

二零二二年十一月十五日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 中国经济在 10 月展现出平稳复苏的势头，主要经济指标保持温和增长。不过，房地产投资仍然受制于行业困境而持续收缩。
- 总的来说，在全球经济衰退风险和地缘政治风险双双上升的环境下，中国还面临新冠疫情零星复燃及房地产行业寒冬带来的不确定性，继续给增长前景蒙上阴影。全球营商环境正变得更加复杂，经济复苏亦面对更多挑战，而不断升温的地缘政治风险诱发市场恐慌和不安情绪升级，令中国的政策制定者处于愈加严峻的经济形势之中。
- 展望未来，中共二十大会议谋划了中国经济发展的蓝图，帮助增强未来 5 年乃至更长时期的经济发展实力。中国当局已协调多方力量，加大政策支持力度，从而稳定房地产市场，增加就业机会，并刺激总体需求释放。考虑到国家会在加大基础设施建设投资和促进消费方面继续推出利好政策，再加上较低的利率环境，中国经济可持续复苏实力将不断增强，整体经济复苏根基渐趋稳固。在我们看来，此轮复苏势头将在今年余下时间持续，预计 2022 年全年的经济增速将达到 3.3%。

中国 10 月经济延续稳定复苏

中国经济在 10 月展现出平稳复苏的势头，包括固定资产投资和工业生产在内的主要经济指标保持温和增长。不过，房地产投资仍然受制于行业困境而持续收缩。就业市场方面，10 月城镇调查失业率维持在 5.5%，反映制造业和服务业的就业形势总体平稳。总的来说，在全球经济衰退风险和地缘政治风险双双上升的环境下，中国还面临新冠疫情零星复燃及房地产行业寒冬带来的不确定性，继续给增长前景蒙上阴影。全球营商环境正变得更加复杂，经济复苏亦面对更多挑战，而不断升温的地缘政治风险诱发市场恐慌和不安情绪升级，令中国的政策制定者处于愈加严峻的经济形势之中。展望未来，中共二十大会议谋划了中国社会经济发展的蓝图，帮助增强未来 5 年乃至更长时期的经济发展实力。中国当局已协调多方力量，加大政策支持力度，从而稳定房地产市场，增加就业机会，并刺激总体需求释放。考虑到国家会在加大基础设施建设投资和促进消费方面继续推出利好政策，再加上较低的利率环境，中国经济可持续复苏实力将不断增强，整体经济复苏根基渐趋稳固。在我们看来，此轮复苏势头将在今年余下时间持续，预计 2022 年全年的经济增速将达到 3.3%。

尽管房地产投资疲弱，前 10 个月固定资产投资仍录得稳定增长。今年 1-10 月，全国固定资产投资同比增长 5.8%，略低于市场预期及 2022 年前 9 个月的 5.9%。环比增速则从 9 月的 0.48% 放缓至 0.12%。固定资产投资延续稳定增长主要得益于基础设施投资（1-10 月增 8.7%，1-9 月增 8.6%）以及制造业投资（1-10 月增 9.7%，1-9 月增 10.1%）的持续增长。不过，中国房地产投资仍然低迷，前 10 个月下降 8.8%，较前 9 个月 8% 的降幅进一步扩大，反映房地产行业继续受到债务问题的困扰，新开发项目投资难以推进。我们认为，当前积极的财政政策将进一步鼓励基础设施建设和高科技产业的投资，再加上新近出台的支持房地产市场发展的 16 项措施落地，能够在未来几个月支持固定资产投资增长，为中国经济的稳定发展提供有力支持。

10 月工业生产平稳扩张。今年 10 月，全国规模以上工业增加值同比增长 5%，低于市场预期的 5.3% 及 9 月的 6.3%。今年 1-10 月，工业增加值的同比增速从前 9 个月的 3.9% 略微增长至 4%。工业生产活动保持平稳增长势头，主要由于制造业生产活动蓬勃发展，尤其是“汽车制造业”、“电气机械和器材制造业”、“黑色金属冶炼和压延加工业”、“化学原料和化学制品制造业”和“计算机、通信和其他电子设备制造业”的工业增加值分别录得 18.7%，16.3%，10.2%，9.8% 和 9.4% 的同比增幅。我们认为，生产活动持

