

## 四季度 GDP 增速继续下移，顺利完成全年经济增长目标

### ——2025 年四季度宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 研究发展部执行总监 冯琳

**事件：**据国家统计局 2025 年 1 月 17 日公布的数据，2025 年四季度 GDP 同比为 4.5%，三季度为 4.8%；全年累计增速为 5.0%，上年全年为 5.0%；12 月规模以上工业增加值同比实际增长 5.2%，11 月为 4.8%，全年累计同比为 5.9%，上年全年累计为 5.8%；12 月社会消费品零售总额同比增长 0.9%，11 月为 1.3%，全年累计同比为 3.7%，上年全年为 3.5%；2025 年 1-12 月全国固定资产投资累计同比下降 3.8%，前值为-2.6%，上年全年为 3.2%。

#### 基本观点：

四季度 GDP 增速延续下行，主要是在出口保持较快增长的同时，国内消费和投资动能都有所减弱；但全年来看，在稳增长政策发力，新质生产力领域较快发展，出口超预期等带动下，顺利完成全年增长目标。12 月工业生产提速，主因当月出口表现超预期，对工业生产有较强支撑；全年来看，2025 年规上工业增加值累计同比增速较上年小幅加快 0.1 个百分点，继续明显高于整体经济增速。背后的主要原因是 2025 年出口表现出很强的抗冲击韧性，而支持大规模设备更新政策资金规模扩大，也对装备制造业等重点行业生产形成支撑，最后，2025 年芯片、工业机器人等高技术制造业产品产量增速达到两位数，新质生产力领域较快发展对整体工业生产有较强拉动作用。受消费补贴政策收紧，房地产市场持续调整并抑制居民消费信心影响，12 月社零增速进一步下滑。全年来看，2025 年社零累计同比增长 3.7%，增速较上年小幅加快 0.2 个百分点，主要受消费补贴政策加力扩围带动。2025 年 1-12 月固定资产投资增速延续回落态势，当月三大投资板块下行速度都有所加快，主要是房地产市场延续调整，外部波动对制造业投资信心有一定影响，以及地方财政偏紧、稳增长需求下降导致基建投资增速下行等。不过，2025 年航空航天器及设备制造业、汽车制造业投资增速都达到两位数，显示当前新质生产力发展对投资有较强拉动作用。

展望 2026 年，伴随美国高关税对全球贸易和我国出口的影响进一步显现，外需对经济增长的拉动力会相应减弱，要求内需及时顶上来。我们预计，伴随更加积极有为的宏观政策持续加力，2026 年消费将进一步提速，投资会止跌回稳，全年 GDP 同比增速有望达到 4.8%左右，物价水平偏低状况趋于改善。

2026 年应对宏观经济下行压力还要“两条腿走路”：一是加快以高技术制造业为代表的新质生产力领域较快发展，尽快壮大新动能；二是稳定房地产市场政策切实加力，在新动能成长的过程中有效稳住老动能。

具体解读如下：

**一、四季度 GDP 增速延续下行，主要是在出口保持较快增长的同时，国内消费和投资动能都有所减弱；但全年来看，在稳增长政策发力，新质生产力领域较快发展，出口超预期等带动下，顺利完成全年增长目标。**

2025 年四季度 GDP 同比达到 4.5%，比上季度放缓 0.3 个百分点，符合市场普遍预期。从“三驾马车”来看，四季度出口继续保持较快增长，外需对经济增长的拉动力从第三季度的 1.2 个百分点升至 1.4 个百分点。内需方面，四季度国内房地产市场延续调整，地方政府国有土地出让金大幅下行，加之外部环境波动对制造业投资信心带来一定冲击，四季度投资下行有所加快。同时，受上年同期促消费政策发力导致商品消费数据基数偏高，当前居民消费信心仍然偏弱，以及四季度一些地方收紧国补等影响，四季度商品消费增速也有一定程度下行。

全年来看，GDP 增速为 5.0%，顺利完成全年经济增长目标；以高技术制造业为代表的新质生产力领域增速明显领先。在外部经贸环境剧烈波动背景下，2025 年 GDP 增速超出市场普遍预期，宏观经济延续稳中有进态势，背后主要有三个原因：

