



高质量发展，经济“稳中求进”

——蔡含篇

点评报告

A0012-202501020

	2025 年 9 月值	北大国民 经济研究 中心预测 值	Wind 市 场预测 均值	上期	上年同 期值
经济增长					
GDP 当季 同比 (%)	4.8	5.0	4.76	5.2	4.6
工业增加值 同比 (%)	6.5	5.4	5.23	5.2	5.4
固定资产 投资累计 同比 (%)	-0.5	-0.3	0.03	0.5	3.4
社会消费 品零售额 同比 (%)	3.0	3.0	3.11	3.4	3.2
出口同比 (%)	8.3	4.7	5.65	4.4	2.3
进口同比 (%)	7.4	0.8	1.37	1.3	0.1
贸易差额 (亿美元)	904.5	942.4	953.85	1023.3	817.6
通货膨胀					
CPI 同比 (%)	-0.3	-0.1	-0.14	-0.4	0.4
PPI 同比 (%)	-2.3	-2.1	-2.14	-2.9	-2.8
货币信贷					
新增人民 币贷款 (亿元)	12900	8000	13900	5900	15900
M2 同比 (%)	8.4	8.7	8.51	8.8	6.8

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

- 提“质”稳“量”，GDP 增速阶段性回调
- 工业产出反弹加速，高技术制造业贡献提升
- “国补”政策微调，消费增速震荡走弱
- 政策调整，投资增速超预期下降
- 拉美、非洲发力，外贸增速小幅上行
- “反内卷”叠加基数效应，价格增速小幅上涨
- M1 增速持续加快，流动性持续改善
- 展望未来：政策调整，“稳中求进”推动高质量发展

内容提要

2025 年前三季度，GDP 同比增长 5.2%，较 2024 年同期上涨 0.4 个百分点。大国博弈，关税制裁与反制裁频发，外部环境进一步复杂多变，外部压力进一步加大，但前三季度国内经济整体运行平稳，经济结构调整继续，“稳中求进”的总体基调不变，风险与机遇并存，高质量发展推动高技术产业快速增长。

GDP 部分：2025 年第三季度，国内生产总值为 354550 亿元，同比增长 4.8%，较第二季度下降 0.4 个百分点，较 2024 年同期上涨 0.2 个百分点。受“依法依规治理企业低价无序竞争”影响，投资需求、工业生产均全面回调，2025 年三季度 GDP 增速小幅回调，但高技术产业逆势上涨，叠加低基数效应，三季度 GDP 增速小幅下降，经济高质量发展。

供给端

工业增加值方面：2025 年 9 月，中国规模以上工业增加值同比实际增长 6.5%，较 8 月上升 1.3 个百分点，累计增长 6.2%，持平于 8 月。这一增速高于市场预期，创三个月新高，主要受制造业订单改善和政策传导效应推动，但较上半年平均水平仍显波动。制造业和高技术产业表现突出，凸显中国工业向高质量转型的韧性。然而，全球需求不确定性和房地产投资持续低迷对增长构成制约。

需求端

消费方面：2025 年 9 月，社会消费品零售总额同比增长 3.0%，较前月下降 0.4 个百分点；前三季度，同比增长 4.5%，较上半年下降 0.5 个百分点，“国补”政策微调，促消费政



策效应未完全释放，叠加收入增速依然低位前行，收入、就业预期并未明显改变，整体消费额增速仍底部徘徊。

投资方面：2025 年 1-9 月，全国固定资产投资同比增长-0.5%，较 1-8 月下降 1.0 个百分点，政策调整，投资增速阶段性回调。7 月高层多次在重要会议上强调“治理企业无序竞争”，释放“反内卷”信号明显，政策初期企业多惜金观望情绪，抑制企业扩大产能投资的积极性。

出口方面：2025 年 9 月，出口总额 3285.7 亿美元，同比增长 8.3%，较前月上涨 3.9 个百分点，本月出口结构变化继续，全部出口额增速继续震荡。国别方面，中国对非美国国家出口额增速继续震荡上涨，尤其是对共建“一带一路”国家、非洲、拉丁美洲出口额增速本月大幅上涨；具体出口商品方面，传统低附加值商品出口加速下降，技术含量较高商品的出口则继续增长，尤其是对集成电路、集成电路出口额继续高速增长。

进口方面：2025 年 9 月，进口总额 2381.2 亿美元，同比增长 7.4%，较前月上涨 6.1 个百分点，国别结构变化，进口额增速窄幅震荡上行。2025 年以来，中国与欧盟、日本贸易往来增加，较 2024 年同期，自欧盟、日本进口额增速上行明显。另外，本月自非洲、拉丁美洲进口额增速上涨明显，叠加“一带一路”继续发力，本月进口额增速上行明显。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，使得进口额整体依然相对低速增长。

价格

CPI：2025 年 9 月，CPI 同比增长-0.3%，较前月上涨 0.1 个百分点；环比增长 0.1%，较前月上涨 0.1 个百分点，工业消费品价格增速上涨是推动 CPI 增速 0.1 个百分点上涨的主要因素。供给充足，CPI 增速维持低位运行，尤其食品价格下降明显，是当前导致 CPI 同比负增长的主要因素。“反内卷”效应逐渐显现，部分消费工业品供给过剩问题或有缓解，工业消费品价格增速继续小幅上行，推动非食品价格增速继续上涨。

PPI：2025 年 9 月，PPI 同比下降 2.3%，降幅较前月收窄 0.6 个百分点；环比增长 0.0%，与前月持平。外部环境的不确定性、“反内卷”优化国内市场竞争秩序叠加低基数效应，PPI 降幅继续收窄。

货币金融

社会融资：2025 年 9 月中国新增社会融资规模为 35296 亿元，较 2024 年 9 月的 37635 亿元同比减少 2339 亿元，降幅 6.2%。这一增量虽高于 8 月的 25693 亿元，但同比少增反映



出季末冲量效应有限，融资需求整体偏弱。尽管政府债券发行持续高位提供支撑，但信贷需求疲软和企业债券融资负增长加剧，凸显信用扩张放缓的特点，外部不确定性进一步施压。

人民币贷款：2025 年 9 月中国金融机构新增人民币贷款为 12900 亿元，较 2024 年 9 月同比减少 3000 亿元，降幅 18.9%。这一变化主要受季末冲量效应推动，信贷投放加速，但居民贷款疲软和中长期贷款放缓导致同比少增，信用扩张力度不及预期。

M2：2025 年 9 月末，狭义货币（M1）同比增长 7.2%，较 8 月上升 1.2 个百分点，凸显企业活期存款加速增长，经济活跃度提升加快；广义货币（M2）同比增长 8.4%，较上月下降 0.4 个百分点，显示货币供应扩张放缓但仍稳健。M2 与 M1 同比增速差进一步收窄至 1.2%，较 8 月下降 1.6 个百分点，表明企业资金流动性改善加剧，但投资意愿仍需政策激活。社会融资规模存量同比增速为 8.7%，较 M2 增速高 0.3 个百分点，反映社融对实体经济的支持力度略强于 M2，但经济内生动能恢复的结构性挑战依然存在。



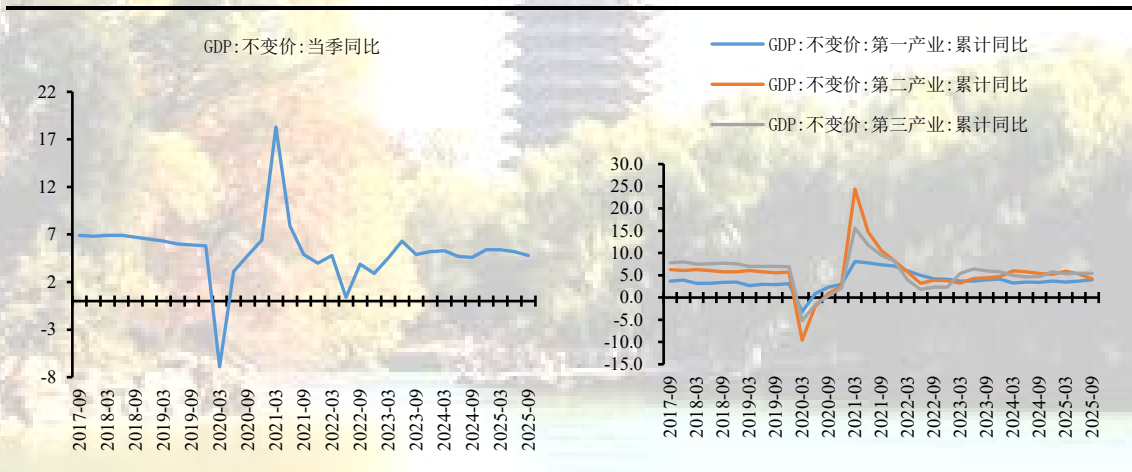
正文

GDP：提“质”稳“量”，GDP 增速阶段性回调

2025 年第三季度，国内生产总值为 354550 亿元，同比增长 4.8%，较第二季度下降 0.4 个百分点，较 2024 年同期上涨 0.2 个百分点。其中，第一产业增加值 26889 亿元，同比增长 4.0%；第二产业增加值 124970 亿元，增长 4.2%；第三产业增加值 202641 亿元，增长 5.4%。

主要影响因素方面，第一，政策方向调整，提“质”稳“量”，推动高质量发展，“依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出”，投资需求、工业生产均全面回调，但高技术产业依然逆势上涨。1-9 月，高技术产业工业增加值同比增长 9.6%，较上半年上涨 0.1 个百分点。第二，低基数效应，2024 年第三季度 GDP 同比增长 4.6%，是 2024 年最低值，对本季度形成明显的低基数效应。

总体而言，受“依法依规治理企业低价无序竞争”影响，投资需求、工业生产均全面回调，2025 年三季度 GDP 增速小幅回调，但高技术产业逆势上涨，叠加低基数效应，三季度 GDP 增速小幅下降，经济高质量发展。



