



# 需求端调整，四季度 GDP 增速阶段性下降

——蔡含篇

点评报告

A0012-20260120

	2025 年 12 月值	北大国民 经济研究 中心预测 值	Wind 市 场预测 均值	上期	上年同 期值
<b>经济增长</b>					
GDP 当季 同比 (%)	4.5	4.6	4.5	4.8	5.3
工业增加 值同比 (%)	5.2	5.0	4.89	4.8	6.2
固定资 产投资累 计同比 (%)	-3.8	-3.0	-2.36	-2.6	3.2
社会消费 品零售额 同比 (%)	3.0	0.7	4.24	1.3	3.7
出口同比 (%)	6.6	-3.7	2.22	5.9	10.7
进口同比 (%)	5.7	0.4	-0.28	1.9	1.0
贸易差额 (亿美元)	1141.4	918	1054	1116.8	1048.4
<b>通货膨胀</b>					
CPI 同比 (%)	0.8	0.7	0.75	0.7	0.1
PPI 同比 (%)	-1.9	-1.8	-2.0	-2.90	-2.3
<b>货币信贷</b>					
新增人民 币贷款 (亿元)	9100	6400	6794	3900	9900
M2 同比 (%)	8.5	7.8	7.93	8.0	7.3

北京大学国民经济研究中心

宏观经济研究课题组

学术指导：刘伟

组长：苏剑

课题组成员：

蔡含篇

陈丽娜

董希勇

葛涵

李文博

联系人：蔡含篇

联系方式：

[gmjy@pku.edu.cn](mailto:gmjy@pku.edu.cn)



扫描二维码或发邮件订阅  
第一时间阅读本中心报告



## 要点

- 政策调整，GDP 增速阶段性下降
- 工业生产平稳增长，新动能持续发力
- 收入增速下行，消费额增速低位震荡
- 政策调整，投资增速阶段性下调
- 进、出口增速上行，中欧双边贸易修复进行中
- 基数效应影响，通胀率继续上行
- 社融信贷超预期多增，融资需求结构分化
- 展望未来：外部压力不减叠加结构调整，经济运行“稳中求进”

## 内容提要

2025 年，GDP 同比增长 5.0%，较 2024 年持平，完成年初确定的经济增速目标。大国博弈，关税制裁与反制裁频发，外部环境进一步复杂多变，外部压力进一步加大，但 2025 年经济整体运行平稳，“稳中求进”的总基调不变，风险与机遇并存，经济结构调整，高技术产业加速增长。

**GDP 部分：**2025 年第四季度，国内生产总值为 387911 亿元，同比增长 4.5%，较第三季度下降 0.3 个百分点，较 2024 年同期下降 0.9 个百分点。受“依法依规治理企业低价无序竞争”影响，投资需求、工业生产均全面下降，叠加高基数效应，2025 年第四季度 GDP 增速小幅下降，但高技术产业增加值依然保持相对较高的增速。

### 供给端

**工业增加值方面：**2025 年 12 月，中国规模以上工业增加值同比实际增长 5.2%，较上月加快 0.4 个百分点，累计增长 5.9%，较上月放缓 0.1 个百分点。本月工业生产增速小幅回升，主要得益于年末需求季节性释放和政策刺激效应显现。尽管全年面临有效需求不足、企业盈利承压和外部不确定性等挑战，但新动能持续发力支撑了增长。整体而言，工业经济稳定增长，结构调整为高质量发展提供动力。

### 需求端

**消费方面：**2025 年 12 月，社会消费品零售总额同比增长 0.9%，较前月下降 0.4 个百分点，居民收入增速继续下行，收入预期并未明显改变，叠加促消费政策效应未完全释放，整



体消费额增速仍底部徘徊；2025年，社会消费品零售总额同比增长3.7%，较2024年上涨0.2个百分点，政策推动，消费额增速小幅上升。

**投资方面：**2025年1-12月，全国固定资产投资同比增长-3.8%，较前期下降1.2个百分点，政策调整，投资增速阶段性下调。多次重要会议上强调“治理企业无序竞争”，“反内卷”信号明显，产能过剩明显企业加快产能去化步伐，部分企业因政策初期看不清形势惜金观望，抑制企业扩大产能增加投资的积极性。

**出口方面：**2025年12月，出口总额3577.8亿美元，同比增长6.6%，较前月上涨0.7个百分点，尽管去年同期基数相对较高，但出口额增速依然震荡上行。12月，一方面，中国对欧盟、东盟的出口依然保持相对高增速增长；另一方面，汽车、集成电路、机电产品等出口额增速上涨显著。

**进口方面：**2025年12月，进口总额2436.4亿美元，同比增长5.7%，较前月上涨3.8个百分点，其中，自欧盟、共建“一带一路”国家进口额增速上涨较快是主要推动因素。具体进口商品方面，本月原油进口量大幅上涨。另外，中国国内产业结构调整，房地产等过剩产能去化继续，对钢铁等传统大宗商品的需求减少。

### 价格

**CPI：**2025年12月份，CPI同比增长0.8%，较前月上涨0.1个百分点，居民消费价格增速小幅上行，但整体依然位于底部区间，居民消费需求有待进一步上行。低基数效应是推动本月CPI增速继续上涨的主要因素。尽管整治“反内卷”式竞争效果较为明显，家用器具价格增速上涨较快，但居民收入增速依然相对较低，消费需求对政策依赖较大，内生动力不足，整体CPI增速仍处于底部区间。

**PPI：**2025年12月份，PPI同比增长-1.9%，较前月上涨0.3个百分点，工业品有效需求相对不足，PPI增速持续底部区间震荡。原材料价格上涨以及整治“反内卷”式竞争政策效应释放，过剩产能去化继续，工业品价格降幅继续收窄。整体来看，国内经济结构调整，过剩产能去化，尤其是房地产市场的低迷，使得对大宗商品需求相对减少，PPI增速持续低迷。同时，有色金属价格增速逆势大幅上涨，间接反映出国内产业结构变化。

### 货币金融

**社会融资：**2025年12月中国新增社会融资规模为22075亿元，较去年同期减少6462亿元，降幅22.6%。这一少增主要源于政府债券融资高基数效应，当月净融资规模远低于去年同期，同比少增10733亿元，难以支撑社融总量；尽管企业直接融资和人民币贷款同比多



增，但不足以抵消财政发行节奏放缓的影响。全年社融增量达 35.6 万亿元，比上年多 3.34 万亿元，存量增速 8.3%，反映货币政策适度宽松下金融总量持续增长，但居民需求不足和房地产调整持续影响结构调整。

**人民币贷款：**2025 年 12 月中国新增人民币贷款规模为 9100 亿元，较去年同期减少 800 亿元，降幅 8.1%。这一少增主要源于居民部门贷款拖累，同比少增 4416 亿元，受房地产销售走弱和居民消费需求低迷影响；企业部门贷款强劲反弹，同比多增 5800 亿元，支撑实体投资和生产恢复。货币政策适度宽松，流动性充裕引导金融机构加大对重点领域支持，但多元化融资替代银行信贷及化债替换等多因素叠加，信贷结构向企业倾斜。

**M2：**2025 年 12 月末，狭义货币（M1）同比增长 3.8%，较上期下降 1.1 个百分点，上年同期高基数抬升，企业活期存款增长放缓。2025 年 12 月末，广义货币（M2）同比增长 8.5%，较上期增长 0.5 个百分点，政府债券融资高增转化为存款，政策性工具推动派生。2025 年 12 月末，M2 与 M1 同比增速差扩大 4.7%，较上期增长 1.6 个百分点，M1 回落幅度大，房地产调整需求不足。2025 年 12 月末，社会融资规模与 M2 同比增速差缩小-0.2%，较上期下降 0.7 个百分点，社融增速回落，政府债支撑下降信贷少增。



## 正文

### GDP：政策调整，GDP 增速阶段性下降

2025 年第四季度，国内生产总值为 387911 亿元，同比增长 4.5%，较第三季度下降 0.3 个百分点，较 2024 年同期下降 0.9 个百分点。其中，第一产业增加值 35160 亿元，同比增长 4.2%；第二产业增加值 136803 亿元，增长 3.4%；第三产业增加值 215948 亿元，增长 5.2%。

主要影响因素方面，第一，政策方向调整，经济增速阶段性回调。“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”，投资需求、工业生产均全面回调，但高技术产业依然保持相对高速增长。2025 年，固定资产投资、工业增加值同比增长-3.8%、5.9%，分别较前三季度下降 3.3、0.3 个百分点，而高技术产业增加值则同比增长 9.4%，高于全部增速 3.5 个百分点。第二，高基数效应，2024 年第四季度 GDP 同比增长 5.4%，是 2024 年内最高值，对本季度形成明显的高基数效应。

总体而言，受“依法依规治理企业低价无序竞争”影响，投资需求、工业生产均全面下降，第四季度 GDP 增速小幅回调，但高技术产业增加值却保持相对较高增速，叠加高基数效应，第四季度 GDP 增速小幅下降，经济增速阶段性下降。

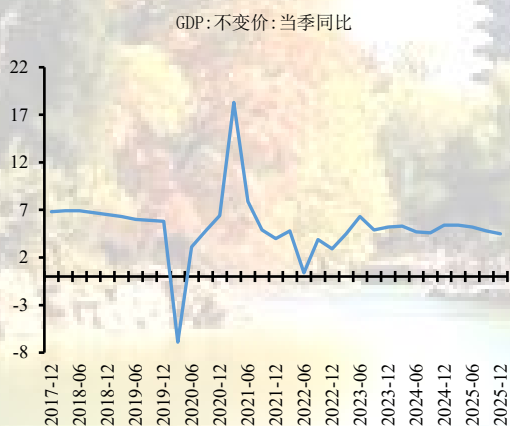


图 1 中国 GDP 当季同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

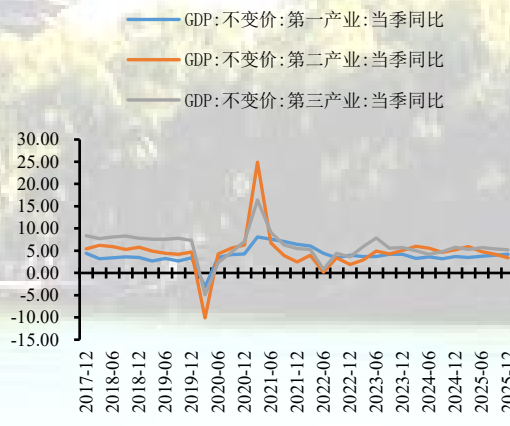


图 2 一、二、三产业 GDP 累计同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

### 工业增加值部分：工业生产平稳增长，新动能持续发力

2025 年 12 月，中国规模以上工业增加值同比实际增长 5.2%，较上月加快 0.4 个百分点，累计增长 5.9%，较上月放缓 0.1 个百分点。本月工业生产增速小幅回升，主要得益于年



