

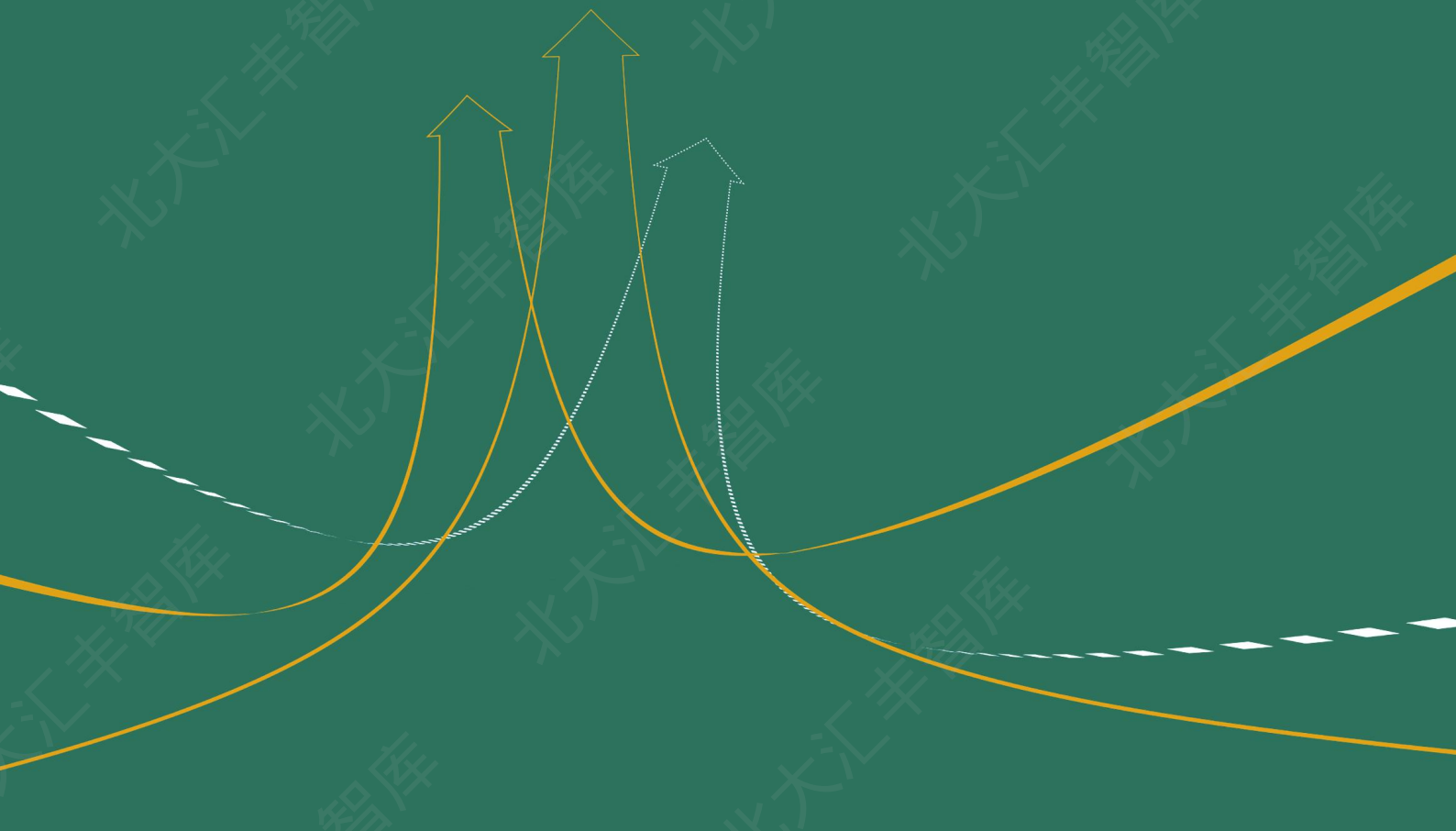
经济分析系列
Economic Analysis Series



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年第三季度



消费外贸支撑经济增长，投资持续下降

摘要¹

2025年三季度，从生产端看，大湾区城市工业生产增速放缓，“反内卷”政策倡议陆续出台背景下企业持续优化产能布局；服务业生产总体向好，企业营收增速总体稳定在7%左右。从需求端看，消费和外贸是支撑经济增长的主要因素，投资较为低迷。以旧换新对消费的促进效应略有减弱，但消费总体仍保持了3%以上的增长；港澳文旅消费依旧火热。出口增速持续小幅回升，进口保持高增长。固定资产投资加速下滑，但外商投资持续增长。预计三季度大湾区GDP增长3.9%。

展望四季度，本文认为，大湾区经济预计平稳增长，呈现消费稳外贸稳投资弱的局面。具体而言：（1）第四批国补金额以及金秋文旅消费券将支撑消费增长，消费场景创新值得期待；（2）预计关税影响可控，外贸形势趋于稳定；（3）投资总体上仍将低迷，但财政支出有望在四季度发力，推动投资结构性增长。

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10月2日 | 总第144期 | 2025-2026学年第6期

联系人：程云（0755-26032270, chengyun@phbs.pku.edu.cn）

一、2025 年三季度湾区经济形势分析

(一) GDP 预计增长 3.9%，工业增速放缓，服务业稳定向好

三季度大湾区经济总体呈现如下特点：消费持续增长但增速放缓，外贸增速回稳，投资仍然加速下滑。本文通过 Nowcasting 模型测算得到三季度大湾区城市 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 3.1%、4.7%、1.7%、4.2%、3.3%、3.5%、3.2%、2.4%、3.6%，香港、澳门分别增长 3.5%、4.2%（按本币计价三季度当季增速预测值为 3.3%、8.0%），粤港澳大湾区 GDP 合计增长 3.9%。

表 1 2025 年三季度大湾区 GDP 累计增速预测（人民币计价%）

	2025Q2 实际值	2025Q3 预测值
广州	3.8	3.1
深圳	5.1	4.7
佛山	2.3	1.7
东莞	4.8	4.2
惠州	5.1	3.3
中山	3.4	3.5
珠海	3.8	3.2
江门	2.7	2.4
肇庆	5.2	3.6
香港	3.9	3.5
澳门	2.1	4.2
大湾区	4.0	3.9

注：香港、澳门 GDP 数值经常回溯调整，本表所列二季度实际值为 2025 年 9 月 23 日下载数据，不同日期下载数据将会变化。本表所列香港、澳门三季度 GDP 预测值为人民币计价累计增速，按港币和澳门币计价三季度当季增速预测值为 3.3%、8.0%。

数据来源：北大汇丰智库测算

工业生产增速放缓，企业利润持续负增长。1-7 月，大湾区各城市工业生产增速较二季度均有所下滑，受此影响，广东全省工业增加值增速进一步降至 2.4%，低于全国的 6.3%。具体来看，广州、佛山、江门的工业增加值增速最低，分别为 0%、1.9%（1-6 月数据，预计 1-7 月更低）、1.9%；深圳、东莞、中山、珠海、肇庆工业增加值增速分别为 4.1%、4.9%、4.6%、4.9%、4.1%，均低于全国增速；只有惠州工业生产仍保持 10.1% 的高增长（图 1），电子和石化能源新材料两大支

