

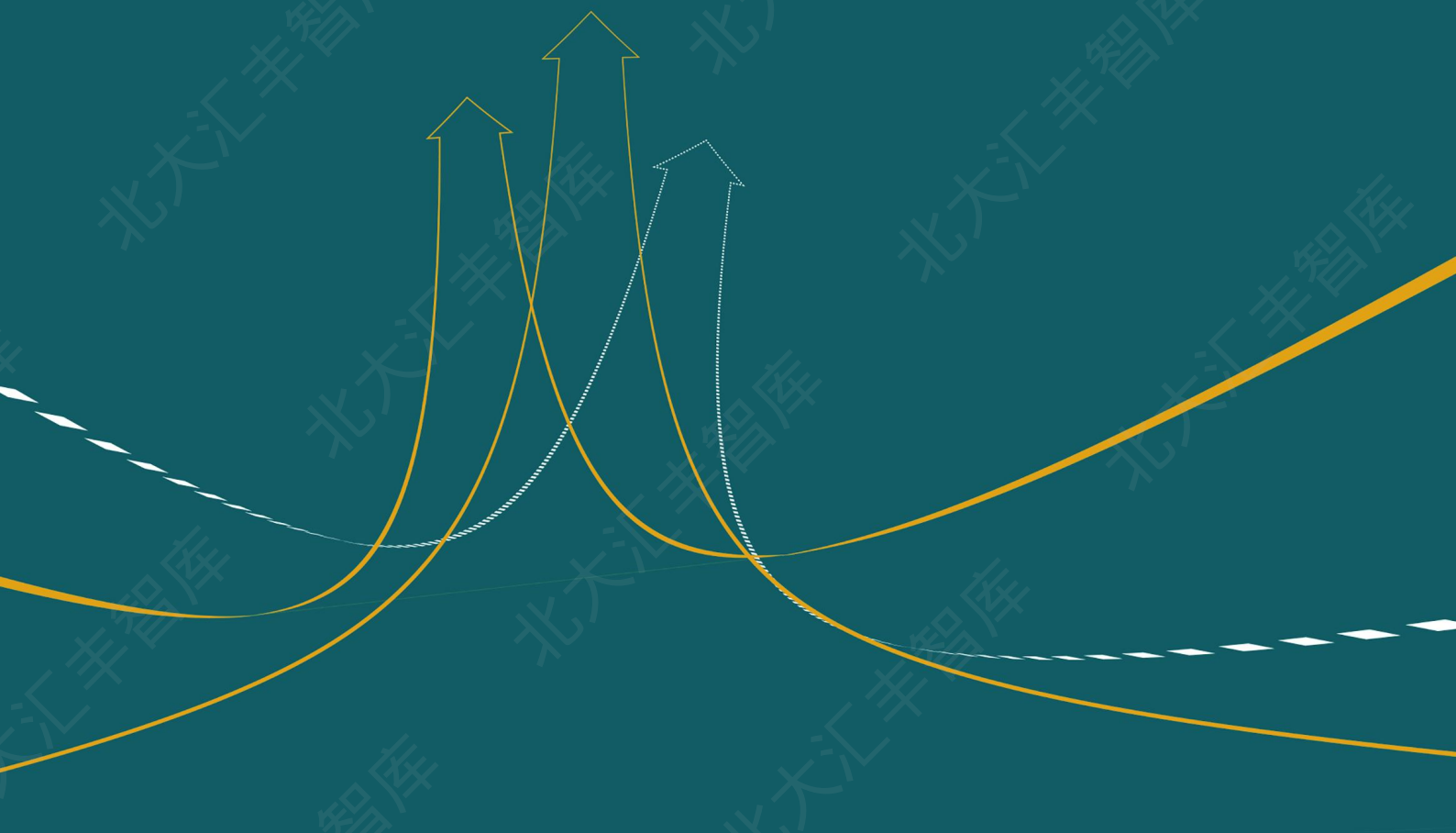
经济分析系列
Economic Analysis Series



PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

深圳经济分析报告

2024年第三季度



摘要

从总体库存周期来看，三季度深圳市工业企业进入主动去库阶段，营收增速回落，经济景气度下降。产成品存货增速降至历史低位，预计最快四季度见底。

从细分产业来看，下游零售普遍好于中上游制造。传统产业中，三季度，内需持续疲软对经济拖累加剧。内需相关的中上游制造业如黑色压延业、农副食品加工业营收增速承压，外需支撑行业如纺织服装、运输设备等较为景气。房市景气度回升，二手房好于一手房。但5月楼市放松调控政策提振效果有所减弱，9月深圳二手房与新房成交量环比转负。新兴产业方面，三季度，“以旧换新”政策显著推动新能源汽车与电子设备销售显著回升。电机和汽车制造营收增速回落至历史50百分位以下，电子设备制造业景气度较高。同时，软件业务营收进入平稳期，网络商品零售增速降幅有所收窄。

从新旧产业动能来看，根据北大汇丰智库产业动能因子模型，三季度，深圳新旧动能因子均走弱。旧动能因子主要受到房地产、金融和批发零售等传统行业的影响，表现较为疲弱；而新动能因子则相对较强，反映了深圳新兴产业如新一代电子信息 and 高端制造等较强的增长活力，好于传统产业。

从出口角度来看，三季度，全球制造业PMI低于荣枯线，外需走弱叠加恶劣天气影响，深圳市出口增速回落，较二季度景气度下降，但对美出口依旧保持景气。同时，因东盟转口贸易优势持续下降，深圳对东盟的房地产相关和机电产品出口占比均有不同程度下降。

目前，深圳市存在内需相关制造、零售偏弱、消费动力匮乏和房市景气度回升但政策效果减弱等问题。同时，外需放缓导致出口回落，而贸易保护主义抬头与关税壁垒的加剧导致未来出口不确定性提升。

北大汇丰智库经济组（撰稿人：郑素文）

成稿时间：2025年1月3日 | 总第118期 | 2023-2024学年第18期

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

Economic Slowdown and Domestic Demand Weakness as the Primary Drag on Growth

Abstract

In Q3, Shenzhen's industrial enterprises entered a de-inventory phase, with revenue growth slowing and economic sentiment declining. Finished goods inventory growth reached historic lows, with a recovery expected by Q4.

Sector-wise, downstream retail outperformed upstream manufacturing. In traditional industries, weak domestic demand continued to drag on growth, particularly in upstream sectors like black rolled products and agro-processing, while export-driven industries such as textiles and transportation equipment remained stable. The real estate market showed signs of recovery, with second-hand homes outperforming new ones. However, the impact of May's policy relaxation waned, and by September, both second-hand and new home sales declined month-on-month. In emerging industries, the "old-for-new" policy boosted sales of new energy vehicles and electronics. However, motor and automobile manufacturing saw revenue growth drop below historical averages, while electronics remained strong.

According to the PHBS Think Tank's industrial momentum model, both old and new momentum factors weakened in Q3. Traditional sectors like real estate, finance, and wholesale/retail performed poorly, while emerging sectors such as high-end manufacturing and electronics showed stronger growth.

On the export front, global manufacturing PMI fell below the threshold, and external demand weakened, leading to slower export growth in Shenzhen. However, exports to the U.S. remained strong. Exports to ASEAN, particularly in real estate and electromechanical products, declined due to reduced transshipment advantages.

Currently, Shenzhen faces challenges including weak domestic manufacturing and retail, sluggish consumer demand, and diminishing effects of real estate policies. Slower external demand, rising trade protectionism, and tariff barriers further increase the uncertainty for future exports.

一、总体库存周期：进入主动去库阶段，经济景气度下降

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。

需求是库存周期的核心驱动要素，库存拐点往往是在内需（以地产为主）或外需的带动下到来的。而企业感知市场需求变化的最直接来源是营业收入，一般来说，收入变化是驱动企业存货的变化的关键，存在指标层面的领先关系。因此，本报告以工业企业营收作为需求代理指标，旨在判断深圳市整体经济以及各新旧产业的景气程度。

从库存周期来看，三季度，深圳市从“主动补库”进入“主动去库”阶段，整体经济景气度下降。如图1所示，2024年8月和9月，深圳市工业企业营业收入累计增速分别为10.7%、10.4%，较6月分别减少0.5、0.8个百分点。从二季度到三季度，深圳工业企业营收增速呈现见顶回落的趋势，表明需求端持续萎缩。同时，深圳市工业企业库存进一步去化，因此可以判断，深圳目前已进入主动去库存阶段。

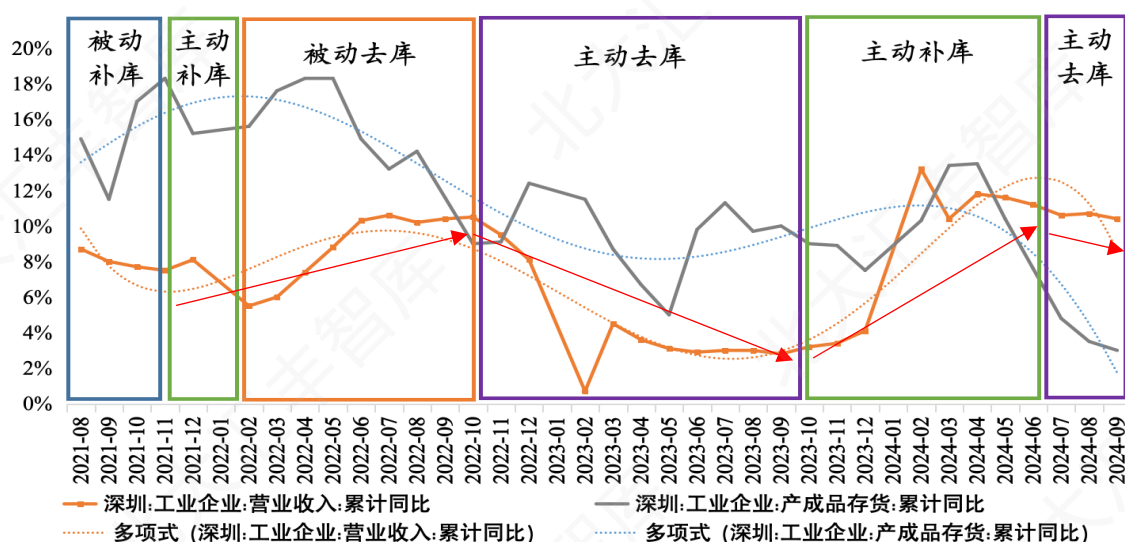


图 1：深圳工业企业产成品存货和营业收入累计同比增速（2021 年 8 月-2024 年 9 月）

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。多项式是运用 6 阶方程对指标进行拟合而生成的结果，以助于判断指标的趋势。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

三季度，深圳市产成品存货增速已接近历史低位，预计最快四季度见底。

如图 2 所示，2024 年 9 月产成品存货增速历史百分位仅为 14.2%，已降至 2021 年 4 月以来的最低点。结合以往规律来看，如果外需保持稳定且没有显著波动，内需刺激政策持续有效，预计产成品存货增速在四季度有望筑底企稳。

