

2025 年四季 中国宏观经济报告

旭日集团研究与发展部

2026 年 3 月

报告重点

一、宏观经济及金融运作概况

1. 经济增长：

- 2025 全年 GDP 同比+5.0%(四季：+4.5%；前三季：+5.2%)，四季 GDP 环比+1.2%；名义增速(+3.9%)仍低于实际增速(+4.5%)，但倒挂差(0.6个百分点)较三季度(1.1个百分点)收窄，通缩压力略**舒缓**。
- 2025 全年**第三产业**(以服务为主)增速最快(+5.4%)，**第二产业**(+4.5%)增速持续**放缓**(前三季：+4.9%)。
- 2025 四季**消费**对经济增长**贡献率**(占 52.9%)**稍回落**(三季：占 54.1%)，但仍位居「三驾马车」之首；**货物和服务净出口贡献率**(占 31.1%)未受关税等因素影响，占比升(三季：占 30.0%)，**显出较强韧性**。而**资本形成总额(投资)**对经济增长贡献率(占 16.0%)虽较三季度轻微回升 0.1 个百分点，但仍处低位，**投资需求仍弱**；
- 2025 全年超六成省市 GDP 增速高/等于全国，西藏(+7.0%)居首；广东+3.9%，**增幅低于全国**，其中，固投(-17.3%)**跌幅扩大**，**房地产投资持续疲弱**。
- 部分国际机构上调中国经济增长预期，但**预测增速多在 4.5%以内**，综合认为中国经济表现强于预期，主要得益于财政刺激措施和对非美国市场出口的增加，宽松的货币和财政政策为中国国内需求提供了支撑，但通胀维持在低位，反映出国内需求疲软；投资放缓，「反内卷」整合运动预计将抑制企业投资；房地产市场进一步疲软；贸易不确定性的风险持续，因此预计今年经济**增速较去年减慢**。

2. 工业制造：

- 2025 全年**工业增加值**+5.9%(前三季：+6.2%)；惟**纺织服饰业增加值**仍-2.2%；2025 全年**工业企业利润**+0.6%(前三季：+3.2%)，**扭转连续三年下降态势**，但仅有外商及港澳台商投资企业实现正增长；**纺织服饰业利润**同比仍-27.3%。「反内卷」政策作用下，物价降幅收窄，企业成本压力有所缓解，**工业企业利润有望延续修复态势**。
- 2025 全年**工业生产者出厂价格(PPI)**-2.6%(前三季：-2.8%)，跌幅**收窄**，环比连续 3 个月上涨；但在国内房地产市场出现趋势性止跌回稳、居民消费信心回升之前，PPI 仍面临持续**下行压力**，预计 2026 年全年累计同比-1%左右。2026 年 1 月，PPI 同比-1.4%，降幅持续**收窄**。

3. 居民消费：

- 2025 全年 CPI **持平**(前三季：-0.1%)，12 月涨幅(+0.8%)创 34 个月以来新高，**核心 CPI**(12 月+1.2%)**涨幅连续 4 个月保持在 1%以上**；料 2026 年物价轻微回升

(「东方金诚」预测+0.4%)，但消费内生动力不足，整体 CPI 增速仍处于底部区间。2026 年 1 月，CPI 同比+0.2%。

- 2025 全年社零+3.7%(前三季：+4.5%)，其中 12 月增速**减慢**至 0.9%，连续 7 个月下滑；近期部分地区继续**收紧消费补贴政策**导致家电、汽车等商品的销量同比下滑速度加快；全年**服饰销售增速减慢**(+3.2%，增速较 1-11 月**减慢** 0.3 个百分点)；网上「穿类」商品**增速亦减慢**(+1.9%，增速较 1-11 月**减慢** 1.6 个百分点)，有分析指 10 月起《互联网平台企业涉税信息报送规定》实施，令部分依靠低价逃税的网店减少或经营困难，是影响网上销售的其中原因。预计在物价回暖、政策带动下，今年社零增速温和回升至 4.5%。

4. 投资：

- 2025 全年全国固投同比**-3.8%**(前三季：**-0.5%**)，降幅持续**扩大**，亦是有统计数据以来首次年度负增长；民间固投连续第 3 年陷入**收缩**(**-6.4%**)，民营企业“不敢投、不愿投”现象未有缓解；房地产投资仍为主要拖累，扣除房地产开发投资，全国固投**-0.5%**。
- 2025 全年**广义基建投资**(**-1.5%**)及**制造业投资**(**-2.2%**)**降幅扩大**，但预计资金逐步到位和项目开工，**基建投资有望在 2026 年一季度企稳回升**。**制造业投资**+0.6%，为除疫情年份外最低增速，主因需求预期偏弱和反内卷政策下企业资本开支意愿不足。
- 2025 全年，**全国房地产开发投资**同比**-17.2%**(前三季：**-13.9%**)，其中，12 月(**-36.8%**)跌幅为 2000 年有数据以来的最大单月同比降幅。新建商品房销售面积同比**-8.7%**，降幅较 1-11 月**扩大** 0.9 个百分点；新建商品房**销售额****-12.6%**，降幅较 1-11 月**扩大** 1.5 个百分点。2025 全年**百强房企业绩**同比**-19.0%**。「克而瑞」估计住宅市场成交规模在低位筑底基础上，存在结构性回暖可能，而价格整体预计保持窄幅盘整。

5. 贸易：

- 按美元计，2025 全年**进出口**同比+3.2%；其中，**出口及进口**分别+5.5%(前三季：+6.1%)及持平。**东盟**(+13.4%)、**欧盟**(+8.4%)、**美国**(**-19.9%**)仍为前三大贸易出口伙伴。对共建「一带一路」国家**出口**同比+10.6%，东盟占「一带一路」出口达 34.8%，其中越南占比最高。**其他非美国国家和地区贸易支撑作用明显**(12 月对**印度**(+22.1%)、**拉美**(+9.8%)、**非洲**(+21.8%)**出口金额**增长势头良好)；按产品，12 月**汽车**(+71.7%)、**集成电路**(+47.7%)**出口**增长较强劲，但**灯具、玩具、箱包**等劳动密集型产品**出口金额**则**连续 5 个月两位数下滑**。
- 展望后续，中美博弈节奏变换与全球产业链加速重构下，出口承压但也有结构性支撑，预计全年出口增速在 4.5%左右。

6. 金融运作：

- 2025 年 12 月末，**社融存量**+8.3%(前三季末：+8.7%)，**政府债券融资**拉动效应显著**减弱**(**政府债券存量及增量**升幅较前三季度**回落**)；**人民币贷款余额**+6.4%，增

速续处于有记录以来的最低水平(1月人民币贷款余额+6.1%，增速再降0.3个百分点)；住户新增贷款占比(2.7%)继续**缩减**，显示居民融资需求延续偏弱。不过，展望今年将延续积极财政政策基调以及相对宽松的货币政策，政府债仍将是社融增长重要动能，**预计2026年信贷增速仍将保持在7%—8%左右**。2026年1月末，社会融资规模存量同比增长8.2%。

- 2025全年末M2(+8.5%)，M1(+3.8%)；M2-M1「剪刀差」为4.7个百分点，连续3个月**扩大**，**资金活性下降**。2026年1月末，M2及M1分别增长9.0%及4.9%，M2与M1的同比增速之「剪刀差」收窄至4.1个百分点。部分原因是1月政府债券大规模发行，月末财政存款同比大幅多增的背景下，1月末M2增速继续显著上升。M1增速回升则主要是上年同期增速(+0.4%)基数低。展望后续，基数回落支撑M1反弹，宽松的货币政策则支撑M2，预期两者增速「剪刀差」或在现水平徘徊。
- 12月末，外汇储备规模升至3.36万亿美元；人民币汇率为1美元兑7.0288元人民币，2025年人民币对美元汇率升值4.4%，尤其自2025年12月以来，**人民币汇率整体呈现稳中趋强态势**。预期今年内人民币保持在合理均衡水平，**基本稳定，不会出现单边大幅波动**。2026年1月末，外汇储备再升至3.39万亿美元。

二、财税运作概况

1. 全国一般公共预算收入降，但其中，地方一般公共预算收入增速稳步回升

2025年，全国一般公共预算收入216,045亿元，**同比下降1.7%**（2024年：+1.3%），低于“+0.1%”的预算目标，由1-11月(+0.8%)升转跌；其中，**税收**同比+0.8%，**非税收入**同比**-11.3%**。其中，中央一般公共预算收入93,963亿元，**同比下降6.5%**（2024年同期：+0.9%），降幅较1-11月**扩大5.5个百分点**；地方一般公共预算本级收入122,082亿元，**同比增长2.4%**（2024年同期：+1.7%），增速较1-11月加快0.2个百分点，比上半年、前三季度分别提高0.8个、0.6个百分点，呈稳步回升态势。

2. 社保、教育、科技、文体传媒、卫生、节能及债息支出增速继续高于财政支出均速

2025年，全国一般公共预算支出同比+1.0%，低于+4.4%的全年目标。

摘要

一、宏观经济及金融运行概况

(1) 整体经济：

- 全年 GDP 同比实际增 5.0%，其中，第四季 GDP 同比实际增 4.5%，增速较三季度回落 0.3 个百分点，整体呈逐季回落态势；名义 GDP 增速(+3.9%)和实际 GDP 同比增速续倒挂但差距收窄，反映通缩情况略有改善；
- 第三产业增速及对经济增长贡献率续居首位，第二产业增长放缓幅度较大(全年：+4.5%、上半年：+5.3%)；
- 消费贡献率续居“三驾马车”之首，净出口展现较强韧性，但投资需求仍弱
- 超六成省市 GDP 增速高/等于全国，西藏(+7.0%)居首，广东增长 3.9%；
- 部分国际机构上调中国 GDP 增长预测，但预测增速多在 4.5%以内。

项目	24 年 全年	25 年 前三季	25 年 全年	备注
国内生产总值(实质增长)	+5.0%	+5.2% (Q3： +4.8%)	+5.0% (Q4： +4.5%)	<ul style="list-style-type: none"> ➢ Q4 名义 GDP 同比增长 3.9%，较 Q3 加快 0.2 个百分点，与实际 GDP 增速(+4.5%)之「倒挂差」较 Q3 收窄 0.5 个百分点； ➢ Q4 GDP 环比增长 1.2%，连续 8 个季度在 1.0% 以上，且增幅较三季度上升 0.1 个百分点； ➢ 全年第三产业(+5.4%)增速最快，第二产业(+4.5%)增速回落，第三产业对经济增长贡献率(占 61.4%)仍居首位； ➢ Q4 “三驾马车”对经济增长贡献率由大到小依次是：最终消费支出(占 52.9%)、货物和服务净出口(占 31.1%)、资本形成总额(占 16.0%)，投资贡献率整体仍处低位； ➢ 20 个省市 GDP 增速高于/等于全国增速，其中西藏(+7%)增速领跑全国，top5 经济大省中，广东 GDP 增速(+3.9%)低于其余四省。

IMF、经合组织及世界银行等国际机构上调中国 2026 年 GDP 增长预测，但预测增速多在 4.5%以下：

经济预测	国际货币基金组织(IMF)	经合组织(OECD)	世界银行(World Bank)	
全球	2025年	3.3%	3.2%	2.3%-->2.7%
	2026年	3.1%-->3.3%	2.9%	2.4%-->2.6%
中国	2025年	5.0%	5.0%	4.9%
	2026年	4.2-->4.5%	4.3-->4.4%	4.2-->4.4%

(2) 工业制造：

- 12月工业生产增速止跌回升，纺织服饰业生产续跌，料今年工业生产增速降
- 12月规上工业利润增长转正，纺织服饰利润续跌，料今年工业利润料续修复
- 12月PPI跌幅为2024年9月以来最小，且同比跌幅续收窄、环比连续3个月上涨，料2026年跌幅续收窄(今年1月PPI续降)。

项目	24年全年	25年前三季	25年全年	备注
规模以上工业增加值 (实质增长)	+5.8%	+6.2%	+5.9%	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 12月规上工业增加值同比实际增长5.2%，增速较上月加快0.4个百分点，主因当月出口强力支撑； ➤ 12月纺织服饰增加值同比少2.2%，降速较上月收窄2.2个百分点； ➤ 「财信研究」表示，在出口维持韧性、企业盈利改善和“十五五”开局之年产业项目的带动下，预计2026年工业生产有望维持5%左右的中高速水平。
规模以上工业企业利润	-3.3%	+3.2%	+0.6%	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 12月规模以上工业企业利润由11月份下降13.1%转为增长5.3%，扭转了增速连续2个月为负的态势，利润率同比大幅回升是主要贡献； ➤ 全年纺织服装、服饰业(-27.3%)利润增幅仍负，且降幅均有扩大； ➤ 「民生银行」指出，制造业设备更新和技术改造需求持续释放，工业企业经营环境和利润率有望逐步改善，带动工业企业利润由阶段性修复向更具韧性的温和增长过渡。
工业生产者出厂价格(PPI)	-2.2%	-2.8%	-2.6%	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 12月全国工业生产者出厂价格同比降1.9%，为2024年9月后最小跌幅，且环比(+0.2%)连续3个月升； ➤ 12月衣着生产者出厂价格同比降0.1%，降幅较上月缩0.2个百分点； ➤ 「东方金诚」指：PPI仍面临持续下行压力，预计2026年全年累计同比下降1%左右。 ➤ 2026年1月，PPI同比下降1.4%，降幅比上月收窄0.5个百分点。

(3) 居民消费：

- 12月、1月CPI涨幅连续4个月回升，且12月涨幅创34个月以来新高，料2026年物价轻微回升；
- 12月社会消费品零售总额增速连续7个月下滑，增速创2023年以来最低水平，环比增速连续2个月为负；服装、鞋帽、针纺织品类销售在“双十一”电商促销结束后增速回落。
- 12月实物商品网上零售额同比仅增长0.8%，主因国补退坡及高基数影响线上家电品类增速，以及10月起《互联网平台企业涉税信息报送规定》实施，令部分依靠低价逃税的网店减少或经营困难，从而影响网上销售。

