



政策效应释放，内需修复继续

——蔡含篇

点评报告

A0012-20250317

	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(%)	7.0	6.2	5.9	5.6	5.13
固定资产投资累计同比(%)	4.2	3.2	4.1	4.9	3.76
社会消费品零售额同比(%)	5.5	3.7	4.0	5.3	4.5
出口同比(%)	7.1	10.7	2.3	4.3	5.1
进口同比(%)	3.5	1.0	-8.4	2.7	1.3
贸易差额(亿美元)	1251.6	1048.4	1705.2	1331	1207
通货膨胀					
CPI 同比(%)	0.7	0.5	-0.7	-0.5	-0.4
PPI 同比(%)	-2.7	-2.3	-2.2	-2.0	-2.1
货币信贷					
新增人民币贷款(亿元)	14500	51300	10100	14800	12430
M2 同比(%)	8.7	7.0	7.0	7.0	7.04

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：

gmjjyj@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

- 消费品制造业疲软，工业复苏压力犹存
- 政策效应释放，消费额增速小幅上涨
- 政策效应释放，投资增速小幅上涨
- 基数效应影响，进、出口额增速双收缩
- 受春节错位影响，CPI 增速下行
- 社融和信贷仍有支撑，政府债券依然是主力
- 展望未来：稳增长政策持续发力，经济复苏继续

内容提要

2 月，外部环境复杂依旧，国内经济继续稳步修复。尽管有效需求依然相对不足，但随着政策效应的持续释放，部分区域、领域呈现出企稳回升的信号。经济结构调整继续，高技术产业领先于整体产业快速发展，科技推动经济发展。受春节错位影响，本月通胀率阶段性下滑，或为年内最低点。经济释放复苏信号，仍需政策进一步巩固。

供给端

2025 年 1-2 月，中国规模以上工业增加值同比增长 5.9%，较上年同期下降 1.1 个百分点，有所放缓，但仍保持正增长，显示工业生产在政策支持下逐步恢复。分行业来看，采矿业增长显著，制造业增速放缓，电力、燃气及水生产和供应业大幅下降；分企业性质，国有企业和外资企业增速放缓，私营企业保持稳定。高技术产业和装备制造业的快速增长是亮点，但消费品制造业的疲软反映了消费需求的不足。未来，政策支持将继续推动工业增长，但需关注全球经济环境和国内消费复苏的节奏。

需求端

消费方面：2025 年 1-2 月，社会消费品零售总额同比增长 4.0%，较 2024 年上涨 0.5 个百分点，政策效应释放，消费增速小幅上涨。受政策效应推动，尤其办公用品、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 1-12 月，全国固定资产投资同比增长 4.1%，较 2024 年上涨 0.9 个百分点。本月受东部、东北地区固定资产投资增速上行明显，房地产投资增速小幅下行；房地产投资方面，西部地区降幅收窄明显，影响全国房地产投资降幅收窄约 0.9 个百分点。当



前外部环境依然复杂多变，外需收缩，企业利润下滑，抑制民企投资积极性，对投资增速的主要支撑依然是“大规模设备更新”政策的落实，经济增长动力不足，对政策依赖较大，潜在风险犹存。

出口方面：2025 年 1-2 月，出口总额 5399.4 亿美元，同比增长 2.3%，较 2024 年下降 3.6 个百分点。高基数效应是拉低本月出口额增速的主要因素。另外，1-2 月汽车（包括底盘）出口额增速继续低位前行，与此同时，箱包、鞋靴等传统优势商品出口额继续大幅下滑。

进口方面：2025 年 1-2 月，进口总额 3694.3 亿美元，同比增长-8.4%，较 2024 年下降 9.5 个百分点，进口额增速下滑明显。高基数效应是拉低进口额增速的主要因素。同时，中国国内经济结构调整依旧，对铁矿石等传统大宗商品的需求减少，叠加外部环境愈发复杂，使得本月进口额增速下滑明显。

价格

CPI：2025 年 2 月，CPI 同比增长-0.7%，较 2025 年 1 月份下降 1.2 个百分点；环比增长-0.2%，较 2025 年 1 月下降 0.9 个百分点。受春节错位影响，本月 CPI 同比增速下滑明显，或为年内底部。

PPI：2025 年 2 月，PPI 同比下跌 2.2%，较 1 月份收窄 0.1 个百分点；环比下跌 0.1%，较 1 月份收窄 0.1 个百分点，反映出当前有效需求依然不足，经济压力依然存在，叠加经济结构调整继续，PPI 增速依然底部徘徊，经济仍需进一步刺激。

货币金融

社会融资：2025 年 2 月，中国新增社会融资规模为 22333 亿元，较 2024 年 2 月的 14,959 亿元同比增加 7374 亿元，增幅约 49.3%。这一增长主要得益于新增政府债券的显著增长，但新增人民币贷款和表外融资的同比减少拖累了整体增长动能。当前经济环境受全球经济不确定性和国内需求疲软影响，融资结构呈现调整趋势。社融存量同比增速为 8.2%，较上月回升 0.2 个百分点，显示存量融资仍有一定韧性。

人民币贷款：2025 年 2 月，中国新增人民币贷款总额为 10100 亿元，较 2024 年 2 月的 14500 亿元同比减少 4400 亿元，降幅约 30.3%。这一下降主要受到中长期贷款大幅减少的拖累，短期贷款则小幅增加，反映企业投资意愿不足和居民消费信贷需求的结构性调整。居民户贷款继续呈现净减少，但同比有所改善，企事业单位贷款需求显著下降，而票据融资的增长成为亮点。当前经济环境显示，全球经济不确定性和国内需求疲软持续影响信贷增长，政策托底作用仍需进一步发挥。



M2: 2025 年 2 月末，狭义货币（M1）同比增长 0.1%，较上月下降 0.3 个百分点，显示企业活期存款增长乏力，经济活跃度进一步放缓；广义货币（M2）同比增长 7.0%，与上月持平，反映货币供应整体保持稳定。M2 与 M1 的同比增速差扩大至 6.9%，较上月增加 0.3 个百分点，表明企业资金更多以定期存款形式存在，投资意愿和流动性偏低。社融与 M2 同比增速差为 1.2%，较上月增加 0.2 个百分点，显示社融对实体经济的支持力度有所增强，但整体经济复苏动能仍显不足。



正文

工业增加值部分：消费品制造业疲软，工业复苏压力犹存

2025 年 1-2 月，中国规模以上工业增加值同比增长 5.9%，较上年同期下降 1.1 个百分点，有所放缓，但仍保持正增长，显示工业生产在政策支持下逐步恢复。分行业来看，采矿业增长显著，制造业增速放缓，电力、燃气及水生产和供应业大幅下降；分企业性质，国有企业和外资企业增速放缓，私营企业保持稳定。高技术产业和装备制造业的快速增长是亮点，但消费品制造业的疲软反映了消费需求的不足。未来，政策支持将继续推动工业增长，但需关注全球经济环境和国内消费复苏的节奏。

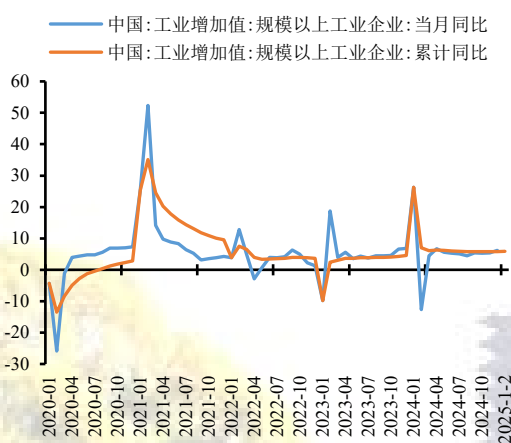


图 1 工业增加值当月及累计同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

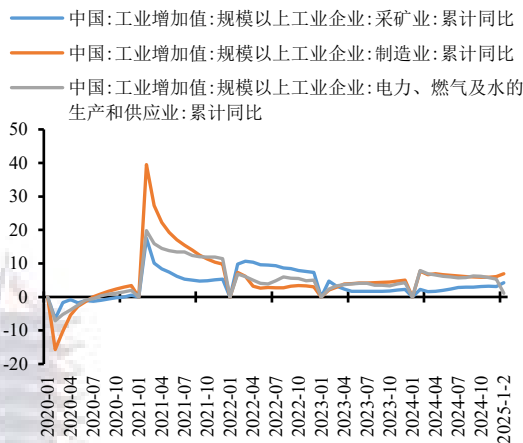


图 2 中国三大门类工业增加值当月同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

分三大门类看，采矿业在 2025 年 1-2 月同比增长 4.3%，较 2024 年 1-2 月的 2.3% 提升 2.0 个百分点，可能得益于原材料需求的回升和国内政策对资源开发的推动，显示资源行业在经济复苏初期具有一定韧性。制造业增长从 7.7% 降至 6.9%，下降 0.8 个百分点，反映全球需求疲软和出口订单减少，尤其是在中美贸易摩擦加剧的背景下。电力、燃气及水的生产和供应业从 7.9% 大幅降至 1.1%，下降 6.8 个百分点，表明工业用电需求减少及能源转型政策对传统能源行业的短期冲击。

