

二零二二年七月十四日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 受疫情受控影响，中国 2022 年二季度，以人民币计价进出口总值 10.38 万亿元，同比增长 8.24%；出口额为 5.92 万亿元，同比增长 13%；进口额则为 4.47 万亿元，同比增长 2.53%。
- 中国 6 月出口持续反弹。从产品类别看，海外防疫措施放开仍是带动消费的主要动力，但价格仍是增速的主要推动力，显示欧美高通胀和激进的货币紧缩政策已降低当地进口需求。不过，新能源汽车需求仍将为出口增速奠定坚实基础。
- 随着各稳经济措施的落地，6 月进出口已恢复常态，但 4 月积压的订单仍将在 7 月继续带动进出口增长，但经济下行压力增大和下半年的高基数效应或将使外贸平稳下行。
- 随着美联储鹰派加息的落地，人民币强势势头被打断，有效缓解中国出口压力，但也导致大宗商品进口端承压，随着全球央行开始激进缩表，接下来汇率的波动性将进一步加大，但多部门已注意到相关情况并出台多项政策降低外贸受影响程度。
- 6 月世界银行下调 2022 年全球经济增长预测 4.1 个百分点至 2.9%，其中发达经济体增速下调 2.5 个百分点至 2.6%，新兴市场则下调 3.2 个百分点至 3.4%。显示俄乌冲突对全球的影响或才刚刚开始显现，和货币政策快速收紧成为今后世界经济复苏的核心风险。

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

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

中国 2022 年 6 月进出口恢复显著

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，中国经济也开始走出疫情等多方面因素造成的阴影，正将有效经济措施应用尽用以确保下半年经济增长。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。不过，中国 6 月以人民币计价出口额同比增速升至 22%。6 月进口增速也较上个月提升 2%，进口持续好转。进出口增速持续反弹，反映出中国疫情持续平稳带动经济恢复，同时 4 月份因上海静态管理导致的进出口积压也继续缓解，带动出口。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，随着一系列措施的发布与实施，且疫情放缓为各刺激政策的实施提供良好平台，中国经济正快速回归正常。我们预期 4 月因静态管理积压的订单将在 7 月基本交付完成，余下时间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。

二季度进出口与一季度基本持平。2022 年二季度，以人民币计价进出口总值 10.38 万亿元，同比增长 8.24%；出口额为 5.92 万亿元，同比增长 13%；进口额则为 4.47 万亿元，同比增长 2.53%；贸易顺差则较去年同期增长 65.19%至 1.44 万亿元。具体到 6 月，以人民币计价进出口总值 3.77 万亿元，同比增长 14.3%；出口额为 2.21 万亿元，同比增长 22%；进口额则为 1.56 万亿元，同比增长 4.8%；贸易顺差则较去年同期增长 95%至 0.65 万亿元。分地区来看，6 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 6 月从东盟和一带一路沿线国家进口较多，其中从东盟进口金额增速较 5 月上升 13 个百分点左右。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、汽车和汽车底盘降幅明显，而矿物肥料及化肥、原油、鲜、干水果及坚果则涨幅明显，显示价格稳定在高位的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，二季度进出口增速也基本与一季度持平，显示外贸在 6 月基本回到正常水平。但地缘政治的加剧和全球疫情小幅度反复继续对供应链等多方面构成压力，为未来中国进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，进口商品需求仍持续低于一季度水平。总而来说，对外贸易活动的增长势头保持出多进少趋势。

6月出口增速持续反弹。今年6月，中国出口额在复工复产持续进行、物流供应链恢复正常、部分积压订单持续释放等因素带动下，同比增速持续提升。分类别看，以人民币计价，未锻扎的铝及铝材、箱包及类似容器、稀土是中国出口增长的主要动力，分别录得67.9%、52.7%和60%，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，但高通胀和货币紧缩政策使需求降低，增速弱于5月。分地区来看，东盟、美国、欧盟6月出口金额分别占同期出口总值的15.72%、16.91%和15.21%。按出口金额增速看，美国、东盟增速提升明显，较5月提升9.55和9.46个百分点。不过，随着欧美通胀高企和货币紧缩政策缩减当地进口需求，且综合出口集装箱运价指数也已处于下行趋势，外需逐步下降将逐步拖累出口增速。总的来说，尽管供应链瓶颈开始缓慢恢复正常，但全球疫情面临新一波小高峰，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6月出口增速持续恢复，显示出中国外贸的韧性，同时自4月积压的订单将会继续在7月陆续交付，带动未来出口增速；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。