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

工业增加值部分：工业产出反弹加速，高技术制造业贡献提升

2025 年 9 月，中国规模以上工业增加值同比实际增长 6.5%，较 8 月上升 1.3 个百分点，累计增长 6.2%，持平于 8 月。这一增速高于市场预期，创三个月新高，主要受制造业订单改善和政策传导效应推动，但较上半年平均水平仍显波动。制造业和高技术产业表现突出，



凸显中国工业向高质量转型的韧性。然而，全球需求不确定性和房地产投资持续低迷对增长构成制约。

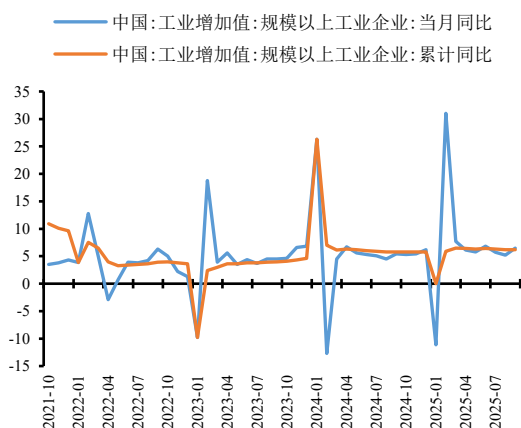


图3 工业增加值当月及累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

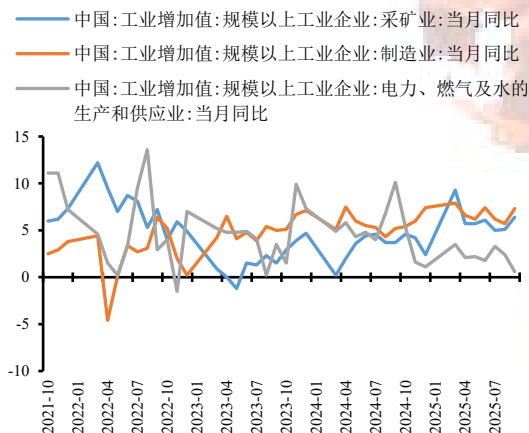


图4 中国三大门类工业增加值累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

分行业：制造业加速，电力增长低迷

2025年9月采矿业增加值同比增长6.4%，高于整体增速。尽管国际大宗商品价格波动及基建需求支撑煤炭产量，但较8月5.1%上升，反映内需回暖敏感度提升，与下游制造业协同复苏更明显。全球供应链调整仍施压中小型企业。

2025年9月制造业增加值同比增长7.3%，高于整体增速，较8月5.7%上升1.6个百分点。制造业PMI升至49.8%，较上月上升0.4个百分点，景气面扩大但仍低于50，新订单指数改善推动生产活跃度上升。新能源汽车补贴和家电以旧换新政策提振消费，但高温余波和高基数效应加剧后续压力。

2025年9月电力、燃气及水生产和供应业增加值同比增长0.6%，低于整体增速，较8月3.8%大幅回落。高温天气推升用电需求减弱，洪水影响供电稳定性缓解，但原材料价格波动对成本的压力较8月加剧。超长期特别国债支持绿色能源项目注入动力，但整体增长低迷。

分经济类型：股份制活力强劲，外商增速放缓

2025年9月国有及国有控股企业增加值同比增长6.5%，持平于整体增速。国企基建优势结合专项债发行稳健，但较8月5.3%上升，市场化释放不足更显，天气拖累上下游业务缓解。

2025年9月股份制企业增加值同比增长6.8%，高于整体增速，较8月6.4%上升0.4个百分点。其制造业响应能力强，央行降准流动性释放更有效，但原材料波动挑战较8月减



弱。

2025 年 9 月外商及港澳台投资企业增加值同比增长 5.8%，低于整体增速，较 8 月 2.6% 上升 3.2 个百分点。9 月出口增长加速于 8 月，美元走强和地缘紧张抑制需求缓解，但全球融资成本上升仍施压。

2025 年 9 月私营企业增加值同比增长 4.6%，低于整体增速，较 8 月 4.9% 下降 0.3 个百分点。消费导向领域灵活性强，促消费政策支撑，但出口赶单效应较 8 月增强，成本压力加重。

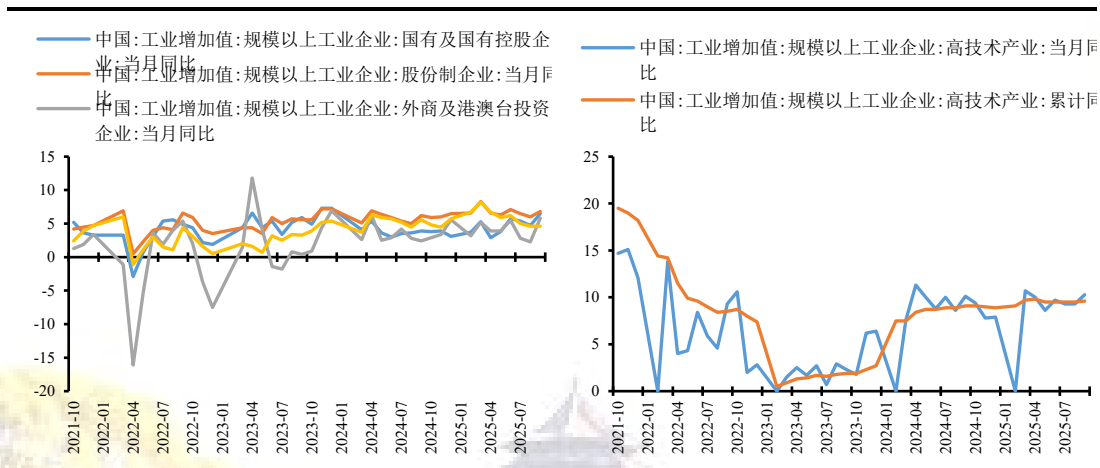


图 5 各类企业工业增加值当月同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

图 6 高技术产业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

此外，高技术制造业增加值同比增长 10.3%，较 8 月 9.3% 上升 1 个百分点，贡献率升至整体的 28%，显著高于总体增速，展现创新动能更强。新能源汽车和高端装备突出，央行再贷款降低成本，财政研发投入助力升级。然而，全球融资成本上升削弱出口更甚于 8 月，极端天气对成本管理要求更高。

消费部分：“国补”政策微调，消费增速震荡走弱

2025 年 9 月，社会消费品零售总额同比增长 3.0%，较前月下降 0.4 个百分点；前三季度，同比增长 4.5%，较上半年下降 0.5 个百分点，“国补”政策微调，促消费政策效应未完全释放，叠加收入增速依然低位前行，收入、就业预期并未明显改变，整体消费额增速仍底部徘徊。

从具体消费产品类型来看，下半年国补政策微调，部分地区第二批国补尚未启动，导致前期受“两新”政策推动的消费额增速出现回调。1-9 月，家用电器和音像器材类、文化办公用品类、通讯器材类等消费额分别上涨 25.3、19.9、20.5，分别较上半年下降 5.4、5.5、3.6



个百分点。与之相对，未纳入政策推动范围内的服装鞋帽针纺织品类、化妆品类、日用品等消费额增速波动幅度较小，且部分消费品消费额增速不降反升。与上半年相比，1-9月服装鞋帽针纺织品类、化妆品类、日用品类消费额增速分别上涨0.0、1.0、0.1个百分点。

与8月相比，9月社会消费品零售总额同比增速下降0.4个百分点，这也主要受“国补”政策效应未完全释放叠加去年同期高基数效应导致。2024年9月，受促消费政策推动，家用电器和音像器材类、文化办公用品类消费额增速大幅上涨，对本月形成高基数效应，叠加本月“国补”政策效应并未完全释放，导致消费额增速分别下降11.0、8.0个百分点。

