

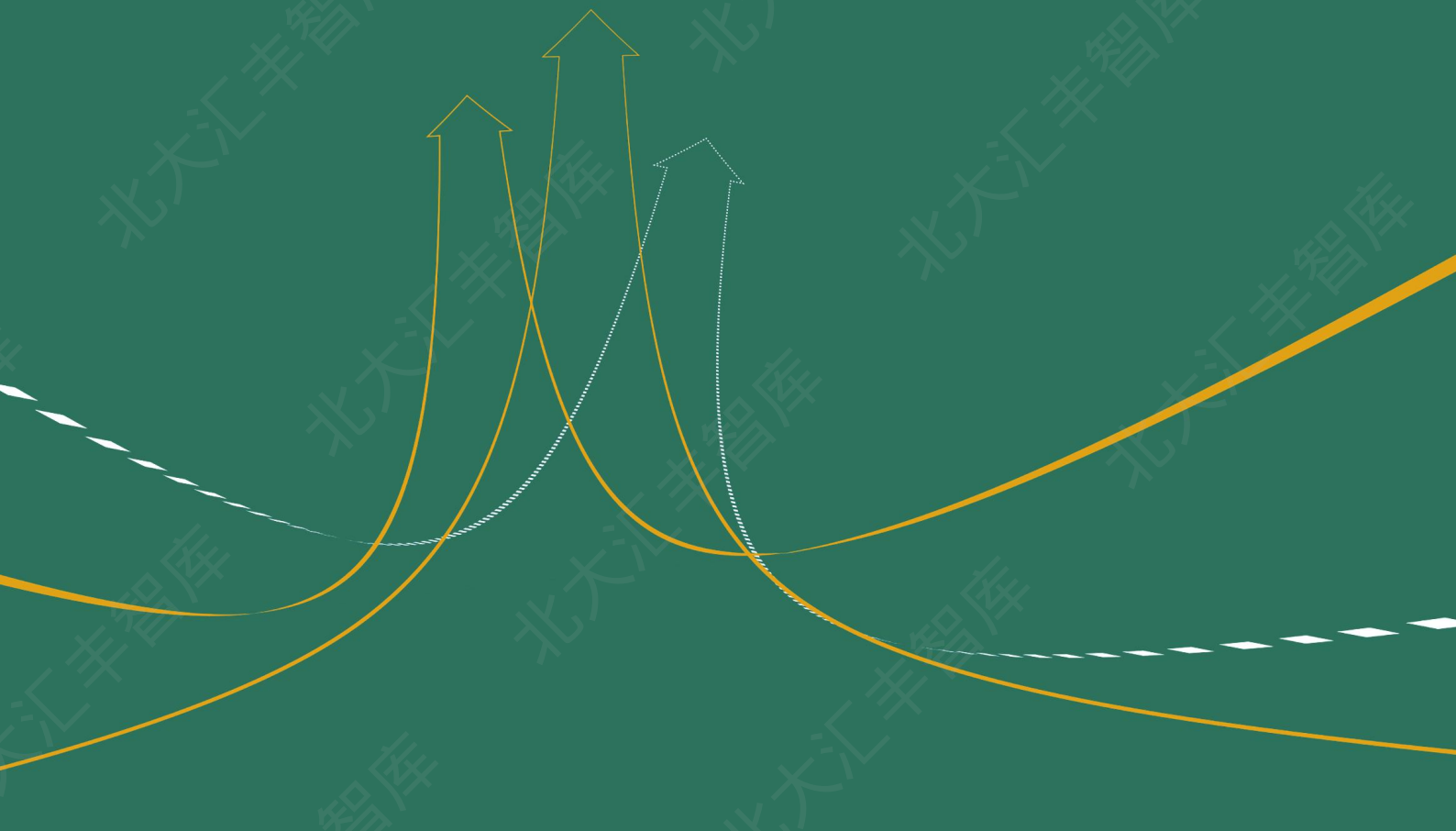
经济分析系列
Economic Analysis Series



PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

粤港澳大湾区经济分析报告

2025年第二季度



消费发力支撑经济增长，投资信心仍待加强

摘要

2025 年二季度，国际形势风云变幻，经济增长压力不小。美国高压关税政策下，大湾区企业市场空间和经济效益受到影响，生产有所放缓。政策发力提升国内消费以应对外部风险的效果明显，以旧换新、出口转内销和假日消费合力拉动下大湾区社消加速增长，成为支撑经济增长的重要因素。外贸出口增速较年初略有回升但仍处低位，中美经贸谈判有序进行背景下出口形势有望改善。消费的增长和外贸环境的改善并未明显提升企业扩大再生产的信心，企业投资仍呈现加速下滑的现象。综合来看，预计二季度大湾区 GDP 增长 4.3%。

展望三季度，本文认为，大湾区经济仍将温和增长，呈现消费强外贸稳投资弱的局面。具体而言：（1）以旧换新政策和暑期效应仍支撑消费增长，需留意国补执行进度和以价换量的可持续性；（2）外贸形势短期内稳定，需关注欧日效仿美国取消小额包裹免税以及美国强化原产地规则的冲击；（3）积极的财政政策下基建投资增长趋势不变，工业投资预计仍将低迷。

北大汇丰智库经济组、前海中英研究院（撰稿人：王若林、喻奇）
成稿时间：2025 年 7 月 10 日 | 总第 140 期 | 2025-2026 学年第 2 期
联系人：程云 (0755-26032270, chengyun@phbs.pku.edu.cn)

Consumption grows while investment declines

Abstract

In Q2 2025, drastic changes of the international situation put much pressure on economic growth of the Greater Bay Area (GBA). The high universal and reciprocal tariff policy of the US obviously affected the business operation of GBA enterprises, manifested as low growth of production and negative profits. To reduce the impact of external risks, Government has stepped up efforts on promoting domestic consumption. Policies such as giving subsidies or discounts for buying specific products, together with the holiday travel demands accelerated the growth of consumption to 3.7% in GBA. Exports growth rate was higher than that in the beginning of the year 2025, the progress of the negotiations between China and US is likely to promote the recovery of export in GBA. However, GBA enterprises confidence in investment was still insufficient, with a declination of 8.9%. According to our prediction, the GDP growth rate of GBA is likely to be 4.3% in Q2 2025.

Looking ahead to Q3 2025, we believe that the GBA economy will continue to grow moderately, with the features of strong consumption, stable foreign trade and weak domestic investment. Specifically: (1) The subsidy policy and the coming summer vacation still support the growth of consumption. Attention should be paid to problems in the implementation of national subsidies and the sustainability of low price sales; (2) Foreign trade situation will be relatively stable in the short term. But things can be changed if more countries end the de minimis exemption for small packages from China or US strengthens the ROO (Rules of origin) criteria for goods from ASEAN; (3) The active fiscal policy will continue stimulate infrastructure investment, while industrial investment would be difficult to increase unless enterprises expectation improve.

