



## 从贸易角度,分析主要经济体汇率趋势

随着明年发达国家经济衰退概率上升,差异化的货币政策情景将结束,之后对于国际收支中货物贸易差额的分析,将更有助于判断主要经济体的汇率走势。

通过对货物贸易差额的分析,我们可以把主要经济体贸易差额的影响因素划分为四类:1)货物贸易差额主要受大宗商品价格的影响(欧盟、日本、韩国、泰国、菲律宾);2)贸易差额受大宗商品和全球经济复苏的双重影响(新加坡、马来西亚、印尼);3)贸易差额受自身贸易结构的影响(中国和越南);4)贸易差额受自身经济影响(美国)。

展望未来6-12个月,全球经济在大宗商品价格回落和全球经济增速放缓这两个宏观趋势下,主要经济体的贸易差额将会受到不同程度的影响,这将进一步反映在各个经济体的汇率上面,并影响市场的投资决策。

**大宗商品价格回落:**能源价格回落将带动日本和韩国的贸易差额回升,叠加货币贬值提升本身较稳定的出口优势,我们认为明年日元和韩元有明显的升值空间。泰国和菲律宾的贸易逆差收窄幅度受大宗商品价格影响更显著,泰铢和菲律宾比索在商品价格回落后有较大的升值空间,但是其经济基本面较弱,货币升值存在不确定性。欧盟贸易逆差受能源缺口影响为主,加上欧洲在资本制造产业的出口竞争力长期下滑,能源价格回落对其贸易逆差的影响作用较小,欧元短期升值空间有限。

**全球经济增速放缓:**随着货币政策继续大幅度收紧,我们认为美国经济明年大概率步入衰退,美国内需必定受到影响,叠加库存结构问题影响,贸易逆差将有所收窄、导致全球美元流动性进一步收缩,未来6个月,美元在贸易差额的角度短期依然有升值动力。中国出口韧性强,但也会面临全球需求收量的考验、出口单位价格上升空间有限,贸易顺差收窄导致人民币短期升值机会较小。印尼的出口贸易虽然集中在大宗商品,但种类相对分散,印尼盾的波动幅度将小于新加坡元和马来西亚林吉特。

林琰

宏观分析师 | 研究部主管  
sharon\_lam@spdbi.com  
(852) 2808 6438

王彦臣, PhD

宏观分析师  
yannson\_wang@spdbi.com  
(852) 2808 6440

2022年09月21日

相关报告:

《双维度分析加息对美国消费的影响》  
(2022-07-28)

《2022年中期宏观经济展望:全球完美风暴,中国韧性突显》(2022-06-02)

《俄乌冲突,对当前的全球经济复苏有何影响》(2022-02-25)



扫码关注浦银国际研究

浦银国际

宏观灼见

从贸易角度,分析主要经济体汇率趋势

# 目录

货物贸易对主要经济体汇率的影响 .....	8
主要经济体货物贸易的分析 .....	10
美国：贸易逆差将受自身经济衰退而收窄，能源价格影响较小 .....	12
欧盟 27 国：出口竞争力的结构性下降导致易受进口价格飙升影响 .....	18
中国：结构性出口韧性遇上全球周期性需求减弱 .....	24
日本：有望在 2023 年下半年恢复贸易顺差 .....	29
韩国：贸易逆差将是短暂的 .....	32
东盟——新加坡：邻国的加工贸易增长同时推高新加坡转口贸易 .....	35
东盟——马来西亚：半导体行业推动下的贸易顺差阶段性走阔 .....	38
东盟——印尼：贸易顺差受大宗商品影响较大，但来源也较分散 .....	42
东盟——越南、泰国、菲律宾 .....	46

## 图表目录

图表 1: 2022 年 1-6 月, 美元指数和主要出口经济体货币较美元的相对表现.....	6
图表 2: 2022 年 1-6 月, 主要出口经济体的贸易差额同比变动情况 (亿美元) .....	7
图表 3: 相较于 2021 年, 2022 年 1-6 月主要出口经济体贸易差额占 GDP 比例的同比变动幅度 (百分点) .....	7
图表 4: 从货物贸易角度, 分析主要经济体的汇率趋势 .....	9
图表 5: 国际贸易标准分类 (SITC) 结构示意图 .....	11
图表 6: 美国贸易差额及其所占 GDP 的比例 .....	12
图表 7: 二分法下, 美国初级产品和工业制品的贸易差额 .....	12
图表 8: 历年美国初级产品和工业制品各项目的贸易差额趋势 (亿美元) .....	12
图表 9: 2022 年 1-6 月, 美国初级产品和工业制品各项目的贸易差额同比情况 (亿美元) ...	13
图表 10: 美国初级产品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元) .....	13
图表 11: 美国初级产品中, 天然气和人工煤气、油籽、金属矿石、煤炭、纺织纤维的贸易顺差较大 .....	13
图表 12: 美国工业制品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元) .....	14
图表 13: 美国工业制品中, 工业制成品的主要贸易逆差来源 .....	14
图表 14: 美国工业制品中, 机械及运输设备的主要贸易逆差来源 .....	14
图表 15: 美国工业制品中, 杂项制品的主要贸易逆差来源 .....	14
图表 16: 美国实际 GDP 同比增速和贸易差额同比增速的趋势 .....	15
图表 17: 美国制造业 PMI 趋势 .....	15
图表 18: 美国实际库存 (制造商、批发商、零售商) 及线性趋势 .....	15
图表 19: 美国制造商、批发商、零售商实际库存同比增速 .....	15
图表 20: 美国工业制品中机械及运输设备的主要进口来源经济体和进口额占比 .....	16
图表 21: 美国工业制品中机械及运输设备的主要进口来源经济体和进口额 (亿美元) .....	16
图表 22: 美国自各经济体进口机械及运输设备的同比增速 .....	17
图表 23: 欧盟贸易差额及其所占 GDP 的比例 .....	18
图表 24: 二分法下, 欧盟初级产品和工业制品的贸易差额 .....	18
图表 25: 历年欧盟初级产品和工业制品各项目的贸易差额趋势 (亿美元) .....	18
图表 26: 2022 年 1-6 月, 欧盟初级产品和工业制品各项目的贸易差额同比情况 (亿美元) ..	19
图表 27: 欧盟中间产品出口保持高增速, 资本货物出口增速回落, 显示欧盟在机械及运输设备的贸易竞争力在结构性退步 .....	19
图表 28: 欧盟初级产品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元) .....	20
图表 29: 欧盟初级产品中, 石油产品、天然气和人工煤气的贸易逆差较大 .....	20
图表 30: 目前, 欧盟天然气库存储气率仍低于 2019 年和 2020 年的同期水平 .....	21
图表 31: 欧元区 HICP 同比增速及各项贡献率 .....	21
图表 32: 欧盟初级产品中矿物燃料的主要进口来源经济体和进口额 (亿美元) .....	21
图表 33: 欧盟初级产品中矿物燃料的主要进口来源经济体和进口额占比 .....	21
图表 34: 欧盟工业制品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元) .....	22
图表 35: 欧盟工业制品中, 化工产品的主要贸易顺差/逆差项目 .....	22
图表 36: 欧盟工业制品中, 机械及运输设备的主要贸易顺差项目 .....	22
图表 37: 欧盟工业制品中, 机械及运输设备的主要贸易逆差项目 .....	22
图表 38: 欧盟制造业 PMI 趋势 .....	23

图表 39: 欧盟实际库存及线性趋势 .....	23
图表 40: 欧盟初级产品和工业制品各项目的进口额 (亿美元) .....	23
图表 41: 欧盟工业制品中机械及运输设备的主要进口来源经济体和进口额 (亿美元) .....	23
图表 42: 中国贸易差额及其所占 GDP 的比例 .....	24
图表 43: 二分法下, 中国初级产品和工业制品的贸易差额 .....	24
图表 44: 历年中国初级产品和工业制品各项目的贸易差额趋势 (亿美元) .....	24
图表 45: 2022 年 1-6 月, 中国初级产品和工业制品各项目的贸易差额同比情况 (亿美元) ..	25
图表 46: 中国初级产品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元) .....	25
图表 47: 中国初级产品中, 非食用原料和矿物燃料的主要贸易逆差项目 .....	25
图表 48: 中国金属矿石、石油、煤炭、天然气的进口量与三年年均增速 .....	26
图表 49: 中国石油进口量和进口额同比增速趋势 .....	26
图表 50: 中国工业制品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元) .....	26
图表 51: 中国工业制品中, 工业制成品的主要贸易顺差项目 .....	26
图表 52: 中国工业制品中, 机械及运输设备的主要贸易顺差项目 .....	27
图表 53: 中国工业制品中, 杂项制品的主要贸易顺差项目 .....	27
图表 54: 中国生产端通胀通过出口提价传递至海外经济体 .....	27
图表 55: 全球与中国货物出口同比增速的趋势对比 .....	27
图表 56: 全球货物出口额增速回升, 导致中国货物出口额的全球占比下降 .....	28
图表 57: 中国出口三大目的地: 对东盟出口的比例在 2022 年不断回升、对美欧则持续下行	28
图表 58: 美国经济步入衰退后、进口需求下降, 中国部分出口项目将受到显著影响 .....	28
图表 59: 日本贸易差额及其所占 GDP 的比例 .....	29
图表 60: 二分法下, 日本初级产品和工业制品的贸易差额 .....	29
图表 61: 历年日本初级产品和工业制品各项目的贸易差额趋势 (亿美元) .....	29
图表 62: 2022 年 1-6 月, 日本初级产品和工业制品各项目的贸易差额同比情况 (亿美元) ..	30
图表 63: 日本初级产品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元) .....	30
图表 64: 日本初级产品中, 石油产品、天然气和人工煤气、煤炭的贸易逆差较大 .....	30
图表 65: 日本矿物燃料进口额与石油、天然气进口量的同比增速分化 .....	31
图表 66: 日本工业制品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元) .....	31
图表 67: 日本工业制品中, 机械及运输设备的主要贸易顺差/逆差项目 .....	31
图表 68: 韩国贸易差额及其所占 GDP 的比例 .....	32
图表 69: 二分法下, 韩国初级产品和工业制品的贸易差额 .....	32
图表 70: 历年韩国初级产品和工业制品各项目的贸易差额趋势 (亿美元) .....	32
图表 71: 2022 年 1-6 月, 韩国初级产品和工业制品各项目的贸易差额同比情况 (亿美元) ..	33
图表 72: 韩国初级产品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元) .....	33
图表 73: 韩国初级产品中, 石油产品、天然气和人工煤气、煤炭的贸易逆差较大 .....	33
图表 74: 韩国矿物燃料进口额与石油、天然气进口量的同比增速分化 .....	34
图表 75: 韩国工业制品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元) .....	34
图表 76: 韩国工业制品中, 机械及运输设备的主要贸易顺差/逆差项目 .....	34
图表 77: 新加坡贸易差额及其所占 GDP 的比例 .....	35
图表 78: 二分法下, 新加坡初级产品和工业制品的贸易差额 .....	35
图表 79: 历年新加坡初级产品和工业制品各项目的贸易差额趋势 (亿美元) .....	35
图表 80: 2022 年 1-6 月, 新加坡初级产品和工业制品各项目的贸易差额同比情况 (亿美元)	36

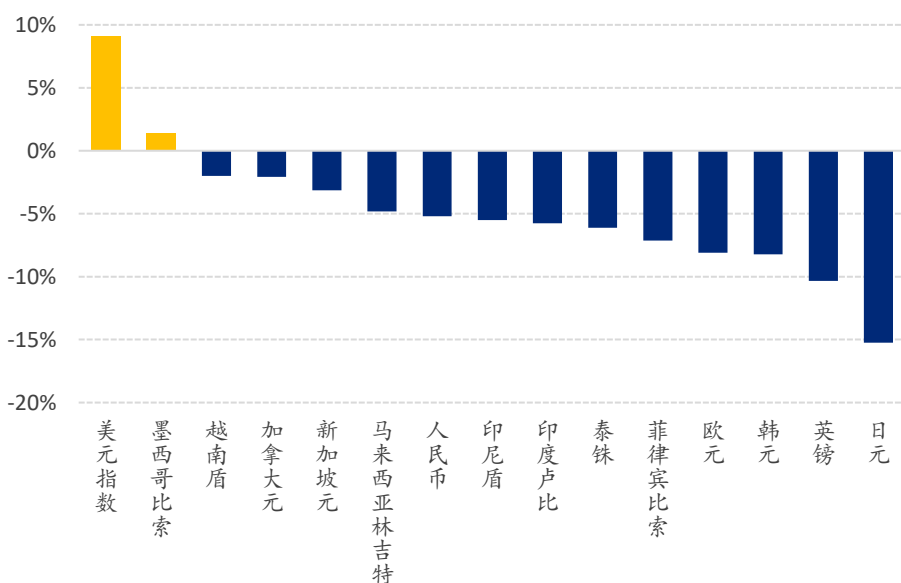
图表 81: 新加坡工业制品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元)	36
图表 82: 新加坡工业制品中, 化工产品的主要贸易顺差项目	36
图表 83: 新加坡工业制品中, 机械及运输设备的主要贸易顺差项目	37
图表 84: 新加坡初级产品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元)	37
图表 85: 新加坡石油贸易差额与原油价格有较强的关联	37
图表 86: 新加坡石油产品出口额 (亿美元) 在 2020 年疫情暴发阶段有明显下降	37
图表 87: 马来西亚贸易差额及其所占 GDP 的比例	38
图表 88: 二分法下, 马来西亚初级产品和工业制品的贸易差额	38
图表 89: 历年马来西亚初级产品和工业制品各项目的贸易差额趋势 (亿美元)	38
图表 90: 2022 年 1-6 月, 马来西亚初级产品和工业制品各项目的贸易差额同比情况 (亿美元)	39
图表 91: 马来西亚初级产品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元)	39
图表 92: 价格回升驱动下, 马来西亚棕榈油出口额持续增长, 带动了动植物油脂的贸易顺差走阔	39
图表 93: 2022 年 1-6 月, 马来西亚棕榈油的主要出口目的地及所占份额	40
图表 94: 马来西亚工业制品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元)	40
图表 95: 马来西亚机械及运输设备中, 电气机械设备的贸易顺差 (亿美元) 疫情后大幅走阔	40
图表 96: 马来西亚半导体出口额和同比增速趋势	40
图表 97: 马来西亚工业制品中, 机械及运输设备的主要贸易顺差/逆差项目	41
图表 98: 马来西亚工业制品中, 杂项制品的主要贸易顺差/逆差项目	41
图表 99: 印尼贸易差额及其所占 GDP 的比例	42
图表 100: 二分法下, 印尼初级产品和工业制品的贸易差额	42
图表 101: 历年印尼初级产品和工业制品各项目的贸易差额趋势 (亿美元)	42
图表 102: 2022 年 1-6 月, 印尼初级产品和工业制品各项目的贸易差额同比情况 (亿美元)	43
图表 103: 印尼初级产品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元)	43
图表 104: 印尼工业制品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元)	43
图表 105: 印尼初级产品中, 非食用原料、矿物燃料、动植物油脂的主要贸易顺差/逆差项目	44
图表 106: 印尼工业制品中, 工业制成品和杂项制品的主要贸易顺差/逆差项目	44
图表 107: 印尼工业制品中, 机械及运输设备的主要贸易顺差/逆差项目	45
图表 108: 越南贸易差额及其所占 GDP 的比例	46
图表 109: 越南 2020 年 1-6 月贸易顺差扩大主要受电脑及配件进口大幅下降的影响	46
图表 110: 越南进出口同比增速和贸易差额的趋势	46
图表 111: 越南电脑及配件的主要进口目的地及所占份额和三年年均增速	46
图表 112: 泰国贸易差额及其所占 GDP 的比例	47
图表 113: 2022 年 1-6 月, 泰国主要进口项目的进口额和三年年均增速	47
图表 114: 菲律宾贸易差额及其所占 GDP 的比例	47
图表 115: 2022 年 1-6 月, 菲律宾主要进口项目的进口额和三年年均增速	47

## 从货物贸易角度，分析主要经济体的汇率趋势

从货物贸易差额的角度，分析汇率的走势。对于汇率的分析，存在多重维度。其中，最基本的影响因素可以分为内生因素（例如，受经济增长、通胀影响的货币政策，受生产力和竞争力影响的出口前景，受杠杆率和财政政策影响的经济脆弱性）和外生因素（例如，外需、地缘政治局势等）。就内生因素而言，短期主要看货币政策，中长期则看竞争力和经济风险。短期来看，2022年全球汇率大部分时间都受到货币政策的差异化影响。当前全球通胀高企，美联储率先大幅收紧货币政策，加息进程较慢（甚至仍在宽松）的经济体外汇储备下降较大、汇率贬值的压力上升。但我们认为，差异化的货币政策情景将随着明年发达国家经济衰退而结束，之后对于国际收支中货物贸易差额的分析，将更有助于判断主要经济体的汇率走势。

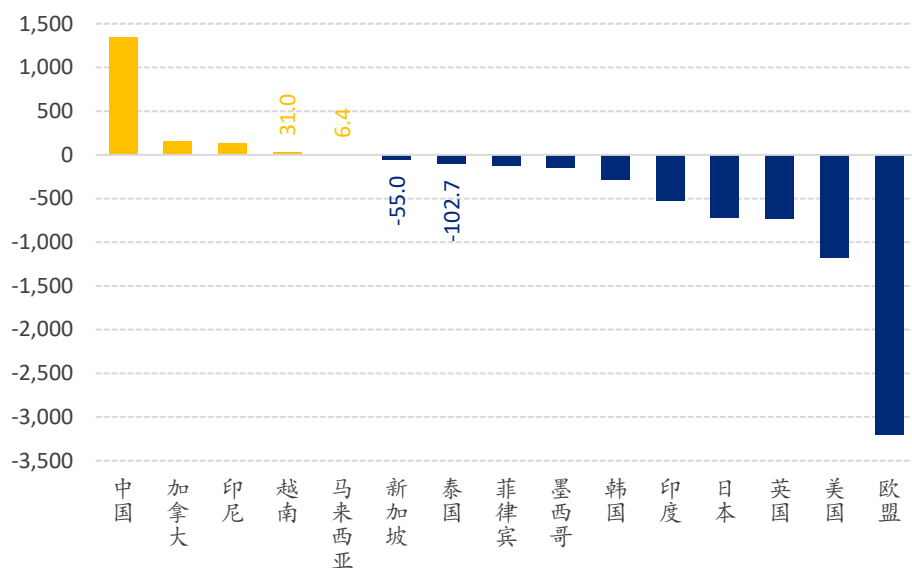
货物贸易逆差较大，汇率表现相对较差。2022年1-6月，主要出口经济体中，欧盟、英国、日本等贸易逆差较大，其货币较美元的相对表现则较差。在美联储大幅加息的情况下，贸易顺差经济体的货币较美元并未出现升值、但是其货币的贬值程度相对较小。此外，中国和墨西哥是贸易和汇率表现较特殊的经济体。2022年1-6月，中国贸易顺差较大、但人民币仍较美元明显贬值，主要原因是中国央行的货币宽松政策与海外流动性趋紧相背离，导致人民币汇率承压。墨西哥在上半年虽然存在贸易逆差，但是墨西哥央行五次合计300个基点的加息幅度使得墨西哥比索明显走强。

图表 1：2022年1-6月，美元指数和主要出口经济体货币较美元的相对表现



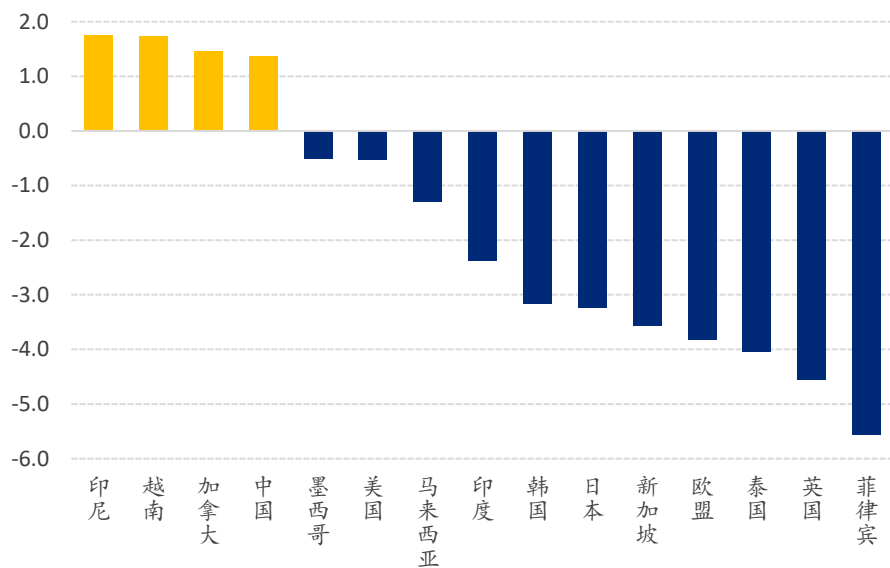
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 2：2022 年 1-6 月，主要出口经济体的贸易差额同比变动情况（亿美元）



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 3：相较于 2021 年，2022 年 1-6 月主要出口经济体贸易差额占 GDP 比例的同比变动幅度（百分点）



资料来源：CEIC，浦银国际

从国际贸易标准分类出发，我们将细分主要经济体（美国、欧盟、中国、日本、韩国、东盟）的贸易差额，从而判断各经济体未来贸易差额的变动方向，并进一步判断宏观趋势对其汇率走势的影响。

## 货物贸易对主要经济体汇率的影响

通过对当前货物贸易差额的分析，我们可以把主要经济体贸易差额的影响因素划分为以下四类：

- **第一类：货物贸易差额主要受大宗商品价格的影响**，包括欧盟、日本、韩国、泰国、菲律宾。其中，欧盟因外生因素（俄乌战争）导致能源缺口仍在，价格回落对其贸易逆差的影响有限。日本和韩国的需求稳定、只是受能源价格因素导致的贸易逆差，我们预计逆差将随能源价格（尤其是石油价格）回落而收窄。泰国和菲律宾因经济体量较小、受大宗商品价格波动的影响较大，我们预计其货物贸易逆差收窄幅度随大宗商品价格变动的弹性更大。
- **第二类：贸易差额受大宗商品和全球经济复苏的双重影响**，包括新加坡、马来西亚、印尼。其中，新加坡和马来西亚的贸易顺差主要来自电气机械设备一项，受全球经济复苏的影响更敏感。此外，原油价格和棕榈油价格会影响新加坡和马来西亚的贸易差额，但影响幅度有限。印尼的贸易顺差来源相对更加分散，初级产品和工业制品中多个项目都支撑了印尼的贸易顺差走阔，其受全球经济复苏和单一商品价格波动的影响更小。
- **第三类：贸易差额主要受自身贸易结构的影响**，包括中国和越南。中国的贸易差额处于初级产品贸易逆差和工业制品贸易顺差的平衡中：在出口的量 and 价均改善时，工业制品贸易顺差幅度大于初级产品贸易逆差幅度，中国整体贸易顺差走阔。与中国类似，越南的加工贸易也处于出口和进口的平衡中。但是，中国作为越南加工业主要商品（电脑及配件）的进口目的地，越南的贸易顺差会受到中国的出口价格影响，最终取决于越南自身的出口竞争力。
- **第四类：贸易差额主要受自身经济影响**，即美国。作为全球第一大商品进口国，美国贸易逆差与自身的经济增速有较强的关联：当美国经济增速放缓、并步入衰退时，进口需求下降导致贸易逆差收窄。此外，库存结构问题加剧，也将限制美国贸易逆差继续走阔。

展望未来 6-12 个月，我们预计全球将出现两个较为确定的宏观趋势，一个是大宗商品价格回落、另一个是全球经济增速放缓。在这两个宏观趋势下，我们认为主要经济体的贸易差额将会受到不同程度的影响，这将进一步反映在各个经济体的汇率上面、并影响市场的投资决策。