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

续正常化连同当局推出的大规模经济刺激方案，都有助于重塑国内供应链的弹性，在未来数月进一步刺激工业生产扩张。

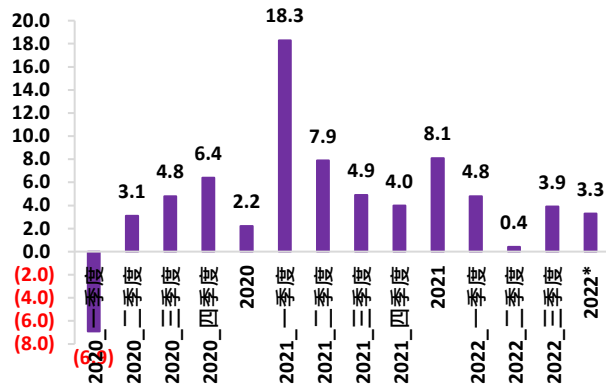
10月消费市场受疫情影响陷入温和收缩。今年10月，全国社会消费品零售总额同比下降0.5%，逊于市场预期增长0.7%和9月的增长2.5%。环比来看，10月零售消费额由9月的上升0.14%转为下降0.68%。今年前10个月，全国零售消费额录得0.6%的正增长，不及前9个月的增长0.7%。1-10月，全国网上零售额为10.95万亿元，同比增速较前9个月的4%加快至4.9%。总体而言，零售总额在同比和环比基础上双双转跌，反映防疫措施对消费需求带来的负面影响。部分消费品销售额出现大幅收缩，拖累整体消费市场表现，尤其是“家用电器和音像器材类”（同比跌14.1%）、“通讯器材类”（同比跌8.9%）、“建筑及装潢材料类”（同比跌8.7%）和“服装鞋帽、针纺织品类”（同比跌7.5%）。展望未来，中国当局会在持续推动经济活动回归正轨的同时，采取一系列逆周期经济政策，进一步提振消费者情绪，帮助零售消费市场在未来几个月恢复增长，进而稳固中国经济的复苏势头。

10月消费物价及工业通胀双降。中国10月全国居民消费价格指数（CPI）同比涨幅放缓至2.1%，低于市场预期的2.4%和9月的2.8%。1-10月平均，CPI同比平稳上涨2%，高于2021年全年的上涨0.9%。猪肉、新鲜蔬菜水果价格进一步走高是推动10月CPI上涨的主要因素之一，当月食品价格增长7%；而能源价格上升继续推动交通工具用燃料价格在8月增长12.4%。工业通胀方面，10月工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降1.3%，从9月的增长0.9%转跌，但跌幅不及市场预期的1.5%。今年前10个月平均，PPI同比增速达5.2%，低于2021年全年的8.1%。10月PPI同比呈下降趋势，反映了去年的高基数效应及当前能源和大宗商品价格走势反复带来的影响。总体而言，能源价格持续上涨仍是推高工业通胀水平的主要因素，10月“石油和天然气开采业”、“燃气生产和供应业”和“石油、煤炭及其他燃料加工业”的价格分别同比上涨21.0%、15.3%和8.6%。不过，冶金及煤炭开采相关行业出现收缩，其中，“黑色金属冶炼和压延加工业”、“黑色金属矿采选业”和“煤炭开采和洗选业”的价格在10月分别同比下降21.1%、18.9%和16.5%。展望未来，国内外经济发展的多重逆风继续给制造业和消费活动的增长前景蒙上阴影。我们认为，中国的政策制定者会不遗余力地恢复经济活动的正常化发展，从而帮助稳定物价水平。维持适当的消费品和服务供需关系及强化供应链弹性都将使消费物价水平和工业通胀在2022年余下时间稳定在合理水平，从而推动中国经济稳健增长。

