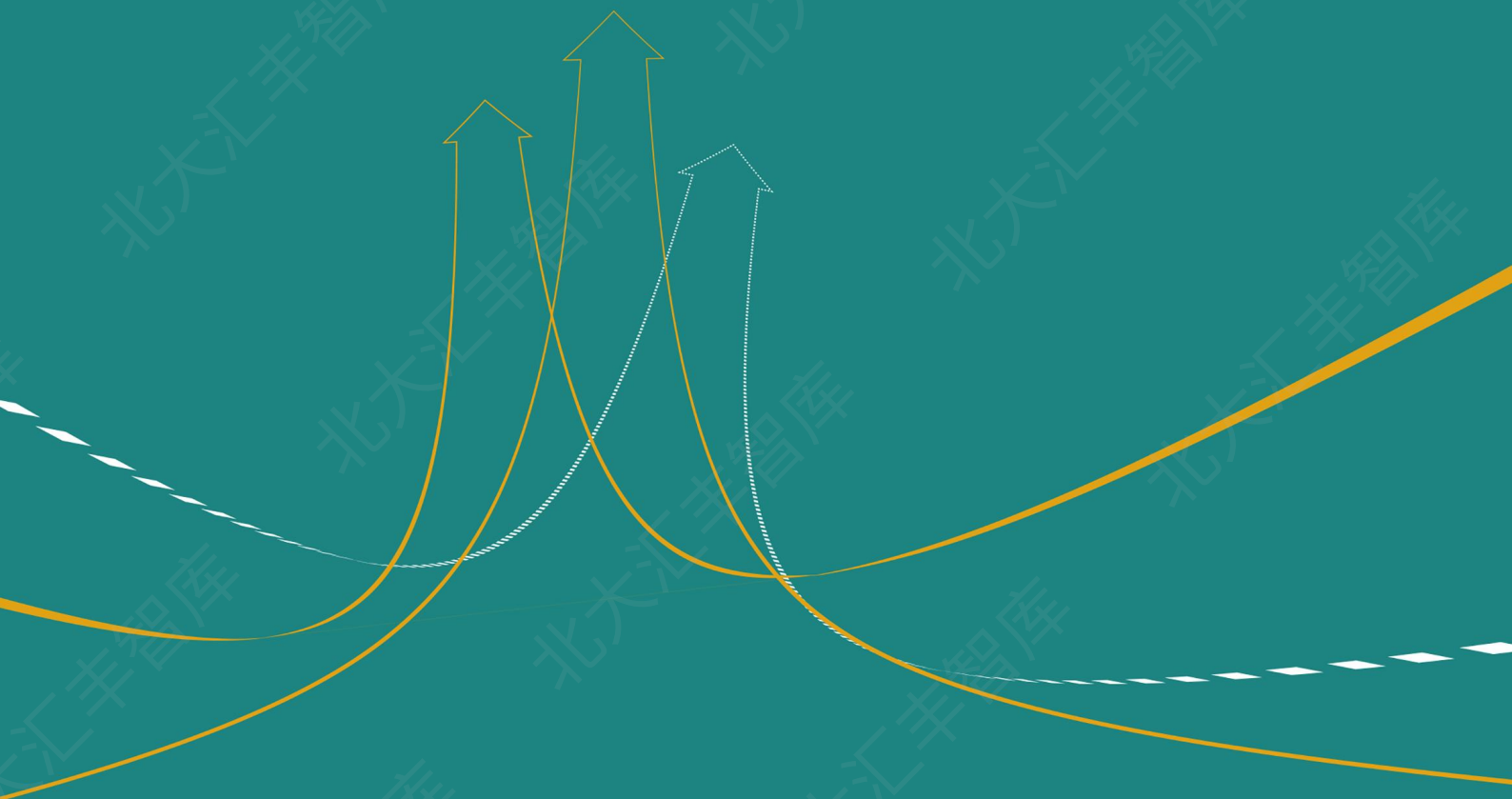
经济分析系列
Economic Analysis Series

PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

宏观经济分析报告

2025年第二季度



北大汇丰智库

中美关税战暂缓，促消费政策提速

2025 年 4 月和 5 月，中国生产和消费超 Wind 一致预期，投资增速仍然偏弱。根据北大汇丰智库测算，**预计 2025 年二季度 GDP 增速为 5.2%**。

生产方面，规上工业增加值增速高位有所回落，关税政策的不确定性导致出口表现受到一定压力。**需求方面**，固投增速略降，基建和制造业投资保持韧性，房地产投资下滑显著。社零增速强劲，汽车零售走弱，必选消费、文娱和以旧换新耐用品消费高增长。出口增速放缓，关税扰动造成对美出口大幅下降，对东盟出口增长较好。物价方面，CPI 和 PPI 持续低位运行，反映出需求不足。**政策方面**，货币政策有宽松操作但预计短期内力度有限，财政支出侧重民生，基建和债务支出增速较低。

展望宏观经济未来走势，根据北大汇丰智库测算，**预计三季度和四季度 GDP 增速分别为 5.0%和 4.7%**。从三季度开始，抢出口、抢转口结束后，出口预计仍将面临一定压力；而消费有望在政策持续发力下保持韧性；此外，由于专项债将在下半年集中发行，投资有望企稳反弹。

建议政府：加大稳楼市力度，进一步放松房地产调控政策；进一步提高以旧换新促消费政策的效率，避免骗补情况发生；针对新能源汽车产能过剩，引导资金投研发促升级，避免低效扩张；下半年加大稳外贸力度，支持企业纾困转型；通过降息进一步降低企业融资成本，增强服务实体经济效能。

北大汇丰智库经济组（撰稿人：张娜，数据预测由邹欣负责）
成稿时间：2025 年 7 月 5 日| 总第 139 期 | 2025-2026 学年第 1 期
联系人：程云（0755-26032270，chengyun@phbs.pku.edu.cn）

Temporarily relieved tariff war and emphasis of consumption-stimulating policies

Abstract：In April and May 2025, China's production and consumption exceeded the Wind consensus forecast, while investment growth remained relatively weak. According to the PHBS Think Tank, **the GDP growth rate in the second quarter of 2025 is expected to be 5.2%.**

In terms of production, the growth rate of industrial added value above the designated size has fallen from a high level. The uncertainty of tariff policies has put certain pressure on export performance. **In terms of demand,** the growth rate of fixed asset investment has slightly decreased, infrastructure and manufacturing investment have remained resilient, and real estate investment has declined significantly. Total retail sales of consumer goods grew strongly, auto retail sales weakened, and consumption of consumer staples, entertainment, and trade-in durable goods grew rapidly. Export growth slowed down, and tariff disturbances caused a sharp decline in exports to the United States, while exports to ASEAN grew better. In terms of prices, CPI and PPI continued to run at low levels, reflecting insufficient demand. **In terms of policy,** monetary policy has been loosened but the intensity is expected to be limited in the short term. Fiscal spending focuses on people's livelihood, and infrastructure and debt spending growth is relatively low.

Looking forward to the future trend of the macro economy, according to the PHBS Think Tank, **the GDP growth rates in the third and fourth quarters are expected to be 5.0% and 4.7% respectively.** Starting from the third quarter, after the rush for export and re-export ends, exports are still expected to face certain pressure. Consumption is expected to remain resilient under the continued policy efforts. In addition, as special bonds will be issued in a concentrated manner in the second half of the year, investment is expected to stabilize and rebound.

The following recommendations are proposed for the government: increase efforts to stabilize the property market and further relax real estate regulation policies; further improve the efficiency of the old-for-new policy to promote consumption and avoid fraudulent subsidies; in response to the overcapacity of new energy vehicles, guide funds to invest in research and development to promote upgrading and avoid inefficient expansion; increase efforts to stabilize foreign trade in the second half of the year and support enterprises to alleviate difficulties and transform; further reduce corporate financing costs through interest rate cuts and enhance the effectiveness of serving the real economy.

一、国内外重大事件回顾和经济增速预测

1. 二季度国内外重大事件回顾

二季度外部环境更加复杂严峻，国内政策支持经济力度不断提升。国内外发生的主要事件如下：

一是中美关税博弈阶段性降温，但长期不确定性犹存。5 月 12 日，中美在日内瓦达成重要共识，签署《日内瓦经贸会谈联合声明》。根据声明内容，美国同意将对中国商品征收的对等关税税率降至初始水平的 34%。其中 10%的基础关税与其他贸易伙伴国一致征收，24%的关税在 90 天内暂停实施，为后续谈判留出窗口期。作为日内瓦会谈的延续，中美双方谈判代表于 6 月 9 日至 10 日在伦敦举行了新一轮经贸会谈，就落实两国元首 6 月 5 日通话重要共识和巩固日内瓦经贸会谈成果的措施框架达成原则一致。目前美国对中国征收的平均关税税率降至 38%左右，其中包括截至去年底的 11%实际关税，今年 2-3 月加征的 20%芬太尼关税，10%的基础对等关税，以及美国额外豁免的部分商品的关税。

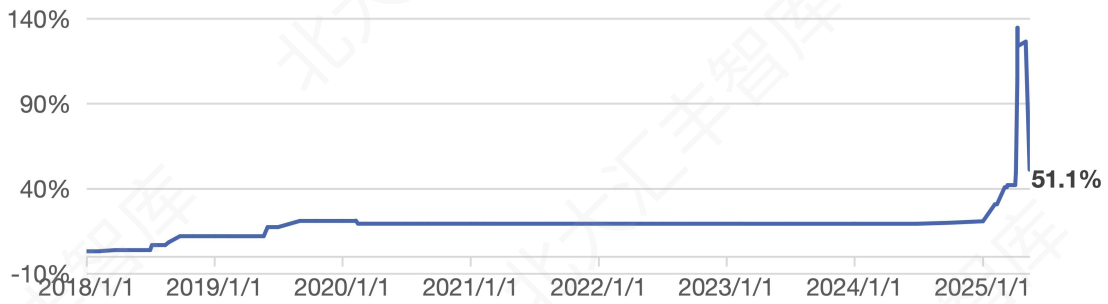


图 1：美国对中国的平均关税税率

数据来源：https://www.piie.com/research/piie-charts/2019/us-china-trade-war-tariffs-date-chart。

二是全球地区性冲突持续紧张且动态迭出，冲击资产价格与经济前景。六月中东局势升级，以伊冲突引发关注。美国介入轰炸伊朗后，以伊双方又快速达成停火协议。冲突导致国际油价剧烈波动：地缘风险一度推升布油暴涨 13%，停火后 24 小时内暴跌超 8%。当前油价已基本回归到冲突发生前的水平，市场对供应链冲击及通胀风险的担忧得到了显著缓解。

三是政治局会议强调更加积极有为的宏观政策，陆家嘴论坛推出多项高水平对外开放举措。4 月 25 日召开的中共中央政治局会议指出要坚持稳中求进工作总

基调，将国际经贸斗争与国内经济工作并列，强化底线思维以应对外部冲击，明确提出加强“超常规逆周期调节”，要求财政与货币政策协同发力：财政端加快地方政府专项债券和超长期特别国债发行使用，货币端强调“适时降准降息”并创设支持科技创新、消费及外贸的结构性工具。6 月 18 日陆家嘴论坛上，央行推出八项开放举措，包括设立数字人民币国际运营中心、优化自贸账户功能、在沪试点结构性工具创新等。金融监管部门联合发布上海国际金融中心建设方案，证监会升级科创板改革，外汇局扩容 QDII 额度，构建"制度型开放"体系，强化金融服务实体经济与风险防控能力，巩固经济回升态势。

四是美联储议息会议召开，下半年有望降息。6 月的美联储议息会议决定将联邦基金利率目标区间维持在 4.25%至 4.50%之间。最新的利率“点阵图”显示 2025 年目标利率预期中值为 3.9%，年内或还有 2 次降息，但预期 2026 年仅降息 25BP，低于 3 月 50BP 的预期。本次议息会议的结果偏鹰派。受此影响，美元指数出现一定反弹，各类资产价格出现一定波动。但目前看下半年美联储仍有望重启降息，也会为国内降息打开空间。

