

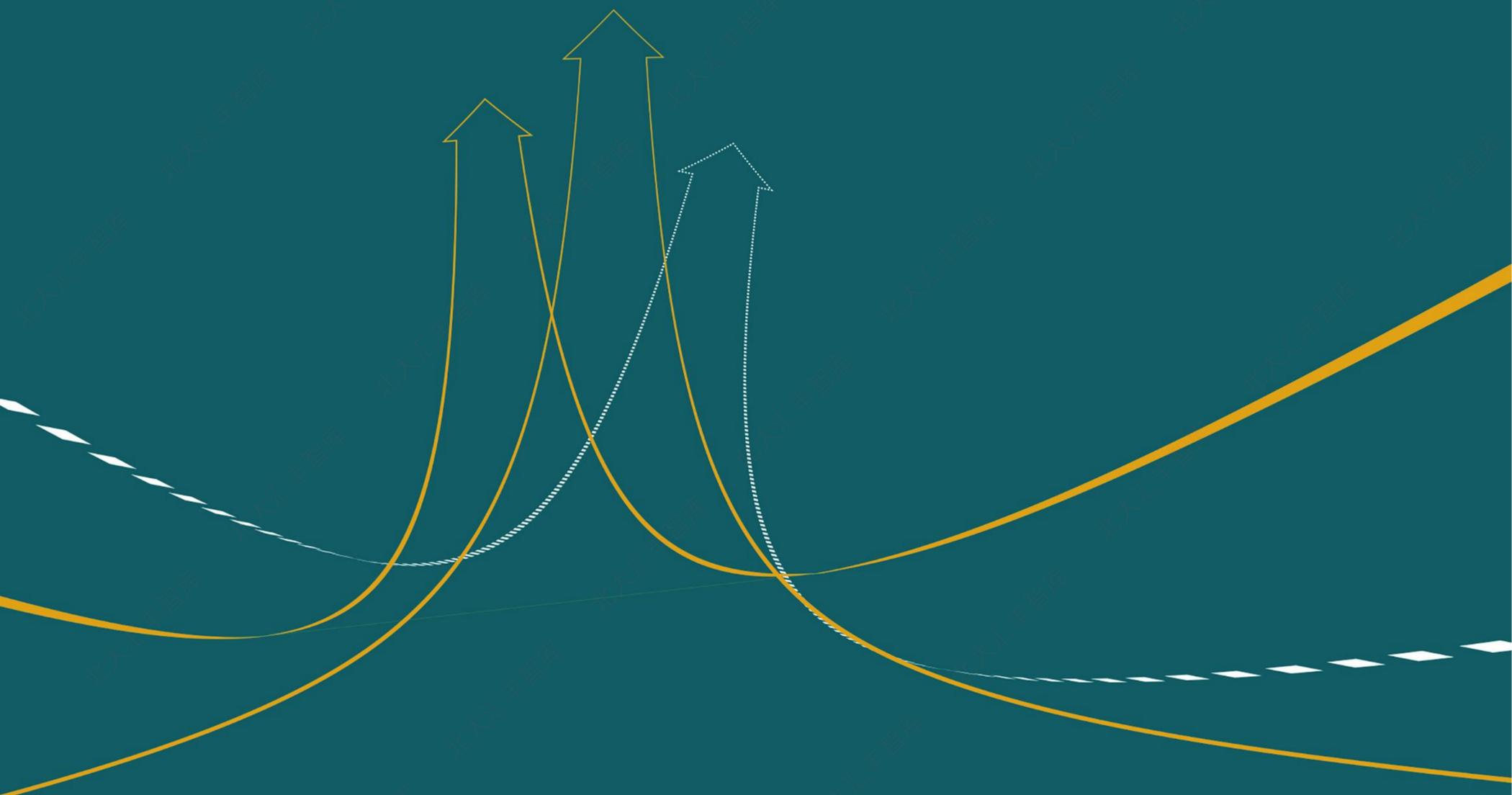
经济分析系列
Economic Analysis Series



PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

深圳经济分析报告

2024年第一季度



摘要

从总体库存周期的角度看，今年 1 月和 2 月，深圳工业处于主动补库阶段，经济处于上行周期，一季度经济顺利实现“开门红”。

从细分产业的角度看，今年 1 月和 2 月，深圳的产业发展主要有四条主线：一是有外需支撑的行业中上游普遍表现较好，比如，黑色系、服装鞋包、家电、家具、交运设备等营业收入增速明显回升。二是新经济的终端需求面临一定的压力，汽车、电脑、网络购物的销售走弱，手机销售增速也面临回落压力。三是投资是拉动信息技术和信息传输业快速发展的主因，但可持续性存疑。四是新房销售低迷，二手房销售增速走弱，深圳楼市依然处于调整中。

从新旧产业趋势来看，北大汇丰智库产业动能因子模型显示，今年 1 月和 2 月，深圳的旧动能因子改善明显好于新动能因子，主要由出口拉动。上海和北京的旧动能因子也有明显的好转，AI 产业投资大幅增加带动北京新动能因子走强，但上海的新动能因子走弱，可能与芯片行业调整以及特斯拉销量下滑有关。旧动能依然是经济发展的重要支撑力量，要在先立后破的基础上，支持新动能发展。

从出口来看，美欧市场需求改善是支持深圳出口增速回升的主因。深圳不同商品对东盟六国出口份额趋于稳定，或许意味着东盟六国可以承接深圳的产业转移能力趋于饱和。

目前，深圳存在房屋销售不振、新经济的终端消费不足、东盟产业承接力趋于饱和等问题，建议市政府进一步放松对非深户刚需和改善置换的限购、加大对企业出海的政策支持力度、推动与东盟以外的其他地区签署更多自由贸易试点政策。

一、总体库存周期：处于主动补库阶段

库存周期指的是工业企业库存水平的周期性变动。工业企业库存指标结合其营收指标的变化，库存周期可以分为四个阶段：主动补库（库存增速上升、营收增速上升）、被动补库（库存增速上升、营收增速下降）、主动去库（库存增速下降、营收增速下降）、被动去库（库存增速下降、营收增速上升）。一般来讲，被动去库和主动补库对应经济处于上行周期，被动补库和主动去库对应经济处于下行周期；经济景气度的变化和 demand（即营收增速）变化直接正相关，但需求好转并不意味着企业会主动扩产增加库存，价格回升+需求好转+库存处于低位才是企业持续补库较为明确的信号。

本轮深圳工业企业营收增速的复苏从 2023 年 10 月开始，2024 年下半年营收增速的复苏预计将会见顶。如图 1 所示，深圳工业企业营业收入增速从 2023 年 10 月的 3.2% 反弹至 2024 年 1-2 月的 13.2%。根据历史经验规律，深圳工业企业营收增速的上行周期一般在 10 至 12 个月之间，今年 8 月至 10 月深圳工业企业营收增速可能会见顶，然后增幅放缓，这与我们在全国季度宏观报告中的观点——美联储将会在今年下半年降息、美国经济动能减弱导致外需承压——相一致。

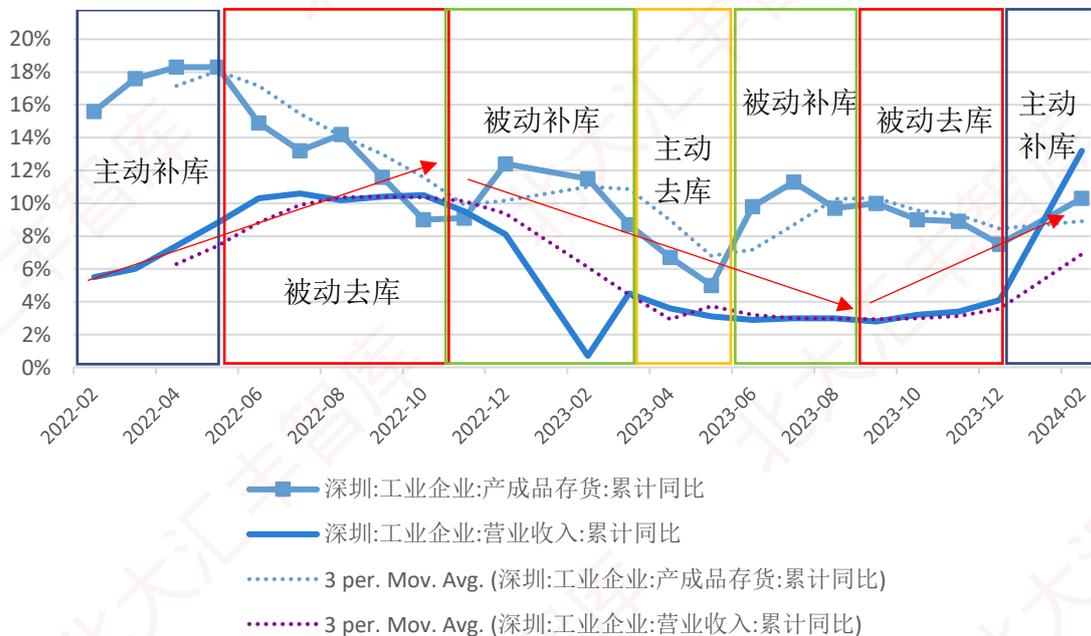


图 1：深圳工业企业产成品存货和营业收入累计同比

注：红色箭头上升代表经济处于上行状态，红色箭头下降代表经济处于下行状态。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

