



外部环境冲击，经济走势相对平稳

——蔡含篇

点评报告

A0012-20250521

	上年同期值	上期值	官方值	北大国民经济研究中心预测值	Wind 市场预测均值
经济增长					
工业增加值同比(%)	6.7	7.7	6.1	6.0	5.21
固定资产投资累计同比(%)	4.2	4.2	4.0	4.2	4.26
社会消费品零售额同比(%)	2.3	5.9	5.1	6.9	5.48
出口同比(%)	1.5	12.4	8.1	-3.5	0.75
进口同比(%)	8.4	-4.3	-0.2	-12.5	-6.92
贸易差额(亿美元)	720	1026	961.8	1180	968.67
通货膨胀					
CPI 同比(%)	0.3	-0.1	-0.1	-0.2	-0.15
PPI 同比(%)	-2.5	-2.5	-2.7	-2.8	-2.83
货币信贷					
新增人民币贷款(亿元)	7300	36400	2800	12000	7644.44
M2 同比(%)	7.2	7.0	8.0	6.8	7.54

北京大学国民经济研究中心

宏观经济研究课题组

学术指导：刘伟

组长：苏剑

课题组成员：

蔡含篇

陈丽娜

联系人：蔡含篇

联系方式：

gmjiyj@pku.edu.cn



扫描二维码或发邮件订阅
第一时间阅读本中心报告



要点

- 工业增加值增速稳中有升，政策支持成主要支撑
- 政策推动，消费增速走势平稳
- 高关税冲击，投资增速小幅下降
- 特朗普高关税影响，中美贸易单月下降
- 有效需求相对不足，价格增速低位运行
- 社融信贷增量趋缓，政府债券依然是重要支撑
- 展望未来：稳增长政策持续发力，经济复苏继续

内容提要

4月，外部环境波动，国内经济整体走势相对平稳，经济动能修复继续。尽管4月受超预期高关税冲击，部分宏观经济指标出现阶段性回调，下行压力增加，但经济整体走势相对平稳、可控，经济结构调整继续，高技术产业继续保持高速增长，就业形势总体稳定。面对复杂多变的国际形势，“稳预期”重要性进一步凸显，“稳增长”政策有待进一步持续发力，经济内生动力需进一步修复，推动经济高质量发展。

供给端

工业增加值：2025年4月，中国规模以上工业增加值同比实际增长6.1%，较3月的7.7%略有回落，但仍保持稳健增长，符合市场预期。积极的财政与货币政策、国内消费需求持续复苏以及出口市场的温和回暖共同支撑了工业产出。高技术制造业和装备制造业表现亮眼，彰显中国工业经济向高质量发展的动能。然而，房地产市场持续低迷、全球地缘政治不确定性以及原材料价格波动对工业增长构成一定挑战。

需求端

消费方面：2025年4月，社会消费品零售总额同比增长5.1%，较前月下降0.8个百分点，政策推动，消费增速走势相对平稳。受政策效应推动，办公用品、通讯设备、家电消费额涨幅较大。当前整体消费仍处于底部徘徊，仍需进一步稳定就业、收入预期推动消费可持续上涨。

投资方面：2025年1-4月，全国固定资产投资同比增长4.0%，较1-3月下降0.2个百分点，受超预期高关税冲击，本月投资增速普遍下降。当前外部环境进一步趋紧，全球产业链断裂风险加剧，外需收缩，企业利润下滑的同时，超预期关税政策，使得部分企业处于观望



当中，进一步抑制投资增长。“两新”“两重”政策扩围，政策效应的释放是当前的主要支撑之一。

出口方面：2025 年 4 月，出口总额 3156.9 亿美元，同比增长 8.1%，较前月下降 4.3 个百分点。受特朗普超预期高关税影响，一方面，4 月中国对美国直接出口额增速大幅下降；另一方面，4 月存在抢出口迹象，来料加工出口额增速大幅上涨，而进料加工出口额增速则下降明显。国别方面，中国对美国出口额增速大幅下降同时，对东盟出口额增速大幅上升。具体商品方面，传统服装、鞋帽、箱包等商品出口继续下降，机电产品、高新技术产品出口则继续高速增长，尤其是集成电路出口额增速大幅上涨。

进口方面：2025 年 4 月，进口总额 2195.1 亿美元，同比增长-0.2%，降幅较前月收窄 4.1 个百分点，进口额增速继续低位前行。中国内经济结构调整依旧，对传统大宗商品的需求减少，叠加外部环境愈发复杂，使得 4 月进口额增速虽有上涨，但仍在底部徘徊。受特朗普高关税以及高基数效应影响，4 月中国从美国、欧盟、东盟等进口额增速下降明显，从拉美地区的进口额增速上涨显著。

价格

CPI：2025 年 4 月，CPI 同比增长-0.1%，与前月持平；环比增长 0.1%，较前月上涨 0.5 个百分点。居民非食品消费品供给相对充足，CPI 增速继续低位前行。非食品消费品价格增速持续低迷是当前的主要拉低因素，这部分受居民有效需求不足影响；另外，当前居民消费品制造增长较快，供给充足进一步压低了居民非食品消费品价格增速。

PPI：2025 年 4 月，PPI 同比下跌 2.7%，降幅较前月扩张 0.2 个百分点；环比下跌 0.4%，降幅与前月持平，这主要受高关税政策影响，整体需求阶段性下降，国际大宗商品价格下降，对国内工业品输入性传导，叠加国内经济结构调整，PPI 增速继续底部徘徊，稳增长政策有待进一步发力。

货币金融

社会融资：2025 年 4 月，中国新增社会融资规模为 11591 亿元，较 2024 年 4 月的-658 亿元大幅回升，但与 2025 年 3 月的 58894 亿元相比显著回落，环比下降约 80.3%，反映出季节性因素及经济内生动能不足的影响。政府债券融资依然是社融增长的主要驱动力，新增人民币贷款表现平稳，但企业债券融资回暖有限，表外融资和外币贷款持续低迷，显示融资结构仍在调整优化。

人民币贷款：2025 年 4 月中国新增人民币贷款为 2800 亿元，较 2024 年 4 月的 7300 亿



元同比减少 4500 亿元，降幅约 61.6%，反映出实体经济融资需求在季节性因素和经济复苏动能放缓的双重影响下出现明显回落。短期贷款大幅收缩成为主要拖累，而中长期贷款表现平稳，企事业单位贷款和居民户贷款均呈现疲软态势，票据融资则有所回升。

M2：2025 年 4 月末，狭义货币（M1）余额为 1091407 亿元，同比增长 1.5%，较 3 月的 1.6%略降 0.1 个百分点，显示企业活期存款增长保持温和，经济活跃度改善但动能不足。广义货币（M2）同比增长 8.0%，较 3 月的 7.0%上升 1.0 个百分点，反映货币供应在政策支持下有所扩张。M2 与 M1 同比增速差扩大至 6.5%，较 3 月的 5.4%增加 1.1 个百分点，表明企业资金流动性改善有限，投资意愿仍偏谨慎。社会融资规模存量同比增速为 8.7%，较 M2 增速高 0.7 个百分点，显示社融对实体经济的支持力度持续增强，但经济内生动力仍需进一步激活。



正文

工业增加值部分：工业增加值增速稳中有升，政策支持成主要支撑

2025 年 4 月，中国规模以上工业增加值同比实际增长 6.1%，较 3 月的 7.7%略有回落，但仍保持稳健增长，符合市场预期。积极的财政与货币政策、国内消费需求持续复苏以及出口市场的温和回暖共同支撑了工业产出。高技术制造业和装备制造业表现亮眼，彰显中国工业经济向高质量发展的动能。然而，房地产市场持续低迷、全球地缘政治不确定性以及原材料价格波动对工业增长构成一定挑战。

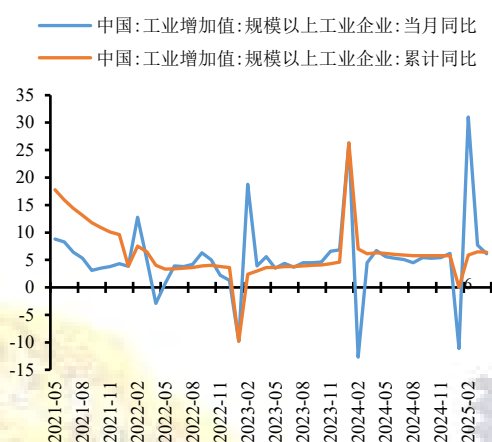


图 1 工业增加值当月及累计同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

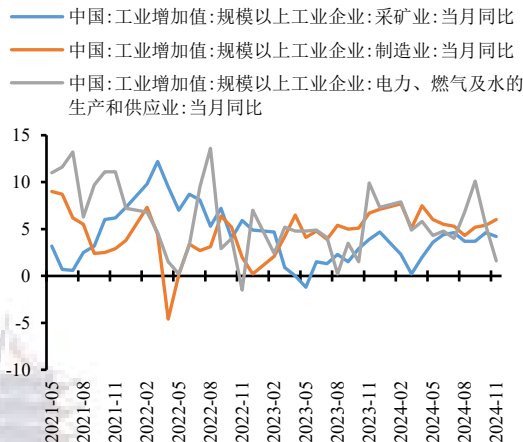


图 2 中国三大门类工业增加值当月同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

分行业：制造业稳健，采矿业增速放缓

4 月采矿业增加值同比增长 5.7%，较 3 月的 9.3%有所放缓，但仍高于整体工业增速。地方政府专项债发行节奏加快（4 月发行规模预计超 1 万亿元）以及基建投资持续发力，支撑了煤炭、金属矿等上游原材料需求。钢材产量保持稳定，反映出采矿业与下游制造业的协同效应。然而，全球大宗商品价格波动及国内环保政策趋严对中小采矿企业的成本控制提出挑战，增速放缓可能与高基数效应和季节性因素相关。