一、2025 年二季度湾区经济形势分析

(一) GDP 预计增长 4.3%，工业生产略微放缓

一季度在外贸形势严峻、内需不足的情况下，广东省仍实现了 4.1% 的增长，香港实现了 3.1% 的增长（港币计价），澳门受主导产业影响则下降 1.3%（澳门币计价）。二季度在消费提振、外贸趋稳的情况下，大湾区经济预计有所提速，但投资不足会有一定拖累。本文通过 Nowcasting 模型测算得到二季度大湾区城市 GDP 累计增速（表 1），预计广州、深圳、佛山、东莞、惠州、中山、珠海、江门、肇庆分别增长 3.4%、5.2%、2.3%、4.4%、5.9%、4.1%、5.1%、2.8%、4.2%，香港、澳门分别增长 3.5%、1.3%（按本币计价二季度当季增速预测值为 4.0%、3.9%）。粤港澳大湾区 GDP 合计增长 4.3%。

表 1 2025 年二季度大湾区 GDP 累计增速预测（人民币计价）

	2025Q1 实际值	2025Q2 预测值
广州	3.0	3.4
深圳	5.2	5.2
佛山	2.3	2.3
东莞	5.3	4.4
惠州	6.4	5.9
中山	4.2	4.1
珠海	4.0	5.1
江门	2.8	2.8
肇庆	5.5	4.2
香港	4.9	3.5
澳门	0.03	1.3
大湾区	4.1	4.3

注：香港、澳门 GDP 数值经常回溯调整，本表所列一季度实际值为 2025 年 6 月 30 日下载数据，不同日期下载数据将会变化。本表所列香港、澳门二季度 GDP 预测值为人民币计价累计增速，按港币和澳门币计价二季度当季增速预测值为 4.0%、3.9%，换成人民币计价受汇率影响增速稍低。

数据来源：北大汇丰智库测算

工业生产略微放缓，企业利润负增长。1-5 月，大湾区 GDP 万亿城市中广州、深圳、佛山的工业增加值增速分别为 -0.7%、3.5%、1.2%，增速不高，且与一季度相比增速均有所下滑。受此影响，广东全省工业增加值增速进一步降至 3.5%，低于全国的 6.3%（图 1）。其他城市中，东莞、惠州、中山、珠海工业保持了不

错的增长，增速分别为 5.5%、11.4%、5.6%、5.0%；江门、肇庆工业增速相对有限，分别为 2.6%、4.4%。工业企业利润仍不理想，1-4 月，除东莞、惠州正增长外，其余城市均为负增长，广州甚至达到-31.7%（图 2）。特朗普 4 月启动的高压关税政策下部分企业减产或产能转移、承担关税成本和港口滞留费用可能是原因；随着中美经贸会谈进行并取得部分成果，工业生产和企业效益或有所改善。

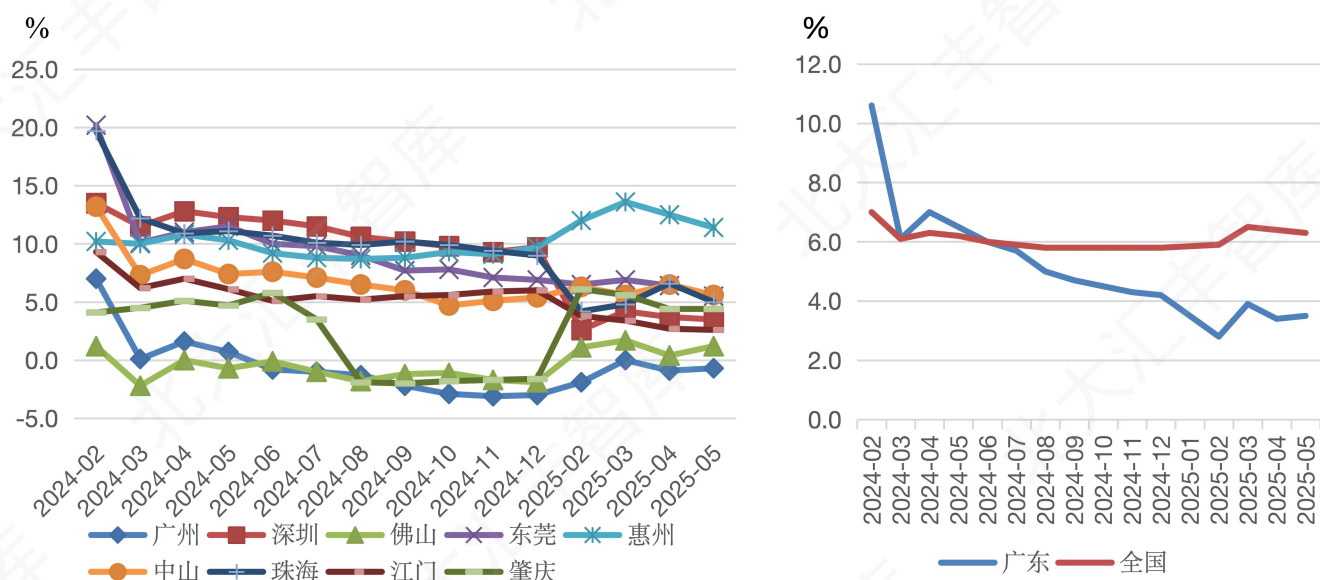


图 1 工业增加值累计同比

数据来源：Wind，北大汇丰智库

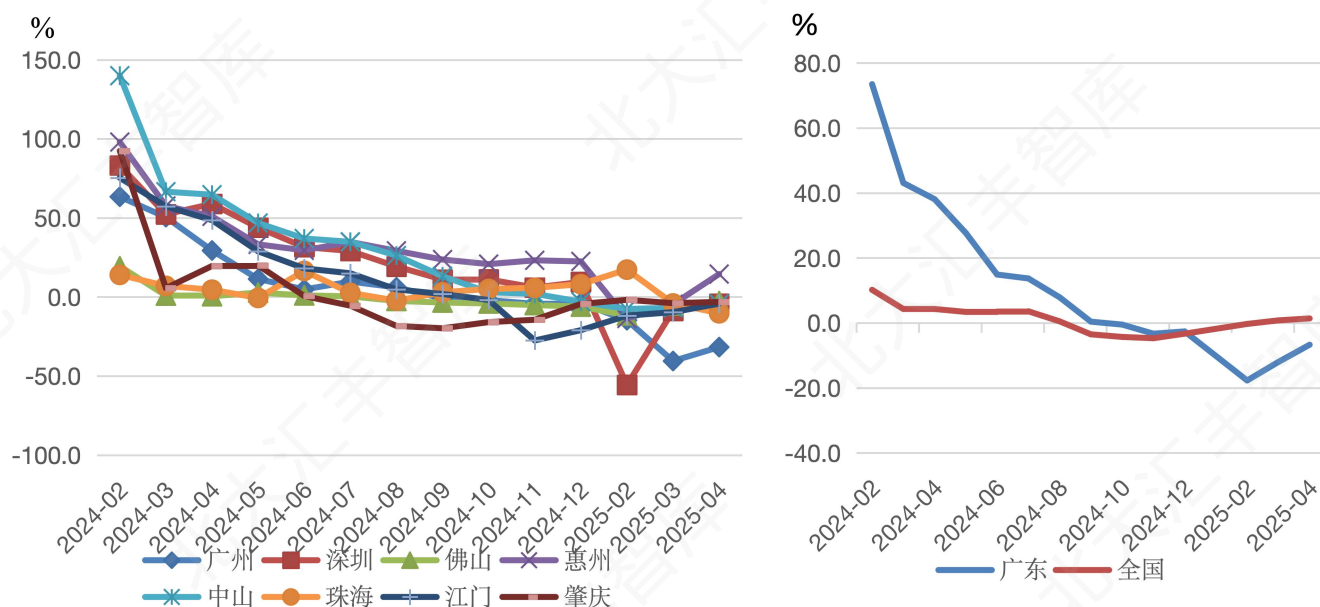


图 2 工业企业利润累计同比

数据来源：Wind，北大汇丰智库

（二）消费明显回升，以旧换新、出口转内销和假日消费拉动明显

社会消费品零售总额加速增长，以旧换新政策持续发力，假日消费热情不减。1-5月，广州、深圳、东莞等核心消费城市（社消合计占全省的60%以上）社消增速分别为5.1%、4.7%、4.4%，较2024年四季度和今年一季度均持续提升（图3）。惠州、珠海的社消总额占全省比重虽不高，但增长较快，1-5月分别增长6.1%、7.0%。佛山、中山、江门、肇庆社消增长相对缓慢，增速分别为1.5%、0.4%、2.8%、3.7%。