今年前两个月深圳工业企业开始补库，但缺乏可持续性。一方面，深圳工业企业的产成品存货增速依然处于历史中间百分位，企业没有动力大幅度补库。2024年1-2月，深圳工业企业产成品存货增速为10.3%，处于历史62.5%的百分位（见图2），库存水平偏高。另一方面，PPI增速仍处于下降过程中，说明企业还在加大力度降价促销保营收，这导致企业的盈利情况不会有实质性的好转，难以驱动企业持续性的扩产。如图3所示，2024年1-2月，深圳PPI同比为-1.6%，低于2023年全年的-0.3%。



图 2：深圳工业企业产成品存货累计同比所处历史百分位

注：数据从2017年2月开始公布。历史百分位由低到高排序，下同。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。



图 3：深圳 PPI 和工业企业产成品存货累计同比

注：深圳工业企业产成品存货实际累计增速是使用深圳工业企业产成品存货名义累计增速减去深圳 PPI 累计同比得到的。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

整体而言，深圳1月和2月处于主动补库的阶段，经济景气度稳步回升，营收

增速的回升好于库存，可能是由出口和降价促销带动的。一方面，美国处于补库阶段，大概率会持续到今年二季度，对于出口起到阶段性的支撑作用。另一方面，由于房地产持续调整以及居民收入增长放缓，内需偏弱，企业为迎合居民消费行为的变化采用价格战的方式保营收；在薄利多销的背景下，企业扩产的可持续性存疑。

二、传统产业发展现状：外需回暖带动中上游亮点较多

1. 房地产：中上游生产商好于下游零售商，二手房销售明显降温

从中上游生产商来看，深圳房地产中上游相关行业生产商的需求回暖，可能与外需回暖、降价促销、家电以旧换新以及前期二手房成交较多引致的家装需求有关。如表 1 所示，深圳炼钢处于被动去库状态，金属制品、家具制造处于主动补库状态，行业景气度上行。2024 年 1-2 月，黑色金属冶炼及压延加工业、金属制品业、家具制造业营业收入增速分别处于历史百分位的 65.7%、70.1%、92.5%，都处于历史较高水平。

但钢厂仍处于去库状态，企业对外需反弹空间的预期并不是特别乐观，叠加国内房地产市场不景气，企业主动扩产积极性较低。另外，家具制造企业虽然处于补库状态，但库存增加太快，2024 年 2 月库存增速已经升至历史 92.5% 的百分位，预计二季度开始产成品存货增速将会放缓。

表 1：深圳房地产中上游制造业所处库存周期阶段

	1-2 月库存周期阶段	指标	202310	202311	202312	202402	202402 处于历史百分位
黑色金属冶炼及压延加工业	被动去库	营业收入累计同比 ↑	1.7%	2.0%	2.8%	9.9%	65.7%
		产成品存货累计同比 ↓	12.5%	12.5%	11.2%	9.8%	68.7%
金属制品业	主动补库	营业收入累计同比 ↑	3.3%	3.6%	4.4%	15.8%	70.1%
		产成品存货累计同比 ↑	8.4%	8.4%	7.1%	8.6%	31.3%
家具制造业	主动补库	营业收入累计同比 ↑	-0.6%	-0.3%	0.5%	22.7%	92.5%
		产成品存货累计同比 ↑	-2.0%	-2.0%	-3.1%	12.3%	92.5%

注：深圳细分行业相关指标使用广东相应行业占比乘以深圳相关指标累计值测算。历史百分位从 2018 年 2 月开始。黑色金属冶炼及压延加工企业主要从事钢材生产，金属制品业企业主要生产五金、家电和家具金属材料等。箭头代表数据序列趋势方向，下同。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

从下游零售商来看，深圳一手房销售惨淡，二手房销售增速高位回落，二手房

价格降幅超过一手房，深圳房屋销售还是面临较大压力，应进一步放松限购。如图4所示，今年一季度，深圳一手房成交面积65.7万平方米，同比为-47.5%，低于去年四季度的-22.0%，深圳新房销售更加惨淡；深圳二手房成交面积100.3万平方米，同比增长20.8%，低于去年四季度的51.5%。今年以来，深圳进一步放松房地产调控政策，对二手房的销售有一定的提振作用，主要是二手房价格降幅更大(见图5)，但是市内刚需和改善房置换的需求逐步饱和，深圳应进一步放松限购政策。2024年2月，深圳商品房成交均价和中原领先指数（二手房价格指数）分别为6.19万元/平方米和867，较2023年12月分别下降1.5%和5.5%。



图 4：深圳一手房和二手房销售情况

数据来源：Wind，北大汇丰智库。



图 5：深圳一手房和二手房价格走势

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

事实上，今年初北京和上海的新房销售情况比深圳好一些（见图6），但也出现了大幅下降，新房销售不景气是整个行业都存在的问题。今年一季度，北京商品

房成交面积同比为-14.3%，低于去年四季度的1.3%；上海商品房成交面积同比为-38.7%，低于去年四季度的-7.6%。

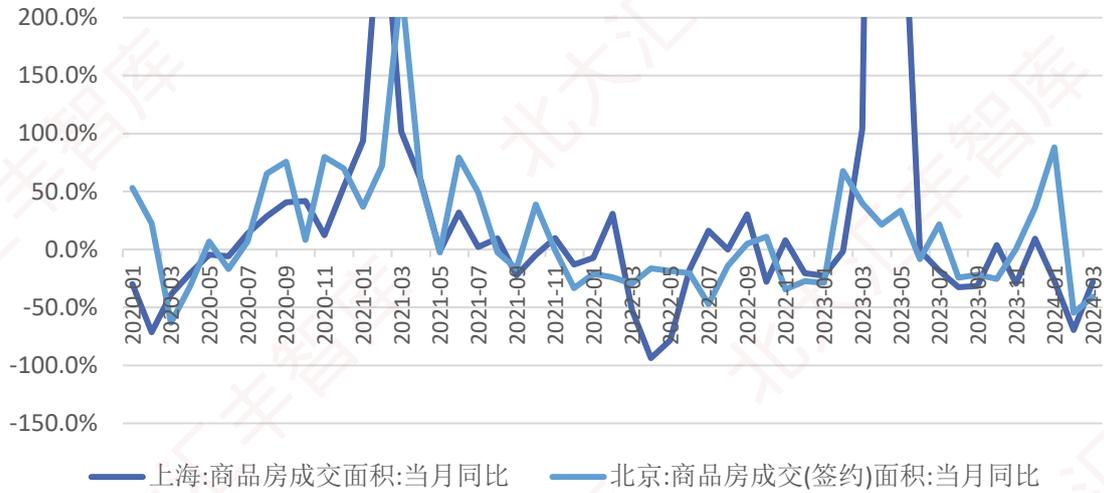


图 6：上海和北京商品房成交面积当月同比

注：考虑到图形显示问题，对纵坐标的数值进行了限制。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

2. 劳动力密集型行业：餐饮零售走弱，服装鞋包生产和零售回暖

从中上游生产商来看，由于春节影响，居民对生鲜食品和酒水的消费需求有所好转支持食品加工制造和酒水制造营收改善；但对加工后的零食和腌渍食物消费需求走弱，可能是饮食结构的变化；服装鞋包的国内外消费回暖，带动服装鞋包生产商的供需同时回暖。如表 2 所示，农副食品制造处于主动去库状态；化学原料及化学制品制造业处于被动去库状态；食品、酒水、纺织、服装、鞋包制造处于主动补库状态，但难有可持续性，主要是这些行业补库太快，库存增速已经处于较高历史百分位。2024 年 2 月，食品、酒水、纺织、纺织服装、皮革鞋的产成品存货增速分别处于历史百分位的 52.2%、77.6%、61.2%、80.6%、79.1%，库存已经处于偏高的水平。