项目	24年全年	25年前三季	25年全年	备注
居民消费价格(CPI)	+0.2%	-0.1%	+0.0%	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 12月全国居民消费价格同比升0.8%，增幅较上月加快0.1个百分点，涨幅连续3个月回升，除低基数效应外，主因食品价格涨幅扩大拉动； ➢ 12月核心CPI同比上涨1.2%，涨幅与上月持平，连续4个月高于1%，主要受家电、汽车价格同比改善以及国际金价大幅上涨支撑； ➢ 「北京大学国民经济研究中心」表示，受“稳增长、促消费”政策影响，叠加2025年低基数效应，或推动2026年CPI增速上行，但难以短期快速大幅上涨。 ➢ 2026年1月，CPI同比上涨0.2%，连续4个月维持正值。核心CPI同比上涨0.8%，较上月减慢0.4个百分点。
社会消费品零售总额	+3.5%	+4.5%	+3.7%	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 12月社会消费品零售总额同比增长0.9%，较上月回落0.4个百分点，环比下降0.12%，其中商品零售(+0.7%)增速低于服务零售额(+5.5%)；除去年高基数效应外，近期部分地区继续收紧消费补贴政策导致家电、汽车等商品的销量数据同比下滑速度加快； ➢ 12月实物商品网上零售额同比仅增长0.8%；主因国补退坡及高基数影响线上家电品类增速，以及10月起《互联网平台企业涉税信息报送规定》实施，令部分依靠低价逃税的网店减少或经营困难，从而影响网上销售。

				<ul style="list-style-type: none"> ➤ 12月家具类(-2.2%)和建筑装潢材料(-11.8%)零售额续跌,但跌幅分别收窄1.6和5.2个百分点;服装、鞋帽、针纺织品类(+0.6%)销售在“双十一”电商促销后增速回落2.9个百分点; ➤ 「财信研究」料在物价回暖支撑收入、政策刺激服务消费的带动下,社零增速有望温和回升,但恢复高度仍受地产调整等制约,全年增速或在4.5%左右。
--	--	--	--	---

(4) 投资:

- 2025年全国固投(不含农户)出现有统计数据以来首次年度负增长,民间固投连续第3年陷入收缩,12月基建投资增速均延续回落且降幅扩大,制造业投资增速创疫情年份外最低值,但料政策支持下,有望对后续固投形成支撑;
- 2025年全国房地产开发投资增速创2020年2月以来最低值,累计同比降幅连续10个月扩大,12月房地产开发投资增速创2000年有数据以来的最大单月同比降幅;
- 2026年1月TOP100房企实现单月销售操盘金额同比降幅扩大,各梯队房企的销售操盘金额门槛均有降低。

项目	24年全年	25年前三季	25年全年	备注
全国固投	+3.2%	-0.5%	-3.8%	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 2025年,全国固投(不含农户)同比降3.8%,累计同比增速连续4个月为负,且降幅持续扩大,跌幅较1-11月扩大1.2个百分点,增速创2020年6月以来新低; ➤ 12月固投同比降15.1%,降幅较上月扩大3.1个百分点;环比季调降1.13%,降幅较前值(-0.37%)进一步扩大; ➤ 12月,广义和狭义基建投资均连续6个月同比下降。其中,狭义基建投资同比降12.2%,降幅较上月扩大2.5个百分点;广义基建投资同比降16%,降幅较上月扩大4.1个百分点; ➤ 12月制造业投资同比下滑10.5%,降幅较上月扩大6个百分点,为除疫情月份外首次双位数下降,政策节奏错位、

				<p>托举力度下降，叠加“反内卷”政策影响或是主要原因；</p> <p>➤ 「东方金诚」表示，外部环境波动对制造业投资信心的冲击料正缓解，加之包括大规模设备更新支持政策在内，2026年财政、货币、产业政策还会继续向培育促进新质生产力发展方向倾斜，制造业投资有望实现4.0%左右的增长。</p>
民间固投	-0.1%	-3.1%	-6.4%	<p>➤ 2025年民间固定资产投资同比下降6.4%，连续第3年陷入收缩，累计同比增速连续7个月为负，且降幅持续扩大，较1-11月扩大1.1个百分点，对整体投资的拖累加深，民营企业“不敢投、不愿投”现象未有缓解。</p>
房地产开发投资	-10.6%	-13.9%	-17.2%	<p>➤ 12月房地产开发投资金额同比下降36.8%，降幅较上月扩大5.4个百分点，全年单月投资降幅持续扩大。</p>
房地产销售	商品房销售面积： -12.9%	商品房销售面积： -5.5%	商品房销售面积： -8.7%	<p>➤ 2025年，房地产销售均价同比下降4.3%，降幅较1-11月进一步扩大0.7个百分点；12月房地产销售均价同比下降9.5%，降幅较11月略有扩大，并创2024年5月以来单月最大同比跌幅。</p> <p>➤ 2025年，新建商品房销售面积同比下降8.7%，累计同比降幅较1-11月扩大0.9个百分点；</p> <p>➤ 12月销售面积同比下降16.6%，同比降幅较11月收窄1.3个百分点，从绝对值来看，处于2002年以来同期最低水平；</p> <p>➤ 「中银证券」指出，影响居民购房能力及购房意愿的收入与就业预期尚未根本性扭转，市场信心仍然不足，叠加2025年一季度的销售基数也相对较高，2026年一季度市场预计仍将面临一定调整压力。</p>
	商品房销售均价： -4.8%	商品房销售均价： -2.5%	商品房销售均价： -4.3%	

(5) 贸易：

- 12月进出口增速双双回升，对非美国国家和地区贸易支撑作用明显，料2026年出口增长承压，但仍有一定韧性；

- 12月汽车、集成电路出口增长较强劲，但灯具、玩具、箱包等劳动密集型产品出口金额则连续5个月两位数下滑；

项目	24年全年	25年前三季	25年全年	备注
进出口 (按美元计)	+3.8% (出口: +5.9%; 进口: +1.1%)	+3.1% (出口: +6.1%; 进口: - 1.1%)	+3.2% (出口: +5.5%; 进口: +0.0%)	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 12月出口总值同比增长6.6%，增速较上月加快0.7个百分点，主因中美吉隆坡贸易谈判后全球贸易环境趋于缓和及世界主要经济体制造业需求上升； ➤ 12月对美出口下降30%；对欧盟(+11.6%)出口仍有较快增长，但增幅较上月回落3.2个百分点；对印度(+22.1%)、拉美(+9.8%)、非洲(+21.8%)出口增长势头良好； ➤ 2025年，中国与共建“一带一路”国家和地区出口同比增长10.6%，增速较1-11月加快0.1个百分点，东盟仍是最大贸易伙伴，出口排在前三位的国家仍依次是越南、韩国和马来西亚，越南继续保持“一带一路”最大出口国地位，占比较前三季度上升3.2个百分点至13.5%； ➤ 12月汽车(+71.7%)出口金额同比增速为2023年8月以来最高值，集成电路(+47.7%)出口金额同比增速连续9个月两位数增长。灯具(-19.8%)、玩具(-19.5%)、箱包(-13.1%)等劳动密集型产品出口金额则连续5个月两位数下滑； ➤ 「中诚信」指出，中美博弈节奏变换与全球产业链加速重构下，出口承压但也有结构性支撑，料全年出口增速在4.5%左右。

(6) 金融运行：

- 12月末及今年1月末，社融增速稳中趋降，主因政府债券融资拉动效应显著减弱，人民币贷款仍是主要支撑，政府债券占比上升，但占比升幅有所回落；
- 12月末，人民币贷款余额同比增速与上月持平，今年1月末增速再较上月减慢，增速续创有数据记录以来的最低水平，显示信贷需求仍待提振，12月新增人民币贷款呈现“企业强、居民弱”的特征；
- 12月末，广义货币(M2)余额同比增速较上月加快0.5个百分点，狭义货币(M1)余额同比增速较上月回落1.1个百分点，M2与M1的同比增速之「剪刀差」(4.7

个百分点)为 2025 年 6 月以来的最高水平；2026 年 1 月末，M2 及 M1 增速均加快，「剪刀差」稍收窄至 4.1 个百分点。

- 今年 1 月末，我国外汇储备规模创 2015 年 12 月以来新高，并连续 6 个月上升超 3.3 万亿美元，全年人民币对美元的汇率走势呈现出“先抑后扬、震荡上升”态势，预计 2026 年人民币汇率不会出现单边大幅波动，“均衡弹性”将是全年核心特征。

项目	24 年 12 月末	25 年 9 月末	25 年全 年	备注
社会融资规模 存量	+8.0%	+8.7%	+8.3	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 2025 年末，社会融资规模存量同比增长 8.3%，较上月回落 0.2 个百分点；12 月社融增量较上月少增 2851 亿元，显示社融供给动力减弱； ➤ 2025 年，人民币贷款仍是主要支撑，但占比继续回落，政府债券存量及增量均有上升，但升幅分别较前三季度回落 0.5 和 6.2 个百分点。 ➤ 今年 1 月末，社会融资规模存量同比增长 8.2%，增速较上月回落 0.1 个百分点。社会融资规模增量比上年同期多 1662 亿元。
人民币贷款余额	+7.6%	+6.6%	+6.4%	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 12 月末，人民币贷款余额同比增长 6.4%，增速与上月持平；2026 年 1 月末，人民币贷款余额同比增长 6.1%，增速较上月减慢 0.3 个百分点，增速续创有纪录以来最低； ➤ 12 月新增人民币贷款同比少增 0.08 万亿元，住户短期贷款同比多减、中长期贷款少增，显示居民加杠杆购房意愿依然疲软，企业短期贷款和中长期贷款均增加； ➤ 「中信建投」指：2026 年延续了积极的财政政策基调以及相对宽松的货币政策，政府债仍将是社融增长重要动能，预计 2026 年信贷增速仍将保持在 7%—8% 左右。
广义货币 (M2) 余额	+7.3%	+8.4%	+8.5%	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 12 月末，广义货币 (M2) 余额同比增长 8.5%，增速较上月加快 0.5 个百分点，主要受新型政策性金融工具的资金拨付与信贷派生、人民币汇率持续升值带来的季节性结汇和跨境资金流入以及季末考核促使部分资金回流至存款端等多重因素影响。

				<ul style="list-style-type: none"> ➤ 2026年1月末，廣義貨幣(M2)同比增長9.0%，增速較上月加快0.5個百分點。
狭义货币(M1)余额	-1.4%	+7.2%	+3.8%	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 12月末，狭义货币(M1)同比增长3.8%，增速较上月回落1.1个百分点，主因去年同期财政化债政策导致基数较高。 ➤ 12月末，M2与M1的同比增速之「剪刀差」由11月末的3.1个百分点升至4.7个百分点，连续3个月扩大，表明资金活性下降，微观主体预期仍待改善。 ➤ 2026年1月末，狭义貨幣(M1)餘額同比增长4.9%，增速較上月加快1.1個百分點。M2與M1的同比增速之「剪刀差」由12月末的4.7個百分點收窄至4.1個百分點。 ➤ 「東方金誠」認為，1月政府債券大規模發行，月末財政存款同比大幅多增的背景下，1月末M2增速繼續顯著上升，背後的原因是非銀存款延續大幅同比多增勢頭。M1增速回升主要是上年同期增速基數低。
外汇储备规模(按月环比)	-1.9%	+0.5%	+0.34%	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 12月末，我国外汇储备规模较11月末上升115亿美元，升幅为0.34%；今年1月末，再较12月底上升1.23%，创2015年12月以来新高，并连续6个月上升； ➤ 「東方金誠」指出，近期人民币对美元单边走强态势恐难持续，2026年人民币对美元可能存在一定贬值压力，但2026年宏观政策发力稳增长、稳汇市工具适时出手，能够为“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”提供关键支撑，预计2026年人民币对美元汇价将围绕7.0至7.2中枢双向波动。

二、财税运行概况及政策动态

1. 一般公共预算收入增速显着回落，非税收入降幅扩大成为主要拖累

2025年，全国一般公共预算收入**同比下降1.7%**，低于“+0.1%”的预算目标，由1-11月升(0.8%)转跌。其中，全国税收收入**同比增长0.8%**，继续低于全年“+3.7%”的预算目标，且增速较1-11月**回落1.0个百分点**；非税收入**同比下降11.3%**，仍高于全年“-14.7%”的预算目标，较1-11月同比降速(-3.7%)大幅扩大，主因2024年一次性安排中央单位上缴专项收益抬高基数。

2. 社保、教育、科技、文体传媒、卫生、节能及债息支出增速续高于财政支出增速
2025年，全国一般公共预算支出同比增长1.0%，增速与1-11月回落0.4个百分点，低于全年目标（+4.4%）。社会保障和就业、教育、科学技术、文化旅游体育与传媒、卫生健康、节能环保及债务付息支出明显高于财政支出平均增速，农林水、城乡社区、交通运输增速为负。

3. 自2026年1月1日起，个人（不含个体工商户中的一般纳税人）将购买不足2年的住房对外销售的，按照3%的征收率全额缴纳增值税；个人将购买2年以上（含2年）的住房对外销售的，免征增值税。

<https://fgk.chinatax.gov.cn/zcfgk/c102416/c5246971/content.html>

4. 自2026年1月1日至2027年12月31日，对出售自有住房并在现住房出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。

