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年第一季度

北大汇丰智库

# 房地产持续修复，新经济稳步发展

2025 年 1 月和 2 月，生产超 Wind 一致预期，前两个月累计贸易顺差创历史同期高位，消费和投资增速仍然偏弱，一季度经济“开门红”无忧，**预计 2025 年一季度 GDP 增速为 5.2%**。

今年一季度宏观经济主要有四条主线：**一是**政策支持下，房地产市场企稳回暖；**二是**汽车的投资、生产、海外市场乐观预期之间形成较好循环，数据上看，龙头企业对新能源汽车关税的影响是偏乐观的；**三是**国内的产业政策重点支持电子设备、运输设备的投资、生产和终端产品零售形成正向循环；**四是**抢出口支撑外向型劳动密集型产品和家电的生产阶段性景气，但未来可能会因关税政策受到较大冲击，企业已经开始采取措施应对关税扰动。

展望今年上半年，**预计上半年 GDP 增速为 5.0%**。从二季度开始，出口对经济的拖累将开始显现；现有政策力度对促消费的效果可能不够；房地产市场在政策支持下将继续平稳修复；制造业将加速应用自动化和智能化技术降成本。

建议政府：加大力度支持出海企业构建全球垂直分工体系、加大财政政策促消费力度、今年土储专项债的规模最好不低于 7000 亿元、加速推进财税体制改革以应对技术进步带来的结构性失业。

---

北大汇丰智库经济组（撰稿人：邹欣）

成稿时间：2025 年 4 月 13 日| 总第 129 期 | 2024-2025 学年第 29 期

联系人：程云（0755-26032270，chengyun@phbs.pku.edu.cn）

# 一、国内外重大事件回顾和经济增速预测

## 1. 一季度国内外重大事件回顾

新年伊始，外部环境更加复杂严峻，一季度国内外发生的主要事件如下：

**一是美国对中国加征关税的力度和节奏超预期，特朗普的关税政策是今年全球经济最大的不确定性来源。**美国分别在今年 2 月 4 日和 3 月 4 日对中国加征 10%的关税，即今年一季度美国对中国已经累计加征 20%的关税。同时，4 月 2 日，特朗普宣布对全球多个国家加征对等关税，又对中国加征 34%的关税，4 月 9 日生效；4 月 8 日，又对中国加征 50%的关税，也是 4 月 9 日生效；4 月 9 日，另对中国加征 21%的关税，立即生效。如图 1 所示，据彼得森国际经济研究所 (Peterson Institute for International Economics，PIIE）测算，2024 年底美国对中国的平均关税税率为 19.9%。今年初至 4 月 10 日加征 125%的关税后，美国对中国的平均关税税率达到 144.9%，已经远远超过特朗普竞选时宣称的 60%。这比我们之前报告[①]的预期更加激进。特朗普的关税政策不仅影响中国对美国的直接出口，也将影响中国对美国的转口贸易，还将深刻改变全球经贸结构。

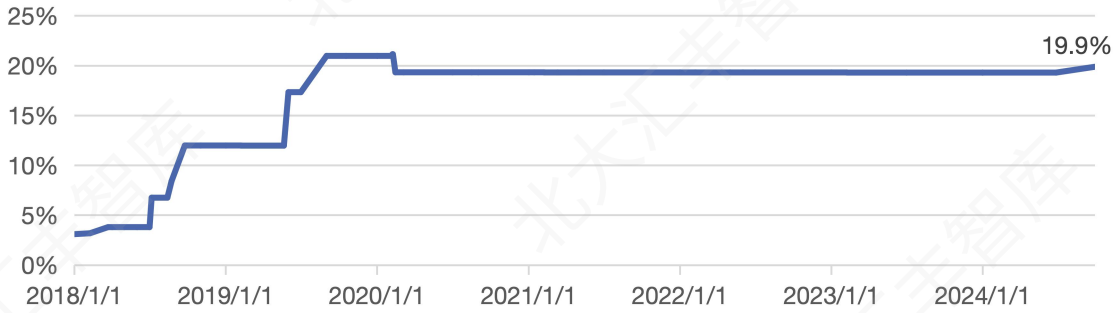



**图 1：美国对中国的平均关税税率**

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

**二是特朗普称不排除经济衰退的可能性，今年下半年全球经济可能将经历巨大波动。**据报道，3 月 9 日，特朗普接受美国福克斯新闻频道采访时没有明确否认美国经济将会衰退，他提到，美国经济“会有一段过渡期，因为我们正在做一件大事”，“这是一件大事，总会有几个时期，需要一点时间”。根据亚特兰大联储

① 参见北大汇丰智库宏观季报系列，《出口依旧强劲，未来聚焦内需——2024 年第四季度和全年宏观经济分析报告》，2024。下同

GDPNow 模型的预测（2025 年 3 月 26 日值），预计美国一季度 GDP 环比折年率为-1.8%，主要是关税政策导致美国出现大幅度贸易逆差。目前，美国官方、国际组织只是下调了今年美国经济增速的预期，还未将衰退纳入考虑。比如，3 月 19 日的美联储议息会议纪要显示，美联储预期美国 2025 年的 GDP 增速为 1.7%，仍处于温和增长区间。但考虑到特朗普的关税和增加贸易壁垒政策似乎没有做严谨的事前评估和严密的实施计划，以最小化关税对美国经济和全球经济的影响，特朗普关税政策的影响将变得不可控，预计今年下半年全球经济的波动将会加大。

**三是据最新的美联储议息会议纪要显示，今年美联储将降息 50BP，市场预期美联储最早将于 6 月开始降息，届时将为中国的货币政策打开空间。**根据 3 月 19 日公布的美联储议息会议纪要，3 月美联储维持目标利率在 4.25%至 4.5%之间不变，但 19 位官员中有 9 位预期今年将降息 50BP，4 位维持不变，4 位降息 25BP，2 位降息 75BP，大部分官员认为今年美联储将降息 50BP。根据 FedWatch 数据显示，市场预期，美联储最快于今年 6 月开始降息。考虑到今年外部环境不确定性较多，中国央行可能会等美联储降息后跟随降息，但降息幅度受到汇率、银行息差以及预留政策空间的制约。

**四是中国“两会”顺利结束，今年政策力度基本符合预期；官方称宏观政策还留有后手，预计年中以后可能会有增量政策出台。**根据今年“两会”公布的政府工作报告，今年的经济增长预期目标为 5%左右，赤字率 4%左右，赤字规模 5.66 万亿元（对应的名义 GDP 增速为 4.9%），超长期特别国债为 1.3 万亿元（其中，3000 亿元支持消费品以旧换新），特别国债 5000 亿元（用于支持国有大型银行补充资本金），专项债 4.4 万元（其中，8000 亿元用于化债）。除了超长期特别国债和特别国债的规模低于我们前期报告的预期，其他政策力度基本符合预期。根据 3 月 5 日，国新办吹风会提到，宏观经济政策还留有后手，将会依据形势变化动态调整、积极应对，预计年中以后很可能会出台更多增量政策以应对外部环境恶化。

**五是 Deepseek、宇树科技、新凯来等一批优秀企业的出现，以及 2・17 民营企业座谈会的召开，有效提振投资者信心，也为后续的产业政策指明方向。**一方面，在美国不断加码对中国科技制裁的背景下，Deepseek、宇树科技、新凯来的横空出世，标志着中国有能力逐步突破美国对中国的技术围堵。另一方面，2 月 17

日，时隔六年中央再度召开最高规格的民营企业座谈会，强调党和国家对民营经济发展的基本方针政策将一以贯之坚持和落实，要促进民营经济健康发展、高质量发展。北大汇丰智库展开的线上问卷调研结果显示，2·17 民营企业座谈会明显提振了企业家信心，有利于降低政策不确定性。实践经验表明，“政府力量+民企创新”的模式对支持 AI、半导体、机器人等产业发展的效果很好，将会是中国产业政策的发展方向。另外，今年以来，深圳、北京、广东、浙江、江苏、重庆等多地出台支持 AI+或具身智能相关产业的专项政策（见表 1），未来将会有更多省市跟进。

**表 1：2025 年以来，地方出台的关于 AI+或者具身智能的部分政策文件**

| 时间 | 政策 |
|---|---|
| 2025 年 1 月 23 日 | 《浙江省“人工智能+”行动计划（2025—2027 年）》 |
| 2025 年 2 月 14 日 | 《苏州市支持人工智能领域人才发展的若干措施》 |
| 2025 年 2 月 28 日 | 《北京具身智能科技创新与产业培育行动计划（2025—2027 年）》 |
| 2025 年 3 月 3 日 | 《深圳市具身智能机器人技术创新与产业发展行动计划（2025—2027 年）》 |
| 2025 年 3 月 10 日 | 《广东省推动人工智能与机器人产业创新发展若干政策措施》 |
| 2025 年 3 月 11 日 | 《重庆市人工智能赋能超大城市现代化治理行动计划（2025—2027 年）》 |

数据来源：公开资料整理，北大汇丰智库。

## 2. 对上半年经济增速的预测

如表 2 所示，预计 **2025 年一季度 GDP 当季同比为 5.2%**，经济开局将顺利实现“开门红”。一季度美国对中国加征关税的影响还在可控区间，预计 2025 年一季度出口增速（按美元计）仍有 2.6%。抢出口和政策利好支撑工业生产保持阶段性快速增长，但主要是以价换量，企业利润率承压。

从二季度开始，美国对中国加征关税的影响将开始显现，预计二季度出口增速（按美元计）将回落至-4.1%，将导致工业企业产能回落，预计规上工业增加值当季同比将降至4.0%，但政策料加码进一步支撑稳楼市，投资当季同比将升至4.7%，**预计二季度 GDP 当季同比为 4.8%**。

**表 2：对 2025 年一季度和二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 | 5.2%e | 5.6%e | 4.3%e | 4.4%e | 2.6%e |
| 2025q2 | 4.8%e | 4.0%e | 4.1%e | 4.7%e | -4.1%e |
| **累计同比** | | | | | |
| | GDP | 规上工业增加值 | 社消 | 固投 | 出口（按美元计） |
| 2025q1 | 5.2%e | 5.6%e | 4.3%e | 4.4%e | 2.6%e |
| 2025q2 | 5.0%e | 4.9%e | 4.2%e | 4.6%e | -0.9%e |

注：测算方式见附录，e 代表预测值。测算时间截至 2025 年 4 月 10 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 3 是 2025 年 1 月和 2 月主要的经济指标，整体来看，工业增加值增速超预期，前两个月累计贸易顺差创历史同期高位，投资和消费增速仍然偏弱，供过于求导致物价低位运行，经济整体仍处于以价换量的状态，企业利润率承压。