柱行业的快速增长是主要原因。工业生产增势放缓，一方面与企业经济效益持续低迷、生产信心不足有关，另一方面与“反内卷”政策倡议陆续出台背景下企业优化产能布局有关。去年 9 月以来，全国工业企业利润持续下降，广东工业企业的利润降幅甚至超过 10%（图 2），其主要原因在于经济承压背景下企业间的降价竞争。部分企业在价格战中难以生存，不得不停产或破产。为扭转企业无序竞争局面，今年政府报告提出要整治“内卷式”竞争，近期各项政策倡议更是陆续出台。7 月 1 日、16 日中央财经委员会第六次会议、国务院常务会议均对“治理企业低价无序竞争，推动重点行业落后产能有序退出”提出要求。作为响应，广东省造纸行业协会 7 月底发布《关于推动广东省造纸行业“反内卷”促进行业高质量发展的倡议书》。今年下半年，“反内卷”将是重要政策议题，短期看工业企业生产将经历供给侧改革阵痛，长期看有助于推动整个工业体系产业升级和效益改善。

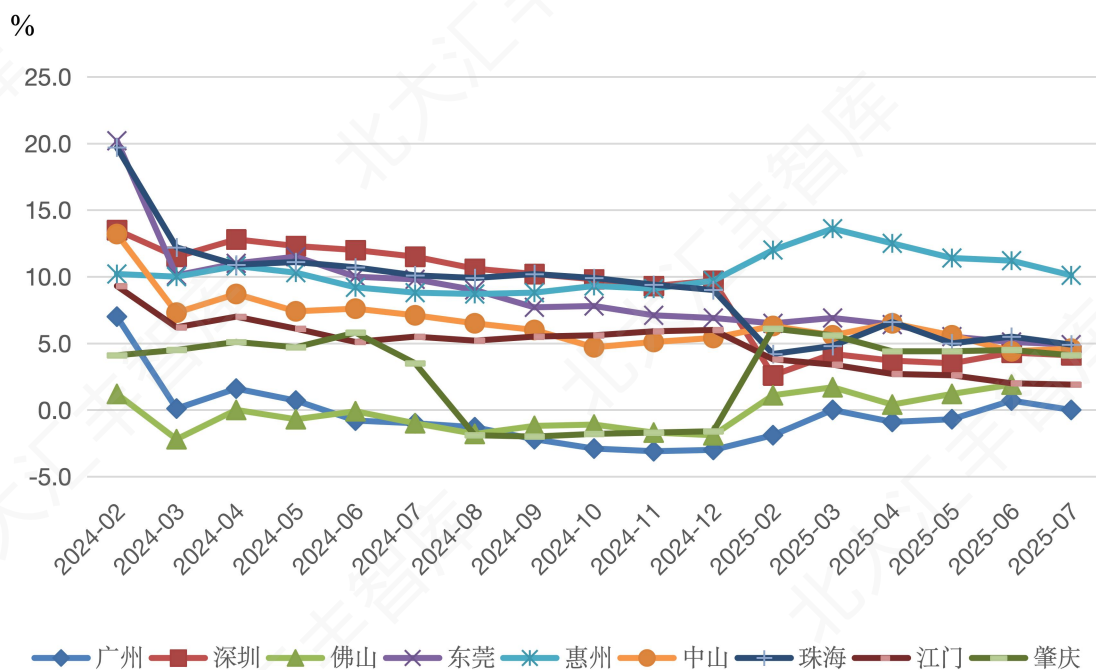


图 1 珠三角九市工业增加值累计同比增速

数据来源：Wind，北大汇丰智库

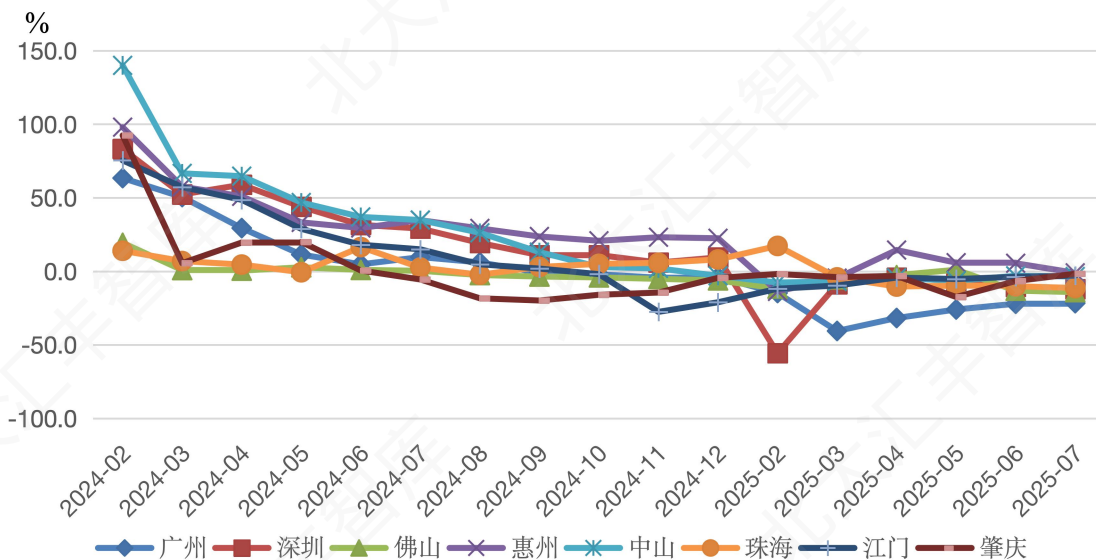


图 2 珠三角九市工业企业利润累计同比增速

数据来源：Wind，北大汇丰智库

服务业生产稳定向好，对整体经济增长起到重要支撑。1-6月（错月数据）大湾区城市服务业生产保持稳定增长，广州、深圳、珠海三个服务业增加值占GDP比重超过50%的城市领涨，服务业企业营收分别增长7.3%、8.3%、10.1%；惠州、江门服务业增加值占GDP比重虽不足50%，但服务业企业营收增长较快，分别为8.1%、6.1%（图3）；受上述城市拉动，广东全省服务业企业营收增长7.3%，与全国增速7.5%基本相当。佛山、东莞、中山三个城市服务业发展略显缓慢，增速均不足4%。