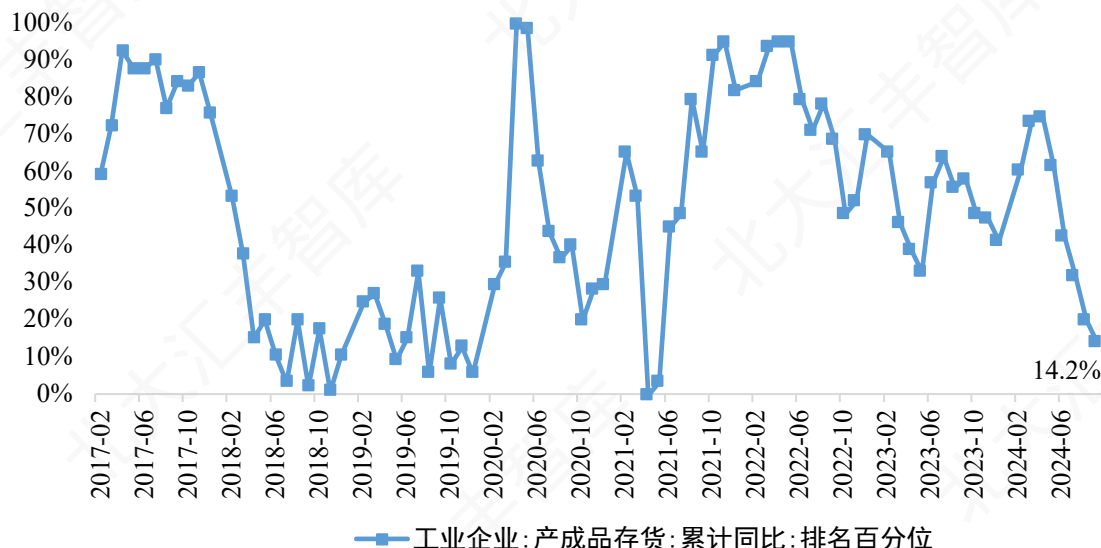


图 2：深圳工业企业产成品存货累计同比所处历史百分位（2017 年 2 月-2024 年 9 月）

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。

总体来看，三季度深圳市工业企业进入主动去库存阶段，营收下滑，经济景气度减弱。四季度，在政策刺激下需求阶段性回暖。内需方面，9 月下旬以来，多项增量政策出台为内需增添新活力。特别国债助力消费品以旧换新，各地促消费政策频出，加之股市提振政策可能带来的财富效应，预计四季度社零将持续回升。同时，保交楼和收储力度加大，有助于修复居民与房企资产负债表，对房地产销售与投资产生积极影响。此外，大力化债将改善地方政府与企业现金流，进一步提振其投资与消费意愿。外需层面，深圳出口企业为应对特朗普上台后的关税政策风险，或加速“抢出口”，通过重构海外供应链等方式提前布局。特别是在半导体和科技领域，受美国政府限制影响，深圳相关出口企业的下游客户急于加速出货或提前备货，以规避潜在风险。考虑到这一系列因素，预计深圳出口在四季度或将边际改善。

二、传统产业发展现状：内需相关制造业和零售偏弱，外需支撑纺织服装、运输设备景气度较高

1. 房地产：中上游制造营收走弱，房市放量仍在“以价换量”

从中上游生产商来看，房地产中上游相关行业营收增速持续走弱，已步入主动去库阶段，家具制造业较为景气。如表 1 所示，2024 年 9 月，深圳黑色金属冶炼及压延加工业的营业收入增速从 6 月的 3.3% 下降至 0.7%，库存增速由正转负，营收放缓和库存去化同步进行；金属制品业的收入增速从 6 月的 10.5% 降至 9.8%，库存增速降至 1.0%，营收降幅相对较小但去库较为充分，目前产成品存货水平已降至历史低位百分位（历史百分位为 16.4%）；家具制造业营收增速从 11.9% 下滑至 9.2%，但仍处于 75.3% 的历史较高百分位，库存增速从 2.1% 降至 -3.2%，去库力度较大。总体来看，房地产中上游在三季度的营收增速普遍下降，去库较为明显。

表 1：深圳房地产中上游制造业所处库存周期阶段

行业	三季度 库存周期阶段	指标 (单位：累计同比)	趋 势	2024 年 6 月	2024 年 7 月	2024 年 8 月	2024 年 9 月	9 月历史 百分位
黑色金属冶炼 及压延加工业	主动去库	营业收入	↓	3.3%	2.7%	1.5%	0.7%	39.7%
		产成品存货	↓	2.1%	-1.1%	-2.6%	-2.8%	50.6%
金属制品业	主动去库	营业收入	↓	10.5%	10.3%	10.1%	9.8%	50.6%
		产成品存货	↓	3.0%	1.2%	0.7%	1.0%	16.4%
家具制造业	主动去库	营业收入	↓	11.9%	10.7%	10.2%	9.2%	75.3%
		产成品存货	↓	2.1%	-1.0%	-2.4%	-3.2%	45.2%

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。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。三季度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，三季度，政策驱动新房与二手房市场成交量回升，但 9 月有所回调，市场持续“以价换量”。具体来看，三季度，深圳一手房成交面积 96.33 万平方米，同比增长 3.8%，环比增长 9.24%；二手房成交面积高达 137.19

万平方米，同比增长 67.3%，环比二季度提升 35.2 个百分点（图 3）。从成交套数来看，深圳一手房三季度成交 8228 套，同比降低 3.3%；而二手房成交 14396 套，同比增加 65.0%，增速显著。

分月度来看，9 月，一手房和二手房的成交面积、成交套数较 8 月均下滑，一手房分别环比下降 13.1%（面积）、18.2%（套数），二手房分别环比下降 13.3%（面积）、13.0%（套数）。9 月成交环比回落，可能归因于政策刺激下 7-8 月购房需求的集中释放后政策效应减弱，加之销售旺季结束，共同促使消费者观望情绪上升。

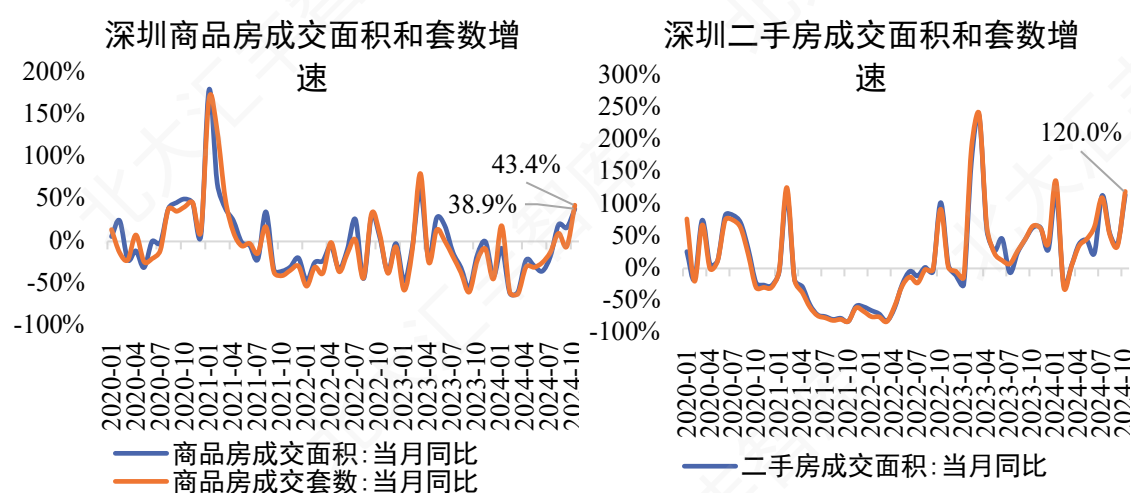


图 3：深圳商品房（一手房）和二手房销售情况（2020 年 1 月-2024 年 10 月）

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

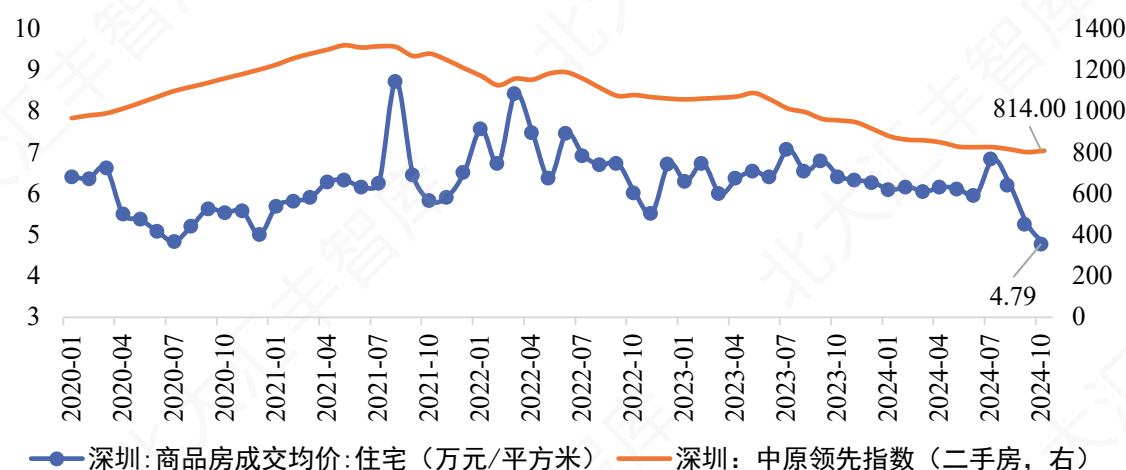


图 4：深圳商品房（一手房）和二手房价格走势（2020 年 1 月-2024 年 10 月）

注：图中中原领先指数为中原地产提供的二手住宅价格指数（Centa Leading Index），以中原地产实际成交数据和监测数据为基础，由中原地产研究中心独立编制。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

房价方面，一手房价格持续下滑，二手房价格有回升迹象。如图 4 所示，2024 年 9 月，深圳商品房成交均价为 5.28 万元/平方米，同比降 11.7%；二手房价格指数（中原领先指数）同比降 2.9%，10 月有所回升。结合 10 月成交数据反弹及房价趋势判断，当前市场放量主要是“以价换量”。新房开发商为加快库存去化，扩大了价格让利幅度。二手房市场因业主分散，议价空间受限，加之限售政策放宽使挂盘量增加，限制了业主提价空间。

表 2：截止 11 月 25 日深圳房地产相关政策

日期	政策内容
2 月 7 日	放宽限购：深户取消落户年限及个税、社保要求，非深户 5 年改 3 年。
2 月 20 日	LPR 降息 25 个基点。
3 月 26 日	“70/90 政策”正式取消。
5 月 6 日	松绑区盐田、保安（不含新安、西乡）、龙岗、龙华、坪山、光明、大鹏非深户社保缩短至 1 年，深户多子女家庭最多可买三套房。
5 月 17 日	央行宣布首付比例降至 15%，公积金利率下调 0.25 个百分点，取消商业房贷利率下限。
7 月 22 日	LPR 降息 10 个点。
9 月 26 日	中央政治局会议首提促进房地产市场“止跌回稳”。
9 月 29 日	深圳松绑区限购，增值税免征年限 5 改 2，首付降至 15%，取消限售。
10 月 17 日	住建部联合多部门打好房地产政策“组合拳”：四个取消、四个降低、两个增加。其中四个取消是：取消限购、限售、限价、普宅和非普宅标准。
10 月 21 日	LPR 降息 25 个基点，5 年期以上 LPR 利率调整为 LPR-30bp(3.3%)，二套调整为 LPR-5bp (3.55%)。
11 月 11 日	深圳公积金最高贷款额度拟调整，个人从 50 万提高至 60 万；家庭从 90 万提高至 110 万，多子女家庭最高 220 万。
11 月 13 日	财政部宣布降低契税，140 平以内契税统一降至 1%。
11 月 19 日	深圳宣布取消“豪宅税”，非普宅购房满 2 年免增值税，个税降至 1%。

数据来源：新华网、深圳住房和建设局官网，北大汇丰智库。

整体来看，深圳二手房市场凭借其价格灵活性、区域性价比较高及成熟周边

配套，对特定购房者展现出更强吸引力，表现优于一手房市场。2024 年，楼市政策频出，截至 11 月 25 日已累计发布多项政策，涵盖房贷利率、公积金、房产税、购房资格、首付比例、限售及财政激励等多个方面（表 2）。特别是商业房贷利率下调 4 次（含存量）、公积金利率下调 1 次、房产税减少 3 次，加之中央首提“止跌回稳”目标及一线城市取消“豪宅税”，显著提振了市场信心。尤其 11 月降低契税、取消普通住房和非普通住房标准，预计将激发改善型购房需求，推动大户型、高价房源成交量大幅提升。

展望未来，深圳房地产调控政策料将进一步放宽，购房资格与信贷支持将持续优化。在宏观经济稳定且政策有效落地的基础上，预计四季度深圳房市将实现边际改善，但仍需密切监控房价、成交量及库存等指标的变化。

相较而言，三季度，深圳新房销售表现优于北京和上海，主要是因为深圳限购政策较为宽松且市场体量相对较小。同期，北京与上海新房销售虽处筑底阶段，但成交面积降幅已收窄。如图 5 所示，三季度北京商品房成交面积同比下降 10.2% 至 242.5 万平方米，较二季度（-31.0%）有所改善；上海则同比下降 16.8% 至 379.3 万平方米，亦优于二季度（-22.6%）。价格方面，9 月北京商品房均价同比下降 19.1% 至 5.26 万元/平方米，而上海均价同比增长 8.0% 至 4.78 万元/平方米，这主要受益于上海高端项目活跃，拉高整体均价，刚需产品则表现平平，北京则相反。

