

二零二二年四月十四日

# 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3月出口延续上升趋势，以人民币计价贸易总额录得同比12.9%的增长，高于市场预期的12.4%，但低于1-2月的13.6%。至于进口方面，3月的进口表现不佳，同比下降1.7%。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，不断飙涨的进口原材料价格也令相关需求明显削弱。
- 持续的全球供应链瓶颈，以及多地疫情反复导致的国内供应链、物流不顺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。这些国家正在大量进口消费品，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纠错以保证物流和供应链渠道的畅顺运作，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。

## 中国2022年一季度对外贸易增速放缓

全球对中国产品需求波动以及国内需求疲软，一季度中国对外贸易增速放缓。受主要贸易伙伴的需求疲软拖累，中国3月以人民币计价出口额同比增速放缓至12.9%，略高于市场预期的12.4%，但低于1-2月的13.6%。3月进口亦表现不佳，以人民币计价进口额由升转跌，同比下滑1.7%，低于市场预期的增长6.3%和1-2月的增长12.9%。一季度整体对外贸易数据出现大幅回落，进出口总额同比增速仅10.7%，而2021年四季度和2021年全年的增速分别为18.1%和21.4%。其中，一季度出口额和进口额增速分别放缓至13.4%和7.5%，贸易顺差达1.04万亿元人民币。我们看到，全球经济复苏不均衡正导致外部需求的不确定性增加，而国内对海外消费品的需求亦迅速降温，价格飙升使得对进口能源和大宗商品的需求持续回落，再叠加2021年的高基数因素，中国对外贸易增速出现放缓。与此同时，劳动力短缺和原材料成本高企等问题令中国企业在完成海外新订单时面临较大压力。总的来说，持续的全球供应链瓶颈以及俄乌冲突等负面因素，正威胁中国工业生产活动的运行，拖累对外贸易行业的顺畅发展。展望未来，部分西方国家解除相关的防疫封锁措施，以提振当地消费，进而增强经济复苏动力。尽管新一轮的新冠疫情在中国的部分城市迅速扩散，但预计当局将继续确保工业生产的正常运作，以满足海外对中国产品的需求。我们认为，虽然中国的整体贸易活动在2022年二季度可能会因多重风险因素而导致增长势头继续放缓，但预计政策制定者将加大支持力度，着力发展跨境电子商务和其他可以促进对外贸易发展的创新产业，积极推动内外贸融合发展，进一步增强中国对外贸易产业的发展动力，预计2022年中国的对外贸易行业仍将维持在合理区间内运行。

**2021年首季对外贸易表现平稳，海外需求仍在。**2022年一季度，中国对外贸易韧性犹存，以人民币计价出口额为5.23万亿元，同比增长13.4%；进口额则为4.19万亿元，同比增长7.5%；2022年首季，进出口总值较去年同期增长10.7%，贸易顺差则较去年同期增长36.84%至1.04万亿元。具体到3月来看，以人民币计价出口额为1.75万亿元，同比增长12.9%；进口额则为1.45万亿元，同比下降1.7%；2022年3月进出口总值较去年同期增长5.8%。分地区来看，一季度中国对东盟、欧盟、美国的出口增长均保持在两位数，对一带一路沿线国家的进出口同比增长也保持在16.7%；单看3月，中国对东盟和美国的出口增速较快，其中美国增速由1-2月11.1%上升至20.48%，这表明俄乌冲突和大宗商品价格飙升并没有过度抑制他们对中国产品的需求。进口方面，中国一季度从东盟和一带一路沿线国家进口较多。不过，近期大宗商品价格持续高企和多地疫情爆发一定程度上影响了中国进口，导致食用植物油、铁矿砂及其精矿、肉类降幅明显，再叠加2021年进口价格的高基数效

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

应，拖累整体进口表现。展望今年余下时间，全球疫情虽已开始回落，但地缘政治危机的加剧将继续对供应链构成压力，中国出口商正面临着中美经济周期错位、疫情反复、原材料成本飙升等多重挑战。我们认为，俄乌冲突对原本脆弱的全球贸易复苏根基造成打击，为经济复苏再添不确定性。与此同时，最新公布的中国官方2月新订单指数及进口指数——两项制造业PMI的分项指标，分别录得48.8和46.9，反映海外新订单仍未有改善，同时中国国内因大宗商品价格的高涨和疫情反复，令进口商品需求继续处于低位，对外贸易活动的增长势头保持出多进少。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。

