



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

NIFD季报

主编:李扬

国内宏观经济

张平
杨耀武

2025 年 3 月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、金融监管、债券市场、股票市场、房地产金融、保险业运行、机构投资者的资产管理等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度 2 月份发布。

经济回升、外部环境变化与政策支持

摘 要

2024 年，中国经济运行总体平稳、稳中有进，特别是在及时部署一揽子增量政策后，社会信心得到提振，主要经济指标明显回升。

展望 2025 年，国际贸易保护主义有愈演愈烈之势，全球贸易和经济增长面临较大不确定性，发达国家的货币政策不同步性可能加剧。在外部发展环境不确定性明显增加的情况下，扩大内需显得格外重要。

2025 年，中国固定资产投资可能呈现制造业投资增速小幅下降、房地产投资跌幅收窄，基建投资增速加快的局面；净出口对经济增长的拉动作用将减弱；作为慢变量的居民消费支出则可能小幅回升。

综合各方面情况，我们预计 2025 年中国 GDP 增速可能在 4.9% 左右；CPI 同比可能呈现 2 月份走低后逐步上升、三季度下降后再回升的态势，全年涨幅可能与上年大体相当；PPI 同比跌幅则可能在 2% 左右。

当前，应加大宏观调控力度，保持总需求稳定；在此基础上，加快推进结构性改革，以有效扩大内需特别是最终消费需求。

本报告负责人：张平

本报告执笔人：

● 杨耀武

国家金融与发展实验室
金融与发展研究中心研究员

● 张平

国家金融与发展实验室
副主任

【NIFD 季报】

全球金融市场

人民币汇率

国内宏观经济

宏观杠杆率

中国金融监管

中国宏观金融

中国财政运行

地方区域财政

房地产金融

债券市场

股票市场

保险业运行

机构投资者的资产管理

目 录

一、2024 年中国经济运行状况回顾	1
二、2025 年中国经济发展可能面临的外部环境及需关注的问题	6
(一) 中国经济发展可能面临的外部环境	6
(二) 2025 年中国经济回升向好的态势不会改变	8
三、2025 年中国经济运行可能的基本态势和简短政策探讨	12
(一) 2025 年中国经济运行可能的基本态势	12
(二) 加大宏观调控力度、保持总需求基本稳定，为结构性改革 创造良好条件	13

一、2024 年中国经济运行状况回顾

2024 年，中国经济运行总体平稳、稳中有进，特别是在及时部署一揽子增量政策后，社会信心得到提振，主要经济指标明显回升。全年国内生产总值（GDP）接近 135 万亿元，按不变价格计算，较上年增长 5.0%；以 2019 年为基期，近五年平均增速为 4.9%；以 2022 年为基期，近两年平均增速为 5.2%。分季度看，第一、二、三、四季度 GDP 实际同比增速分别为 5.3%、4.7%、4.6%、5.4%，呈现一季度较高，二、三季度逐步放缓，四季度回升态势，这主要有以下两方面原因：一是受到往年基数变动影响，如果以 2019 年各季度为基期，近五年第一、二、三、四季度平均增速分别为 5.1%、4.6%、4.8%、4.9%，季度增速的波动性明显下降；二是一揽子政策及时出台，有效提振了社会信心，促进了四季度经济回暖。

2024 年，我国居民消费价格指数（CPI）上涨 0.2%，涨幅与上年持平；工业生产者出厂价格指数（PPI）下降 2.2%，降幅较上年收窄 0.8 个百分点，环比来看，PPI 有 10 个月下降、仅 2 个月上涨，下行压力仍然较大。2024 年，我国城镇调查失业率平均值为 5.1%，较上年下降 0.1 个百分点，也比疫情暴发前的 2019 年低 0.1 个百分点；城镇累计新增就业 1256 万人，比上年多增 12 万人，顺利完成全年城镇新增就业 1200 万人以上的目标。2024 年，受发达经济体货币政策差异及部分国家政策不确定性增强影响，人民币对主要国际货币汇率有涨有跌，人民币兑美元汇率中间价年初为 7.077，年末降至 7.188，全年人民币兑美元贬值近 1.1%，贬值幅度较上年明显收窄；人民币兑欧元、英镑全年分别贬值 1.1%、3.8%，但兑日元升值 6.6%。

从生产端看，我国第一、二产业增加值同比增速与疫情前的年平均增速基本持平，第二产业中的工业和制造业增速甚至高于疫情之前，第三产业增速则明显放缓，成为拖累经济增速的主要原因。2024 年，我国 GDP 实际同比增长 5.0%，增速较疫情前明显放缓，约为 2017~2019 年平均增速的四分之三。分三次产业看，第一产业增加值同比增长 3.5%，增速与 2017~2019 年平均增速持平，其中农林牧渔业增加值同比增长 3.7%，较 2017~2019 年平均增速高出 0.1 个百分点；第二产业增加值同比增长 5.3%，仅比 2017~2019 年平均增速下降 0.1 个百分点，其中工业增加值同比增长 5.7%，增速较 2017~2019 年平均增速高出 0.1 个百分点，工业中的制造业增加值增长 6.0%，较 2017~2019 年平均增速高出 0.4 个百

分点；第三产业增加值同比增长 5.0%，较 2017~2019 年平均增速下降了 2.9 个百分点，其中信息传输、软件和信息技术服务业、批发和零售业、交通运输、仓储和邮政业、租赁和商务服务业、住宿和餐饮业增加值同比分别增长 10.9%、5.5%、7.0%、10.4%、6.4%，较 2017~2019 年平均增速分别下降 12.3、1.6、1.1、1.0、1.0 个百分点，另外归于“其他行业”的 7 个服务门类行业增加值同比增长 3.4%，较 2017~2019 年平均增速下降 4.4 个百分点。第三产业中增加值增速快于疫情之前的仅有金融业，2024 年增加值同比增长 5.6%，较 2017~2019 年平均增速加快 0.7 个百分点；房地产业增加值，在市场总体较为疲软的情况下，2024 年增加值同比下降 1.8%，降幅较上年扩大 1.1 个百分点，较 2017~2019 年平均增速低了 6.2 个百分点。

