

外需对深圳传统产业支撑较强

从总体库存周期的角度看，今年 4 月和 5 月，深圳工业进入主动补库尾声，营收增速正在筑顶，深圳工业仍然处于较为景气的状态。

从细分行业的角度看，今年 4 月和 5 月，深圳的产业发展主要有三条主线：一是传统产业的中上游行业走势分化。有外需支撑的中上游行业仍处于历史较高景气水平，但以内需主导的中上游行业营收增速降至 50%历史分位数以下，内需不足对经济影响加深。二是新房销售低迷，对消费的冲击以及限制信用扩张的影响正在持续。三是终端新增需求偏弱拖累新兴产业中上游行业景气度。新能源汽车中上游制造营收增速持续走弱，电子设备制造营收增速结束上行进入平台期。

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 4 月和 5 月，深圳新旧动能因子先降后升，旧动能因子略强于新动能因子，主要是外需对传统产业支撑较强。北京和上海新旧动能因子也是先降后升，深圳、北京、上海三大一线城市经济表现平淡，内需低迷对经济的拖累更加明显。

从出口来看，深圳对美欧的出口仍保持景气，主要集中在上游原材料、机电产品和其他劳动密集型产品，跨境电商带货能力强劲。深圳对东盟六国的其他劳动密集型产品出口占比下降，但对其房地产相关产品出口占比上升，东盟的成本优势正在下降，深圳对墨西哥、巴西等部分新兴市场的出口增长较快。

目前，深圳存在房地产对经济拖累加剧、海外不确定性较多、新兴产业终端需求较弱等问题，建议市政府加大对跨境电商的扶持力度巩固既有优势、鼓励企业采用合作方式开拓海外市场、进一步激发市场活力鼓励高新技术场景应用开拓。

北大汇丰智库经济组（撰稿人：邹欣）

成稿时间：2024 年 7 月 23 日 | 总第 102 期 | 2024-2025 学年第 4 期

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

一、总体库存周期：主动补库进入尾声

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需求（即营收增速）变化直接正相关。

主动补库进入尾声，预计四季度需求将会回落。如图 1 所示，2024 年 5 月，深圳工业企业营业收入累计增速为 11.6%，自今年 2 月开始有见顶趋稳迹象。考虑到本轮需求的好转从 2023 年 10 月开始已经持续至少 7 个月（截至 2024 年 5 月），根据历史周期规律，四季度深圳的工业企业营收增速将会回落，主要是外需走弱。

