

二零二二年六月十日

# 经济触角

光银国际研究团队评论

## 简述

- 外部环境不确定性与日俱增，俄乌冲突、全球货币紧缩加快以及通胀担忧升温的大环境之下，中国5月份进出口数据大幅超出市场预期。5月份以人民币计价出口额同比增速回升至15.3%。期内进口额转负为正，以人民币计价的进口额上涨4.7%，结束持续两个月的负增长。
- 进出口增速反弹，反映出中国疫情好转带动物流供应链的恢复，同时4月份因上海封城导致的进出口积压也开始缓解。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。不过高企的通胀和激进的货币紧缩政策则降低当地居民的消费需求，同时零售商则陷入库存过多困境，或将进一步压缩未来潜在需求。
- 我们看到，随着《扎实稳住经济的一揽子政策措施》发布，中国将重回“以经济发展为中心”轨道，“防疫经济两手抓”策略，努力推行复工复产，同时国务院办公厅关于《推动外贸保稳提质的意见》则为今年外贸的稳健增长打下基础。
- 我们预期中国外贸将在6月份时基本恢复常态，而下半年因原材料价格保持高位、2021年同期出口高基数，出口将面临一定不确定性，但稳外贸政策以及内外贸一体化政策的出台将保证出口作为经济增长支柱的地位。

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

张梓源  
分析师  
[ryan.zhang@cebi.com.hk](mailto:ryan.zhang@cebi.com.hk)  
(852) 2916-9629

## 中国2022年5月出口V字反弹

外部环境不确定性与日俱增，俄乌冲突、全球货币紧缩加快以及通胀担忧升温的大环境之下，中国5月份进出口数据大幅超出市场预期。5月份以人民币计价出口额同比增速回升至15.3%。期内进口额转负为正，以人民币计价的进口额上涨4.7%，结束持续两个月的负增长。进出口增速反弹，反映出中国疫情好转带动物流供应链的恢复，同时4月份因上海封城导致的进出口积压也开始缓解。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。不过高企的通胀和激进的货币紧缩政策则降低当地居民的消费需求，同时零售商则陷入库存过多困境，或将进一步压缩未来潜在需求。我们看到，随着《扎实稳住经济的一揽子政策措施》发布，中国将重回“以经济发展为中心”轨道，实行“防疫经济两手抓”策略，努力推行复工复产，同时国务院办公厅关于《推动外贸保稳提质的意见》则为今年外贸的稳健增长打下基础。我们预期中国外贸将在6月份时基本恢复常态，而下半年因原材料价格保持高位、2021年同期出口高基数，出口将面临一定不确定性，但稳外贸政策以及内外贸一体化政策的出台将保证出口作为经济增长支柱的地位。

**5月进出口回升明显。**2022年5月，上海疫情已过最黑暗时刻，以人民币计价进出口总值3.45万亿元，同比增长9.6%，低于首季10.7%；出口额为1.98万亿元，同比增长15.3%，高于首季的13.4%；进口额则为1.47万亿元，同比增长2.8%，但仍低于首季7.5%，贸易顺差则较去年同期增长79.1%至0.5万亿元，增幅超过今年首季。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。进口方面，中国5月从美国和一带一路沿线国家进口较多，其中从美国进口金额增速较4月上升22.77个百分点。不过，疫情仍在一定程度上影响中国内需，导致飞机、食用植物油、液晶显示板降幅明显，而矿物肥料及化肥、煤及褐煤、原油则涨幅明显，显示大宗商品仍是带动中国进口金额增长的主要动力。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及经济措施的应用尽用，外贸或将在6月基本回到正常水平。全球疫情虽开始放缓，但地缘政治的加剧继续对供应链等多方面构成压力，为中国出口增速增加不确定性。而进口方面则因为储蓄意识的提高和内需疲软的持续影响，令进口商品需求保持低位，对外贸活动的增长势头保持出多进少趋势。