分消费类型看，广州、深圳、东莞、惠州、珠海的商品零售增长（5.4%、5.0%、4.8%、6.3%、14.2%）明显快于餐饮收入（3.1%、1.8%、2.5%、4.9%、1.5%），以旧换新政策带动这些城市的大家电、小家电、手机、电脑、汽车等商品零售快速增长；各大商超外贸优品专区以大折扣促销、拆箱零售等方式吸引众多客流量；佛山和中山的餐饮消费增速（2.3%、3.9%）明显快于商品零售（1.4%、-0.1%），清明、五一、端午等节假日期间游客蜂拥至美食之都感受烟火气是主要原因。在此情况下，广东全省社消明显提速（3.7%），与全国（5.0%）的增速差距收窄。

香港、澳门的访客数量保持较快增长，4月分别为385万人次、309万人次，同比增速为13.5%、18.9%；5月分别为408万人次、337万人次，同比增速为20.0%、25.3%（图4、图6），旅客消费有所恢复，香港4月零售业销货价值同比增速-2.3%，降幅收窄（图5），澳门5月博彩业收入增长5.0%（图7），较3月明显提升。

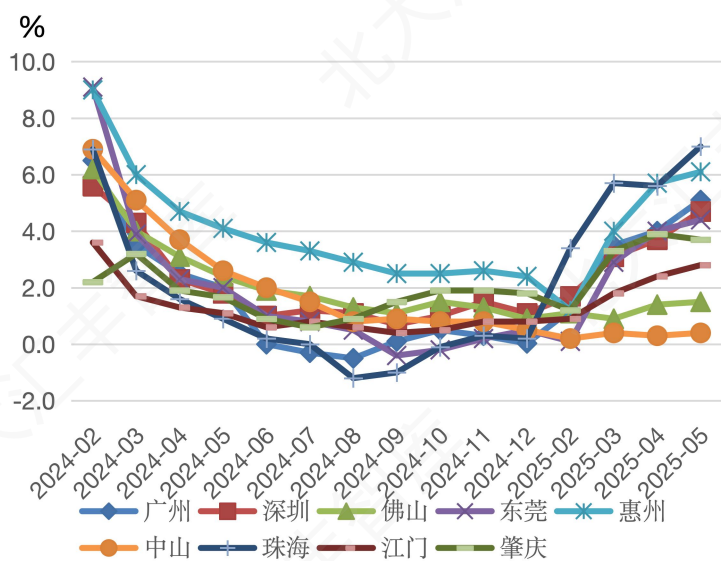


图 3 社会消费品零售总额累计同比

数据来源: Wind, 北大汇丰智库

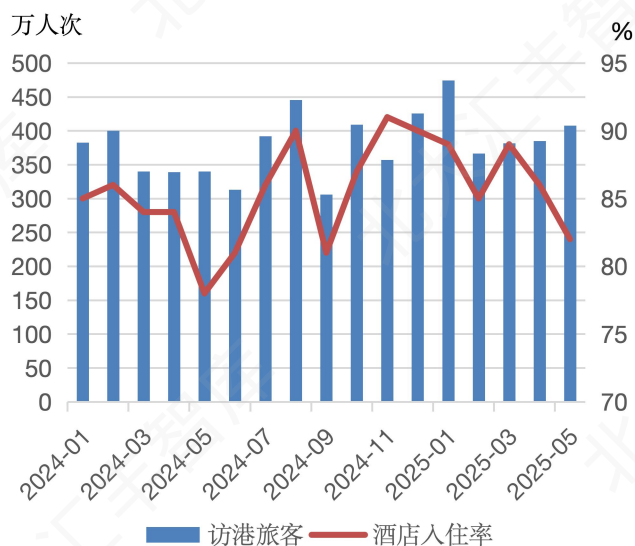
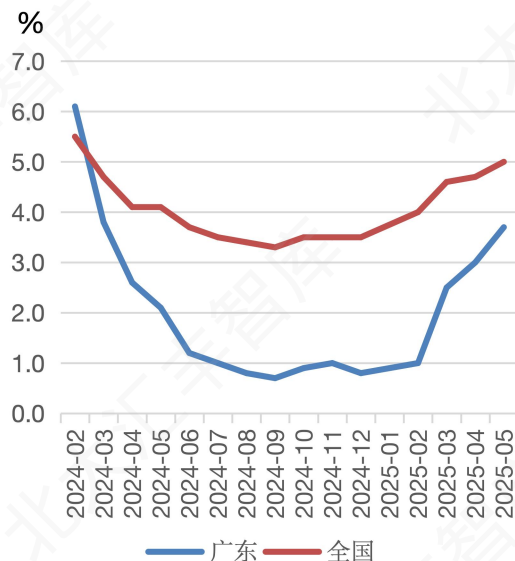


