



## 春节效应，货币供应增速或有上行

——蔡含篇

预测报告

B0011-20250131

|              | 上年值    | 上年同期值 | 上期值  | 2025 年 01 月预测 |
|--------------|--------|-------|------|---------------|
| 通货膨胀         |        |       |      |               |
| CPI 同比 (%)   | 0.2    | -0.8  | 0.1  | 0.5           |
| PPI 同比 (%)   | -2.2   | -2.5  | -2.3 | -2.0          |
| 货币信贷         |        |       |      |               |
| 新增人民币贷款 (亿元) | 180900 | 49200 | 9900 | 40000         |
| M2 同比 (%)    | 7.3    | 8.7   | 7.3  | 7.5           |

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：

010-62767607

[gmjjyj@pku.edu.cn](mailto: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

- 暖冬食品供给充足，CPI 增速低位前行
- 石油价格上涨，PPI 降幅或继续收窄
- 地方化债叠加春节错位，信贷规模同比少增
- 低基数叠加春节效应，M2 同比增速回升
- 全球降息潮开启叠加科技支撑，人民币或震荡上行

## 内容提要

2025 年 1 月，随着宏观稳经济政策协同发力，社会经济持续恢复向好运行，经济活力逐步恢复。但伴随地方化债“三箭齐发”开始落地，以及春节错位，信贷需求有所减弱，叠加国内有效需求不足，经济内生修复动能仍需加强，恢复和扩大需求仍是未来经济持续回升向好的关键所在。

### 价格方面

**CPI:** 尽管本月存在部分春节错位效应，但暖冬天气降低食品运输成本，果蔬供给增加，叠加当前经济下行风险犹存，居民收入增速下行，居民有效消费不足，预计 2025 年 1 月 CPI 同比增长 0.5%，高于前月 0.4 个百分点。

**PPI:** 本月存在低基数效应，高频数据显示重要原材料价格涨跌互现，尤其石油价格显著上涨，叠加国内需求无明显改变，工业生产价格同比增速继续底部徘徊，预计 2025 年 1 月 PPI 同比下跌 2.0%，降幅较前月收窄 0.3 个百分点。