1、2025 年逆周期调节力度加大，更加积极有力的宏观政策全面发力。年初财政赤字率上调 1 个百分点，增加财政支出能力，赤字规模 5.66 万亿元、比上年增加 1.6 万亿元；新增专项债、超长期特别国债规模分别上调 5000 亿和 3000 亿元，四季度再利用地方债结存限额空间加发 5000 亿元专项债，2025 年政府债券净融资额 13.8 万亿元，比上年增加 2.6 万亿元，财政支出强度明显加大，“更加积极”的财政政策成色十足。2025 年货币政策基调转为“适度宽松”，5 月出台一揽子货币金融政策，其央行降息 10 个基点，降准 0.5 个基点，结构性货币政策工具利率、住房公积金贷款利率全面下调，企业和居民融资成本下降；与此同时，2025 年央行还通过买断式逆回购和中期借贷便利（MLF），向市场注入中期流动性 4.96 万亿元，数量型宽松政策显著加力，确保全年流动性处于较为稳定的宽松状态，年末 M2、存量社融增速都有所加快。

2、以高技术制造业为代表，2025 年新质生产力领域增速明显领先，不仅带动经济持续转型升级，而

且对整体经济增速有较强拉动作用。在政策倾斜和市场供需两旺双轮驱动下，2025 年新动能保持高速增长态势。从供给看，1-12 月规模以上高技术制造业增加值同比增长 9.4%，明显高于整体经济增速，也比上年全年加快 0.5 个百分点。其中，芯片、工业机器人、新能源汽车产品产量分别增长 10.9%、28.0%、25.1%。

3、2025 年全球贸易风云变幻，我国出口展现出很强韧性，外需对经济增长的拉动力继续处于高位。以美元计价，2025 年出口额同比增长 5.5%，净出口对 GDP 增长的拉动力达到 1.6 个百分点，明显高于过去十年平均 0.4 个百分点的水平。在美国对华发动第二轮贸易战、在全球范围内大幅加征关税的背景下，这一出口增速超出市场预期。主要原因有三个：一是“东边不亮西边亮”。在 2025 年对美出口大幅下滑两成的同时，我国外贸企业积极开拓美国之外的海外市场，对欧盟、“一带一路”共建经济体等非美市场出口增速大幅加快。背后是我国出口以民营企业为主，灵活性高、抗压能力强，推动 2025 年贸易转移效应持续发酵，有效对冲了对美出口大幅下滑带来的冲击。二是近年国内制造业转型升级效果显现，叠加 2025 年全球 AI 投资热潮升温，带动我国芯片、汽车出口高增，有效抵消了服装、箱包、玩具等传统劳动密集型商品出口大幅下滑带来的影响。三是 2025 年美国加征关税过程反复多变，直至 8 月才基本落地。这导致此前全球贸易中的“抢出口、抢进口”现象突出，其中 1-10 月美国商品进口累计同比增长 6.5%。这带动 2025 年全球贸易增速继续保持较高增长水平，与上年基本持平。作为全球头号贸易大国，我国出口与全球贸易同频共振，也保持在较高水平。

需要指出的是，2025 年宏观经济运行中仍存在较大挑战，其中最主要是 2025 年二季度之后，伴随 2024 年四季度出台的“四四二”房地产支持政策效应减弱，房地产市场调整幅度有所加剧，对宏观经济运行的拖累效应相应加大。这也是全年经济走势呈现“前高后低”的主要原因。房地产市场持续调整背景下，2025 年宏观经济“供强需弱”矛盾突出，居民消费、民间投资动能偏弱，全年物价水平持续处于低位。与此同时，与房地产、基建等老动能相比，当前以高技术制造业为代表的新动能在国民经济中的占比仍然偏低，新旧动能转换过程中，宏观经济持续面临下行压力。

展望 2026 年，伴随美国高关税对全球贸易和我国出口的影响进一步显现，外需对经济增长的拉动力会相应减弱，要求内需及时顶上来。可以看到，在 2025 年 12 月中央经济工作会议部署的 2026 年八大重点任务中，排在首位的是“坚持内需主导，建设强大国内市场”。我们预计，伴随更加积极有为的宏观政策持续加力，2026 年消费将进一步提速，投资会止跌回稳，全年 GDP 同比有望达到 4.8% 左右，物价水平偏低状况将趋于改善。2026 年应对宏观经济下行压力还要“两条腿走路”：一是加快以高技术制造业为代表的新质生产力领域较快发展，尽快壮大新动能；二是稳定房地产市场政策切实加力，在新动能成长

