

旧动能收缩，新动能暂未能支撑宏观增长

——12月宏观数据点评

分析师：张茂林

执业证书编号：S1470525030001

邮箱：zhangml@ytzq.com

相关研究报告

1.《稳中求进、提质增效》——2025

年12月中央经济工作会议解读

2025年12月15日

2.《经济下行压力犹存，关注政策

效果显现》2025年11月17日

3.《内需进一步走弱，政策稳增长

力度增强》——2025年10月21

日

事件：2026年01月19日，国家统计局发布2025年12月份国内系列宏观经济数据，包括：国内生产总值、规模以上工业增加值、固定资产投资与房地产情况、社会消费品零售总额、物价情况等。

核心观点：

- ❖ 12月国内经济增长进一步放缓，当下中国经济仍处于新旧动能转换的上半场，即旧动能收缩，新动能增长明显，但尚不能支撑宏观经济增长。
- ❖ 12月及全年经济数据显示，终端需求不足叠加旧经济动能收缩，拖累宏观经济增长。12月社零同比0.9%，录得年内最低月度增幅。2025年一季度在“两新”等提振消费的政策作用下，社零同比爆发式增长，此后随着相关行业消费需求透支效应显现，社零同比增幅逐渐下降。房地产行业从销售价量、投资开发均出现同比降幅扩大趋势，传统基建活动同比萎缩，带动固定资产投资同比下降。
- ❖ 经济新动能增长明显但暂不能支撑经济增长，12月装备制造业、高技术制造业增加值累计增长9.2%、9.4%，增速分别高出规模以上工业3.3pct、3.5pct，但工业增加值增速全年仍然呈现前高后低。固定资产投资方面，汽车制造业等新动能投资扩张无法对冲传统基建、地产投资萎缩。
- ❖ 风险提示：1、消费及旧动能加速下滑；2、相关政策不及预期。

目录

1、GDP 增速实现预期目标	3
2、工业增加值增速前高后低	4
3、固定资产投资同比降幅持续扩大	5
4、房地产业全链条承压	8
5、社会消费品零售总额同比增幅逐渐下降	10
6、消费端与生产端物价持续修复	11
信息披露	14

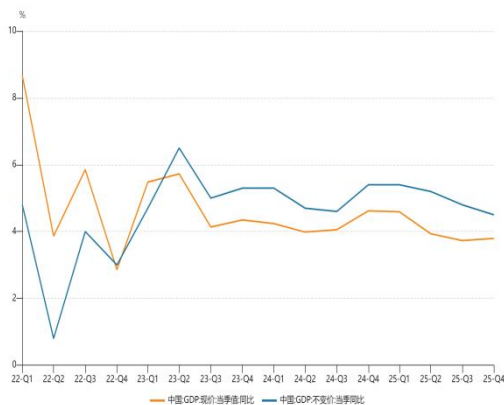
1、GDP 增速实现预期目标

四季度 GDP 实际增速为 4.5%，初步核算，全年国内生产总值 1401879 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.0%，实现“全年 GDP 增速 5%左右”的预期目标。四季度 GDP 名义增速为 3.8%，增速环比上升 0.7pct，全年 GDP 名义增速为 3.99%，环比下降 0.17pct。

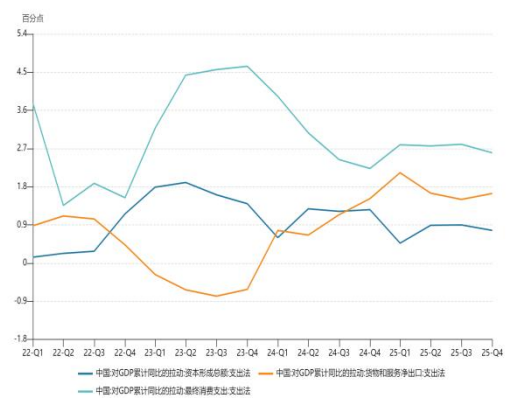
分产业看，第一产业增加值 93347 亿元，同比增长 3.9%；第二产业增加值 499653 亿元，增长 4.5%；第三产业增加值 808879 亿元，增长 5.4%。

