

二零二二年三月九日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 在主要贸易伙伴消费反弹以及工业品出厂价格增速继续向上的推动下，中国1-2月出口延续上升趋势，以人民币计价贸易总额录得同比13.6%的增长，高于市场预期的7.9%，但低于12月的17.3%。至于进口方面，1-2月的进口表现降温，同比增幅仅12.9%，高于市场预期的12.7%，但低于12月的16.0%。进口增速下降，反映国内对海外消费品的需求减少，与此同时，不断飘涨的进口原材料价格也令相关需求明显被削弱。
- 持续的全球供应链瓶颈，迫使工厂减产，拖累中国对外贸易的发展。展望未来，西方许多国家表态“与新冠病毒共存”，希望重新开放当地经济并解除相关的防疫封锁措施。这些国家正囤积大量消费品，以提振当地消费，进而增强经济复苏动力。不过，当前俄乌的紧张局势正扰乱能源供应链，能源价格飙升可能加剧全球通胀压力，并令供应链危机恶化，对贸易活动的可持续复苏构成阻碍。
- 展望未来，中国的政策制定者预计会不遗余力地加速恢复物流渠道的畅顺运作，从而确保工厂的正常化生产及海外订单的顺利交付。我们认为，未来几个月中国整体贸易增速可能会出现一定程度的放缓，但温和增长的趋势仍将在2022年保持不变。

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

中国2022年首两个月出口增速放缓

在主要贸易伙伴消费反弹以及工业品出厂价格增速继续向上的推动下，中国1-2月出口延续上升趋势，以人民币计价贸易总额录得同比13.6%的增长，高于市场预期的7.9%，但低于12月的17.3%。至于进口方面，1-2月的进口表现降温，同比增幅仅12.9%，高于市场预期的12.7%，但低于12月的16.0%。进口增速下降，反映国内对海外消费品的需求减少，与此同时，不断飘涨的进口原材料价格也令相关需求明显被削弱。总的来说，持续的全球供应链瓶颈，迫使工厂减产，拖累中国对外贸易的发展。展望未来，西方许多国家表态“与新冠病毒共存”，希望重新开放当地经济并解除相关的防疫封锁措施。这些国家正囤积大量消费品，以提振当地消费，进而增强经济复苏动力。不过，当前俄乌的紧张局势正扰乱能源供应链，能源价格飙升可能加剧全球通胀压力，并令供应链危机恶化，对贸易活动的可持续复苏构成阻碍。展望未来，中国的政策制定者预计会不遗余力地加速恢复物流渠道的畅顺运作，从而确保工厂的正常化生产及海外订单的顺利交付。我们认为，未来几个月中国整体贸易增速可能会出现一定程度的放缓，但温和增长的趋势仍将在2022年保持不变。

全球对中国产品需求强劲，首两个月进出口持续增长。2022年1-2月，中国对外贸易延续强势，以人民币计价出口额为3.47万亿元，同比增长13.6%；进口额则为2.73万亿元，同比增长12.9%；2022年头两个月进出口总值较去年同期增长13.3%，贸易顺差则较2021年12月增加22.18%至7388亿元。1-2月中国对美国、欧盟和东盟国家的出口增长保持在两位数，对一带一路沿线国家出口同比增长也保持在16.6%，这表明疫情和大宗商品价格飙升并没有抑制他们对中国产品的需求，同时疫情的逐步缓和各经济体服务业修复等因素拉动需求。进口方面中国1-2月从东盟和一带一路沿线国家进口较多，同比增速分别达10.3%和20.7%，从欧盟进口量则有所下跌；近期大宗商品的持续高企仍为进口增速提供了坚实基础，但由于2021年进口价格的高基数效应，价格对于进口增长的驱动力开始减弱。展望2022年，全球疫情虽开始好转，但地缘政治的加剧继续对供应链构成压力，中国出口商正面临人民币升值、通胀进一步走高、原材料及运费成本飙升等多重挑战。我们认为，全球贸易活动的复苏根基仍不稳固。考虑到2022年全球贸易的不确定性，中国整体贸易的发展态势将在未来数月经历一番波动。

