

二零二零年四月十四日

# 经济触角

光银国际研究团队评论

## 简述

- 中国 3 月对外贸易表现有所好转。按人民币计价的出口额同比下跌 3.5%，远好于预期的-12.8%以及 2020 年首两个月的-15.9%，同时，进口额同比不降反升 2.4%，大幅优于预期值-7.0%以及首两个月的-2.4%。3 月当月外贸进出口总额同比跌 0.8%，较首两个月的-9.6%大幅收窄，贸易顺差为 1,394 亿元。2020 年一季度，中国整体贸易板块出现恶化，环比进出口分别下跌 0.7%和 11.4%，低于 2019 年四季度的+1.6%和+5.0%；进出口整体同比下降 6.4%，而 2019 年四季度为增长 4.6%。
- 总的来说，3 月外贸板块转好主要归功于部分工厂企业复工之后，早前积压订单得以发货出口。展望未来，新冠疫情在中国得到有效抑制并逐渐好转，中央政策层能够挣脱疫情的束缚，大展拳脚，修补供应链，摆脱前所未有的经济活动收缩。
- 新冠疫情全球肆虐仍然限制了旅游、个人支出、企业投资的意欲，国外需求以及消费者信息也尚未恢复，贸易活动是否真的见晴还有待观察。
- 中国外贸活动置身于疲软的全球贸易逆势当中。中国的主要贸易伙伴仍采取封锁的措施以遏制新冠病毒传播。这一方面打击了其对中国商品的需求，同时也冲击了原材料和半成品的供应。在我们看来，2020 年二季度中国产品的海外新订单量将出现缩减，或使得二季度外贸板块持续收缩。

林樵基  
研究部主管  
[Banny.lam@cebi.com.hk](mailto:Banny.lam@cebi.com.hk)  
(852)2916-9630

## 新冠病毒大流行，2020 年一季度中国外贸发展陷瓶颈

中国 3 月对外贸易表现有所好转。按人民币计价的出口额同比下跌 3.5%，远好于预期的-12.8%以及 2020 年首两个月的-15.9%，同时，进口额同比不降反升 2.4%，大幅优于预期值-7.0%以及首两个月的-2.4%。3 月当月外贸进出口总额同比跌 0.8%，较首两个月的-9.6%大幅收窄，贸易顺差为 1,394 亿元。2020 年一季度，中国整体贸易板块出现恶化，环比进出口分别下跌 0.7%和 11.4%，低于 2019 年四季度的+1.6%和+5.0%；进出口整体同比下降 6.4%，而 2019 年四季度为增长 4.6%。总的来说，3 月外贸板块转好主要归功于部分工厂企业复工之后，早前积压订单得以发货出口。展望未来，新冠疫情在中国得到有效抑制并逐渐好转，中央政策层能够挣脱疫情的束缚，大展拳脚，修补供应链，摆脱前所未有的经济活动收缩。然而，新冠疫情全球肆虐仍然限制了旅游、个人支出、企业投资的意欲，国外需求以及消费者信息也尚未恢复，贸易活动是否真的见晴还有待观察。中国外贸活动置身于疲软的全球贸易逆势当中。中国的主要贸易伙伴仍采取封锁的措施以遏制新冠病毒传播。这一方面打击了其对中国商品的需求，同时也冲击了原材料和半成品的供应。在我们看来，2020 年二季度中国产品的海外新订单量将出现缩减，或使得二季度外贸板块持续收缩。