<https://fgk.chinatax.gov.cn/zcfgk/c102416/c5242425/content.html>

5. 公共租赁住房税收优惠政策延续实施

<https://fgk.chinatax.gov.cn/zcfgk/c102416/c5247101/content.html>

三、政策动态

1. 宏观政策(2025年12月中央经济工作会议)：

- 经济工作在政策取向上，要坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度，提升宏观经济治理效能。
- 增强宏观政策取向一致性和有效性。将各类经济政策和非经济政策、存量政策和增量政策纳入宏观政策取向一致性评估。健全预期管理，提振社会信心。

2. 货币政策：

- 2025年12月中央经济工作会议：要继续实施适度宽松的货币政策。把促进经济稳定增长、物价合理回升作为货币政策的重要考虑，灵活高效运用降准降息等多种政策工具，保持流动性充裕，畅通货币政策传导机制，引导金融机构加力支持扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
- 央行货币政策委员会2025年第四季度例会：
 - (1) 落实落细适度宽松的货币政策，加强逆周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加大货币财政政策协同配合，促进经济稳定增长和物价处于合理水平。
 - (2) 加强货币政策调控，提高前瞻性、针对性、有效性，把握好政策实施的力度和节奏，充分释放政策效应。

(3) 保持流动性充裕，引导金融机构加大货币信贷投放力度，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。

(4) 强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，推动社会综合融资成本下降。

(5) 畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率，防范资金空转。

(6) 增强外汇市场韧性，稳定市场预期，防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

(7) 加力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸等，做好“两重”“两新”等重点领域的融资支持。

(8) 加大存量商品房和存量土地盘活力度，巩固房地产市场稳定态势，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。

3. 财政政策

- 2025年12月中央经济工作会议：要继续实施更加积极的财政政策。保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量，加强财政科学管理，优化财政支出结构，规范税收优惠、财政补贴政策。
- 2025年12月底召开的全国财政工作会议：
 - (1) 扩大财政支出盘子，确保必要支出力度。
 - (2) 优化政府债券工具组合，更好发挥债券效益。
 - (3) 提高转移支付资金效能，增强地方自主可用财力。
 - (4) 持续优化支出结构，强化重点领域保障。
 - (5) 加强财政金融协同，放大政策效能。

一、宏观经济

(一) 整体经济

1. 全年 GDP 同比实际增 5.0%，第三产业增速及对经济增长贡献续居首位

(1) 四季度 GDP 同比实际增 4.5%，但反映通缩的「倒挂差」连续 2 个季度收窄

2025 年，国内生产总值 1,401,879 亿元，同比实际增长 5.0%（2024 年：+5.0%），完成“5%左右”的年度预期目标，但增速较前三季度回落 0.2 个百分点，整体呈逐季回落态势^①。其中，四季度 GDP 同比实际增 4.5%（2024 年同期：+5.4%），增速较三季度进一步回落 0.3 个百分点，主因政策节奏错位^②、“反内卷”短期阵痛与增量工具效能尚待显现。

四季度名义 GDP 同比增长 3.9%（2024 年同期：+4.6%），与实际增速倒挂差 0.6%，较三季度倒挂差收窄 0.5 个百分点，反映通缩情况略有改善。

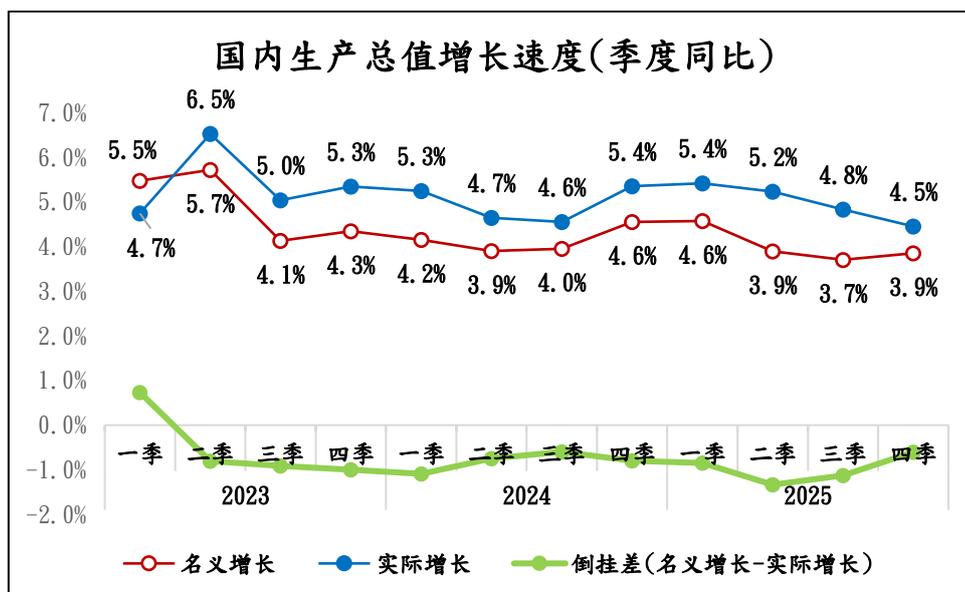


图 1 国内生产总值增长速度（季度同比）

从环比看，四季度国内生产总值增长 1.2%（2024 年同期：+1.6%），环比增速连续 14 个季度为正，连续 8 个季度在 1.0% 以上，且增幅较三季度升 0.1 个百分点。

「财信研究」表示，从短期看，2025 年三四季度以来，消费和投资需求增速下降明显，亟需逆周期政策发力。“十五五”规划开局之年，料政策将主动靠前发力，年内各季度经济走势将与政策落地力度紧密关联，综合考虑政策、基数效应以及海外经济环境，预计一季度 GDP 增长 4.9% 左右。但从中长期看，我国经济增长的内生韧性与政策确定性显著增强，2026 年经济并非依赖传统刺激路径，而是在结构优化

^① 一季度到四季度分别增长 5.4%、5.2%、4.8%和 4.5%。

^② 2025 年四季度政策发力形成经济脉冲，2025 年政策节奏整体前置。

基础上实现稳健运行，预计全年 GDP 增长 4.8%左右。

(2) 第三产业增速及对经济增长贡献率仍居首位，第二产业增速继续回落

分产业看，2025年全年**第三产业(+5.4%)增速最快**，分别高出第一产业和第二产业1.5和0.9个百分点，较去年同期加快0.3个百分点，**第二产业(+4.5%)增速较前三季度(+4.9%)和上年同期(+5.0%)均有回落**；第三产业对经济增长贡献率(占61.4%)仍居首位，分别高出第一产业(占5.8%)和第二产业(占32.8%)贡献率55.6和28.6个百分点。

表1 三产业增加值增速

分产业	第一产业增加值	第二产业增加值	第三产业增加值	整体经济增长
	(以渔农业为主)	(以工业为主)	(以服务业为主)	
2024年第一季	+3.5%	+5.7%	+5.1%	+5.3%
2024年上半年	+3.7%	+5.5%	+4.7%	+4.9%
2024年前三季	+3.5%	+5.1%	+4.8%	+4.8%
2024年	+3.7%	+5.0%	+5.1%	+5.0%
2025年第一季	+3.5%	+5.9%	+5.3%	+5.4%
2025年上半年	+3.7%	+5.3%	+5.5%	+5.3%
2025年前三季	+3.8%	+4.9%	+5.4%	+5.2%
2025年	+3.9%	+4.5%	+5.4%	+5.0%

2. 消费贡献率续居“三驾马车”之首，净出口有较强韧性，但投资贡献率仍低

2025年，最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口贡献率分别为52.0%、15.3%、32.7%，内需(消费及投资)对经济增长贡献率为67.3%(2024年：+69.9%)，较前三季度提高0.6个百分点。投资贡献率仍处低位。

其中，四季度，“三驾马车”对经济增长贡献率呈现“**最终消费支出>货物和服务净出口>资本形成总额**”的特点。最终消费支出(占52.9%)对经济增长贡献率较三季度**回落1.2个百分点**，而资本形成总额(占16.0%)和净出口(占31.1%)对经济增长贡献率分别较三季度上升0.1和1.1个百分点，净出口彰显较强韧性。

表2 三大需求对 GDP 增长的贡献度

	经济增长构成	最终消费支出	资本形成总额	货物和服务净出口
2024年第四季	经济增长贡献率	32.1%	22.1%	45.8%
	拉动经济增长(百分点)	1.7	1.2	2.5
2024年	经济增长贡献率	47.0%	22.9%	30.2%
	拉动经济增长(百分点)	2.3	1.1	1.5
2025年第一季	经济增长贡献率	50.1%	4.7%	45.2%
	拉动经济增长(百分点)	2.7	0.3	2.5
2025年第二季	经济增长贡献率	51.0%	24.2%	24.8%
	拉动经济增长(百分点)	2.6	1.3	1.3

2025年第三季	经济增长贡献率	54.1%	15.9%	30%
	拉动经济增长(百分点)	2.6	0.8	1.5
2025年第四季	经济增长贡献率	52.9%	16.0%	31.1%
	拉动经济增长(百分点)	2.4	0.7	1.4

3. 超六成省市 GDP 增速高/等于全国，西藏（+7.0%）居首，广东增长 3.9%

2025 年，31 个公布 GDP 的省市中，20 个省市 GDP 增速高于或等于全国增速，其中西藏以 7.0% 的增速领跑全国。TOP5 经济大省中，广东增速继续显著低于全国水平，其余四省增速介于 5.3~5.5%，其中山东、浙江、四川增速均为 5.5%。

2025 年，广东实现地区生产总值 14.58 万亿元（+3.9%），其中规模以上工业增加值（+3.0%）、服务业增加值（+4.7%）增速分别较前三季度回落 0.5 和 0.2 个百分点，且显著低于全国水平；社会消费品零售总额（+2.8%）增速与前三季度持平，但较 1-11 月份加快 0.3 个百分点；固定资产投资（-17.3%）降幅分别较前三季度和 1-11 月扩大 3.2 个百分点和 1.6 个百分点，其中房地产开发投资（-23.6%）降幅分别较前三季度和 1-11 月扩大 3.0 和 2.1 个百分点，显示房地产市场持续深度调整，对经济拖累进一步加深。

2025 年，广东外贸进出口 9.49 万亿元人民币，同比增长 4.4%（2024 年：+9.8%），规模连续 40 年位居全国各省市首位，占全国外贸总值的 20.9%（2024 年：20.8%），连续三年回升，对全国外贸增长的贡献率（24.1%）居全国第一。广东省政府工作报告提出，预期 2026 年全年进出口总额增长 3% 左右。

表 3 全国各地省市 GDP 情况

各省/市	2024 年全年		2025 年前三季		2025 年全年	
	GDP (亿元)	增长 (%)	GDP (亿元)	增长 (%)	GDP (亿元)	增长 (%)
广东省	141,633.8	3.5	105,176.98	4.1	145,800	3.9
江苏省	137,008.0	5.8	102,811	5.4	142,351.5	5.3
山东省	98,566.0	5.7	77,115	5.6	103,197	5.5
浙江省	90,131.0	5.5	68,495	5.7	94,545	5.5
河南省	63,590.0	5.1	48,867.57	5.6	66,632.79	5.6
四川省	64,697.0	5.7	49,322.2	5.5	67,665.34	5.5
湖北省	60,013.0	5.8	44,875.62	6.0	62,660.90	5.5
福建省	57,761.0	5.5	42,339.86	5.2	60,199.45	5.0
湖南省	53,231.0	4.8	40,240.56	5.4	55,308.65	4.8
安徽省	50,625.0	5.8	39,770	5.4	52,989	5.5
上海市	53,926.7	5.0	40,721.17	5.5	56,708.71	5.4
北京市	49,843.1	5.2	38,415.9	5.6	52,073.4	5.4
河北省	47,526.9	5.4	35,547.6	5.5	49,305.2	5.6
陕西省	35,538.8	5.3	25,771.37	5.3	36,551.1	5.1
江西省	34,202.5	5.1	25,680.2	5.4	36,020	5.2
重庆市	32,193.2	5.7	24,449.36	5.3	33,757.93	5.3

辽宁省	32,612.7	5.1	24,283.9	4.3	33,182.9	3.7
云南省	31,534.1	3.3	23,518.47	4.3	32,765.78	4.1
广西省	28,649.4	4.2	21,487.03	5.3	29,727.45	5.1
内蒙古	26,314.6	5.8	18,471.9	4.5	26,710	4.7
山西省	25,494.7	2.3	17,806.53	4.0	25,495.7	4.0
贵州省	22,667.1	5.3	17,352.04	4.9	23,562.17	4.9
新疆	20,534.1	6.1	15,568.23	5.5	21,500	5.5
天津市	18,024.3	5.1	13,416.08	4.7	18,539.82	4.8
黑龙江省	16,476.9	3.2	11,489.0	4.8	16,878	4.2
吉林省	14,361.2	4.3	10,832	5.3	14,973.88	5.0
甘肃省	13,002.9	5.8	9,970.2	6.1	13,697.5	5.8
海南省	7,935.7	3.7	5,686.64	3.9	8,108.85	4.0
宁夏	5,503.0	5.4	4,028.89	5.8	5,696.49	5.3
青海省	3,950.8	2.7	2,866.40	3.7	4121.84	4.1
西藏	2,764.9	6.3	2070.06	7.1	3,031.89	7.0

数据来源:国家统计局、各省市统计局官网等

4. 部分国际机构上调中国 GDP 增长预测，但预测增速多在 4.5% 以内

2026 年 1 月 19 日，国际货币基金组织（IMF）发布了 2026 年第一期《世界经济展望》报告显示，上调 2026 年对中国经济增长的预测至 4.5%，较去年 10 月预测值上调 0.3 个百分点，这一乐观修正的逻辑主要建立在内部政策加码与外部压力缓解的基础上。

