

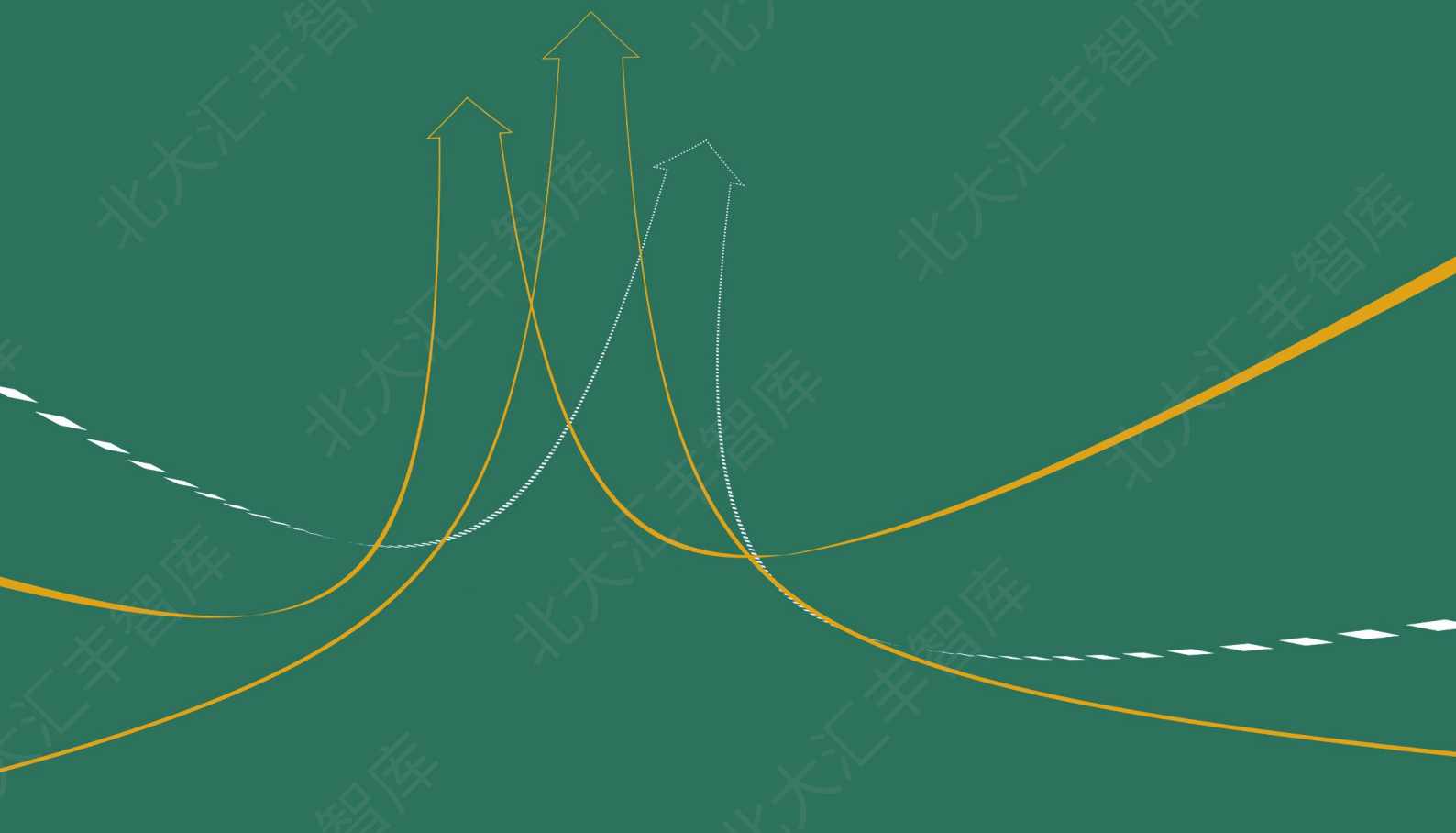
经济分析系列
Economic Analysis Series



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年第一季度



春江水冷粤先知，蓄势布局谋增长

摘要

进入 2025 年，经济发展的国内外形势更加严峻，粤港澳大湾区作为中国的核心经济区之一和典型的外向型经济区，已在近期数据中率先显现压力。1-2 月，大湾区各项宏观指标出现了明显的回落，工业生产放缓、投资特别是二产投资下滑、出口增速超预期下降；但仍存在积极因素，工业生产中新能源汽车、石化等部分行业依然坚挺，投资中基建和房地产等三产投资小幅回暖，消费保持弱回升趋势，外贸中进口保持正增长，贸易更加平衡。综合来看，一季度大湾区预计增长 3.4%。

展望二季度，大湾区经济增长仍面临较大挑战，投资特别是二产投资回升动力不足，出口预计继续下行，消费维持弱增长走势。但大湾区有能力应对挑战，主要底气在于：（1）科技和文旅产业支撑，AI 大模型与各行各业的深度结合应用以及人形机器人的推出将催生一批新的服务业态，带动信息技术服务业快速增长；节假日出行需求增加将带动文旅服务业加速增长。（2）企业出海已积累不少经验，广东对外直接投资流量全国第二，深圳对外直接投资居全国城市第一，即使高额对等关税下不同国家的税率亦有差异，企业仍可通过出海布局进行关税筹划。（3）人口优势为消费增长蓄能，在扩大内需成为共识情况下，大湾区高出生率（8.9%）、高人口净流入（全国第一）和高年轻群体占比（16—59 岁 66.4%，高于全国 5.5 个百分点）等人口优势有望转化为消费优势，为湾区经济增长积蓄活力。

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 4 月 17 日 | 总第 130 期 | 2024-2025 学年第 30 期

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

一、2025 年一季度湾区经济形势分析

(一) GDP 增速预计 3.4%，工业生产放缓是主要拖累

去年粤港澳大湾区经济增长 3.9%，与我们预测一致。进入 2025 年，大湾区经济发展的内外部挑战更为严峻，考虑到外部环境影响，本文通过 Nowcasting 模型测算得到一季度大湾区城市 GDP 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 2.9%、4.6%、1.5%、5.0%、6.6%、5.5%、3.8%、3.4%、3.8%，香港、澳门分别增长 2.6%、3.5%，折合人民币分别增长 4.2%、3.7%。粤港澳大湾区 GDP 合计增长 3.4%。

表 1 2025 年一季度大湾区 GDP 增速预测

	2025Q1 预测值	2024Q1 实际值	2024 全年 实际值
广州	2.9	3.6	2.1
深圳	4.6	6.4	5.8
佛山	1.5	1.1	1.3
东莞	5.0	5.5	4.6
惠州	6.6	4.9	4.2
中山	5.5	4.7	3.7
珠海	3.8	6.7	3.5
江门	3.4	3.5	3.4
肇庆	3.8	3.8	2.2
香港(港币/人民币)	2.6/4.2	2.8/8.4	2.5/4.5
澳门（澳门币/人民币）	3.5/3.7	23.0/29.7	8.8/10.7
大湾区（人民币）	3.4	6.0	3.9