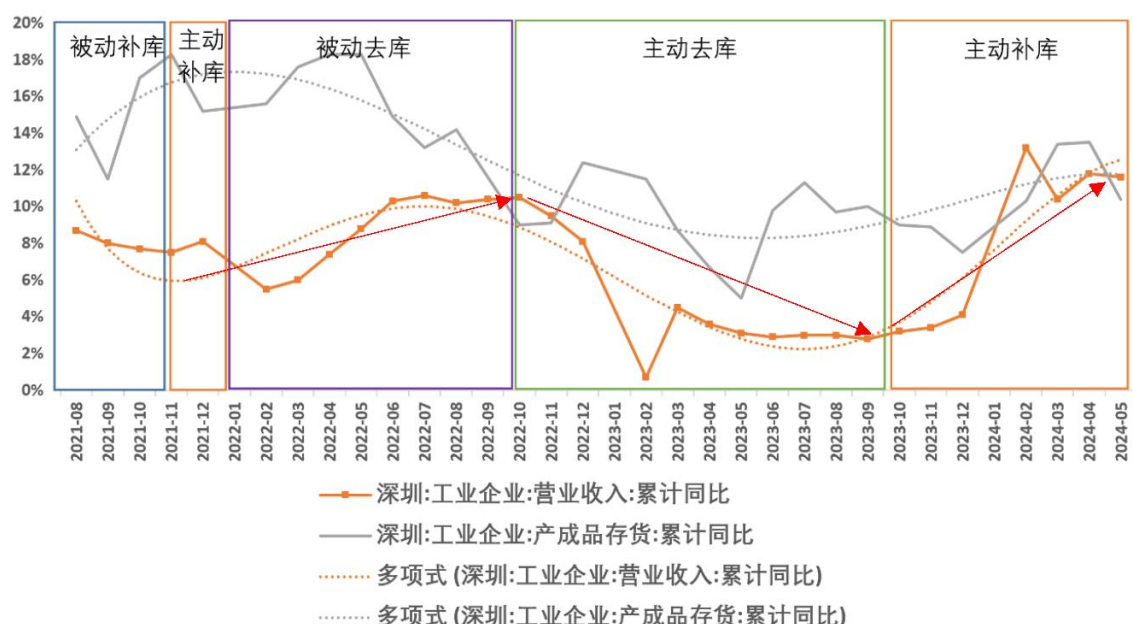


图 1：深圳工业企业产成品存货和营业收入累计同比

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。多项式指的是指标的趋势。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

深圳的产成品存货增速已经处于历史较高水平，预计下半年将会回调但仍处于历史中间水平。2024 年 5 月，深圳工业企业产成品存货累计增速为 10.4%，处于历史 60%的百分位水平（见图 2）。一般来说，PPI 是存货的领先指标，大约领先 3-6 个月。从图 3 中可以看到，今年初存货增速的回升早于 PPI 触底回升的时间点，企业在价格没有触底好转时，采取薄利多销价格战方式保营收，这意味着需求（订

单) 成为存货增速的领先信号, 在外需保持景气、不会立即大幅调整的条件下, 深圳的产成品存货增速下半年即便回调、但料还将处于历史中间水平 (40%~60%历史百分位)。

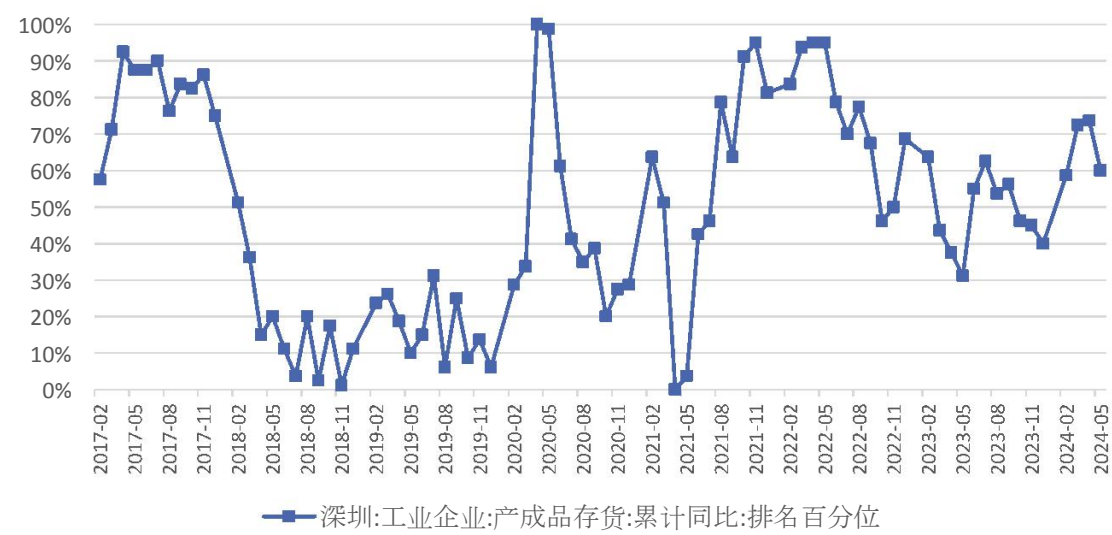


图 2：深圳工业企业产成品存货累计同比所处历史百分位
注：数据从 2017 年 2 月开始公布。历史百分位由低到高排序，下同。
数据来源：Wind，北大汇丰智库。