国有及国有控股企业 2025 年 1-2 月同比增长 3.7%，较 2024 年 1-2 月的 5.8% 下降 2.1 个百分点，可能与其在重化工业领域的集中度高，受全球需求放缓影响较大。股份制企业从 7.3% 降至 6.6%，下降 0.7 个百分点，显示市场化企业适应外部环境的能力尚可。私营企业从 6.5% 升至 6.7%，增长 0.2 个百分点，反映其灵活性和市场敏感性较强。外资企业从 6.2% 降至 3.2%，下降 3.0 个百分点，表明其受全球贸易不确定性影响显著，尤其是外商投资企业出口业务受阻。



— 中国:工业增加值:规模以上工业企业:国有及国有控股企业:累计同比
— 中国:工业增加值:规模以上工业企业:股份制企业:累计同比
— 中国:工业增加值:规模以上工业企业:外商及港澳台投资企业:累计同比

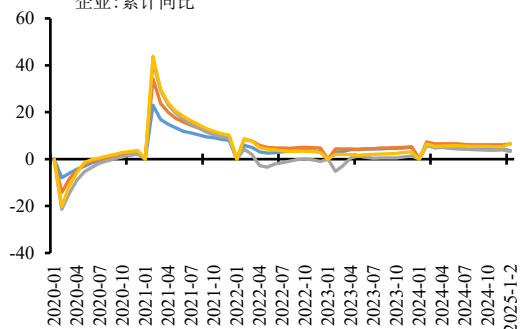


图3 各类企业工业增加值当月同比增速 (%)
数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

— 中国:工业增加值:规模以上工业企业:高技术产业:当月同比
— 中国:工业增加值:规模以上工业企业:高技术产业:累计同比

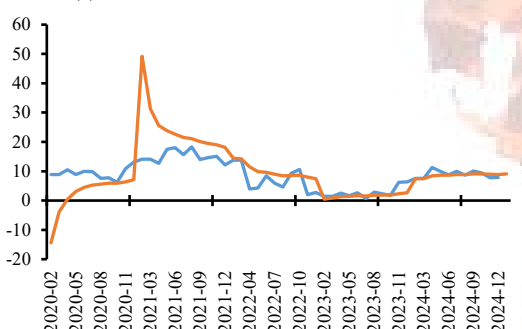


图4 高技术产业增加值当月及累计同比增速 (%)
数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

此外，高技术产业 2025 年 1-2 月同比增长 9.1%，较 2024 年 1-2 月的 7.5%提高 1.6 个百分点，得益于政府对半导体、5G 和人工智能等领域的持续投资，显示产业升级趋势明显。装备制造业从 8.6%升至 10.6%，增长 2.0 个百分点，受益于基建投资和制造业升级需求。消费品制造业从 4.7%降至 0.0%，下降 4.7 个百分点，反映居民消费需求疲弱，可能与房地产市场低迷和收入增长放缓有关，消费升级尚未完全发挥作用。

消费部分：政策效应释放，消费额增速小幅上涨

2025 年 1-2 月，社会消费品零售总额同比增长 4.0%，较 2024 年上涨 0.5 个百分点，政策效应释放，消费增速小幅上涨。

本月数据反映出，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，“稳消费、促内需”政策有待进一步加码，消费企而不稳，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，受此影响，叠加基数效应，社会消费品零售总额同比增速有望企稳回升。

从具体消费品类型来看，1-2 月份，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 25.0%、10.9%、21.8%、26.2%，分别高于限额以上单位商品零售额增速 20.6、6.5、17.4、21.8 个百分点。而以上商品多为“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、化妆品类、金银珠宝类、日用品类消费额则分别同比增长 3.3%、4.4%、5.4%、5.7%，均处于历史低位。另外，1-2 月汽车类消费



额同比增长-4.4%，是抑制当前消费额增速上涨的主要商品。

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。2024 年，全国居民人均可支配收入同比增长 5.3%，较 2023 年下降 1.0 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。

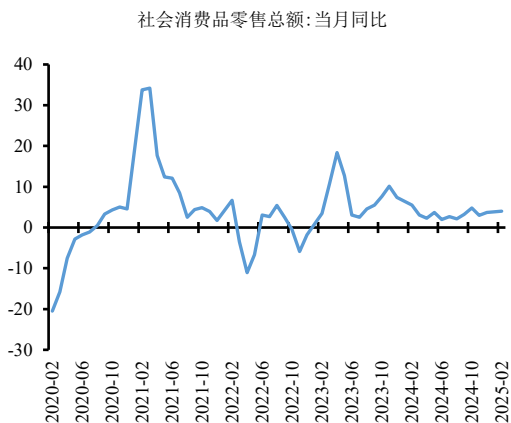


图 5 社会消费品零售总额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

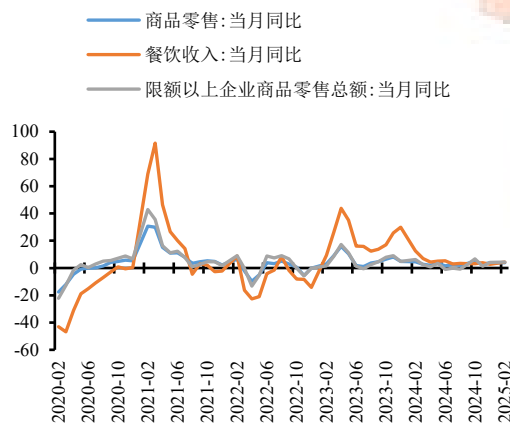


图 6 餐饮收入和商品零售当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

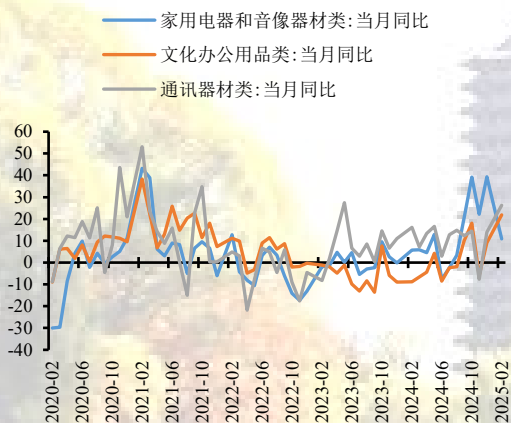


图 7 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

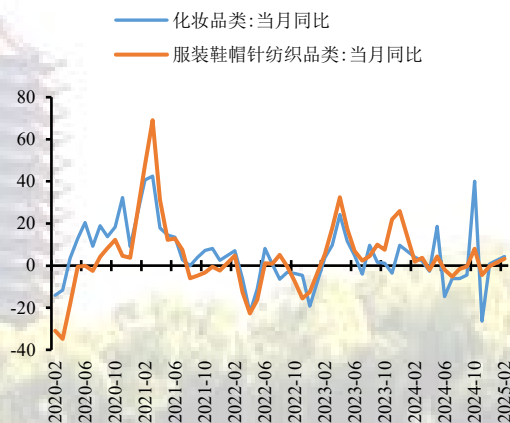


图 8 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

投资部分：政策效应释放，投资增速小幅上涨

2025 年 1-2 月份，全国固定资产投资同比增长 4.1%，较 2024 年上涨 0.9 个百分点，投资增速小幅上行。其中，一、三产投资增速上涨明显，二产投资增速略有下滑；基建投资增速较 2024 年上涨 1.2 个百分点，房地产投资降幅较 2024 年收窄 0.8 个百分点。

1-2 月，东部地区、东北地区投资增速上行明显，是本月亮点。1-2 月东部地区投资同比增长 1.5%，较 2024 年上涨 0.2 个百分点，而东部地区的房地产投资增速则较 2024 年下滑了 0.4 个百分点。可见，1-2 月东部地区非房地产的固定资产投资增速增长显著，间接反映



出东部地区经济存在企稳回升的迹象。

另外，1-2月东北地区投资同比增长11.6%，较2024年上涨7.4个百分点。结合东北地区尤其是黑龙江省、吉林省产业结构特点，和“设备更新”的扩容范围，以及今年一号文件，推断1-2月东北地区一产投资增速上涨明显，推动了我国农业种植工业化的进程，为我国的粮食安全提供了保障。