数据来源：北大汇丰智库

工业生产明显放缓是拖累 2025 年一季度大湾区经济增长的重要因素（图 1）。其中工业第一城深圳的减速尤其值得关注。1-2 月深圳工业增加值增速仅 2.6%，与去年各月 9%以上的增速相比几乎是断崖式下跌。东莞、珠海和江门的增速也有所放缓，1-2 月增速分别为 6.5%、4.2%、3.8%，较去年底分别下降 0.4 个百分点、4.8 个百分点、2.2 个百分点。除了去年同期高基数的因素外，计算机、通信和其他电子设备制造业表现不佳可能是重要原因。去年新一轮换机需求释放后今年需求有所放缓，产量增加有限。海关数据显示，2025 年 1-2 月全国手机出口同比下降 11.7%；工信部数据显示，1-2 月全国手机产量同比下降 6.1%，深圳的华为、荣耀，东莞的 vivo、OPPO 合计占中国手机市场份额的 64.6%，受影响相对较大。不过比亚迪新

能源汽车产量在 1-2 月取得不错成绩（增速 109.5%）。

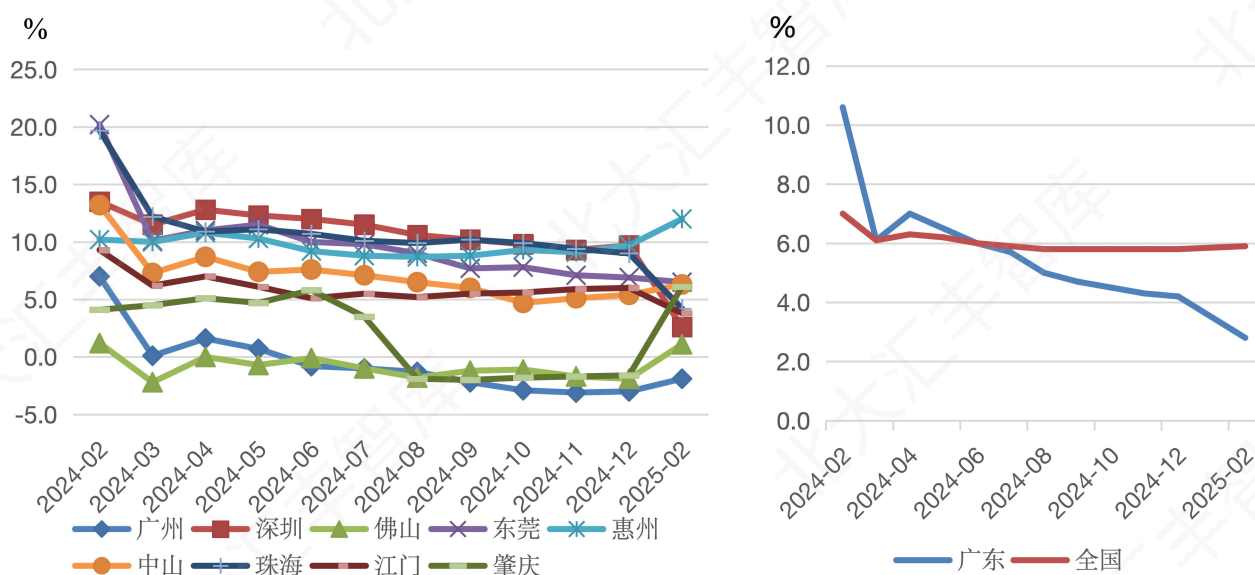


图 1 工业增加值累计同比

数据来源：Wind，北大汇丰智库

不过广州、惠州、佛山、肇庆的工业生产有所改善。1-2 月，广州的工业增速 -1.9%，相比去年下半年的负增长局面略有改善，主要受益于电子制造业和石化制造业的增长拉动（1-2 月增速分别为 2.5%、9.4%），但受传统燃油车拖累的汽车制造业（1-2 月增速 -16.5%）要想复苏仍需时间。同样得益于电子产业和石化产业增长的还有惠州，1-2 月惠州这两个行业分别增长 11.6%、16.2%，推动其工业生产逆势增长 12%，在大湾区一枝独秀。1-2 月，佛山、肇庆工业增加值增速由负转正，分别达到 1.1%和 6.1%；中山工业增速进一步加快至 6.3%。从行业结构看，计算机通信和其他电子设备制造业、电气机械和器材制造业是主要增长引擎：佛山这两个行业分别实现 21.9%和 5.7%的增长；肇庆分别增长 13.4%和 36%；中山则分别录得 14.4%和 8.8%的增速。

总体而言，工业生产放缓的趋势更为明显，广东省 1-2 月的工业生产增速降至 2.8%，与全国增速（1-2 月为 5.9%）的差距不断扩大。

（二）投资大幅下滑，二产投资急转直下，三产投资低位反弹

固定资产投资延续去年的下降走势，除广州保持 1%的增长外，其余城市均为负增长（图 2）。深圳增速由正转负，降至 -3.2%；东莞、珠海、江门降幅分别扩

大 7.4 个百分点、28.2 个百分点、12.7 个百分点，至-14.3%、-46.4%、-25.5%。二产投资急转直下是主要原因。1-2 月，东莞二产投资增速由去年底的 6.9%降至-18.1%，珠海二产投资增速由去年底的-27.8%进一步降至-48.9%，江门由 0.5%降至-33.2%，这与上文提到的电子信息产业去年需求集中释放后今年增长放缓一致，在未来需求不确定的情况下，企业投资偏谨慎。不止上述城市如此，其他珠三角城市亦然，广州 1-2 月电子信息制造业投资增速由去年底的 20.8%降至-17.3%，惠州 1-2 月电子行业投资增速由去年底的-13.9%降至-35.6%。中山和肇庆虽然工业生产增速有所改善，但工业投资信心并未延续去年增势，1-2 月二产投资增速由去年的 10.8%降至 1.6%，肇庆 1-2 月的二产投资增速由去年的 0.9%降至 0.1%。

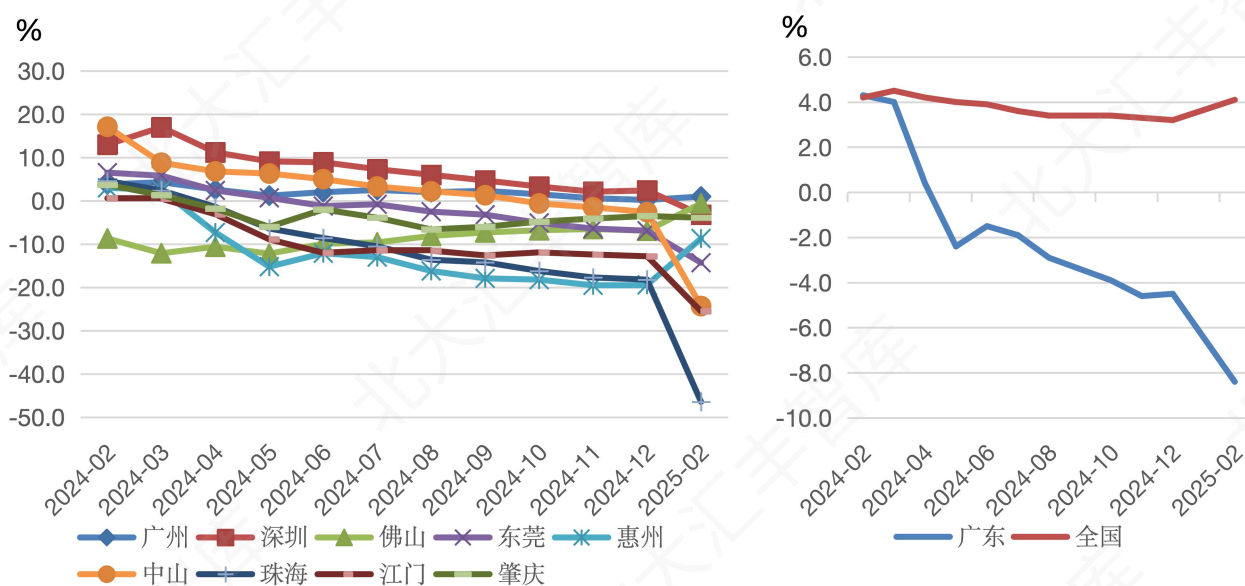


图 2 固定资产投资累计同比

数据来源：Wind，北大汇丰智库

佛山、惠州的固定资产投资降幅分别收窄 6.3 个百分点和 10.7 个百分点，达到-0.6%、-8.7%。三产投资，特别是房地产、基建投资出现小幅反弹是主要原因（图 3、图 4）。1-2 月，佛山房地产投资增速 1.1%，结束了长达 28 个月的超低负增长（-30%左右）；惠州房地产投资降幅收窄 7.1 个百分点至-25.1%，基建投资降幅收窄 4.2 个百分点至-9.7%。