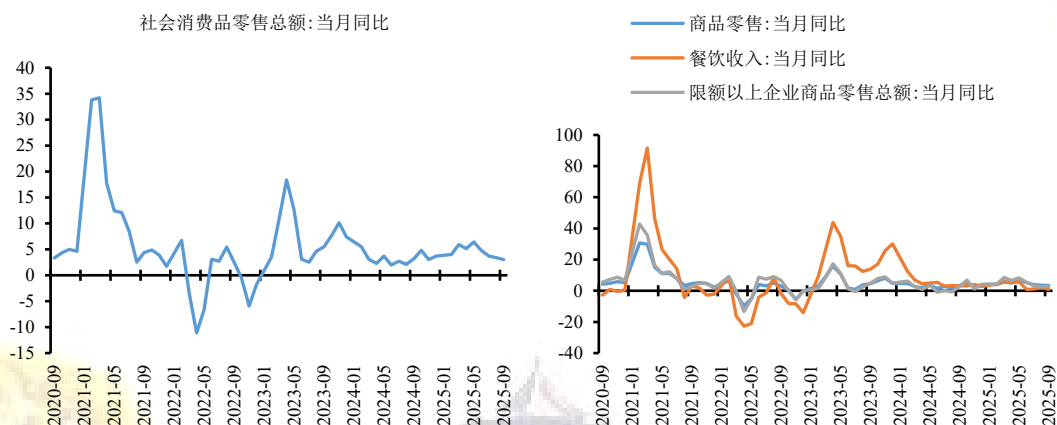


图7 社会消费品零售总额当月同比增速(%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

图8 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

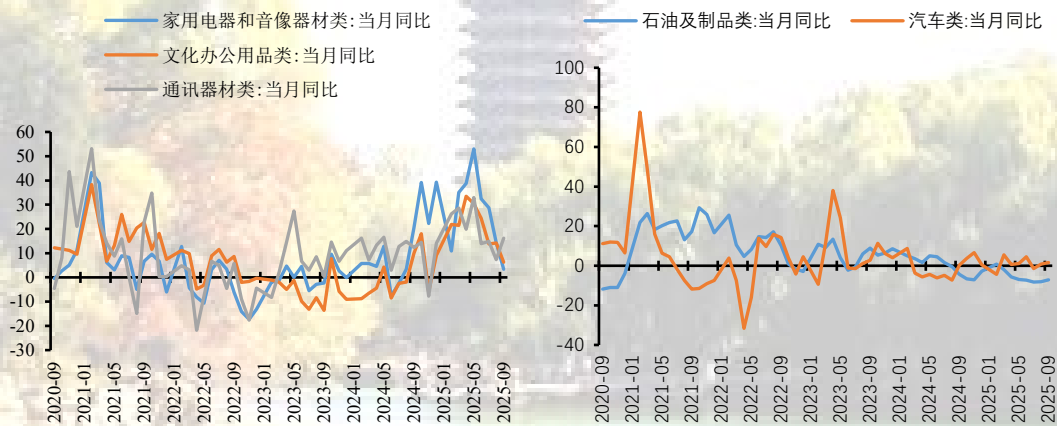


图9 各类零售额当月同比增速(%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

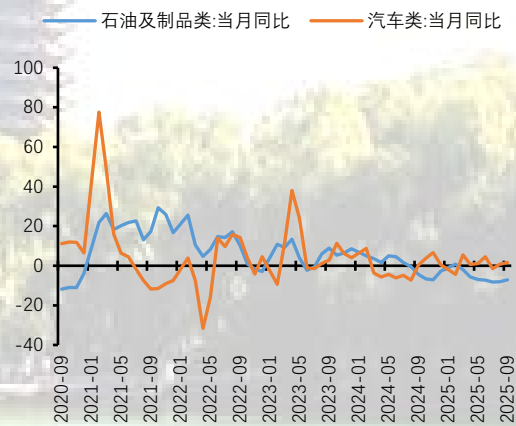


图10 各类零售额当月同比增速(%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

与历史数据相比，当前消费额增速依然位于底部，影响消费上涨的根本因素依然是稳定的收入、就业预期。2025年前三季度，全国居民人均可支配收入同比增长5.1%，较上半年下降0.2个百分点，较一季度下降0.4个百分点，低于2019年同期3.7个百分点，依然位于历史低位。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。



投资部分：政策调整，投资增速超预期下降

2025 年 1-9 月，全国固定资产投资同比增长-0.5%，较 1-8 月下降 1.0 个百分点，投资增速继续下行。其中，第一、二、三产业投资增速分别较 1-8 月下降 0.9、1.3、0.9 个百分点；基建投资增速较 1-8 月下降 0.9 个百分点，房地产投资增速则较 1-8 月下降 1.0 个百分点。

政策调整叠加房地产产能去化继续，投资增速超预期下滑。5 月 20 日在发改委新闻发布会上，发改委发言人李超应新华社记者提问，就整治“内卷式”竞争的相关问题做了详细的阐述。早在 3 月《2025 年政府工作报告》中指出“加快建立健全基础制度规则，……，综合整治‘内卷式’竞争”。6 月 29 日，人民日报头版发文《在破除“内卷式”竞争中实现高质量发展》，进一步将“反内卷”引发了各界的关注，也释放了政策调整的信号，阶段性抑制投资。受预期及政策方向调整的影响，1-9 月固定资产投资增速较 1-8 月全面下滑。另外，房地产产能去化继续，房地产投资降幅进一步扩大，进一步拉低全部投资增速。

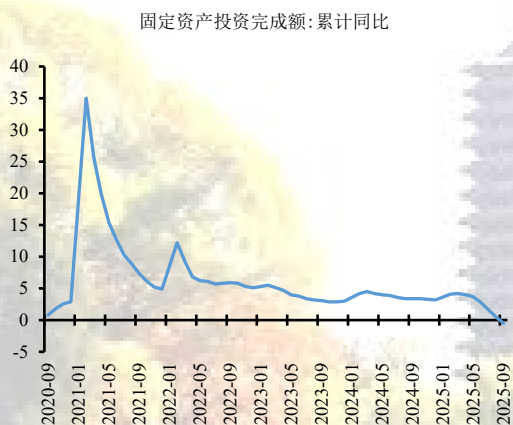


图 11 固定资产投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

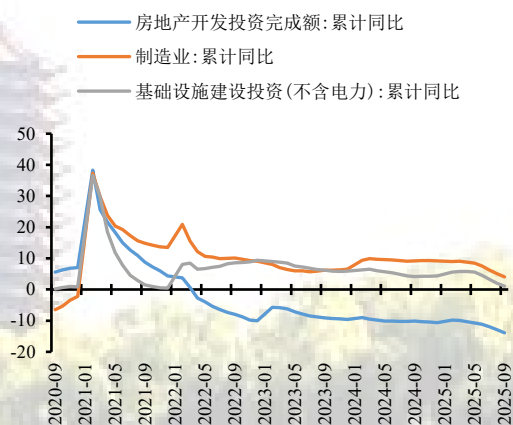


图 12 固定资产投资分行业累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

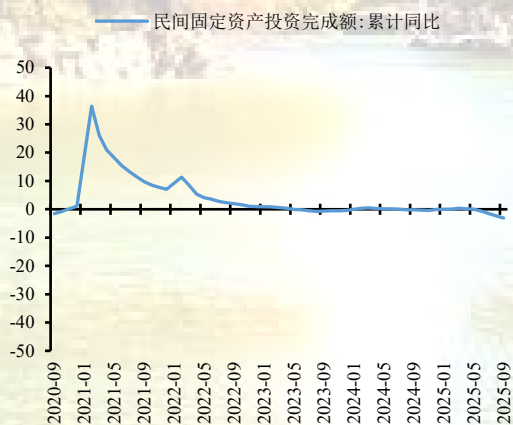


图 13 民间投资累计同比增速 (%)

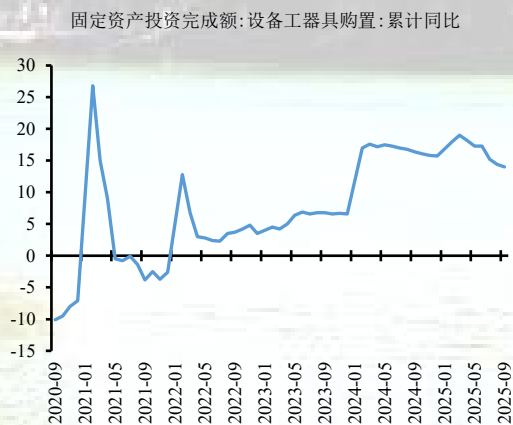


图 14 设备工器具购置累计同比增速 (%)



进出口部分：拉美、非洲发力，外贸增速小幅上行

2025 年 9 月，按美元计价，中国进出口总额 5666.8 亿美元，同比增长 7.9%。其中，出口总额 3285.7 亿美元，同比增长 8.3%；进口总额 2381.2 亿美元，同比增长 7.4%；贸易顺差 904.5 亿美元。外贸国别、商品结构变化，“一带一路”效应逐渐显现，进、出口额增速震荡前行。

出口方面，2025 年 9 月，出口总额 3285.7 亿美元，同比增长 8.3%，较前月上涨 3.9 个百分点，本月出口结构变化继续，全部出口额增速继续震荡。国别方面，中国对非美国国家出口额增速继续震荡上涨，尤其是对共建“一带一路”国家、非洲、拉丁美洲出口额增速本月大幅上涨；具体出口商品方面，传统低附加值商品出口加速下降，技术含量较高商品的出口则继续增长，尤其是对集成电路、集成电路出口额继续高速增长。

进口方面，2025 年 9 月，进口总额 2381.2 亿美元，同比增长 7.4%，较前月上涨 6.1 个百分点，国别结构变化，进口额增速窄幅震荡上行。2025 年以来，中国与欧盟、日本贸易往来增加，较 2024 年同期，自欧盟、日本进口额增速上行明显。另外，本月自非洲、拉丁美洲进口额增速上涨明显，叠加“一带一路”继续发力，本月进口额增速上行明显。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，使得进口额整体依然相对低速增长。

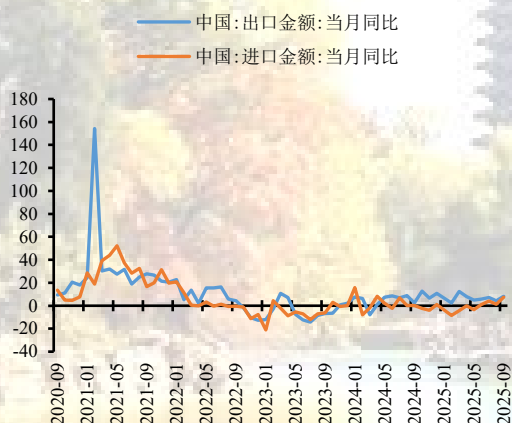


图 15 进出口额增速：当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

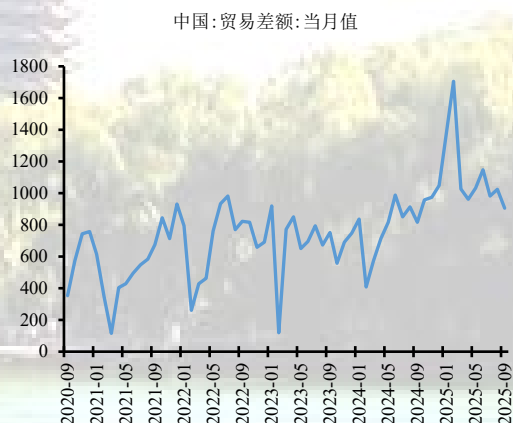


图 16 中国贸易差额：当月值（亿美元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

非美国国家继续发力，出口额增速震荡上行

2025 年 9 月，出口总额 3285.7 亿美元，同比增长 8.3%，较前月上涨 3.9 个百分点，本月出口结构变化继续，全部出口额增速继续震荡。国别方面，中国对非美国国家出口额增速继续震荡上涨，尤其是对共建“一带一路”国家、非洲、拉丁美洲出口额增速本月大幅上涨；具体出口商品方面，传统低附加值商品出口加速下降，技术含量较高商品的出口则继续增长，