制造业增加值同比增长 6.6%，略高于整体工业增速。4 月制造业 PMI 为 49.0%，虽回落至荣枯线以下，但生产分项指数仍保持在 49.8，显示生产活动韧性较强。促消费政策（如新能源汽车购置补贴、家电以旧换新）有效提振内需，消费品制造业（如家电、轻工产品）表现稳健。出口方面，4 月出口金额同比增长 8.1%，支撑了电子信息、机械设备等出口导向型行业的生产。然而，房地产市场低迷继续拖累建材、钢铁等产业链，高基数效应和原材料价格上涨对制造业利润率形成一定压力。

电力、燃气及水生产和供应业增加值同比增长 2.1%，低于整体增速，较 3 月的 3.5%进



一步放缓。温和的气候条件和工业用电需求的季节性回落是主要原因。超长期特别国债支持的绿色能源项目（如风电、光伏）为行业提供长期增长动力，但短期内原材料价格波动对生产成本构成压力。随着夏季用电高峰临近及新能源发电项目逐步投产，预计二季度末该行业增速有望回升。

分经济类型：市场化主体活力凸显

国有及国有控股企业增加值同比增长 2.9%，显著低于整体增速。国企在能源、基建等领域的稳定作用得益于专项债提速发行，但其增速偏低反映出市场化活力不足。房地产相关产业链低迷对部分国企上下游业务形成拖累，叠加高基数效应，国企增长动能受限。

股份制企业增加值同比增长 6.6%，略高于整体增速。混合所有制改革释放的活力、央行降准提供的流动性支持以及消费品和制造业领域的快速响应能力，共同推动其稳健增长。原材料价格波动对中小股份制企业的成本控制构成挑战，但其灵活的市场策略有效缓解了外部压力。

外商及港澳台投资企业增加值同比增长 3.9%，低于整体增速。4 月出口同比增长 8.1%，叠加全球供应链的区域化调整，支撑了外资企业在电子、机械等领域的生产。但美元走强、中美利差扩大以及地缘政治紧张局势抬高了融资成本，可能抑制出口需求，限制外资企业进一步扩张。

私营企业增加值同比增长 6.7%，高于整体增速。在消费导向领域（如电子信息、轻工业）的灵活性，结合促消费政策和出口赶单效应，释放了强劲增长动能。中小私营企业面临原材料价格上涨和全球供应链调整的成本压力，但央行定向再贷款等政策有效缓解其融资约束。

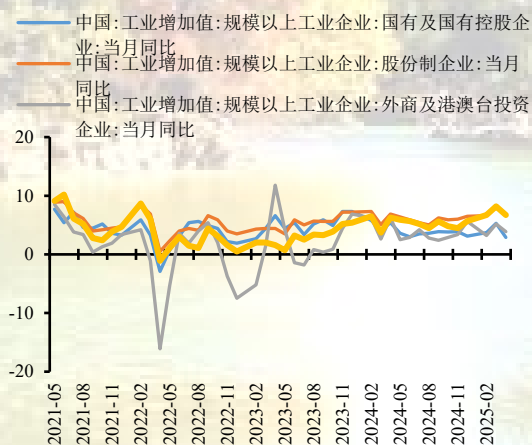


图3 各类企业工业增加值当月同比增速 (%)
数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心



图4 高技术产业增加值当月及累计同比增速 (%)
数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

此外，高技术制造业增加值同比增长 10.0%，显著高于整体工业增速，延续了强劲增长



态势。新能源汽车、工业机器人和高端装备制造表现尤为突出，产量分别同比增长约 30% 和 15%。央行再贷款工具降低企业融资成本，财政支持的研发投入进一步推动技术升级和产业链优化。装备制造业增加值同比增长 9.8%，受益于基建投资和制造业升级需求。然而，美元走强和全球融资成本上升可能削弱外向型高技术企业的出口竞争力，全球供应链调整对成本管理提出更高要求。

消费部分：政策推动，消费增速走势平稳

2025 年 4 月，社会消费品零售总额同比增长 5.1%，较前月下降 0.8 个百分点，政策推动，消费增速走势相对平稳。

一方面，“以旧换新”政策效应显著，推动消费额增速持续上行；另一方面，4 月受超预期高关税冲击，消费承压，“稳消费、促内需”政策有待进一步加码。尽管一季度居民人均可支配收入增速止跌小幅上涨，但仍处于历史底部区间，这也意味着有效内需不足的问题并未从根本上得到解决。3 月 16 日，中共中央办公厅、国务院办公厅近日印发《提振消费专项行动方案》，提出“以增收减负提升消费能力”，有望从根本上解决消费需求不足的问题。

从具体消费品类型来看，4 月，限额以上单位的体育娱乐用品类、家用电器和音像器材类、文化办公用品类、通讯器材类消费额增速相对较高，分别为 23.3%、38.8%、33.5%、19.9%，分别高于限额以上单位商品零售额增速 16.7、32.2、26.9、13.3 个百分点。以上商品多为“以旧换新”和国家补贴范围之内的商品，其较高的消费额增速主要是受政策效应推动的。

相对而言，服装、化妆品等不在政策补贴范围内的日常消费品的消费额增速依然低位徘徊。1-2 月份，限额以上单位的服装鞋帽针纺织品类、饮料类、中西药品类消费额则分别同比增长 2.2%、2.9%、2.6%，均处于历史低位。另外，4 月汽车类消费额同比增长 0.7%，是拉低本月消费额增速的主要因素。

与历史数据相比，当前消费额增速依然位于低位，消费增速上行根本上依然取决于收入增速的上涨以及就业的稳定。一季度，全国居民人均可支配收入同比增长 5.5%，尽管较 2024 年上涨 0.2 个百分点，但依然低于 2019 年同期 3.2 个百分点。保证消费增速可持续稳定上涨，居民收入增速有待进一步提高。

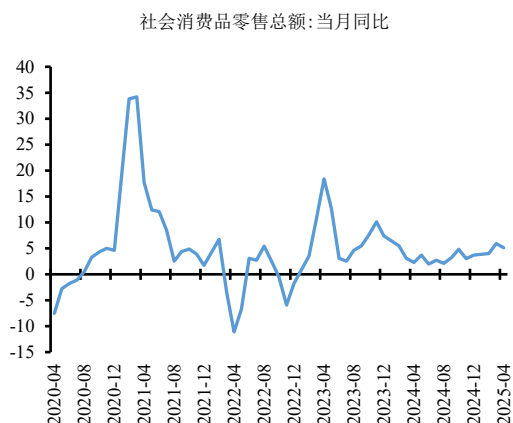


图5 社会消费品零售总额:当月同比

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

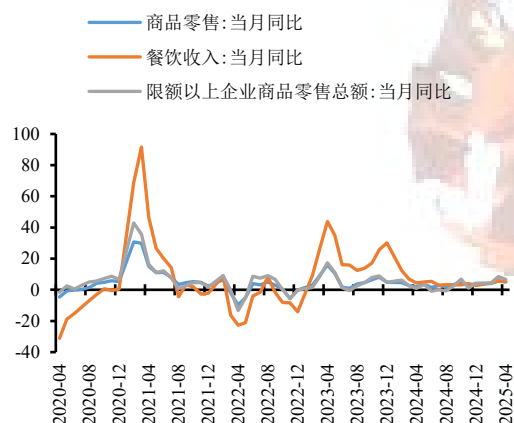


图6 餐饮收入和商品零售当月同比增速(%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

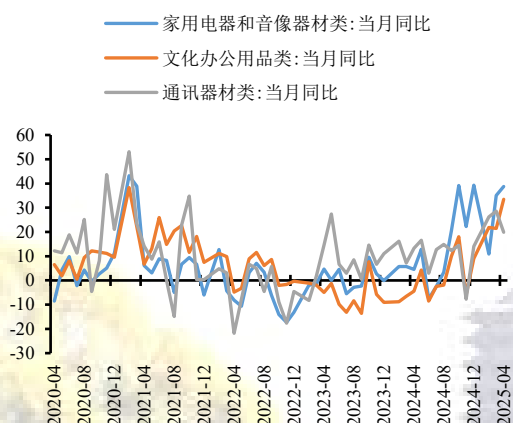


图7 各类零售额当月同比增速(%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

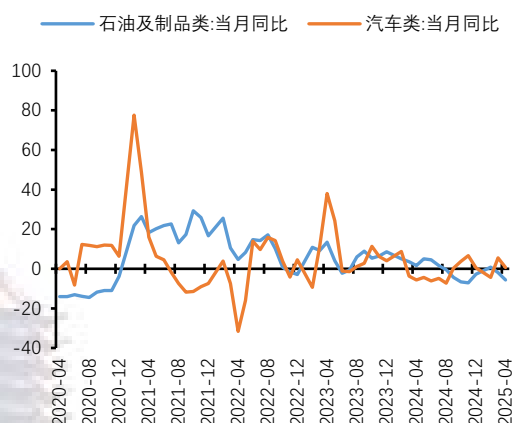


图8 各类零售额当月同比增速(%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

投资部分：高关税冲击，投资增速小幅下降

2025年1-4月，全国固定资产投资同比增长4.0%，较前期下降0.2个百分点，投资增速小幅下行。其中，一、二、三产投资增速分别下降2.8、0.2、0.3个百分点；基建投资同比增长5.8%，与1-3月持平，房地产投资进一步下降，降幅较1-3月下降0.4个百分点。

4月，受超预期高关税冲击，投资增速普遍下降，无论是分产业来看还是分地区、分注册类型来看，各部分投资增速均较1-3月有不同程度的下降，且4月房地产投资降幅进一步明显扩张，反映出超预期高关税影响，企业处于观望状态，导致投资增速阶段性下滑，“稳预期、稳市场”政策效用有待进一步发力。

调结构方面，1-4月，高技术产业中，信息服务业、计算机及办公设备制造业、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业投资增长较快，分别高于全部投资36.6、24.9、25.6个百分点。