- **大宗商品价格回落**：能源价格回落将带动日本和韩国的贸易差额回升，叠加其经济基本面较好，我们认为日元和韩元有明显的升值空间。泰国和菲律宾的贸易逆差收窄幅度受大宗商品价格影响更显著，泰铢和菲律宾比索在商品价格回落后有较大的升值空间，但是其经济基本面较弱，货币升值存在不确定性。欧盟贸易逆差受能源缺口影响为主，能源价格回落对其贸易逆差的影响作用较小，欧元因此升值空间相对会较小。



- **全球经济增速放缓**：伴随全球经济放缓，**美国**经济将步入衰退，叠加库存结构问题影响，贸易逆差将有所收窄、导致全球美元流动性收缩，**美元**在贸易差额的角度依然有最后一轮的升值动力。虽然结构性和价格优势有利于中国出口，但全球经济增速放缓，**中国**出口韧性面临考验，贸易顺差有机会边际收窄，导致**人民币**贬值压力短期持续。**印尼**的贸易顺差来源相对分散，受全球经济增速放缓的影响小于**新加坡和马来西亚**，**印尼盾**的波动幅度将小于**新加坡元**和**马来西亚林吉特**。**越南**出口同样面临全球经济增速放缓的挑战，国内结构性的发展需求使得其进口降幅有限，贸易差额大概率向下变动，但**越南盾**与美元挂钩，我们预计这种有管理的浮动汇率制不会出现任何实质性变化。

图表 4：从货物贸易角度，分析主要经济体的汇率趋势

经济体名称	货物贸易差额现状	初级产品贸易差额现状	工业制品贸易差额现状	贸易差额影响因素	大宗商品价格回落对汇率的影响	全球经济增速放缓对汇率的影响
<b>美国</b>	贸易逆差逐渐走阔	+	-	自身经济	贬值动力 (影响有限)	升值动力
<b>欧盟</b>	贸易差额由正转负	-	+	大宗商品价格	升值动力 (影响有限)	升值动力 (影响有限)
<b>中国</b>	贸易顺差大幅走阔	-	+	自身贸易结构	升值动力 (影响有限)	贬值动力 (影响中等)
<b>日本</b>	贸易逆差大幅走阔	-	+	大宗商品价格	升值动力	贬值动力 (影响有限)
<b>韩国</b>	贸易差额由正转负	-	+	大宗商品价格	升值动力	贬值动力 (影响有限)
<b>新加坡</b>	贸易顺差波动中回落	-	+	大宗商品价格 全球经济复苏	升值动力 (影响有限)	贬值动力
<b>马来西亚</b>	贸易顺差阶段性走阔	+	+	大宗商品价格 全球经济复苏	贬值动力 (影响有限)	贬值动力
<b>印尼</b>	贸易顺差大幅走阔	+	-	大宗商品价格 全球经济复苏	贬值动力 (不确定性较大)	贬值动力 (影响有限)
<b>越南</b>	贸易顺差较为波动	/	/	自身贸易结构	/	/
<b>泰国</b>	贸易差额由正转负	/	/	大宗商品价格	升值动力	贬值动力 (影响有限)
<b>菲律宾</b>	贸易逆差大幅扩大	/	/	大宗商品价格	升值动力	贬值动力 (影响有限)

注：“+”代表该项贸易顺差，“-”代表该项贸易逆差，“/”代表不适用

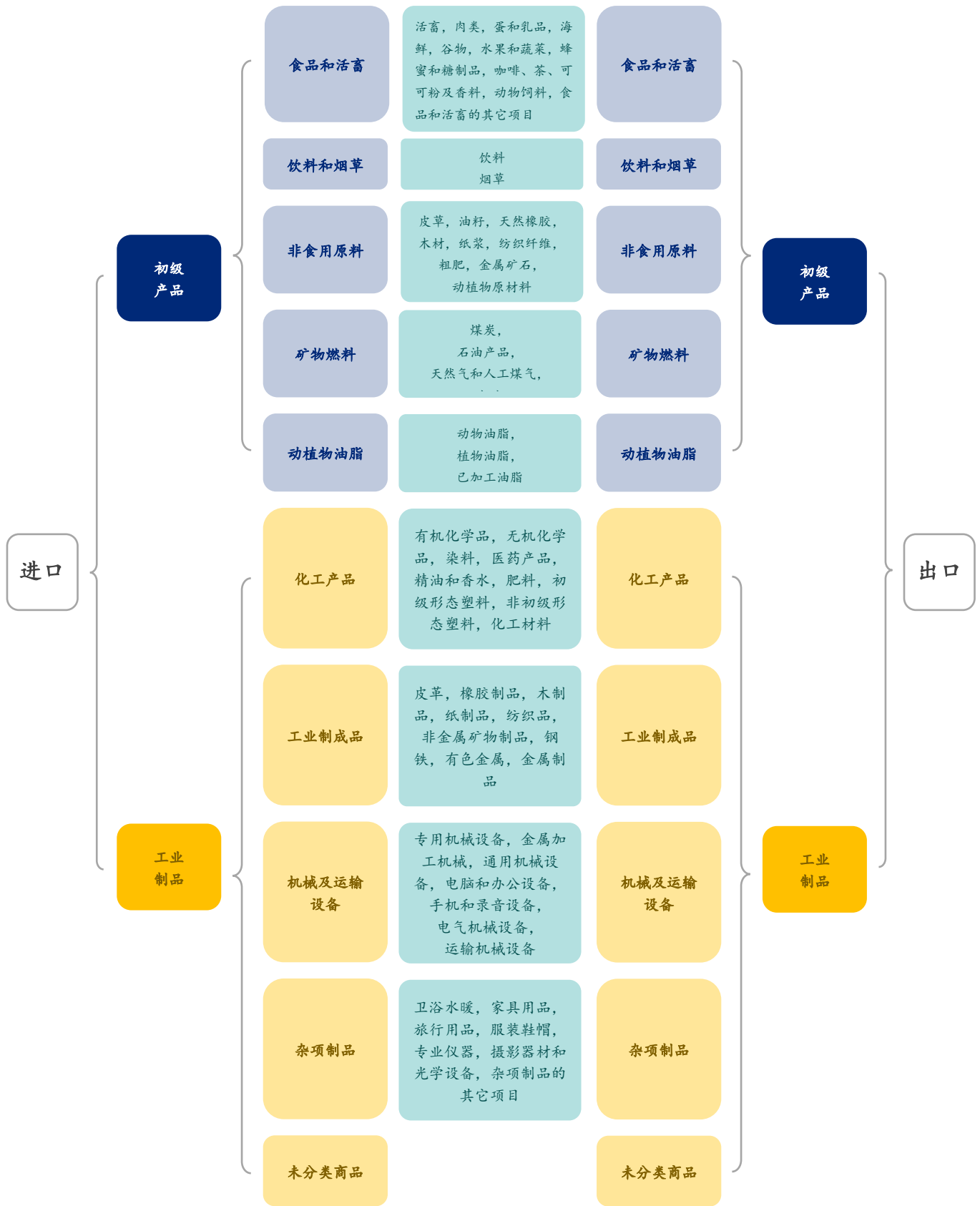
资料来源：浦银国际

## 主要经济体货物贸易的分析

根据国际贸易标准分类，我们将主要经济体和亚洲国家（美国、欧盟、中国、日本、韩国、东盟）的货物贸易差额进行拆解，分析出贸易差额变动的主要项目，并对其未来的变动趋势进行判断。其中，东盟中的越南、泰国、菲律宾因贸易结构相对单一，国际贸易标准分类数据并不完整，因此我们只对其货物贸易进行最基础的拆解。除此之外，我们将按照下面的结构对主要经济体的货物贸易差额进行拆解：

- 第一层：**初级产品和工业制品**；
- 第二层：**初级产品**拆解为食品和活畜、饮料和烟草、非食用原料、矿物燃料、动植物油脂共 5 项；**工业制品**包括化工产品、工业制成品、机械及运输设备、杂项制品以及未分类商品共 5 项。
- 第三层：以**工业制品**中的工业制成品为例，可以继续拆解为发电机械及设备、专用机械设备、金属加工机械、通用机械设备、电脑和办公设备、手机和录音设备、电气机械设备、运输机械设备共 8 项。

图表 5：国际贸易标准分类（SITC）结构示意图

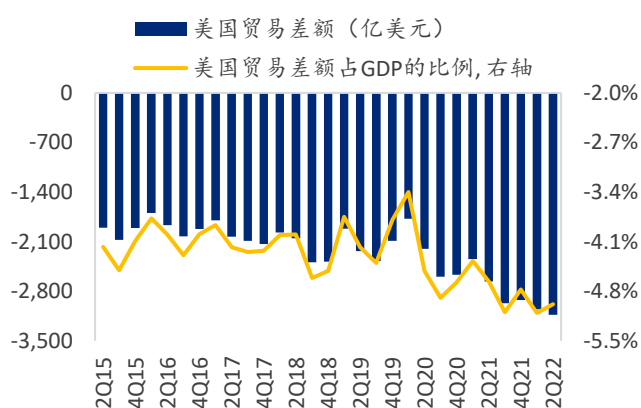


资料来源：浦银国际

## 美国：贸易逆差将受自身经济衰退而收窄，能源价格影响较小

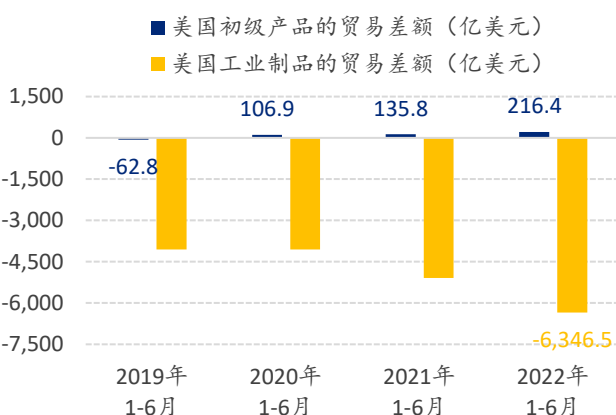
美国货物贸易逆差逐渐走阔。2022年1-6月，美国贸易逆差为6,187.2亿美元，显著高于疫情前2019年同期(4,151.3亿美元)、较去年同期(5,010.3亿美元)有显著增长。其中，初级产品贸易顺差虽然有所扩大，但体量较小(2022年1-6月为216.4亿美元)；在经济复苏的进口需求驱动下，美国工业制品进口增长明显、带动该项贸易逆差显著扩大(2022年1-6月为-6,346.5亿美元)，最终导致整体贸易逆差走阔。工业制品中，工业制成品、机械及运输设备、杂项制品的逆差走阔是美国贸易的长期趋势，这一趋势在疫情暴发后明显加快。初级产品中，页岩油革命使得美国矿物燃料的贸易逆差在2016年后出现明显收窄。

图表 6：美国贸易差额及其所占 GDP 的比例



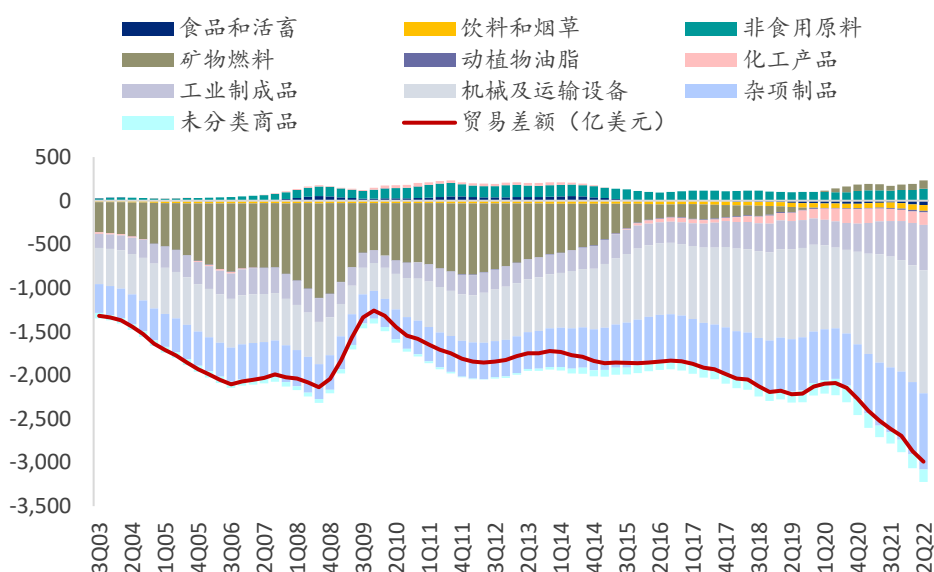
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 7：二分法下，美国初级产品和工业制品的贸易差额



资料来源：CEIC，浦银国际

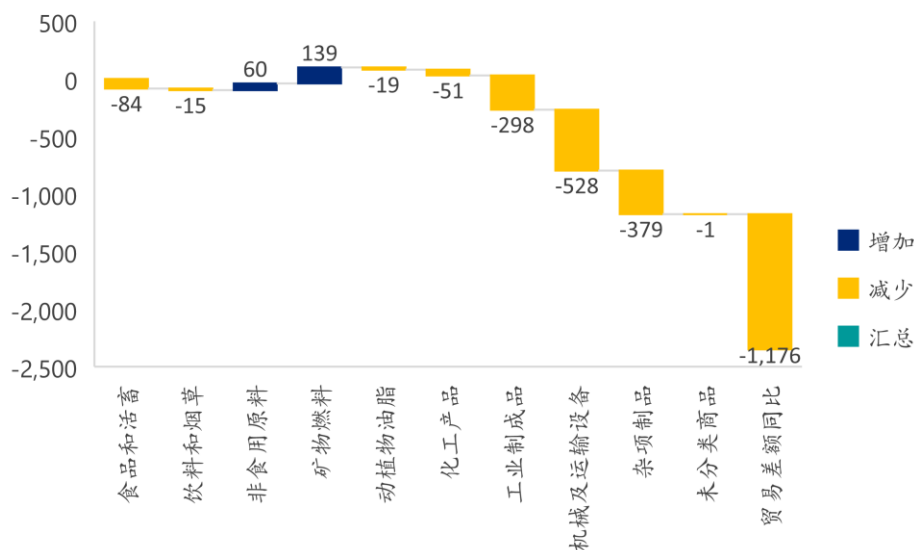
图表 8：历年美国初级产品和工业制品各项目的贸易差额趋势 (亿美元)



注：四个季度移动平均

资料来源：CEIC，浦银国际

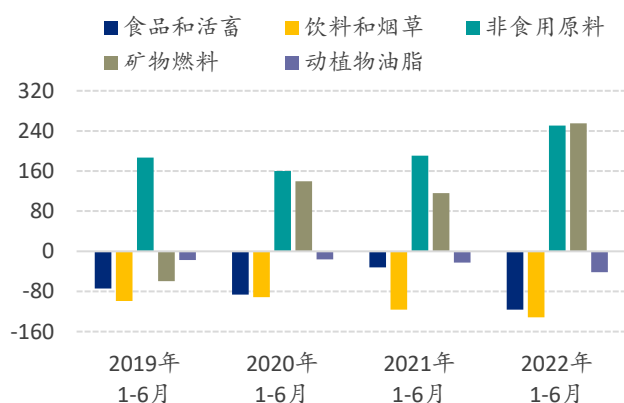
**图表 9：2022 年 1-6 月，美国初级产品和工业制品各项目的贸易差额同比情况（亿美元）**



资料来源：CEIC，浦银国际

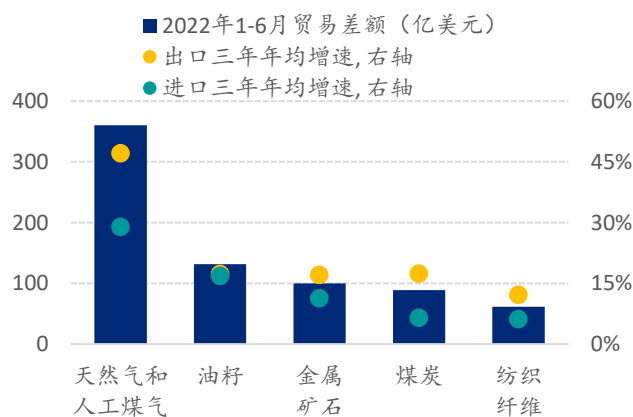
**能源和原料出口推高美国初级产品贸易顺差。**2022 年 1-6 月，矿物燃料中天然气和人工煤气（360.1 亿美元）、煤炭（88.8 亿美元）是美国主要的贸易顺差贡献项目，其中俄乌战争导致欧盟天然气需求出现缺口，叠加能源价格高企，使得美国天然气产品出口向好、三年年均增速达到 47.2%。2022 年 1-6 月，非食用原料中油籽（131.8 亿美元）、金属矿石（100.0 亿美元）、纺织纤维（61.3 亿美元）是主要的贸易顺差贡献项目，出口的三年年均增速分别为 17.4%、17.2%、12.2%。虽然能源和原料出口向好推高了初级产品贸易顺差，但是因其贸易顺差体量大幅小于工业制品贸易逆差体量，因此能源和原料出口对美国整体的贸易逆差影响不显著。此外，天然气出口带动的贸易顺差走阔受短期因素影响较大，明年春季欧盟天然气需求回落后，我们预计其带动的贸易顺差将有所收窄。

**图表 10：美国初级产品中，各项目的贸易差额情况（亿美元）**



资料来源：CEIC，浦银国际

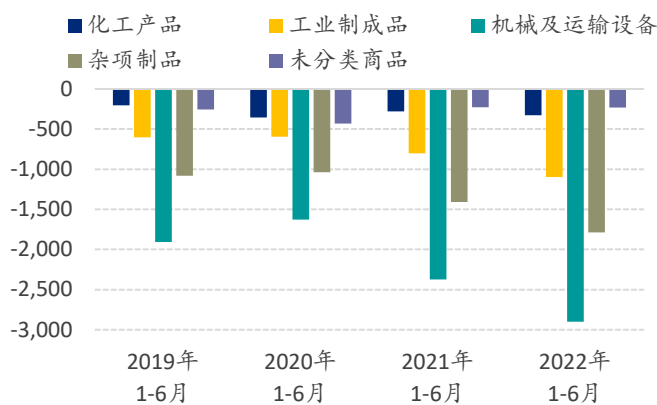
**图表 11：美国初级产品中，天然气和人工煤气、油籽、金属矿石、煤炭、纺织纤维的贸易顺差较大**



资料来源：CEIC，浦银国际

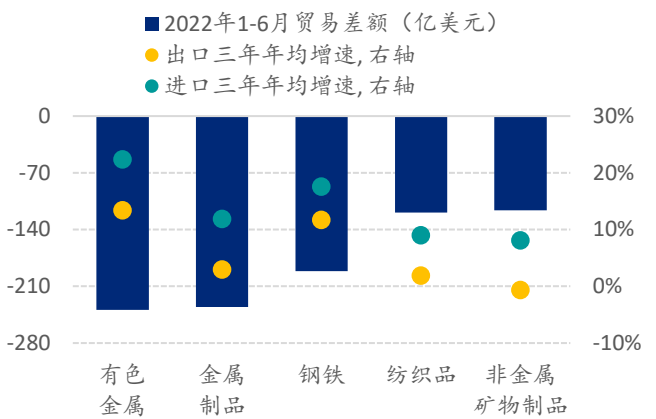
经济复苏带动进口需求增长，工业制品贸易逆差显著扩大。新冠大流行后，在货币和财政政策的双重刺激下，美国经济开启复苏进程，这首先体现在居民消费端、导致手机、汽车和服饰的进口需求回升：2022年1-6月，通信设备（-522.5亿美元）、运输机械设备（-506.9亿美元）和服装鞋帽（-692.6亿美元）在进口驱动下贸易逆差明显走阔。疫情期间，居家办公模式逐渐流行，带动了办公设备和远程视讯的进口需求：2022年1-6月，电脑和办公设备（-610.7亿美元）成为机械及运输设备中主要的贸易逆差贡献项目。此外，经济复苏和价格增长直接带动了制造相关的工业原料和机械设备的进口需求激增：2022年1-6月，工业制成品中有色金属（-239.0亿美元）、金属制品（-235.5亿美元）、钢铁（-191.5亿美元）以及电气机械设备（-575.7亿美元）、通用机械设备（-292.2亿美元）贡献了不同程度的贸易逆差。综合来看，不论是消费、居家办公、还是制造业，相应的进口需求上升最终都导致了机械及运输设备的贸易逆差走阔，该项目的未来趋势将影响美国贸易逆差的幅度。

图表 12: 美国工业制品中，各项目的贸易差额情况 (亿美元)



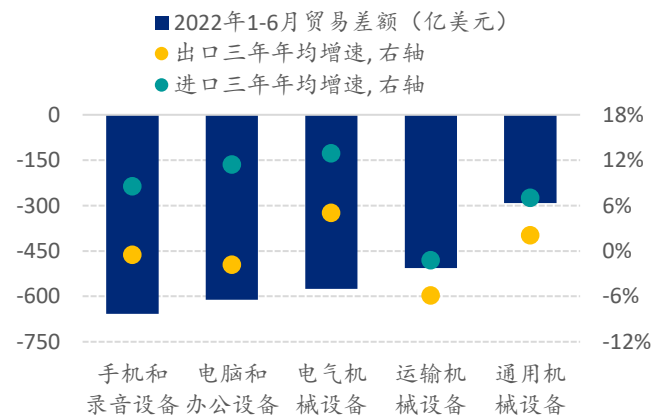
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 13: 美国工业制品中，工业制成品的主要贸易逆差来源



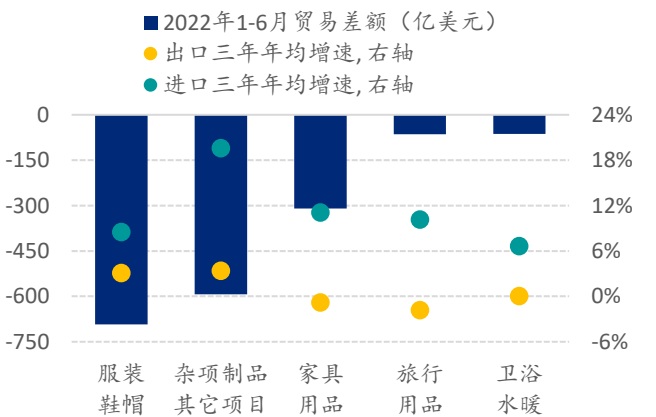
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 14: 美国工业制品中，机械及运输设备的主要贸易逆差来源



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 15: 美国工业制品中，杂项制品的主要贸易逆差来源

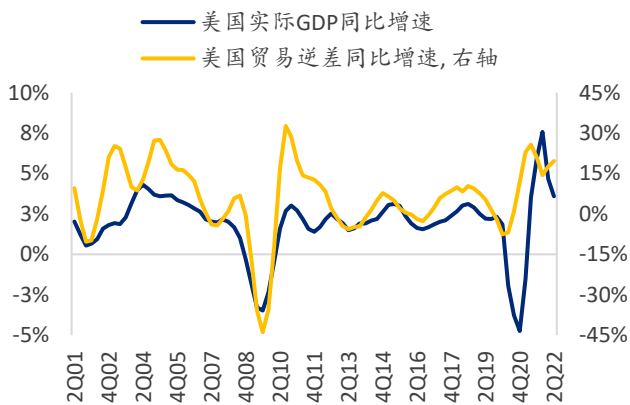


资料来源: CEIC, 浦银国际

经济陷入衰退后，美国贸易逆差预计将有所收窄。作为全球第一大商品进口国，美国贸易逆差与自身的经济增速有较强的关联：当美国经济保持较高增速时，进口需求激增导致贸易逆差扩大；当美国经济增速放缓/出现衰退时，进口需求下降导致贸易逆差收窄。今年前两个季度，环比折年率连续负增长说明美国经济确实符合“技术性衰退”的定义。美国制造业扩张趋势不断放缓：7-8月，制造业 PMI 维持 52.8% 的水平，为 2020 年 7 月以来最低值。