2025 年 12 月 2 日，经济合作与发展组织发布新一版《全球经济展望》将中国经济增速上调 0.1 个百分点至 4.4%。报告认为，财政政策为中国国内需求提供了支撑，预计中国将维持宽松的货币政策立场，赤字目标占 GDP 的比重提高了一个百分点，政策利率保持不变以支持经济活动。不过，高额的预防性储蓄以及以旧换新计划的偿还效应将抑制消费，该计划曾导致消费者提前购买耐用品以享受低价优惠。投资方面，旨在解决激烈竞争和产能过剩问题的「反内卷」整合运动预计将抑制企业投资，但随着新的五年规划的实施，基础设施投资有望回升。另外，贸易不确定性的风险持续，出口提前购入的趋势亦逐渐消退。

2026 年 1 月 13 日，世界银行发布最新一期《全球经济展望》将 2026 年中国经济增速上调 0.2 个百分点至 4.4%，并表示，中国经济表现强于预期，主要得益于财政刺激措施和对非美国市场出口的增加。消费方面，商品以旧换新计划和其他消费补贴等财政刺激措施提振了消费；不过，通胀维持在低位，反映出国内需求疲软。另外，投资放缓，主要原因是房地产投资萎缩，房地产市场进一步疲软。宽松的货币和财政政策预计将起到部分抵消作用，但可能受到不断上升的债务水平的限制。

表 4 国际机构对全球及中国经济增速预测

经济预测		国际货币基金组织 (IMF)	经合组织 (OECD)	世界银行 (World Bank)
全球	2025年	3.3%	3.2%	2.3%-->2.7%
	2026年	3.1%-->3.3%	2.9%	2.4%-->2.6%
中国	2025年	5.0%	5.0%	4.9%
	2026年	4.2-->4.5%	4.3-->4.4%	4.2-->4.4%

(二) 工业生产

1. 12月工业生产增速升，但纺织服饰业为负增长，料今年工业生产增5%左右

2025年，规模以上工业增加值同比增长**5.9%**（2024年：**+5.8%**），增速较1-11月**回落0.1个百分点**，较去年同期加快0.1个百分点。三大门类中，**制造业(+6.4%)**增速续居首位，高出规上工业0.5个百分点，增速与1-11月持平，其中装备制造业(+9.2%)、高技术制造业(+9.4%)增速分别快于规上工业3.3和3.5个百分点，高技术制造业增速更创2022年以来最高点。分行业看，41个工业大类行业中36个行业增加值增长，**增长面达87.8%**。其中，**纺织服饰业同比减少3.0%**（2024年：**+0.8%**），降幅与1-11月持平，表现较整体规上工业差。「财信研究」指出，2025年工业、服务业生产增速显着高于同期投资、消费两大内需增速，生产供给端呈现“总量结构双优，供需矛盾加剧”、“量高价低”特征。

12月份，规模以上工业增加值同比实际增长**5.2%**（2024年同期：**+6.2%**），增速较上月加快0.4个百分点，主因当月出口的强力支撑。分行业看，12月份，41个大类行业中有33个行业增加值保持同比增长，**增长面为80.5%**。其中**纺织服饰业同比减少3.0%**（2024年同期：**+1.2%**），降幅较上月收窄2.2个百分点。

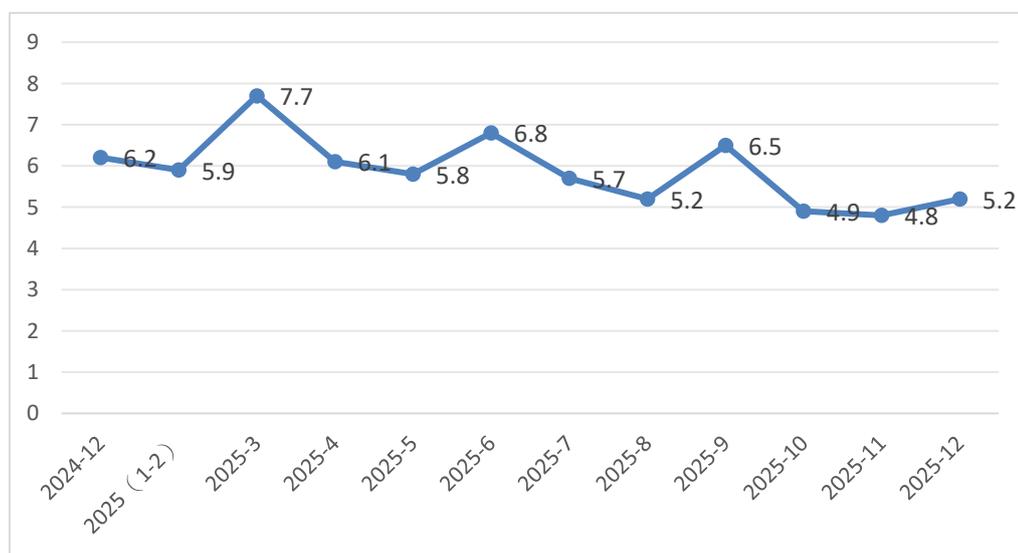


图 2 规模以上工业增加值同比增长

展望后市，「财信研究」表示，在出口维持韧性、企业盈利改善和“十五五”

开局之年产业项目的带动下，预计 2026 年工业生产有望维持 5%左右的中高速水平。

2. 规上工业企业利润增速由负转正，但纺织服饰业利润降幅扩大

2025年，全国规模以上工业企业实现利润总额73,982.0亿元，同比增长0.6%（2024年：-3.3%），扭转了连续三年下降态势，增速较1-11月加快0.5个百分点，主要受价格改善、盈利能力走强等因素带动，全年利润增长呈现“前低后高、震荡波动”走势。

从三大门类看，制造业（+5.0%）增速与1-11月持平，电力、热力、燃气及水生产和供应业（+9.4%）较1-11月加快1.0个百分点，采矿业（-26.2%）降幅较1-11月收窄1.0个百分点，连续5个月改善。

分行业看，41 个工业大类行业中，有16个行业利润总额累计同比增速实现正增长，增长面39.0%，较1-11 月有所收窄。结构上看，装备制造业（+7.7%）和高技术制造业（+13.3%）是全年利润增长的主要支撑。纺织服装、服饰业同比下降27.3%（2024年：+1.5%），降幅较1-11月扩大0.2个百分点。

分企业类型看，国有企业（-3.9%）利润累计同比降幅进一步扩大；而私营企业（+0.0%）、股份制企业（-0.1%）、外商及港澳台商投资企业（+4.2%）利润累计同比增速均出现边际改善，但仅有外商及港澳台商投资企业实现正增长。

12月份，规模以上工业企业利润由11月份下降13.1%转为增长5.3%，扭转了增速连续2个月为负的态势；环比增长14.0%（2024年同期：-4.5%），明显超季节性，近8年同期均为负增长。从“量、价、利润率”三要素分解来看，利润率同比回升是主要贡献^①，量价小幅提升^②对利润增速回升亦形成正向推动。

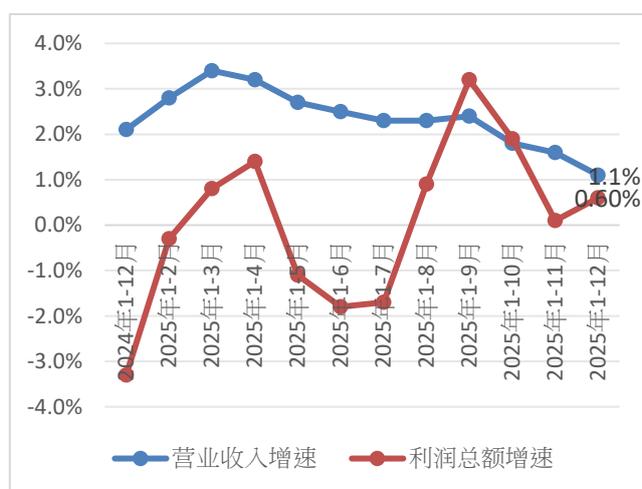


图3 规上工业企业累计营业收入与利润总额同比增速

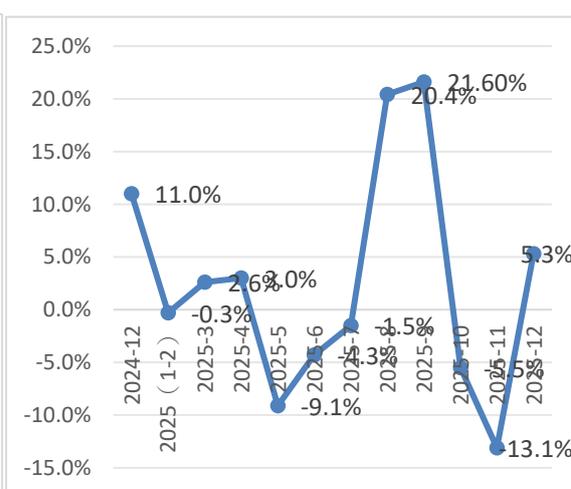


图5 规上工业企业各月利润总额增速

^① 由 1-11 月的 5.29% 升至 1-12 月的 5.31%。

^② 12 月工业增加值（+5.2%）同比小幅回升 0.4 个百分点；PPI 同比降幅（-1.9%）收窄 0.3 个百分点。

2025年，规模以上工业企业营业收入利润率为5.31%（2024年：+5.39%），较1-11月提高0.02个百分点。规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为85.31元，同比增加0.15元，但较1-11月下降0.19元。



图4 规模以上工业企业各月累计利润率与每百元营业收入中的成本

展望2026年，「民生银行」指出，需求端方面，国内消费平稳增长，总体需求稳中向好；物价端方面，“反内卷”政策作用下，物价降幅收窄，企业成本压力有所缓解，进一步支撑利润改善。随着制造业有效投资、设备更新和技术改造需求持续释放，工业企业经营环境和利润率有望逐步改善，带动工业企业利润由阶段性修复向更具韧性的温和增长过渡，工业企业利润有望延续修复态势。

（三）12月PPI同比跌幅收窄、环比连续3个月上涨，料2026年跌幅续收窄

2025年，工业生产者出厂价格下降2.6%（2024年同期：-2.2%），降幅较1-11月收窄0.1个百分点，PPI增速持续底部区间震荡。其中，衣着生产者出厂价格同比下降0.1%（2024年同期：-0.1%），降幅与1-11月持平。工业生产者购进价格同比下降3.0%（2024年同期：-2.2%），降幅较1-11月收窄0.1个百分点。东方金诚指出，7月以来PPI同比跌幅收敛，但工业品市场总体“供强需弱”格局尚未根本改观，工业品价格走势仍然偏弱。

表5 2025年12月工业生产者价格主要数据

	2025年12月		2025年1-12月
	环比涨跌幅(%)	同比涨跌幅(%)	同比涨跌幅(%)
一、工业生产者出厂价格(PPI)	0.2	-1.9	-2.6
衣着	0.2	-0.1	-0.1
二、工业生产者购进价格	0.4	-2.1	-3.0
纺织原料类	-0.1	-1.9	-2.0
三、工业生产者主要行业出厂价格			
纺织业	-0.1	-1.8	-2.3
纺织服装、服饰业	0.2	-0.4	-0.3

12月份，全国工业生产者出厂价格**同比下降1.9%**（2024年同期：**-2.3%**），降幅比上月收窄0.3个百分点，为2024年9月以来最小跌幅，**环比上涨0.2%**（2024年同期：**-0.1%**），连续3个月环比上涨，且涨幅比上月扩大0.1个百分点，主因反内卷政策持续推进带动相关行业供需结构改善及出厂价格修复，同时近期国际有色金属价格延续强势带动国内有色金属价格强势上涨。

从大类看，12月生产资料、生活资料价格降幅均有不同程度收窄。生产资料价格（**-2.1%**）成为拉低总体指数的主要动力，但降幅较前月收窄0.3个百分点，其中采掘业（**-4.7%**）跌幅最深，原材料工业和加工工业分别**下降2.6%和1.6%**；生活资料价格（**-1.3%**）降幅较前月收窄0.2个百分点，其中耐用消费品（**-3.5%**）价格跌幅较大，但较上月收窄0.1个百分点，一般日用品（**+1.4%**）价格涨幅较上月扩大0.3个百分点。**衣着生产者出厂价格同比下降0.1%**（2024年同期：**-0.1%**），降幅较上月收窄0.2个百分点。

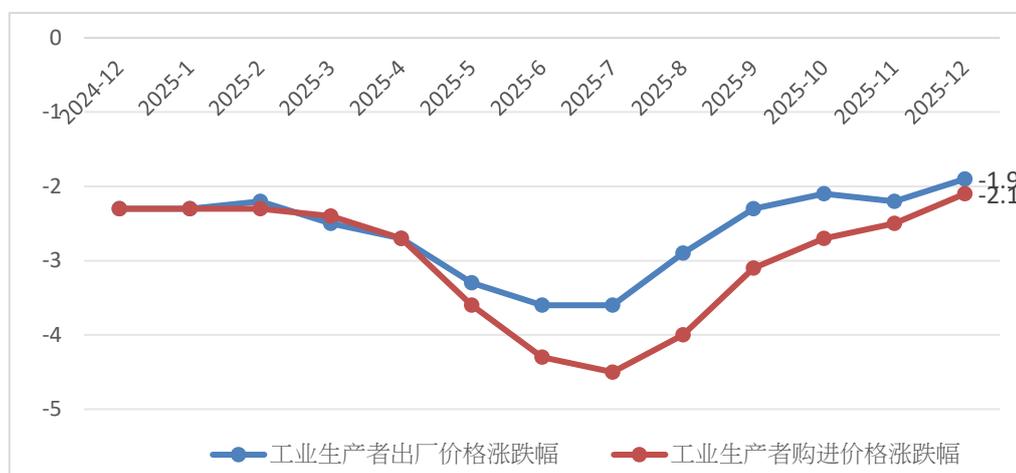


图6 工业生产者出厂价格(PPI)和购进价格涨跌幅(%)