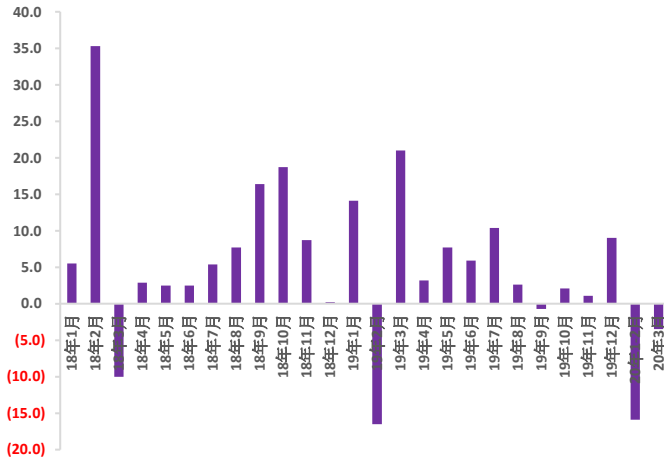
**中国 3 月出口随着工厂复工而向好。**新冠病毒的大流行严重冲击了全球需求以及中国生产和运输的能力。3 月的出口量较市场预期和 2020 年首两个月有大幅改善，反映出 3 月部分工厂复工后，输往海外的制造活动已经得到修复，弥补了年初的损失。总的来说，2020 年一季度对外贸易板块开局不利，进出口均较 2019 年四季度有所恶化，许多中国公司和工厂仍未能满负荷运转，影响了贸易活动的增长。此外，新冠病毒全球蔓延，中国主要贸易伙伴（例如美国和欧盟等）都深受其害，导致对中国产品的需求出现下跌，针对美国和欧盟的出口量分别同比下跌了 23.6%和 14.2%，从而使得 2020 年一季度整体外贸表现走弱。我们预计，在二季度外贸板块将暂时延续收缩的势头。随着经济面临的疲弱走势，中央政策决策层已经采取众多刺激措施以推高总需求，此举将有效缓解因新冠病毒引起的负面影响，并支持 2020 年中国对外贸易板块的增长。

**新冠病毒席卷全球，中国外贸板块仍陷低迷。**三月新出口订单和进口指数分别为 46.4 和 48.4，虽然较二月份的 28.7 和 31.9 有了明显改善，但整体依然处于较低水平。当前，新冠病毒正攻击全球多个大洲，各国为防疫纷纷出台隔离、封闭等措施，这些措施导致供应链遭到破坏，消费者支出急剧缩减，企业运营深受冲击。全球经济正面临着生产率急剧下降、经济活动正逐渐收缩的状况，这给

置身于经济中的多个行业带了严重的打击。展望未来，新冠病毒大流行或将延长全球经济的停滞期，国外需求下降是中国外贸部门面临的重大风险之一。在出口急剧萎缩的情况下，中国外贸板块在2020年上半年不可避免地跌入下跌轨道。

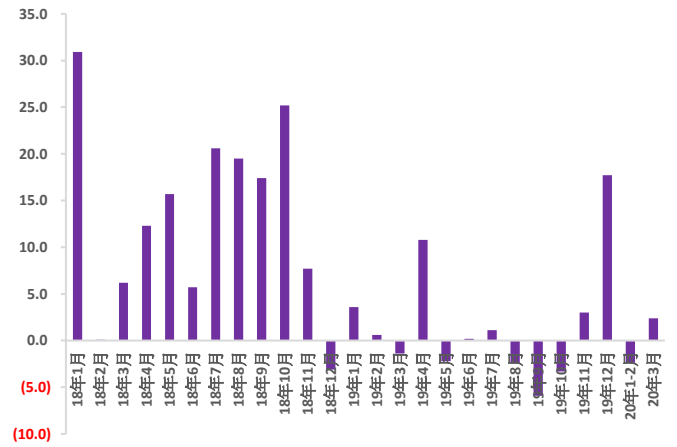
**全球贸易活动深受打击，削弱中国贸易前景。**世界贸易组织（WTO）预测，2020年，全球贸易将缩水13%至32%。下跌区间范围之大体现出全球健康危机的不确定性，也意味着此次贸易萎缩可能会严重超过2008年经济危机。生产和贸易无可避免地下跌将会重创家庭和企业，从而进一步导致全球经济的衰退。总而言之，中国经济正受到外贸逆势的牵制。为了应对贸易板块的不确定性，中国决策层将继续采取宽松的宏观经济政策，以低于经济增长减速。在我们看来，中国将加固刺激政策在促进经济增长和应对外部逆势中的根本性作用。积极的财政政策以及审慎放宽流动性将为宏观经济政策提供强有力支持，刺激内部需求回升，以对冲外贸活动的波动，确保2020年中国经济的软着陆。