末需求季节性释放和政策刺激效应显现。尽管全年面临有效需求不足、企业盈利承压和外部不确定性等挑战，但新动能持续发力支撑了增长。整体而言，工业经济稳定增长，结构调整

为高质量发展提供动力。

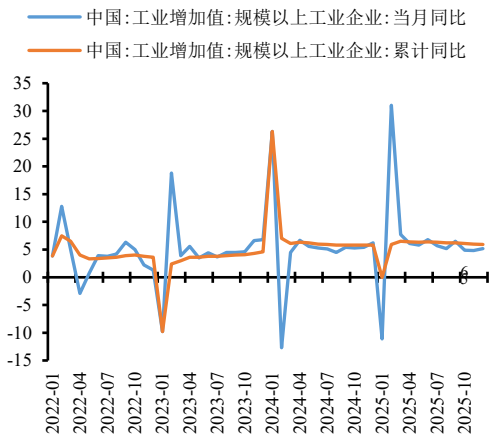


图3 工业增加值当月及累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

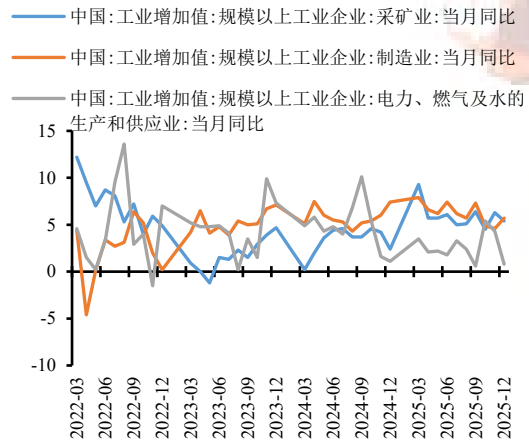


图4 中国三大门类工业增加值累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

### 三大门类增速回升 制造业贡献突出

2025年12月采矿业增加值同比增长5.4%，高于整体增速，较上月放缓0.9个百分点。本月采矿业增速虽小幅回落，但仍保持较高水平，主要受益于冬季能源需求高峰和基础设施建设拉动，煤炭、石油等资源开采效率提升；政策支持绿色矿业转型，环保技术和高效设备应用提高了产能利用率。尽管全球大宗商品价格波动带来不确定性，但国内稳增长措施如扩大内需有效对冲了外部压力，支撑了采矿业稳定输出。

2025年12月制造业增加值同比增长5.7%，高于整体增速，较上月加快1.1个百分点。本月制造业增速明显回升，主要源于年末订单集中释放和创新驱动，新兴产业如汽车、电子产品产量高速增长，新能源汽车增长57.4%、服务器22.7%；尽管部分传统制造业受成本压力影响，但“人工智能+”赋能智能制造，提升了生产效率和产品竞争力。

2025年12月电力、燃气及水生产和供应业增加值同比增长0.8%，低于整体增速，较上月放缓3.5个百分点。本月该行业增速大幅回落，主要受季节性用电峰值已过和新能源占比上升影响，传统火电利用率下降；但清洁能源转型加速，风电、水电发电机组产量分别增长20.6%和41.2%，贡献了绿色增长点。

### 经济类型增速分化 股份制企业领跑

2025年12月国有及国有控股企业增加值同比增长3.9%，低于整体增速，较上月放缓0.3个百分点。本月国有企业增速小幅回落，主要因其在重工业和能源领域占比高，受需求



波动和投资周期长影响较大；但政策深化国企改革，在基础设施和绿色能源投入稳定，维持了基础保障。尽管外部不确定性和盈利压力存在，但国有企业通过技术升级和产能调整，展现了较强韧性，为工业经济平稳提供了支撑。

2025年12月股份制企业增加值同比增长5.8%，高于整体增速，较上月加快0.6个百分点。本月股份制企业增速加快，主要受益于市场机制灵活和融资渠道多元，在高技术与装备制造业占比高，创新驱动下电子、汽车行业拉动显著；企业通过成本控制和产品升级应对需求变化，数字转型增强了出口竞争力。

2025年12月外商及港澳台投资企业增加值同比增长2.7%，低于整体增速，较上月放缓0.7个百分点。本月外资企业增速进一步回落，主要受全球经济不确定性和贸易壁垒影响，出口需求减弱；国内成本上升和供应链本土化加大了经营压力。尽管在高技术领域投资流入，如生物药品制造，但整体外资恢复需时。

2025年12月私营企业增加值同比增长4.2%，低于整体增速，较上月加快1.0个百分点。本月私营企业增速回升，主要源于其在消费品和轻工业占比高，年末需求释放带动订单增加；政策支持中小企业融资和减税措施缓解了盈利压力，企业灵活调整结构，向绿色和智能产品转型，提升了竞争力。尽管需求不足仍存，但私营企业在新兴产业贡献率上升，体现了市场活力的重要作用。

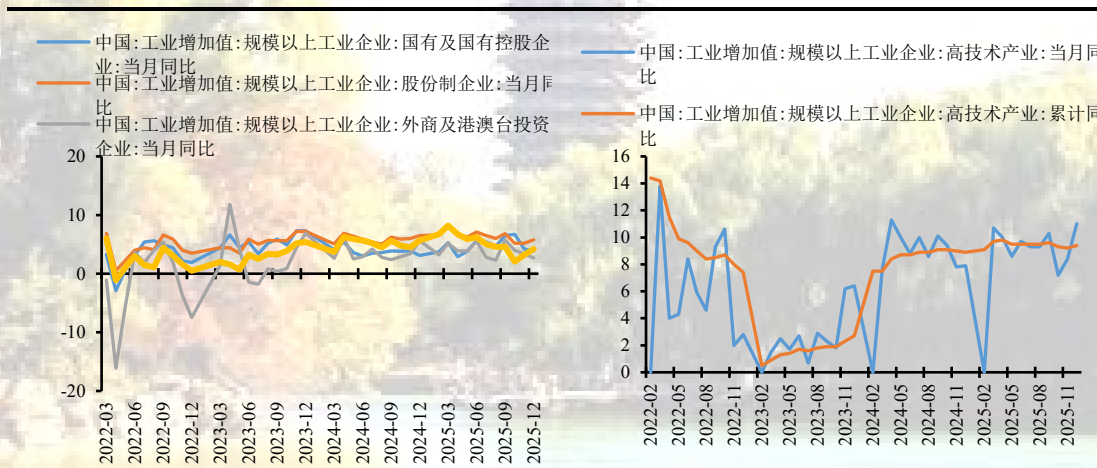


图5 各类企业工业增加值当月同比增速 (%)

图6 高技术产业工业增加值当月及累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

此外，2025年12月高技术制造业增加值同比增长11%，高于整体增速，较上月加快2.6个百分点。本月高技术制造业增速显著加快，主要得益于“人工智能+”和创新政策驱动，集成电路、电子材料、生物药品等子行业高速扩张；产品产量如存储芯片增长45.7%、工业



机器人 20.6%，反映了数字经济需求强劲。从需求侧看，新兴产业出口竞争力和国内数字化转型提供了拉动，尽管整体经济承压，但政策研发补贴和产业链完善激发了活力。高技术领域绿色转型如新能源汽车电池进一步贡献增长，其高增长对冲了传统行业，推动工业向高质量发展转型。

消费部分：收入增速下行，消费额增速低位震荡

2025 年 12 月，社会消费品零售总额同比增长 0.9%，较前月下降 0.4 个百分点，居民收入增速继续下行，收入预期并未明显改变，叠加促消费政策效应未完全释放，整体消费额增速仍底部徘徊；2025 年，社会消费品零售总额同比增长 3.7%，较 2024 年上涨 0.2 个百分点，政策推动，消费额增速小幅上升。

2025 年全国居民人均可支配收入同比增长 5.0%，较前三季度下降 0.1 个百分点，居民收入增速继续下滑，居民收入预期难有明显改变，是导致消费额增速持续低位徘徊的根本因素。另外，下半年国补政策调整，调整方案讨论中，政策效应未完全释放，抑制近期消费额增速上行。2025 年，社会消费品零售总额同比增长 3.7%，较上半年下降 1.3 个百分点。

从具体消费品类来看，12 月，限额以上单位的家用电器和音像器材类、家具类、汽车类消费额分别同比增长-18.7%、-2.2%、-5.0%，尽管较前月降幅收窄 0.7、1.6、3.3 个百分点，但依然是同比负增长，这部分商品多为“以旧换新”和国家补贴范围内的商品，受政策调整影响较大。下半年促消费政策调整，全国各地对补贴政策执行时间不同，且补贴力度降低，具体方案正在制定中，政策效应未完全释放，使得家用电器和音像器材类、家具类、汽车类等消费额增速出现明显下降。