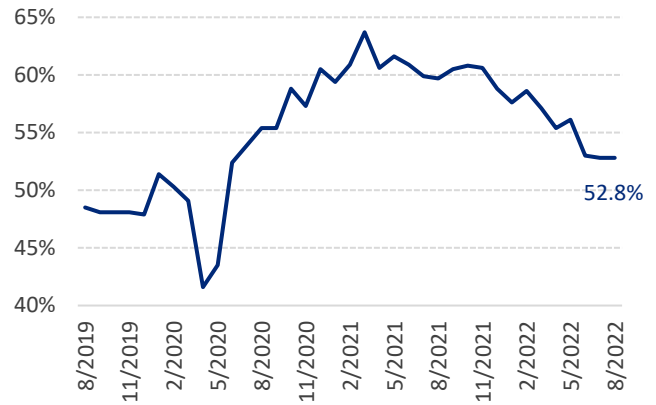
伴随经济增速的下行，我们预计进口需求下降将带动美国贸易逆差收窄。技术性衰退发生在 2022 年上半年，但伴随失业率上升的实质性衰退甚至尚未开始。通胀的下行比预期中慢，导致利率在更长时间内保持较高水平。在此前的报告中（《双维度分析加息对美国消费的影响》），我们已经分析了利率对美国消费的影响。几乎可以肯定的是，美国国内需求将大大放缓，甚至在 2023 年出现收缩。

图表 16: 美国实际 GDP 同比增速和贸易差额同比增速的趋势



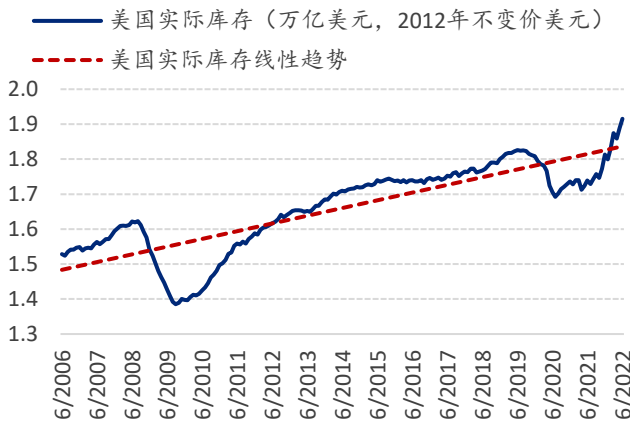
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 17: 美国制造业 PMI 趋势



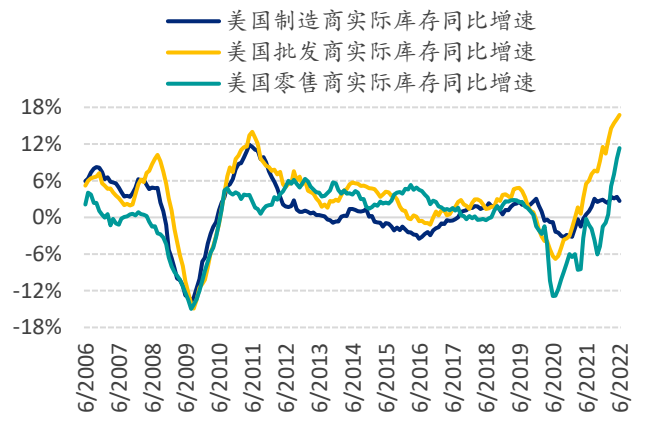
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 18: 美国实际库存（制造商、批发商、零售商）及线性趋势



资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 19: 美国制造商、批发商、零售商实际库存同比增速



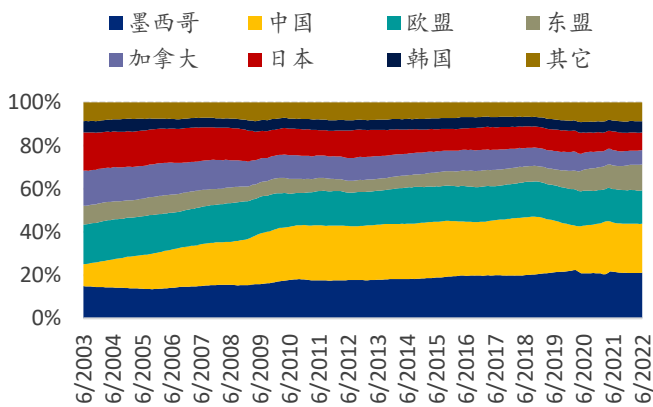
资料来源: Macrobond, 浦银国际

库存结构问题加剧，美国贸易逆差继续走阔的可能性较小。在 [2022 年中期宏观经济展望](#) 中，我们指出美国目前面临库存结构问题：在供应链长鞭效应（Bullwhip Effect）的影响下，疫情期间的补库存导致美国实际库存已经超过疫情前的趋势。6 月，美国实际库存总量（包括制造商、批发商、零售商）达到 1.92 万亿美元，并且库存压力正逐渐从下游（零售商和批发商）向上游的制造商蔓延，这将导致进口需求的回落和贸易逆差的收窄。

经济衰退和库存问题，带动美国机械及运输设备的贸易逆差收窄，影响欧盟和中国在该项目的对美出口。墨西哥（22.0%）、中国（21.9%）、欧盟（15.1%）、东盟（12.3%）为美国机械及运输设备进口的主要来源，四个经济体合计占美国该项进口额的 71.3%。考虑到经济步入衰退和库存结构问题，我们预计美国机械及运输设备进口需求将显著回落，这将不同程度地影响上述四个经济体在机械及运输设备项目上的对美出口：

- 墨西哥拥有地理优势，叠加《美加墨协定》的因素，我们预计墨西哥对美国的机械及运输设备出口受影响相对最小。
- 东盟拥有比欧盟和中国更低的劳动力成本、拥有出口的价格优势，并且其所占美国机械及运输设备进口的份额较小，我们预计其对美国的机械及运输设备出口的下行空间有限。
- 相比之下，欧盟和中国的机械及运输设备出口受美国经济增速放缓的影响更显著。2022 年 1-6 月，欧盟/中国对美国的机械及运输设备出口约占该项总出口额的 20.0%/16.1%。

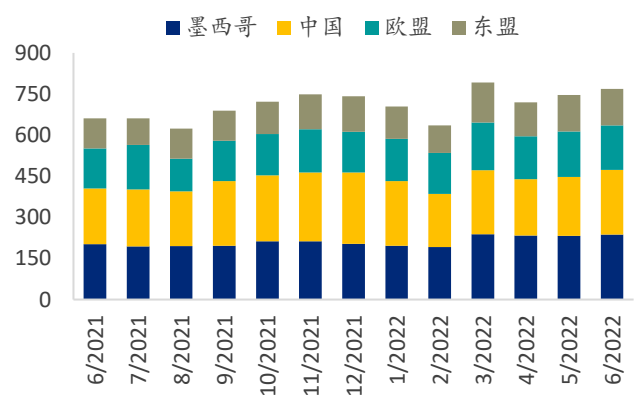
**图表 20: 美国工业制品中机械及运输设备的主要进口来源经济体和进口额占比**



注：12 个月移动平均

资料来源：CEIC，浦银国际

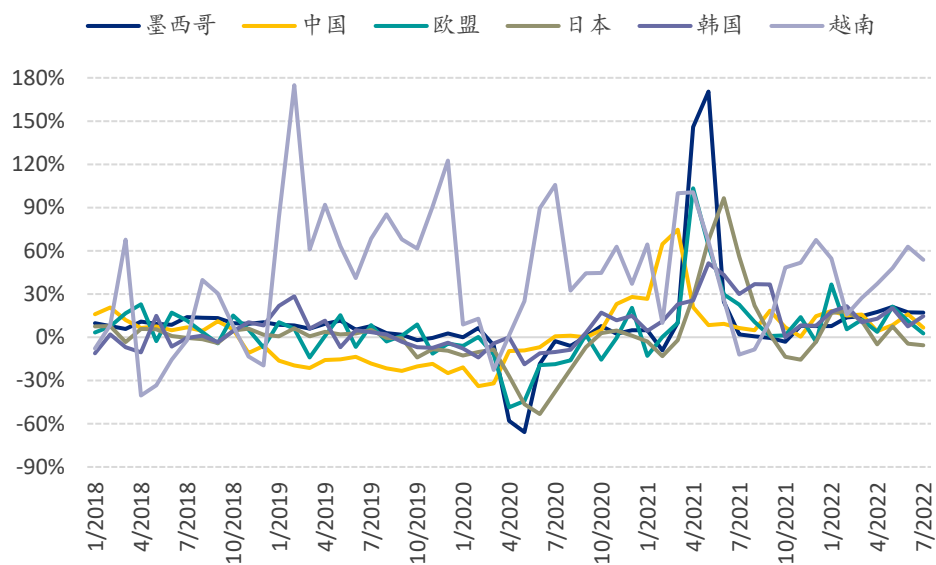
**图表 21: 美国工业制品中机械及运输设备的主要进口来源经济体和进口额（亿美元）**



资料来源：CEIC，浦银国际



图表 22：美国自各经济体进口机械及运输设备的同比增速

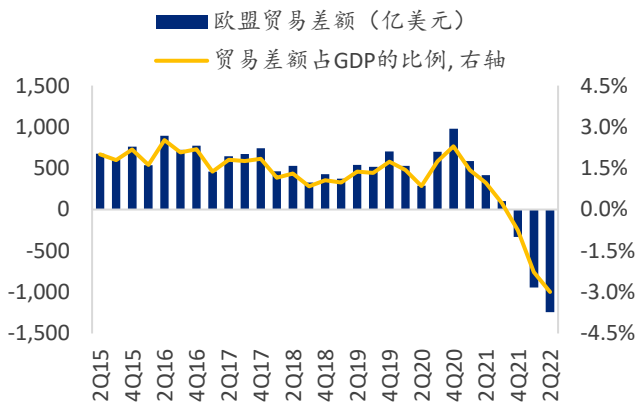


资料来源：CEIC，浦银国际

## 欧盟 27 国：出口竞争力的结构性下降导致易受进口价格飙升影响

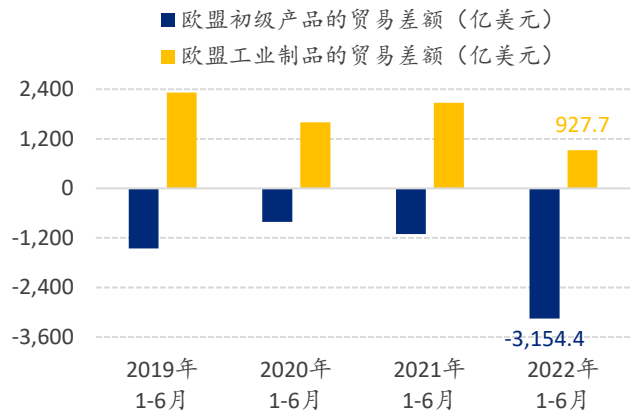
欧盟货物贸易差额由正转负。2022 年 1-6 月，欧盟贸易差额为-2,185.2 亿美元，为 2012 年以来首次上半年累计贸易差额为负。其中，大宗商品进口显著扩大了初级产品贸易逆差（2022 年 1-6 月为-3,154.4 亿美元），最终导致整体贸易差额由正转负；在进口需求恢复和出口边际走弱的综合影响下，欧盟工业制品贸易顺差收窄（2022 年 1-6 月为 927.7 亿美元）。工业制品中，化工产品和机械及运输设备是推动欧盟贸易顺差走阔的主要项目。疫情后，化工产品维持顺差走阔的长期趋势，但机械及运输设备的贸易顺差明显收窄，显示欧盟在机械及运输设备的贸易竞争力在结构性退步。初级产品中，矿物燃料贡献了主要的贸易逆差，疫情后该项逆差走阔导致整体贸易差额由正转负。

图表 23：欧盟贸易差额及其所占 GDP 的比例



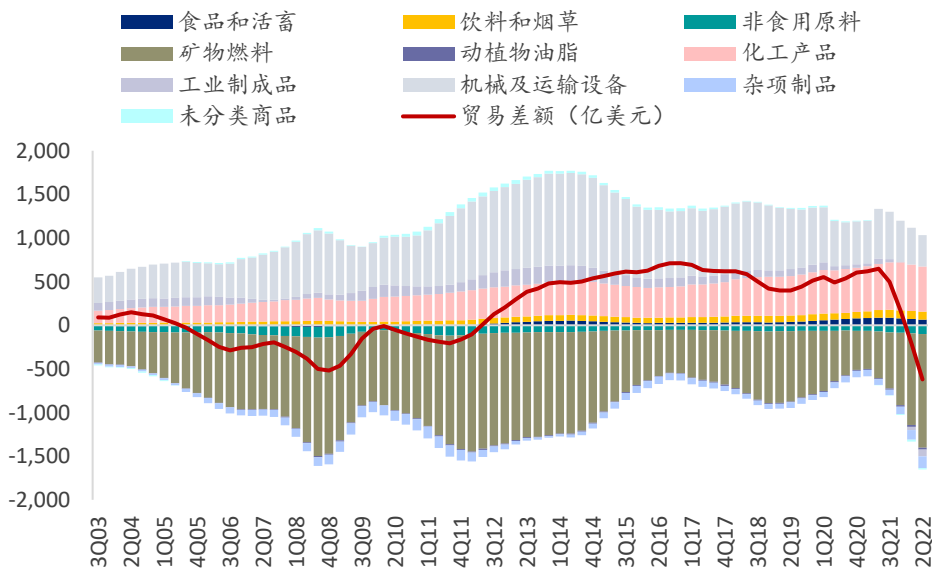
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 24：二分法下，欧盟初级产品和工业制品的贸易差额



资料来源：CEIC，浦银国际

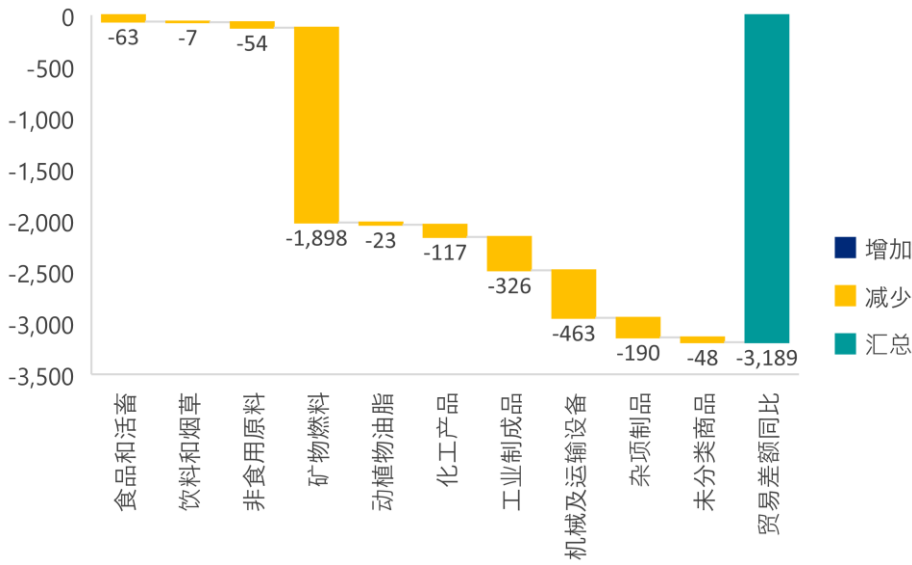
图表 25：历年欧盟初级产品和工业制品各项目的贸易差额趋势（亿美元）



注：四个季度移动平均

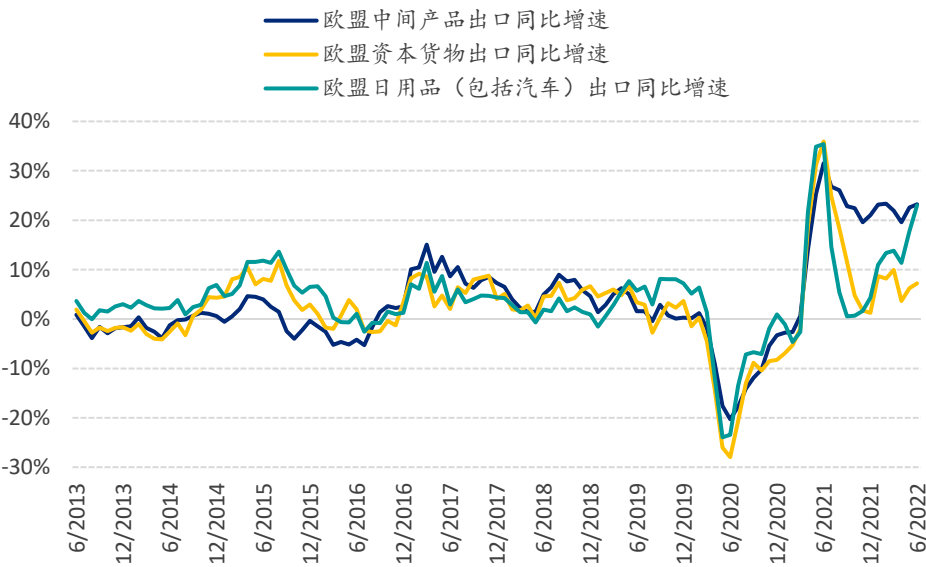
资料来源：CEIC，浦银国际

**图表 26: 2022 年 1-6 月, 欧盟初级产品和工业制品各项目的贸易差额同比情况 (亿美元)**



资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 27: 欧盟中间产品出口保持高增速, 资本货物出口增速回落, 显示欧盟在机械及运输设备的贸易竞争力在结构性退步**

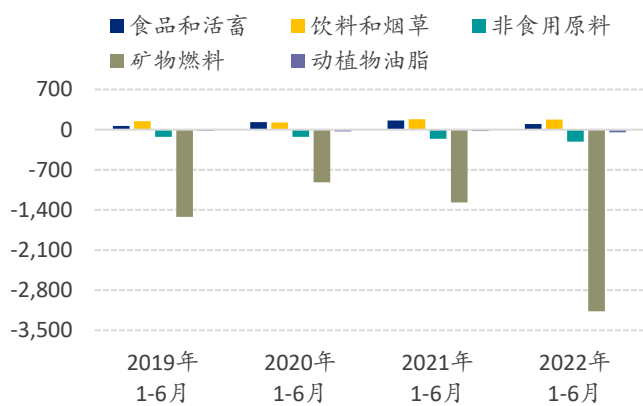


注: 3 个月移动平均

资料来源: CEIC, 浦银国际

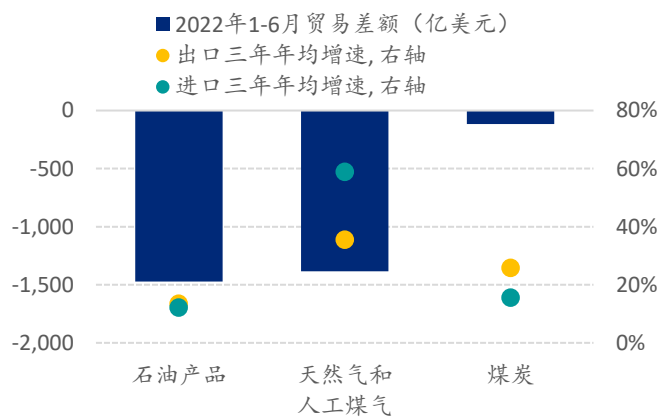
能源进口激增导致欧盟初级产品贸易逆差走阔。2022年1-6月，矿物燃料中石油产品（-1,470.9亿美元）、天然气和人工煤气（-1,384.1亿美元）是主要的贸易逆差贡献项目，其中天然气产品的贸易逆差在2022年上半年显著走阔，较2021年同期逆差同比扩大1,050亿美元。俄乌战争直接导致欧盟天然气需求出现较大缺口，叠加能源价格高企的影响，导致欧盟天然气产品进口激增、上半年同比增速达到101.4%。天然气产品进口激增，带动欧盟矿物燃料的贸易逆差走阔（2022年1-6月为-3,169.9亿美元，逆差同比扩大1,897.8亿美元），并最终导致整体贸易差额由正转负。

图表 28：欧盟初级产品中，各项目的贸易差额情况（亿美元）



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 29：欧盟初级产品中，石油产品、天然气和人工煤气的贸易逆差较大

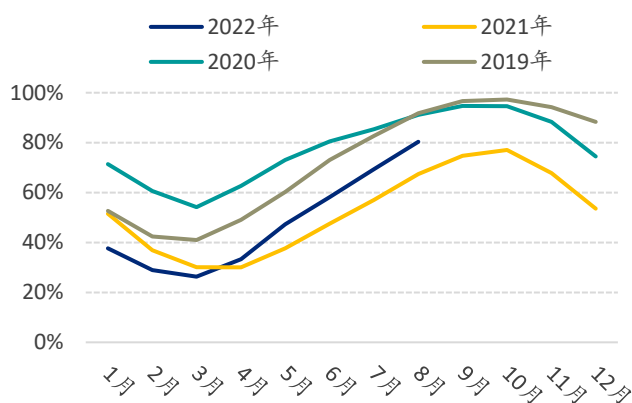


资料来源：CEIC，浦银国际

能源缺口仍在，欧盟贸易逆差短期内难以收窄。8月，欧盟天然气库存储气率为80.4%，虽然达到了欧盟委员会“11月完成80%储气率”的目标，但是明显低于2019年（91.8%）和2020年（91.2%）的同期水平，当前的库存仍不足以应对冬季的居民取暖和工业生产需求。目前，“北溪1号”（Nord Stream 1）因涡轮机故障仍维持关闭。即便维修完毕，俄方称仅会保持每日3,300万立方米的供气量（标准供气量的20%）。阿塞拜疆和亚美尼亚的边境冲突，可能影响前者天然气出口，导致欧盟通过南部天然气走廊（Southern Gas Corridor）的进口回落。除此之外，欧盟从俄罗斯进口天然气的两条陆地管道（分别贯穿白俄罗斯和乌克兰），直面俄乌战争所带来的不确定性。欧盟内部通胀高企，其主要原因仍是能源缺口。在近期和远期因素共同影响下，持续的能源进口将是未来几个月欧盟货物贸易主要趋势，这将导致初级产品贸易维持较大逆差。

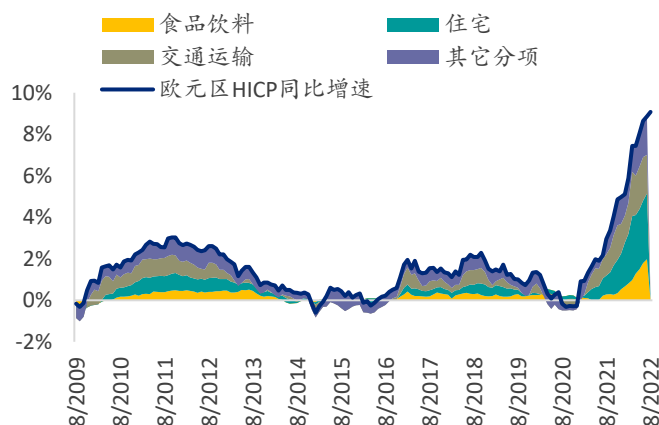
欧盟能源进口难收窄，存在结构性变化。虽然经济增速放缓将带动进口需求下降，但我们认为欧盟能源进口的降幅相当有限。在俄乌战争的影响下，欧盟能源进口将出现结构性变化，包括天然气在内的矿物燃料进口将逐渐从俄罗斯转移至美国、挪威、阿尔及利亚等其它经济体。