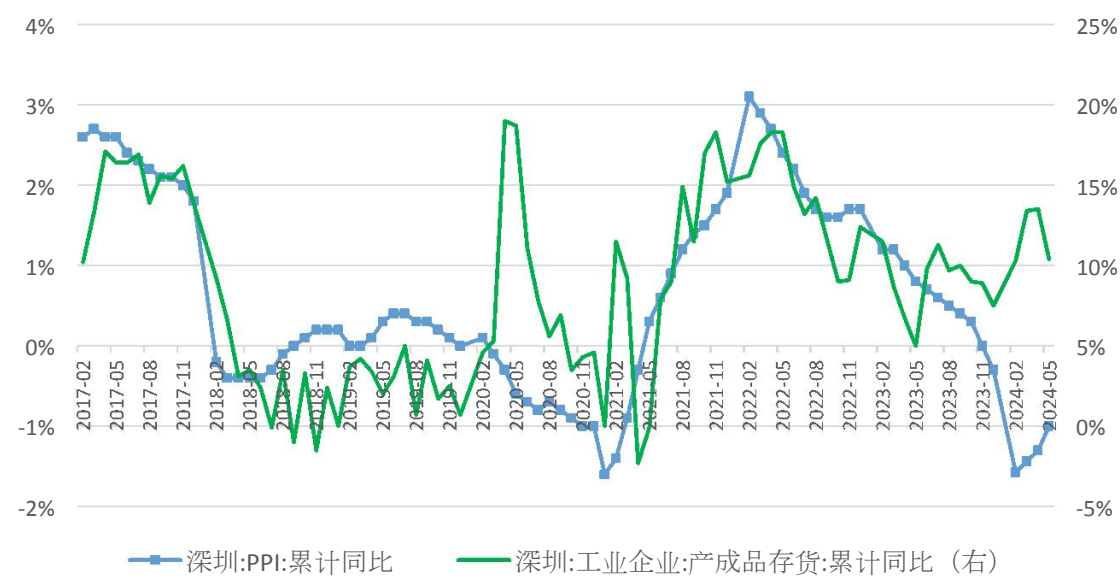


图 3：深圳 PPI 和工业企业产成品存货累计同比
数据来源：Wind，北大汇丰智库。

整体来看，4 月和 5 月，深圳工业仍然处于较为景气的状态，但内需主导的中上游制造营收增速明显走弱，内需不足对经济的拖累更加严重，出口仍是经济增长的重要动力。一方面，放松限购和限贷没有明显提振新房销售，房地产对需求的冲

击还在持续。另一方面，跨境电商的发展对劳动密集型产品、消费电子等传统产业具有明显的带动作用。

二、传统产业发展现状：有外需支撑的中上游制造景气度较强

1. 房地产：中上游好于下游，但中上游制造营收增速回落

从中上游生产商来看，中上游相关行业营收增速有所回落，但仍处于历史偏高百分位，主要是外需支撑。如表 1 所示，深圳的黑色金属冶炼及压延加工业、金属制品业、家具制造业均处于主动去库阶段。2024 年 5 月，深圳的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累计同比分别为 1.8%、9.0%、11.5%，较 3 月分别减少 1.5、0.9、3.0 个百分点。

表 1：深圳房地产中上游制造业所处库存周期阶段

	4 月和 5 月库存周期阶段	指标 202405	202402	202403	202404	202405 处于 历史百分位
黑色金属冶炼及压延加工业	主动去库	营业收入累计同比 ↓ 55.0%	9.9%	3.3%	2.3%	1.8%
金属制品业	主动去库	产成品存货累计同比 ↓ 60.8%	9.8%	7.1%	6.0%	3.8%
		营业收入累计同比 ↓ 52.1%	15.8%	9.9%	10.5%	9.0%
		产成品存货累计同比 ↓ 18.8%	8.6%	5.6%	5.9%	4.3%
家具制造业	主动去库	营业收入累计同比 ↓ 82.6%	22.7%	14.5%	13.5%	11.5%
		产成品存货累计同比 ↓ 81.1%	12.3%	7.4%	7.2%	4.3%

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。黑色金属冶炼及压延加工业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。4 月和 5 月的库存周期的判断可能和实际情况有出入，主要是时间太短，只做参考，下同。
数据来源：Wind，北大汇丰智库。