10月对外贸易增长放缓。由于主要贸易伙伴的需求减弱，中国10月以人民币计价出口额同比增速下降至7%，低于市场预期的12.7%和9月的10.7%。10月进口额同比增长6.8%，低于市场预期的10%但高于9月5.2%。2022年前10个月，中国进出口总额同比增长9.5%，其中出口额和进口额分别增长13%和5.2%，贸易顺差达4.8万亿元。整体而言，全球流动性收紧加剧了市场对经济衰退的担忧，抑制全球消费需求，打击中国出口。而为防范疫情突发实施的封锁措施，导致国内需求不振。由于经济前景不明朗，中国的整体贸易活动面临着来自海内外的多重阻力，但中国当局已出台多项刺激政策，促进内外贸一体化发展，从而确保外贸恢复增长动力，我们预计，中国对外贸易在2022年的剩余时间里仍将维持在合理范围内运行。

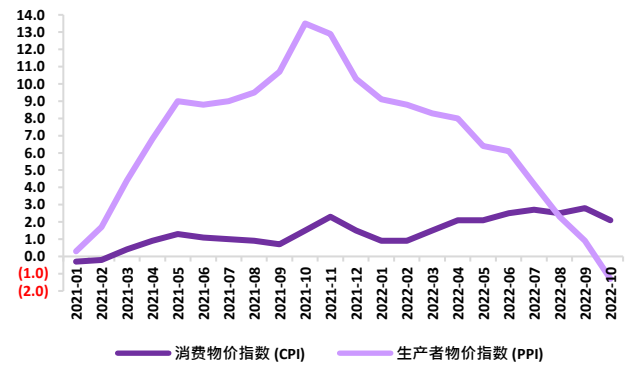
受疫情防控及房地产行业危机影响，10月信贷需求疲弱。由于部分城市为防控疫情而实施封锁措施，加上房地产市场持续疲弱，拖累中国的消费及生产经营活动，10月信贷需求减弱，新增人民币贷款降至6152亿元，低于市场预期的0.81万亿元和9月2.47万亿元。广义货币（M2）余额同比增长11.8%，低于市场预期的12%和9月的12.1%。用于衡量宏观经济中信贷和流动性的广义指标——社会融资规模增量在10月回落至9079亿元，低于市场预期的1.6万亿元和9月的3.53万亿元。总的来说，中国10月的信贷需求转弱主要反映了疫情复燃导致部分城市重启封锁措施，多项经济活动中断，融资活动亦陷入停滞。房地产行业持续低迷，也削弱了信贷增长势头。展望未来，中国经济发展前景仍受制于新冠疫情和房地产行业销售下滑带来的负面影响。不过，中国人民银行会坚持审慎宽松的流动性管理方针不动摇，为中国的经济复苏提供有利的货币金融环境。人行预计会全力帮助降低银行融资成本，推动实体经济中的信贷有序扩张。我们认为，信贷需求放缓仅是短期现象，随着疫情在未来数月稳定，连同多项刺激政策生效，信贷需求会恢复正常扩张，从而增强中国经济的发展动力。

图.1: 中国 GDP 增速 (同比%)



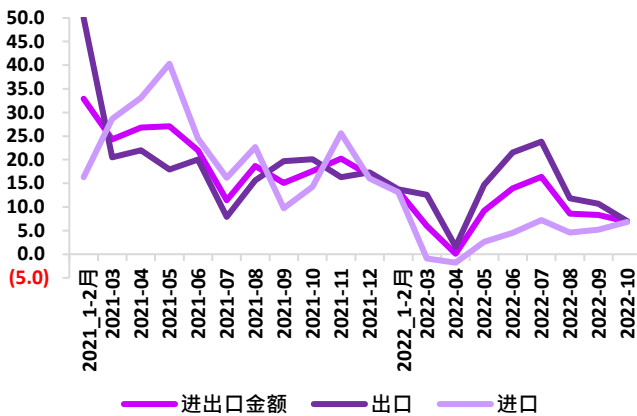
来源: 彭博 *光银国际预测

图.2: 中国 CPI 与 PPI (同比%)