2. 对二季度及下半年经济增速的预测与展望

根据北大汇丰智库测算，如表 1 所示，预计 **2025 年二季度 GDP 当季同比为 5.2%**，继续实现政府工作报告中提出的“5%左右”的目标。由于关税政策对出口的扰动增加，预计二季度出口增速（按美元计）为 5.1%。内需较弱，出口承压，也会使工业生产的表现受到影响，预计二季度规上工业增加值增速降至 5.5%左右。

下半年预计出口将进一步承压，一方面全球主要经济体增速放缓，国际市场需求低迷，另一方面贸易摩擦和关税壁垒仍然是大趋势，成为中国出口面临的重要风险，预计三、四季度出口增速（按美元计）将分别降至 1.4%和-8.8%。内外需压力也会导致工业企业生产继续回落，预计规上工业增加值增速分别降至 5.4%和 3.0%。但逆周期政策在投资和消费方面会发挥较强的作用。由于专项债将在下半年集中发行，三、四季度投资增速预计将分别回升至 3.3%和 5.3%。而上半年消费品以旧换新补贴资金已经发放 1620 亿元，按照 3000 亿元的全年补贴额度算，下

半年的补贴额度为 1380 亿元，略低于上半年。预计三、四季度消费保持平稳增长，增速分别为 4.7%和 4.3%。**整体上看，三、四季度 GDP 当季同比预计分别为 5.0%和 4.7%**。

表 1：对 2025 年二季度至四季度经济增速的预测

当季同比					
	GDP	规上工业增加值	社消	固投	出口（按美元计）
2025q1	5.4%	6.5%	4.6%	4.2%	5.7%
2025q2	5.2%e	5.5%e	5.0%e	3.1%e	5.1%e
2025q3	5.0%e	5.4%e	4.7%e	3.3%e	1.4%e
2025q4	4.7%e	3.0%e	4.3%e	5.3%e	-8.8%e
累计同比					
	GDP	规上工业增加值	社消	固投	出口（按美元计）
2025q1	5.4%	6.5%	4.6%	4.2%	5.7%
2025q2	5.3%e	6.0%e	4.8%e	3.5%e	5.4%e
2025q3	5.2%e	5.8%e	4.8%e	3.4%e	4.0%e
2025q4	5.0%e	5.1%e	4.6%e	3.9%e	0.6%e

注：测算方式见附录，e 代表预测值。测算时间截至 2025 年 6 月 23 日。
数据来源：自行测算，北大汇丰智库。

二、当前宏观经济的现状分析

表 2 是 2025 年 4 月和 5 月主要的经济指标，生产和消费超 Wind 一致预期，投资增速仍然偏弱，需求不振导致物价走弱，企业内卷压力较大，价格战难以避免。

生产方面，规上工业增加值增速高位有所回落，关税政策的不确定性导致出口表现受到一定压力。**投资方面**，民间投资同比基本持平，基建和制造业投资保持韧性，房地产投资同比仍处在双位数下滑的状态。**消费方面**，汽车零售增速有所下降，必选消费、文娱和以旧换新耐用品消费高增长。**出口方面**，关税扰动造成对美出口大幅下降，对东盟的出口贸易增速较高。机电产品出口分化，多数行业增速下行。**物价方面**，CPI 和 PPI 同比仍在低位运行，反映出需求不足。**政策方面**，货币政策有降息降准，释放流动性的操作，但在中美贸易摩擦出现阶段性缓和的情况下，预计央行短期内进一步宽松的力度有限。财政支出侧重民生，债务支出和基建支出增速水平较低。

表 2：2025 年 4 月和 5 月主要经济指标汇总

主要经济指标		202503	202504	202505
GDP 当季同比（%）	实际值	5.4	——	——
	市场预期	5.0	——	——
工业增加值当月同比（%）	实际值	7.7	6.1	5.8
	市场预期	5.7	5.4	5.6
固定资产投资累计同比（%）	实际值	4.2	4.0	3.7
	市场预期	4.0	4.2	4.0
社会消费品零售当月同比（%）	实际值	5.9	5.1	6.4
	市场预期	4.4	5.3	4.9
出口当月同比（美元计，%）	实际值	12.3	8.1	4.8
	市场预期	3.8	2.9	4.4
进口当月同比（美元计，%）	实际值	-4.4	-0.3	-3.4
	市场预期	-4.1	-5.0	-0.5
贸易差额当月值（亿美元）	实际值	1024.1	962.4	1032.2
1 美元兑人民币汇率（月末值）	实际值	7.178	7.201	7.185
FDI 累计同比（美元计，%）	实际值	-11.7	-11.6	-13.6
CPI 当月同比（%）	实际值	-0.1	-0.1	-0.1
	市场预期	-0.1	-0.1	-0.2
PPI 当月同比（%）	实际值	-2.5	-2.7	-3.3
	市场预期	-2.2	-2.7	-3.0
M2 同比（%）	实际值	7.0	8.0	7.9
	市场预期	7.2	7.5	8.0
M1 同比（%）	实际值	1.6	1.5	2.3
新增人民币贷款当月值（亿元）	实际值	36400.0	2800.0	6200.0
	市场预期	29777.8	6404.6	8867.8
社融新增当月值（亿元）	实际值	58961.0	11599.0	22870.0
	市场预期	48554.8	12395.8	22994.0
一般公共预算收入累计同比（%）	实际值	-1.1	-0.4	-0.3
一般公共预算支出累计同比（%）	实际值	4.2	4.6	4.2

注：市场预期来自于 Wind 一致预期。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

1. 生产：工业生产保持较强韧性

2025 年 4 月和 5 月，规模以上工业增加值同比分别增长为 6.1%和 5.8%，高于 Wind 一直预期的 5.4%和 5.6%，较 3 月份 7.7%的增速有一定下滑，工业生产呈现出以下特点：

第一，新能源汽车及相关产业链持续高增长，出口与内需双轮驱动。4 月和 5

月，汽车制造业增加值同比分别增长 9.2%和 11.6%，与 3 月份 11.5%的增速基本相当。新能源汽车仍是驱动产业增长的主要动力。4 月和 5 月新能源汽车产量达分别为 122.8 万辆和 124.5 万辆，同比分别增长 38.9%和 31.7%，与 3 月份的 40.6%增速相比有一定回落但绝对值仍处高位；出口量分别为 20 万辆和 21.2 万辆，同比分别增长 76.0%和 120.0%，与 3 月份 26.8%的增速相比大幅提升，特斯拉市场份额下滑为中国车企腾出了大量市场空间。电机制造作为中游关键环节，4 月和 5 月电气机械和器材制造业增加值同比分别增长 13.4%和 11.0%，与 3 月份 13%的增速相当，仍保持了双位数的同比增长。

第二，关税扰动使外向型产业承压。随着外部扰动增加，对等关税豁免逐渐到期，后续到港货物被加征关税的可能性逐渐增加，抢出口的强度也逐渐走弱，外向型产业增速有所下降。化工、纺织、橡胶塑料、金属制品等行业是外向型劳动密集型产品和家电的重要原材料。4 月和 5 月，化学原料和化学制品制造业增加值同比分别增长 8.0%和 5.9%，较 3 月份的 8.8%有所下滑；纺织业增加值同比分别增长 2.9%和 0.6%，较 3 月份的 5.7%有所下滑；橡胶和塑料制品业增加值同比分别增长 6.0%和 5.4%，较 3 月份的 7.6%有所下滑；金属制品业增加值同比分别增长 7.7%和 6.7%，较 3 月份的 9.9%有所下滑。

表 3：19 个细分制造业行业增加值增速

上游采矿		上游原材料		中游装备制造		下游劳动密集型		下游技术密集型	
煤炭开采和洗选业	5.5%	化学原料和化学制品制造业	5.9%	通用设备制造业	6.3%	农副食品加工业	7.6%	医药制造业	1.3%
石油和天然气开采业	5.3%	橡胶和塑料制品业	5.4%	专用设备制造业	2.3%	食品制造业	6.7%	汽车制造业	11.6%
		非金属矿物制品业	-0.6%	电气机械和器材制造业	11.0%	酒、饮料和精制茶制造业	4.1%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	14.6%
		黑色金属冶炼和压延加工业	4.8%			纺织业	0.6%	计算机、通信和其他电子设备制造业	10.2%
		有色金属冶炼和压延加工业	8.1%						
		金属制品业	6.7%						

注：表格中数值是 2025 年 5 月不同行业增加值的同比，绿色代表负值，红色代表正值。曲线是 2024 年 5 月至 2025 年 5 月不同行业工业增加值的当月同比的走势，表格中的横线代表 0 值横坐标轴。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

第三，超长期特别国债效应加速释放，支撑装备制造业增长。今年以来，1.3 万亿元超长期特别国债的支持，对通用设备制造、运输设备制造、电子设备制造等行业的表现起到一定支撑作用。4 月和 5 月通用设备制造业增加值同比分别增长 7.8%和 6.3%，与 3 月份 9.3%的增速相比略有下降；工业机器人产量同比分别增长 51.5%和 35.5%，与 3 月份 16.7%的增速相比有明显提升；金属切削机床产量同比分别增长 15.6%和 6.3%，与 3 月份 23%的增速相比有下滑情况。4 月和 5 月铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增加值同比分别增长 17.6%和 14.6%，继 3 月份做到 19%的增速后继续保持两位数增长；计算机、通信和其他电子设备制造业增加值增同比增长分别为 10.8%和 10.2%，与 3 月份 13.1%的增速相比略有回落。

第四，私营企业表现好于整体表现，国企能源板块拖累整体表现。4 月和 5 月私营企业增加值同比分别增长 6.7%和 5.9%，高于规上工业企业整体表现，预计新能源汽车、电子信息等景气度较高领域的私企增速较高，起到支撑作用。4 月和 5 月国有企业增加值同比仅分别增长 2.9%和 3.8%，主要原因是电力热力燃气水生产和供应业表现较弱，行业增加值同比分别增长 2.1%和 2.2%，在 3 月 3.5%低速增长的基础上进一步回落。4 月和 5 月发电量分别为 0.71 和 0.74 万亿千瓦时，同比分别仅增长 0.9%和 0.5%，拖累了行业表现。4 月和 5 月，采矿业增加值分别同比增长 5.7%和 5.7%，较 3 月 9.3%的增速也有所下降。