**生产方面**，抢出口和政策支持下，规上工业增加值增速处于较高水平；私企增加值增速回升，但可持续性存疑。**投资方面**，民间投资增速略有回升至 0%，基建和制造业投资增速处于高位，房地产投资增速降幅收窄。**消费方面**，汽车零售增速转负，粮油食品、体育娱乐、手机、家电、家具零售高增长。**出口方面**，机电产品出口增速仍有韧性，但对东盟的转口贸易增速明显回落。**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**，货币政策偏于保守，在稳汇率、稳息差、降成本之间权衡取舍，也为下半年外部环境不确定性预留政策空间；财政支出侧重民生和债务支出，基建支出增速转负。

**表 3：2025 年 1 月和 2 月主要经济指标汇总**

| 主要经济指标 | | 202412 | 202501 | 202502 |
|---|---|---|---|---|
| GDP 当季同比（%） | 实际值 | 5.4 | —— | —— |
| | Wind 预期值 | 5.0 | —— | —— |
| 工业增加值当月同比（%） | 实际值 | 6.2 | —— | 5.9 |
| | Wind 预期值 | 5.5 | —— | 5.1 |
| 固定资产投资累计同比（%） | 实际值 | 3.2 | —— | 4.1 |
| | Wind 预期值 | 3.4 | —— | 3.8 |
| 社会消费品零售当月同比（%） | 实际值 | 3.7 | —— | 4.0 |
| | Wind 预期值 | 3.5 | —— | 4.5 |
| 出口当月同比（美元计，%） | 实际值 | 10.7 | 6.0 | -3.0 |
| | Wind 预期值 | 7.1 | 1.5 | 5.1 |
| 进口当月同比（美元计，%） | 实际值 | 1.0 | -16.5 | 1.5 |
| | Wind 预期值 | -1.0 | -7.0 | 1.3 |
| 贸易差额当月值（亿美元） | 实际值 | 1046.4 | 1388.0 | 317.2 |
| 1 美元兑人民币汇率（月末值） | 实际值 | 7.299 | 7.265 | 7.284 |
| FDI 累计同比（美元计，%） | 实际值 | 30.5 | -15.1 | -21.4 |
| CPI 当月同比（%） | 实际值 | 0.1 | 0.5 | -0.7 |
| | Wind 预期值 | 0.1 | 0.5 | -0.4 |
| PPI 当月同比（%） | 实际值 | -2.3 | -2.3 | -2.2 |
| | Wind 预期值 | -2.3 | -2.1 | -2.1 |
| M2 同比（%） | 实际值 | 7.3 | 7.0 | 7.0 |
| | Wind 预期值 | 7.3 | 7.4 | 7.0 |
| M1 同比（%） | 实际值 | 1.2 | 0.4 | 0.1 |
| 新增人民币贷款当月值（亿元） | 实际值 | 9900.0 | 51300 | 10100.0 |
| | Wind 预期值 | 8430.0 | 43166.7 | 12430.0 |
| 社融新增当月值（亿元） | 实际值 | 28507.0 | 70546 | 22375.0 |
| | Wind 预期值 | 21147.4 | 65750 | 26500.0 |
| 一般公共预算收入累计同比（%） | 实际值 | 1.3 | —— | -1.6 |
| 一般公共预算支出累计同比（%） | 实际值 | 3.6 | —— | 3.4 |

注：2025 年 2 月工业增加值增速是 1-2 月合计增速，2025 年 2 月社会消费品零售增速也是 1-2 月合计增速。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

## 1. 四条主线

2025 年 1-2 月，中国宏观经济运行主要有以下四条主线：

**第一，政策支持下，房地产市场企稳回暖。**一方面，自 2024 年 9 月底以来的

一系列放松房地产调控的政策，对商品房和二手房销售有明显的提振作用，也带动了对家电、家具的消费需求。另一方面，2024 年 11 月起，重启土储专项债，叠加 2025 年政府工作报告中提出要持续推进城市更新和老旧小区改造，对房地产投资增速的企稳回升有支撑作用。在房地产市场回暖的预期下，钢厂也在积极扩产，但已经出现了明显的供给过剩，黑色系价格大幅下降。

**第二，汽车的投资、生产、海外市场乐观预期之间形成较好循环，数据上看，龙头企业对新能源汽车关税的影响偏乐观。**虽然汽车的国内零售增速转负，但汽车相关的投资和生产数据仍然保持较高增速，主要是新能源汽车企业对海外市场的发展前景较为乐观。据报道，2025 年比亚迪海外市场的销售目标为 80 万辆，较 2024 年 41.7 万辆的销量接近翻倍。在海外对新能源汽车补贴退坡、关税壁垒高企、特斯拉销量下滑的背景下，中国具有竞争力的新能源汽车反而有可能脱颖而出。

**第三，国内的产业政策重点支持电子设备、运输设备的投资、生产和终端产品零售形成正向循环，这是中国新经济的重要组成部分。**从数据上来看，电子设备、运输设备的投资、生产和相关终端产品的零售增长较快，主要受益于超长期特别国债对“两重两新”(国家重大战略实施、重点领域安全能力建设、设备更新、消费品以旧换新）的支持。电子设备、运输设备相关产品涉及到数字经济、机器人、低空经济、船舶、高铁、智能穿戴、手机、电脑、汽车等新经济的各个行业，是中国产业转型的方向，也是产业政策重点支持的领域。

**第四，抢出口支撑外向型劳动密集型产品和家电的生产阶段性景气，但未来可能会因关税政策受到较大冲击，企业已经开始采取措施应对关税扰动。**虽然 2025 年 1-2 月，中国的劳动密集型产品和家电出口增速回落，但劳动密集型产品和家电的生产仍然处于较快增长的状态，出口增速回落可能与春节假期扰动和高基数有关，3 月相关产品的出口增速可能会反弹。主要是一季度美国还未限制中国的转口贸易，这些产品仍存在抢出口效应。但考虑到美欧经济下行压力较大以及特朗普关税政策的不确定性，未来劳动密集型产品和家电出口将会受到较大冲击。

事实上，企业已经开始采取措施应对关税的不确定性，一方面，劳动密集型企业加快生产设备的自动化、智能化改造，降低成本。据报道，近期，印尼最大纺织巨头 Sritex 倒闭，主要原因是中国自动化设备生产的纺织品价格比印尼还便宜。

另一方面，根据北大汇丰智库展开的线上问卷调研结果显示，尽管海外不确定性较大，超过六成的制造业民企表示，仍将积极开拓全球市场。

## 2. 生产：出口是支撑产能扩张的主要因素之一

2025 年 1-2 月，规上工业增加值增速为 5.9%，高于 Wind 一致预期的 5.1%。工业生产主要有以下特点：

**第一，受新能源汽车出口景气的影响，汽车制造和电机制造增加值增速保持两位数以上高位。**今年以来，特斯拉在欧洲、加拿大等地的销量明显下滑，为中国新能源汽车开拓海外市场带来机遇，支撑汽车制造以及中游的电机制造增速处于高位。2025 年 1-2 月，中国新能源汽车出口增长 54.5%，2024 年 12 月为 19.8%。如表 4 所示，2025 年 1-2 月，汽车增加值增速为 12.0%，2024 年 12 月为 17.7%；电气机械和器材制造业增加值增速为 12.0%，2024 年 12 月为 9.2%。

**第二，与外向型劳动密集型产品和家电相关的化工、纺织、橡胶塑料、金属制品的增加值增速保持较强韧性，可能与抢出口有关。**今年一季度，虽然特朗普对中国出口美国商品加征 20%的关税，但是对东南亚等转口贸易暂未加征关税，化工、纺织、橡胶塑料、金属制品相关产品的产能仍处于高位，这些是外向型劳动密集型产品和家电的重要原材料。虽然劳动密集型产品的出口增速回落，但国内相关工厂暂未收缩产能，可能由于春节假期影响出口清关，今年 2 月的新出口订单 PMI 指数没有出现明显下滑。如表 4 所示，2025 年 1-2 月，化学原料和化学制品制造业增加值增速为 9.5%, 2024 年 12 月为 9.4%; 纺织业增加值增速为 7.0%, 2024 年 12 月为 4.6%; 橡胶和塑料制品业增加值增速为 8.9%, 2024 年 12 月为 9.7%; 金属制品业增加值增速为 11.5%，2024 年 12 月为 11.5%。2025 年 2 月，新出口订单 PMI 指数为 48.6%，2025 年 1 月为 46.4%，2024 年 12 月为 48.3%。

**表 4：19 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 | 5.4% | 化学原料和化学制品制造业 | 9.5% | 通用设备制造业 | 9.5% | 农副食品加工业 | 8.3% | 医药制造业 | 0.1% |
| 石油和天然气开采业 | 0.9% | 橡胶和塑料制品业 | 8.9% | 专用设备制造业 | 3.8% | 食品制造业 | 5.2% | 汽车制造业 | 12.0% |
| | | 非金属矿物制品业 | -2.1% | 电气机械和器材制造业 | 12.0% | 酒、饮料和精制茶制造业 | 3.9% | 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业 | 20.8% |
| | | 黑色金属冶炼和压延加工业 | 5.7% | | | 纺织业 | 7.0% | 计算机、通信和其他电子设备制造业 | 10.6% |
| | | 有色金属冶炼和压延加工业 | 6.6% | | | | | | |
| | | 金属制品业 | 11.5% | | | | | | |

注：表格中数值是 2025 年 1-2 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 1-2 月至 2025 年 1-2 月不同行业工业增加值的当月同比（1-2 月除外）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，超长期特别国债发行对通用设备制造、运输设备制造、电子设备制造的增加值增速有一定的支撑作用。**2024 年安排了 1 万亿元的超长期特别国债支持“两重两新”（国家重大战略实施、重点领域安全能力建设、设备更新、消费品以旧换新），前期投资对今年的通用设备制造、运输设备制造、电子设备制造的产能扩张有一定支撑作用，2025 年还有 1.3 万亿元的超长期特别国债发行，将继续支撑相关行业的投资-生产的链条传导。如表 4 所示，2025 年 1-2 月，通用设备制造业增加值增速为 9.5%，2024 年 12 月为 7.7%；铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增加值增速为 20.8%，2024 年 12 月为 10.6%；计算机、通信和其他电子设备制造业增加值增速为 10.6%，2024 年 12 月为 8.7%。