从下游零售商来看，深圳一手房销售依然惨淡，政策利好和降价销售导致二手房成交景气，且二手房以小户型成交更多。如图 4 所示，今年二季度，深圳一手房成交面积 88.2 万平方米，同比为-28.7%，好于一季度的-47.7%，深圳新房销售有所好转，但仍处于深度负值区间；深圳二手房成交面积 142.6 万平方米，同比增长 35.2%，好于一季度的 18.8%。

二季度，深圳进一步放松房地产调控政策。一是放松限购。根据 5 月 6 日发布的《深圳市住房和建设局关于进一步优化房地产政策的通知》，将部分地区非户籍

人士社保个税年限由 3 年缩短为 1 年，放松多子女本地家庭购买房产数量限制，放松企事业单位在部分地区购房限制，支持住房“收旧换新”和“以旧换新”便利二手房交易。二是放松限贷。5 月 29 日，深圳宣布降低首付比例，首套首付由 3 成降为 2 成，二套首付由 4 成降为 3 成；下调新增商业住房贷款利率，首套房贷利率降为 LPR-45BP，二套利率降为 LPR-5BP。

政策利好和降价销售支撑二手房市场景气，购房者偏好总价低的小户型。深圳的新房供应主要在关外（盐田区、宝安区（不含新安街道、西乡街道）、龙岗区、龙华区、坪山区、光明区、大鹏新区），虽然深圳放松了关外限购且关外新房价格普遍低于关内，但新房销量不佳，主要是关外位置太偏。相反，放松限贷有利于促进二手房交易，从数据来看，二手房成交套数增速高于成交面积增速，小户型二手房更受偏爱，主要是二手房位置较好、小户型降价后总价更低。2024 年二季度，深圳二手房成交面积和成交套数增速分别为 35.2%和 48.2%。2024 年 6 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 5.98 万元/平方米和 831，较 3 月分别下降 1.5%和 3.8%。