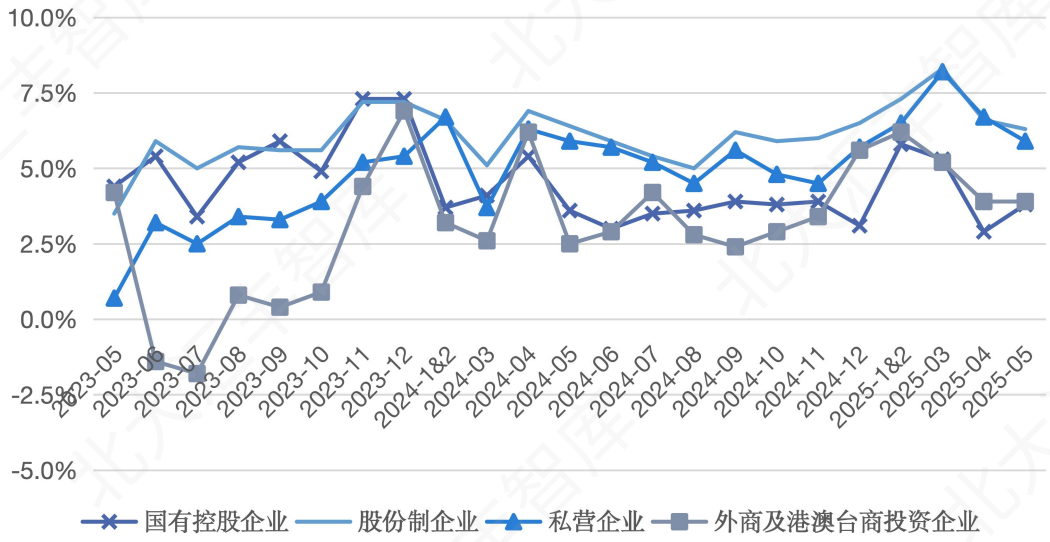


图 2：按经济类型划分的规模以上工业增加值增速

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

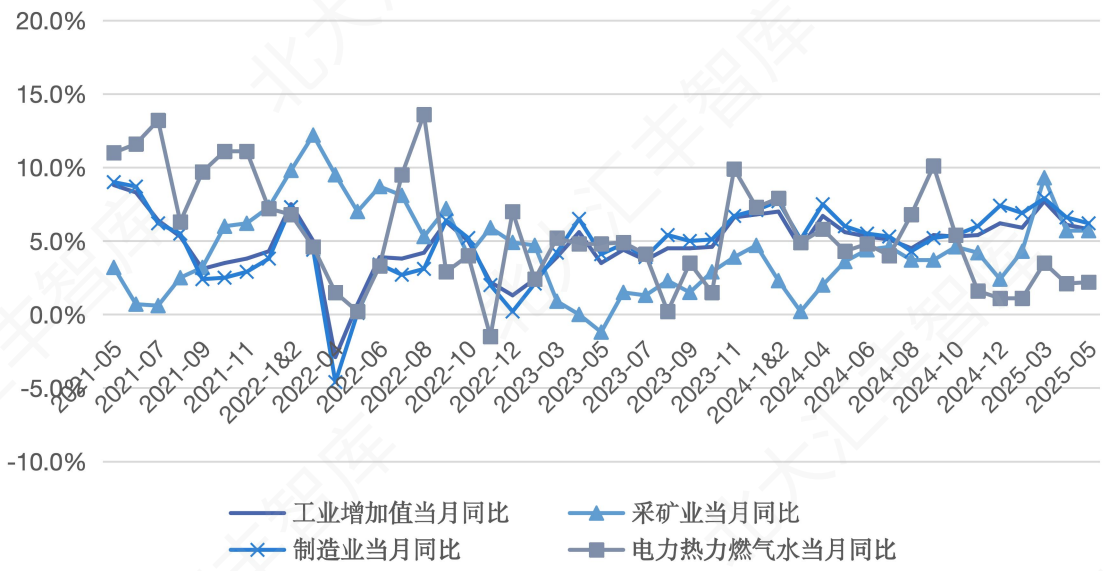


图 3：规模以上工业增加值增速

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

第五，需求不振导致工业品价格承压，工业企业营收利润增速呈下降趋势。4 月和 5 月 PPI 同比继续负增长，工业企业普遍采取降价促销策略。4 月和 5 月工业企业营业收入分别同比增长 2.6%和 0.8%，利润总额同比增长 3.0%和-9.1%。与 3 月份 4.2%和 2.6%的增速相比，整体呈现下滑趋势，需求侧的压力仍然较为突出。按照企业类型划分，4 月和 5 月私营企业利润同比分别增长 14.1%和 0.8%；国有企业利润同比分别增长-14.6%和-18.1%。私企与国企在利润表现上出现分化，私企表现明显好于国企，这一情况与同时期二者在工业增加值上表现出的差异相吻合。

第六，就业结构性矛盾凸显，青年失业率仍然较高。5 月城镇调查失业率为 5.0%，较 4 月 5.1%的失业率略有下降，但结构性矛盾突出。5 月 16-24 岁劳动力失业率（不含在校生）仍高达 14.9%，尽管较 4 月 15.8%的失业率有所回落，但仍明显高于整体失业率水平。此外，5 月 25 至 29 岁和 30 至 59 岁劳动力的城镇调查失业率分别为 7.0%和 3.9%，都较 4 月份下降 0.1 个百分点。

2. 投资：制造业和基建投资增速较快，房地产投资仍处收缩状态

2025 年 5 月，固定资产投资（不含农户）完成额累计同比增速为 3.7%，略低于 Wind 一致预期的 4.0%，较 3 月份累计同比 4.2%的增速同样有所下降。投资结

构呈现以下特点：

第一，民间投资增速再度走弱，房地产投资回暖动能衰减。5 月民间固定资产投资额累计同比增长 0.02%，与 3 月份 0.4%的累计同比增速相比再度走弱。按照产业划分，5 月民间固定资产投资额在第一，第二和第三产业的累计同比增速分别为 9.0%，9.7%和-7.2%，说明房地产投资的下滑仍然拖累民间投资的表现。

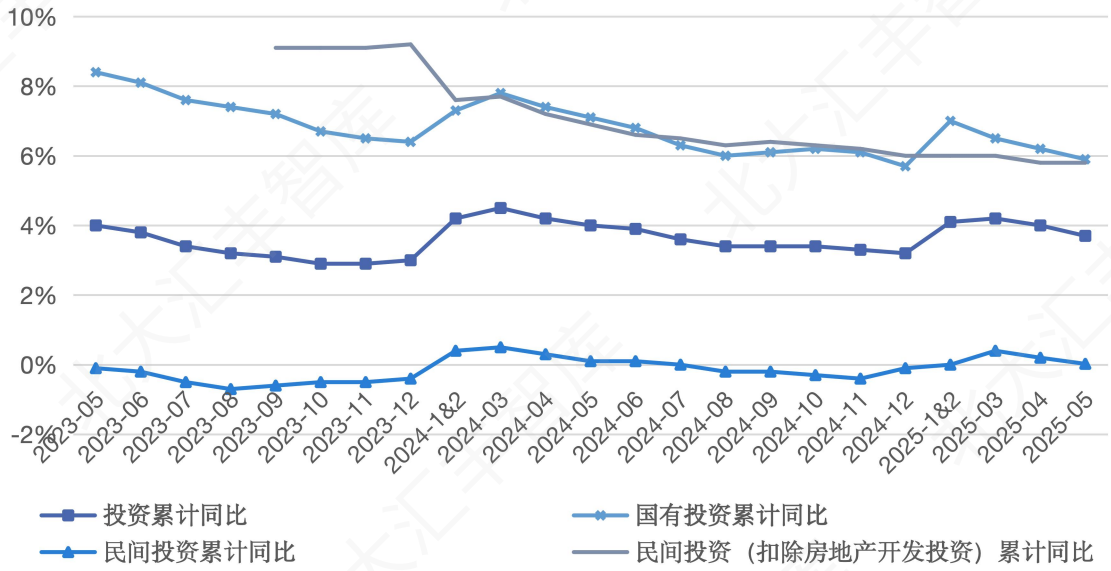


图 4：固定资产投资增速

注：累计同比指的是当年 1 月至截止月份的合计数较上年同期的变化百分比，下同。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

第二，汽车产业链投资呈现两头扩张，中游承压的现状。5 月上游有色金属冶炼和压延加工业投资累计同比为 14.3%，较 3 月的 17.9% 小幅回落，铜价坚挺原料紧张对企业扩产有吸引力，但锂价持续下跌供给格局较差；中游电气机械和器材制造业投资的累计同比为-8.6%，与 3 月-7.4%的累计降幅相比略有扩大，中游电机电池等零部件存量产能较多，产品价格偏低，产业投资积极性不高；下游汽车制造业投资累计同比达到 23.4%，新能源汽车销量的高速增长驱动行业投资扩产也保持较高的景气度。

第三，超长期特别国债加速落地，装备制造投资持续高增。今年财政部发行了 1.3 万亿元超长期特别国债用于重点支持“两重两新”，其中 8000 亿用于支持国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，即“两重”；5000 亿用于推动新一轮大规模设备更新（2000 亿元）和消费品以旧换新（3000 亿元），即“两新”。超长

期特别国债的发行和设备更新补贴政策的出台，对通用设备制造、运输设备制造、电子设备制造等行业的表现起到一定支撑作用，同时也带动相关行业固定资产投资额的增加。2025 年 5 月，通用设备制造业投资，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业投资，和计算机、通信和其他电子设备制造业投资的累计同比增速分别为 17.5%，26.1%和 7.0%，与 3 月的 17.2%，37.9%和 10.5%相比，景气度整体处在高位但略有下降。

表 4：13 个细分制造业行业投资增速

上游材料		中游装备		下游劳动密集型		下游技术密集型	
化学原料和化学制品制造业	0.4%	通用设备制造业	17.5%	农副食品加工业	17.7%	医药制造业	0.9%
有色金属冶炼和压延加工业	14.3%	专用设备制造业	7.9%	食品制造业	16.1%	汽车制造业	23.4%
金属制品业	11.0%	电气机械和器材制造业	-8.6%	纺织业	15.1%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	26.1%
						计算机、通信和其他电子设备制造业	7.0%

注：表格中数值是 2025 年 2 月不同行业投资的累计同比；绿色表示负值，红色表示正值；曲线是 2024 年 2 月以来，不同行业投资累计同比的走势；表格中的横线代表 0 值横坐标轴。
数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

第四，劳动密集型制造业投资高增，行业转型相自动化智能化转型。5 月农副食品加工业投资累计同比增速为 17.7%，食品制造业为 16.1%，企业通过引入自动化包装、冷链物流设备降低成本，驱动行业投资增速保持较高水平；纺织业投资累计同比增长 15.1%，设备升级和机器替人的趋势正在传统劳动密集型产业发生，支撑了较高的行业投资增速。

第五，基建投资保持较高增速，新老基建分化加剧。5 月基建投资累计同比增长 10.42%，与 3 月的 11.5%增速相比保持了两位数的增速。传统基建项目景气度仍然一般，5 月道路运输业投资累计同比-0.4%，与 3 月的-0.2%基本相当。但新基建投资表现亮眼，5 月信息传输业投资累计同比增长 14.1%，明显高于整体水平。今年初至 2025 年 6 月 20 日，新增专项债发行 16904 亿元，占 4.4 万亿额度的 38.4%；超长期特别国债已发行 4340 亿元，占 1.3 万亿额度的 33.4%，都对基建投资起到一定的支撑作用。

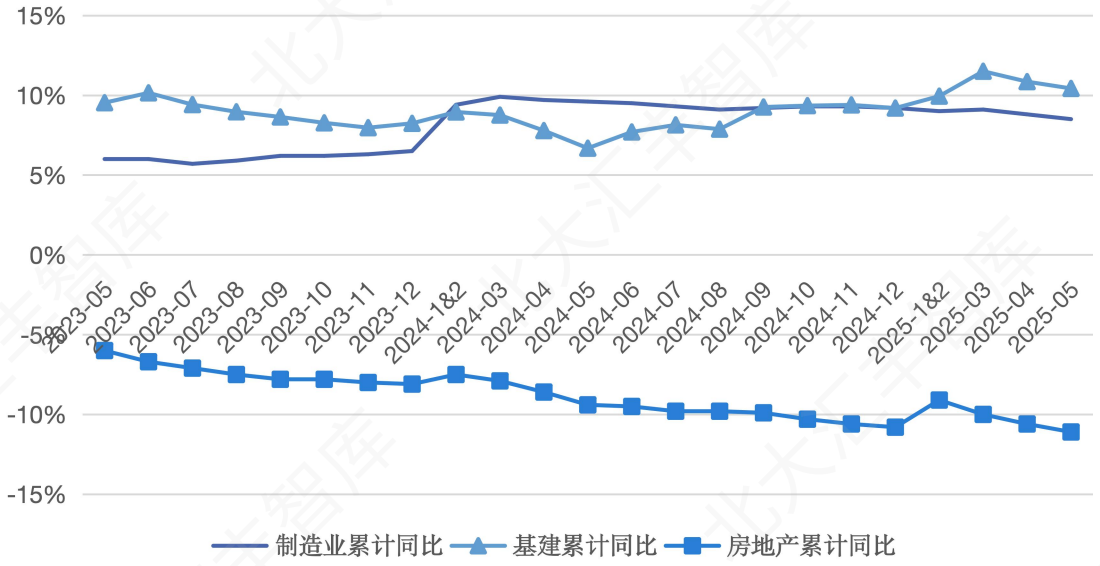


图 5：制造业、基建和房地产投资增速

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

第六，房地产市场仍在深度调整，投资端表现较为低迷。5 月商品房新开工面积、施工面积、竣工面积、销售面积、销售额累计同比增速分别为-21.4%、-9.6%、-17.6%、-2.9%、-3.8%。作为对比，3 月这些指标分别为-23.9%、-9.9%、-14.7%、-3.0%，-2.1%。4 月和 5 月，70 个大中城市中，各线城市商品住宅销售价格呈现环比下降，但同比降幅持续收窄的趋势。目前看房地产市场仍然延续零售数据表现好于整体，以及开发商积极保交楼和去库存，买地和开发新楼盘积极性不高的特点。