图 4 香港旅客数量及酒店入住率

数据来源: Wind, 北大汇丰智库

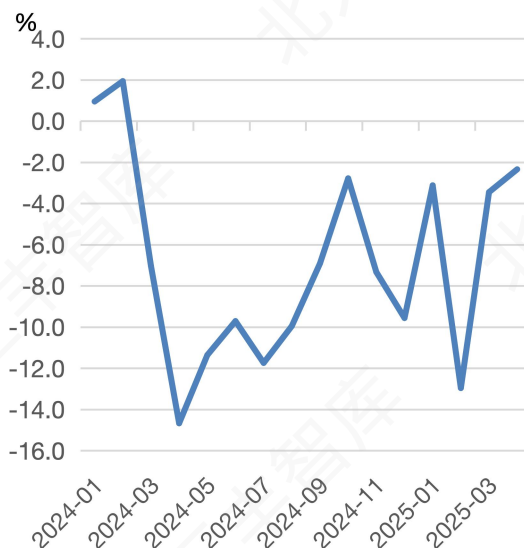


图 5 香港零售业销售额当月同比

数据来源: Wind, 北大汇丰智库

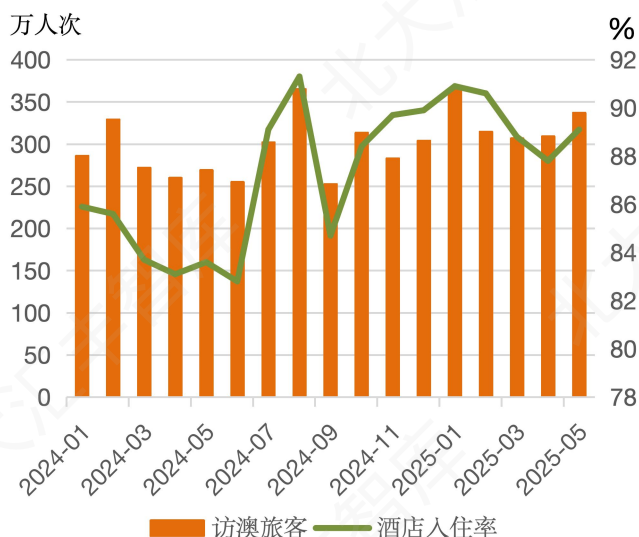


图 6 澳门旅客数量及酒店入住率
数据来源：Wind，北大汇丰智库

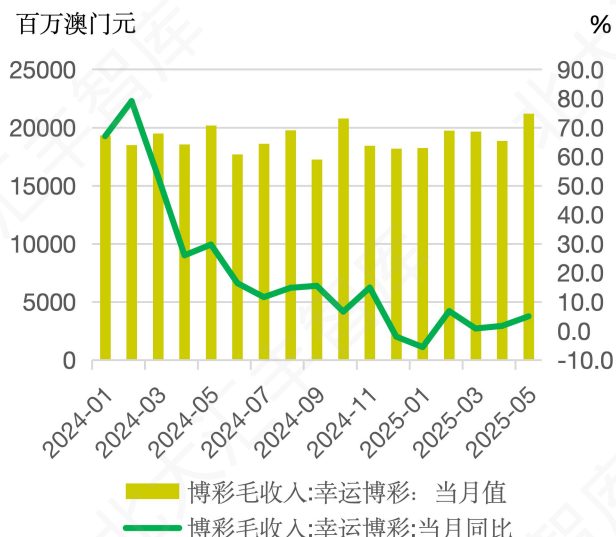


图 7 澳门博彩业毛收入当月同比
数据来源：Wind，北大汇丰智库

(三) 出口增速较年初略有回升但仍处低位，进口保持高增长

出口形势较年初 1-2 月情况有所好转，关税预期落地及贸易谈判进行是原因之一，但增速仍处于较低水平，民企外贸境况值得关注。1-5 月（图 8），广州、东莞等重点外贸城市（出口合计占全省近 30%）出口保持两位数高增长，增速分别为 29.2%、11.2%；中山、珠海、江门、肇庆出口金额占全省比例虽不高（合计 12%），但增长较快，增速分别为 9.0%、8.0%、9.9%、9.2%；惠州增长 5.3%；但占全省外贸出口近半壁江山的深圳仍是负增长，增速-8.6%；佛山增速-9.5%。综合影响下，1-5 月广东全省出口虽较年初 1-2 月略有好转，但增速仍维持在 0.9% 的低水平，低于全国（7.2%）。香港作为重要的转口贸易地，与全国外贸进出口表现密切相关，在美国高压关税政策下转口优势得以发挥，进、出口保持两位数高增长，增速分别为 18.9%、15.5%（图 9）。

年初美国高压关税政策预期下，市场关于关税不确定性的后果担忧较大，再加上去年同期高基数因素，出口一度大幅下滑。但随着关税预期落地、高关税实际执行过程出现阻力（如部分商品豁免、美国海关分类计税清关能力短期内尚不足）、中美贸易谈判进行并取得阶段性成果（日内瓦会谈、元首通话和伦敦会谈达成共识），大湾区总体出口形势在二季度趋于稳定。但出口增速与全国和浙江、

江苏相比不高，去年的高基数，以及塑料制品、纺织服装等劳动密集型产品出口大幅下降或是原因。出口的市场主体中，民营企业的出口低迷状况值得关注。1-5月广东民企出口增速进一步下滑至-0.6%，低于外资企业(2.9%)和国有企业(5.4%)，也低于全国民企出口增速(8%)。民企的规模、资金能力、议价能力决定了其在面对关税成本上升时承受更大压力，加上美国于5月初正式关闭小额包裹免税通道，而广东的跨境电商规模又比较大(2024年广东跨境电商进出口总额达7454亿元，占全国比重超过1/3)，从事跨境电商的民企业务明显受到影响。