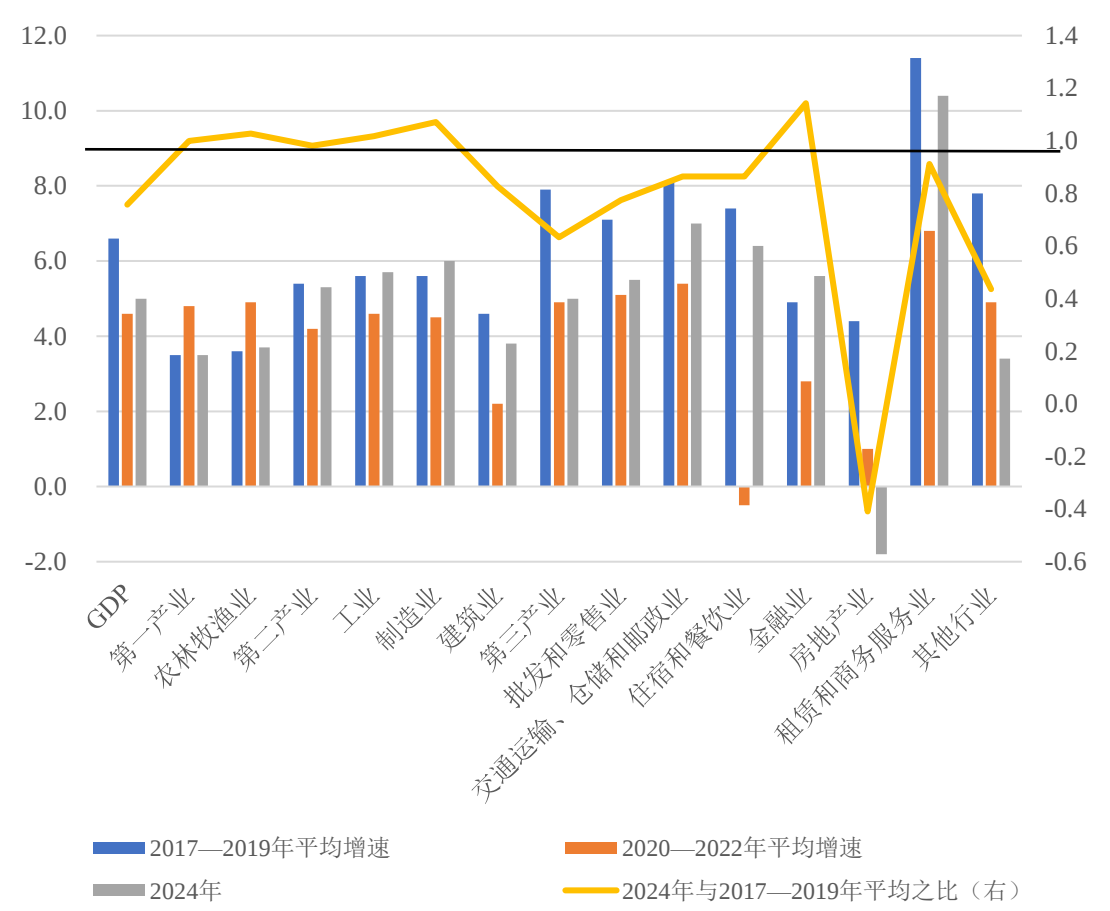


图 1 2024 年各产业及行业增加值增速与疫情前后三年平均增速比较

数据来源：国家统计局，经笔者测算。

注：信息传输、软件和信息技术服务业增加值增速因在疫情前较高，为保证作图效果，所以未在图中列示。

从需求端看，一是在上年消费已较快修复的情况下，最终消费对经济增长的贡献率大幅下降；一些与出行相关的商品消费在去年较快修复后，增速明显放缓，疫情直接影响的进一步消退，使得药品消费增速降低；但居家生活必需品以及体育用品消费保持较高增速，以旧换新政策也带动了部分耐用品消费的增长。2024 年，我国最终消费支出拉动 GDP 增长 2.2 个百分点，较上年下降 2.4 个百分点；最终消费支出对经济增长的贡献率为 44.5%，较上年下降 41.1 个百分点，也显著低于疫情前的 2017~2019 年平均 60.4% 的水平。全年社会消费品零售总额同比增长 3.5%，较上年下降 3.7 个百分点；其中，餐饮收入同比增长 5.3%，虽较社会消费品零售总额增速高出 1.8 个百分点，但较上年下降了 15.1 个百分点，除餐饮以外的社会消费品零售额同比增长 3.2%，较上年下降 2.6 个百分点。从限额以上单位商品零售额来看，居家生活必需品以及体育用品消费保持较高增速；一些与出行相关的商品消费在去年较快修复后，增速明显放缓；在疫情直接影响进一步消退后，药品消费增速下降；以旧换新政策带动了部分耐用消费品零售额增速明显提升。在限额以上单位商品零售中，粮油、食品类增长 9.9%，占限额以上单位商品零售总额的 12.3%，较 2019 年提高 1.8 个百分点；服装、鞋帽、针纺织品类、化妆品类、金银珠宝类分别增长 0.3%、-1.1%、-3.1%，较去年分别下降 12.6、6.2、16.4 个百分点；体育、娱乐用品类增长 11.1%，延续了去年以来的较快增长势头；中西药品类增长 3.1%，较上年下降 2.0 个百分点；家用电器和音像器材类增长 12.3%，较上年提高 11.8 个百分点，汽车类零售额四季度月度同比平均增速为 3.6%，较前三季度平均增速加快 6.5 个百分点。同时，在房地产销售略有回暖的情况下，家具类商品零售额同比增长 3.6%，较上年提高 0.8 个百分点，建筑及装潢材料类同比下降 2.0%，降幅较上年收窄 5.8 个百分点。（见图 2）