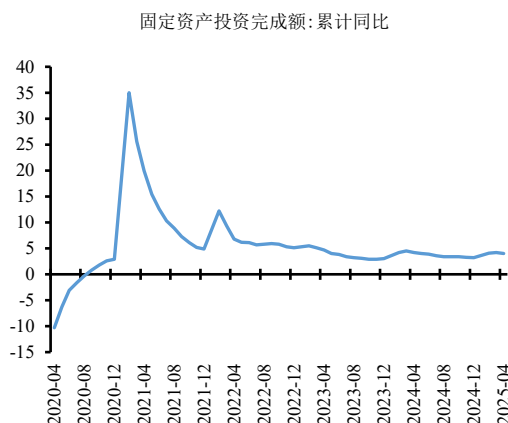


图9 固定资产投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

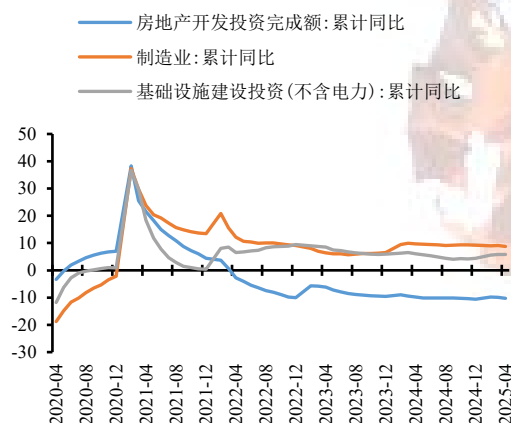


图10 固定资产投资分行业累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

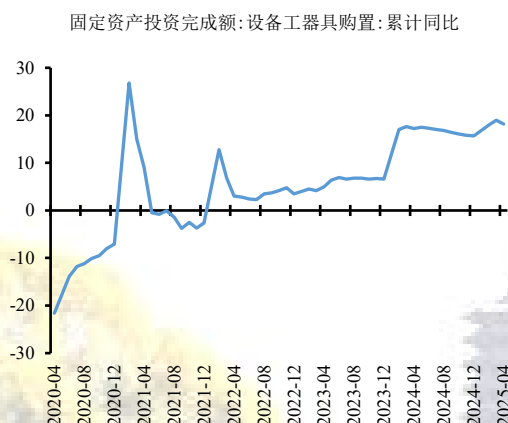


图11 设备工器具购置投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

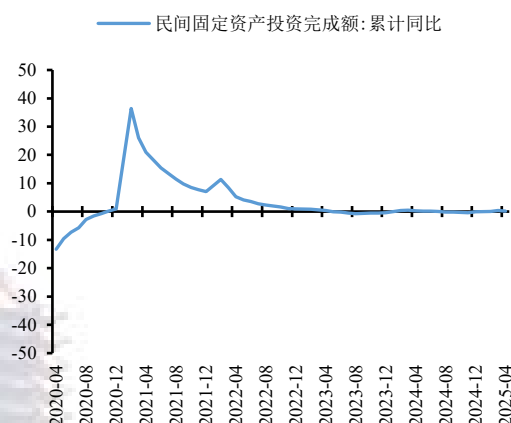


图12 民间投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

进出口部分: 特朗普高关税影响, 中美贸易单月下降

2025年4月, 按美元计价, 中国进出口总额 5352.0 亿美元, 同比增长 4.6%。其中, 出口总额 3156.9 亿美元, 同比增长 8.1%; 进口总额 2195.1 亿美元, 同比增长-0.2%; 贸易顺差 961.8 亿美元。总体来看, 受特朗普高关税政策的影响, 4月出口额增速小幅下降, 进口额降幅收窄, 与非美国贸易存在抢出口迹象, 但中美间直接进、出口贸易增速大幅下降。

出口方面, 2025年4月, 出口总额 3156.9 亿美元, 同比增长 8.1%, 较前月下降 4.3 个百分点。受特朗普超预期高关税影响, 一方面, 4月中国对美国直接出口额增速大幅下降; 另一方面, 4月存在抢出口迹象, 来料加工出口额增速大幅上涨, 而进料加工出口额增速则下降明显。国别方面, 中国对美国出口额增速大幅下降同时, 对东盟出口额增速大幅上升。具体商品方面, 传统服装、鞋帽、箱包等商品出口继续下降, 机电产品、高新技术产品出口则继续高速增长, 尤其是集成电路出口额增速大幅上涨。

进口方面, 2025年4月, 进口总额 2195.1 亿美元, 同比增长-0.2%, 降幅较前月收窄 4.1



个百分点，进口额增速继续低位前行。中国内经济结构调整依旧，对传统大宗商品的需求减少，叠加外部环境愈发复杂，使得4月进口额增速虽有上涨，但仍在底部徘徊。受特朗普高关税以及高基数效应影响，4月中国从美国、欧盟、东盟等进口额增速下降明显，从拉美地区的进口额增速上涨显著。

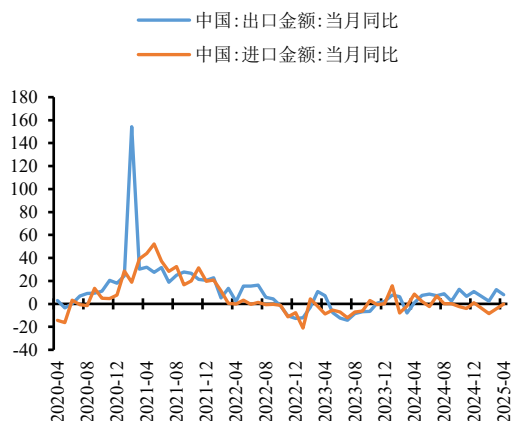


图 13 进出口额增速：当月同比 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心



图 14 中国贸易差额：当月值 (亿美元)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

特朗普高关税影响，出口额增速小幅下行

2025年4月，出口总额3156.9亿美元，同比增长8.1%，较前月下降4.3个百分点。受特朗普超预期高关税影响，一方面，4月中国对美国直接出口额增速大幅下降；另一方面，4月存在抢出口迹象，来料加工出口额增速大幅上涨，而进料加工出口额增速则下降明显。国别方面，中国对美国出口额增速大幅下降同时，对东盟出口额增速大幅上升。具体商品方面，传统服装、鞋帽、箱包等商品出口继续下降，机电产品、高新技术产品出口则继续高速增长，尤其是集成电路出口额增速大幅上涨。

外部需求方面，在主要出口伙伴国中，尽管4月美国、欧盟、日本制造业PMI均较前月有所上行，但实际经济走势却表现出不同的波动。4月美国Markit制造业PMI终值为50.2，与前月持平，但其4月ADP就业人数增6.2万人，远低于市场预期的11.5万人；4月日本制造业PMI为48.7，高于前月的48.3，但最新数据显示，日本3月实际工资同比减少2.1%，日本央行行长表示，“由于美国的关税政策，全球和日本国内经济的不确定性急剧增加”；4月欧元区制造业PMI为49.0，高于前月48.6，但对于高关税问题，欧洲央行管委奥利·雷恩表示这带来了“前所未有的不确定性”。

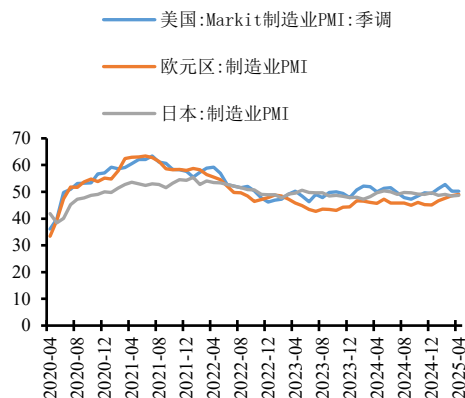


图 15 全球制造业 PMI (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

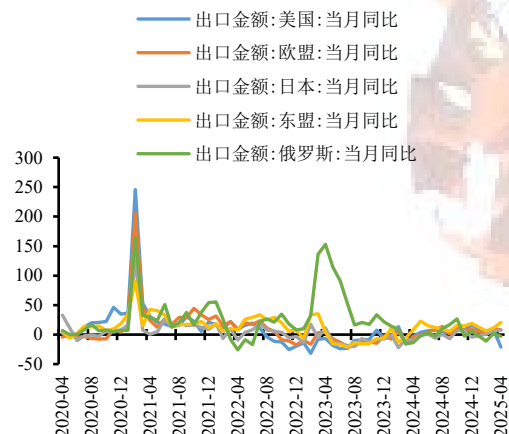


图 16 中国对主要经济体出口同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

从国别出口看，中国对美国、欧盟、东盟出口额当月同比增速分别为-21.03%、8.27%、20.80%，分别较前期上涨-30.12、-2.03、-9.25 个百分点，中国一方面对美国直接出口大幅减少，另一方面对东盟出口大幅增速。受特朗普高关税影响，4 月中国对美国出口额大幅下降，中美直接贸易往来减少；尽管中国对美国的直接出口减少，但中国对东盟出口却是大幅快速增长，出口额增速大幅上涨。其中，对印度尼西亚出口额同比增长 36.85%，对新加坡年出口额增速较前月上涨 21.29 个百分点。除了对东盟出口快速增长外，中国对印度出口额增速也已经连续两个月保持在“20%”以上了，本月对台湾出口额增速也较前月上涨 7.64 个百分点，涨幅也较为明显。

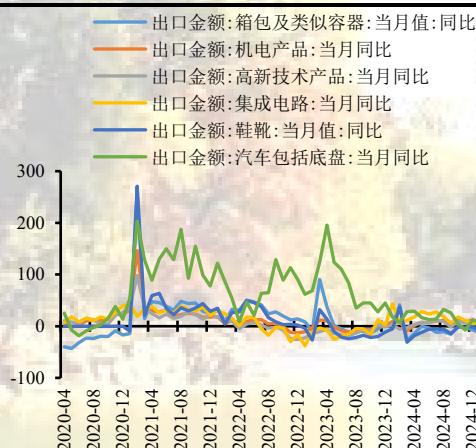


图 17 中国主要出口商品出口同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

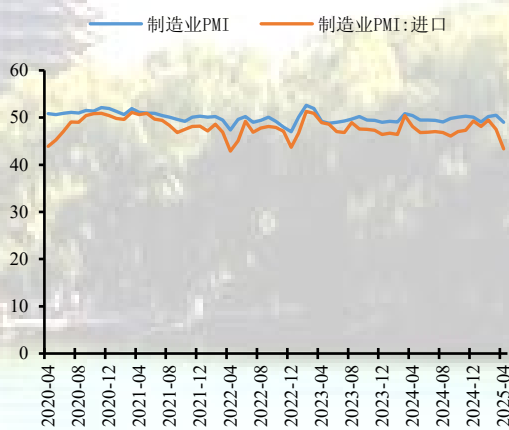


图 18 中国主要 PMI 指数 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

从具体出口商品看，传统优势产业出口额继续下滑，高技术产业出口则相对继续上行。4 月，箱包及类似容器、鞋靴出口额继续下降，分别同比增长-9.1%、-0.2%，其中鞋靴出口额已连续两年同比负增长。中国出口机电产品 1905.84 亿美元，占中国出口总额的 60.37%，仍在中国出口中占主导地位，同比增长 10.1%。其中，出口集成电路 155.75 亿美元，同比增