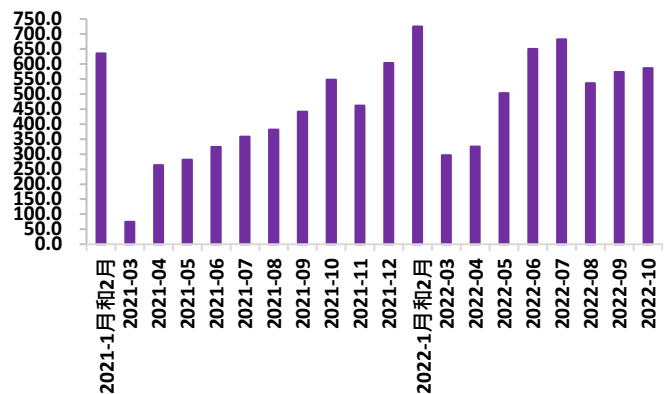
来源: 彭博

图.3: 进出口(同比%) (按人民币)



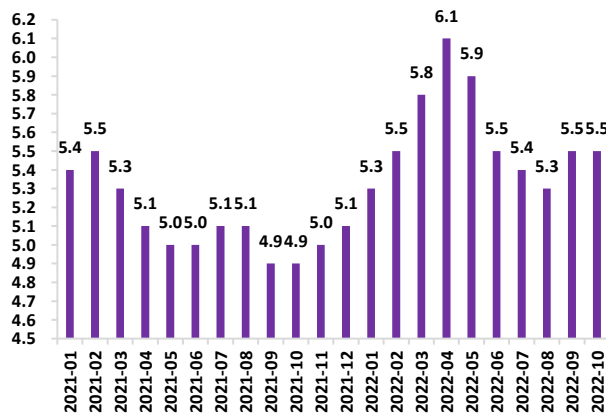
来源: 彭博

图.4: 贸易差额 (人民币十亿)



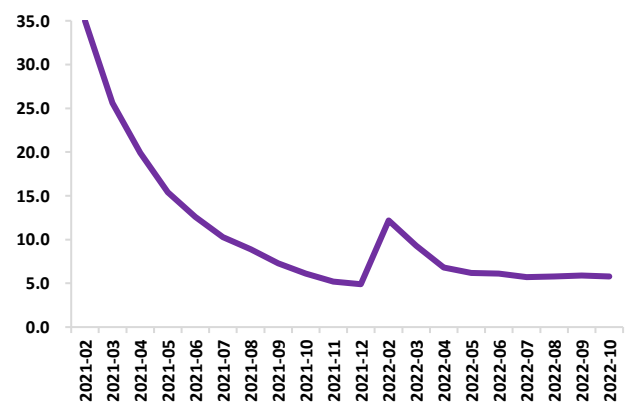
来源: 彭博

图.5: 全国城镇调查失业率 (%)



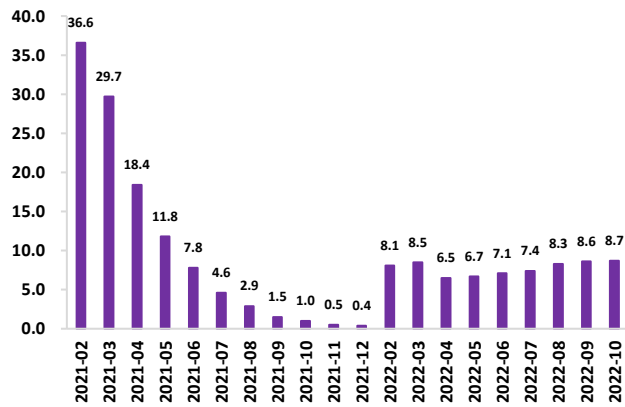
来源: 彭博

图.6: 固定资产投资 (累计同比%)



