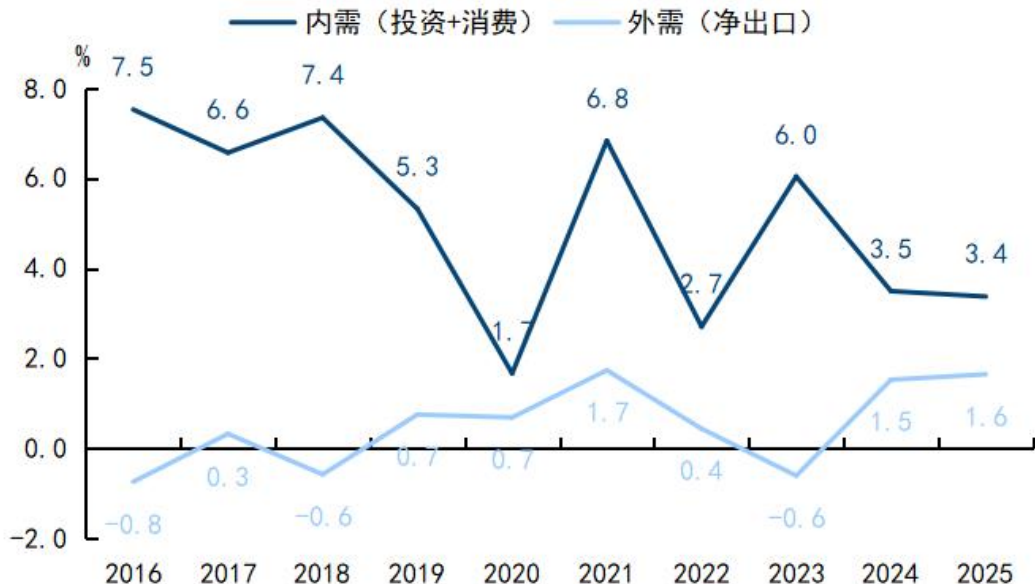
需求端继续指向内需不足

- 内需（消费+投资）拉动基本稳定在历史低位，外需（净出口）处于历史高位，显示内需不足仍是中国经济循环不畅的主要堵点。
- 内需中资本形成总额（投资）是总需求增长最大的拖累，最终消费则构成最大的拉动。
- 消费拉动贴近历史中枢，居民消费预算约束线到来，凸显2026年促投资重要性（无形资本）。

图：近两年中国内需对GDP同比的拉动基本稳定在低位

图：2025年内需中消费走强，投资走弱

中国内外需对GDP同比的拉动一览



中国内需分项对GDP同比的拉动一览



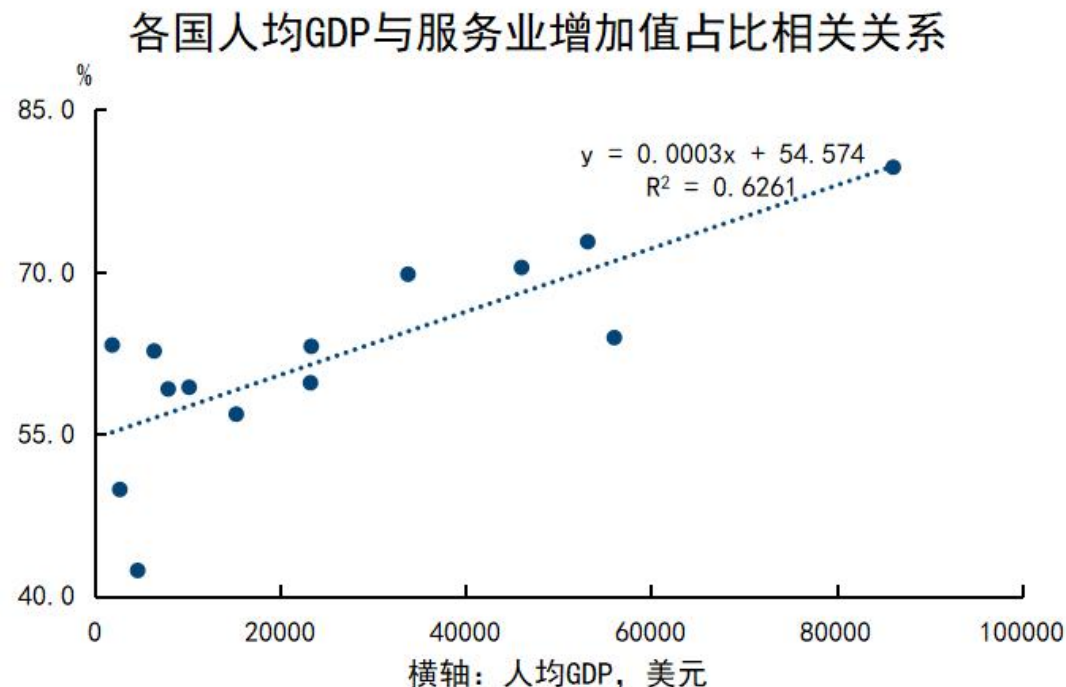
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

