

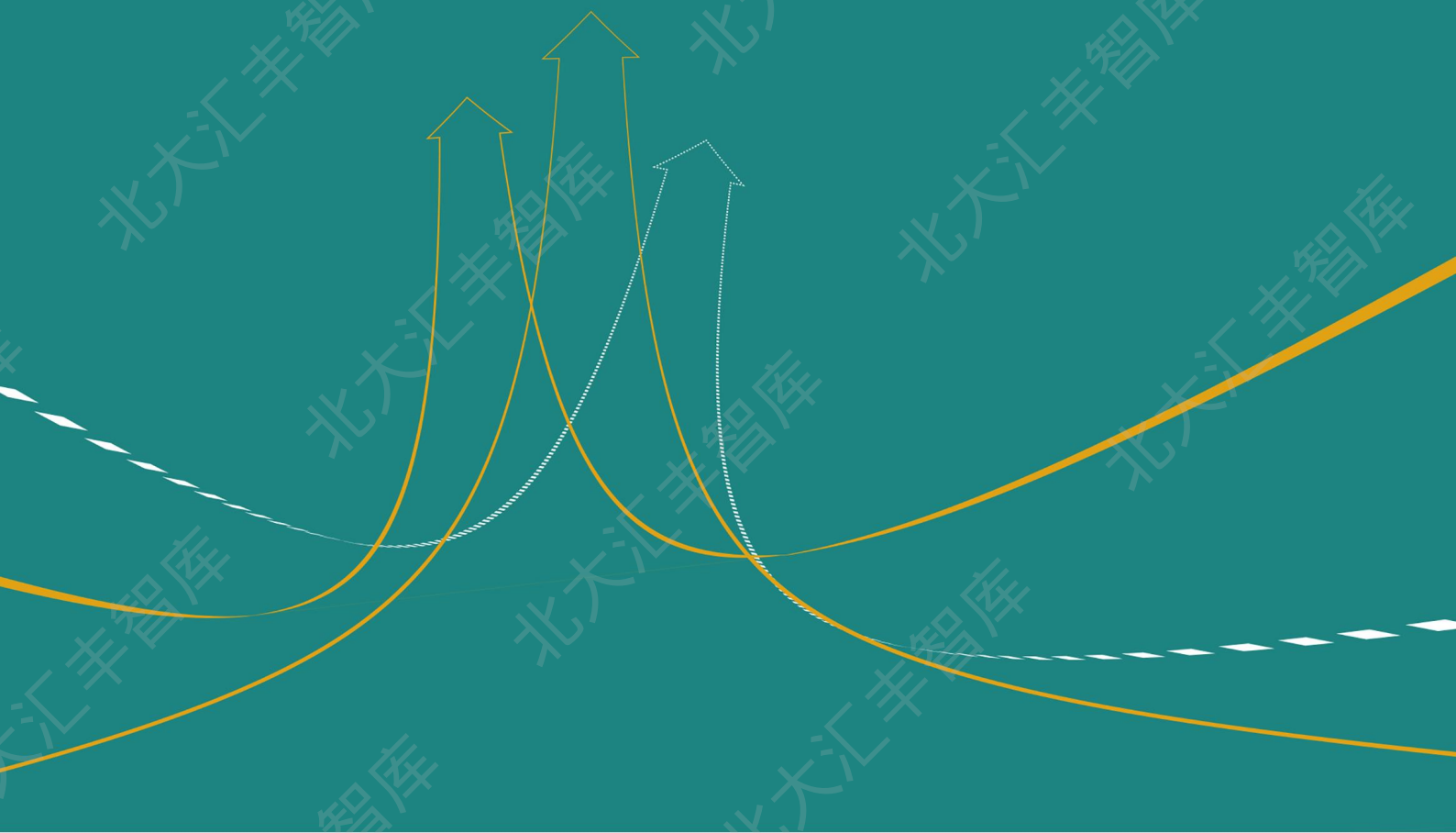
经济分析系列
Economic Analysis Series



PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

宏观经济分析报告

2025年第四季度和全年



中美关系缓和，贸易顺差新高

2025年10月和11月，生产、消费和投资均低于Wind一致预期，内需仍然较弱，出口增速保持韧性，物价仍在低位运行。人民币汇率呈升值趋势，市场流动性保持宽松，但财政支出力度有所减弱。根据北大汇丰智库测算，**预计2025年四季度GDP增速为4.7%，2025年全年增速为5.1%。**

展望2026年，根据北大汇丰智库测算，**预计2026年全年GDP增速为5.0%**。预计出口仍将保持韧性，固投增速有望转正，社消增速将保持平稳，规上工业增加值增速将仍然强于固投和社消增速，国内物价预计依然处于温和增长状态。

建议政府：将2026年GDP增速目标设定为5.0%，保持一定财政政策力度；加快已有政策落地，支撑明年经济实现开门红；进一步稳定房地产市场，推进北上深全面放开限购与房企存量资产盘活。

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：2026年1月5日 | 总第154期 | 2025-2026学年第16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. 四季度国内外重大事件回顾

四季度国内外发生的主要事件如下：

一是中美贸易摩擦阶段性缓和，美国对中国关税有所调降。10月25日至26日，中美两国经贸团队在马来西亚吉隆坡举行中美经贸磋商。根据中美新一轮经贸会谈共识，美对中国商品加征的24%对等关税，以及9月29日公布的出口管制50%穿透性规则暂停一年，中方也将相应调整反制关税和10月9日公布的相关出口管制等措施一年。美方将对中国商品征收的芬太尼关税调降10个百分点，我国将对美国出口的农产品（如大豆）和能源品等反制关税进行相应下调。美方将暂停实施其对华海事、物流和造船业301调查措施一年。此外，双方还就芬太尼禁毒合作、扩大农产品贸易、相关企业个案处理等问题达成共识，并将妥善解决TikTok相关问题。如图1所示，据测算目前美国对中国出口商品的平均关税税率（含所有额外税）为47.5%。

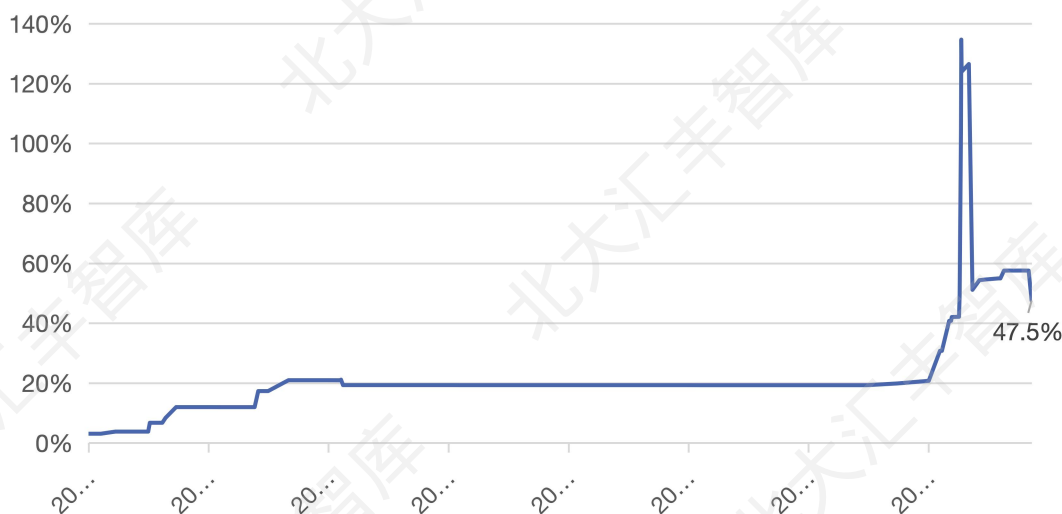


图 1：美国对中国的平均关税税率

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

二是中共中央政治局会议和中央经济工作会议召开，对2026年经济工作定调并部署重点任务。12月8日，中共中央政治局会议召开，12月11日至12日，中央经济工作会议在北京举行。根据中央经济工作会议，外部形势方面，会议指出外部环境变化影响加深。主要工作重心方面，扩大内需仍然是重中之重。宏观政

策方面，预计力度将较 2025 年退坡，具体而言，财政政策更注重收支平衡和优化支出结构，货币政策则更强调运用结构性货币工具。房地产方面，因城施策控增量、去库存、优供给，鼓励收购存量商品房重点用于保障性住房等。

三是美联储连续降息，累计降息幅度为 50BP。10 月美联储议息会议决定将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点至 3.75%-4.00%。12 月美联储议息会议决定将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点至 3.50%-3.75%。同时美联储在 12 月停止缩表，并重启扩表。最新利率点阵图显示，2026 年和 2027 年预计分别降息 1 次。随着特朗普提名新任美联储主席，市场对美联储未来宽松政策的预期有望进一步强化。

2. 对四季度及明年主要经济指标的预测与展望

如表 1 所示，**预计 2025 年四季度中国 GDP 增速为 4.7%，2025 年为 5.1%，将顺利完成全年经济增长目标。**预计 2026 年四个季度的 GDP 当季同比分别为 5.0%、5.2%、5.2%、4.8%，2026 年为 5.0%。高基数下，2026 年出口增速（按美元计）仍有望达到 3.7%，多元化的出口布局有利于增强中国出口韧性；受低基数影响，以及假设 2026 年专项债收储规模为 5000 亿元，2026 年房地产投资降幅预计较 2025 年有望明显收窄，叠加新增专项债的额度仍有望在 4 万亿元以上，预计 2026 年固投增速为 2.5%；假设 2026 年消费品以旧换新的中长期国债规模提升至 4500 亿元，对社消增速有一定支撑，预计 2026 年社消增速为 4.0%；在“十五五”规划建议强调巩固壮大实体经济根基的背景下，预计 2026 年规上工业增加值增速有望达到 5.3%，供给端仍然强于需求端，国内物价仍将处于温和增长状态。

另外，根据北大汇丰智库中长期经济增速模型，如表 2 所示，报告对 2026 年至 2035 年中国中长期经济增速进行测算，**预计 2026 年至 2030 年年均经济增速为 5.0%，2031 年至 2035 年年均经济增速为 4.7%，2026 年至 2035 年年均经济增速为 4.9%。**“十五五”和“十六五”期间，资本和劳动的年均增速预计都呈下行趋势，但随着人工智能的发展，预计全要素生产率的年均增速稳步提升。

表 1：对 2025 年四季度和 2026 年四个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%	5.6%
2025q2	5.2%	6.3%	5.4%	1.8%	6.2%
2025q3	4.8%	5.5%	3.4%	-6.6%	6.3%
2025q4	4.7% ^e	5.3% ^e	2.7% ^e	-9.2% ^e	4.7% ^e
2026q1	5.0% ^e	5.9% ^e	4.0% ^e	-1.0% ^e	3.8% ^e
2026q2	5.2% ^e	5.3% ^e	3.7% ^e	0.3% ^e	4.1% ^e
2026q3	5.2% ^e	5.9% ^e	3.8% ^e	6.3% ^e	4.9% ^e
2026q4	4.8% ^e	4.1% ^e	4.2% ^e	4.0% ^e	2.1% ^e
累计同比					
	GDP	规上工业增加值	社消	固投	出口（按美元计）
2025q1	5.4%	6.5%	4.6%	4.2%	5.6%
2025q2	5.3%	6.4%	5.0%	2.8%	5.9%
2025q3	5.2%	6.2%	4.5%	-0.5%	6.1%
2025q4	5.1% ^e	5.9% ^e	4.0% ^e	-2.8% ^e	5.7% ^e
2026q1	5.0% ^e	5.9% ^e	4.0% ^e	-1.0% ^e	3.8% ^e
2026q2	5.1% ^e	5.6% ^e	3.9% ^e	-0.2% ^e	4.0% ^e
2026q3	5.1% ^e	5.7% ^e	3.8% ^e	1.9% ^e	4.3% ^e
2026q4	5.0% ^e	5.3% ^e	4.0% ^e	2.5% ^e	3.7% ^e