展望2026年，「东方金诚」指出，在国内房地产市场出现趋势性止跌回稳、居民消费信心回升之前，PPI仍面临持续下行压力，**预计2026年全年累计同比下降1%左右**。2026年1月，PPI**同比下降1.4%**，降幅比上月收窄0.5个百分点。

（四）12月CPI涨幅创34个月以来新高，料2026年物价轻微回升

2025年，全国居民消费价格与上年持平（2024年同期：**+0.2%**），仍显着低于“2%左右”的年度目标，变幅与1-11月持平，主要受食品和能源价格拖累，核心CPI同比增长0.7%。「北大国民经济研究中心」指出，尽管整治“反内卷”式竞争效果较为明显，家用器具价格增速上涨较快，但居民收入增速依然相对较低，消费需求对政策依赖较大，内生动力不足，整体CPI增速仍处于底部区间。

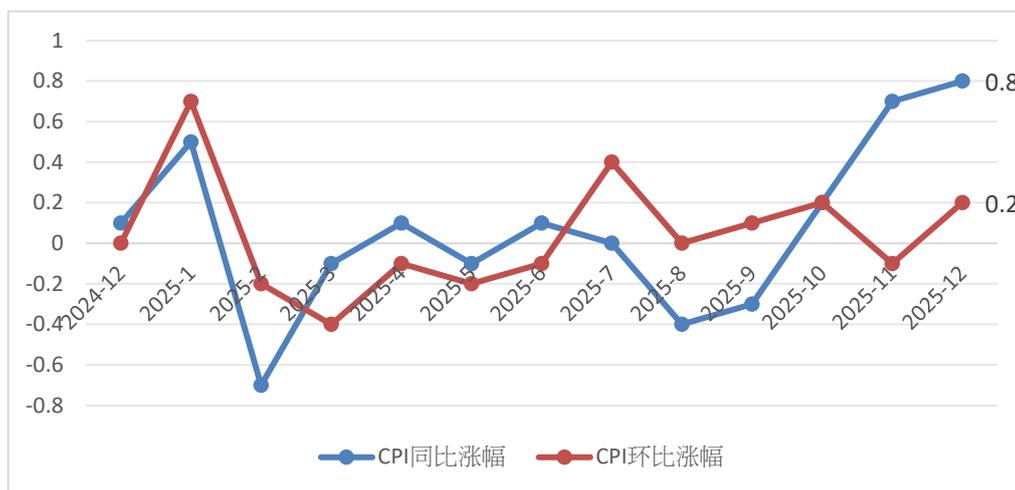


图7 全国居民消费价格涨跌幅 (%)

12月份，全国居民消费价格同比上涨**0.8%**（2024年同期：**+0.1%**），增速较上月加快0.1个百分点，涨幅连续3个月回升，创**2023年3月份以来最高水平**，除去年同期低基数效应外，主因食品价格涨幅扩大拉动。具体来看，**食品价格同比上涨1.1%**，其中鲜菜（**+18.2%**）和鲜果（**+4.4%**）价格上涨是当月CPI同比涨幅走扩的主因；**服务价格上涨0.6%**，涨幅与前月持平，整体仍处地位，其他用品及服务（**+17.4%**）、医疗服务（**+1.8%**）价格是主要拉升因素。CPI环比由上月**下降0.1%**转为**上涨0.2%**，环比略高于季节性水平（2015-2024年平均为0.15%），环比上涨主要受除能源外的工业消费品（**+0.6%**）价格上涨影响。扣除食品和能源价格的**核心CPI**同比**上涨1.2%**，与上月持平，**涨幅连续4个月保持在1%以上**，促消费政策显现，家电、汽车价格同比改善以及国际金价大幅上涨支撑。

展望2026年，「北京大学国民经济研究中心」表示，深入整治“反内卷”式竞争或能缓解供给相对过剩的问题，同时受“稳增长、促消费”政策影响，叠加2025年的低基数效应，或推动2026年CPI增速上行。但经济内生动力不足，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短期快速大幅上涨**。「东方金诚」预计全年CPI累计**同比增长0.4%**。2026年1月，CPI同比**上涨0.2%**，连续4个月维持正值。核心CPI同比**上涨0.8%**，较上月减慢0.4个百分点。

（五）12月社零增速七连降，服饰销售增速回落，料2026年社零增4.5%左右

2025年，社会消费品零售总额501,202亿元，**同比增长3.7%**（2024年：**+3.5%**），增速较1-11月**回落0.3个百分点**。

2025年，商品零售额443,220亿元，**同比增长3.8%**（2024年：**+3.2%**），增速较1-11月**回落0.3个百分点**，而服务零售额累计增速（**+5.5%**）^①连续4个月回升。实物商品网上零售额130,923亿元，**同比增长5.2%**（2024年：**+6.5%**），增速较1-

① 其中，文体休闲服务类、旅游咨询租赁服务类、交通出行服务类零售额增速明显快于整体服务零售增速。

11月回落0.5个百分点。当中，穿类商品同比增长1.9%，增速较1-11月回落1.6个百分点。

2025年，「限额以上服装、鞋帽、针纺织品类」同比增长3.2%（2024年：+0.3%），增速较1-11月回落0.3个百分点。限额以上零售业单位中「便利店、超市、百货店、专业店、品牌专卖」零售额分别同比增长5.5%、4.3%、0.1%、2.6%、-0.6%。

12月份，社会消费品零售总额45,136亿元，同比增长0.9%（2024年同期：+3.7%），增速连续7个月下滑，创2023年以来最低水平，较上月回落0.4个百分点；环比下降0.12%，环比增速连续2个月为负，增长动能进一步转弱。「西南证券」指出，近期增速走低除去年基数较高影响外，近期部分地区继续收紧消费补贴政策，导致家电、汽车等商品的销量数据同比下滑速度加快，对社零增速形成拖累。

12月份，商品零售（+0.7%）增速低于服务零售额（+5.5%），涨幅较11月回落0.3个百分点，是社零增速的主要拖累。实物商品网上零售额同比仅增长0.8%，主因国补退坡及高基数影响线上家电品类增速，以及10月起《互联网平台企业涉税信息报送规定》实施，令行业进入“合规化”转型，短期内可能导致部分依靠低价逃税的网店减少或经营困难，从而影响线上销售。餐饮收入（+2.2%）增速较1-11月回落1.0个百分点。

从结构来看，12月份，限额以上单位16个商品类别中，10类同比保持正增长，必选品类保持韧性，可选消费分化。其中体育、娱乐用品类（+9%）、日用品类（+3.7%）、化妆品类（+8.8%）增速分别走高8.6、4.5、2.7个百分点，通讯器材（+20.9%）零售额增速亦回升0.3个百分点；但中西药品类（+1.2%）、石油及制品类（-11%）、金银珠宝类（+5.9%）零售增速分别走低3.7、3、2.6个百分点，汽车（-5.0%）、家用电器和音像器材类（-18.7%）、家具类（-2.2%）和建筑装潢材料（-11.8%）零售额仍跌。服装、鞋帽、针纺织品类（+0.6%）销售在“双十一”电商促销结束后增速回落2.9个百分点。



图8 社会消费品零售总额同比增长 (%)

展望 2026 年，「财信研究」表示，预计在物价回暖、政策刺激服务消费的带动下，社零增速有望温和回升，但恢复高度仍受地产调整等制约，全年增速或在 4.5% 左右。

(六) 固定资产投资

1. 民间固投续回落且降幅扩大，基建及制造业投资增速放缓

2025 年，全国固定资产投资（不含农户）485,186 亿元，**同比下降 3.8%**（2024 年：+3.2%），**为有统计数据以来首次年度负增长**，累计同比增速连续 4 个月为负，且降幅持续扩大，跌幅较 1-11 月扩大 1.2 个百分点。扣除房地产开发投资，全国固定资产投资**同比下降 0.5%**。纺织业固投**同比增 4.3%**，但升幅较 1-11 月**回落 1.5 个百分点**。

全年民间固定资产投资**同比下降 6.4%**（2024 年：**-0.1%**），**连续第 3 年陷入收缩**，累计同比增速连续 7 个月为负，且降幅持续扩大，较 1-11 月**扩大 1.1 个百分点**，对整体投资的拖累加深，民营企业“不敢投、不愿投”现象未有缓解。

12 月固定资产投资**同比下降 15.1%**，降幅较上月进一步扩大 3.1 个百分点；环比季调**下降 1.13%**，降幅较前值（**-0.37%**）进一步扩大。

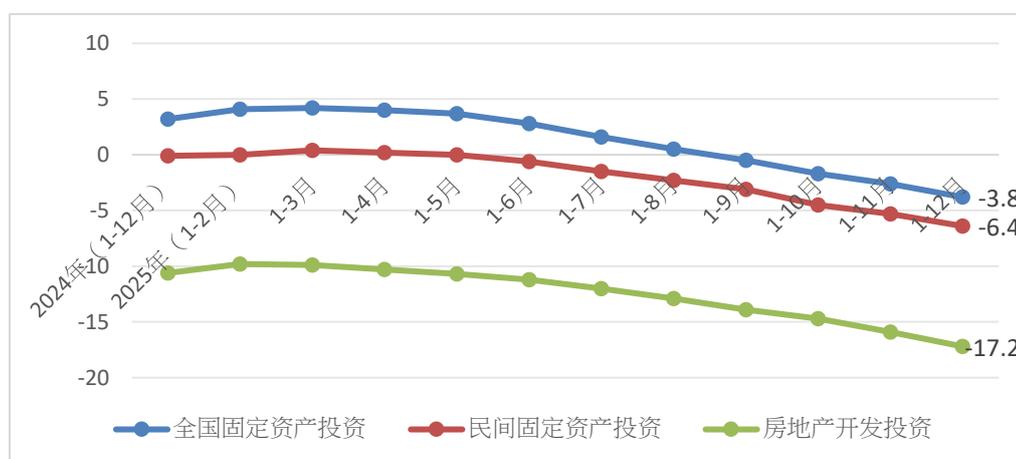


图 9 固定资产投资同比增速 (%)

表 6 固定资产投资构成表

指标	2024 年全年	2025 年前三季	2025 年全年
	同比增长 (%)	同比增长 (%)	同比增长 (%)
固定投资（不含农户）	3.2	-0.5	-3.8
国有控股	5.7	-1.0	-2.5
民间投资	-0.1	-3.1	-6.4
分行业			
制造业	9.2	4.0	0.6
纺织业	15.6	14.8	4.3

注：(1) 此表中速度均为未扣除价格因素的名义增速。(2) 此表中部分数据因四舍五入的原因，存在总计与分项合计不等的情况。

展望 2026 年，「广发证券」表示，2025 年 12 月中央经济工作会议指出推动投资止跌回稳，随着中央政策的持续加码、“两重”项目建设提速以及“十五五”开门红愿景，有望对后续固定资产投资形成支撑。

2. 广义和狭义基建投资降幅扩大，但料 2026 年一季度有望企稳回升

2025 年，广义和狭义基建投资分别**同比下降 1.5%**（2024 年同期：+9.2%）和**2.2%**（2024 年同期：+4.4%），增速分别较 1-11 月**回落 1.6 和 1.1 个百分点**，或主要受化债背景下地方财力不足制约。

广义和狭义基建投资均连续 6 个月同比下降。其中，12 月狭义基建投资**同比下降 12.2%**（2024 年同期：+6.3%），降幅较上月扩大 2.5 个百分点，或主因去年同期财政加力推升基建投资基数，而今年年末政策支撑不足导致基建投资增速下滑；广义基建投资**同比下降 16%**（2024 年同期：+7.4%），降幅较上月扩大 4.1 个百分点。「招商银行」表示，2025 年四季度落地的财政增量资金并未对基建投资形成明显支撑，或因全年经济增长基本达标、拉动基建托底的必要性下降，地方或更加聚焦蓄力今年“开门红”，政策效能或更加体现在 2026 年一季度。

展望 2026 年，「西南证券」指出，2026 年一季度，新型政策性金融工具加快落地，发改委核准了多个重大基础设施项目，并下达约 2950 亿元的 2026 年提前批“两重”建设项目清单和中央预算内投资计划，随着资金逐步到位和项目开工，基建投资有望在 2026 年一季度企稳回升，但受高基数影响，回升幅度或有限。2026 年二季度后，新一轮财政加力叠加十五五项目陆续开工，广义基建投资增速或将呈现稳步回升态势，全年增速乐观估计有望达到 6%左右。

3. 制造业投资增速续放缓，但料今年一季度回暖，全年增速或达 4.0%左右

2025 年，制造业投资同比增长 0.6%（2024 年：+9.2%），增速较 1-11 月**回落 1.3 个百分点**，为除疫情年份外最低增速，主因需求预期偏弱和反内卷政策下企业资本开支意愿不足。

12 月，制造业投资**同比下滑 10.5%**（2024 年同期：+8.3%），**增速连续 6 个月处于收缩区间^①**，降幅较上月**扩大 6.0 个百分点**，为除疫情月份外首次双位数下降。

「招商银行」表示，绝大多数行业投资增长延续放缓，政策节奏错位、托举力度下降，叠加“反内卷”政策影响或是主要原因；相反，关税扰动影响边际减弱。

展望后市，「招商银行」指出，中美贸易不确定性减弱，政策支持效果将进一步提升，企业利润有望进一步修复，制造业投资一季度表现有望回暖。从全年来看，「东方金诚」表示，外部环境波动对制造业投资信心的冲击会有所缓解，加之包括

^① 7 月制造业投资同比增速自 2020 年以来首次转负。

大规模设备更新支持政策在内，2026年财政、货币、产业政策还会继续向培育促进新质生产力发展方向倾斜，制造业投资有望实现4.0%左右的增长。

4. 房地产开发投资降幅持续走扩，全年累计销售同比降幅亦扩

2025年，全国房地产开发投资82,788亿元，**同比下降17.2%**(2024年：**-10.6%**)，创2020年2月以来最低值，累计同比降幅连续10个月扩大，较1-11月扩大1.3个百分点，显示房地产投资仍在寻底过程中，市场企稳仍需政策进一步加力支持。