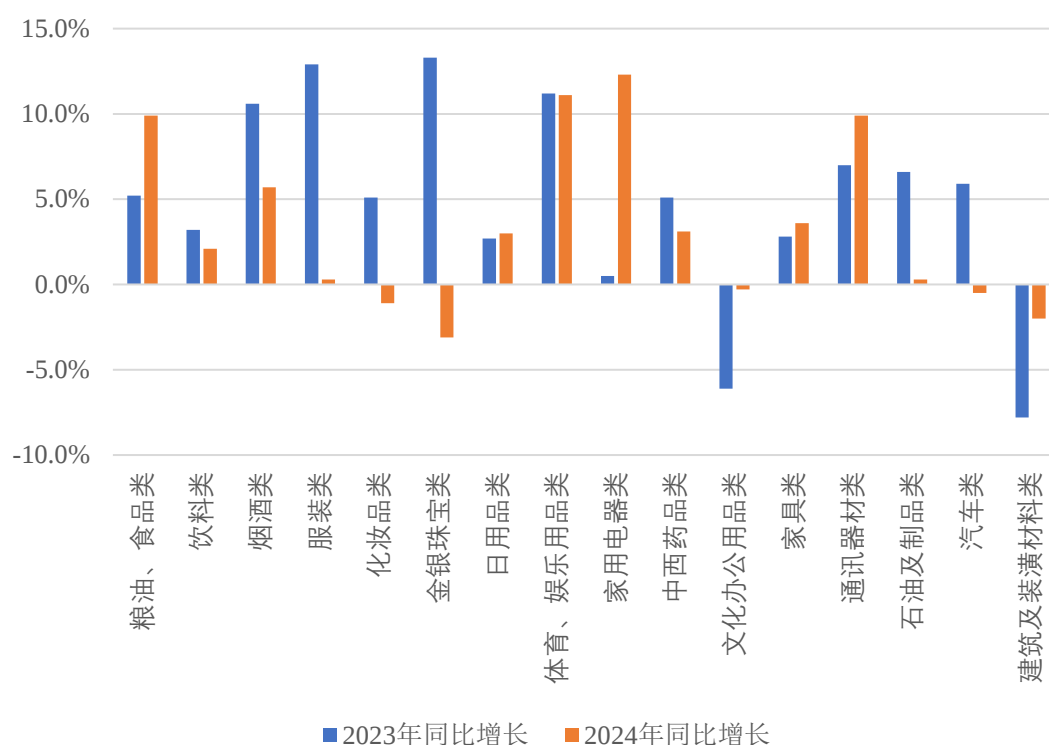


图 2 2023 年与 2024 年限额以上单位大类商品零售额增长情况对比

数据来源：国家统计局，经笔者测算。

二是房地产投资延续较大幅度下降，制造业投资增速加快，在往年基数已经较高的情况下，基建投资增速有所回落，但仍高于全部固定资产投资增速，与制造业投资共同托举了固定资产投资增长。2024 年，我国资本形成总额拉动 GDP 增长 1.3 个百分点，较上年下降 0.1 个百分点；资本形成总额对 GDP 增长的贡献率为 25.2%，较上年下降 0.6 个百分点，较疫情前的 2017~2019 年平均水平低了 11.7 个百分点。从固定资产投资来看，2024 年，我国固定资产投资（不含农户）同比增长 3.2%，增速较上年提高 0.2 个百分点，扣除价格因素影响，实际增长 4.8%，较上年下降 1.6 个百分点。分类别看，在房地产市场供求关系发生重大变化以及预期调整的情况下，虽然房地产交易市场出现一些积极变化，但房地产投资同比仍下降 10.6%，降幅较上年扩大 1.0 个百分点；制造业投资，受大规模设备更新政策推动，同比增长 9.2%，增速较上年提高 2.7 个百分点；基建投资作为拉动投资增长和稳定经济大盘的重要力量，全年同比增长 4.4%，增速虽较上年下降 1.5 个百分点，但仍比全部固定资产投资增速高出 1.2 个百分点，基建投资与制造业投资共同托举了固定资产投资增长。（见图 3）