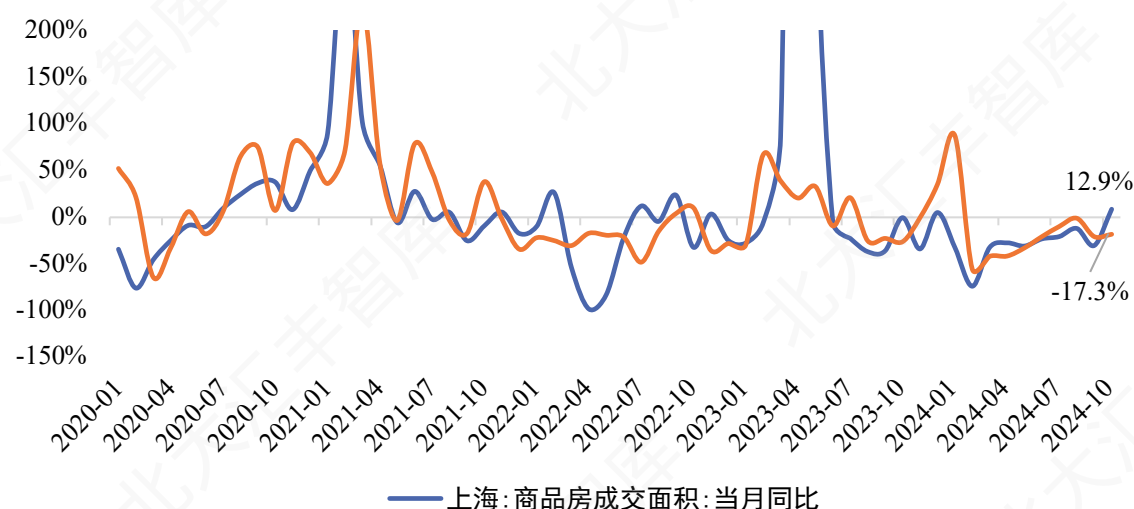


图 5：北京和上海商品房成交面积当月同比增速（2020 年 1 月-2024 年 10 月）

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。

政策上，继“517”新政后，上海楼市松绑政策发布最早且力度较大，如大幅降低非沪籍家庭购房门槛，非沪籍单身人士购房范围从只能买外环外扩展至可买外环外新房和全域二手房，深圳紧随其后，新政于5月29日发布，首、二套房首付比例、贷款利率整体与上海保持一致。而北京新政于6月27日出台且放松力度较小，直至9月30日才放松外地户籍家庭购房政策调整。供应上，上海新房供应控制得当，库存少、出清周期短，而北京则面临库存积压、去化压力大的问题。据CRIC中国房地产决策咨询系统数据显示，2024年11月，上海商品住宅库存消化周期为13.2个月，北京为31.5个月，深圳为21.3个月（表3）。

表 3：2024 年 11 月深圳、北京和上海商品房住宅库存规模以及去化周期

	商品住宅存量规模			商品住宅库存消化周期		
	(单位：万平方米)	同比	环比	(单位：月)	同比	环比
深圳	798	-15%	-6%	21.3	-21%	-17%
上海	775	-2%	14%	13.2	50%	-6%
北京	1236	0%	-2%	31.5	31%	-4%

数据来源：CRIC 中国房地产决策咨询系统，北大汇丰智库。

2. 劳动力密集型行业：纺织、服装、化工制造营收水平较高，商品零售和餐饮增速低迷

从中上游生产商的角度来看，内需主导的食品制造、农副食品加工、饮料制造业营收增速处于历史较低百分位，依赖外需的纺织、服装、鞋包和化工制造业的营收增速保持较高水平。如表 4 所示，2024 年 9 月，农副食品加工、酒水制造、纺织、鞋包和化工制造业处于主动去库存阶段，而食品制造和纺织服装则处于被动去库存阶段。食品制造、农副食品加工和酒水制造的营收增速均位于 50%以下的历史百分位，显示内需依旧较弱。其中，食品制造业营收小幅回升，结合库存已降至历史 10.9%的百分位，预计四季度可能率先进入补库；农副食品加工业需求最为疲软，营收增速仅处于 13.6%历史百分位，而库存则已降至 12.3%的历史水平，库存增速为负。相较之下，纺织、纺织服装、鞋包和化工行业的营收增速则位于 50%以上历史百分位，主要是外需的支撑较强。其中，化工制造和纺织服装需求最为强

劲，营收增速历史百分位均在 80%以上，而库存增速则处于历史较低水平，分别为 27.3%和 38.3%，行业景气度相对较高。

表 4：深圳劳动密集型行业中上游制造业所处库存周期阶段

行业	三季度 库存周期阶段	指标 (单位：累计同比)	趋 势	2024 年 6 月	2024 年 7 月	2024 年 8 月	2024 年 9 月	9 月历史 百分位
食品制造业	被动去库	营业收入	↑	11.9%	11.6%	12.1%	12.0%	47.9%
		产成品存货	↓	2.7%	0.5%	-0.1%	-0.4%	10.9%
农副食品加工业	主动去库	营业收入	↓	2.7%	2.1%	2.2%	1.8%	13.6%
		产成品存货	↓	-0.7%	-3.3%	-4.3%	-4.4%	10.9%
酒、饮料和精制茶 制造业	主动去库	营业收入	↓	11.4%	9.7%	9.6%	8.4%	30.1%
		产成品存货	↓	3.4%	0.5%	-0.3%	-0.4%	24.6%
纺织业	主动去库	营业收入	↓	11.3%	11.3%	10.9%	10.7%	53.4%
		产成品存货	↓	2.6%	0.4%	-0.7%	-0.7%	21.9%
纺织服装、服饰业	被动去库	营业收入	↑	7.6%	7.5%	7.7%	7.7%	80.8%
		产成品存货	↓	-3.1%	-4.8%	-5.3%	-5.3%	35.6%
皮革、毛皮、羽毛 及其制品和制鞋业	主动去库	营业收入	↓	12.5%	11.4%	11.7%	11.0%	76.7%
		产成品存货	↓	2.1%	0.1%	-0.8%	-0.7%	61.6%
化学原料及化学制 品制造业	主动去库	营业收入	↓	12.3%	12.4%	12.2%	12.2%	80.8%
		产成品存货	↓	7.7%	4.9%	3.6%	2.8%	27.3%

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，深圳线下商品零售与餐饮零售增速均在筑底，且商品零售表现优于餐饮零售。如图 6 所示，2024 年 9 月，深圳线下商品零售累计同比增长 3.9%，餐饮零售累计同比增长 1.3%，其中线下商品零售增速较 6 月微降 1.3 个百分点，餐饮零售累计增速则与 6 月持平。商品零售较好主要是因为，首先，深圳商圈零售消费业态卓越，如万象城、万象天地及壹方城等，融合高端品牌与多元服务，吸引广泛消费；其次，便民生活圈建设成果显著，已建成 30 个试点，社区商

业便捷，促进日常消费；再者，深港融合效应显著，超三分之一港人每周赴深消费，福田口岸周边商圈尤为热门。

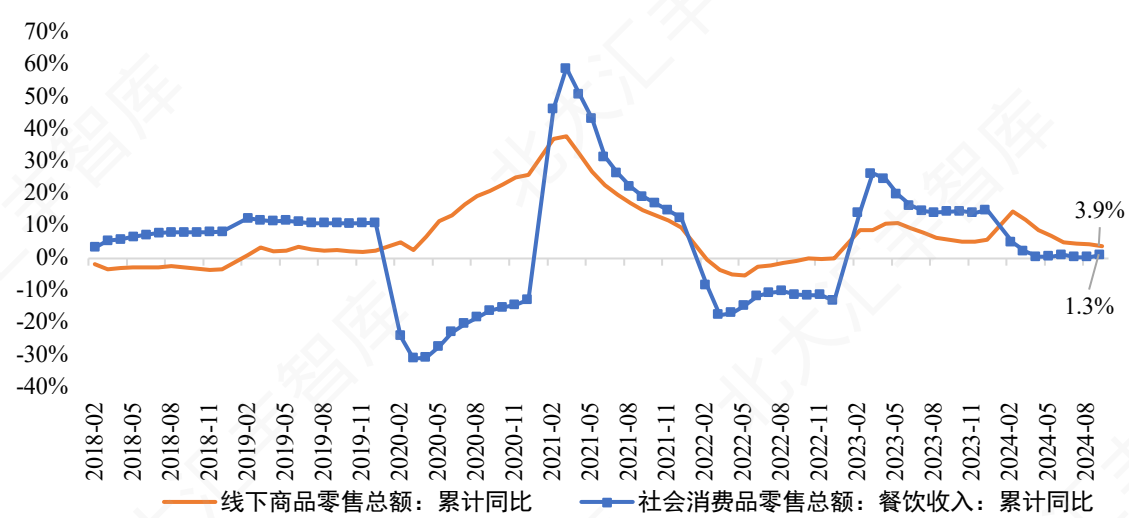


图 6：深圳线下商品零售以及住宿餐饮消费累计同比增速（2018 年 2 月-2024 年 9 月）

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。

相比之下，餐饮零售表现较弱，原因主要有三：一是市场竞争激烈且同质化问题严重，低价模仿策略导致普通店铺吸引力不足；二是消费场景受限，主要局限于餐厅就餐，外卖体验不佳及利润压缩问题突出；三是受经济环境与消费观念影响，餐饮作为弹性较大的非必需消费，在经济不稳定或消费保守时易受冲击，而商品零售中的生活必需品销售则相对稳定。

3. 传统基建行业：出口带动运输设备制造营收高增长，生产偏弱拖累电力行业

从上中游生产商来看，三季度，由外需支撑的运输设备制造业处于被动去库阶段，而石油煤炭及其他燃料加工业、电力和热力生产行业处于主动去库阶段。如表 5 所示，运输设备制造业得益于外部需求的有力支撑，2024 年 9 月营收增速达到 20.3%，较 6 月上升 0.7 个百分点，位于历史 75.3% 的高位，库存历史百分位水平为 16.4%，处于被动去库阶段，景气度较高。近年来，国内大规模的基础设施建设和“一带一路”倡议推动了铁路、船舶设备的出口，国际市场

对高端运输设备的需求也在增加。电力和热力生产行业主要依赖内需，2024 年 9 月累计营收增速为 9.8%，比 6 月下降 1.2 个百分点，处于历史 38.3%的水平，库存水平位于历史 75.3%的高位，去化压力较大。作为公共服务行业，电力行业的需求弹性较小，主要受整体经济活动增长的驱动。当经济增速放缓、经济活动减少时，电力需求的增速也相应下降，导致库存压力上升。石油、煤炭及其他燃料加工业受国际油价持续低迷的影响，9 月累计营收增速为 7.6%，较 6 月微降 0.1 个百分点，处于 67.1%的历史百分位。存货同比下降 1.5%，位于历史 35.6%的水平，主要是受油价下行影响，公司部分贸易原油、成品油等存货跌价损失有所增加，导致资产减值损失较上年同期亦有所扩大。今年上半年国际原油价格宽幅震荡，第三季度快速下行。而国内成品油定价机制与最近 10 个工作日内的当期国际油价水平挂钩，由此会造成存货贬值。相较而言，燃料加工业需求端较为稳定，受国际油价波动、能源安全政策以及国内能源结构调整的影响较大。

表 5：深圳传统基建行业中上游制造业所处库存周期阶段

行业	三季度 库存周期阶段	指标 (单位：累计同比)	趋 势	2024 年 6 月	2024 年 7 月	2024 年 8 月	2024 年 9 月	9 月历史 百分位
铁路、船舶、航空航 天和其他运输设备制 造业	被动去库	营业收入	↑	19.6%	20.1%	20.1%	20.3%	75.3%
		产成品存货	↓	8.8%	6.4%	5.6%	5.7%	16.4%
电力、热力的生产和 供应业	主动去库	营业收入	↓	11.0%	10.0%	10.4%	9.8%	38.3%
		产成品存货	↓	3.1%	0.4%	-0.3%	0.0%	10.9%
石油、煤炭及其他燃 料加工业	主动去库	营业收入	↓	7.7%	7.8%	7.6%	7.6%	67.1%
		产成品存货	↓	6.0%	5.2%	4.8%	5.2%	57.5%

