

二零二三年一月十六日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 2022年，以人民币计价进出口总值42.07万亿元，同比增长7.7%；出口额为23.97万亿元，同比增长10.5%；进口额则为18.1万亿元，同比增长4.3%；贸易顺差则较去年同期增长30.9%至5.86万亿元。具体到12月，进出口总值3.77万亿元，同比增长0.6%，前值为增长0.1%；出口额为2.16万亿元，同比下降0.5%，前值为增长0.9%；进口额则为1.61万亿元，由11月的同比下降1.1%转为上涨2.2%；贸易顺差则同比下降9.03%至0.55万亿元。
- 为应对通胀高企而实施的货币紧缩政策持续，导致全球需求持续降低。总体而言，中国对主要贸易伙伴出口增速仍维持负数，仅对东盟及日本出口维持正增长，其中《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）的实施及双方合作的加深带动东盟出口稳健增长，12月录得18.68%的升幅。
- 世界银行1月公布最新2023年预测，将2023年全球经济增速预测下调1.3个百分点至1.7%，其中发达经济体下调1.7个百分点至0.5%；而发展中经济体下调0.8个百分点至3.4%。俄乌冲突和紧缩的货币政策继续成为全球经济复苏的核心风险，叠加通胀高企等因素，经济复苏进程仍有不小阻力。在一季度面临多重挑战后，中国经济或将在二季度开始恢复。

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12月出口继续承压

身处俄乌冲突、全球货币政策持续紧缩以及通胀担忧仍存的大环境之下，中国快速优化疫情管理措施，经济面临短期新挑战。与此同时，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力仍然较大，给经济运行带来一定压力。2022年12月，中国以人民币计价进出口额同比增速为0.6%，虽略高于11月的0.1%，但仍反映海外需求减弱和内地放开后第一波疫情带来的冲击。展望未来，海外高企的通胀和激进的货币紧缩政策降低当地居民的消费意愿，导致需求进一步收紧，而内地市场则因为放开影响，对进口需求或有恢复空间。我们看到，中国放宽防疫措施后面临新一波疫情冲击，对经济社会的正常化运行构成一定阻力。不过，中国各部门持续落实中央稳经济政策，确保经济基本面处于良好状态，同时二季度开始，疫情转趋稳定或将有助于外贸产业“平稳过冬”。

2022年进出口额超40万亿元。2022年，以人民币计价进出口总值42.07万亿元，同比增长7.7%；出口额为23.97万亿元，同比增长10.5%；进口额则为18.1万亿元，同比增长4.3%；贸易顺差则较去年同期增长30.9%至5.86万亿元。具体到12月，进出口总值3.77万亿元，同比增长0.6%，前值为增长0.1%；出口额为2.16万亿元，同比下降0.5%，前值为增长0.9%；进口额则为1.61万亿元，由11月的同比下降1.1%转为上涨2.2%；贸易顺差则同比下降9.03%至0.55万亿元。分地区来看，12月东盟、欧盟、美国仍是中国的主要贸易伙伴。其中，自东盟进口金额继续保持最高增速，但数值回落至1.98%。与此同时，由于中国内需尚未完全恢复，价格稳定在高位的食品及大宗商品仍是拉动中国进口金额增长的主要动力，而矿物肥料及化肥、飞机及其他航空器、纸浆进口额涨幅明显，分别达216.85%、86.86%和64.89%。我们认为，目前中国外贸总体仍面临诸多不确定性，地缘政治风险加剧和还未平缓的疫情继续为未来中国的进出口发展增加波动性。与此同时，虽受到居民储蓄意识提高和内需疲软的持续影响，维持高位的大宗商品价格仍在推动进口增速，且放开或将使进口增速一定恢复。而贸易顺差则因去年同期高基数问题，增速快速下降。

全球高通胀、紧缩的货币政策带动需求持续下降。2022年12月，中国出口额同比增速维持在合理区间。分类别看，以人民币计价，成品油、汽车及汽车底盘、矿物肥料及化肥是中国出口增长的主要动力，分别录得236.74%、112.15%和96.85%的增幅，价格仍是出口增速的主要推动力。分地区来看，东盟、美国、欧盟12月的出口金额分别占同期出口总值的17.48%、14.81%和14.25%。按出口金额增速看，《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）的实施及双方合作的加深带动东盟出口稳健增长，12月录得18.68%的升幅。