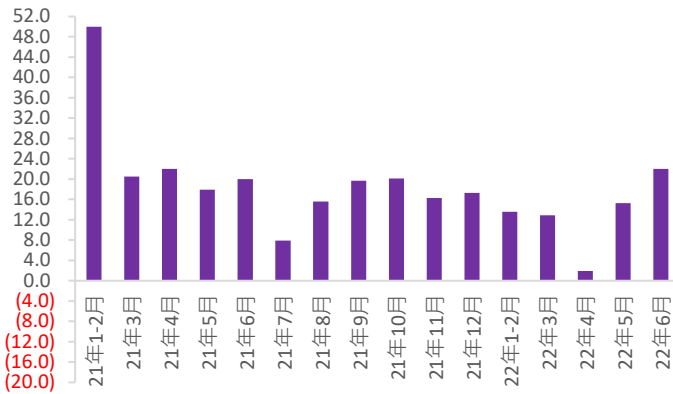
人民币汇率缓解外贸压力。2022年二季度，人民币出现大幅贬值，兑美元汇率下跌超过5%。具体来看，中美货币政策立场分化以及俄乌冲突持续，美元不断走强，加剧人民币的贬值压力，并缓解出口压力。不过人民币汇率的走弱也将大宗商品价格进口价格稳定在高位，给国内诸多上游企业带来显著压力。随着美联储鹰派加息立场和激进的缩表进程持续而中国则在竭力刺激内需释放并稳定经济增长，人民币汇率将在波动中略微下降。总的来讲，人民币汇率的走弱缓解了中国出口贸易压力，但大宗商品价格保持高位、国际市场混乱、地缘政治危机等多因素将继续影响中国2022年进出口贸易形势，而中美在货币政策立场上的分化将持续给汇率带来波动性，致给出口面临不确定性。考虑到经济发展的基本面稳健，中国经济开放吸引外国资金加大对中国商业和金融资产的投资力度，人民币的汇率稳定性也将得到保证。

今年外贸将平稳下行。6月PMI分项中新出口订单指数和进口指数为49.5和49.2，均处于收缩区间，但较上月上升3.3和4.1，外贸持续复苏。不过，在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，中国对外贸易仍具不确定性。与此同时，中国海关发布的HS2进口、出口价格指数仍维持高位在112.7和109.6，显示价格仍是进出口增速的主要推动力，而外贸企业利润虽有一定好转，但原材料维持高位仍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进出口基数增高的情况下，外贸增速在波动中放缓或已成定势。我们相信，随着中国人民银行、商务部等多部门持续在汇率风险管理、人民币结算、跨境电商等多方面持续支持外贸平稳发展，且内地疫情形势逐步好转，利于一系列稳经济政策落地实施，外贸仍将为今年经济合理发展做出不可替代的贡献。

货币政策和俄乌冲突影响仍将持续。2022年二季度，伴随货币宽松、劳动力短缺、供应链危机等因素仍未解决，俄乌冲突的影响持续显现加大，通胀成为全球经济体的主要挑战。美国、澳洲、欧盟等国均开始缩紧货币政策，而美联储更是开始激进缩表，令本就根基不稳的全球经济复苏雪上加霜。6月世界银行下调2022年全球经