但鉴于三产投资反弹力度较小，广东的总体投资仍延续下滑走势，降幅已由去年底的-4.5%进一步扩大至-8.4%，与全国投资小幅反弹的走势不同。

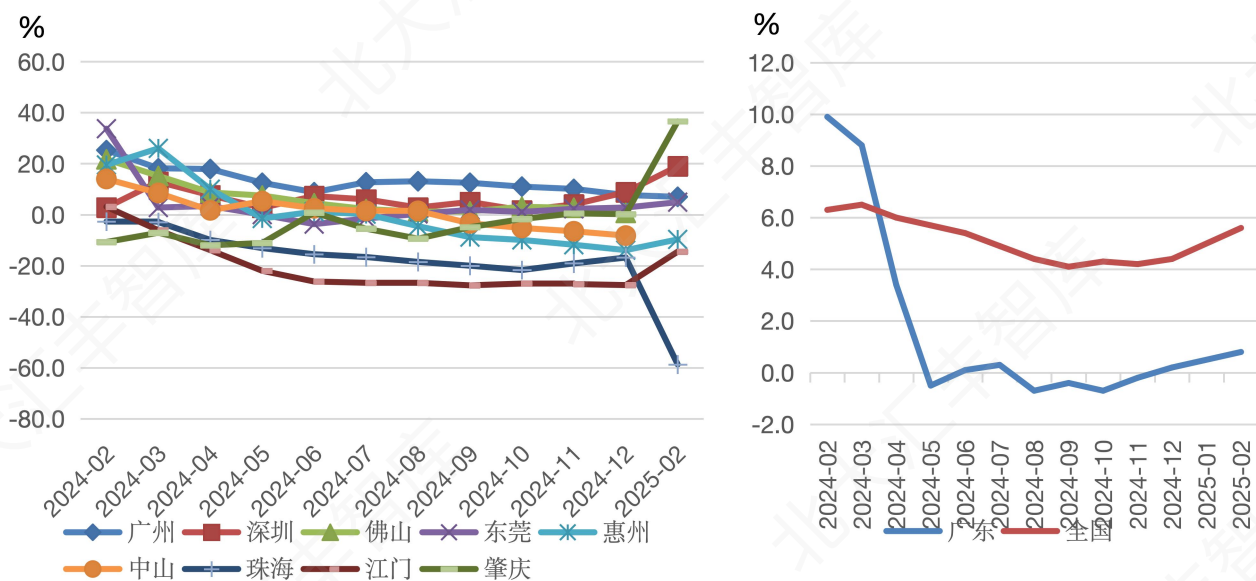


图 3 基建投资累计同比

数据来源: Wind, 北大汇丰智库

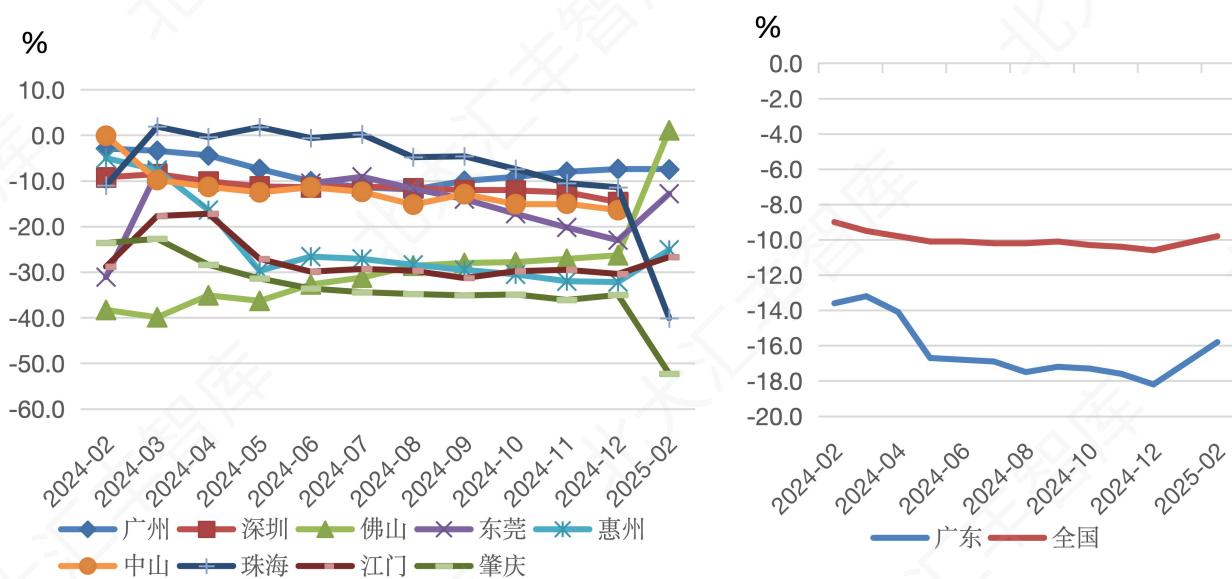


图 4 房地产开发投资累计同比

数据来源: Wind, 北大汇丰智库

(三) 消费保持弱回升趋势，政策有一定拉动效果

社会消费品零售总额延续去年四季度的回升态势，整体增速仍显乏力，但主要大城市增速提升（图 5）。分城市看，1-2 月，广州、深圳、佛山、珠海、江门社消增速分别为 1.2%、1.7%、1.1%、3.4%、0.9%，较去年年底分别增长 1.2 个百

分点、0.6 个百分点、0.2 个百分点、3.2 个百分点、0.1 个百分点；东莞、惠州、中山、肇庆的社消增速分别为 0.1%、1.2%、0.2%、1.2%，较去年年底则有所下滑。在大城市拉动下，广东省社消保持平稳，1-2 月增长 1%，较去年年底微增 0.2 个百分点，不过相比较全国 4% 的增速还存在差距。1 月签注政策放开后，香港、澳门的访客数量保持较快增长，1-2 月分别为 841 万人次、679 万人次，同比增速为 7.4%、10.4%（图 6、图 8），旅客消费并未同步增长，香港 1-2 月零售业销货价值同比下降 7.8%（图 7），澳门 1-3 月博彩业收入仅增长 0.6%（图 9），内地消费回升动力不足对港澳影响较为明显。