注：测算方式见附录，e 代表预测值。测算时间截至 2025 年 12 月 15 日。

数据来源：Wind、自行测算。

表 2：对 2026-2035 年中长期经济增速的预测

	实际 GDP	L	K	A
十四五（2021-2024）年均增速	5.5%	0.2%	9.1%	2.4%
十五五（2026-2030）年均增速	5.0% ^e	-0.4% ^s	7.9% ^s	2.7% ^s
十六五（2031-2035）年均增速	4.7% ^e	-0.6% ^s	6.8% ^s	2.9% ^s
2026-2035 年均增速	4.9% ^e	-0.5% ^s	7.4% ^s	2.8% ^s

注：使用 Solow 模型估计中长期经济增速，Solow 模型回归结果见附录。L 指的是就业人口劳动时长，K 指的是根据永续盘存法计算的实际资本存量，A 指的是全要素生产率。e 代表预测值，s 代表假设值。测算时间截至 2025 年 12 月 15 日。

数据来源：Wind、自行测算。

二、10 月和 11 月宏观经济的现状分析

表 3 是 2025 年 10 月和 11 月主要的经济指标，生产，消费和投资均低于 Wind 一致预期，内需仍然较弱，出口增速保持韧性，物价仍在低位运行。

生产方面，工业生产增速回落，但新动能增长仍保持一定韧性。**投资方面**，三大投资走弱，汽车和高技术装备制造表现亮眼。**消费方面**，整体增速放缓，但通讯器材、必选消费和金银珠宝消费亮点突出。**出口方面**，进出口增速回落，今年前11个月贸易顺差首超1万亿美元。**物价方面**，CPI增速有所改善，PPI增速仍在低位运行。**政策方面**，市场资金面保持宽松，但财政力度有所回落，未来仍需加力。

表 3：2025 年 9 月至 11 月主要经济指标汇总

主要经济指标		202509	202510	202511
GDP 当季同比 (%)	实际值	4.8	—	—
	市场预期	4.8	—	—
工业增加值当月同比 (%)	实际值	6.5	4.9	4.8
	市场预期	5.3	5.5	5.1
固定资产投资累计同比 (%)	实际值	-0.5	-1.7	-2.6
	市场预期	2.5	-0.9	-1.6
社会消费品零售当月同比 (%)	实际值	3.0	2.9	1.3
	市场预期	3.1	2.6	2.8
出口当月同比 (美元计, %)	实际值	8.2	-1.2	5.9
	市场预期	5.7	3.8	4.6
进口当月同比 (美元计, %)	实际值	7.4	1.0	1.9
	市场预期	1.2	3.4	4.0
贸易差额当月值 (亿美元)	实际值	904.1	900.3	1116.8
1 美元兑人民币汇率 (月末值)	实际值	7.106	7.088	7.079
FDI 累计同比 (美元计, %)	实际值	-12.2	-11.6	-7.3
CPI 当月同比 (%)	实际值	-0.3	0.2	0.7
	市场预期	-0.1	0.1	0.6
PPI 当月同比 (%)	实际值	-2.3	-2.1	-2.2
	市场预期	-2.4	-2.1	-1.9
M2 同比 (%)	实际值	8.4	8.2	8.0
	市场预期	8.1	8.1	8.2
M1 同比 (%)	实际值	7.2	6.2	4.9
	市场预期	12900.0	2200.0	3900.0
新增人民币贷款当月值 (亿元)	实际值	12900.0	2200.0	3900.0
	市场预期	14375.0	3764.0	5033.0
社融新增当月值 (亿元)	实际值	35299.0	8178.0	24888.0
	市场预期	32426.0	11369.0	22023.6
一般公共预算收入累计同比 (%)	实际值	0.5	0.8	0.8
一般公共预算支出累计同比 (%)	实际值	3.1	2.0	1.4

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：工业生产增速回落，新动能仍有韧性

2025年10月和11月，规模以上工业增加值同比分别增长4.9%和4.8%，低于Wind一致预期的5.5%和5.1%，较9月份6.5%的增速有一定下滑，工业生产呈现出以下特点：

第一，装备制造业与高技术制造业持续发力，支撑作用凸显。在政策支持，产业升级和国内外市场需求的多重因素驱动下，四季度装备制造业保持较强增长韧性。10月和11月，装备制造业增加值同比分别增长8.0%和7.7%，高技术制造业同比分别增长7.2%和8.4%，分别高于规模以上工业增加值3.1/2.9和2.3/3.6个百分点。10月和11月，通用设备制造业增加值同比分别增长6.9%和7.5%，与9月份9.3%的增速基本相当；工业机器人产量同比分别增长17.9%和20.6%，与9月份28.3%的增速相比仍保持较高的双位数增长水平。10月和11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15.2%和11.9%，与9月份10.3%的增速相比呈加速增长的趋势；计算机、通信和其他电子设备制造业增加值同比分别增长8.9%和9.2%，较9月份11.3%的增速略有下降。

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	7.5%	化学原料和化学制品制造业	6.7%	通用设备制造业	7.5%	农副食品加工业	1.7%	医药制造业	2.4%
石油和天然气开采业	5.1%	橡胶和塑料制品业	3.3%	专用设备制造业	4.8%	食品制造业	5.6%	汽车制造业	11.9%
		非金属矿物制品业	-1.8%	电气机械和器材制造业	4.4%	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	11.9%
		黑色金属冶炼和压延加工业	0.9%			纺织业	1.8%	计算机、通信和其他电子设备制造业	9.2%
		有色金属冶炼和压延加工业	4.8%						
		金属制品业	3.0%						

注：表格中数值是2025年11月不同行业增加值的当月同比，绿色代表负值，红色代表正值。曲线是2024年11月至2025年11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。

第二，新能源汽车销量保持较高增速，海外市场蓬勃发展。10月和11月，汽车制造业增加值同比分别增长16.8%和11.9%，与9月份16.0%的同比增长相比整体维持了双位数增长。新能源汽车仍是驱动产业增长的主要动力。10月和11月，新能源汽车产量分别为171.0万辆和184.1万辆，同比分别增长19.3%和17.0%，与9月份20.3%的增速相比，继续保持较高的双位数增速水平；出口量分别为25.6万辆和30.0万辆，同比分别增长99.9%和260.0%，延续了9月100.0%的翻倍以上增长态势。根据比亚迪发布的11月份产销快报，11月份公司出口新能源汽车合计13.19万辆，同比大增368.84%，环比增长57.25%。国产新能源汽车高性能低价格的优势使得新能源汽车在全球汽车销售中的渗透率不断增长，也使得中国品牌的市场份额和国际地位持续提升。四季度，中国新能源汽车产业在半固态电池量产落地、800V高压超充应用、L4级自动驾驶商业化、智能座舱生态融合、混动技术效率升级、激光雷达低成本集成等核心领域实现进一步突破和进步，产业持续技术迭代，产品向更低成本和更高品质的方向继续发展。

第三，不同所有制企业增加值增速均走弱，能源行业增加值增速有所反弹。10月和11月国有控股企业，股份制企业，私营企业和外商及港澳台商投资企业的规上工业增加值同比增速分别为6.7%/5.2%/2.1%/4.0%和4.2%/5.2%/3.2%/3.4%，与9月份6.5%/6.8%/4.6%/5.8%相比整体呈下降趋势。电力热力燃气水生产和供应业增加值同比分别增长5.4%和4.3%，在9月0.6%低速增长的基础上出现反弹。10月和11月发电量分别为0.80和0.78万亿千瓦时，同比分别增长7.9%和2.7%，较9月1.5%的增速也有所改善。10月和11月，采矿业增加值分别同比增长4.5%和6.3%，较9月6.4%的增速略有下降。10月和11月，制造业增加值分别同比增长4.9%和4.6%，较9月7.3%的增速有所下降。

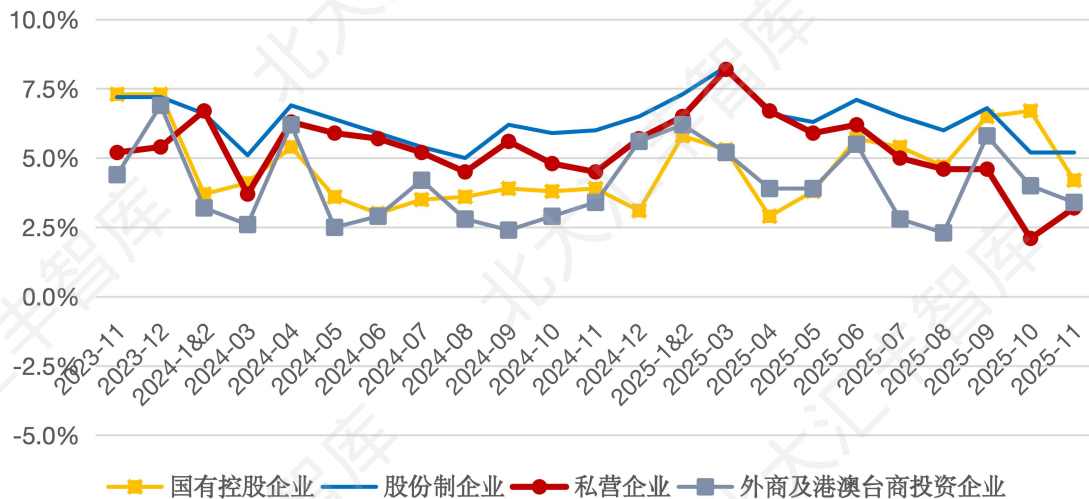


图 2：按经济类型划分的规模以上工业增加值增速

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

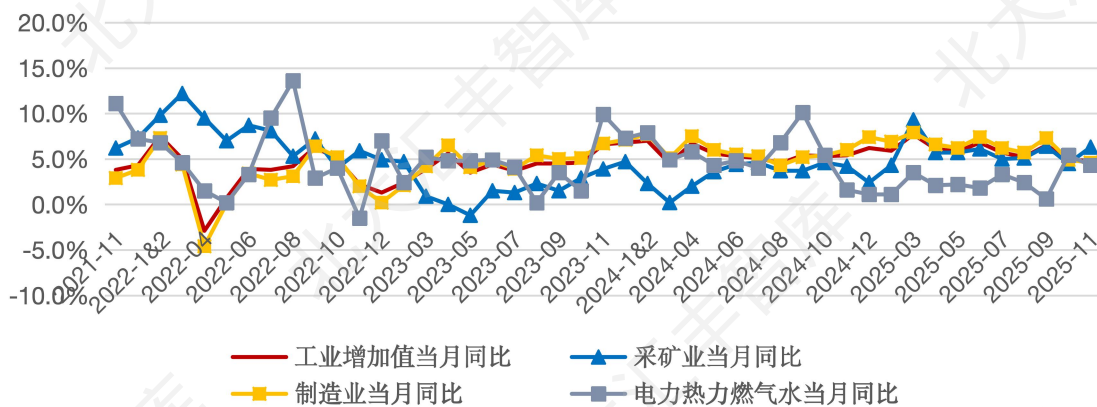


图 3：规模以上工业增加值增速

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

第四，工业企业营收和利润增速都放缓，但私企盈利能力好于国企。10月和11月PPI同比继续负增长。10月和11月工业企业营业收入分别累计同比增长1.8%和1.6%，利润总额分别累计同比增长1.9%和0.1%。与9月份2.4%和3.2%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，10月和11月私营企业利润分别累计同比增长1.9%和-0.1%；国有企业利润同比分别增长0.0%和-1.6%。尽管四季度私营企业工业增加值增速弱于国企，但私企在利润表现上仍保持好于国企。