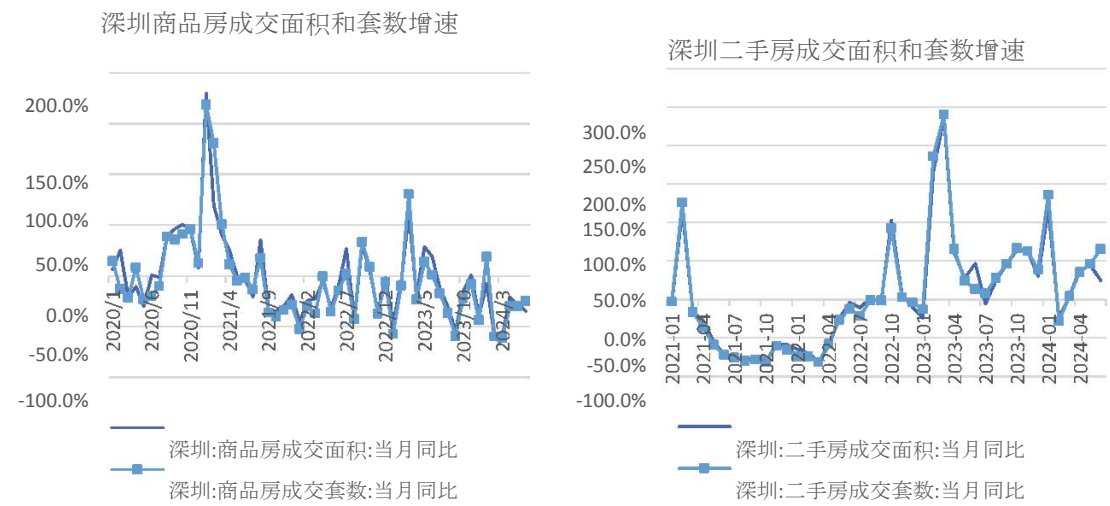


图 4：深圳商品房（一手房）和二手房销售情况
数据来源：Wind，北大汇丰智库。

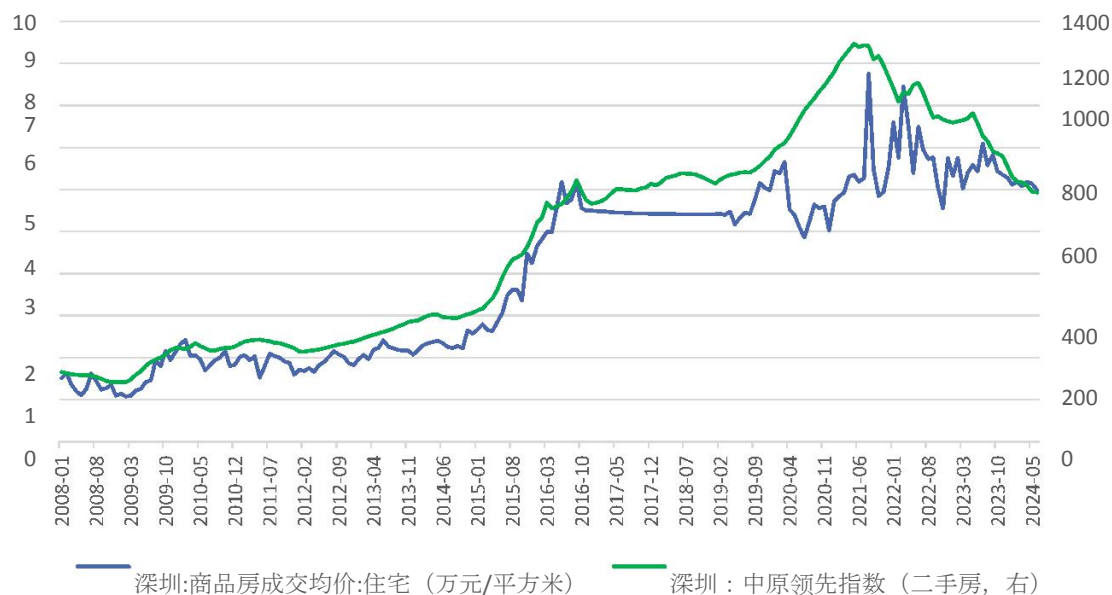


图 5：深圳商品房（一手房）和二手房价格走势
数据来源：Wind，北大汇丰智库。

北京和上海新房销售也是低迷（见图 6），主要是新房价格较为平稳、没有出现大幅回调。今年二季度，北京商品房成交面积同比为-31.0%，一季度为 14.3%；上海商品房成交面积同比为-22.6%，一季度为-38.7%。2024 年 6 月，北京商品房成交均价为 5.5 万元/平方米，仅回调到 2022 年初的水平；上海商品房成交均价为 5.1 万/平方米，处于历史高位。