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。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

从下游来看，三季度深圳机场客运量稳定增长，飞机起降架次降幅收窄，港口集装箱吞吐量增速放缓。如图 7 所示，在航空运输方面，今年三季度，深圳机场旅客吞吐量为 1585.2 万人，同比增长 14.9%，环比二季度增长 14.8%；飞机起降

班次为 9.5 万架次，同比-4.8%，环比二季度增长 13.3%，降幅有所收窄。据深圳发布，深圳机场今年以来新开和加密了墨西哥城、布达佩斯等 18 条国际航线和阿勒泰、南宁等 23 条国内航线，客运业务保持快速增长态势。在港口运输方面，受极端天气影响，第三季度集装箱吞吐量增速虽依旧保持两位数增长，但比起上半年有所放缓，出口景气度有所下降。三季度，深圳港口集装箱吞吐量为 2485.8 万箱，同比增长 14.4%，三季度环比二季度增长 11.1%；港口货物吞吐量为 23827.1 吨，同比增长 12.1%。其中，外贸货物吞吐量 18793.7 万吨，同比增长 17.5%，占比 78.9%；内贸货物吞吐量 5033.4 万吨，同比下降 4.2%，占比 21.1%。考虑到四季度出口或会反弹，预计四季度深圳港口集装箱和货物吞吐量增速将边际改善。

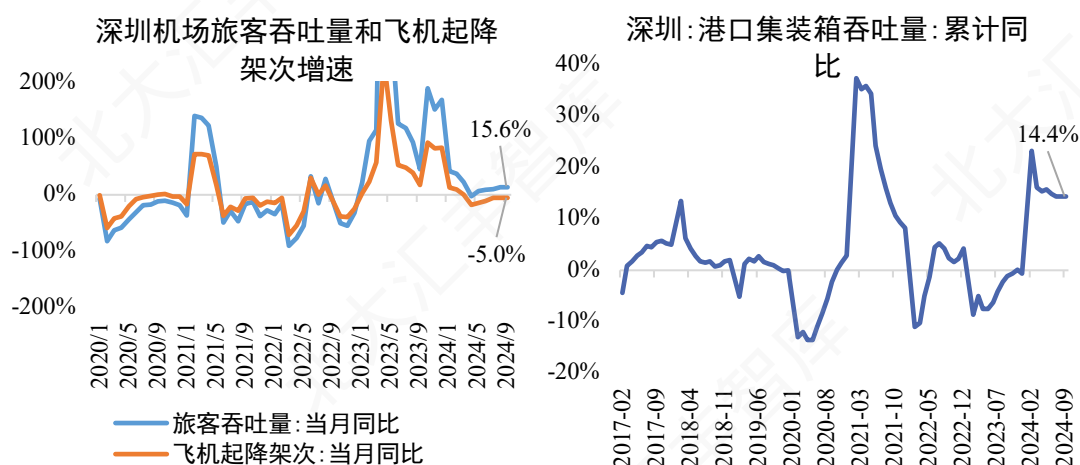


图 7：深圳机场旅客吞吐量、飞机起降架次和港口集装箱吞吐量增速

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：Choice，Wind，北大汇丰智库

4. 金融业：直接融资负增长，存款增速企稳回升

直接融资方面，深圳上市公司股权募资持续负增长，预计四季度降幅将有所收窄。如图 8 所示，2024 年前三季度，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 45.7 亿元，同比下降 86.7%，低于上半年的-46.6%；深圳股权募资占全国的份额为 7.8%，同样低于上半年的 18.1%。由于监管趋严，股权融资规模收缩，对券商的投行业务收入有较大冲击。

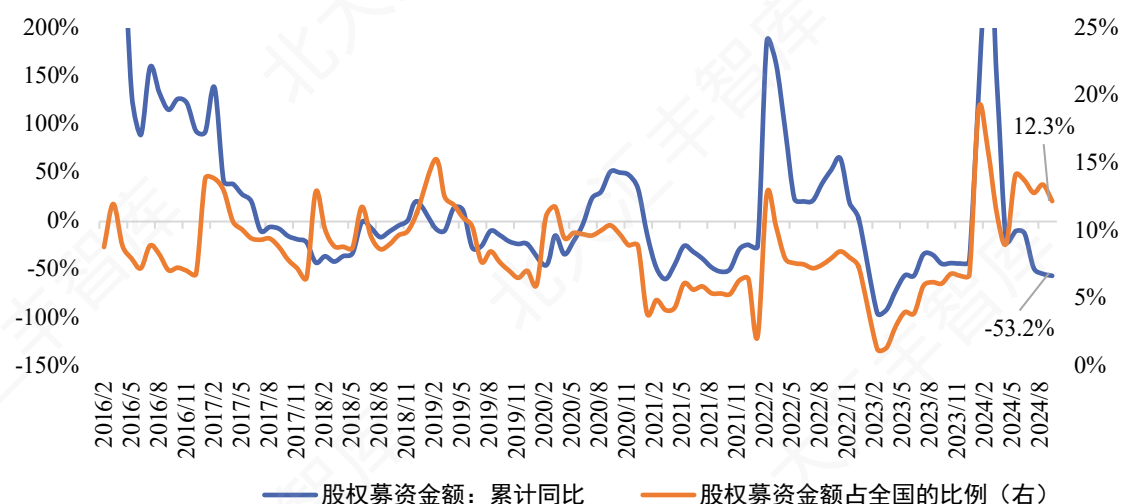


图 8：深圳股权融资增速以及深圳股权融资占全国的份额（2016 年 2 月-2024 年 9 月）

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。

三季度，深圳私募股权投资市场新募基金数量和规模持续下滑。如表 6 所示，2024 年前三季度，深圳新募集基金数量为 110 只，位居全国第八位，基金数量的同比降幅达到了 67.7%。募资规模方面，2024 年前三季度深圳新募基金规模为 541.3 亿元人民币，位于全国第六位，同比降幅为 16.5%。相较而言，北京的募资规模在 20 只大额基金的推动下达到 1,421.9 亿元人民币，显著高于深圳和上海。具体来看，前三季度，北京市政府投资引导基金出资与市场化 GP 合作组建了 8 只大型产业基金，还落地了共计 10 只大额基础设施投资基金、债转股基金，总募资规模达到 814.25 亿元人民币，占全市新募基金金额的 57.3%。

深圳募资基金数量和规模表现不佳，主要归因于募资市场结构变化及深圳金融 AIC 股权投资试点启动相对滞后。一方面，各地成立的产业集群专项基金，长期资金、金融 AIC（金融资产投资公司）股权投资参与发起的基础设施投资基金与债转股基金等逐渐成为募资市场的重要组成部分。其中金融 AIC 作为五大行债转股实施机构，已推动市场化债转股超 1 万亿元，成为股权市场重要力量。另一方面，深圳金融 AIC 股权投资试点于 2024 年 9 月才开放，较上海有所滞后，10 月才落地 550 亿元项目。但随着深圳相关项目推进，预计四季度私募股权基金募资降幅将收窄。

表 6：深圳、北京和上海 2024 年前三季度募资市场股权投资基金募集情况

募资市场股权投资基金募集情况						
	基金募集数量（只）			基金募集金额（人民币亿元）		
	2024 年前三季度	2023 年前三季度	同比	2024 年前三季度	2023 年前三季度	同比
深圳	110	341	-67.7%	541.3	648.3	-16.5%
北京	84	78	7.7%	1421.9	883.1	61.0%
上海	70	94	-25.5%	540.3	479.1	-12.8%

数据来源：清科研究中心，北大汇丰智库。

投资市场方面，深圳的投资金额显著低于北京和上海，主要是大额投资案例较少。如表 7 所示，前三季度，深圳投资案例数为 598 起，位居第五，但投资金额仅为 219.3 亿元，排名第七。相比之下，上海以 732 起投资案例和 763.7 亿元投资金额位居全国第一，尽管案例数同比下降 28.4%，投资金额下降 22.0%，但其中 9 起案例投资规模超 10 亿元，合计金额达 390.6 亿元。北京则以 627 起案例数排名第 4，投资金额 655.8 亿元排名第二，同比下降 39.3%和 10.0%，但在月之暗面、华润医药商业等多个大额明星案例的推动下，投资金额依然保持高位。

表 7：深圳、北京和上海 2024 年前三季度股权投资市场案例和金额情况

	投资案例数（起）	投资金额（人民币亿元）
深圳	598	219.3
北京	627	655.8
上海	732	763.7

数据来源：清科研究中心，北大汇丰智库。

间接融资方面，三季度，深圳本外币存款企稳回升，贷款增速持续走弱。如图 9 所示，2024 年 9 月末，深圳本外币存款余额 13.61 万亿元，同比增长 3.5%，增速高于 6 月末的 1.6%，分别低于全国平均（7.1%）、全省平均（4.5%）3.6 个、1.0 个百分点；深圳本外币贷款余额 9.47 万亿元，同比增长 3.1%，增速低于 6 月末的 4.7%，分别低于全国平均（7.6%）、全省平均（5.2%）4.5 个、2.1 个百分点。自 7 月以来，存款增速持续回升，主要归因于资产配置结构的调整。随着市场储蓄和投资意愿的变化，加之早先理财、股市收益不及预期，9 月股市的大幅上涨促使

先前被锁定的资金开始从理财产品和股市回流，尤其是从表外理财转向表内非银。贷款余额增速虽持续下行，但深圳于 9 月 24 日推出“一揽子金融增量政策”，已有首批 4 家上市公司获银行股票回购增持专项贷款，市场信心得以提振。加之房市放松限购，优质房企信用扩张，社融成本进一步下降，预计四季度贷款余额增速可能会边际改善。

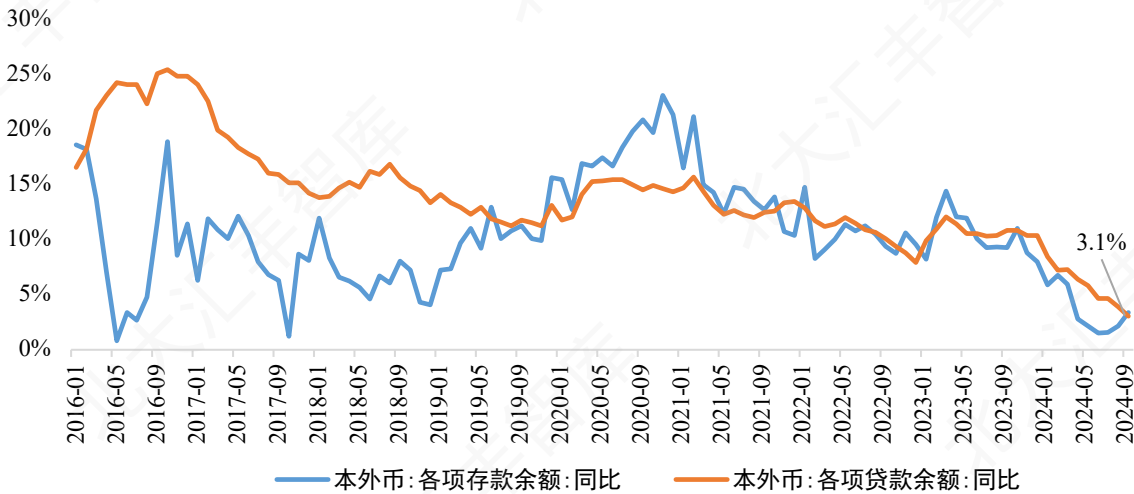


图 9：深圳本外币存款余额和贷款余额增速（2016 年 1 月-2024 年 9 月）

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

三、新兴产业发展现状：政策驱动下游零售高增长，中上游制造承压

1. 新能源汽车：电机和汽车制造承压，比亚迪销量高增长

从中上游生产商来看，有色金属处于被动去库阶段，电气机械和汽车制造均为主动去库。如表 8 所示，2024 年 9 月，有色金属行业的营收增速为 22.8%，位于历史 75.3% 的偏高位置。但其增长不可持续，主要是因为今年 6 月以来海外新增产能不断释放导致供需过剩，铜和锂等金属价格已出现不同程度的回调。9 月，沪铜主力合约均价在连跌三月后环比回升 1.92%，国产工业级碳酸锂价格自 2023 年 2 月起持续下滑，9 月均价同比下跌 59.61%。随着碳酸锂价格的持续下跌，储能系统的中标价格也随之走低，进一步降低了系统成本，推动国内装机和中标规模维持较高景气度。相比之下，9 月，电机制造业和汽车制造业的营收增速分别为 4.2%、8.7%，均低于 50% 的历史水平，其中电机制造业产成品存货降至历史 1.3% 的百分