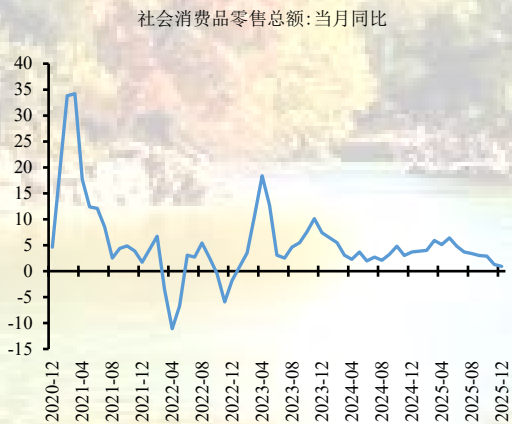


图 7 社会消费品零售总额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心



图 8 餐饮收入和商品零售当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

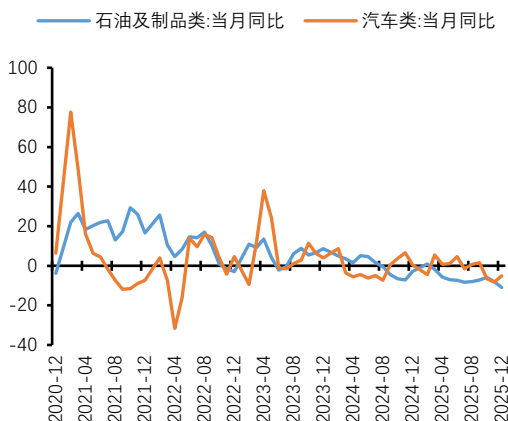


图9 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

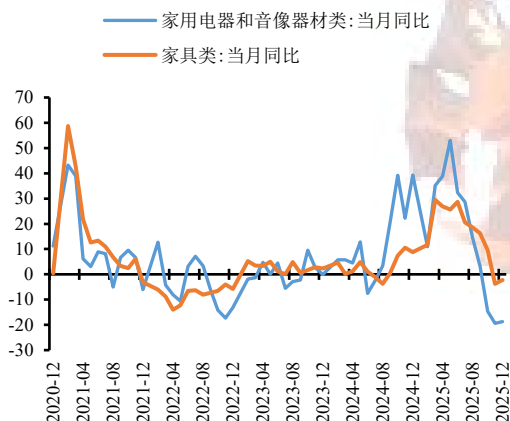


图10 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

### 投资部分：政策调整，投资增速阶段性下调

2025年，全国固定资产投资同比增长-3.8%，较1-11月下降1.2个百分点，政策调整，投资增速阶段性下调。其中，第一、二、三产业投资增速分别较1-11月下降0.4、1.4、1.1个百分点；基建投资增速较1-11月下降1.1个百分点，房地产投资增速则较1-11月下降1.3个百分点，投资增速全面下降。

近期在多次重要会议上强调“治理企业无序竞争”，“反内卷”信号明显，产能过剩明显企业加快产能去化步伐，部分企业因政策初期看不清形势惜金观望，抑制企业扩大产能增加投资的积极性。7月30日，中央政治局会议上再次强调“依法依规治理企业无序竞争”“推进重点行业产能治理”；7月1日，中央财经会议强调“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”；12月12日，中央经济工作会议上再次表示，“综合整治‘内卷式’竞争，规范地方政府和企业行为”。

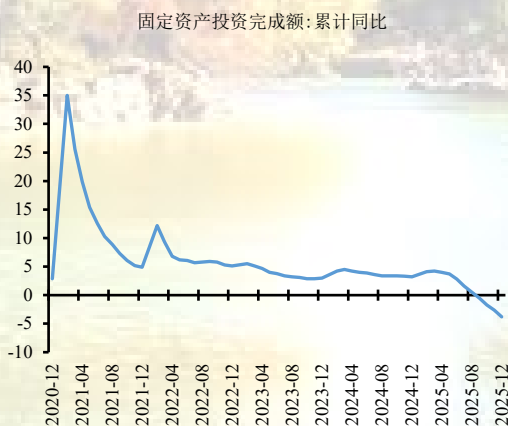


图11 固定资产投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

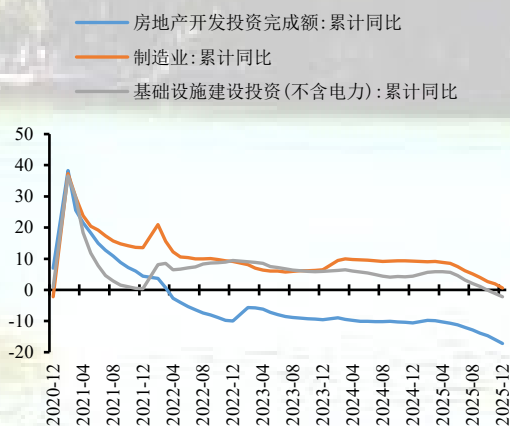


图12 固定资产投资分行业累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

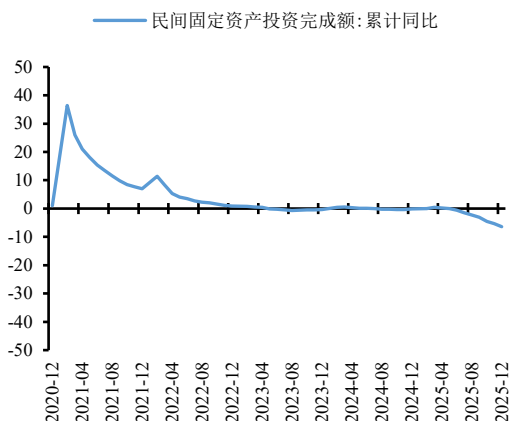


图 13 民间投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心



图 14 设备工器具购置累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

进出口部分: 进、出口增速上行, 中欧双边贸易修复进行中

2025 年 12 月, 按美元计价, 中国进出口总额 6014.2 亿美元, 同比增长 6.2%。其中, 出口总额 3577.8 亿美元, 同比增长 6.6%; 进口总额 2436.4 亿美元, 同比增长 5.7%; 贸易顺差 1141.4 亿美元。12 月中欧双边贸易增速上涨明显。

出口方面, 2025 年 12 月, 出口总额 3577.8 亿美元, 同比增长 6.6%, 较前月上涨 0.7 个百分点, 尽管去年同期基数相对较高, 但出口额增速依然震荡上行。12 月, 一方面, 中国对欧盟、东盟的出口依然保持相对高速增长; 另一方面, 汽车、集成电路、机电产品等出口额增速上涨显著。

进口方面, 2025 年 12 月, 进口总额 2436.4 亿美元, 同比增长 5.7%, 较前月上涨 3.8 个百分点, 其中, 自欧盟、共建“一带一路”国家进口额增速上涨较快是主要推动因素。具体进口商品方面, 本月原油进口量大幅上涨。另外, 中国国内产业结构调整, 房地产等过剩产能去化继续, 对钢铁等传统大宗商品的需求减少。

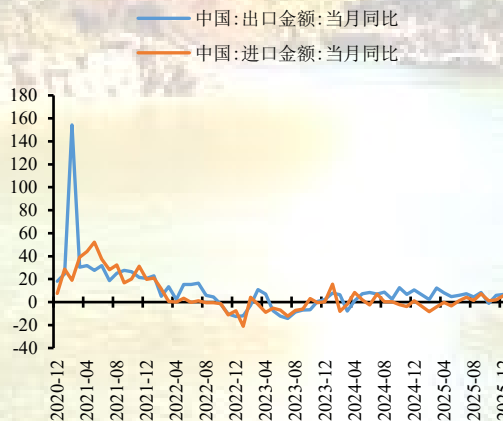


图 15 进出口额增速: 当月同比 (%)



图 16 中国贸易差额: 当月值 (亿美元)



### 中欧贸易修复, 出口额增速上行

2025年12月, 出口总额3577.8亿美元, 同比增长6.6%, 较前月上涨0.7个百分点, 尽管去年同期基数相对较高, 但出口额增速依然震荡上行。12月, 一方面, 中国对欧盟、东盟的出口依然保持相对高速增长; 另一方面, 汽车、集成电路、机电产品等出口额增速上涨显著。

外部需求方面, 在主要传统出口伙伴国中, 12月美国、欧盟、日本制造业PMI走势相对平稳, 没有大起大落, 反映出外部需求相对稳定。12月美国Markit制造业PMI终值为51.8, 较前月小幅下降, 仍位于荣枯线以上, 美国制造业依然相对强劲; 欧元区制造业PMI为48.8, 欧元区制造业逐渐修复中; 日本制造业PMI为50.0, 较前月小幅上涨。

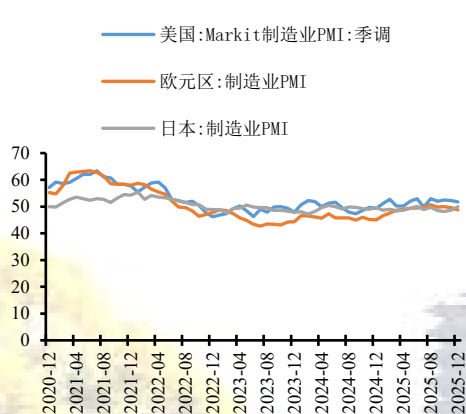


图 17 全球制造业 PMI (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

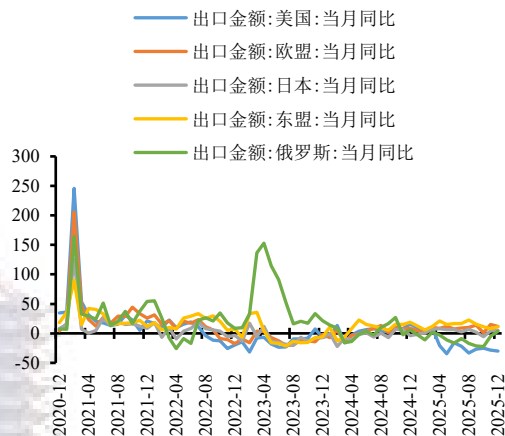


图 18 中国对主要经济体出口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从国别结构看, 12月中国对美国、欧盟、东盟、日本出口额当月同比增速分别为-30.0%、11.6%、11.2%、5.3%, 分别较前期上涨-1.4、-3.2、3.0、1.0个百分点。本月中国对欧盟出口依旧保持较高的增速, 尤其对德国、英国、意大利的出口额依然保持“两位数”的增长, 中欧贸易修复进行中。1-12月对共建“一带一路”国家及地区出口额占比中国对外出口总额的50%以上, 同比增长10.6%, 高于全部出口额增速5.1个百分点; 推算12月当月对共建“一带一路”国家及地区出口额同比增长11.6%, 高于出口总额同比增速5.0个百分点。另外, 本月对非洲、拉丁美洲的出口额增速也是高于全部出口额增速。12月, 对非洲、拉丁美洲出口额同比增长21.8%、9.8%。

