

二零二二年五月十一日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 受上海及其周边地区疫情影响，中国2022年4月进出口增速较3月下降。以人民币计价，进出口总额同比增长0.1%，其中出口增长1.9%，进口下降2%。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，不断飙升的进口原材料价格也令相关需求被明显削弱。
- 随着美联储加息落地，人民币强势势头被打断，有效地缓解了中国的出口压力，但也导致大宗商品进口端承压。随着市场预期美联储加息持续，人民币汇率的波动性将进一步加大，但中国人民银行已注意到该情况，有效的政策将适时出台，从而稳定人民币汇率波动。
- 考虑到上海疫情趋稳，复工复产陆续展开，中国今年外贸最恶劣时期已过，从5月起将进入修复期，我们预期6月的外贸将恢复常态，但经济下行压力增大和二、三、四季度的高基数效应或将使外贸数据继续平稳下行，但当局预计将出台一系列政策，确保外贸作为经济增长的支柱作用。
- 由于发展中国家的疫苗接种进展缓慢、通胀持续走高、俄乌冲突持续、供应链危机等多重因素，国际货币基金组织再度下调全球经济复苏预期，但中国经济则会随着上海疫情稳定和信心的恢复，表现出充足的韧性，平稳发展的趋势将得以延续。

中国2022年4月对外贸易增速平稳下行

身处俄乌冲突、全球货币政策紧缩速度快于预期以及通胀担忧升温的大环境之下，中国当前还面临着疫情复燃带来的重大挑战，近期多地疫情大幅反弹，阻碍了经济活动的正常开展，令本已有所恢复的供应链危机出现反弹。在外部环境不确定性与日俱增之时，中国经济所面临的“需求收缩、供给冲击、预期转弱”这三重压力逐渐加大，发展前景堪忧。受此影响，中国4月以人民币计价出口额同比增速放缓至1.9%，低于3月的12.9%。4月进口亦表现不佳，以人民币计价进口额平稳下行，同比下滑2%，逊于3月的下滑1.7%。进出口增速双双下滑，反映3月底开始国内疫情反复、物流交通阻塞等为出口带来的负面影响，而疫情和大宗商品价格高企也降低了内地对海外消费品的需求，导致进口增速较3月小幅下降。总的来说，持续的全球供应链瓶颈和疫情反复都迫使工厂减产，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，进而增强经济复苏的动力，但高企的通胀和货币政策转向将影响这些国家的潜在需求。我们认为，随着4月29日中央政治局会议对稳发展、稳外贸的再次强调，以及上海疫情已逐步走出至暗时刻，不少企业开始复工复产，工厂生产和对海外订单的交付将逐步正常化，中国对外贸易将重拾增长步伐。我们预期，中国外贸将在6月份时恢复常态，而下半年出口或因2021年的高基数效应，将面临一定的不确定性，但稳外贸政策将逐步出台，以确保出口作为经济增长支柱的地位。

上海疫情对进出口影响较大，但外贸韧性较强。2022年4月，虽然上海及其周边地区受疫情影响严重，但中国对外贸易韧性犹存，以人民币计价进出口总值3.16万亿元，同比增长0.1%，出口额为1.74万亿元，同比增长1.9%；进口额则为1.42万亿元，同比下降2%，贸易顺差则较去年同期增长25.05%至0.33万亿元。分地区来看，4月东盟、欧盟、美国仍然是中国的核心贸易伙伴，其中东盟受影响最小，4月出口额同比增长5.52%，较3月增速仅下降3.08个百分点。进口方面，中国4月从东盟和一带一路沿线国家的进口较多，不过，多地疫情爆发一定程度上影响了中国内需，导致飞机、食用植物油、铁矿砂及其精矿降幅明显，虽然部分大宗商品进口呈现量价齐升的趋势，但仍无法抵消内需疲软的拖累。我们认为，目前中国外贸最困难的阶段已经过去，随着复工复产的有序推进，外贸已于5月开始进入修复阶段，预期6月将回到正常水平。全球疫情虽开始放缓，但地缘政治的加剧继续对供应链构成压力，中国出口商仍面临中美经济周期错位、全球通胀走高、原材料及运费成本高位波动等多重挑战。同时内需疲软将继续影响进口，令进口商品需求保持低位，对外贸易活动的增长势头保持出多进少趋势。