位，预计四季度可能会进入补库阶段。汽车制造营收有所放缓主要是因为三季度为汽车制造业的传统淡季，受周期性因素的影响，

表 8：深圳新能源汽车行业中上游制造业所处库存周期阶段

行业	三季度 库存周期阶段	指标 (单位：累计同比)	趋 势	2024 年 6 月	2024 年 7 月	2024 年 8 月	2024 年 9 月	9 月历史 百分位
有色金属冶炼 及压延加工业	被动去库	营业收入	↑	21.7%	22.5%	22.3%	22.8%	75.3%
		产成品存货	↓	8.3%	5.5%	4.1%	3.9%	28.7%
电气机械及器 材制造业	主动去库	营业收入	↓	4.4%	4.3%	4.3%	4.2%	38.3%
		产成品存货	↓	2.0%	-0.5%	-1.6%	-1.5%	1.3%
汽车制造业	主动去库	营业收入	↓	12.0%	10.2%	10.0%	8.7%	30.1%
		产成品存货	↓	7.0%	3.8%	2.3%	1.7%	15.0%

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。

从下游零售来看，深圳比亚迪新能源汽车在第三季度销售增速显著回升，得益于“以旧换新”与“报废更新”政策的双重激励。如图 10 所示，2024 年前三季度，比亚迪新能源车累计销量 274.8 万辆，9 月销量高达 41.94 万辆，同比增长 45.6%，增速较 6 月提升 10.4 个百分点。主要得益于政策提振，叠加“中秋”及“十一”节日效应，“金九”效果突出。据报道，比亚迪总部位于深圳坪山，坪山工厂是现阶段比亚迪的主力生产基地。比亚迪深圳工厂目前每个月的产能上限为 3.5 万台左右，主要负责生产比亚迪唐和汉家族车型，日均生产量达到了 1100 台以上。在坪山基地比亚迪建有完整的四大工艺和零部件工厂及汽车研发中心。同时，比亚迪在深汕合作区加速布局产能规划，深汕工厂规划提供 60 万辆的产能，全部达产后预计年产值超过 1100 亿元，将进一步提升深圳整体的产能规模。此外，比亚迪积极拓展海外市场，已进入 96 个国家和地区，并在多地投资建设新能源乘用车工厂。前三季度，比亚迪新能源乘用车海外销量同比增长 100%，达到 29.8 万辆，虽市占率有待提升，但增长潜力巨大。

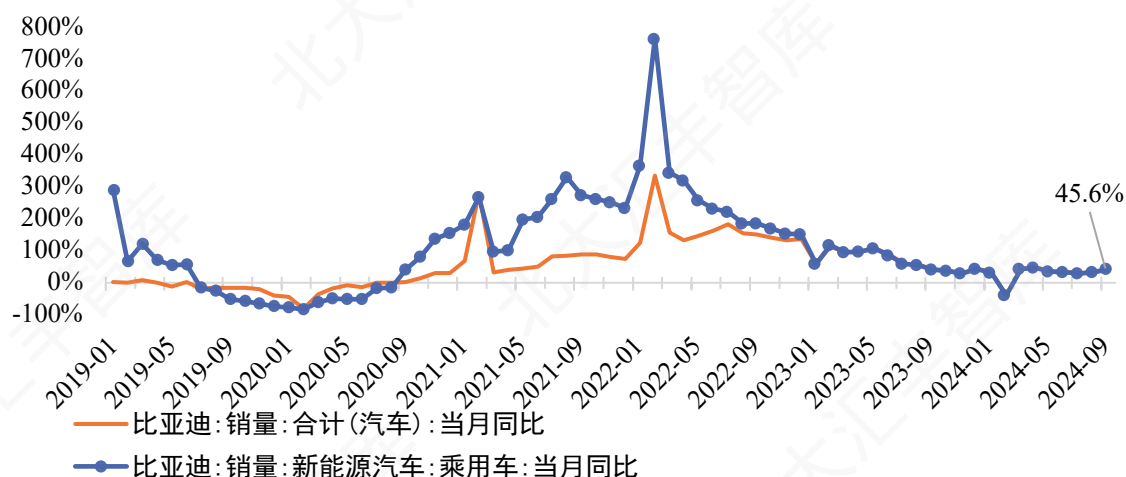


图 10：比亚迪汽车和新能源汽车销量增速（2019 年 1 月-2024 年 9 月）

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。

政策方面，4 月，国家发布《汽车以旧换新补贴实施细则》，为报废旧车并购买新能源新车的用户提供 1 万元置换补贴，比亚迪在此基础上额外提供最高 8000 元补贴。7 月，国家发改委与财政部联合出台措施，进一步提高了汽车报废更新补贴标准，并推广家电以旧换新。据推算，深圳今年前三季度新能源汽车产量已达 182.9 万辆，超越 2023 年全年总量，有望延续 2023 年“新能源汽车第一城”称号。此外，9 月深圳再推《超长期特别国债资金加力支持消费品以旧换新实施方案》，进一步促进乘用车与汽车的置换更新。预计四季度，比亚迪新能源车销售增速将持续回升。

从竞争格局来看，前三季度，比亚迪凭借其价格优势在国内市场持续领跑。据乘联会零售销量数据统计，2024 年前三季度，比亚迪销量稳居首位，占据 34.6% 的市场份额。同期，特斯拉（上海）在中国销量为 46.0 万辆，同比增长 6.1%，市场份额为 6.5%，位列第三；上汽通用五菱（上海）销量为 38.9 万辆，同比增长 35.6%，份额为 5.5%，排名第五。同时，9 月份新能源车企间的价格战趋于平稳，7 月至 9 月的降价促销频次相较于 2 月至 4 月明显减少，但竞争依旧激烈。相较而言，北京新能源汽车产量增长迅猛，而上海虽然增速较一季度和二季度有所收窄，但仍未实现正增长。如图 11 所示，前三季度，北京和上海新能源汽车产量累计同比增速分别为 546.0% 和 -4.1%。其中，北京产量的大幅增长主要归因于小米 SU7 系

列自 3 月底上市后的热销；而上海产量增速虽从一、二季度的-10.4%收窄至-4.1%，但负增长状态持续，这可能与上汽集团将新能源车生产转移至郑州、南京、宁德等基地，导致上海本地工厂产量受到影响有关。

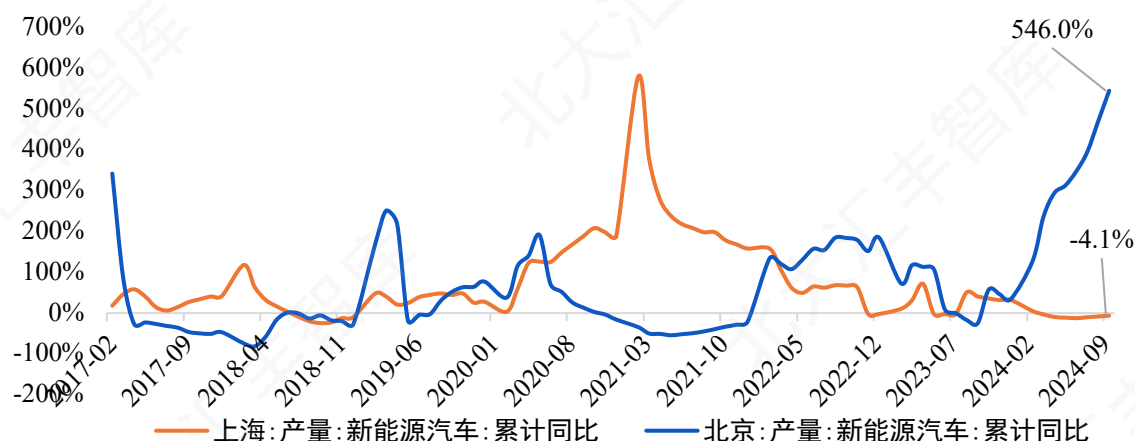


图 11: 北京和上海新能源汽车产量累计同比 (2017 年 2 月-2024 年 9 月)

数据来源: Wind, 北大汇丰智库。

2. 信息技术和信息传输业：电子设备制造景气度较高，笔记本销售显著回暖

从中游制造来看，三季度，深圳电子设备制造营收增速处于历史较高百分位，库存去化压力较小，处于主动去库阶段。2024 年 9 月，计算机等制造业营收增速为 14.4%，处于历史 71.2% 百分位，较 6 月降 0.7 个百分点，仍处历史较高水平；存货增速 -0.8%，较 6 月降 3 个百分点至历史 5.4% 百分位（表 9）。主要原因是，一方面，企业大力攻克“卡脖子”技术难题，如集成电路设计领域的显著进展，华为正加大对高端芯片、GPU、AI、鸿蒙生态系统等研发投入，使企业聚焦创新成果转化，降低对传统存货依赖，以新技术产品迎合市场变革，促使存货增速下降并主动去库。另一方面，下游手机、电脑等终端新增需求不足且趋稳，企业依此调整策略，优先消化库存匹配需求，避免积压，致存货增速下行。此外，中美科技战使行业竞争格局不稳，潜在价格战与洗牌风险下，企业为增强抗风险与应变能力，主动削减存货，以便灵活应对竞争压力与危机。另外，考虑到台积电宣布自 2024 年 11 月 11 日起停止向中国大陆企业供应 7 纳米及以下先进制程芯片，或对 AI 产业造成较大打击。预计四季度，电子设备制造行业将面临供应链重组挑战，部分企业或将遭

遇短期供应短缺和成本压力，营收增速或受影响。

表 9：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

行业	三季度	指标	趋	2024 年	2024 年	2024 年	2024 年	9 月历史
	库存周期阶段	(单位：累计同比)	势	6 月	7 月	8 月	9 月	百分位
计算机、通信和其他电子设备制造业	主动去库	营业收入	↓	15.1%	14.6%	14.8%	14.4%	71.2%
		产成品存货	↓	10.4%	8.0%	6.8%	6.3%	26.0%

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。

对比来看，三季度，深圳电子设备制造业营收较为平稳；而北京略有下滑，但仍保持两位数增长；上海降幅持续收窄。具体来看，9 月，深圳、北京、上海的电子设备制造业营收累计增速分别为 14.4%、14.7%和-0.3%。与 6 月相比，深圳微降 0.6 个百分点，北京降速 2.0 个百分点，而上海则增速回升 6.6 个百分点(图 12)。深圳作为电子信息产业的聚集地，拥有完整的产业链且产业基础扎实，仍然保持较高的行业景气度。

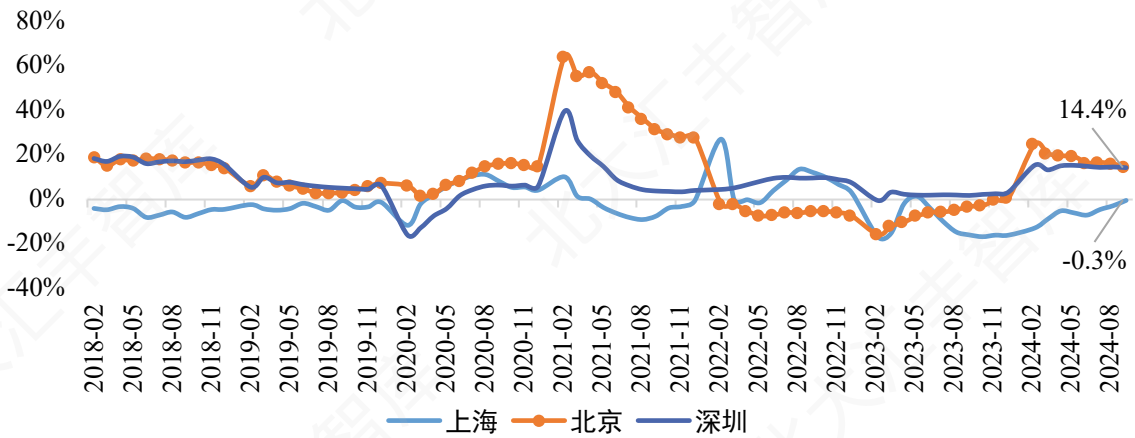


图 12：北京和上海计算机、通信和其他电子设备制造业的营收累计同比（2018 年 2 月-2024 年 9 月）

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

近期，美国商务部致函台积电限制其向中国大陆出口 7nm 及以下制程的 AI 芯片，或会导致深圳、北京等地 AI 产业发展受阻，也可能为上海半导体产业提供新的机遇。若是高端 AI 芯片的供应受限，直接影响到互联网企业以及科研机构等 AI 深度学习训练及大规模数据处理的高效运算能力，这对于依赖高端算力支持