房地产方面，除了东部地区仍在探底中，中部、西部、东北地区房地产投资降幅均有不同程度收窄，尤其是西部地区房地产投资较2024年收窄5.6个百分点，影响全国房地产投资降幅收窄约0.9个百分点。外部环境方面，当前国际环境进一步复杂，外需收缩，企业利润下滑，抑制民企投资积极性。美西方对华政策一再趋紧，欧盟、美国、加拿大等国对华电动车加征高额关税。外需收缩、产业链断裂影响企业利润增长，2024年工业企业利润同比增长-3.3%，较2023年下滑1.0个百分点。持续低迷的企业利润降低了民间投资的积极性，1-2月民间投资同比增长0.0%，与去年同期持平，尽管民间投资止跌但依然位于历史低位。

调结构方面，高技术产业投资继续引领全部投资上涨。1-2月，高技术产业投资同比增长9.7%，较全部投资增速高5.6个百分点，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长7.0%、10.2%。可见，无论是制造业还是服务业，高技术产业是全面发展的。

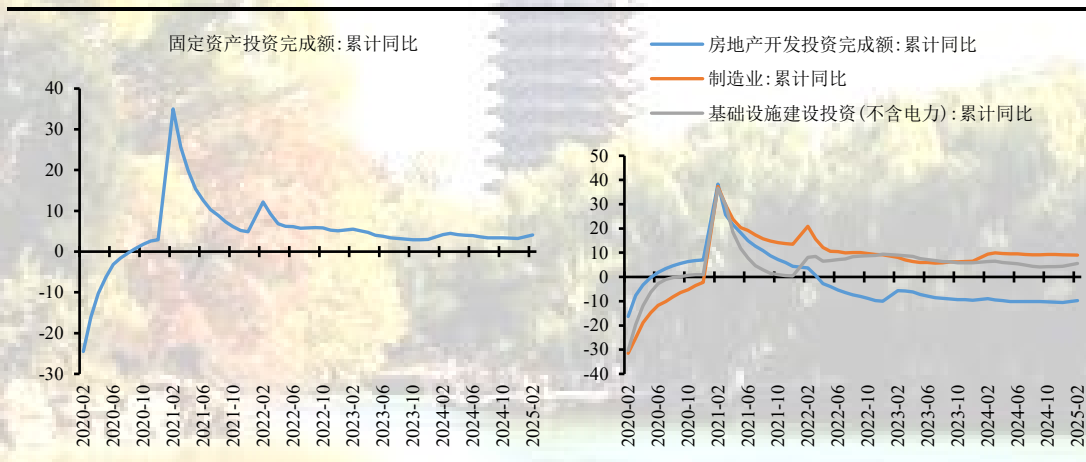


图9 固定资产投资累计同比增速 (%)

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

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

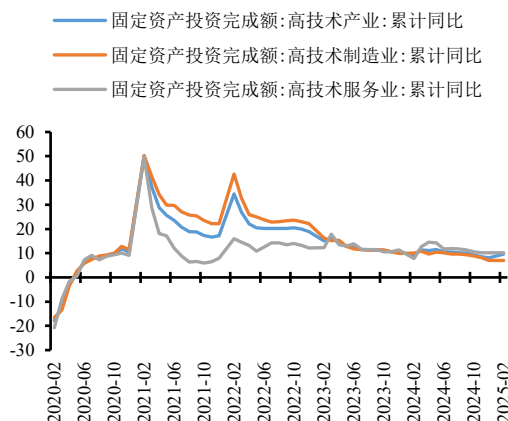


图 11 高技术产业投资累计同比增速 (%)

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：基数效应影响，进、出口额增速双收缩

2025 年 1-2 月，按美元计价，中国进出口总额 9093.7 亿美元，同比增长-2.4%。其中，出口总额 5399.4 亿美元，同比增长 2.3%；进口总额 3694.3 亿美元，同比增长-8.4%；贸易顺差 1705.2 亿美元。总体来看，1-2 月出、进口额增速均有不同程度下降。

出口方面，2025 年 1-2 月，出口总额 5399.4 亿美元，同比增长 2.3%，较 2024 年下降 3.6 个百分点。高基数效应是拉低本月出口额增速的主要因素。另外，1-2 月汽车（包括底盘）出口额增速继续低位前行，与此同时，箱包、鞋靴等传统优势商品出口额继续大幅下滑。

进口方面，2025 年 1-2 月，进口总额 3694.3 亿美元，同比增长-8.4%，较 2024 年下降 9.5 个百分点，进口额增速下滑明显。高基数效应是拉低进口额增速的主要因素。同时，中国国内经济结构调整依旧，对铁矿石等传统大宗商品的需求减少，叠加外部环境愈发复杂，使得本月进口额增速下滑明显。

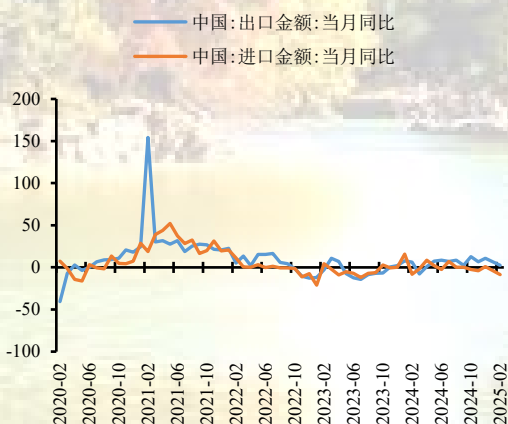


图 13 进出口额增速：当月同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

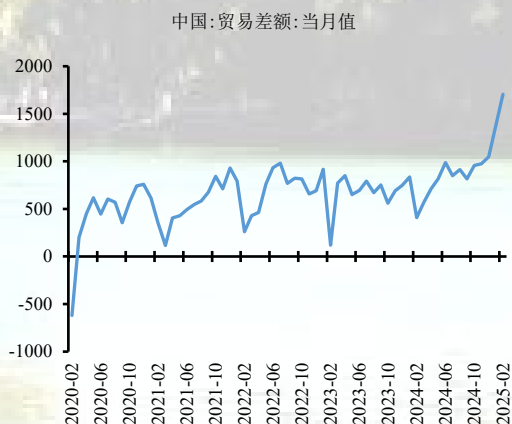


图 14 中国贸易差额：当月值 (亿美元)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心



高基数效应，出口额增速下降

2025 年 1-2 月，出口总额 5399.4 亿美元，同比增长 2.3%，较 2024 年下降 3.6 个百分点。高基数效应影响，出口额增速下滑。2024 年 1-2 月出口额同比增长 7.1%，较 2023 年上涨 11.8 个百分点，形成高基数效应，是拉低本月出口额增速的主要因素。1-2 月汽车（包括底盘）出口额增速继续低位前行，与此同时，箱包、鞋靴等传统优势商品出口额继续大幅下滑。

外部需求方面，1 月、2 月主要出口国中，美国经济走势平稳上涨，欧盟经济下行压力不减。1 月、2 月，美国 Markit 制造业 PMI 终值分别为 51.2、52.7，均位于荣枯线以上，且失业率分别为 4.0%、4.1%，相对不高，反映出 1-2 月美国经济依然相对平稳；日本制造业 PMI 为 48.7、49.0，高于 2024 年同期；欧元区制造业 PMI 为 46.6、47.6，位于荣枯线以下，欧元区经济下行压力依然较大。

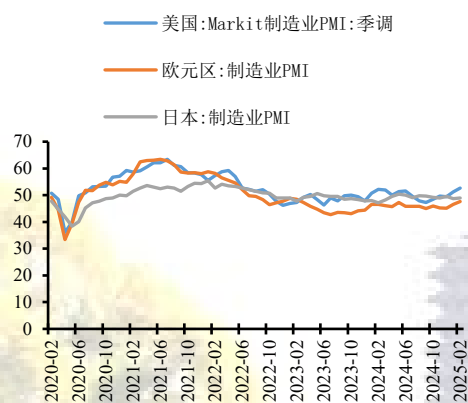


图 15 全球制造业 PMI (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

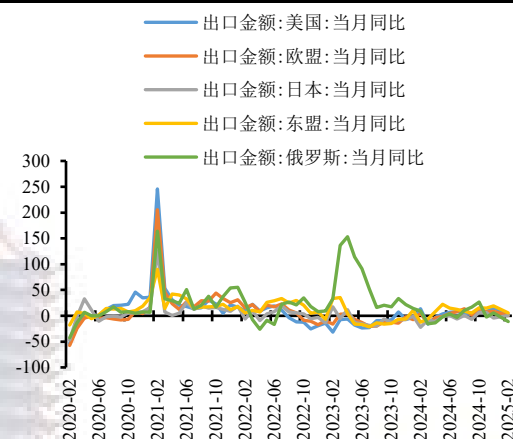
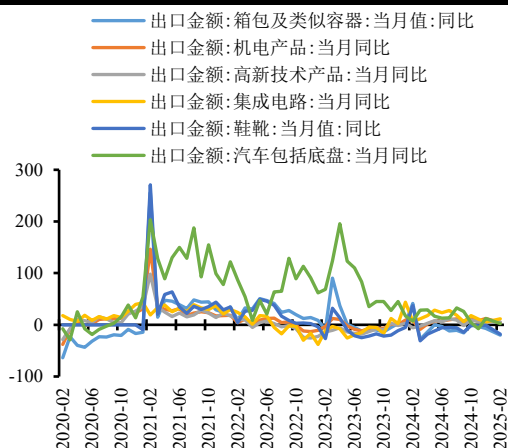