**图表 30：目前，欧盟天然气库存气率仍低于 2019 年和 2020 年的同期水平**



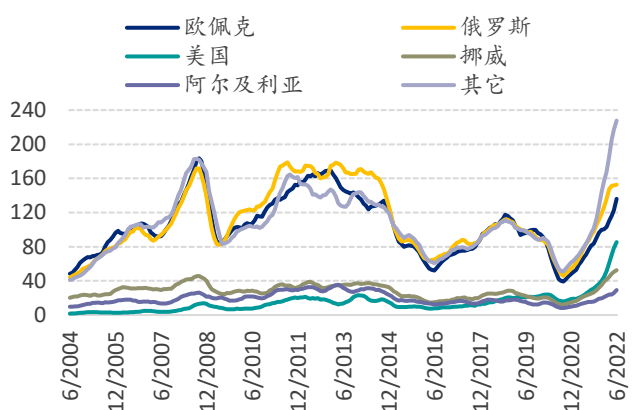
资料来源：Macrobond，浦银国际

**图表 31：欧元区 HICP 同比增速及各项贡献率**



资料来源：Macrobond，浦银国际

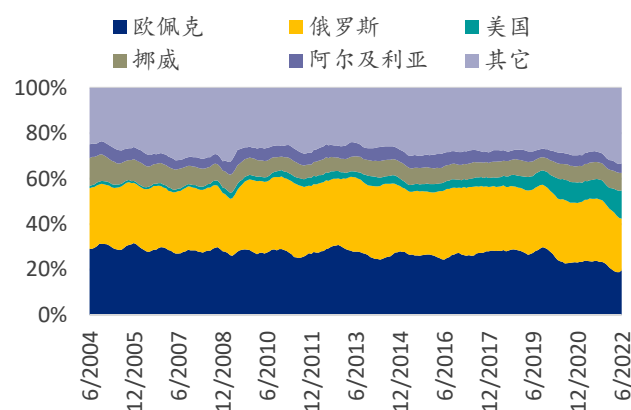
**图表 32：欧盟初级产品中矿物燃料的主要进口来源经济体和进口额（亿美元）**



注：6 个月移动平均

资料来源：CEIC，浦银国际

**图表 33：欧盟初级产品中矿物燃料的主要进口来源经济体和进口额占比**



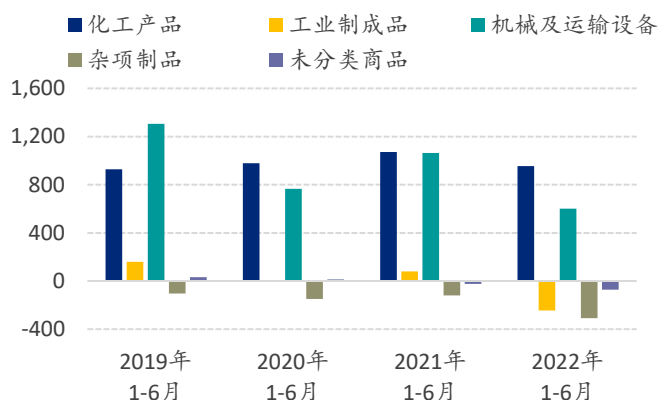
注：6 个月移动平均

资料来源：CEIC，浦银国际

**医药和机械出口支撑欧盟工业制品贸易顺差。**2022 年 1-6 月，化工产品和机械及运输设备的贸易顺差分别为 954.8 和 600.1 亿美元，为工业制品中贸易顺差的主要来源。其中，医药产品（980.6 亿美元）、运输机械设备（884.7 亿美元）、专用机械设备（323.2 亿美元）、通用机械设备（310.9 亿美元）为欧盟工业制品贸易顺差的主要贡献项目。整体来看，医药和机械出口支撑了欧盟工业制品的贸易顺差；但相比之下，就三年年均增速而言，医药产品（13.1%）出口表现明显好于专用机械设备（3.2%）、通用机械设备（0.8%）、运输机械设备（-2.4%）。

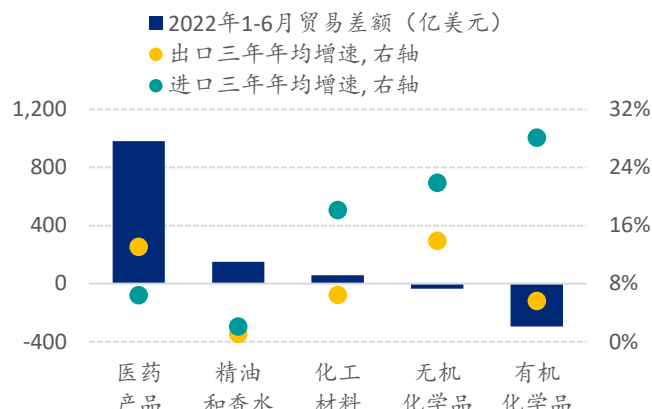
**电气机械设备进口需求激增，导致欧盟工业制品贸易顺差收窄。**对欧盟来说，工业制品中机械及运输设备的贸易逆差主要来自手机和录音设备、电脑和办公设备两项：2022 年 1-6 月，这两项的贸易逆差分别为 377.6 和 310.4 亿美元。2022 年上半年，欧盟工业制品贸易顺差收窄主要受电气机械设备影响：经济复苏带动进口需求激增，电气机械设备进口的三年年均增速达到 14.9%，贸易逆差同比走阔 195.0 亿美元至 317.7 亿美元，压低了工业制品整体的贸易顺差。

**图表 34：欧盟工业制品中，各项目的贸易差额情况（亿美元）**



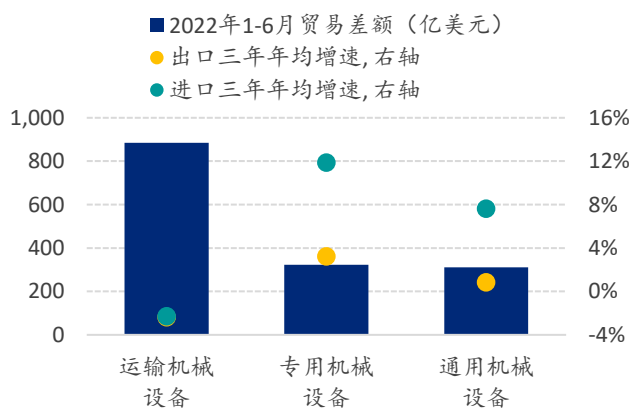
资料来源：CEIC，浦银国际

**图表 35：欧盟工业制品中，化工产品的的主要贸易顺差/逆差项目**



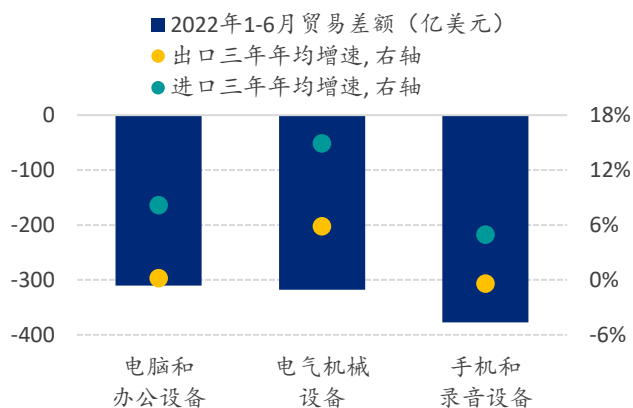
资料来源：CEIC，浦银国际

**图表 36：欧盟工业制品中，机械及运输设备的主要贸易顺差项目**



资料来源：CEIC，浦银国际

**图表 37：欧盟工业制品中，机械及运输设备的主要贸易逆差项目**

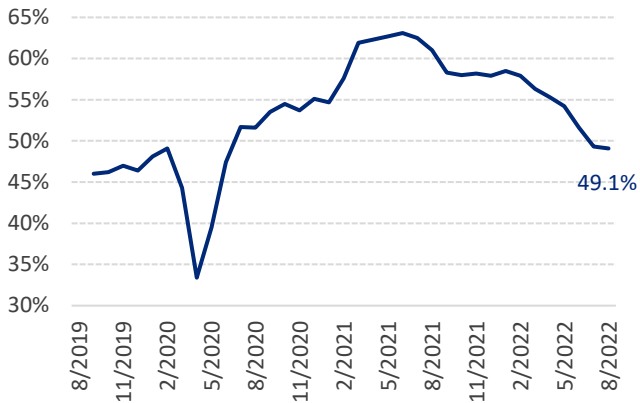


资料来源：CEIC，浦银国际

经济增速放缓和库存结构问题可能会压低进口需求、推高工业制品贸易顺差，但对整体贸易逆差影响有限。制造业 PMI 在 7 月（49.3%）和 8 月（49.1%）连续收缩反映出欧盟经济增长放缓。与美国类似，欧盟也面临库存结构问题，实际库存已超过疫情前的趋势。在经济增速放缓和库存结构问题共同影响下，欧盟工业制品进口需求将有所下降，这可能推高工业制品贸易顺差。但从贸易差额体量来看，我们认为工业制品贸易顺差回升对整体贸易逆差的影响有限。

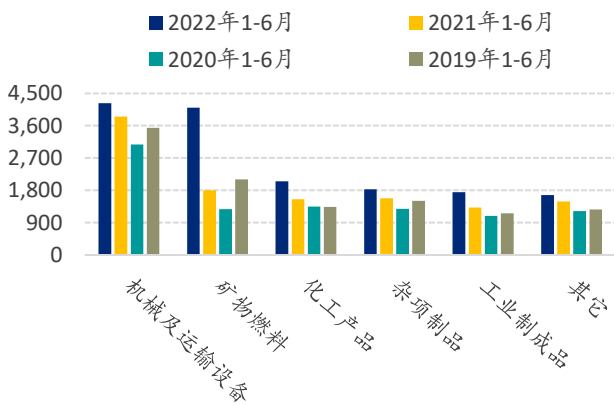
欧盟进口需求回落将直接影响中国的机械及运输设备出口。2022 年上半年，欧盟进口项目中，机械及运输设备为 4,227.1 亿美元，略高于矿物燃料（4,100.4 亿美元）。其中，自中国进口的机械及运输设备约占欧盟该项总进口额的四成（40.2%），这一比例在疫情期间大幅上升（2019 年同期的占比仅为 32.3%）。当欧盟进口需求回落后，中国对欧盟的机械及运输设备出口相应下降，将影响中国在该项的整体出口表现：2022 年 1-6 月，中国对欧盟的机械出口约占该项总出口额的 20.7%。

图表 38: 欧盟制造业 PMI 趋势



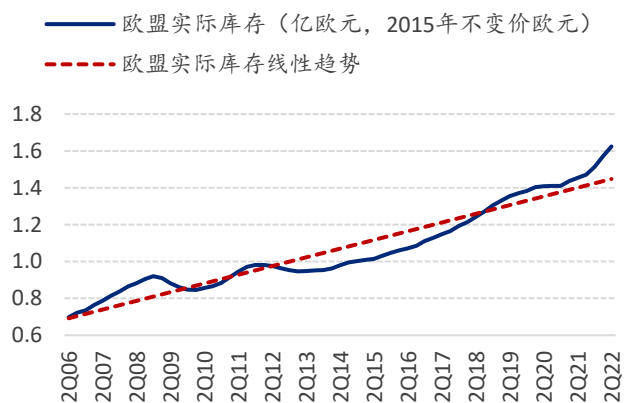
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 40: 欧盟初级产品和工业制品各项目的进口额 (亿美元)



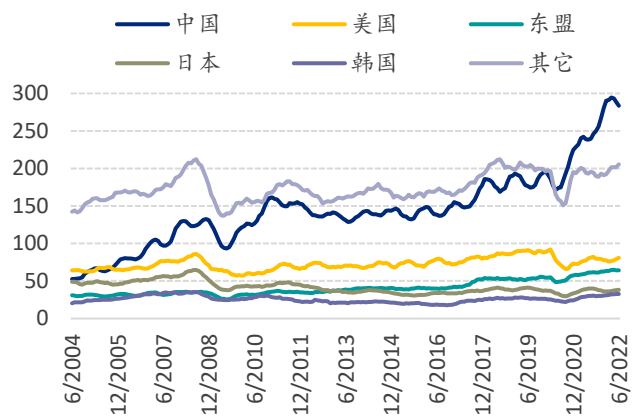
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 39: 欧盟实际库存及线性趋势



资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 41: 欧盟工业制品中机械及运输设备的主要进口来源经济体和进口额 (亿美元)



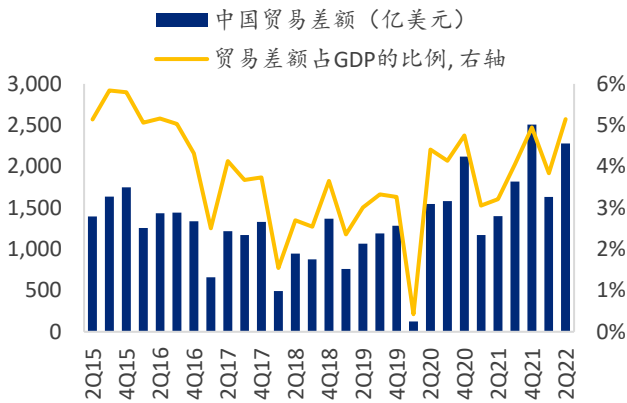
注: 6个月移动平均

资料来源: CEIC, 浦银国际

## 中国：结构性出口韧性遇上全球周期性需求减弱

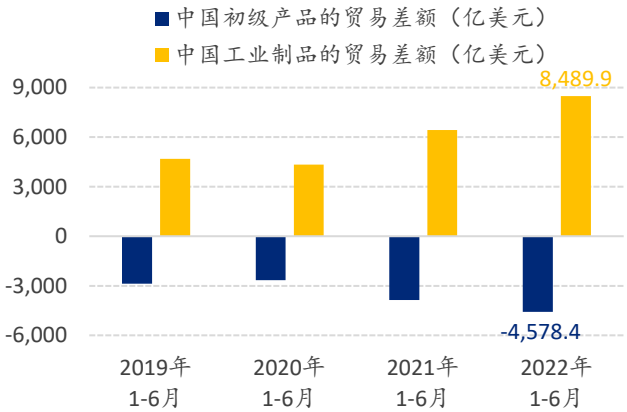
中国货物贸易顺差大幅走阔。2022年1-6月，中国贸易顺差为3,911.5亿美元，显著高于2021年（2,569.8亿美元）同期水平，三年年均增速为29.0%。虽然大宗商品进口扩大了初级产品贸易逆差（2022年1-6月为4,578.4亿美元），但是机械及运输设备和杂项制品出口表较好，拉动工业制品贸易顺差走阔，2022年1-6月为8,489.9亿美元，三年年均增速达到21.9%。中国的贸易顺差主要来源于工业制品中的三项，即工业制成品、机械及运输设备、杂项制品；中国的贸易逆差主要来源于初级产品中的两项，即非食用原料、矿物燃料。疫情后，工业制品顺差和初级产品逆差分化扩大，导致中国整体的贸易顺差大幅走阔。

图表 42：中国贸易差额及其所占 GDP 的比例



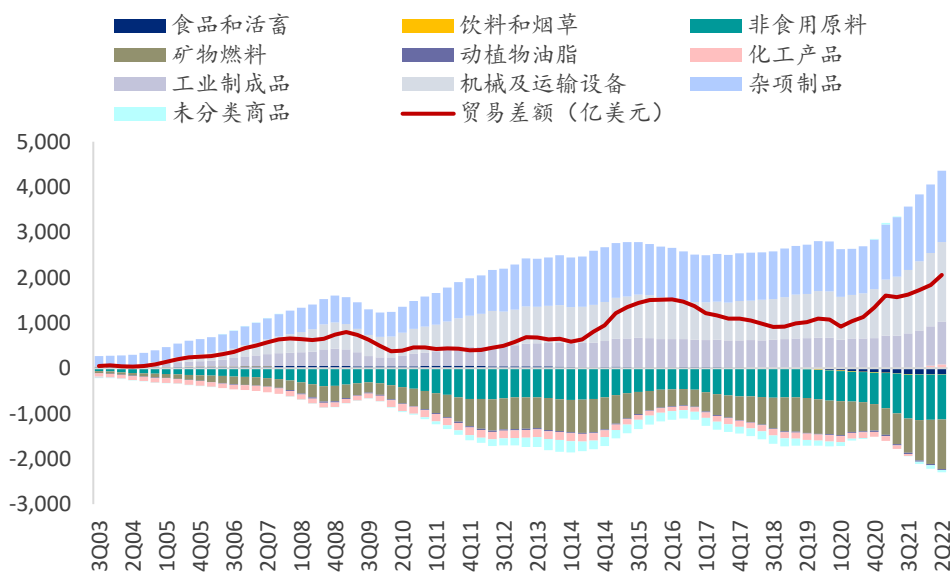
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 43：二分法下，中国初级产品和工业制品的贸易差额



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 44：历年中国初级产品和工业制品各项目的贸易差额趋势（亿美元）

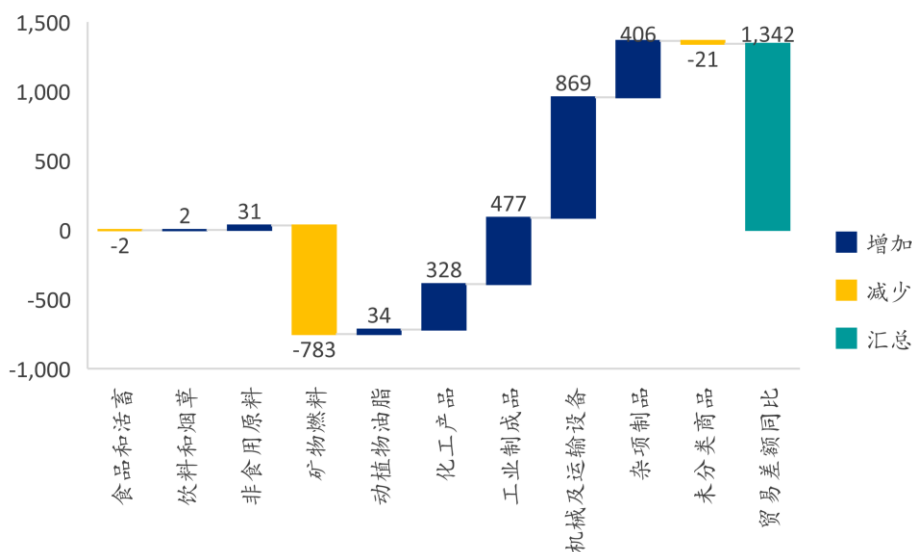


注：四个季度移动平均

资料来源：CEIC，浦银国际



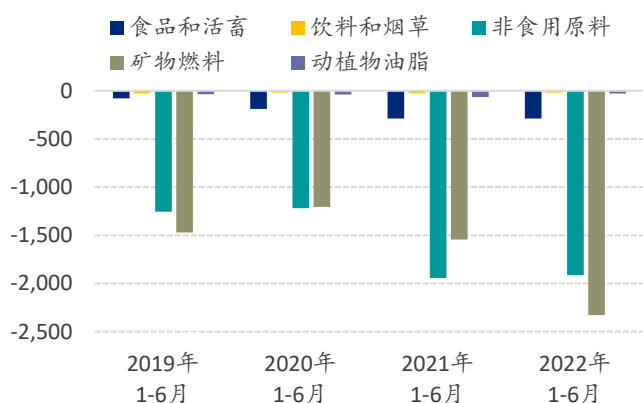
**图表 45：2022 年 1-6 月，中国初级产品和工业制品各项目的贸易差额同比情况（亿美元）**



资料来源：CEIC，浦银国际

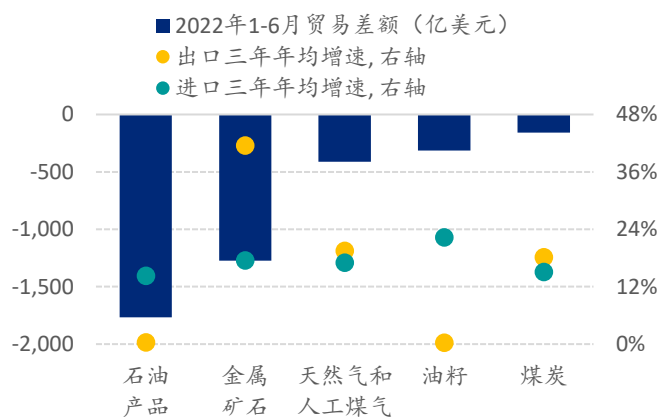
初级产品贸易逆差扩大主要受价格影响。2022 年 1-6 月，中国初级产品的贸易逆差主要来自非食用原料（-1,913.0 亿美元）和矿物燃料（-2,328.5 亿美元）。其中，石油产品（-1,765.5 亿美元）、金属矿石（-1,273.8 亿美元）、天然气和人工煤气（-411.0 亿美元）是贸易逆差中前三位的项目，能源项目逆差同比走阔（石油产品 586.8 亿美元、天然气和人工煤气 138.3 亿美元）、金属矿石逆差同比收窄 102.6 亿美元。我们认为，价格高企是导致非食用原料、矿物燃料贸易逆差走阔的主要原因。对于具体品类，就进口量的三年年均增速而言，天然气（4.5%）、石油（1.1%）、金属矿石（0.1%）的涨幅不大。对于中国，当前初级产品贸易逆差走阔是受能源价格高企而出现的短暂现象；但不同于日韩，上涨的能源价格能否跟随出口传递至海外经济体，将影响中国整体的贸易差额走势。