**出口价格因素影响不断提升，对欧盟出口压力增大。**今年首季，中国出口额受高基数效应、国内疫情反复及全球流动性收紧等不利因素影响下，仍取得13.4%的增长。分类别看，汽车及汽车底盘、稀土、未锻轧的铝及铝材是中国出口增长的主要动力，分别录得83.4%、74.6%和61.5%的增长；最新一期的出口价格指数达111.7，距2008年2月的111.9的最高记录仅差0.2，显示出价格推动中国出口增长方面的作用持续提高，为出口名义增速提供重要支撑。分地区来看，东盟在一季度保持外贸总值占比14.4%，回归中国第一大贸易伙伴，欧盟虽仍为第二大贸易伙伴，但由于俄乌冲突的持续、对俄罗斯各项制裁的实施以及由此带来的高通胀等问题正影响欧盟的进口需求，对欧盟出口增速已从去年10月的30%以上滑落至今年3月的19.8%。总的来说，尽管全球疫情趋于缓和，供应链瓶颈将开始逐步恢复正常，但中国对外贸易的下行压力仍存，俄乌冲突和多个国家和地区对俄罗斯的制裁将令全球通胀的上行压力和贸易行业的下行压力加剧。不过，尽管面临复杂严峻的外部环境，中国一季度贸易数据仍录得双位数字增长，显示出中国外贸的韧性，预计中国政府也将制定多种策略，保证国内制造业和对外贸易行业的平稳运行，加大力度推行国内国外双循环战略，保证经济平稳发展，顺利度过三重压力难关。

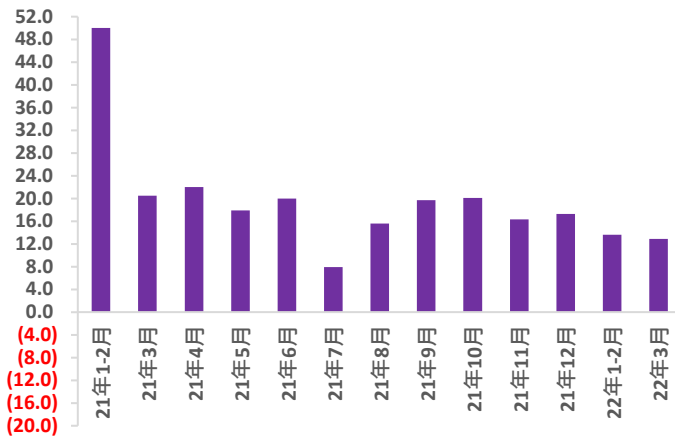
**人民币强势或在未来一段时间得到缓解。**俄乌冲突持续凸显出人民币在全球市场的重要性，也逐渐成为重要的避险货币，全球对人民币的需求上升推动人民币汇率保持强势。但从出口端来看，人民币的强势使出口价格持续升高，导致出口产品竞争力下降，变相增强了东南亚产品的优势，令中国2022年进出口贸易形势进一步承压。不过，随着美国加息步伐不断加快，中美两国利差减小，美国10年期国债收益率在2010年之后首次超过中国10年期国债收益率，人民币汇率强势势头将会得到一定缓解。总的来说，人民币汇率走强或将会在大宗商品涨价、国际市场混乱、汇率波动性大和地缘政治危机的基础上进一步影响中国2022年的进出口贸易形势，但接下来随着美国加速加息和中国进一步宽松的货币政策出台，由汇率因素导致的出口压力将会得到缓解，但需要警惕随之而来的原材料价格上涨预期，进而带来输入性通胀。我们相信，中国人民银行已注意到中美两国逆周期经济政策带来的影响，将会在出台政策时平衡好美国加息和中国宽松政策之间的博弈，确保稳增长的主要目标。

**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3月官方新订单和进口指数（制造业PMI的两个分项指数）均进入收缩区间，分别录得48.8和46.9，显示出新订单数量和进口数量的双双下降。因俄乌冲突而导致的大宗商品价格暴涨虽然较冲突初期渐趋稳定，但整体价格仍较冲突发生前上涨较多，导致PMI分项数据中的购进价格增长6.1至66.1。受此影响，中国原材料价格进