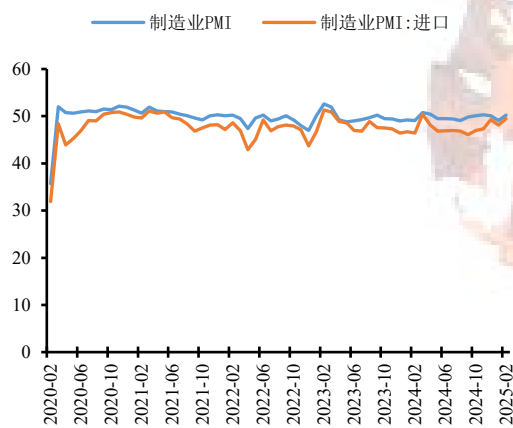
图 16 中国对主要经济体出口同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

从 1-2 月的国别出口来看，中国对美国、欧盟、东盟出口额当月同比增速分别为 2.3%、0.6%、5.7%，分别较 2024 年下降 2.6、2.4、6.3 个百分点，中国对主要贸易伙伴的出口额增速呈不同程度下降，这主要受高基数效应影响。2023 年受全球经济下滑影响，中国对主要贸易伙伴出口额呈同比负增长，至 2024 年初，出口额增速有负转正，对本月及 2025 年全年形成了高基数效应。



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 1-2 月的具体商品出口来看,传统优势产业出口额继续下滑,高技术产业则继续稳步上行。箱包及类似容器、鞋靴出口额分别同比增长-20.2%、-18.3%,较 2024 年下滑 17.0、13.4 个百分点,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 1991.07 亿美元,占中国出口总额的 60.0%,仍在中国出口中占主导地位,同比增长 4.2%。其中,出口集成电路 251.04 亿美元,同比增长 11.9%,较 2024 年下跌 5.5 个百分点;高新技术产品出口为 1318.91 亿美元,同比增长 5.4%,较前期上涨 0.6 个百分点;汽车出口 161.43 亿美元,同比增长 2.5%,较前期下降 13.0 个百分点。

基数效应叠加结构调整,进口额增速继续下行

2025 年 1-2 月,进口总额 3694.3 亿美元,同比增长-8.4%,较 2024 年下降 9.5 个百分点,进口额增速下滑明显。2024 年 1-2 月进口额同比增长 3.7%,较 2023 年上涨 9.2 个百分点,对本月形成了明显的高基数效应。中国内经济结构调整依旧,对铁矿石等传统大宗商品的需求减少,叠加外部环境愈发复杂,使得本月进口额增速下滑明显。

从 1-2 月的国别进口来看,中国从美国、欧盟、日本和东盟进口的同比增速分别为 2.7%、-5.6%、-4.9%和 1.3%,分别较 2024 年上涨 2.8、-1.2、-2.3、-3.3 个百分点。其中,中国从欧盟、日本、东盟的进口额增速降幅明显,从美国进口额增速小幅上行。

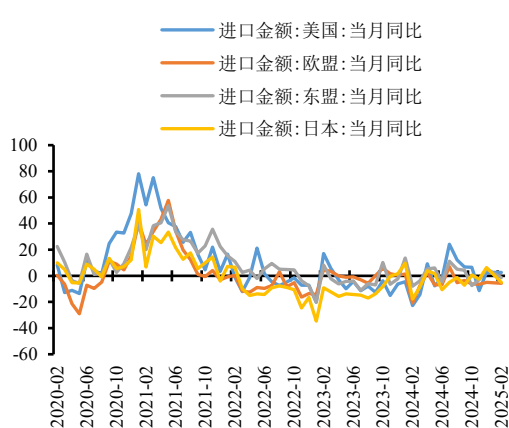


图 19 中国对主要经济体进口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

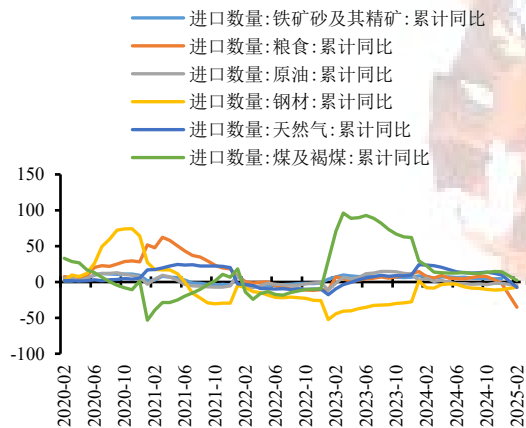


图 20 中国主要商品进口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从 1-2 月的具体商品进口来看，大宗商品方面，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-8.4%、-5.0%、2.1%、-7.7%和-7.2%，与 2024 年相比，出钢材降幅收窄外，其他大部分大宗商品进口量降幅扩张明显。农产品方面，粮食进口累计同比增速为-35.2%，较前期下降 32.9 个百分点，肉类数量进口累计同比增速为-0.2%，降幅较 2024 年收窄 9.5 个百分点。

价格部分：受春节错位影响，CPI 增速下行

2025 年 2 月，CPI 同比增长-0.7%，较 2025 年 1 月份下降 1.2 个百分点；环比增长-0.2%，较 2025 年 1 月下降 0.9 个百分点。受春节错位影响，本月 CPI 同比增速下滑明显，或为年内底部。

2025 年 2 月，PPI 同比下跌 2.2%，较 1 月份收窄 0.1 个百分点；环比下跌 0.1%，较 1 月份收窄 0.1 个百分点，反映出当前有效需求依然不足，经济压力依然存在，叠加经济结构调整继续，PPI 增速依然底部徘徊，经济仍需进一步刺激。

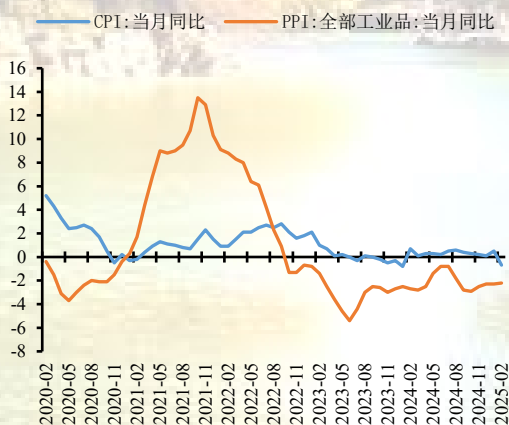


图 21 CPI、PPI 当月同比增速 (%)

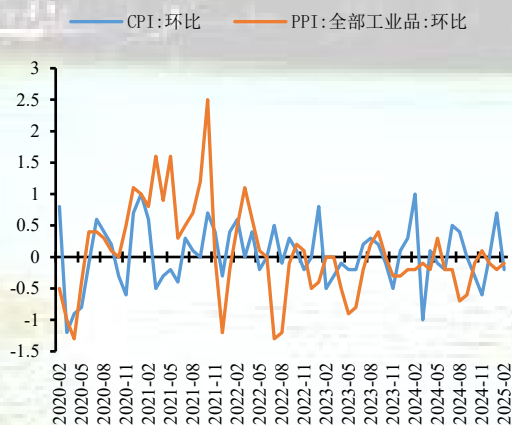


图 22 CPI、PPI 环比增速 (%)



春节错位，CPI 增速阶段性下降

2025 年 2 月，CPI 同比增长-0.7%，较 2025 年 1 月下降 1.2 个百分点；环比增长-0.2%，较 2025 年 1 月下降 0.9 个百分点。受春节错位影响，本月 CPI 同比增速下滑明显，或为年内底部。

受传统风俗影响，中国居民在春节前夕有办年货习惯，使得春节所在月居民消费需求大幅扩张，推动居民消费价格明显上涨，次月居民消费减少价格回落。2025 年春节在 1 月末，而 2024 年春节在 2 月中旬，使得 2024 年 2 月居民消费价格环比增速为 2024 年内高点，而 2025 年 2 月居民消费价格环比增速为 2025 年内低点，使得本月 CPI 同比增速大幅下滑。