**图表 46：中国初级产品中，各项目的贸易差额情况（亿美元）**



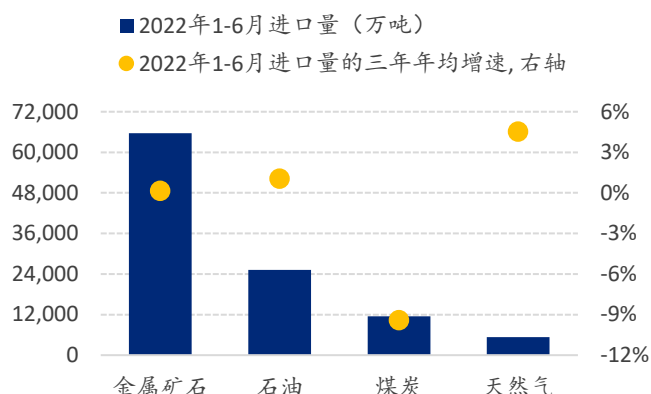
资料来源：CEIC，浦银国际

**图表 47：中国初级产品中，非食用原料和矿物燃料的主要贸易逆差项目**



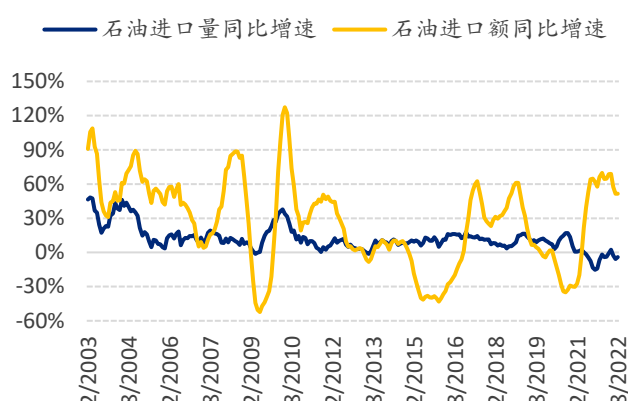
资料来源：CEIC，浦银国际

**图表 48：中国金属矿石、石油、煤炭、天然气的进口量与三年年均增速**



资料来源：CEIC，浦银国际

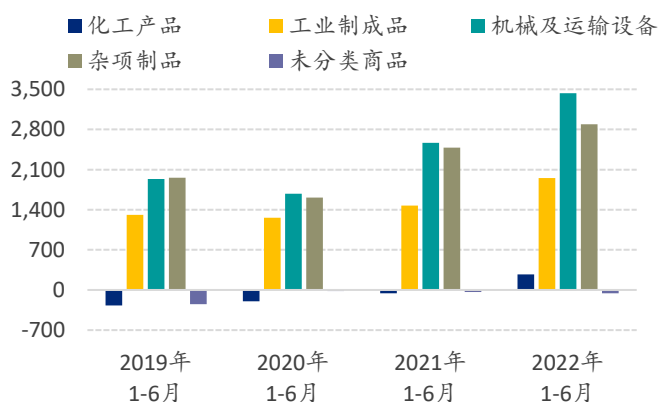
**图表 49：中国石油进口量和进口额同比增速趋势**



资料来源：CEIC，浦银国际

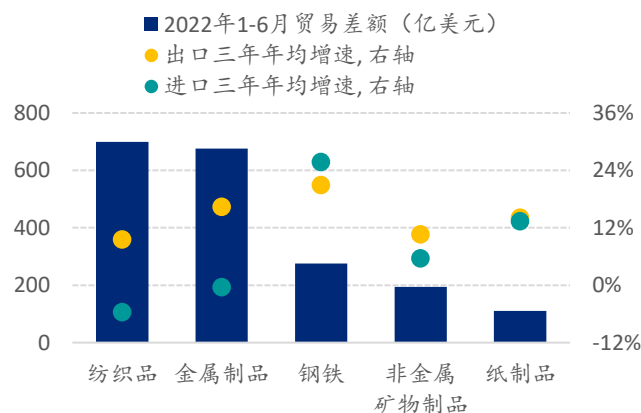
**工业制成品、机械及运输设备、杂项制品推动中国贸易顺差走阔。**2022年1-6月，机械及运输设备（3,433.8 亿美元）、杂项制品（2,890.0 亿美元）、工业制成品（1,950.8 亿美元）为工业制品中贸易顺差的主要来源，也是推动中国整体贸易顺差走阔的来源。其中，手机和录音设备（1,358.9 亿美元）、杂项制品其它项目（1,091.1 亿美元）、服装鞋帽（1,045.5 亿美元）、电脑和办公设备（874.5 亿美元）、纺织品（699.8 亿美元）、金属制品（675.6 亿美元）为最大的贸易顺差贡献项目，合计贡献贸易顺差 5,745.4 亿美元。相较于 2021 年，服装鞋帽（176.0 亿美元）、杂项制品其它项目（165.9 亿美元）、金属制品（115.6 亿美元）、手机和录音设备（106.9 亿美元）、纺织品（90.2 亿美元）、电脑和办公设备（42.4 亿美元）的贸易顺差在 2022 年上半年不同程度地走阔。在主要项目的带动下，2022 年 1-6 月，机械及运输设备（868.7 亿美元）、工业制成品（477.3 亿美元）、杂项制品（406.0 亿美元）的贸易顺差较 2021 年继续走阔。

**图表 50：中国工业制品中，各项目的贸易差额情况 (亿美元)**



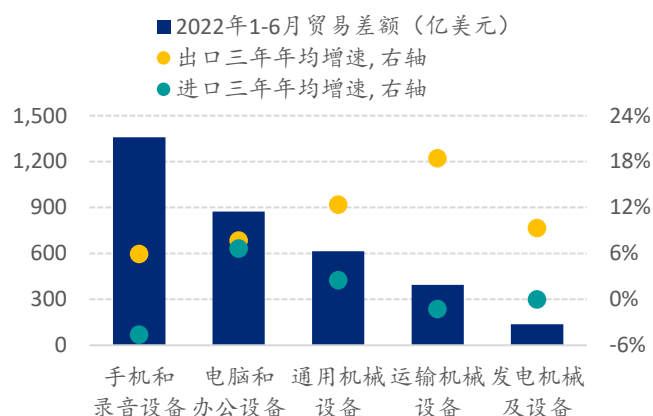
资料来源：CEIC，浦银国际

**图表 51：中国工业制品中，工业制成品的的主要贸易顺差项目**



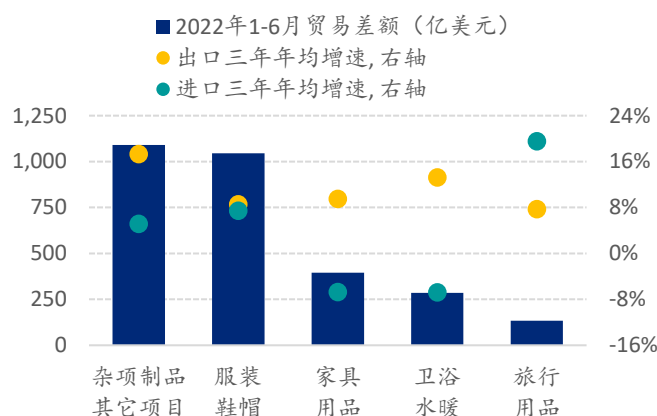
资料来源：CEIC，浦银国际

**图表 52: 中国工业制品中, 机械及运输设备的主要贸易顺差项目**



资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 53: 中国工业制品中, 杂项制品的主要贸易顺差项目**

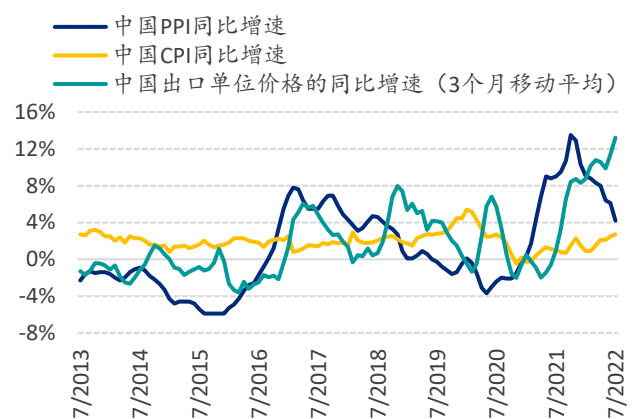


资料来源: CEIC, 浦银国际

**贸易顺差受自身贸易结构的影响。**虽然面临来自初级产品的贸易逆差, 但中国作为制造业大国, 大宗商品价格上涨造成的贸易逆差可以通过出口提价从工业制品的贸易顺差上得到补偿。因此, 虽然中国贸易顺差受到大宗商品价格波动的影响, 但是在出口韧性较强、出口单位价格增速的情况下, 我们认为不必过分担忧进口额上升导致的贸易顺差收窄。

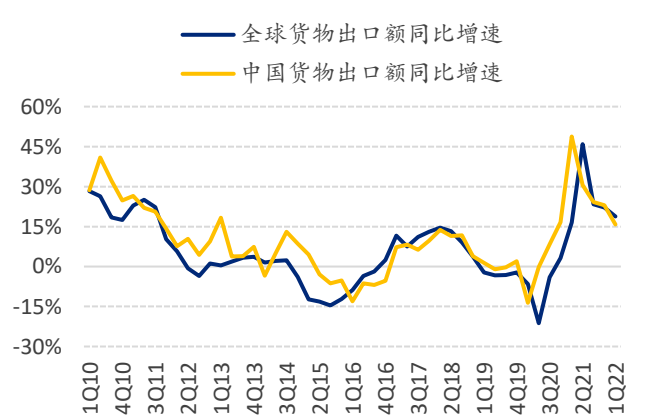
**中国出口韧性较强、但仍需关注全球经济放缓的影响。**伴随新兴市场经济体的复苏, 全球货物出口额持续恢复, 1Q22 回升至 59,272.3 亿美元, 同比增长 18.7%。相比之下, 中国 1Q22 的货物出口额为 8,207.9 亿美元, 同比保持 15.8% 的高增速, 但出口额的全球占比从 4Q21 的 16.0% 降至 1Q22 的 13.8%。因此, 虽然中国当前出口额不低, 但出口面临的竞争也不容忽略, 尤其对于东盟的出口增长到底是加工产业目的地转移还是东盟的内需增长依然有待观察。此外, 美国和欧盟的经济增速放缓, 将显著影响中国出口, 尤其是机械及运输设备 (将影响该项约 36.8% 的出口份额)。在这种情况下, 我们认为需关注中国对欧美以外 (例如, 东盟) 的出口能否补偿对欧美的出口下滑。

**图表 54: 中国生产端通胀通过出口提价传递至海外经济体**



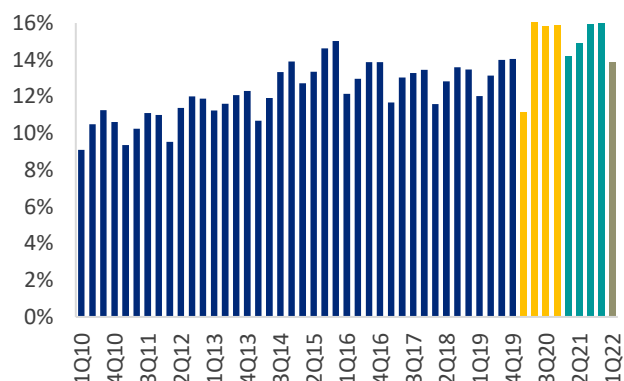
资料来源: Macrobond, 浦银国际

**图表 55: 全球与中国货物出口同比增速的趋势对比**



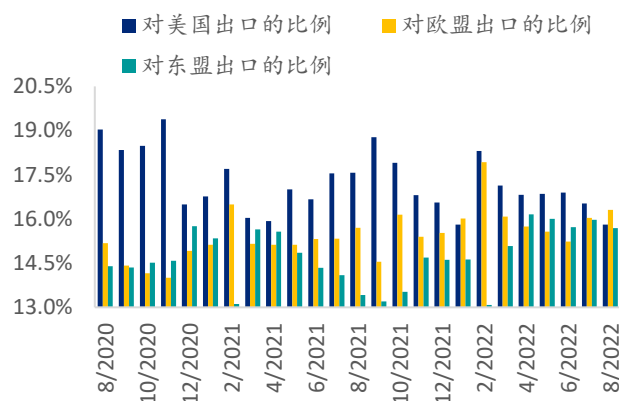
资料来源: WTO, 浦银国际

**图表 56: 全球货物出口额增速回升, 导致中国货物出口额的全球占比下降**



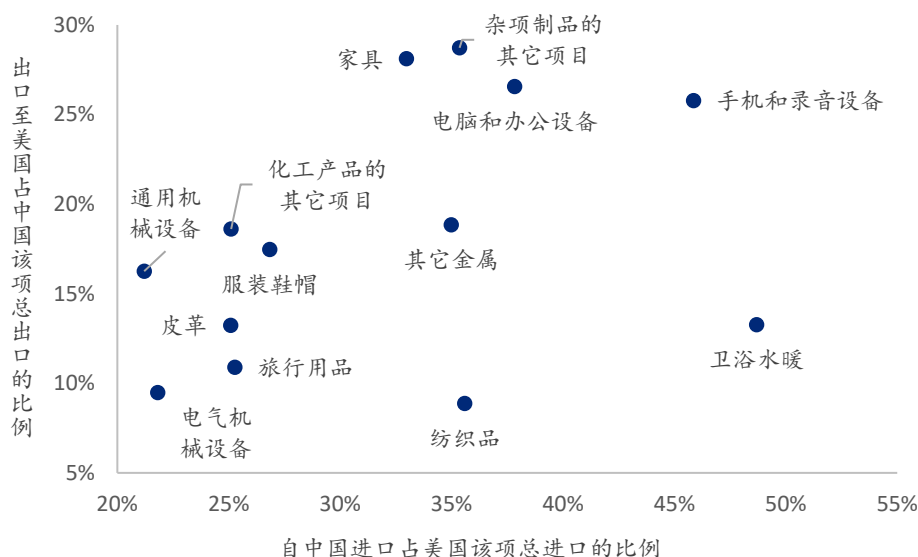
注: 黄色为 2020 年, 绿色为 2021 年, 灰色为 2022 年。  
资料来源: WTO, 浦银国际

**图表 57: 中国出口三大目的地: 对东盟出口的比例在 2022 年不断回升、对美欧则持续下行**



资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 58: 美国经济步入衰退后、进口需求下降, 中国部分出口项目将受到显著影响**

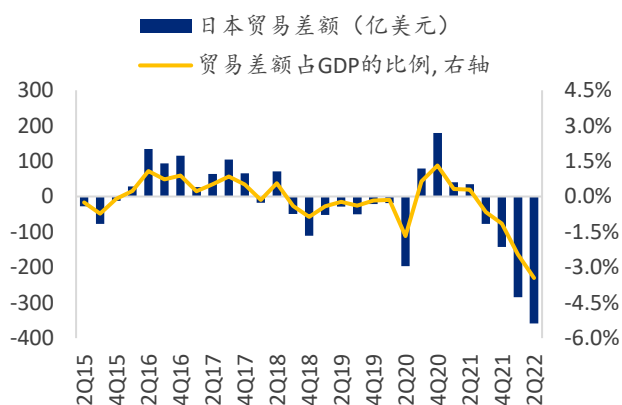


资料来源: CEIC, 浦银国际

## 日本：有望在 2023 年下旬恢复贸易顺差

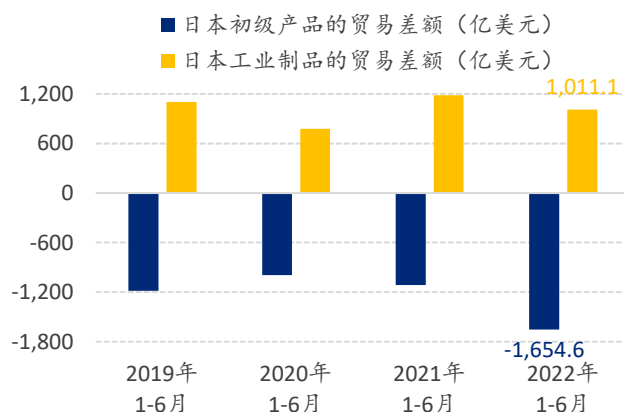
日本货物贸易逆差大幅走阔。2022 年 1-6 月，日本贸易逆差为 642.3 亿美元，显著高于疫情前 2019 年同期（81.4 亿美元）、约为 2020 年同期（215.8 亿美元）的三倍。其中，能源进口显著扩大了初级产品贸易逆差（2022 年 1-6 月为 -1,654.6 亿美元），最终导致整体贸易逆差扩大；工业制品各项有所分化、贸易顺差小幅回落，2022 年 1-6 月为 1,011.1 亿美元，略低于 2019 年（1,102.8 亿美元）和 2021 年（1,186.3 亿美元）同期水平。工业制品中，日本机械及运输设备的贸易顺差长期趋势并未改变。初级产品中，矿物燃料贡献了主要的贸易逆差，在该项带动下日本整体贸易逆差疫情后大幅走阔。换句话说，由于日本出口竞争力没有太大的结构性问题，加上日元大幅贬值将加强日本出口优势，一旦能源价格下滑及全球经济复苏，日本的贸易逆差将快速变回顺差。

图表 59：日本贸易差额及其所占 GDP 的比例



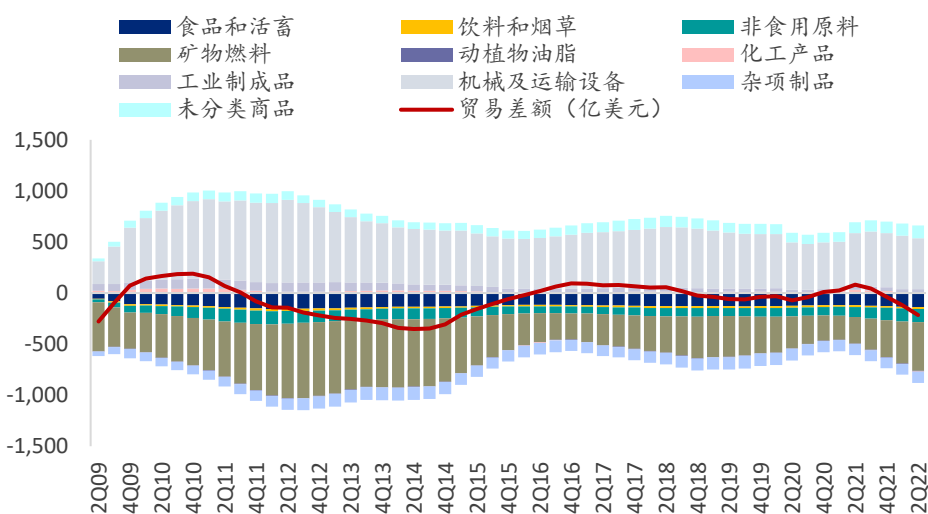
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 60：二分法下，日本初级产品和工业制品的贸易差额



资料来源：CEIC，浦银国际

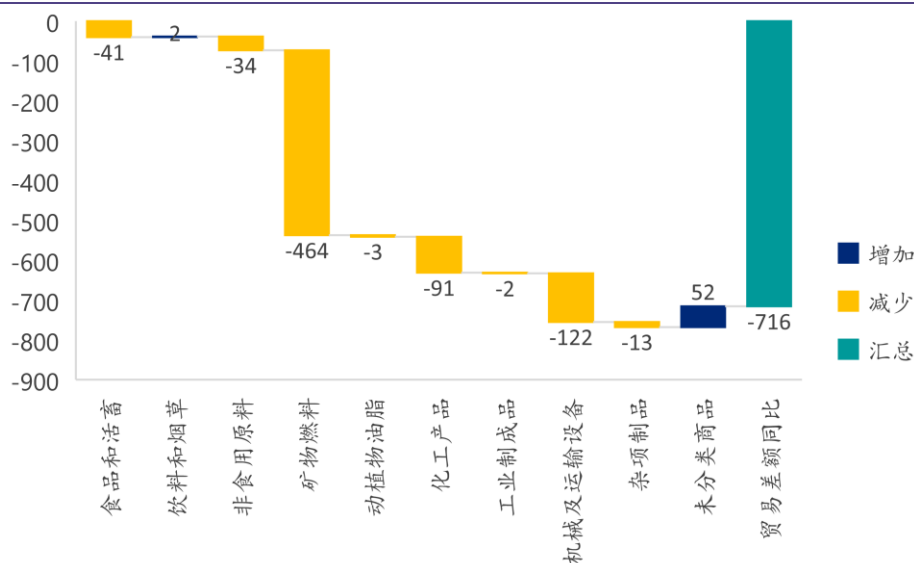
图表 61：历年日本初级产品和工业制品各项目的贸易差额趋势（亿美元）



注：四个季度移动平均

资料来源：CEIC，浦银国际

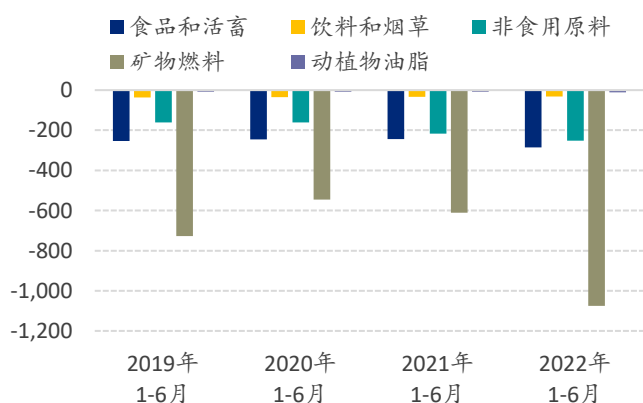
图表 62：2022 年 1-6 月，日本初级产品和工业制品各项目的贸易差额同比情况（亿美元）



资料来源：CEIC，浦银国际

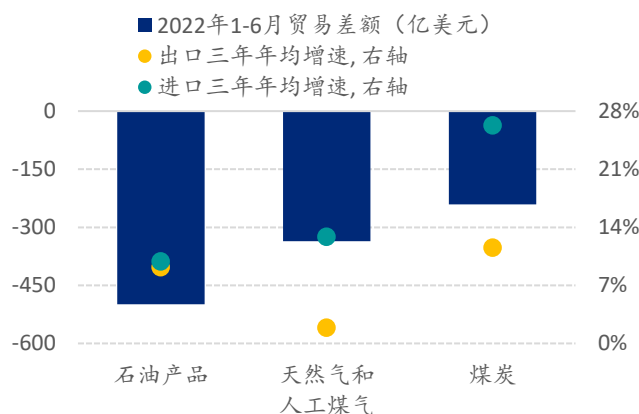
初级产品贸易逆差扩大主要受价格影响，而非需求。2022 年 1-6 月，日本初级产品的贸易逆差主要来自矿物燃料(-1,075.4 亿美元)。其中，石油产品(-499.1 亿美元)、天然气和人工煤气(-335.6 亿美元)、煤炭(-240.9 亿美元)是主要的贸易逆差贡献项目，逆差同比分别走阔 179.2 亿美元、133.6 亿美元、151.8 亿美元。我们认为，能源价格高企是导致日本能源项目进口激增、矿物燃料贸易逆差走阔的主要原因。对于具体的能源品类，就进口量的三年年均增速而言，只有煤炭(0.2%)小幅增长，天然气(-0.6%)和石油(-3.0%)的需求是下降的。因此，当前日本初级产品贸易逆差走阔是受能源价格高企而出现的短暂现象，我们预计该项的贸易逆差将伴随能源价格回落而收窄至正常水平。

图表 63：日本初级产品中，各项目的贸易差额情况（亿美元）



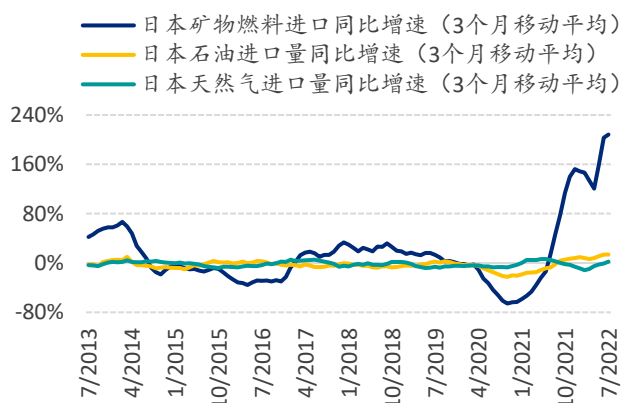
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 64：日本初级产品中，石油产品、天然气和人工煤气、煤炭的贸易逆差较大