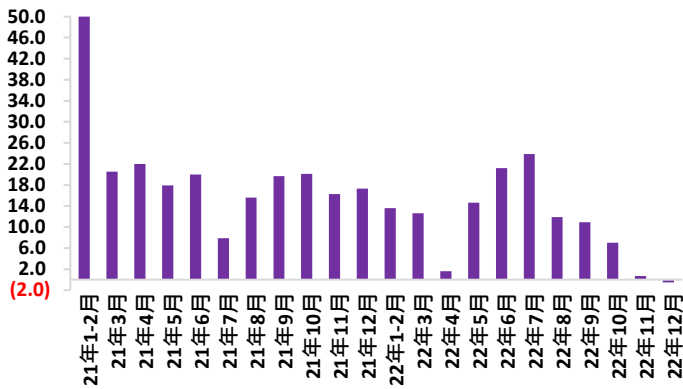
总体而言，中国对主要贸易伙伴出口增速仍维持负数，仅对东盟及日本出口维持正增长，显示为应对通胀高企而实施的货币紧缩政策持续，叠加发达经济体库存维持高位，导致全球需求持续降低。总的来说，尽管供应链瓶颈开始缓慢恢复正常，美国也预期将放缓加息步伐，但维持高位的通胀和上升的利率水平，都在降低全球经济活跃程度，为经济复苏增加不确定性。不过，面临复杂严峻的内外部环境，中国 12 月出口增速维持在合理区间，显示出中国外贸的韧性。展望未来，疫情防控措施的快速调整对出口的冲击已经开始显现，叠加高基数效应，一季度内出口或将面临更大不确定性，但全球对于中国新能源产品的强劲需求及中国政府为提振贸易活动出台的刺激措施将会推动中国出口增速继续维持在合理区间内。预计自二季度开始，中国出口或将走出疫情阴影，开始恢复合理增长，但较弱的外需仍将拖累复苏步伐。

人民币受防疫措施优化带动，逐步回升。2022 年 12 月，人民币兑美元升值约 2.54%。随着美国通胀出现受控迹象，美元加息步伐料放缓，再加上 12 月中国内地快速放开，人民币汇率开始回升。我们认为，人民币升值将缓解国内诸多上游企业的压力，而下游出口企业仍继续面临强势货币带来的出口价格压力。展望未来，考虑到中国长期经济发展的基本面仍然稳健，同时中央政府已出台多项措施支出外贸平稳发展，而美国的经济衰退风险仍然存在，多重利好因素下，人民币汇率料将持续维持在合理区间内。

价格因素是进出口增速的核心支撑。2022 年 12 月，中国官方采购经理指数（PMI）的分项指数——新出口订单指数和进口指数分别报 44.2 和 43.7，受外需下降和防疫政策放开后的短期影响，分别较上月下降 2.5 和 3.4。与此同时，出口和进口价格指数继续保持高位，分别录得 113.2、106.4，显示价格仍是出口增速核心驱动力，原材料成本维持相对高位困扰相关企业，叠加劳动力短缺等问题，令其在处理海外新订单方面面临较大压力。总体而言，在全球经济不确定性上升、疫情反复及地缘政治风险加剧等一系列负面因素影响下，市场担忧全球经济增长将放缓，最终将步入滞涨时代，而脆弱的供应链则受经济因素影响恢复缓慢，致使消费者缩减开支。我们看到，中国政策制定者已出台诸多为提振贸易活动的刺激措施，在稳外贸同时优化营商环境、培育新动能，并促进内外贸一体化，确保对外贸易得以稳定增长。