第五，城镇调查失业率持平，16至24岁劳动力失业率下降。10月和11月城

镇调查失业率均为 5.1%，较 9 月 5.2% 的失业率基本持平。青年失业率略有回落，10 月和 11 月，16-24 岁劳动力失业率（不含在校生）分别为 17.3% 和 16.9%，低于 9 月的 17.7%。此外，10 月和 11 月，25 至 29 岁和 30 至 59 岁劳动力的城镇调查失业率分别为 7.2%/3.8% 和 7.2%/3.8%，与 9 月份的 7.2%/3.9% 基本持平。

2. 投资：固投增速降幅超预期，汽车和高技术装备制造表现亮眼

2025 年 10 月和 11 月，固定资产投资（不含农户）完成额累计同比增速分别为 -1.7% 和 -2.6%，低于 Wind 一致预期的 -0.9% 和 -1.6%，较 9 月份 -0.5% 的增速继续回落。投资结构呈现以下特点：

第一，制造业投资增速放缓，汽车制造和高技术装备领域成亮点。10 月和 11 月制造业固定资产投资累计同比为 2.7% 和 1.9%，较 9 月 4.0% 的累计增速有所下降。10 月和 11 月汽车制造业累计同比增速分别为 17.5% 和 15.3%，与 9 月 19.2% 的增速相比保持两位数水平的累计增长，整车环节扩产保持较高热度。受益于铁路设备更新需求释放，10 月和 11 月铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业投资累计同比增速分别为 20.1% 和 22.4%，与 9 月 22.3% 的相比保持了较高增速水平。大规模设备更新政策效应显现，推动企业设备更新，加快改造升级意愿增强。国家统计局表示，1-11 月份，设备工器具购置投资同比增长 12.2%，拉动全部投资增长 1.8 个百分点。11 月通用设备制造业投资累计同比为 8.9%，保持较高增速。

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 -8.2%	通用设备制造业 8.9%	农副食品加工业 -9.6%	医药制造业 -13.1%
有色金属冶炼和压延加工业 -2.2%	专用设备制造业 -4.0%	食品制造业 2.3%	汽车制造业 15.3%
金属制品业 2.1%	电气机械和器材制造业 -9.5%	纺织业 5.8%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业 22.4%
			计算机、通信和其他电子设备制造业 -3.2%

注：表格中数值是 2025 年 11 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 10 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。

第二，智能化转型仍是制造业投资的稳定器，劳动密集型制造业投资增速放

缓。四季度中国制造业智能化改造和机器替人持续推进，相关支持政策如新型技术改造城市试点奖补、机器人核心零部件研发补贴、超长期特别国债协同支持等，体现了政府对以数字化、智能化驱动制造业高端化、绿色化发展这一大方向的坚定支持。以纺织服装行业为例，今年工业和信息化部等六部门发布《纺织工业数字化转型实施方案》，提出到 2027 年，规模以上纺织企业关键业务环节全面数字化比例超过 70%。而以杰克股份为代表的国内纺织服装设备企业近年来也不断升级产品的自动化和智能化水平，相继推出数字化成套智联解决方案，无人化成套智联解决方案，高端 AI 缝纫机，“机器人+AI 人工智能+缝制机械”等多技术融合的智能高端产品，全面助力纺织服装企业解决“招工难”和“用工难”的问题，提升产业数字化、自动化、智能化水平。10 月和 11 月农副食品加工业投资累计同比增速分别为 10.7%和 9.6%，食品制造业为 5.9%和 2.3%，纺织业投资累计同比为 8.3%和 5.8%，较 9 月份的 14.3%，10.8%和 11.2%有所回落，国内外必需品的需求都在走弱。

第三，民间投资降幅扩大，房地产仍然是拖累。10 月和 11 月民间固定资产投资额累计同比增速分别为-4.5%和-5.3%，较 9 月份-3.1%的降幅有所走扩。按照产业划分，1-11 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 6.6%、2.6%和-12.0%，第三产业投资下跌幅度进一步扩大，房地产市场的压力仍对民间投资构成显著拖累。扣除房地产开发投资后，10 月和 11 月民间固定资产投资额累计同比增速分别为 0.2%和-0.7%，明显高于同期总体增速水平。

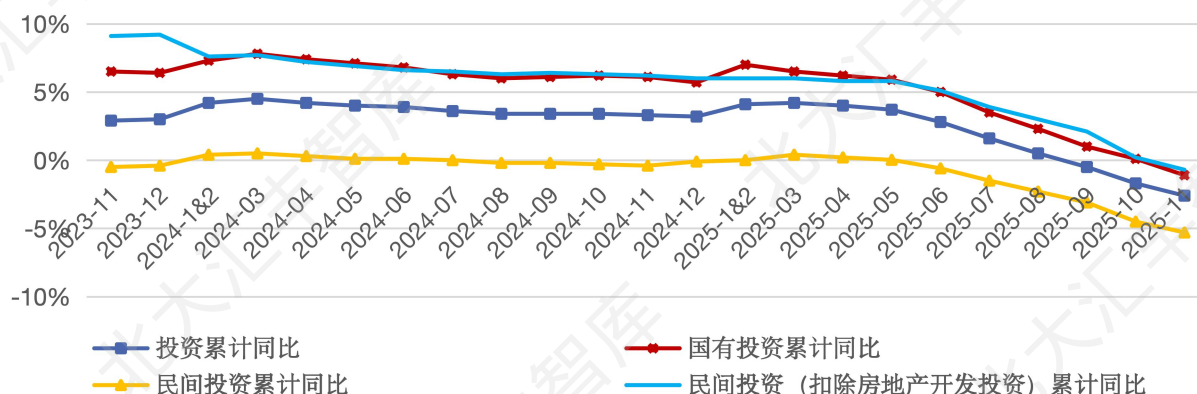


图 4：固定资产投资增速

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。

第四，基建投资增速放缓，新老基建分化延续。10月和11月基建投资累计同比分别为1.5%和0.1%，较9月份3.3%的增速延续回落趋势。传统基建表现平淡，10月和11月道路运输业投资累计同比分别为-4.3%和-4.7%，较9月的-2.7%增速降幅略有扩大。新基建投资表现仍然亮眼，10月和11月信息传输业投资累计同比分别为11.2%和9.8%，较9月11.5%的增速略有回落，但仍保持接近两位数的行业投资累计增速。11月基建投资虽仍处负增区间，但政策支撑仍在积极发挥作用，5000亿新型政策性金融工具全部投放完毕，支持2300多个项目，总投资额约7万亿元，重点投向数字经济、城市更新等领域，有望对基建投资形成拉动作用。

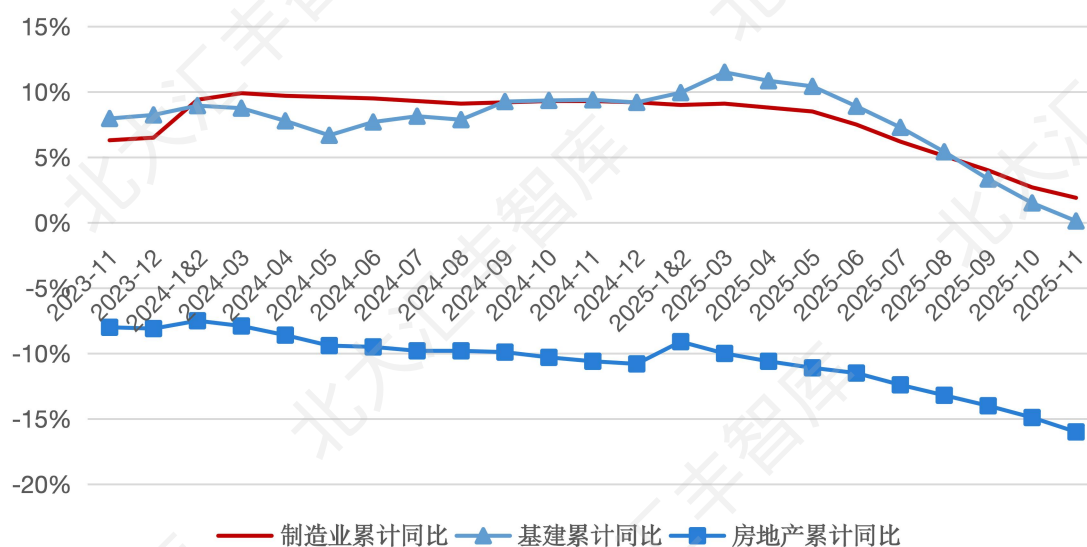


图 5：制造业、基建和房地产投资增速

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

第五，地产基本面延续深度调整，行业复苏动能不足。随着京沪深等一线城市优化政策效果减弱，叠加 2024 年政策刺激下的高基数，房地产行业指标普遍走弱。10月和11月商品住宅新开工面积、施工面积、竣工面积、销售面积、销售额累计同比增速分别为-19.3%/-19.9%、-9.7%/-10.0%、-18.9%/-20.1%、-7.0%/-8.1%和-9.4%/-11.2%，较9月份的-18.3%、-9.7%、-17.1%、-5.6%和-7.6%相比均有不同程度下滑。11月70个大中城市中，各线城市商品住宅销售价格环比总体下降、同比降幅扩大。房价下滑拖累新房销售，进而弱化房企的投资能力。拿地走弱加大了地方财政的现金流压力，导致刚性支出承压，拖累基建投资的同时，也可能使政府出台更积极的财政政策进行对冲。

3. 消费：增速放缓，通讯器材、必选消费和金银珠宝消费保持较高增速

2025年10月和11月社会消费品零售总额同比分别增长2.9%和1.3%，与9月3.0%的增速相比呈现放缓趋势，Wind一致预期分别为2.6%和2.8%。消费市场呈现出以下特点：