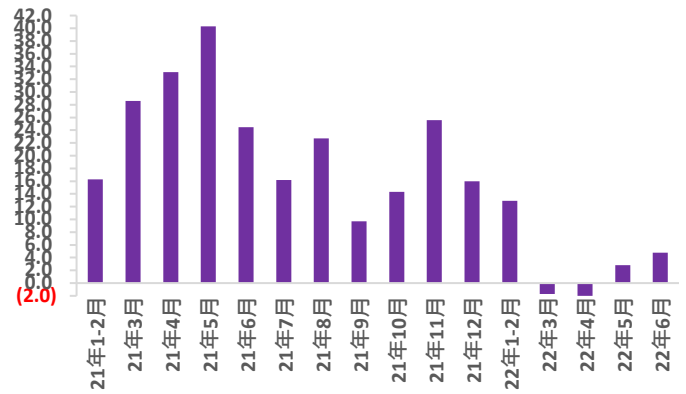
济增长预测 4.1 个百分点至 2.9%，其中发达经济体增速下调 2.5 个百分点至 2.6%，新兴市场则下调 3.2 个百分点至 3.4%。我们认为，此次全球大规模且激进的货币紧缩政策不仅使发达经济体陷入滞涨与衰退的风险之中，更使新兴经济体承受不小的外部压力。展望未来，俄乌冲突对全球的影响或才刚刚开始显现，和货币政策快速收紧成为今后世界经济复苏的核心风险，但全球供应链将随着中国复工复产而逐步修复，或将成为全球经济复苏支柱；中国方面则随着稳增长措施应出尽出且持续落地，将表现出充足的韧性，保障中国经济平稳发展。

图.1: 中国出口同比增长 (%) (按人民币)



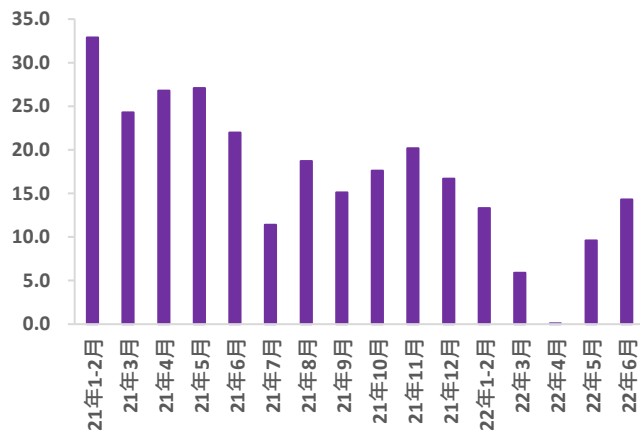
来源: 中国海关总署

图.2: 中国进口同比增长 (%) (按人民币)



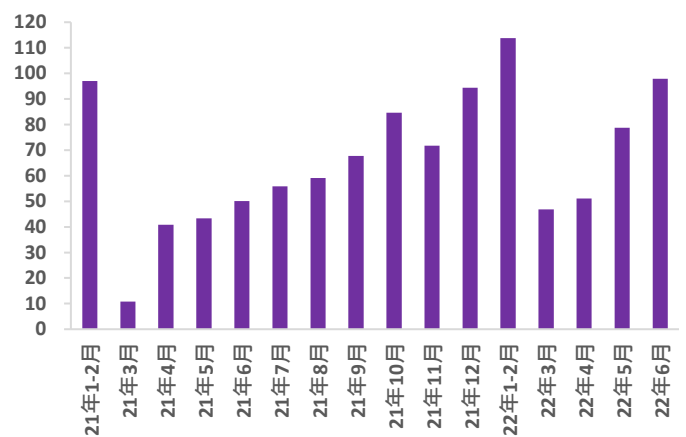
来源: 中国海关总署

图.3: 中国进出口商品总值同比增长 (%)