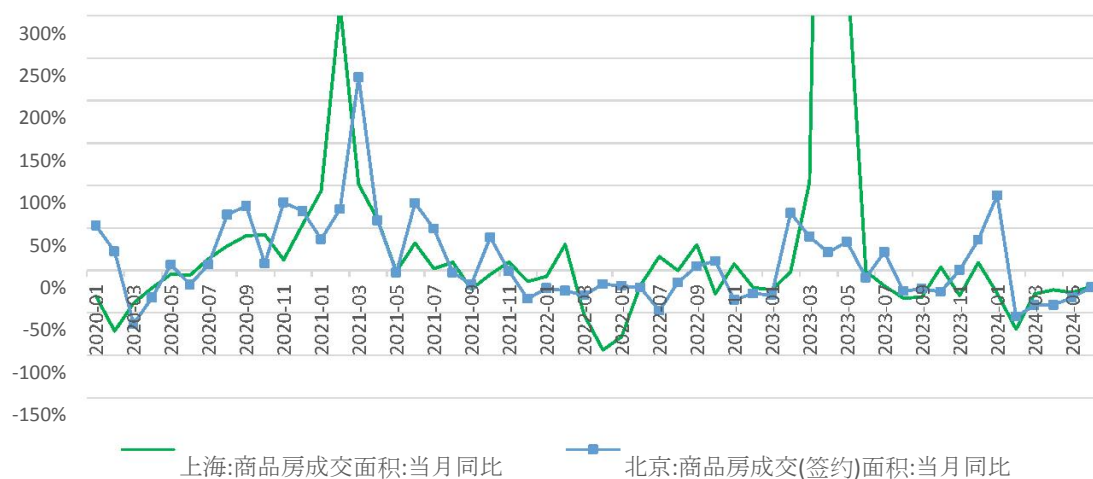


图 6：北京和上海商品房成交面积当月同比
注：考虑到图形显示问题，对纵坐标的数值进行了限制。
数据来源：Wind，北大汇丰智库。

2. 劳动力密集型行业：内需相关的制造和零售偏弱，外需相关的制造景气度仍然较强

从中上游生产商来看，由内需主导的食品和酒水制造营收增速偏弱，有外需支撑的纺织、服装、鞋包、化工制造营收增速较好。如表 2 所示，食品制造、农副食品加工、酒水制造、纺织、纺织服装处于主动去库阶段，鞋包、化工制造处于被动去库阶段。食品制造、农副食品加工、酒水制造营收增速处于 50%以下历史百分位，说明其需求偏弱，这些行业主要受内需不足影响。纺织、纺织服装、鞋包、化工营收增速处于 50%以上历史百分位，主要是外需仍然较为景气。

化工制造营收增速回升，但纺织、纺织服装营收增速下降，说明劳动密集型行业下游加工、组装产线正在外迁，深圳本地以上游原材料供货为主。由于成本上升，劳动密集型行业向外转移是自然现象，但关键原材料仍然由本地供应。

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

	4 月和 5 月库 存周期阶段	指标 202405	202402	202403	202404	202405 处于历 史百分位	
食品制造业	主动去库	营业收入累计同比↓ 47.8%	13.3%	14.8%	14.0%	11.4%	
农副食品加工 业	主动去库	产成品存货累计同比↓ 40.5%	8.4%	6.9%	6.7%	4.2%	
		营业收入累计同比↓ 14.4%	3.4%	2.4%	2.5%	1.0%	
酒、饮料和精 制茶制造业	主动去库	产成品存货累计同比↓ 17.3%	3.4%	3.8%	3.4%	0.8%	
		营业收入累计同比↓ 33.3%	15.1%	13.6%	12.8%	10.7%	
纺织业	主动去库	产成品存货累计同比↓ 50.7%	9.2%	7.0%	6.6%	4.5%	
		营业收入累计同比↓ 53.6%	19.8%	13.8%	11.1%	10.1%	
纺织服装、服 饰业	主动去库	产成品存货累计同比↓ 36.2%	7.7%	5.4%	6.0%	4.0%	
		营业收入累计同比↓ 79.7%	15.1%	7.8%	7.3%	5.9%	
皮革、毛皮、 羽毛及其制品 和制鞋业 化学原料及化 学制品制造业	被动去库	营业收入累计同比↑	14.0%	10.4%	13.2%	12.0%	81.1%
		产成品存货累计同比↓ 72.4%	5.6%	3.5%	4.5%	3.3%	
	被动去库	营业收入累计同比↑ 82.6%	8.9%	8.6%	11.2%	10.7%	
		产成品存货累计同比↓ 44.9%	11.2%	10.1%	11.0%	9.3%	

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。

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长放缓，餐饮消费增速有触底趋稳迹象，今年“清明”和“五一”假期深圳雨水较多，影响居民外出消费。如图 7 所示，

2024 年 5 月，深圳线下商品零售总额、餐饮零售总额累计同比分别为 6.8%、0.8%，较 3 月减少 5.2、1.6 个百分点。由于今年二季度深圳雨水较多，导致居民出行不便，影响线下消费，但线下商品消费增速并不算弱，未来线下商品消费增速是否还会进一步下行有待观察。



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：电力营收增速放缓，运输设备制造和货运较为景气

从中上游生产商来看，有外需支撑的运输设备制造营收增速处于历史偏高百分位，以内需为主的电力营收增速处于历史偏低百分位，燃料加工营收增速由于受到国际油价影响仍处于历史偏高百分位。如表 3 所示，运输设备制造、电力热力生产和供应、燃料加工均处于主动去库阶段。2024 年 5 月，运输设备制造业、电力热力生产和供应业、燃料加工业的营收累计增速分别为 16.7%、10.2%、5.8%，较 3 月分别减少 0.4、2.3、1.1 个百分点。