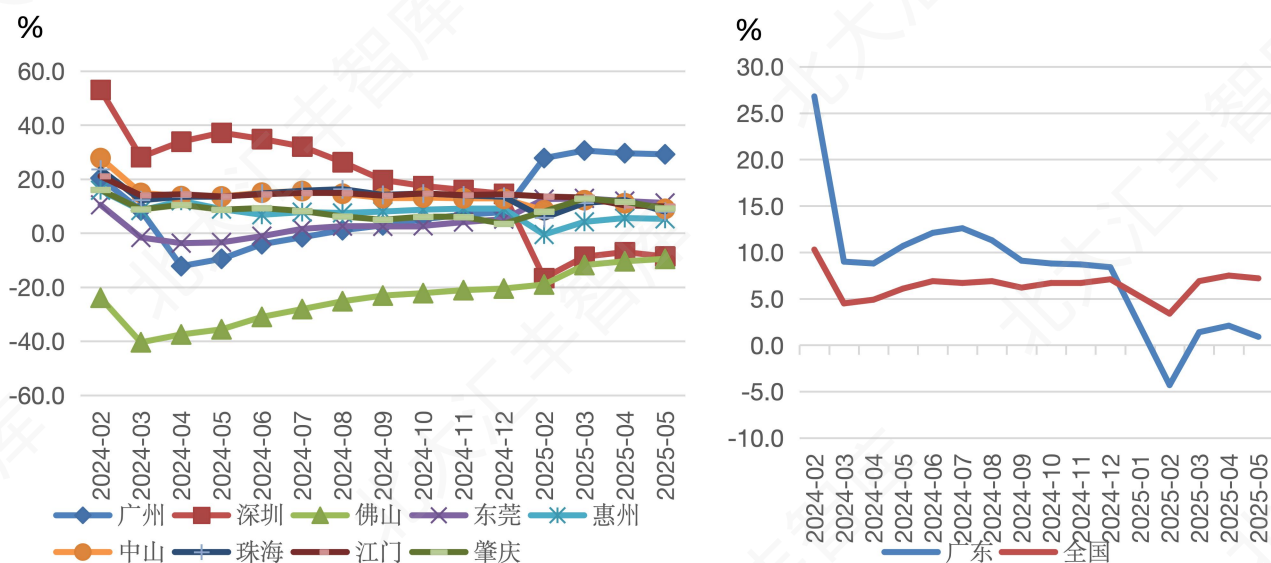


图 8 人民币出口金额累计同比

数据来源: Wind, 北大汇丰智库

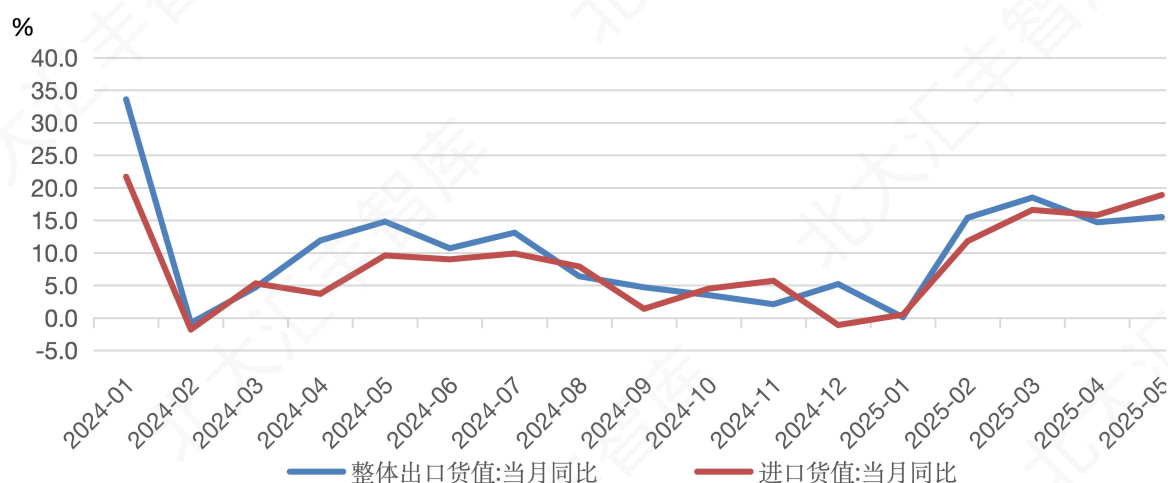


图 9 香港进出口金额当月同比

数据来源: Wind, 北大汇丰智库

进口保持高速增长，贸易平衡发展有序推进。1-5月（图10），深圳、东莞、惠州进口增速分别为10.1%、28.5%、5.2%，合计占广东进口的75%，拉动广东进口增速升至9.7%，远高于全国（-3.8%），也高于江苏（-2.4%）和浙江（-2.2%）。从进口的市场主体看，民企的进口引领增长。1-5月广东民企进口增长14.8%，高于外资企业（8.4%）和国有企业（-30.4%），也高于全国民企进口增速（4.9%）。进口的持续高增长使得广东在推动贸易平衡发展方面走在全国前列。

分析进出口产品结构和伙伴结构，我们发现广东进口的自动数据处理设备及其零部件、电工器材、集成电路的占比和增速均最高，出口的这些产品占比和增速也最高；而且进口和出口中东盟的份额占比都最高、规模相当、增速同为正，这可能反映一个现象，广东和东盟的贸易不是简单的一次性买卖关系，而是区域间产业链的有序分工，同类产品可能多次往返于东盟和广东以实现不同工序的处理；台湾、日本、韩国基于其芯片半导体产业优势，在该产业链中则主要向广东输出集成电路相关产品，广东对这些地区的进口规模和增速均远超过对其出口。广东对欧盟、美国则以出口为主，贸易顺差规模较大，今年以来的进口增长除与汽车产业链布局有关外，可能也是为缓和长期以来高额顺差所引起的贸易摩擦的友好性举措，对于推动经贸谈判顺利进行和长期贸易平衡发展具有积极意义。

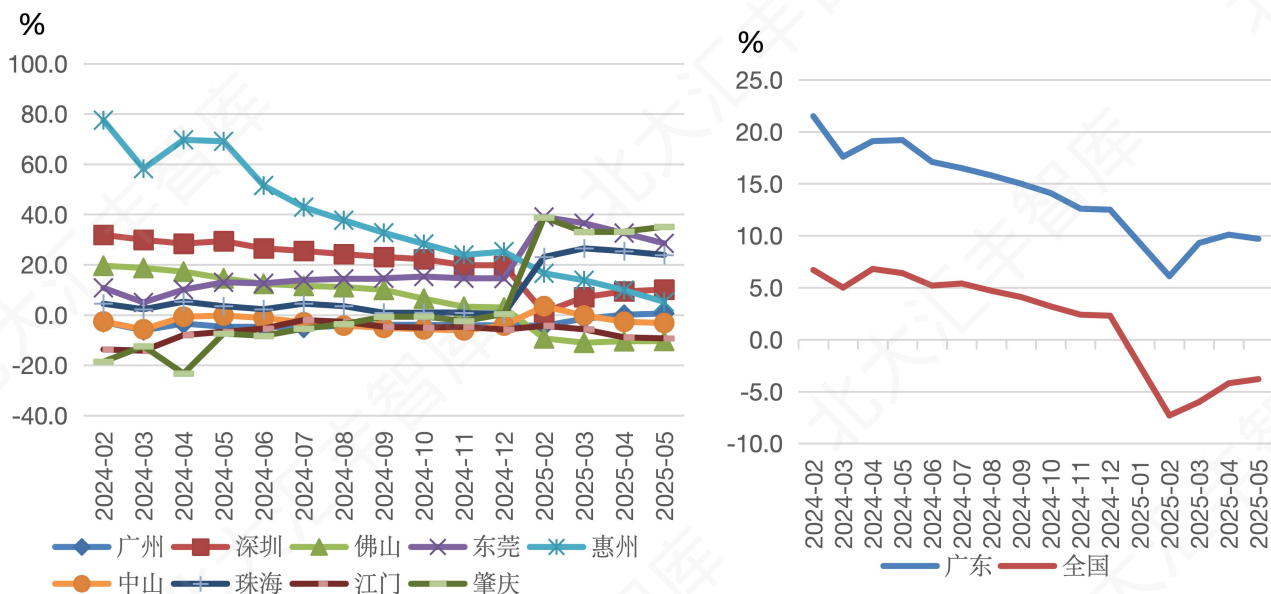


图 10 人民币进口金额累计同比
数据来源：Wind，北大汇丰智库

（四）投资加速下滑，民间投资形势严峻，但外商投资反弹回升

固定资产投资加速下降，二产和三产投资均更为谨慎。1-5 月，除广州勉强维持 0.7% 的增长外，其余城市均为负增长，且降幅较一季度进一步扩大（图 11）。深圳、佛山、肇庆固定资产投资增速分别为-9.2%、-5.9%、-7.8%，较一季度下降 7.1 个百分点、4.9 个百分点、5.4 个百分点；东莞、惠州、中山、珠海、江门的固定资产投资增速呈现两位数的负增长，分别为-16.7%、-13.1%、-18.6%、-39.4%、-26.5%。各城市固定资产投资均不景气的情况下，广东全省的投资增速进一步下滑至-8.9%，落后全国 12.6 个百分点。以上投资下降不是单个产业或者单个领域的现象，而是多数行业的全面投资下降，无论是二产中的采矿业、制造业还是三产中的房地产业、金融业、批发零售业均是如此（图 12、图 13），这反映出当前经济形势下各行各业在新增投资方面都偏谨慎，单靠政府的基建投资增长带动较为困难。