支出法分项目看，最终消费支出累计拉动 GDP 增长 2.6%、货物和服务净出口累计拉动 GDP 增速 1.64%、资本形成总额累计拉动 GDP 增长 0.77%。

图表 1 GDP 实际与名义增速（%）



图表 2 对 GDP 累计同比拉动（%）



数据来源：Wind、银泰证券研究所

2、工业增加值增速前高后低

12月规模以上工业增加值同比增长5.2%，全年累计增长5.9%。分三大门类看，采矿业增加值增长5.6%，制造业增长6.4%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长2.3%，其中装备制造业增加值增长9.2%，高技术制造业增加值增长9.4%，增速分别高于规模以上工业3.3pct、3.5pct。

分经济类型看，国有控股企业增加值12月当月增长3.9%，全年累计增长4.6%；股份制企业当月增长5.9%，全年累计增长6.3%，外商及港澳台投资企业当月增长2.7%，累计增长3.9%；私营企业当月增长4.2%，累计增长5.3%。

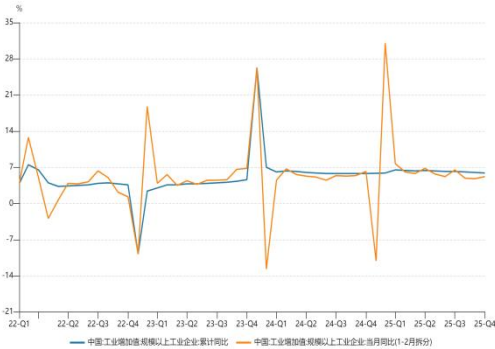
分行业看，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，汽车制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业，电气机械和器材制造业等行业增加值同比增长突出，累计增长分别为14%，11.5%，10.6%，9.2%。属高技术制造业相对集中的行业，也是当下我国培育新质生产力和重点发展的装备制造业行业。

产品产销率12月当月为98.2%，全年累计96.4%。12月产销率季节性上升，但低于2024年、2023年同

期数据 98.7%、98.4%。从年度产销率均值走势上看，2024 年、2025 年连续两年平均产销率下滑。

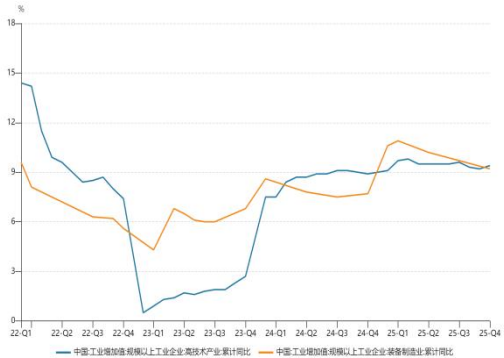
出口交货值 12 月同比增长 3.2%，全年累计同比增长 2.2%。出口交货值年内同比增幅呈现下降趋势。

图表 3 规模以上工业增加值（累计）同比（%）

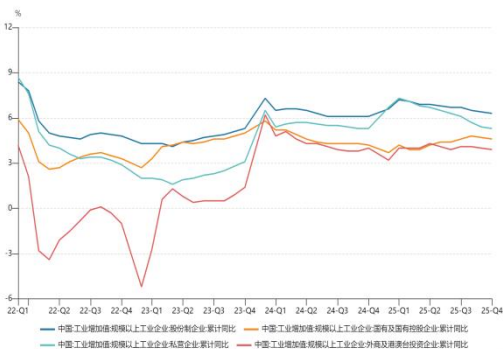


数据来源：Wind、银泰证券研究所

图表 4 装备制造、高技术制造业同比（%）



图表 5 分经济类型增加值累计增速（%）



数据来源：Wind、银泰证券研究所

图表 6 产销率与出口交货值同比（%）



3、固定资产投资同比降幅持续扩大

2025 年，全国固定资产投资（不含农户）485186 亿元，比上年下降 3.8%，其中，民间固定资产投资同比下降 6.4%，国有控股投资同比下降 2.5%。2022