一步走高，3月PPI环比增幅达1.1%，中国厂商不得不减少工业原材料的采购。与此同时，新冠疫情自年初开始在国内零星复燃，令出口订单交付时间延后，给中国出口带来压力。PMI分项数据中的新出口订单下降1.8个百分点至47.2，显示出对外出口的订单继续疲软。我们认为，短期来看，上海2021年出口额占总出口额的近20%，自3月下旬开始封城将对出口造成影响，但一季度对此并未充分体现，预计二季度时影响将会进一步显现；长期来看，中国2022年对外贸易将保持增长，但考虑到外部环境的不确定性增加及经济下行压力加大，增速放缓或已成定势。

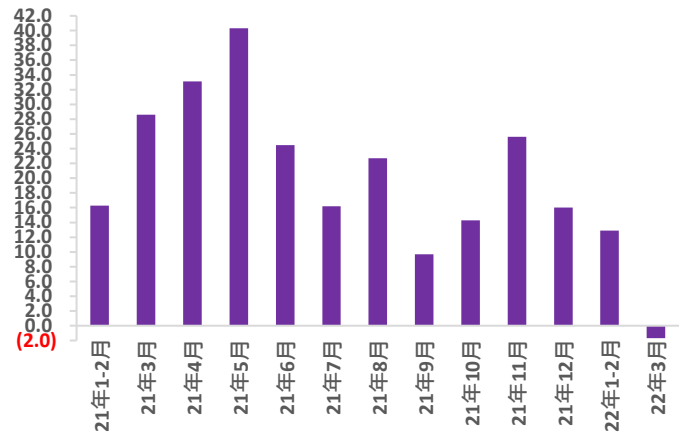
**俄乌冲突削弱全球贸易增长动力。**发展中国家的疫苗接种进展缓慢，全球供应链瓶颈等老难题尚未解决，而俄乌冲突持续及多个国家和地区对俄罗斯实施的多项制裁造成全球通胀压力进一步走高，挤压主要经济体之间的贸易往来空间，拖累全球经济发展脚步，令本就根基不稳的全球经济复苏雪上加霜。受此影响，世界贸易组织预计2022年全球经济增速将下跌0.7至1.3个百分点，同时全球贸易增速将会从4.7%下降至2.4%-3%，几近减半。此外，中国多地出现的疫情也会对中国和全球的经济增长、物流贸易造成打击。为应对特殊情况，国务院发表声明指，要求全力保障交通运输通道、阻止应急物资中转等。展望未来，全球尚未完结的疫情和供应链危机、俄乌冲突持续及多个国家和地区对俄实施的制裁，将导致大宗商品价格上涨，令主要经济体的复苏受阻，并使得全球贸易活动的不确定性风险加剧。至于中国方面，随着疫情缓和及对境内物流供应链不合理严控的纠错，中国对外贸易将表现出较强韧性，“双循环”战略也将进一步发力，从而保障中国经济的平稳发展。

图.1: 中国出口同比增长 (%) (按人民币)



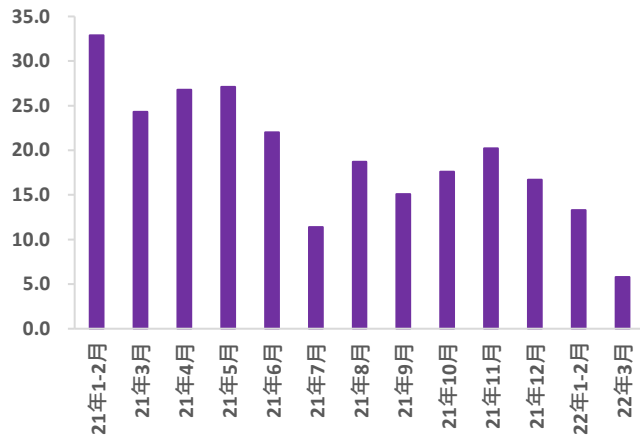
来源: 中国海关总署

图.2: 中国进口同比增长 (%) (按人民币)