内需不振或源于服务业发展滞后

- 内需不振本质是分配问题（即实物产品生产出来分配不出去），而分配又与第三产业密切相关。
- 从各国经验看，经济发展水平越高（生产效率越高），服务业发展得越好。
- 中国人均GDP已贴近高收入国家门槛，但服务业占比却低于中低收入国家，服务业发展滞后制约了内需增长。

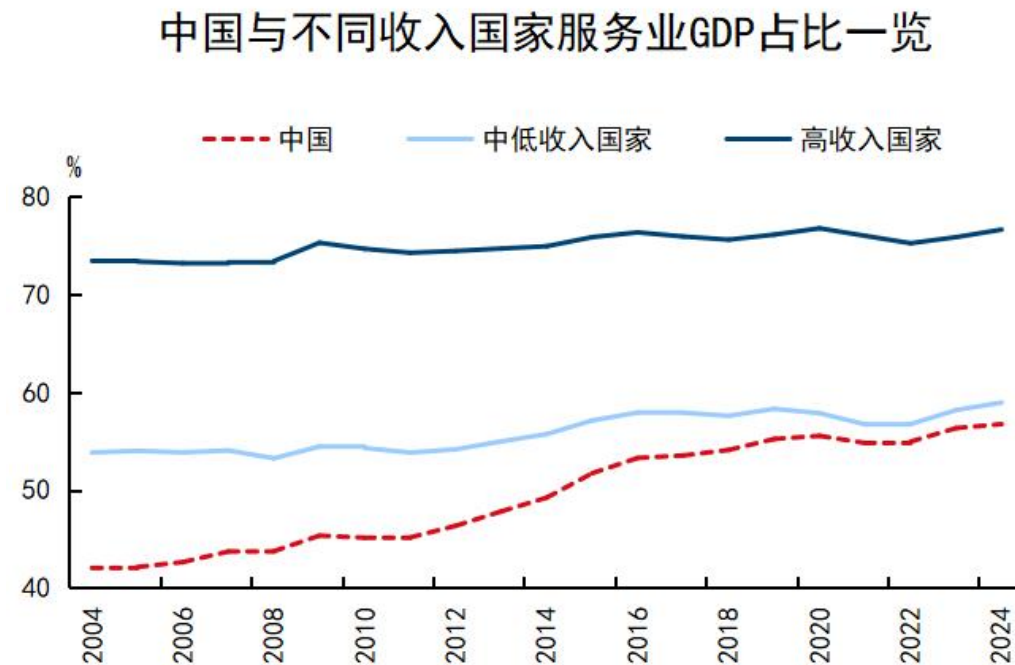
图：服务业增加值占比与人均GDP密切相关



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：中国服务业GDP占比长期低于中低收入国家水平



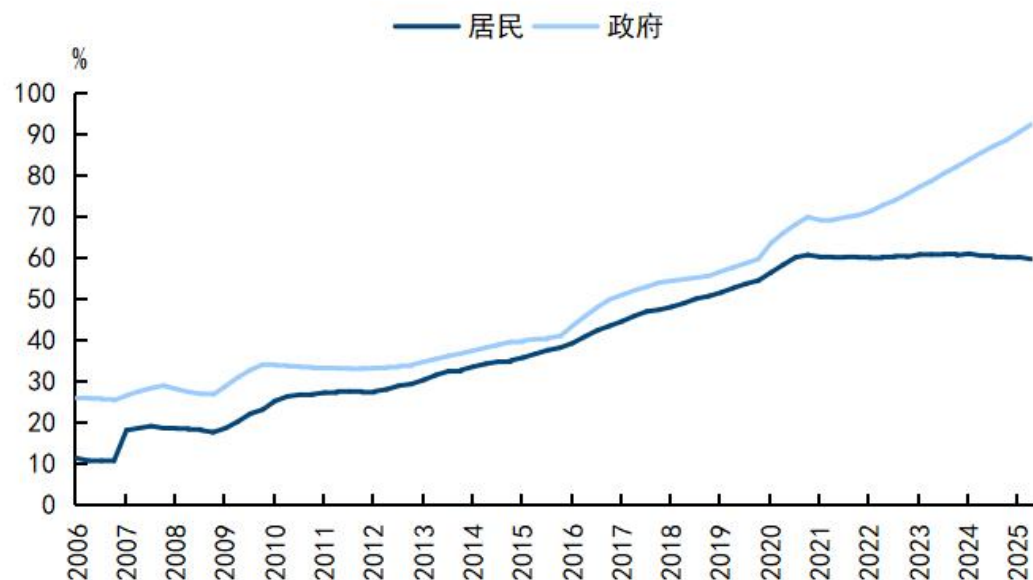
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 两个贯穿全年的动力源，2026年大概率延续：一是外需保持韧性，对出口形成有效拉动；二是在居民去杠杆的背景下，政府支出成为支撑内需的确定性力量。
- 政府支出并未体现在传统的房地产与基建投资领域，而是集中于两点：一是发展新质生产力进一步提升实物产品生产效率；二是通过“投资于人”推动服务业加快发展并促进就业扩大。