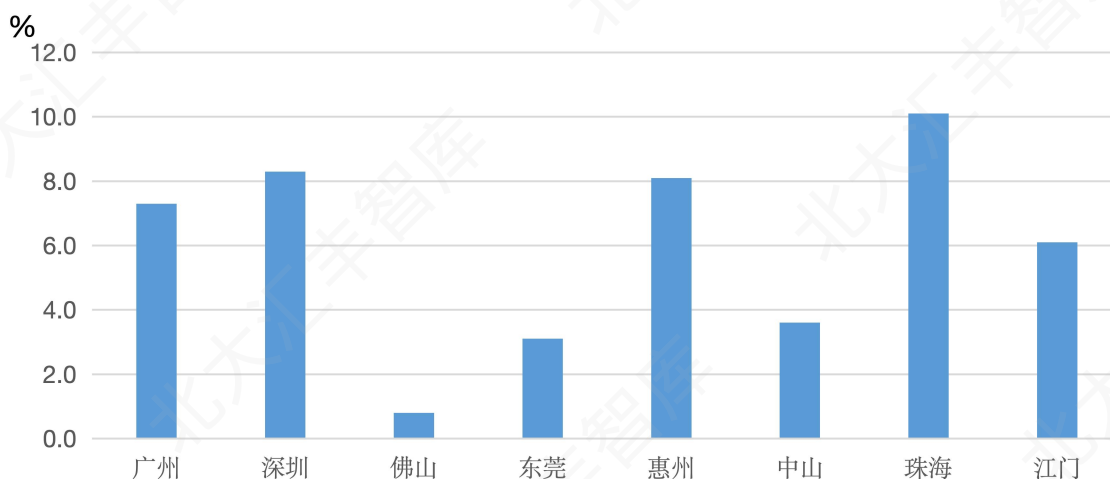


图 3 1-6月珠三角九市服务业企业营收累计同比增速

数据来源：Wind，北大汇丰智库

（二）消费保持增长，但以旧换新效应减弱

社会消费品零售总额保持增长，但增速有所放缓，以旧换新政策的促进效应减弱。1-7月，大湾区城市社消增速与二季度相比有所回落，上半年社消加速增长的趋势未能得到延续。广州、惠州、珠海社消增速分别为5.4%、4.8%、4.5%；深圳、东莞、佛山社消增速分别为3.6%、3.0%、2.8%；江门和中山社消增速分别只有1.0%和0.9%（图4）；广东全省社消增速下降0.1个百分点至3.4%。不仅大湾区城市如此，全国的社消增速也下降0.2个百分点至4.8%。我们在二季度报中提到，以旧换新补贴前期消耗过快以及主要聚焦耐用消费品可能会导致其促消费效应的持续性受影响，7月的社消数据印证了这一观点。随着第三批690亿元国补金额陆续下达，预计8月、9月大湾区城市社消仍将保持一定的增长，但增速可能继续放缓。

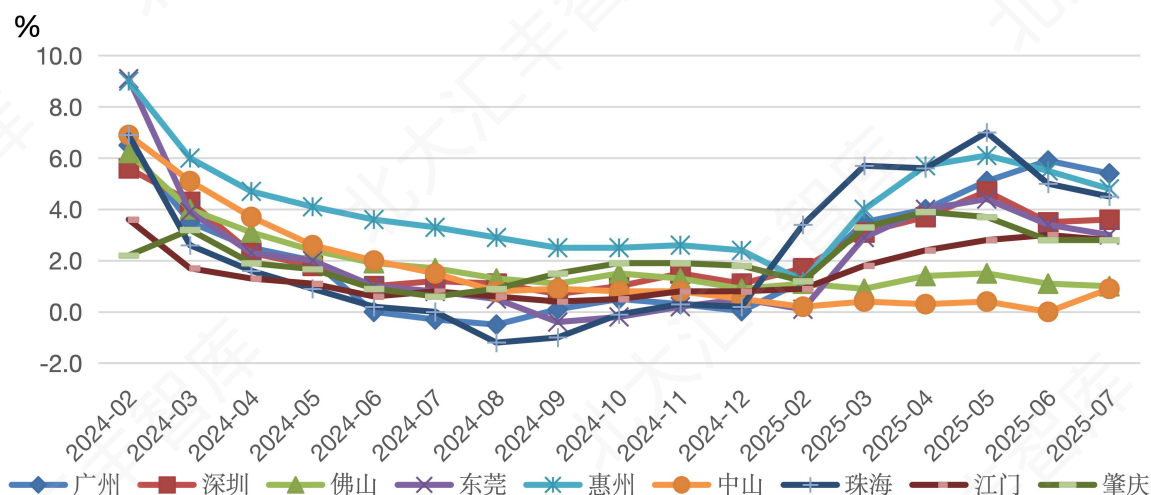


图4 珠三角九市社会消费品零售总额累计同比增速

数据来源：Wind，北大汇丰智库

香港、澳门的文旅相关消费在暑期效应下快速增长。7月访港、访澳旅客数量分别达到439万人次、346万人次，同比增长12.0%、14.5%（图5、图7）。旅客数量增加带动住宿业、零售业、博彩业消费提升。7月香港、澳门的酒店入住率分别为86%、91%，均高于6月（图5、图7）；香港零售业销售额增长1.8%（图6）；澳门博彩业收入再创疫情以来新高，8月达到221.56亿澳门元，同比增长12.2%（图8）。