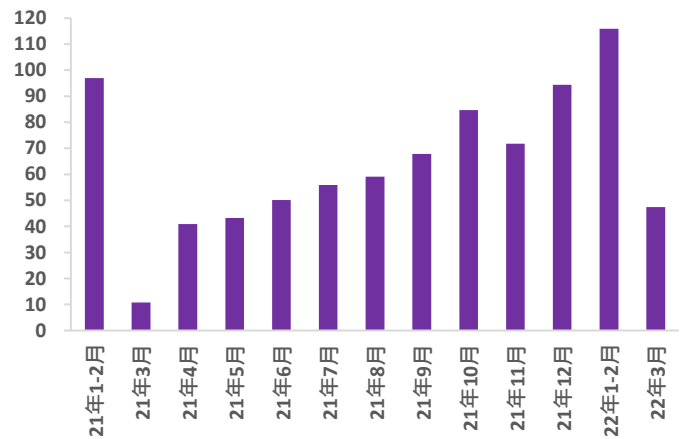
来源: 中国海关总署

图.3: 中国进出口商品总值同比增长 (%)



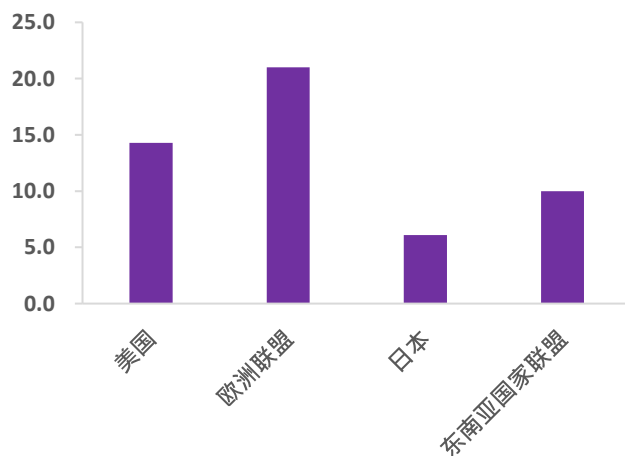
来源: 中国海关总署

图.4: 中国贸易顺差 (美元/十亿)



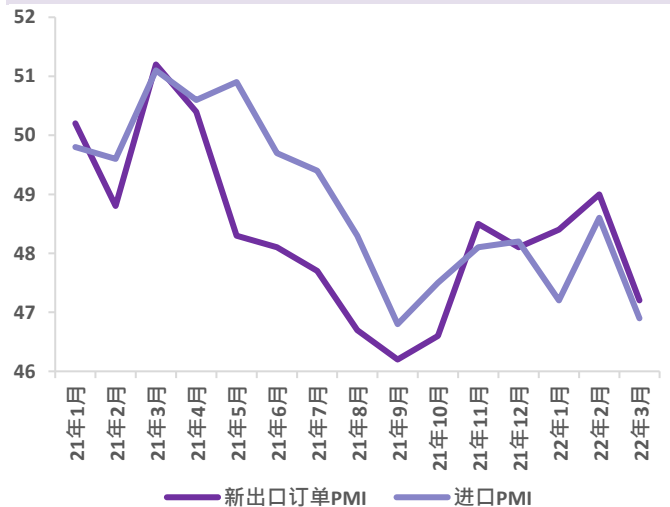
来源: 中国海关总署

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

	2019	2020	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	2021	1Q2022
实际国民生产总值 (同比%)	6.0	2.2	18.3	7.9	4.9	4.0	8.1	-
制造业 PMI (%)	50.2	51.9	51.3	51.0	50.0	49.9	50.3	49.9
非制造业 PMI (%)	53.5	55.7	53.4	54.5	51.3	52.5	52.7	50.4
出口(人民币/同比%)	5.0	4.0	38.7	19.9	14.4	17.8	21.2	13.4
进口(人民币/同比%)	1.7	(0.2)	19.3	32.3	15.8	18.6	21.5	7.5
贸易余额 (人民币/十亿)	2912.0	3634.2	710.9	868.9	1179.4	1612.2	4370.5	1036.9
出口增长 (美元/同比%)	0.5	3.6	48.8	30.6	24.2	22.9	29.9	15.8
进口增长 (美元/同比%)	(2.7)	(0.6)	29.4	44.1	25.4	23.7	30.1	9.6
贸易余额 (美元/十亿)	421.1	524.0	107.8	134.3	182.8	250.8	676.4	162.9
消费物价指数 (同比%)	2.9	2.5	0.0	1.1	0.8	1.8	0.9	1.1
生产者物价指数 (同比%)	(0.3)	(1.8)	2.1	8.2	9.7	12.2	8.1	8.7
固定资产投资(年初至今/同比%)	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%)	9.9	7.0	25.6	15.0	8.8	4.4	4.4	-
工业增加值 (同比%)	5.7	2.8	24.6	9.0	4.9	3.9	9.6	-
零售额 (同比%)	8.0	(3.9)	33.9	13.9	5.0	3.5	12.5	-
新增贷款 (人民币/十亿)	16815.7	19632.9	7667.9	5084.5	3961.4	3231.2	19945.1	8343.6
广义货币供应量 (同比%)	8.7	10.1	9.4	8.6	8.3	9.0	9.0	9.7
总社会融资 (人民币/十亿)	25673.5	34791.8	10288.9	7510.9	6967.1	6584.1	31351.0	12060.0