今年以来，船舶出口增速一直处于高位，对运输设备制造营收增速有较强支撑。2024 年 1-5 月，船舶出口增速为 85.2%，大幅高于 2023 年全年 28.6%的增速。电力、燃料加工营收增速放缓主要是深圳二季度雨水较多，气温凉爽，用电需求下降。考虑到今年夏季天气炎热，三季度用电需求有望回升。

表 3：深圳传统基建行业中上游制造业所处库存周期阶段

	4 月和 5 月库存周期阶段	指标 202405	202402	202403	202404	202405 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	主动去库	营业收入累计同比↓	23.4%	17.1%	17.3%	16.7% 63.7%
		产成品存货累计同比↓	12.2%	10.5%	11.6%	9.7%
电力、热力的生产和供应业	主动去库	营业收入累计同比↓	15.0%	12.5%	12.5%	10.2%
		产成品存货累计同比↓	8.9%	7.3%	7.2%	4.7%
石油、煤炭及其他燃料加工业	主动去库	营业收入累计同比↓	8.3%	6.9%	6.8%	5.8%
		产成品存货累计同比↓	9.2%	8.3%	7.3%	4.2%

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，货运好于飞机客运，说明出口景气。由于天气影响，二季度深圳机场的旅客吞吐量和飞机起降班次明显低于一季度。今年二季度，深圳机场旅客吞吐量为 1380.6 万人，同比增长 6.9%，低于一季度的 36.0%；深圳机场飞机起降班次为 9.7 万架次，同比持平，低于一季度的 12.7%。2024 年 1-5 月，深圳港口集装箱吞吐量为 1262.8 万箱，同比增长 15.8%，处于历史较高水平。深圳港口集装箱吞吐量增速保持高增长，反映出深圳出口景气。

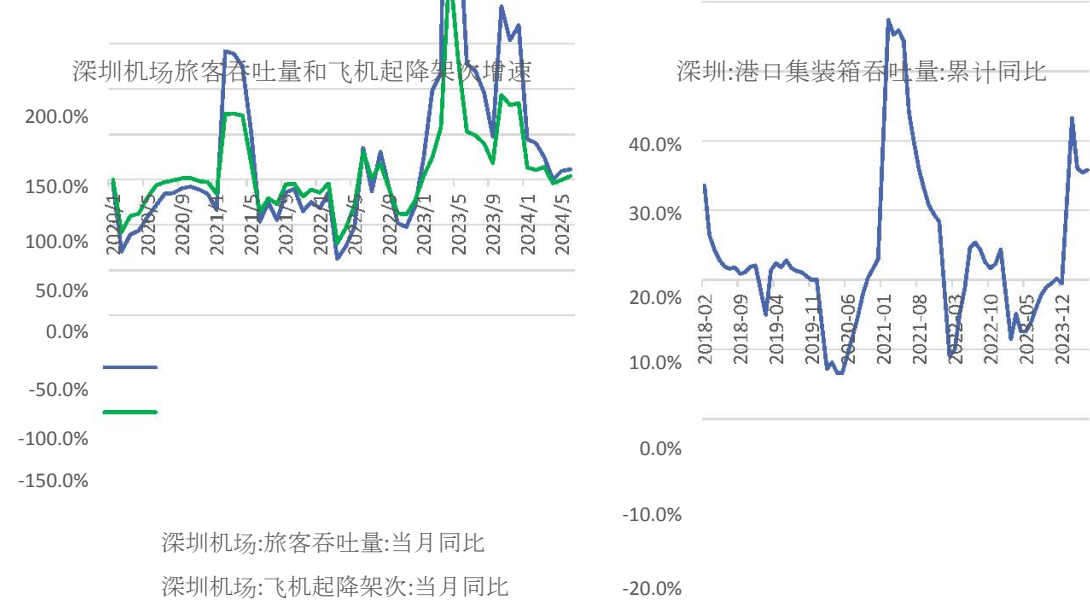


图 8：深圳机场和港口集装箱吞吐情况
注：考虑到图形显示问题，对纵坐标的数值进行了限制。
数据来源：Choice，Wind，北大汇丰智库。