3. 消费：消费增速较为强劲

2025 年 4 月和 5 月社会消费品零售总额同比分别增长 5.1%和 6.4%，与 3 月 5.9%的增速基本相当，Wind 一致预期分别为 5.3%和 4.9%。消费市场呈现出以下特点：

第一，汽车零售增速下滑，新能源汽车行业出现明显产能过剩。在经历前期促销政策透支后，4 月和 5 月汽车零售同比分别增长 0.7%和 1.1%，较 3 月 5.5%的增速有明显回落。4 月和 5 月汽车销量同比增速分别为 9.8%和 11.2%，明显高于汽车零售的同期增速，说明主机厂向经销商批发销售的增速高于零售的增速，行业

存在一定供给过剩和经销商累库的情况。同时，行业表现结构分化仍然明显。新能源汽车继续快速增长，4 月和 5 月销量同比分别增长 44.2%和 36.9%，新能源汽车在新车总销量的占比分别为 47.3%和 48.7%(1-3 月该数据为 41.2%)，反映出新能源汽车对传统燃油车的替代趋势进一步加剧。但根据乘联会的数据，4 月和 5 月新能源车的促销平均同比降价幅度分别为 9.4%和 11%，行业以价换量的情况仍在延续。

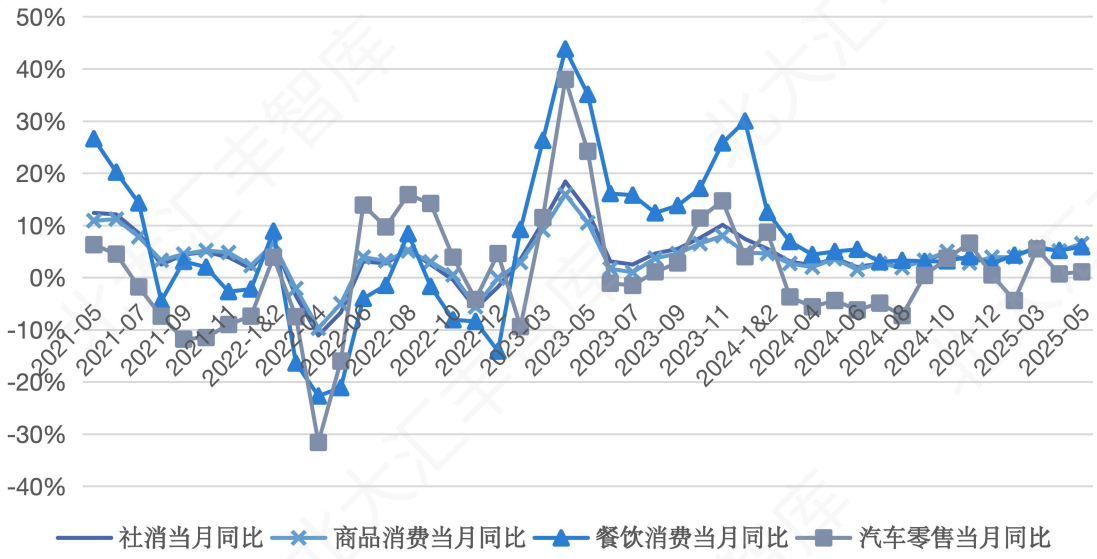


图 6：社会消费品零售总额当月增速

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

第二，必选消费、文娱和以旧换新耐用品消费高增长。一是必选消费中粮油食品消费增速依然强劲，4 月和 5 月零售额同比分别增长 14.0%和 14.6%，与 3 月的 13.8%相比保持了双位数的增速水平，表明居民偏好在家就餐的趋势在延续。**二是**金银珠宝加速增长，4 月和 5 月金银珠宝类消费增速达 25.3%和 21.8%，在 3 月 10.6%增速的基础上出现明显加速。金银珠宝行业的良好表现，背后的原因一方面是居民悦己需求的增加，另一方面还是因为今年以来贵金属价格涨幅较大，同样提升了消费者对于金银珠宝的投资需求。**三是**体育娱乐类消费继续保持高速增长，4 月和 5 月行业消费同比分别增长 23.3%和 28.3%，成为最大亮点，五一假期国内旅游人次达 3.14 亿，同比增长 6.4%，带动景区消费、运动装备、观影等相关产业增长，居民对精神文化消费的旺盛需求。**四是**耐用品消费增速保持高位。在消费品以旧换新补贴政策的驱动下，4 月和 5 月通讯器材类消费增速分别为 19.9%和

33.0%，家具类消费增速分别为 26.9%和 25.6%，家用电器和音像器材类消费增速分别为 38.8%和 53.0%，文化办公用品类消费增速分别为 33.5%和 30.5%，与 3 月份 28.6%/29.5%/35.1%/21.5%的增速相比，行业整体的高景气度延续。超长期特别国债资金逐步落地，部分家电产品换新补贴比例提高到 15-20%，有效激发了居民的换新需求。预计随着政策持续推进，耐用品消费将继续保持较快增长态势。

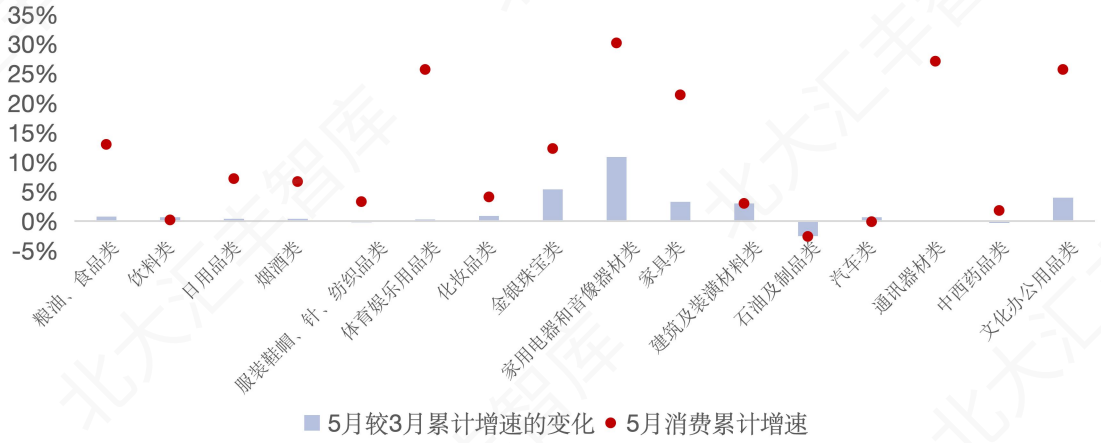


图 7：15 个细分行业消费增速

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

5. 外贸：关税战暂缓有望给出口带来积极影响

按美元计，2025 年 4 和 5 月中国出口同比分别增长 8.1%和 4.8%，较 3 月 12.3%的增速有所回落，出口数据呈现以下特点：

第一，受关税政策影响对美出口大幅下滑。4 月和 5 月中国对美国出口分别为 330.2 和 288.2 亿美元，同比分别为-21.0%和-34.5%，较 3 月 9.1% 的正增长转为大幅下滑。今年 2-3 月美国对加征 20%芬太尼关税，4 月又对中国加征 34%的对等关税。美国对中国关税逐渐增加，导致中国对美国出口增速回落。如图 8 和图 9 所示，对美国出口的主要品类增速全部转负。4 月和 5 月，对美国的农产品和食品饮料、矿产品和贱金属、工业原材料、劳动密集型产品、机电产品的出口增速分别为-22.1%/-47.6%、-8.6%/-24.3%、-22.1%/-37.6%、-24.6%/-28.1%、-24.8%/-37.9%，较 3 月 7.8%、15.8%、4.9%、15.2%、4.3%的增速均有大幅下降。

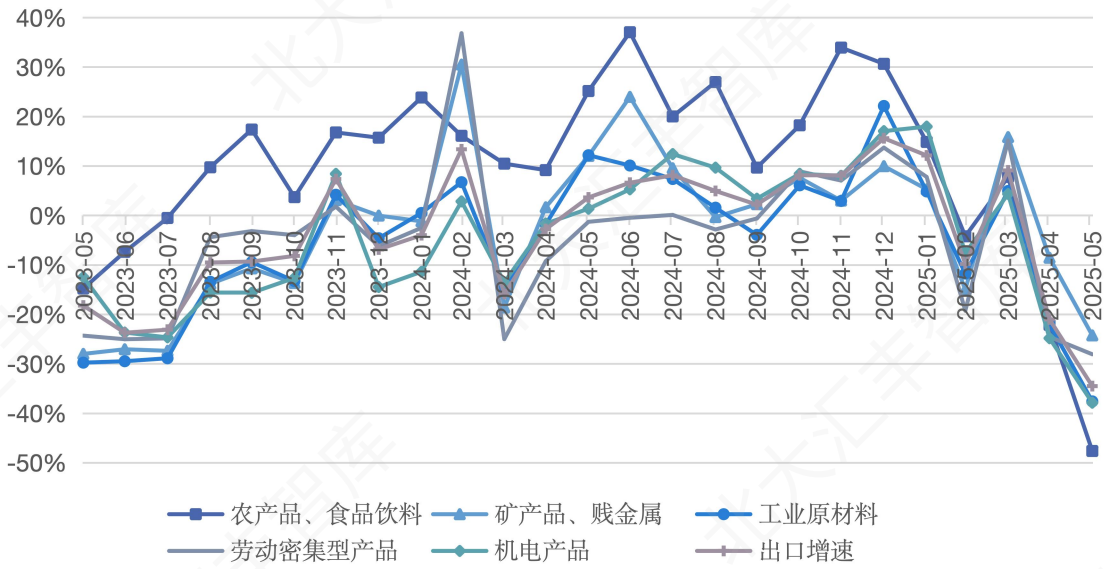


图 8：中国对美国不同类型商品的出口增速（按美元计）

注：根据 HS 大类进行划分，农产品、食品饮料指的是 HS 编码第 1 至第 4 类；矿产品、贱金属指的是 HS 编码第 5、第 15 类；工业原材料指的是 HS 编码第 6、第 7 类，比如化工产品、塑料、橡胶等；劳动密集型产品指的是 HS 编码第 8 至第 13 类、第 20 类，比如服装、鞋帽、玩具、箱包、家具等；机电产品指的是 HS 编码第 16 至第 18 类，比如汽车、手机、家电、集成电路、船舶、运输设备、医疗仪器等，与海关口径直接公布的机电产品可能有所不同；其他就是剩余的品类，主要是珠宝、贵金属、武器、艺术收藏品、古董等，略去不讨论；下同。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

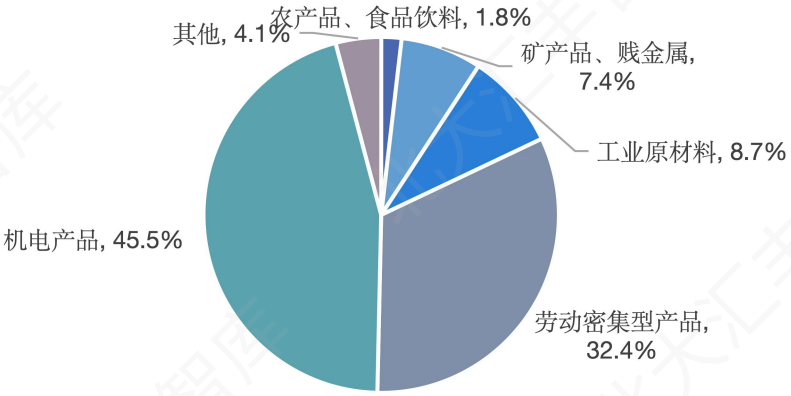


图 9：2025 年 5 月中国对美国出口产品结构（按美元计）

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

第二，对东盟出口高增，机电产品成增长引擎。4 月和 5 月中国对东盟出口分别为 603.5 和 583.7 亿美元，同比增长分别为 20.8%和 14.8%，较 3 月 11.6%的增速有进一步提升。如图 10 和图 11 所示，从对东盟七国的出口产品结构来看，中