	3/21	4/21	5/21	6/21	7/21	8/21	9/21	10/21	11/21	12/21	1/22	2/22	3/22
实际国民生产总值 (同比%)	18.3	-	-	7.9	-	-	4.9	-	-	4.0	-	-	-
制造业 PMI (%)	51.9	51.1	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3	50.1	50.2	49.5
非制造业 PMI (%)	56.3	54.9	55.2	53.5	53.3	47.5	53.2	52.4	52.3	52.7	51.1	51.6	48.4
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	21.0	4.1	12.9
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	16.8	8.3	(1.7)
贸易余额 (人民币/十亿)	75.0	263.6	281.4	323.9	258.2	381.4	439.8	546.9	461.0	604.2	544.4	194.4	300.6
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	24.1	6.2	14.7
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	19.8	10.4	(0.1)
贸易余额 (美元/十亿)	10.8	41.0	43.3	50.1	55.9	59.1	67.8	84.7	71.8	94.4	85.4	30.6	47.4
消费物价指数 (同比%)	0.4	0.9	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7	1.5	2.3	1.5	0.9	0.9	1.5
生产者物价指数 (同比%)	4.4	6.8	9.0	8.8	9.0	9.5	10.7	13.5	12.9	10.3	9.1	8.8	8.3
固定资产投资 (年初至今/同比%)	25.6	19.9	15.4	12.6	10.3	8.9	7.3	6.1	5.2	4.9	-	12.2	-
房地产投资 (年初至今/同比%)	25.6	21.6	18.3	15.0	12.7	10.9	8.8	7.2	6.0	4.4	-	3.7	-
工业增加值 (同比%)	14.1	9.8	8.8	8.3	6.4	5.3	3.1	3.5	3.8	4.3	-	7.5	-
零售额 (同比%)	34.2	17.7	12.4	12.1	8.5	2.5	4.4	4.9	3.9	1.7	-	6.7	-
新增贷款 (人民币/十亿)	2730.3	1468.5	1496.4	2119.6	1083.2	1215.2	1663.0	826.2	1273.2	1131.8	3980.0	1233.6	3130.0
广义货币供应量 (同比%)	9.4	8.1	8.3	8.6	8.3	8.2	8.3	8.7	8.5	9.0	9.8	9.2	9.7
总社会融资 (人民币/十亿)	3376.2	1857.0	1952.2	3701.7	1075.2	2989.3	2902.6	1617.6	2598.3	2398.3	6172.6	1192.8	4650.0
全国城镇调查失业率(%)	5.3	5.1	5.0	5.0	5.1	5.1	4.9	4.9	5.0	5.1	5.3	5.5	-
31 个大城市 城镇调查失业率 (%)	18.3	-	-	7.9	-	-	4.9	-	-	4.0	-	-	-