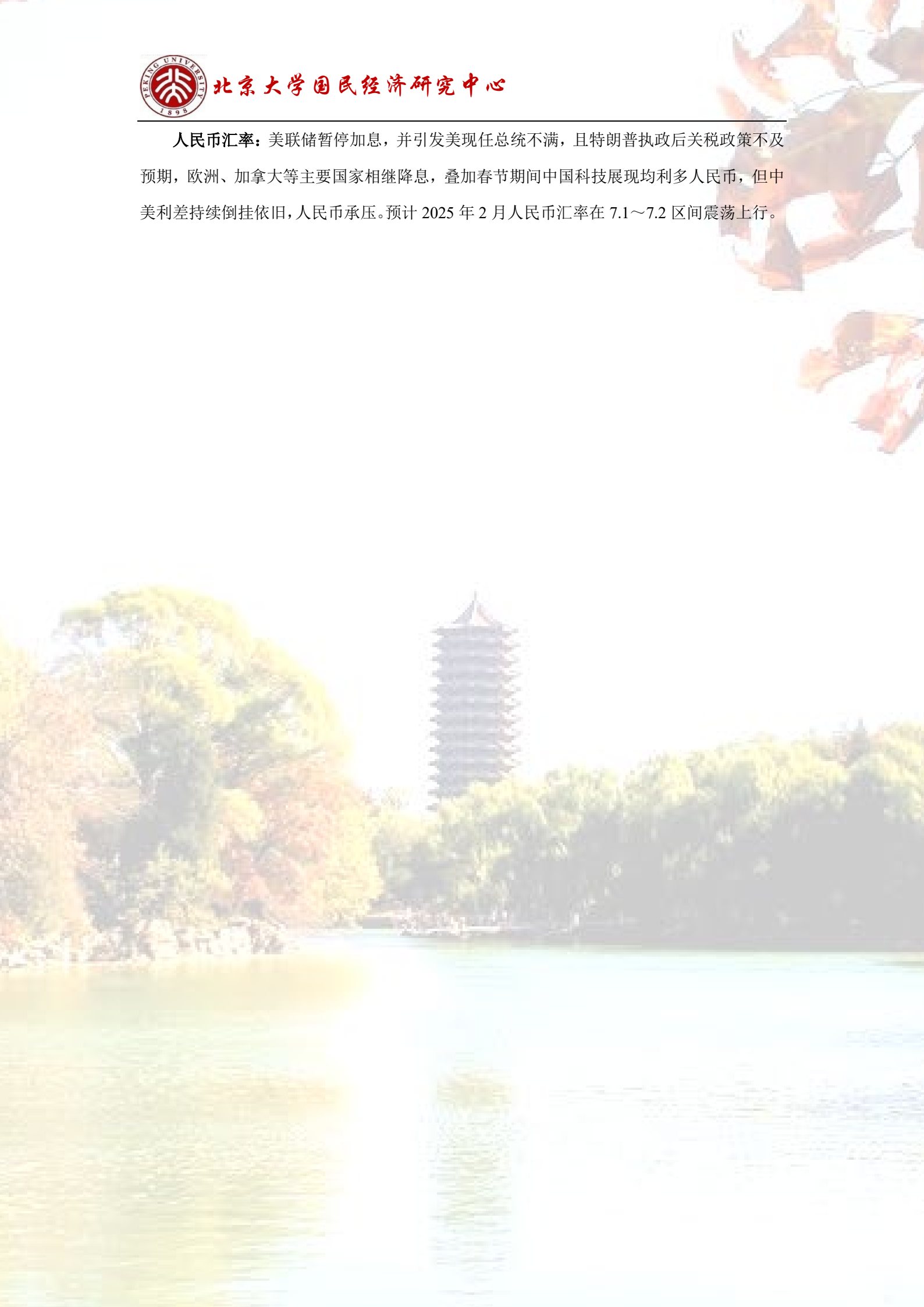
### 货币金融方面

**人民币贷款:** 在 2024 年的稳增长政策发力下，尤其是当前大规模的扩张性金融政策和房地产松绑政策落地，信贷规模将有所支撑，但伴随地方化债“三箭齐发”开始落地，以及春节错位，信贷需求有所减弱，预计 2025 年 1 月新增人民币贷款 40000 亿元，同比少增 9200 亿元。

**M2:** 在 2024 年第四季度的稳增长政策出台背景下，扩张性货币政策和房地产政策的持续松绑，加之持续下降的基数以及春节效应，M2 同比增速有所支撑，但伴随化债资金的持续落地，信贷需求有所减弱，抑制 M2 同比增速，预计 2025 年 1 月末 M2 同比增长 7.5%，较上期提高 0.2 个百分点。



**人民币汇率：**美联储暂停加息，并引发美现任总统不满，且特朗普执政后关税政策不及预期，欧洲、加拿大等主要国家相继降息，叠加春节期间中国科技展现均利多人民币，但中美利差持续倒挂依旧，人民币承压。预计 2025 年 2 月人民币汇率在 7.1~7.2 区间震荡上行。





## 正文

### CPI 部分：暖冬食品供给充足，CPI 增速低位前行

预计 2025 年 1 月 CPI 同比增长 0.5%，高于前月 0.4 个百分点。

从拉升因素看：第一，春节错位因素，2024 年春节在 2 月 10 日，尽管春节前月 CPI 环比也相对较高，但一般春节所在月 CPI 环比最高，对本月形成相对低基数效应；第二，受国际油价上涨及寒假、春节影响，交通运输价格或有上涨，形成拉升因素。

从压低因素来看，一方面，暖冬天气降低了食品的运输成本，果蔬的供给增加，拉低了食品价格；截至 1 月 10 日，按商务部公布的国内农副产品价格来看，果蔬价格平均较 12 月依然呈环比负增长，而历年同期均为同比正增长，明显大幅低于历年同期；另一方面，居民收入增速下行，外部环境不确定性犹在，经济下行风险犹存，居民有效消费需求不足，抑制价格上涨。