年以来民间投资同比增速显著弱于国有资本，2025年民间投资加速下滑，经济内生动力不足。

另外一方面，结合工业增加值数据走势发现，疫情及以前二者同比增速变动几乎同步，疫情以来，尤其是2025年，固定资产投资同比数据创出除疫情以外的最差同比表现，但工业增加值增速相对平稳。原因或为新旧动能切换效应，一方面支撑固定资产投资的地产、传统基建正在弱化，另一方面，支撑工业增加值的新经济增速凸显。从固定资产投资分项数据也可得到作证，建筑安装工程2025年累计同比下降8.4%，成为固定资产投资的最大拖累项，受益于“两新政策”及制造业升级，设备工器具购置2025年累计增速为11.8%。

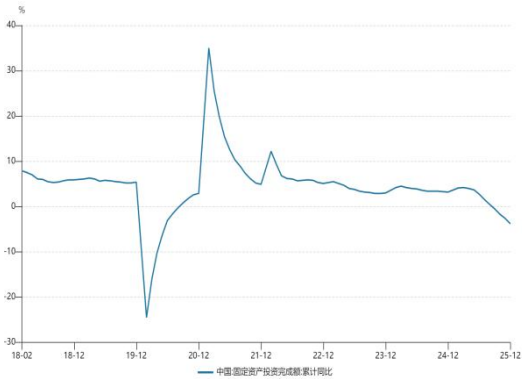
基建投资2025年累计同比下降1.48%，10年来最差同比表现，制造业投资累计同比微增0.6%。分行业看，传统的铁路、公路、水利、教育、卫生等公共领域投资均出现明显下跌，同比跌幅在6%-12%。

增速较为突出的行业包括：铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，汽车制造业，电力、热力、燃气及水生产和供应业累计增幅17.5%，11.5%，9.1%。

分登记注册类型看，内资企业年度投资同比下降

3.8%、港澳台投资企业同比下降 2.2%、外商投资企业同比下降 13.8%，外商企业投资下滑最为显著。

图表 7 固定资产投资 (%)

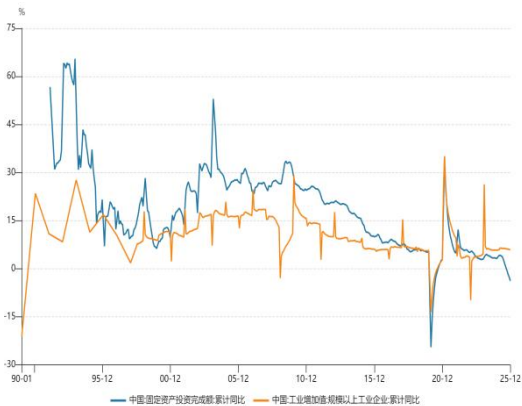


数据来源: Wind、银泰证券研究所

图表 8 民间与国有控股投资增速 (%)



图表 9 固定资产投资与工业增加值 (%)

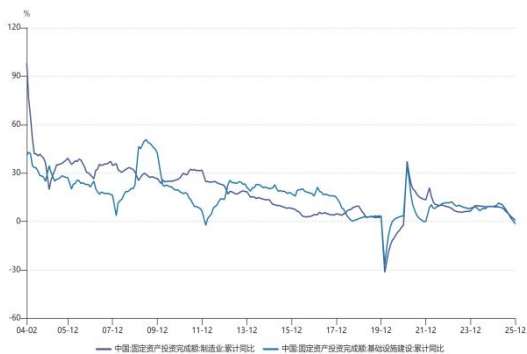


数据来源: Wind、银泰证券研究所

图表 10 建安工程与设备购置增速 (%)



图表 11 基建与制造业投资增速 (%)



数据来源: Wind、银泰证券研究所

图表 12 分注册类型企业投资增速 (%)