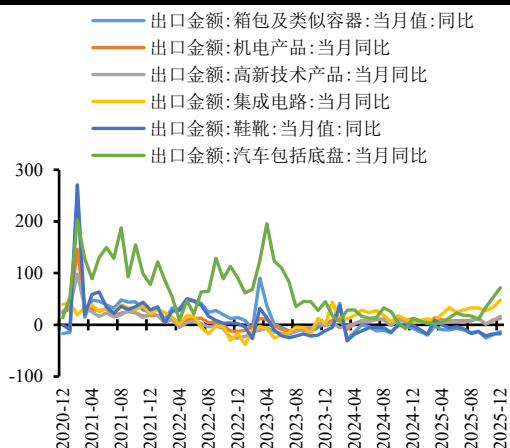


图 19 中国主要出口商品出口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

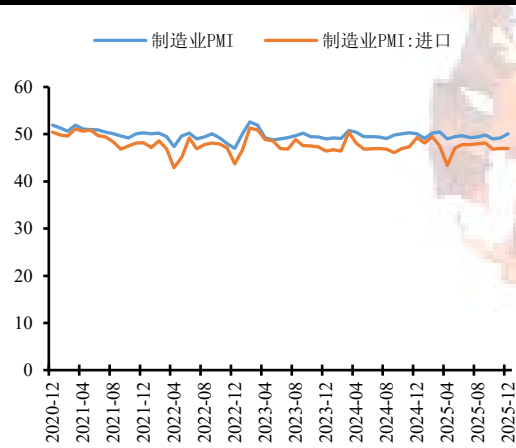


图 20 中国主要 PMI 指数 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从具体出口商品看,传统优势产业出口额继续下滑,高技术产业出口则相对继续上行。12月,箱包及类似容器、鞋靴出口额继续下降,分别同比增长-13.1%、-17.4%,已连续两年持续负增长。中国出口机电产品 2232.07 亿美元,占中国出口总额的 62.4%,仍在中国出口中占主导地位,同比增长 12.1%。其中,集成电路出口 218.63 亿美元,同比增长 47.7%,继续高速增长。高新技术产品出口 936.93 亿美元,同比增长 16.6%,汽车(包括底盘)出口 171.41 亿美元,同比增长 71.7%。

### 中欧经贸修复叠加原油进口增加,进口额增速继续上行

2025 年 12 月,进口总额 2436.4 亿美元,同比增长 5.7%,较前月上涨 3.8 个百分点,其中,自欧盟、共建“一带一路”国家进口额增速上涨较快是主要推动因素。具体进口商品方面,本月原油进口量大幅上涨。另外,中国国内产业结构调整,房地产等过剩产能去化继续,对钢铁等传统大宗商品的需求减少。

从国别进口看,12 月中国从美国、欧盟、日本和东盟的进口额分别同比增长-28.7%、17.8%、3.0%、-5.3%,分别较前月上涨-9.6、16.2、-3.9、-0.8 个百分点。推算本月中国从共建“一带一路”国家和地区进口额同比增长 7.6%,较前月上涨 7.1 个百分点。同时,本月自俄罗斯、拉丁美洲进口额同比增长 18.9%、26.5%,分别较前月上涨 15.5、3.4 个百分点,与欧盟共同推动本月进口额增速上涨。

从具体商品进口看,大宗商品方面,1-12 月铁矿砂及其精矿、原油、煤及褐煤、天然气、钢材、粮食的进口量累计同比增速分别为 1.8%、4.4%、-9.6%、-2.8%、-11.1%、-10.8%,除钢材以外,大宗商品的进口量增速均较 1-11 月有不同程度的上涨,本月中国继续增加对大部分上游大宗商品的进口。进一步推算发现,12 月中国对原油、天然气、煤炭等能源进口量增速的上涨尤为显著。

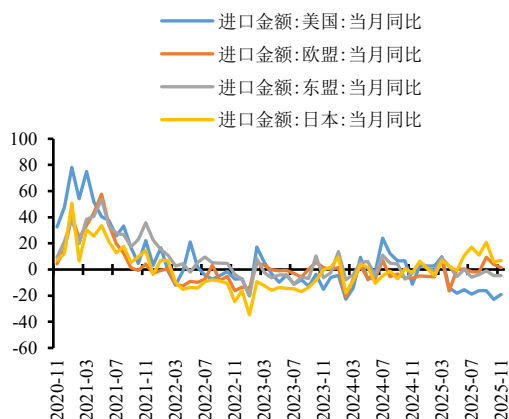


图 21 中国对主要经济体进口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

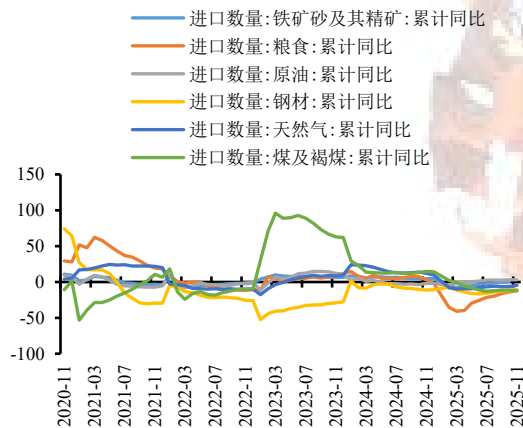


图 22 中国主要商品进口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

价格部分: 基数效应影响, 通胀率继续上行

12 月份, CPI 同比增长 0.8%, 较前月上涨 0.1 个百分点, 居民消费价格增速小幅上行, 但整体依然位于底部区间, 居民消费需求有待进一步上行。低基数效应是推动本月 CPI 增速继续上涨的主要因素。尽管整治“反内卷”式竞争效果较为明显, 家用器具价格增速上涨较快, 但居民收入增速依然相对较低, 消费需求对政策依赖较大, 内生动力不足, 整体 CPI 增速仍处于底部区间。

12 月份, PPI 同比增长-1.9%, 较前月上涨 0.3 个百分点, 工业品有效需求相对不足, PPI 增速持续底部区间震荡。原材料价格上涨以及整治“反内卷”式竞争政策效应释放, 过剩产能去化继续, 工业品价格降幅继续收窄。整体来看, 国内经济结构调整, 过剩产能去化, 尤其是房地产市场的低迷, 使得对大宗商品需求相对减少, PPI 增速持续低迷。同时, 有色金属价格增速逆势大幅上涨, 间接反映出国内产业结构改变。

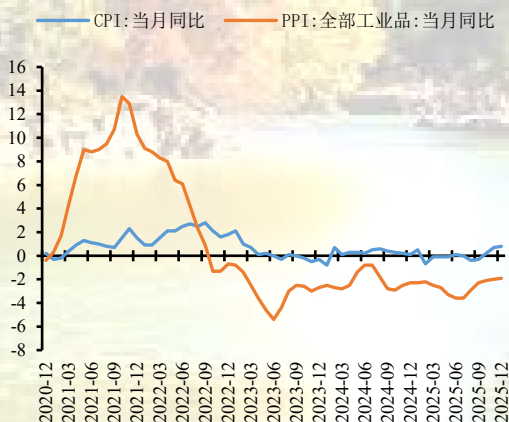


图 23 CPI、PPI 当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

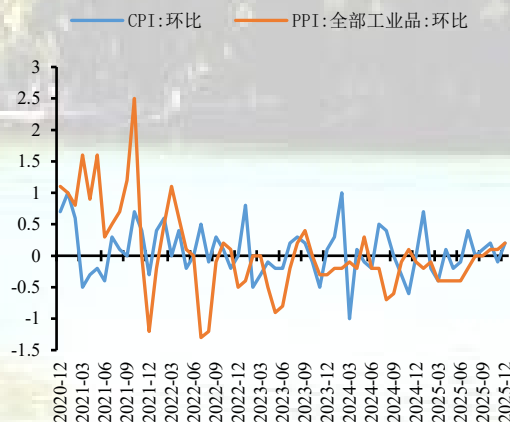


图 14 CPI、PPI 环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心



### 基数效应叠，CPI 增速小幅上涨

12 月份，CPI 同比增长 0.8%，较前月上涨 0.1 个百分点，居民消费价格增速小幅上行，但整体依然位于底部区间，居民消费需求有待进一步上行。低基数效应是推动本月 CPI 增速继续上涨的主要因素。尽管整治“反内卷”式竞争效果较为明显，家用器具价格增速上涨较快，但居民收入增速依然相对较低，消费需求对政策依赖较大，内生动力不足，整体 CPI 增速仍处于底部区间。

2024 年 12 月份，食品价格环比增长-0.6%，是 2002 年以来同期的最低值，对本月形成明显的低基数效应。8 月以来，CPI 同比呈震荡上行，但整体依然处于底部区间，反映出当前有效需求依然相对不足。尽管扩内需政策效果较为显著，受其影响家用器具、衣着、旅游价格同比已经进入震荡上行区间，但当前居民收入增速依然较低，消费需求对政策依赖较大，内生动力不足。

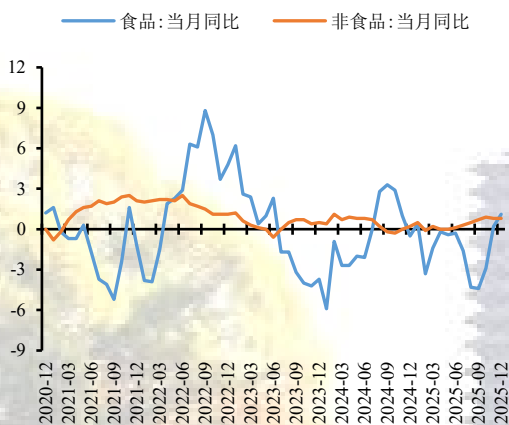


图 25 CPI 食品与非食品当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

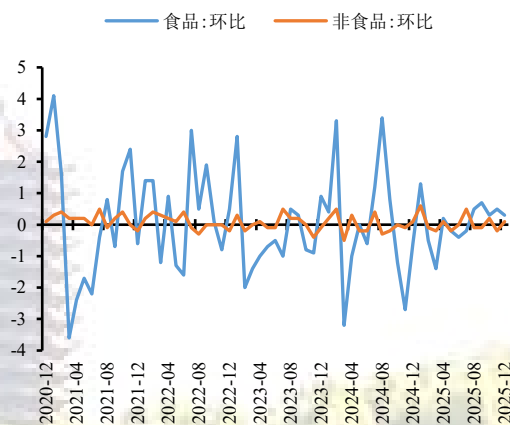


图 26 CPI 食品与非食品环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

食品项中，从同比看，食品价格增长 1.1%，较前月上涨 0.9 个百分点，基数效应拉高果蔬价格增速是推动食品价格增速上行的主要因素。总体而言，食品项八大类价格同比分化（3 涨、5 跌、0 持平），其中鲜菜价格同比幅度最大（18.2%）；较上月同比变动分化（6 正、2 负、0 不变），其中鲜菜、鲜果价格同比变动最显著（3.7%）。

表 1 食品八大项同比及较上月变动（单位：%）

食品	粮食	食用油	鲜菜	畜肉	水产品	蛋类	奶类	鲜果
12 月同比	-0.3	-1.0	18.2	-6.1	1.6	-12.7	-1.8	4.4
同比变动	0.1	0.2	3.7	0.5	0.1	-0.2	-0.2	3.7