表 2：深圳劳动密集型行业中上游制造业所处库存周期阶段

	1-2 月库存周期阶段	指标	202310	202311	202312	202402	202402 处于历史百分位
食品制造业	主动补库	营业收入累计同比 ↑	6.6%	6.9%	7.7%	13.3%	50.7%
		产成品存货累计同比 ↑	8.5%	8.5%	7.2%	8.4%	52.2%

农副食品加工业	主动去库	营业收入累计同比↓	5.1%	5.5%	6.2%	3.4%	17.9%
		产成品存货累计同比↓	5.3%	5.3%	4.0%	3.4%	37.3%
酒、饮料和精制茶制造业	主动补库	营业收入累计同比↑	11.7%	12.0%	12.9%	15.1%	68.7%
		产成品存货累计同比↑	5.9%	5.9%	4.6%	9.2%	77.6%
纺织业	主动补库	营业收入累计同比↑	2.3%	2.6%	3.4%	19.8%	85.1%
		产成品存货累计同比↑	4.4%	4.5%	3.2%	7.7%	61.2%
纺织服装、服饰业	主动补库	营业收入累计同比↑	-1.6%	-1.3%	-0.6%	15.1%	82.1%
		产成品存货累计同比↑	-2.9%	-2.9%	-4.1%	3.9%	80.6%
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	主动补库	营业收入累计同比↑	-2.0%	-1.7%	-1.0%	14.0%	82.1%
		产成品存货累计同比↑	-3.8%	-3.7%	-4.9%	5.6%	79.1%
化学原料及化学制品制造业	被动去库	营业收入累计同比↑	0.4%	0.7%	1.4%	8.9%	80.6%
		产成品存货累计同比↓	15.2%	15.2%	13.8%	11.2%	58.2%

注：深圳细分行业相关指标使用广东相应行业占比乘以深圳相关指标累计值测算。历史百分位从2018年2月开始。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

从下游零售商来看，深圳线下商品零售增速回升，餐饮消费增速回落，反映出居民消费行为的变化，即线下购物增多、但聚餐不如以前频繁。如图7所示，2024年1-2月，深圳线下商品零售总额、餐饮零售总额增速分别为14.6%、5.2%，较2023年全年分别增加8.8、减少10个百分点。由于今年是防疫转段后的第二年、居民出行需求回暖、线下品牌店折扣力度较大、深圳市经常举办线下消费节，线下消费明显修复，而且线下实体店可以看到实物，提升居民的购物体验需求。从数据来看，疫后餐饮消费基本已经恢复正常，但增速相较于2019年10%左右的水平明显下降，预计餐饮消费增速将保持在低位增长的状态。



图7：深圳线下商品零售以及住宿餐饮消费增速

注：深圳线下商品零售使用全国线下商品零售占全国商品零售的比例进行估算，全国线下商品零售占比是使用（1-全国网络商品零售占比）估算。

数据来源：Wind，国家统计局，北大汇丰智库。

3. 传统基建行业：交运中上游生产商需求改善好于电力，或由出口带动

从中上游生产商来看，传统基建行业的中上游生产商的需求改善，运输设备制造业的需求改善更加明显，可能与出口较为景气有关。如表 3 所示，深圳运输设备制造业、电力热力生产和供应业、燃料加工业的营收增速都有改善，行业景气度上升。2024 年 1-2 月，运输设备制造业、电力热力生产和供应业、燃料加工业的营收增速分别为 23.4%、15.0%、8.3%，较 2023 年全年增加 11.3、5.1、4.3 个百分点。考虑到高铁动车还未到集中更换的年限，运输设备制造业的营收增速改善应该与船舶、飞机的出口订单较多有关。一方面，中国船舶制造业竞争力较强，已经拿下了全球八成以上的运输船新订单；另一方面，从 2023 年开始，中国国产大飞机已经进入运营阶段，获得的国际订单不断增加。

电力行业的发展主要取决于内需，增量主要来自新能源汽车充电和 AI 大模型用电需求，但两者目前的新增用电需求有限。一方面，新能源汽车前期市场份额的快速扩张主要在南方，南方基本上市场已经趋于饱和，北方由于气候问题，新能源汽车推广较为困难。另一方面，国内 AI 大模型还处于研发状态，距离大规模应用推广还有一段较长距离，短时间内对用电需求的增量有限。

表 3：深圳劳动密集型行业中上游制造业所处库存周期阶段

	1-2 月库存周期阶段	指标	202310	202311	202312	202402	202402 处于历史百分位
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	主动补库	营业收入累计同比 ↑	11.0%	11.3%	12.1%	23.4%	74.6%
		产成品存货累计同比 ↑	12.2%	12.2%	10.9%	12.2%	38.8%
电力、热力的生产和供应业	主动补库	营业收入累计同比 ↑	8.8%	9.1%	9.9%	15.0%	68.7%
		产成品存货累计同比 ↑	9.6%	9.6%	8.3%	8.9%	53.7%
石油、煤炭及其他燃料加工业	被动去库	营业收入累计同比 ↑	3.0%	3.3%	4.0%	8.3%	71.6%
		产成品存货累计同比 ↓	13.7%	13.7%	12.3%	9.2%	67.2%

注：深圳细分行业相关指标使用广东相应行业占比乘以深圳相关指标累计值测算。历史百分位从 2018 年 2 月开始。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

如图 8 所示，从下游零售商来看，深圳机场的旅客和班次增速高位回落，国内

出行基本恢复正常；但港口集装箱吞吐量增速大幅上升，海外航运需求较好。2024年1-2月，深圳机场旅客吞吐量为1047.3万人，同比增长42.2%，增速低于去年四季度的172%；深圳机场飞机起降架次6.5万架次，同比增长12.0%，增速低于去年四季度的86.7%。目前深圳机场的旅客和班次基本上已经恢复正常，进一步增长的空间有限。

2024年1-2月，深圳港口集装箱吞吐量为482.3万箱，同比增长23.3%，增速较2023年全年增加23.8个百分点。深圳港口集装箱吞吐量增速的大幅上升，与深圳出口增速高增长相一致，反映出今年年初以来外需较为景气。

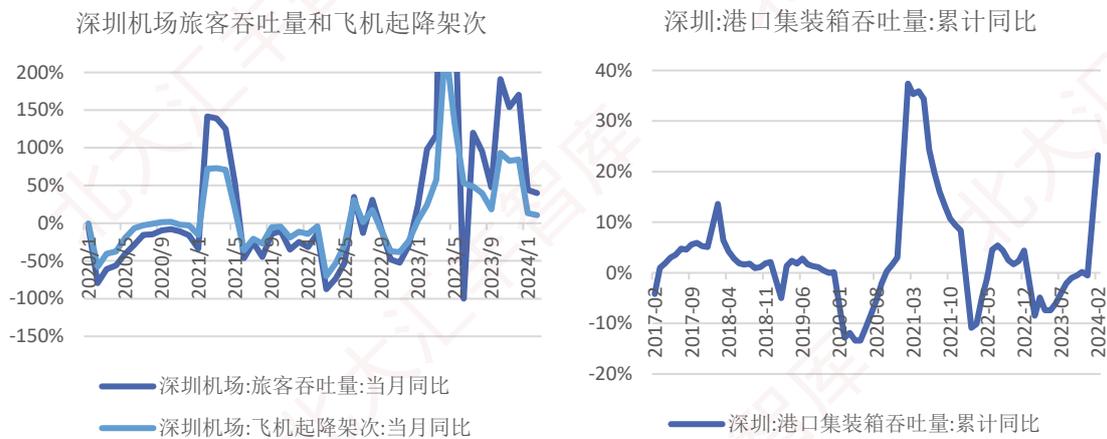


图 8：深圳机场和港口集装箱吞吐情况

注：考虑到图形显示问题，对纵坐标的数值进行了限制。

数据来源：Choice，Wind，北大汇丰智库。

4. 金融业：直接融资改善，间接融资增速处于下行通道

直接融资方面，深圳上市公司股权募资增速明显反弹。如图 9 所示，2024 年一季度，深圳上市公司通过 IPO、增发、配股、优先股、可转债、可交换债、再融资等方式股权募资 125.0 亿元，同比增长 145.3%，较 2023 年全年的-37.9%明显反弹；深圳股权募资占全国的份额为 11.3%，较 2023 年全年 6.8%的份额明显增加。近段时间，由于监管趋严，全国上市公司股权融资呈收紧状态，但深圳逆势增长，说明政策偏向以高新技术为主的深圳上市企业的融资。2024 年一季度，全国上市公司股权募资增速下降-68.9%。