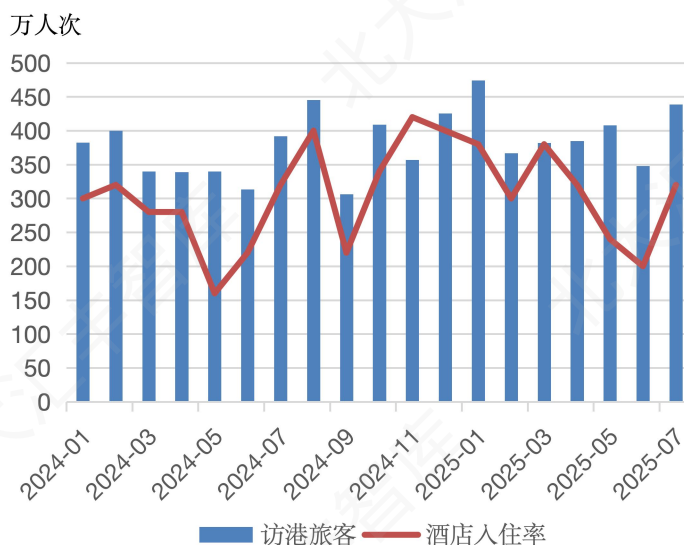


图 5 香港旅客数量及酒店入住率

数据来源：Wind，北大汇丰智库

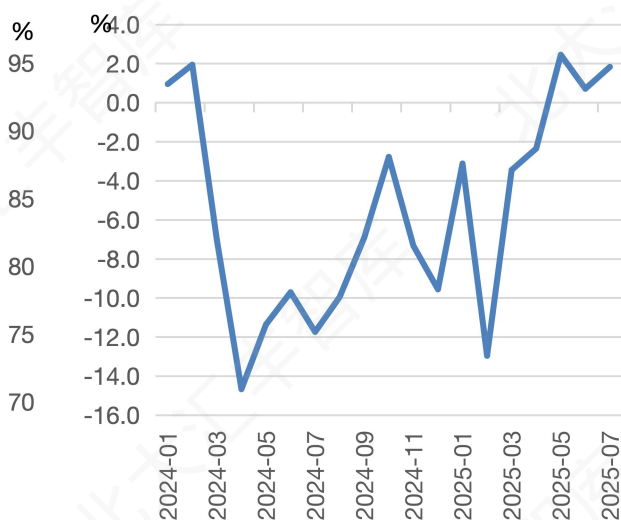


图 6 香港零售业销售额当月同比

数据来源：Wind，北大汇丰智库

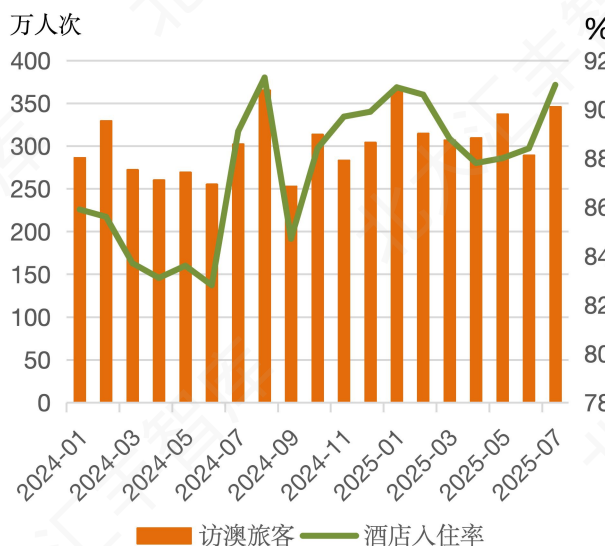


图 7 澳门旅客数量及酒店入住率

数据来源：Wind，北大汇丰智库

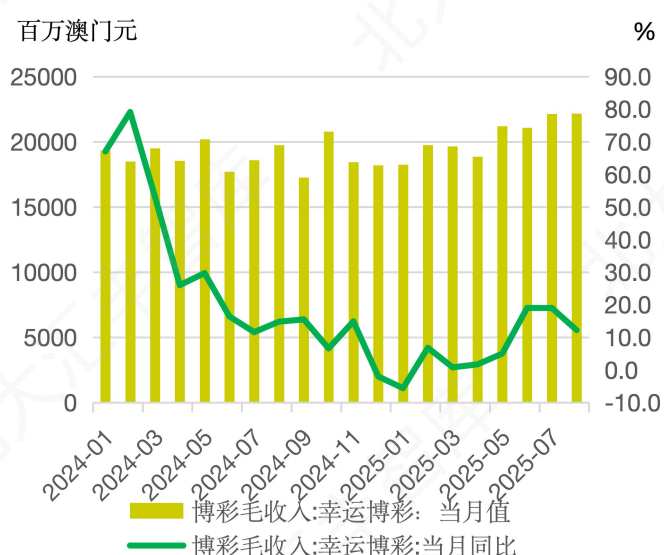


图 8 澳门博彩业毛收入当月同比

数据来源：Wind，北大汇丰智库

（三）出口增速持续小幅回升，进口保持高增长

出口形势有所好转，增速持续小幅回升。1-7月，广州、东莞出口继续保持高速增长，增速分别为23.2%、9.8%；深圳、佛山、惠州、江门、肇庆的出口增速较二季度有一定提升，增速分别为-5.3%、-7.4%、7.5%、9.0%、11.2%（图9），其中

深圳 6 月出口已开始转负为正，佛山 7 月出口出现正增长；广东全省 1-7 月出口增速达到 1.7%，较二季度上升 0.6 个百分点。香港作为重要的转口贸易地，7 月进、出口保持两位数高增长，增速分别为 14.3%、16.5%（图 10）。美国对主要经济体的协议关税低于 4 月公告税率，出口信心有一定修复。我们在二季报中提到，三季度关税政策预计不会出现大的反复，大湾区外贸出口形势相对稳定。这一观点得到印证，7 月 31 日，美国公布对主要经济体的关税税率，其中，对巴西、英国关税为 10%，对欧盟、日本、韩国关税为 15%，对泰国、马来西亚关税为 19%，对越南关税为 20%。上述税率均低于 4 月宣告税率。8 月 12 日，中美《联合声明》表示双方再次暂停实施 24%的对等关税 90 天，同时保留加征剩余 10%的关税。关税缓和的情况下，市场信心有所修复。7 月摩根大通已将衰退风险从 4 月的 60%降低至 40%，9 月国际评级机构惠誉将 2025 年全球经济增长率由 6 月预测的 2.2%上调至 2.4%。