第一，通讯器材、必选消费和金银珠宝消费保持较高增速。一是必选消费中粮油食品消费继续保持增长，10月和11月零售额同比分别增长9.1%和6.1%，居民在家就餐增加的趋势仍在延续。二是金银珠宝消费持续火热，10月和11月金银珠宝类消费增速达37.6%和8.5%，与9月9.7%的增速相比有加速增长的趋势。今年以来贵金属价格持续上涨，金银珠宝保值增值的属性对消费者的吸引力不断加强。三是由于纳入国补的时间点不同，耐用品消费表现出现分化。因前期消费刺激政策对未来的消费需求有所透支，“以旧换新”相关的家具、家电、通讯器材、文化办公用品零售额对商品消费的支撑边际减弱。而今年首度纳入国补的通讯器材类同比仍保持较高增速。10月和11月通讯器材类消费增速分别为23.2%和20.6%，家具类消费增速分别为9.6%和-3.8%，家用电器和音像器材类消费增速分别为-14.6%和-19.4%，文化办公用品类消费增速分别为13.5%和11.7%，与9月份16.2%/16.2%/3.3%/6.2%的增速相比整体有所回落。

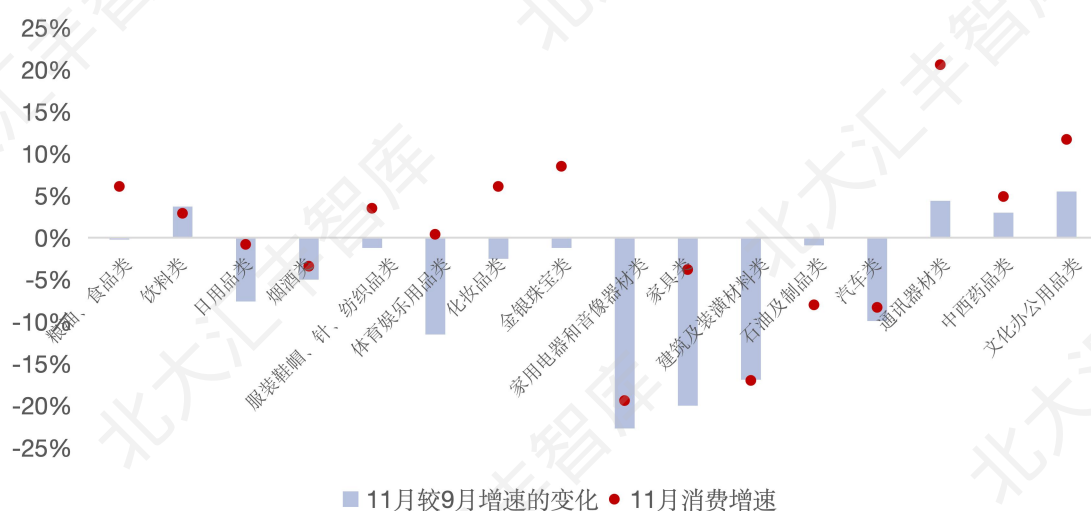


图 6：15 个细分行业消费增速

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

第二，国补退潮汽车零售承压，新能源汽车零售高位回落。因前期消费刺激政策对未来的消费需求有所透支，叠加去年同期高基数效应，国补退潮后家电及汽车零售额同比增速由正转负，回落幅度相对较为明显。10月和11月汽车零售同比分别增长-6.6%和-8.3%，较9月1.6%的增速下滑明显。10月和11月汽车销量同比增速分别为8.8%和3.4%，仍大幅高于零售增速，经销商库存积压的情况仍在延续。新能源汽车方面，10月和11月销量同比分别增长20.0%和20.6%，较9月24.6%的增速有所回落。新能源汽车在新车总销量的占比分别为51.6%和53.2%，相较9月49.7%的占比进一步提升。根据乘联会的数据，10月和11月新能源车的促销平均同比降价幅度分别为11.1%和13.8%，与9月份9.8%的降幅相比有一定走扩的迹象。新能源乘用车零售销量同比增速分别为7.3%和4.2%，较9月15.7%的增速出现明显下降。销量增速放缓和降价幅度加大也都说明新能源汽车市场需求热度有所下降。

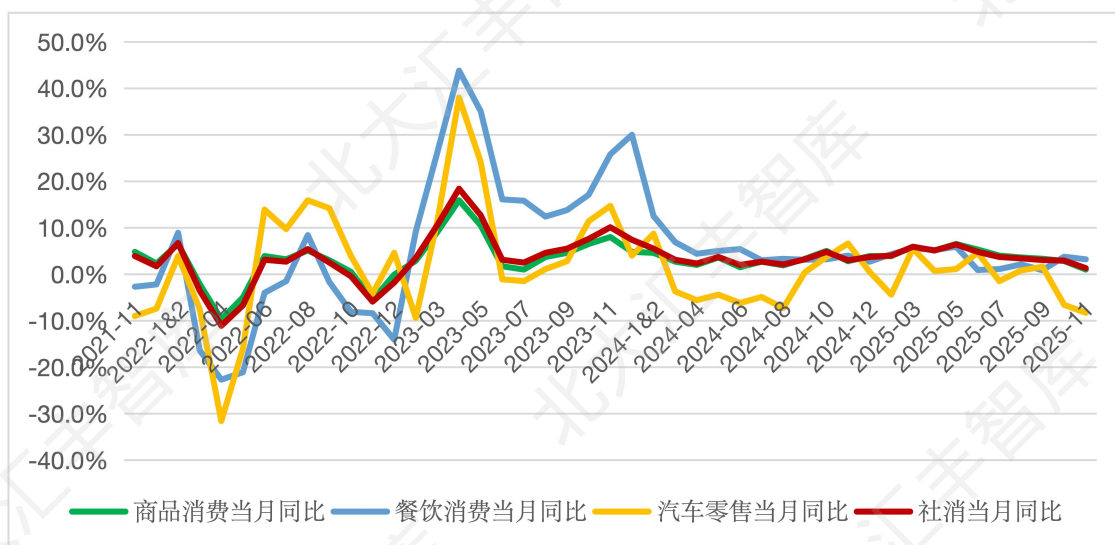


图 7：社会消费品零售总额当月增速

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

4. 外贸：进出口增速回落，贸易顺差持续增长

按美元计，2025年10月和11月中国出口同比分别增长-1.2%和5.9%，较9月8.2%的增速有所回落，出口数据呈现以下特点：

第一，中美贸易摩擦有所缓和，但对美出口下滑未能扭转。10月中美经贸团队吉隆坡磋商完成后，美国对中美关税调降，但中国对美出口在10月和11月整体

仍处于深度收缩区间，同比降幅分别为-25.2%和-28.6%，较9月的-27.0%并未出现实质性改善。10月和11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15.2%/-14.3%、-18.5%/7.4%、-15.6%/-24.3%、-22.0%/-28.5%、-28.5%/-31.8%，与9月份-8.2%/-19.2%/-16.3%/-25.4%/-30.3%的增速相比，各品类表现分化明显，关税的边际调整未能扭转对美出口的下行趋势。

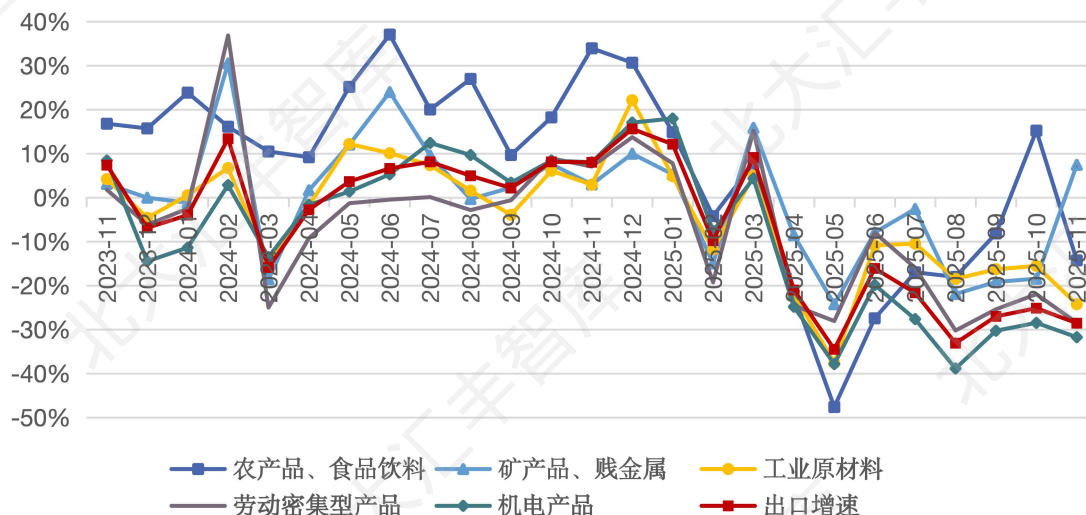


图 8: 中国对美国不同类型商品的出口增速 (按美元计)

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。

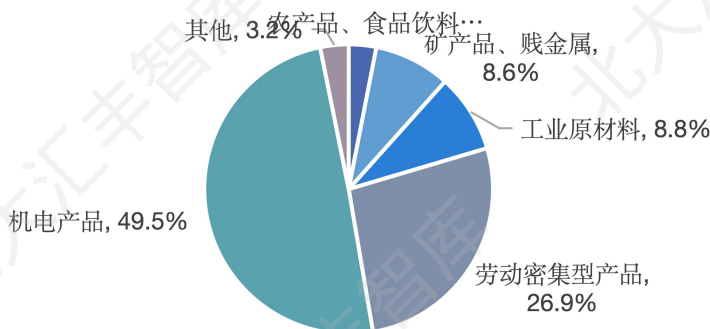


图 9: 2025 年 11 月中国对美国出口产品结构 (按美元计)

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

第二，对东盟出口增速高位回落，机电产品出口保持较高增速。10月和11月中国对东盟出口分别为532.9亿美元和580.9亿美元，同比增长分别为11.0%和8.2%，与9月的15.6%相比有所回落。对美转口贸易的支撑效应仍然存在，但边际效应有所减弱。从对东盟七国的出口产品结构来看，机电产品依旧是增长主力。10月和11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-6.3%/-3.2%、5.1%/-1.7%、11.7%/4.4%、-20.3%/-20.0%、27.2%/22.4%，与9月相比整体增速都出现一定回落。

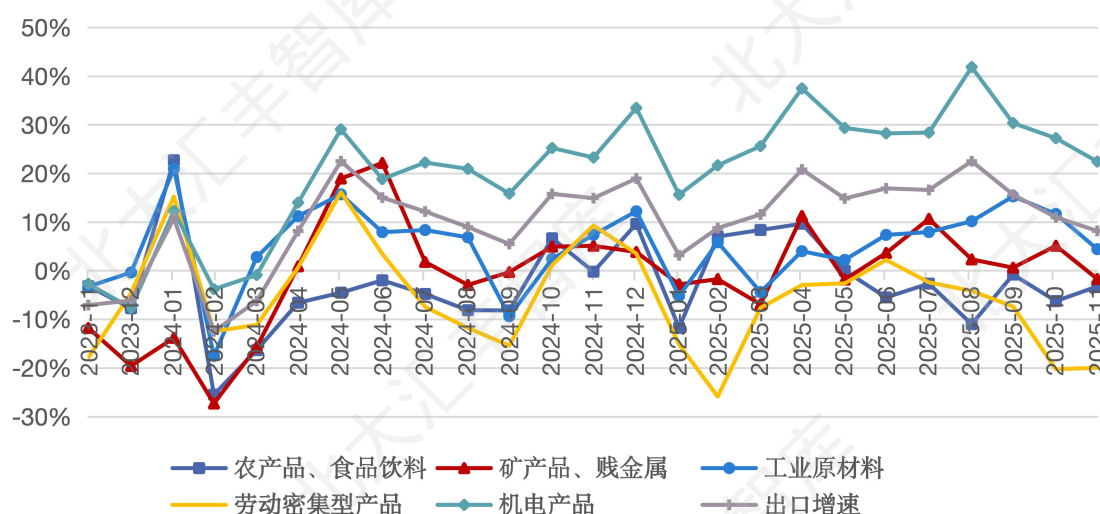


图 10: 中国对东盟七国不同类型商品的出口增速 (按美元计)