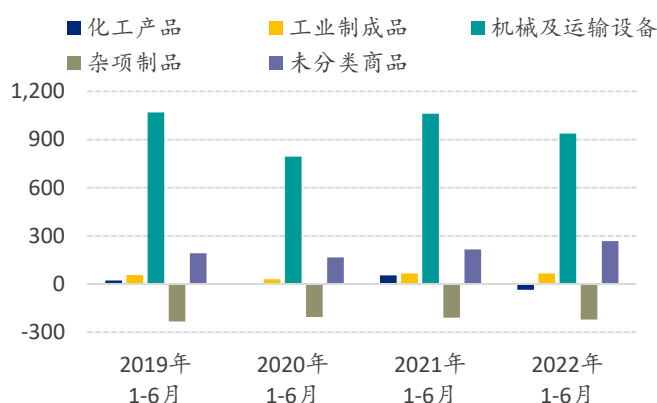
资料来源：CEIC，浦银国际

**图表 65：日本矿物燃料进口额与石油、天然气进口量的同比增速分化**



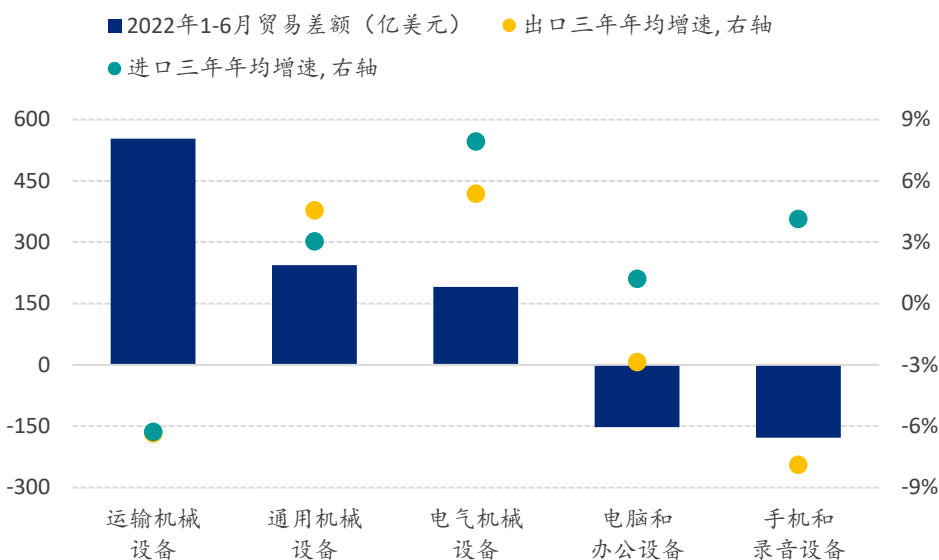
资料来源：CEIC，浦银国际

**图表 66：日本工业制品中，各项目的贸易差额情况 (亿美元)**



资料来源：CEIC，浦银国际

**图表 67：日本工业制品中，机械及运输设备的主要贸易顺差/逆差项目**



资料来源：CEIC，浦银国际

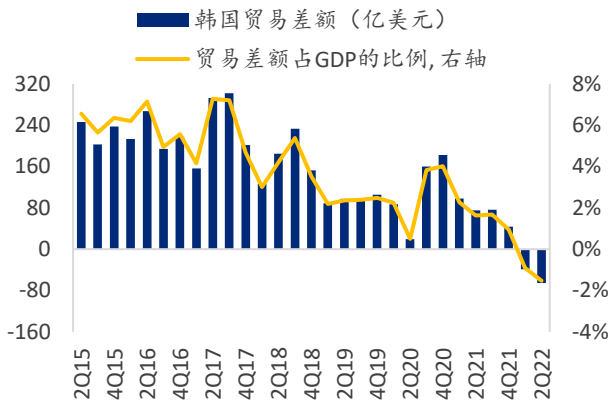
**工业制品各项有所分化、贸易顺差小幅回落。**2022年1-6月，日本工业制品贸易顺差主要来自机械及运输设备（937.8亿美元），运输机械设备（553.3亿美元）、通用机械设备（243.8亿美元）、电气机械设备（190.7亿美元）为贸易顺差主要贡献项目。其中，运输机械设备和电气机械设备的贸易顺差同比分别收窄64.6和59.2亿美元，导致日本工业制品贸易顺差小幅回落。

**能源价格影响日本贸易逆差走向。**展望未来，我们认为日本非能源项目的进出口波动不大，贸易逆差主要来自能源进口、并且主要受能源价格的影响。运输机械设备、通用机械设备、电气机械设备出口虽然会带来贸易顺差，但对整体贸易逆差的对冲有限。我们预计，在能源价格回落的宏观趋势下，日本贸易逆差将有所收窄。

## 韩国：贸易逆差将是短暂的

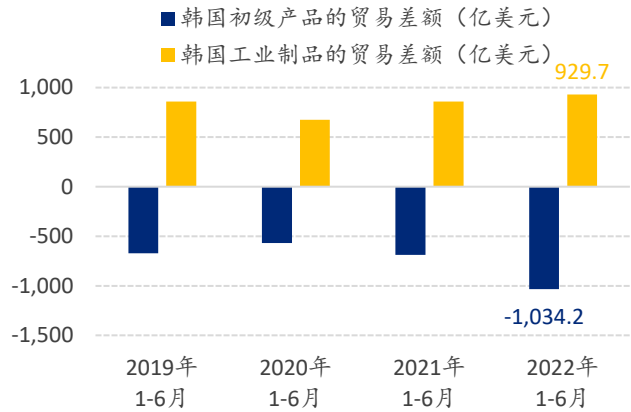
韩国货物贸易差额由正转负。2022年1-6月，韩国贸易差额为-104.5亿美元，为2009年以来首次上半年累计贸易差额为负。其中，能源进口显著扩大了初级产品贸易逆差（2022年1-6月为1,034.2亿美元），最终导致整体贸易差额由正转负；工业制品各项有所分化、贸易顺差小幅回升，2022年1-6月为929.7亿美元，高于2019年（858.6亿美元）和2021年（859.6亿美元）同期水平。工业制品中，机械及运输设备顺差走阔是韩国贸易的长期趋势，这一趋势在疫情后有所加快。初级产品中，矿物燃料贡献了主要的贸易逆差，在该项带动下韩国整体贸易差额疫情后由正转负。

图表 68：韩国贸易差额及其所占 GDP 的比例



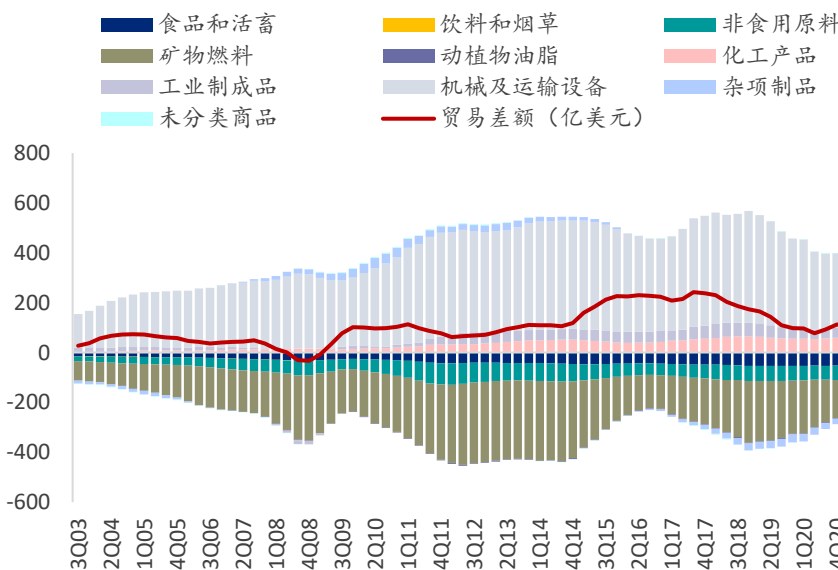
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 69：二分法下，韩国初级产品和工业制品的贸易差额



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 70：历年韩国初级产品和工业制品各项目的贸易差额趋势（亿美元）

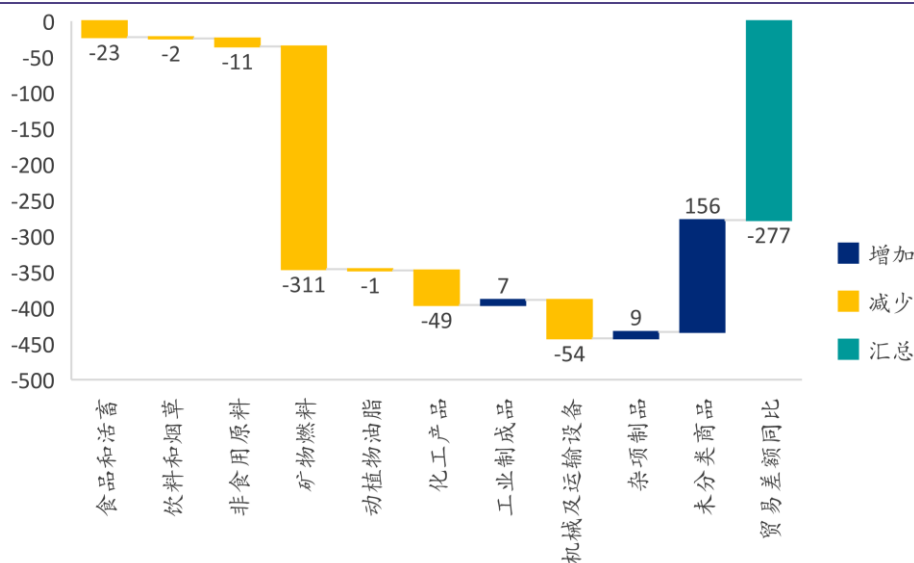


注：四个季度移动平均

资料来源：CEIC，浦银国际



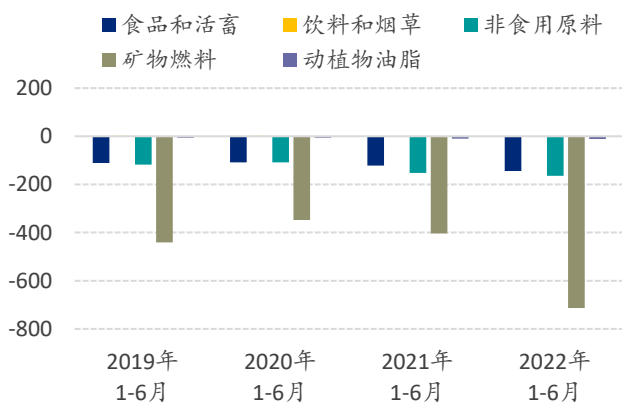
图表 71: 2022 年 1-6 月, 韩国初级产品和工业制品各项目的贸易差额同比情况 (亿美元)



资料来源: CEIC, 浦银国际

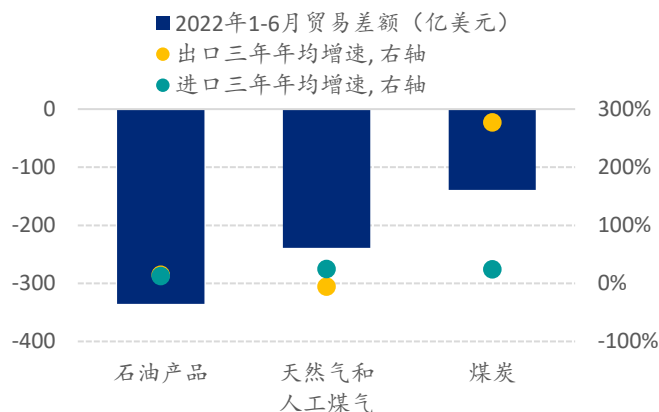
初级产品贸易逆差扩大主要受价格影响, 而非需求。2022 年 1-6 月, 韩国初级产品的贸易逆差主要来自矿物燃料 (-713.8 亿美元)。其中, 石油产品 (-335.5 亿美元)、天然气和人工煤气 (-238.9 亿美元)、煤炭 (-139.3 亿美元) 是主要的贸易逆差贡献项目, 逆差同比分别走阔 106.9 亿美元、114.7 亿美元、89.2 亿美元。与日本类似, 我们认为能源价格高企是导致韩国能源项目进口激增、矿物燃料贸易逆差走阔的主要原因。对于具体的能源品类, 就进口量的三年年均增速而言, 只有天然气 (5.3%) 小幅增长, 石油 (-2.0%) 和煤炭 (-2.8%) 的需求是下降的。因此, 当前韩国初级产品贸易逆差走阔是受能源价格高企而出现的短暂现象, 我们预计该项的贸易逆差将伴随能源价格回落而收窄至正常水平。

图表 72: 韩国初级产品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元)



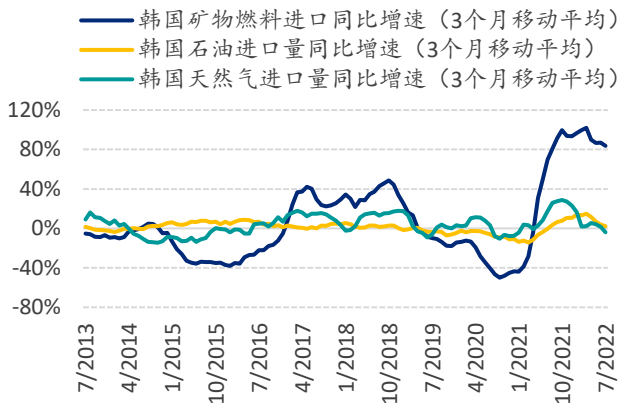
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 73: 韩国初级产品中, 石油产品、天然气和人工煤气、煤炭的贸易逆差较大



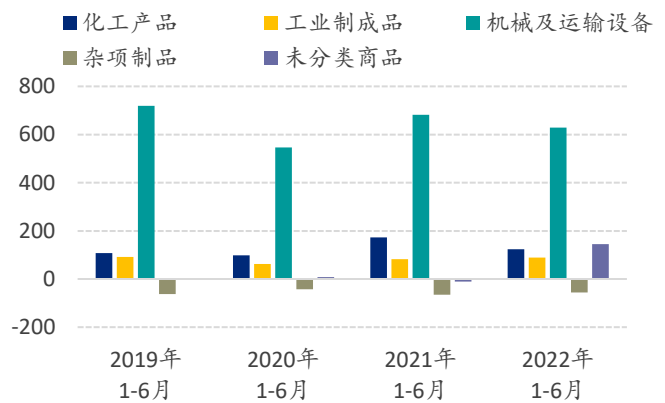
资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 74：韩国矿物燃料进口额与石油、天然气进口量的同比增速分化**



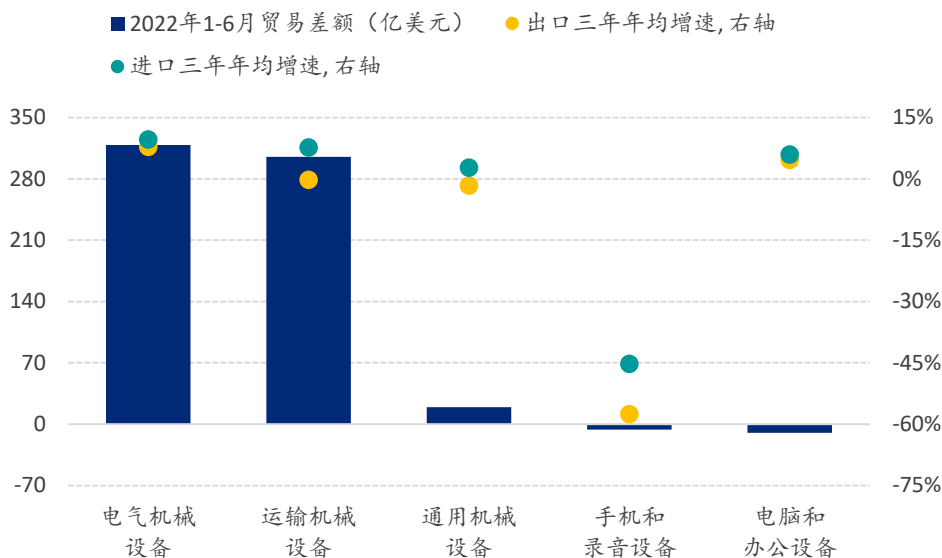
资料来源：CEIC，浦银国际

**图表 75：韩国工业制品中，各项贸易差额情况 (亿美元)**



资料来源：CEIC，浦银国际

**图表 76：韩国工业制品中，机械及运输设备的主要贸易顺差/逆差项目**



资料来源：CEIC，浦银国际

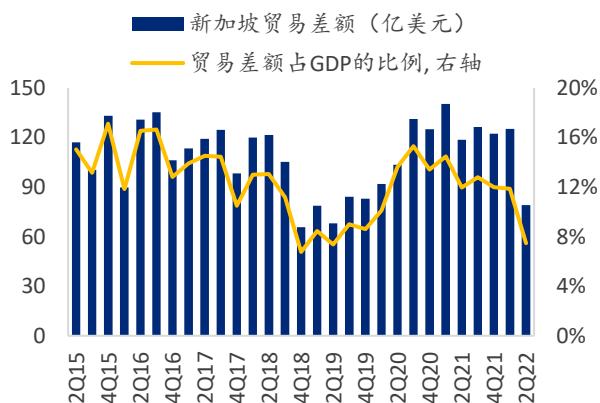
**工业制品各项有所分化、贸易顺差小幅回升。**2022年1-6月，韩国工业制品贸易顺差主要来自机械及运输设备（628.2 亿美元），电气机械设备（318.5 亿美元）和运输机械设备（305.1 亿美元）为贸易顺差主要贡献项目。此外，手机和录音设备的贸易差额有明显下降，从2021年上半年的51.4 亿美元降至2022年同期的-6.2 亿美元。

**能源价格影响韩国贸易逆差走向。**韩国的贸易逆差主要取决于能源价格，这一点与日本类似。在能源价格回落的宏观趋势下，我们预计韩国贸易逆差将有所收窄。电气机械设备和运输机械设备出口虽然会带来贸易顺差，但对整体贸易逆差的对冲有限。

## 东盟——新加坡：邻国的加工贸易增长同时推高新加坡转口贸易

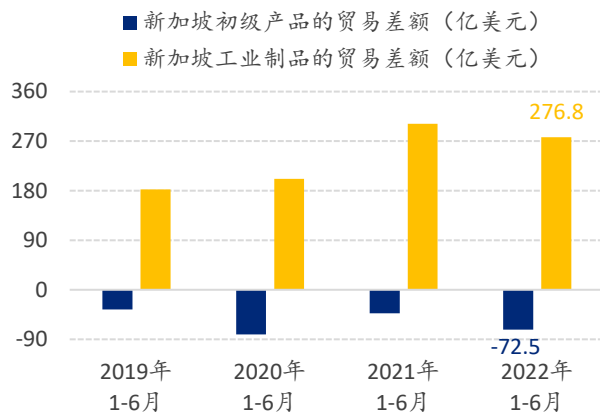
新加坡货物贸易顺差波动中回落。2022年1-6月，新加坡贸易顺差为204.3亿美元，高于2019年（146.8亿美元）和2020年（195.4亿美元）同期水平，但较2021年同期收窄21.0%。其中，工业制品贸易顺差占主导（2022年1-6月为276.8亿美元），与整体贸易顺差趋势一致；初级产品贸易逆差体量较小（2022年1-6月为72.5亿美元），但也影响整体贸易顺差的波动。作为转口、加工贸易经济体，化工产品和机械及运输设备的顺差走阔是新加坡贸易的长期趋势，其中机械及运输设备的顺差在疫情暴发后明显上升。此外，工业制品中的工业制成品和初级产品中的矿物燃料构成了新加坡主要的贸易逆差来源。

图表 77：新加坡贸易差额及其所占 GDP 的比例



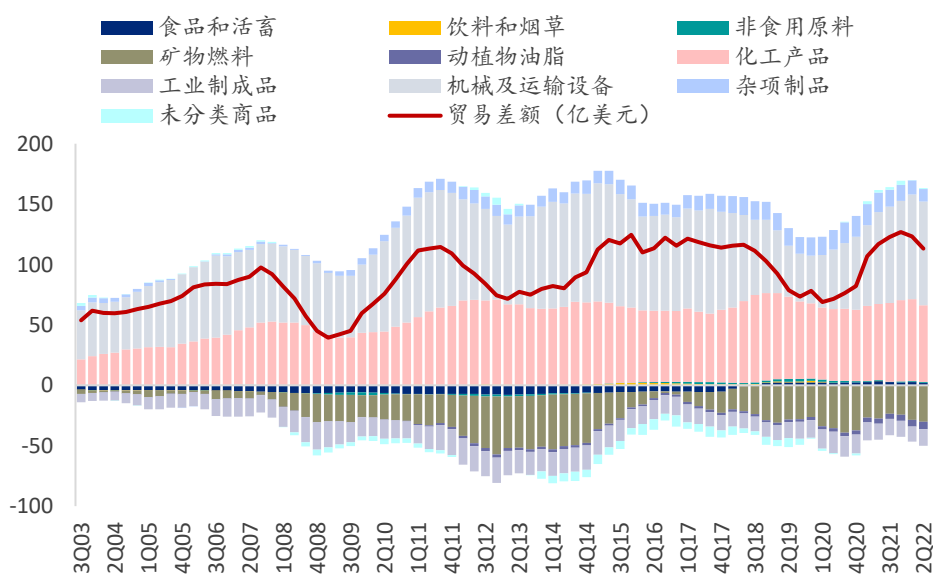
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 78：二分法下，新加坡初级产品和工业制品的贸易差额



资料来源：CEIC，浦银国际

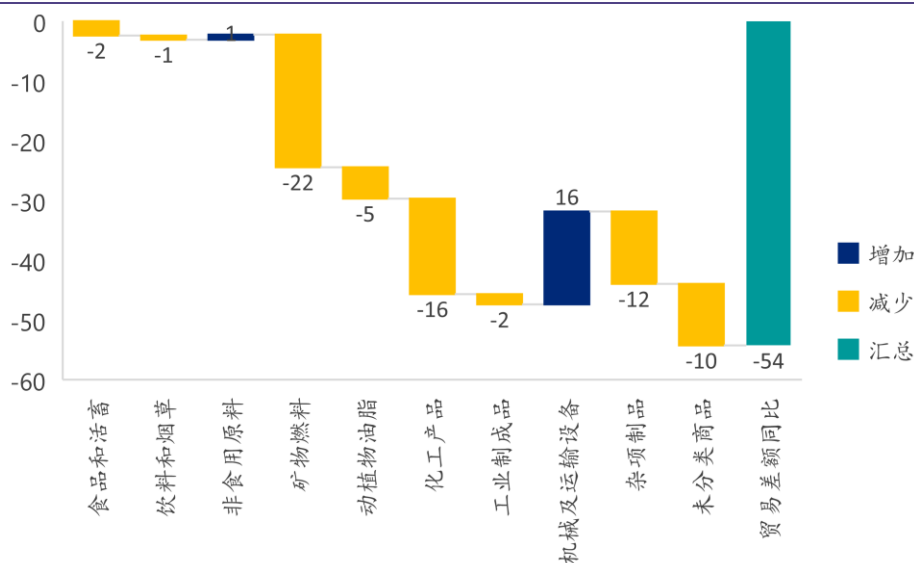
图表 79：历年新加坡初级产品和工业制品各项目的贸易差额趋势 (亿美元)



注：四个季度移动平均

资料来源：CEIC，浦银国际

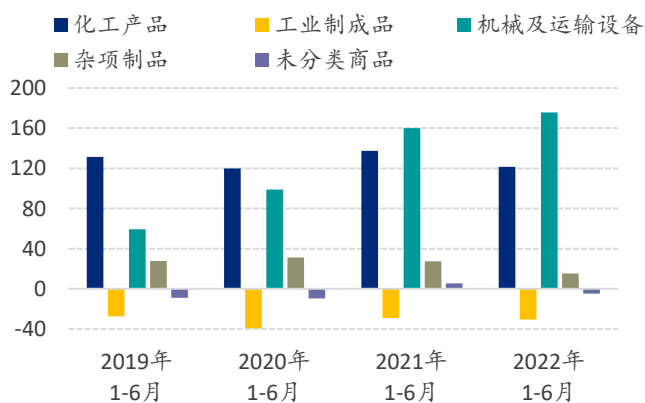
**图表 80：2022 年 1-6 月，新加坡初级产品和工业制品各项目的贸易差额同比情况（亿美元）**



资料来源：CEIC，浦银国际

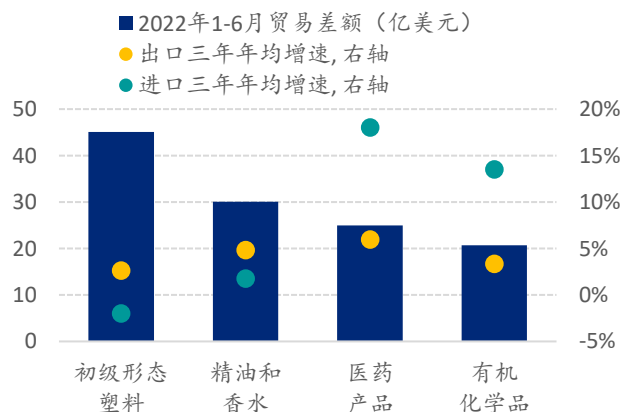
电气机械设备推动工业制品贸易顺差走阔，化工产品带来波动。2022 年 1-6 月，化工产品和机械及运输设备的贸易顺差分别为 121.4 和 175.9 亿美元，为工业制品中贸易顺差的主要来源。其中，电气机械设备（120.4 亿美元）为最大的贸易顺差贡献项目，顺差同比走阔 17.7 亿美元。化工产品中，初级形态塑料（45.1 亿美元）、精油和香水（30.0 亿美元）、医药产品（25.0 亿美元）、有机化学品（20.7 亿美元）为主要的贸易顺差贡献项目，2022 年 1-6 月合计贸易顺差为 120.9 亿美元。相较于 2021 年，有机化学品和医药产品的贸易顺差在 2022 年上半年同比分别收窄 6.8 和 3.0 亿美元，导致新加坡工业制品贸易顺差回升过程中出现波动。