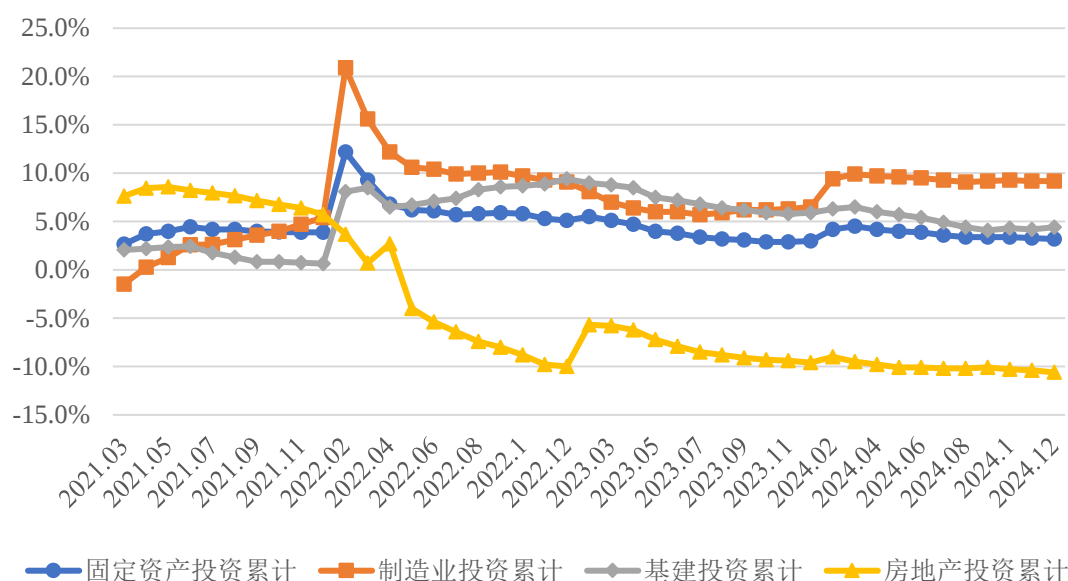


图3 2021年3月至2024年12月固定资产及各主要分项累计投资增长情况

注：2021年各月数据为2020~2021年两年同期复合平均增速。

数据来源：国家统计局，经笔者测算。

三是货物贸易顺差大幅增加，服务贸易逆差增幅收窄，净出口对拉动经济增长发挥了重要作用。2024年，中国实现货物贸易进出口6.16万亿美元，同比增长3.8%，近两年平均增速-0.7%；其中，出口总额3.58万亿美元，同比增长5.9%，近两年平均增速为0.5%，进口总额2.59万亿美元，同比增长1.1%，近两年平均增速-2.3%；货物贸易顺差9922亿美元，较上年增加1689亿美元（见图4）。受上年居民出境旅行已大幅增长以及货物贸易运费逆差已大幅扩大影响，2024年服务贸易逆差增幅较上年明显收窄。根据国家外汇管理局数据，2024年前三季度，我国国际收支口径的服务贸易逆差为1815亿美元，较上年同期增加304亿美元，增幅较上年同期收窄618亿美元。2024年，货物和服务净出口拉动GDP增长1.5个百分点，上年为拖累GDP下降0.6个百分点；货物和服务净出口对GDP增长的贡献率为30.3%，上年为-11.4%。2024年，我国货物贸易增速较快可能有以下原因：一是上年出口降幅较大，在基数较低情况下，出口实现恢复性增长。二是包括家用电器、汽车及其配件在内的机电产品出口实现较快增长，同时塑料制品等出口也保持较快增速。三是在美国对外贸易政策不确定性明显增强的背景下，企业抢出口可能也推动了我国出口增长。

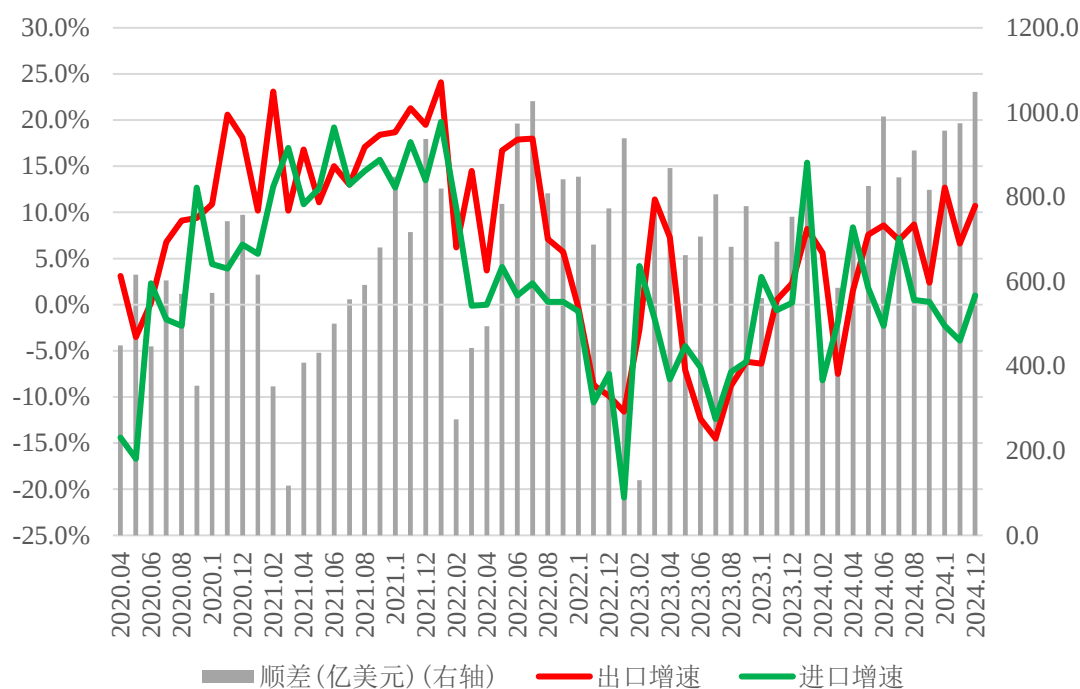


图4 2020年4月至2024年12月我国外贸进出口及顺差情况

注：2021年各月的进、出口增速为2020~2021年两年同期复合平均增速。
数据来源：国家统计局，经笔者测算。

二、2025年中国经济发展可能面临的外部环境及需关注的问题

（一）中国经济发展可能面临的外部环境

特朗普推动的“对等关税”，将进一步打破全球贸易规则，彻底改变全球化带来的关税持续降低的趋势；全球关税提高，对于中国出口可能产生持续冲击，美国推行孤立主义也将加速全球多极化发展。2025年，美国政府可能挥舞关税大棒极限施压，中国经济面临的外部不确定性明显增加，净出口对经济增长的拉动作用可能较上年明显下降。目前来看，降低贸易逆差、推动制造业回流以及解决一些国内矛盾应该是特朗普政府优先解决的问题，而提高关税或以加征关税相要挟则是特朗普政府实现目标的主要手段，这符合特朗普实用主义和现实主义的交易风格。根据海关总署数据，2024年中国对美国的货物贸易顺差为3610.3亿美元，占中国全部货物贸易顺差的36.4%，是中国货物贸易顺差来源最大的国家，如果考虑借道出口美国的商品，顺差额度可能更大。从加征关税的对象来看，特朗普政府可能不仅对来自中国的产品加征关税，目标还可能包括加拿大、墨西哥、