国对东盟七国的机电产品出口增速保持在两位数高位，但对东盟七国的农产品和食品饮料、矿产品和贱金属、工业原材料、劳动密集型产品等行业的出口增速与机电产品差距较大。4 月和 5 月，对东盟七国的农产品和食品饮料、矿产品和贱金属、工业原材料、劳动密集型产品、机电产品的出口增速分别为 9.6%/0.0%、11.2%/-1.8%、4.0%/2.2%、-3.0%/-2.6%、37.5%/29.3%，较 3 月 8.4%、-6.9%、-4.4%、-7.6%、25.6%相比整体呈上升趋势。

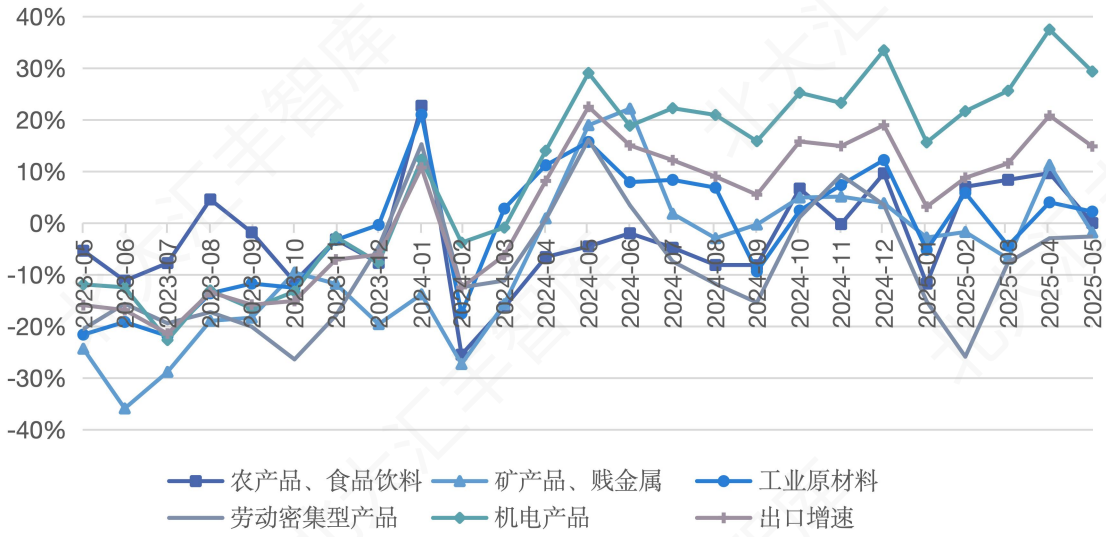


图 10：中国对东盟七国不同类型商品的出口增速（按美元计）

注：由于海关总署只提供了越南、泰国、新加坡、菲律宾、缅甸、马来西亚、印度尼西亚东盟七国的 HS 编码数据，所以这里只统计了东盟七国不同类型商品的数据；下同。图中东盟出口增速是东盟十国的出口增速。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

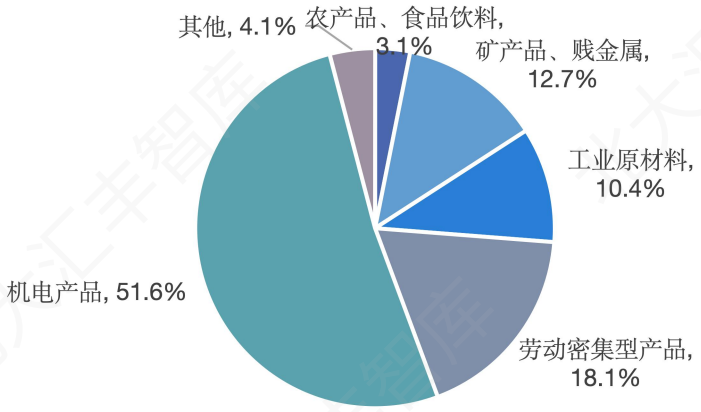


图 11：2025 年 5 月中国对东盟七国出口产品结构（按美元计）

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

第三，对欧盟出口增速整体保持平稳。4 月和 5 月中国对欧盟出口分别为 467.1 和 495.0 亿美元，同比分别增长 8.3%和 12.0%，与 3 月 10.3%的增速整体相当；其中，对农产品和食品饮料、矿产品和贱金属、工业原材料、劳动密集型产品、机电产品的出口增速分别为-1.7%/10.2%、7.1%/7.9%、-0.7%/11.1%、10.4%/15.4%、7.4%/7.7%，与 3 月份 22.2%、9.8%、-3.0%、20.7%、7.1%的增速相比有涨有跌，整体相当。

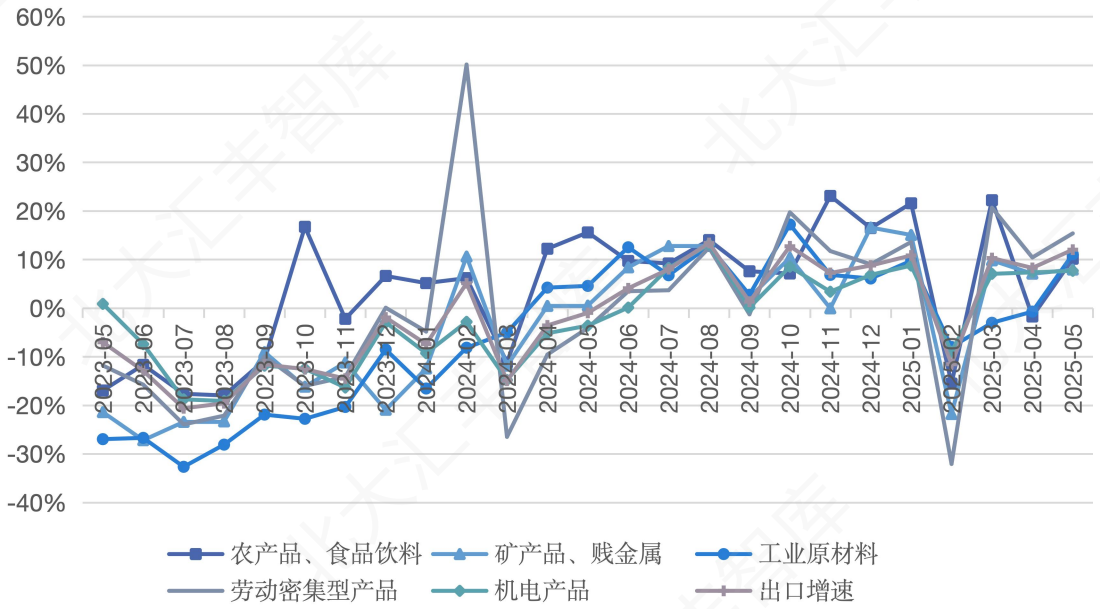


图 12：中国对欧盟不同类型商品的出口增速（按美元计）

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

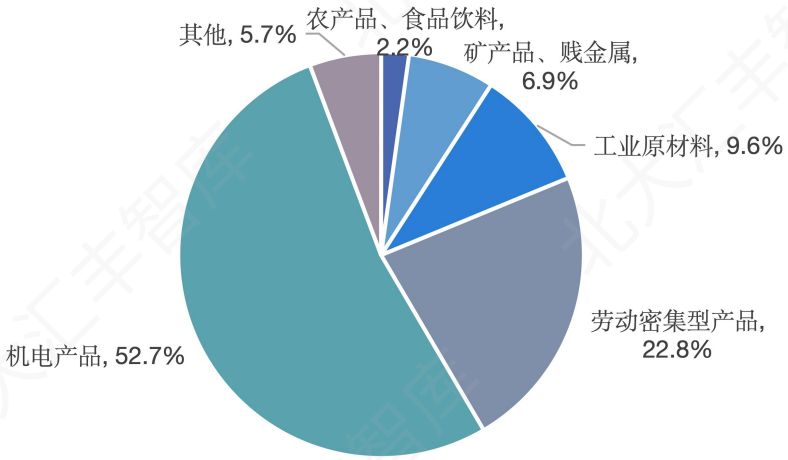


图 13：2025 年 5 月中国对欧盟出口产品结构（按美元计）

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

第四，海外布局更加多元化，新兴市场出口占比保持稳中有升，东盟，非洲、拉美等市场的重要性逐渐加强。如图 14 所示，按累计值占比计算，4 月和 5 月，中国对亚洲（除东盟、日韩）、东盟、拉丁美洲、非洲、欧洲（除欧盟、英国）的出口占比分别为 24.4%/24.5%、17.7%/17.8%、7.7%/7.8%、5.5%/5.6%、3.5%/3.4%，与 3 月份 24.4%、17.1%、7.7%、5.4%、3.5%相比整体变化不大，但东盟占比提升趋势较为明显，原因是美国对中国加征关税之后，转口贸易有所增加。

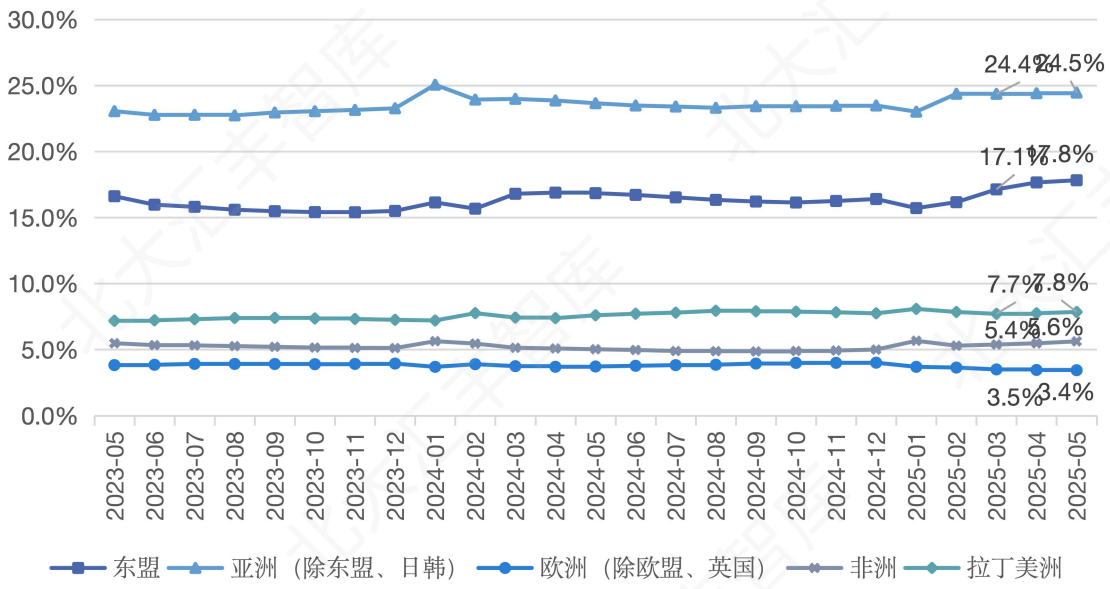


图 14：中国对新兴市场的累计出口占比（按美元计）

注：分别用中国对不同地区的每月出口累计值除以中国每月出口累计值；俄罗斯被统计在欧洲。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

第五，机电产品出口分化，多数行业增速下降。集成电路、汽车和汽车底盘，船舶等三个行业加速增长，但手机、自动数据处理设备及其零部件、家用电器、通用机械设备等四个行业呈现增速下降的趋势。4 月和 5 月，手机、自动数据处理设备及其零部件、家用电器、集成电路、通用机械设备、汽车和汽车底盘、船舶的出口增速分别为-20.9%/-22.8%、-1.6%/-3.8%、-2.7%/-8.8%、21.3%/33.7%、17.1%/5.6%、4.4%/13.7%、35.5%/44.0%，与 3 月 9.4%、0.9%、12.9%、8.5%、25.3%、1.6%、1.9%的增速相比升少降多。