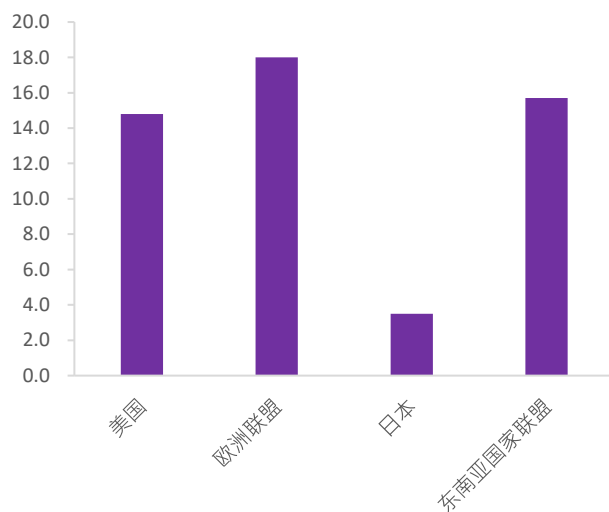
来源: 中国海关总署

图.4: 中国贸易顺差 (美元/十亿)



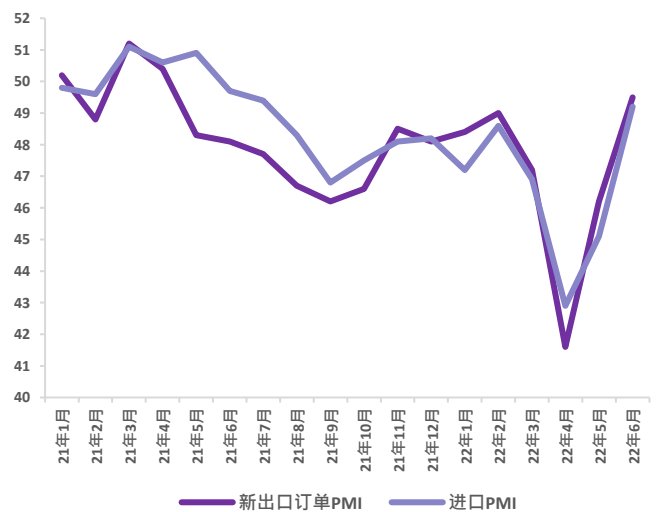
来源: 中国海关总署

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

	2020	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	2021	1Q2022	2Q2022
实际国民生产总值 (同比%)	2.2	18.3	7.9	4.9	4.0	8.1	4.8	-
制造业 PMI (%)	51.9	51.3	51.0	50.0	49.9	50.3	49.9	49.1
非制造业 PMI (%)	55.7	53.4	54.5	51.3	52.5	52.7	50.4	48.1
出口(人民币/同比%)	4.0	38.7	19.9	14.4	17.8	21.2	13.4	13.3
进口(人民币/同比%)	(0.2)	19.3	32.4	15.7	18.6	21.5	7.6	1.9
贸易余额(人民币/十亿)	3634.2	710.0	868.3	1181.1	1612.7	4372.1	1029.7	1478.2
出口增长(美元/同比%)	3.6	48.8	30.6	24.2	22.9	29.9	15.8	13.0
进口增长(美元/同比%)	(0.6)	29.4	44.1	25.4	23.6	30.0	9.8	1.7
贸易余额(美元/十亿)	524.0	108.8	134.2	183.1	250.9	676.9	162.9	227.8
消费物价指数(同比%)	2.5	0.0	1.1	0.8	1.8	0.9	1.1	2.2
生产者物价指数(同比%)	(1.8)	2.1	8.2	9.7	12.2	8.1	8.7	6.8
固定资产投资(年初至今/同比%)	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%)	7.0	25.6	15.0	8.8	4.4	4.4	0.7	-
工业增加值(同比%)	2.8	24.6	9.0	4.9	3.9	9.6	6.5	-
零售额(同比%)	(3.9)	33.9	13.9	5.0	3.5	12.5	3.3	-
新增贷款(人民币/十亿)	19632.9	7667.9	5084.5	3961.4	3231.2	19945.1	8338.9	5339.0
广义货币供应量(同比%)	10.1	9.4	8.6	8.3	9.0	9.0	9.7	11.4
总社会融资(人民币/十亿)	34791.8	10288.9	7510.9	6967.1	6584.1	31351.0	12062.7	8907.6