12月，房地产开发投资金额4,197亿元，**同比下降36.8%**，降幅较上月扩大5.4个百分点，全年单月投资降幅持续扩大，**创2000年有数据以来的最大单月同比降幅**。展望2026年，「东方金诚」表示，伴随房地产支持政策加码，总额高达7万亿的房地产“白名单”项目贷款额度加快投放，**预计2026年房地产投资降幅收窄至8.0%左右**。

2025年，房地产销售均价降幅(**-4.3%**)较1-11月进一步扩大0.7个百分点，其中12月降幅(**-9.5%**)较11月略有扩大，并创2024年5月以来单月最大同比跌幅。

「中银证券」指出，影响居民购房能力及购房意愿的收入与就业预期尚未根本性扭转，市场信心仍然不足，叠加2025年一季度的销售基数也相对较高，**2026年一季度市场预计仍将面临一定调整压力**。

表7 全国新建商品房销售情况

	时间	新建商品房	同比	备注
销售面积	2025年	88,101万平方米	-8.7% (2024年： -12.9%)	累计同比降幅较1-11月扩大0.9个百分点
	其中：12月	9,399万平方米	-16.6% (2024年同期： +0.4%)	同比降幅较11月收窄1.3个百分点，从绝对值来看，处于2002年以来同期最低水平
销售额	2025年	83,937亿元	-12.6% (2024年： -17.1%)	累计同比降幅较1-11月扩大1.5个百分点
	其中：12月	8,807亿元	-24.2% (2024年同期： +2.8%)	同比降幅较11月收窄1.9个百分点。
销售均价 (推算)	2025年	-	-4.3% (2024年： -4.8%)	降幅较1-11月扩大0.7个百分点
	其中：12月	9,370元/平方米	-9.5% (2024年同期： +2.9%)	同比降幅较11月扩大0.02个百分点，创2024年5月以来单月最大同比跌幅，但环比增长3.0%

注：销售均价数据来自「中银证券」

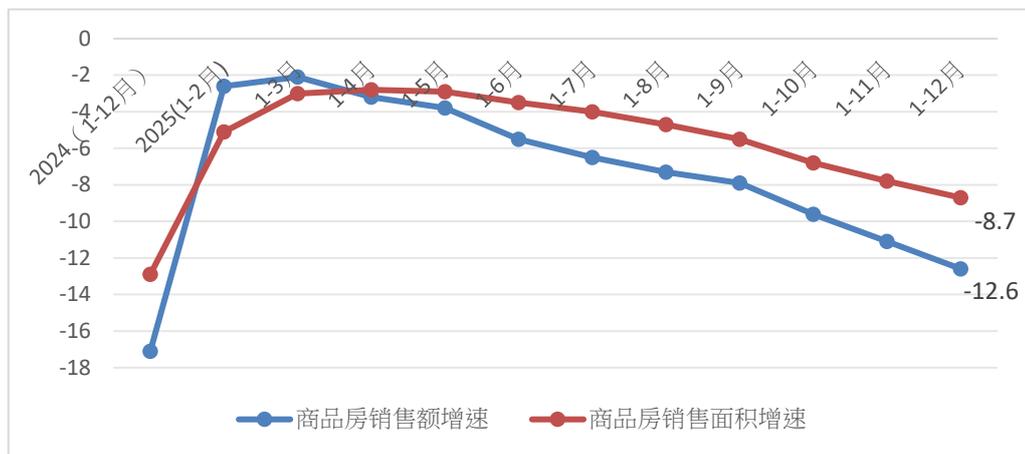


图 10 商品房销售面积和销售额增速(%)

2025 年 12 月召开的中央经济工作会议指出，持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力；合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作；推动构建房地产发展新模式，有序搭建相关基础性制度。「东吴证券」表示，中央经济工作会议提出“控增量、去库存、优供给”，“控增量”仍是 2026 年重要方向。

(七) 2026 年 1 月百强房企各梯队销售门槛值均有降低

根据「克而瑞」资料，2025 百强房企实现销售操盘金额 31,344.8 亿元，同比下降 19%（2024 年同期：-28.1%），降幅较 1-11 月扩大 0.9 个百分点。其中，前 50 强房企操盘销售金额达到 27,341.2 亿元，较 2024 年同期下降 18.6%，降幅较 2025 年 11 月扩大 0.78 个百分点。12 月，TOP100 房企实现操盘销售金额 3,246.5 亿元，环比增长 39.3%，同比下降 26.1%（2024 年同期：+0.0%）。

2026 年 1 月，TOP100 房企实现单月销售操盘金额 1654.5 亿元，同比下降 27.3%（2025 年同期：-3.2%），降幅较上年 12 月扩大 1.2 个百分点，环比下降 49.0%。

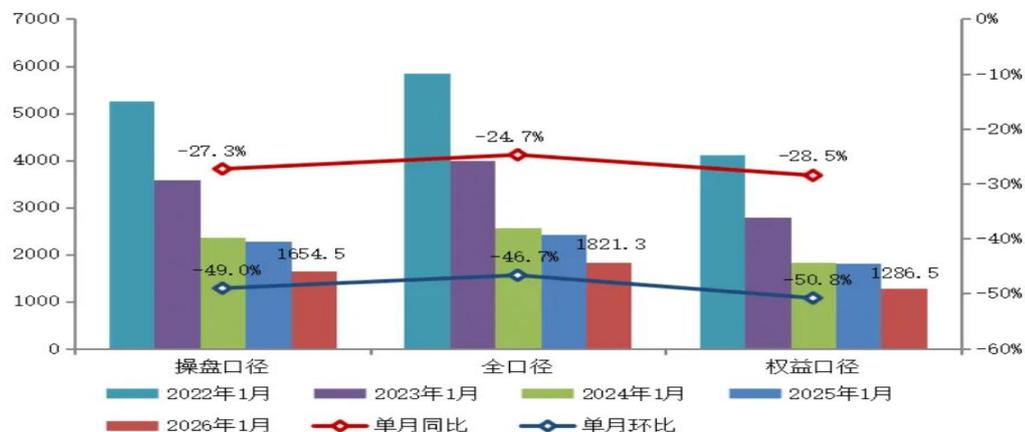


图 12 2019-2026 年百强房企单月销售操盘金额及同比变动 (数据来源: CRIC)

2026 年 1 月，各梯队房企的销售操盘金额门槛均降低。其中 TOP10 (-44.9%)、TOP50 (-41.9%)、TOP100 (-45.2%) 的房企销售操盘金额门槛同比降幅均逾 40%。

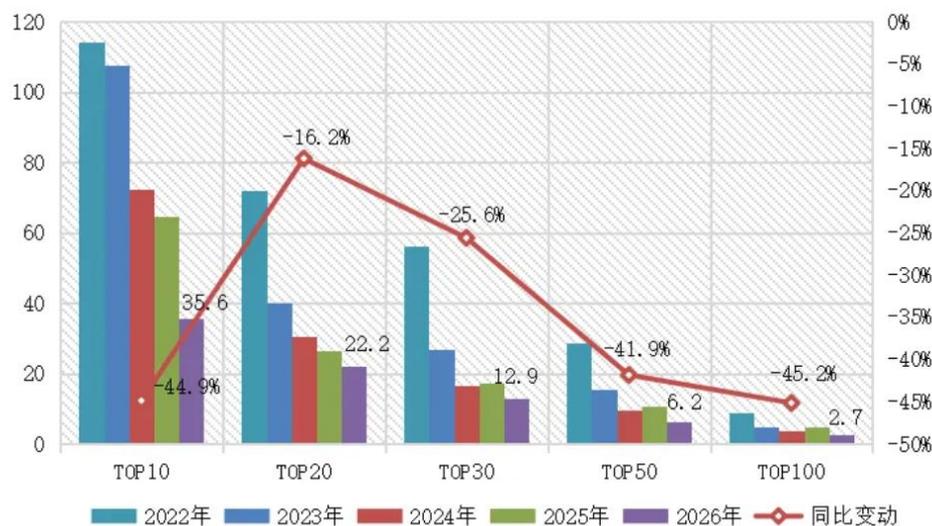


图 13 百强房企操盘销售金额入榜门槛及变动（数据来源：CRIC）

展望 2026 年，「克尔瑞」预计，市场将继续在巩固调整中寻求新供求平衡，政策将以巩固稳中有进态势、防范化解风险为主要方向，住宅市场成交规模在低位筑底基础上存在结构性回暖可能，而价格整体预计保持窄幅盘整，城市间分化进一步加剧。城市更新、“好房子”将成为行业重要亮点，绿色、智能、健康、安全的产品将获得溢价，社区配套和服务的重要性凸显。

（八）12 月进出口增速双双回升，对非美国国家和地区贸易支撑作用明显

2025 年，中国进出口总值 63,547.39 万亿美元，创历史新高，同比增长 3.2%（2024 年：+3.8%），增速较 1-11 月加快 0.3 个百分点。其中 12 月进出口总值 6,013.87 亿美元，同比增长 6.2%（2024 年同期：+6.5%），增速较 11 月加快 2.0 个百分点。

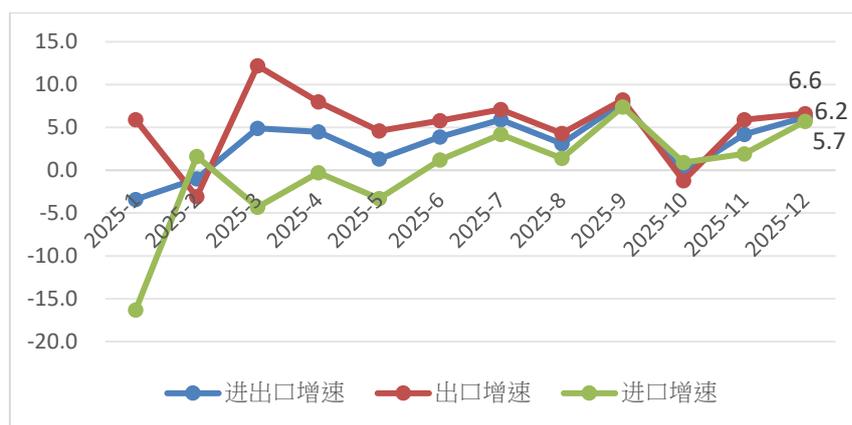


图 14 进出口同比增速（美元计）

2025 年，出口总值 37,718.42 亿美元，同比增长 5.5%（2024 年：+5.9%），增速较 1-11 月加快 0.1 个百分点。12 月出口总值 3577.47 亿美元，同比增长 6.6%（2024 年同期：+10.7%），增速较上月加快 0.7 个百分点。「中诚信」指出，高基数下 12 月出口加速回暖主要原因有二：一是中美吉隆坡贸易谈判后全球贸易环境趋于缓和；二是世界主要经济体制造业需求上升。

表7 2025年中国与主要贸易伙伴的双边贸易

单位： 千美元	欧盟	美国	东盟	日本	俄罗斯	一带一路
双边贸易总值	828,117,248 (+5.4%)	559,747,180 (-18.7%)	1,054,645,685 (+7.4%)	322,182,072 (+4.5%)	228,104,895 (-6.9%)	3,298,762,924 (+5.7%)
出口	559,948,666 (+8.4%)	420,050,082 (-19.9%)	665,215,207 (+13.4%)	157,347,482 (+3.5%)	103,309,028 (-10.6%)	1,912,648,074 (+10.6%)
进口	268,168,582 (-0.4%)	139,697,098 (-14.6%)	389,430,477 (-1.6%)	164,834,590 (+5.5%)	124,795,867 (-3.9%)	1,386,114,850 (-0.4%)

2025年，中国与共建“一带一路”国家和地区（截至2025年12月底共156个国家和地区）贸易总额达32,987.63亿美元，同比增长5.7%（2024年同期：+5.1%），增速较1-11月加快0.4个百分点。其中，出口19,126.48亿美元，同比增长10.6%（2024年：+8.3%），增速较1-11月加快0.1个百分点。“一带一路”贸易在中国对外贸易中的占比达到51.9%（2024年：50.3%）。东盟仍是最大贸易伙伴地位，贸易总额占比“一带一路”整体达32.0%（其中出口占比34.8%）。从具体国家情况看，出口排在前三位的国家仍依次是越南、韩国和马来西亚，越南继续保持“一带一路”最大出口国地位，占比较前三季度上升3.2个百分点至13.5%。

表8 2025年出口额前三名“一带一路”国家

国家	出口额（亿美元）	同比增速（%）	占“一带一路”出口额比重（%）
越南	1981.47	22.4	13.5
韩国	1442.11	-1.1%	9.8
马来西亚	1036.82	2.2%	7.1

12月，对美出口降幅扩大，对欧盟出口增幅回落，对其他非美国家和地区贸易支撑作用明显。对美出口金额同比下降30%，降幅较上月扩大1.4个百分点，美国在我国出口总额中占比较去年年末下降3.5个百分点至11.1%。对欧盟(+11.6%)出口仍保持较快增长，但增幅较上月回落3.2个百分点，或源于欧盟经济增长乏力、需求减弱；对印度(+22.1%)、拉美(+9.8%)、非洲(+21.8%)出口金额增长势头良好，持续支撑我国出口；

表9 2025年中国对主要贸易伙伴的出口

出口 (同比增长)	1-12月	对比1-11月	12月	对比11月
东盟	+13.4%	增幅回落0.3个百分点	+11.1%	增幅扩大2.9个百分点
欧盟	+8.4%	增幅扩大0.3个百分点	+11.6%	增幅下降3.2个百分点
日本	+3.5%	增幅扩大0.2个百分点	+5.3%	增幅扩大1.0个百分点
美国	-19.9%	跌幅扩大1.0个百分点	-30.0%	跌幅扩大1.4个百分点
俄罗斯	-10.6%	跌幅收窄1.5个百分点	+3.6%	由11月-4.9%跌转升