图.1: 中国出口同比增长 (%) (按人民币)



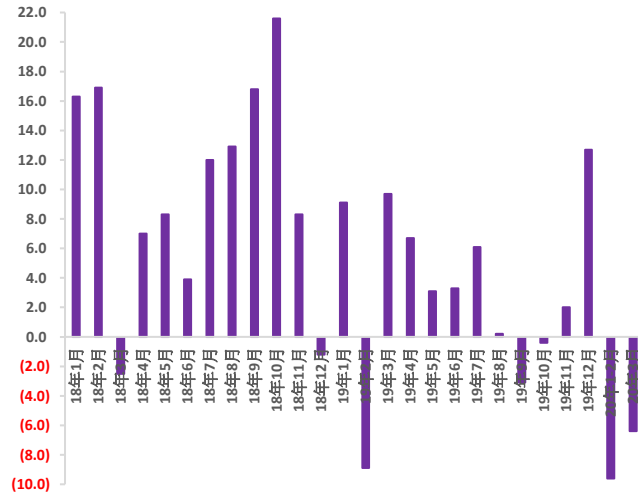
来源: 中国海关总署

图.2: 中国进口同比增长 (%) (按人民币)



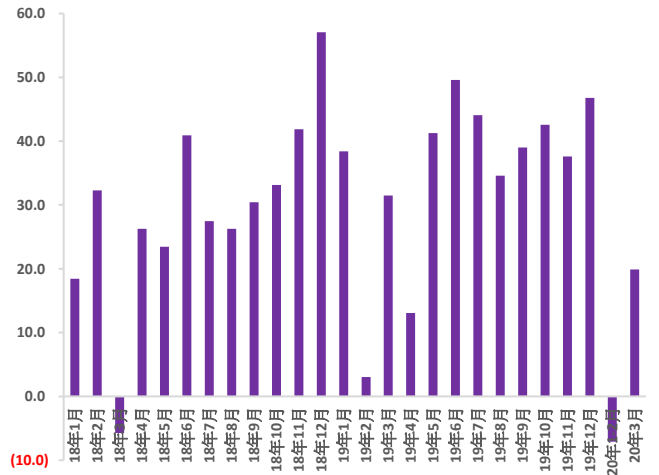
来源: 中国海关总署

图.3: 中国进出口商品总值同比增长 (%)



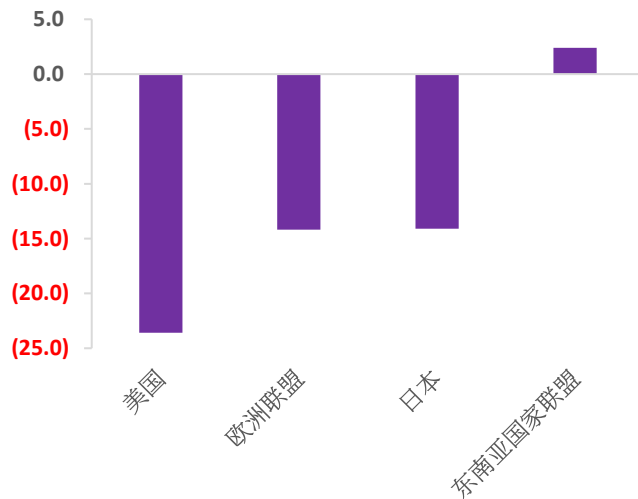
来源: 中国海关总署

图.4: 中国贸易顺差 (美元/十亿)