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

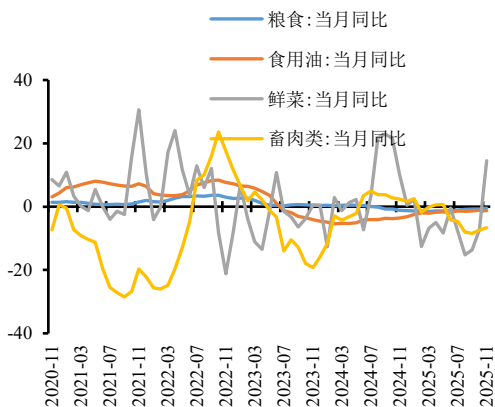


图 27 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

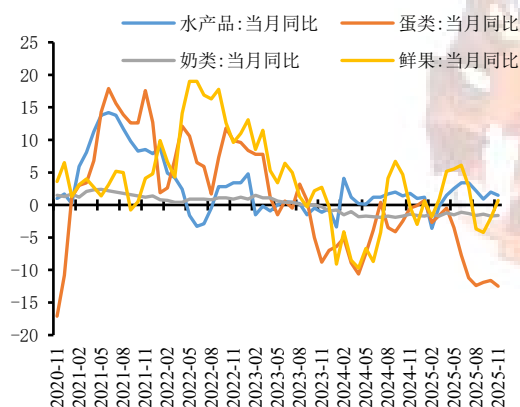


图 28 水产品、蛋、奶、鲜果价格同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从环比看，食品价格环比增长 0.3%，较前月下降 0.2 个百分点。12 月，果蔬、水产品价格季节性上涨，鲜菜、水产品价格涨幅较小，低于历史同期均值。总体而言，食品八大类价格环比涨跌互现（2 涨、5 跌、1 持平），其中鲜菜价格环比幅度最高（7.2%），较上月环比变动分化（2 正 5 负 1 不变），其中鲜菜价格环比变动幅度最大（2.9%）。

表 2 食品八大项环比及较上月变动（单位：%）

食品	粮食	食用油	鲜菜	畜肉	水产品	蛋类	奶类	鲜果
12 月环比	0.1	0.1	0.8	-0.8	0.2	0.0	-0.3	2.6
环比变动	0.1	0.2	-6.4	0.2	2.0	1.8	-0.6	2.9

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

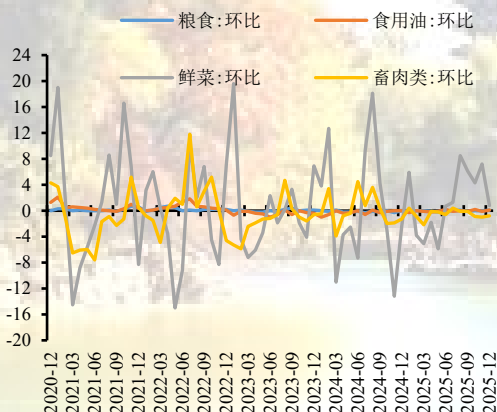


图 29 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格环比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

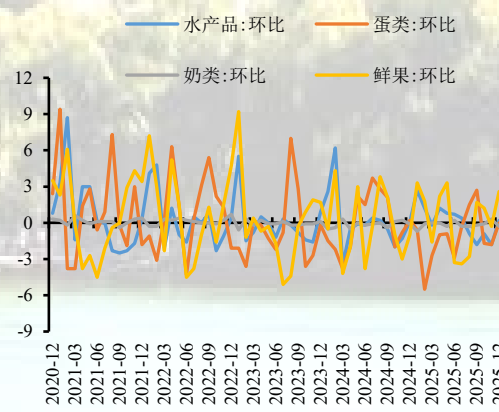


图 30 水产品、蛋、奶、鲜果价格环比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

非食品价格同比增长 0.8%，与前月持平，非食品价格增速整体仍处于底部区间，其他用品及服务、医疗服务价格同比增速继续上涨，是主要拉升因素。与 2024 年同期相反，2025 年非食品价格增速高于 CPI 增速是拉动 CPI 增速上涨的主要因素，间接反映出“反内卷”效



应的显现。本月服务价格同比增长 0.6%，较前月下降 0.1 个百分点。总体而言，非食品七大类价格同比普涨（4 涨、2 跌、1 持平），其中其他用品及服务价格同比幅度最大（17.4%），较上月同比变动分化（4 正 3 负 0 不变），其中其他用品及服务价格同比变动最明显（3.2%）。

表 3 非食品七大项同比及较上月变动（单位：%）

非食品	衣着	居住	生活用品	交通通信	教育娱乐	医疗保健	其他用品
12 月同	0.0	-0.2	2.2	-2.6	0.9	1.8	17.4
同比变动	-0.2	-0.2	0.1	-0.3	0.1	0.2	3.2

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

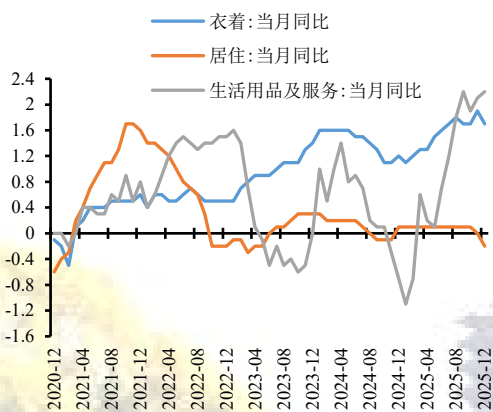


图 31 衣着、居住、生活用品及服务同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

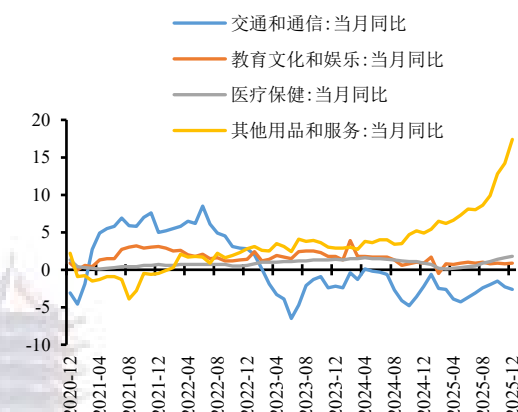


图 32 交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格、其他用品和服务价格同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

从环比看，非食品价格环比增长 0.1%，较前月上涨 0.3 个百分点，其中，其他用品和服务及医疗保健价格继续上涨；受国际能源价格波动影响，本月交通工具用燃料价格环比下降 1.1%，降幅收窄。总体而言，非食品项七大类价格环比分化（4 正、1 负、2 持平），其中其他用品及服务价格环比幅度最高（2.8%），较上月环比变动分化（4 正、1 负、2 不变），其中其他用品及服务价格环比变动最显著（1.6%）。

表 4 非食品七大项环比及较上月变动（单位：%）

非食品	衣着	居住	生活用品	交通通信	教育娱乐	医疗保健	其他
12 月环比	0.0	-0.1	0.4	0.0	0.1	0.1	2.8
环比变动	-0.7	0.0	0.8	0.9	0.9	0.0	1.6

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

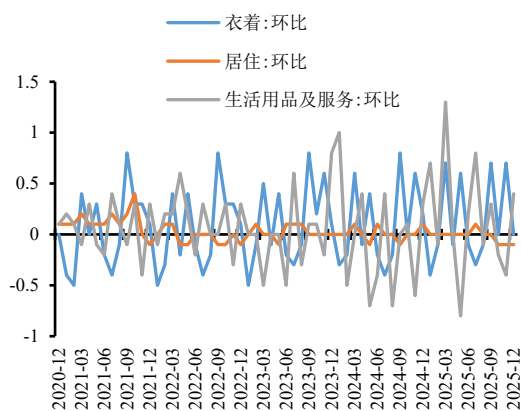


图 33 衣着、居住、生活用品及服务环比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

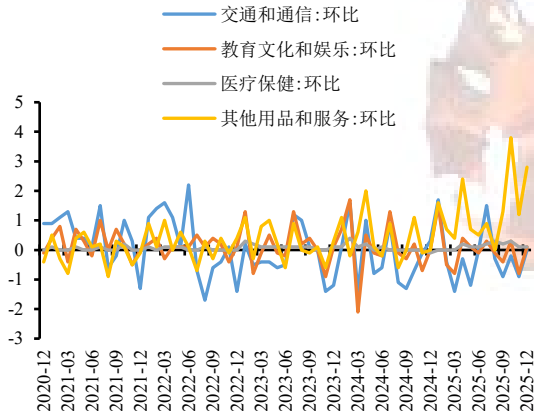


图 34 交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格、其他用品和服务价格环比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

### 原材料价格上涨, PPI 降幅收窄

12 月份, PPI 同比增长-1.9%, 较前月上涨 0.3 个百分点, 工业品有效需求相对不足, PPI 增速持续底部区间震荡。原材料价格上涨以及整治“反内卷”式竞争政策效应释放, 过剩产能去化继续, 工业品价格降幅继续收窄。整体来看, 国内经济结构调整, 过剩产能去化, 尤其是房地产市场的低迷, 使得对大宗商品需求相对减少, PPI 增速持续低迷。同时, 有色金属价格增速逆势大幅上涨, 间接反映出国内产业结构改变。

当前国内经济结构调整, 过剩产能去化, 尤其是房地产市场的低迷, 导致国内对钢铁、煤炭等大宗商品需求相对减少, 是导致 PPI 增速持续低迷的主要因素。同时, 有色金属价格增速逆势大幅上涨, 间接反映出国内产业结构改变。12 月, 有色金属矿采选业价格同比增长 24.0%、有色金属冶炼和压延加工业价格同比增长 10.8%, 均高于主要行业出厂价格同比, 影射出高技术产业需求相对旺盛。

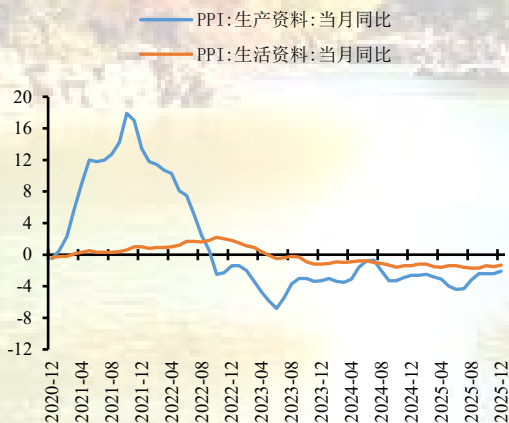


图 35 生产资料、生活资料价格同比增速 (%)