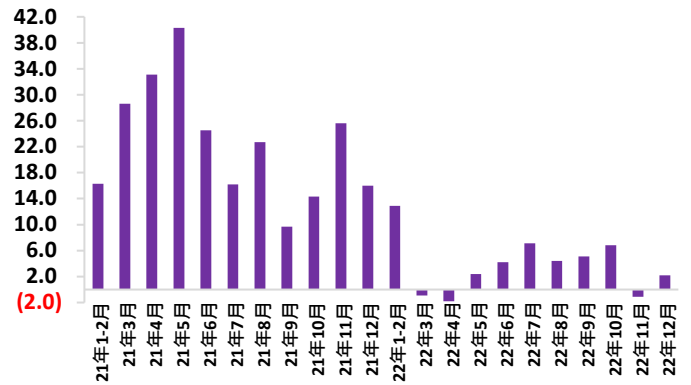
高通胀等负面影响将持续至 2023 年。全球供应链瓶颈缓慢恢复，而通胀虽已见顶，但短时间内仍将维持高位，全球经济发展继续面临重大挑战。世界银行 1 月公布最新 2023 年预测，将 2023 年全球经济增速预测下调 1.3 个百分点至 1.7%，其中发达经济体下调 1.7 个百分点至 0.5%；而发展中经济体下调 0.8 个百分点至 3.4%。我们认为，俄乌冲突和通胀将持续影响今年的经济增长预期，而全球大规模且激进的货币紧缩政策虽将逐步放缓，但仍会导致发达经济体陷入滞涨与衰退的风险之中；新兴经济体则在此之上面临较高的债务水平，降低经济恢复速度。展望 2023 年，俄乌冲突和紧缩的货币政策继续成为全球经济复苏的核心风险，叠加通胀高企等因素，经济复苏进程仍有不小阻力。与此同时，中国方面放宽防疫限制，一季度内经济将受到严峻挑战。我们预期，政策制定者会继续大力度落实各类支持性措施，确保经济发展处于合理区间，同时中国经济较强的韧劲将有助于经济在二季度显著恢复。

图.1: 中国出口同比增长 (%) (按人民币)



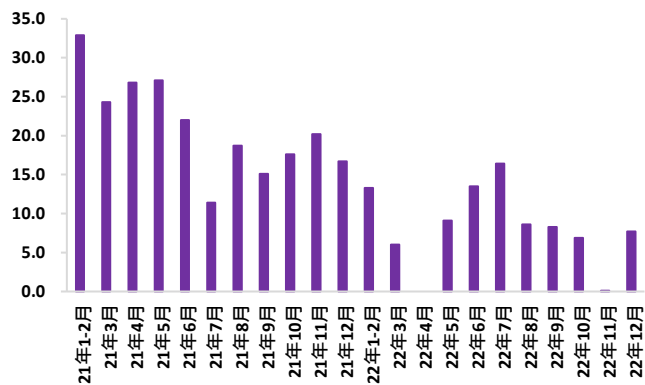
来源: 中国海关总署

图.2: 中国进口同比增长 (%) (按人民币)



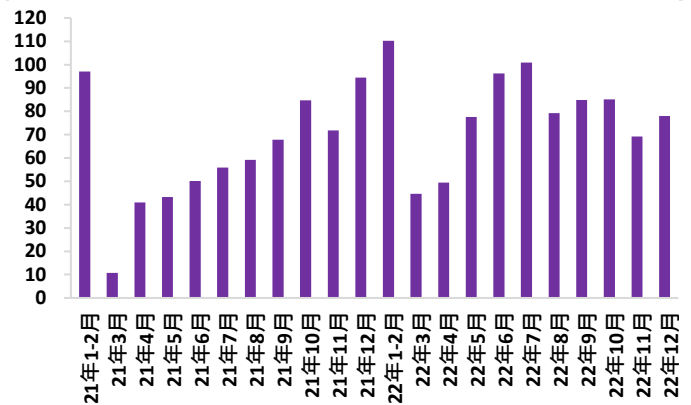
来源: 中国海关总署

图.3: 中国进出口商品总值同比增长 (%)



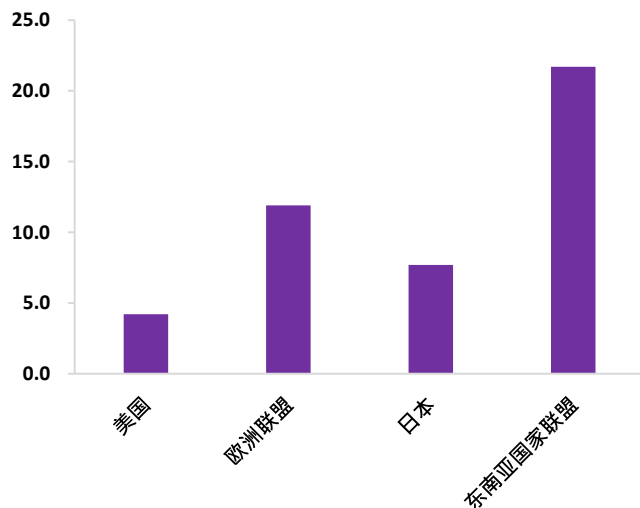
来源: 中国海关总署

图.4: 中国贸易顺差 (美元/十亿)