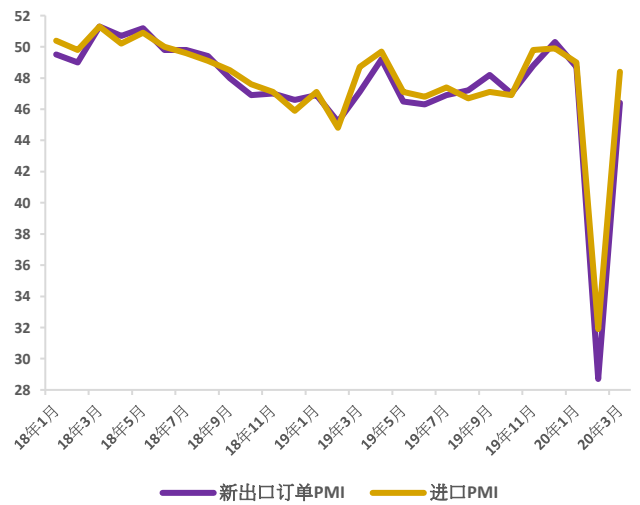
来源: 中国海关总署

图.5: 中国出口商品主要国别增长 (人民币/累计同比%)



来源: 中国海关总署

图.6: 中国制造业采购经理指数 - 新出口订单和进口



来源: 国家统计局

## 中国经济数据

	2017	2018	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019	2019	1Q2020
实际国民生产总值 (同比%)	6.8	6.6	6.4	6.2	6.0	6.0	6.1	-
制造业 PMI (%)	51.6	49.4	49.7	49.6	49.7	49.9	50.2	45.9
非制造业 PMI (%)	55.5	53.2	54.6	54.3	53.7	53.6	53.5	45.3
出口(人民币/同比%)	10.8	7.1	6.7	5.6	3.9	4.0	5.0	(11.4)
进口(人民币/同比%)	18.9	12.9	0.3	2.8	(2.5)	5.4	1.6	(0.7)
贸易余额 (人民币/十亿)	2852.0	2324.7	506.8	700.7	812.4	895.1	2917.7	98.3
出口增长 (美元/同比%)	7.9	9.9	1.4	(1.0)	(0.3)	1.8	0.5	(13.3)
进口增长 (美元/同比%)	16.1	15.8	(4.1)	(3.7)	(6.2)	3.2	(2.7)	(2.9)
贸易余额 (美元/十亿)	419.6	350.9	72.9	103.9	117.7	127.4	421.9	13.2
消费物价指数 (同比%)	1.6	2.1	1.8	2.6	2.9	4.3	2.9	4.9
生产者物价指数 (同比%)	6.3	3.5	0.2	0.5	(0.8)	(1.2)	(0.3)	(0.6)
固定资产投资(年初至今/同比%)	7.2	5.9	6.3	5.8	5.4	5.4	5.4	-
房地产投资 (年初至今/同比%)	7.0	9.5	11.8	10.9	10.5	9.9	9.9	-
工业增加值 (同比%)	6.6	6.2	6.5	5.6	5.0	5.9	5.7	-
零售额 (同比%)	10.2	9.0	8.3	8.6	7.6	7.8	8.0	-
新增贷款 (人民币/十亿)	12174.9	16173.6	5809.1	3863.4	3955.6	3189.4	16817.5	7100.0
广义货币供应量 (同比%)	8.1	8.1	8.6	8.5	8.4	8.7	8.7	10.1
总社会融资 (人民币/十亿)	26153.6	22492.0	8605.9	6007.7	5997.0	4964.7	25575.2	11080.0