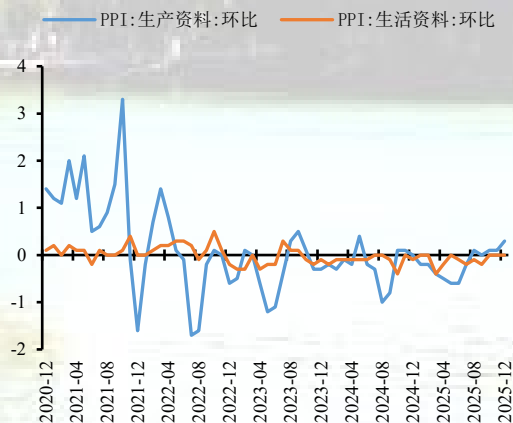


图 36 生产资料、生活资料价格环比增速 (%)



数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

从同比看，12月PPI下跌1.9%，降幅较前月收窄0.3个百分点。生产资料、生活资料价格降幅均有不同程度收窄，推动本月PPI增速上行。生产资料价格同比下降2.1%，降幅较前月收窄0.3个百分点，其中采掘业、原材料、加工业价格同比增速分别上涨-4.7、-2.6、-1.6个百分点；生活资料价格同比下降1.3%，降幅较前月收窄0.2个百分点，其中耐用消费品价格降幅收窄0.1个百分点，一般日用品价格降幅收窄0.3个百分点。

表5 工业出厂价格分项同比及较上月变动（单位：%）

分项	生产资料项			生活资料项			
	采掘	原材料	加工	食品	衣着	一般日用品	耐用消费品
12月同比	-4.7	-2.6	-1.6	-1.5	-0.1	1.4	-3.5
同比变动	1.4	0.3	0.3	0.0	0.2	0.3	0.1

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

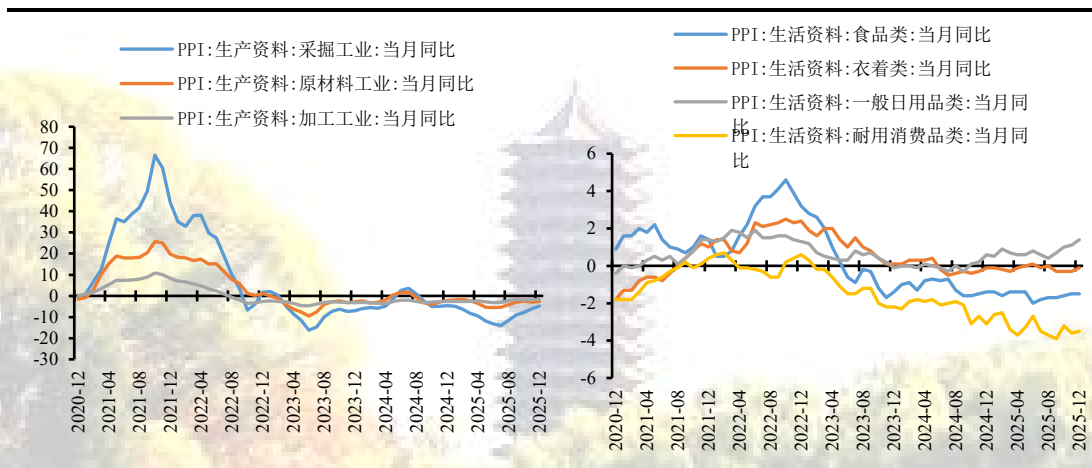


图37 生产资料价格分项同比增速（%）

图38 生活资料价格分项同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

从环比看，12月PPI环比增长0.2%，较前月上漲0.1个百分点。外部环境复杂多叠叠加国内整治“反内卷”式竞争，生产资料价格环比增长0.3%，较前月上漲0.3个百分点，其中原材料价格环比波幅最为明显；生活资料价格环比增长0.0%，与前月持平，生活资料价格止跌，其中，食品、耐用品价格均为环比负增长；衣着、一般日用品价格则环比正增长。

表6 工业出厂价格分项环比及较上月变动（单位：%）

分项	生产资料项			生活资料项			
	采掘	原材料	加工	食品	衣着	一般日用品	耐用消费品
12月环比	0.8	0.6	0.2	-0.1	0.2	0.5	-0.2



环比变动	-0.9	0.8	0.1	0.0	0.1	0.3	0.0
------	------	-----	-----	-----	-----	-----	-----

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

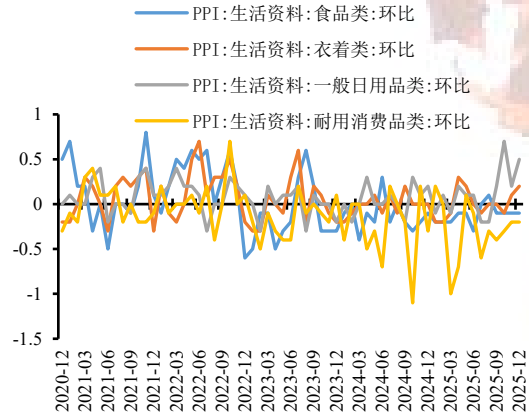
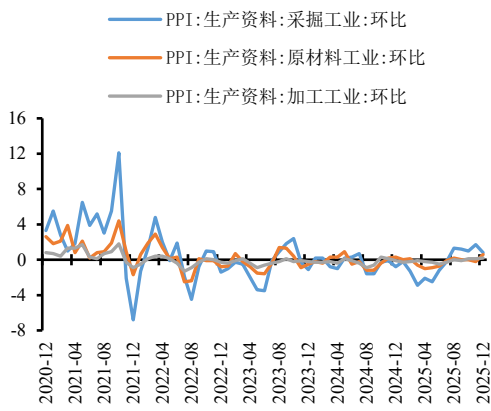


图 39 生产资料价格分项环比增速 (%)

图 40 生活资料价格分项环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

### 货币金融部分: 社融信贷超预期多增, 融资需求结构分化

2025 年 12 月中国新增社会融资规模为 22075 亿元, 较去年同期减少 6462 亿元, 降幅 22.6%。这一少增主要源于政府债券融资高基数效应, 当月净融资规模远低于去年同期, 同比少增 10733 亿元, 拖累社融总量; 尽管企业直接融资和人民币贷款同比多增, 但不足以抵消财政发行节奏放缓的影响。全年社融增量达 35.6 万亿元, 比上年多 3.34 万亿元, 存量增速 8.3%, 反映货币政策适度宽松下金融总量持续增长, 但居民需求不足和房地产调整持续影响结构调整。

2025 年 12 月中国新增人民币贷款规模为 9100 亿元, 较去年同期减少 800 亿元, 降幅 8.1%。这一少增主要源于居民部门贷款拖累, 同比少增 4416 亿元, 受房地产销售下降和居民消费需求不足影响; 企业部门贷款强劲反弹, 同比多增 5800 亿元, 支撑实体投资和生产恢复。货币政策适度宽松, 流动性充裕引导金融机构加大对重点领域支持, 但多元化融资替代银行信贷及化债替换等多因素叠加, 信贷结构向企业倾斜。

2025 年 12 月末, 狭义货币 (M1) 同比增长 3.8%, 较上期下降 1.1 个百分点, 上年同期高基数抬升, 企业活期存款增长放缓。2025 年 12 月末, 广义货币 (M2) 同比增长 8.5%, 较上期增长 0.5 个百分点, 政府债券融资高增转化为存款, 政策性工具推动派生。2025 年 12 月末, M2 与 M1 同比增速差扩大 4.7%, 较上期增长 1.6 个百分点, M1 回落幅度大, 房地产调整需求不足。2025 年 12 月末, 社会融资规模与 M2 同比增速差缩小-0.2%, 较上期下降 0.7 个百分点, 社融增速回落, 政府债支撑弱化信贷少增。

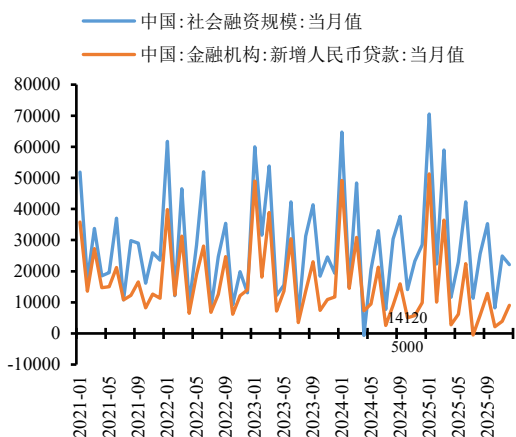


图 41 社会融资规模和新增人民币贷款（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

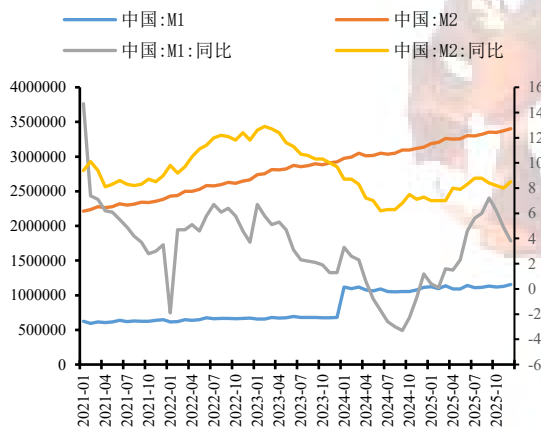


图 42 M1 和 M2（左：亿元；右：%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

### 新增社融同比少增，政府债券发行减少

2025 年 12 月中国新增社会融资规模为 22075 亿元，较去年同期减少 6462 亿元，降幅 22.6%。这一少增主要源于政府债券融资高基数效应，当月净融资规模远低于去年同期，同比少增 10733 亿元，难以支撑社融总量；尽管企业直接融资和人民币贷款同比多增，但不足以抵消财政发行节奏放缓的影响。全年社融增量达 35.6 万亿元，比上年多 3.34 万亿元，存量增速 8.3%，反映货币政策适度宽松下金融总量增长，但居民需求不足和房地产调整持续影响结构调整，需政策加力提振内需以稳增长。