## 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	34,564.59	18.24	0.20
标准普尔 500 指数	4,446.59	22.75	(0.77)
纳斯达克综合指数	13,643.59	52.82	(1.77)
<b>欧洲</b>			
富时 100 指数	7,580.80	15.68	(0.09)
德国 DAX 30 指数	14,076.44	14.40	(0.53)
法国 CAC 40 指数	6,542.14	15.37	0.67
斯托克 600 价格指数	456.78	16.00	0.18
<b>亚洲</b>			
香港恒生指数	21,374.37	7.92	(3.20)
恒生中国企业指数	7,314.82	6.95	(3.86)
上海深圳沪深 300 指数	4,139.74	14.86	(2.91)
上海证券交易所综合指数	3,186.82	13.53	(2.94)
深证综合指数	2,012.18	29.47	(5.44)
日经 225 指数	26,843.49	15.19	(1.85)
韩国 KOSPI 指数	2,716.49	12.04	(0.68)
台湾证交所加权股价指数	17,301.65	13.04	(1.26)
标普/澳证 200 指数	7,479.02	18.16	(0.15)
<b>MSCI 指数</b>			
MSCI 世界指数	2,985.07	19.66	(0.90)
MSCI ACWI 指数	695.91	18.59	(1.03)
MSCI 新兴市场指数	1,119.32	12.96	(2.03)
MSCI 美国指数	4,255.94	23.52	(0.74)
MSCI 英国指数	2,177.10	15.46	(0.14)
MSCI 法国指数	187.21	16.13	0.68
MSCI 德国指数	147.53	13.65	(1.11)
MSCI 中国指数	70.85	11.77	(3.89)
MSCI 香港指数	13,943.16	16.86	(2.44)
MSCI 日本指数	1,165.06	13.37	(1.72)

\*所有市场根据 2022/04/13 收市价。

货币市场		
	收益率 (%)	一周变动 (%)
联邦基金目标利率	0.50	0.00
美国最佳利率	3.50	0.00
联储贴现率	0.50	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	0.1927	0.0685
美国综合国债 1 年收益率	1.6566	(0.0679)
美国综合国债 5 年收益率	2.6520	(0.03)
美国综合国债 10 年收益率	2.6987	0.1012
美国综合国债 30 年收益率	2.8109	0.1849
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	0.5513	0.1053
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	1.0384	0.0719
日本综合国债 1 年收益率	(0.088)	(0.03)
日本综合国债 10 年收益率	0.240	(0.005)
德国综合国债 1 年收益率	(0.341)	0.102
德国综合国债 10 年收益率	0.766	0.119
中国贷款市场报价利率(1 年期)	3.7	0.00
中国国债收益率 CFIF 报价 - 1 年	2.063	(0.084)
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.514	0.022
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	2.765	0.006
上海银行同业拆放利率- 隔夜	1.6650	(0.183)
上海银行同业拆放利率- 1 个月	2.2760	(0.029)
香港基本利率(贴现率)	0.0544	0.0079
香港银行同业拆放利率- 隔夜	0.0544	0.0079
香港银行同业拆放利率- 一个月	0.1866	(0.0096)
离岸人民币拆放利率-隔夜	2.9102	(0.8212)
离岸人民币拆放利率-1 个月	3.2558	0.1362
<b>公司债(穆迪)</b>		
Aaa	3.75	0.31
Baa	4.64	0.33

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	104.25	8.33
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	108.78	7.63
天然气期货	美元/百万英	7.00	16.06
<b>基本金属</b>			
LME 原铝现货(\$)	美元/吨	3,210.50	(6.02)
铜期货	美元/磅	473.05	(0.32)
LME 钢筋期货	美元/吨	938.00	(0.42)
LME 铅现货(\$)	美元/吨	2,453.75	2.24
<b>贵金属</b>			
现货金	美元/盎司	1,976.95	2.83
黄金期货	美元/盎司	1,984.70	3.20
现货银	美元/盎司	25.68	5.84
现货铂	美元/盎司	988.52	2.01
<b>农产品</b>			
玉米期货	美元/蒲式耳	778.00	4.15
小麦期货(CBT)	美元/蒲式耳	1,121.25	7.73
11 号糖(全球)	美元/磅	20.10	3.40
大豆期货	美元/蒲式耳	1,665.00	3.84

数据来源: 彭博

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	99.88	0.28
欧元/美元	1.0827	(0.78)
英镑/美元	1.3002	(0.63)
澳大利亚元/美元	0.7421	(1.98)
美元/加拿大元	1.2653	1.27
美元/日元	126.05	1.69
美元/瑞士法郎	0.9336	0.02
人民币中间价指数	6.3752	(0.07)
美元/人民币	6.3682	0.13
美元/人民币-交割远期	6.4573	0.16
美元/中国境外即期汇率	6.3743	0.08
美元/港币	7.8387	0.02
人民币/港币	1.2303	(0.18)
中国境外即期汇率/港币	1.2298	(0.06)
美元/韩元	1227.30	0.73
美元/新台币	29.08	1.09
美元/新加坡元	1.3641	0.38
美元/印度卢比	76.18	0.55

## 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