**第四，私企增加值增速回升，但可持续性存疑。**主要是新能源汽车出口景气和抢出口，促使私企阶段性扩产，但是由于特朗普的关税政策不确定性较大，私企增加值增速的回升缺乏持续性。如图 2 所示，2025 年 1-2 月，私企增加值增速为 6.7%，2024 年 12 月为 5.7%。

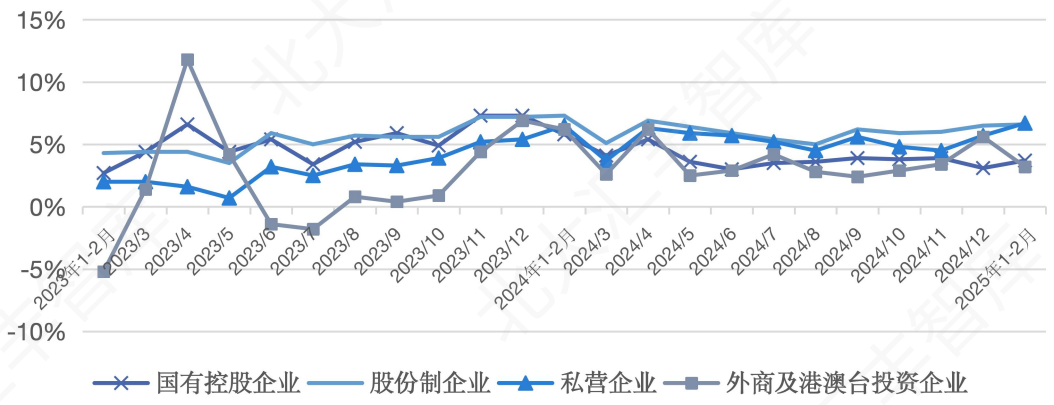



**图 2：按经济类型划分的规模以上工业增加值增速**

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

**第五，国企增加值增速偏弱，主要受电力热力燃气水生产疲软的拖累。**由于 2024 年末至 2025 年初的冬季气温相对往年偏高，发电需求不足，导致电力热力燃气水的增加值疲软，但采矿业增加值增速明显反弹，对国企业增加值增速有一定支撑。如图 2 和图 3 所示，2025 年 1-2 月，国企增加值增速为 3.7%，2024 年 12 月为 3.1%；采矿业增加值增速为 4.3%，2024 年 12 月为 2.4%；电力热力燃气水增加值增速为 1.1%，2024 年 12 月为 1.1%。

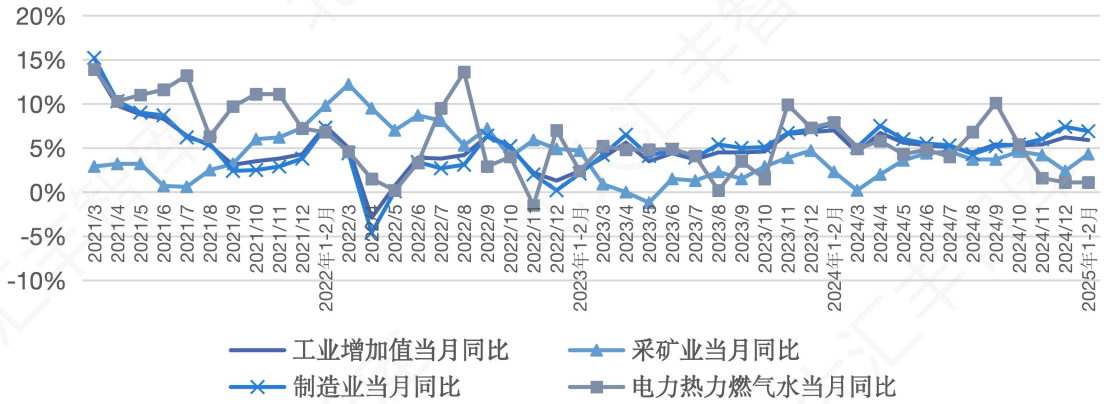



**图 3：规模以上工业增加值增速**

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

**第六，工业企业扩产主要是通过以价换量，工业企业利润率承压。**虽然工业增加值增速仍处于较高水平，但 PPI 同比仍然负增长，工业企业通过降价促销，一旦需求出现收缩，企业的利润率势必回落，在全球经济下行的背景下，以价换量策略难有可持续性。2025 年 1-2 月，工业企业营业收入利润率为 4.53%，明显低

于 2024 年 1-12 月的 5.39%。

**第七，城镇调查失业率小幅上升至 5.4%，AI 对劳动力的替代将对就业构成挑战。**2025 年 2 月，城镇调查失业率为 5.4%，较 2025 年 1 月增加 0.2 个百分点。同时，不同年龄层的劳动力失业率均有上升。2025 年 2 月，不含在校生的 16 至 24 岁、25 至 29 岁、30 至 59 岁劳动力的城镇调查失业率分别为 16.9%、7.3%、4.3%，较 2025 年 1 月分别增加 0.8、0.4、0.3 个百分点。目前的就业形势难言乐观，AI 对劳动力的替代将会使得就业形势更加严峻。虽然自动化、智能化技术的运用可以大幅提高生产效率和降低成本，但带来的失业问题应予以关注。

## 3. 投资：制造业、基建和房地产投资增速都有所回升

2025 年 1-2 月，固定资产投资增速为 4.1%，高于 Wind 一致预期的 3.8%。投资主要有以下特点：

**第一，民间投资增速略有回升，主要是民间投资中的房地产投资增速略有起色。**如图 4 所示，2025 年 1-2 月，民间投资增速为 0%，2024 年 1-12 月为-0.1%；扣除房地产后的民间投资增速为 6.0%，2024 年 1-12 月为 6.0%。假设房地产占民间投资的比例为 20%，那么，据测算，2025 年 1-2 月，民间投资中的房地产投资增速为-24.0%，2024 年 1-12 月为-24.5%。由于 2024 年 10 月下旬以后的一系列稳楼市政策改善了商品房销售，民营房地产企业的投资增速有所好转。今年 2・17 民营企业座谈会对民企投资意愿的影响，仍有待观察。

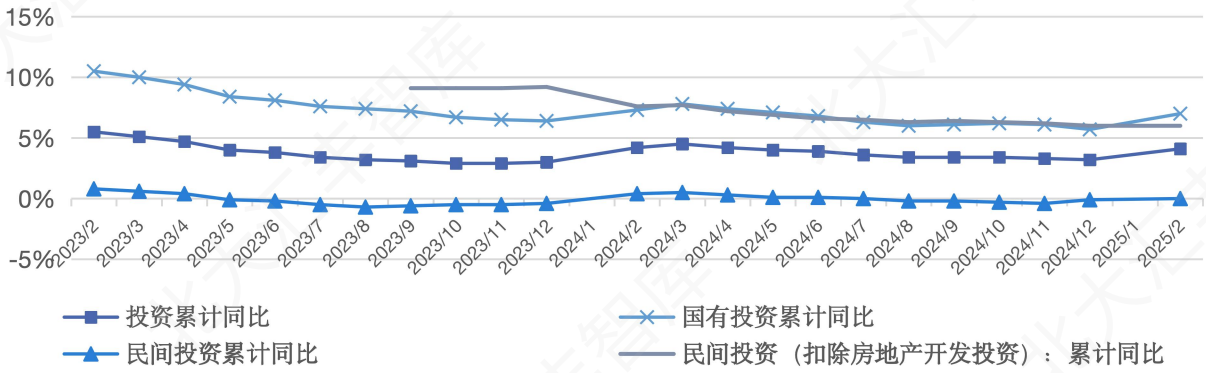



**图 4：固定资产投资增速**

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，汽车产业链的上游和下游投资增长较快，中游电机投资增速降幅扩大。**上游有色投资增速高位放缓，主要是铜价处于高位攀升，但碳酸锂价格处于低位、没有明显起色。中游电机投资增速降幅扩大，主要是碳酸锂价格偏低。下游汽车制造投资增速大幅反弹，与海外新能源汽车市场零售景气和乐观预期有关。如表 5 所示，2025 年 1-2 月，有色金属冶炼和压延加工业投资增速为 16.1%，2024 年 1-12 月为 24.2%；电气机械和器材制造业投资增速为-8.6%，2024 年 1-12 月为-3.9%；汽车制造业投资增速为 27.0%，2024 年 1-12 月为 7.5%。

**第三，超长期特别国债对通用设备制造、运输设备制造、电子设备制造的投资增速有明显支撑，未来还将进一步转化为产能。**今年的 1.3 万亿超长期特别国债，其中，2000 亿元确定用于设备更新，对通用设备制造、运输设备制造、电子设备制造的投资增速还有支撑。如表 5 所示，2025 年 1-2 月，通用设备制造业投资增速为 21.6%，2024 年 1-12 月为 15.5%；铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业投资增速为 37.3%，2024 年 1-12 月为 34.9%；计算机、通信和其他电子设备制造业投资增速为 9.6%，2024 年 1-12 月为 12.0%。

**表 5：13 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 | 6.0% | 通用设备制造业 | 21.6% | 农副食品加工业 | 17.4% | 医药制造业 | 3.5% |
| 有色金属冶炼和压延加工业 | 16.1% | 专用设备制造业 | 9.0% | 食品制造业 | 21.0% | 汽车制造业 | 27.0% |
| 金属制品业 | 10.8% | 电气机械和器材制造业 | -8.6% | 纺织业 | 13.6% | 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业 | 37.3% |
| | | | | | | 计算机、通信和其他电子设备制造业 | 9.6% |

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，下游劳动密集型制造业投资增速处于高位，旨在通过设备升级降成本，未来可能会导致更多的机器替代人工。**一方面，对于主要靠内销的劳动密集型产业，比如食品、农副食品等，加大设备升级投资力度降成本可以应对内需不足。另一方面，对于主要靠出口的劳动密集型产业，比如服装、纺织等，加大设备升级投资力度降成本可以有效应对关税风险。据报道，近期，印尼最大纺织巨头 Sritex

倒闭，主要是中国的自动化浪潮导致印尼的纺织品价格没有竞争优势。但是，设备升级是把“双刃剑”，未来随着机器对人工的进一步替代，结构性失业问题需要高度关注。如表 5 所示，2025 年 1-2 月，农副食品加工业投资增速为 17.4%，2024 年 1-12 月为 18.0%；食品制造业投资增速为 21.0%，2024 年 1-12 月为 22.9%；纺织业投资增速为 13.6%，2024 年 1-12 月为 15.6%。