长 20.2%，较前月上涨 12.3 个百分点。高新技术产品出口为 747.36 亿美元，同比增长 6.5%，汽车出口 111.64 亿美元，同比增长 4.4%。

高关税叠加高基数，进口额增速继续低位前行

2025 年 4 月，进口总额 2195.1 亿美元，同比增长-0.2%，降幅较前月收窄 4.1 个百分点，进口额增速继续低位前行。中国国内经济结构调整依旧，对传统大宗商品的需求减少，叠加外部环境愈发复杂，使得 4 月进口额增速虽有上涨，但仍在底部徘徊。受特朗普高关税以及高基数效应影响，4 月中国从美国、欧盟、东盟的进口额增速下降明显，从拉丁美洲的进口额增速上涨显著。

从国别进口看，中国从美国、欧盟、日本和东盟的进口额分别同比增长-13.83%、-16.46%、2.47%、2.50%，分别较前月下降 23.55、24.47、4.39、6.43 个百分点。一方面，去年同期存在明显的高基数效应；另一方面，受特朗普高关税冲击，全球产业链断裂风险加剧，各国间贸易不可持续预期增加，总需求收缩，拉低进口额增速。与之相对，4 月从非洲、拉丁美洲进口额同比增速分别较前月上涨 29.75、11.38 个百分点，是使得 4 月进口额降幅收窄的主要因素。

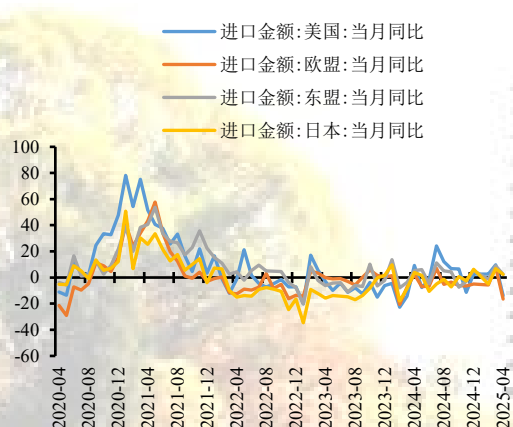


图 19 中国对主要经济体进口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

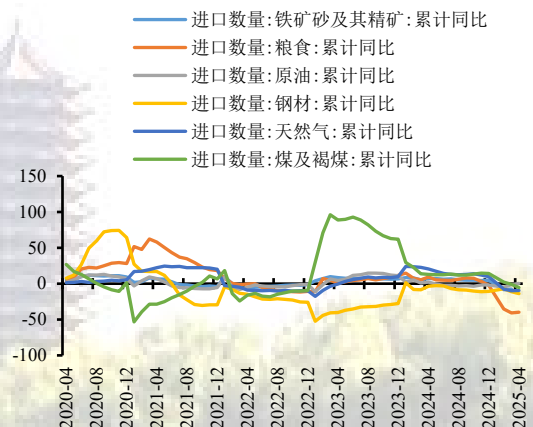


图 20 中国主要商品进口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从具体商品进口看，大宗商品方面，1-4 月铁矿砂及其精矿、原油、煤及褐煤、天然气、钢材的进口量累计同比增速分别为-5.5%、0.5%、-5.3%、-9.2%、-13.9%，与 1-3 月相比，铁矿砂及其精矿、原油以及天然气的进口量降幅有所收窄，但受国内经济结构调整、房地产市场低产能去化影响，煤及褐煤、钢材的进口量降幅继续扩大。农产品方面，粮食进口累计同比下降 39.9%，降幅收窄 0.9 个百分点。

价格部分：有效需求相对不足，价格增速低位运行

2025 年 4 月，CPI 同比增长-0.1%，与前月持平；环比增长 0.1%，较前月上涨 0.5 个百分点。居民非食品消费品供给相对充足，CPI 增速继续低位前行。非食品消费品价格增速持



续低迷是当前的主要拉低因素，这部分受居民有效需求不足影响；另外，当前居民消费品制造增长较快，供给充足进一步压低了居民非食品消费品价格增速。

2025 年 4 月，PPI 同比下跌 2.7%，降幅较前月扩张 0.2 个百分点；环比下跌 0.4%，降幅与前月持平，这主要受高关税政策影响，整体需求阶段性下降，国际大宗商品价格下降，对国内工业品输入性传导，叠加国内经济结构调整，PPI 增速继续底部徘徊，稳增长政策有待进一步发力。

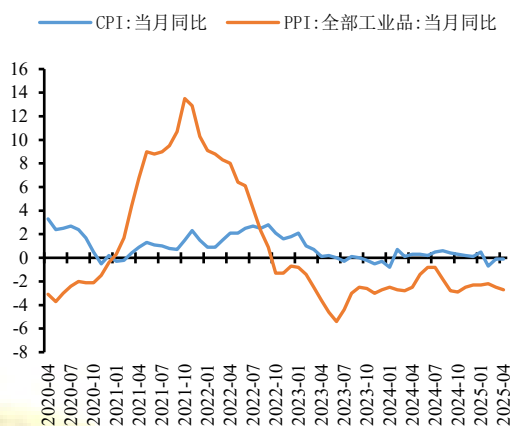


图 21 CPI、PPI 当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

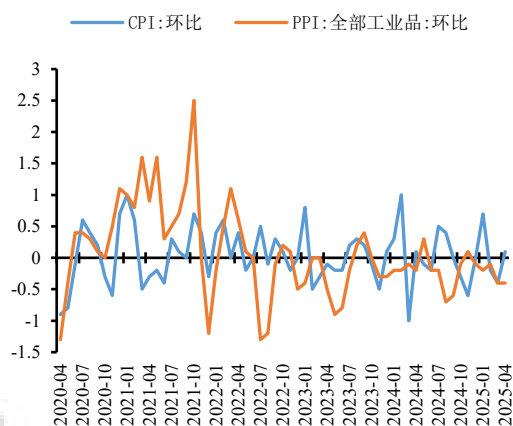


图 22 CPI、PPI 环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

有效需求相对不足，CPI 增速继续低位前行

2025 年 4 月，CPI 同比增长-0.1%，与前月持平；环比增长 0.1%，较前月上涨 0.5 个百分点。居民非食品消费品供给相对充足，CPI 增速继续低位前行。

相较于 2024 年，2025 年以来食品价格增速止跌反弹，成为推动 CPI 增速的主要动力；非食品价格增速则继续底部震荡，与 3 月相比，非食品消费品价格进一步下降，4 月非食品价格增速下滑 0.2 个百分点。非食品消费品价格增速持续底部徘徊，部分受居民有效需求不足影响；另外，当前居民消费品制造增长较快，供给充足进一步压低居民非食品消费品价格增速。2024 年以来，纺织业增加值增速持续高于服装鞋帽针纺织品类消费额增速也间接佐证了供给充足的观点。

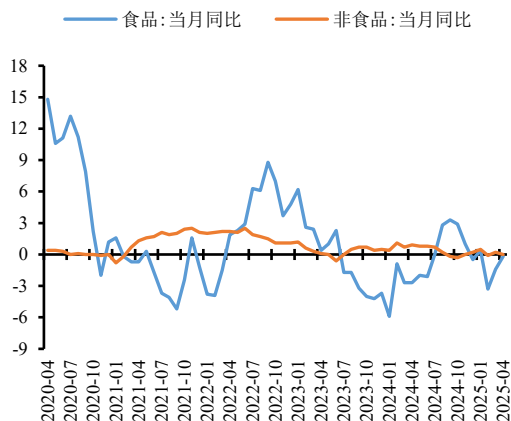


图 23 CPI 食品与非食品当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

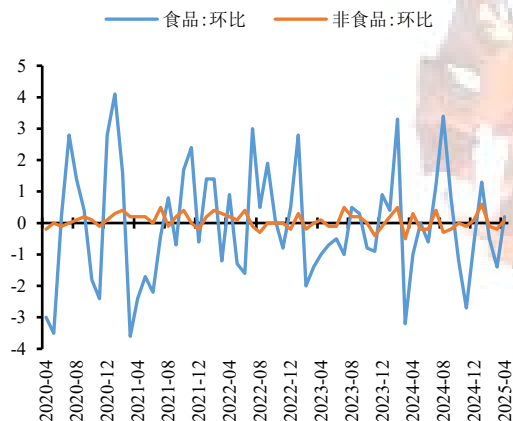


图 24 CPI 食品与非食品环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

食品项中，从同比看，食品价格增长-0.2%，较前月上涨 1.2 个百分点，2025 年以来食品价格增速触底反弹，继续上涨。总体而言，食品项八大类价格同比分化（3 涨、5 跌、0 持平），其中鲜果同比幅度最大（5.2%）；较上月同比变动分化（8 正、0 负、0 不变），其中鲜果同比变动最显著（4.3%）。

表 1 食品八大项同比及较上月变动（单位：%）

食品	粮食	食用油	鲜菜	畜肉	水产品	蛋类	奶类	鲜果
4 月同比	-1.4	-1.8	-5.0	0.6	1.5	-0.5	-1.2	5.2
同比变动	0.1	0.3	1.8	0.7	1.7	1.1	0.5	4.3