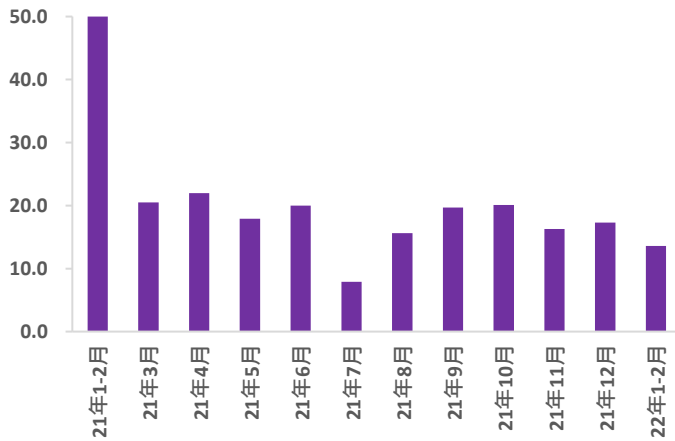
全球供应链受疫情影响严重，拖累中国首两个月出口表现。1-2月中国在高基数效应及全球流动性收紧等不利因素影响下，仍取得13.6%的增长。分类别看，因欧美国家疫情缓解并开始逐步开放，医疗用品的出口增速有较大降幅；但在机电产品、集成电路等类别

在《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）生效所产生积极影响下，分别录得 9.9% 和 27.7% 的增长。分地区来看，东盟和欧盟为中国的前两大贸易伙伴，其中与欧盟贸易额占总值的 14.1%，超越东盟的 14%，为最近两年内的首次。不过，俄乌冲突的加剧、对俄罗斯各项制裁的实施以及由此带来的高通胀等因素将给欧盟的发展蒙上一层阴影，进而影响中国对欧盟的出口。随着全球疫情趋于缓和，供应链将开始逐步恢复，中国外贸向下压力仍然存在，而俄乌冲突则给全球贸易带来新的不确定性。不过，1-2 月贸易数据继续录得双位数字的增长，为 2022 年全年开了一个好头，显示出中国外贸的韧劲，随着 2022 年政府工作报告聚焦外贸平稳发展，中国当局预计将继续创造有利的政策环境降低不确定性带来的冲击。

人民币强势或阻碍中国出口发展。俄乌冲突升温的溢出波及效应正波及人民币走势。随着西方加大对俄罗斯的制裁，中俄贸易往来的去美元化进程将会进一步加速，增强了近期人民币的走势。作为中俄间贸易的主要组成部分，能源交易在过去主要以美元计价，但现在以人民币计价已变得越来越常见，因此卢比的短期波动将不太可能对中俄能源交易造成严重影响，同时以人民币计价则进一步加强了人民币的强势。总体来说，近期人民币升值给中国出口带来了挑战，价格上涨增强了东南亚产品的优势，使得全球更倾向于选择相对应地区的产品。人民币汇率走强或将会在大宗商品涨价、国际市场混乱、汇率波动性大和地缘政治危机的基础上进一步影响中国 2022 年进出口贸易形势。我们相信，中国人民银行将会采取措施遏制人民币的快速升值，并保证中国外汇储备处于合理水平。