**第五，超长期特别国债和专项债发行对基建投资有支撑。**通过整理财政部的公开资料，今年初至 2025 年 3 月 20 日，财政部共发行超长期特别国债 4880 亿元，占 1.3 万亿额度的 37.5%。据专项债券信息网，今年初至 2025 年 3 月 19 日，新增专项债发行 6873.6 亿元，占 4.4 万亿额度的 15.6%。超长期特别国债和专项债合计发行超过 1 万亿，对基建投资有一定的支撑作用。如图 5 所示，2025 年 1-2 月，基建投资增速为 9.9%，2024 年 12 月为 7.5%。

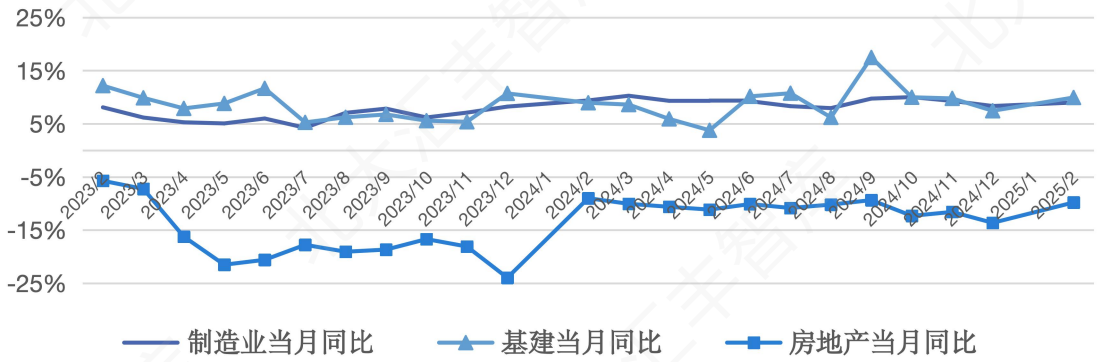



**图 5：制造业、基建和房地产投资增速**

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

**第六，房地产投资增速有企稳回升的迹象，房企在政策窗口期积极去库存。**根据买地-开发-施工-竣工-销售-回款的链条来看，商品房的零售数据明显好转，改善房企的资金流，但房企拿到钱后并未买地和开发新楼盘，主要是在加快在建楼盘的施工，积极保交楼和去库存。2025 年 1-2 月，商品房新开工面积、施工面积、竣工面积、销售面积、销售额、到位资金增速分别为-29.6%、-9.1%、-15.6%、-5.1%、-2.6%、-3.6%，较 2024 年 1-12 月分别减少 6.6、增加 3.6、增加 12.1、增加 7.8、增加 14.5、增加 13.4 个百分点。2025 年 1 月和 2 月，100 大中城市土地成交面积同比分别-11.8%和-2.5%，2024 年 12 月为-3.4%。

## 4. 消费：必选、文娱和耐用品零售是亮点

2025 年 1-2 月，社会消费品零售总额增速为 4.0%，低于 Wind 一致预期的 4.5%。消费主要有以下特点：

**第一，汽车零售增速超预期回落，是拖累消费增速的主因，主要是持续的汽车促销政策透支大量购车需求，车企通过激烈的价格战刺激需求。**自 2020 年以来，汽车零售占限额以上商品零售总额的比例维持在 29%左右。现有的汽车购置税优惠和消费品以旧换新政策主要针对新能源汽车，加速新能源汽车对油车的替代，而且这些政策自 2024 年初开始实施已经一年多，大量透支购车需求，车企不得不通过激烈的价格战刺激居民的购车需求。如图 6 示，2025 年 1-2 月，汽车零售增速为-4.4%，2024 年 12 月为 0.5%。

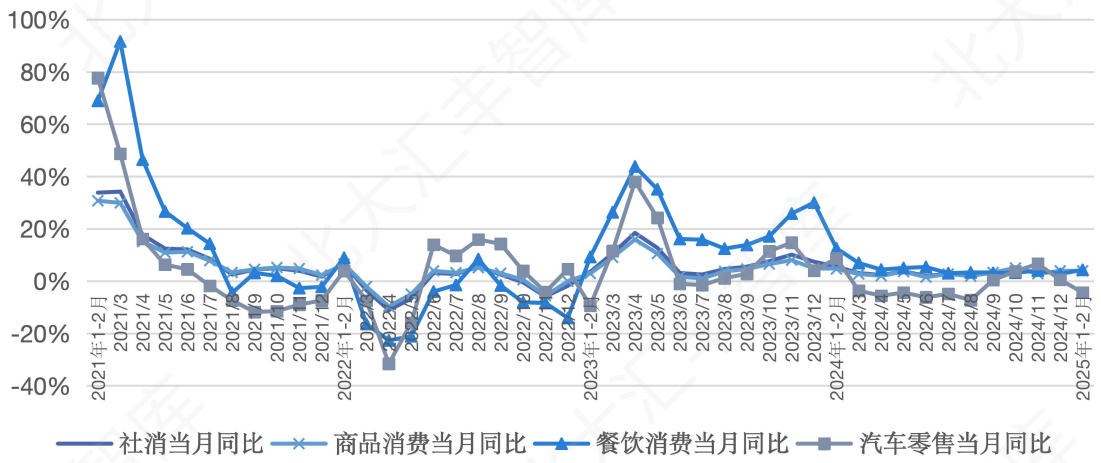



**图 6：社会消费品零售总额当月增速**

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

**第二，必选消费中只有粮油食品的增速维持在高位。**粮油食品、饮料、服装鞋帽三类必选消费中，只有粮油食品的消费增速遥遥领先。在春节期间，服装鞋帽的消费增速虽然有所反弹，但依然偏弱，说明居民买衣服更重注性价比；饮料的消费增速进一步回落，可能现做饮品更受到欢迎；粮油食品的消费增速自 2024 年初以来，持续处于较高水平，说明居民更偏好在家吃饭，这可能也是餐饮消费增速持续低迷的原因之一。如图 7 所示，2025 年 1-2 月，粮油食品消费增速为 11.5%，2024 年 12 月为 9.9%；饮料类消费增速为-2.6%，2024 年 12 月为 2.1%；服装鞋帽、针、纺织品类消费增速为 3.3%，2024 年 12 月为 0.3%。

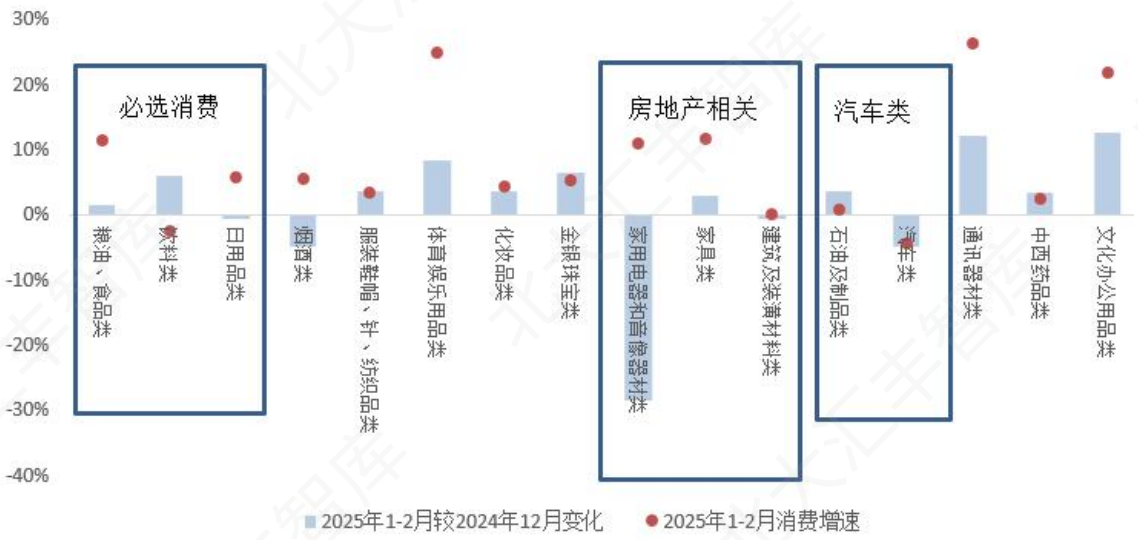



**图 7：15 个细分行业消费增速**

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

**第三，春节假期在不同程度上刺激了化妆品、金银珠宝、体育娱乐等可选消费，其中，体验类的体育娱乐消费是亮点。**如图 7 所示，2025 年 1-2 月，体育娱乐消费增速为 25.0%，2024 年 12 月为 16.7%；化妆品类消费增速为 4.4%，2024 年 12 月为 0.8%；金银珠宝类消费增速为 5.4%，2024 年 12 月为-1.0%。化妆品、金银珠宝的消费增速有所反弹，但谈不上惊艳，说明居民对高奢化妆品、金银珠宝的热度有限。体育娱乐的消费增长迅速，这与 2025 年春节档的高票房收入一致，说明居民更喜欢能够带来精神上愉悦感受的消费。

**第四，受消费品以旧换新政策支持的手机、家具、家电、办公用品消费增速很强。**如图 7 所示，2025 年 1-2 月，通讯器材类消费增速为 26.2%，2024 年 12 月为 14.0%；家具类消费增速为 11.7%，2024 年 12 月为 8.8%；家用电器和音像器材类消费增速为 10.9%，2024 年 12 月为 39.3%；文化办公用品类消费增速为 21.8%，2024 年 12 月为 9.1%。今年政府计划发行 3000 亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新，按照去年 1500 亿元拉动 1.3 万亿元的耐用品消费计算，预计今年可以拉动 2.6 万亿元耐用品消费，这将继续支持多数耐用品消费增速处于高位。

## 5. 外贸：对东盟转口贸易走弱

按美元计，2025 年 1-2 月，出口增速为 2.3%。出口主要有以下特点：

**第一，对美国的出口增速虽然回落，但仍然正增长，没有预期中的弱，对美国的机电产品出口仍有较强韧性。**2025 年 1-2 月，中国对美国出口 755.6 亿美元，占中国出口的 14.0%；增速为 2.9%，2024 年 12 月为 15.6%。在经历去年 12 月的抢出口后，今年 2 月初，美国对中国加征 10%关税，导致中国对美国出口增速回落。如图 8 和图 9 所示，从对美国出口结构来看，对美国的矿产品和贱金属、工业原材料、劳动密集型产品出口增速转负，但农产品和食品饮料、机电产品的出口增速仍然正增长。2025 年 1-2 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 7.7%、-2.9%、-2.0%、-2.7%、6.6%，较 2024 年 12 月分别减少 22.9、12.8、24.1、16.9、10.4 个百分点。