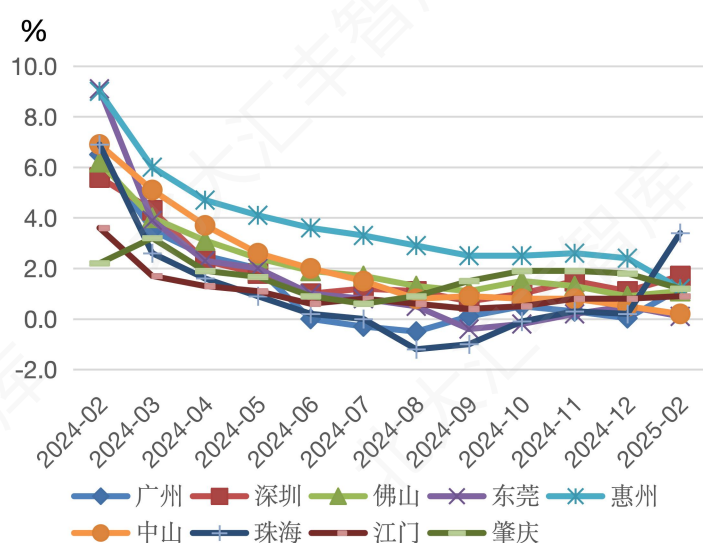


图 5 社会消费品零售总额累计同比

数据来源：Wind，北大汇丰智库

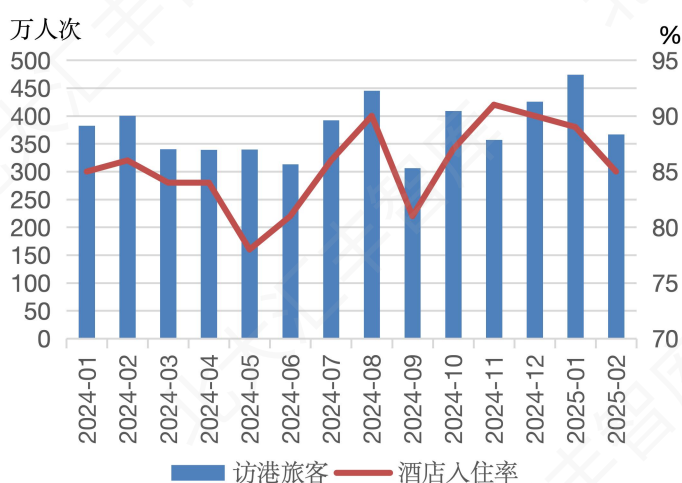


图 6 香港旅游数量及酒店入住率

数据来源：Wind，北大汇丰智库

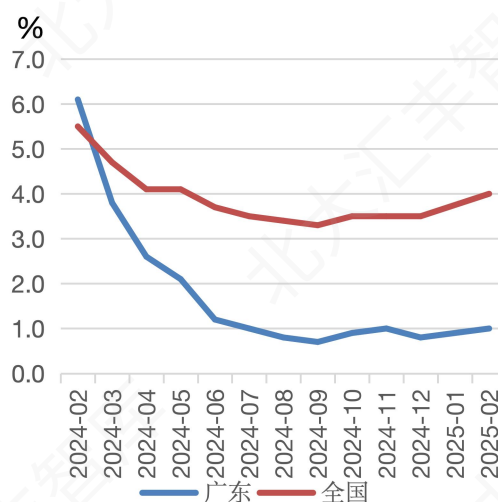


图 7 香港零售业销售额当月同比

数据来源：Wind，北大汇丰智库

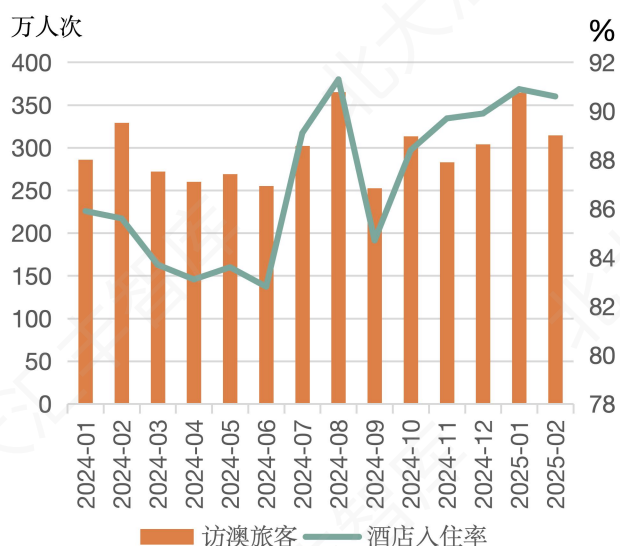


图 8 澳门旅游数量及酒店入住率

数据来源：Wind，北大汇丰智库

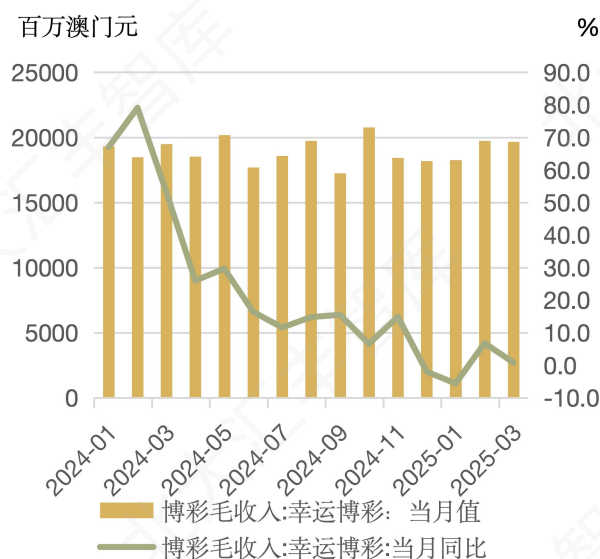


图 9 澳门博彩业毛收入当月同比

数据来源：Wind，北大汇丰智库

广东自去年 8 月就发布了《关于用好超长期特别国债资金加力支持消费品以旧换新的实施方案》，带动了家电、音响器材类、通讯器材类相关升级类消费需求增长，再加上春节期间粮油食品、日用品类基本消费的增长，社消得以保持回升趋势。之所以与全国社消增长相比还存在差距，可能的原因有三个。

一是商品房降价促销情况下，买房需求回暖产生的挤出效应，1-2 月广州、深圳商品住宅成交均价持续下降，佛山、东莞房价与去年四季度基本持平（图 10），让价走量情况下珠三角主要城市 1-3 月的商品住宅成交同比有明显增长，特别是广州、深圳、佛山、东莞，分别增长 31.7%、74.5%、1.7%、6.0%（图 11），住宅成交回暖虽然会带动家具、家装消费，但也会相应地挤出其他品类消费需求；而反观全国商品住宅成交数据，1-2 月同比并无增长。

二是社消当中汽车零售下降对于广东的影响更大。1-2 月全国社消中汽车零售同比下降 3.1%，两年来首次下降，广州汽车制造业占工业总产值的 25.1%，深圳汽车制造业占工业总产值的 7.1%，零售端销量下滑的影响可能更大。

三是高人口出生率和外来务工人口占比催生的高储蓄低消费倾向，这是导致广东消费增长缓慢的长期存在的因素。3 月底发布的 2024 年广东省国民经济和社会发展统计公报显示，广东出生率 8.89%，常住人口同比增加 74 万人，均居全国首位。省内深圳、东莞、中山等城市常住人口中非户籍人口比例较高，广州、佛山接近 50%，中山 53.3%，深圳 65.9%，东莞 70.6%。省钱养儿和攒钱养老动机驱