尤其是对集成电路、集成电路出口额继续高速增长。

外部需求方面，在主要传统出口伙伴国中，9月美国、欧盟、日本制造业 PMI 均较前月小幅下降，经济走势相对平稳，外部需求稳定。9月美国 Markit 制造业 PMI 终值为 52.0，尽管小幅低于前月，但依然位于荣枯线以上，反映出制造业相对强劲；日本制造业 PMI 为 48.5，低于前月 1.2 个百分点；欧元区制造业 PMI 为 49.8，再次回到荣枯线以下，2025 年以来欧盟制造业 PMI 均值明显高于 2024 年上半年均值，欧盟经济弱修复。

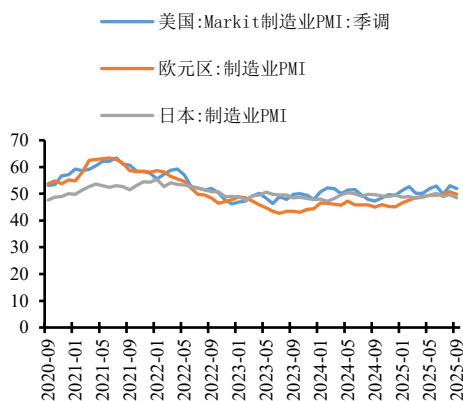


图 17 全球制造业 PMI (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

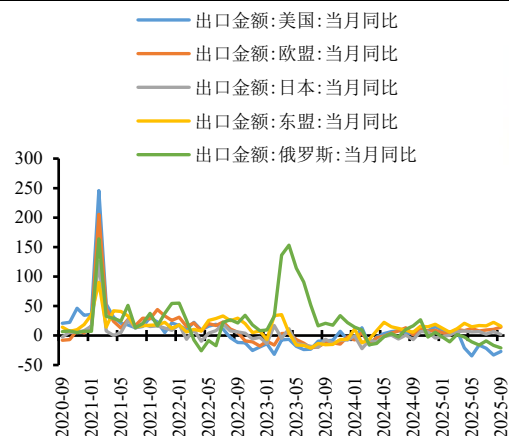


图 18 中国对主要经济体出口同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

从国别出口看，9月中国对美国、欧盟、东盟出口额当月同比增速分别为-27.03%、14.18%、15.62%，分别较前期上涨 6.09、3.79、-6.88 个百分点。一方面，中国对美国的出口继续大幅下滑；另一方面，中国对大部分非美国国家的出口继续保持高速增长。1-9 月对共建“一带一路”国家及地区出口占比中国对外出口总额的 50%以上，同比增长 11.4%，高于全部出口额增速 5.3 个百分点；推算 9 月当月对共建“一带一路”国家及地区出口额同比增长 19.8%，高于出口总额同比 11.5 个百分点。另外，本月对非洲、拉丁美洲的出口额增速也较前月大幅上涨，是推高本月出口额增速的主要因素之一。9 月，对非洲、拉丁美洲出口额同比增长 56.2%、17.5%，分别较 8 月上漲 30.6、17.5 个百分点。

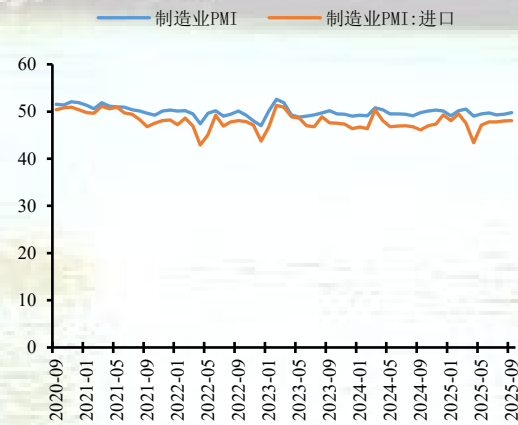
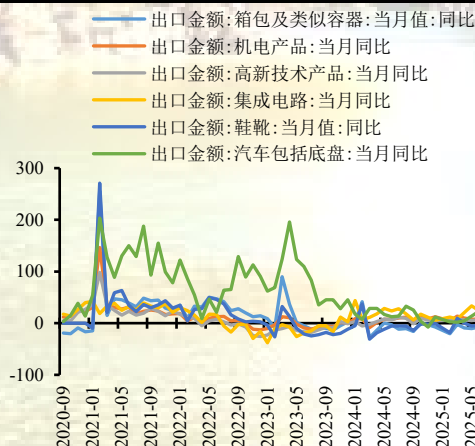




图 19 中国主要出口商品出口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

图 20 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。9月,箱包及类似容器、鞋靴出口额继续下降,分别同比增长-12.3%、-13.3%,已连续两年持续负增长。中国出口机电产品 2077.04 亿美元,占中国出口总额的 63.216%,仍在中国出口中占主导地位,同比增长 12.6%。其中,出口集成电路 190.47 亿美元,同比增长 32.7%,继续高位增长。高新技术产品出口为 898.50 亿美元,同比增长 11.5%,汽车(包括底盘)出口 128.08 亿美元,同比增长 10.90%。

拉美、非洲发力,进口额增速震荡上行

2025 年 9 月,进口总额 2381.2 亿美元,同比增长 7.4%,较前月上涨 6.1 个百分点,国别结构变化,进口额增速窄幅震荡上行。2025 年以来,中国与欧盟、日本贸易往来增加,较 2024 年同期,自欧盟、日本进口额增速上行明显。另外,本月自非洲、拉丁美洲进口额增速上涨明显,叠加“一带一路”继续发力,本月进口额增速上行明显。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,使得进口额整体依然相对低速增长。

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-16.11%、9.44%、20.87%、-0.86%,分别较前月上涨-0.07、11.28、9.92、2.97 个百分点。推算本月中国从共建“一带一路”国家和地区进口额同比增长 3.63%,较前月上涨 7.51 个百分点。同时,本月自非洲、拉丁美洲进口额同比增长 23.39%、17.96%,分别较前月上涨 30.17、21.15 个百分点,与“一带一路”地区共同推动本月进口额增速上涨。

从具体商品进口看,大宗商品方面,1-9 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-0.1%、2.6%、-11.1%、-6.2%、-12.6%,与 1-8 月相比,铁矿砂、钢铁、煤进口量降幅均有收窄,原油进口量增速小幅上涨,天然气进口量降幅小幅扩大。农产品方面,粮食进口累计同比下降 16.0%,降幅收窄 3.5 个百分点。

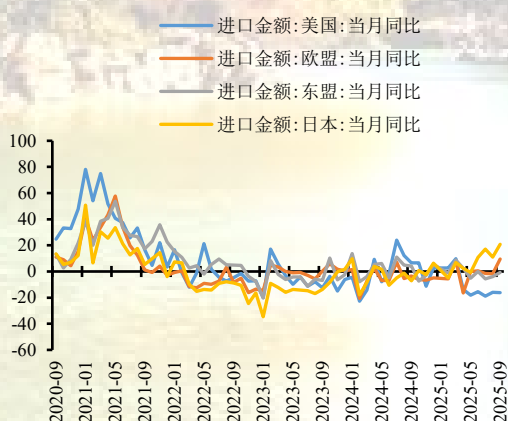


图 21 中国对主要经济体进口同比增速 (%)

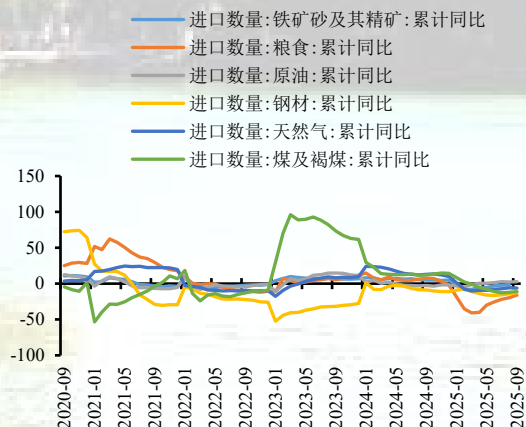


图 22 中国主要商品进口同比增速 (%)



价格部分：“反内卷”叠加基数效应，价格增速小幅上涨

2025 年 9 月，CPI 同比增长-0.3%，较前月上涨 0.1 个百分点；环比增长 0.1%，较前月上涨 0.1 个百分点，工业消费品价格增速上涨是推动 CPI 增速 0.1 个百分点上涨的主要因素。供给充足，CPI 增速维持低位运行，尤其食品价格下降明显，是当前导致 CPI 同比负增长的主要因素。“反内卷”效应逐渐显现，部分消费工业品供给过剩问题或有缓解，工业消费品价格增速继续小幅上行，推动非食品价格增速继续上涨。

2025 年 9 月，PPI 同比下降 2.3%，降幅较前月收窄 0.6 个百分点；环比增长 0.0%，与前月持平。外部环境的不确定性、“反内卷”优化国内市场竞争秩序叠加低基数效应，PPI 降幅继续收窄。

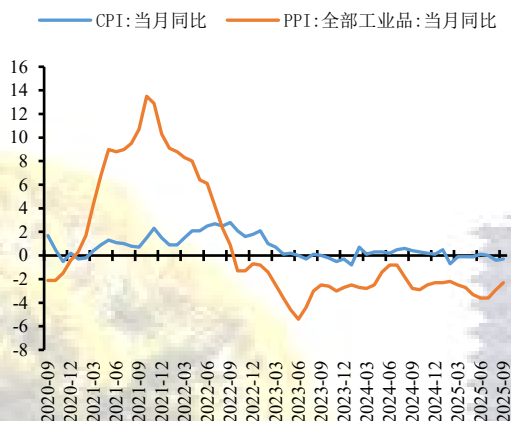


图 23 CPI、PPI 当月同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

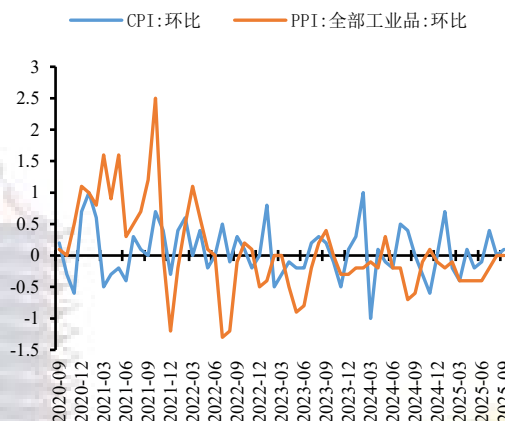


图 14 CPI、PPI 环比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

规范国内市场，工业消费品价格增速上涨

2025 年 9 月，CPI 同比增长-0.3%，较前月上涨 0.1 个百分点；环比增长 0.1%，较前月上涨 0.1 个百分点，工业消费品价格增速上涨是推动 CPI 增速 0.1 个百分点上涨的主要因素。