**出口端V型反弹显示韧性。**今年5月，中国出口额在复工复产持续进行、物流供应链恢复正常、部分4月出口订单积压到5月等因素带动下，同比增速超首季。分类别看，以人民币计价，中药材及中式成药、未锻扎的铝及铝材和钢材是中国出口增长的主要动力，分

别录得 142.86%、93.8%和 75.08%，其中中药材及中式成药是由于低基数导致高增长，而其他高增长项目则显示出海外地区因防疫措施放开，供应链开始恢复，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，1-5 月出口金额占同期外贸总值的 14.8%；欧盟和美国分别为第二和第三大贸易伙伴，出口金额增速快速提升至 18.92%和 13.95%，但与首季增速相比仍分别下降 2.08 个百分点和 0.35 个百分点，揭示通胀高企和货币紧缩政策缩减当地进口需求，除此之外，综合出口集装箱运价指数也已处于下行趋势，侧面说明全球主要地区进口需求逐步降低。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，但俄乌冲突和对俄制裁将令全球通胀保持高位，而激进的货币紧缩政策则打击消费需求，为全球经济复苏增加不确定性。不过，尽管面临复杂严峻的内外部环境，中国 5 月出口增速在 4 月后恢复显著，显示出中国外贸的韧性，同时 4 月积压的订单将会在 6 月和 7 月陆续交付，带动未来两个月出口；而欧盟和东南亚对于新能源汽车等产品的强劲需求也将为中国外贸稳定增长打下坚实基础。

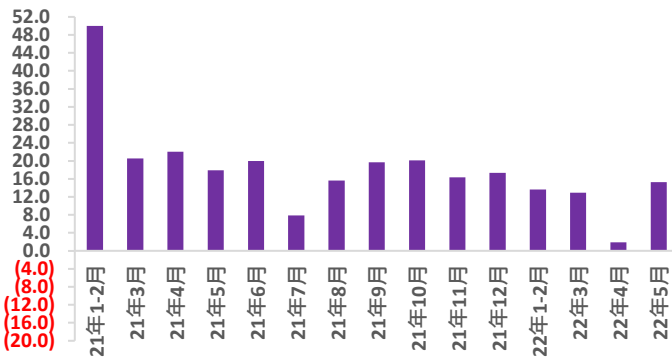
**人民币趋于稳定，缓解外贸压力。**人民币在经历首季强势，4 月波动中走弱后，5 月逐步趋于稳定，有效缓解人民币强势对出口商品带来的，不过人民币汇率的走弱也将大宗商品价格进口价格稳定在高位，给国内诸多上游企业带来显著压力；随着美国加息缩表进程的持续以及俄乌冲突的持续，人民币汇率将持续承压。总的来讲，人民币汇率的略微走弱缓解了中国出口贸易压力，但大宗商品价格保持高位、国际市场混乱、地缘政治危机等多因素将继续影响中国 2022 年进出口贸易形势，而美联储鹰派加息立场和激进的缩表进程加大汇率的波动性，给进出口带来不确定性。为降低汇率波动带来的影响，人民银行和外汇管理局发布如鼓励使用人民币结算等多条措施，随着相关措施的逐步落实和市场信心的逐步恢复，汇率给进出口带来的影响将会逐步降低。

**今年外贸将平稳下行。**4 月 PMI 分项中新出口订单指数和进口指数为 46.2 和 45.1，均处于收缩区间，但较上月上升 4.6 和 2.2，显示外贸已度过最艰难的时期。不过，在海外开放加速、国外消费品需求降温、东南亚低端出口替代现象加强、供应链危机仍未解决等不利因素影响下，中国对外贸易仍未脱离下行通道。与此同时，中国海关发布的 HS2 进口价格指数上升至 117.1，出口价格指数下降至 108.93，与去年年底持平，显示外贸企业利润被进一步压缩，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，全球经济复苏不确定性仍在，在中国经济下行压力持续和基数增高的情况下，外贸增速在波动中放缓或已成定势。我们相信，随着国务院发布《推动外贸保稳提质的意见》的发布和疫情的缓解，中国将以更加积极的措施保障外贸企业的发展，同时在企业保障、货物运输、退税政策、金融支持、人民币结算等多方面进一步发力，配合 6 方面 33 条措施加强中国外贸和经济的恢复，稳定市场信心，确定外贸在今年经济增长中的支撑性地位。