	3/19	4/19	5/19	6/19	7/19	8/19	9/19	10/19	11/19	12/19	1/20	2/20	3/20
实际国民生产总值 (同比%)	6.4	-	-	6.2	-	-	6.0	-	-	6.0	-	-	-
制造业 PMI (%)	50.5	50.1	49.4	49.4	49.7	49.5	49.8	49.3	50.2	50.2	50.0	35.7	52.0
非制造业 PMI (%)	54.8	54.3	54.3	54.2	53.7	53.8	53.7	52.8	54.4	53.5	54.1	29.6	52.3
出口(人民币/同比%)	21.0	3.2	7.7	5.9	10.4	2.6	(0.7)	2.1	1.1	9.0	-	(15.9)	(3.5)
进口(人民币/同比%)	(1.4)	10.8	(2.2)	0.2	1.1	(2.5)	(5.9)	(3.3)	3.0	17.7	-	(2.4)	2.4
贸易余额 (人民币/十亿)	213.3	88.6	276.5	335.6	303.7	238.1	270.6	299.4	266.4	329.3	-	(42.6)	139.4
出口增长 (美元/同比%)	14.0	(2.7)	1.1	(1.5)	3.4	(1.0)	(3.2)	(0.8)	(1.3)	7.9	-	(17.2)	(6.6)
进口增长 (美元/同比%)	(7.2)	4.5	(8.2)	(6.8)	(4.9)	(5.5)	(8.2)	(6.2)	0.8	16.5	-	(4.0)	(0.9)
贸易余额 (美元/十亿)	31.5	13.1	41.3	49.6	44.1	34.6	39.0	42.6	37.6	47.2	-	(7.1)	19.9
消费物价指数 (同比%)	2.3	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8	3.0	3.8	4.5	4.5	5.4	5.2	4.3
生产者物价指数 (同比%)	0.4	0.9	0.6	0.0	(0.3)	(0.8)	(1.2)	(1.6)	(1.4)	(0.5)	0.1	(0.4)	(1.5)
固定资产投资 (年初至今/同比%)	6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5	5.4	5.2	5.2	5.4	-	(24.5)	-
房地产投资 (年初至今/同比%)	11.8	11.9	11.2	10.9	10.6	10.5	10.5	10.3	10.2	9.9	-	(16.3)	-
工业增加值 (同比%)	8.5	5.4	5.0	6.3	4.8	4.4	5.8	4.7	6.2	6.9	-	(13.5)	-
零售额 (同比%)	8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5	7.8	7.2	8.0	8.0	-	(20.5)	-
新增贷款 (人民币/十亿)	1694.3	1016.0	1183.7	1663.6	1055.8	1208.9	1691.0	661.3	1388.1	1140	3340.0	905.7	2850.0
广义货币供应量 (同比%)	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1	8.2	8.4	8.4	8.2	8.7	8.4	8.8	10.1
总社会融资 (人民币/十亿)	2960.2	1671.0	1712.4	2624.3	1287.2	2195.6	2514.2	868.0	1993.7	2103.0	5070.0	855.4	5150.0
全国城镇调查失业率(%)	5.2	5.0	5.0	5.1	5.3	5.2	5.2	5.1	5.1	5.2	-	6.2	-
31个大城市 城镇调查失业率 (%)	5.1	5.0	5.0	5.0	5.2	5.2	5.2	5.1	5.1	5.2	-	5.7	-

## 世界经济/金融指标

全球股指			
指数	收市价格	市盈率	一周变动 (%)
<b>美国</b>			
道琼斯工业平均指数	23,390.77	16.34	3.1
标准普尔 500 指数	2,761.63	18.09	3.7
纳斯达克综合指数	8,192.42	51.94	3.5
<b>欧洲</b>			
富时 100 指数	5,842.66	16.77	6.61
德国 DAX 30 指数	10,564.74	18.30	10.38
法国 CAC 40 指数	4,506.85	16.41	6.77
斯托克 600 价格指数	331.80	14.84	6.32
<b>亚洲</b>			
香港恒生指数	24,435.40	9.87	5.16
恒生中国企业指数	9,847.47	7.77	3.75
上海深圳沪深 300 指数	3,825.70	13.57	0.73
上海证券交易所综合指数	2,827.28	13.31	0.23
深证综合指数	1,745.42	36.42	0.12
日经 225 指数	19,638.81	17.17	3.63
韩国 KOSPI 指数	1,857.08	17.56	1.84
台湾证交所加权股价指数	10,332.94	16.20	3.37
标普/澳证 200 指数	5,488.11	16.58	8.30
<b>MSCI 指数</b>			
MSCI 世界指数	1,970.67	17.29	9.30
MSCI ACWI 指数	469.57	16.55	8.88
MSCI 新兴市场指数	887.58	12.59	5.85
MSCI 美国指数	2,657.07	18.83	10.64
MSCI 英国指数	1,663.09	17.13	6.31
MSCI 法国指数	130.67	16.30	7.17
MSCI 德国指数	121.64	17.17	9.95
MSCI 中国指数	78.50	12.97	3.41
MSCI 香港指数	13,221.38	13.01	6.58
MSCI 日本指数	860.45	13.68	6.67