的过程中有效稳住老动能。

**二、工业生产：12月工业生产提速，主因当月出口表现超预期，对工业生产有较强支撑。2025年规上工业增加值累计同比增速较上年小幅加快0.1个百分点，继续明显高于整体经济增速。背后的主要原因是2025年出口表现出很强的抗冲击韧性，而支持大规模设备更新政策资金规模扩大，也对装备制造业等重点行业生产形成支撑；最后，2025年芯片、工业机器人等高技术制造业产品产量增速达到两位数，新质生产力领域较快发展对整体工业生产有较强拉动作用。**

12月规上工业增加值同比增速为5.2%，较上月加快0.4个百分点。从三大门类看，12月制造业增加值同比增长5.7%，增速较上月加快1.1个百分点，这抵消了当月采矿业与电力燃气及水的生产和供应业增加值同比增速的放缓，并带动整体工业增加值增速回升。12月制造业生产提速，主要原因是当月出口表现超预期，对工业生产有较强支撑。可以看到，12月规上工业企业出口交货值同比增长3.2%，增速较上月加快3.3个百分点。另外，前期“两个5000亿”扩投资稳增长政策发力显效，向12月基建投资传导，也对当月生产数据有拉动作用。不过，近期国内消费、房地产投资和制造业投资偏弱，同时，7月以来反内卷政策推进，会对部分行业产能释放形成约束。这是12月制造业和工业生产增速继续处在年内偏低水平的主要原因。

全年来看，2025年规上工业增加值累计同比增长5.9%，增速较上年小幅加快0.1个百分点，继续明显高于整体经济增速。背后的主要原因是2025年出口表现出很强的抗冲击韧性，对国内制造业生产形成强劲拉动。另外，2025年支持大规模设备更新政策资金规模扩大，也对装备制造业等重点行业生产形成支撑，全年装备制造业增加值同比增长9.2%，明显高于整体工业生产增速。最后，以高技术制造业为代表，2025年新质生产力领域较快增长，高技术制造业增加值同比增长9.4%，其中，芯片、新能源汽车、工业机器人、3D打印设备产量都处于两位数高增状态。

展望2026年，伴随出口增速下行，对制造业生产的拉动作用会显著减弱；不过，在大力提振内需过程中，政策面会加大促消费力度并推动投资止跌回稳，这将对工业生产起到重要支撑作用。此外，2026年大规模设备更新政策会进一步优化，对装备制造业生产还会形成较强拉动，同时，“十五五”开局之年将更加聚焦产业发展和科技创新，高技术制造业生产将延续快速增长。综合以上，我们判断2026年工业增加值同比增速会达到4.9%左右，较2025年下行约1个百分点左右。这也意味着2026年经济增长的拉动力将逐步从制造业向服务业切换。

**三、消费：受消费补贴政策收紧，房地产市场持续调整并抑制居民消费信心影响，12月社零增速进一步下滑。全年来看，2025年社零累计同比增长3.7%，增速较上年小幅加快0.2个百分点，主要受消费**



## 补贴政策加力扩围带动。

12月社零同比增长0.9%，增速较上月放缓0.4个百分点。当月商品零售和餐饮收入同比增速均延续下行，其中，商品零售同比增长0.7%，增速较上月下滑0.3个百分点，餐饮收入同比增长2.2%，增速较上月放缓1.0个百分点。从环比看，12月社零季调环比下降0.12%，表现弱于季节性——过去十年同期社零季调环比增速平均值为0.5%，显示当月消费增长动力延续边际减弱态势，并拖累同比增速下行。

从限额以上单位主要商品类别零售数据看，12月社零表现偏弱，主要原因是在当月各地继续收紧消费补贴政策，对补贴范围内商品零售的提振作用持续减弱的同时，补贴范围外的多个主要商品类别零售额增速放缓。其中，12月粮油食品、服装鞋帽、中西药品和金银珠宝零售额同比分别增长3.9%、0.6%、1.2%和5.9%，增速较上月分别下滑2.2、2.9、3.7和3.0个百分点，同时，受成品油价格调降影响，当月石油制品零售额同比下降11.0%，降幅较上月扩大3.0个百分点。上述类别对12月商品零售额同比增速的下拉作用明显。