**图表 81：新加坡工业制品中，各项目的贸易差额情况（亿美元）**



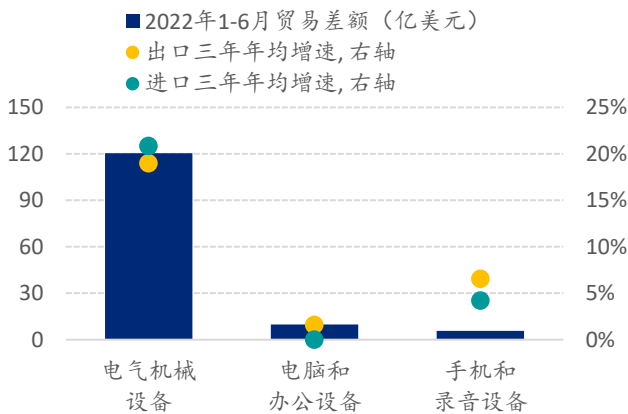
资料来源：CEIC，浦银国际

**图表 82：新加坡工业制品中，化工产品的主要贸易顺差项目**



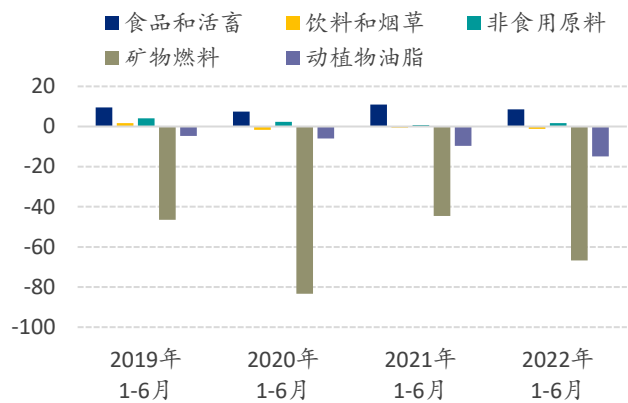
资料来源：CEIC，浦银国际

**图表 83: 新加坡工业制品中, 机械及运输设备的主要贸易顺差项目**



资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 84: 新加坡初级产品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元)**



资料来源: CEIC, 浦银国际

**原油价格影响新加坡初级产品贸易逆差。**新加坡初级产品的贸易逆差主要来自矿物燃料, 尤其是石油。作为全球第三大炼油国, 新加坡石油贸易差额受原油价格影响明显, 原油价格与石油贸易差额存在反向关系: 当原油价格上升时, 炼油成本上升、贸易差额下降; 当原油价格回落时, 炼油成本下降、贸易差额上升 (2020 年上半年原油价格暴跌, 新加坡石油贸易逆差仍然走阔的原因是出口因疫情受限)。因此, 伴随原油价格的不断攀升, 新加坡石油贸易逆差不断扩大, 从 2021 年 1-6 月的 44.3 亿美元扩大至 2022 年同期的 55.3 亿美元。

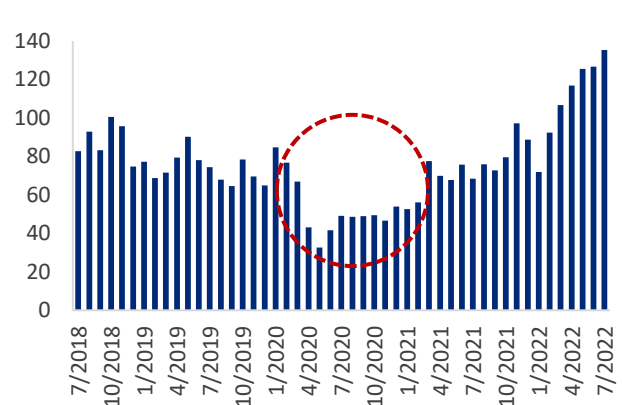
**全球经济将决定新加坡贸易顺差趋势。**考虑到目前原油价格已有回落迹象, 并且新加坡石油产品出口不会再经历疫情初期的冲击, 我们预计新加坡初级产品贸易逆差将有所收窄、但对整体贸易顺差的影响有限。新加坡的贸易顺差中, 电气机械设备和化工产品部分项目的体量较大, 这些产品的出口对全球经济的依赖较大。因此, 我们认为新加坡的贸易顺差很大程度上受到全球经济复苏进程的影响。

**图表 85: 新加坡石油贸易差额与原油价格有较强的关联**



资料来源: Macrobond, 浦银国际

**图表 86: 新加坡石油产品出口额 (亿美元) 在 2020 年疫情暴发阶段有明显下降**

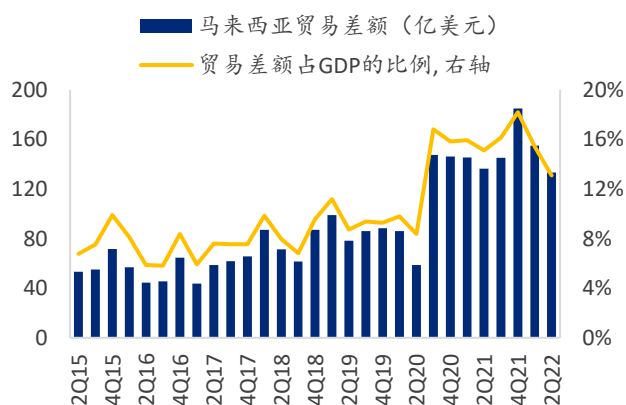


资料来源: CEIC, 浦银国际

## 东盟——马来西亚：半导体行业推动下的贸易顺差阶段性走阔

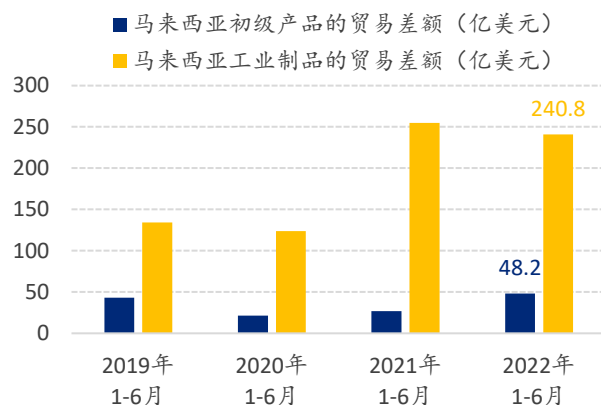
马来西亚货物贸易顺差阶段性走阔。2022年1-6月，马来西亚贸易顺差为288.6亿美元，较2021年同期（281.9亿美元）小幅上升，是疫情前2019年同期的1.5倍。马来西亚贸易顺差出现阶段式上升，主要受工业制品贸易顺差扩大的影响（2022年1-6月为240.8亿美元），尤其是电气机械设备；棕榈油价格上涨，带动初级产品贸易顺差小幅回升（2022年1-6月为48.2亿美元）。马来西亚的贸易顺差来源主要是初级产品中的动植物油脂和工业制品中的机械及运输设备、杂项制品，这三项的贸易顺差在疫情后有不同程度的上升、导致整体贸易顺差阶段性走阔；马来西亚的贸易逆差来源较分散且体量相对较小。

图表 87：马来西亚贸易差额及其所占 GDP 的比例



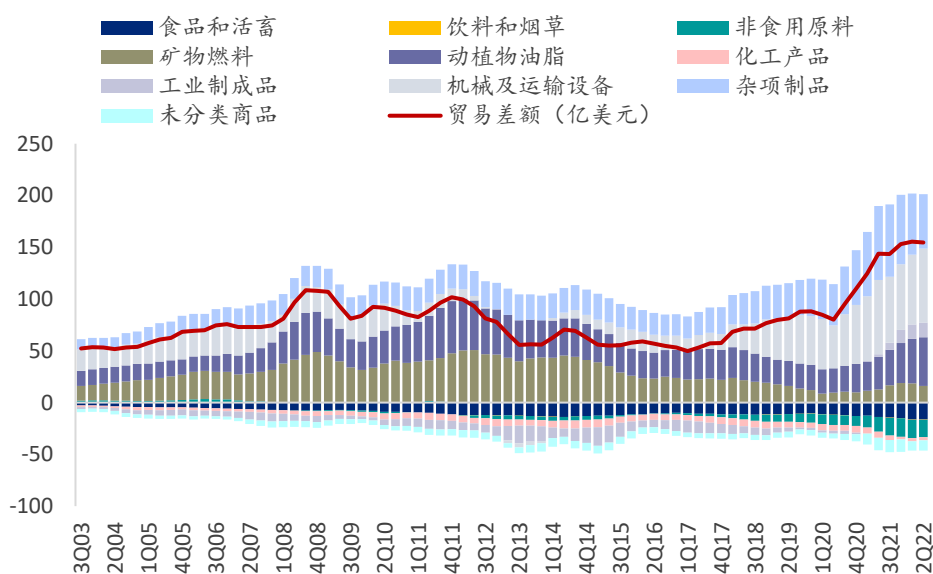
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 88：二分法下，马来西亚初级产品和工业制品的贸易差额



资料来源：CEIC，浦银国际

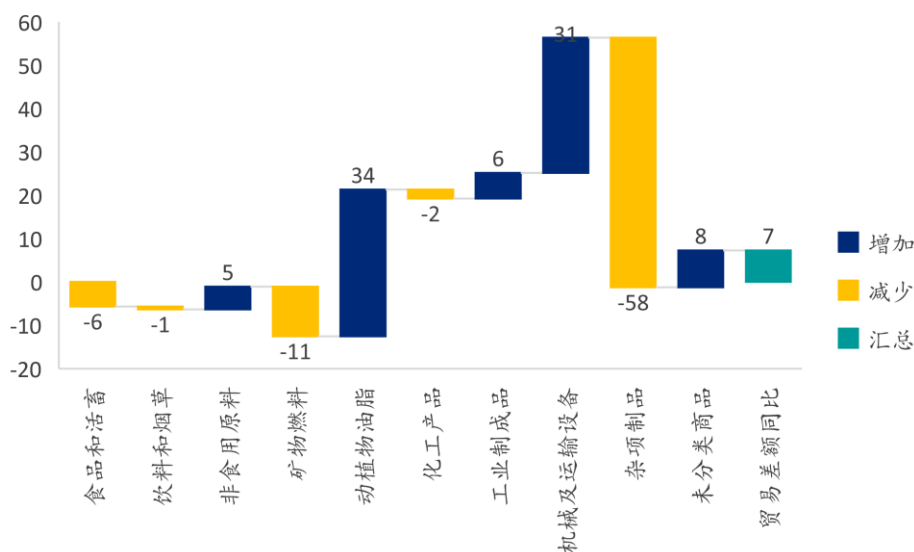
图表 89：历年马来西亚初级产品和工业制品各项目的贸易差额趋势 (亿美元)



注：四个季度移动平均

资料来源：CEIC，浦银国际

**图表 90: 2022 年 1-6 月, 马来西亚初级产品和工业制品各项目的贸易差额同比情况 (亿美元)**

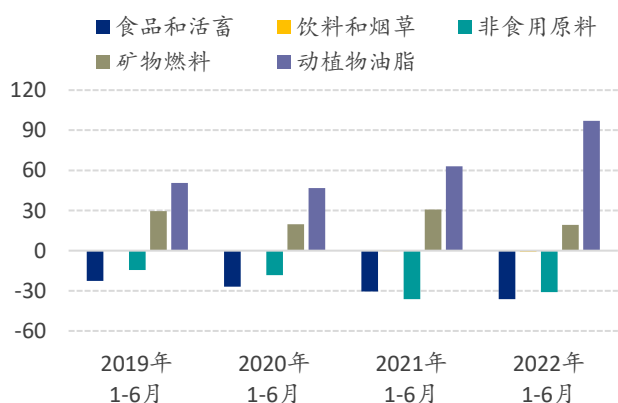


资料来源: CEIC, 浦银国际

棕榈油价格上涨, 带动初级产品贸易顺差小幅回升。2022 年 1-6 月, 初级产品中动植物油脂的贸易顺差为 97.0 亿美元, 三年年均增长 24.3%。价格回升下, 棕榈油出口额增长是推动马来西亚动植物油脂贸易顺差走阔的主要因素, 尤其是对印度、欧盟、中国和土耳其的出口。2022 年 1-6 月, 马来西亚棕榈油出口额达到 104 亿美元, 三年年均增速为 27.0%。相比之下, 棕榈油出口量并未出现增长, 2022 年 1-6 月为 718 万吨, 三年年均增速为 -8.6%。

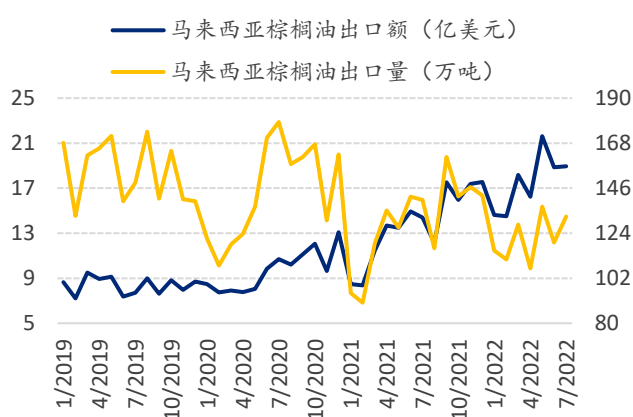
需求驱动下, 棕榈油贸易仍将维持明显的顺差。目前, 俄乌战争持续影响全球食用油供应, 叠加印尼实施棕榈油国内市场销售义务政策, 我们预计马来西亚棕榈油出口预期较好, 这将扩大初级产品贸易顺差并推动整体贸易顺差走阔。

**图表 91: 马来西亚初级产品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元)**



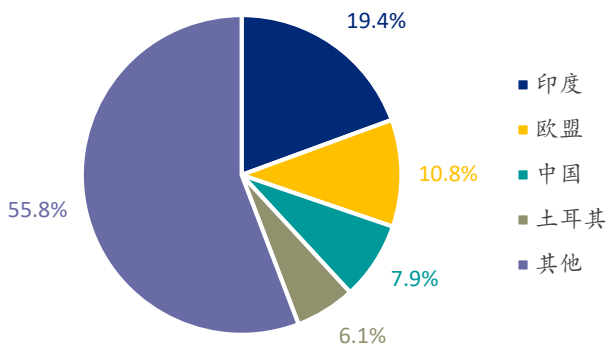
资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 92: 价格回升驱动下, 马来西亚棕榈油出口额持续增长, 带动了动植物油脂的贸易顺差走阔**



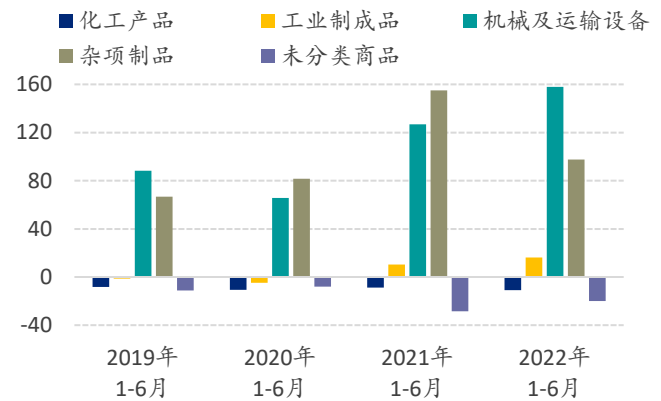
资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 93: 2022 年 1-6 月, 马来西亚棕榈油的主要出口目的地及所占份额**



资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 94: 马来西亚工业制品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元)**



资料来源: CEIC, 浦银国际

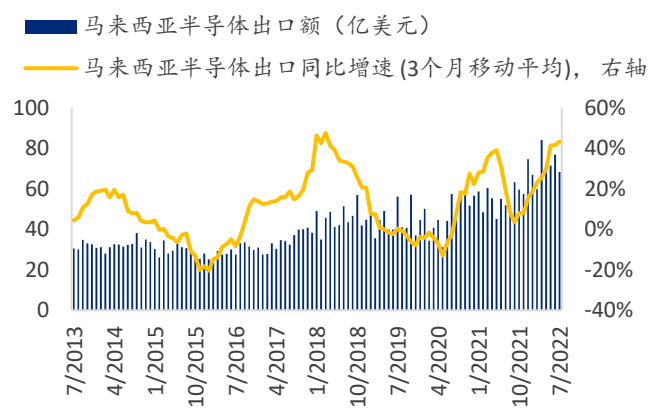
电气机械设备推动工业制品贸易顺差走阔, 服装鞋帽带来波动。2022 年 1-6 月, 杂项制品和机械及运输设备的贸易顺差分别为 97.5 和 158.0 亿美元, 为工业制品中贸易顺差的主要来源。作为全球半导体产业链上重要的一环, 马来西亚约占全球封装测试市场 13% 的份额, 全球 50 多家半导体企业在马来西亚建厂 (2021 年, Statics)。受益于疫情后火热的半导体产业, 2022 年 1-6 月, 电气机械设备 (145.4 亿美元) 成为马来西亚最大的贸易顺差贡献项目, 顺差同比走阔 26.5 亿美元。此外, 2022 年 1-6 月电脑和办公设备 (44.0 亿美元)、手机和录音设备 (30.2 亿美元) 为机械及运输设备合计贡献了 74.2 亿美元贸易顺差。杂项制品中, 其它项目 (39.9 亿美元)、专业仪器 (28.2 亿美元)、服装鞋帽 (21.1 亿美元)、家具用品 (11.5 亿美元) 为主要的贸易顺差贡献项目, 2022 年 1-6 月合计贸易顺差为 100.8 亿美元。相较于 2021 年, 服装鞋帽的贸易顺差在 2022 年上半年同比收窄 65.3 亿美元, 导致杂项制品贸易顺差收窄。

**图表 95: 马来西亚机械及运输设备中, 电气机械设备的贸易顺差 (亿美元) 疫情后大幅走阔**



资料来源: CEIC, 浦银国际

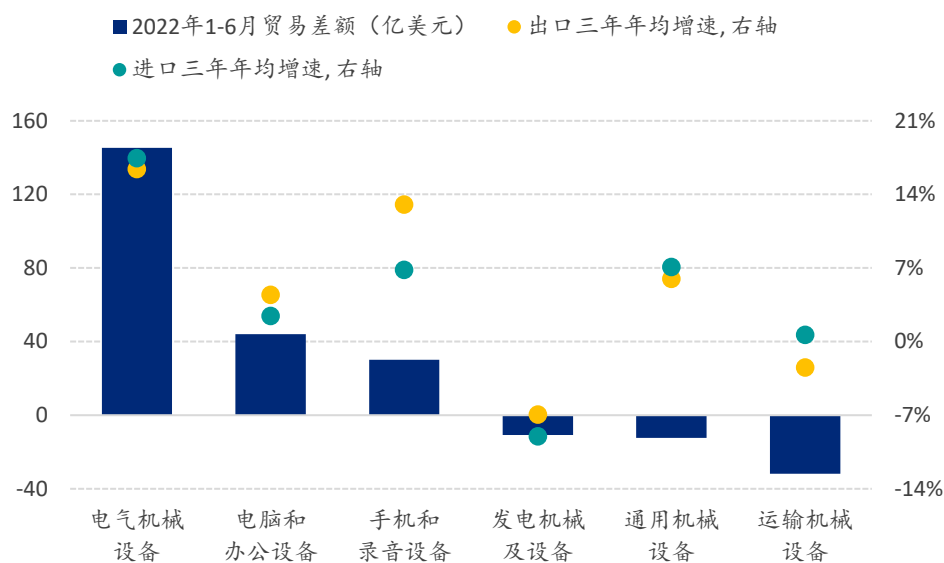
**图表 96: 马来西亚半导体出口额和同比增速趋势**



资料来源: CEIC, 浦银国际

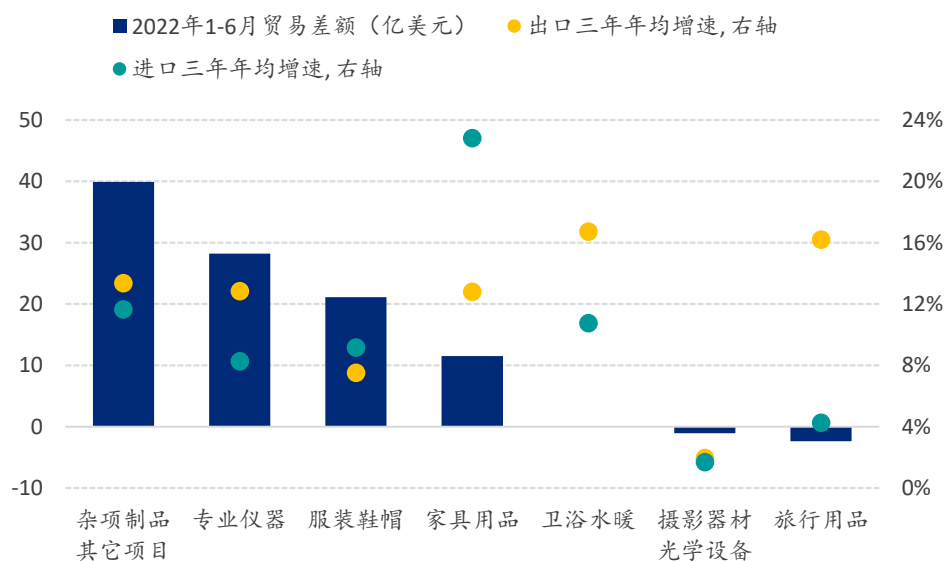


图表 97：马来西亚工业制品中，机械及运输设备的主要贸易顺差/逆差项目



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 98：马来西亚工业制品中，杂项制品的主要贸易顺差/逆差项目



资料来源：CEIC，浦银国际

全球经济将决定马来西亚贸易顺差趋势。在马来西亚的贸易顺差中，电气机械设备体量最大，电脑和办公设备、手机和录音设备、杂项制品部分项目也贡献了一定的贸易顺差，这些产品的出口对全球经济的依赖较大。因此，我们认为马来西亚的贸易顺差很大程度上受到全球经济复苏进程的影响。

## 东盟——印尼：贸易顺差受大宗商品影响较大，但来源也较分散

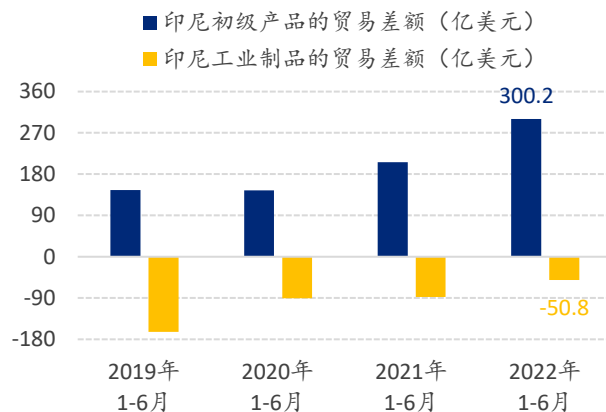
印尼货物贸易顺差大幅走阔。2022年1-6月，印尼贸易顺差为249.4亿美元，显著高于2021年（118.4亿美元）和2020年（54.3亿美元）同期水平。其中，大宗商品出口显著扩大了初级产品贸易顺差（2022年1-6月为300.2亿美元），带动整体贸易顺差扩大；工业制品中各项分化较大，工业制成品和杂项制品出口表现较好，2022年1-6月工业制品贸易逆差持续收窄至50.8亿美元，低于2021年（88.0亿美元）和2020年（90.3亿美元）同期水平。印尼的贸易顺差来源广泛，包含初级产品中非食用原料、矿物燃料、动植物油脂和工业制品中工业制成品、杂项制品；印尼的贸易逆差来源单一，主要为机械及运输设备。