**货币政策快速收紧和俄乌冲突的负面影响仍将持续。**全球主要经济体因通胀走高均开始收紧货币政策，而美联储更是开始大规模缩表，此次全球大规模且激进的货币紧缩政策不仅使发达经济体陷入可能的衰退之中，更使新兴经济体承受不小的外部压力，叠加发展中国家的疫苗接种进展缓慢、供应链危机持续、通胀持续走高等多重因素令本就根基不稳的全球经济复苏雪上加霜。与此同时，俄乌冲突对全球的影响或才刚刚开始显现：不仅对未来的世界能源格局带来深刻影响；对大宗商品价格而言，在欧盟能够基本替代俄罗斯

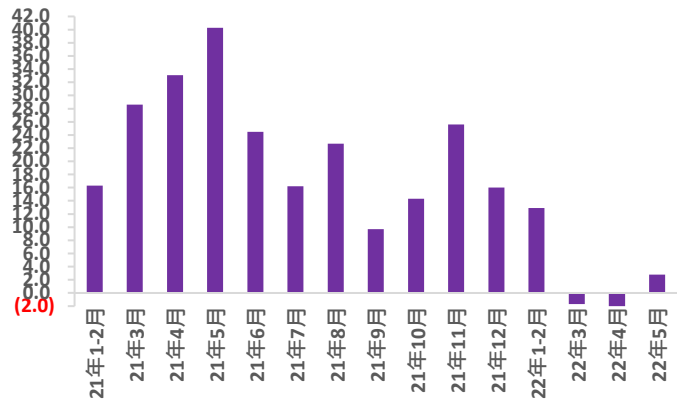
以前或将持续维持高位，为全球经济复苏带来压力。不过，随着全球疫情逐步降低及中国疫情逐渐受控，全球供应链将逐步修复，或将成为全球经济复苏支柱。展望未来，俄乌冲突持续和货币政策快速收紧为今后世界经济复苏的核心风险，叠加全球尚未完结的疫情和供应链危机等因素令全球贸易活动恢复不确定性风险加剧；中国方面则随着上海解封和一揽子稳增长措施的出台，将表现出充足的韧性，保障中国经济平稳发展。

图.1: 中国出口同比增长 (%) (按人民币)



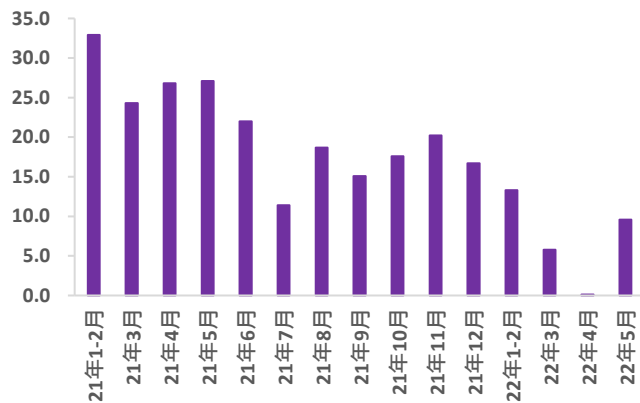
来源: 中国海关总署

图.2: 中国进口同比增长 (%) (按人民币)