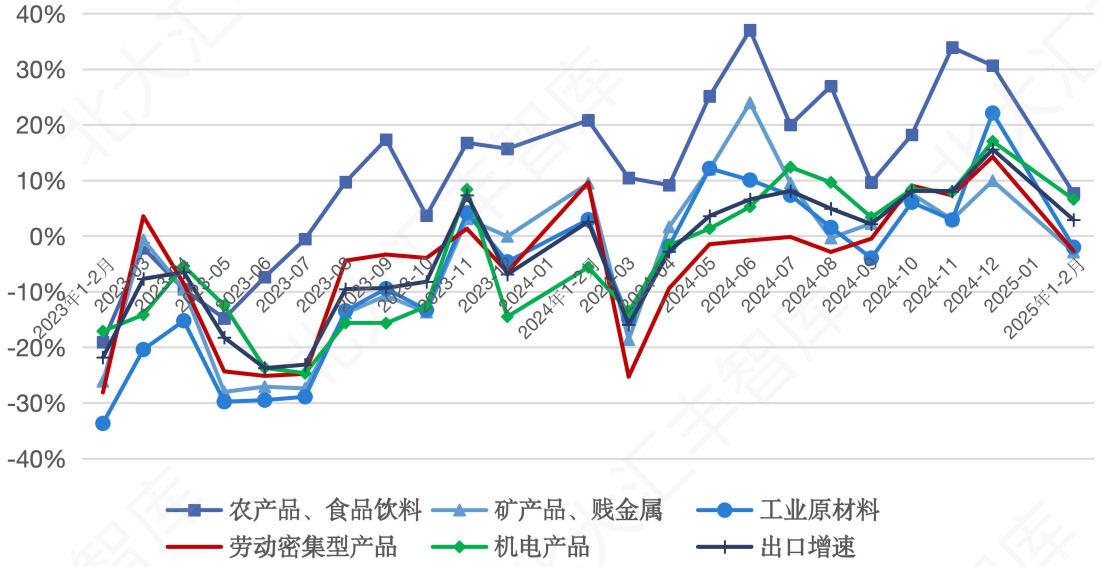



**图 8：中国对美国不同类型商品的出口增速（按美元计）**

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。

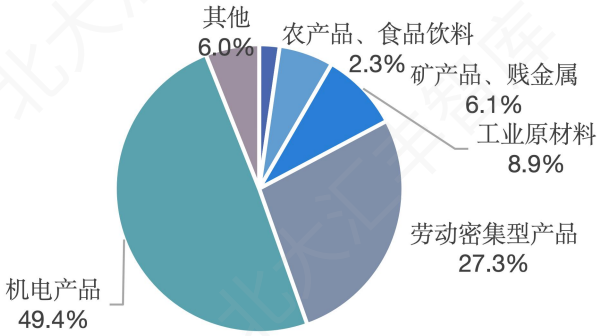



**图 9：2025 年 1-2 月中国对美国出口产品结构（按美元计）**

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

**第二，对东盟出口增速虽然正增长，但没有预期中的强，只有机电产品保持较高增速。**2025 年 1-2 月，中国对东盟出口 871.9 亿美元，占中国出口的 16.1%；增速为 5.4%，2024 年 12 月为 18.9%。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仍在两位数高位，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、劳动密集型产品的出口增速转负。2025 年 1-2 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-4.8%、-2.3%、-0.7%、-19.1%、18.1%，较 2024 年 12 月分别减少 14.4、6.2、12.9、22.6、15.3 个百分点。

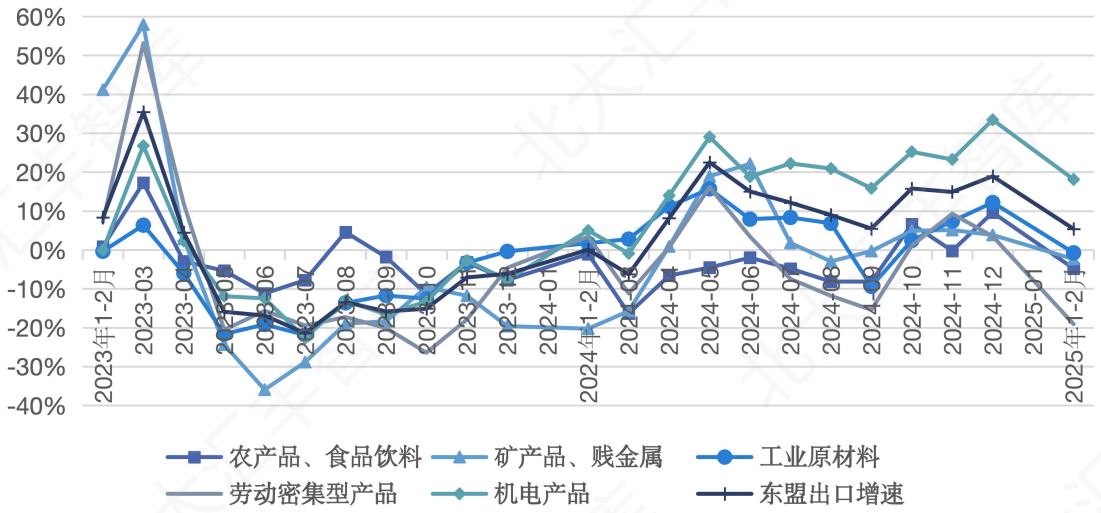



**图 10：中国对东盟七国不同类型商品的出口增速（按美元计）**

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。

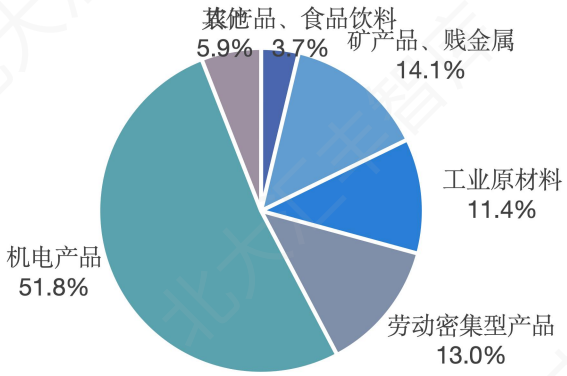



**图 11：2025 年 1-2 月中国对东盟七国出口产品结构（按美元计）**
数据来源：Wind，北大汇丰智库。

**第三，对欧盟的出口增速偏弱，与欧盟经济增长乏力有关。**如图 12 和图 13 所示，2025 年 1-2 月，中国对欧盟出口 790.5 亿美元，占中国出口的 14.6%；增速为 1.0%，2024 年 12 月为 8.8%。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 6.0%、-1.2%、2.0%、-5.0%、0.7%，较 2024 年 12 月分别减少 10.5、17.7、4.1、14.2、6.2 个百分点，基本上都回到了 2024 年中旬以前的水平。德国、法国官方对 2025 年经济增速的预期都不乐观，欧盟经济深陷债务、通胀的泥潭，特朗普还威胁要对欧盟加征关税，或许中欧贸易未来将有更多合作空间。

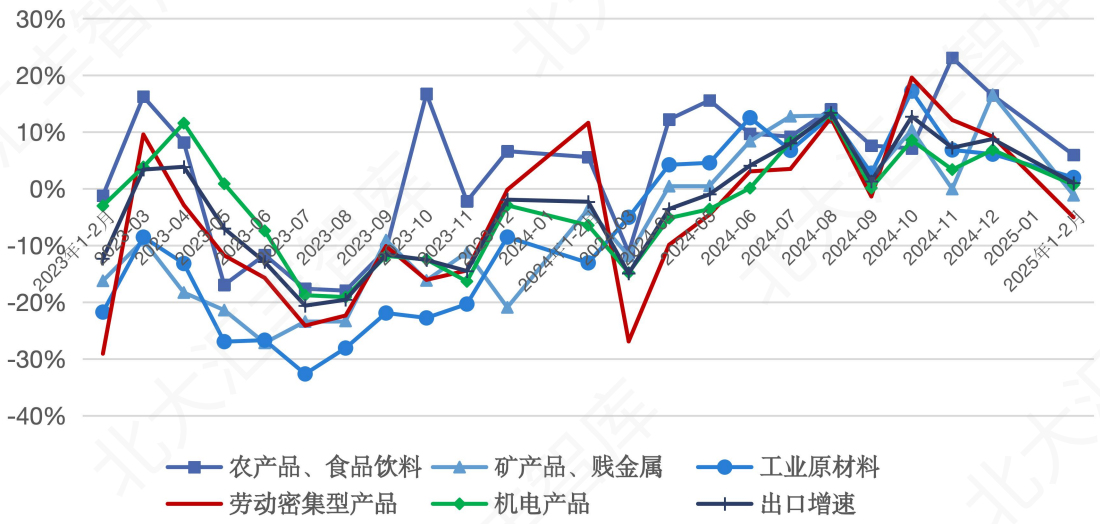



**图 12：中国对欧盟不同类型商品的出口增速（按美元计）**
数据来源：Wind，北大汇丰智库。

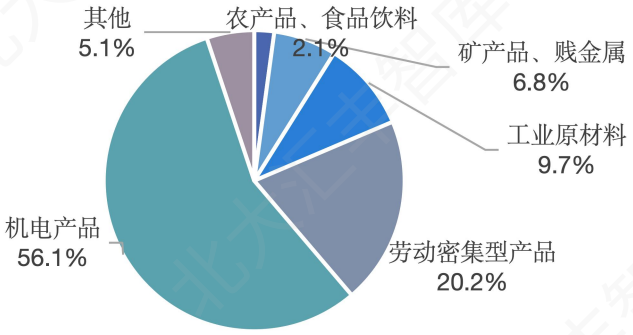



**图 13：2025 年 1-2 月中国对欧盟出口产品结构（按美元计）**

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

**第四，新兴市场中，中国对亚洲（除东盟、日韩）、非洲的出口占比有所上升。**如图 14 所示，按累计值占比计算，2025 年 1-2 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%、16.1%、7.8%、5.3%、3.6%，较 2024 年 1-12 月分别增加 0.9、减少 0.3、增加 0.1、增加 0.3、减少 0.4 个百分点。其中，中国对亚洲（非东盟）的出口占比增加主要来自对印度、阿联酋、沙特的出口占比增加。按累计值占比计算，2025 年 1-2 月，中国对印度、阿联酋、沙特的出口占比分别为 3.9%、2.0%、1.5%，较 2024 年 1-12 月分别增加 0.5、0.2、0.1 个百分点。在美国对中国加征关税之后，中国的外贸商加大了对亚洲（除东盟、日韩）、非洲市场的开拓，这一现象是否有持续性有待观察。