使下，高储蓄低消费倾向更大。1-2月，广东金融机构本外币存款中住户存款增速9.6%，高出总存款余额增速6.4个百分点；而同期全国金融机构本外币存款余额中住户存款增速10.3%，仅高出总存款余额增速3.2个百分点；住户贷款方面，广东增速2.1%，低于全国的3.0%。

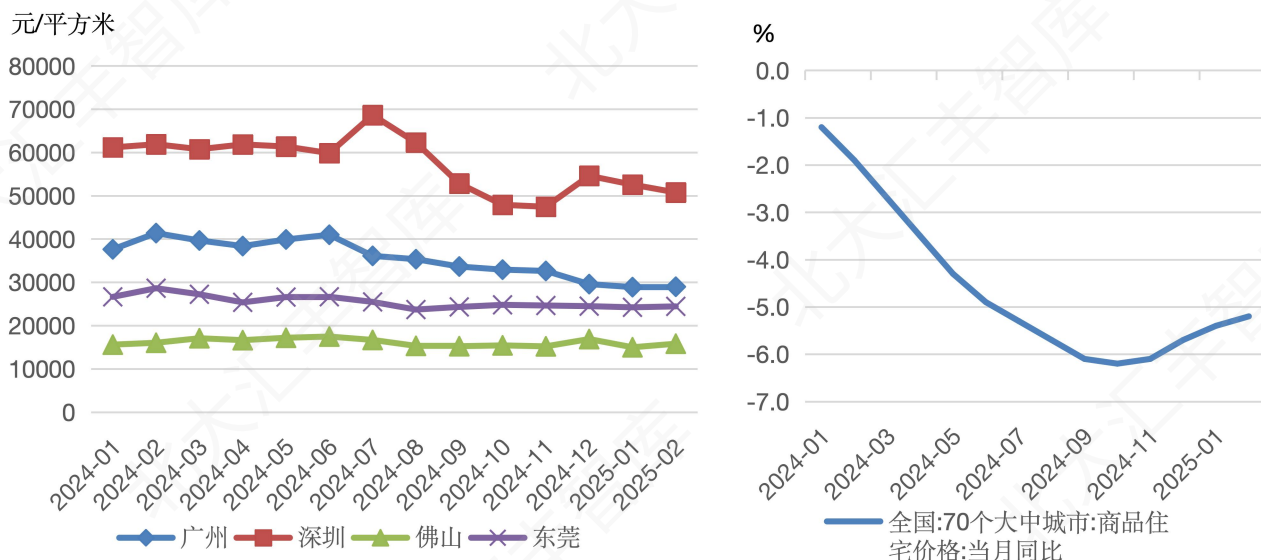


图 10 商品住宅成交均价

注：各市商品住宅根据 wind 月度数据计算，其中佛山数据根据房天下统计口径
数据来源：Wind，房天下，北大汇丰智库

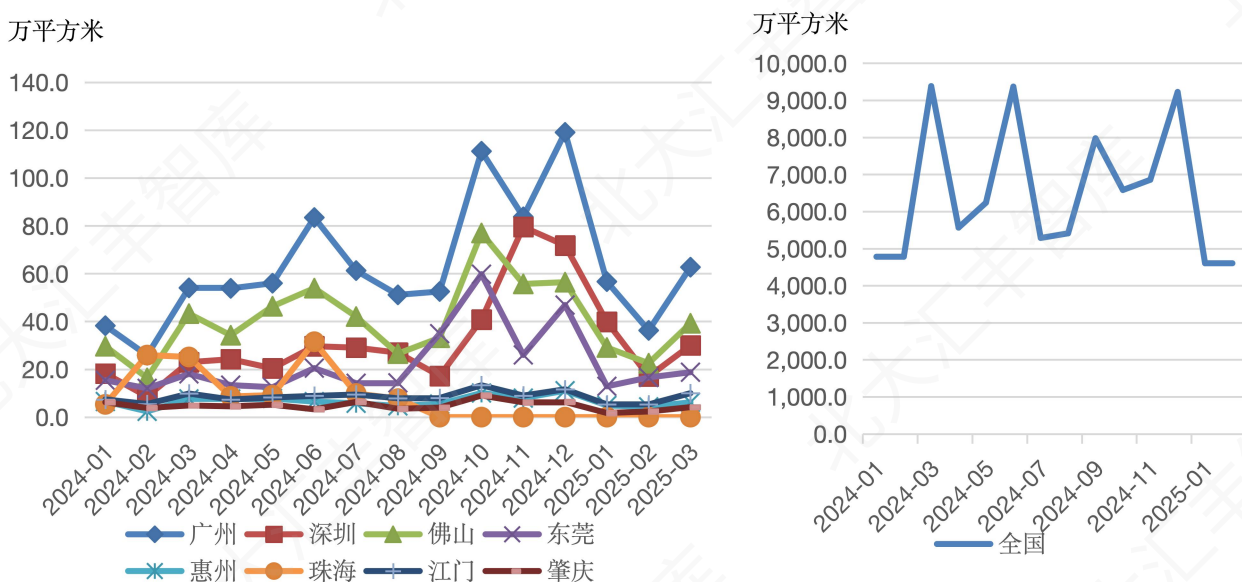


图 11 商品住宅销售面积

注：各市商品住宅销售面积根据 wind 日度成交数据汇总得到月度值，其中珠海自去年下半年停止更新；全国商品住宅成交面积根据 wind 月度数据计算
数据来源：Wind，北大汇丰智库

（四）总体出口超预期下降，但部分城市出口保持增长

大湾区及广东作为典型的外向型经济区，对特朗普加征关税的敏感程度要远高于全国。特朗普在 2 月和 3 月先后两次对中国出口商品加征 10% 的关税，整体来看，关税阴影下，广东出口增速急剧下滑 12.7 个百分点至 -4.3%，降幅远大于全国（出口增速下滑 3.7 个百分点至 3.4%）。具体到湾区内各城市，出口所受影响存在方向和量级差异（图 12）。