欧盟等国家或地区。未来一段时间，无论中国是否主动增加购买美国商品，中美之间的货物贸易顺差可能都将收窄。2024 年，中国对欧盟的货物贸易顺差为 2471.0 亿美元，较上年增长 12.9%，占中国全部货物贸易顺差的 24.9%。根据世界银行最新的《全球经济展望》报告预测，2025 年欧盟经济有可能实现 1.0% 的增长，较 2025 年提高 0.3 个百分点，这有利于带动欧盟对中国商品的需求。如果特朗普政府对欧盟产品征收关税，从而引发欧盟反制，那么将有利于中国对欧盟的出口，从而部分缓解美国加征关税的影响。综合来看，2025 年净出口对中国经济增长的拉动作用可能较上年下降。同时，美国推行孤立主义也将加速全球多极化发展。

发达国家的货币政策不同步性可能加剧，美元指数有可能继续上行，这将增加我国同时保持内外平衡的压力。2024 年，在通胀逐步下降的背景下，美联储在下半年实施了 3 次降息，累计降息 100 个基点，基本符合市场预期；2025 年 1 月美联储宣布将联邦基金利率维持在 4.25%~4.50% 之间，这是 2024 年 9 月开始连续降息后的首次维持利率不变。欧央行自 2024 年 6 月宣布降息，全年共降息 4 次，使得基准利率共计下降 135 个基点；2025 年 1 月欧央行再次宣布降息 25 个基点。与其他发达国家的通胀走势不同，在日元大幅贬值等因素推动下，日本通胀持续走高，2024 年 12 月日本 CPI 同比增长 3.6%，核心 CPI 同比增长 3.0%。2024 年 3 月，日本央行将政策利率上调 10 个基点，从而结束了持续 17 年的负利率政策，7 月继续将政策利率上调至 0.25%；2025 年 1 月，日本央行宣布继续加息 25 个基点，市场预计日本央行今年可能继续加息两次。2025 年，美国的通胀有可能止跌回升，主要有以下原因：一是不管是迫于特朗普政府的压力，使得其他国家增加对美进口，还是美国最终实施加征关税措施，都会带来通胀压力，只不过前者是通过增加对美产品需求，后者是提高美国输入产品的价格；二是目前美国的劳动参与率已经恢复至较高水平，失业率保持 4% 左右的低位，叠加特朗普政府采取的收紧移民政策并遣返非法移民，将加剧劳动力市场紧张。如果美国通胀在 2025 年止跌回升，那么可能使美联储继续暂停降息步伐；同时，如果美国实施了加征关税的政策，那么保持美元强势，可以部分对冲关税对其国内物价的影响，这应该也是特朗普政府改变反对强势美元态度的原因之一，美元指数有可能继续上行。2014 年 9 月以来，美国 10 年期国债收益率持续回升，目前中

美 10 年期国债收益率负利差已达 290 个基点左右；如果美联储今年较长时间内暂停降息，那么中美之间的负利差有可能维持甚至进一步扩大，这对人民币汇率稳定以及中国保持内外平衡将带来一定压力。

（二）2025 年中国经济回升向好的态势不会改变

2024 年，是中国经济遭受疫情冲击后恢复发展的第二年，在上年居民消费和服务业已实现较大程度修复的情况下，消费和服务业增速放缓，叠加房地产市场供求关系发生重大变化带来的房地产投资下行压力，国内有效需求不足问题显现，二、三季度一些经济指标下滑。面对出现的一些新情况和新问题，党中央、国务院科学决策、果断出手，在有效落实存量政策的同时，打出增量政策“组合拳”，市场预期得到有效提振，四季度主要经济指标明显回升，顺利实现了全年经济社会发展主要目标任务。2025 年，我国将实施更加积极有为的宏观政策，财政政策将更加积极，货币政策将适度宽松，政策合力将得到有效增强；同时，我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜力大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变，对此应充满信心。但也应认识到我国经济发展也存在一些有待克服的困难和挑战，需要在克服困难和挑战中争取更好成绩。

2025 年，我国经济发展存在的有利条件至少包括以下方面：一是**“两新”政策加力扩围、“两重”项目加大力度将有效拉动内需增长**。推动大规模设备更新和消费品以旧换新，对于稳定 2024 年经济增长发挥了积极作用。2025 年，我国将大幅增加超长期特别国债资金规模，加力扩围实施“两新”工作；将设备更新支持范围扩大至电子信息、安全生产、设施农业等领域，实施手机等数码产品购新补贴；同时提升补贴标准，进一步简化审批流程。“两新”政策加力扩围将有效提升我国设备工器具购置投资，带动投资总体较快增长；从消费品以旧换新政策效果看，去年家电、汽车等销售的较快增长主要出现在 9 月以后，前 8 个月较低的基数，有利于放大今年政策实施的效果。对于“两重”建设，我国将增发超长期国债，加大支持力度。2025 年，对于一些重点工程将加大建设力度，更好统筹“硬建设”和“软投资”，并加快工作进度推动尽快形成实物工作量。随着“两新”、“两重”政策持续发力、更加给力，将有效激发我国内需潜力。

二是化债**“组合拳”发力，为地方政府发展减负担、增动能，更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策将有效增强经济回升向好动能**。2024 年四季度，

我国推出共计 12 万亿元的地方化债“组合拳”，将 2028 年前地方年均需消化的隐性债务额度由 2.86 万亿减为 4600 亿元，同时，每年平均可为地方节约利息支出约 1200 亿元。这有利于地方将原本用于化债的资源腾挪出来，用于促进发展和改善民生，也有利于地方将原本受制于化债压力的政策空间腾出来，更大力度支持投资和消费、科技创新等。2025 年，我国将积极利用可提升的赤字空间，扩大专项债发行规模，拓展投向领域，提高用作资本金比例。货币政策方面，我国将实施适度宽松的货币政策，根据国内外经济形势和金融市场运行情况，择机降准降息，从而保持流动性充裕、金融总量稳定增长，也可发挥稳定资产价格的作用。更加积极的财政政策与适度宽松的货币政策协同配合，将有效增强经济回升向好动能。