分产品看，12月机电和高技术产品仍是中国出口增长的主要支撑，劳动密集型产品出口增速持续下滑。具体来看，汽车（+71.7%）出口金额同比增速为2023年8月以来最高值，集成电路（+47.7%）出口金额同比增速连续9个月两位数增长。灯具（-19.8%）、玩具（-19.5%）、箱包（-13.1%）等劳动密集型产品出口金额则连续5个月两位数下滑。

2025年，进口总值25,828.96亿美元，同比持平（2024年：+1.1%；2025年1-11月：-0.6%）。12月进口金额同比增长5.7%（2024年同期：+1.0%），连续七个月正增长，增速较上月大幅上升3.8个百分点，且高于季节性（2020-2024年12月进口增速均值为4.2%），主因我国内需回暖，工业品需求上升。

展望2026年，世贸组织最新的全球贸易展望报告将2026年全球货物贸易增长预期大幅下调至0.5%。世界银行报告亦预警，2026年全球贸易增长将显著放缓，其带来的经济下行风险仍然存在。「中诚信」指出，中美博弈节奏变换与全球产业链加速重构下，出口承压但也有结构性支撑，预计全年出口增速在4.5%左右。从出口市场看，「粤开证券」表示，关税冲击减弱，叠加低基数效应，中国对美出口有望边际企稳；中国对东盟、拉美、欧盟及非洲等非美市场的出口仍将保持韧性，但受“转口红利”消退、高基数作用及潜在贸易壁垒等因素的影响，预计增速较2025年有所回落。

二、金融运行分析

(一) 社会融资

1. 12月社融增速稳中趋降，增长动能放缓主因政府债券融资拉动效应显著减弱。

2025年末，社会融资规模存量为442.12万亿元，同比增长8.3%（2024年：+8%），增速稳中有降，较上月回落0.2个百分点。「德邦证券」表示，在政府债发行高峰趋于尾声的情况下，社融增速小幅放缓，但剔除政府债券影响的内生融资需求仍显偏弱。

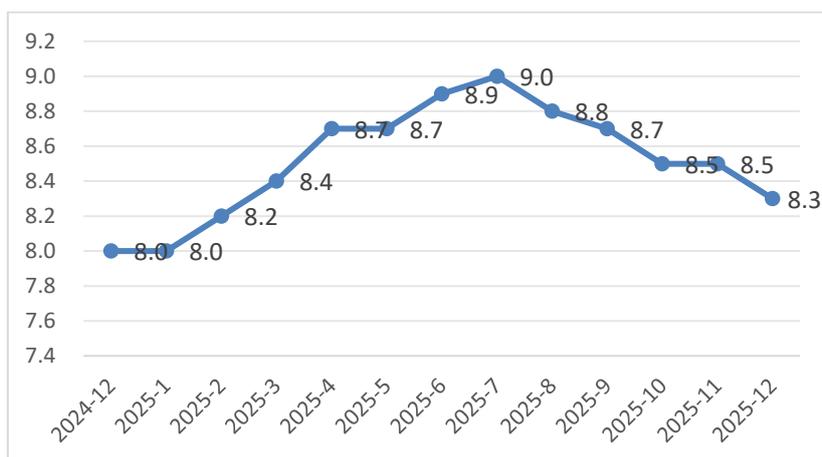


图 16 社会融资存量同比增速

2025年，社会融资规模增量累计为35.6万亿元，同比多增3.34万亿元（2024年：-3.32万亿元），新增政府债券是支撑全年新增社融的重要力量。其中12月社融增量2.21万亿元，同比少增6462亿元（2024年：+9181亿元），较上月少增2851亿元，显示社融供给动力有所减弱。全年社融呈现以下特点：

- 人民币贷款仍是主要支撑^①，但占比继续回落：人民币贷款存量及增量占比仍呈回落态势，尤其增量占比进一步降至45%以下，表明社融结构正从银行贷款转向债券等直接融资渠道优化。
- 非金融企业股票融资和债券融资存量和增量占比出现分化：股票融资和债券融资存量占比均有回落，但增量占比有上升^②。12月非金融企业股票融资和债券融资同比均有增加^③。
- 政府债券占比上升^④，但占比升幅有所回落：政府债券存量及增量均有上升，但升幅分别较前三季度回落0.5和6.2个百分点。12月政府债券较上月和去年同期大幅减少5244亿元和10733亿元。
- 表外融资继续呈现分化^⑤，各构成项目占比仍有升有降：委托贷款存量占比小幅回落，增量占比略有上升；信托贷款存量占比持平，但增量占比有所下降；未贴

^① 全年对实体经济发放的人民币贷款增加15.91万亿元，同比少增1.13万亿元。

^② 全年非金融企业境内股票融资4763亿元，同比多1863亿元，企业债券净融资2.39万亿元，同比多4825亿元。

^③ 其中非金融企业股票融资、债券融资分别由2024年12月的484亿元、-159亿元增至2025年12月的559亿元和1541亿元，

^④ 2025年政府债券净融资13.84万亿元，同比多2.54万亿元。

^⑤ 2025年委托贷款增加1203亿元，同比多增1780亿元；信托贷款增加3682亿元，同比少增294亿元；未贴现的银行承兑汇票增加112亿元，同比多增3405亿元。

现银行承兑汇票存量占比持平，增量占比明显上升，但 12 月的未贴现银行承兑汇票减少 1492 亿元，分别较上月和去年同期少增 2980 亿元和 162 亿元。

表 9 社会融资规模构成

社会融资规模		存量			增量		
		截止 2025 年 12 月底		截止 2024 年 12 月底	2025 年 1-12 月		2024 年 1-12 月
		比重 (%)	比重变化的百分点	比重 (%)	比重 (%)	比重变化的百分点	比重 (%)
表内融资	人民币贷款	60.7	-1.1	61.8	44.7	-8.2	52.9
	外币贷款	0.2	-0.1	0.3	-0.6	+0.6	-1.2
表外融资	委托贷款	2.6	-0.1	2.7	0.3	+0.1	0.2
	信托贷款	1.1	0.0	1.1	1.0	-0.2	1.2
	未贴现的银行承兑汇票	0.5	0.0	0.5	0.03	+1.0	-1.0
直接融资	企业债券	7.7	-0.2	7.9	6.7	+0.8	5.9
	政府债券	21.5	+1.6	19.9	38.9	+3.9	35.0
	非金融企业境内股票	2.8	-0.1	2.9	1.3	+0.4	0.9

注：社会融资规模增量是指一定时期内实体经济从金融体系获得的资金额。社会融资规模存量是指一定时期末（月末、季末或年末）实体经济从金融体系获得的资金余额。

注：（1）增量=期末贷款余额-上期末贷款余额。

（2）2018 年 7 月起，人民银行完善社会融资规模统计方法，将“存款类金融机构资产支持证券”和“贷款核销”纳入社会融资规模统计，在“其他融资”项下反映。2018 年 9 月起，人民银行将“地方政府专项债券”纳入社会融资规模统计，地方政府专项债券按照债权债务在托管机构登记日统计。

（3）2019 年 9 月起，人民银行进一步完善“社会融资规模”中的“企业债券”统计，将“交易所企业资产支持证券”纳入“企业债券”指标。

（4）2019 年 12 月起，人民银行进一步完善社会融资规模统计，将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标。将政府债券纳入社会融资规模统计后，社会融资规模可以更好地支持货币政策和财政政策的协调。

（5）社会融资规模是指实体经济（即非金融企业和个人）从金融体系获得的资金量。其中，增量指标是指一定时期内（每月、每季或每年）获得的资金总额。从指构成看，社会融资规模存量统计由四个部分九项指标构成：其中第四项的其他融资，包括投资性房地产、小额贷款公司和贷款公司贷款。而此部份存量与增量统计略有不同，差异是：存量统计中不包括保险公司赔偿，而增量统计中包括。主要原因是赔偿是指一定时期内因履行赔偿义务而发生的金额，它没有存量或余额的概念。

（5）自 2023 年 1 月起，人民银行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司等三类银行业非存款类金融机构纳入金融统计范围。由此，对社会融资规模中“实体经济发放的人民币贷款”和“贷款核销”数据进行调整。表中数据均按可比口径计算。

「中信建投」表示，2026 年延续了积极财政政策基调以及相对宽松的货币政策，政府债仍将是社融增长重要动能，预计 2026 年信贷增速仍将保持在 7%—8%左右。

2026 年 1 月末，社会融资规模存量为 449.11 万亿元，同比增长 8.2%，增速较上月回落 0.1 个百分点。社会融资规模增量为 7.22 万亿元，比上年同期多 1662 亿元。

3. 12 月末人民币贷款余额增速续保持低位，新增贷款呈现“企业强，居民弱”特点

12 月末，人民币贷款余额 271.91 万亿元，同比增 6.4%（2024 年同期：+7.6%），增速与上月持平，增速续处于有数据记录以来的最低水平，显示信贷需求仍待提振。

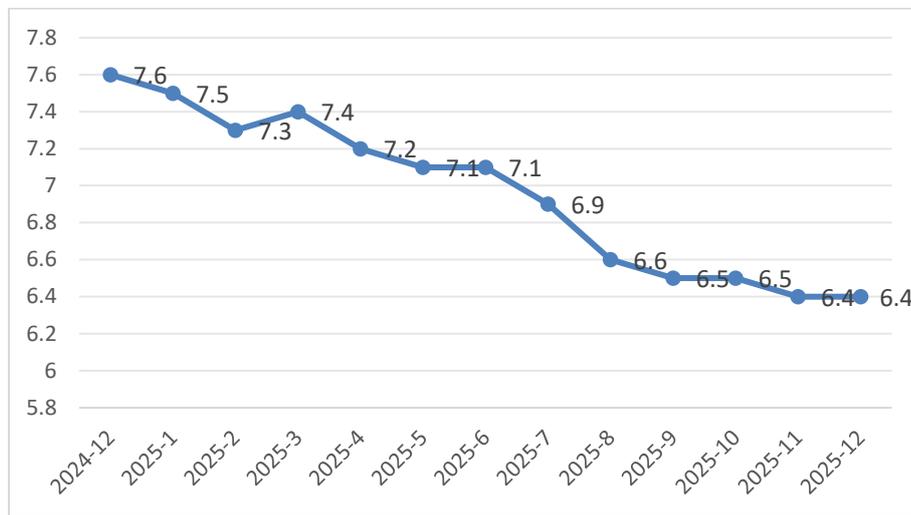


图17 人民币贷款余额同比增速 (%)

2025 年，人民币贷款增加 16.27 万亿元，同比少增 1.82 万亿元，主因房地产市场持续下滑以及投资、消费动能偏弱，企业和居民内生性贷款需求减弱。

分部门看，住户贷款增加 0.44 万亿元，同比少增 2.28 万亿元，其中短期贷款是主要拖累项，中长期贷款同比亦有少增；企（事）业单位贷款增加 15.47 万亿元，同比多增 1.14 万亿元，但结构呈现短期化特征，中长期贷款同比出现少增。企（事）业单位新增贷款占全部新增贷款比重高达 95.1%（2024 年：+79.2%），占比较前三季度上升 4.0 个百分点；住户新增贷款占全部新增贷款比重为 2.7%（2024 年：+15.0%），较前三季度回落 4.8 个百分点，显示居民融资需求延续偏弱。

表10 人民币贷款统计

单位：万亿人民币

		人民币贷款增量	其中，住户贷款增量			其中，企（事）业贷款增量		
			全部	短期	中长期	全部*	短期	中长期
2025年 1-12月	金额	16.27	0.44	-0.84	1.28	15.47	4.81	8.82
	同比	-1.82 (-10.1%)	-2.28 (-83.8%)	-1.31 (-277.7%)	-0.97 (-43.1%)	1.14 (+8.0%)	2.20 (+84.3%)	-1.26 (-12.5%)
其中： 12月份	金额	0.91	-0.09	-0.10	0.01	1.07	0.37	0.34
	同比	-0.08 (-8.4%)	-0.45 (-125.6%)	-0.16 (-274.1%)	-0.29 (-96.5%)	0.59 (+122%)	0.38 (+2769.8%)	0.30 (734.2%)

*注：企（事）业贷款除短期及中长期贷款外，还包括票据融资、融资租赁及各项垫款

12月新增人民币贷款0.91万亿元，同比少增0.08万亿元，呈现“企业强、居民弱”的特征。其中住户短期贷款同比多减0.16万亿元，反映年末消费信贷需求偏弱。中长期贷款同比大幅少增0.29万亿元，是当月信贷的主要拖累项，表明年末房地产市场销售动能不足，居民加杠杆购房意愿依然疲软。企业短期贷款和中长期贷款均有增加，尤其短期贷款增幅较大，表明在新型政策性金融工具等支持下，实体企业融资需求出现边际修复迹象。

2026年1月末，人民币贷款余额276.62万亿元，同比增长6.1%，增速较上月减慢0.3个百分点。

（二）12月末M2增速反弹、M1增速回落，M2-M1剪刀差连续3个月扩大

12月末，广义货币（M2）余额340.29万亿元，同比增长8.5%（2024年同期：+7.3%），增速较上月加快0.5个百分点。「国泰海通」表示，M2增速反弹受新型政策性金融工具的资金拨付与信贷派生、人民币汇率持续升值带来的季节性结汇和跨境资金流入以及季末考核促使部分资金回流至存款端等多重因素影响。

12月末，狭义货币（M1）余额115.51万亿元，同比增长3.8%（2024年同期：+1.2%），增速较上月回落1.1个百分点。

12月末，M2与M1的同比增速之「剪刀差」由11月末的3.1个百分点扩至4.7个百分点，连续3个月扩大，为2025年6月以来的最高水平，表明资金活性下降，微观主体预期仍待改善。