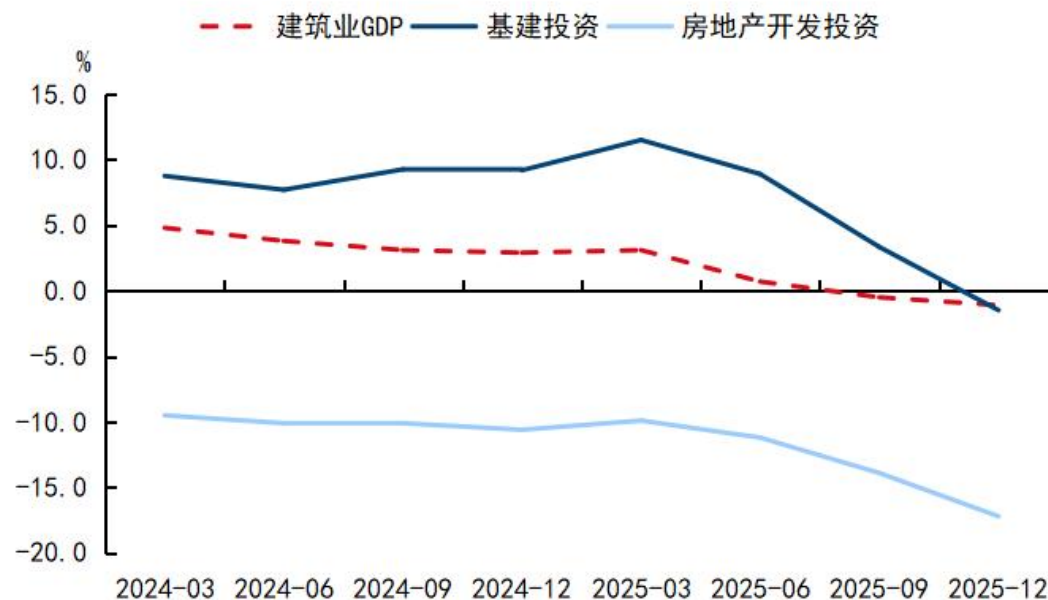
图：2025年中国居民杠杆率小幅回落，政府杠杆率继续明显抬升

图：2025年政府支出扩张并未体现在房地产和基建投资上

中国居民和政府杠杆率走势一览



建筑业GDP、房地产和基建投资累计同比



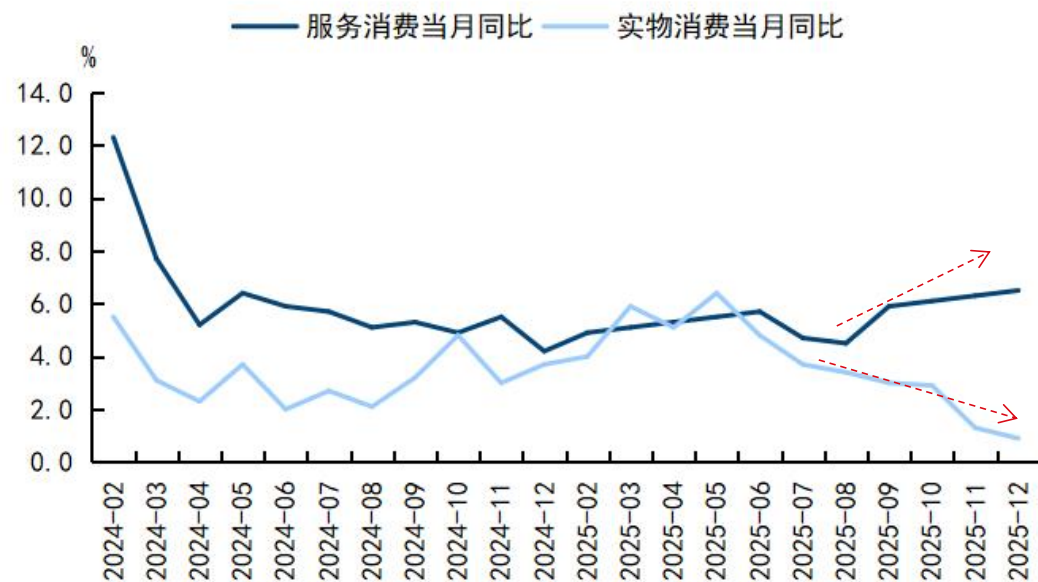
2025年居民消费预算约束线显现与政府存款结余

- 2020-2025年最终消费对GDP同比的拉动平均为2.68%，2025年为2.6%，非常接近历史中枢，在此背景下居民消费总预算约束线开始显现，消费内部出现明显的结构分化，临时补贴政策对居民支出的杠杆撬动作用减弱。
- 2025年财政资金仍有相当规模的结余可结转2026年使用，为2026年“前置发力”提供充裕资金。