三是科技创新引领新质生产力发展，标志性改革举措落地见效，有利于稳预期、强信心、促发展。科技创新是引领新质生产力发展的关键。当前，全球科技革命和产业变革正迅猛推进。我国在人工智能领域取得重大突破，低空产业正加快布局，还有一批新的产业正在孕育和成长。例如：DeepSeek 的创新表明中国有着较强的科技创新实力，而且正在改变美国靠 AI 领先形成“赢家通吃”的格局，AI 走向应用端，这会加速中国 AI 科技的应用发展。这些技术突破和产业变革可以优化供给结构，并可能带来新的消费和投资需求大幅增长，从而促进供需在更高水平上实现动态平衡。今年，我国将推动一批标志性改革举措落地见效，这有利于增强市场主体信心，激发市场活力。例如：全国统一大市场将加快建设，要素市场化配置综合改革试点将加快启动实施，一些断头路、跨省航道主要瓶颈将加快打通；同时，我国将加快促进民营经济发展，从法治建设、政策举措、工作机制等方面更好维护民营经济合法权益、拓展民营经济发展空间、激发民营经济发展活力。

2025 年，我国经济发展需要克服的困难和挑战可能包括以下方面：一是经过疫后两年修复，居民消费率向上修复的动能锐减，居民消费率稳定在低于疫情前的水平。新冠疫情暴发后，我国居民收入增长的波动性加大，这促使居民增加预防性储蓄，降低消费率。2023 年初以来，我国居民收入增长的稳定性逐步加强，居民消费率回升。2023 年，我国居民消费率（消费支出/可支配收入）为 68.3%，较受疫情影响的 2020~2022 年平均水平提高 1.3 个百分点，但较 2017~2019 年低

了 2.0 个百分点；2024 年，我国居民消费率仍停留在 68.3%的水平，与疫情前相比仍有较大差距（见图 5）。居民消费率停留在低于疫情前水平，可能是受到疫情冲击的“疤痕效应”以及居民所持房产和金融资产增值放缓的影响。从消费结构来看，居民满足基本生活需求的消费占比保持在高于疫情前水平。2024 年，我国居民恩格尔系数为 29.8%，与上年持平，较 2019 年高出 1.6 个百分点。较高的恩格尔系数以及较低的居民消费率，不仅会制约总体消费扩大，也会限制居民广义人力资本增长，从而可能在中长期影响经济增长。

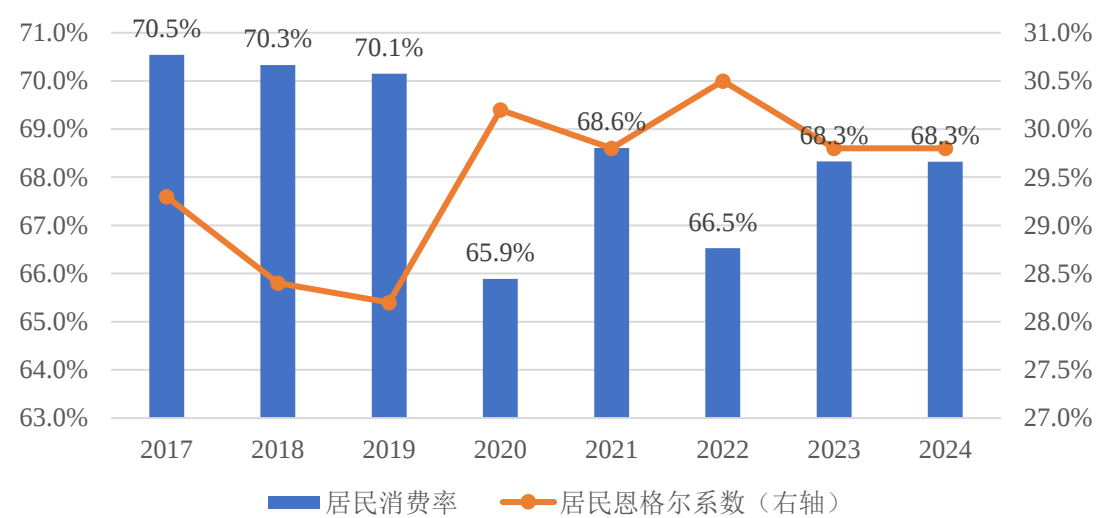


图 5 2017 年至 2024 年我国居民消费率和恩格尔系数变动情况

数据来源：国家统计局，经笔者测算。

二是服务行业增速放缓是经济增长承压的主要原因，但如何提高服务行业供给水平和质量仍面临一些问题。在经历了上年服务业较快修复之后，2024 年我国服务业增速明显放缓，全年服务业增加值同比增长 5.0%，较 2019 年下降 2.6 个百分点；而包括工业和建筑业的第二产业增加值同比增长 5.3%，较 2019 年提高 0.7 个百分点，以农林牧渔为主的第一产业增加值增速（3.5%）也高于 2019 年（3.1%）。因此，服务业增速放缓是 2024 年经济增速（5.0%）大幅低于 2019 年（6.1%）的主要原因。在高校毕业生就业去向主要集中在服务业的情况下，服务业增长放缓在青年人高失业率中也有所反映。从目前已推出的一些政策来看，“两新”政策和“两重”项目可能将更多扩大制造业产品需求，对服务需求的拉动可能有限。因此，如何提高居民收入，如何促进服务消费增长和服务行业供给水平和质量，仍是有待解决的问题。