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。

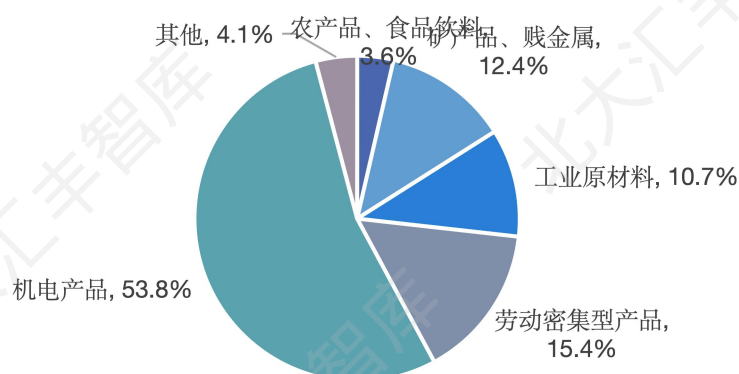


图 11: 2025 年 11 月中国对东盟七国出口产品结构 (按美元计)

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

第三，对欧盟出口较强。10月和11月中国对欧盟出口分别为439.0亿美元和471.5亿美元，同比分别增长0.9%和14.8%。与9月份的14.2%相比虽有波动但整体仍保持较高增速。按不同品类拆分，10月和11月我国对欧盟农产品和食品饮料、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-1.3%/-7.0%、3.9%/37.9%、0.0%/17.4%、-13.1%/-0.2%、2.8%/18.4%，与9月相比大部分品类的增速都在11月有所反弹。

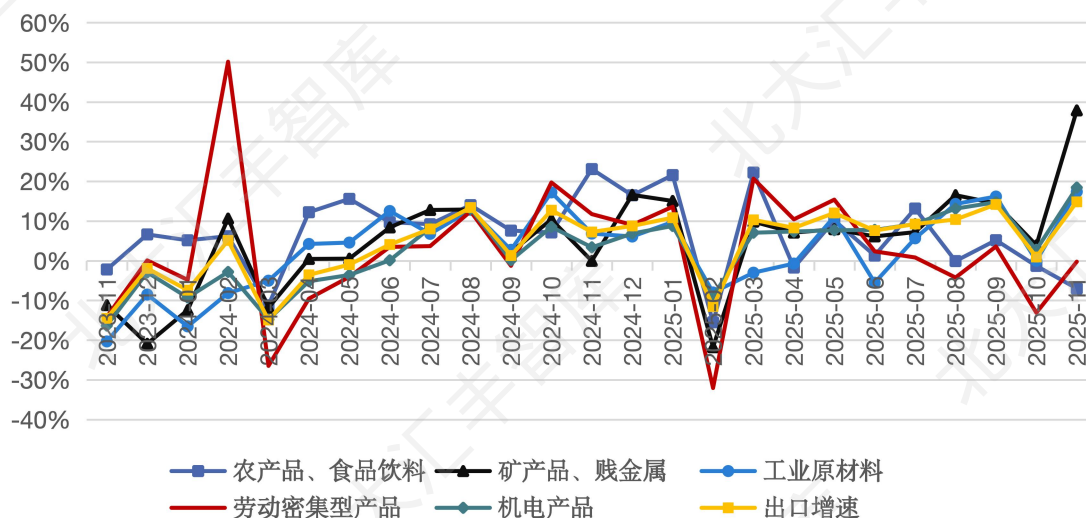


图 12: 中国对欧盟不同类型商品的出口增速 (按美元计)

数据来源: Wind, 北大汇丰智库。

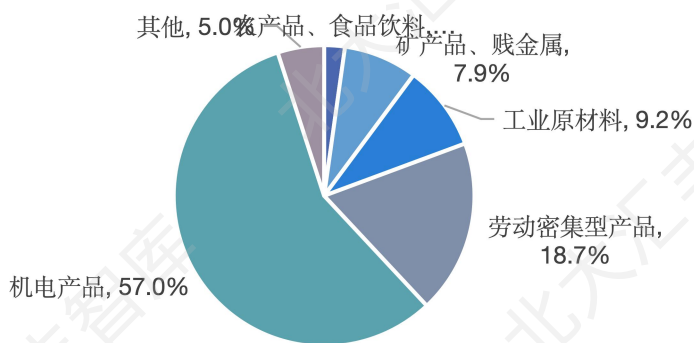


图 13: 2025 年 11 月中国对欧盟出口产品结构 (按美元计)

数据来源: Wind, 北大汇丰智库。

第四，出口地区结构更加多元化，中国对新兴市场出口的占比出现不同程度增加。按累计值占比计算，10月和11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）等新兴市场的出口总值分别为308.4亿美

元和 341.5 亿美元，同比增长分别为 5.3%和 5.4%，与 9 月的 6.1%相比有所回落。从结构上看，五个地区的出口占比分别为 24.72%/24.77%、17.54%/17.54%、7.96%/7.96%、5.86%/5.91%、3.51%/3.53%，9 月份分别为 24.67%、17.54%、7.96%、5.87%、3.48%。

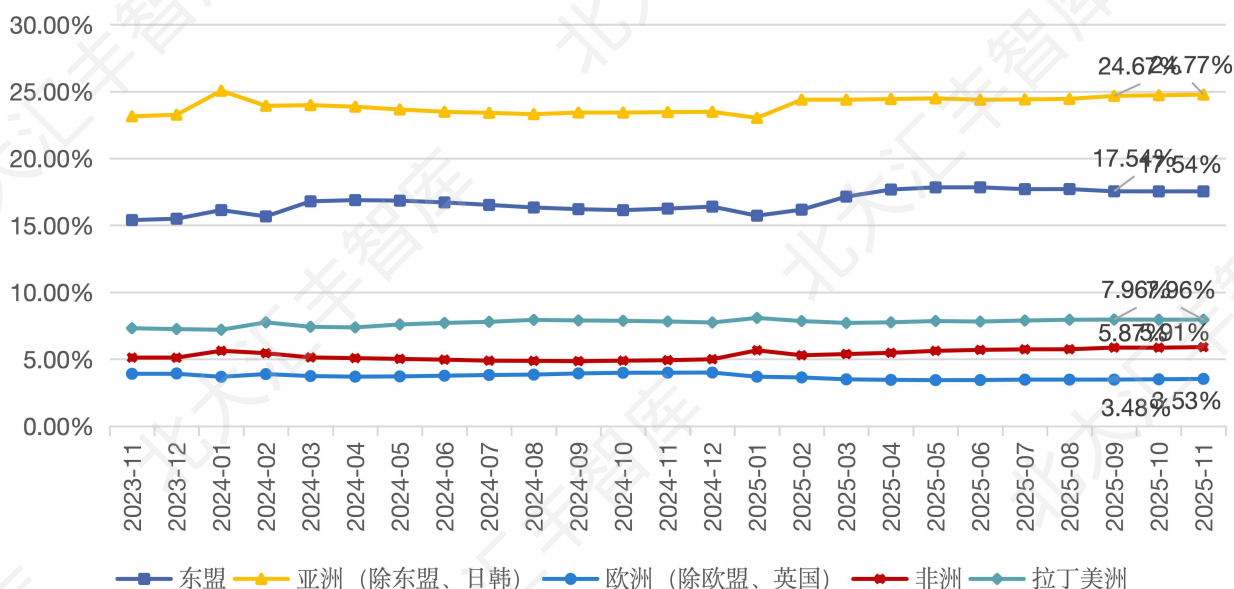


图 14：中国对新兴市场的累计出口占比（按美元计）

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，机电产品中，汽车受益于低基数回升，集成电路和船舶出口保持高速增长。10 月和 11 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 -16.5%/-12.5%、-9.9%/-6.9%、-13.6%/-5.8%、27.0%/34.4%、-9.0%/4.6%、34.1%/52.9%、60.9%/46.5%。

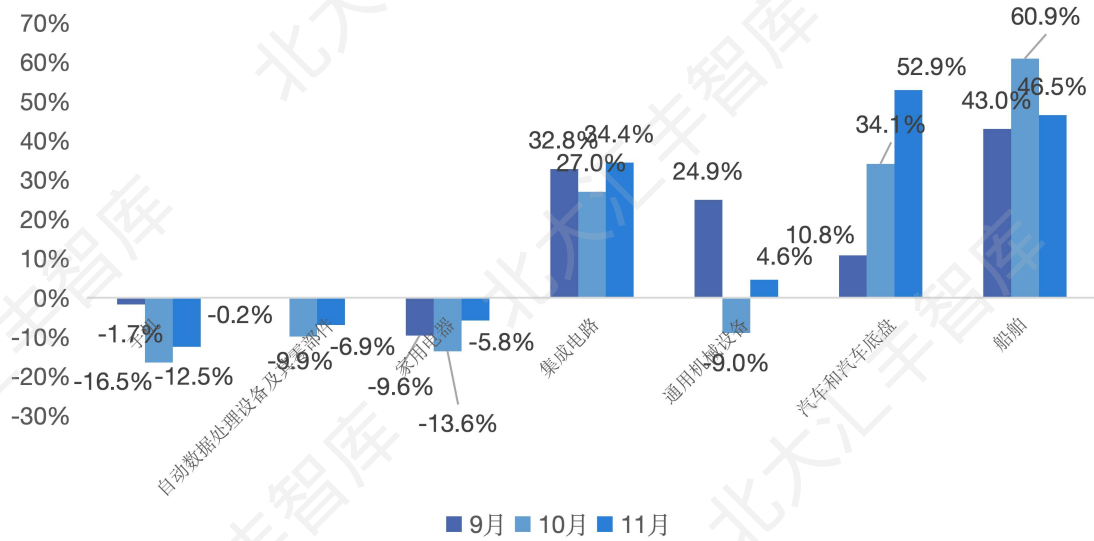


图 15：2025 年 9-11 月中国主要出口的机电产品增速（按美元计）

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

按美元计，2025 年 10 月和 11 月，进口增速分别为 1.0%和 1.9%，与 9 月 7.4% 的增速相比有所回落。进口主要有以下特点：

第一，除印度外，对大部分国家和地区的进口增速出现不同程度回落。10 月和 11 月我国进口增速回落，主要因为生产和内需都出现放缓所致。10 月和 11 月，中国对美国的进口增速为-22.8%和-19.1%、欧盟-4.0%/1.6%、日本 5.9%/6.8%、韩国 0.0%/6.2%、东盟-0.9%/-4.6%、印度 58.1%/41.7%、俄罗斯 3.7%/1.9%、非洲 22.4%/13.4%、中国台湾 7.6%/3.2%、巴西 24.1%/19.4%。