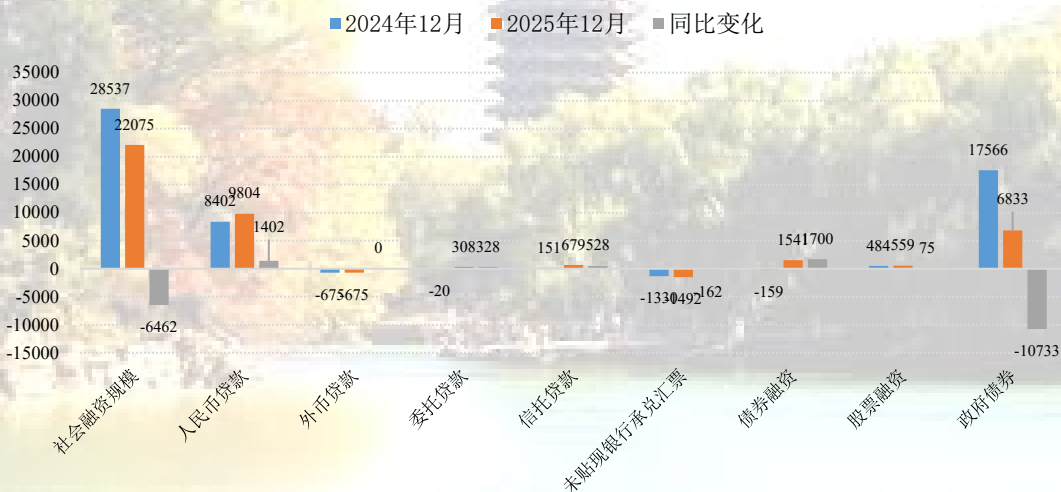


图 43 新增社会融资规模：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

**新增人民币贷款：**2025 年 12 月新增人民币贷款 9804 亿元，较去年同期增加 1402 亿元，增幅 16.7%。多增主要由企业中长期贷款回暖驱动，同比多增约 2000 亿元，反映实体投资和生产恢复信号；居民中长期贷款虽同比少增，源于房地产销售下降和消费需求不足，



但企业信贷整体高于去年，信贷结构向重点领域倾斜。货币政策保持流动性充裕，利率下行至历史低位，支持实体质效提升。

**新增政府债券：**2025年12月新增政府债券6833亿元，较去年同期减少10733亿元，降幅61.1%。少增主要受前几个月发行显著前置影响，当月进程步入尾声，净融资占比由上年62%降至31%；全年政府债券增量13.8万亿元，同比多增2.5万亿元，积极财政政策加力提效，支持“两重”项目和内需扩张。

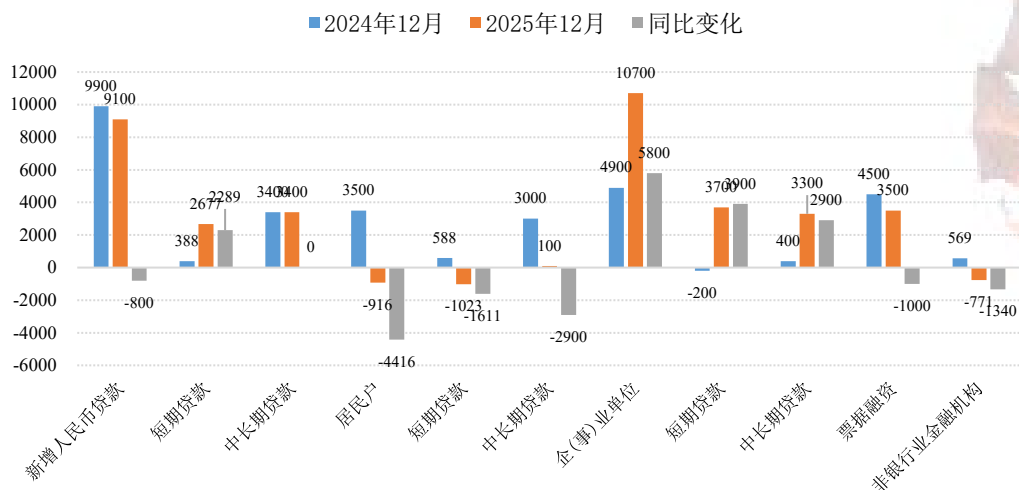
**新增表外融资：**2025年12月新增表外融资-505亿元，较去年同期增加694亿元，少减57.9%。少减主要源于信托贷款同比多增528亿元和委托贷款转正，政策鼓励规范恢复表外业务，支持供应链和中小企业融资；未贴现汇票虽同比少增162亿元，但整体反弹缓解信贷紧缩。表外占比回升，助力金融脱媒，但监管趋严防范风险，全年表外三项融资增加近5000亿元，推动高质量发展转型，避免影子银行无序扩张。

**新增企业直接融资：**2025年12月新增企业直接融资2100亿元，较去年同期增加1775亿元，增幅546.2%。增长主要由企业债券融资转正达1541亿元，同比多增1700亿元，债市回暖和发行利率下行提振需求；股票融资559亿元同比多增75亿元，受市场恢复影响。全年企业直融新增2.87万亿元，同比多增6668亿元，直接融资占比升至46.9%，助力科技创新和“五篇大文章”，优化资源配置，减少对银行依赖。

**新增外币贷款：**2025年12月新增外币贷款-675亿元，较去年同期持平0亿元，降幅0%。持平主要系人民币汇率稳定和跨境贸易需求平衡所致，外币结算便利化政策刺激投资融资，但全球流动性紧缩和地缘风险抑制扩张。全年外币贷款减少2043亿元，同比少减1873亿元，支持“一带一路”和出口导向经济，但需防范美联储政策不确定性，增强金融开放韧性。

### 新增信贷同比少增，企业信贷强劲居民偏弱

2025年12月中国新增人民币贷款规模为9100亿元，较去年同期减少800亿元，降幅8.1%。这一少增主要源于居民部门贷款拖累，同比少增4416亿元，受房地产销售走弱和居民消费需求不足影响；企业部门贷款强劲反弹，同比多增5800亿元，支撑实体投资和生产恢复。货币政策适度宽松，流动性充裕引导金融机构加大对重点领域支持，但多元化融资替代银行信贷及化债替换等多因素叠加，信贷结构向企业倾斜。



图

#### 44 金融机构：新增人民币贷款：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

**短期贷款：**2025年12月新增短期贷款2677亿元，较去年同期增加2289亿元，增幅589.9%。多增主要由企业短期贷款反弹驱动，同比多增3900亿元，反映实体企业经营活动恢复和供应链融资需求增强；居民短期贷款同比多减1611亿元，受消费下降和自有资金依赖影响。宽松货币环境降低融资成本，支持中小企业短期周转，但需警惕票据冲量行为，政策通过结构性工具引导资金流向普惠领域，优化资源配置效率。

**中长期贷款：**2025年12月新增中长期贷款3400亿元，较去年同期持平0亿元，增幅0%。持平系企业中长期贷款同比多增2900亿元与居民中长期少增2900亿元相互抵消所致，企业端改善反映投资回暖和生产恢复信号；居民端少增源于房地产调整持续，住房需求疲弱。货币政策发力降低利率，刺激企业扩大产能和技术升级，但居民加杠杆意愿不足以支撑整体。

**居民户贷款：**2025年12月新增居民户贷款-916亿元，较去年同期减少4416亿元，降幅126.2%。少增主要受房地产销售下降影响，中长期贷款仅增100亿元，同比少增2900亿元，居民购房意愿不足；短期贷款减少1023亿元，同比多减1611亿元，消费需求依赖自有资金。经济下行压力和收入预期不确定性抑制加杠杆。

**企事业单位贷款：**2025年12月新增企事业单位贷款10700亿元，较去年同期增加5800亿元，增幅118.4%。多增主要源于中长期贷款增加3300亿元，同比多增2900亿元，支持实体投资和技术升级；短期贷款3700亿元，同比多增3900亿元，助力经营周转和供应链稳定。宽松货币政策释放流动性，利率下行提振企业融资需求，信贷结构优化向制造业和基础设施倾斜，但票据融资3500亿元反映部分冲量行为。



### M1 增速回落，M2 回升，两者剪刀差扩大

2025 年 12 月末，狭义货币（M1）同比增长 3.8%，较上期下降 1.1 个百分点，上年同期高基数抬升，企业活期存款增长放缓。2025 年 12 月末，广义货币（M2）同比增长 8.5%，较上期增长 0.5 个百分点，政府债券融资高增转化为存款，政策性工具推动派生。2025 年 12 月末，M2 与 M1 同比增速差扩大 4.7%，较上期增长 1.6 个百分点，M1 回落幅度大，房地产调整需求下降。2025 年 12 月末，社会融资规模与 M2 同比增速差缩小-0.2%，较上期下降 0.7 个百分点，社融增速回落，政府债支撑下降信贷少增。

**M1:** 2025 年 12 月末，M1 余额 115.51 万亿元，同比增长 3.8%，较上期下降 1.1 个百分点。这一回落主要源于房地产市场持续调整和居民消费投资需求不足，企业活期存款增长乏力；尽管货币政策宽松释放流动性，但经济下行压力加大，居民加杠杆意愿不足，叠加财政支出季节性放缓，导致 M1 增速放缓至历史低位。

**M2:** 2025 年 12 月末，M2 余额 340.29 万亿元，同比增长 8.5%，较上期增长 0.5 个百分点。这一回升主要得益于政府债券融资加速，通过财政支出渠道转化为企业和居民存款，推动广义货币扩张；货币政策适度宽松，利率下行刺激存款增长，但居民需求偏弱和房地产下降限制整体效应。全年 M2 增速高于名义 GDP，反映金融支持实体力度加大。

**M2 与 M1 同比增速差:** 2025 年 12 月末，M2 与 M1 同比增速差扩大 4.7%，较上期增长 1.6 个百分点。这一扩大主要源于 M1 增速低位而 M2 加速的结构性失衡，房地产调整和消费投资需求弱抑制企业活期存款，财政支出转化定期存款推升 M2。

**社会融资规模与 M2 同比增速差:** 2025 年 12 月末，社会融资规模与 M2 同比增速差缩小-0.2%，较上期下降 0.7 个百分点。这一缩小主要系社融存量增速 8.3%略低于 M28.5%，尽管直接融资如政府和企业债券强劲支撑社融，但信贷需求不足和家庭部门低迷难以支撑整体。