综合而言，尽管本月存在部分春节错位效应，但暖冬天气降低食品运输成本，果蔬供给增加，叠加当前经济下行风险犹存，居民收入增速下行，居民有效消费不足，预计 2025 年 1 月 CPI 同比增长 0.5%，高于前月 0.4 个百分点。

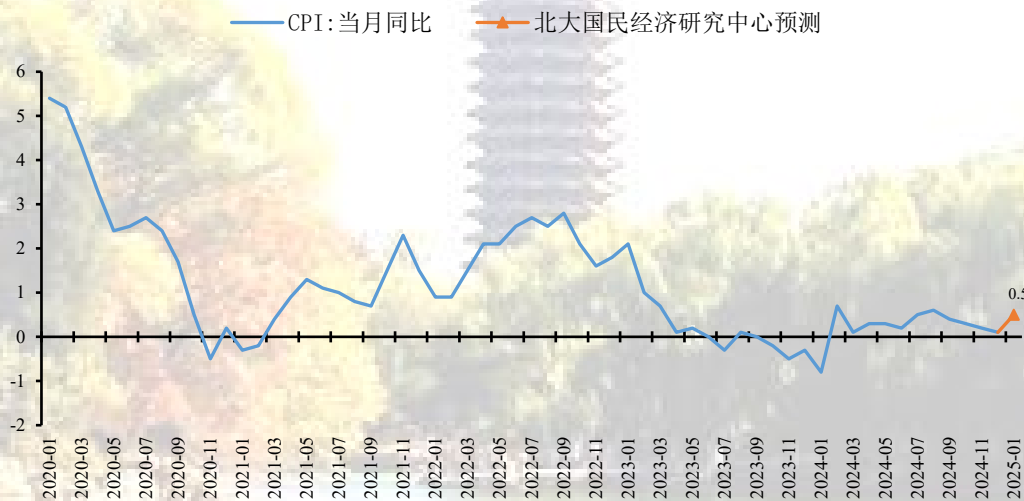


图 1 CPI 当月同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

### PPI 部分：石油价格上涨，PPI 降幅或继续收窄

预计 2025 年 1 月 PPI 同比下跌 2.0%，降幅较前月收窄 0.3 个百分点。

受低基数效应影响，本月 PPI 降幅或继续收窄。2024 年 1 月 PPI 环比下降 0.2%，与 2023 年 11、12 月环比相同，均为环比负增长，低于第三季度各月环比增速，对本月形成低基数效应。



高频数据方面，1 月上游主要工业品价格涨跌互现。1 月中上旬，石油天然气方面，受国际原油价格上涨带动，国内石油价格上涨明显，截至 1 月 24 日布油、美油月度期货结算均价分别较前月环比上涨 7.7%、8.8%；煤炭方面，整体供需偏松，煤炭多数品种市场价较上月出现不同程度回调；化工方面，市场价格涨跌均有；受地产市场低迷影响，非金属方面的水泥、玻璃价格 以及黑色金属方面的铁矿石月均期货结算价均呈不同程度的环比下跌；有色金属与农业生产方面的铅、锌、尿素等均呈不同程度下滑。

综合而言，本月存在低基数效应，高频数据显示重要原材料价格涨跌互现，尤其石油价格显著上涨，叠加国内需求无明显改变，工业生产价格同比增速继续底部徘徊，预计 2025 年 1 月 PPI 同比下跌 2.0%，降幅较前月收窄 0.3 个百分点。