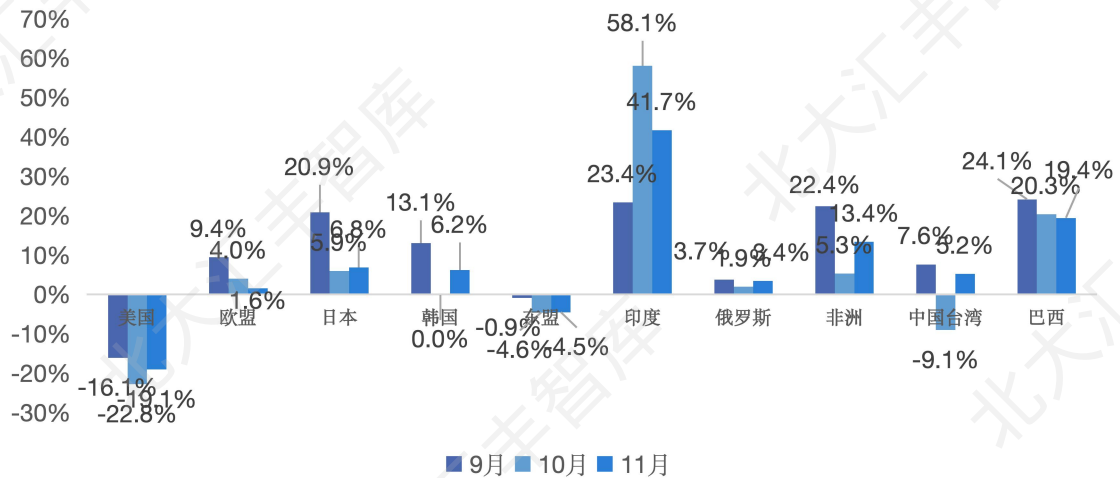


图 16：2025 年 9-11 月中国对主要国家和地区的进口增速（按美元计）

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

第二，从产品类型来看，机电产品的进口增速基本平稳，铁矿石和农产品进口增速走弱，原油进口增速仍在负值区间。10月和11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7.1%/3.0%、14.2%/12.6%、-0.5%/-7.2%、2.7%/5.9%。

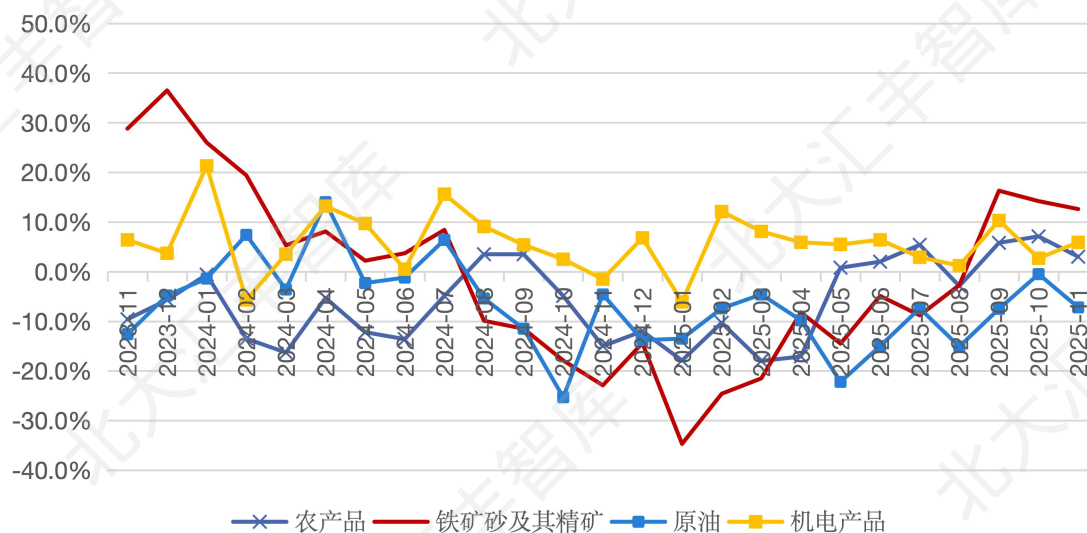


图 17: 中国对主要产品的进口增速 (按美元计)

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。

5. 汇率：人民币汇率呈升值趋势

2025 年 10 月和 11 月，人民币汇率和外商对华投资主要有以下特点：

第一，人民币兑美元汇率趋势升值。2025 年 12 月 16 日，人民币汇率为 7.04，较 2025 年 9 月 30 日升值 1.1%；人民币中间价位 7.06，较 2025 年 9 月 30 日升值 0.7%；美元指数为 98.3，较 2025 年 9 月 30 日上涨 0.5%。10 月和 12 月美联储分别实施年内第二次和第三次降息，将联邦基金利率累计下调 50 个基点至 3.50%—3.75% 区间，并宣布 12 月起结束缩表，重启扩表。中美利差收窄助力人民币升值。10 月中美经贸团队吉隆坡磋商完成后，中美贸易摩擦阶段性缓和。关税战压力对中国经济压力的缓解，也利好人民币升值。近期公布的美国 11 月的失业率已升至 4.6%，而 11 月美国 CPI 已同比降至 2.7%，高失业率和低通胀率强化了市场对美联储未来降息的预期。而随着特朗普提名新任美联储主席，也会强化市

市场对美联储未来宽松政策的预期，也会利好人民币走强。临近年底，人民币升值预期走高也使得出口企业结汇的积极性有所提升，反过来也进一步推动了人民币的走强。



图 18：美元兑人民币汇率走势

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

第二，FDI 增速降幅收窄，外商对华直接投资有望逐渐企稳。根据商务部口径，2025 年 1-11 月实际使用外资为 6931.8 亿元人民币，同比-7.5%，较 9 月-10.4% 的降幅有明显收窄。在结构上，高技术产业实际使用外资保持较高增速，其中，电子商务服务业、医疗仪器设备及器械制造业、航空航天器及设备制造业实际使用外资分别增长 127%、46.5%、41.9%。随着中美贸易关系阶段性缓和，以及人民币升值对全球资本吸引力的提升，外商对华直接投资有望逐渐企稳。未来随着开放政策持续落地与国内市场潜力释放，外商对华投资信心有望稳步回升，推动后续 FDI 逐步回归正增长。

第三，外资机构境内证券投资持续净流出。2025 年 10 月和 11 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 200 亿和 346 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 31 亿和减持 23 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 231 和 323 亿美元。

6. 物价：CPI 同比转正，PPI 同比低位运行

与 2025 年 9 月相比，2025 年 10 月和 11 月 CPI 同比的变化主要有以下特点：

第一，CPI 同比转正，核心 CPI 略有增长。10 月和 11 月 CPI 和核心 CPI 同比分别为 0.2%/0.7%和 1.2%/1.2%，与 9 月-0.3%和 1.0%的增速相比，CPI 转正，同时核心 CPI 增速略有增长。去年同期低基数以及 11 月食品价格季节性增长带动 CPI 增速回升。食品、交通工具用燃料价格同比分别为-2.9%/0.2%和-5.4%/-7.4%，与 9 月-4.4%和-6.0%的增速相比都呈收窄的趋势。

第二，鲜菜价格增速回升较快，猪肉价格降幅逐渐收窄。10 月和 11 月鲜菜价格同比分别为-7.3%和 14.5%，与 9 月-13.7%的增速相比出现较大涨幅，受季节性供应减少影响明显；猪肉价格同比分别为-16.0%和-15.0%，与 9 月-17.0%的增速相比略有回升，生猪产能的集中释放对猪肉价格的冲击正在逐渐消化。10 月和 11 月非食品价格同比分别为 0.9%和 0.8%，与 9 月 0.7%的增速相比略有上升。

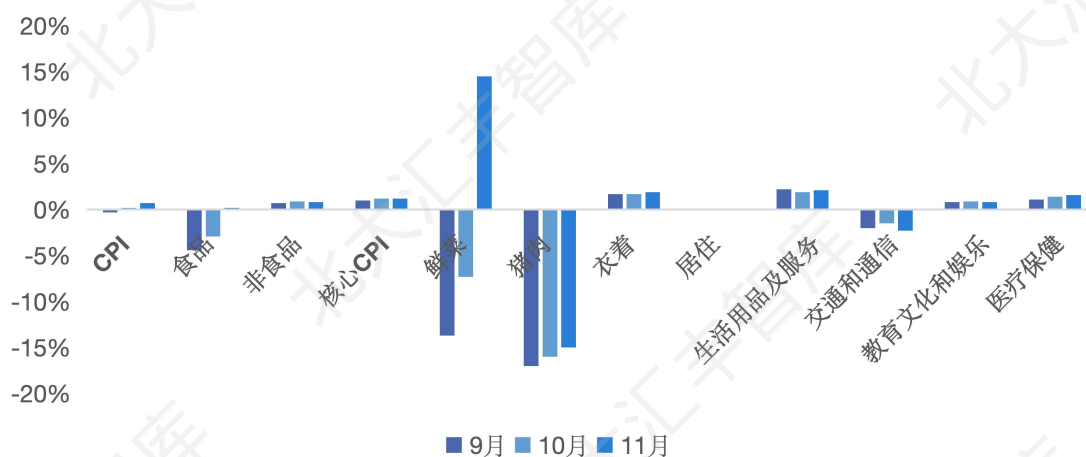


图 19：CPI 当月同比

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

2025 年 10 月和 11 月，PPI 同比分别为-2.1%和-2.2%，较 9 月-2.3%的增速略有收窄。PPI 主要有以下特点：

第一，石化系和黑色系价格仍处于低位，主要是国际油价没有明显起色。10 月和 11 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-15.6%/-11.8%，-8.4%/-10.3%，-5.8%/-7.2%，与 9 月-16.8%，-8.6%和-7.8%的增速相比整体有一定收窄，但同比仍保持下滑。主要原因是传统化石能源产业链在全球整体处于供应宽松，需求不振的状态。今年以来，国际原油市场价格持续下跌，WTI 原油价格全年跌幅约 20%，四季度下跌约 7%。10 月和 11

月黑色金属矿采选，黑色金属冶炼和压延加工行业的 PPI 同比分别为 2.1%/2.4%和 -4.5%/-5.2%，与 9 月 1.5%和-0.6%的增速相比分别呈现上涨和下跌的趋势。“反内卷”政策推动黑色金属矿采选行业的价格企稳回升，但房地产行业需求的深度调整使黑色金属冶炼和压延加工行业的价格压力有所增加。

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	-11.8%	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-3.6%	通用设备制造业	-1.8%	农副食品加工业	-2.0%	医药制造业	-3.9%
石油和天然气开采业	10.3%	石油、煤炭及其他燃料加工业	-7.2%			食品制造业	-1.2%	汽车制造业	-2.9%
黑色金属矿采选业	2.4%	化学原料和化学制品制造业	6.2%			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	-0.2%
有色金属矿采选业	20.2%	化学纤维制造业	7.8%			烟草制品业	0.4%	计算机、通信和其他电子设备制造业	-2.1%
非金属矿采选业	-3.1%	橡胶和塑料制品业	-3.2%			纺织业	-2.0%	电力、热力生产和供应业	-2.0%
		非金属矿物制品业	6.4%			纺织服装、服饰业	-0.6%	燃气生产和供应业	-1.9%
		黑色金属冶炼和压延加工业	-5.2%			造纸和纸制品业	0.0%	水的生产和供应业	2.4%
		有色金属冶炼和压延加工业	7.8%			印刷和记录媒介复制业	-1.0%		
		金属制品业	-1.7%						