从消费补贴范围内的商品类别来看，12月家电、家具、汽车零售额同比延续负增，分别下降18.7%、2.2%和5.0%，但降幅较上月分别收窄0.7、1.6和3.3个百分点；当月文化办公用品、体育娱乐用品和通讯器材零售额同比延续较快增长，增速分别为9.2%、9.0%和20.9%，显示促消费政策对居民焕新消费的提振作用仍继续发挥，其中，文化办公用品零售额增速较上月放缓2.5个百分点，体育娱乐用品和通讯器材零售额增速较上月分别加快8.6和0.3个百分点。值得一提的是，12月家电、家具零售额同比延续负增，还与商品房销售持续低迷有关，这也反映于当月建筑装潢材料零售额同比下降11.8%（前值-17.0%）。

总体上看，受消费补贴政策收紧，房地产市场持续调整并抑制居民消费信心影响，12月社零增速进一步下滑。全年来看，2025年社零累计同比增长3.7%，增速较上年小幅加快0.2个百分点，这主要受消费补贴政策加力扩围带动。2025年促消费政策资金由上年的1500亿翻倍至3000亿，加之消费贷贴息等支持措施频出，对居民消费形成较强支撑。根据我们估算，2025年以旧换新支持资金规模翻番，促消费政策拉动社零增速约1.5个百分点，拉动力约相当于2024年的2倍。不过，2025年社零增速仍不及疫情前正常水平的一半，显示房地产市场调整、外部环境不确定性加大以及居民收入增速下降等因素对消费有较强的抑制作用。另外值得一提的是，2025年服务零售额累计同比增长5.5%，增速较上年放缓0.7个百分点，可能主要受整治违规吃喝导致餐饮收入增速下滑有关。不过，全年服务零售额增速仍比社零增速高出1.8个百分点，在整体消费中的比重进一步提升，展现出较大的增长潜力。

展望2026年，大力提振居民消费将是稳增长政策的主要发力点。我们判断，2026年财政促消费资金

规模有望上调至 5000 亿，促消费范围也将从耐用消费品扩大至一般消费品和服务消费。其中，在服务消费方面，预计 2026 年将重点用好央行 5000 亿服务消费与养老再贷款，支持市场主体提升服务消费供给能力，释放居民服务消费潜力。最后，2026 年强调投资于人，生育补贴、幼教补贴额度有可能进一步增加，基本养老金也会上调，特别是农村居民养老金上调幅度可能加大，财政支出会进一步增加对人的投资，教育、医疗、养老、科技等方面的支出比重会上升。这些都能在较短时间内提升居民消费能力。我们预计，随着 2026 年首批 625 亿元国补资金下达，一季度社零增速将实现低位回升。全年看，2026 年社零增速有望从 2025 年的 3.7% 加快至 5.0% 左右，服务零售额同比增速也会达到 6.5% 左右，较 2025 年加快 1.0 个百分点。

**四、投资：2025 年 1-12 月固定资产投资同比下降 3.8%，降幅较前值扩大 1.2 个百分点，延续回落态势，当月三大投资板块下行速度都有所加快。需要指出的是，固定资产投资增速统计的是名义增长水平，由于 1-12 个月 PPI 累计为 -2.6%，因此剔除价格因素，1-12 月实际固定资产投资同比降幅会显著小于名义值。另外，考虑到固定资产投资中计入土地购置费支出（前 11 个月支出 30172 亿，同比下降 13.0%），而 GDP 统计的资本形成总额中不计入该值，但计入无形资产投资等非固定资产投资，由此，四季度及全年投资对经济增长仍形成正向拉动。**

具体来看，1-12 月基建投资（不含电力）同比增速为 -2.2%，较前值下行 1 个百分点，低于上年全年 4.4% 的增长水平。据我们测算，12 月当月基建投资（不含电力）增速为 -12.2%，较 11 月大幅下行 2.5 个百分点。近期基建投资增速大幅下行，背后可能有三个主要原因：一是近期出口保持较快正增长，完成全年“5.0% 左右”经济增长目标无虞。这意味着当前通过基建投资稳定宏观经济运行的需求下降。二是受房地产市场持续调整，国有土地使用权出让金收入下滑等影响，近期地方财政压力加大，加之在化债过程中，地方违规举债、新增隐债正在面临“铁的纪律”约束，地方基建投资的资金来源受到一定制约。这也是 2025 年 9 月末 10 月初出台“两个 5000 亿”增量政策，重点支持基建投资的直接原因。三是 10 月 5000 亿新型政策性金融工具投放完毕，年底前加发 5000 亿专项债，其中 2000 亿用于项目投放。以上政策带动 12 月企业中长期贷款多增，12 月建筑业 PMI 指数大幅反弹至扩张区间。不过，从资金到位、项目开工到形成实物工作量需要一定时间，尚未能扭转 12 月基建投资下行势头。