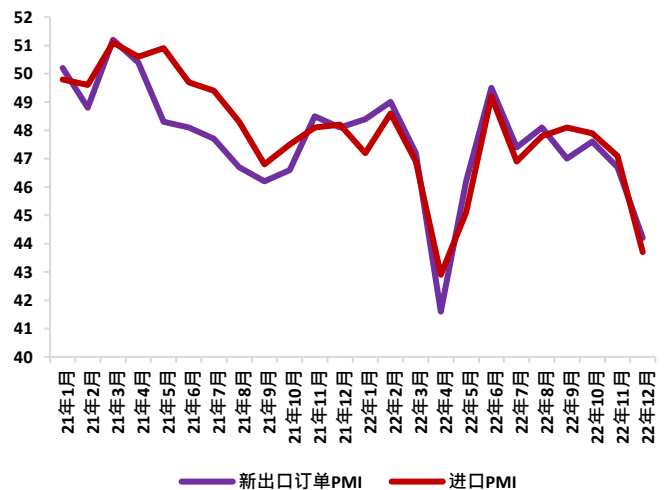
来源: 中国海关总署

图.5: 2022 中国出口主要国别同比增长 (%) (人民币)



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	2021	1Q2022	2Q2022	3Q2022	4Q2022	2022
实际国民生产总值 (同比%)	6.0	2.2	8.4	4.8	0.4	3.9	-	-
制造业 PMI (%)	50.2	51.9	50.3	49.9	49.1	49.5	48.1	47.0
非制造业 PMI (%)	53.5	55.7	52.7	50.4	48.1	52.3	45.7	41.6
出口(人民币/同比%)	5.0	4.0	21.0	13.2	12.6	15.4	2.3	10.5
进口(人民币/同比%)	1.7	(0.2)	21.5	8.5	1.5	5.4	2.4	4.3
贸易余额 (人民币/十亿)	2912.0	3634.2	4330.0	981.2	1453.7	1796.5	1627.5	5863.0
出口增长 (美元/同比%)	0.5	3.6	29.6	15.5	12.4	10.3	(6.5)	7.0
进口增长 (美元/同比%)	(2.7)	(0.6)	30.0	10.6	1.3	0.7	(6.5)	1.1
贸易余额 (美元/十亿)	421.1	524.0	670.4	154.2	224.2	266.1	232.6	877.6
消费物价指数 (同比%)	2.9	2.5	0.9	1.1	2.2	2.7	1.8	2.0
生产者物价指数 (同比%)	(0.3)	(1.8)	8.1	8.7	6.8	2.5	(1.1)	4.1
固定资产投资(年初至今/同比%)	5.4	2.9	4.9	9.2	4.2	5.7	-	-
房地产投资 (年初至今/同比%)	9.9	7.0	4.4	0.7	(9.0)	(20.7)	-	-
工业增加值 (同比%)	5.7	2.8	9.6	6.5	0.6	4.8	-	-
零售额 (同比%)	8.0	(3.9)	12.5	3.3	(4.6)	3.5	-	-
新增贷款 (人民币/十亿)	16815.7	19632.9	19945.1	8338.9	5340.1	4407.0	3228.8	21314.9
广义货币供应量 (同比%)	8.7	10.1	9.0	9.7	11.4	12.1	11.8	11.8
总社会融资 (人民币/十亿)	25673.5	34791.8	31351.0	11868.9	8957.7	6761.6	4211.5	32010.0