	6/21	7/21	8/21	9/21	10/21	11/21	12/21	1/22	2/22	3/22	4/22	5/22	6/22
实际国民生产总值(同比%)	7.9	-	-	4.9	-	-	4.0	-	-	4.8	-	-	-
制造业 PMI (%)	50.9	50.4	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3	50.1	50.2	49.5	47.4	49.6	50.2
非制造业 PMI (%)	53.5	53.3	47.5	53.2	52.4	52.3	52.7	51.1	51.6	48.4	41.9	47.8	54.7
出口(人民币/同比%)	20.0	7.9	15.6	19.7	20.1	16.3	17.3	21.0	4.2	12.9	1.9	15.3	22.0
进口(人民币/同比%)	24.5	16.2	22.7	9.7	14.3	25.6	16.0	17.4	8.8	(1.5)	(2.0)	2.8	4.8
贸易余额(人民币/十亿)	323.7	358.1	381.5	441.6	548.2	461.5	602.7	536.3	188.7	296.9	325.2	502.9	650.1
出口增长(美元/同比%)	32.1	19.2	25.4	28.0	26.9	21.7	20.9	24.1	6.3	14.6	3.9	16.9	17.9
进口增长(美元/同比%)	37.1	28.2	32.7	17.2	20.4	31.4	19.5	20.4	10.9	0.1	(0.1)	4.1	1.0
贸易余额(美元/十亿)	50.1	55.9	59.2	68.1	84.9	71.8	94.2	84.1	29.7	46.8	51.1	78.8	97.9
消费物价指数(同比%)	1.1	1.0	0.8	0.7	1.5	2.3	1.5	0.9	0.9	1.5	2.1	2.1	2.5
生产者物价指数(同比%)	8.8	9.0	9.5	10.7	13.5	12.9	10.3	9.1	8.8	8.3	8.0	6.4	6.1
固定资产投资(年初至今/同比%)	12.6	10.3	8.9	7.3	6.1	5.2	4.9	-	12.2	9.3	6.8	6.2	-
房地产投资(年初至今/同比%)	15.0	12.7	10.9	8.8	7.2	6.0	4.4	-	3.7	0.7	(2.7)	(4.0)	-
工业增加值(同比%)	8.3	6.4	5.3	3.1	3.5	3.8	4.3	-	7.5	5.0	(2.9)	0.7	-
零售额(同比%)	12.1	8.5	2.5	4.4	4.9	3.9	1.7	-	6.7	(3.5)	(11.1)	(6.7)	-
新增贷款(人民币/十亿)	2119.6	1083.2	1215.2	1663.0	826.2	1273.2	1131.8	3980.0	1233.6	3125.4	645.4	1883.6	2810.0
广义货币供应量(同比%)	8.6	8.3	8.2	8.3	8.7	8.5	9.0	9.8	9.2	9.7	10.5	11.1	11.4
总社会融资(人民币/十亿)	3701.7	1075.2	2989.3	2902.6	1617.6	2598.3	2368.3	6177.2	1228.9	4656.6	945.5	2792.1	5170.0
全国城镇调查失业率(%)	5.0	5.1	5.1	4.9	4.9	5.0	5.1	5.3	5.5	5.8	6.1	5.9	-
31个大城市城镇调查失业率(%)	5.2	5.2	5.2	5.3	5.0	5.1	5.1	5.1	-	6.0	6.7	6.9	-

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	30,772.79	16.65	(0.85)
标准普尔 500 指数	3,801.78	19.04	(1.13)
纳斯达克综合指数	11,247.58	37.64	(1.01)
欧洲			
富时 100 指数	7,156.37	16.45	0.68
德国 DAX 30 指数	12,756.32	11.37	1.28
法国 CAC 40 指数	6,000.24	13.53	1.49
斯托克 600 价格指数	412.81	14.94	1.34
亚洲			
香港恒生指数	20,797.95	7.67	(3.65)
恒生中国企业指数	7,145.83	6.54	(5.30)
上海深圳沪深 300 指数	4,321.46	16.10	(2.32)
上海证券交易所综合指数	3,284.29	13.39	(2.12)
深证综合指数	2,175.59	37.78	(1.43)
日经 225 指数	26,478.77	18.85	1.42
韩国 KOSPI 指数	2,328.61	10.00	1.60
台湾证交所加权股价指数	14,324.68	10.45	2.43
标普/澳证 200 指数	6,621.56	15.19	0.41
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	2,544.68	16.47	(0.65)
MSCI ACWI 指数	594.35	15.49	(0.70)
MSCI 新兴市场指数	970.46	10.57	(1.08)
MSCI 美国指数	3,615.19	19.46	(1.15)
MSCI 英国指数	2,067.72	16.85	0.72
MSCI 法国指数	172.44	15.49	1.56
MSCI 德国指数	128.20	10.94	0.86
MSCI 中国指数	70.57	10.81	(4.27)
MSCI 香港指数	13,757.15	14.65	(0.62)
MSCI 日本指数	1,158.76	13.93	1.90