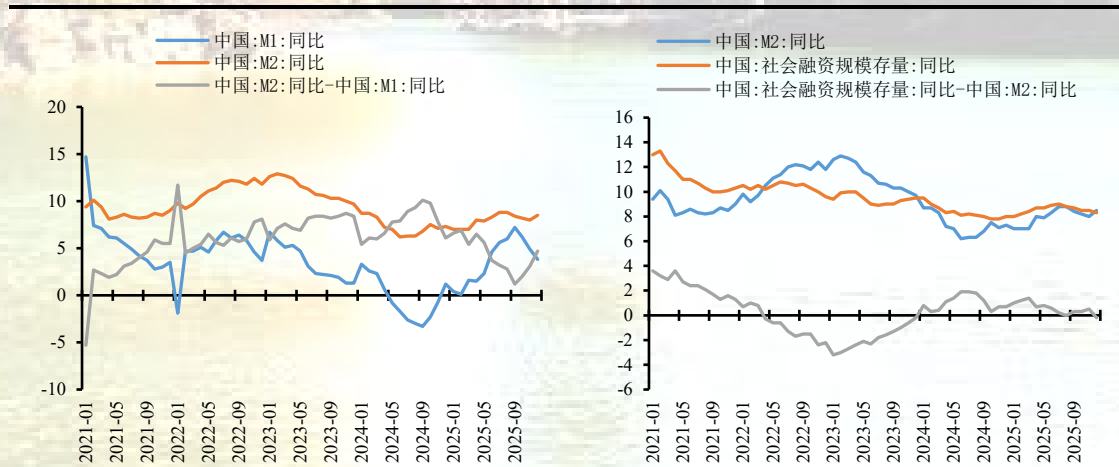




图 45 M1、M2 和 M2-M1 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

图 46 社融、M2 和社融-M2 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

### 展望未来：外部压力不减叠加结构调整，经济运行“稳中求进”

GDP 方面：大国博弈，外部环境进一步复杂化，外部压力不减，国内经济结构调，过剩产能去化继续，但随着稳增长政策效应逐渐释放，科技驱动高技术产业加速增长，多边贸易协商成果的显现，预计 2026 年经济运行“稳中求进”，GDP 增速震荡前行。

工业产出方面：预计未来几个月工业增速将维持平稳小幅波动，2026 年上半年整体回升至 5%左右。一是供给侧新动能持续发力，高技术制造业 11 月增长 8.4%、装备制造业 7.7%，得益于“人工智能+”和绿色转型政策驱动，集成电路、工业机器人等产量高速扩张，将对冲传统行业需求疲软；二是需求侧回暖基础稳固，国内投资和消费虽承压，但基础设施补短板 and 出口多元化（如“一带一路”）提供支撑，IMF 上调 2025 年中国 GDP 增速至 5.0%也印证整体经济韧性；三是潜在风险可控，有效需求不足和盈利承压或致短期放缓，但政府优化营商环境、减税降费等措施将释放潜力。总体看，工业经济长期向好，结构优化将推动增速从恢复性增长转向高质量稳定增长。

消费方面：2025 年下半年以来的政策调整，“反内卷”短期内使得稳就业、收入预期压力不减；2025 年底中央经济工作会议指出，2026 年重点任务之一是坚持内需主导，建设强大国内市场，并表示“深入实施提振消费专项行动，制定实施城乡居民增收计划，扩大优质商品和服务供给”，消费市场“稳中求进”，预计 2026 年消费走势平稳，消费额增速震荡前行。

投资方面：自 2025 年下半年开始，政策转向“扩大有效投资”，2026 年继续“依法依规治理企业低价无序竞争”，“反内卷”短期内对投资抑制明显，同时高质量推进城市更新、优化实施“两重”项目，或阻止投资增速进一步下降。预计 2026 年投资增速难有大幅提升。

出口方面：2026 年外部环境进一步复杂，但风险与机遇并存，预计 2026 年出口额增速或继续震荡上行。第一，中欧贸易修复进程加速，2025 年中国对欧盟出口额同比增长 8.4%，较 2024 年上涨 5.4 个百分点，其中德国、意大利、西班牙、波兰、丹麦等国保持“两位数”的增长；第二，东亚地区相对稳定，中韩关系修复，海南自贸港建设推进，中国—东盟自贸区 3.0 的签署进一步加深了中国与东盟各国的经贸往来；第三，随着中国的发展，中国品牌、文化自信等软实力的提升，商品、服务出口有望进一步增长；第四，受美联储降息预期的影响，2026 年人民币存在升值压力，若人民币汇率形成大幅单边走势预期，或一定程度上抑



制出口的增长。

进口方面，2026 年国际环境进一步复杂，地缘风险加剧，国内经济结构调整，过剩产能去化继续，预计 2026 年进口额增速或震荡上行。第一，全球地缘风险加剧，能源、矿产、航线的争夺推动了大宗商品战略储备的增长，增加了原油、矿产等初级产品的进口；第二，房地产市场仍在底部运行，抑制钢铁等大宗商品的进口，第三，全球贸易壁垒高筑，产业链被迫断裂，供货商更替等影响原有的国际贸易往来，抑制中国进口增长。

CPI 方面：深入整治“反内卷”式竞争或能缓解供给相对过剩的问题，同时受“稳增长、促消费”政策影响，叠加 2025 年的低基数效应，或推动 2026 年 CPI 增速上行。但外部趋紧的国际环境依然没有改变，经济内生动力不足，国内经济压力依然较大，就业、收入预期并未发生明显改变，居民有效需求不足问题掣肘，使得未来居民消费价格难以短期快速大幅上涨，2026 年 CPI 增速或温和上涨。

PPI 方面：一方面，国内外环境进一步复杂多变，能源、矿产争夺加剧，或推动上游原材料价格上涨，政策调整，“依法依规治理企业低价无序竞争”，叠加低基数效应，拉动 2026 年 PPI 增速上行；另一方面，中国国内经济压力犹存，企业内生动力不足，工业有效需求有待进一步刺激，房地产市场产能去化犹在，经济结构调整继续，抑制需求端扩张，预计 2026 年 PPI 增速或有上行。

新增社会融资规模：预计未来社融走势将呈现稳中趋升态势，2026 年整体保持 8%左右中高速增长。一是货币政策持续宽松，M2 增速高位运行释放流动性信号，支持信贷和债券投放；二是财政发力加码，政府债券全年多增 3.61 万亿元，12 月季节性发行高峰将托底社融，专项债规模提升驱动基建投资。三是结构优化提速，企业直接融资和表外融资反弹强劲，居民加杠杆低迷虽不足以支撑贷款端，但股权工具和绿色债券助力新质生产力，缓解经济下行压力。

新增人民币贷款：未来走势预计将呈现温和回升态势，但整体扩张空间有限，预计 2026 年全年新增信贷规模在 18-20 万亿元区间，同比持平或微增 1%-2%。一是宏观政策支持力度加大，央行已释放信号通过降准和结构性工具（如再贷款）引导资金精准流入实体，刺激基建和制造业投资，缓解内需疲软；二是季节性因素，四季度末至明年一季度信贷投放往往伴随考核冲量，叠加春节前消费回暖，可带动居民短期贷款反弹；三是经济基本面渐稳，房地产调控从严和企业投资谨慎将抑制中长期贷款增速，居民杠杆率高位制约消费贷扩张。

M2：预计 2026 年上半年 M2 同比增速将小幅震荡在 7.5%-8.2%区间，整体呈温和回落



态势，但不会大幅下滑，保持稳健宽松基调。进入 2026 年，受“十四五”收官向“十五五”过渡的政策叠加效应，财政刺激和降准操作将进一步释放流动性，支持社融存量增速维持 8.5% 以上。然而，四季度经济下行压力持续，制造业投资需求疲软可能抑制中长期贷款扩张，导致 M2 增速在基数抬升下逐步收窄至 7.8% 左右。





## 北京大学国民经济研究中心简介：

北京大学国民经济研究中心成立于 2004 年，挂靠在北京大学经济学院。依托北京大学，重点研究领域包括中国经济波动和经济增长、宏观调控理论与实践、经济学理论、中国经济改革实践、转轨经济理论和实践前沿课题、政治经济学、西方经济学教学研究等。同时，本中心密切跟踪宏观经济与政策的重大变化，将短期波动和长期增长纳入一个综合性的理论研究框架，以独特的观察视角去解读，把握宏观趋势、剖析数据变化、理解政策初衷、预判政策效果。

中心的研究取得了显著的成果，对中国的宏观经济政策产生了较大影响。其中最具有代表性的成果有：（1）推动了中国人口政策的调整。中心主任苏剑教授从 2006 年开始就呼吁中国应该立即彻底放弃计划生育政策，并转而鼓励生育。（2）关于宏观调控体系的研究：中心提出了包括市场化改革、供给管理和需求管理政策的三维宏观调控体系。（3）关于宏观调控力度的研究：2017 年 1 月，本中心指出中国的宏观调控应该严防用力过猛，这一建议得到了国务院主要领导的批示，也与三个月后十九大报告中提出的“宏观调控有度”的观点完全一致。（4）关于中国经济目标增速的成果。2013 年，刘伟、苏剑经过缜密分析和测算，认为中国每年只要有 6.5% 的经济增速就可以确保就业。此后不久，这一增速就成为中国政府经济增长速度的基准目标。最近几年中国经济的实践也证明了他们的这一测算结果的精确性。（5）供给侧研究。刘伟和苏剑教授是国内最早研究供给侧的学者，他们在 2007 年就开始在《经济研究》等杂志上发表关于供给管理的学术论文。（6）新常态研究。刘伟和苏剑合作的论文“新常态下的中国宏观调控”（《经济科学》2014 年第 4 期）是研究中国经济新常态的第一篇学术论文。苏剑和林卫斌还研究了发达国家的新常态。（7）刘伟和苏剑主编的《寻求突破的中国经济》被译成英文、韩文、俄文、日文、印地文 5 种文字出版。（8）北京地铁补贴机制研究。2008 年，本课题组受北京市财政局委托设计了北京市地铁运营的补贴机制。该机制从 2009 年 1 月 1 日开始被使用，直到现在。

中心出版物有：（1）《原富》杂志。《原富》是一个月度电子刊物，由北京大学国民经济研究中心主办，目的是以最及时、最专业、最全面的方式呈现本月国内外主要宏观经济大事并对重点事件进行专业解读。（2）《中国经济增长报告》（年度报告）。该报告主要分析中国经济运行中存在的中长期问题，从 2003 年开始已经连续出版 14 期，是相关年度报告中连续出版年限最长的一本，被教育部列入其年度报告资助计划。（3）系列宏观经济运行分析和预测报告。本中心定期发布关于中国宏观经济运行的系列分析和预测报告，尤其是本中心的预测报告在预测精度上在全国处于领先地位。

### 免责声明

北京大学国民经济研究中心属学术机构，本报告仅供学术交流使用，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的观点仅供参考，亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。