\* 亚洲市场根据 14/04/2020 收市价, 其余市场根据 13/04/2020 收市价。

货币市场		
	收益率 (%)	一周变动 (%)
联邦基金目标利率	0.25	0.00
美国最佳利率	3.25	0.00
联储贴现率	0.25	0.00
欧洲央行最低再融资利率 1 周	0.00	0.00
日本央行政策利率	-0.10	0.00
美国综合国债 1 个月收益率	0.13	0.08
美国综合国债 1 年收益率	0.22	0.06
美国综合国债 5 年收益率	0.43	-0.02
美国综合国债 10 年收益率	0.76	0.04
美国综合国债 30 年收益率	1.40	0.11
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	0.81	-0.17
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	1.31	-0.13
日本综合国债 1 年收益率	-0.15	-0.02
日本综合国债 10 年收益率	0.03	0.01
德国综合国债 1 年收益率	-0.37	0.22
德国综合国债 10 年收益率	-0.35	-0.04
中国基准利率	4.35	0.00
中国国债收益率 CFIF 报价 - 1 年	1.23	1.23
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	1.98	1.98
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	2.48	2.48
上海银行同业拆放利率- 隔夜	0.99	0.19
上海银行同业拆放利率- 1 个月	1.35	-0.31
香港基本利率 (贴现率)	0.96	-0.05
香港银行同业拆放利率- 隔夜	0.96	-0.05
香港银行同业拆放利率- 一个月	1.60	-0.26
离岸人民币拆放利率-隔夜	1.16	0.07
离岸人民币拆放利率-1 个月	1.73	-0.18
<b>公司债 (穆迪)</b>		
Aaa	2.56	-0.20
Baa	4.52	-0.07

全球商品			
	价格		一周变动 (%)
<b>能源</b>			
NYMEX 轻质低硫原油期货	美元/桶	22.16	-15.03
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	31.45	-4.84
天然气期货	美元/百万英	1.73	-0.35
<b>基本金属</b>			
LME 原铝现货 (\$)	美元/吨	1,440.50	-1.17
铜期货	美元/磅	231.85	4.55
LME 钢筋期货	美元/吨	393.00	5.50
LME 铅现货 (\$)	美元/吨	1,703.00	0.96
<b>贵金属</b>			
现货金	美元/盎司	1,723.24	4.09
黄金期货	美元/盎司	1,774.30	4.75
现货银	美元/盎司	15.61	2.92
现货铂	美元/盎司	768.16	2.80
<b>农产品</b>			
玉米期货	美元/蒲式耳	336.00	0.75
小麦期货 (CBT)	美元/蒲式耳	554.75	0.68
11 号糖 (全球)	美元/磅	10.49	1.65
大豆期货	美元/蒲式耳	861.50	0.03

数据来源: 彭博

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	99.32	-0.58
欧元/美元	1.0920	0.38
英镑/美元	1.2572	2.24
澳大利亚元/美元	0.6410	3.70
美元/加拿大元	1.3885	-0.91
美元/日元	107.57	-1.39
美元/瑞士法郎	0.9655	-0.79
人民币中间价指数	7.0406	-0.75
美元/人民币	7.0524	0.10
<b>交割远期</b>		
美元/中国境外即期汇率	7.1198	-0.06
美元/港币	7.0617	-0.05
美元/港币	7.7512	-0.02
人民币/港币	1.0982	-0.18
中国境外即期汇率/港币	1.0977	0.04
美元/韩元	1,217.10	-0.33
美元/新台币	30.063	-0.20
美元/新加坡元	1.4163	-0.58
美元/印度卢比	76.2750	0.97

## 权益披露

### 分析员保证

分析员，林樵基(香港证监会中央编号:AGH217)作为本研究报告全部撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

### 免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。光银国际资本有限公司不负责文中信息的更新。光银国际资本有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与光银国际资本有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。光银国际资本有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2020 年光银国际资本有限公司

该材料的任何部分未经光银国际资本有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发；

办公地址：香港，干诺道中1号，友邦金融中心22楼，光银国际资本有限公司

电话：(852) 2916 9600