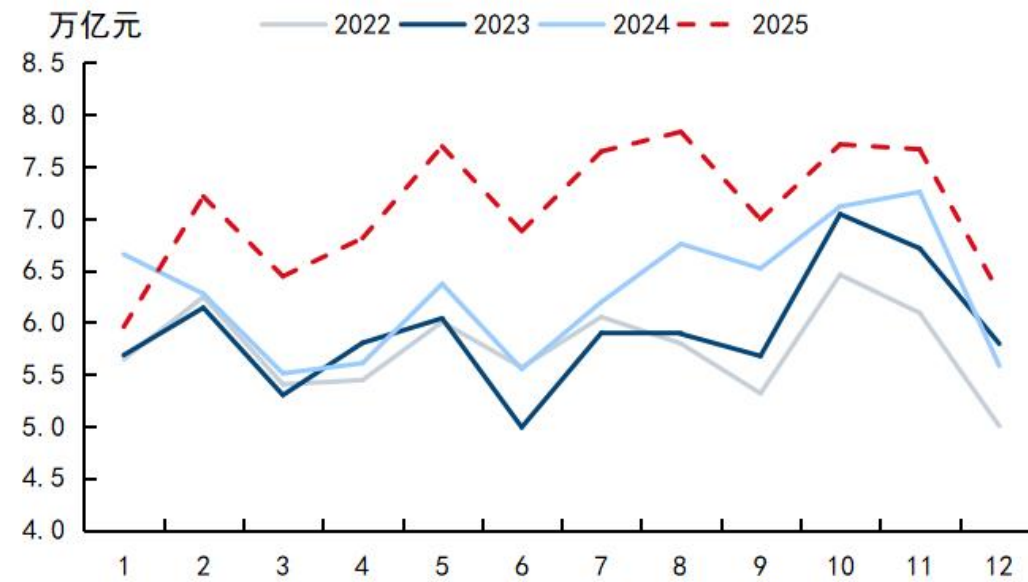
图：居民消费预算约束下实物和服务消费显著分化

图：2025年末财政存款仍有较多结余

中国服务消费与实物消费增速对比



财政存款余额



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

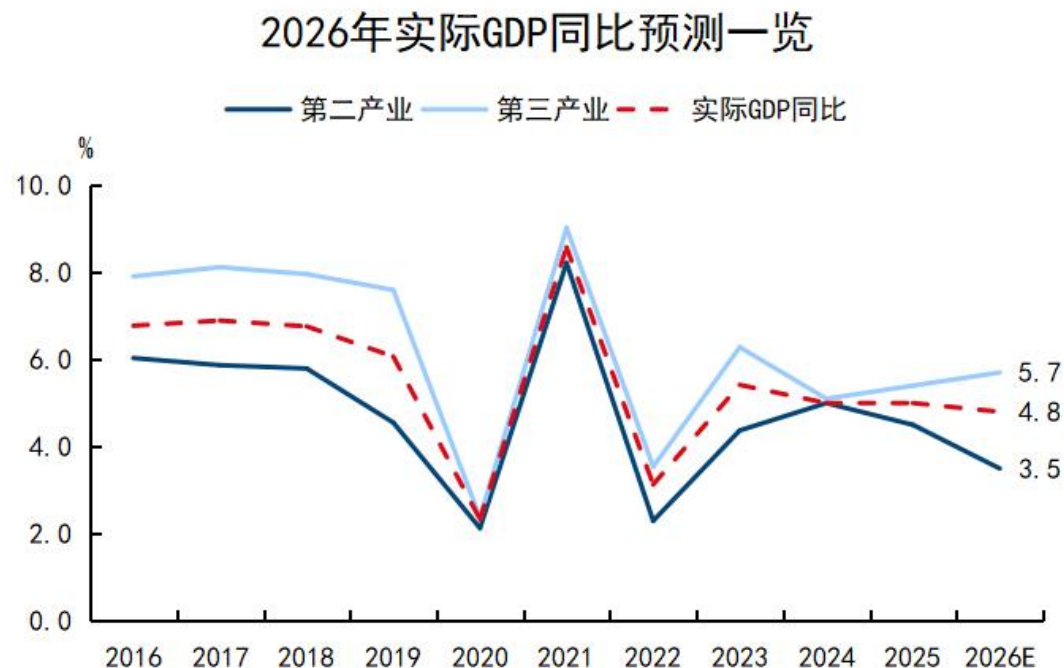
2026年中国经济展望

预计2026年中国实际GDP同比小幅回落至4.8%

- GDP和平减指数对应的增长规律或延续，“反内卷”取得进一步成效或意味着GDP增速低于5.0%。
- 需求侧政策的重心从传统投资继续更多地转向服务业培育与消费激励，以此对冲供给调整带来的短期增长压力，并从根本上培育内生动能。
- 相比2024和2025年，2026年的“前置发力”略晚一些，预计二季度达到全年增速高点。