4、房地产业全链条承压

12月国内房地产市场继续走弱，投资、销售、价格均延续下降趋势。2025年全国房地产开发投资同比-17.2%，降幅较上月扩大1.3pct，全年同比降幅超过了2020年疫情爆发时的同比最低点，创出历史最差同比。其中，房屋施工面积累计同比-10%，竣工面积累计同比-18.1%，降幅均持续扩大，新开工面积同比-20.4%，降幅比前11个月略有回升0.1pct。

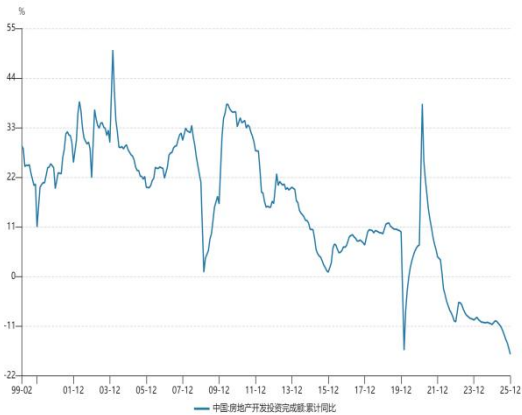
销售方面，2025年新建商品房销售面积88101万平方米，同比-8.7%，新建商品房销售额83937亿元，同比-12.6%，年内同比跌幅从二季度以后逐渐扩大。

价格方面，12月70大中城市新建商品住宅销售价格指数环比-0.4%，同比-3%。从年内月度环比表现上看，新建商品房价格年内持续下跌，同比跌幅有所改善，多为基数效应所致。二手房方面，12月70个大中城市二手住宅房屋销售价格指数环比-0.7%，一、二、三线城市环比分别为-0.9%、-0.7%和-0.7%。

土地成交方面，12月100大中城市成交土地占

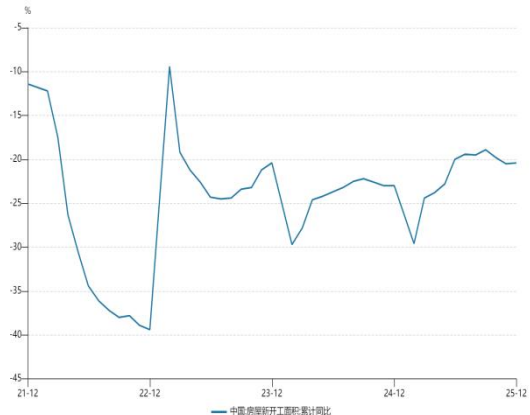
地面积同比-9.21%，较11月份同比跌幅有所收窄，全年看，土地成交面积同比呈现前高后低，尚未形成修复趋势。

图表 13 房地产开发投资同比 (%)

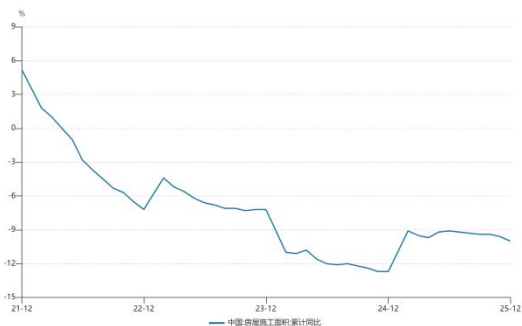


数据来源：Wind、银泰证券研究所

图表 14 房地产新开工面积同比 (%)

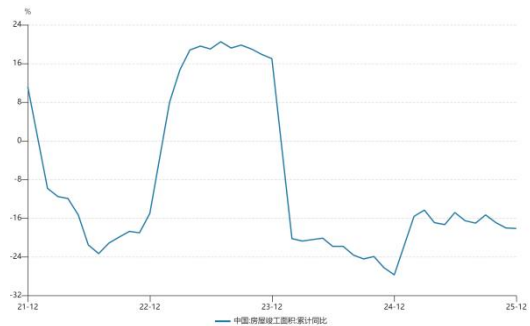


图表 15 房屋施工面积 (%)