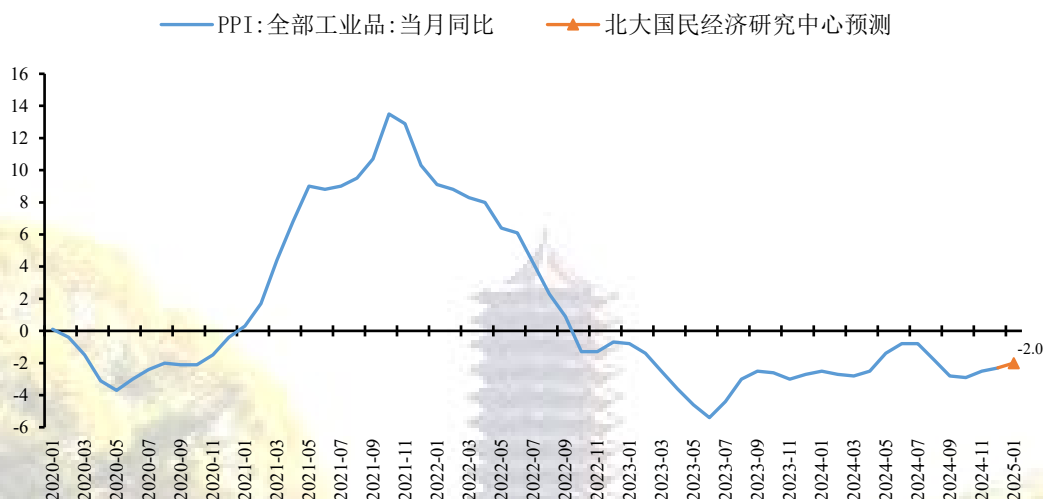


图 2 PPI 当月同比增速 (%)

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

### 新增人民币贷款部分：地方化债叠加春节错位，信贷规模同比少增

预计 2025 年 1 月新增人民币贷款 40000 亿元，同比少增 9200 亿元。

第一，财政政策与货币政策协同发力，支撑信贷需求。2024 年第四季度一揽子金融政策落地，如降低存款准备金率 50bp 和政策利率调降 20bp，同时创设新的货币政策工具，规模达 8000 亿元；同时继续支持“大设备更新和消费品以旧换新”政策迎来进一步财政支持，国家发展改革委与财政部共同引发《关于加力支持大规模设备更新好消费品以旧换新的若干措施》的通知，统筹安排 3000 亿左右的特别国债资金支持大设备更新与以旧换新，将加大财政政策对企业长期贷款的拉动效果。第二，楼市政策持续松绑支撑信贷。例如：20204 年第四季度央行公布降低存量房贷利率，平均降幅 50bp，首套房与二套房首付比例统一为 15%，3000 亿保障住房再贷款，支持比例从 60%提升至 100%；11 月 9 日，北京取消普通住房和



非普通住房标准，共同支撑信贷。第三，化债资金开始落实，信贷需求有所减弱。第四，春节错位，信贷规模同比少增。如高频数据显示，截止到 2025 年 1 月 30 日，30 大中城市商品房成交面积同比下降 12.72%，显示楼市交易弱于往年。

综合而言，在 2024 年的稳增长政策发力下，尤其是当前大规模的扩张性金融政策和房地产松绑政策落地，信贷规模将有所支撑，但伴随地方化债“三箭齐发”开始落地，以及春节错位，信贷需求有所减弱，预计 2025 年 1 月新增人民币贷款 40000 亿元，同比少增 9200 亿元。



图 3 新增人民币贷款：单位（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

### M2：低基数叠加春节效应，M2 同比增速回升

预计 2025 年 1 月末 M2 同比增长 7.5%，较上期提高 0.2 个百分点。一是 2024 年的稳增长政策落地生效，支撑 M2 同比增速。2024 年第四季度央行公布降低存款准备金率 50bp、政策利率调降 20bp、存量房贷利率 50bp，同时下调二套房首付比例至 15%以及创设新的货币政策工具。二是基数开始走低。自 2024 年 1 月末 M2 同比增速下降 1 个百分点，一定程度支撑本月同比增速。三是地方化债资金开始落地，信贷需求减少，将抑制 M2 同比增速。四是春节效应，春节期间货币流通速度会有所增加，支撑 M2。

综合而言，在 2024 年第四季度的稳增长政策出台背景下，扩张性货币政策和房地产政策的持续松绑，加之持续下降的基数以及春节效应，M2 同比增速有所支撑，但伴随化债资金的持续落地，信贷需求有所减弱，抑制 M2 同比增速，预计 2025 年 1 月末 M2 同比增长 7.5%，较上期提高 0.2 个百分点。