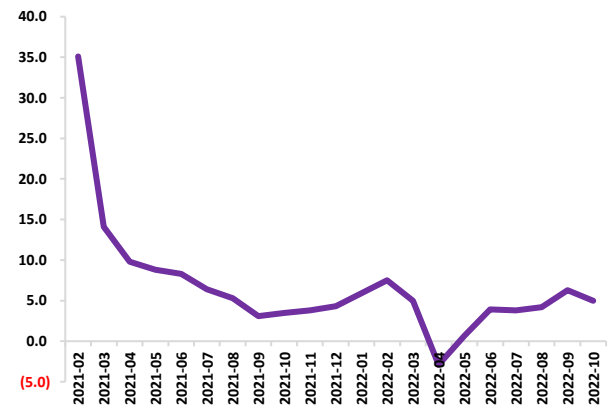
来源: 彭博

图.7: 基础设施投资(累计同比%)



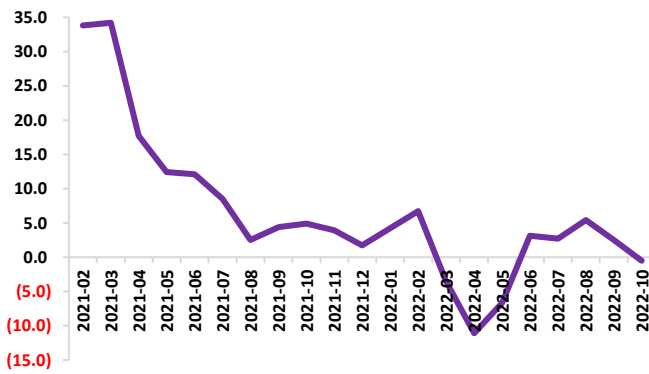
来源: 彭博

图.8: 工业增加值(同比%)



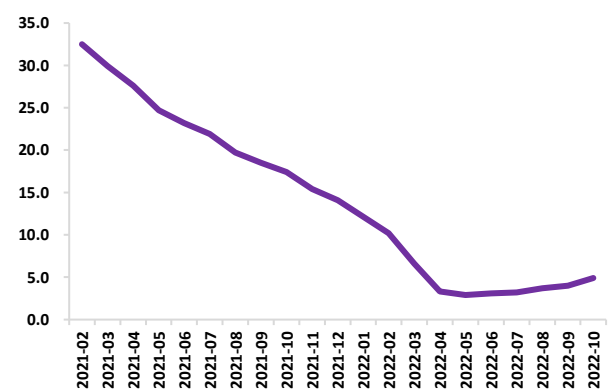
来源: 彭博

图.9: 社会消费品零售总额(同比%)



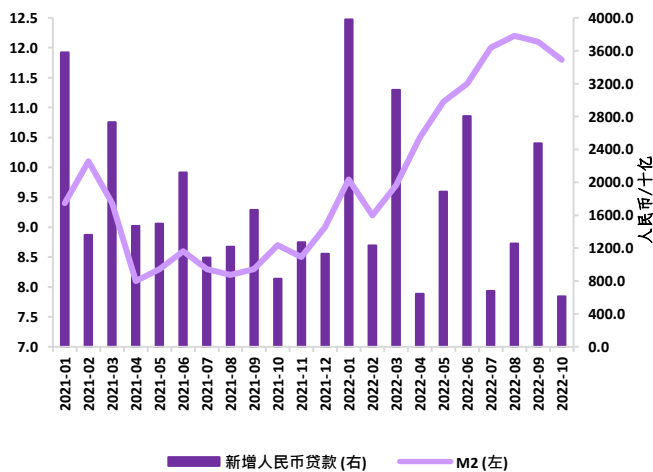
来源: 彭博

图.10: 网上商品和服务零售额(累计同比%)