的百度、字节、腾讯等科技企业而言，其自动驾驶研发、智能云服务升级等项目可能面临研发进度受阻、实验周期延长及产品迭代速度放缓等问题，进而在全球 AI 市场的竞争中面临失去先发优势和市场份额的风险。而对于上海芯片产业而言，海外供应收紧或成为加速国产化替代的新机遇。中芯国际等国内半导体头部企业或能借此契机，研发更为先进的制程技术，优化工艺、提升性能与产能，以满足本土 AI 产业对高端芯片的需求。同时，也将激发上下游产业的协同效应，材料研发、封装测试等关联产业亦可能有新的发展机遇，共同推动上海芯片产业向自主可控、高端化的方向迈进，有望重塑国内乃至全球的芯片产业格局。

从下游零售市场来看，三季度深圳华为和荣耀手机出货量维持高位，全国笔记本市场亦在政策推动下显著回暖。据 Canalys 数据，2024 年第三季度中国智能手机出货量同比增长 4%，总量达 6910 万台。其中，华为手机出货量 1080 万台，同比增长 24%，市场份额 16%，位居第二；荣耀出货量 1030 万台，市场份额 15%，排名第三。月度来看，受暑期和开学季购机需求提振，中国智能手机市场延续反弹态势。如图 13 所示，7 月和 8 月，华为和荣耀手机出货量同比增速分别高达 49.5% 和 37.2%，9 月因去年 Mate60 上市基数较高而有所回落，降至-13.4%。

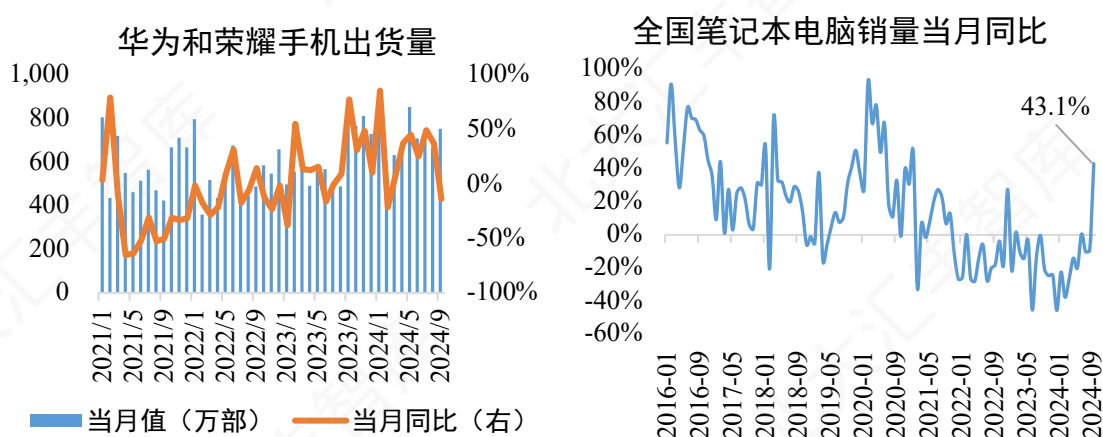


图 13：华为和荣耀手机出货量增速以及全国笔记本电脑销量增速（至 2024 年 9 月）

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。

当前智能手机市场面临增长困境，消费者换机周期延长，行业亟需新增长点，折叠屏和 AI 技术或为驱动新一轮换机潮的关键。考虑到华为 Mate70 已于 11 月 26

日正式上市并于 12 月 4 日开售，预约销售额已达 670 万台，表现强劲，10 月、11 月或为淡季，12 月有望迎来反弹。同时，三季度，全国笔记本电脑销量达 393 万台，同比上升 8.1%，环比增长 41.7%（图 13）。在“以旧换新”政策提振下，9 月销量增速由负转正，高达 43.1%，通过旧设备回收补贴等措施，降低了消费者购置成本，激发了换新需求，推动销量增长，或预示新一轮大规模换机周期的到来。经历上半年低迷后，全国笔记本市场已明显回暖。

3. 线上购物：软件产业增速进入平台期，网络零售降幅收窄

上游软件设备领域，广东软件收入增速趋于稳定，保持两位数增长水平（图 14）。2024 年前三季度，广东软件产业累计营收为 17119 亿元，同比增长 12.4%，增速虽略有放缓，但仍保持强劲。深圳小微企业活跃度上升，尤其是小型企业的增加，为软件和数字工具市场注入了新的需求动力。作为软件产业的重要基地，深圳 2023 年软件业务收入位列全国之首，今年有望继续保持良好的增长态势。



图 14：广东软件产业收入累计同比增速（2015 年 5 月-2024 年 9 月）

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

从下游零售市场来看，深圳网络商品零售增速为负，但降幅持续收窄。如图 15 所示，据测算，前三季度深圳网络商品零售增速为-6.5%，较上半年提升 1.0 个百分点，其中规模以上企业的网络零售增速有所反弹，头部效应较为明显。线上消费增速的疲软受到结构性和周期性因素的双重影响。一方面，线下购物体验的优势对线上消费构成挑战，尤其是生鲜食品、服装、鞋包等商品，线下商超的打折促销活动和购物体验吸引了部分消费群体回归。另一方面，经济环境低迷导致消费总体

疲软，消费者支出更加谨慎。同时，前三季度，深圳社会消费品零售总额为 7731.6 亿元，同比增长 1.1%，其中商品零售额为 6880.1 亿元，增速为 0.7%，均处于历史低位。整体内需不足，使得线上消费难以获得显著提升。

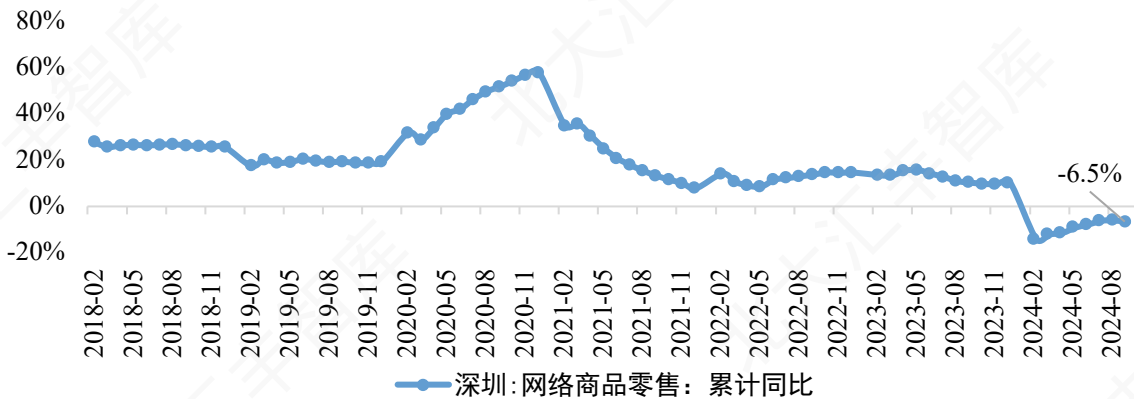


图 15：深圳网络商品零售累计值增速（2018 年 2 月-2024 年 9 月）

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：新旧动能均走弱

报告使用北大汇丰智库产业动能因子模型提取深圳市经济的新旧动能因子，旨在直观展示前文所提到的深圳传统产业与新兴产业的经济动能。该模型的核心假设是，多个观测变量源自少数潜在因子和特定噪声，潜在因子反映变量的共同波动趋势，并捕捉背后的宏观经济或行业驱动因素。因此，模型能够将多个相关变量压缩为一个潜在公共因子，从而简化数据分析，揭示经济动态中的潜在规律。

新动能因子聚焦于具有高增长潜力和引领未来趋势的新兴行业，包括新一代电子信息、高端装备、海洋经济、营利性服务业、绿色低碳和生物医药产业。构建新动能因子所使用的相关指标包括：计算机通信和电子设备制造业营收同比、运输设备制造业营收同比、港口集装箱吞吐量同比、华为与荣耀手机出货量同比，以及比亚迪汽车销量同比等。而旧动能因子则反映传统产业的走势，涵盖了增速放缓且依赖传统领域的行业，如房地产、钢铁制造、批发零售、住宿餐饮和金融业，所使用的具体相关指标包括：黑色金属冶炼及压延加工业营收同比、商品房成交面积同比和线下商品零售总额同比等。

模型结果显示，三季度，标准化后的深圳新旧动能因子均走弱，新动能因子表现优于旧动能因子（图 16）。深圳旧动能因子受房地产、金融、批发零售拖累较多。事实上，深圳金融和消费数据回调也是受到房地产的冲击，深圳 9 月底已经开始放松房地产调控政策，预计短期内对深圳稳楼市有一定作用。2024 年 9 月，标准化的深圳旧动能因子和新动能因子分别为 0.3108 和 0.3445，分别较 6 月减少 0.0114 和 0.0101。

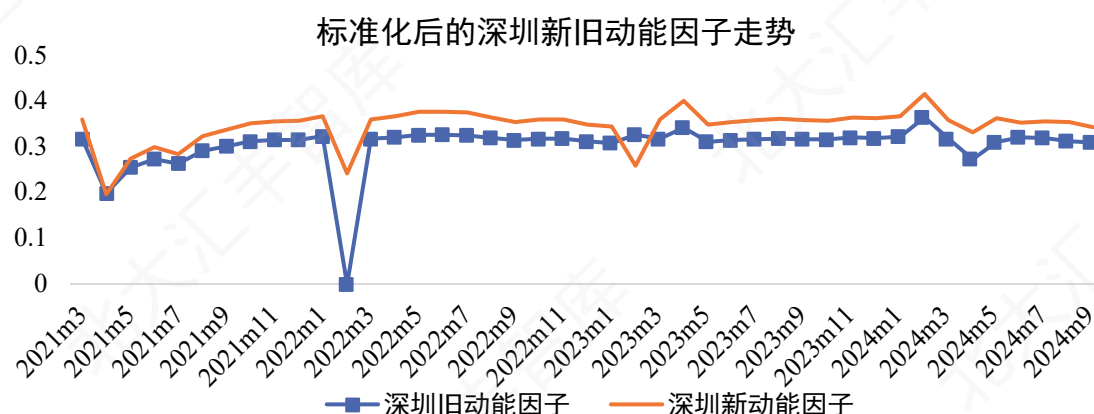


图 16：标准化后的深圳新旧动能因子的走势（2021 年 3 月至 2024 年 9 月）

注：深圳新旧动能因子计算方式指的是，根据深圳新旧经济的产业结构占比，选取深圳新经济和旧经济相关的两组变量，对深圳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。为了使得深圳新旧动能因子可比，对深圳新旧动能因子进行标准化处理，处理方式

处理方式方式为 $Z = \frac{x_t - \min(X)}{\max(X) - \min(X)}$ ， x_t 为某年某月的深圳新/旧动能因子，

X 为所有样本的深圳新/旧动能因子。由于 2024 年三季度报告对新旧动能因子的指标和方法进行了优化，所以与前两个季度的报告结果有出入。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

在新旧动能因子指标构建中，北京、上海与深圳在新旧产业大类上保持一致性，但代理指标的选择各有侧重。主要是由于城市的经济结构、发展阶段和产业特点存在差异。同时，由于北京和上海均以服务业为主导，2024 年前三季度，北京和上海第三产业占比分别为 85.5% 和 76.5%，深圳仅为 62.6%，且传统金融业在北京、上海分别占 GDP 的 20.0% 和 19.2%，在深圳仅占 14.5%，因此北京和上海两地标准化后的旧动能因子均高于新动能因子，情况与深圳相反。