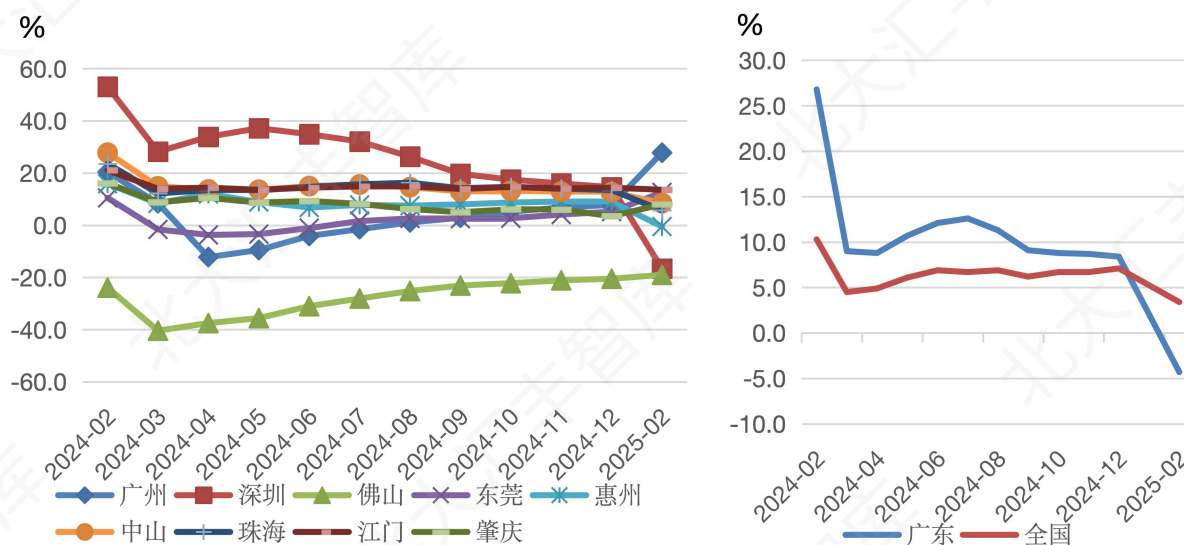


图 12 人民币出口金额累计同比

数据来源：Wind，北大汇丰智库

深圳出口受到较大负面冲击，1-2 月增速降至 -16.6%，较去年底降幅高达 31.2 个百分点；惠州出口增速由去年底的 9% 降至 -0.5%；中山、珠海、江门出口增速较去年底虽也有回落，但仍维持了不错的涨势，分别为 8.5%、5.7%、13.6%，均高于全国平均增速；佛山出口一如既往低迷，无明显变化，增速为 -19%；而广州、东莞、肇庆的出口却逆势加速增长，增速分别达到 27.8%、12.6%、8%，较去年底分别提升 20 个百分点、7.4 个百分点、4.5 个百分点。香港、澳门的出口在 2 月迎来攀升，增速分别为 15.4%、29.7%（图 13、图 14）。

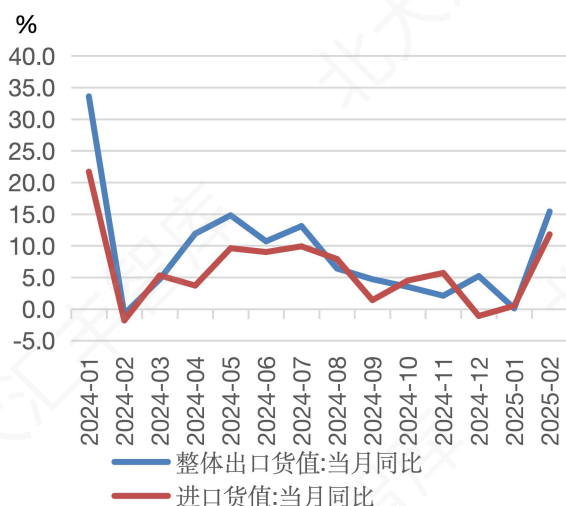


图 13 香港进出口金额当月同比

数据来源: Wind, 北大汇丰智库

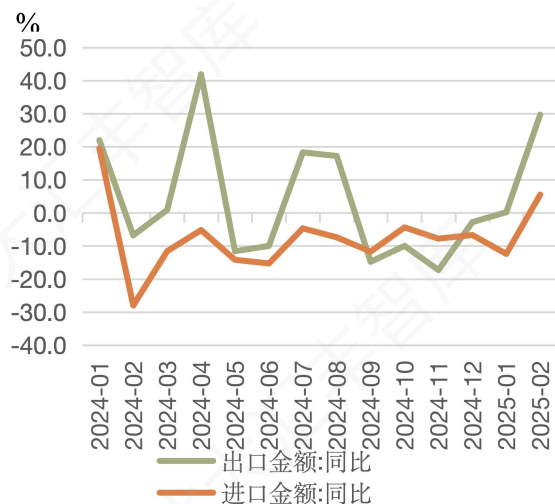


图 14 澳门进出口金额当月同比

数据来源: Wind, 北大汇丰智库

之所以各个城市出口受影响的方向和量级存在差异，本文认为可能有以下三个原因。

一是出口产品结构不同。深圳出口中 75% 是机电产品，惠州出口中 80% 是机电产品，相对单一，而广州、东莞、肇庆出口中机电产品占比分别为 42%、68%、49%，劳动密集型产品、钢铝铜油等大宗商品占比相对也比较高，一定程度上分散了出口风险。如广州七大类劳动密集型产品出口占比 14.7%，东莞 15.9%，肇庆 13.5%，广州钢、铜、成品油出口占比 2.9%、0.5%、1.4%，肇庆铝、铜出口占比 12.1%、3.6%，广州汽车、汽车零配件、摩托车、自行车、摩托车和自行车零配件出口占比合计 6.4%。在特朗普对中国加征 20% 关税、对钢铝产品加征 25% 关税、对汽车加征 25% 关税且预期未来关税仍将升级的情况下，囤货需求增加，钢铝铜价一度迎来暴涨，广州、东莞、肇庆的出口受到拉动。1-2 月，广州服装衣着、纺织纱线出口增长 13.5%、15.1%，钢、铜、成品油出口增长 531.5%、85.7%、29.9%，汽车、汽车零配件出口增长 34.2%、11.9%；东莞纺织纱线出口增长 10.2%；肇庆塑料制品、鞋帽出口增长 30.7%、39.1%，铜材出口增长 625.1%。

二是出口机电产品所处的产业链环节不同。深圳出口机电产品中电脑零部件、集成电路等技术性较强的中间品占比较高，电脑、手机、家电等成品生产陆续转移至东莞、惠州、中山、江门等珠三角邻近城市或者东南亚、拉美等海外市场。深圳商务局数据显示，2024 年前 11 月深圳对外直接投资已超 114 亿美元，居全国

首位，华为、比亚迪、传音入选全球 100 大最具影响力企业。在美国对中国加征 20% 关税且未来还将更高的预期下，海外国货意愿提升，广州、东莞、肇庆、中山、江门等的机电产品出口中电脑、手机、家电、音视频设备等成品占比较高，相应收益更多，而深圳企业的订单可能更多由本土企业提供中间品、海外市场生产成品以暂时性规避关税。1-2 月，广州家电出口增长 11.7%，东莞手机出口增长 56.3%，肇庆家电出口增长 48.2%，而深圳只有电脑零部件和集成电路出口增长 31.4%、8.7%。

三是在出口形势整体严峻情况下，各省市为稳外贸难免存在竞争，经过深圳转出口的规模可能有所下降。以劳动密集型产品为例，从工业总产值看，深圳本土生产规模明显较小，但 2024 年出口占比高达 12.5%、增速 21%，显然存在转出口，而今年 1-2 月深圳未提及劳动密集型产品出口增长情况，反而其他城市劳动密集型产品大幅增加，很可能是经深圳转出口的规模下降导致。香港和澳门作为转口贸易港，1-2 月的出口明显上升。

不过值得注意的是，大湾区和广东的进口增速虽同样下滑，但降幅小于全国，且保持了 6.1% 的正增长（全国增速-7.3%）（图 15）。贸易顺差占出口的比例从去年初的 48% 降至 43%，而全国则从 24% 升至 31%。商务部发言人何亚东曾表示积极扩大进口是中国推进高水平开放的重要组成部分，广东去年以来进口规模不断扩大，省内城市深圳、东莞、惠州的进口均保持两位数增长，在扩大进口、推进外贸平衡发展方面走在前列。