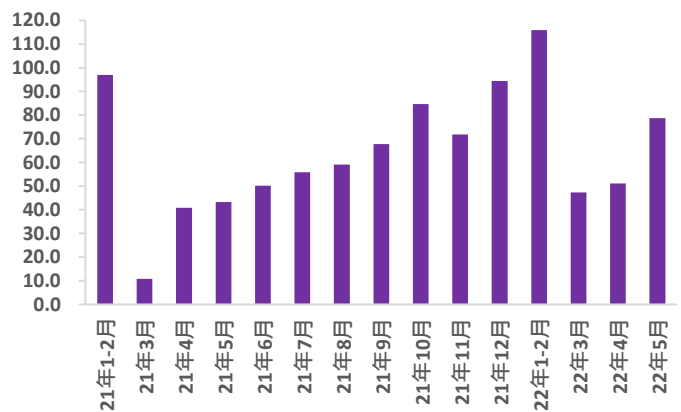
来源: 中国海关总署

图.3: 中国进出口商品总值同比增长 (%)



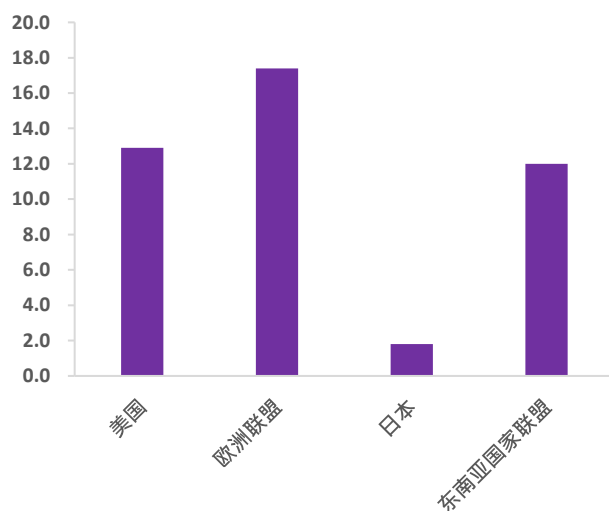
来源: 中国海关总署

图.4: 中国贸易顺差 (美元/十亿)



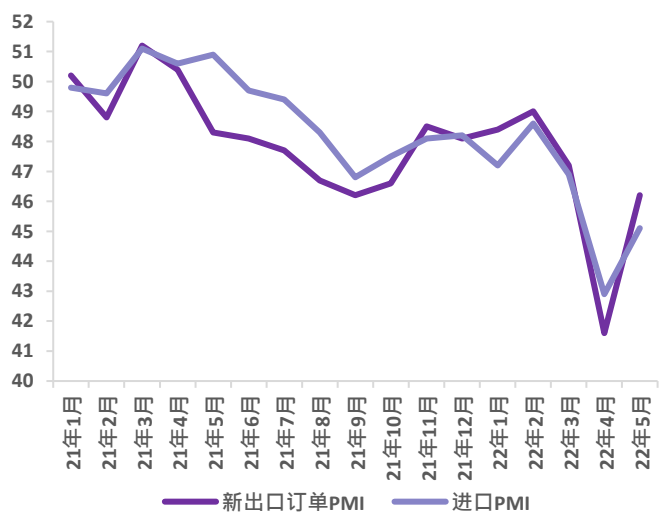
来源: 中国海关总署

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	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	7.6
贸易余额 (人民币/十亿)	2912.0	3634.2	710.0	868.3	1181.1	1612.7	4372.1	1029.8
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	9.8
贸易余额 (美元/十亿)	421.1	524.0	108.8	134.2	183.1	250.9	676.9	161.8
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	12060.0