注：表格中数值是 11 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 11 月至 2025 年 11 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，国际有色金属价格上涨带动国内有色采选业、有色冶炼业价格涨势较强。10 月和 11 月有色金属矿采选，有色金属冶炼和压延加工行业 PPI 同比分别为 18.9%/6.8%和 20.2%/7.8%，与 9 月的 13.9%和 6.5%相比涨幅加大。因流动性宽松预期、供给紧张及新兴产业需求等因素驱动，国际有色金属价格上行，带动国内相关产业链价格联动走高。

7. 政策：货币政策较为保守，财政支出力度减弱

2025 年四季度，货币政策方面的具体特点如下：

第一，市场利率低位运行，LPR 利率维持不变。截至 12 月 19 日，作为政策利率的 7 天逆回购利率（7 天 OMO 利率）维持在 1.40%的水平不变，存款类金融

机构质押式回购利率 (DR007) 报收 1.44%，货币市场利率水平较上一季度略有下降。12 月 1 年期和 5 年期 LPR 利率分别报 3.0%和 3.5%，较上一季度没有变化。市场流动性仍然保持充裕，货币政策保持对实体经济支持的导向。

第二，社融增速企稳回升，政府债对社融的支撑持续减弱。社融 10 月同比少增 5970 亿元，11 月同比多增 1597 亿元。11 月社融从少增转为多增，直接融资贡献较大，企业债券新增 4169 亿元，同比多增 1788 亿元。10 月和 11 月新增人民币贷款分别为 2200 亿和 3900 亿元。企业和居民贷款均延续回落，同比少增额分别为 2800 和 1900 亿元。企业贷款主要受票据融资支撑，企业部分 10 月和 11 月票据融资分别同比多增 3312 亿元和 2119 亿元，短贷同比分别持平和多增 1100 亿元，中长贷同比分别少增 1400 亿元和 400 亿元。企业贷整体受到地产投资偏弱、反内卷对行业的约束、化债影响贷款等因素拖累。政府债务融资 10 月和 11 月合计增加 1.69 万亿元，同比少增 6650 亿元，政府债对社融支撑走弱，主要因为近两年财政发力节奏错位，2024 年政府债发力后置，而 2025 年财政发力明显前置。M1 和 M2 在 10 月和 11 月的同比增速分别为 6.2%/8.2%，以及 4.9%/8.0%。M1 和 M2 增速均有回落，剪刀差出现一定反弹。

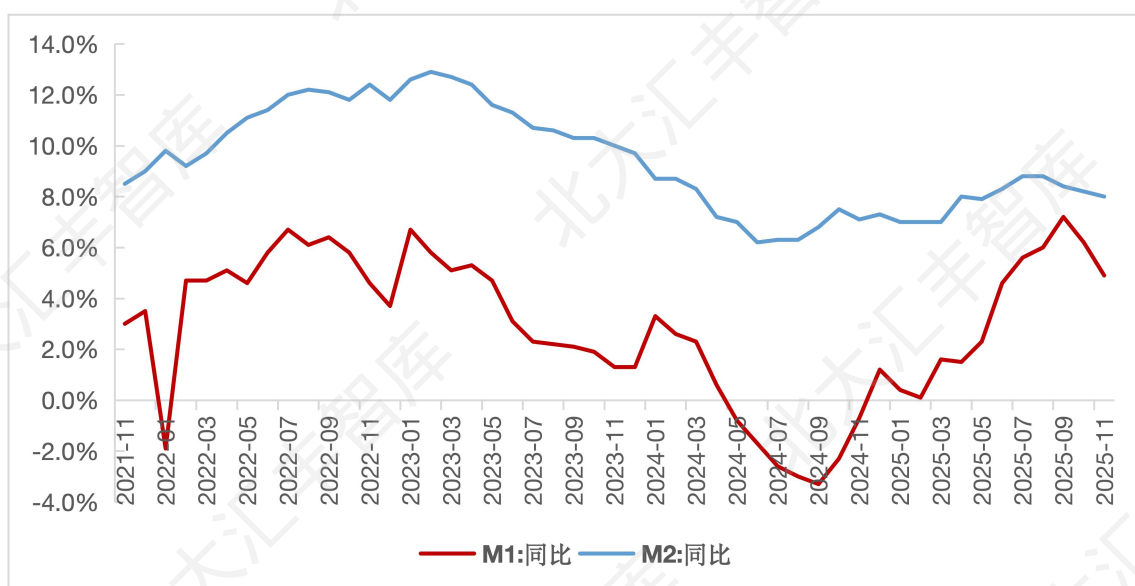


图 20：M1 和 M2 当月同比

数据来源：中国人民银行，北大汇丰智库。

第三，央行收短放长，维持市场流动性充裕。根据 Wind 数据，10 月 1 日以来 (截至 2025 年 12 月 26 日)，央行各项工具流动性合计净回笼 8806 亿元，其中，

中长期工具（买断式逆回购、MLF）合计净投放 15000 亿元。当前央行通过“收短放长”策略（央行在流动性管理中回笼短期资金、投放中长期资金的组合操作），保持流动性合理充裕。

2025 年 10 月和 11 月，财政政策的主要特点如下：

第一，一般公共预算支出负增长，民生领域收入增速高于支出增速。2025 年 10 月和 11 月，全国一般公共预算收入分别同比增长 3.2%和 0.0%，支出同比分别增长-9.8%和-3.7%。从财政支出结构来看，民生领域（涵盖教育、科学技术、文化体育与传媒、社会保障和就业、卫生健康支出）增速领先，占比保持增长，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）与债务支出增速偏低。10月和11月，民生支出增速分别为-5.5%和5.0%，基建支出增速为-25.7%和-17.6%，债务支出增速为-8.7%和0.8%。这两个月中，民生、基建、债务支出占一般公共预算支出的比例分别为 42.0%/43.5%、20.4%/21.2%、6.4%/5.4%。

第二，税收增速有所回落，个人所得税和出口退税保持两位数增长。10 月和 11 月，税收收入同比分别增长 8.6%和 2.8%，较 9 月 8.7%的增速出现回落。增值税增速分别为 7.2%和 3.3%，与 9 月 7.6%的增速相比有所下滑。消费税增速为 4.5%和 3.3%，与 9 月 3.8%的增速相比整体持平。进口增值税和消费税增速分别为 3.1%和-2.6%，与 9 月 2.1%的增速相比有所下降，说明国内消费市场对于性价比关注的提升，国产替代力度加大的趋势仍在延续。10 月和 11 月，企业所得税增速分别为 7.3%和-5.2%，较 9 月 19.6%的增速出现下滑。出口退税增速分别为 14.8%和 14.9%，车辆购置税增速为-16.8%和-29.2%，契税增速为-14.9%和-10.1%，土地增值税增速为-17.0%和-12.8%，需求侧的压力仍对相关领域税收产生了明显影响。而个人所得税增速为 27.3%和 11.4%，较 9 月 16.7%的增速有所提升。

第三，土地出让收入增速降幅扩大，拖累政府性基金收入。11 月全国政府性基金预算累计收入 40274 亿元，同比-4.9%，低于 9 月-0.5%的增速，仍低于年度目标的 0.7%。其中，国有土地使用权出让累计收入 29119 亿元，同比-10.7%，较 9 月份-4.2%的增速有所下滑，对政府性基金收入形成拖累。房地产市场深度调整，开发商拿地意愿较低，给政府性基金收入带来了较大压力。

三、政策建议

第一，建议将 2026 年 GDP 增速目标设定为 5.0%，保持一定财政政策力度。 5.0%的增速目标符合我国经济基本面，也能为就业和民生保障提供必要支撑。为实现这一目标，需搭配相应的财政政策工具。具体来看，建议 2026 年赤字率控制在 4.0%左右，对应赤字规模约 5.9 万亿元；新增专项债规模发行 4.0 万亿左右，土储专项债约为 5000 亿左右，消费品以旧换新中长期特别国债发行额度加码至 4500 亿元。通过多种财政工具配合，既保证必要的支出规模，也通过优化结构提高资金使用效率，支撑增速目标实现。

第二，加快已有政策落地，支撑明年经济实现开门红。 近期推出的“两个 5000 亿”政策：5000 亿元新型政策性金融工具，地方政府债务结存限额中安排 5000 亿元支持地方财政扩大有效投资。考虑到当前经济回升基础还不稳固，投资是稳定经济的重要抓手，需通过提高政策落地效率和优化项目储备，形成实际投资工作量。具体措施包括：5000 亿元新型政策性金融工具，要加快资金拨付，精准投向科创、促消费、稳外贸等领域的项目，补充项目资本金，避免资金闲置或分散投放；充分利用 5000 亿元地方政府债务结存限额，在合规前提下拓宽使用范围，一方面帮助地方化解存量政府投资项目债务、支付企业账款，另一方面向经济大省倾斜，用于符合条件的项目建设，其中 2000 亿新增专项债尽快在明年形成实物资本量；提前下达 2026 年新增地方政府债务限额，同步推进项目储备工作，开设项目审核绿色通道，确保债务资金到位后能快速对接成熟项目，形成“政策落地—项目开工—投资见效”的顺畅流程，巩固经济回升态势；尽快落实提前下达的 2026 年第一批 625 亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新资金计划，补贴方式从普惠制转向精准投放，消费者获得换新折扣的同时，推动产品品质提升，带动产业转型升级。

第三，进一步稳定房地产市场，推进北上深全面放开限购与房企存量资产盘活。 房地产市场与市场预期、民生保障密切相关，当前核心城市政策调整时机已经成熟，需从政策优化和企业纾困两方面发力。在城市政策调整上，北京已放宽非京籍家庭购房条件，将五环内社保或个税缴纳年限从 3 年减至 2 年、五环外从 2

年减至1年，同时允许多子女家庭多购一套住房。建议上海、深圳尽快跟进调整限购政策，可参考北京的做法适当放宽社保缴纳年限，结合本地情况支持多子女、人才等群体的合理购房需求，形成核心城市政策协同。在企业纾困方面，重点推动房企盘活存量资产，鼓励通过REITs、资产出售、债务重组等方式，盘活优质商业地产、保障性住房等资产，降低负债压力；完善房地产企业“白名单”制度，对合规经营、资质较好的房企给予信贷支持，同时优化个人住房信贷政策，合理确定房贷利率，稳定市场信心，助力房地产行业平稳转型。