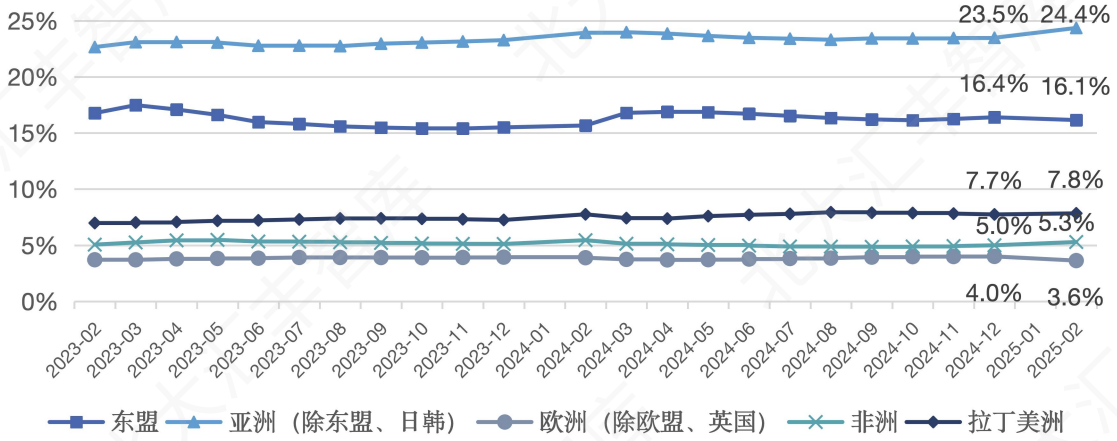



**图 14：中国对新兴市场的累计出口占比（按美元计）**

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，出口的机电产品中，自动数据处理设备及其零部件、集成电路出口增速强劲，家电、通用机械设备、汽车、船舶的出口增速回落，手机增速降幅收窄。**如图 15 所示，2025 年 1-2 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-3.6%、10.1%、6.0%、11.0%、-2.3%、2.5%、2.4%，分别较 2024 年 12 月增加 12.2、增加 0.6、减少 8.1、增加 5.7、减少 31.3、减少 9.6、减少 8.1 个百分点。

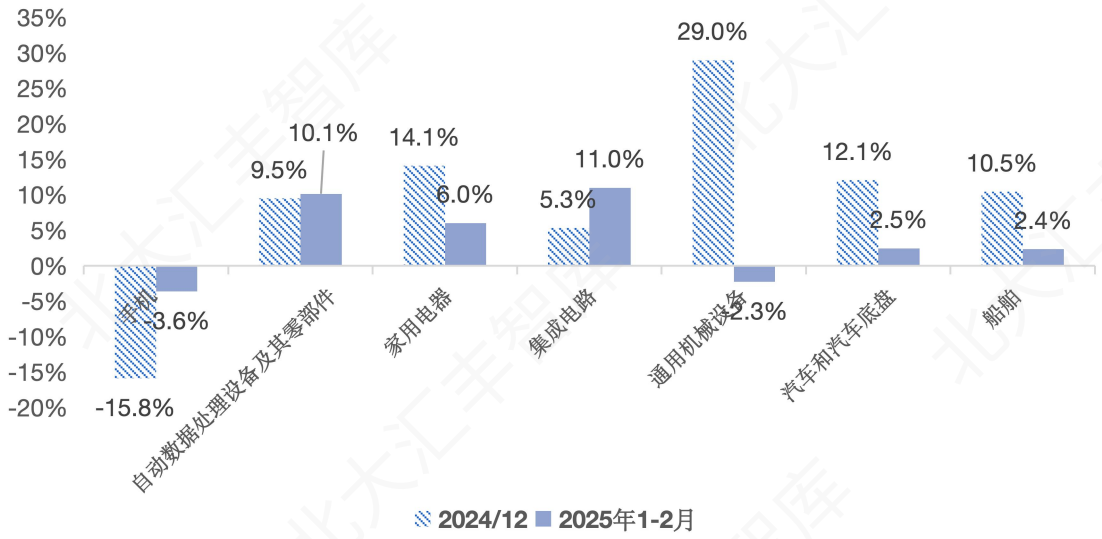



**图 15：2025 年 1-2 月中国主要出口的机电产品增速（按美元计）**
数据来源：Wind，北大汇丰智库。

按美元计，2025 年 1-2 月，进口增速为-8.4%。进口主要有以下特点：

**第一，中国对美国和中国台湾的进口正增长，主要是中企仍需从美国和中国台湾进口部分高科技产品；对大部分国家的进口增速负增长，与国内需求不足和国产替代有关。**如图 16 所示，2025 年 1-2 月，中国对美国的进口增速为 1.4%、欧盟-5.4%、日本-5.1%、韩国-0.6%、东盟-0.8%、印度-29.3%、俄罗斯-2.3%、非洲-10.6%、中国台湾 8.7%、巴西-33.4%。一方面，中国内需疲软，进口需求不足；另一方面，居民消费更加理性，对国货品牌的认可度上升，也在一定程度上加速了进口替代。但先进的 AI 芯片、设备等高科技产品仍需从美国和中国台湾进口。

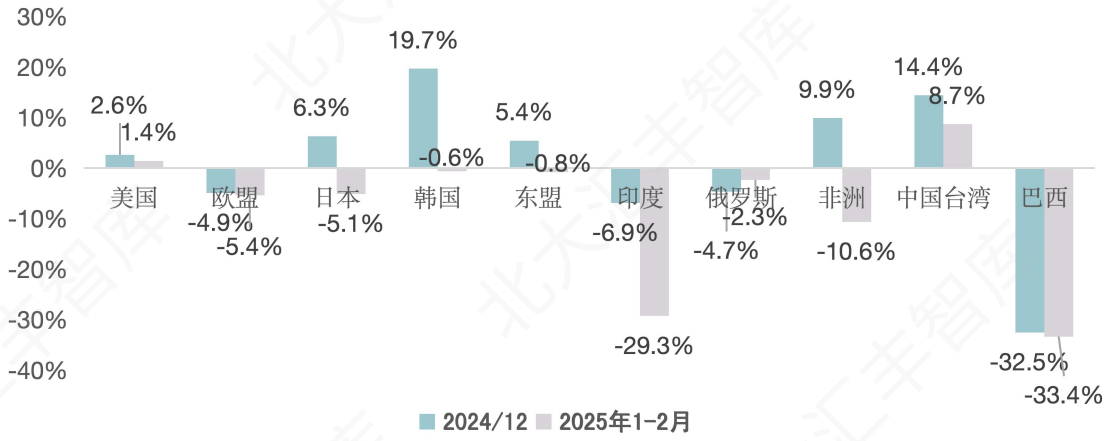



**图 16：2025 年 1-2 月中国对主要国家的进口增速（按美元计）**

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

**第二，分产品类型看，对农产品、铁矿石和原油的进口增速低迷，机电产品（海关口径）的进口增速低位正增长。**如图 17 所示，2025 年 1-2 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-14.6%、-30.7%、-9.3%、1.4%，较 2024 年 12 月减少 2.5、减少 11.6、增加 6.1、减少 6.8 个百分点。由于去年底到今年初天气暖和，国内农产品供应充足，加上中国限制了对美国、加拿大等国的农产品进口，所以，对农产品进口增速低迷。铁矿石和原油的进口增速疲软，与内需不足以及产业转型有关。机电产品（海关口径）进口增速仍然正增长，虽然美国限制对中国出口先进半导体，但国内 AI 产业的快速发展，仍然需要进口台积电、英伟达等生产的芯片。

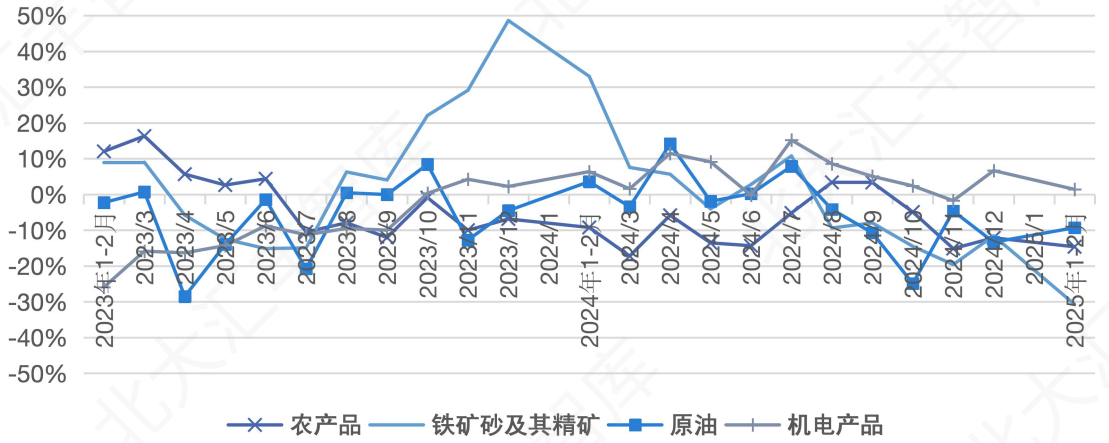



**图 17：2025 年 1-2 月中国对主要产品的进口增速（按美元计）**

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：美元指数走弱缓解人民币汇率贬值压力

2025 年 1-2 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（1 美元兑人民币汇率）升值幅度远低于美元指数降幅，人民币汇率只是缓解了贬值压力，不算特别强势。**如图 18 所示，2025 年 3 月 21 日，人民币汇率为 7.25，较 2024 年 12 月 31 日升值 0.7%；人民币中间价位 7.18，较 2024 年 12 月 31 日升值 0.2%；美元指数为 103.8，较 2024 年 12 月 31 日下降 4.0%。今年以来，由于特朗普的关税政策导致美国经济走弱，以及欧盟扩大财政支出，导致美元指数走弱。但人民币汇率升值的幅度远低于美元指数贬值的幅度，国际资本对买入人民币资产仍有较大顾虑。不过，美元指数走弱，确实大幅缓解了人民币汇率的贬值压力。