	12/21	1/22	2/22	3/22	4/22	5/22	6/22	7/22	8/22	9/22	10/22	11/22	12/22
实际国民生产总值 (同比%)	4.0	-	-	4.8	-	-	0.4	-	-	3.9	-	-	-
制造业 PMI (%)	50.3	50.1	50.2	49.5	47.4	49.6	50.2	49.0	49.4	50.1	49.2	48.0	47.0
非制造业 PMI (%)	52.7	51.1	51.6	48.4	41.9	47.8	54.7	53.8	52.6	50.6	48.7	46.7	41.6
出口(人民币/同比%)	17.3	20.8	3.9	12.6	1.5	14.6	21.2	24.1	12.1	10.6	7.0	0.7	(0.5)
进口(人民币/同比%)	16.0	18.0	9.6	(0.9)	(1.8)	2.3	3.9	6.9	4.3	5.1	6.8	(1.1)	2.2
贸易余额 (人民币/十亿)	596.7	524.2	174.9	282.0	313.4	496.4	643.9	686.7	540.5	569.4	587.2	490.2	550.1
出口增长 (美元/同比%)	20.9	24.0	6.1	14.3	3.5	16.2	17.1	18.2	7.5	5.7	(0.2)	(8.9)	(9.9)
进口增长 (美元/同比%)	19.5	21.0	11.8	0.7	0.2	3.5	0.1	1.8	0.1	0.3	(0.7)	(10.6)	(7.5)
贸易余额 (美元/十亿)	93.2	82.2	27.5	44.5	49.3	77.8	97.1	101.9	80.1	84.1	85.3	69.3	78.0
消费物价指数 (同比%)	1.5	0.9	0.9	1.5	2.1	2.1	2.5	2.7	2.5	2.8	2.1	1.6	1.8
生产者物价指数 (同比%)	10.3	9.1	8.8	8.3	8.0	6.4	6.1	4.2	2.3	0.9	(1.3)	(1.3)	(0.7)
固定资产投资 (年初至今/同比%)	4.9	-	12.2	9.3	6.8	6.2	6.1	5.7	5.8	5.9	5.8	5.3	-
房地产投资 (年初至今/同比%)	4.4	-	3.7	0.7	(2.7)	(4.0)	(5.4)	(6.4)	(7.4)	(8.0)	(8.8)	(9.8)	-
工业增加值 (同比%)	4.3	-	7.5	5.0	(2.9)	0.7	3.9	3.8	4.2	6.3	5.0	2.2	-
零售额 (同比%)	1.7	-	6.7	(3.5)	(11.1)	(6.7)	3.1	2.7	5.4	2.5	(0.5)	(5.9)	-
新增贷款 (人民币/十亿)	1131.8	3980.0	1233.6	3125.4	645.4	1888.4	2806.3	679.0	1254.2	2473.8	615.2	1213.4	1400.0
广义货币供应量 (同比%)	9.0	9.8	9.2	9.7	10.5	11.1	11.4	12.0	12.2	12.1	11.8	12.4	11.8
总社会融资 (人民币/十亿)	2358.0	6155.8	1175.9	4637.2	929.5	2838.9	5189.3	759.6	2462.2	3539.8	914.1	1987.4	1310.0
全国城镇调查失业率(%)	5.1	5.3	5.5	5.8	6.1	5.9	5.5	5.4	5.3	5.5	5.5	5.7	-
31个大城市 城镇调查失业率 (%)	5.1	5.1	-	6.0	6.7	6.9	5.8	5.6	5.4	5.8	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 (%)
美国			
道琼斯工业平均指数	34,302.61	19.71	2.00
标准普尔 500 指数	3,999.09	19.37	2.67
纳斯达克综合指数	11,079.16	53.40	4.82
欧洲			
富时 100 指数	7,844.07	14.68	1.88
德国 DAX 30 指数	15,086.52	13.95	3.26
法国 CAC 40 指数	7,023.50	14.52	2.37
斯托克 600 价格指数	452.54	15.49	1.83
亚洲			
香港恒生指数	21,738.66	7.83	3.56
恒生中国企业指数	7,391.18	6.78	3.47
上海深圳沪深 300 指数	4,074.38	14.98	2.35
上海证券交易所综合指数	3,195.31	14.47	1.19
深证综合指数	2,067.16	38.08	1.31
日经 225 指数	26,119.52	17.68	1.16
韩国 KOSPI 指数	2,386.09	11.26	4.20
台湾证交所加权股价指数	14,824.13	10.68	3.14
标普/澳证 200 指数	7,328.10	14.81	3.07
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	2,735.72	17.56	3.24
MSCI ACWI 指数	638.08	16.58	3.35
MSCI 新兴市场指数	1,029.85	11.59	4.16
MSCI 美国指数	3,795.29	19.79	2.82
MSCI 英国指数	2,253.19	14.45	1.74
MSCI 法国指数	199.58	16.79	2.50
MSCI 德国指数	151.29	13.12	3.51
MSCI 中国指数	72.33	12.38	4.27
MSCI 香港指数	13,992.14	19.91	0.95
MSCI 日本指数	1,161.82	13.63	2.03