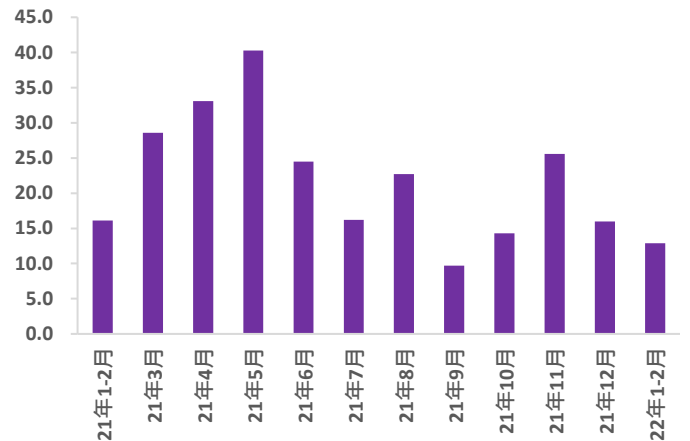
中国整体对外贸易增速将在 2022 年内继续放缓。中国最新公布的 2 月官方新出口订单和进口指数（制造业 PMI 的两个分项指数）呈现不同势态，分别录得 49.0 和 48.6，显示出中国商品的海外新订单量和国内对海外商品的需求下降。然而，全球供应链危机、国内的电力短缺和疫情反复问题，导致部分海外订单延迟交付或被取消，拖累整体对外贸易的表现。除此之外，购进价格指数重新站上 60 关口，显示进口工业原材料及大宗商品的价格飙涨，中国的相关厂商不得不减少对这些工业材料的采购。我们认为，中国 2022 年对外贸易将保持扩张势头，但在外部环境不确定性增加和经济下行压力加强的情况下，增速放缓或已成定势。

图.1: 中国出口同比增长 (%) (按人民币)



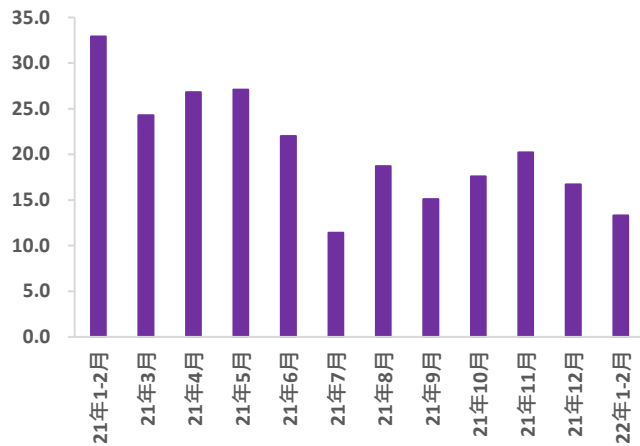
来源: 中国海关总署

图.2: 中国进口同比增长 (%) (按人民币)



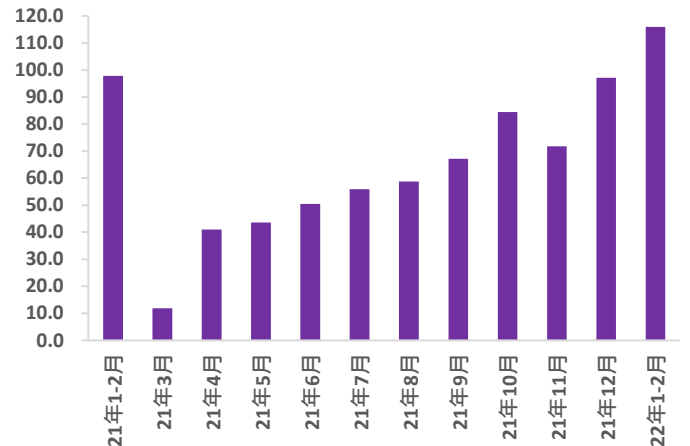
来源: 中国海关总署

图.3: 中国进出口商品总值同比增长 (%)



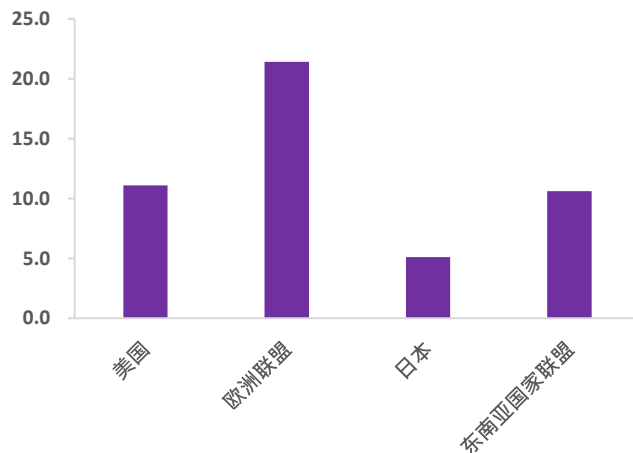
来源: 中国海关总署

图.4: 中国贸易顺差 (美元/ 十亿)