图表 99：印尼贸易差额及其所占 GDP 的比例



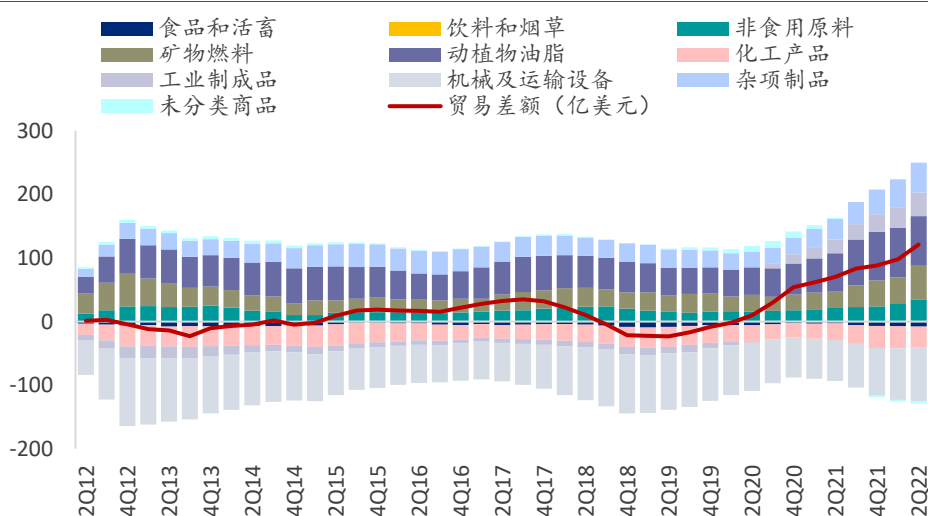
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 100：二分法下，印尼初级产品和工业制品的贸易差额



资料来源：CEIC，浦银国际

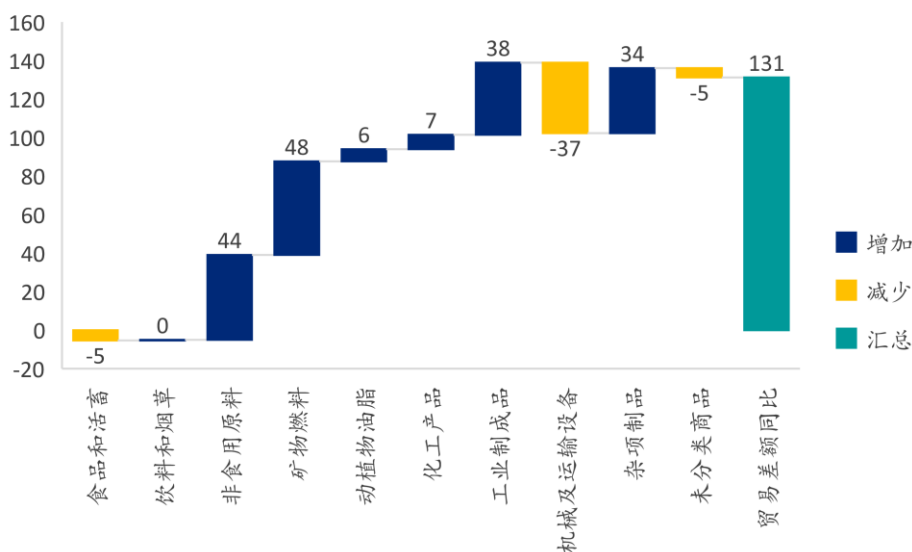
图表 101：历年印尼初级产品和工业制品各项目的贸易差额趋势（亿美元）



注：四个季度移动平均

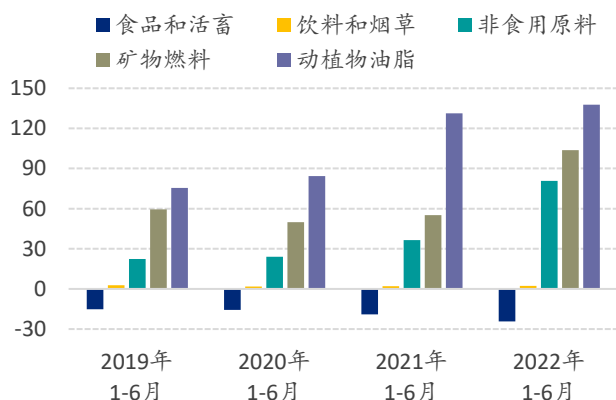
资料来源：CEIC，浦银国际

**图表 102: 2022 年 1-6 月, 印尼初级产品和工业制品各项目的贸易差额同比情况 (亿美元)**



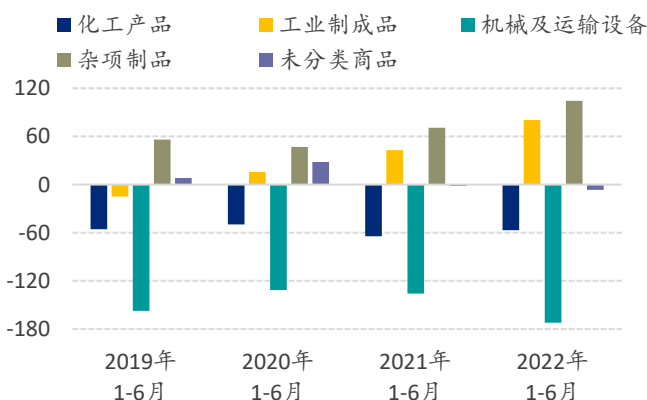
资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 103: 印尼初级产品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元)**



资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 104: 印尼工业制品中, 各项目的贸易差额情况 (亿美元)**



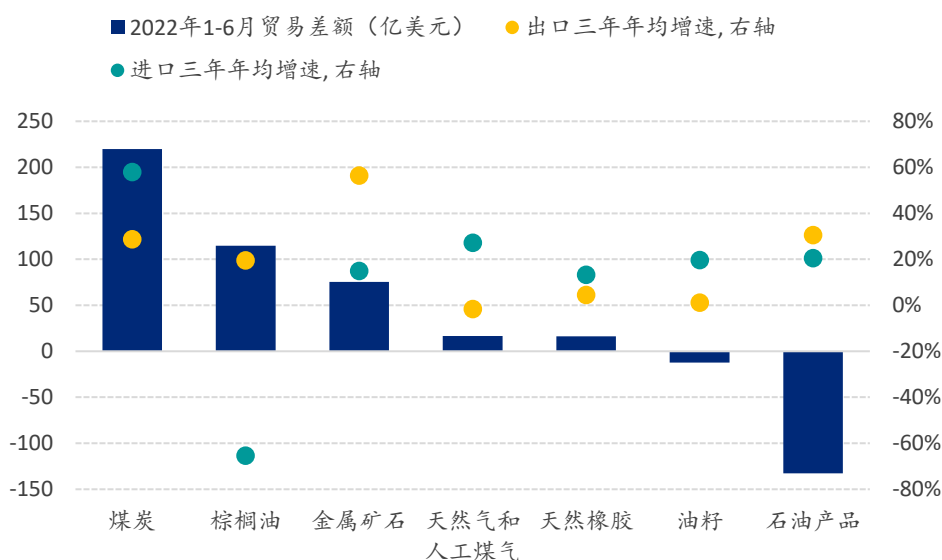
资料来源: CEIC, 浦银国际

**初级产品和工业制品共同支撑贸易顺差走阔。**2022 年 1-6 月, 初级产品中非食用原料 (80.8 亿美元)、矿物燃料 (103.7 亿美元)、动植物油脂 (137.6 亿美元) 和工业制品中工业制成品 (80.6 亿美元)、杂项制品 (104.5 亿美元) 合计贡献了 507.2 亿美元贸易顺差。其中, 煤炭 (219.8 亿美元)、棕榈油 (114.7 亿美元)、服装鞋帽 (83.6 亿美元)、金属矿石 (75.2 亿美元)、钢铁 (73.4 亿美元) 为贸易顺差的主要贡献项目 (合计为 566.7 亿美元)。

**大宗商品和全球经济将共同影响印尼贸易顺差。**2022 年 1-6 月, 带动印尼贸易顺差走阔的项目中, 初级产品(非食用原料、矿物燃料、动植物油脂)占比 63.5%、工业制品(工业制成品、杂项制品)占比 36.5%, 印尼贸易顺差受到大宗商品和全球经济的双重影响, 但由于印尼的大宗商品出口项目相对分散, 未来 6-12 个月贸易顺差走势较难预测, 我们偏向认为影响将较纯受油价影响的经济体小。

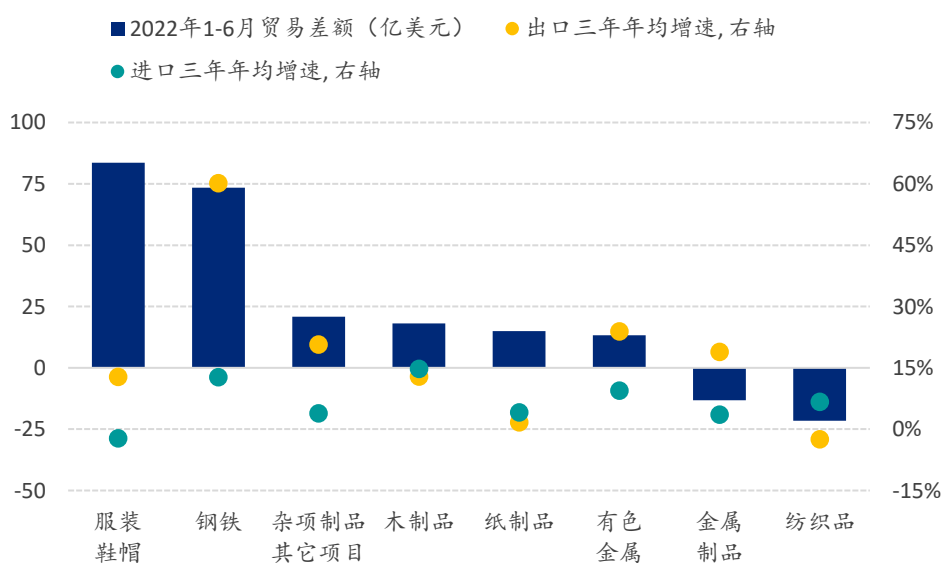
就初级产品而言，印尼的贸易顺差主要来自煤炭和棕榈油，而逆差主要来源于石油产品。前后两者为较明显的替代关系，大宗商品价格的单一方向变动，对印尼初级产品的贸易顺差影响并不确定。此外，除了能源商品，印尼的贸易顺差还受金属矿石的影响，其中有价格的影响也有结构性需求的拉动。能源商品和非能源商品的价格趋势并不一致（例如，铜油比，铜和油分别代表经济复苏和通胀水平），分散的顺差来源也使得印尼整体贸易差额受单一能源价格的影响较小。

**图表 105: 印尼初级产品中，非食用原料、矿物燃料、动植物油脂的主要贸易顺差/逆差项目**



资料来源：CEIC，浦银国际

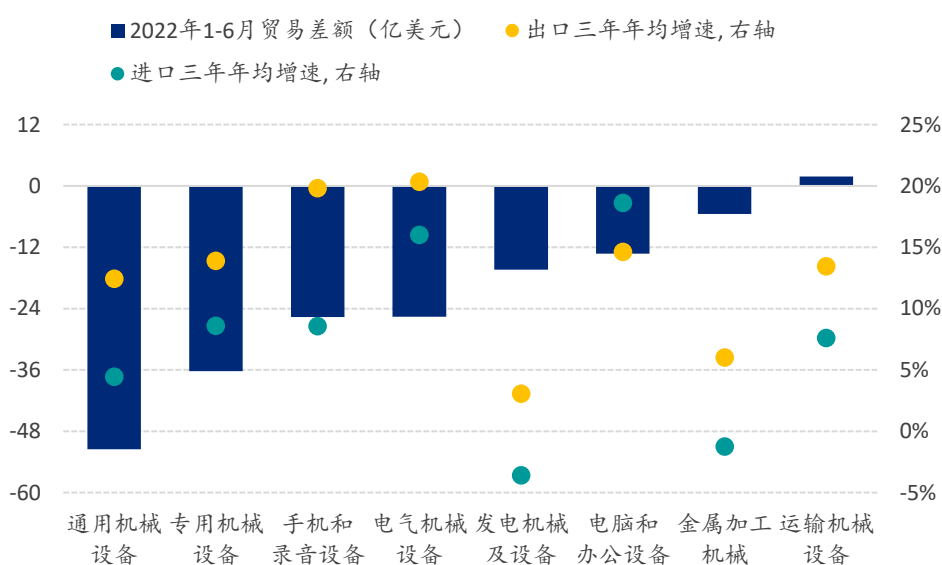
**图表 106: 印尼工业制品中，工业制成品和杂项制品的主要贸易顺差/逆差项目**



资料来源：CEIC，浦银国际

进口需求对贸易顺差影响有限。2022年1-6月，印尼的贸易逆差主要来自矿物燃料中的石油产品（-132.6亿美元）和机械及运输设备（-172.2亿美元）。机械及运输设备中，通用机械设备（-51.5亿美元）、专用机械设备（-36.2亿美元）的贸易逆差贡献较大。整体来看，印尼的贸易逆差主要来自能源（石油产品）和机械（通用和专用机械设备），进口需求受自身经济增长影响较大，但是考虑到这些项目的贸易逆差体量较小，我们认为对印尼整体贸易顺差的影响有限。

图表 107：印尼工业制品中，机械及运输设备的主要贸易顺差/逆差项目



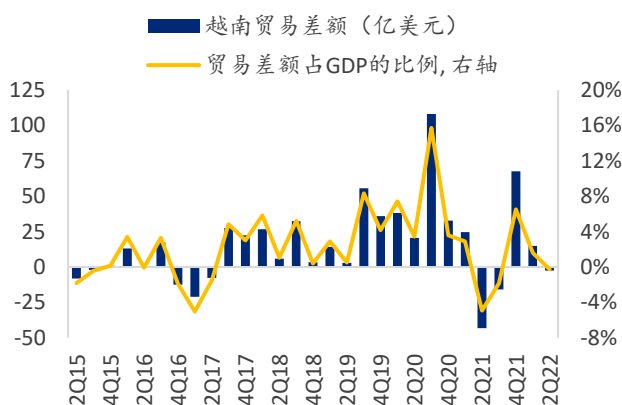
资料来源：CEIC，浦银国际

## 东盟——越南、泰国、菲律宾

越南货物贸易顺差较为波动。越南贸易差额从2021年1-6月的-18.6亿美元升至2022年1-6月的12.4亿美元，较2019年同期（17.2亿美元）仍有差距。2020年上半年，越南贸易顺差一度走阔至58.6亿美元的水平，但这主要是受疫情影响、电脑及配件进口大幅下降所导致，仅是短期波动。

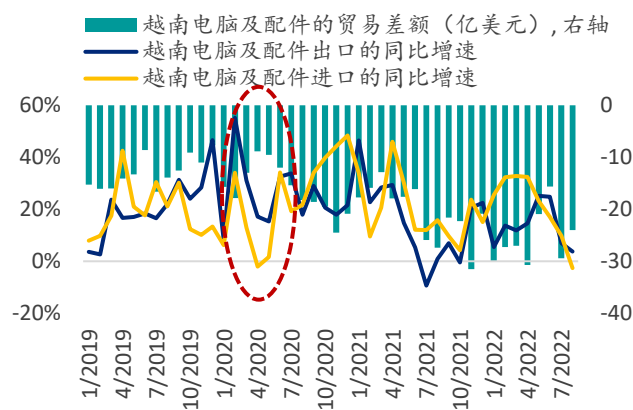
越南贸易差额受自身贸易结构的影响。近几年，越南的出口贸易发展迅猛，但其加工贸易的经济附加值并不高，叠加国内需求持续上升，贸易差额波动较大。越南主要进口商品中，电脑及配件的占比最大（2022年1-6月，占总进口额的23.2%）。其中，电脑及配件的主要进口目的地为中国大陆和韩国（2022年1-6月，占比分别为29.0%和28.7%）。电脑及配件的上游溢价能力较强，中韩出口单位价格不断攀升，我们认为越南加工贸易的经济附加值将被进一步蚕食。国内需求使得越南进口降幅有限，我们预计其贸易差额大概率向下变动。

图表 108：越南贸易差额及其所占 GDP 的比例



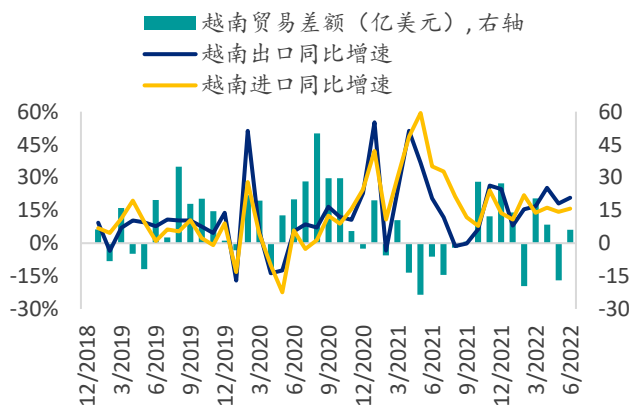
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 109：越南 2020 年 1-6 月贸易顺差扩大主要受电脑及配件进口大幅下降的影响



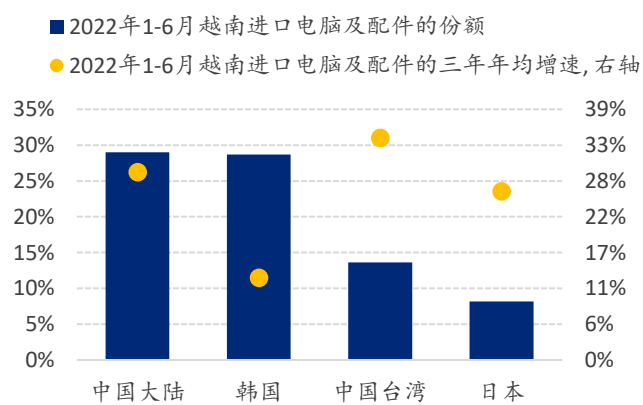
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 110：越南进出口同比增速和贸易差额的趋势



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 111：越南电脑及配件的主要进口目的地及所占份额和三年年均增速

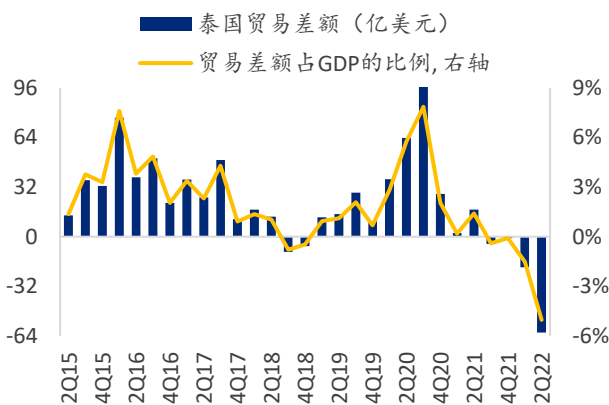


资料来源：CEIC，浦银国际

泰国货物贸易差额由正转负。2022年1-6月，泰国贸易差额为-81.6亿美元，为2015年以来首次上半年累计贸易差额为负。其中，原材料和矿物燃料进口额显著扩大，导致货物贸易差额由正转负：2022年1-6月，原材料（642.4亿美元）和矿物燃料（321.4亿美元）进口额的三年年均增速分别达到38.0%和68.6%。考虑到泰国贸易规模较小、国内需求较稳定，我们预计，未来大宗商品价格回落将带动泰国贸易逆差收窄、或进一步回升至贸易顺差。

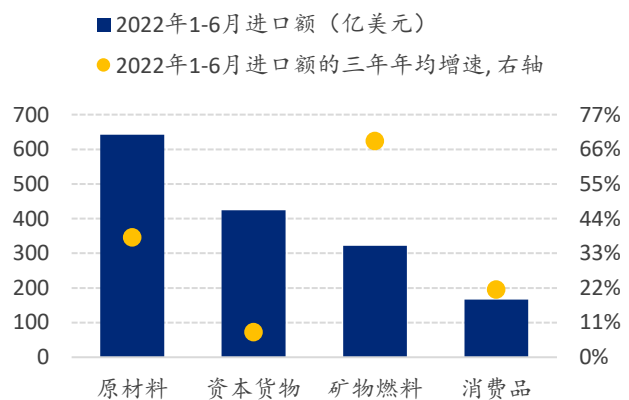
菲律宾货物贸易逆差大幅扩大。2022年1-6月，菲律宾贸易差额为-297.9亿美元，较2021年（-179.5亿美元）进一步扩大。菲律宾的进口结构与泰国类似，但是其贸易逆差扩大主要是受矿物燃料进口额扩大的影响：2022年1-6月，矿物燃料（128.0亿美元）进口额的三年年均增速为129.7%，显著高于原材料（21.5%）、消费品（13.8%）、资本货物（11.5%）。我们预计，未来能源价格回落将带动菲律宾贸易逆差收窄。

图表 112：泰国贸易差额及其所占 GDP 的比例



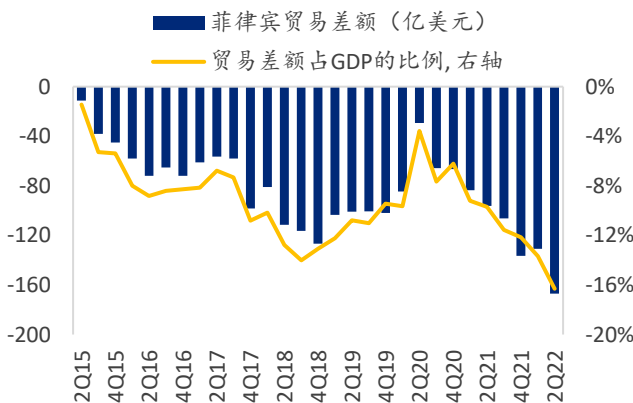
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 113：2022 年 1-6 月，泰国主要进口项目的进口额和三年年均增速



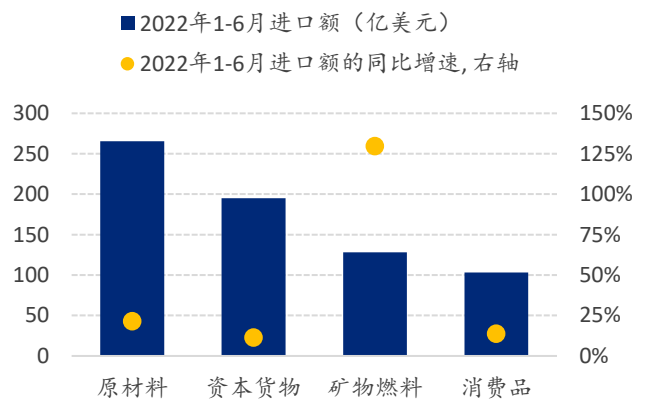
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 114：菲律宾贸易差额及其所占 GDP 的比例



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 115：2022 年 1-6 月，菲律宾主要进口项目的进口额和三年年均增速



资料来源：CEIC，浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。



## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 周文硕

tallan\_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-2808 6475

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