一方面，农业科技爆发叠加国内物流产业快速发展，保障国内食品供应充足，抑制食品价格上涨。2025 年夏季以来，尽管极端天气频发，国内肉蛋、果蔬供给依然充足，价格走势平稳。另一方面，“反内卷”效应逐渐显现，居民部分消费工业品供给过剩问题或有缓解，工业消费品价格增速普遍小幅上行。因此，本月 CPI 同比增长-0.3%。剔除食品价格和能源价格的核心 CPI 同比增速，自 2 月份以来呈震荡上涨态势，9 月核心 CPI 同比增长 1.0%，较 8 月上涨 0.1 个百分点；1-9 月核心 CPI 增长 0.6%，较上半年上涨 0.2 个百分点。

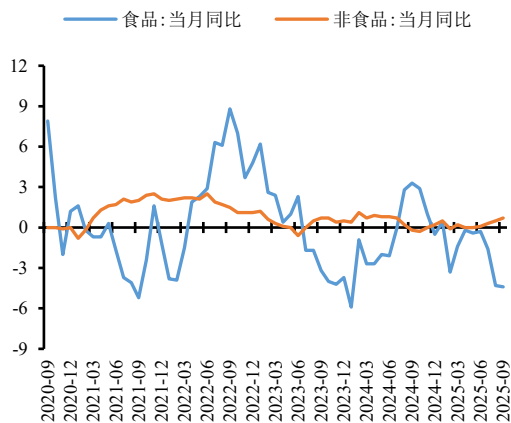


图 25 CPI 食品与非食品当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

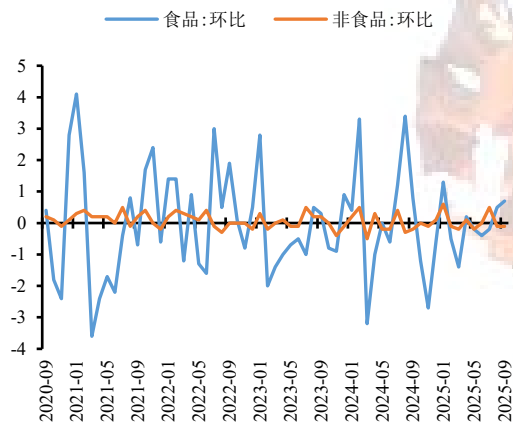


图 26 CPI 食品与非食品环比增速 (%)

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-4.4%，较前月下降 0.1 个百分点，食品供给充足，食品价格同比继续下行。总体而言，食品项八大类价格同比分化（1 涨、7 跌、0 持平），其中鲜菜同比幅度最大（-13.7%）；较上月同比变动分化（5 正、3 负、0 不变），其中鲜菜同比变动最显著（1.5%）。

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
9 月同比	-0.7	-1.4	-13.7	-8.4	0.9	-11.9	-1.4	-4.2
同比变动	0.1	0.1	1.5	-0.4	-1.3	0.5	0.2	-0.5

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

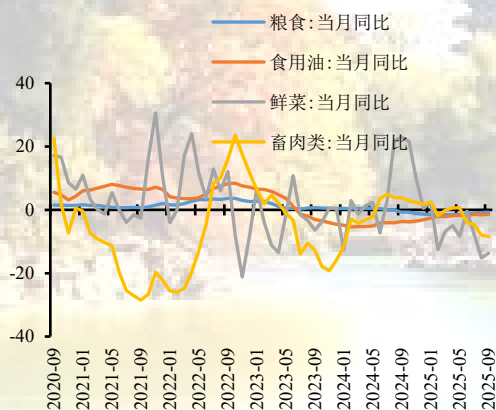


图 27 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

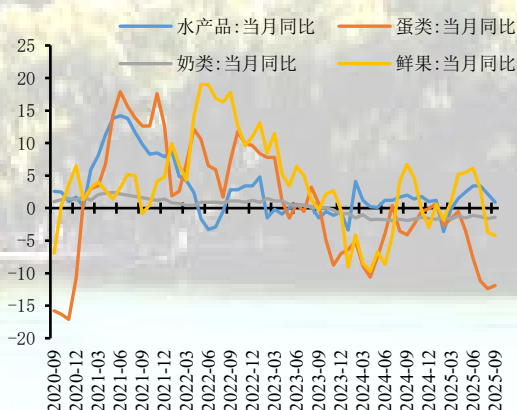


图 28 水产品、蛋、奶、鲜果价格同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从环比看，食品价格环比增长 0.7%，较前月上涨 0.2 个百分点。9 月，蔬菜、水果、牛羊肉、鸡蛋价格季节性上涨，水产品大规模上市，价格季节性下降。总体而言，食品八大类价格环比涨跌互现（3 涨、5 跌、0 持平），其中鲜菜环比幅度最高（6.1%），较上月环比



变动分化（3 正 4 负 1 不变），其中鲜果环比变动幅度最大（3.5%）。

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
9 月环比	-0.1	-0.1	6.1	-0.1	-1.8	2.7	-0.2	1.7
环比变动	-0.2	-0.1	-2.4	0.0	-0.9	1.2	0.1	3.5

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

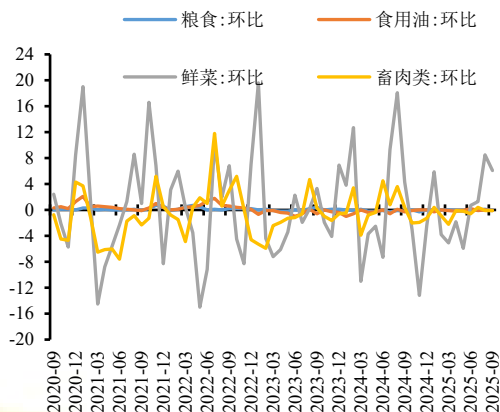


图 29 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格环比 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

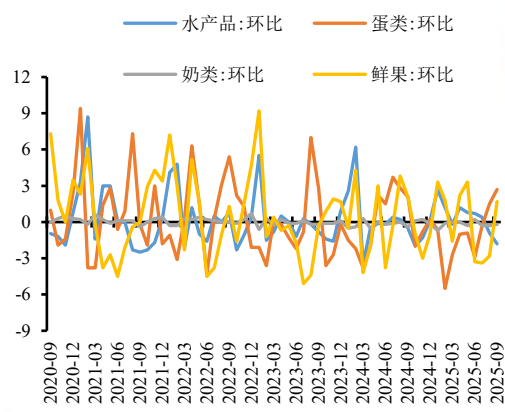


图 30 水产品、蛋、奶、鲜果价格环比 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

非食品价格同比增长 0.7%，较前月上涨 0.2 个百分点，非食品价格同比继续小幅上涨，但整体仍处于底部区间，家用器具、交通工具用燃料价格同比继续明显上涨是主要拉升因素。与 2024 年同期相反，当前非食品价格增速高于 CPI 增速是抑制 CPI 增速下行的主要因素，间接反映出“反内卷”效应的体现。本月服务价格同比增长 0.6%，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（9.9%），较上月同比变动分化（4 正 2 负 1 不变），其中其他用品及服务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
9 月同比	1.7	0.1	2.2	-2.0	0.8	1.1	9.9
同比变	-0.1	0.0	0.4	0.4	-0.2	0.2	1.3

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

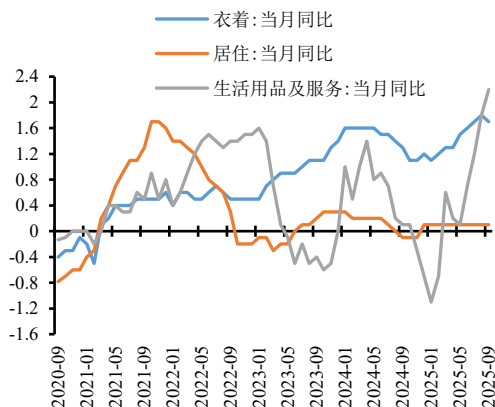


图 31 衣着、居住、生活用品及服务同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

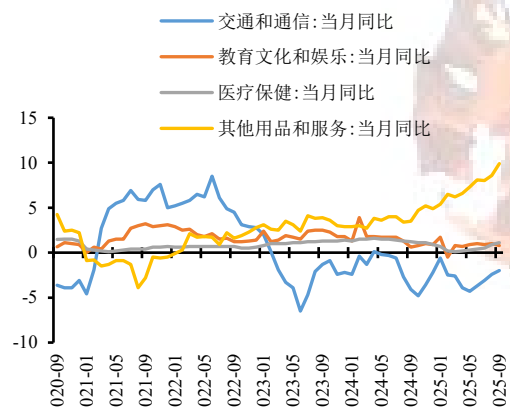


图 32 交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格、其他用品和服务价格同比 (%)

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%, 与前月持平, 其中, 家用器具、交通工具用燃料价格继续上涨; 季节性因素导致旅游价格明显下滑; 受能源价格波动影响, 本月交通工具用燃料价格环比下降 1.7%。