**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 增速的降幅较 2024 年有所收窄，但增速依然低迷。**根据商务部口径，2025 年 1 月和 1-2 月，实际使用外资 133.5 和 235.3 亿美元（人民币折算），同比为-15.1%和-21.4%，2024 年 1-12 月为-30.5%。FDI 降幅虽然较 2024 年有所收窄，但仍处于较低水平。2025 年 2 月 17 日，商务部、国家发展改革委发布《2025 年稳外资行动方案》，扩大电信、医疗、教育等服务业开放试点，进一步吸引外资。在美国加码限制与中国的双向投资的背景下，中国进一步扩大服务业开放，向全球投资者坚定表达支持全球化的态度。2025 年 2 月 21 日，美国白宫发布“美国第

一”投资政策备忘录，阻止与中国相关的个人“收购美国关键企业和资产”，限制“对美国技术、关键基础设施、农业、能源等战略部门投资”，同时“考虑对美国向中国的半导体、人工智能、量子技术、生物技术等相关领域投资实施新的或扩大的限制”。今后国际资本可能要明确在中美之间选边站，国际资本流动不再只考虑经济利益，中国吸引外资的难度加大。

**第三，从外资短期投资来看，外资从今年 2 月起，转为增持人民币股票和债券。**2025 年 1 月和 2 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 371 和流入 23 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减持 76.6 和增持 9.3 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 294.4 和增持 13.7 亿美元。

## 7. 物价：CPI 和 PPI 增速低迷

如图 19 所示，为排除春节扰动，考虑 2025 年 1-2 月累计同比增速与 2024 年 12 月增速的对比，CPI 同比的变化主要有以下特点：

**第一，CPI 同比的走弱主要由于食品价格走弱，核心 CPI 同比基本保持稳定，零售油价回升。**2025 年 1-2 月，CPI、核心 CPI 同比分别为-0.1%、0.3%，较 2024 年 12 月分别减少 0.2、减少 0.1 个百分点；食品、交通工具用燃料价格同比分别为-1.5%、-0.9%，较 2024 年 12 月分别减少 1.0、增加 3.1 个百分点。

**第二，受猪肉和鲜菜价格回落影响，食品价格同比回落。**由于今年前两月天气较暖和、运输便利，猪肉和鲜菜的供应充足，食品价格同比回落；但非食品价格基本稳定。2025 年 1-2 月，食品、非食品的 CPI 同比分别为-1.5%、0.2%，较 2024 年 12 月分别减少 1.0 个百分点、持平。食品中，鲜菜、猪肉的 CPI 同比分别为-5.5%、8.8%，较 2024 年 12 月分别减少 6.0、3.7 个百分点。

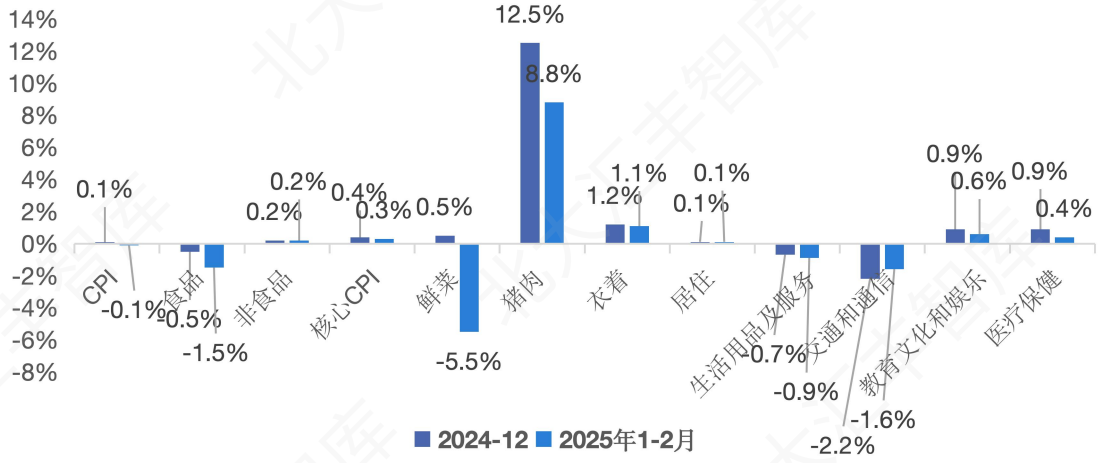



**图 19：CPI 当月同比**

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

2025 年 1 月和 2 月，PPI 同比分别为-2.3%和-2.2%。如表 6 所示，PPI 主要有以下特点：

**第一，煤炭开采和黑色系价格大幅下降，主要是供给过剩，要控制煤炭企业和钢厂的生产总量。**结合生产端的数据来看，今年 1 月和 2 月，煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼和压延加工业增加值增速分别为 5.4%、5.7%，都处于较快增长水平，没有因为春节假期出现明显减产。但是，煤炭开采和黑色系的需求都很弱。一方面，今年天气暖和以及新能源发电大量装机，煤炭需求不足。另一方面，房地产相关数据虽然有所反弹，但房地产仍处于筑底阶段，对建材的需求有限，钢厂扩产可能是由房地产市场回暖的预期驱动。而且，2 月 10 日，美国对所有国家的钢、铝进口加征 25%关税，进一步打击钢铁的出口。煤炭企业和钢厂阶段性的扩产将会导致企业亏损，也不利于 PPI 价格回升，需要控制煤炭企业和钢厂的生产总量。2025 年 2 月，煤炭开采和洗选业、黑色金属矿采选业、黑色金属冶炼和压延加工业价格同比分别为-12.5%、-13.2%、-10.6%。

**表 6：30 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 | -12.5% | 木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业 | -2.1% | 通用设备制造业 | -1.1% | 农副食品加工业 | -4.2% | 医药制造业 | -1.0% |
| 石油和天然气开采业 | -3.3% | 石油、煤炭及其他燃料加工业 | -5.5% | | | 食品制造业 | -1.7% | 汽车制造业 | -3.1% |
| 黑色金属矿采选业 | -13.2% | 化学原料和化学制品制造业 | -3.6% | | | 酒、饮料和精制茶制造业 | -1.0% | 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业 | 0.4% |
| 有色金属矿采选业 | 21.2% | 化学纤维制造业 | -4.0% | | | 烟草制品业 | 0.6% | 计算机、通信和其他电子设备制造业 | -1.8% |
| 非金属矿采选业 | -0.3% | 橡胶和塑料制品业 | -1.4% | | | 纺织业 | -2.1% | 电力、热力生产和供应业 | -0.8% |
| | | 非金属矿物制品业 | -3.5% | | | 纺织服装、服饰业 | -0.2% | 燃气生产和供应业 | -1.5% |
| | | 黑色金属冶炼和压延加工业 | -10.6% | | | 造纸和纸制品业 | -2.5% | 水的生产和供应业 | 1.0% |
| | | 有色金属冶炼和压延加工业 | 9.5% | | | 印刷和记录媒介复制业 | -1.6% | | |
| | | 金属制品业 | -2.1% | | | | | | |

注：表格中数值是 2 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 1 月至 2025 年 2 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，有色系价格仍处于高位，与新能源汽车制造需求旺盛以及中国限制部分稀有金属出口有关。**一方面，新能源汽车积极扩产，对铜的需求旺盛；另一方面，2 月 4 日，中国对仲钨酸铵等 25 种稀有金属产品及其技术实施出口管制，进一步推高有色金属价格。另外，国内有色金属的产能扩张保持平稳，有色金属仍处于供不应求的状态。2025 年 2 月，有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业价格同比分别为 21.2%、9.5%。

## 8. 政策：宏观政策为下半年外部不确定性留有空间

2025 年一季度，货币政策的主要特点如下：

**第一，政策目标利率维持不变，银行间流动性紧平衡。**2025 年一季度，LPR1 年期和 5 年期利率分别为 3.1%和 3.6%，维持不变。DR007 利率在 1 月中下旬和 2 月中下旬出现阶段性高于 2%的水平，主要是一季度央行没有降息降准操作，公开市场以保持紧平衡为主，加上政府债券大量发行抽走部分流动性，导致银行间流动性出现阶段性紧张。

**第二，从 1 月和 2 月的金融数据来看，M2 增速没有明显起色，修改口径后的 M1 增速仍然低迷，新增人民币贷款主要流向企业，新增社融较去年同期的增量主要来自政府债券。**一方面，在 2024 年 9 月底新政后，新增居民中长期贷款数据明显改善，但 2025 年 2 月转负，居民又开始偿还中长期贷款。居民的融资意愿低迷，主要是收入的不确定性以及自身杠杆水平较高。另一方面，企业端的加杠杆可能来自开年冲量，考虑到 M1 增速低迷，企业大规模投资扩产的概率偏低，企业加杠杆可持续性存疑。整体来看，居民和企业的融资意愿不足，金融数据难有亮眼表现。

**第三，货币政策偏于保守，在稳汇率、稳息差、降成本之间权衡取舍，也为下半年外部环境不确定性预留政策空间。**2024 年底的中央经济工作会议将货币政策的基调改为适度宽松的货币政策，但从 2025 年一季度的实际情况来看，货币政策的掣肘较多，预计要等到今年 6 月美联储开始降息以后，才会为国内货币政策打开更多宽松空间。

2025 年 1-2 月，财政政策的主要特点如下：

**第一，从一般公共预算账本来看，财政支出增速快于财政收入增速，积极财政发力，财政支出侧重民生和债务支出，基建支出增速转负。**2025 年 1-2 月，一般公共预算收入、支出增速分别为-1.6%、3.4%，财政收支增速均低于年度目标的 0.1%、4.4%。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）和债务付息，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）负增长。考虑到今年前两月基建投资增速仍然较高，基建投资的资金应该主要来自专项债和超长期特别国债。2025 年 1-2 月，民生、基建和债务支出增速分别为 5.6%、-5.6%、19.7%，较 2024 年 1-12 月分别增加 4.3、减少 12.0、增加 10.8 个百分点。2025 年 1-2 月，民生、基建、债务支出占一般公共预算支出的比例分别为 46.7%、20.2%、3.5%。

**第二，税收收入的结构数据，反映出国内经济下行压力较大、税收优惠政策对对扩大耐用品消费和房地产交易的税基的效果有限。**2025 年 1-2 月，税收收入增速为-3.9%，经济呈现明显的增产、难增收的特点。**一是**增值税增速只有 1.1%，说明商品流转过程中的附加值增量偏低，这与较低的 PPI 相匹配。**二是**消费税增