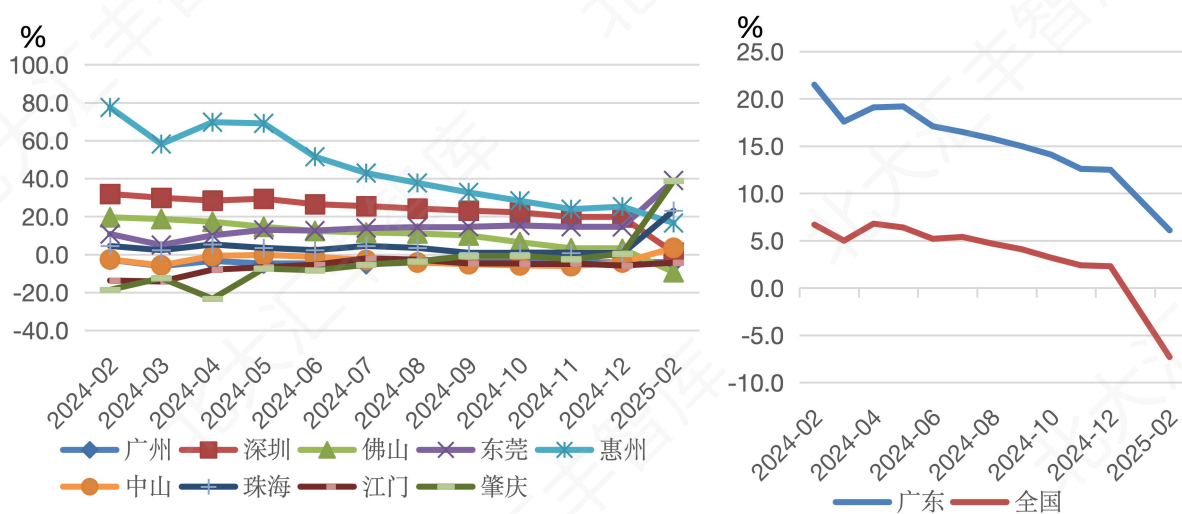


图 15 人民币进口金额累计同比

数据来源：Wind，北大汇丰智库

二、2025 年二季度湾区经济形势展望

（一）经济增长挑战较大，科技、文旅等服务业增长或是支撑

大湾区城市 1-2 月的二产投资基本都明显下滑，预计到二季度所形成的实际工业产值不会有明显增加，二产特别是工业生产的不景气将继续拖累大湾区经济增长。三产方面，1-3 月房地产销售同比虽有增长，但环比并不理想，房地产投资也并无重大改善，二季度房地产行业增加值转负为正的的概率不大；金融业受特朗普加征关税导致的全球资本市场大幅震荡影响，预计增长有限。因此二季度 GDP 增长面临的挑战仍然很大。但广东及大湾区作为中国经济增长关键引擎，仍具有突破重围的底气和优势。科技及文旅等服务业可能对二季度经济增长形成一定支撑。

AI 大模型与各行各业的深度结合应用以及人形机器人的推出将催生一批新的服务业业态，如利用 AI 生成直播带货视频、租用机器人服务日常生活等；政府部门、企事业单位以及个人接入大模型服务也将带动相关信息技术服务业的快速增长。工信部数据显示，1-2 月全国软件和信息技术服务业收入接近 2 万亿元，同比增长 9.9%；大湾区凭借高度聚集的企业、人口，AI 大模型应用具有广阔市场，其软件和信息技术服务业约占全国的 16%，未来增长可期。此外，政策鼓励以及居民出行需求增长将拉动文旅产业不断攀升。据广东省文化和旅游厅数据，2024 年广东文旅产业收入已达到 1.1 万亿元，2025 年清明假期全省接待游客 2110.5 万人次，同比增长 6.4%；实现旅游收入 107.8 亿元，同比增长 8.7%。随着二季度五一黄金周以及端午假期的到来，预计居民出行需求将进一步增加，文旅产业增长值得期待。

（二）关税政策超预期加码，企业出海进行关税筹划动作将增加

当地时间 4 月 2 日，特朗普宣布国家紧急状态，并公布“对等关税”具体措施，对所有国家征收 10% 的“基准关税”，于 4 月 5 日生效；对美国贸易逆差最大的国家征收个性化的更高“对等关税”，如对柬埔寨征收 49%，对越南征收 46%，对泰国征收 36%，对中国（包括港澳）征收 34%，对中国台湾征收 32%，对印尼征收 32%，对瑞士征收 31%，对南非征收 30%，对印度征收 26%，对韩国征收 25%，对日本征收 24%，对欧盟征收 20%，对英国、土耳其、阿联酋、沙特、埃及、澳

大利亚、新西兰、新加坡、巴西、智利、阿根廷、秘鲁则按照 10% 的基准关税征收，于美国 4 月 9 日生效。同日，进口汽车加征 25% 的关税生效，已面临钢铝关税、汽车关税的产品将不适用“对等关税”，进口汽车零部件加征 25% 的关税将在 5 月 3 日前全面生效，对中国大陆和香港地区价值 800 美元以下包裹的关税豁免将在 5 月 2 日起取消。特朗普表示加拿大及墨西哥当前已经正在缴纳 25% 的进口关税，因此将免于缴纳 10% 基准关税和对等关税。4 月 8 日，特朗普进一步威胁要对中国再加 50% 关税，4 月 9 日正式生效。4 月 10 日，特朗普再次把对中国的对等关税拉高至 125%，并宣布对不采取报复行动的国家实施 90 天的关税暂停，但仍保留 10% 的基准关税。

白宫消息称综合此前的关税和对等关税，美国对中国商品的关税已高达 145%。这远超过特朗普竞选时曾说的 60% 关税标准。参照 2018 年加关税影响，关税每提高 1%，对美出口将下降 1.4%²。当前全国、广东、以及大湾区主要外贸城市深圳、东莞、广州、香港出口中对美出口分别占比 14.7%、16.1%、15.3%、18.2%、16.9%、6.5%，新一轮关税可能导致 2025 年全国、广东、深圳、东莞、广州、香港出口下降 29.8 个百分点、32.7 个百分点、31.1 个百分点、37 个百分点、34.2 个百分点、13.2 个百分点。再加上出口到东盟、拉美、加拿大、香港、欧盟的商品部分会转口到美国，2025 年全国、广东、深圳、东莞、广州出口可能下降 32.5 个百分点、36.7 个百分点、35.7 个百分点、41 个百分点、37.4 个百分点。

但由于特朗普的关税政策朝令夕改，上述估算可作为最坏情况下的出口预期影响。当地时间 4 月 11 日，美国海关与边境保护局（CBP）宣布对中国的智能手机、笔记本电脑、芯片等关键科技产品免征 125%“对等关税”，部分商品关税直接归零。4 月 13 日特朗普则强调，对电脑、智能手机等部分产品的对等关税豁免将是“短暂的”，并表示将对半导体行业进行国家安全贸易调查。再加上不同地区对等关税幅度有差异，企业可以选择经由对等关税幅度低的地区转口到美国。大湾区及广东企业具有相对丰富的出海布局经验，数据显示，广东对外直接投资居全国第二，深圳对外直接投资居全国城市首位，代表性民企华为、比亚迪、传音入选全球 100 大最具影响力企业，显示出较强的全球化布局能力。面对关税政策的不确定性，预计企业出海进行关税筹划的动作会进一步增加。香港和澳门作为全球自由贸易港，可在企业出海过程中发挥更大作用。另外企业也可以通过加价出售