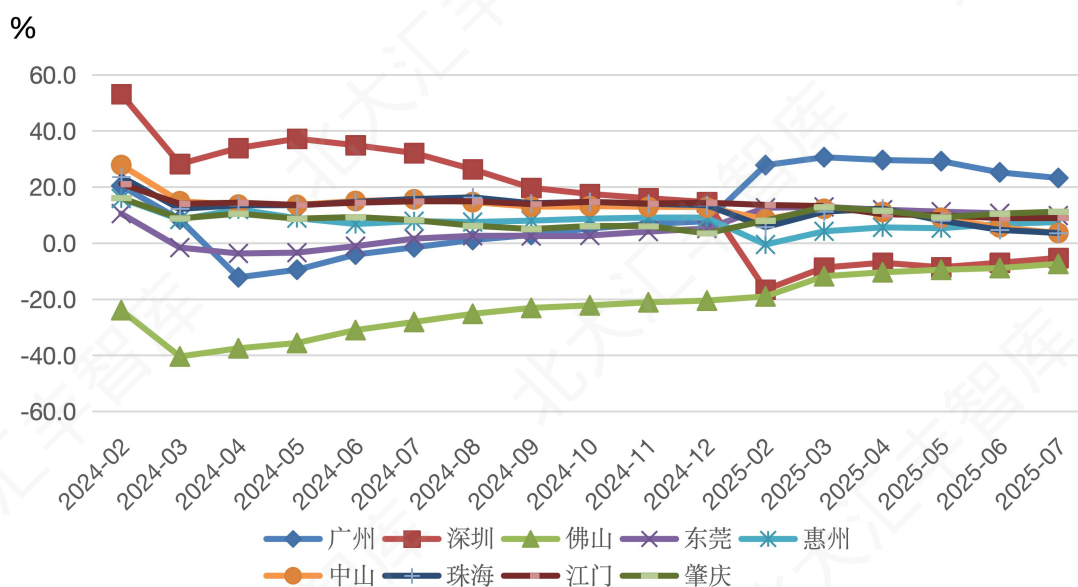


图 9 珠三角九市人民币出口金额累计同比增速

数据来源：Wind，北大汇丰智库

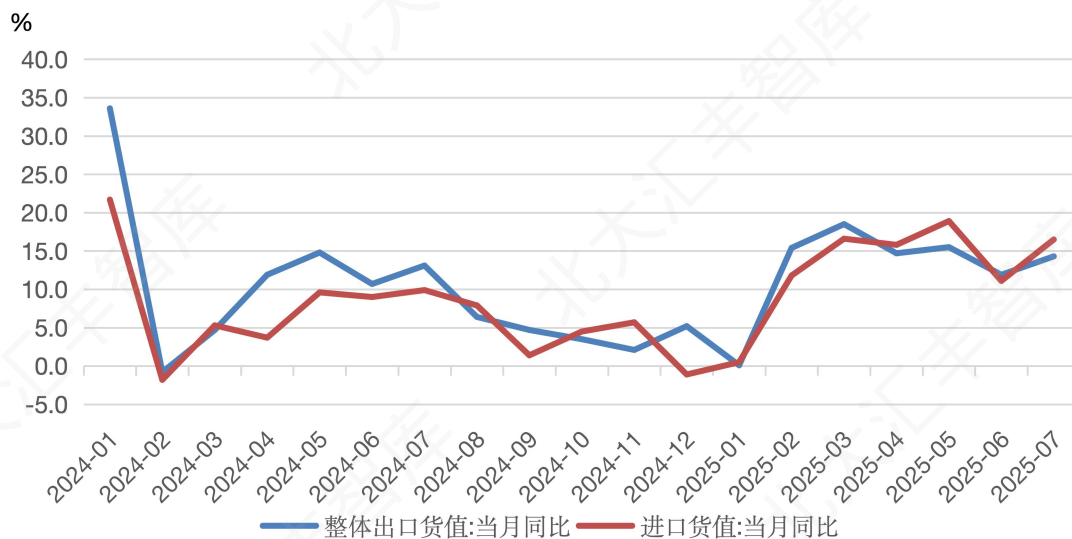


图 10 香港港币进出口金额当月同比增速

数据来源: Wind, 北大汇丰智库

进口保持高增长，民营企业和外资企业发挥引领作用。1-7月，深圳、东莞、惠州、珠海、肇庆进口增速分别为9.4%、26.1%、5.9%、18.1%、34.2%，合计占广东进口的78%（图11）；受上述城市拉动，广东进口增速达到9.3%，远高于全国-1.6%的增速。从进口的市场主体看，民营企业和外资企业引领增长。1-7月广东民企进口增长12.3%，外企进口增长10.5%，高于全国民企和外企的进口增速（4.7%、-0.1%）；民企和外企进口分别占广东总进口的62.2%、33.5%。

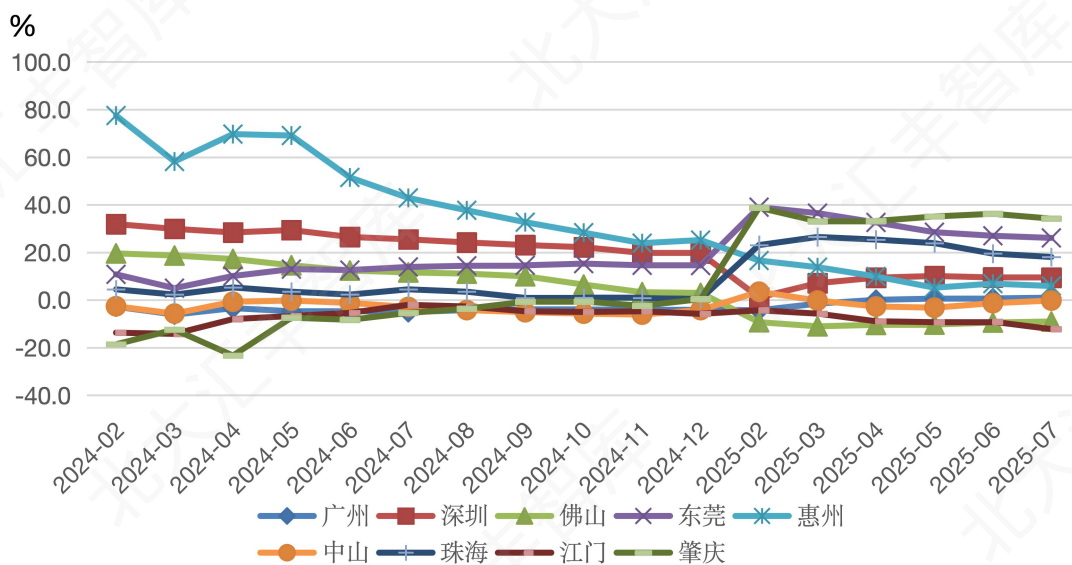


图 11 珠三角九市人民币进口金额累计同比增速

数据来源: Wind, 北大汇丰智库

（四）固定资产投资加速下滑，但外商投资持续增长

固定资产投资加速下降，单靠基建投资可能无法形成有效支撑。1-7月，除广州固定资产投资勉强维持0.5%的增长外，其余城市均为负增长，部分城市降幅延续前两季度的扩大趋势。深圳、佛山、惠州、江门、肇庆固定资产投资增速分别为-13.3%、-9.3%、-20.3%、-28.8%、-20.1%，较二季度下降2.4个百分点、2.3个百分点、2.4个百分点、1.4个百分点、11.3个百分点；东莞、中山、珠海的固定资产投资增速分别为-8.8%、-21.1%、-38.1%（图12），与二季度相比没有明显好转。各城市固定资产投资均不景气的情况下，广东全省1-7月的固定资产投资增速进一步下滑至-11.4%；全国固定资产投资增速也出现回落趋势，1-7月达到1.6%，投资信心急需修复。

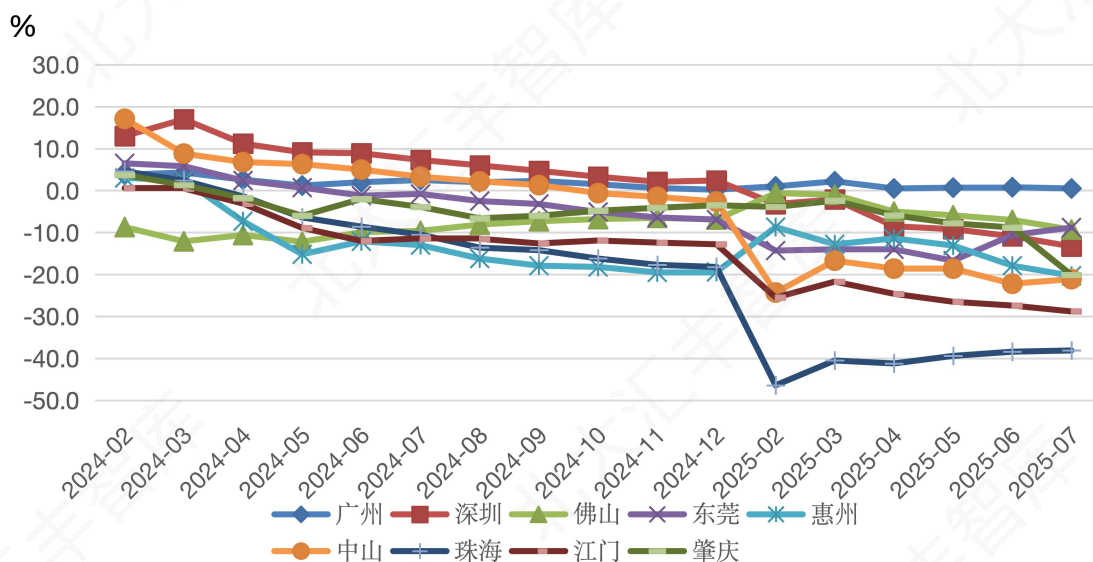


图 12 珠三角九市固定资产投资累计同比增速

数据来源：Wind，北大汇丰智库

二产、三产投资降幅均持续扩大，其中房地产投资无明显好转，基建投资虽为正增长，但增速下滑，支撑效应减弱。1-7月，除广州、佛山二产增速分别增长9.7%、1.4%外，其余城市二产投资均大幅下滑，深圳、惠州、中山、珠海、江门、肇庆二产增速分别为-20.0%、-20.3%、-8.9%、-26.2%、-30.7%、-26.0%（图13）；三产投资下滑趋势更加明显，广州、深圳、佛山、惠州、珠海、江门的三产投资增速分别为-1.6%、-10.7%、-18.8%、-20.2%、-43.9%、-25.8%（图14）。二产