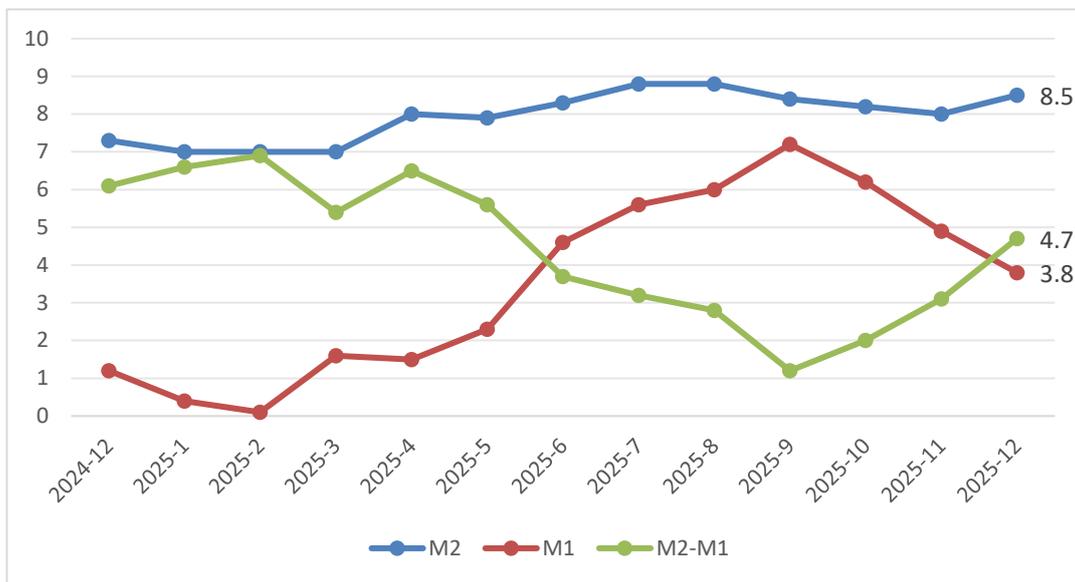


图 18 货币供给增速图

「西南证券」指出，短期内随着基数回落，M1 同比增速或有所反弹，但央行表示 2026 年降准降息仍有一定空间，适度宽松的货币政策有望支撑 M2 增速，两者增速「剪刀差」或在现水平徘徊。

2026 年 1 月末，广义货币(M2)余额 347.19 万亿元，同比增长 9.0%，增速较上月加快 0.5 个百分点。狭义货币(M1)余额 117.97 万亿元，同比增长 4.9%，增速较上月加快 1.1 个百分点。M2 与 M1 的同比增速之「剪刀差」由 12 月末的 4.7 个百分点**收窄至 4.1 个百分点**。「东方金诚」认为，1 月政府债券大规模发行，月末财政存款同比大幅多增的背景下，1 月末 M2 增速继续显着上升，背后的原因是非银存款延续大幅同比多增势头。M1 增速回升则主要是上年同期增速基数走低。

(三) 外汇储备 “五连增”，料人民币汇率短期走势偏强，中长期以稳为主

12 月末，我国外汇储备规模为 33579 亿美元，创 2015 年 12 月以来新高，环比增速连续 5 个月攀升，且连续 5 个月超 3.3 万亿美元，较 11 月末上升 115 亿美元，升幅为 0.34%。「中银证券」表示，外汇储备上升主要反映了汇率折算和资产价格变化带来的正估值效应。

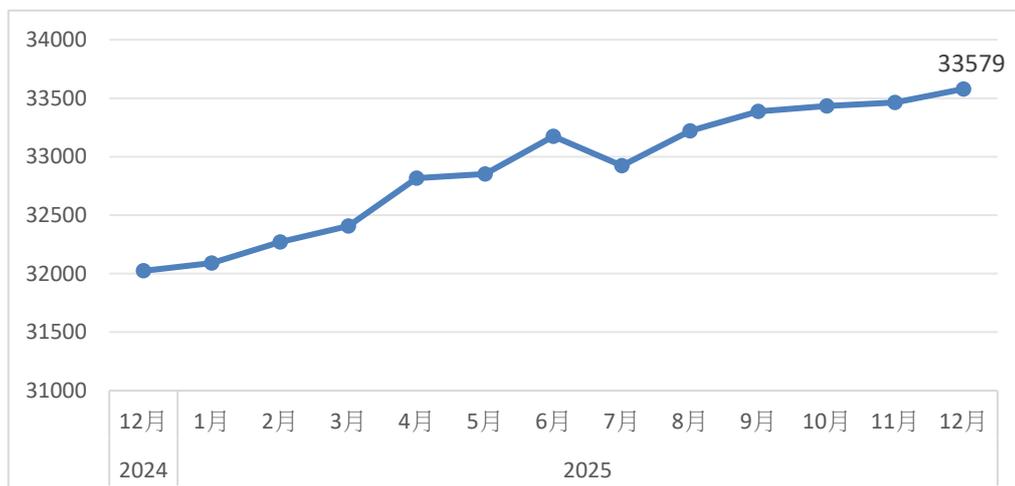


图 19 外汇储备规模变化图(亿美元)

12 月末，人民币汇率为 1 美元兑 7.0288 元人民币。2025 年人民币对美元汇率升值 4.4%，尤其自 2025 年 12 月以来，人民币汇率整体呈现稳中趋强态势，在岸、离岸人民币对美元汇率双双升破 7.0 关口，全年人民币对美元的汇率走势呈现出“先抑后扬、震荡上升”的态势。2026 年开年以来，人民币汇率在 7.0 关口附近呈现出“双向波动、韧性凸显”的鲜明特征。央行相关负责人近期在国新办举行的发布会上表示，中国汇率**保持在合理均衡水平上的基本稳定**。预计 2026 年人民币汇率**不会出现单边大幅波动**，“**均衡弹性**”将是全年核心特征。

展望后市，「东方金诚」指出，中长期人民币对美元汇价将主要取决于美元走势、中间价调控力度、我国出口及国内稳增长政策效果三个因素，近期人民币对美元单边走强态势恐难持续，2026 年人民币对美元可能存在一定贬值压力，但宏观政策发力稳增长、稳汇市工具适时出手，能够为“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”提供关键支撑，预计**2026 年人民币对美元汇价将围绕 7.0 至 7.2 中枢双向波动**。

2026 年 1 月末，我国外汇储备规模为 33,991 亿美元，较 2025 年 12 月底上升 412 亿美元，升幅为 1.23%，创 2015 年 12 月以来新高，并连续 6 个月上升。

三、财税政策及运行

(一) 一般公共预算收入及支出分析

1. 全国一般公共预算收入降，但其中地方一般公共预算收入增速稳步回升

2025年，全国一般公共预算收入 216,045 亿元，**同比下降 1.7%**（2024年：+1.3%），低于“+0.1%”的预算目标，由1-11月（+0.8%）升转跌。其中，中央一般公共预算收入 93,963 亿元，**同比下降 6.5%**（2024年同期：+0.9%），降幅较1-11月**扩大 5.5 个百分点**；地方一般公共预算本级收入 122,082 亿元，**同比增长 2.4%**（2024年同期：+1.7%），增速较1-11月加快 0.2 个百分点，比上半年、前三季度分别提高 0.8 个、0.6 个百分点，呈稳步回升态势。31 个省、自治区、直辖市中，27 个地区全年财政收入比 2024 年均实现增长，增长面达 87.1%。

2025年，全国税收收入 176,363 亿元，**同比增长 0.8%**（2024年：**-3.4%**），继续低于全年“+3.7%”的预算目标，且增速较1-11月**回落 1.0 个百分点**；非税收入 39,682 亿元，**同比下降 11.3%**（2024年：+25.4%），仍高于全年“**-14.7%**”的预算目标，但较1-11月同比降速（**-3.7%**）大幅扩大，主因2024年一次性安排中央单位上缴专项收益抬高基数。

表 11 2025 年一般公共预算收入同比增速

全国一般公共预算收入	税收	中央一般公共预算收入	地方一般公共预算收入
-1.7%	+0.8%	-6.5%	+2.4%

12月一般公共预算收入 15,529 亿元，**同比降 25%**（2024年同期：+24.3%），创年内最低增速（11月：+0%）；其中，当月税收收入实现 11,549 亿元，**同比下降 11.5%**（2024年同期：+2.7%），由11月（+2.8%）**升转跌**；非税收入 3,980 亿元，**同比下降 47.9%**（2024年同期：+93.9%），降幅较11月扩大 37.1 个百分点。

2. 社保、教育、科技、文化传媒、卫生、节能及债息支出增速续高于财政支出

2025年，全国一般公共预算支出 287,395 亿元，**同比增长 1%**（2024年：+3.6%），增速较1-11月**回落 0.4 个百分点**，低于全年目标（+4.4%）。其中，中央一般公共预算本级支出 43,034 亿元，**同比增长 5.7%**（2024年：+6.5%），增速较1-11月**回落 0.5 个百分点**；地方一般公共预算支出 244,361 亿元，**同比增长 0.2%**（2024年：+3.2%），增速较1-11月**回落 0.4 个百分点**。

12月，一般公共预算支出同比增长 38,857 亿元，**同比下降 1.8%**（2024年同期：+9.5%），降幅较11月（**-3.7%**）收窄 1.9 个百分点。其中，中央一般公共预算支出**同比增长 1.7%**（2024年同期：**-4.1%**），增速较11月**回落 3.2 个百分点**，地方一般公共预算支出**同比下降 2.3%**（2024年同期：+11.7%），降幅较11月收窄 2.8 个百分点。「申万宏源」指出，12月一般财政支出预算完成度为 13.1%，低于过去

五年同期平均水平 13.5%

从财政支出结构看，2025，社会保障和就业、教育、科学技术、文化旅游体育与传媒、卫生健康、节能环保及债务付息支出明显高于财政支出平均增速，农林水、城乡社区、交通运输增速为负。

表 12 2025 年主要支出增长情况统计表

支出项目	1-12 月份	
	金额（亿元）	增幅（%）
社会保障和就业	44,416	6.7
教育	43,417	3.2
科学技术	12,062	4.8
文化旅游体育与传媒	3,946	2.2
卫生健康	21,446	5.7
城乡社区	20,664	-5
交通运输	11,977	-0.7
农林水	23,495	-13.2
节能环保	5,816	6.1
债务付息	13,491	4.8

（二）财税政策动态

1. 个人销售住房增值税政策调整

根据《财政部 税务总局关于个人销售住房增值税政策的公告》（财政部 税务总局公告 2025 年第 17 号）规定，自 2026 年 1 月 1 日起，个人（不含个体工商户中的一般纳税人）将购买不足 2 年的住房对外销售的，增值税征收率从 5% 下调到 3%；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的住房对外销售的，免征增值税（保持不变）。<https://fgk.chinatax.gov.cn/zcfgk/c102416/c5246356/content.html>

2. 支持居民换购住房有关个人所得税政策延续实施

根据《财政部 税务总局 住房城乡建设部关于延续实施支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告》（财政部 税务总局 住房城乡建设部公告 2026 年第 3 号）规定，自 2026 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日，对出售自有住房并在现住房出售后 1 年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠^①。<https://fgk.chinatax.gov.cn/zcfgk/c102416/c5246971/content.html>

3. 境外机构投资国债和地方政府债券享受免征增值税政策

根据《财政部 税务总局关于延续实施境外机构投资国债和地方政府债券增值税政策的公告》（财政部 税务总局公告 2026 年第 6 号）规定，自 2025 年 8 月 8 日起至 2027 年 12 月 31 日止，对境外机构投资我国在境外发行国债、地方政府债券取得的债券利息收入，免征增值税。

^① 其中，新购住房金额大于或等于现住房转让金额的，全部退还已缴纳的个人所得税；新购住房金额小于现住房转让金额的，按新购住房金额占现住房转让金额的比例退还出售现住房已缴纳的个人所得税。

四、宏观经济政策

（一）宏观政策走向

2025年12月召开的中央经济工作会议指出：

- 坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度，提升宏观经济治理效能。
- 增强宏观政策取向一致性和有效性。将各类经济/非经济政策、存量政策和增量政策纳入宏观政策取向一致性评估。健全预期管理机制，提振社会信心。

（二）货币政策走向

2025年12月召开的中央经济工作会议指出：要继续实施适度宽松的货币政策。把促进经济稳定增长、物价合理回升作为货币政策的重要考虑，灵活高效运用降准降息等多种政策工具，保持流动性充裕，畅通货币政策传导机制，引导金融机构加力支持扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

央行货币政策委员会2025年第四季度例会进一步提出：

- 要继续实施适度宽松的货币政策，加大逆周期和跨周期调节力度，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加强货币财政政策协同配合，促进经济稳定增长和物价合理回升。
- 发挥增量政策和存量政策集成效应，综合运用多种工具，加强货币政策调控，把握好政策实施的力度、节奏和时机。
- 保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配，促进社会综合融资成本低位运行。
- 增强外汇市场韧性，稳定市场预期，防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
- 加强对扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域的金融支持。

（三）财政政策走向

2025年12月召开的中央经济工作会议指出：要继续实施更加积极的财政政策。保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量，加强财政科学管理，优化财政支出结构，规范税收优惠、财政补贴政策。

2025年12月底召开的全国财政工作会议进一步提出：2026年继续实施更加积极的财政政策。

- 扩大财政支出盘子，确保必要支出力度。
- 优化政府债券工具组合，更好发挥债券效益。
- 提高转移支付资金效能，增强地方自主可用财力。
- 持续优化支出结构，强化重点领域保障。
- 加强财政金融协同，放大政策效能。

（完）