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

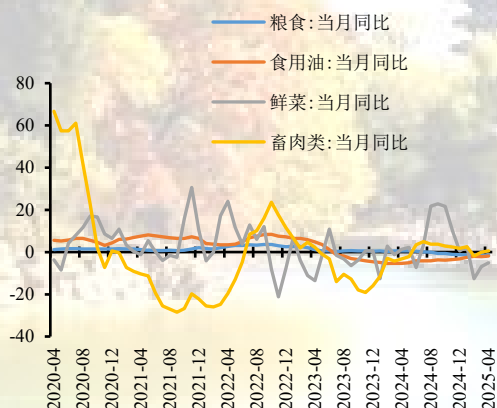


图 25 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

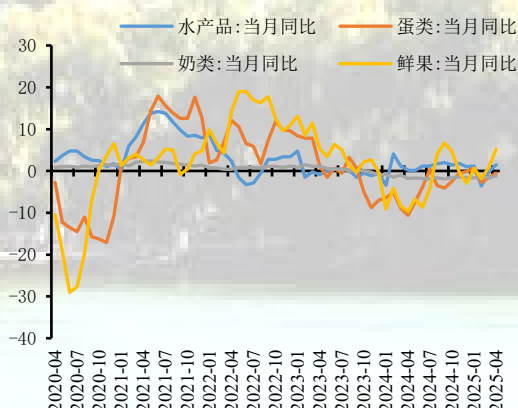


图 26 水产品、蛋、奶、鲜果价格同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从环比看，食品价格环比增速增长 0.2%，较前月上涨 1.6 个百分点。受季节因素叠加需求回暖影响，食品价格环比上涨。4 月为部分地区为休渔期、水果上市初期，导致水产品、鲜果价格季节性上涨；进口量减少使得牛肉价格环比增长；鲜菜、蛋类等食品价格环比降幅



小于历史同期，反映出需求回暖。

总体而言，食品八大类价格环比普跌（2 涨、5 跌、1 持平），其中鲜果环比幅度最高（2.2%），较上月环比变动分化（5 正 2 负 1 不变），其中鲜果环比变动幅度最大（3.8%）。

表 2 食品八大项环比及较上月变动（单位：%）

食品	粮食	食用油	鲜菜	畜肉	水产品	蛋类	奶类	鲜果
4 月环比	-0.1	-0.2	-1.8	-0.1	1.2	-1.0	0.0	2.2
环比变动	-0.1	-0.1	3.3	2.1	1.4	1.7	0.0	3.8

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

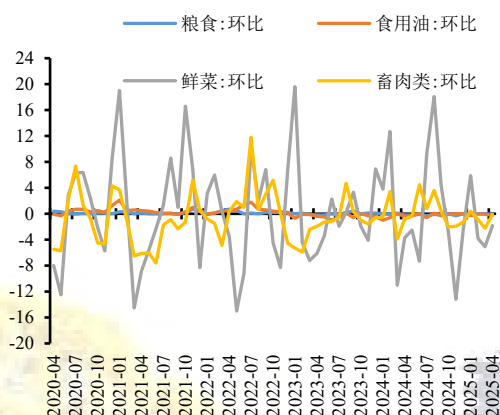


图 27 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格环比 (%)

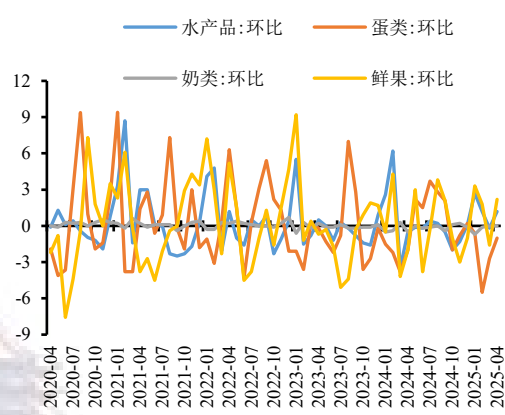


图 28 水产品、蛋、奶、鲜果价格环比 (%)

非食品价格与去年同期持平，同比增长 0.0%，但服务价格同比增长 0.3%，可见非食品消费品价格是同比负增长的。非食品价格增速的持续低迷是拉低当前 CPI 增速的主要因素，也反映出当前非食品消费品供给充足，相对过剩的局面。

非食品项中，从同比看，非食品价格增长 0.0%，较前月下降 0.2 个百分点。其中，服务价格同比增长 0.3%，与前月持平。

总体而言，非食品七大类价格同比普涨（6 涨、1 跌、0 持平），其中其他用品及服务价格同比幅度最大（6.6%），较上月同比变动分化（2 正 3 负 2 不变），其中交通通信价格同比变动最明显（-1.3%）。

表 3 非食品七大项同比及较上月变动（单位：%）

非食品	衣着	居住	生活用品	交通通信	教育娱乐	医疗保健	其他用品
4 月同比	1.3	0.1	0.2	-3.9	0.7	0.2	6.6
同比变	0.0	0.0	-0.4	-1.3	-0.1	0.1	0.4

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

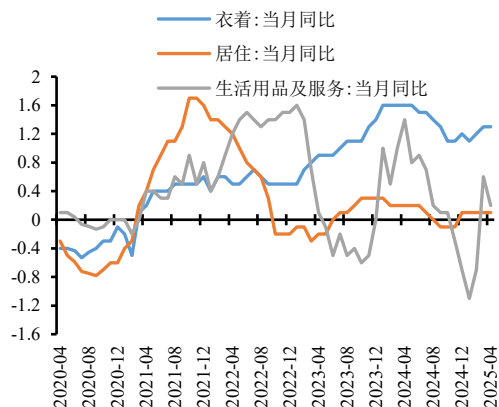


图 29 衣着、居住、生活用品及服务同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

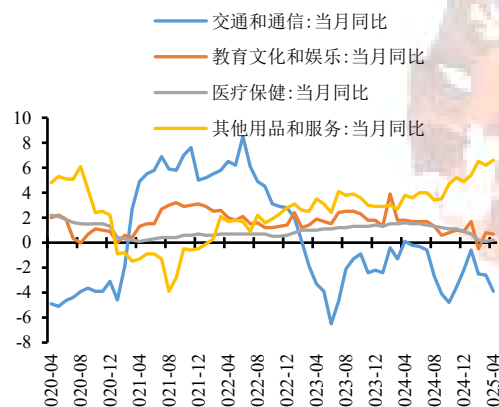


图 10 交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格、其他用品和服务价格同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从环比看, 非食品价格环比增长 0.1%, 较前月上涨 0.3 个百分点。季节因素影响, 非食品价格小幅上涨, 一方面, 假日因素使得出行及相关服务价格上涨, 飞机票、宾馆住宿、旅游价格分别环比增长 13.5%、4.5%、3.1%; 另一方面, 受国际金价上涨推动, 国内金饰品价格上行, 环比上涨 10.1%。

总体而言, 非食品项七大类价格环比分化 (3 正、2 负、2 持平), 其中其他用品及服务价格环比幅度最高 (2.4%), 较上月环比变动分化 (2 正、4 负、1 不变), 其中其他用品及服务价格环比变动最显著 (2.0%)。

表 4 非食品七大项环比及较上月变动 (单位: %)

非食品	衣着	居住	生活用品	交通通信	教育娱乐	医疗保健	其他
4 月环比	-0.1	0.0	0.0	-0.3	0.4	0.2	2.4
环比变动	-0.8	0.0	-1.3	-1.1	-1.2	0.2	2.0

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

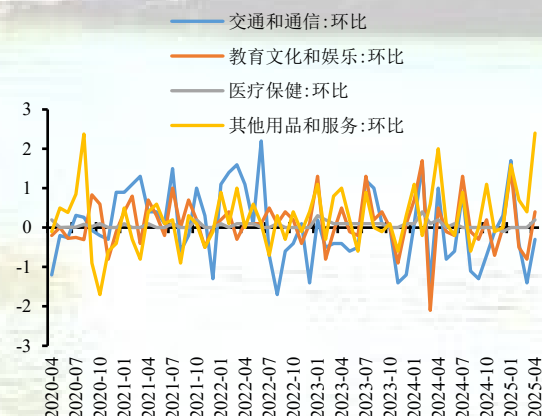
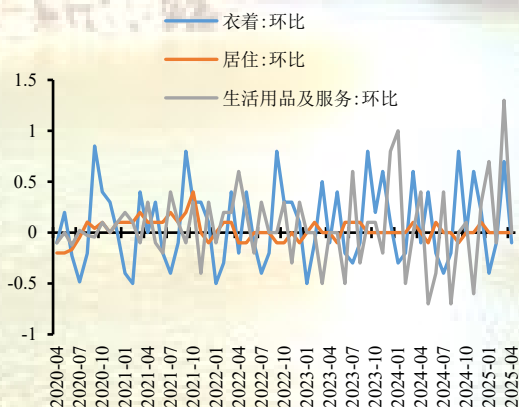




图 11 衣着、居住、生活用品及服务环比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

图 12 交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格、其他用品和服务价格环比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

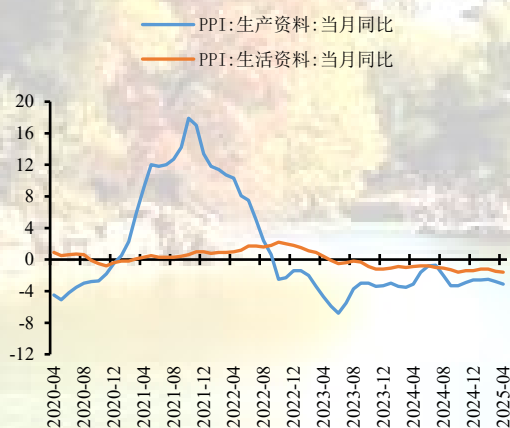
高关税冲击总需求收缩，PPI 降幅扩大

2025 年 4 月，PPI 同比下跌 2.7%，降幅较前月扩张 0.2 个百分点；环比下降-0.4%，降幅与前月持平，这主要受国际大宗商品价格下降的输入性传导影响，反映出当前全球总需求不足，叠加国内经济结构调整继续，PPI 增速长期底部区间逗留。