投资下滑一定程度上与前文提到的“反内卷”背景下工业生产增长放缓有关；三产投资下滑，一是与房地产市场成交低迷、新增房地产开发投资有限相关，1-7月广东商品房销售面积和销售额分别下降11.5%、12.0%；房地产开发投资下降17.3%，降幅较二季度扩大1个百分点（图15）。二是与基建投资支撑作用减弱有关，1-7月广东基建投资增速降至1.1%，相比1-5月高点下降3.4个百分点（图16）。全国的房地产投资与基建投资同样存在增速下降情况。今年5月的“降准”政策为市场持续注入流动性，推动融资成本不断下降。据人民银行广东分行数据，2025年6月，广东辖内（不含深圳）新发放一般贷款加权平均利率3.04%，处于历史低位，同比下降38个基点；新发放企业贷款加权平均利率2.79%，同比下降41个基点。在这种情况下投资仍未见明显起色，体现出市场主体仍信心不足。

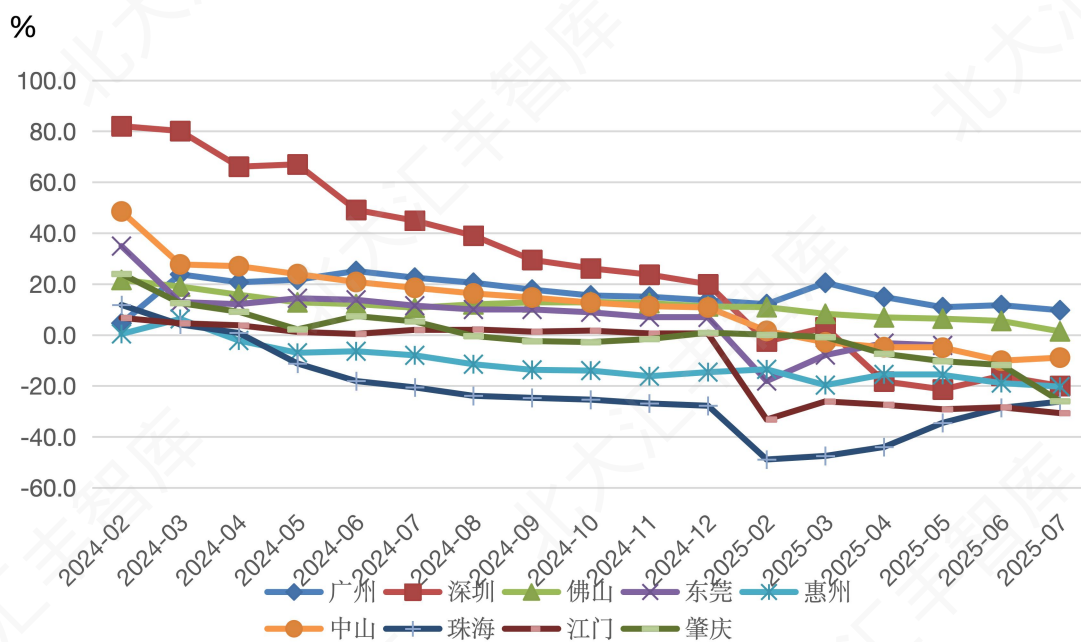


图 13 珠三角九市二产投资累计同比增速

数据来源：Wind，北大汇丰智库

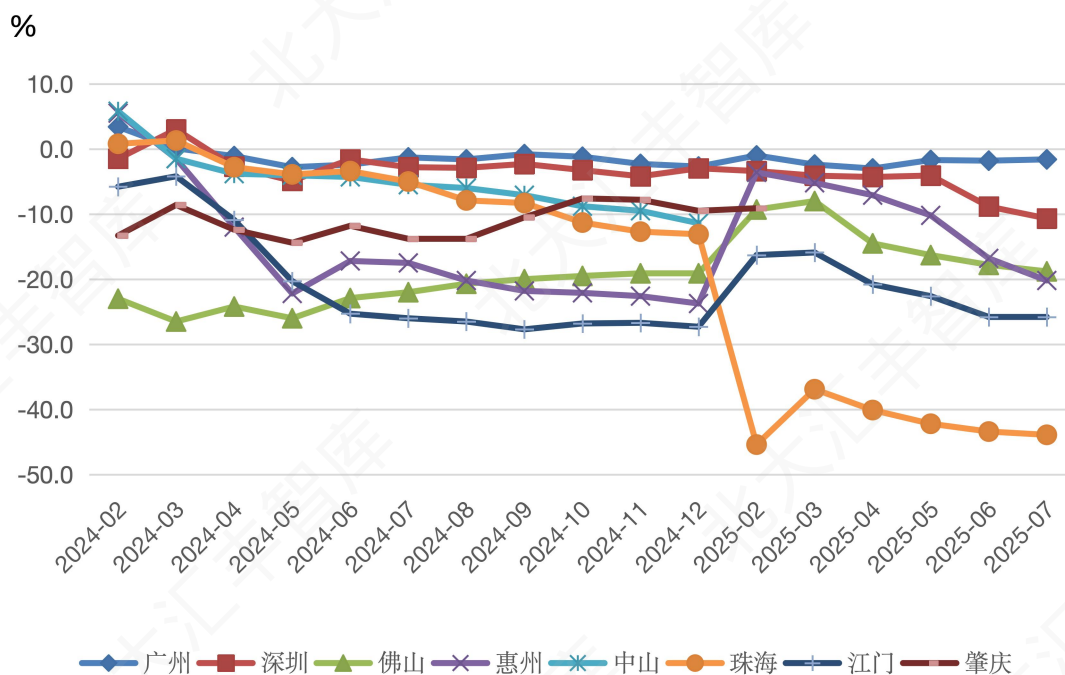


图 14 珠三角九市三产投资累计同比增速

数据来源: Wind, 北大汇丰智库

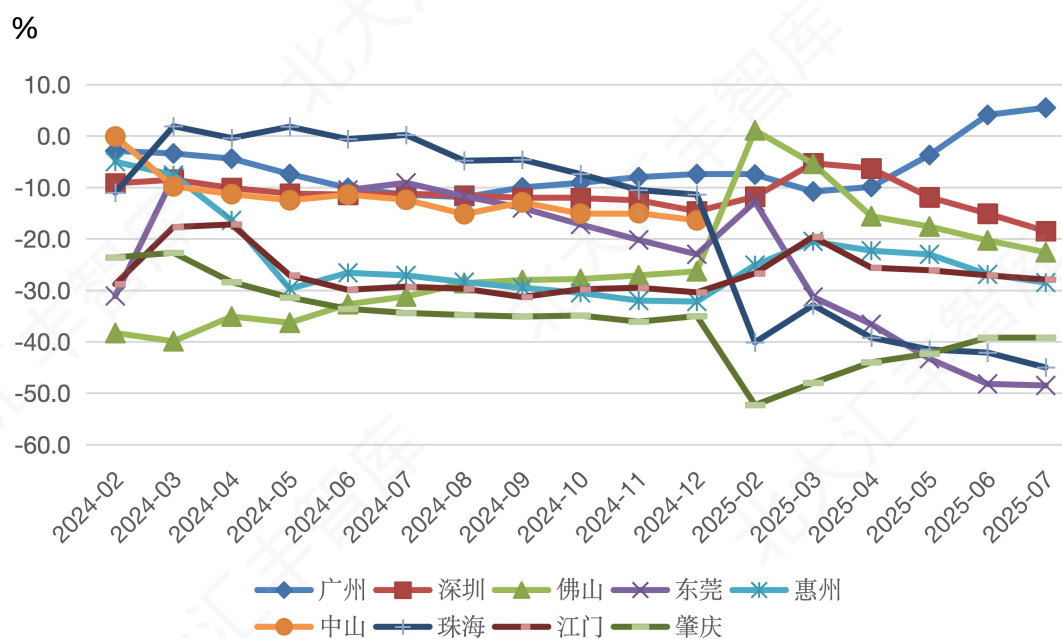


图 15 珠三角九市房地产投资累计同比增速

数据来源: Wind, 北大汇丰智库

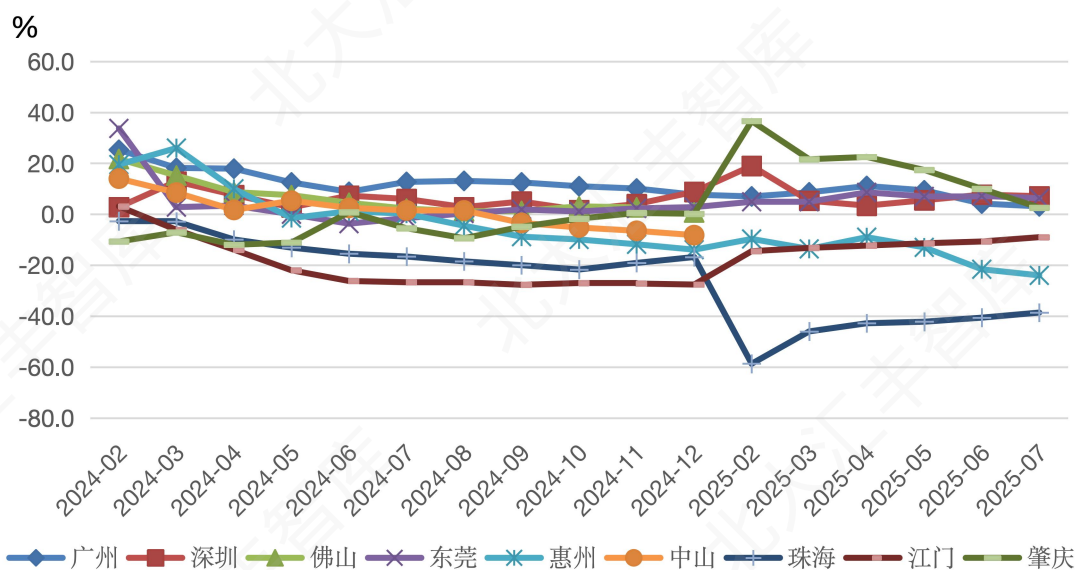