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

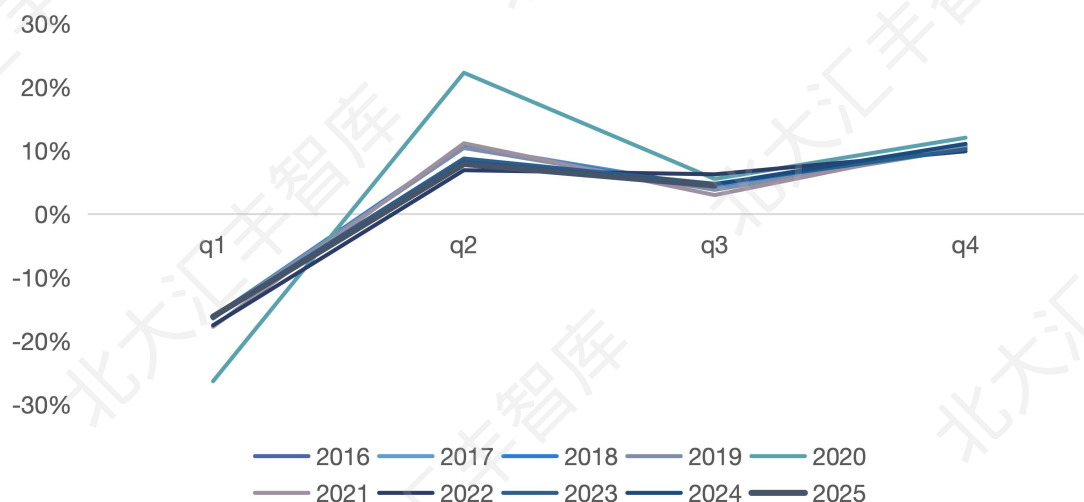
经济总量/结构	对应细分指标	细分指标发布频率
GDP	GDP 当季同比	季度
农业	中国:平均批发价:猪肉	日频
工业	南华工业品指数	日频
	唐山:高炉开工率	周频
餐饮、文娱业	全国电影票房金额	周频
批发和零售业	义乌小商品价格总指数	周频
	中国公路物流运价指数	周频
	乘用车日均零售额	日频
房地产和建筑业	30 大中城市商品房成交套数	周频
	水泥价格指数	日频
	100 大中城市成交土地溢价率	周频
交通运输、仓储和邮政业	CCFI 综合指数	周频

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 年四季度 GDP 当季同比，使用环比同比外推法预测 2026 年一季度、二季度、三季度、四季度 GDP 当季同比。

^① 参见 <https://www.newyorkfed.org/research/policy/weekly-economic-index>。

GDP 当季环比变化存在明显季节性特征（见附图 1），可以根据环比增速波动的历史数据，对 2026 年一季度、二季度、三季度、四季度 GDP 当季同比做一个预测。假设 2026 年一季度、二季度、三季度、四季度 GDP 当季值的环比分别为 -16.0%、8.1%、4.5%、10.4%，那么 2026 年一季度、二季度、三季度、四季度 GDP 当季同比分别为 5.0%、5.2%、5.2%、4.8%。



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) **对固投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，也就是说建安和购置设备：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

60%，民企购置土地增速下降 75%，那么 2025 年民企购置土地将减少 $4.87*60%*75%=2.19$ 万亿元。如果专项债中 5600 亿元用于购置闲置土地，那么还有约 1.63 万亿元的缺口。假设 2025 年购置土地资金缺口为 1.63 万亿元，那么 2025 年房地产投资增速为-16.3%。假定 2025 年房地产投资占固定资产投资的比例为 16.8%，预计 2025 年固投的增速为-2.8%。

根据 2025 年的测算，2025 年，地方政府卖地收入预计为 3.24 万亿元^①，房地产开发投资规模预计为 8.40 万亿元，建安和购置设备：土地购置的比例约为 1.5:1。2026 年房地产投资的下行压力料将来自民企买地意愿不足以及国企资金紧张导致减少购置土地，2026 年楼市需求不振的影响将从民企传导至国企。假设民企购置土地占土地购置收入的 12%，假设民企购置土地增速下降 60%，那么，2026 年民企购置土地将减少 $3.24*12%*60%=0.23$ 万亿元；假设国企购置土地增速下降 25%，那么，2026 年国企购置土地将减少 $3.24*88%*25%=0.71$ 万亿元。如果专项债中 5000 亿元用于购置闲置土地，那么会有 5100 亿元的资金缺口。假设 2026 年一季度、上半年、前三季度、全年购置土地资金缺口分别为 1000 亿元、2500 亿元、3700 亿元、5100 亿元，那么，2026 年一季度、上半年、前三季度、全年房地产投资增速分别为-5.0%、-5.4%、-5.5%、-6.1%。假定 2026 年一季度、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 18.5%、17.8%、16.9%、15.4%，预计 2026 年一季度、上半年、前三季度、全年固投的增速分别为-1.0%、-0.2%、1.9%、2.5%。

2) 对出口增速的估算过程如下：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 年四季度的中国对美国出口弹性为-1.3，中国在 2025 年 10 月、11 月至 12 月被美国加征的关税（年初至今生效关税）分别为 30%、20%，假设 2025 年四季度中国对美出口占比为 10.0%，测算显示，预计 2025 年四季度中国出口当季同

^① 2024 年卖地收入 4.87 万亿元-民企买地缺口 1.63 万亿元

比（按美元计）为 4.7%。

假设 2026 年美国不再对中国加征关税税率，维持关税在 2025 年 10 月底釜山中美元首会议公布协商结果（即 10% 芬太尼关税和 10% 的对等关税），那么，2026 年 1 月、2 月、3 月、4 月、5 月至 10 月、11 月至 12 月美国对中国关税税率较上年同期变化分别为 +20pct、+10pct、+0pct、-34pct、-10pct、+0pct，假设 2026 年 1 月至 3 月、4 月、5 月至 12 月中国对美国出口弹性为 -0.2、-0.5、-0.3，假设 2026 年一季度、二季度、三季度、四季度中国对美出口占比分别为 12.8%、10.8%、10.3%、10.0%，测算显示，预计 2026 年一季度、二季度、三季度、四季度中国出口当季同比（按美元计）分别为 3.8%、4.1%、4.9%、2.1%。

3) 对社消增速的估算过程如下：由于商品零售占社消的比例接近九成，通过假定商品零售的增速和占社消的比例，测算社消的增速。考虑到消费品以旧换新政策对大件耐用品需求的透支，假设 2025 年商品零售累计同比分别 3.9%，商品零售占社消比例为 89.2%，预计 2025 年社消增速为 4.0%。

假设 2026 年特别国债中支持消费品以旧换新的规模由 2025 年的 3000 亿元增至 4500 亿元，即较 2025 年多增 1500 亿元，这 1500 亿元按照 405、375、375、345 的结构在四个季度分别发放，假设消费品以旧换新对社消的拉动系数为 8.0，假设 2026 年一季度、上半年、前三季度、全年商品零售占社消比例分别为 89.2%、89.1%、89.0%、88.9%，那么，测算显示，预计 2026 年一季度、上半年、前三季度、全年社消零增速分别为 4.0%、3.9%、3.8%、4.0%。

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构建月度模型，预计 2025 年四季度的规上工业增加值累计同比。由于数据定期更新，月度模型的参数将会调整。其中， $indgr_t$ 是 t 期的工业增加值累计同比， $indgr_{t-1}$ 是滞后一期的工业增加值累计同比， $exgr_t$ 是 t 期的出口累计同比， t 是时间变量。所有参数估计都是显著的，***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 以内显著。

1998 年 7 月至 2025 年 11 月的月度模型如下：

$$\begin{aligned} indgr_t &= 0.0526^{***} + 0.4661^{***} indgr_{t-1} + 0.1289^{***} exgr_t - 0.00009^{***} t \\ R^2 &= 69.4\% \end{aligned}$$

对 2026 年规上工业增加值增速的测算思路如下：首先，根据前文预测的 2026 年的季度 GDP 累计同比，计算 2026 年每个季度的 GDP 累计值。其次，假设 2026 年一季度、上半年、前三季度、全年的工业增加值占 GDP 的比例分别为 31.1%、30.8%、30.3%、30.2%，计算 2026 年四个季度的工业增加值累计同比。最后，用工业增加值累计同比对规上工业增加值累计同比回归，根据回归系数，计算 2026 年四个季度的规上工业增加值累计同比。

1998 年三季度至 2025 年四季度的季度模型如下：

$$\begin{aligned} gind_t &= 1.2299^{***} ind_t - 0.0046^{**} dummy1 - 0.0081^* dummy2 \\ R^2 &= 98.8\% \end{aligned}$$

其中， $gind_t$ 是 t 期的规上工业增加值累计同比， ind_t 是 t 期的工业增加值累计同比。 $dummy1$ 和 $dummy2$ 是虚拟变量，分别以 2012 年二季度和 2024 年一季度为分界点，分界点以后为 1，分界点前为 0。所有参数估计都是显著的，***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 以内显著。

4. 索罗模型回归结果

使用 Solow 模型构建中国 1978 至 2024 年的生产函数，回归结果如下：

$$\begin{aligned} \ln Y_t &= -0.8776^{***} + 0.6753^{***} \ln L_t + 0.3247^{***} \ln K_t + 0.0243^{***} t \\ &+ 0.0755^{***} Dummy1 + 0.0585^{**} Dummy2 + 0.1077^{***} Dummy3 + u_t \\ R^2 &= 99.9\% \end{aligned}$$

其中， Y_t 为以 1978 年实际 GDP 为基期、历年实际 GDP 增速计算的可比实际 GDP 值； L_t 为就业人口劳动时间，用中国就业人数乘以城镇就业人员周平均工作时长乘以每年 52 周，由于 1978 至 2000 年城镇就业人员周平均工作时长缺失，使用 42 小时/周估算； K_t 为实际资本存量，参考张前荣和徐玮应（2015）使用 8663.6 亿元作为 1978 年的实际资本存量基期，使用永续盘存法估算历年实际资本存量，每年的新增资本存量用固定资产投资额（GDP 平减指数剔除价格因素后）作为代

理变量，折旧率取 5%； t 是时间趋势项。Dummy1、Dummy2、Dummy3 分别取 1986 年、2005 年、2008 年作为分界线，分界线之后取 1，分界线前取 0；1986 年《国营企业实行劳动合同制暂行规定》《国营企业招用工人暂行规定》《国营企业辞退违纪职工暂行规定》《国营企业职工待业保险暂行规定》发布，打破铁饭碗；2005 年人民币汇率由固定汇率转为参考一篮子货币的浮动汇率制；2008 年发布“四万亿”基建计划。 u_t 为误差项，是平稳的，说明解释变量和被解释变量之间存在协整关系。所有参数估计都是显著的，***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 以内显著。

Cobb-Douglas 生产函数的设置如下：

$$Y = AK^{\alpha}L^{\beta}$$

其中， A 为全要素生产率 (TFP)， α 和 β 分别代表资本和劳动的产出弹性， $\alpha + \beta = 1$ 。

取对数后，可得：

$$\ln Y = \ln A + \alpha * \ln K + \beta * \ln L$$

那么，全要素生产率为：

$$\ln A = \ln Y - \alpha * \ln K - \beta * \ln L$$

事实上，对对数形式的 Cobb-Douglas 生产函数求导后，还有以下关系：

$$g_Y = g_A + \alpha g_K + \beta g_L$$

$$g_A = g_Y - \alpha g_K - \beta g_L$$

其中， g_Y 是实际 GDP 增速， g_A 是 TFP 增速， g_K 是实际资本存量增速， g_L 是就业人口劳动时长增速。

已知 g_Y 、 g_K 、 g_L 可以计算 g_A 。假设 g_K 、 g_L 、 g_A ，可以估算 g_Y 。



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、任颀、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>