另外，暖冬天气使得果蔬等食品供给充足，进一步抑制了 CPI 同比增速的上涨。一方面，暖冬气温偏高，增加了冬季果蔬的供给；另一方面，较少的极端雨雪天气，降低了运输成本，也抑制了食品价格的上涨。食品供给的增加、运输成本的下降压低了食品价格，进而抑制了 CPI 增速。

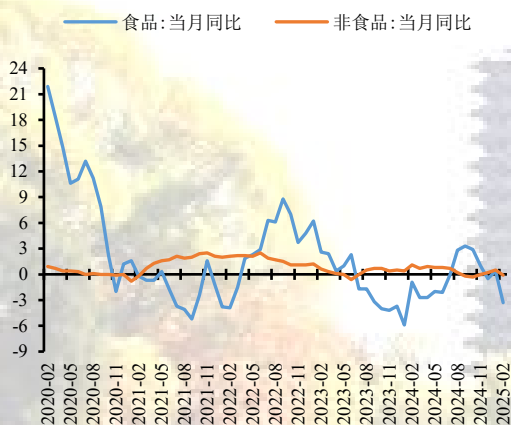


图 23 CPI 食品与非食品当月同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

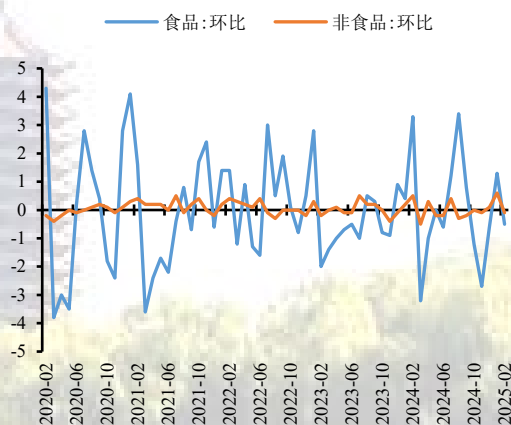


图 24 CPI 食品与非食品环比增速 (%)

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-3.3%，较前月下降 3.7 个百分点，春节错位叠加暖冬天气，使得食品价格增速下降明显。总体而言，食品项八大类价格同比分化（3 涨、5 跌、0 持平），其中鲜菜同比幅度最大（-12.6%）；较上月同比变动分化（3 正、5 负、0 不变），其中鲜菜同比变动最显著（-15.0%）。

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
2 月同比	-1.3	-2.0	-12.6	-1.8	-3.6	-2.7	-1.4	-1.8
同比变动	0.1	0.5	-15.0	-5.0	-4.8	-3.4	0.3	-2.4



数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

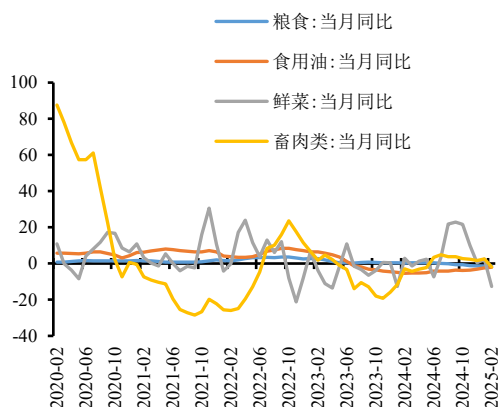


图 25 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格同比 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

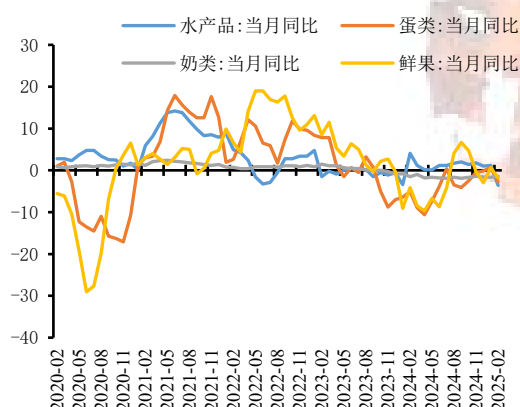


图 26 水产品、蛋、奶、鲜果价格同比 (%)

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-0.5%，较前月下降 1.8 个百分点。受春节因素影响，2 月食品价格环比普遍下降低于 1 月，受暖冬影响本月食品价格波幅放缓。其中，鲜菜价格环比上涨-3.8%，水果价格环比上涨 1.8%，猪肉价格环比上涨-1.9%。

总体而言，食品八大类价格环比涨跌互现（2 涨、4 跌、2 持平），其中蛋类环比幅度最高（-5.5%），较上月环比变动分化（3 正 5 负 0 不变），其中鲜菜环比变动幅度最大（-9.7%）。

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
2 月环比	0.0	0.0	-3.8	-0.9	1.2	-5.5	-0.1	1.8
环比变动	0.1	0.3	-9.7	-1.3	-1.5	-4.9	0.6	-1.5

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

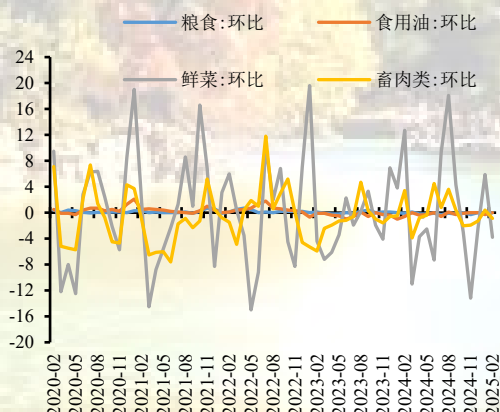


图 27 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格环比 (%)

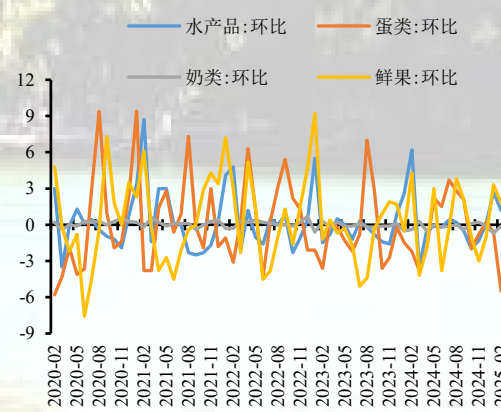


图 28 水产品、蛋、奶、鲜果价格环比 (%)

春节因素影响非食品价格增速也出现明显下滑。一方面，春节后居民消费品需求减少，



拉低价格；另一方面，随着务工人员返程工作，服务供给增加，抑制价格上涨。其中家庭服务、旅游等服务价格波动尤为显著，2月家庭服务、旅游价格均环比增长-4.4%，分别较1月下滑10.1、16.0个百分点。

非食品项中，从同比看，非食品价格增长-0.1%，较前月下降0.6个百分点。其中，服务价格同比增长-0.4%，较前月下降1.5个百分点。

总体而言，非食品七大类价格同比普涨（4涨、3跌、0持平），其中其他用品及服务价格同比幅度最大（6.5%），较上月同比变动分化（3正3负1不变），其中教育文化和娱乐价格同比变动最明显（-2.2%）。

表3 非食品七大项同比及较上月变动（单位：%）

非食品	衣着	居住	生活用品	交通通信	教育娱乐	医疗保健	其他用品
2月同比	1.2	0.1	-0.7	-2.5	-0.5	0.2	6.5
同比变	0.1	0.0	0.4	-1.9	-2.2	-0.5	1.1

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

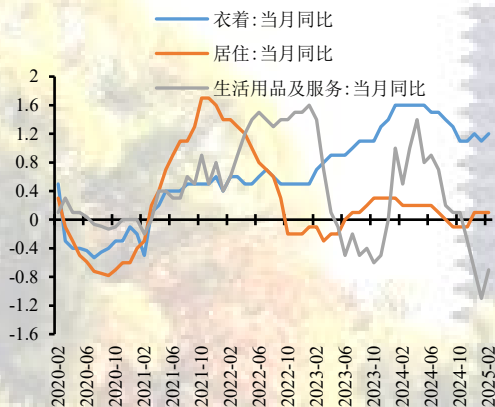


图29 衣着、居住、生活用品及服务当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

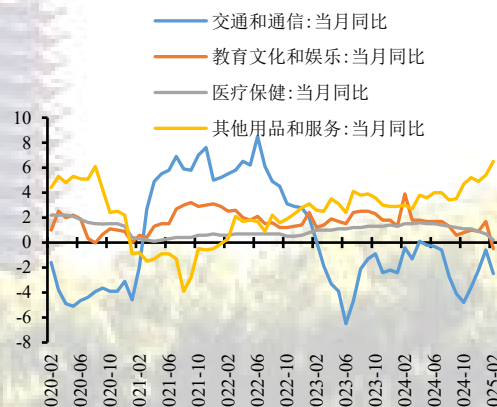


图10 交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格、其他用品和服务当月同比（%）

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%，较前月下降0.7个百分点。春节因素影响，非食品价格小幅下降，2月受务工人员返城工作影响，服务价格下降明显，同时春节后出行和文娱消费需求减少，使得机票、旅游等价格下降。