受居住及能源价格上涨带动, 非食品价格止跌, 其一, 暑假结束, 出行旅游继续减少, 旅游价格季节性下降, 环比增长-1.7%, 较前月下降 1.1 个百分点; 其二, 受新装上市影响, 服装价格季节性上涨; 其三, “反内卷”效果逐渐显现, 家用器具、通信工具价格均有上涨。总体而言, 非食品项七大类价格环比分化 (4 正、2 负、1 持平), 其中其他用品及服务价格环比幅度最高 (1.3%), 较上月环比变动分化 (3 正、3 负、1 不变), 其中其他用品及服务价格环比变动最显著 (1.3%)。

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
9 月环比	0.7	0.0	0.3	-0.9	-0.4	0.2	1.3
环比变动	0.8	0.0	0.4	-0.6	-0.3	-0.1	1.3

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

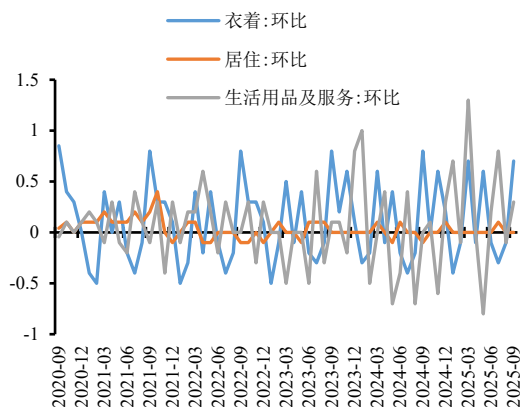


图 33 衣着、居住、生活用品及服务环比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

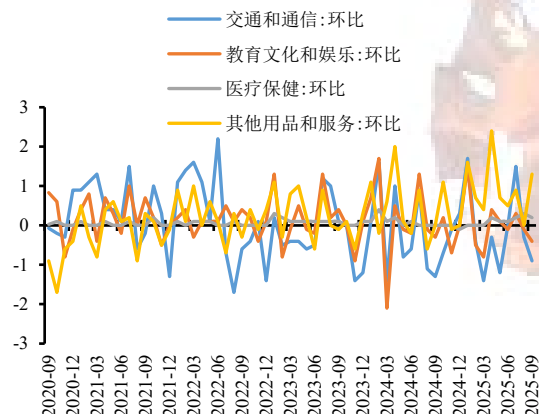


图 34 交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格、其他用品和服务价格环比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

“反内卷”叠加基数效应，PPI 降幅继续收窄

2025 年 9 月，PPI 同比下跌 2.3%，降幅较前月收窄 0.6 个百分点；环比增长 0.0%，与前月持平。外部环境的不确定性、“反内卷”优化国内市场竞争秩序叠加低基数效应，PPI 降幅继续收窄。

受美国高关税冲击，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，国内部分工业品价格下降。9 月国际大宗商品价格下行，受其影响国内煤炭开采业和洗选、石油和天然气开采业价格分别同比下降 16.8%、8.6%；受贸易不确定性影响，出口占比相对较高的计算机通信和其他电子设备制造业价格同比下降 2.5%。

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，使得有色金属相关价格逆势上涨。9 月，有色金属矿采选业价格同比增长 13.9%、有色金属冶炼和压延加工业价格同比增长 6.5%，均高于主要行业出厂价格同比，映射出高技术产业需求相对旺盛。

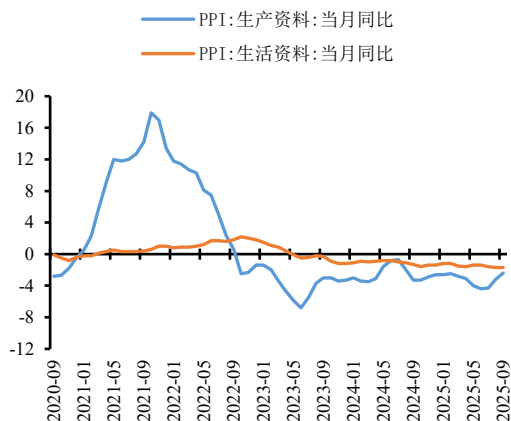


图 35 生产资料、生活资料价格同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

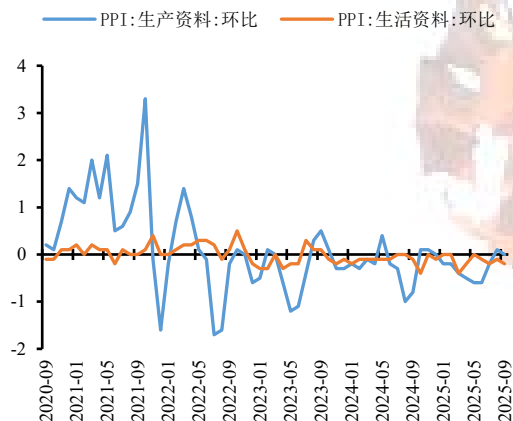


图 36 生产资料、生活资料价格环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从同比看，9 月 PPI 下跌 2.3%，降幅较前月收窄 0.6 个百分点。受低基数效应、国际大宗商品价格下降的输入性影响，叠加“反内卷”国内优化市场竞争秩序的对冲，本月工业品价格增速继续上涨。生产资料价格同比下降 2.4%，降幅较前月收窄 0.8 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 2.5、1.2、0.5 个百分点；生活资料价格同比下降 1.7%，与前月持平，其中耐用消费品价格降幅扩大 0.2 个百分点，而一般日用品价格降幅则收窄 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
9 月同比	-9.0	-2.9	-1.7	-1.7	-0.3	0.7	-3.9
同比变动	2.5	1.2	0.5	0.0	-0.3	0.3	-0.2

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

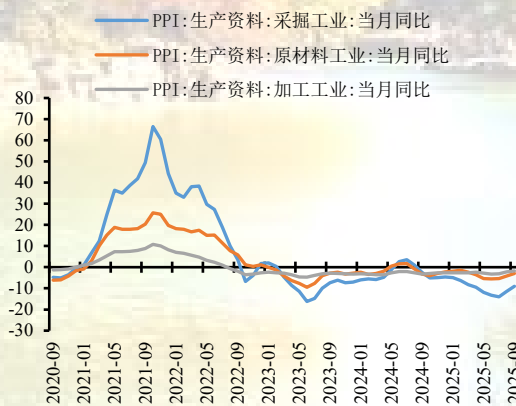


图 37 生产资料价格分项同比增速 (%)

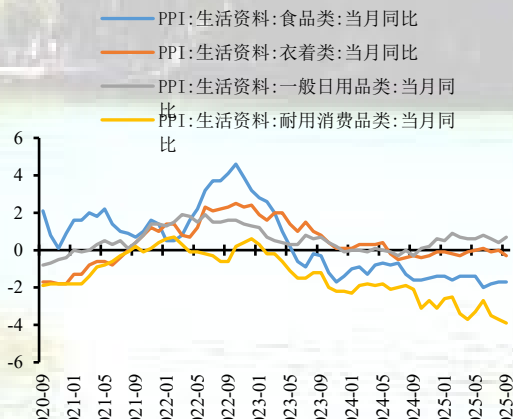


图 38 生活资料价格分项同比增速 (%)



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，9 月 PPI 环比增长 0.0%，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 0.0%，较前月下降 0.1 个百分点，其中原材料价格环比波幅最为明显。受外贸预期不稳及“反内卷”影响，生活资料价格环比增长-0.2%，较前月下降 0.1 个百分点，其中，衣着价格未变；食品、耐用品价格均为环比负增长；一般日用品价格则环比正增长。

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
9 月环比	1.2	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.2	-0.4
环比变动	-0.1	-0.2	-0.1	-0.2	0.0	0.4	-0.1

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

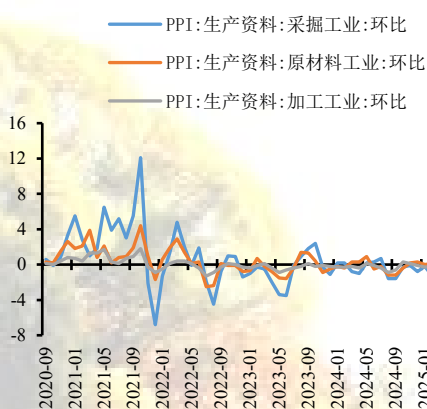


图 39 生产资料价格分项环比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

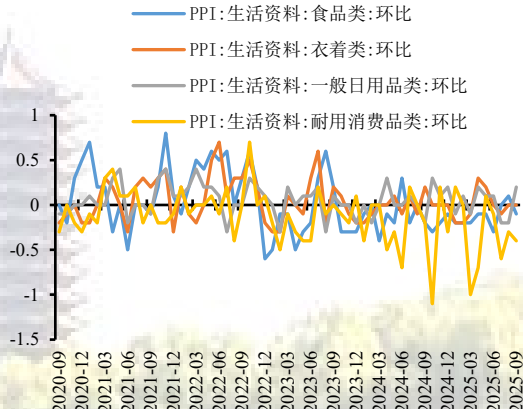


图 40 生活资料价格分项环比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

货币金融部分：M1 增速持续加快，流动性持续改善

2025 年 9 月中国新增社会融资规模为 35296 亿元，较 2024 年 9 月的 37635 亿元同比减少 2339 亿元，降幅 6.2%。这一增量虽高于 8 月的 25693 亿元，但同比少增反映出季末冲量效应有限，融资需求整体偏弱。尽管政府债券发行持续高位提供支撑，但信贷需求疲软和企业债券融资负增长加剧，凸显信用扩张放缓的特点，外部不确定性进一步施压。

2025 年 9 月中国金融机构新增人民币贷款为 12900 亿元，较 2024 年 9 月同比减少 3000 亿元，降幅 18.9%。这一变化主要受季末冲量效应推动，信贷投放加速，但居民贷款疲软和中长期贷款放缓导致同比少增，信用扩张力度不及预期。