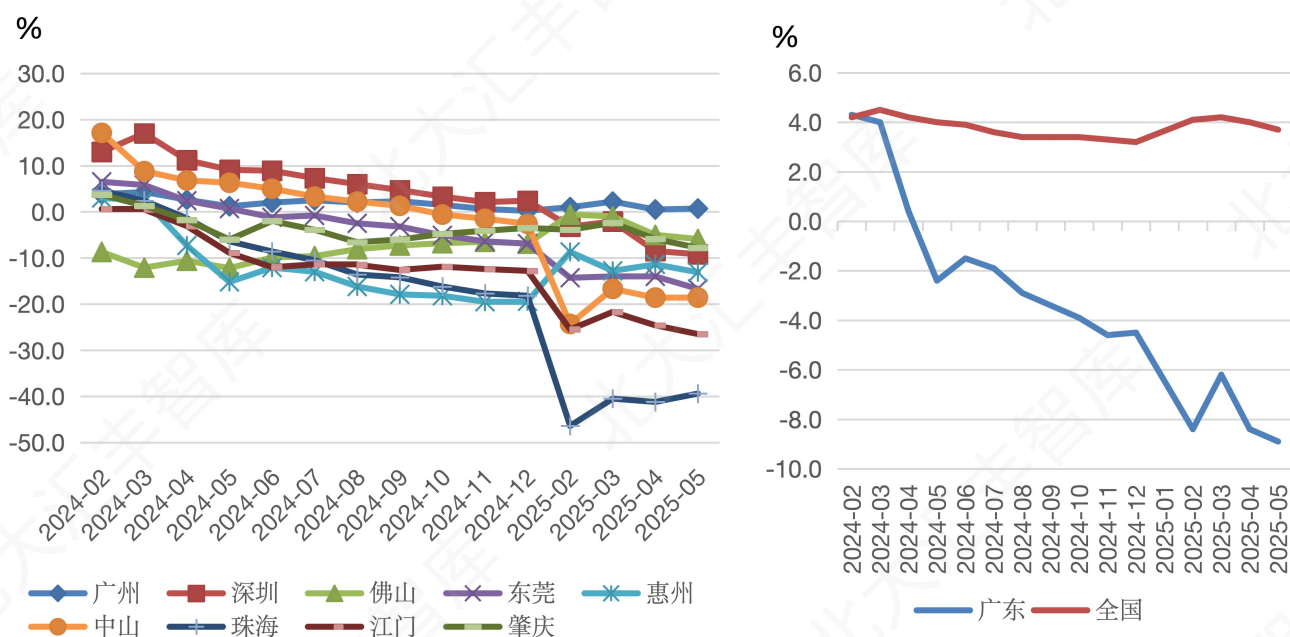


图 11 固定资产投资累计同比

数据来源：Wind，北大汇丰智库

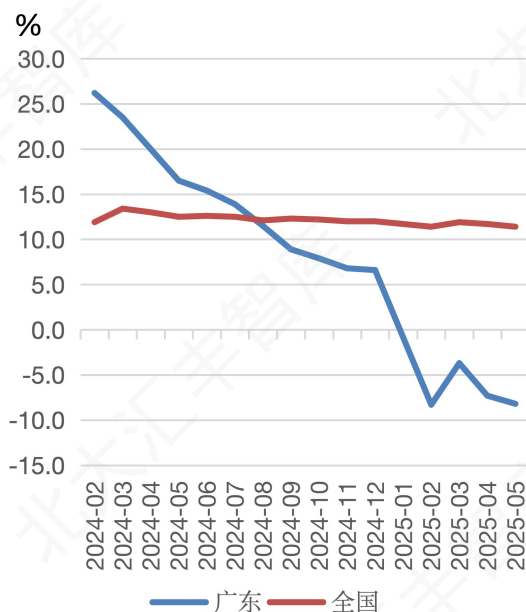
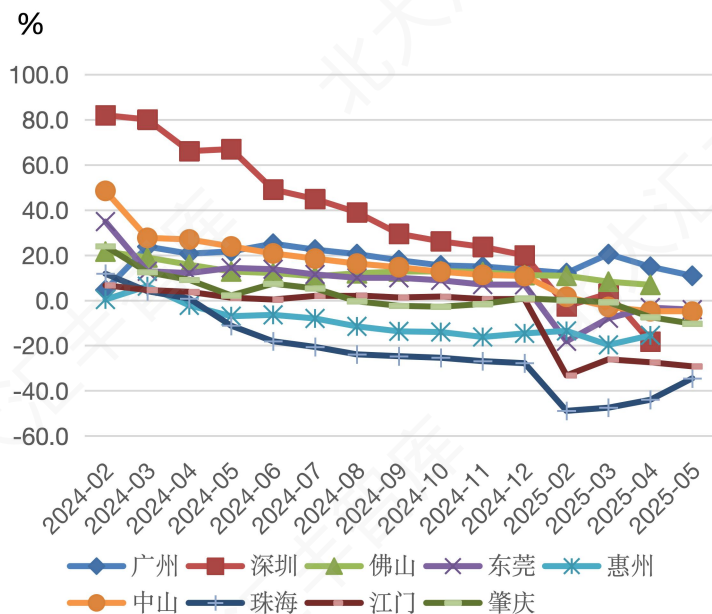


图 12 二产投资累计同比

数据来源: Wind, 北大汇丰智库

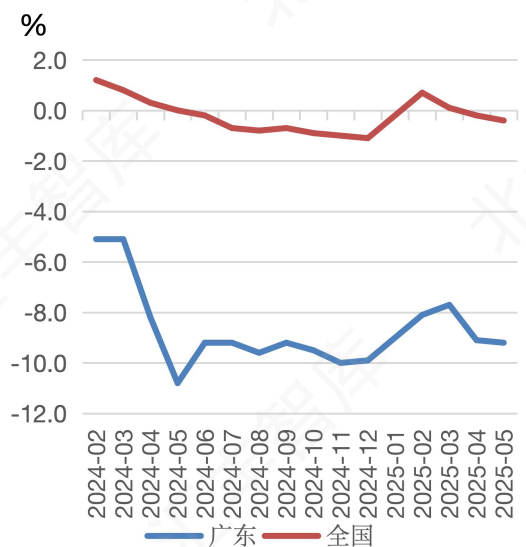
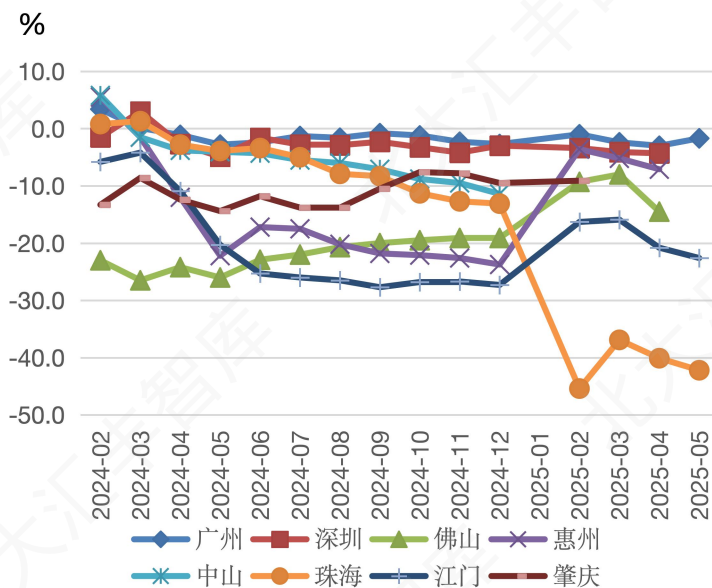