模型结果显示（图 17），三季度，北京的新旧动能因子均呈现先升后降的趋势，7 月和 8 月表现优于 9 月；而上海的旧动能因子震荡回落，新动能因子则略有回升）。其中，三季度，北京旧动能因子受房地产、金融、批发零售拖累较多；

在小米新能源汽车的支撑下，北京新动能因子略有好转。2024 年 9 月，标准化的北京旧动能因子和新动能因子分别为 0.6308 和 0.2513，分别较 6 月增加 0.0278 和减少 0.0049。同期，在以价换量的背景下，上海楼市成交量增速明显回升，带动上海的存贷款余额增速回升，上海旧动能因子只是略有回落；AI 产业带动软件服务业景气度回升，上海新动能因子改善。2024 年 9 月，标准化的上海旧动能因子和新动能因子分别为 0.3929 和 0.3227，分别较 6 月减少 0.0581 和增加 0.0131。

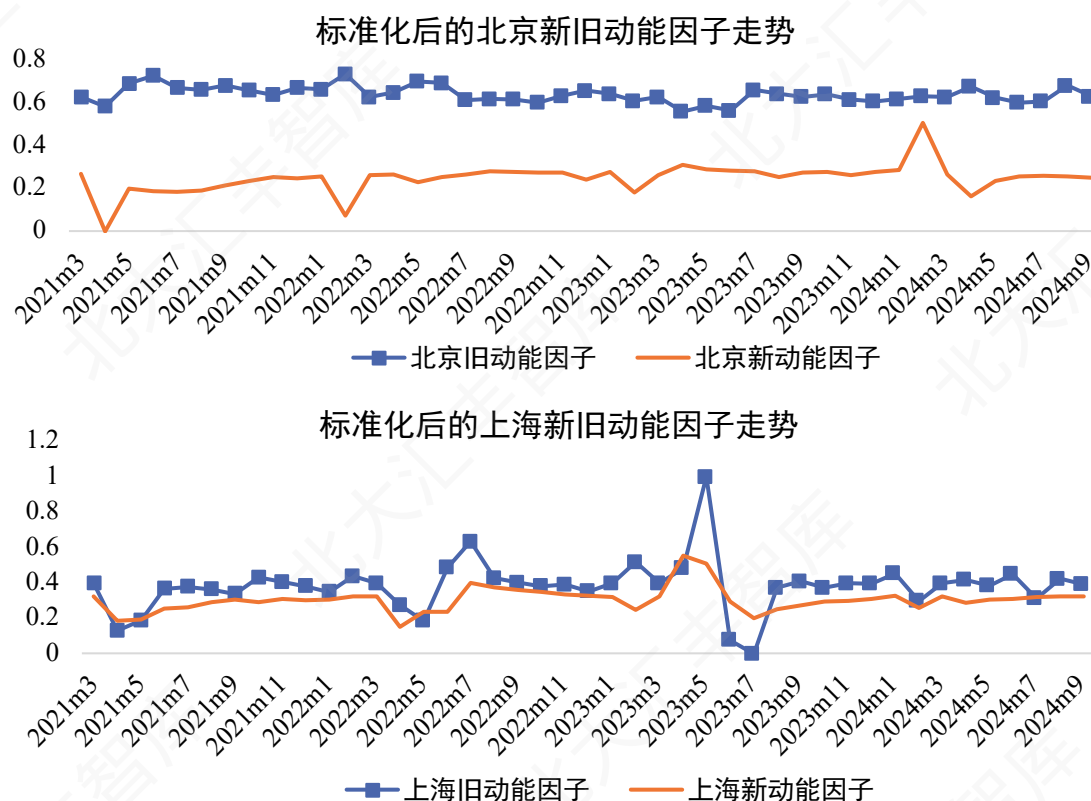


图 17：标准化后的北京和上海新旧动能因子的走势（2021 年 3 月-2024 年 9 月）

注：为了使得新旧动能因子可比，对新旧动能因子进行标准化处理，处理方式 $z = \frac{x_t - \min(X)}{\max(X) - \min(X)}$ ，

x_t 为某年某月的北京或上海新/旧动能因子， x 为所有样本的北京或上海新/旧动能因子。由于 2024 年三季度报告对新旧动能因子的指标和方法进行了优化，所以与前两个季度的报告结果有出入。北京和上海新动能因子的指标中，由于服务业指标较为缺乏，新旧动能因子之间的可比性还是有一定问题，但可以参考新旧动能因子的走势。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

整体来看，三季度，深圳、北京、上海三大一线城市经济都在不同程度上受到传统产业拖累，9 月底中央推出了一系列增量措施落地，深圳、北京、上海的房地产调控也进一步放松，预计四季度三大一线城市的传统产业将边际好转。

五、出口：外需放缓导致增速回落，对美保持较强韧性

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。

从总量来看，深圳的出口额在经历二季度的高增长之后，三季度回落幅度较大。三季度，深圳的出口额为 7300.1 亿元人民币，同比增速为-2.24%，环比为-4.8%，较二季度分别下降了 43.6pct、24.1pct。逐月看，7-9 月，深圳出口额依次为 2434.0、2308.1、2558.1 亿元，同比增速依次为 15.5%、19.8%、17.7%。

从出口结构来看，三季度，深圳的出口商品结构保持相对稳定，机电产品始终占据主导地位，劳动密集型产品为第二大出口产品类别（图 18）。其中，机电产品和劳动密集型产品的出口额分别为 5143.6、812.4 亿元人民币，份额分别稳定在 70%和 10%左右，7 月占比达到今年以来的峰值 72.7%、12.3%，8 月和 9 月有所回落。

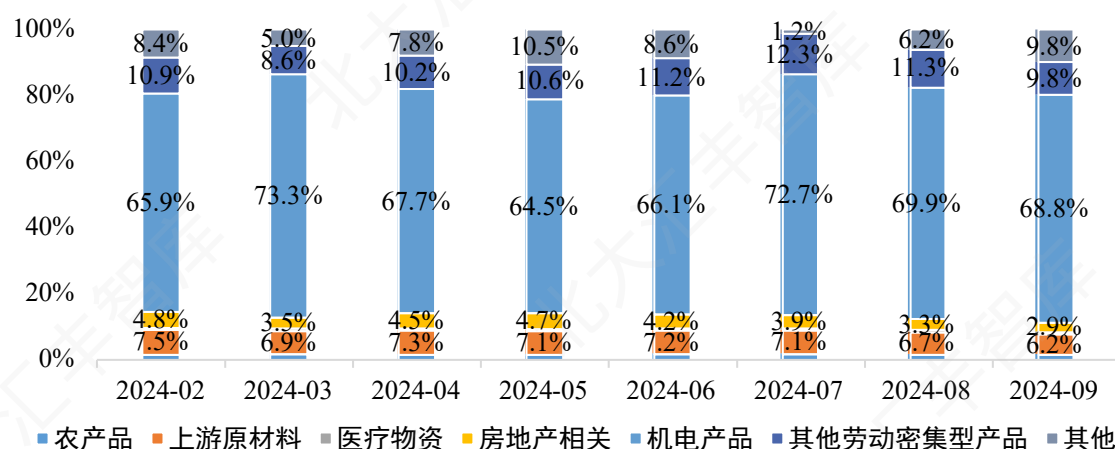


图 18：深圳市不同类型商品出口占比（2024 年，按人民币计）

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。由于系数根据深圳海关相关资料进行主观调整，每个季度数据可能会有所出入。

数据来源：广东海关，北大汇丰智库。

分产品看，三季度，出口增长主要由其他劳动密集型产品拉动，其余均呈负增长（详见表 8、图 19）。其中农产品、上游原料、房地产相关、机电产品及其他劳动密集型产品出口同比增速依次为-33.4%、-0.8%、-2.9%、-6.0%、23.5%，季度环比变化分别为-68.4、-111.8、-176.7、-90.5、-129.3 个百分点。传统劳动密集型产品市场需求稳定，受经济波动影响小，表现优于机电产品。机电产品因价高且依赖发达市场，易受外部需求走弱及贸易限制影响，出口增速波动较大。

表 8：2024 年深圳市不同类型商品出口季度同比

	农产品	上游原材料	房地产相关	机电产品	其他劳动密集型产品
2024 年第一季度	-15.1%	40.5%	91.7%	16.2%	64.3%
2024 年第二季度	35.0%	111.0%	173.8%	84.5%	152.8%
2024 年第三季度	-33.4%	-0.8%	-2.9%	-6.0%	23.5%

数据来源：广东海关，北大汇丰智库。

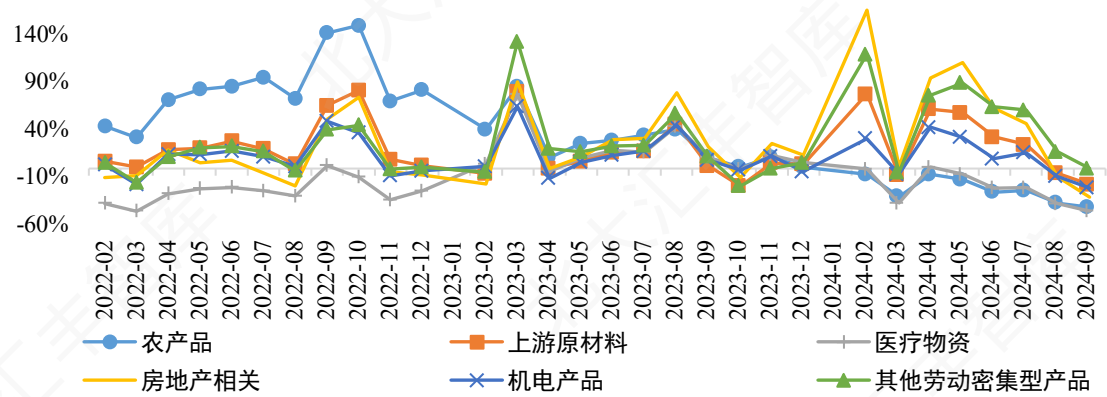


图 19：深圳不同类型商品出口当月同比（2022 年 2 月-2024 年 9 月，1-2 月除外，按人民币计）

数据来源：广东海关，北大汇丰智库。

从原因看，一方面，外需有所恶化，主要贸易伙伴制造业景气指数普遍回落。根据社会科学院发布的基于我国主要贸易伙伴 PMI 构建的 CEEM-PMI 指数 6-9 月从 49.8 降至 48.6，显示全球经济景气程度快速回落，进而对全球贸易表现形成明显拖累。另一方面，9 月出口还受到异常天气等短期因素冲击，影响港口运输，增速较 7 月和 8 月明显回落。但考虑到特朗普 2025 年 1 月或将重执政并对中国加征关税，预计四季度将现“抢出口”热潮，出口有望边际好转。