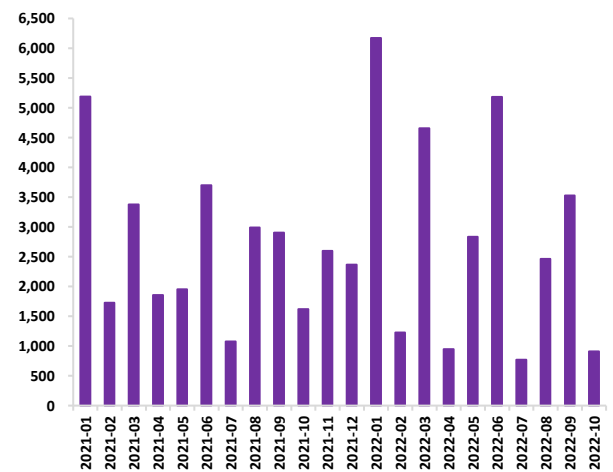
来源: 彭博

图.11: 新增人民币贷款(人民币十亿)和货币增速(%)



来源: 彭博

图.12: 社会融资总额(人民币十亿)



来源: 彭博

中国经济数据

	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	2021	1Q2022	2Q2022	3Q2022
实际国民生产总值 (同比%)	18.3	7.9	4.9	4.0	8.1	4.8	0.4	3.9
制造业 PMI (%)	51.3	51.0	50.0	49.9	50.3	49.9	49.1	49.5
非制造业 PMI (%)	53.4	54.5	51.3	52.5	52.7	50.4	48.1	52.3
出口(人民币/同比%)	38.7	19.9	14.4	17.8	21.2	13.2	12.8	15.2
进口(人民币/同比%)	19.3	32.4	15.7	18.6	21.5	8.4	1.8	5.6
贸易余额 (人民币/十亿)	710.0	868.3	1181.1	1612.7	4372.1	986.6	1456.8	1793.0
出口增长 (美元/同比%)	48.8	30.6	24.2	22.9	29.9	15.5	12.5	10.1
进口增长 (美元/同比%)	29.4	44.1	25.4	23.6	30.0	10.6	1.6	0.9
贸易余额 (美元/十亿)	108.8	134.2	183.1	250.9	676.9	155.0	224.6	265.5
消费物价指数 (同比%)	0.0	1.1	0.8	1.8	0.9	1.1	2.2	2.7
生产者物价指数 (同比%)	2.1	8.2	9.7	12.2	8.1	8.7	6.8	2.5
固定资产投资(年初至今/同比%)	25.6	12.6	7.3	4.9	4.9	9.2	4.2	5.7
房地产投资 (年初至今/同比%)	25.6	15.0	8.8	4.4	4.4	0.7	(9.0)	(20.7)
工业增加值 (同比%)	24.6	9.0	4.9	3.9	9.6	6.5	0.6	4.8
零售额 (同比%)	33.9	13.9	5.0	3.5	12.5	3.3	(4.6)	3.5
新增贷款 (人民币/十亿)	7667.9	5084.5	3961.4	3231.2	19945.1	8338.9	5340.1	4407.0
广义货币供应量 (同比%)	9.4	8.6	8.3	9.0	9.0	9.7	11.4	12.1
总社会融资 (人民币/十亿)	10288.9	7510.9	6967.1	6584.1	31351.0	12050.9	8961.8	6760.1