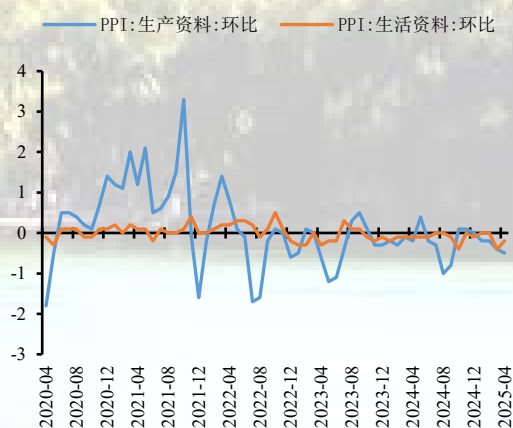
受高关税政策及预期影响，全球贸易阶段性收缩，经济增速下滑，总需求收缩，工业生产阶段性下滑，国际大宗商品价格下行，受输入性传导影响，国内大宗商品价格下降。4 月国际原油、煤炭、铜、铝等大宗商品价格下行，受其影响国内煤炭、石油和天然气开采业价格分别环比下降 3.3%、3.1%，铝、锌、铜冶炼价格分别环比下降 2.4%、1.6%、0.8%。

另外，国内仍处于经济结构调整期，一方面，房地产市场产能去化继续，受其影响钢铁、煤炭等大宗商品需求相对收缩，大宗商品价格难以持续大幅上涨；另一方面，传统产能去化的同时，高技术产业快速发展，使得有色、黑色金属相关价格走势相反。4 月，黑色金属冶炼和压延加工业价格同比下降 8.6%，与之相对，有色金属冶炼和压延加工业价格则同比增长 6.4%，反映出传统产业与高技术产业走势分化。

PPI 同比下降 2.7%，工业品价格增速继续低位运行。4 月国际环境错综复杂，外部压力加大，“稳增长”政策仍需持续发力，企业内生动力有待进一步恢复，扩内需，稳定经济增长走势。



数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心



数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

从同比看，4 月 PPI 下跌 2.7%，降幅较前月扩张 0.2 个百分点。受国际大宗商品价格下降的输入性影响，本月工业品价格增速进一步下降。生产资料价格同比下降 3.1%，降幅较



前月扩张 0.3 个百分点，其中采掘业、原材料、加工业价格同比增速分别上涨-1.1、-1.2、0.3 个百分点；受国际环境和国内家电促销影响，生活资料价格同比下降 1.6%，降幅较前月扩张 0.1 个百分点，其中耐用消费品价格同比下降 3.7%，降幅扩张 0.3 个百分点。

表 5 工业出厂价格分项同比及较上月变动（单位：%）

分项	生产资料项			生活资料项			
	采掘	原材料	加工	食品	衣着	一般日用品	耐用消费品
4 月同比	-9.4	-3.6	-2.3	-1.4	-0.1	0.6	-3.7
同比变动	-1.1	-1.2	0.3	0.0	0.2	-0.1	-0.3

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

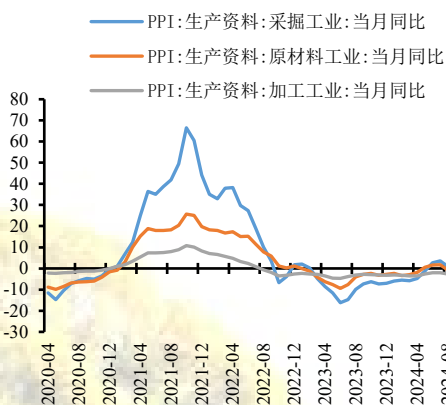


图 15 生产资料价格分项同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

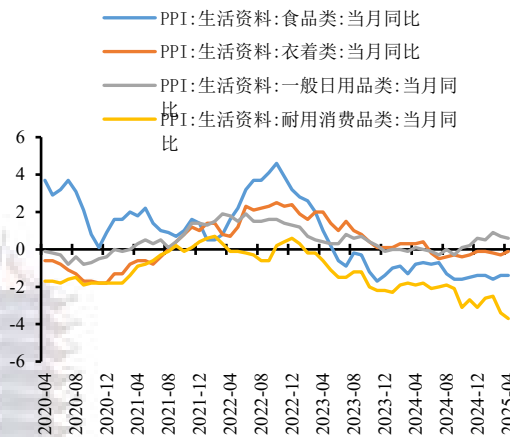


图 16 生活资料价格分项同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

从环比看，4 月 PPI 环比增长-0.4%，降幅与前月持平。外部环境趋紧叠加经济结构调整，生产资料价格环比增长-0.5%，降幅较前月扩张 0.1 个百分点，其中采掘业价格环比波幅最为明显；受国内消费增速上涨与家电、汽车促销共同作用，生活资料价格环比增长-0.2%，降幅较前月收窄 0.2 个百分点，其中，衣着、一般日用品价格小幅上涨，食品、耐用消费品价格依然环比下降但降幅有所收窄。

表 6 工业出厂价格分项环比及较上月变动（单位：%）

分项	生产资料项			生活资料项			
	采掘	原材料	加工	食品	衣着	一般日用品	耐用消费品
4 月环比	-2.1	-1.0	-0.2	-0.1	0.3	0.2	-0.7
环比变动	0.8	-0.4	-0.1	0.1	0.4	0.3	0.3

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

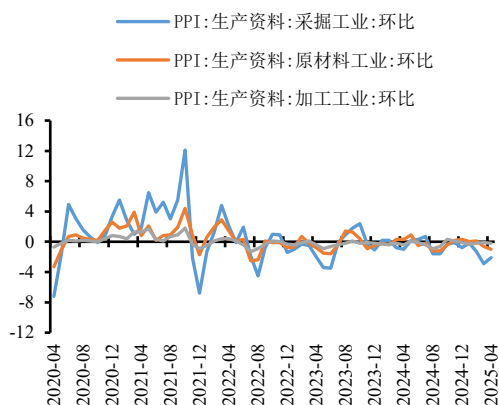


图 17 生产资料价格分项环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

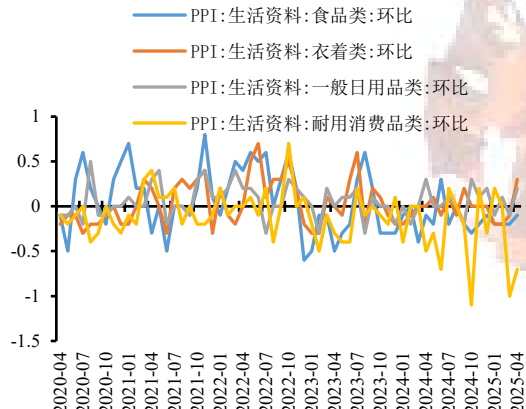


图 18 生活资料价格分项环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

货币金融部分：社融信贷增量趋缓，政府债券依然是重要支撑

2025 年 4 月，中国新增社会融资规模为 11591 亿元，较 2024 年 4 月的-658 亿元大幅回升，但与 2025 年 3 月的 58894 亿元相比显著回落，环比下降约 80.3%，反映出季节性因素及经济内生动能不足的影响。政府债券融资依然是社融增长的主要驱动力，新增人民币贷款表现平稳，但企业债券融资回暖有限，表外融资和外币贷款持续低迷，显示融资结构仍在调整优化。

2025 年 4 月中国新增人民币贷款为 2800 亿元，较 2024 年 4 月的 7300 亿元同比减少 4500 亿元，降幅约 61.6%，反映出实体经济融资需求在季节性因素和经济复苏动能放缓的双重影响下出现明显回落。短期贷款大幅收缩成为主要拖累，而中长期贷款表现平稳，企事业单位贷款和居民户贷款均呈现疲软态势，票据融资则有所回升。

2025 年 4 月末，狭义货币（M1）余额为 1091407 亿元，同比增长 1.5%，较 3 月的 1.6% 略降 0.1 个百分点，显示企业活期存款增长保持温和，经济活跃度改善但动能不足。广义货币（M2）同比增长 8.0%，较 3 月的 7.0% 上升 1.0 个百分点，反映货币供应在政策支持下有所扩张。M2 与 M1 同比增速差扩大至 6.5%，较 3 月的 5.4% 增加 1.1 个百分点，表明企业资金流动性改善有限，投资意愿仍偏谨慎。社会融资规模存量同比增速为 8.7%，较 M2 增速高 0.7 个百分点，显示社融对实体经济的支持力度持续增强，但经济内生动力仍需进一步激活。

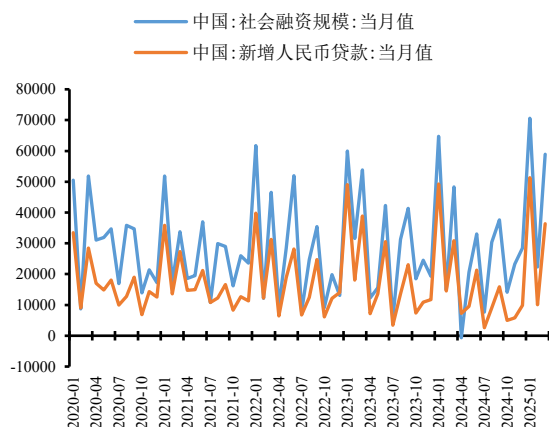


图 39 社会融资规模和新增人民币贷款（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

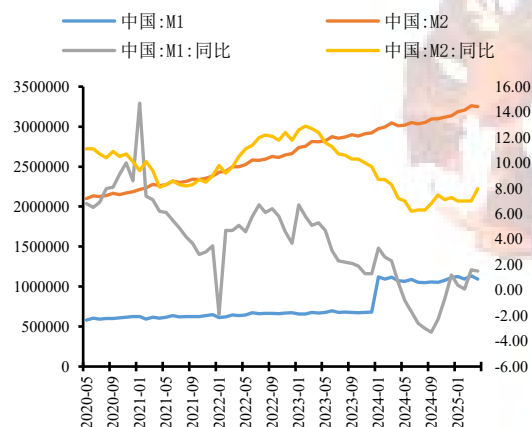


图 40 M1 和 M2（左：亿元；右：%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

社融增长放缓，财政政策仍为核心支撑

2025 年 4 月，中国新增社会融资规模（社融）为 11591 亿元，较 2024 年 4 月的 -658 亿元大幅回升，但与 2025 年 3 月的 58894 亿元相比显著回落，环比下降约 80.3%。这一规模低于市场预期，反映出季节性因素及经济内生动能不足的影响。政府债券融资依然是社融增长的主要驱动力，新增人民币贷款表现平稳，但企业债券融资回暖有限，表外融资和外币贷款持续低迷，显示融资结构仍在调整优化。