2025 年 9 月末，狭义货币（M1）同比增长 7.2%，较 8 月上升 1.2 个百分点，凸显企业活期存款加速增长，经济活跃度提升加快；广义货币（M2）同比增长 8.4%，较上月下降 0.4 个百分点，显示货币供应扩张放缓但仍稳健。M2 与 M1 同比增速差进一步收窄至 1.2%，较 8 月下降 1.6 个百分点，表明企业资金流动性改善加剧，但投资意愿仍需政策激活。社会融资规模存量同比增速为 8.7%，较 M2 增速高 0.3 个百分点，反映社融对实体经济的支持力度略强于 M2，但经济内生动能恢复的结构性挑战依然存在。

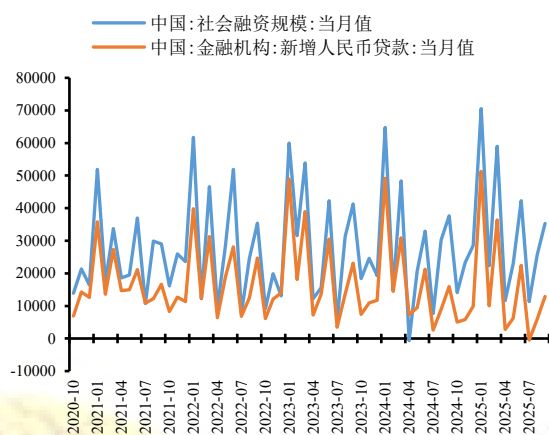


图 41 社会融资规模和新增人民币贷款（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

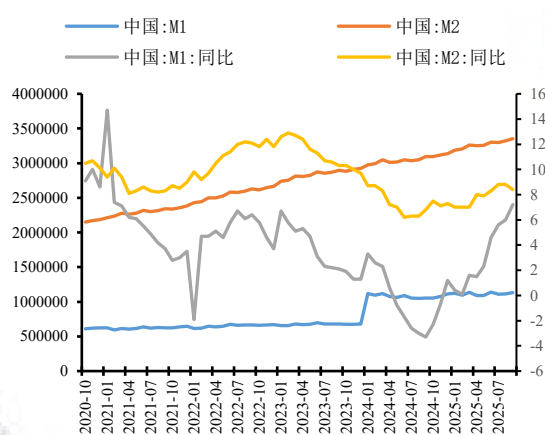


图 42 M1 和 M2（左：亿元；右：%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

新增社融同比少增，季末冲量效应显现

2025 年 9 月中国新增社会融资规模为 35296 亿元，较 2024 年 9 月的 37635 亿元同比减少 2339 亿元，降幅 6.2%。这一增量虽高于 8 月的 25693 亿元，但同比少增反映出季末冲量效应有限，融资需求整体偏弱。尽管政府债券发行持续高位提供支撑，但信贷需求疲软和企业债券融资负增长加剧，凸显信用扩张放缓的特点，外部不确定性进一步施压。

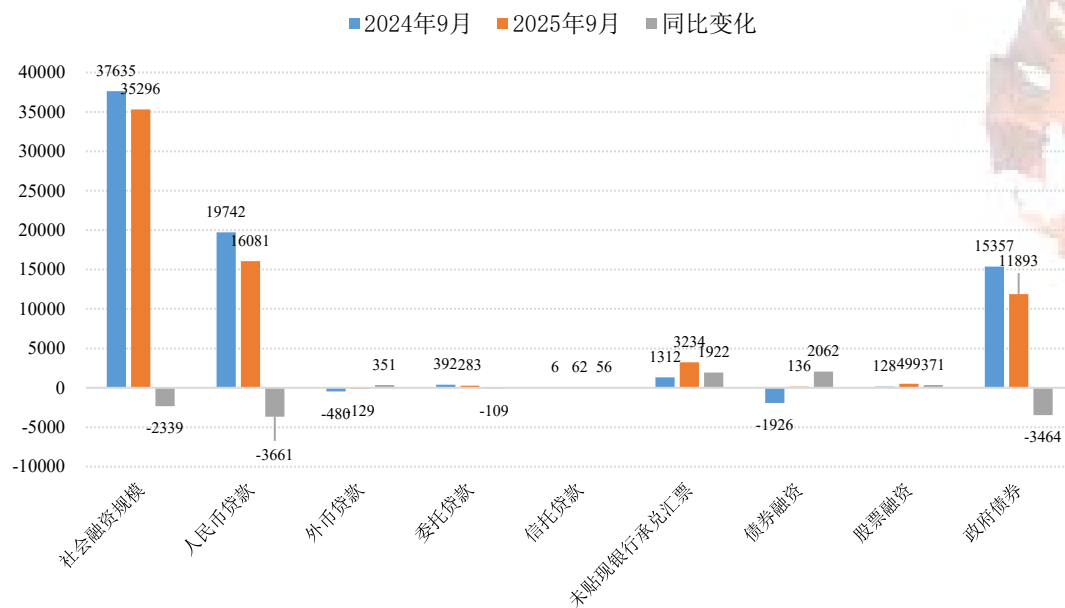


图 43 新增社会融资规模：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

新增人民币贷款：季末反弹，但低于预期

2025 年 9 月新增人民币贷款为 16081 亿元，较 2024 年 9 月的 19742 亿元同比减少 3661 亿元，降幅 18.5%。这一规模较 8 月的 6233 亿元显著回升，主要受季末冲量效应影响，银行加速投放以完成季度指标。9 月制造业 PMI 升至 49.8%，较 8 月上升 0.4 个百分点，虽然仍低于 50，但景气改善刺激企业短期融资需求。然而，贷款增长低于预期，弱信用需求持续，反映实体经济放缓和企业信心不足。

新增政府债券：高位运行，财政政策托底

2025 年 9 月新增政府债券融资达 11893 亿元，较 2024 年 9 月的 15357 亿元同比减少 3464 亿元，降幅 22.6%。政府债券仍是社融增长的核心支撑，反映出财政政策在稳经济中的关键作用。9 月专项债发行维持高位，资金投向基建和消费领域，与中央强调积极财政政策的基调一致。尽管同比少增，但较 8 月的 13658 亿元调整有限，预计在应对外部关税压力的背景下持续发力。

表外融资：整体改善，监管高压延续

2025 年 9 月表外融资（委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票）呈现改善态势。新增委托贷款为 283 亿元，同比少减 109 亿元；新增信托贷款为 62 亿元，同比增加 56 亿元；未贴现银行承兑汇票为 3234 亿元，同比增加 1922 亿元。总体而言，表外融资对社融贡献增强，反映出监管部门对影子银行的严格管控趋稳。企业对非标融资依赖减少，但短期资



金需求上升和流动性宽松推动承兑汇票显著增加。

企业直接融资：债券融资负增长，股票融资回暖

2025 年 9 月企业债券融资为 136 亿元，较 2024 年 9 月的-1926 亿元同比增加 2062 亿元，转正但规模有限。国内债券收益率下行和人民银行再贷款工具支持降低发债成本，但负增长反映股市波动性较高。非金融企业境内股票融资为 499 亿元，同比增加 371 亿元，增幅 290.6%。资本市场改革为股权融资提供支撑，但全球金融市场不确定性限制扩张。

外币贷款：负增长收窄，外部环境波动

2025 年 9 月新增外币贷款为-129 亿元，较 2024 年 9 月的-480 亿元同比多增 351 亿元，负增长幅度收窄。美元走强压力缓解，出口反弹提振企业外币贷款需求。地缘政治紧张局势缓和增强外币融资吸引力，尽管全球供应链调整仍对部分企业构成挑战。

信贷同比少增，居民贷款疲软拖累

2025 年 9 月中国金融机构新增人民币贷款为 12900 亿元，较 2024 年 9 月同比减少 3000 亿元，降幅 18.9%。这一变化主要受季末冲量效应推动，信贷投放加速，但居民贷款疲软和中长期贷款放缓导致同比少增，信用扩张力度不及预期。

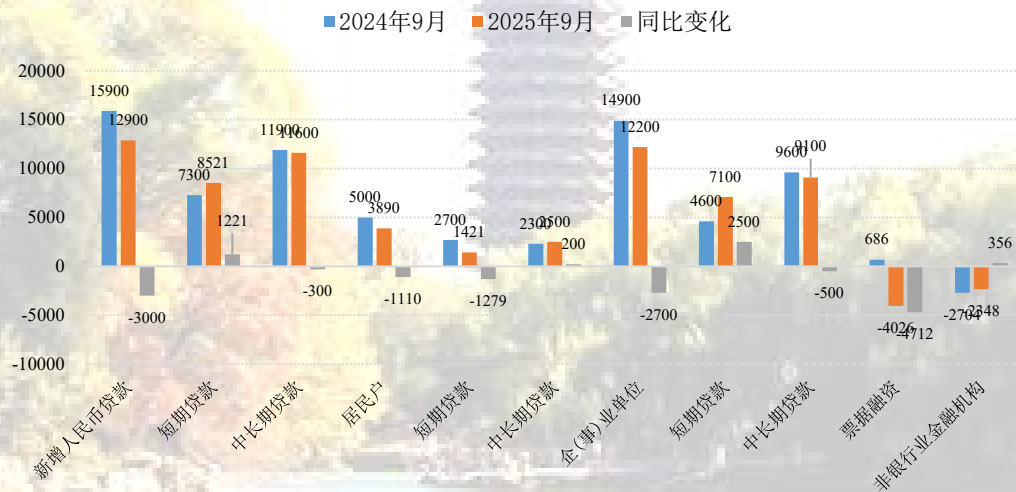


图 44 金融机构：新增人民币贷款：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

短期贷款：大幅正增长，需求回暖

2025 年 9 月新增短期贷款为 8521 亿元，较 2024 年 9 月同比增加 1221 亿元，增幅 16.7%。短期贷款强劲反弹，反映企业流动性需求改善，可能与生产经营活动增强有关。9 月制造业 PMI 升至 49.8%，较 8 月上升 0.4 个百分点，虽然仍低于 50，但景气水平继续改善，企业用工景气度上升 0.6 个百分点至 48.5%，表明制造业企业短期融资需求随之增加。