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

出口端部分大宗商品和消费品表现亮眼。今年4月，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，仍取得1.9%的增长。分类别看，以人民币计价，稀土、未锻扎的铝及铝材和箱包是中国出口增长的主要动力，分别录得100%、75.63%和28.46%，显示出海外地区经济处于恢复进程中，带动相关产品需求。分地区来看，东盟仍然是中国第一大贸易伙伴，1-4月的贸易总值占中国贸易总值的14.6%，欧盟和美国虽然分别为第二和第三大贸易伙伴，但出口增速分别从3月19.8%和20.48%下跌至5.78%和7.5%，显示出中国4月份多地疫情爆发带来的负面影响。总的来说，尽管全球疫情趋于缓和，供应链瓶颈开始缓慢恢复正常，但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保持高位并加剧贸易行业的下行压力，同时叠加多地疫情反复使全球供应链恢复不确定性增加。不过，尽管面临复杂严峻的内外部环境，中国4月出口仍保持正增长，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。

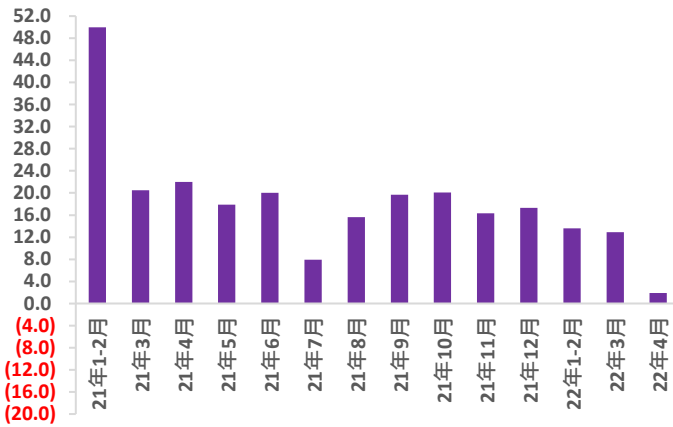
人民币强势势头得到一定缓解。人民币在首季表现强势，但随着美联储加速加息的落地和市场信心的下降，4月呈现略微走弱趋势，缓解了中国出口商品因人民币持续强势导致的竞争力较东南亚产品走弱的困境。不过人民币汇率的走弱也将带来进口大宗商品价格的提升，随着美国加息进程的持续，人民币汇率将持续承压。总的来讲，人民币汇率的略微走弱缓解了中国出口贸易压力，但大宗商品价格保持高位、国际市场混乱、地缘政治危机等多因素将继续影响中国2022年进出口贸易形势，而美联储接下来保持鹰派加息的步伐，亦将加大人民币汇率的波动性，进而给进出口贸易带来更多不确定性。我们认为，中国人民银行已注意到未来美国持续加息带来的影响，将实时关注并出台政策有效稳定人民币汇率的波动性。

今年外贸下行压力仍在。4月PMI分项中新出口订单指数和进口指数进一步下降至41.6和42.9，均处于收缩区间。在全球经济复苏不均衡、外部需求不稳定、国外消费品需求降温、进口能源产品和大宗商品需求减少、供应链危机反复等不利因素影响下，中国对外贸易前景较为悲观。与此同时，PMI分项中购进价格下降1.9至64.2，显示虽然大宗商品价格受多重因素影响仍保持高位，但价格已趋于稳定，劳动力短缺和原材料成本高企等问题或将逐渐缓解，但仍会令中国企业在处理海外新订单方面面临较大压力。展望今年余下时间，全球经济复苏的不确定性仍在，在中国经济下行压力加大和二、三、四季度高基数效应下，外贸增速在波动中放缓或已成定势。我们相信，随着中央政治局会议强调“稳住外贸外资基本盘”，相关部门将适时出台利好政策，确保外贸在全年经济5.5%的增速目标中发挥重要作用。