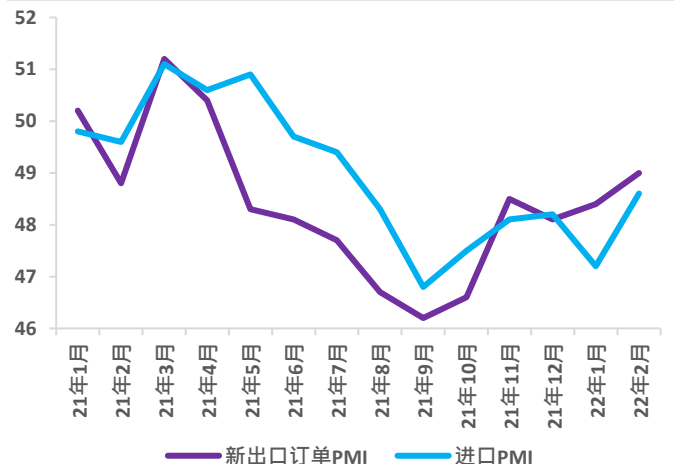
来源: 中国海关总署

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

	2018	2019	2020	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	2021
实际国民生产总值 (同比%)	6.7	6.0	2.2	18.3	7.9	4.9	4.0	8.1
制造业 PMI (%)	49.4	50.2	51.9	51.3	51.0	50.0	49.9	50.3
非制造业 PMI (%)	53.2	53.5	55.7	53.4	54.5	51.3	52.5	52.7
出口(人民币/同比%)	7.1	5.0	4.0	38.7	20.0	14.4	17.8	21.2
进口(人民币/同比%)	12.9	1.7	(0.2)	19.3	32.2	15.9	18.7	21.5
贸易余额 (人民币/十亿)	2324.7	2912.0	3634.2	710.9	873.8	1173.4	1610.8	4368.7
出口增长 (美元/同比%)	9.9	0.5	3.6	48.8	30.6	24.2	23.0	29.9
进口增长 (美元/同比%)	15.8	(2.7)	(0.6)	29.4	44.0	25.6	23.7	30.1
贸易余额 (美元/十亿)	351.0	421.1	524.0	108.9	135.1	181.9	250.6	676.4
消费物价指数 (同比%)	2.1	2.9	2.5	0.0	1.1	0.8	1.8	0.9
生产者物价指数 (同比%)	3.5	(0.3)	(1.8)	2.1	8.2	9.7	12.2	8.1
固定资产投资(年初至今/同比%)	5.9	5.4	2.9	25.6	12.6	7.3	4.9	4.9
房地产投资 (年初至今/同比%)	9.5	9.9	7.0	25.6	15.0	8.8	4.4	4.4
工业增加值 (同比%)	6.2	5.7	2.8	24.6	9.0	4.9	3.9	9.6
零售额 (同比%)	9.0	8.0	(3.9)	33.9	13.9	5.0	3.5	12.5
新增贷款 (人民币/十亿)	12579.4	16815.7	19632.9	7667.9	5084.5	3961.4	3231.2	19945.1
广义货币供应量 (同比%)	8.1	8.7	10.1	9.4	8.6	8.3	9.0	9.0
总社会融资 (人民币/十亿)	22492.0	25673.5	34791.8	10288.9	7510.9	6967.1	6584.1	31351.0