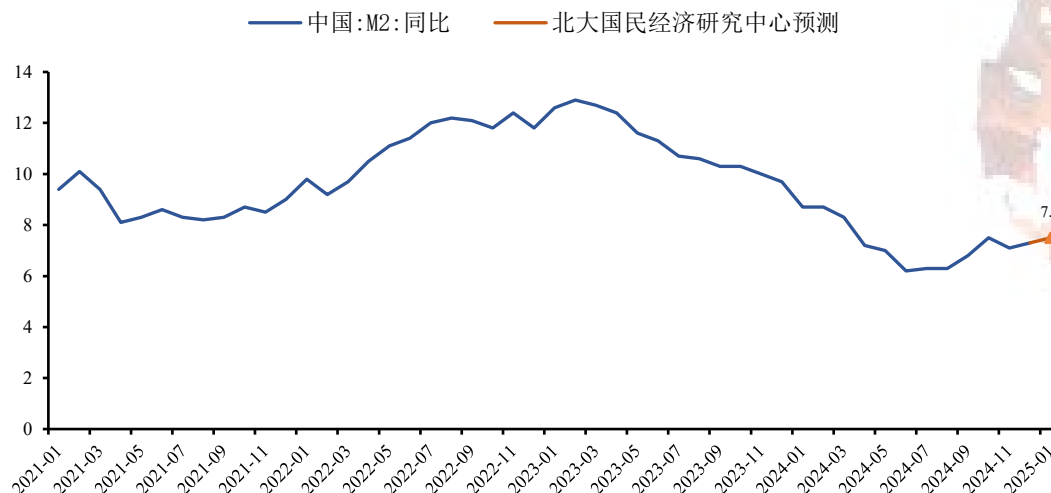


图 4 M2：当月同比 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

### 人民币汇率部分：全球降息潮开启叠加科技支撑，人民币或震荡上行

预计 2025 年 2 月人民币汇率保持震荡，震荡区间为 7.1~7.2。

从拉升因素来看：国际方面，全球开启降息潮，利多人民币。第一，特朗普执政短期内并未发生大幅关税调整，同时 1 月美联储暂停加息后也并未如此前所表现出来的极端鹰派，前期两大人民币承压因素靴子落地。当地时间 1 月 29 日，美国联邦储备委员会结束为期两天的货币政策会议，宣布将联邦基金利率目标区间维持在 4.25%-4.5% 的区间。美联储主席鲍威尔在会后的新闻发布会上指出，当前美国经济表现仍然稳健，通胀虽然有所回落，但仍未达到 2% 的目标水平，美联储不急于调整货币政策。而美国现任总统特朗普曾在达沃斯世界经济论坛上就宣称，“随着油价下跌，我将要求立即降息。”第二，全球降息潮开启，欧洲、加拿大等国纷纷降息。当地时间 1 月 30 日，欧洲央行在德国法兰克福总部召开货币政策会议，决定将欧元区三大关键利率再次下调 25 个基点。当地时间 1 月 29 日，加拿大央行宣布将基准利率即隔夜拆借利率下调 25 个基点，由 3.25% 降至 3%。国内方面，科技支撑，利多人民币。春节联欢晚会上的《秧歌 BOT》以及春节期间中国多款大模型的推出，均展现了中国科技的进步，利多人民币。

从压低因素来看：中美利差保持倒挂，截止到 1 月 27 日，10 年期美债收益率为 4.53%，10 年期国债收益率为 1.63%，中美利差持续倒挂，人民币承压。

综合而言，美联储暂停加息，并引发美现任总统不满，且特朗普执政后关税政策不及预期，欧洲、加拿大等主要国家相继降息，叠加春节期间中国科技展现均利多人民币，但中美利差持续倒挂依旧，人民币承压。预计 2025 年 2 月人民币汇率在 7.1~7.2 区间震荡上行。



图5 人民币三大汇率

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心



## 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 7 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。