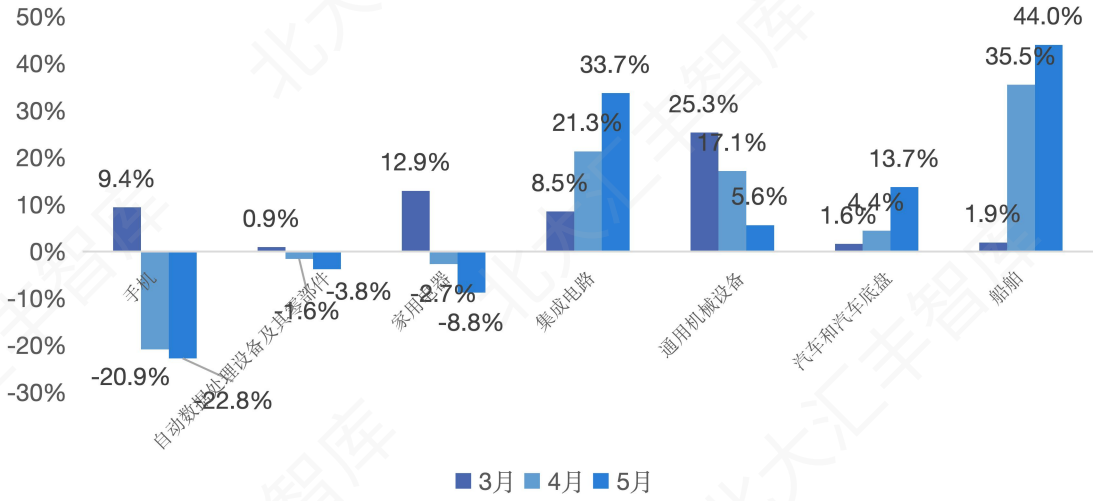


图 15：2025 年 3-5 月中国主要出口的机电产品增速（按美元计）

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

按美元计，2025 年 4 月和 5 月，进口增速分别为-0.3%和-3.4%，与 3 月-4.4%的增速相比没有明显变化。进口主要有以下特点：

第一，对主要经济体进口涨跌互现，整体呈现负增长的情况。4 月和 5 月，中国对美国的进口增速为-13.8%和-18.1%、欧盟-16.5%/0.0%、日本 2.5%/-0.8%、韩国 7.3%/-4.5%、东盟 2.5%/-5.3%、印度 1.3%/0.6%、俄罗斯-15.1%/-10.5%、非洲 22.8%/6.5%、中国台湾 12.7%/8.8%、巴西-17.2%/10.0%。中国对大多数经济体的进口呈现负增长的情况，一方面因为内需较弱，另一方面也与关税摩擦和贸易限制相关。

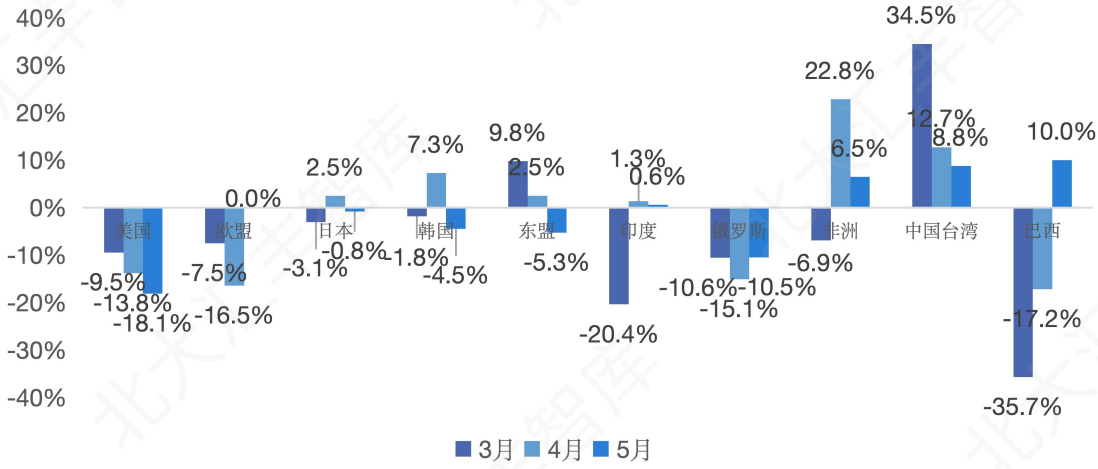


图 16：2025 年 3-5 月中国对主要国家和地区的进口增速（按美元计）

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

第二，大宗商品进口量价双弱，能源结构加速转型。如图 17 所示，4 月和 5 月，中国对农产品、铁矿石、原油、机电产品（海关口径）的进口增速分别为-17.1%/0.8%、-8.2%/-14.5%、-9.8%/-22.2%、5.9%/5.5%，与 3 月份-18.0%、-21.5%、-4.6%、8.1%的增速相比，仅有农产品增速有一定回升。

第三，机电产品进口保持增长，国产替代与技术升级并存。机电产品（海关口径）进口增速最高保持正增长，尽管美国出台相关的出口禁令，但中国对高端芯片和制造设备仍保持较强的需求。

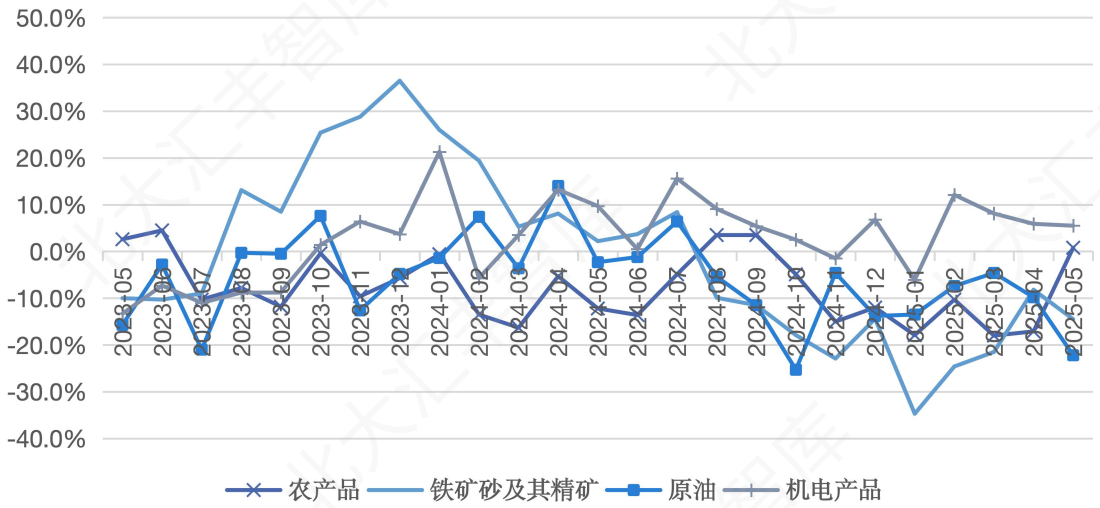


图 17：中国对主要产品的进口增速（按美元计）

注：这里的机电产品是海关直接公布的口径，除非特别提到海关口径，文中的机电产品指的是 HS 编码口径，下同。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

6. 汇率：人民币汇率稳中偏强

2025 年 4 月和 5 月，人民币汇率和外商对华投资主要有以下特点：

第一，人民币汇率波动中呈现阶段性升值态势，受多种因素综合影响。如图 18 所示，2025 年 6 月 20 日，人民币汇率为 7.18，较 2025 年 3 月 31 日升值 0.9%；人民币中间价位 7.17，较 2024 年 12 月 31 日升值 0.1%；美元指数为 98.8，较 2025 年 3 月 31 日下降 5.2%。4 月份受特朗普政府“对等关税”政策一度造成美国经济波动以及市场对中美经贸关系预期等因素影响，人民币汇率有所贬值压力。进入 5 月，情况发生转变，5 月 13 日，在岸人民币汇率和离岸人民币汇率盘中双双重回 7.20 元以内，创近半年以来新高。5 月 12 日，中美经贸高层会谈达成的联合声明

发布，受市场情绪提振影响，人民币汇率走强。今年以来，美国经济在关税政策等因素下存在不确定性，国内货币政策相机抉择，稳汇率是重要的政策目标，人民币汇率整体表现稳定。

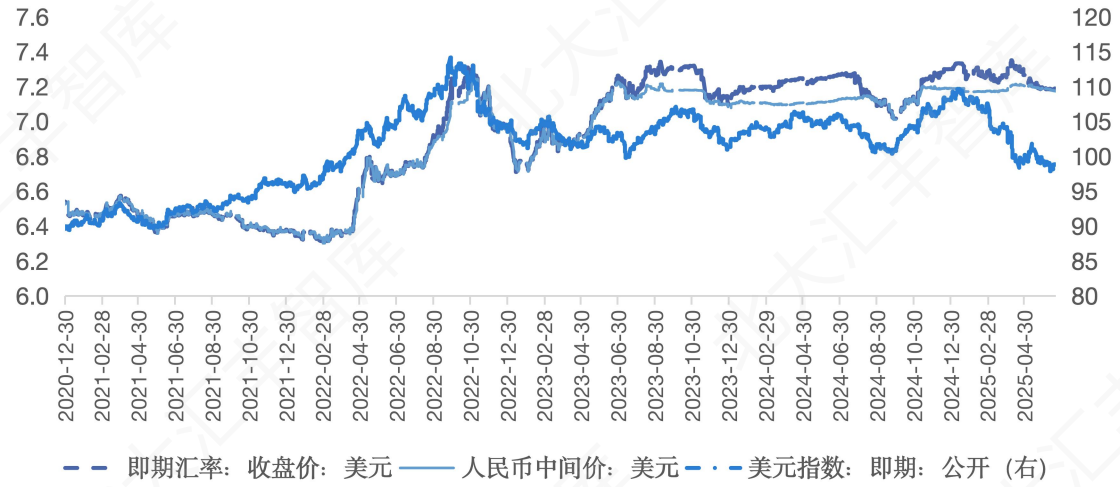


图 18：人民币兑美元汇率走势

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

第二，FDI 相关政策持续推进，但全球跨境投资不确定性仍对其造成影响。根据商务部口径，2025 年 4 月，实际使用外资为 980.2 亿元（人民币折算），同比-11.9%，较 3 月的 13.2%有较大下滑。受美国滥施关税措施等影响，全球跨境投资的不确定性显著上升，给不少跨国企业的投资决策造成了影响。5 月份国家发展改革委新闻发布会上提到，国家发展改革委将从多方面更大力度吸引和利用外资。一方面，修订扩大《外商鼓励投资产业目录》，目前已完成对社会公开征求意见，正在根据社会各界的反馈意见进行修改完善，各方面关心的高端制造业、数字经济等领域，都将在新版鼓励目录中得到充分体现。另一方面，制定鼓励外资企业境内再投资政策，从强化要素保障、优化金融支持、提升再投资便利度、做好再投资项目全流程服务保障等方面支持外资企业开展再投资。虽然有政策推动，但联合国发布的《2025 年全球经济形势与前景年中更新》报告，将 2025 年全球经济预期增速下调，全球贸易预期增速也被下调，在此大环境下，中国吸引外资仍面临挑战。

第三，外资短期投资在市场情绪及政策影响下呈现一定变化。2025 年 4 月和 5 月，根据外管局数据，银行涉外代客收付款中的证券投资分别净流出 125 和流入

52 亿美元；根据中国债券信息网数据，境外机构持有的银行间债券分别增持 77 亿和减持 20 亿美元（人民币折算）。前两项数据相减，大致估算，外资持有股票分别减持 202 和增持 72 亿美元。4 月份，由于特朗普关税政策引发市场波动，引发外资对人民币股票和债券的减持行为。进入 5 月，随着中美经贸关系出现积极信号，外资对中国的信心得到一定修复。

7. 物价：CPI 和 PPI 低位运行

如图所示，与 2025 年 3 月相比，2025 年 4 月和 5 月 CPI 同比的变化主要有以下特点：

第一，CPI 同比连续负增长，核心 CPI 保持稳定。4 月和 5 月 CPI 和核心 CPI 同比分别为-0.1%/-0.1%和 0.5%/0.6%，与 3 月-0.1%和 0.5%的增速一致。尽管 CPI 数据延续通缩态势，但核心 CPI 同比仍然保持正增长，居民的实际消费需求仍保持一定韧性。食品、交通工具用燃料价格同比分别为-0.2%/-0.4%和-10.2%/-12.9%，与 3 月-1.4%和-5.7%的增速相比分别呈收窄和扩大的趋势。