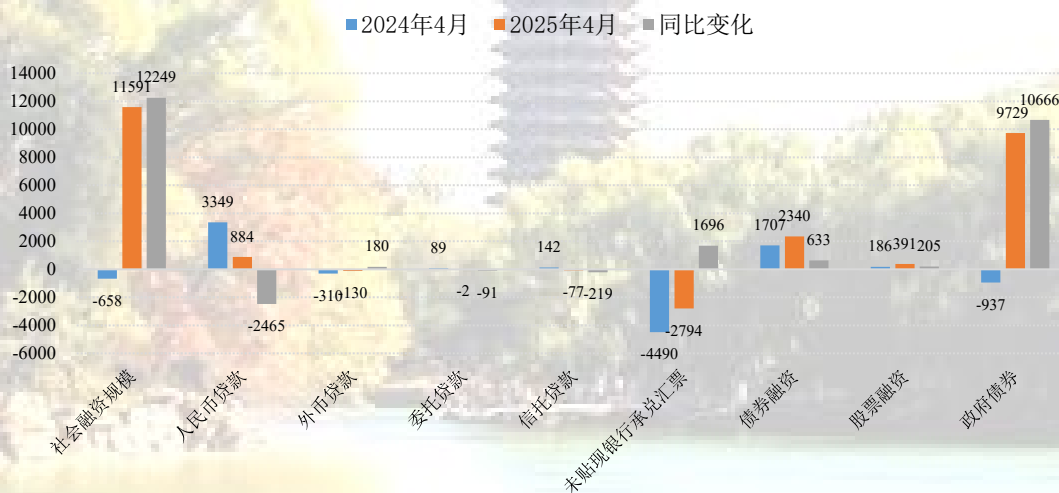


图 41 新增社会融资规模：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

新增人民币贷款：增长趋缓，政策效果受限

2025 年 4 月新增人民币贷款为 884 亿元，较 2024 年 4 月的 3349 亿元减少 2465 亿元，同比下降 73.6%，较 2025 年 3 月的 38234 亿元大幅回落。制造业 PMI 在 2025 年 4 月降至 49.0，跌破荣枯线，表明制造业活动收缩，企业中长期贷款需求减弱。居民消费贷款受促消



费政策（如家电以旧换新、旅游补贴）支持有所回暖，但房地产市场低迷和高基数效应继续制约信贷扩张。货币政策保持稳健，定向支持中小企业和绿色产业的措施为信贷提供一定支撑，但整体效果有限。

新增政府债券：财政发力，基建投资加速

新增政府债券融资达 9729 亿元，较 2024 年 4 月的-937 亿元激增 10666 亿元，同比增长 938.4%，成为社融增长的核心支柱。地方政府专项债和超长期特别国债发行节奏加快，资金主要投向基础设施、能源转型和城市更新等领域。这与中央经济工作会议“积极财政政策适度加力”的基调一致，预计政府债券融资将在二季度继续保持高位，为稳增长提供强力支持。

表外融资：分化加剧，监管高压延续

表外融资（委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票）表现分化。新增委托贷款为-2 亿元，同比减少 91 亿元；新增信托贷款为-77 亿元，同比增加 219 亿元；未贴现银行承兑汇票为-2794 亿元，同比减少 1304 亿元。表外融资对社融贡献微弱，反映出监管对影子银行的持续高压。房地产行业低迷和企业对非标融资依赖减少导致委托贷款和信托贷款萎缩，而承兑汇票的负增长可能与企业短期流动性需求下降有关。

企业直接融资：债券融资回暖，股票融资平稳

企业债券融资为 2340 亿元，较 2024 年 4 月的 1707 亿元增加 633 亿元，同比增长 37.1%，显示债券市场有所回暖。国内债券收益率趋于稳定，企业发债意愿增强。非金融企业境内股票融资为 391 亿元，较 2024 年 4 月的 186 亿元增加 205 亿元，同比增长 110.2%。资本市场改革为股权融资提供支持，但股市波动性较高限制了融资规模的进一步扩张。

外币贷款：持续收缩，外部环境承压

新增外币贷款为-130 亿元，较 2024 年 4 月的-310 亿元有所改善，但仍为负值。2025 年 4 月出口同比增长 8.1%，低于一季度平均水平，反映全球需求疲软和美元走强对外币融资需求的抑制。中美利差扩大和地缘政治不确定性进一步削弱企业外币贷款意愿，预计外币贷款将持续低位运行。

信贷增量大幅回落，短期贷款拖累明显

2025 年 4 月中国新增人民币贷款为 2800 亿元，较 2024 年 4 月的 7300 亿元同比减少 4500 亿元，降幅约 61.6%。这一增量显著低于市场预期，反映出实体经济融资需求在季节性因素和经济复苏动能放缓的双重影响下出现明显回落。短期贷款大幅收缩成为主要拖累，而



中长期贷款表现平稳，企事业单位贷款和居民户贷款均呈现疲软态势，票据融资则有所回升。最新数据显示，2025 年 4 月中国制造业 PMI 回落至 49.0，跌破荣枯线，表明经济活动动能有所减弱，叠加房地产市场持续低迷和居民消费信心不足，信贷增长面临较大压力，政策托底作用亟需进一步加强。

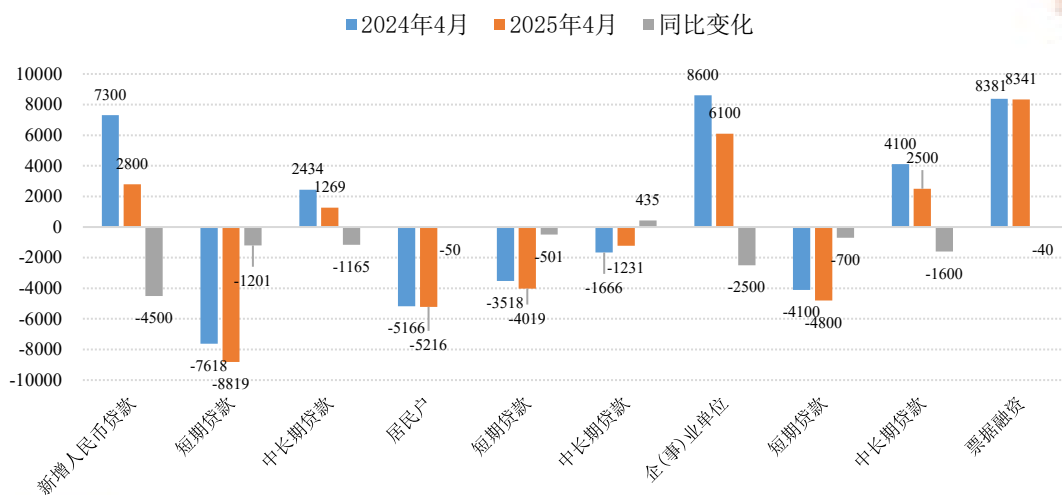


图 42 金融机构：新增人民币贷款：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

短期贷款：大幅收缩，流动性需求骤降

2025 年 4 月新增短期贷款为-8819 亿元，较 2024 年 4 月的-7618 亿元同比多减 1201 亿元，降幅进一步扩大。短期贷款的剧烈收缩反映出企业流动性需求显著下降，可能与季节性因素（如春节后资金回笼）及制造业活动放缓有关。2025 年 4 月制造业 PMI 生产分项为 49.8，较上月的 52.6 明显回落，显示企业生产活跃度减弱，短期融资需求随之下降。此外，2025 年 4 月出口金额同比增长 8.1%，较上月 12.4%有所放缓，部分出口导向型企业可能因订单减少而压缩短期借贷。

居民户贷款：持续低迷，消费与房贷双弱

新增居民户贷款为-5216 亿元，较 2024 年 4 月的-5166 亿元同比略多减 50 亿元，延续负增长态势。其中，短期贷款为-4019 亿元，同比多减 501 亿元；中长期贷款为-1231 亿元，同比多增 435 亿元。居民贷款整体疲软，反映出消费信心不足和房地产市场持续低迷。短期贷款的大幅负增长可能与季节性消费需求回落及居民可支配收入增长放缓有关，尽管近期汽车消费补贴和家电以旧换新政策提供一定支撑。中长期贷款负增长幅度有所收窄，部分城市房贷政策松绑（如首付比例下调、贷款利率优化）带来一定提振，但全国范围内房价下行预



期和居民高杠杆率继续抑制房贷需求。

企事业单位贷款：增量萎缩，生产需求减弱

企事业单位新增贷款为 6100 亿元，较 2024 年 4 月的 8600 亿元同比减少 2500 亿元，降幅约 29.1%。其中，短期贷款为 4800 亿元，同比多减 800 亿元；中长期贷款为 2500 亿元，同比减少 1600 亿元；票据融资为 8341 亿元，同比减少 40 亿元。企事业单位贷款增量显著回落，反映出企业生产经营活跃度下降。2025 年 4 月制造业 PMI 新订单分项为 49.2，较上月的 51.8 下降，表明市场需求疲软，企业补库存意愿减弱。票据融资虽保持高位，但同比略有回落，显示企业对贸易融资的依赖有所减少，信贷结构优化趋势延续。

非银行业金融机构贷款：小幅收缩，监管高压延续

非银行业金融机构新增贷款为 1634 亿元，较 2024 年 4 月的 2607 亿元同比减少 973 亿元。非银贷款增量回落，反映出监管部门对影子银行和非标融资的持续高压政策。房地产行业低迷进一步压缩了非银融资需求，叠加金融体系去杠杆深入推进，非银贷款对信贷增量的贡献依然有限。