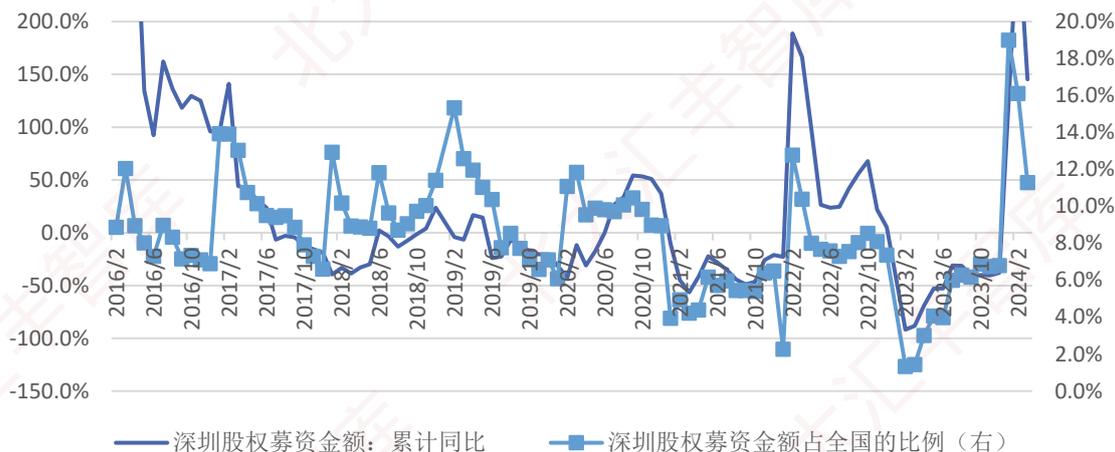


图 9：深圳股权融资增速以及深圳股权融资占全国的份额

注：股权融资包括 IPO、增发、配股、优先股、可转债、可交换债、再融资。考虑到图形显示问题，对纵坐标的数值进行了限制。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

间接融资方面，深圳本外币存款和贷款增速都处于下行趋势中。如图 10 所示，2024 年 1-2 月，深圳本外币存款余额 13.68 万亿元，同比增长 6.9%，增速较 2023 年全年减少 1.2 个百分点；深圳本外币贷款余额 9.4 万亿元，同比增长 7.3%，增速较 2023 年全年减少 3.2 个百分点。由于房地产市场不景气、非标理财产品频繁爆雷，深圳的间接融资规模增长放缓。

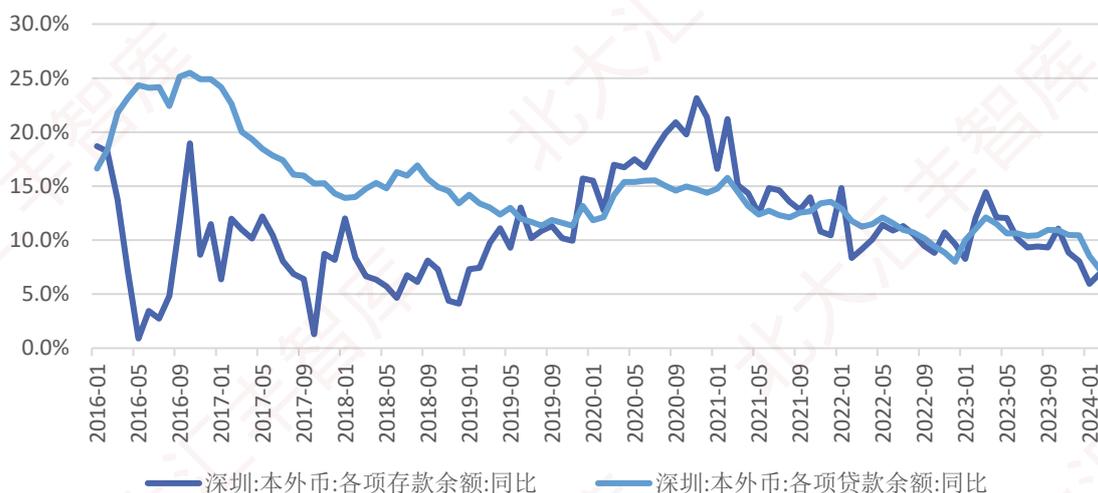


图 10：深圳本外币存款余额和贷款余额增速

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

三、新兴产业发展现状：终端需求面临一定压力

1. 新能源汽车：生产和零售景气度下滑，新能源汽车销量增长最快的阶段已经过去

如表 4 所示，从中上游生产商来看，深圳有色系处于主动补库状态，景气度上行，主要与铜矿、锂矿等减产导致有色金属价格上涨有关；电机制造、汽车制造处于主动去库状态，主要是由于下游汽车销售拉动减弱。由于铜矿、锂矿等上游矿厂减产，铜价和锂价都出现不同程度的上涨，带动了有色系营收的改善，但由于对行业发展前景的担忧，企业主动扩产偏弱。2024 年一季度，SHFE 铜、碳酸锂价格分别上涨 4.4%、13.2%。

2024 年 1-2 月，深圳汽车中游的电机制造、汽车制造供需都出现了回落，反映出行业整体的走势开始走弱。由于上游的有色矿主要由国际市场定价，所以，有色系的走势可能与国内行业的真实情况相背离。事实上，深圳并不属于传统的汽车制造大市，主要是新能源汽车的快速发展，才带动了深圳的汽车行业后来居上。新能源汽车的销售情况会直接影响深圳汽车生产的景气度。

表 4：深圳汽车行业中上游制造业所处库存周期阶段

	1-2 月库存周期阶段	指标	202310	202311	202312	202402	202402 处于历史百分位
有色金属冶炼及压延加工业	主动补库	营业收入累计同比↑	8.8%	9.1%	9.9%	17.0%	68.7%
		产成品存货累计同比↑	14.3%	14.3%	13.0%	13.7%	50.7%
电气机械及器材制造业	主动去库	营业收入累计同比↓	14.0%	14.3%	15.2%	6.9%	49.3%
		产成品存货累计同比↓	18.6%	18.6%	17.2%	5.7%	32.8%
汽车制造业	主动去库	营业收入累计同比↓	16.4%	16.7%	17.6%	15.4%	38.8%
		产成品存货累计同比↓	18.7%	18.7%	17.3%	11.0%	31.3%

注：深圳细分行业相关指标使用广东相应行业占比乘以深圳相关指标累计值测算。历史百分位从 2018 年 2 月开始。电气机械及器材制造业企业主要生产发电机、电池等。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

从下游零售商来看，深圳车企比亚迪的汽车和新能源汽车销量增速同时走弱，新能源汽车行业销量的走弱可能是趋势性的。如图 11 所示，2024 年一季度，比亚迪的汽车、新能源汽车销量分别为 62.6 万辆、62.4 万辆，同比增长 13.4%、14.0%，增速较去年四季度分别减少 24.8、24.2 个百分点。事实上，从 2022 年下半年开始，

比亚迪汽车的销量增速已经开始呈下行趋势，这可能会是长期趋势。一方面，深圳的新能源汽车市场渗透率已经接近七成，深圳的公共交通已经实现电动化，深圳的新能源汽车市场基本上已经饱和。另一方面，北方市场新能源汽车市场的渗透率较低，但受到天气限制，新增空间有限。比如，公开报告显示，2023年，东北三省的新能源汽车销量只占中国的4%，由于天气寒冷，电车续航能力不足，电车在东北三省并不太受欢迎。