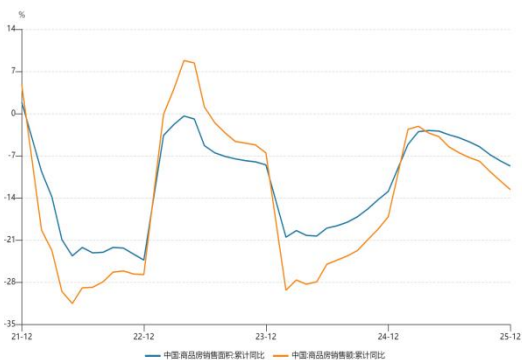


数据来源：Wind、银泰证券研究所

图表 16 房屋竣工面积 (%)

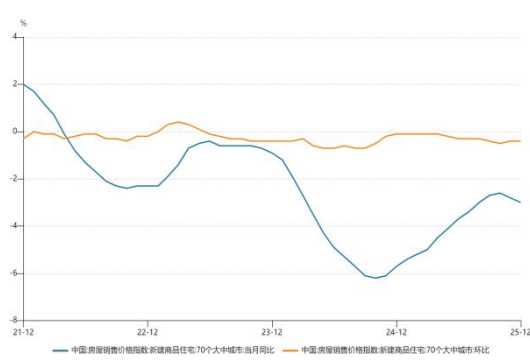


图表 17 商品房销售面积、销售金额同比 (%)



数据来源：Wind、银泰证券研究所

图表 18 新建商品房价格指数环比与同比 (%)

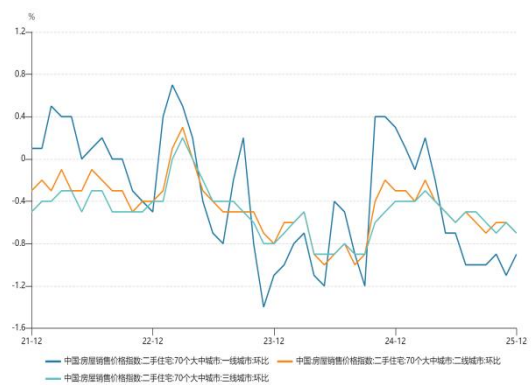


图表 19 二手房价格指数环比与同比 (%)



数据来源：Wind、银泰证券研究所

图表 20 二手房价一二三线城市环比 (%)

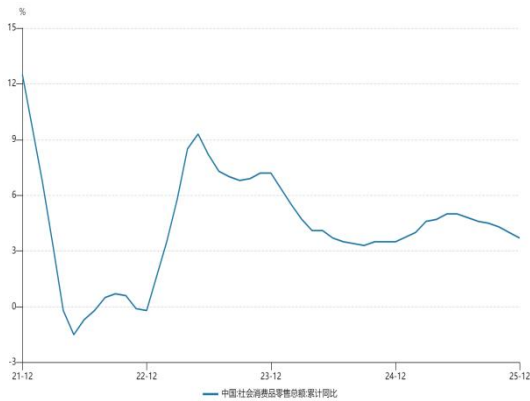


5、社会消费品零售总额同比增幅逐渐下降

12 月社会消费品零售总额当月同比 0.9%，录得年内最低月度增幅，全年累计增幅 3.7%，2025 年下半年开始社零同比增幅逐渐下降。其中除汽车以外的消费品零售额，2025 年累计同比 4.4%，汽车降价现象明显，实物商品网上零售额累计同比 5.2%，网购相对活跃。