总体而言，非食品项七大类价格环比分化（4正、1负、2持平），其中其他用品和服务价格环比幅度最高（0.7%），较上月环比变动分化（1正、4负、2不变），其中交通和通信价格环比变动最显著（1.5%）。



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
2 月环比	-0.1	0.0	-0.1	-0.4	-0.5	0.0	0.7
环比变动	0.3	0.0	-0.8	-2.1	-2.0	0.0	-0.9

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

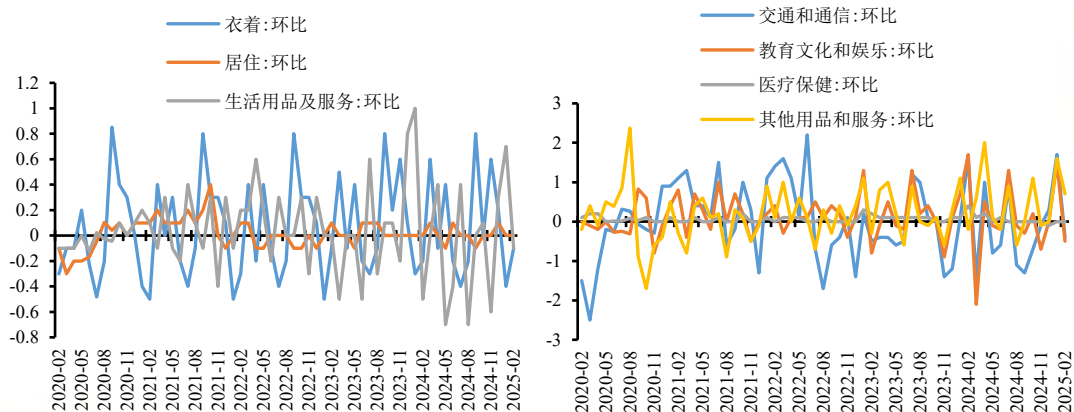


图 11 衣着、居住、生活用品及服务环比（%）

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

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

供需结构无明显变化，PPI 增速继续低位前行

2025 年 2 月，PPI 同比下跌 2.2%，较 1 月份收窄 0.1 个百分点；环比增长-0.1%，较 1 月份收窄 0.1 个百分点，反映出当前有效需求依然不足，经济压力依然存在，叠加经济结构调整继续，PPI 增速依然底部徘徊，经济仍需进一步刺激。

经济结构调整，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。2 月，黑色金属冶炼和压延加工业价格同比下降 10.6%，与之相对，有色金属冶炼和压延加工业价格则同比增长 9.5%，反映出传统产业与高技术产业走势分化。

PPI 同比下降 2.2%，工业品价格增速依然处于历史低位。当前国际环境错综复杂，外部压力不减，“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。

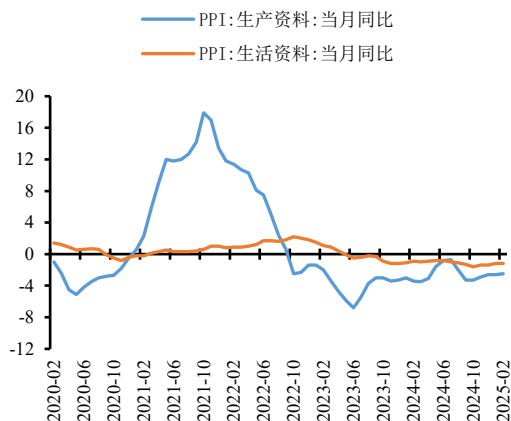


图 13 生产资料、生活资料价格同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

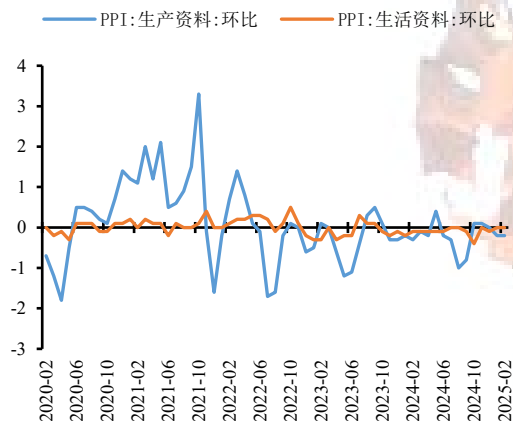


图 14 生产资料、生活资料价格环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从同比看，2 月 PPI 下跌 2.2%，较 1 月份收窄 0.1 个百分点。受基数效应影响，PPI 降幅没有进一步扩张而是小幅收缩。2024 年 2 月，PPI 环比下降 0.2%，并未对本月形成了高基数效应。生产资料价格同比下降 2.6%，较前月收窄 0.1 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-1.4、0.4、0.0 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 1.2%，与前月持平，其中耐用消费品价格同比下降 2.5%，继续底部徘徊。

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
2 月同比	-6.3	-1.5	-2.7	-1.6	-0.2	0.9	-2.5
同比变动	-1.4	0.4	0.0	-0.2	-0.1	0.4	0.1

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

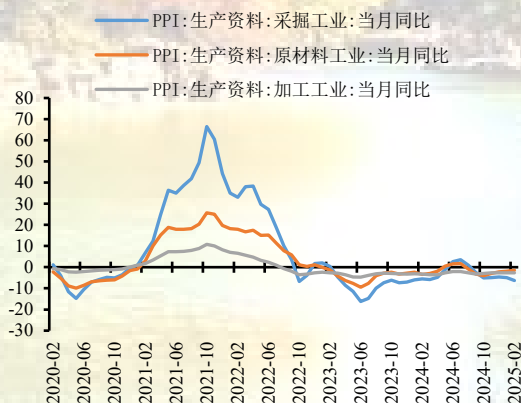


图 15 生产资料价格分项同比增速 (%)

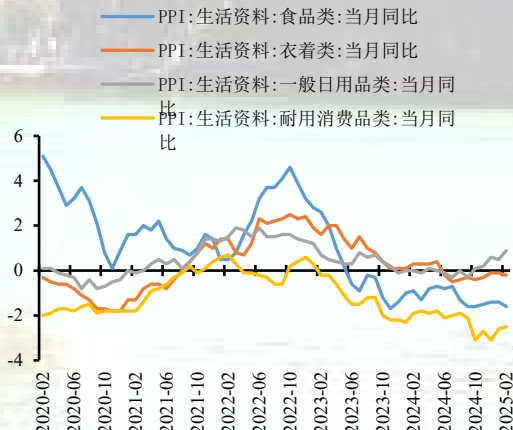


图 16 生活资料价格分项同比增速 (%)



数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

从环比看，2 月 PPI 环比增长-0.1%，较前月收窄 0.1 个百分点。外部环境趋紧叠加经济结构调整，生产资料价格环比增长-0.2%，与前月持平，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 0.0%，与前月持平，其中食品、衣着价格环比降幅与前月持平，一般日用品价格小幅上涨，耐用消费品价格则未变。

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
2 月环比	-1.3	0.1	-0.2	-0.2	-0.2	0.1	0.0
环比变动	-1.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.2	-0.2

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

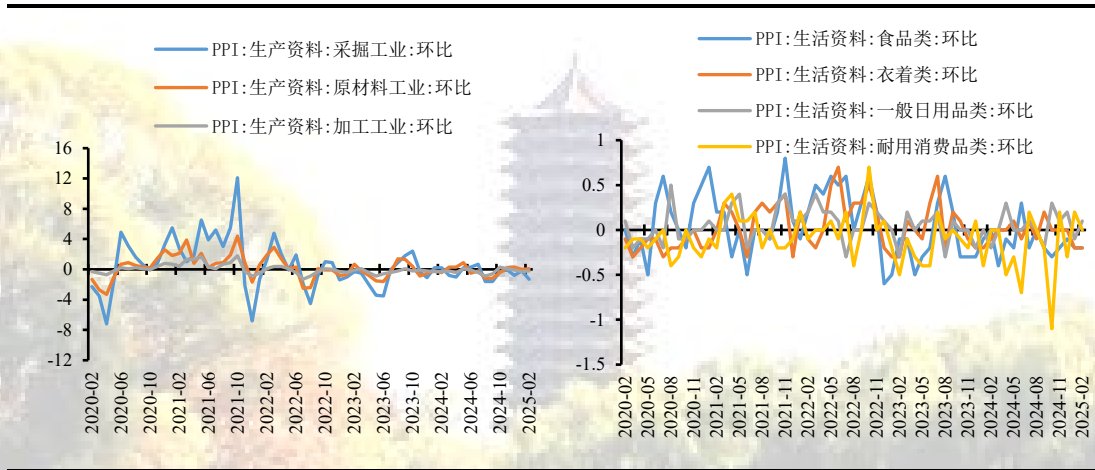


图 17 生产资料价格分项环比增速（%）

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

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

货币金融部分：社融和信贷仍有支撑，政府债券依然是主力

2025 年 2 月，中国新增社会融资规模为 22333 亿元，较 2024 年 2 月的 14959 亿元同比增加 7374 亿元，增幅约 49.3%。这一增长主要得益于新增政府债券的显著增长，但新增人民币贷款和表外融资的同比减少拖累了整体增长动能。当前经济环境受全球经济不确定性和国内需求疲软影响，融资结构呈现调整趋势。社融存量同比增速为 8.2%，较上月回升 0.2 个百分点，显示存量融资仍有一定韧性。