图 11: 比亚迪汽车和新能源汽车销量增速

注：考虑到图形显示问题，对纵坐标的数值进行了限制。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

如图 12 所示，上海的新能源汽车产量增速出现了明显下滑，但北京的新能源汽车产量由于体量较小增速快速上升。由于特斯拉销量下滑，对上海的新能源汽车产业有一定冲击。北京正在大力鼓励新能源汽车行业的发展，北汽也在开发并推出新的新能源汽车。今年一季度，上海新能源汽车的产量为 28.2 万辆，同比为-1.1%，增速较 2023 年减少 35.5 个百分点；北京新能源汽车的产量为 5.0 万辆，同比为 237.5%，增速较 2023 年增加 201.9 个百分点。



图 12：上海和北京新能源汽车产量累计同比

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

2. 信息技术和信息传输业：中游生产商好于下游零售商，或由投资拉动

如表 5 所示，从中游生产商来看，深圳信息技术、软件和信息传输业处于主动补库的状态，行业景气度上升，或与政府引导大量投资进入有关，但可持续性存疑。2024 年 1-2 月，计算机、通信和其他电子设备制造业营业收入增速和产成品库存增速分别为 15.5% 和 15.8%，较 2023 年分别增加 12.0、8.5 个百分点。考虑到手机、电脑等终端消费电子需求没有明显好转，计算机、通信和其他电子设备制造业景气度回暖，应该是与政府引导投资有关，叠加美国对中国科技制裁不断加码，深圳政府进一步加大对新一代信息技术产业的投资，但这种投资缺乏终端消费需求的支撑，很容易导致供过于求和恶性价格战。

表 5：深圳信息技术、软件和信息传输业中游制造业所处库存周期阶段

	1-2 月库存周期阶段	指标	202310	202311	202312	202402	202402 处于历史百分位
计算机、通信和其他电子设备制造业	主动补库	营业收入累计同比 ↑	2.4%	2.7%	3.5%	15.5%	77.6%
		产成品存货累计同比 ↑	8.6%	8.7%	7.3%	15.8%	89.6%

注：深圳细分行业相关指标使用广东相应行业占比乘以深圳相关指标累计值测算，2024 年 2 月深圳相关指标累计值使用前文估算值。历史百分位从 2018 年 2 月开始。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

如图 13 所示，对比北京和上海，北京和上海电子设备制造业的表现出现了明

显的分化，上海突破成熟制程芯片制造的瓶颈后，终端需求不足对上海电子设备制造业的负面效果已经开始显现。今年初，北京的计算机、通信和其他电子设备制造业的营收增速明显的反弹，可能与 AI 投资大规模增加有关。但上海的计算机、通信和其他电子设备制造业的营收增速依然低迷，可能是受中芯国际业绩下滑的影响。由于国有芯片的量产，导致成熟制程的汽车芯片价格出现了大幅度的下滑。今年 1-2 月，北京和上海计算机、通信和其他电子设备制造业的营收增速分别为 25.1%和-12.7%。

从下游零售商来看，深圳华为和荣耀手机出货量处于高位，但受制于华为高端机产能不足以及全国手机早已进入存量市场、进一步提升空间不足；全国笔记本电脑销量增速深度调整中。如图 14 示，2024 年 1-2 月，华为和荣耀手机的销量为 1363.3 万部，同比增长 29.4%，增速较去年四季度微增 0.6 个百分点；全国笔记本电脑销量 140.2 万台，同比下降 30.9%，略低于去年四季度的-29.0%。自去年 8 月底华为 Mate60 系列手机上市以来，华为手机的销量快速增加，但由于产能不足，华为手机销量的扩张速度受到制约。同时，全国手机市场早已进入存量市场，全国手机市场的每月新增销量规模从 2016 年 12 月开始逐步调整进入平台期，华为和荣耀手机市场份额的扩张实质上是修复源自于前期美国制裁产生的冲击。和手机一样，笔记本电脑也进入了存量时代，换新机需求不足。



图 13：上海和北京计算机、通信和其他电子设备制造业的营收累计同比

数据来源：Wind，北大汇丰智库。



图 14：华为和荣耀手机出货量增速以及全国笔记本电脑销量增速

注：由于 2020 年 11 月荣耀从华为独立出去，2020 年以前华为和荣耀的手机销量就是华为的手机销量，2021 年以后则是华为加上荣耀的手机销量。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

新一轮以旧换新政策的效果存疑。近几年，深圳发放了大量的消费券以及开展了多轮以旧换新活动，居民消费电子的换新需求基本上已经被透支了。所以，今年全国范围内推广的以旧换新对深圳终端消费电子的刺激效果可能有限，除非政府能够出台更大规模的补贴政策。

3. 线上购物：下游零售增速近五年首次转负，国内电商市场可能已经趋于饱和

从上游软件设备来看，广东软件收入增速高位回落，短期内面临终端应用场景开拓乏力的压力。如图 15 所示，2024 年 1-2 月，广东软件产业收入 2266.6 亿元，同比增长 13.2%，较 2023 年 1-11 月的 19.5% 明显回落。虽然 AI 的发展势必会带来软件行业的革新，但是，现阶段软件行业的下游网络消费需求不足，主要是居民收入增长放缓，线下市场对线上市场有明显的替代效果，国内电商增量市场增长乏力，导致电商软件的新增需求疲软。



图 15: 广东软件产业收入累计同比

数据来源: Wind, 北大汇丰智库。

从下游零售来看，深圳网络商品零售增速大幅回落，是近五年来增速首次转负，或许意味着国内的电商市场已经趋于饱和。如图 16 所示，据测算，2024 年 1-2 月，深圳网络商品零售增速为-14.0%，较 2023 年全年减少 24.4 个百分点。根据深圳统计局的官方数据显示，深圳限额以上网络零售增速还是正增长，深圳限额以下网络零售增速应该出现了大幅度的下降，可能与市内居民线下购物增加有关。2024 年 1-2 月，深圳限额以上单位通过互联网实现的商品零售额增长 8.6%，较 2023 年全年减少 18.5 个百分点。另外，国内的电商市场或许已经趋于饱和。一方面，对于大额消费，居民还是倾向于在实体门店购买，比如购买一些高奢品牌的产品；另一方面，网络购物相较于实体门店购物的体验感还是要差一些，而且网络购物有时涉及到退换的问题，流程繁琐，也会影响购物体验。



图 16: 深圳网络商品零售增速

注: 深圳网络商品零售使用全国网络商品零售占全国商品零售的比例进行估算。这里的网络商品零售包括限额以上和限额以下。

数据来源: Wind, 北大汇丰智库。

四、新旧产业趋势比较：旧动能因子改善好于新动能因子

报告使用动态因子模型对前文提到的深圳的主要传统产业和新兴产业的两组相关变量分别提取了两个公共因子，旧动能因子代表深圳传统产业走势情况，新动能因子代表深圳新兴产业走势情况，可以直观展现深圳新旧产业的走势情况。

如图 17 所示，根据北大汇丰智库产业动能因子模型的结果显示，今年 1 月和 2 月，深圳新旧动能因子呈现不同程度的回升，旧动能因子改善幅度明显好于新动能，主要是出口的拉动。2024 年 1 月和 2 月，深圳旧动能因子分别为 0.25 和 1.0，高于 2023 年 12 月的 0.12；深圳新动能因子分别为 0.20 和 0.28，高于 2023 年 12 月的 0.08。深圳经济持续好转，今年一季度经济顺利实现“开门红”。

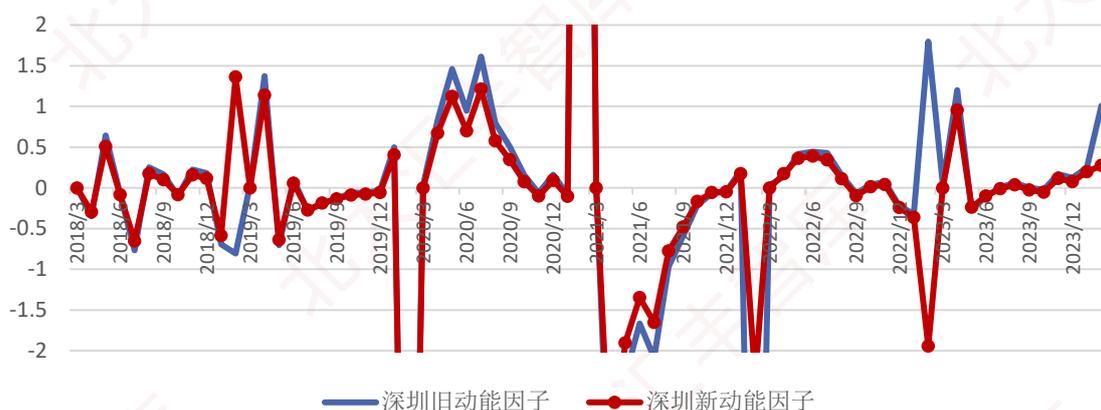


图 17：深圳新旧动能因子的走势

注：具体的计算方式是对新经济和旧经济的两组相关变量分别使用动态因子模型提取新动能因子和旧动能因子，下同。由于部分数值太大或者太小影响图形显示，对纵轴数值进行了限制。数据来源：Wind，北大汇丰智库。