中长期贷款：增长放缓，投资动能不足

2025 年 9 月新增中长期贷款为 11600 亿元，较 2024 年 9 月同比减少 300 亿元，降幅 2.5%。中长期贷款小幅减少，显示投资恢复缓慢，企业长期融资意愿低迷。房地产市场低迷持续拖累相关需求，1-8 月全国房地产开发投资同比下降，影响建材等行业中长期贷款。尽管政策引导资金流向制造业，但整体投资动能不足，装备制造业 PMI 虽升至 51.9%，但高基数效应施压。

居民户贷款：需求偏弱，消费与房贷低迷

2025 年 9 月新增居民户贷款为 3890 亿元，较 2024 年 9 月同比减少 1110 亿元，降幅 22.2%。其中，短期贷款为 1421 亿元，同比减少 1279 亿元；中长期贷款为 2500 亿元，同比增加 200 亿元。居民贷款整体疲软，反映消费信心不足和房地产市场低迷。短期贷款减少可能与季节性消费低迷有关，尽管消费补贴政策提供支撑，但制造业活动改善有限影响居民收入预期。中长期贷款微增主要源于房贷需求局部回暖，但房价下行预期抑制整体增长。

企事业单位贷款：季末加速，但结构分化

2025 年 9 月企事业单位新增贷款为 12200 亿元，较 2024 年 9 月同比减少 2700 亿元，降幅 18.1%。其中，短期贷款为 7100 亿元，同比增加 2500 亿元；中长期贷款为 9100 亿元，同比减少 500 亿元；票据融资为-4026 亿元，同比减少 4700 亿元。企事业单位贷款季末反弹明显，短期贷款增长反映生产需求回暖，制造业 PMI 改善刺激企业经营活跃度上升。中长期贷款放缓可能与房地产和传统行业投资低迷有关，票据融资负增长表明企业转向常规贷款，信贷结构优化。

M1 增速加速回升，M2 增速小幅回落流动性改善持续

2025 年 9 月末，狭义货币（M1）同比增长 7.2%，较 8 月上升 1.2 个百分点，凸显企业活期存款加速增长，经济活跃度提升加快；广义货币（M2）同比增长 8.4%，较上月下降 0.4 个百分点，显示货币供应扩张放缓但仍稳健。M2 与 M1 同比增速差进一步收窄至 1.2%，较 8 月下降 1.6 个百分点，表明企业资金流动性改善加剧，但投资意愿仍需政策激活。社会融资规模存量同比增速为 8.7%，较 M2 增速高 0.3 个百分点，反映社融对实体经济的支持力度略强于 M2，但经济内生动能恢复的结构性挑战依然存在。

M1 增速加速：经济活跃度提升，季末效应显现

2025 年 9 月末，M1 余额为 113.15 万亿元，同比增长 7.2%，较 8 月的 6% 回升 1.2 个百分点。M1 增速的加速主要得益于企业活期存款的强劲增长，反映经济活跃度提升加快。最



新数据显示，9月M1增速回升幅度加大，更多资金转为活期存款，有助于投入消费、投资等经济活动。此外，今年以来M1的增速回升较大原因受到多重因素影响，包括低利率环境下对公定期存款出现再配置；财政支出加速与化债改善企业现金流。然而，M1增速仍低于历史均值，显示企业投资信心尚未全面恢复。房地产市场持续调整及原材料价格波动可能继续抑制活期存款增长，限制了M1的进一步反弹。

M2增速放缓：货币供应稳健，宽松政策传导

2025年9月末，M2余额为335.38万亿元，同比增长8.4%，较8月下降0.4个百分点，凸显货币供应扩张放缓但仍处于较高水平。M2的放缓得益于货币政策的适度宽松以及财政政策的协同支持，但季末信贷冲量后存款派生效应减弱。9月末M2增速小幅回落，主要受社融增速放缓影响，特别是近期政府债券融资规模调整，但财政支出带动存款派生仍支撑。此外，9月作为季度末，新增贷款12900亿元的反弹得益于政府债券发行提速和财政支出增加，但实体经济中长期融资需求仍显结构性疲软，居民和部分行业存款增长有限。

M2与M1增速差收窄：流动性压力明显缓解

2025年9月末，M2与M1同比增速差从8月的2.8%收窄至9月的1.2%，表明企业资金从定期存款向活期存款的流动明显改善，流动性压力有所缓解。M1增速的较快回升显示企业短期资金周转需求增加，可能与制造业复苏和出口订单强劲有关。然而，增速差仍处于较高水平，表明企业更倾向于持有低风险资产，固定资产投资等中长期支出意愿偏弱。全球经济不确定性继续对企业信心形成压制。

社融与M2增速差扩大：政策驱动仍为主导

2025年9月末，社融存量同比增速为8.7%，较M2增速高0.3个百分点，较8月的持平有所扩大，显示社融对实体经济的支持力度略强于M2。2025年9月新增社融达3.53万亿元，同比少增，其中人民币贷款和政府债券融资是主要贡献力量。社融增速高于M2，反映财政政策通过专项债和基建投资对经济的强力托底。然而，表外融资和企业债券融资的相对疲软表明实体经济内生融资需求尚未全面复苏，经济动能仍需政策进一步激活。

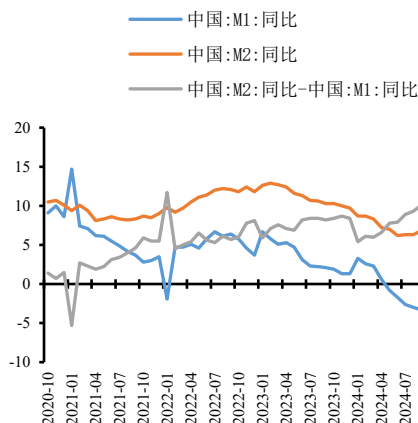


图 45 M1、M2 和 M2-M1 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

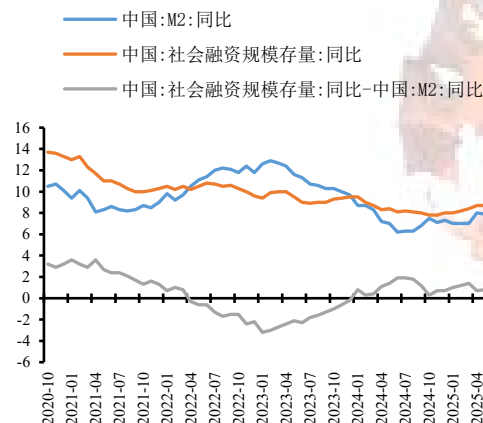


图 46 社融、M2 和社融-M2 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

展望未来：政策调整，“稳中求进”推动高质量发展

GDP 方面：政策方向转变，重“质”稳“量”，受“依法依规治理企业低价无序竞争”影响，下半年 GDP 增速阶段性回调，但高质量经济进一步发展，高技术产业逆势上涨，预计 2025 年能够完成全年目标 GDP 增速 5%。

工业产出方面：预计 2025 年全年规模以上工业增加值增速稳定在 6% 左右，较上半年 6.4% 小幅放缓，但政策支撑将防止大幅回落。8 月累计增速 6.2% 反映高技术制造业贡献率升至 25%，新能源汽车等行业增长 9.3%，结合专项债发行提速和消费补贴政策，将拉动制造业投资回暖。然而，房地产投资下降 10.4% 拖累建材钢铁需求，外部关税和全球不确定性加剧出口波动，制造业 PMI 49.4% 仍收缩。整体走势逻辑依赖财政货币协同，若基建加速，全年增速或趋稳于 6.0%-6.5%。

消费方面：预计 2025 年社会消费品零售总额增速倒“V”型走势，下半年消费额增速或有回调。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”并加力扩围实施“两新”政策，政策推动上半年消费增速上行；下半年政策调整，“反内卷”短期内增加了就业、收入不稳的预期，受其影响下半年消费额增速或有回调。

投资方面：受政策刺激影响，上半年投资增速走势平稳，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”；下半年政策调整，“依法依规治理企业低价无序竞争”或成主线，“反内卷”短



期内对投资抑制明显，或拉低下半年投资增速。

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：尽管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，PPI 下行压力不减，但政策调整，“依法依规治理企业低价无序竞争”或成推动 PPI 增速上行的直接动力，2025 年下半年 PPI 增速或明显上涨。

新增社会融资规模：预计全年社融规模预计将保持稳定增长，增速围绕 8.5%-9%。政府债券融资作为主要驱动力，上半年净融资贡献约 3.9 万亿元，结合财政政策加码和专项债发行提速，将支撑基建和消费领域融资需求。然而，信贷需求疲软和表外融资分化可能限制增速，整体与名义 GDP 增长一致，反映政策托底实体经济的逻辑。

新增人民币贷款：预计全年贷款规模预计增长 7%-8%，受货币政策宽松和实体需求回暖支撑。8 月新增贷款 5900 亿元较 7 月反弹，显示季节性调整后企业短期融资改善，但房地产低迷拖累中长期贷款。银行资产扩张放缓至 6.5%，贷款增长逻辑依赖于降准释放流动性及基建投资加速，若外部关税压力加剧，可能进一步抑制企业信心和全年规模。

M1：预计全年 M1 增速预计回升至 5%-7%，反映企业活期存款加速和资金活化效应。低利率环境促使对公定期存款再配置，财政支出和化债改善现金流支撑 M1 反弹，但仍低于历史均值。经济增长放缓至 4.7%可能限制投资意愿，M1 走势逻辑依赖于制造业复苏和出口



订单，若全球不确定性持续，企业倾向持有低风险资产将制约进一步加速。

M2：预计全年 M2 增速预计稳定在 8%-9%，与社融增速持平，体现货币供应稳健扩张。财政政策通过政府债券发行带动存款派生，上半年广义财政支出增速 8.9%，支撑 M2 增长逻辑。但实体中长期融资结构性疲软和居民存款分流可能施压，整体增速与名义 GDP 一致。若经济增长降至 4.7%，M2 走势将依赖政策适时加力，避免流动性压力加剧。





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。