2025 年 2 月，中国新增人民币贷款总额为 10100 亿元，较 2024 年 2 月的 14500 亿元同比减少 4400 亿元，降幅约 30.3%。这一下降主要受到中长期贷款大幅减少的拖累，短期贷



款则小幅增加，反映企业投资意愿不足和居民消费信贷需求的结构性调整。居民户贷款继续呈现净减少，但同比有所改善，企事业单位贷款需求显著下降，而票据融资的增长成为亮点。当前经济环境显示，全球经济不确定性和国内需求疲软持续影响信贷增长，政策托底作用仍需进一步发挥。

2025 年 2 月末，狭义货币（M1）同比增长 0.1%，较上月下降 0.3 个百分点，显示企业活期存款增长乏力，经济活跃度进一步放缓；广义货币（M2）同比增长 7.0%，与上月持平，反映货币供应整体保持稳定。M2 与 M1 的同比增速差扩大至 6.9%，较上月增加 0.3 个百分点，表明企业资金更多以定期存款形式存在，投资意愿和流动性偏低。社融与 M2 同比增速差为 1.2%，较上月增加 0.2 个百分点，显示社融对实体经济的支持力度有所增强，但整体经济复苏动能仍显不足。

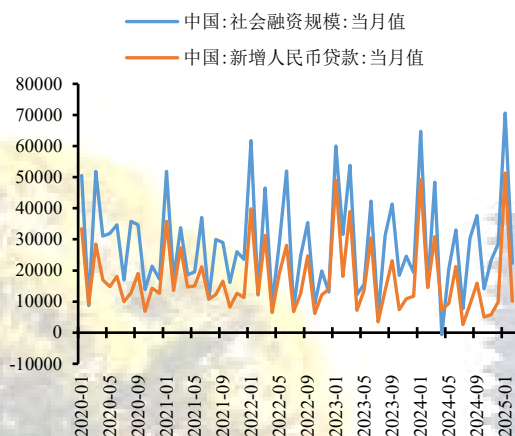


图 39 社会融资规模和新增人民币贷款（亿元）
数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

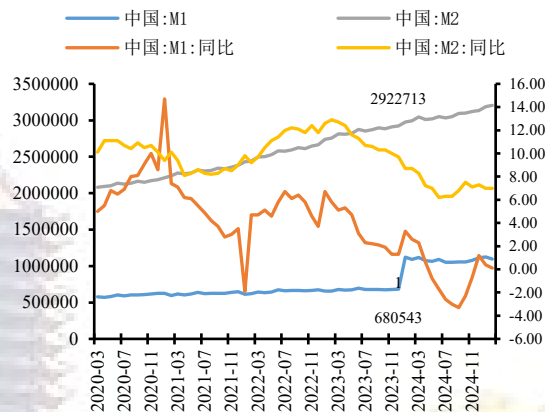


图 40 M1 和 M2（左：亿元；右：%）
数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

新增社融同比多增，政府债券依然是主力支撑

2025 年 2 月，中国新增社会融资规模为 22333 亿元，较 2024 年 2 月的 14959 亿元同比增加 7374 亿元，增幅约 49.3%。这一增长主要得益于新增政府债券的显著增长，但新增人民币贷款和表外融资的同比减少拖累了整体增长动能。当前经济环境受全球经济不确定性和国内需求疲软影响，融资结构呈现调整趋势。社融存量同比增速为 8.2%，较上月回升 0.2 个百分点，显示存量融资仍有一定韧性。

新增人民币贷款：同比减少 3267 亿元，降幅约 33.4%，反映实体经济信贷需求有所放缓。当前经济数据显示，中国制造业 PMI 在 2025 年初持续位于收缩区间（低于 50），企业投资意愿下降，叠加消费需求低迷，信贷增长受到一定抑制。表内贷款（人民币贷款和外币贷款）合计同比少增约 3500 亿元，拖累社融同比增速 0.1 个百分点。



新增政府债券：同比增加 10956 亿元，增幅约 182.3%，显示财政政策在经济下行压力下持续发力。2025 年 1-2 月政府债券融资对社融的支撑约为 1.49 万亿元，表明政府通过基建投资和公共支出提振经济，同时化解地方债务风险。

表外融资：委托贷款同比减少 57 亿元，信托贷款同比减少 901 亿元，显示非银行融资渠道显著收缩。委托贷款和信托贷款等表外融资分项同比少增接近 1000 亿元，这可能与监管部门对影子银行活动的持续高压政策有关，尤其是房地产行业低迷进一步压缩了表外融资需求。

企业直接融资：债券融资同比增加 279 亿元，股票融资同比减少 38 亿元，显示企业通过债券市场融资能力有所改善，但股市融资仍显疲软。近期全球金融市场波动加剧，美国加息预期导致资金外流，国内股市表现疲软，企业融资成本上升。

外币贷款：同比减少 271 亿元，降幅较大，反映外部融资环境承压。2025 年初，中美贸易摩擦升级，美国对部分中国商品加征关税，导致出口企业外币融资需求下降。1-2 月外币贷款同比多减 1652 亿元，显示外部融资环境持续恶化。

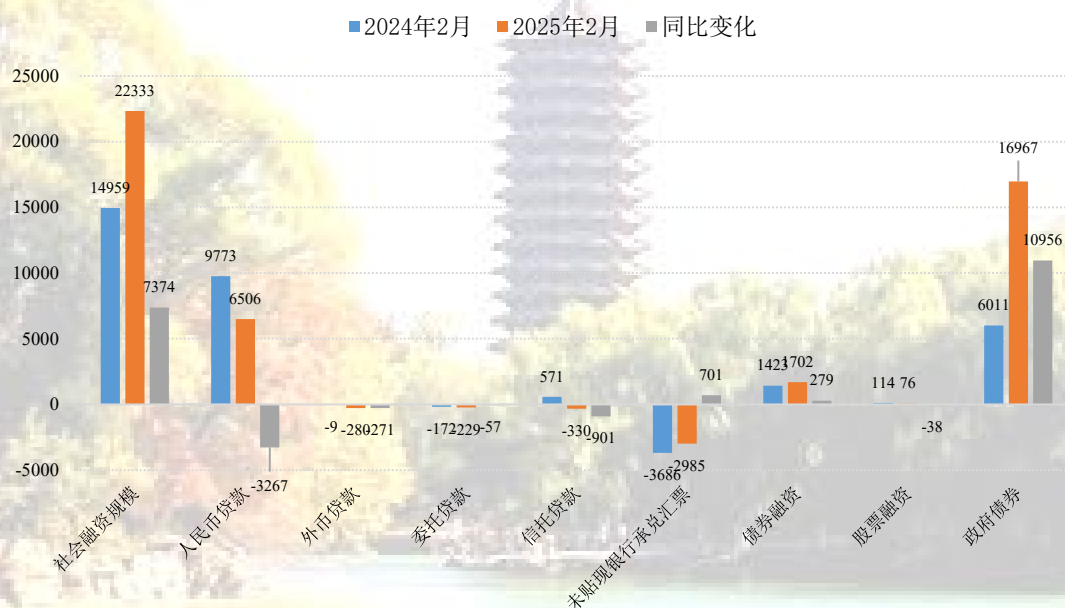


图 41 新增社会融资规模：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

新增信贷同比减少，中长期需求低迷

2025 年 2 月，中国新增人民币贷款总额为 10100 亿元，较 2024 年 2 月的 14500 亿元同比减少 4400 亿元，降幅约 30.3%。这一下降主要受到中长期贷款大幅减少的拖累，短期贷款则小幅增加，反映企业投资意愿不足和居民消费信贷需求的结构性调整。居民户贷款继续