	10/21	11/21	12/21	1/22	2/22	3/22	4/22	5/22	6/22	7/22	8/22	9/22	10/22
实际国民生产总值(同比%)	-	-	4.0	-	-	4.8	-	-	0.4	-	-	3.9	-
制造业 PMI (%)	49.2	50.1	50.3	50.1	50.2	49.5	47.4	49.6	50.2	49.0	49.4	50.1	49.2
非制造业 PMI (%)	52.4	52.3	52.7	51.1	51.6	48.4	41.9	47.8	54.7	53.8	52.6	50.6	58.7
出口(人民币/同比%)	20.1	16.3	17.3	20.8	3.9	12.6	1.6	14.7	21.5	23.8	11.8	10.7	7.0
进口(人民币/同比%)	14.3	25.6	16.0	17.9	9.6	(0.9)	(1.8)	2.6	4.5	7.2	4.6	5.2	6.8
贸易余额 (人民币/十亿)	547.8	460.6	599.8	526.0	176.8	283.7	315.5	495.2	646.2	683.9	535.6	573.6	586.8
出口增长 (美元/同比%)	26.9	21.7	20.9	23.9	6.0	14.4	3.5	16.3	17.4	17.8	7.1	5.7	(0.3)
进口增长 (美元/同比%)	20.4	31.4	19.5	20.9	11.7	0.7	0.2	3.9	0.7	2.1	0.3	0.3	(0.7)
贸易余额 (美元/十亿)	84.8	71.7	93.7	82.5	27.8	44.7	49.6	77.6	97.4	101.3	79.4	84.7	85.2
消费物价指数 (同比%)	1.5	2.3	1.5	0.9	0.9	1.5	2.1	2.1	2.5	2.7	2.5	2.8	2.1
生产者物价指数 (同比%)	13.5	12.9	10.3	9.1	8.8	8.3	8.0	6.4	6.1	4.2	2.3	0.9	(1.3)
固定资产投资 (年初至今/同比%)	6.1	5.2	4.9	-	12.2	9.3	6.8	6.2	6.1	5.7	5.8	5.9	5.8
房地产投资 (年初至今/同比%)	7.2	6.0	4.4	-	3.7	0.7	(2.7)	(4.0)	(5.4)	(6.4)	(7.4)	(8.0)	(8.8)
工业增加值 (同比%)	3.5	3.8	4.3	-	7.5	5.0	(2.9)	0.7	3.9	3.8	4.2	6.3	5.0
零售额 (同比%)	4.9	3.9	1.7	-	6.7	(3.5)	(11.1)	(6.7)	3.1	2.7	5.4	2.5	(0.5)
新增贷款 (人民币/十亿)	826.2	1273.2	1131.8	3980.0	1233.6	3125.4	645.4	1888.4	2806.3	679.0	1254.2	2473.8	615.2
广义货币供应量 (同比%)	8.7	8.5	9.0	9.8	9.2	9.7	10.5	11.1	11.4	12.0	12.2	12.1	11.8
总社会融资 (人民币/十亿)	1617.6	2598.3	2368.3	6169.3	1227.4	4654.2	945.3	2836.3	5180.2	772.2	2460.8	3527.1	907.9
全国城镇调查失业率(%)	4.9	5.0	5.1	5.3	5.5	5.8	6.1	5.9	5.5	5.4	5.3	5.5	5.5
31个大城市 城镇调查失业率 (%)	5.0	5.1	5.1	5.1	-	6.0	6.7	6.9	5.8	5.6	5.4	5.8	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	33,536.70	19.25	2.16
标准普尔 500 指数	3,957.25	19.13	3.95
纳斯达克综合指数	11,196.22	45.48	5.98
欧洲			
富时 100 指数	7,385.17	13.48	1.17
德国 DAX 30 指数	14,313.30	13.53	5.76
法国 CAC 40 指数	6,609.17	13.69	3.00
斯托克 600 价格指数	432.86	14.68	3.47
亚洲			
香港恒生指数	17,619.71	6.67	6.17
恒生中国企业指数	5,979.80	5.75	6.10
上海深圳沪深 300 指数	3,794.02	13.84	0.50
上海证券交易所综合指数	3,083.40	13.78	0.18
深证综合指数	2,012.81	36.92	(0.74)
日经 225 指数	27,963.47	18.79	1.58
韩国 KOSPI 指数	2,474.65	11.66	4.34
台湾证交所加权股价指数	14,174.90	10.33	7.19
标普/澳证 200 指数	7,146.35	14.49	3.07
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	2,653.94	16.94	4.75
MSCI ACWI 指数	614.79	15.93	4.75
MSCI 新兴市场指数	939.78	10.69	4.73
MSCI 美国指数	3,760.66	19.63	4.08
MSCI 英国指数	2,123.33	13.42	1.12
MSCI 法国指数	188.51	15.65	3.07
MSCI 德国指数	141.76	13.93	6.63
MSCI 中国指数	57.44	10.07	5.34
MSCI 香港指数	12,188.91	17.41	8.57
MSCI 日本指数	1,202.16	13.98	1.48