图 16 珠三角九市基建投资累计同比增速

数据来源: Wind, 北大汇丰智库

民企投资仍处低位，有趋稳迹象。1-7月，广州、深圳、珠海民间投资增速分别为-9.0%、-14.8%、-46.5%，虽仍处于低位，但较二季度降幅分别收窄7.7个百分点、1.7个百分点、4.0个百分点；惠州、江门的民间投资增速分别为-14.0%、-25.9%，较二季度降幅有所扩大（图 17）；综合影响下，广东全省民间投资增速为-17.2%，较二季度降幅有所扩大（图 17）；综合影响下，广东全省民间投资增速为-17.2%，与二季度的-17.1%基本相当，有低位趋稳迹象。全国民间投资出现明显下行，1-7月增速-1.5%，为疫情结束后的低点。

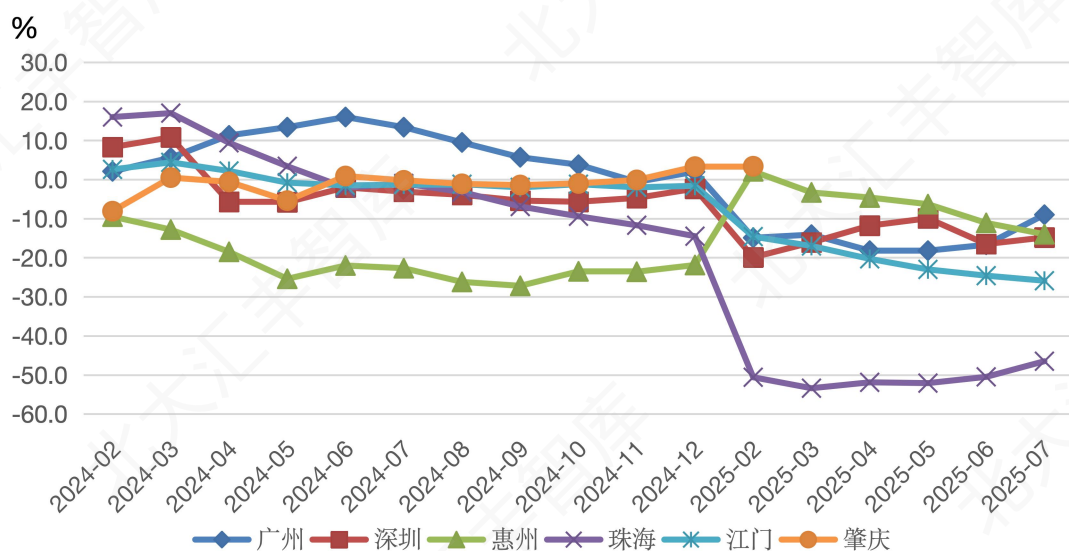


图 17 珠三角九市民间投资累计同比增速

数据来源：Wind，北大汇丰智库

外商投资持续增长。1-7 月，大湾区城市实际使用外商直接投资均为正增长，深圳增长 14.2%，占广东全省的 35.1%；佛山增长 52.0%，占广东全省的 4.5%；江门增长 321.7%，占广东全省比重提高 3.2 个百分点至 5.0%，跃居大湾区吸引外资第四大城市（图 18）。大湾区城市外商投资的增长一方面与去年同期的低基数有关；另一方面与广东既有的产业和营商环境优势有关。市场关于美联储降息预期持续增强的背景下，人民币资产吸引力增强；大湾区城市凭借电子信息、绿色石化、专用设备等行业优势以及支持跨国公司地区总部能级提升、外资研发中心落户专项政策等稳外资的系列措施，成为外资首选地。