图：预计2026年中国实际GDP同比小幅回落至4.8%

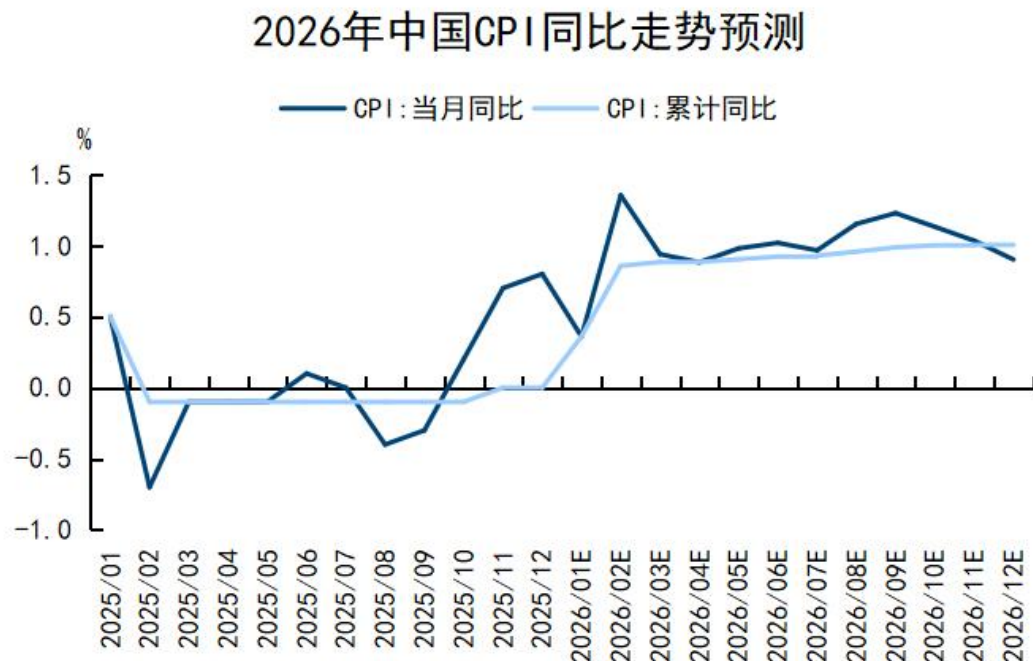
图：预计2026年中国实际GDP季度同比先上升后回落



2026年中国将逐渐走出通缩困境

- 2026年，政策与资源将进一步向高新技术产业集聚，人工智能、新能源、生物医药等战略性新兴产业的投资与产出增速预计将显著高于整体增长水平，这不仅将逐步替代部分传统低效产能，更将通过技术创新和数字化改造提升传统产业效率。
- 更有效率的供给叠加温和的需求扩张，导向偏缓和的通胀回升路径。

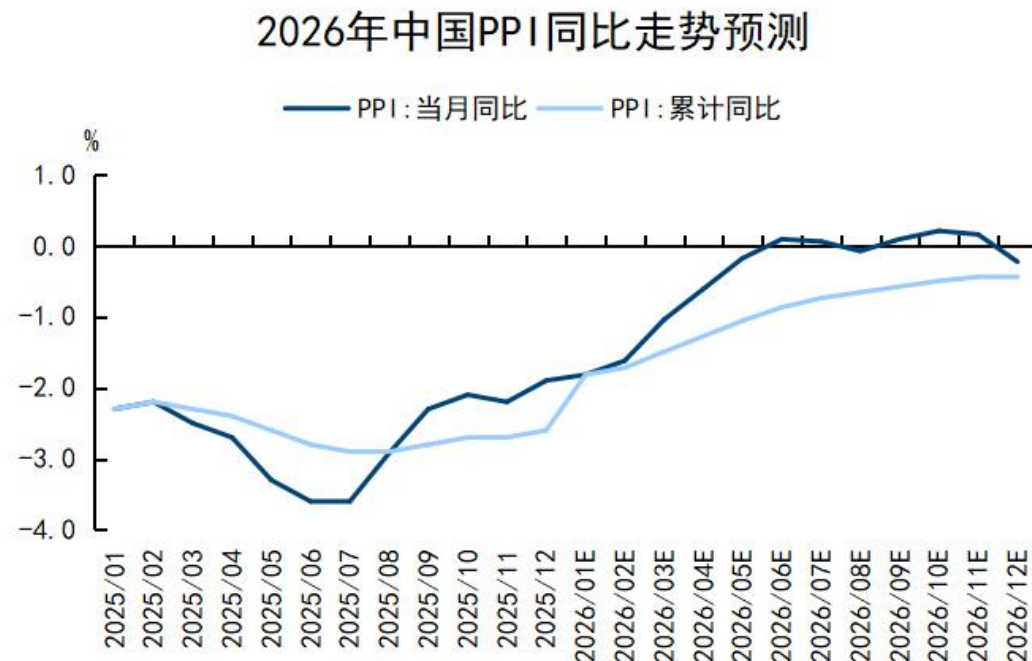
图：预计2026年中国CPI增速逐渐走高



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：预计2026年中国PPI增速逐渐走高



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示

- 海外经济下行超预期，海外政策和市场的不确定性；
- 国内政策执行的不确定性。

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.GSI）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

分析师承诺

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。

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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

GUOSEN SECURITIES

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楼

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