展望 2026 年，在投资止跌回稳过程中，作为政府把控能力最强的基建投资将明显提速，在预算内投资、专项债、新型政策性金融工具等各类积极财政政策工具全面发力下，基建投资（不含电力）增速有望升至 2.5% 左右，包括电力的广义基建投资增速将达到 5.0%，进而充分发挥宏观经济稳定器作用。

制造业投资方面，1-12 月累计同比增速为 0.6%，较前值回落 1.3 个百分点，较上年全年增速显著下

行 8.6 个百分点。据我们测算，12 月当月制造业投资同比增速为-10.5%，较 11 月大幅下行 6.0 个百分点。在各类政策支持制造业转型升级，“十五五”规划建议要求“保持制造业合理比重”过程中，2025 年制造业投资增速大幅下行，背后主要有三个原因：首先，我国制造业投资以民营企业为主。2025 年外部环境波动加剧，短期内国内制造业投资信心受到一定冲击。事实上，在第一轮贸易战中，2019 年制造业投资增速也曾快速下行 6.1 个百分点。其次，7 月开始实施反内卷，一些产能过剩行业的新增投资受到约束。可以看到，此前增速较高、在制造业投资中占比较大的汽车制造业投资增速在 7 月之后出现显著下行，而在房地产市场调整影响下，产能相对过剩的水泥、钢铁等行业投资降幅明显扩大。最后，2024 年下半年实施大规模设备更新，这导致 2025 年该项政策对制造业投资的同比拉动作用减弱。值得注意的是，2025 年航空航天器及设备制造业投资同比增长 16.9%，新能源汽车较快发展带动汽车制造业投资同比增长 11.7%，都显示当前新质生产力发展对制造业投资有较强拉动作用，是 2025 年制造业投资能够保持正增长的一个原因。

展望 2026 年，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，增速较 2025 年加快 3.4 个百分点，其中，高技术制造业投资增速有望保持高位。

2025 年 1-12 月房地产投资累计同比下降 17.2%，降幅较前值扩大 1.8 个百分点。这与当月房地产施工数据降幅仍然较大相印证。二季度以来，以 70 个大中城市二手房价格环比加速下跌为标志，房地产市场调整态势有所加剧。这是近期房地产投资下滑幅度加大的直接原因。高频数据显示，12 月当月楼市调整仍在延续，新房销量、销售额同比降幅均达到两位数，加之 11 月发生万科债券兑付展期事件，都可能对房地产投资产生一定不利影响。值得注意的是，当前房地产“白名单”项目贷款额度已达 7 万亿，较上年末增加 2 万亿，但近期房企银行贷款再度出现较为明显的同比负增长，显示政策落实还需加力。全年来看，房地产投资降幅较上年扩大 6.6 个百分点。背后的主要原因是 2024 年房地产“四四二”支持政策效应减弱后，新的支持措施未能持续推动房地产市场止跌回稳。

展望 2026 年，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 年房地产投资同比将在-8.0% 左右，降幅较 2025 年显著收窄。不过，这一预测有较大下行风险，关键在于 2026 年能否通过较大幅度引导实际居民房贷利率下行，扭转市场预期，激活市场需求。考虑到当前实际居民房贷利率明显偏高，后期稳定房地产市场、遏制房地产投资下行有充足政策空间。

总体上看，尽管受投资、消费动能减弱影响，2025 年四季度经济增速延续下行，但当前就业形势稳定、物价水平出现回暖势头，加之 2026 年 1 月“两新”政策优化，央行实施结构性货币政策工具降息，

前期出台的“两个 5000 亿”扩投资政策效果也会逐步显现，以及年初出口还会保持较快增长，我们判断 2026 年一季度 GDP 同比增速将回升至 4.7% 左右，短期内宏观政策将处于观察期。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。