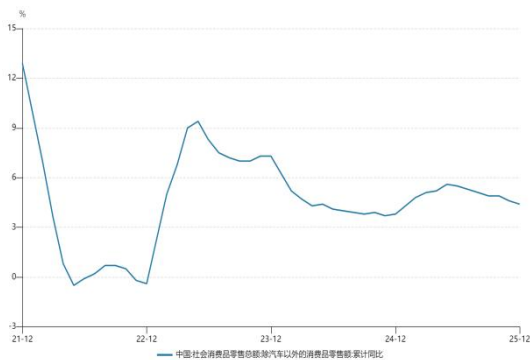
2025 年受到“两新”政策影响明显的行业销售同比表现较为突出，但同比表现年内呈现前高后低。通讯器材、家具、家用电器和音像器材，2025 年累计同比增幅分别为 20.9%、14.6%、11%。从年内同比增幅走势上看，这些行业零售金额呈现短期爆发式增长，分别在 2025 年一季度、二季度以后增幅开始逐渐下降，拖累社零数据总体增幅逐渐下降。

图表 21 社会消费品零售总额同比 (%)



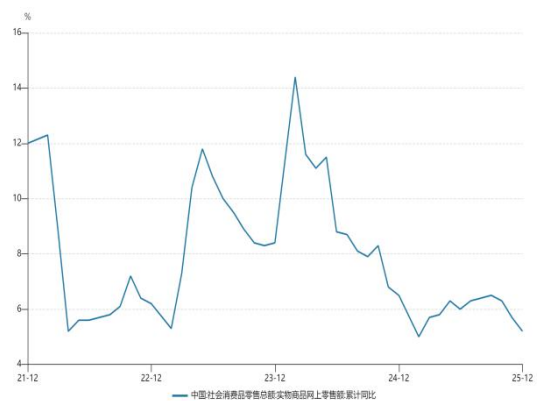
数据来源: Wind、银泰证券研究所

图表 23 汽车以外社零同比 (%)

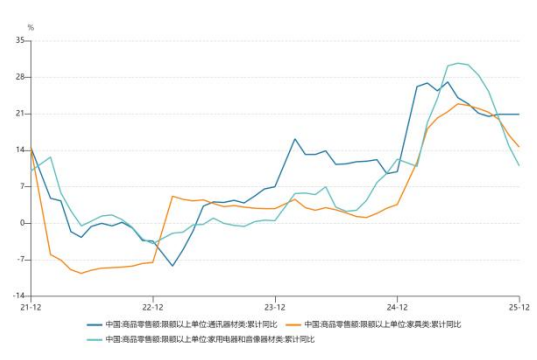


数据来源: Wind、银泰证券研究所

图表 22 实物商品网上零售额同比 (%)



图表 24 两新政策覆盖行业社零同比 (%)



6、消费端与生产端物价持续修复

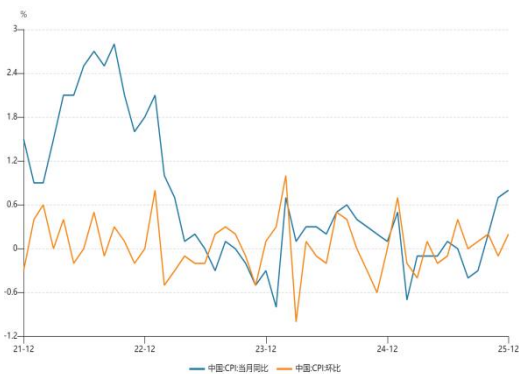
12 月份,居民消费价格同比上涨 0.8%,涨幅比上月扩大 0.1 个百分点;环比上涨 0.2%。全年工业生产者出厂价格比上年下降 2.6%;12 月份同比下降 1.9%,环比上涨 0.2%。全年工业生产者购进价格比上年下降 3.0%;12 月份同比下降 2.1%,环比上涨 0.4%。

PPI 全年同比及环比走势上看,下半年持续修

复，同比跌幅呈现收窄走势，环比表现四季度回正。PPIRM 全年跌幅大于 PPI，下半年二者均呈现同比跌幅收窄走势，二者同比差额 9 月以后有所下降，相应规模以上工业企业利润总额同比承压，预计 12 月工业企业利润总额同比降幅有所扩大。