全球经济增速受多重因素影响略有下降。发展中国家的疫苗接种进展缓慢、通胀持续走高、俄乌冲突的持续及多项对俄制裁等老难题尚未解决，而原先略有恢复的供应链危机因全球疫情反复等多重因素而反弹，拖累全球经济发展步伐，令本就根基不稳的全球经济复苏雪上加霜。国际货币基金组织4月下调2022年全球经济增速预测0.8个百分点至3.6%，反应全球供应链、高通胀和俄乌冲突的负面影响，其中欧元区受影响最大，增速预期下调1.1个百分点至2.8%，而美国经济增速预期也下调0.3个百分点至3.7%。此外，中国多地疫情反复，尤其是上海及周边地区的疫情持续时间较长均对中国和全球的经济增长、物流贸易造成打击，4月29日的中央政治

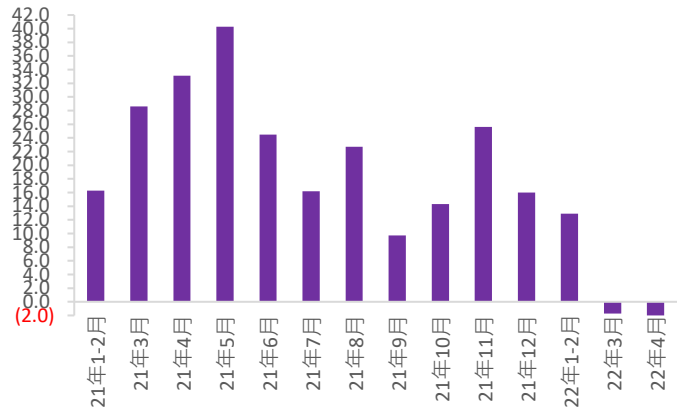
局会议也再次发声强调确保交通物流畅通。展望未来，全球尚未完结的疫情和供应链危机、俄乌冲突持续及对俄多项制裁带来的大宗商品上涨都将导致主要经济体复苏受阻，叠加货币政策快速收紧等因素令全球贸易活动的发展不确定性风险加剧；中国经济则随着上海疫情趋稳和市场信心在政治局会议后开始恢复，将展现出充足的韧性，平稳发展的趋势将得以延续。

图.1: 中国出口同比增长 (%) (按人民币)



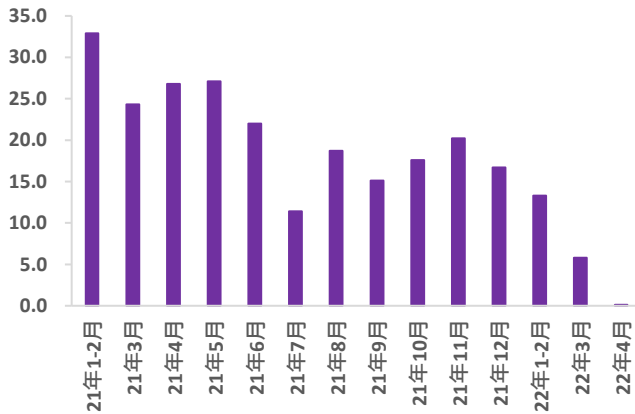
来源: 中国海关总署

图.2: 中国进口同比增长 (%) (按人民币)