	5/21	6/21	7/21	8/21	9/21	10/21	11/21	12/21	1/22	2/22	3/22	4/22	5/22
实际国民生产总值 (同比%)	-	7.9	-	-	4.9	-	-	4.0	-	-	4.8	-	-
制造业 PMI (%)	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3	50.1	50.2	49.5	47.4	49.6
非制造业 PMI (%)	55.2	53.5	53.3	47.5	53.2	52.4	52.3	52.7	51.1	51.6	48.4	41.9	47.8
出口(人民币/同比%)	17.9	20.0	7.9	15.6	19.7	20.1	16.3	17.3	21.0	4.2	12.9	1.9	15.3
进口(人民币/同比%)	40.3	24.5	16.2	22.7	9.7	14.3	25.6	16.0	17.2	8.5	(1.6)	(2.0)	2.8
贸易余额 (人民币/十亿)	281.1	323.7	358.1	381.5	441.6	548.2	461.5	602.7	539.2	192.1	298.5	325.1	502.9
出口增长 (美元/同比%)	27.7	32.1	19.2	25.4	28.0	26.9	21.7	20.9	24.2	6.3	14.6	3.9	16.9
进口增长 (美元/同比%)	52.0	37.1	28.2	32.7	17.2	20.4	31.4	19.5	20.1	10.6	0.0	0.0	4.1
贸易余额 (美元/十亿)	43.3	50.1	55.9	59.2	68.1	84.9	71.8	94.2	84.5	30.2	47.1	51.1	78.8
消费物价指数 (同比%)	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7	1.5	2.3	1.5	0.9	0.9	1.5	2.1	2.1
生产者物价指数 (同比%)	9.0	8.8	9.0	9.5	10.7	13.5	12.9	10.3	9.1	8.8	8.3	8.0	6.4
固定资产投资 (年初至今/同比%)	15.4	12.6	10.3	8.9	7.3	6.1	5.2	4.9	-	12.2	9.3	6.8	-
房地产投资 (年初至今/同比%)	18.3	15.0	12.7	10.9	8.8	7.2	6.0	4.4	-	3.7	0.7	(2.7)	-
工业增加值 (同比%)	8.8	8.3	6.4	5.3	3.1	3.5	3.8	4.3	-	7.5	5.0	(2.9)	-
零售额 (同比%)	12.4	12.1	8.5	2.5	4.4	4.9	3.9	1.7	-	6.7	(3.5)	(11.1)	-
新增贷款 (人民币/十亿)	1496.4	2119.6	1083.2	1215.2	1663.0	826.2	1273.2	1131.8	3980.0	1233.6	3125.4	645.4	-
广义货币供应量 (同比%)	8.3	8.6	8.3	8.2	8.3	8.7	8.5	9.0	9.8	9.2	9.7	10.5	-
总社会融资 (人民币/十亿)	1952.2	3701.7	1075.2	2989.3	2902.6	1617.6	2598.3	2398.3	6177.0	1228.9	4656.6	910.2	-
全国城镇调查失业率(%)	5.0	5.0	5.1	5.1	4.9	4.9	5.0	5.1	5.3	5.5	5.8	6.1	-
31个大城市 城镇调查失业率 (%)	5.3	5.2	5.2	5.2	5.3	5.0	5.1	5.1	5.1	-	6.0	6.7	-

## 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	32,272.79	17.37	2.21
标准普尔 500 指数	4,017.82	20.08	2.87
纳斯达克综合指数	11,754.23	38.91	3.70
<b>欧洲</b>			
富时 100 指数	7,476.21	17.13	0.80
德国 DAX 30 指数	14,198.80	12.76	1.81
法国 CAC 40 指数	6,358.46	14.34	1.56
斯托克 600 价格指数	434.38	15.64	2.08
<b>亚洲</b>			
香港恒生指数	21,869.05	7.88	2.87
恒生中国企业指数	7,606.35	6.81	2.97
上海深圳沪深 300 指数	4,175.68	15.75	(1.24)
上海证券交易所综合指数	3,238.95	13.12	(0.66)
深证综合指数	2,045.70	35.44	(0.06)
日经 225 指数	28,246.53	20.08	1.85
韩国 KOSPI 指数	2,625.44	11.27	1.70
台湾证交所加权股价指数	16,621.34	12.08	0.39
标普/澳证 200 指数	7,019.75	16.30	1.11
<b>MSCI 指数</b>			
MSCI 世界指数	2,721.85	17.83	2.72
MSCI ACWI 指数	637.77	16.74	2.56
MSCI 新兴市场指数	1,067.15	11.46	1.37
MSCI 美国指数	3,822.10	20.58	3.09
MSCI 英国指数	2,153.87	17.12	0.69
MSCI 法国指数	182.05	16.29	1.52
MSCI 德国指数	143.62	12.25	1.85
MSCI 中国指数	73.54	11.03	0.79
MSCI 香港指数	13,964.73	14.86	0.47
MSCI 日本指数	1,213.22	14.50	1.35