如图 18 所示，对比上海和北京，今年 1 月和 2 月，上海和北京旧动能因子均出现了明显改善；北京的新动能因子较为强劲，应该与 AI 产业投资大幅增加有关；但上海的新动能因子回落，可能与芯片行业调整和特斯拉销量走弱有关。今年 1 月和 2 月，上海旧动能因子分别为 0.8 和 13.2，高于 2023 年 12 月的-1.3；上海新动能因子分别为-0.3 和-6.2，2023 年 12 月为-2.6。今年 1 月和 2 月，北京旧动能因子分别为-0.3 和-6.2，2023 年 12 月为-2.6。今年 1 月和 2 月，北京旧动能因子分别为 0.2 和 3.4，2023 年 12 月为 0.3；北京新动能因子分别为-0.10 和 2.1，高于 2023 年 12 月的-0.15。由于库存高企、市场需求低迷以及同业竞争加剧，2023 年，

中芯国际净利润下降 60.25%。2024 年 2 月，上海计算机、通信和其他电子设备制造业营业收入累计增速为-12.7%，自 2023 年 2 月以来持续负增长。2024 年一季度，特斯拉全球共交付 38.68 万辆汽车，同比下滑 8.5%，环比较去年四季度下滑 20.2%；4 月 15 日，马斯特宣布将裁减超过 10% 的全球员工。

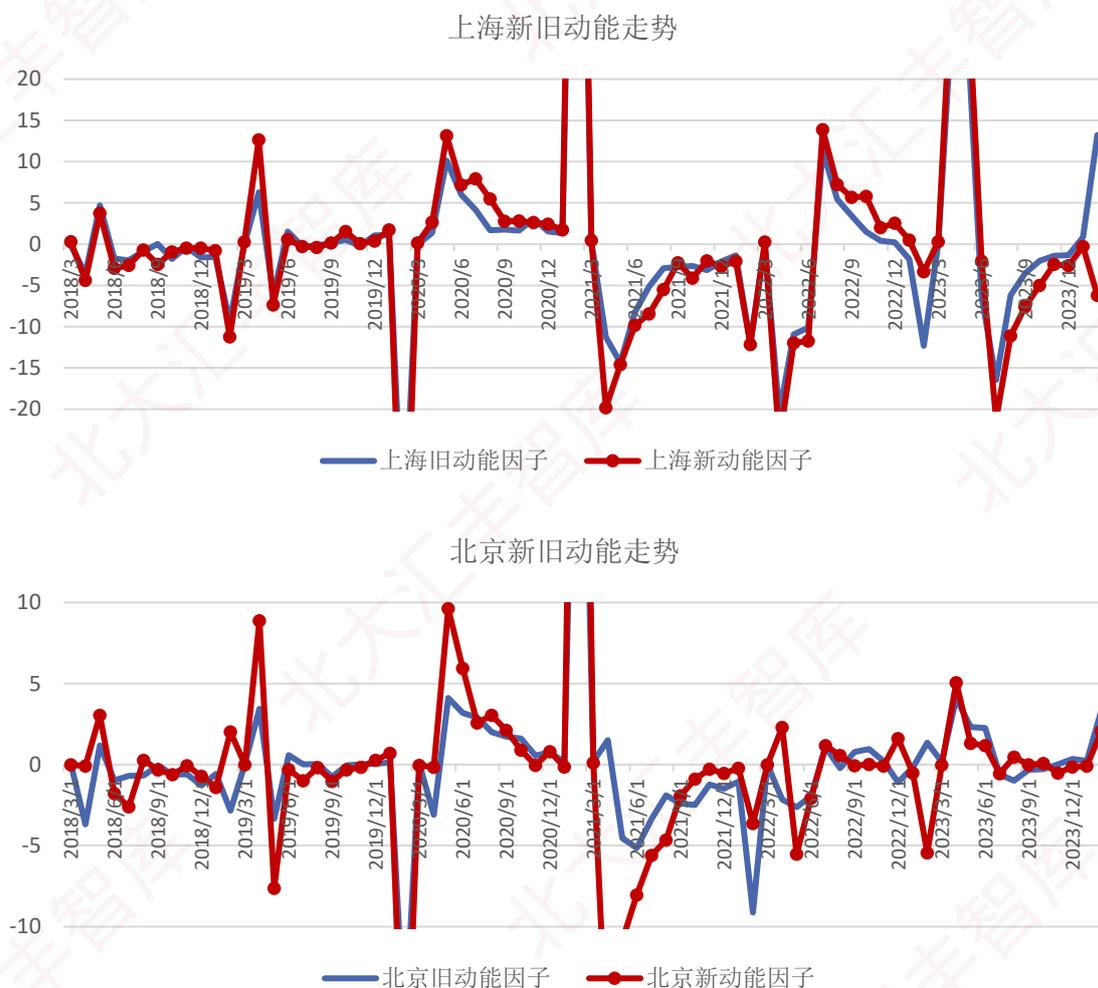


图 18：上海和北京新旧动能因子的走势

注：由于部分数值太大或者太小影响图形显示，对纵轴数据进行了限制。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

传统产业依然是经济发展的重要支撑力量，新兴产业的发展仍需久久为功。现阶段，一线核心城市依然处于新旧动能转换的关键时期，新兴产业不具备取代传统产业的实力。在坚持先立后破的基础上，除了加大对新兴产业的投资外，还需注重市场规律，培育下游需求，否则，新兴产业很容易供过于求。

五、出口：美欧市场需求回暖是主要拉动力

今年前两月，深圳出口高速增长。2024年1-2月，深圳出口4414.4亿元，同比增长53.1%，增速高于2023年全年的12.5%。

由于深圳海关未公开深圳HS编码商品详细的贸易数据，报告使用广东数据进行调整得到，具体的数据可能会与真实情况有出入，但考虑到深圳占广东出口份额的近一半，深圳和广东在出口结构方面的基本趋势应该是一致的。

从主要出口商品来看，所有商品出口增速全面反弹，房地产相关、上游原材料商品出口增速高于平均增速。如图19所示，按人民币计，2024年1-2月，深圳的农产品、上游原材料、医疗物资、房地产相关、机电产品、其他劳动密集型产品出口增速分别为36.4%、62.2%、49.7%、137.2%、43.3%、54.2%，较去年12月分别增加31.0、54.0、39.5、118.4、43.0、59.8个百分点；占深圳出口的比例分别为0.9%、9.5%、2.8%、7.5%、7.6%，合计94.2%。