到美国，又或者开拓美国以外的其他国际市场，以分散关税压力，因此最终出口的下降幅度会低于上述测算。

（三）财政承压叠加外贸下行，投资增长需重点关注民企信心

《关于 2024 年中央和地方预算执行情况与 2025 年中央和地方预算草案的报告（摘要）》显示，2025 年全国一般公共预算收入增速目标为 0.1%，较低预算目标背后是对财政承压的担忧。2024 年全国一般公共预算收入仅增长 1.3%，其中税收收入下降 3.4%，非税收入增长 25.4%；广东的财政收入状况更差，2024 年一般公共预算收入下降 2.3%，其中税收收入下降 4.2%。2025 年 1-2 月全国一般公共预算收入下降 1.6%，广东在工业生产放缓的情况下税收难有大幅度增长，预计财政将继续承压。

此外，特朗普关税新政使得外贸出口形势恶化，引发市场对全球经济衰退的担忧。虽然美国财长贝森特建议所有国家暂时不要采取报复行动，但目前部分国家已宣布反制措施。4 月 3 日，加拿大宣布对进口的不符合美墨加协定的美国汽车征收 25% “对等关税”；西班牙宣布 141 亿欧元“关税援助计划”，并表示欧盟将团结一致，作出恰当的回应；法国总统马克龙企业暂停对美投资，法国经济与财政部长埃里克·隆巴尔表示，除提高对美关税外，法国目前正在制定的应对措施还包括对数字服务征税、加强监管和有针对性的税收工具等。4 月 4 日，中国先后发布多项反制措施，包括对原产于美国的所有进口商品加征 34% 关税（4 月 10 日起生效）；对钐、钇、铽、镝、铕、钆等中重稀土（广泛应用于电子、石油化工、冶金、机械等多个领域）相关物项实施出口管制；对进口医用 CT 球管对国内产业影响发起产业竞争力调查；对原产于美国、印度的进口相关医用 CT 球管发起反倾销立案调查；将 16 家美国实体列入出口管制管控名单；将 11 家美国企业列入不可靠实体清单；暂停 5 家美国禽肉企业产品输华资质；对杜邦中国开展反垄断立案调查等。4 月 8 日，中国对原产于美国的所有进口商品加征的关税提高至 84%，同时将 12 家美国实体列入出口管制管控名单，禁止向其出口两用物项，将 6 家美国实体列入不可靠实体清单，并采取禁止其从事与中国有关的进出口活动、禁止其在中国境内新增投资。4 月 9 日，欧盟成员国投票通过首轮对美关税反制措

施，将对一系列美国产品征收高达 25% 关税，本轮反制主要针对美方钢铝关税。4 月 11 日，中国表态将对来自于美国的进口商品关税提高至 125%，且不再理会美国后续的加关税行为。联合国贸发会议发布声明指出，随着主要经济体将征收新关税，全球贸易和投资活动将被削弱，经济增长可能进一步下滑。

在财政承压和外贸环境严峻的双重背景下，政府投资和企业投资增长的空间十分有限。尽管《2025 年政府工作报告》增加了超长期特别国债和地方政府专项债的额度（分别为 1.3 万亿、4.4 万亿，较去年增加 3000 亿和 5000 亿），用于投资建设、土地收储。截止 2 月底广东已发行土储专项债 307 亿元，涉及项目 86 个，分布在广州、佛山、惠州、珠海、中山、江门等城市，收储对象大多是国企和城投平台，不少项目打骨折出售，如广晟集团 20 亿拿的入手的珠海横琴商住地，当前评估价只剩 13 亿；佛山城建在南海新城投下的 34 亿地王，收储价只有 70%。目前来看收储只是实现了债务的转移，甚至还造成国企和城投平台资产的减值，而收储后的土地如何开发利用，能否实现较好的卖地收入以覆盖专项债本息尚未可知。当前房地产投资未见明显好转，1-2 月广东房地产投资在去年低基数的基础上仍下降 15.8%，土地市场成交较为冷清。根据规定，收储后的土地原则上当年不能用于房地产开发，只能用于民生、实体经济等领域。而在外贸形势恶化，企业工业生产放缓的情况下，实体经济投资可能会在一季度的基础上继续放缓。

2 月 17 日民企座谈会后我们发布的民企调研问卷显示，约有 68.2% 的企业预计未来一年的固定资产投资将不变或者减少（调研对象大部分是大湾区企业，最新的广东民间投资增速为 -5.2%）。广东民营经济主体达 1800 多万户（包括企业和个体工商户），占全省经营主体的 96%。2024 年全省民营经济增加值达 7.78 万亿元，贡献了全省五成以上的地区生产总值、六成以上的进出口额和税收、七成以上的技术创新成果、八成以上的新增就业。因此需重点关注民营企业经营动态，针对可能面临的关税冲击制定专项支持政策，稳定民营企业投资预期。

（四）扩大内需更为关键，人口优势或孕育消费新动能

在出口和投资都面临巨大挑战情况下，扩大内需消费需求更为关键。而且对于长期以来高度依赖投资和外贸的中国经济、广东经济和大湾区经济而言，现下

也是调结构、促转型的重要时点。正所谓不破不立，广东及大湾区需坚定信心，细谋发展。

广东省以及广州、深圳、佛山、东莞等珠三角城市自去年下半年以来社会消费品零售总额就维持 1%左右的弱增长，以旧换新和各项促消费政策虽有作用但效果仍需提升。如上文分析，除了房地产成交回暖的部分挤出效应和个别重要产品销售回落影响外，广东长期以来的人口增长和人口结构导致的高储蓄低消费倾向也是原因之一。如何把人口优势转化为消费优势需要广东深刻研讨、大胆尝试。3月16日，中央发布《提振消费专项行动方案》，提出要以增收减负提升消费能力，包括促进工资性收入增长、拓宽财产性收入渠道、完善生育、教育、医疗保障降低居民负担等方面，直指制约居民消费的核心因素。推进政策落到实处需要关注重点人群的增收减负，对于广东和大湾区而言，年轻群体的增收减负值得关注。

2024 年广东出生率 8.89‰，常住人口同比增加 74 万人，均居全国首位。16—59 岁劳动年龄人口占常住人口比重为 66.38%，高于全国平均水平 5.46 个百分点。但年轻群体承载了工作创造价值、婚恋生育孩子、交钱赡养老人等社会的主要压力，在工作机会减少、工作时间延长、工资收入缩水、健康状况恶化等现实情况下，缺乏释放消费意愿的客观条件，这也是广东及大湾区人口增长快但消费增长有限的原因之一。统计局数据显示，2025 年 1-2 月城镇 25-29 岁、30-59 岁劳动力失业率为 7.3%、4.3%，较 2023 年（数据发布初年）分别增加 1.2 个百分点、0.4 个百分点，人工智能对劳动力的替代值得关注；2023 年 25-29 岁、30-34 岁就业人员周平均工作时间达到 50 个小时、52 个小时，较 2019 年各增加 3 个小时；国家癌症中心数据显示，我国胃癌发病率在 15-39 岁人群中增长了 80%；中国疾控中心数据显示，35 岁以下猝死者占比已超过 20%。如果在针对年轻人群增收减负方面加速出台具体可落地政策，广东特别是大湾区这类年轻人群高度集中的地区的消费将会有明显的提升，如此则有望把人口优势转化为消费优势。

【声明】 本文版权为北大汇丰智库所有。

¹ 工信部口径，与计算机、通信及其他电子设备制造业、电子信息制造业、电子行业等概念一致。

² 国盛证券估计的出口弹性系数，我们在此沿用这个系数进行出口影响测算。



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>