图 13 三产投资累计同比

数据来源: Wind, 北大汇丰智库

民企投资信心不足尤其值得关注。1-5月，广州、深圳、惠州、珠海、江门的民间投资增速分别为-18.2%、-11.8% (1-4月数据)、-4.6% (1-4月数据)、-52.1%、-23.0%，广东全省民间投资增速为-14.9% (1-4月数据)，与去年和今年一季度相比降幅多有扩大迹象 (图 14)。不仅广东和珠三角如此，全国民间投资同样不景气，长期在零增长附近徘徊。为促进民营经济的发展，国家早在 2023 年就设置了

民营经济发展局，广东省于今年 2 月设立了民营经济局。今年 2 月全国召开民营企业座谈会，4 月全国首部关于民营经济发展的基础性法律《民营经济促进法》颁布（于 5 月 20 日实施）。支持民企发展的法律体系和机构设置逐渐完善，但当前执行力度尚未可知，再加上外部形势严峻，民企大多仍处于观望状态。未来需要在公平竞争、合理执法、基本权益保障、发展资金支持方面有实质行动，特别是对于抗风险能力小的中小民营企业要给予适当包容关怀，支持其研发创新、开拓市场、应对风险，以有效地增强民企发展信心。

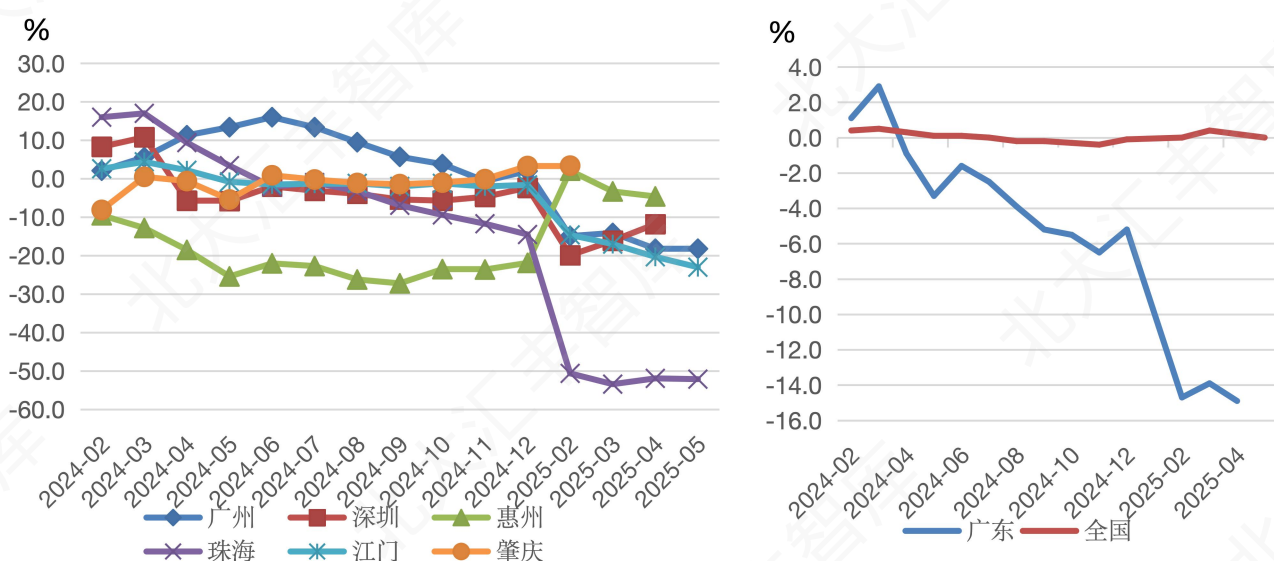


图 14 民间投资累计同比
数据来源：Wind，北大汇丰智库

外商投资明显反弹回升。1-5 月，深圳、佛山、东莞、惠州、珠海、江门实际使用外商直接投资均为正增长，增速分别为 11.6%、79.9%、1.1%、6.6%（1-4 月数据）、8.4%、52.5%（图 15）。去年同期的低基数是原因之一；全球经济形势、地缘政治不确定性增加，美元美债地位下降导致外资寻找避险场所、广东省内城市稳外资相关举措也是因素之一。6 月初财新夏季峰会上香港财政司长陈茂波表示近期国际资金流入明显增多，香港成为资金避风港；广东商务厅数据显示，1-4 月广东外资中，来自香港地区资金增长 24.4%、占全省 72.6%；来自新加坡、荷兰、法国、韩国资金分别增长 17.7%、8.6 倍、1.5 倍和 22.5%。

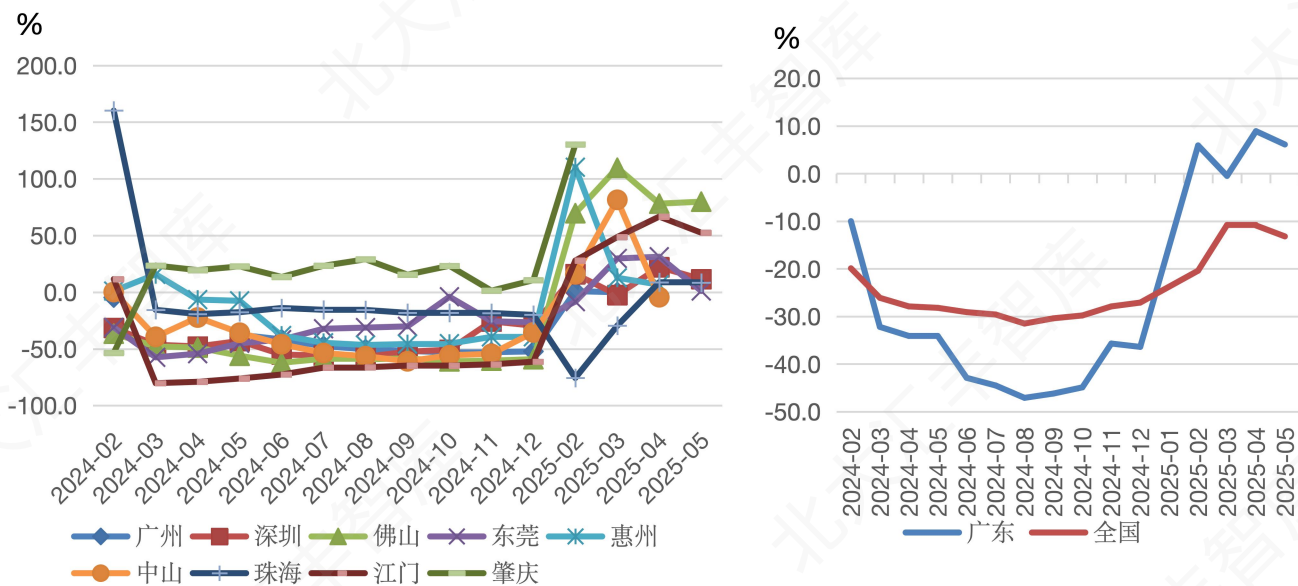


图 15 实际使用外商直接投资累计同比

数据来源: Wind, 北大汇丰智库

二、2025 年三季度湾区经济形势展望

(一) 经济预计温和增长，消费强外贸稳投资弱的局面仍将维持

二季度大湾区经济总体呈现消费渐强、外贸趋稳、投资偏弱的特点，预计三季度仍将延续这一走势。4月25日召开的中共中央政治局会议强调，要加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。政策大力支持下，基建投资和消费持续增长的可能性较大。外贸方面，美国与欧盟、日本以及与中国的关税暂缓窗口期分别在7月和8月结束，鉴于美国当前国内形势紧张（减税法案出台推高赤字率、洛杉矶暴乱、加州停止缴纳联邦税、经济增速下滑），在贸易谈判上可能倾向于缓与中国、欧盟、日本的关系，关税大幅度反弹的概率不大，即使有反弹，经过前期几个月的缓冲，市场的反应也不会太过激烈，预计外贸将延续当前的低速稳定增长。投资方面，在市场以价换量的阶段，企业大幅度地投资扩产是不现实的，可能仍以结构性的工业技改投资和人工智能产业链相关投资为主，总体上与二季度保持一致。因此综合上述情况，三季度广东及大湾区预计仍以温和增长为主。按照三季度各因素对经济增长拉动力量强弱的判断，本文依次分析消费、外贸、投资的走势及需要关注的重点。