速为 0.3%、进口增值税和消费税增速为-9.4%，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。**三是**企业所得税增速为-10.4%，说明企业利润承压。**四是**出口退税增速为 16.9%、车辆购置税增速为-32.5%、契税增速为-21.7%、土地增值税增速为-22.1%，背后是税收优惠政策对出口、耐用品消费和房地产市场的支持。但是车辆购置税、契税、土地增值税增速负增长，说明减税对税基的刺激不足以抵消减税的影响，反映出居民购买力不足。**五是**个人所得税增速为 26.7%，可能与年终奖的集中发放有关。

**第三，土地出让收入增速依然低迷，拖累政府性基金收入**。2025 年 1-2 月，全国政府性基金预算收入 6381 亿元，同比下降 10.7%，低于年度目标的 0.7%。其中，国有土地使用权出让收入 4744 亿元，同比下降 15.7%。考虑到专项债可以用于土地收储，在一定程度上可以改善土地出让收入的降幅。

## 三、对上半年中国宏观经济的展望与建议

### 1. 展望

通过前文的分析，对 2025 年上半年中国宏观经济主要有以下四点判断：

**第一，出口对经济的拖累将在二季度开始显现**。一方面，美国经济的走弱将会对中国出口产生较大冲击，这不是通过转口贸易可以解决的。特朗普上台后美国经济的运行逻辑与拜登时代截然不同，宏观政策并未起到稳增长的作用，反而加速经济下行。市场对美联储的降息预期最早要到今年 6 月，而且美国正在通过政府效率部 (DOGE) 大幅削减预算，加上特朗普加征关税抬高国内生产生活成本，预计美国经济增速将会在二季度明显放缓。另一方面，截至 2025 月 4 月 10 日，美国对中国的平均关税税率高达 144.9%，企业以价换量的策略正对企业的利润率产成冲击，加上美国针对原材料和船舶运输的关税政策将大幅提高生产成本，为保持利润率，二季度企业可能会边际降低产能、稳定价格。

**第二，现有政策力度对促消费的效果可能不够**。虽然今年的政府工作报告提出将 3000 亿元超长期特别国债用于支持消费以旧换新，但对消费的拉动作用料将有限。按照 2024 年 1500 亿元超长期特别国债带动 1.3 万亿元消费的乘数来计算，

今年虽然有 3000 亿元超长期特别国债，但相对去年只增加 1500 亿元，对消费的新增拉动作用只有 2.7 个百分点，加上稳楼市促进居民购买住房以及有房贷的居民提前还贷降杠杆对消费的挤出效应，现有政策对提振消费的效果有限，预计 2025 年上半年消费增速只有 4.2%。

**第三，房地产市场在政策支持下将继续平稳修复**。近期，中国发展高层论坛的报道显示，高层官员认为目前我国房地产市场、地方政府债务和中小金融机构风险都已经得到有效控制，这意味着未来房地产市场的调控政策还有进一步放松的空间。而且，在出口拉动减弱、消费需求疲软、基建和制造业投资增速处于高位的背景下，势必要稳房地产投资。一方面，进一步放松房地产调控政策促进住房销售，进而加速在建住房施工；另一方面，用好用足专项债推动闲置土地收储和城市更新，进而支持房地产投资增速降幅收窄。

**第四，制造业将加速应用自动化和智能化技术降成本**。根据今年中央和地方的政府工作报告，支持 AI+和传统行业的改造升级是今年政府工作的重中之重。今后制造业，特别是劳动密集型制造业，由于成本上升而不得不向外转移的产业规律或将被彻底改变。比如，据报道，小米 SU7 Ultra 定价 52.99 万，对标保时捷 Taycan Turbo 百万级车型，还能做到单车净利润 10 万元到 15 万元之间，供应链整合能力是一方面，更重要的是小米的汽车工厂基本上实现了高度自动化、智能化的生产。

## 2. 建议

**第一，在互利共赢的基础上，加大力度支持出海企业构建全球垂直分工体系**。特朗普的关税政策虽然破坏了现有的全球产业链分工体系，但这也是中国企业出海升级全球产业链价值链位置的重大机遇。外贸业务本身受到周期波动的影响，但是全球产业链价值链的重塑则会从中长期提升中国企业的国际竞争力、增强中国在全球经贸规则制定中的话语权。一方面，利用国内超大市场的优势，积极开拓区域贸易合作，与海外企业增加互信，便利中国企业在海外的业务拓展；另一方面，鼓励中国企业在全球展开原材料采购，在销售地积极与当地组装工厂和渠道商合作，重塑全球垂直分工体系，进一步深度融入全球产业链供应链。

**第二，加大财政政策促消费力度，通过股市的财富效应改善居民的消费意愿。**在出口承压的背景下，扩大内需主要还是要靠消费。一方面，加快支持消费品以旧换新的超长期特别国债的发行节奏，必要时考虑新增超长期特别国债支持消费品以旧换新。另一方面，通过将财富蓄水池由房地产转为股市后，不断做大做强资本市场，最好维持每年 5%至 10%之间的平均收益率，增加居民的资产性收入，从而改善居民的消费意愿。

**第三，稳楼市要高度重视对土地市场的维稳，今年土储专项债的规模最好不低于 7000 亿元。**根据美国的数据显示，近 10 年美国的房地产投资占 GDP 的比例大致在 3%至 5%之间。中国的房地产投资占 GDP 的比例已经回调至 7%，如果对标美国的水平，中国的房地产投资增速还未回调到位。从房地产投资的内在结构来看，主要是民企购置土地面积大幅下降，这部分缺口需要通过土储专项债填补。测算显示，今年的房地产投资增速如果要不低于-7.6%，至少需要 7000 亿元的土储专项债资金。考虑到今年 4.4 万亿元的新增专项债额度，其中 8000 亿元要用于化债，基建和制造业投资中的财政资金主要来自专项债，专项债还要用于收购存量商品房、城市更新，事实上，能够用于土储专项债的额度是有限的。

**第四，加速推进财税体制改革，优化收入再分配结构以应对自动化和智能化带来的结构性失业。**自动化和智能化对重复性、专业度低、替代性强的工作岗位将产生较大冲击。回顾人类发展的历史，技术革命带来的产业结构转型升级对就业的结构性冲击是不可避免的，背后是财富资源的重新分配。要加快对财税体系的改革，缓解结构性失业对社会稳定的影响。一方面，完善社保体系，加大对结构性失业人群的救助力度，并开展再就业培训，帮助结构性失业人群重新找到工作。另一方面，推动税制改革，通过设置新的税种、对已有税种进行改革扩大税基，增加财政收入，进而完善民生建设。

# 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 |

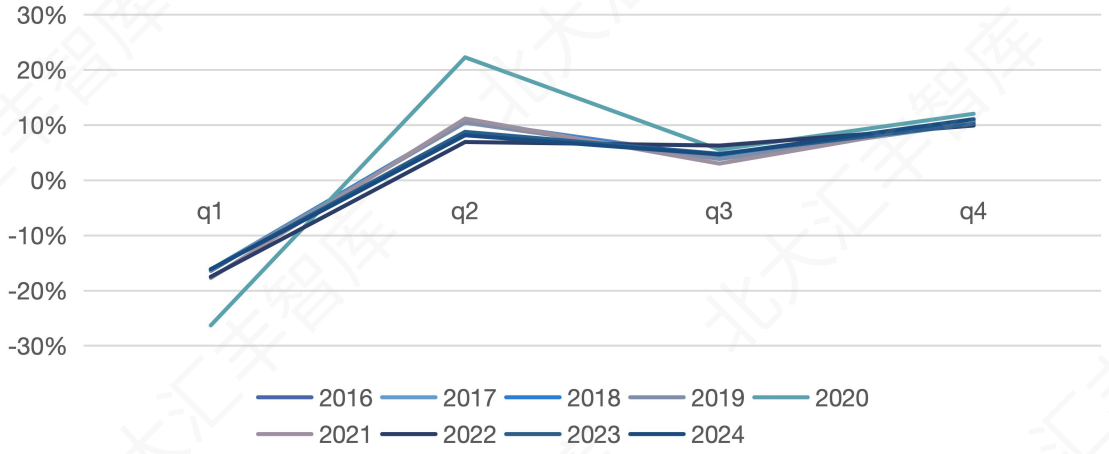
数据来源：Wind，北大汇丰智库。

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 年一季度 GDP 当季同比，使用环比同比外推法预测 2025 年二季度 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 年二季度 GDP 当季同比做一个预测。假设 2025 年二季度 GDP 当季值的环比为 7.7%，那么 2025 年二季度 GDP 当季同比为 4.8%，上半年 GDP 累计同比为 5.0%。




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 7000 亿元用于购置闲置土地，那么还有约 0.76 万亿元的缺口。假设一季度、上半年购置土地资金缺口分别为 0.2、0.45 万亿元，那么 2025 年一

季度、上半年房地产投资增速分别为-9.1%、-8.6%。假定 2025 年一季度、上半年房地产投资占固定资产投资的比例分别为 19.2%、18.7%，预计 2025 年一季度、上半年投资的增速分别为 4.4%、4.7%。

**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，假设中国对美国关税出口弹性为-0.4，即美国对中国关税每增加 10%，中国对美国出口减少 4%。同时，假设今年上半年美国经济不会出现衰退，全球贸易仍然保持增长。那么，2025 年一季度，中国对美国出口额为 755.6+367.1*（1-4%*2）=1093.3 亿美元，假设一季度中国对美国出口占出口总额的比例为 13.2%，一季度中国出口增速为 2.6%。二季度美国对中国合计加征 125%的关税，那么，2025 年二季度，中国对美国出口额为 1311.4*（1-4%*12.5）=655.7 亿美元，假设二季度中国对美国出口占比为 7.6%，二季度中国出口增速为-4.1%，上半年中国出口增速为-0.9%。

**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 2024q4 的回归模型如下：

$$ygr_t = 0.0462 + 0.2957cgr_t + 0.0664igr_t + 0.0494\exp gr_t - 0.0007t + 0.000006t^2$$
$$R^2 = 83.7\%$$

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* 为时间变量。

## 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 年一季度的规上工业增加值累计同比用月度模型预测，2025 年上半年的规上工业增加值累计同比用季度模型预测。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 2 月的月度模型如下：

$$indgr_t = 0.0430 + 0.5573 L.indgr_{t-1} + 0.1097 exgr_t - 0.00007t$$
$$R^2 = 70.2\%$$

1998q3 至 2025q1 的季度模型如下：

$$indgr_t = 0.0595 + 0.4138 L.indgr_{t-1} + 0.1470 exgr_t - 0.0003t$$
$$R^2 = 79.5\%$$

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