*所有市场根据 2022/11/14 收市价。

货币市场		
	收益率 (%)	一周变动 (%)
联邦基金目标利率	4.00	0.00
美国最佳利率	7.00	0.00
联储贴现率	4.00	0.00
欧洲央行最低再融资利率 1 周	2.00	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	3.6195	0.0178
美国综合国债 1 年收益率	4.5672	(0.1712)
美国综合国债 5 年收益率	3.9897	(0.3979)
美国综合国债 10 年收益率	3.8536	(0.3599)
美国综合国债 30 年收益率	4.0361	(0.2829)
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	3.8753	0.0172
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	4.6061	0.0559
日本综合国债 1 年收益率	(0.109)	(0.007)
日本综合国债 10 年收益率	0.244	(0.013)
德国综合国债 1 年收益率	2.317	0.033
德国综合国债 10 年收益率	2.147	(0.196)
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	2.127	0.357
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.658	0.162
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	2.842	0.137
上海银行同业拆放利率- 隔夜	1.646	0.026
上海银行同业拆放利率- 1 个月	1.768	0.091
香港基本利率(贴现率)	4.25	0.00
香港银行同业拆放利率- 隔夜	2.6474	1.1069
香港银行同业拆放利率- 一个月	3.0251	(0.1664)
离岸人民币拆放利率-隔夜	1.1735	0.0177
离岸人民币拆放利率-1 个月	1.8399	(0.0528)
公司债(穆迪)		
Aaa	5.02	(0.15)
Baa	6.18	(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	85.87	(6.45)
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	93.14	(4.88)
天然气期货	美元/百万英	5.93	(14.56)
基本金属			
LME 原铝现货(\$)	美元/吨	2,427.50	4.52
铜期货	美元/磅	382.75	6.30
LME 钢筋期货	美元/吨	639.00	2.00
LME 铅现货(\$)	美元/吨	2,194.50	7.48
贵金属			
现货金	美元/盎司	1,757.63	4.73
黄金期货	美元/盎司	1,776.90	5.74
现货银	美元/盎司	21.47	3.81
现货铂	美元/盎司	1,010.98	4.58
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	659.25	(3.26)
小麦期货(CBT)	美元/蒲式耳	838.25	(2.98)
11 号糖(全球)	美元/磅	19.83	6.16
大豆期货	美元/蒲式耳	1,392.75	0.98

数据来源: 彭博

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	106.66	(3.14)
欧元/美元	1.0293	3.12
英镑/美元	1.1762	2.71
澳大利亚元/美元	0.6673	3.28
美元/加拿大元	1.3293	(1.42)
美元/日元	140.55	(4.19)
美元/瑞士法郎	0.9487	(4.21)
人民币中间价指数	7.0899	(1.93)
美元/人民币	7.0690	(2.24)
美元/人民币-交割远期	6.8990	(1.89)
美元/中国境外即期汇率	7.0677	(2.19)
美元/港币	7.8367	(0.17)
人民币/港币	1.1084	2.10
中国境外即期汇率/港币	1.1088	2.07
美元/韩元	1,326.05	(5.37)
美元/新台币	31.11	(3.07)
美元/新加坡元	1.3761	(1.98)
美元/印度卢比	81.26	(1.42)

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)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