（二）以旧换新政策和暑期效应仍支撑消费增长，需留意国补执行进度和以价换量的可持续性

2025 年全年国家共安排 3000 亿元超长期特别国债资金支持消费品以旧换新，截止 6 月中旬已向地方下达了共计 1620 亿元资金，在拉动消费增长方面已显现效果。广东省商务厅的数据显示，截至 2025 年 6 月 30 日，广东本轮消费品以旧换新累计核销金额 246.5 亿元，拉动销售额 1886.5 亿元。后续剩余资金的陆续发放仍将对大湾区消费增长起到支撑作用。随着 7、8 月暑期到来，大湾区各城市又将迎来新一波旅客高峰，香港目前已陆续公布庆祝回归 28 周年系列活动，澳门近期公布的博彩业变革举措彰显其建设综合旅游休闲中心、提升旅游体验的决心，旅游经济的火热将在促消费方面进一步发力。

值得注意的是，前期国补发放过程中存在补贴消耗进度较快（前 5 月已消耗过半，下半年促消费空间可能不足）、补贴未实际到达消费者（部分商家虚假交易或提前抬价等骗取补贴）、补贴在线上线下分配不均（补贴叠加线上平台 618 大促价格优惠力度大可能对线下实体门店业务形成冲击）等现象，6 月有部分省市暂停国补。重新启动国补后需要特别关注实际执行过程中的可能漏洞，切实让消费者获得实惠从而乐于消费。另外，以旧换新涉及的品类如家电、手机、电脑、汽车等大部分属于耐用消费品，当前基于补贴的消费可能会透支未来的消费；而且以价换量的可持续性也值得审视。以汽车为例，1-5 月国内汽车销量同比增长 11.7%，但汽车零售额同比仅增长 1.7%，大湾区的主要车企中，有的一季报归母净利润同比下降 159.95%，有的一季报归母净利润虽然增长，但其中源自政府补贴、投资收益、汇兑收益和利息收入的部分占比接近三分之二，真正源自经营利润的部分较少。因此，促消费政策在实际执行中也需要不断优化、适时拓展支持范围。

（三）外贸形势短期内稳定，需关注欧日效仿美国取消小额包裹免税以及美国强化原产地规则的冲击

中美 5 月日内瓦经贸会谈达成的“24%的加征关税在初始的 90 天内暂停实施”

关税暂缓窗口期在三季度到期，鉴于目前为止进行的中美元首通话和中美伦敦经贸会谈中方掌握一定的主动权，三季度关税政策预计不会出现大的反复，外贸出口形势相对稳定。此次美国高压关税政策未取得预期成效，后续中美之间的贸易竞争可能更多转向关键产品、技术的出口管制以及供应链话语权的争夺，如美国5月13日起相继发布的全球半导体出口管制、芯片设计EDA软件出口管制、发动机技术出口管制；中国的稀土出口管制；美国要求越南减少使用中国材料、零部件和科技，降低对中国产业链依赖等。

对于广东及大湾区而言，其产业链已经与东盟国家、台湾、日本、韩国密不可分，短期内东盟国家不具备产业链脱钩实力，台湾、日本、韩国若实施半导体、芯片出口管制将会严重阻碍其自身半导体产业和经济增长，广东及大湾区的外贸形势短期内预计不会有太大变化。但考虑到欧盟、日本已有迹象效仿美国取消对中国的小额包裹免税政策、美国后续可能严格限制东盟国家使用中国材料、零部件的比例（即设置东盟原产地比例），广东及大湾区的跨境电商企业（特别是小规模民营企业）以及将生产线设在东盟国家而使用国内零部件的制造业企业将会受到明显影响，需要及早应对。

（四）积极的财政政策下基建投资增长趋势不变，工业投资预计仍将低迷

进入2025年，广东的一般公共预算财政收入增速转负为正，并在二季度加速增长（5月累计增速3.8%），一般公共预算支出增长还留有余地（5月累计增速-0.2%），下一步可能加速。举债方面，根据财政部新下达的2025年新增债务限额，5月末各地方已密集调整预算，广东2025年新增地方政府债务限额为5686亿元，同比增长16.5%，高于全国地方新增债务限额平均增速（12.6%），充分体现了新增债务限额向经济大省倾斜的原则。积极的财政政策下，广东及大湾区的基建投资仍将发挥托底作用。4月、5月广东基建投资累计增速分别为4.5%、4.5%，较一季度（3.9%）呈加速增长趋势；省重点项目投资已完成年度投资额的34.7%，略快于计划进度（ $4/12=33.3\%$ ），预计三季度基建投资仍将保持增长趋势。

但也需注意，广东作为工业大省，工业投资增长面临的困难仍不小。一方面，

去年同期高基数背景下今年的增长压力大，而近期全球地缘冲突加剧，成本和风险增加而需求未见明显提升的情况下，企业对于投资偏谨慎。另一方面，中美贸易战背景下广东及大湾区的出口和转出口都受到影响，随着美国对越南、墨西哥等东南亚、拉美国家产品原产地比例的要求提升，未来广东及大湾区企业出海投资将不仅限于产品组装环节，很可能扩大至零部件乃至大部分产业链环节，省内及湾区内的工业投资总体减少（2025 年各月广东工业投资已连续负增长）、结构性增长（2025 年 1-5 月工业技改投资增长 5.1%、人工智能产业链相关投资如信息技术服务业投资 1-5 月增长 10%）现象短期内会持续，预计三季度工业投资仍将低迷。

【声明】 本文为北大汇丰智库所有。



PHBS 智库

北京大学汇丰商学院

北大汇丰智库 (The PHBS Think Tank) 成立于 2020 年 7 月，旨在整合北京大学汇丰商学院各院属研究中心，统筹协调资源，重点从事有关宏观经济、国际贸易与投资、金融改革与发展、粤港澳大湾区可持续发展、城市与乡村发展、海上丝路沿线国家经济贸易与合作等领域的实证分析与政策研究，打造专业化、国际化的新型智库平台。北大汇丰智库由北京大学汇丰商学院创院院长海闻教授兼任主任，智库副主任为王鹏飞、巴曙松、任颀、魏炜、林双林。



北大汇丰智库微信公众号



PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

深圳市南山区丽水路2199号北京大学汇丰商学院 518055

Peking University HSBC Business School, Xili University Town, Shenzhen, China

TEL: (+86)755 2603 2270 EMAIL: thinktank@phbs.pku.edu.cn

<http://thinktank.phbs.pku.edu.cn>