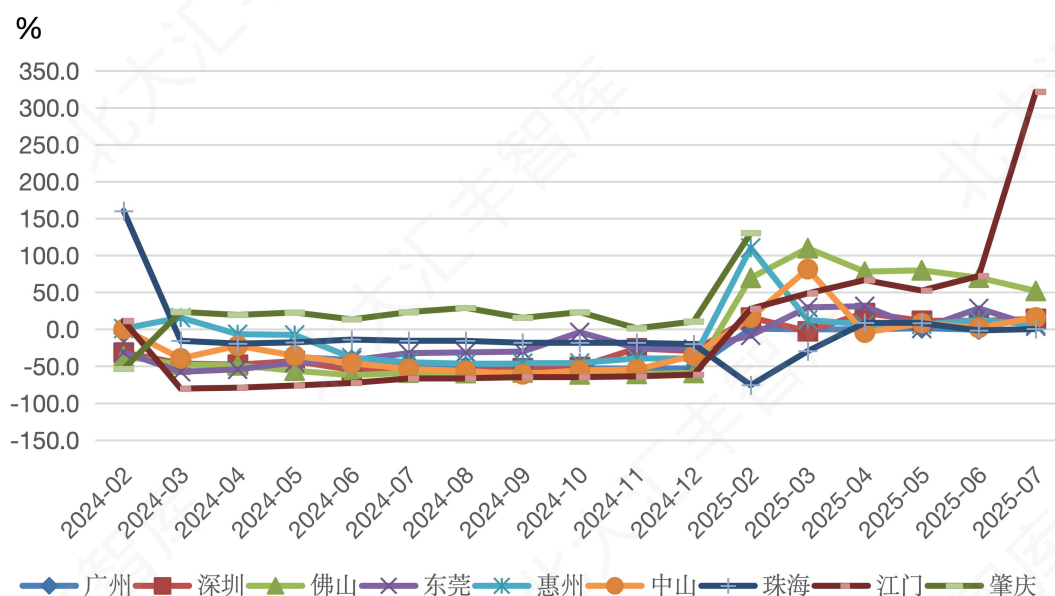


图 18 珠三角九市实际使用外商直接投资累计同比增速

数据来源：Wind，北大汇丰智库

二、2025 年四季度湾区经济形势展望

（一）经济预计平稳增长，呈现消费稳外贸稳投资弱的局面

前两季度大湾区经济总体呈现消费渐强、外贸趋稳、投资走弱的特点；三季度外贸趋稳、投资走弱趋势不变，但消费增势减弱。广东省政府年初制定的经济社会发展目标包括，2025 年 GDP 增长 5%左右，社消增长 5%左右，规上工业增加

值增长 6%左右，当前各项指标距离年度目标仍有差距，四季度可能有一波增量政策支持经济发展。预计四季度大湾区经济总体将平稳增长，呈现消费稳、外贸稳、投资弱的局面。按照各因素对经济增长拉动力量强弱的判断，下文依次分析四季度消费、外贸、投资的走势。

（二）第四批国补金额以及金秋文旅消费券将支撑消费增长，消费场景创新值得期待

国家发改委表示第四批 690 亿元支持消费品以旧换新的国补资金将在 10 月下放，四季度消费增长仍有支撑。但正如我们在二季报中所言，以旧换新国补覆盖的消费品类大多聚焦耐用消费品，短期内消费者不会重复多次购买，促消费效应的持续性受限，因而四季度大湾区消费很难延续上半年的强势增长，预计将以平稳增长为主。文旅消费预计仍是重头戏之一。四季度有国庆、中秋、万圣、圣诞、元旦跨年等节假日加持，各地文旅局为吸引旅客消费将有一系列活动安排。广东省文化和旅游厅表示将在 9 月 12 日至 11 月 20 日开展 2025 年广东“金秋文旅消费季”惠民补贴活动，面向全球旅客发放总计 2000 万元的文旅消费券。香港政务司司长透露正争取国家政策支持，在 11 月粤港澳全运会期间放宽内地旅客赴港签注。澳门当局也表示正与广东省相关部门协商，为全运会期间持赛事门票的内地旅客延长来澳签注。四季度大湾区文旅消费值得期待。消费场景创新将是促消费重要渠道之一。深圳打造“公园式”商业街区的做法吸引众多客流量，笔架山公园的无人机外卖、园博园的茶馆和非遗表演等为居民消费提供了许多新场景，预计全运会期间将有更多创新式消费场景。

（三）预计关税影响可控，外贸形势趋于稳定

8 月 12 日，中美《联合声明》表示双方再次暂停实施 24%的对等关税 90 天，保留加征剩余 10%的关税。外贸仍留有缓冲空间。5 月中美日内瓦经贸会谈达成“24%的加征关税在初始的 90 天内暂停实施”这一协议后，广东省外贸出口在 6 月和 7 月迎来正增长；按照这一经验，预计 9 月、10 月广东外贸出口将延续正增

长趋势。11月中美关税谈判将会有新的结果，当前中方态度强硬，明确要求美国取消20%的惩罚性关税，而特朗普政府又面临内部压力，美国联邦巡回上诉法院裁决特朗普实施的大部分加征关税措施非法，允许现有关税继续生效至2025年10月14日，预计11月的谈判结果对中方有利。退一步讲，即使11月没有出现更好的谈判结果，对大湾区的外贸影响也不会太大。从去年12月到今年7月，广东对美国出口占广东外贸出口的份额已经从16.1%降至13.8%；对东盟、香港、欧盟、台湾、日本的出口从今年3月起持续正增长，非美外贸市场的开拓卓有成效。此外，东盟和欧盟国家的外贸环境已有所改善，美国7月底宣布的对泰国、马来西亚、越南、欧盟的关税均低于其4月宣告的税率，广东与这些地区的外贸投资往来将更频繁。因此，综合上述各方面因素分析，预计四季度广东及大湾区外贸形势趋于稳定。

（四）投资总体上仍将低迷，但财政支出有望在四季度发力，推动投资结构性增长

从去年下半年到如今，广东固定资产投资降幅持续扩大，房地产市场深度调整和工业生产端优化产能是重要原因，尽管基建投资试图托底，但其效果有限，1-7月基建投资增速已降至1.1%。四季度房地产市场很难有大幅度改善，工业生产在“反内卷”政策倡议下仍将以收紧和优化为主，总体上投资偏弱现象将持续。但投资仍存在结构性增长机会。年初以来，广东一般公共预算财政收入持续增长，1-7月增速为3.1%；一般公共预算财政支出在上半年呈收紧趋势，二季度甚至负增长，但7月出现正增长，下半年有望继续扩大支出，新增的财政支出将在提振投资方面进一步发力，改善当前投资低迷的现象。人工智能等新赛道相关的投资预计将保持结构性增长。8月底，广东省政府发布《广东省加快扩大工业有效投资实施方案（2025—2027年）》的通知，提出要向人工智能、机器人等新赛道倾斜，打造吸引工业投资“引力场”。预计四季度广东省人工智能相关产业链，包括机器人、智能终端、集成电路、装备与材料、信息技术与软件服务等方面的投资将继续增长，财政支出可能在平台搭建、融资支持、奖励激励方面发挥作用。

【声明】 本文为北大汇丰智库所有。

¹ 广东及珠三角城市各项经济指标均公布累计同比增速，香港和澳门的经济指标公布当月同比增速，因此本报告中涉及全国、广东及珠三角城市的指标均使用累计同比增速，涉及香港和澳门的均使用当月同比增速。



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>