M2 增速明显加快，流动性压力仍存

2025 年 4 月末，狭义货币（M1）余额为 1091407 亿元，同比增长 1.5%，较 3 月的 1.6% 略降 0.1 个百分点，显示企业活期存款增长保持温和，经济活跃度改善但动能不足。广义货币（M2）同比增长 8.0%，较 3 月的 7.0% 上升 1.0 个百分点，反映货币供应在政策支持下有所扩张。M2 与 M1 同比增速差扩大至 6.5%，较 3 月的 5.4% 增加 1.1 个百分点，表明企业资金流动性改善有限，投资意愿仍偏谨慎。社会融资规模存量同比增速为 8.7%，较 M2 增速高 0.7 个百分点，显示社融对实体经济的支持力度持续增强，但经济内生动力仍需进一步激活。

M1 增速低位波动：企业活跃度回暖受限

2025 年 4 月末，M1 余额为 1091407 亿元，同比增长 1.5%，较 3 月的 1.6% 略有回落。M1 增速的低位波动反映出企业活期存款增长乏力，经济活跃度改善缓慢。2025 年 4 月中国制造业 PMI 为 49.0，跌至收缩区间，较 3 月的 50.5 下降 1.5 个百分点，显示制造业生产活跃度回落，可能抑制企业短期资金需求。此外，房地产市场持续低迷及部分行业去库存压力继续拖累企业信心，限制了活期存款的增长。尽管如此，2025 年 4 月出口金额同比增长 8.1%，较 3 月的 12.4% 有所放缓但仍保持正增长，部分出口导向型企业的短期融资需求为 M1 提供



一定支撑。然而，M1 增速远低于历史均值，表明企业投资意愿尚未全面恢复。

M2 增速加快：货币政策与财政政策协同发力

M2 余额为 3251739 亿元，同比增长 8.0%，较 3 月的 7.0% 上升 1.0 个百分点，显示货币供应在政策支持下显著扩张。M2 增速的加快主要得益于货币政策的稳健宽松以及财政政策的持续发力。2025 年 4 月，央行通过降准或公开市场操作释放流动性，支持实体经济融资需求。此外，财政政策通过专项债和基建投资为货币供给提供支撑。2025 年 4 月政府债券融资继续保持高位，资金投向基建和城市更新等领域，推动 M2 增长。然而，M2 增速的加快可能部分掩盖了实体经济融资需求的结构性疲软，居民和部分行业的中长期贷款需求仍显不足。

M2 与 M1 增速差扩大：流动性压力有所加剧

M2 与 M1 同比增速差从 3 月的 5.4% 扩大至 4 月的 6.5%，表明企业资金从定期存款向活期存款的流动受限，流动性压力有所加剧。M2 与 M1 增速差扩大通常反映企业更倾向于持有定期存款等低风险资产，固定资产投资等中长期支出意愿偏弱。2025 年 4 月制造业 PMI 新订单指数为 49.2，较 3 月的 51.8 下降 2.6 个百分点，显示需求端疲软，可能导致企业减少短期资金周转需求。此外，房地产行业低迷和全球经济不确定性（如美国加息预期、供应链调整）继续对企业信心形成压制。2025 年 4 月进口金额同比增长 -0.2%，反映内需疲软，进一步限制了 M1 的反弹。

社融与 M2 增速差收窄：财政驱动效应减弱

社会融资规模存量同比增速为 8.7%，较 M2 增速高 0.7 个百分点，低于 3 月的 1.4 个百分点，显示社融对实体经济的支持力度略有减弱。2025 年 4 月社融存量同比增速为 8.7%，较 3 月的 8.4% 上升 0.3 个百分点，反映社融增量依然稳健。社融增速高于 M2 通常表明财政政策和直接融资对经济的支持力度较强。然而，4 月社融与 M2 增速差的收窄可能反映政府债券融资增速放缓或表外融资疲软。经济内生融资需求的不足表明，政策驱动仍是社融增长的主要动力。

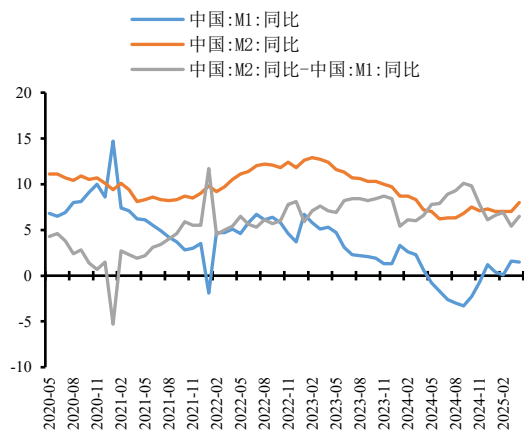


图 43 M1、M2 和 M2-M1 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

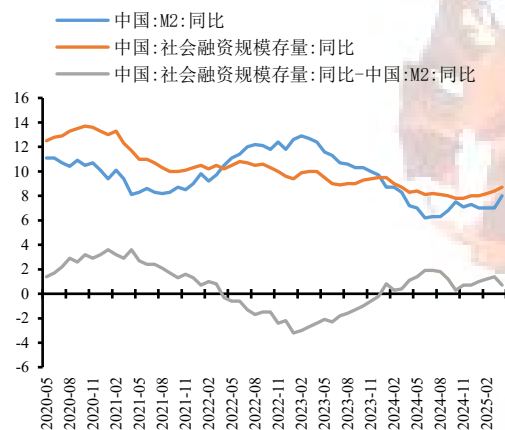


图 44 社融、M2 和社融-M2 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

展望未来：稳增长政策持续发力，经济复苏继续

工业产出方面：展望 2025 年二季度，预计规模以上工业增加值增速将稳定在 5.5%-6.5% 区间。财政政策将继续加码基建投资，专项债和超长期特别国债发行节奏有望保持高位，支撑采矿业和制造业需求。货币政策或通过降准、定向降息等工具引导资金流向制造业、绿色经济和高技术产业，增强内生增长动能。促消费政策将进一步提振内需，消费品制造业有望保持稳健增长。

消费方面：预计 2025 年社会消费品零售总额增速继续平稳上涨。2024 年底中央经济工作会议指出，2025 年重点任务之一是大力提升消费，并表示“实施提振消费专项行动，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级。适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准。”并加力扩围实施“两新”政策，均对 2025 年消费增速全面企稳起到了积极作用。

投资方面：随着“稳增长”政策效果的逐渐显现，预计 2025 年投资增速或小幅上涨，全年投资增速呈逐渐上行态势。2024 年 12 月，中央经济工作会议指出，提高投资效益是 2025 年的重点任务，“加强自上而下组织协调，更大力度支持‘两重’项目。适度增加中央预算内投资。加强财政与金融的配合，以政府投资有效带动社会投资”；并指出，“加强国家战略科技力量建设”“加强基础研究和关键核心技术攻关，超前布局重大科技项目，开展新技术新产品新场景大规模应用示范行动”。

出口方面：2025 年外部环境或进一步复杂，风险与机遇并存，预计 2025 年出口增速或震荡前行。第一，欧美政权更迭增加了对外贸易的不确定性，尤其在全球环境复杂的当下，西方主要贸易伙伴国的大选年加剧了贸易政策多变的风险；第二，特朗普政府行为激进，当



选以来的一系列关税措施，抬高了全球关税壁垒，增加了全球贸易的不确定性；第三，RCEP 协议持续释放外贸红利，出口结构不断优化，未来与东亚贸易或将对出口增速形成支撑。

进口方面：预计 2025 年进口增速或将延续复苏态势。一方面，国内稳经济政策将持续发力，有助于拉动中国内需恢复逐步回暖，保障经济基本面企稳回升，进口增速有望逐渐得到改善；另一方面，房地产市场仍在底部运行，抑制钢铁等大宗商品的进口，叠加全球贸易壁垒高筑，产业链被迫断裂，供货商更替，势必影响原有的国际贸易往来，利空中国进口。

CPI 方面，受“稳增长、促消费”政策影响，叠加 2024 年低基数效应，或推动 2025 年 CPI 增速上行，但外部趋紧的国际环境依然没有改变，经济内生动力不足，国内经济压力依然较大，就业、收入预期并未发生明显改变，居民有效需求不足问题掣肘，使得未来居民消费价格难以快速大幅上涨，2025 年 CPI 增速或小幅上涨，但仍处于历史相对低位。

PPI 方面，2025 年全球或迎降息潮，主要经济体经济恢复，带动大宗商品价格上涨，叠加低基数效应，或推动 2025 年 PPI 增速上行，但中国国内经济压力犹存，企业内生动力不足，工业有效需求有待刺激，房地产市场产能去化犹在，经济结构调整继续，2025 年 PPI 增速或小幅上涨。

新增社会融资规模：货币政策预计保持稳健宽松，引导信贷流向制造业、绿色经济和科技创新领域。财政政策将继续发力，基建投资和地方债务化解仍为重点，政府债券融资有望维持高位。然而，外部环境不确定性（如全球经济放缓、贸易摩擦）及国内消费复苏不均衡可能对融资需求形成制约。预计 2025 年二季度社融增速将稳定在 8%-8.5% 区间，金融支持实体经济的效率将进一步提升。

新增人民币贷款：货币政策预计将维持稳健宽松基调，引导信贷资源流向制造业、绿色经济和中小企业等重点领域。财政政策将继续发力，基建投资和产业升级项目有望支撑中长期贷款需求。然而，外部环境不确定性加剧（如中美贸易摩擦、全球经济放缓）以及国内房地产市场调整和居民消费信心不足，可能继续制约信贷扩张。预计 2025 年二季度新增人民币贷款将保持低位波动，信贷结构将进一步向实体经济重点领域倾斜，金融支持实体经济的效率需通过精准政策进一步提升

M2：货币政策预计将保持稳健宽松，引导资金流向制造业、绿色经济等重点领域。财政政策将继续通过专项债和基建投资提振经济，支撑 M2 和社融增长。然而，外部环境不确定性（如全球经济放缓、地缘政治风险）及国内房地产市场调整可能对企业信心和居民消费形成制约。预计 2025 年二季度 M1 增速将缓慢回升至 2%-3%，M2 增速维持在 7.5%-8.5%



区间，金融支持实体经济的效率将进一步提升。





北京大学国民经济研究中心简介：

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

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

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

免责声明

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

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