三是物价仍面临一定下行压力，影响工业企业利润和预期改善。2024 年，我国 PPI 同比下降 2.2%，规模以上工业企业营业利润同比下降 3.0%；实际上，PPI 涨幅与工业企业利润增速间存在密切关系。2025 年，受国内基建增速可能提高影响，以国内定价为主的黑色金属和一些建筑材料价格有望回升，但全球货物贸易增幅和我国出口可能受到美国加征关税的不利影响，同时一些地区的军事冲突力度可能减弱，国际能源价格可能震荡下行。与历史水平相比，目前我国 PPI 仍处在高位，未来有进一步走低的可能。如果以 2020 年 1 月 PPI 指数为 100，2025 年 1 月我国 PPI 定基指数为 103.4，这与 2020 年 1 月 PPI 定基指数较 2011 年 1 月下降形成鲜明对比。分项来看，采掘业 PPI 定基指数较 2020 年 1 月高出 27.4 个百分点，原材料 PPI 高出 12.7 个百分点，而加工业 PPI 低了 0.8 个百分点（见图 6）。随着我国货物出口增速可能下降叠加房地产市场投资景气度仍然不高，未来一段时间，我国 PPI 环比仍可能呈现一段时间负增长。从翘尾因素看，2025 年，我国 PPI 翘尾因素仍将下拉同比增速 1.1 个百分点，较 2024 年扩大 0.1 个百分点。因此，2025 年我国 PPI 同比仍将面临一定下行压力。消费物价方面，2024 年我国 CPI 同比上涨 0.2%，涨幅与上年持平。2025 年，虽然猪肉等农产品价格仍有一定上行动能，但国内制造业产品供应充足叠加服务消费价格上行动力不足，我国 CPI 环比涨幅可能非常有限，全年同比可能保持近零增长。

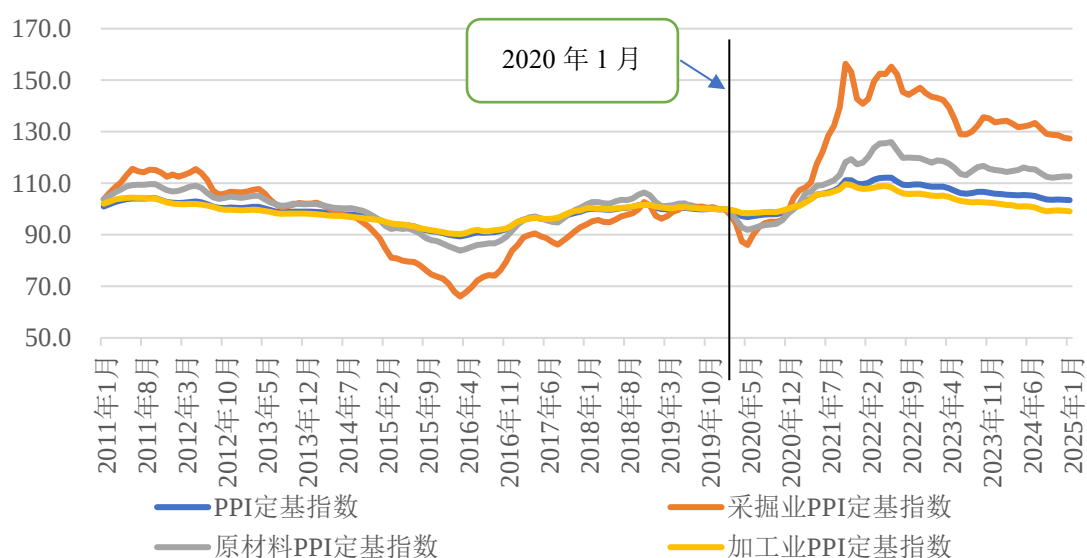


图 6 2011 年 1 月至 2025 年 1 月我国 PPI 及主要分项定基指数变动情况

注：2020 年 1 月=100

数据来源：国家统计局，经笔者测算。

三、2025 年中国经济运行可能的基本态势和简短政策探讨

（一）2025 年中国经济运行可能的基本态势

2025 年，中国制造业投资增速可能较上年小幅下降，基建投资增速可能加快，房地产投资降幅可能小幅收窄，从而带动固定资产投资增速较上年有所回升。在更加积极的财政政策以及化债“组合拳”为地方政府发展减负担、增动能的情况下，2025 年基建投资增速可能会有所加快。制造业投资，一方面将继续受到“两新”政策的带动，另一方面也会受到出口增速下降和上年基数已经较高的影响，全年增速可能小幅下降。目前，房地产市场交易出现一些积极迹象，但在长周期下行背景下，市场交易向投资端传导可能还需要一段时间。在经历了三年较大幅度下降后，2025 年房地产投资降幅可能较上年小幅收窄。综合来看，2025 年中国固定资产投资增速可能有所回升，从而支撑经济增长。

受国际贸易保护主义愈演愈烈影响，中国货物出口额可能较上年下降，而服务贸易逆差可能保持基本稳定，净出口对经济增长拉动作用趋于下降。2024 年，在全球货物贸易量恢复较快增长的情况下，我国以美元计价的货物出口增速由负转正，外贸出口占全球份额也有所提升。2025 年，全球贸易增长可能受到美国普遍加征关税的影响，叠加上年高基数，我国货物贸易出口额可能较上年下降。服务贸易方面，在经历了 2023 年服务贸易逆差大幅增加后，2024 年服务贸易逆差扩大程度明显下降，2025 年服务贸易逆差进一步扩大的空间已非常有限。综合货物贸易和服务贸易可能的变化态势，2025 年我国净出口对经济增长的拉动作用将趋于下降。