\*所有市场根据 2022/06/09 收市价。

货币市场		
	收益率 (%)	一周变动 (%)
联邦基金目标利率	1.00	0.00
美国最佳利率	4.00	0.00
联储贴现率	1.00	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	0.8572	0.1345
美国综合国债 1 年收益率	2.2583	0.1588
美国综合国债 5 年收益率	3.0633	0.1539
美国综合国债 10 年收益率	3.0418	0.1342
美国综合国债 30 年收益率	3.1630	0.0883
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	1.1997	0.0800
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	1.6877	0.0617
日本综合国债 1 年收益率	(0.085)	0.001
日本综合国债 10 年收益率	0.251	0.010
德国综合国债 1 年收益率	0.244	0.140
德国综合国债 10 年收益率	1.430	0.193
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	2.010	0.070
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.549	0.007
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	2.799	(0.001)
上海银行同业拆放利率- 隔夜	1.414	0.001
上海银行同业拆放利率- 1 个月	1.887	0.022
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	0.0458	(0.0061)
香港银行同业拆放利率- 一个月	0.2677	0.0391
离岸人民币拆放利率-隔夜	1.6080	(0.2250)
离岸人民币拆放利率-1 个月	2.3977	0.0334
<b>公司债(穆迪)</b>		
Aaa	4.13	0.11
Baa	5.10	0.08

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	121.51	3.97
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	123.07	4.64
天然气期货	美元/百万英	8.96	5.63
<b>基本金属</b>			
LME 原铝现货(\$)	美元/吨	2,733.50	(0.88)
铜期货	美元/磅	438.10	(3.77)
LME 钢筋期货	美元/吨	725.00	(3.65)
LME 铅现货(\$)	美元/吨	2,197.00	1.07
<b>贵金属</b>			
现货金	美元/盎司	1,849.26	(0.32)
黄金期货	美元/盎司	1,852.80	(0.99)
现货银	美元/盎司	21.97	(0.49)
现货铂	美元/盎司	989.15	(2.03)
<b>农产品</b>			
玉米期货	美元/蒲式耳	716.75	3.24
小麦期货(CBT)	美元/蒲式耳	1,071.25	1.23
11 号糖(全球)	美元/磅	19.51	(0.10)
大豆期货	美元/蒲式耳	1,582.25	2.63

数据来源: 彭博

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	103.22	1.37
欧元/美元	1.0719	0.22
英镑/美元	1.2534	(0.13)
澳大利亚元/美元	0.7182	(0.25)
美元/加拿大元	1.2555	(0.71)
美元/日元	133.31	2.76
美元/瑞士法郎	0.9777	1.90
人民币中间价指数	6.6811	0.24
美元/人民币	6.6925	0.09
美元/人民币-交割远期	6.6987	(0.10)
美元/中国境外即期汇率	6.6746	(0.08)
美元/港币	7.8487	0.03
人民币/港币	1.1728	(0.43)
中国境外即期汇率/港币	1.1759	0.11
美元/韩元	1,256.70	1.55
美元/新台币	29.52	0.84
美元/新加坡元	1.3750	0.01
美元/印度卢比	77.77	0.19

## 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)和张梓源(香港证监会中央编号:BSD301)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