	2/21	3/21	4/21	5/21	6/21	7/21	8/21	9/21	10/21	11/21	12/21	1/22	2/22
实际国民生产总值 (同比%)	-	18.3	-	-	7.9	-	-	4.9	-	-	4.0	-	-
制造业 PMI (%)	50.6	51.9	51.1	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3	50.1	50.2
非制造业 PMI (%)	51.4	56.3	54.9	55.2	53.5	53.3	47.5	53.2	52.4	52.3	52.7	51.1	51.6
出口(人民币/同比%)	20.5	22.0	17.9	20.0	7.9	15.6	19.7	20.1	16.3	17.3	16.4	-	13.6
进口(人民币/同比%)	28.6	33.1	40.3	24.5	16.2	22.7	9.7	14.3	25.6	16.0	20.2	-	12.9
贸易余额 (人民币/十亿)	231.0	75.3	264.2	283.2	326.4	358.7	378.9	435.8	545.2	460.9	604.7	-	738.8
出口增长 (美元/同比%)	30.4	32.1	27.7	32.1	19.2	25.4	28.0	26.9	21.7	20.9	24.6	-	16.3
进口增长 (美元/同比%)	39.1	44.0	52.0	37.1	28.2	32.7	17.2	20.4	31.4	19.5	28.7	-	15.5
贸易余额 (美元/十亿)	35.4	11.8	41.0	43.6	50.5	56.0	58.9	67.2	84.4	71.8	94.5	-	116.0
消费物价指数 (同比%)	(0.2)	0.4	0.9	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7	1.5	2.3	1.5	0.9	0.9
生产者物价指数 (同比%)	1.7	4.4	6.8	9.0	8.8	9.0	9.5	10.7	13.5	12.9	10.3	9.1	8.8
固定资产投资 (年初至今/同比%)	35.0	25.6	19.9	15.4	12.6	10.3	8.9	7.3	6.1	5.2	4.9	-	-
房地产投资 (年初至今/同比%)	38.3	25.6	21.6	18.3	15.0	12.7	10.9	8.8	7.2	6.0	4.4	-	-
工业增加值 (同比%)	35.1	14.1	9.8	8.8	8.3	6.4	5.3	3.1	3.5	3.8	4.3	-	-
零售额 (同比%)	33.8	34.2	17.7	12.4	12.1	8.5	2.5	4.4	4.9	3.9	1.7	-	-
新增贷款 (人民币/十亿)	1359.4	2730.3	1468.5	1496.4	2119.6	1083.2	1215.2	1663.0	826.2	1273.2	1131.8	3980.0	-
广义货币供应量 (同比%)	10.1	9.4	8.1	8.3	8.6	8.3	8.2	8.3	8.7	8.5	9.0	9.8	-
总社会融资 (人民币/十亿)	1724.3	3376.2	1857.0	1952.2	3701.7	1075.2	2989.3	2902.6	1617.6	2598.3	2398.3	6170.0	-
全国城镇调查失业率(%)	5.5	5.3	5.1	5.0	5.0	5.1	5.1	4.9	4.9	5.0	5.1	-	-
31 个大城市 城镇调查失业率 (%)	-	5.5	5.3	5.2	5.2	5.2	5.3	5.0	5.1	5.1	5.1	-	-

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 (%)
美国			
道琼斯工业平均指数	32,632.64	17.29	(1.99)
标准普尔 500 指数	4,170.70	21.42	(3.15)
纳斯达克综合指数	12,795.55	69.38	(5.45)
欧洲			
富时 100 指数	6,964.11	14.26	(4.99)
德国 DAX 30 指数	12,831.51	11.57	(7.72)
法国 CAC 40 指数	5,962.96	15.35	(6.78)
斯托克 600 价格指数	415.01	14.40	(6.18)
亚洲			
香港恒生指数	20,765.87	7.86	(8.77)
恒生中国企业指数	7,237.80	7.43	(10.12)
上海深圳沪深 300 指数	4,265.39	15.45	(7.67)
上海证券交易所综合指数	3,293.53	14.11	(5.60)
深证综合指数	2,139.67	32.47	(8.02)
日经 225 指数	24,790.95	14.19	(7.65)
韩国 KOSPI 指数	2,622.40	11.92	(2.84)
台湾证交所加权股价指数	16,825.25	13.31	(5.99)
标普/澳证 200 指数	6,980.33	16.88	(1.64)
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	2,797.70	18.49	(4.54)
MSCI ACWI 指数	655.47	17.40	(4.81)
MSCI 新兴市场指数	1,096.05	11.94	(6.83)
MSCI 美国指数	3,987.52	22.17	(3.52)
MSCI 英国指数	1,996.77	14.22	(4.64)
MSCI 法国指数	170.13	16.87	(6.87)
MSCI 德国指数	136.61	10.95	(8.40)
MSCI 中国指数	70.85	11.86	(10.71)
MSCI 香港指数	13,542.03	17.20	(5.55)
MSCI 日本指数	1,078.96	12.68	(7.21)