综合投资、净出口增速变化以及消费可能缓慢提升，我们预计 2025 年中国 GDP 增速可能在 4.9% 左右。在经历前两年经济结构向疫情前修复带来的增长动能趋弱后，2025 年有效提升内需，主动进行经济结构调整是推动经济发展的重要着力点。考虑到 2024 年各季度基数变动情况，我们适当调整了 2025 年各季度 GDP 环比增速的预测值。按照我们的推算，2025 年中国 GDP 可能实现 4.9% 左右的增长，第一、二、三、四季度的 GDP 同比增速可能约为 5.0%、5.2%、4.9%、4.5%（见图 7）。如果全年经济可以实现 4.9% 左右的增长，那么将显著高于今年 1 月世界银行预测的 4.5% 和国际货币基金组织（IMF）预测的 4.6% 的增速水平。

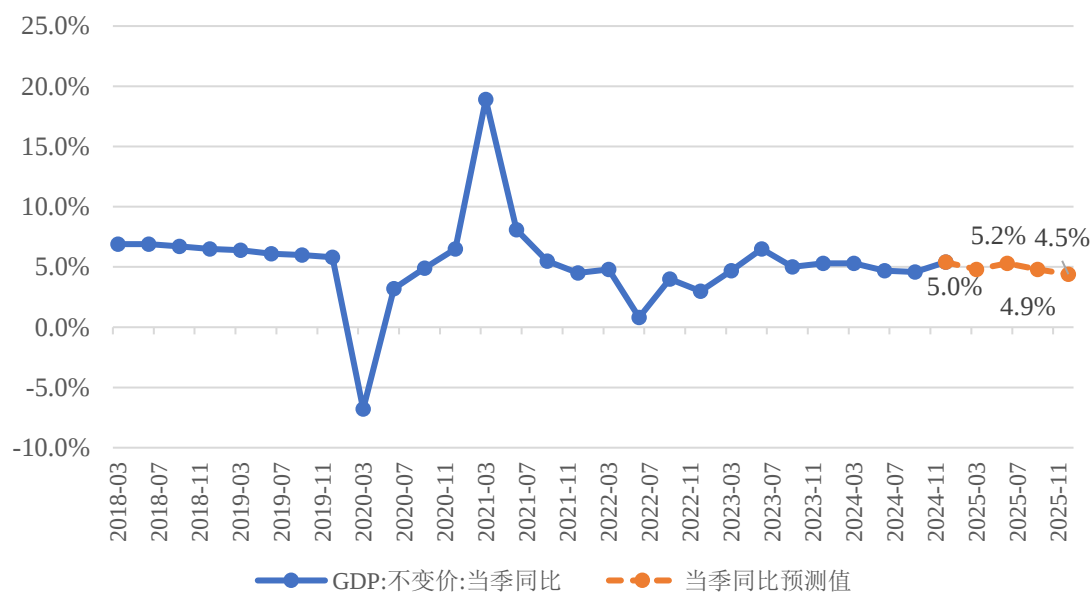


图 7 2018 年以来中国 GDP 各季度同比增速及 2025 年各季度预测值

物价走势方面，预计 2025 年 CPI 同比将呈现 2 月份走低后逐步上升、三季度下降后再回升的态势，全年涨幅可能与上年大体相当；PPI 同比跌幅则可能在 2% 左右。2025 年，从食品和能源价格走势来看，猪肉价格上年虽较快上涨，但价格仍处在相对低位，包括猪肉在内的一些食品价格有一定上涨空间；如果不出现大的供给冲击，能源价格预计将在波动中缓慢下行。从影响核心 CPI 的因素来看，出行类服务价格上升的空间较小，同时，国内耐用及非耐用消费品供应充足。综合以上情况并考虑上年 CPI 变动的翘尾因素，2025 年全年 CPI 涨幅可能与上年大体相当，月度同比呈现 2 月份走低后逐步上升、三季度下降后再回升的态势。受部分国家关税政策影响，中国进口的一些国际大宗商品价格可能稳中有降，叠加国内制造业产能充足，我国 PPI 环比可能仍会小幅下降，考虑上年翘尾因素，PPI 同比可能继续延续一段时间负增长，全年跌幅可能在 2% 左右。

（二）加大宏观调控力度、保持总需求基本稳定，为结构性改革创造良好条件

2025 年是“十四五”规划的收官之年。中央经济工作会议要求，坚持稳中求进、以进促稳，守正创新、先立后破，系统集成、协同配合，充实完善政策工具箱，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性；要实施更加积极的财政政策，适度宽松的货币政策，打好政策“组合拳”。对于第三产业增速较疫情前明显放缓

的情况，应按国务院常务会议部署，促进服务消费提质惠民，强化消费品牌引领，支持新型消费加快发展。从目前形势看，国际贸易保护主义有愈演愈烈之势，全球贸易和经济增长面临较大不确定性。在外部发展环境不确定性明显增加的情况下，内需不足问题可能更加突显。实施更加积极有为的宏观政策，着力提升居民收入在国民收入分配中的占比，增加内需特别是最终消费需求，将有利于加快构建新发展格局、把握未来发展主动权。为此，应根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息，充分发挥货币政策在稳定资产价格方面的重要作用；而稳定经济基本面则需财政政策发力；同时，应抓紧时间推进结构性改革。应该说，推动收入分配结构改革才是解决我国有效需求不足、畅通国民经济循环的关键。当前，我国收入分配结构存在的问题主要集中在以下方面：一是在初次分配中，劳动报酬和居民收入占比偏低，造成最终消费率在全球处于非常低的水平；二是在劳动报酬和居民收入占比偏低的情况下，我国以企业为主体以间接税为主导的税制结构存在一定的累退性（即税率随居民收入水平的提升而下降），难以发挥税收对居民收入分配差异的调节作用，这也制约了最终消费率提升。因此，加大宏观调控力度，保持总需求基本稳定，在此基础上，加快推进结构性改革，才是长期解决我国有效需求不足的关键。

版权公告：【NIFD 季报】为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。