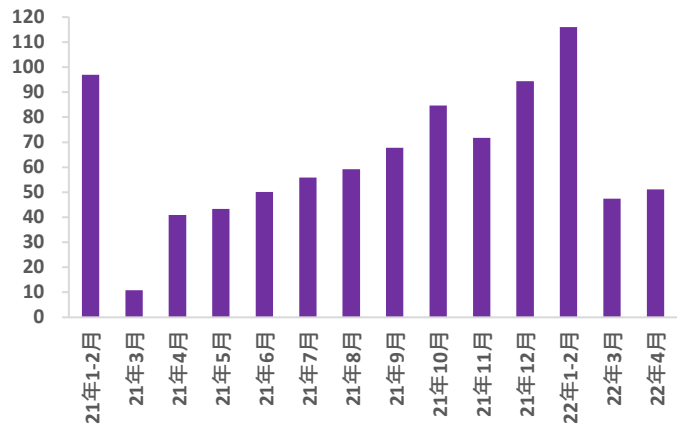
来源: 中国海关总署

图.3: 中国进出口商品总值同比增长 (%)



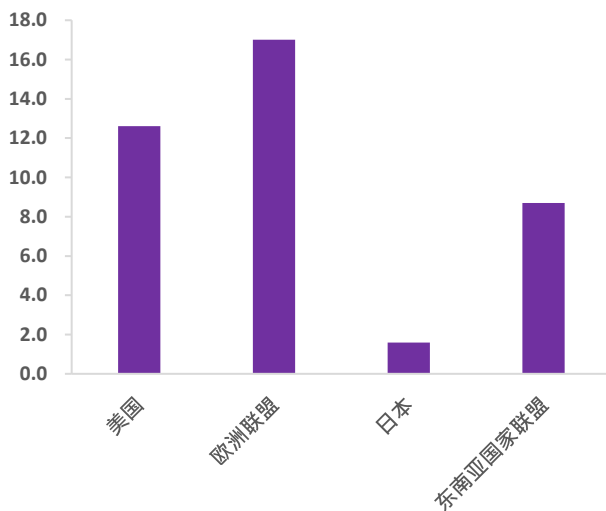
来源: 中国海关总署

图.4: 中国贸易顺差 (美元/十亿)



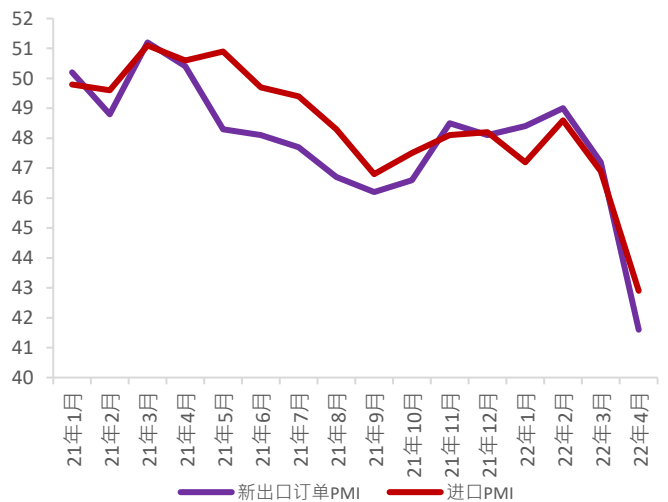
来源: 中国海关总署

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	4.8
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	32.4	15.7	18.6	21.5	7.5
贸易余额 (人民币/十亿)	2912.0	3634.2	710.0	868.3	1181.1	1612.7	4372.1	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	23.6	30.0	9.6
贸易余额 (美元/十亿)	421.1	524.0	108.8	134.2	183.1	250.9	676.9	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	9.3
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	0.7
工业增加值 (同比%)	5.7	2.8	24.6	9.0	4.9	3.9	9.6	6.5
零售额 (同比%)	8.0	(3.9)	33.9	13.9	5.0	3.5	12.5	3.3
新增贷款 (人民币/十亿)	16815.7	19632.9	7667.9	5084.5	3961.4	3231.2	19945.1	8338.9
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	12057.0