第二，猪肉价格保持同比增长，蔬菜价格同比继续回落。4 月和 5 月鲜菜价格同比分别为-5.0%和-8.3%，与 3 月-6.8%的增速相比延续价格同比下跌趋势；猪肉价格同比分别为 5.0%和 3.1%，与 3 月 6.7%的增速相比延续价格同比增长趋势，两个主要食品品类走势继续分化。4 月和 5 月非食品价格同比持平，与 3 月 0.2%的增速基本一致。

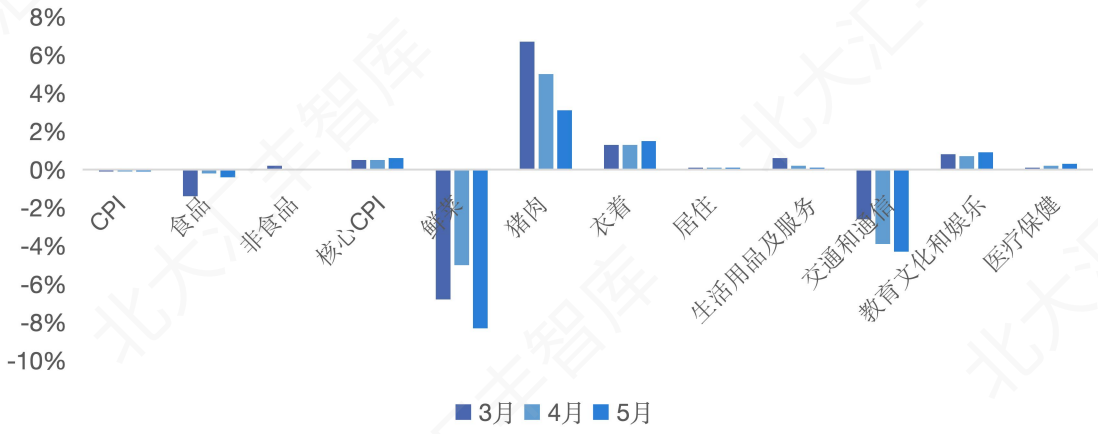


图 19：CPI 当月同比

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

2025 年 4 月和 5 月，PPI 同比分别为-2.7%和-3.3%，与 3 月-2.5%的增速相比延续下行趋势。如表所示，PPI 主要有以下特点：

第一，能源和原材料价格承压。4 月和 5 月煤炭开采和洗选，石油和天然气开采，石油、煤炭及其他燃料加工行业的 PPI 同比分别为-15.2%/-18.2%，-14.2%/-17.3%，-11.1%/-14.7%，与 3 月-14.9%，-8.5%和-7.8%的增速相比均有明显下滑，主要受到国际原油价格下降的影响。与此同时黑色金属矿采选，黑色金属冶炼和延压加工行业的 PPI 同比分别为-6.4%/-7.0%和-8.6%/-10.2%，与 3 月的-10.9%和-10.0%的增速相比延续负增长趋势。房地产景气度较低，美国对钢铝行业加征关税等因素，都对黑色系商品需求造成压力。

表 5：30 个细分行业 PPI 当月同比

上游采矿		上游原材料		中游装备制造		下游劳动密集型		下游技术密集型	
煤炭开采和洗选业	-18.2%	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-3.0%	通用设备制造业	-1.3%	农副食品加工业	-2.8%	医药制造业	-2.0%
石油和天然气开采业	-17.3%	石油、煤炭及其他燃料加工业	-14.7%			食品制造业	-1.6%	汽车制造业	-3.1%
黑色金属矿采选业	-7.0%	化学原料和化学制品制造业	-5.3%			酒、饮料和精制茶制造业	-0.6%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.0%
有色金属矿采选业	14.8%	化学纤维制造业	-7.5%			烟草制品业	0.4%	计算机、通信和其他电子设备制造业	-2.2%
非金属矿采选业	-0.6%	橡胶和塑料制品业	-1.8%			纺织业	-2.6%	电力、热力生产和供应业	-1.5%
		非金属矿物制品业	-2.7%			纺织服装、服饰业	-0.2%	燃气生产和供应业	-0.1%
		黑色金属冶炼和压延加工业	-10.2%			造纸和纸制品业	-3.6%	水的生产和供应业	0.7%
		有色金属冶炼和压延加工业	2.3%			印刷和记录媒介复制业	-1.6%		
		金属制品业	-2.3%						

注：表格中数值是 5 月不同行业的出厂价格同比，绿色代表负值，红色代表正值。曲线是不同行业出厂价格同比 2024 年 5 月至 2025 年 5 月的走势；表格中的横线代表 0 值横坐标轴。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

第二，部分行业价格逆势上涨，上游领域表现亮眼。有色金属矿采选，有色金属冶炼和压延加工行业 PPI 同比分别为 19.0%/14.8%和 6.4%/2.3%，与 3 月的 21.2%和 9.4%相比均有一定回落。主要受新能源汽车和光伏产业需求拉动，行业价格水平同比继续保持增长趋势，但增幅收窄，说明行业供应紧张的情况有一定的缓解。

8. 政策：货币政策边际宽松，财政政策偏保守

2025 年二季度，货币政策方面的具体特点如下：

第一，政策利率下调。5 月 7 日央行将 7 天逆回购利率从 1.5%降至 1.4%。4 月和 5 月 DR007 利率全月均值分别下行 15.4BP 和 14.5BP，至 1.72%和 1.58%。政策利率的下调也带动了 LPR 下调，5 月 1 年期和 5 年期 LPR 利率分别报 3.0%和 3.5%，相较 3 月分别下降了 10BP。资金利率整体保持下行趋势。

第二，政府发债支撑社融，居民和企业融资需求疲软。4 月和 5 月社融保持同比多增，增量分别为 1.2 万亿和 2271 亿元，政府债券是主要贡献，同比多增额分别为 1.07 万亿和 2376 亿元。新增人民币贷款分别为 2800 亿（居民部门减少 5216 亿元，企业部门增加 6100 亿元，其他类贷款增加 1916 亿元）和 6200 亿元（居民部门增加 540 亿元，企业部门增加 5300 亿元，其他类贷款增加 360 亿元）。信贷持续少增，同比少增额分别为 4500 和 3300 亿元，表明实体经济有效融资需求仍然不足。；企业部门贷款增加 6100 亿元，同比由多增转为少增 2500 亿元。4 月和 5 月，M2 同比增速分别为 8.0%和 7.9%，M1 增速为 1.5%和 2.3%，M2 与 M1 剪刀差分别为 6.5%和 5.6%，资金活化程度有所改善。

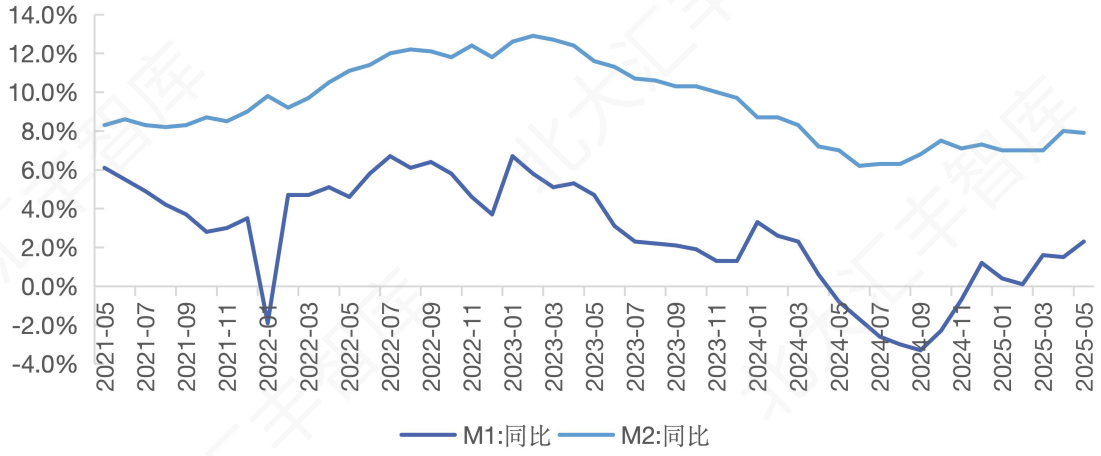


图 20：M1 和 M2 当月同比

数据来源：中国人民银行，北大汇丰智库。

第三，央行注入流动性，市场资金面进一步宽松。4 月下旬央行开展 6000 亿 MLF 操作，完成 5000 亿元净投放。进入 5 月，降息降准政策落地，下旬央行再次开展 5000 亿元 MLF 操作，净投放 3750 亿元。4 月和 5 月央行通过公开市场操作

净投放资金分别为 7708 亿和 6598 亿元，而降准落地预计也会实现向市场投放约 1 万亿左右的流动性。在中美贸易摩擦出现阶段性缓和的情况下，预计央行短期内进一步宽松的力度有限。

2025 年 4 月和 5 月，财政政策的主要特点如下：

第一，财政支出结构持续向民生倾斜。2025 年 4 月和 5 月，一般公共预算收入同比分别增长 1.9%和 0.1%，支出同比分别增长 5.8%、2.6%。从财政支出的结构来看，财政支出侧重民生（包括教育、科学技术、文化体育与传媒、社会保障和就业、卫生健康支出），基建支出（包括节能环保、城乡社区事务、农林水事务、交通运输支出）和债务支出增速下降。4 月和 5 月，民生、基建和债务支出增速分别为 7.7%/7.8%、2.2%/-7.7%、-3.0%/4.4%，3 月份的同比增速则分别为 6.5%、0.5%、16.0%。4 月和 5 月，民生、基建、债务支出占一般公共预算支出的比例分别为 45.0%/44.1%、19.0%/18.0%、5.6%/7.7%。

第二，税收收入增速转正，增值税和个人所得税增速回升。4 月和 5 月，税收收入同比分别增长 1.9%和 0.6%，与 3 月-2.2%的增速相比出现止跌回升。增值税增速为 0.9%和 6.1%，5 月改善较为明显，主要原因可能是企业成本支出有所下降，产品附加值有所增加。消费税增速分别为 0.5%和 0.4%，进口增值税和消费税增速为-0.8%和-6.2%，呈现持平或下降的趋势，说明居民消费更加注重性价比，对奢侈品、进口奢侈品的消费更加谨慎。企业所得税增速为 4.0%和 0.2%，较 3 月 16.0%的增速出现较大下降，说明企业利润承压。出口退税增速为-5.7%和-7.3%、车辆购置税增速为-13.6%和-14.9%、契税增速为-15.0%和-18.9%、土地增值税增速为-8.7%和-22.3%，需求侧压力也导致了税收端的走弱。个人所得税增速为 9.0%和 12.3%，与居民可支配收入的增长相匹配。

第三，土地出让收入增速依然低迷，拖累政府性基金收入。5 月，全国政府性基金预算累计收入 15483 亿元，同比-6.9%，低于年度目标的 0.7%。其中，国有土地使用权出让累计收入 11281 亿元，同比-11.9%。地产业的低迷给政府收入造成的压力仍然存在。

三、政策建议

第一，加大稳楼市力度，进一步放松房地产调控政策。楼市作为居民财富的蓄水池，是稳预期、激发经济活力的重中之重。通过稳楼市，能够修复居民财富效应，进而促进消费复苏。2025 年 1-5 月，房地产投资同比-10.3%，国有土地使用权出让收入同比-11.9%，土地市场低迷加剧房企资金压力。当前应扩大土储专项债规模，优先支持人口净流入城市收储闲置土地；鉴于上半年专项债发行进度偏慢，下半年应加速集中发力发行房地产相关专项债，支撑市场预期和投资反弹。同时，建议优化限购政策，并探索扩大公积金使用范围，进一步释放合理住房需求。加大保障性住房建设力度，通过 REITs 等金融工具盘活存量资产。此外，建立房地产企业“白名单”制度，对优质房企给予信贷支持，稳定市场信心。