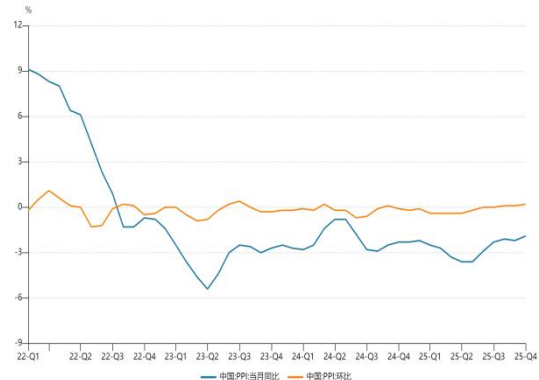
分项目看，食品是支撑 CPI 回暖的主要因素。CPI 同比四季度回暖明显，食品项目价格同比从 9 月累计同比-1.9%，回升至 12 月-1.5%，回升 0.4pct。非食品价格指数同期上升 0.1pct。食品项下，鲜果、鲜菜价格修复较为明显，鲜果价格同比年内同比最低为 9 月，同比-4.2%，12 月同比回正至 4.4%，鲜菜年内 8 月录得同比最低值，-15.2%，12 月回正至 18.2%。分析去年同期，果蔬均有基数效应，从环比表现上看，鲜果环比四季度回正，鲜菜环比持续增加。

图表 25 CPI 同比与环比 (%)

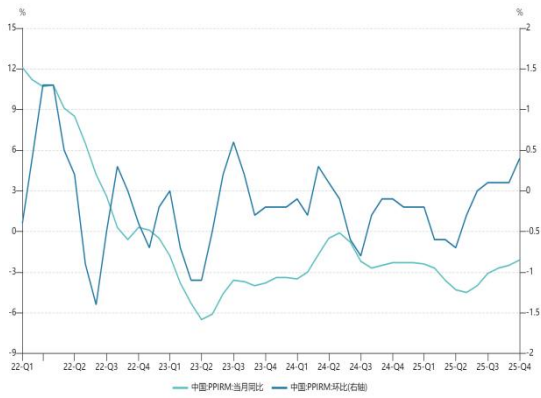


数据来源：Wind、银泰证券研究所

图表 26 PPI 同比与环比 (%)



图表 27 PPIRM 同比与环比 (%)

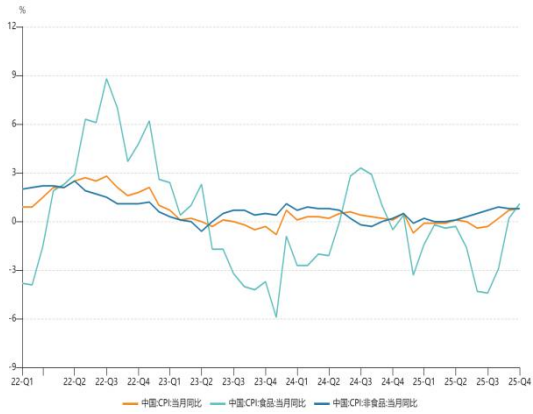


数据来源: Wind、银泰证券研究所

图表 28 PPI 与 PPIRM 同比差、工业利润同比 (%)

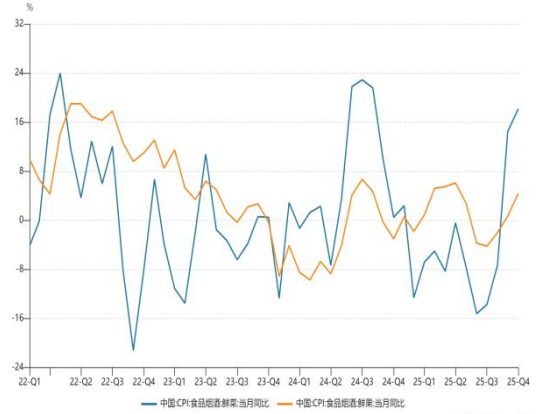


图表 29 食品项目支撑消费物价回暖 (%)



数据来源: Wind、银泰证券研究所

图表 30 鲜果、鲜菜价格同比 (%)



信息披露

研究员承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位研究员，在此申明，本报告清晰、准确反映了研究员本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归银泰证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。