	4/21	5/21	6/21	7/21	8/21	9/21	10/21	11/21	12/21	1/22	2/22	3/22	4/22
实际国民生产总值 (同比%)	-	-	7.9	-	-	4.9	-	-	4.0	-	-	4.8	-
制造业 PMI (%)	51.1	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3	50.1	50.2	49.5	47.4
非制造业 PMI (%)	54.9	55.2	53.5	53.3	47.5	53.2	52.4	52.3	52.7	51.1	51.6	48.4	41.9
出口(人民币/同比%)	22.0	17.9	20.0	7.9	15.6	19.7	20.1	16.3	17.3	21.0	4.1	12.9	1.9
进口(人民币/同比%)	33.1	40.3	24.5	16.2	22.7	9.7	14.3	25.6	16.0	17.0	8.4	(1.7)	(2.0)
贸易余额 (人民币/十亿)	263.5	281.2	323.7	358.2	381.4	441.4	547.8	461.4	603.5	542.5	193.9	300.6	325.1
出口增长 (美元/同比%)	32.1	27.7	32.1	19.2	25.4	28.0	26.9	21.7	20.9	24.2	6.3	14.7	3.9
进口增长 (美元/同比%)	44.0	52.0	37.1	28.2	32.7	17.2	20.4	31.4	19.5	19.9	10.5	(0.1)	0.0
贸易余额 (美元/十亿)	40.9	43.3	50.1	55.9	59.1	68.0	84.8	71.8	94.3	85.1	30.5	47.4	51.1
消费物价指数 (同比%)	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%)	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%)	19.9	15.4	12.6	10.3	8.9	7.3	6.1	5.2	4.9	-	12.2	9.3	-
房地产投资 (年初至今/同比%)	21.6	18.3	15.0	12.7	10.9	8.8	7.2	6.0	4.4	-	3.7	0.7	-
工业增加值 (同比%)	9.8	8.8	8.3	6.4	5.3	3.1	3.5	3.8	4.3	-	7.5	5.0	-
零售额 (同比%)	17.7	12.4	12.1	8.5	2.5	4.4	4.9	3.9	1.7	-	6.7	(3.5)	-
新增贷款 (人民币/十亿)	1468.5	1496.4	2119.6	1083.2	1215.2	1663.0	826.2	1273.2	1131.8	3980.0	1233.6	3125.4	-
广义货币供应量 (同比%)	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)	1857.0	1952.2	3701.7	1075.2	2989.3	2902.6	1617.6	2598.3	2398.3	6175.0	1228.9	4653.1	-
全国城镇调查失业率(%)	5.1	5.0	5.0	5.1	5.1	4.9	4.9	5.0	5.1	5.3	5.5	5.8	-
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	-	6.0	-

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 (%)
美国			
道琼斯工业平均指数	32,160.74	17.30	(2.92)
标准普尔 500 指数	4,001.05	20.11	(4.18)
纳斯达克综合指数	11,737.67	40.56	(6.58)
欧洲			
富时 100 指数	7,243.22	17.38	(4.21)
德国 DAX 30 指数	13,534.74	12.52	(3.60)
法国 CAC 40 指数	6,116.91	13.72	(5.55)
斯托克 600 价格指数	420.29	15.32	(5.81)
亚洲			
香港恒生指数	19,633.69	7.12	(6.90)
恒生中国企业指数	6,658.25	6.29	(8.77)
上海深圳沪深 300 指数	3,919.87	14.72	(0.03)
上海证券交易所综合指数	3,035.84	12.24	2.03
深证综合指数	1,894.39	33.47	4.75
日经 225 指数	26,167.10	14.22	(0.83)
韩国 KOSPI 指数	2,596.56	10.96	(3.38)
台湾证交所加权股价指数	16,061.70	11.58	(2.65)
标普/澳证 200 指数	7,051.16	16.90	(3.62)
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	2,677.25	17.59	(4.72)
MSCI ACWI 指数	624.38	16.57	(4.84)
MSCI 新兴市场指数	1,007.22	11.33	(5.80)
MSCI 美国指数	3,800.70	20.67	(4.61)
MSCI 英国指数	2,087.08	17.36	(4.00)
MSCI 法国指数	175.41	15.32	(5.48)
MSCI 德国指数	138.13	11.87	(4.26)
MSCI 中国指数	63.49	10.80	(8.87)
MSCI 香港指数	13,187.95	13.98	(3.74)
MSCI 日本指数	1,144.82	12.47	(0.19)