*所有市场根据 2022/03/08 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	0.1344	0.071
美国综合国债 1 年收益率	1.0522	0.175
美国综合国债 5 年收益率	1.7761	0.182
美国综合国债 10 年收益率	1.8456	0.118
美国综合国债 30 年收益率	2.2270	0.122
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	0.3063	0.065
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	0.6429	0.139
日本综合国债 1 年收益率	(0.066)	(0.007)
日本综合国债 10 年收益率	0.160	(0.016)
德国综合国债 1 年收益率	(0.691)	(0.001)
德国综合国债 10 年收益率	0.112	0.184
中国贷款市场报价利率(1 年期)	3.70	0.00
中国国债收益率 CFIF 报价 - 1 年	2.049	0.026
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.535	0.001
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10 年	2.840	0.019
上海银行同业拆放利率- 隔夜	2.056	0.255
上海银行同业拆放利率- 1 个月	2.300	(0.003)
香港基本利率(贴现率)	0.50	0.00
香港银行同业拆放利率- 隔夜	0.0554	(0.011)
香港银行同业拆放利率- 一个月	0.2418	0.019
离岸人民币拆放利率-隔夜	2.0713	0.606
离岸人民币拆放利率-1 个月	3.0200	0.096
公司债 (穆迪)		
Aaa	3.31	0.05
Baa	4.10	(0.07)

全球商品			
	价格		一周变动 (%)
能源			
NYMEX 轻质低硫原油期货	美元/桶	123.70	19.62
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	127.98	21.92
天然气期货	美元/百万英	4.53	(1.01)
基本金属			
LME 原铝现货(\$)	美元/吨	3,470.50	(0.87)
铜期货	美元/磅	471.00	2.47
LME 钢筋期货	美元/吨	940.00	12.57
LME 铅现货(\$)	美元/吨	2,461.00	2.06
贵金属			
现货金	美元/盎司	2,006.02	4.19
黄金期货	美元/盎司	2,043.30	5.12
现货银	美元/盎司	26.07	5.85
现货铂	美元/盎司	1,145.33	8.14
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	753.00	3.75
小麦期货(CBT)	美元/蒲式耳	1,286.50	30.74
11 号糖(全球)	美元/磅	19.43	5.94
大豆期货	美元/蒲式耳	1,689.75	(0.01)

数据来源: 彭博

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	99.06	1.70
欧元/美元	1.0898	(2.54)
英镑/美元	1.3121	(2.02)
澳大利亚元/美元	0.7296	0.32
美元/加拿大元	1.2835	1.33
美元/日元	115.59	0.64
美元/瑞士法郎	0.9267	0.75
人民币中间价指数	6.3185	0.27
美元/人民币	6.3187	0.11
美元/人民币-交割远期	6.4513	0.21
美元/中国境外即期汇率	6.3226	0.13
美元/港币	7.8193	0.03
人民币/港币	1.2376	(0.07)
中国境外即期汇率/港币	1.2367	(0.09)
美元/韩元	1,237.40	2.90
美元/新台币	28.37	1.23
美元/新加坡元	1.3635	0.58
美元/印度卢比	76.91	2.08

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 2022 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