第二，进一步提高以旧换新促消费政策的效率，避免骗补情况发生。2025 年 1-5 月居民储蓄存款新增 8.3 万亿元，居民存款进一步增加显示消费潜力有待释放。以旧换新补贴政策出台后，相关品类社零同比高达 16.6%，明显高于限额以上社零整体增速的 8.2%，尤其是家电、通讯器材等核心品类零售表现突出，体现了较为明显的消费撬动效果。按照 3000 亿元的全年补贴额度算，上半年发放进度已经超过一半，因此下半年应加强补贴资金的利用效率来保证促消费的政策效果，在充分释放消费潜力同时筑牢防骗补机制。通过动态筛选补贴品类、强化全流程核验及智能监管手段，精准识别真实消费需求，压缩套利空间。同步简化消费者申领流程，提升政策响应速度，形成“高效激励-严密风控”的良性循环，确保财政资金切实转化为有效消费动能，避免资源浪费与市场扭曲。

第三，针对新能源汽车产能过剩，引导资金投研发促升级，避免低效扩张。汽车行业的内卷式竞争和无序价格战，会导致行业利润的大幅缩水，近年来汽车制造业利润率下滑显著，与汽车行业长期健康可持续发展的方向相违背。政府一方面应遏制低水平重复建设，避免资金盲目涌入低效产能扩张；另一方面应通过税收优惠、政策引导等手段加大对企业研发的支持力度，引导资金流向研发创新，使产品竞争力不断提升，继而进一步刺激消费需求，实现产业升级与消费提振的良性互动，化解产能过剩，促进行业健康发展。

第四，下半年加大稳外贸力度，支持企业纾困转型。根据中美 5 月 12 日在日内瓦达成的协议，10%的对等关税将保留至 8 月 10 日，之后存在进一步上升的风险。随着抢出口、抢转口趋势转弱，短期内出口需求透支，叠加外部环境复杂及关税不确定性将给出口带来压力，需着力稳定外贸。一方面，应深化与东盟、欧盟及“一带一路”国家经贸合作，利用 RCEP 等自贸协定红利，支持企业通过跨境电商、海外仓开拓市场。另一方面，对受关税冲击大的重点行业企业给予临时差异化信贷支持和延期还本付息。推动相关企业产品出口转内销，鼓励地方政府在促消费政策中优先采购或补贴优质外贸产品。

第五，通过降息进一步降低企业融资成本，增强服务实体经济效能。随着美国经济增长动能减缓和通胀压力的缓和，美联储有望下半年重启降息，同时人民币汇率保持基本稳定，给国内降息打开空间。有关部门应引导市场利率下行，切实降低实体企业融资成本，减轻经营负担。同时协同深化利率市场化改革，完善 LPR 形成与传导机制，提升政策利率向贷款利率的传导效率，推动 LPR 合理下行。

附录：预测方法简介

1. GDP 增速的预测

参考纽约联储在 2020 年提出的 WEI（Weekly Economic Index）方法[①]，使用生产法，对中国季度 GDP 增速进行建模和预测。具体使用的指标见附表 1。WEI 模型使用高频指标，可以实时捕捉经济变化。

附表 1：WEI 预测模型中使用的指标

经济总量/结构	对应细分指标	细分指标发布频率
GDP	GDP 当季同比	季度
农业	中国:平均批发价:猪肉	日频
工业	南华工业品指数	日频
	唐山:高炉开工率	周频
	中国:开工率:汽车轮胎(半钢胎)	周频
餐饮、文娱业	全国电影票房金额	周频
批发和零售业	义乌小商品价格总指数	周频
	中国公路物流运价指数	周频
	乘用车日均零售额	日频
房地产和建筑业	30 大中城市商品房成交套数	周频
	100 大中城市成交土地溢价率	周频
交通运输、仓储和邮政业	SCFI 综合指数	周频

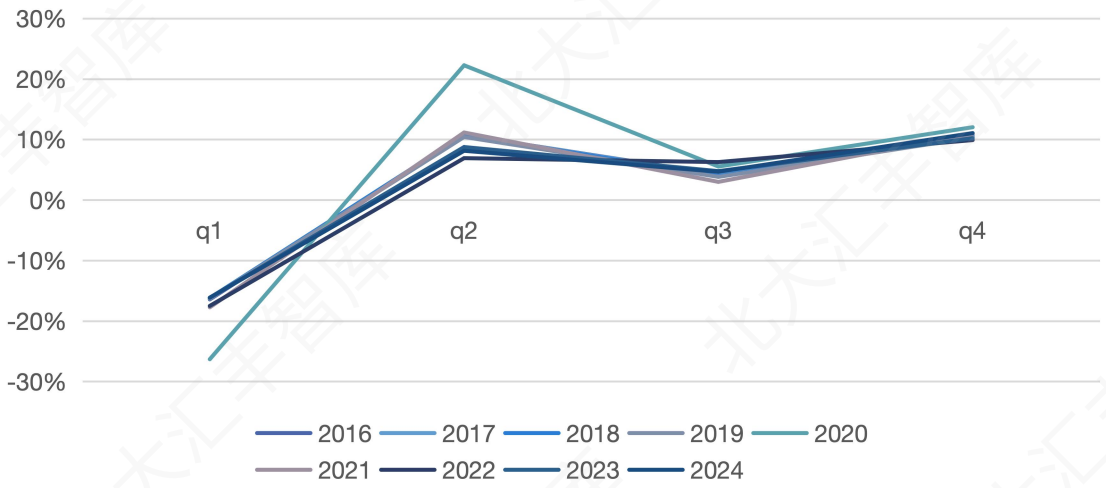
数据来源：Wind，北大汇丰智库。

由于 WEI 的解释变量指标可以实时更新到当季所在最后一个月的数据，所以 WEI 模型对于预测本季度值效果比较好，但对最新数据所在季度的下一季度预测能力有限，因为下一季度的解释变量相关指标的预测使用 AR（2）模型进行自动填充，与实际情况可能有较大差别。所以，这里使用 WEI 模型预测 2025 年二季度 GDP 当季同比，使用环比同比外推法预测 2025 年三季度、四季度 GDP 当季同比。

GDP 当季环比变化存在明显的季节性特征（见附图 1），可以根据环比增速波

[①] 参见 https://www.newyorkfed.org/research/policy/weekly-economic-index。

动的历史数据，对 2025 年三季度、四季度 GDP 当季同比做一个预测。假设 2025 年三季度、四季度 GDP 当季值的环比分别为 4.5%、10.7%，那么 2025 年三季度、四季度 GDP 当季同比分别为 5.0%、4.7%。



注：由于统计局公布的 GDP 不变价当季值计算的当季同比与统计局直接公布的 GDP 不变价当季同比有出入，以 2015 年 GDP 当季名义值作为不变价的基期（数值只作为参考，绝对数值对结果的分析影响不大），根据 GDP 不变价当季同比计算出 GDP 不变价当季值，再计算 GDP 不变价当季环比。

附图 1：GDP 不变价当季值环比季度比较

2. 三大需求增速的预测

基本思路如下：**首先**，根据经验，假定投资、出口的增速；**然后**，根据支出法构建 GDP 增速对消费、投资、出口增速的模型；**最后**，将 WEI 模型预测的 GDP 增速，假设的投资、出口增速带入该模型，得出消费增速。

1）对投资增速的估算过程如下：目前，房地产投资占总的固定资产投资的规模不到 20%，2024 年是 10 万亿元，其中，地方政府卖地收入 4.87 万亿元，也就是说建安：土地购置的比例接近 1:1。建安在今年有保交楼、去库存以及老旧小区改造的支撑，房地产投资增速的下行压力主要来自土地购置费。考虑到 2025 年专项债可以用于购买闲置土地，假设民企购置土地占土地购置收入的 50%，民企购置土地增速下降 60%，那么 2025 年民企购置土地将减少 4.87*50%*60%=1.46 万亿元。如果专项债中 3600 亿元用于购置闲置土地，那么还有约 1.1 万亿元的缺口。假设上半年、前三季度、全年购置土地资金缺口分别为 0.57、0.89、1.1 万亿元，

那么 2025 年上半年、前三季度、全年房地产投资增速分别为-10.9%、-11.3%、-11.0%。假定 2025 年上半年、前三季度、全年房地产投资占固定资产投资的比例分别为 19.1%、18.4%、16.7%，预计 2025 年上半年、前三季度、全年投资的增速分别为 3.5%、3.4%、3.9%。

2）对出口增速的估算过程如下：由于中国对美出口在 2024 年 11 月至 12 月有一个明显的抢出口，从短期来看，美国对中国加征关税的影响会是一个逐渐显现的过程，贸易商短期内很难找到彻底替代中国商品的供货商，所以，对出口的预测分为四步：一是假设某段时间内（一个月或者几个月）中国对美出口弹性，用其乘以该时间段内美国对中国加税百分点，得到该时间段内中国对美出口增速；二是使用该时间段内中国对美出口增速，得到该季度当季中国对美出口额；三是假设该季度中国对美国出口占中国出口的比例，计算该季度中国出口额；四是根据该季度中国出口额，计算该季度中国出口增速。假设 2025 年 6 月、7 月、8 月至 9 月、10 月至 12 月的中国对美国出口弹性分别为-0.36、-0.4、-0.5、-0.6，中国在 2025 年 6 月至 7 月、8 月至 12 月被美国加征的关税（年初至今生效关税）分别为 30%、40%，2025 年二季度、三季度、四季度中国对美出口占比分别为 10.8%、12.5%、12.5%，测算显示，预计 2025 年二季度、三季度、四季度中国出口当季同比（按美元计）分别为 5.1%、1.4%、-8.8%。

3）根据支出法构建模型预测消费增速：使用消费、投资、出口当季同比对 GDP 当季同比回归，由于每个季度将更新数据，每个季度模型的参数值都会发生变化。2001q1 至 2025q1 的回归模型如下：

$$ygr_t = 0.0526 + 0.3642\ cgr_t + 0.0281\ igr_t + 0.0202\ \exp\ gr_t - 0.0281\ t1 + 0.0073\ t2$$

$$R^2 = 88.9\%$$

其中，*ygr* 是 GDP 当季同比，*cgr* 是消费当季同比，*igr* 是投资当季同比，*expgr* 是出口当季同比（按美元计），*t*1 为 2008 年以后为 1 的虚拟变量，t2 为 2020 年以后为 1 的虚拟变量。

3. 规上工业增加值增速的预测

由于规上工业增加值累计同比与出口累计同比（按美元计）的相关性高达

73.6%，使用出口累计同比对工业增加值累计同比分别构建月度模型和季度模型，2025 年上半年的规上工业增加值累计同比用月度模型预测，2025 年前三季度、全年的规上工业增加值累计同比用季度模型预测（2025q2 数据用月度模型预测值填补）。由于数据定期更新，月度模型和季度模型的参数将会调整。其中，*indgr* 是工业增加值累计同比，L.*indgr* 是滞后一期的工业增加值累计同比，*exgr* 是出口累计同比，*t* 是时间变量。

1998 年 7 月至 2025 年 5 月的月度模型如下：

$$indgr_t = 0.0527 + 0.4660 L.indgr_{t-1} + 0.1289 exgr_t - 0.0000 9t$$
$$R^2 = 69.1\%$$

1998q3 至 2025q2 的季度模型如下：

$$indgr_t = 0.0594 + 0.4137 L.indgr_{t-1} + 0.1471 exgr_t - 0.0003 t$$
$$R^2 = 79.5\%$$

PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

北大汇丰智库（The PHBS Think Tank）成立于 2020 年 7 月，旨在整合北京大学汇丰商学院各院属研究中心，统筹协调资源，重点从事有关宏观经济、国际贸易与投资、金融改革与发展、粤港澳大湾区可持续发展、城市与乡村发展、海上丝路沿线国家经济贸易与合作等领域的实证分析与政策研究，打造专业化、国际化的新型智库平台。北大汇丰智库由北京大学汇丰商学院创院院长海闻教授兼任主任，智库副主任为王鹏飞、巴曙松、任颋、魏炜、林双林。

北大汇丰智库微信公众号

PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

深圳市南山区丽水路2199号北京大学汇丰商学院 518055
Peking University HSBC Business School, Xili University Town, Shenzhen, China
TEL: (+86)755 2603 2270　EMAIL: thinktank@phbs.pku.edu.cn
http://thinktank.phbs.pku.edu.cn