根据深圳各类商品向主要国家出口份额的变动情况分析（图 20），三季度出口主要呈现以下三个特征：

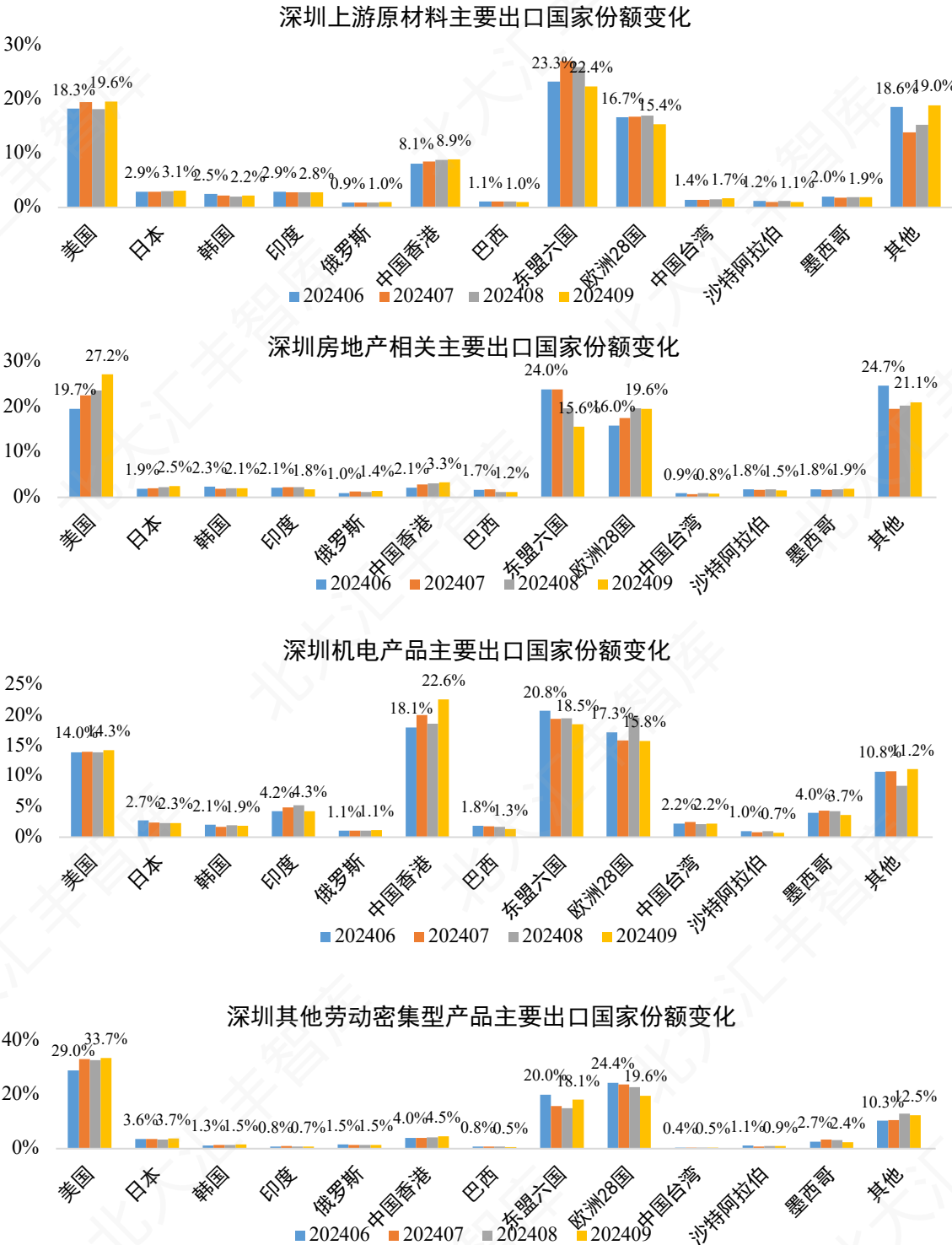


图 20：深圳不同商品对主要国家出口份额变化（2024 年 6 月-2024 年 9 月）

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。

数据来源：广东海关，北大汇丰智库。

一是深圳对美国上游原材料、房地产相关、机电产品和劳动密集型产品出口保持景气，小额豁免影响未显。2024 年 9 月，深圳对美国的上游原材料出口份额达到 19.0%，较 6 月增长 15.9 个百分点；其中房地产相关产品出口份额为 59.6%，增幅高达 19.0 个百分点；其他劳动密集型产品出口份额达 32.6%，增长 16.0 个百分点。机电产品小幅上升，为 14.3%，较 6 月增长 0.3 个百分点。今年 4 月，美国众议员筹款委员会批准《结束中国滥用“小额豁免”规则法案》，对中国商品“小额豁免”入境审核规则予以调整，提升豁免门槛与壁垒，并确立新的违规惩处措施。目前来看，对美小额豁免政策影响未显，劳动密集型产品出口份额增长提速。

二是深圳对东盟的房地产相关和机电产品出口占比显著下降。9 月，深圳对东盟上游原材料、房地产相关产品、机电产品和其他劳动密集型产品出口份额占比依次为 26.1%、15.6%、18.5%、18.1%，较 6 月变化依次为 2.8、-8.4、-2.2、-1.9 个百分点。自二季度起，房地产相关产品份额持续下滑，且未见缓和迹象；其他劳动密集型产品自 3 月峰值后亦持续下降，至 9 月有所回升；上游原材料回落态势趋稳。房地产相关产品里，钢铁出口拖累较为严重。一方面，近年中国已有近 20 家钢厂企业向海外 10 余个国家进行海外投资建厂，而东南亚国家是钢铁产能对外投资项目相对集中的地区，东南亚本地钢厂产能提升，进口需求势必下降。另一方面，贸易摩擦加剧，越南也于今年 4 月针对我国镀锌钢、热轧钢出口开启反倾销调查。而机电产品出口份额缩减，主要是因为美国贸易政策调整，加强对东南亚转口贸易监管，深圳电子企业可能为规避美潜在制裁风险，缩减了经东盟转口至美的业务。

三是深圳主要商品对欧洲 28 国出口份额均有不同程度下滑，房地产相关产品出口韧性较强。其中，深圳对欧洲 28 国的上游原材料、房地产相关产品、机电产品和其他劳动密集型产品出口份额占比依次为 15.4%、19.6%、15.8%、19.6%，较 6 月变化依次为-1.3、3.7、-1.5、-4.8 个百分点。对欧出口走弱，主要受两方面因素影响。一方面，欧元区 9 月综合 PMI 大幅下滑至 48.9，为 15 个月来最低，制造业衰退加速，经济景气度较差，上游原材料和机电产品出口都有所放缓。另一方面，“小额豁免”政策收紧影响显现，劳动密集型产品受冲击较强，因欧盟计划取消 150 欧元免税额度，影响所有向欧盟客户直邮的在线零售商。而深圳跨境商品

出口主要依赖直邮、合作、海外仓三种方式，其中中小商户多用直邮，因政策变化导致直邮电商价格优势减弱，深圳中小民企受影响较大。考虑到 10 月欧元区综合 PMI 终值回升至荣枯线 50.0，经济景气度有所改善，制造业 PMI 终值为 46.0，较 9 月上升 1 个百分点，预计四季度对欧出口将有所回暖。

六、当前深圳经济面临的主要风险与挑战

1. 台积电高端芯片断供或制约 AI 产业发展

美国商务部要求台积电自 2024 年 11 月 11 日起，禁止向中国大陆及澳门供应 7 纳米及以下芯片。此举加剧了中芯国际等本土代工企业的产能压力，难以满足中国芯片公司的代工需求。AI 芯片作为 AI 大模型训练和推理的核心，其供应受限将制约 AI 产业的发展。加之美国已对中国禁售英伟达等先进 AI 芯片，台积电断供将进一步加剧中国在高端芯片领域的自主可控挑战。同时，美国拟出台新法案限制中国获取韩国高带宽存储（HBM）芯片，该芯片广泛应用于 GPU 显存和高性能、AI 计算等领域，其供应受限将进一步恶化中国 AI 芯片市场供需矛盾。短期内，深圳信息技术与信息传输业的高科技企业如字节、腾讯等，以及 AI 芯片初创企业可能面临芯片供应短缺，导致成本上升，营收增速下滑。长期来看，供应链重塑和市场格局变动将打乱行业发展节奏，削弱中国在全球半导体及 AI 产业链中的竞争地位。面对挑战，中国需加快构建自主可控的芯片供应链体系。

2. 房地产政策提振效果可持续性存疑

三季度，深圳房地产市场在政策推动下短暂回暖，但后续增长动力明显不足。从成交数据来看，5 月新政后，二手房成交量短暂攀升，随后 9 月迅速回落，10 月虽受 9 月新政刺激有所反弹，但 11 月又迅速回落，政策效应消退速度有所加快。而当前景气度难持续，主因多方面制约。居民端，未来收入预期不稳，经济转型致就业波动，民众购房更谨慎；杠杆率偏高，房贷负担重，抑制新购房需求。市场供需上，部分区域库存积压，供过于求，房价上行难，交易趋冷，加之“房住不炒”严控投机，市场回归理性居住需求。而供给与需求错配突出。保障性住房缺额大，一线城市房价高，新市民和青年住房难；改善性需求增长，现有供给难匹配。政策要激活市场，需供需协同。供给侧，加大保障房供给，优化选址配套，推进老旧小区

区改造；需求侧，精准调信贷，降刚需门槛，合理引导杠杆，稳市场预期促转型。

3. 特朗普上任后或加征关税增加贸易风险

据彼得森国际经济研究所（PIIE）G-Cubed 模型预测，若特朗普对华商品加征 60%关税且中国反制，中国经济将下滑 1.22 个百分点后缓慢复苏，出口和进口将骤降 2.13%和 3.96%。美国方面，GDP 将缩减 0.43%，出口与进口将分别剧降 1.89%和 1.96%。因此，特朗普此举势必对深圳依赖外需的行业如劳动密集型、机电产品等造成打击。电机制造企业因关键零部件进口成本的攀升，导致整机产品在美国市场的价格竞争力锐减，订单流失风险持续加剧，极有可能导致市场份额的缩减以及盈利水平的大幅下滑。利润空间或被进一步挤压，企业为应对成本上扬与市场变动，可能会削减对美出口规模，抑或被迫调整业务布局，这将对产业链的稳定性产生冲击，破坏产业生态的均衡性，对深圳外向型经济的持续健康发展形成严重阻碍，甚至可能牵一发而动全身，影响国内相关配套产业的发展，引发就业岗位流失等一系列连锁反应。

4. 消费偏弱拖累经济增长

三季度，深圳内需持续疲软，线下商品零售、餐饮业增速均弱增长，网络商品零售更是负增长，凸显内需不足的问题。目前，深圳消费领域存在诸多结构性与深层次问题。一是消费结构相对单一，缺乏具备强劲带动力的消费热点。二是居民消费信心匮乏，9 月我国消费者信心指数（CCI）为 85.7，消费意愿指数为 92.0，处于 1991 年以来历史最低水平。传统消费增长乏力，新兴消费业态尚处于萌芽与培育期，难以契合居民多元化的消费诉求。居民收入增长步伐迟缓、社会保障体系有待进一步健全以及消费环境仍需深度优化等多方面因素相互交织，共同制约了消费潜力的充分释放，致使经济增长缺乏稳固且有力的内生驱动力。

附录：新旧动能因子指标选择

附表 1 深圳新旧动能因子指标选取

类别	对应行业	指标
旧动能因子	房地产业及钢铁制造	深圳黑色金属冶炼及压延加工业营收累计同比
		深圳商品房成交面积当月同比
	批发零售业、住宿餐饮业	深圳线下商品零售总额累计同比
		深圳电影票房累计同比
	金融业	深圳本外币各项存款余额同比
		深圳本外币各项贷款余额同比
新动能因子	新一代电子信息、高端装备、海洋、营利性服务业	深圳计算机通信和其他电子设备制造业营收累计同比
		深圳铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业营收累计同比
		深圳专用设备制造业营收累计同比
		深圳电气机械及器材制造业营收累计同比
		深圳港口集装箱吞吐量累计同比
		华为和荣耀手机出货量当月同比
		比亚迪汽车销量当月同比
		全国笔记本电脑销量当月同比
	绿色低碳	深圳汽车制造业营收累计同比
		深圳电力热力的生产和供应业营收累计同比
	生物医药与健康	深圳医药制造业营收累计同比

附表 2 北京新旧动能因子指标选取

类别	对应行业	指标
旧动能因子	房地产业	北京商品房成交签约面积累计同比
		北京二手房成交签约面积累计同比
	批发零售业、住宿餐饮业	北京社会消费品零售总额商品零售累计同比
		北京社会消费品零售总额餐饮收入累计同比
	金融业	北京本外币各项存款余额同比
		北京本外币各项贷款余额同比
新动能因子	新一代电子信息、高端装备、营利性服务业	北京计算机通信和其他电子设备制造业营收累计同比
		北京汽车制造业营收累计同比
		北京新能源汽车产量累计同比
		北京智能手机产量累计同比
	绿色低碳	北京电力热力的生产和供应业营收累计同比

附表 3 上海新旧动能因子指标选取

类别	对应行业	指标
旧动能因子	房地产业	上海商品房成交签约面积累计同比
	批发零售业	上海消费品零售总额批发零售贸易业当月同比
	金融业	上海本外币各项存款余额同比
		上海本外币各项贷款余额同比
新动能因子	新一代电子信息、 高端装备、 营利性服务业	上海通用设备制造业营业收入累计同比
		上海专用设备制造业营业收入累计同比
		上海电气机械及器材制造业营业收入累计同比
		上海计算机通信和其他电子设备制造业营收累计同比
		上海汽车制造业营业收入累计同比
		上海新能源汽车产量累计同比
	绿色低碳	上海电力热力的生产和供应业营业收入累计同比



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>