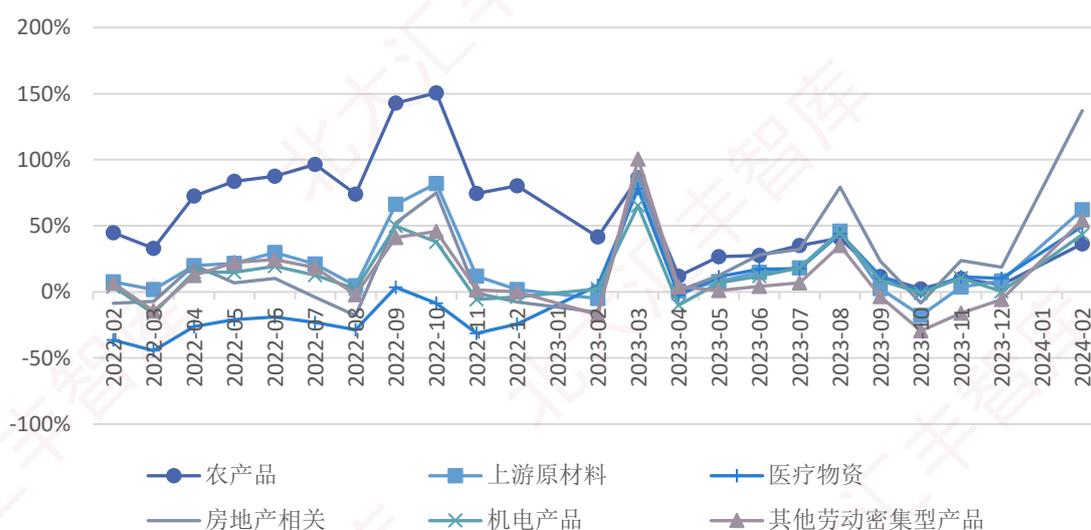


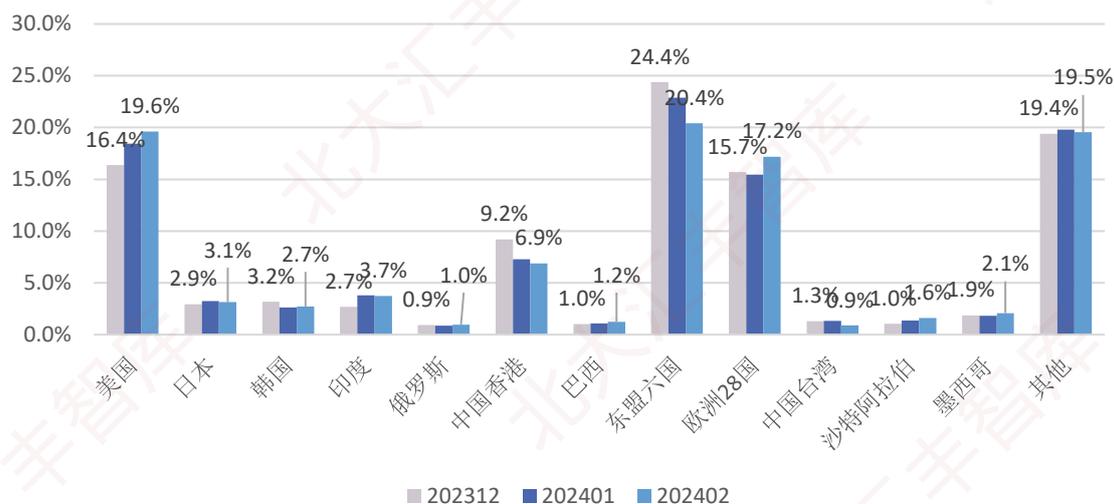
图 19：深圳不同类型商品出口当月同比（1-2月除外，按人民币计）

注：根据海关hs编码对出口商品进行分类，hs编码共有22类、99章。农产品包括第1至4类，主要是生鲜食物、油、酒水饮料、农副产品等；上游原材料包括第5至7类、第9类、第10类、第13类、第15类（去掉第72章和第73章），主要是非金属、贱金属、化工产品、塑料、橡胶、木材、纸、玻璃、石膏等；医疗物资包括第63章、第18类，主要有口罩、医疗器械等；房地产包括第72章、第73章、第94章，主要有钢铁、家具等；机电产品包括第16类、第17类，主要有电机、机器、交运设备等；其他劳动密集型产品包括第8类、第11类（去掉第63章）、第12类、第20类（去掉第94章），主要有服装、鞋、包、伞、帽、纺织品、玩具等；下同。深圳不同类型商品出口增速是将广东相应商品出口金额进行系数调整得到。

数据来源：广东海关，北大汇丰智库。

如图 20 所示，从深圳不同商品对主要国家出口份额变化来看，主要有四个特点：**一**是对美欧出口好转主要集中在上游原材料、机电产品、其他劳动密集型产品，主要是这些行业正处于补库阶段。**二**是房地产相关产品出口较为景气主要是由印度、巴西、沙特、拉美、非洲等新兴市场推动，这些地区基建需求较为旺盛。**三**是深圳对中国香港的转口贸易需求在下降。以机电产品为例，2024 年 2 月，深圳机电产品对中国香港的出口份额为 20.2%，创近十年的新低。随着美国对中国香港贸易优待政策的取消，中国香港转口贸易的地位不断下降。**四**是上游原材料、房地产相关、机电产品、其他劳动密集型产品对东盟的出口份额出现不同程度的下降。2024 年 2 月，深圳的上游原材料、房地产相关、机电产品、其他劳动密集型产品对东盟的出口份额分别为 20.4%、17.8%、17.9%、18.6%，分别较 2023 年 12 月减少 4.0、0.6、1.4、8.0 个百分点。

深圳上游原材料主要出口国家份额变化



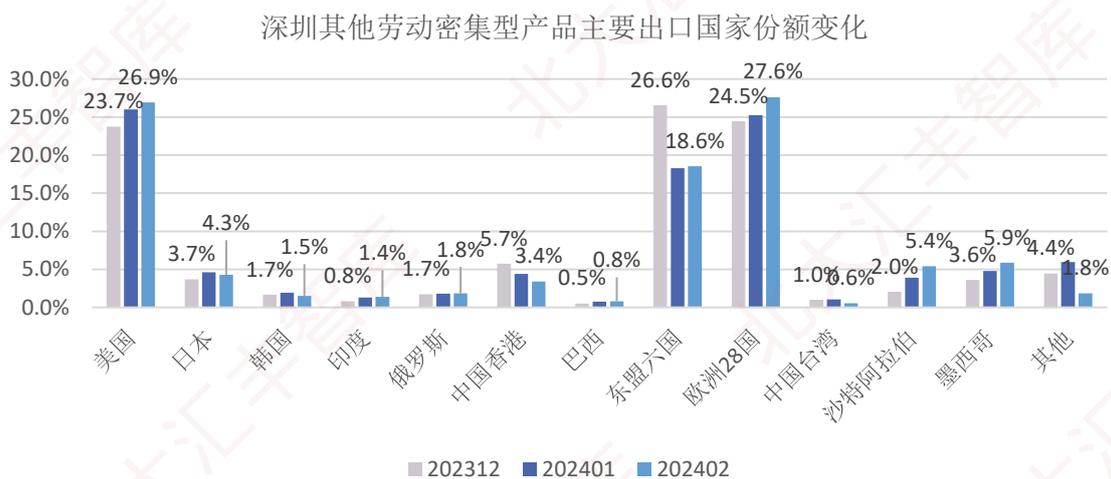
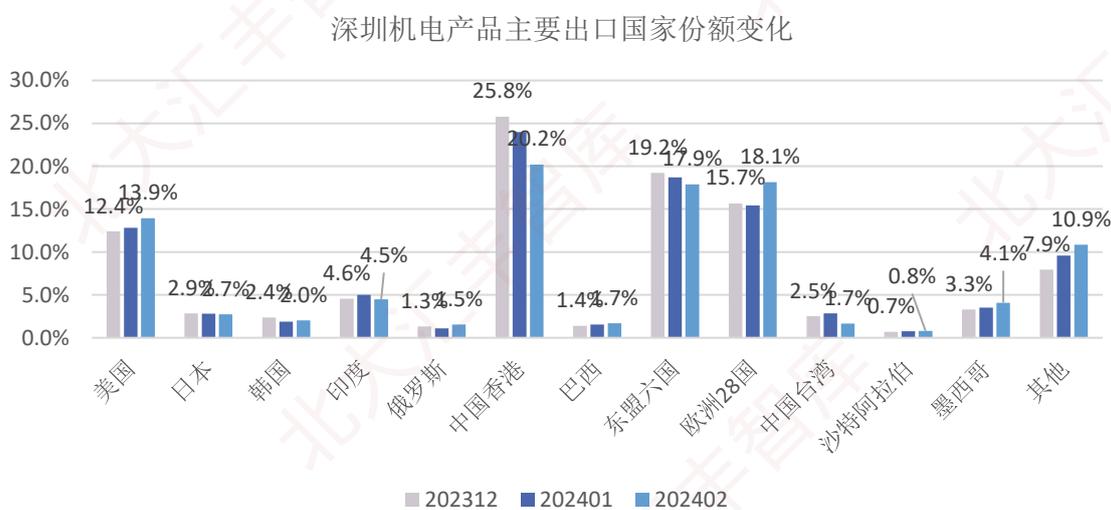
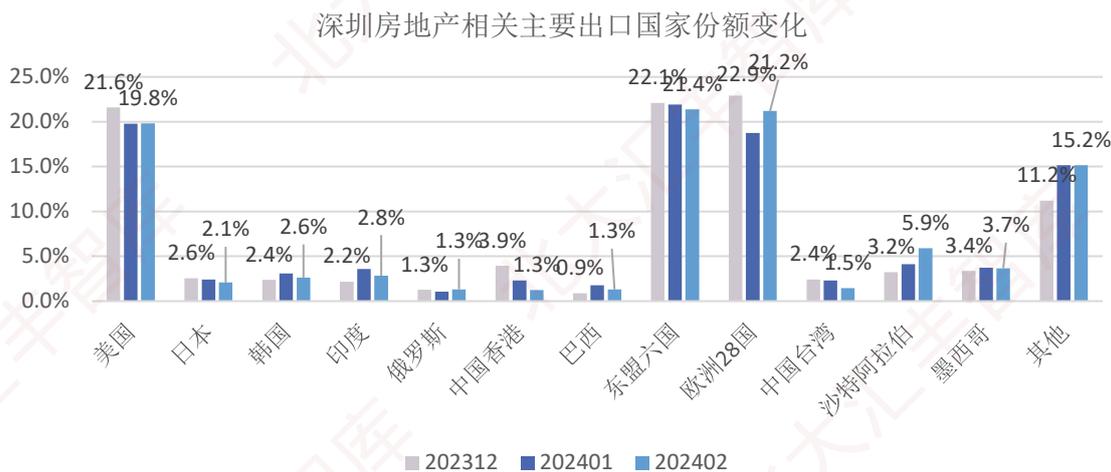