*所有市场根据 2023/01/13 收市价。

货币市场		
	收益率 (%)	一周变动 (%)
联邦基金目标利率	4.50	0.00
美国最佳利率	7.50	0.00
联储贴现率	4.50	0.00
欧洲央行最低再融资利率 1 周	2.50	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	4.4177	0.4052
美国综合国债 1 年收益率	4.6616	(0.0089)
美国综合国债 5 年收益率	3.6107	(0.0873)
美国综合国债 10 年收益率	3.5035	(0.0545)
美国综合国债 30 年收益率	3.6103	(0.0772)
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	4.4544	0.0529
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	4.7924	(0.0174)
日本综合国债 1 年收益率	0.000	0.005
日本综合国债 10 年收益率	0.512	0.007
德国综合国债 1 年收益率	2.663	(0.076)
德国综合国债 10 年收益率	2.168	(0.042)
中国贷款市场报价利率(1 年期)	3.65	0.00
中国国债收益率 CFIF 报价 - 1 年	2.089	0.010
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.679	0.040
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	2.898	0.062
上海银行同业拆放利率- 隔夜	1.242	0.703
上海银行同业拆放利率- 1 个月	2.220	0.070
香港基本利率(贴现率)	4.75	(0.66)
香港银行同业拆放利率- 隔夜	1.3243	(0.6556)
香港银行同业拆放利率- 一个月	3.1802	(0.3430)
离岸人民币拆放利率-隔夜	2.3814	0.7886
离岸人民币拆放利率-1 个月	2.3717	0.2655
公司债(穆迪)		
Aaa	4.29	(0.27)
Baa	5.40	(0.34)

全球商品			
	价格	一周变动 (%)	
能源			
NYMEX 轻质低硫原油期货	美元/桶	79.86	8.26
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	85.28	8.54
天然气期货	美元/百万英	3.42	(7.84)
基本金属			
LME 原铝现货(\$)	美元/吨	2,566.35	13.34
铜期货	美元/磅	421.60	7.80
LME 钢筋期货	美元/吨	687.50	(1.65)
LME 铅现货(\$)	美元/吨	2,271.00	1.78
贵金属			
现货金	美元/盎司	1,920.23	2.92
黄金期货	美元/盎司	1,921.70	2.78
现货银	美元/盎司	24.26	1.82
现货铂	美元/盎司	1,069.21	(2.30)
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	675.00	3.21
小麦期货(CBT)	美元/蒲式耳	743.75	0.03
11 号糖(全球)	美元/磅	19.73	4.06
大豆期货	美元/蒲式耳	1,527.75	2.36

数据来源: 彭博

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	102.20	(1.61)
欧元/美元	1.0830	1.75
英镑/美元	1.2227	1.11
澳大利亚元/美元	0.6968	1.32
美元/加拿大元	1.3396	(0.36)
美元/日元	127.87	(3.19)
美元/瑞士法郎	0.9269	(0.11)
人民币中间价指数	6.7292	(2.35)
美元/人民币	6.7010	(1.86)
美元/人民币-交割远期	6.5732	(1.44)
美元/中国境外即期汇率	6.7139	(1.70)
美元/港币	7.8098	0.03
人民币/港币	1.1656	1.94
中国境外即期汇率/港币	1.1643	1.89
美元/韩元	1,241.35	(2.16)
美元/新台币	30.38	(1.08)
美元/新加坡元	1.3188	(1.55)
美元/印度卢比	81.34	(1.68)

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 2023 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