*所有市场根据 2022/07/13 收市价。

货币市场		
	收益率 (%)	一周变动 (%)
联邦基金目标利率	1.75	0.00
美国最佳利率	4.75	0.00
联储贴现率	1.75	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	1.5682	0.3759
美国综合国债 1 年收益率	3.1259	0.3976
美国综合国债 5 年收益率	3.0278	0.0481
美国综合国债 10 年收益率	2.9336	0.0056
美国综合国债 30 年收益率	3.1182	0.0001
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	1.9714	0.1804
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	2.4830	0.1347
日本综合国债 1 年收益率	(0.123)	(0.017)
日本综合国债 10 年收益率	0.232	(0.015)
德国综合国债 1 年收益率	0.386	0.120
德国综合国债 10 年收益率	1.145	(0.061)
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	1.866	(0.098)
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.589	(0.082)
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	2.809	(0.028)
上海银行同业拆放利率- 隔夜	1.219	0.009
上海银行同业拆放利率- 1 个月	1.784	(0.050)
香港基本利率(贴现率)	2.00	0.00
香港银行同业拆放利率- 隔夜	0.1770	(0.6155)
香港银行同业拆放利率- 一个月	0.7168	(0.1127)
离岸人民币拆放利率-隔夜	1.2701	0.2176
离岸人民币拆放利率-1 个月	1.9375	(0.2313)
公司债(穆迪)		
Aaa	4.13	0.01
Baa	5.27	0.04

全球商品			
	价格		一周变动 (%)
能源			
NYMEX 轻质低硫原油期货	美元/桶	96.30	(2.26)
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	99.57	(1.11)
天然气期货	美元/百万英	6.69	21.40
基本金属			
LME 原铝现货(\$)	美元/吨	2,344.25	(2.05)
铜期货	美元/磅	332.25	(2.51)
LME 钢筋期货	美元/吨	682.50	(0.36)
LME 铅现货(\$)	美元/吨	1,970.50	(0.78)
贵金属			
现货金	美元/盎司	1,729.94	(1.78)
黄金期货	美元/盎司	1,735.50	(0.06)
现货银	美元/盎司	18.96	(1.24)
现货铂	美元/盎司	847.37	(1.89)
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	595.25	1.75
小麦期货(CBT)	美元/蒲式耳	810.75	0.78
11 号糖(全球)	美元/磅	19.14	6.39
大豆期货	美元/蒲式耳	1,349.50	2.02

数据来源: 彭博

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	107.96	0.80
欧元/美元	1.0061	(1.32)
英镑/美元	1.1917	(0.04)
澳大利亚元/美元	0.6790	(0.18)
美元/加拿大元	1.3006	(0.28)
美元/日元	137.02	1.20
美元/瑞士法郎	0.9775	0.62
人民币中间价指数	6.7282	0.05
美元/人民币	6.7187	0.16
美元/人民币-交割远期	6.7024	0.04
美元/中国境外即期汇率	6.7291	0.28
美元/港币	7.8500	0.04
人民币/港币	1.1684	(0.12)
中国境外即期汇率/港币	1.1667	(0.23)
美元/韩元	1306.90	0.02
美元/新台币	29.85	0.13
美元/新加坡元	1.4044	(0.01)
美元/印度卢比	79.64	0.42

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