图 20：深圳不同商品对主要国家出口份额变化

注：东盟六国包括印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国、越南，下同。欧洲 28 国指的是现有的欧盟 27 个成员国加上英国，下同。深圳不同类型商品主要出口国家份额是将广东相应商品主要出口国家份额进行系数调整得到。

数据来源：广东海关，北大汇丰智库。

深圳不同商品对东盟六国出口份额趋于稳定，或许意味着东盟六国可以承接深圳的产业转移能力趋于饱和。如图 21 所示，深圳资源密集型和劳动密集型产品对东盟六国的出口份额基本从去年开始陆续见顶后趋于稳定，资本和技术密集型的机电产品对东盟六国的出口份额早自 2020 年开始就已经趋于稳定。一方面，东盟六国在成本低廉方面的优势已经不是那么明显。以劳动力最便宜的越南为例，数据显示，2024 年 3 月，越南河内市中心的房价租金比已经达到 28.5；2022 年，越南胡志明市中心土拍市场出现地王，每平米折合人民币 68 万，相当于同期中国香港均价的两倍；2023 年，越南生育率为 1.96，越南也开始出现人口老龄化的问题。另一方面，东盟六国在工业生产方面各有各的短板。比如，印尼是个岛国，运输成本高；越南经常发生电力短缺，即便是首都河内也是一样；马来西亚和缅甸人民多信仰宗教，对工作热情不高；菲律宾处于台风多发地带，因天气问题经常全民放假；新加坡是发达国家，不适合发展低端制造业。

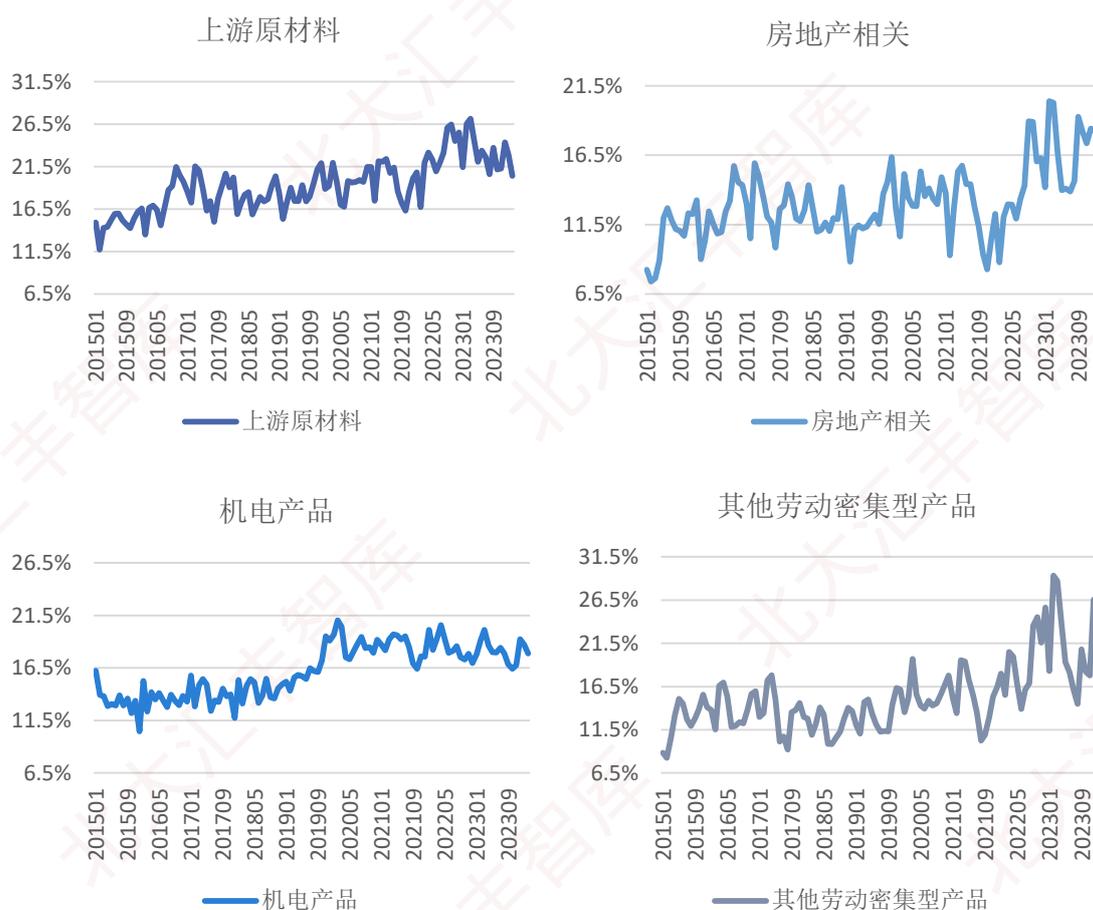


图 21：深圳不同商品对东盟六国出口份额变化
数据来源：广东海关，北大汇丰智库。

六、问题与建议

1. 房屋销售不振，应进一步放松对非深户刚需和改善置换的限购

深圳的商品房销售持续低迷，二手房销售也开始走弱，现有的房地产调控政策放松力度可能还是不够。根据今年 2 月 7 日发布的《深圳市住房和建设局关于优化住房限购政策的通知》，深户居民家庭限购 2 套，深户单身人士（含离异）限购 1 套；非深户社保满三年限购 1 套。深圳现有的房地产政策基本上还是以满足深户刚需和改善置换购房需求为主，对于提振购房的效果有限，政府应进一步放松非深户刚需和改善置换购房的限制。

2. 新经济的终端消费不足，助力企业出海迫在眉睫

新能源汽车、消费电子、线上购物的下游零售走弱，意味着其增长最快的阶段已经过去，要进一步挖掘国内新用户的难度越来越大，叠加近几年大量投资流向制造业，未来将积累更多库存，政府应加大支持企业出海力度，通过开拓新的市场帮助企业消化现有产能。建议政府鼓励企业通过合资的方式入股海外已经具有销售网络的品牌，完善企业出海相关的法律配套服务和咨询，搭建企业出海的政商平台，积极举办全球大型商贸展会。

3. 东盟产业承载力趋于饱和，需推动更多自由贸易试点政策落地

由于东盟与中国地理位置最近，所以深圳企业产业转移的境外首选在东盟地区，但目前，深圳对东盟六国的出口份额已经趋于稳定，东盟接受深圳产业转移的承载力基本饱和。事实上，近期，很多深圳的企业正在加大对墨西哥、巴西、中东、拉美等其他新兴市场的投资，企业端可能已经在进行战略调整。市级政府可以积极向中央争取政策，推动深圳与更多国家或地区进行自由贸易试点，便利本地企业的全球化生产、投资、贸易、交流等行为。



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。北大汇丰智库主任为北京大学汇丰商学院创院院长海闻教授，智库副主任为王鹏飞、巴曙松、任颀、魏炜、林双林。