*所有市场根据 2022/05/10 收市价。

货币市场		
	收益率 (%)	一周变动 (%)
联邦基金目标利率	1.00	0.50
美国最佳利率	4.00	0.50
联储贴现率	1.00	0.50
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	0.4919	0.1420
美国综合国债 1 年收益率	1.8906	(0.2066)
美国综合国债 5 年收益率	2.9148	(0.1070)
美国综合国债 10 年收益率	2.9908	0.0196
美国综合国债 30 年收益率	3.1231	0.1143
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	0.8444	0.041
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	1.3986	0.0637
日本综合国债 1 年收益率	(0.073)	(0.008)
日本综合国债 10 年收益率	0.247	0.016
德国综合国债 1 年收益率	(0.231)	(0.014)
德国综合国债 10 年收益率	1.000	0.035
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	2.030	0.132
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.569	(0.045)
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	2.808	(0.039)
上海银行同业拆放利率- 隔夜	1.305	(0.533)
上海银行同业拆放利率- 1 个月	2.078	(0.047)
香港基本利率(贴现率)	1.25	0.00
香港银行同业拆放利率- 隔夜	0.0505	(0.0054)
香港银行同业拆放利率- 一个月	0.1838	(0.0224)
离岸人民币拆放利率-隔夜	2.3588	1.0890
离岸人民币拆放利率-1 个月	3.0832	(0.2239)
公司债(穆迪)		
Aaa	4.28	0.10
Baa	5.22	0.15

全球商品			
	价格	一周变动 (%)	
能源			
NYMEX 轻质低硫原油期货	美元/桶	99.76	(2.59)
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	102.46	(2.39)
天然气期货	美元/百万英	7.39	(7.15)
基本金属			
LME 原铝现货(\$)	美元/吨	2,720.45	(5.38)
铜期货	美元/磅	415.45	(3.00)
LME 钢筋期货	美元/吨	815.50	(2.86)
LME 铅现货(\$)	美元/吨	2,100.20	(6.52)
贵金属			
现货金	美元/盎司	1,858.52	(0.01)
黄金期货	美元/盎司	1,841.00	(1.58)
现货银	美元/盎司	21.86	(3.18)
现货铂	美元/盎司	976.76	3.02
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	775.25	(2.24)
小麦期货(CBT)	美元/蒲式耳	1,092.75	4.52
11 号糖(全球)	美元/磅	18.54	(0.43)
大豆期货	美元/蒲式耳	1,592.25	(2.35)

数据来源: 彭博

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	93.95	(0.38)
欧元/美元	1.1591	0.22
英镑/美元	1.3727	0.70
澳大利亚元/美元	0.7389	0.71
美元/加拿大元	1.2391	(0.58)
美元/日元	114.34	1.25
美元/瑞士法郎	0.9256	(0.12)
人民币中间价指数	6.4300	(0.28)
美元/人民币	6.4298	(0.32)
美元/人民币-交割远期	6.6219	(0.29)
美元/中国境外即期汇率	6.4293	(0.32)
美元/港币	7.7784	(0.03)
人民币/港币	1.2098	0.33
中国境外即期汇率/港币	1.2099	0.30
美元/韩元	1,187.45	(0.62)
美元/新台币	28.00	(0.15)
美元/新加坡元	1.3499	(0.33)
美元/印度卢比	75.35	0.47

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