呈现净减少,但同比有所改善,企事业单位贷款需求显著下降,而票据融资的增长成为亮点。当前经济环境显示,全球经济不确定性和国内需求疲软持续影响信贷增长,政策托底作用仍需进一步发挥。

短期贷款: 同比增加 127 亿元,显示短期流动资金需求有所回升,可能与企业运营资金需求增加有关,例如当前部分行业(如出口相关行业)活动回升有关。

中长期贷款: 同比减少 7612 亿元,降幅约 64.2%,表明企业固定资产投资和基建项目融资显著减少,反映经济中长期增长动能不足。2025 年初基建投资增速放缓,房地产市场持续低迷进一步拖累中长期贷款增长。房地产行业受政策调控和市场低迷影响,房企融资需求大幅下降,居民房贷需求也持续萎缩。

居民户贷款: 净减少 3891 亿元,同比少减 2016 亿元,显示居民信贷需求继续萎缩,但同比有所缓解。居民短期贷款减少 2741 亿元,同比改善 2127 亿元,可能与消费信贷政策调整有关,如汽车消费补贴或消费券发放;中长期贷款减少 1150 亿元,同比减少 112 亿元,反映房贷需求低迷。房地产市场低迷是主要原因,叠加居民消费信心不足,消费贷款需求也受到抑制。

企事业单位贷款: 减少 5300 亿元,降幅约 33.8%,其中中长期贷款减少 7500 亿元,短期贷款减少 2000 亿元,显示企业融资压力较大,尤其是投资性支出减少。企业投资信心不足,制造业和房地产行业融资需求显著下降。

票据融资: 同比增加 4460 亿元,显示贸易融资需求上升,可能与出口企业短期资金需求增加有关。2025 年初出口数据有所回暖,贸易融资需求上升。近期中美贸易摩擦虽持续,但部分出口企业通过调整供应链和市场策略,出口活动有所恢复,带动票据融资需求增长。

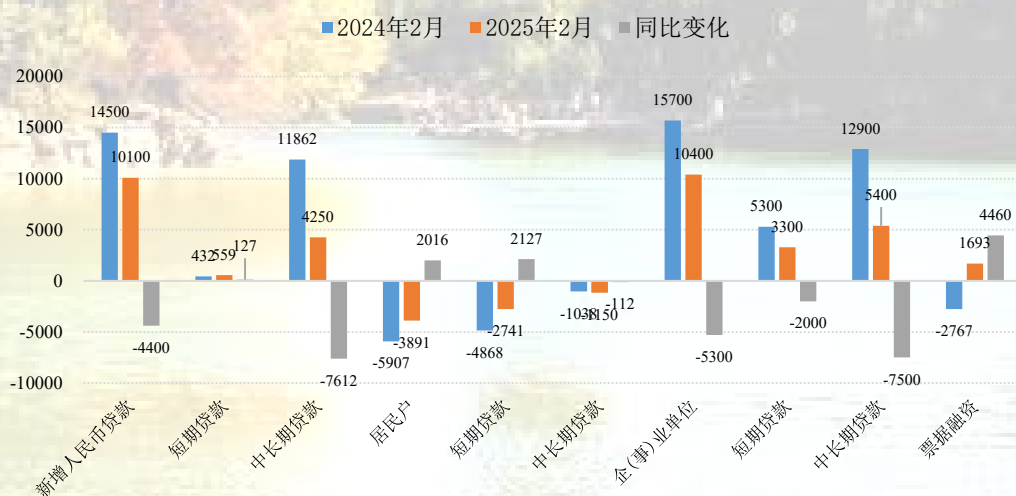


图 42 金融机构: 新增人民币贷款: 分项(亿元)



M1 增速放缓，流动性压力凸显

2025 年 2 月末，狭义货币（M1）同比增长 0.1%，较上月下降 0.3 个百分点，显示企业活期存款增长乏力，经济活跃度进一步放缓；广义货币（M2）同比增长 7.0%，与上月持平，反映货币供应整体保持稳定。M2 与 M1 的同比增速差扩大至 6.9%，较上月增加 0.3 个百分点，表明企业资金更多以定期存款形式存在，投资意愿和流动性偏低。社融与 M2 同比增速差为 1.2%，较上月增加 0.2 个百分点，显示社融对实体经济的支持力度有所增强，但整体经济复苏动能仍显不足。

M1 增速放缓：M1 同比增速从 1 月的 0.4% 下降至 2 月的 0.1%，余额减少约 3 万亿元，反映企业活期存款显著下降，经济活跃度进一步减弱。M1 主要由企业活期存款构成，其增速放缓表明企业投资意愿低迷，资金流动性偏低。当前经济数据显示，制造业 PMI 持续低于 50，显示制造业活动收缩，企业投资信心不足。2025 年初房地产市场低迷进一步抑制了企业资金需求，导致活期存款减少。

M2 增速稳定：M2 同比增速稳定在 7.0%，反映货币供应整体平稳。M2 包括定期存款等准货币，其增速稳定可能与财政政策支持有关。2025 年 1-2 月政府债券融资对社融的支撑约为 1.49 万亿元，表明财政政策通过基建投资和公共支出提振经济，对 M2 形成一定支撑。但 M2 增速的平稳也可能掩盖实体经济融资需求的疲软。

M2 与 M1 增速差扩大：M2 与 M1 增速差从 6.6% 扩大至 6.9%，反映企业资金更多转向定期存款，投资意愿和流动性偏低。M1 增速显著低于 M2，表明企业更倾向于持有低风险资产，投资信心不足。当前经济环境下，房地产行业低迷和全球经济不确定性加剧可能进一步抑制企业投资意愿，导致资金流动性下降。

社融与 M2 增速差扩大：社融与 M2 增速差从 1.0% 扩大至 1.2%，反映社融对实体经济的支持力度有所增强。2 月新增社融 22333 亿元，同比增加 7374 亿元，主要由政府债券融资驱动（同比增加 10,956 亿元）。社融增速高于 M2，表明财政政策通过政府债券融资对经济形成强力支撑，但实体经济融资需求仍显不足，新增人民币贷款同比减少 4400 亿元。

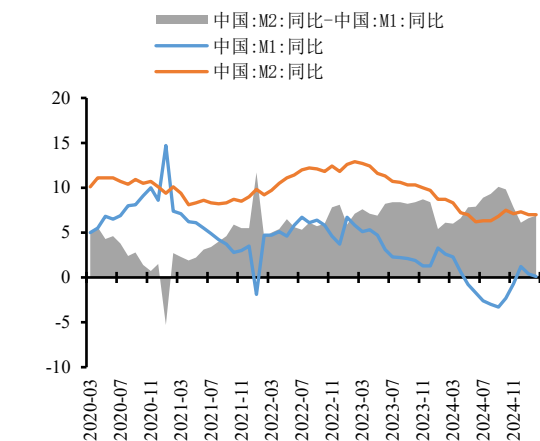


图 43 M1、M2 和 M2-M1 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

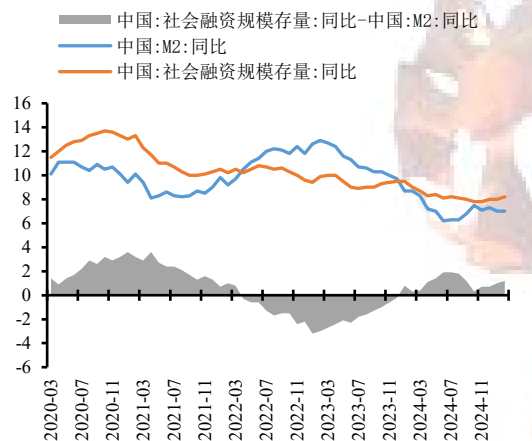


图 44 社融、M2 和社融-M2 (%)

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：预计 2025 年工业产出小幅回升。政策支持将推动高技术产业和装备制造业持续增长，消费品制造业可能在消费刺激政策下缓慢恢复，但全球需求疲软和贸易摩擦仍是制约因素。

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。一方面，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；另一方面，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：预计 2025 年呈小幅增长。财政政策持续发力，政府债券融资将提供强力支撑，基建投资和公共支出预计保持高位。房地产市场可能在政策宽松下逐步企稳，提振部分融资需求，但全球经济放缓和贸易摩擦可能限制增长幅度。

新增人民币贷款：预计 2025 年小幅回升。货币政策可能进一步宽松（如降准降息），刺激企业信贷需求，贸易活动回暖或带动票据融资增长。然而，房地产市场低迷和制造业投资意愿不足将持续拖累中长期贷款增长，整体复苏力度有限。

M2：预计 2025 年保持平稳。货币供应将受财政政策支持 and 政府债券发行推动，保持稳定增长。但企业投资信心不足、资金流动性偏低（M1 增速放缓）以及外部经济压力将限制 M2 增速上行空间。



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。