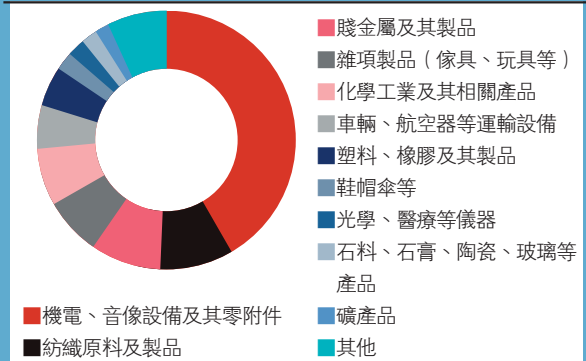


中國主要出口商品結構分布



資料來源：Wind、中信證券研究部

註：數據為今年首8月各項累計出口佔總出口的比例

RCEP帶給中國出口新增量



明若觀火 明 明

中信證券固定收益
首席研究員

今年以來，面對境內外多個因素的擾動，上半年中國出口仍然體現出了較強的韌性。往後看，在外需趨弱的預期和去年同期的高基數影響下，中國出口增速中樞料將回落，但結構性的亮點仍然值得關注。RCEP（區域全面合作經濟夥伴）框架下，成員國對於化工品、贱金屬製品和紡織製品的需求或為中國出口帶來新的增量；歐洲和美國的外需回落可能對中國消費品和中間品出口形成較大壓力，但歐洲能源危機背景下，中國的化工、贱金屬等出口或會體現出對歐洲的替代效應。

中國出口貿易主要集中於亞、歐、北美三大洲，分國家和地區來看，中國內地的貿易夥伴結構較為多元。以今年首8月的累計出口金額為標準，中國出口總規模中46.6%來自於亞洲地區，歐洲和北美洲的佔比分別為20.9%和18.3%。具體到國家和地區層面：若考慮區域組織（例如歐盟、東盟等），則美國、歐盟、東盟、中國香港和日本是中國內地的前五大貿易夥伴。

亞洲地區——RCEP繼續帶動出口增量

中國在亞洲地區的貿易夥伴主要分佈於東亞、東南亞和南亞地區，當前對東盟、印度、日本出口仍然保持高增。從佔中國對亞洲總出口的份額來看，今年首8月，中國對東盟累計出口佔到了對亞洲總出口的三分之一左右（32.9%），其成員國中的越南、馬來西亞、泰國、印度尼西亞和新加坡所佔份額較高。此外，中國香港、日本和韓國的份額也均在10%及以上。從逐月的出口同比增速來看，在RCEP框架的激勵下，中國對日韓、東盟的出口持續增長，成為了今年出口韌性的主要來源。

隨著RCEP的不斷深入，成員國之間的貿易創造效應或是中國後續出口的主要增量之一。結合當前中國對亞洲主要貿易夥伴的出口增速趨勢來看，對日本、東盟和印度的同比增速仍然具備了較強的韌性，考慮到RCEP對於成員國之間的貿易創造效應日趨顯著，來自日本、東盟的外需或也能為中國四季度的出口表現帶來支撐。從出口產品來看，中國對日本、東盟和印度的最主要出口產品均為機電產品，佔比在40%左右。雖然該項產品的出口同比在8月有所回

落，但絕對增速並不低，後續將在中國的出口貿易中繼續起到「基石」的作用。

歐洲地區——中國商品替代效應或將顯現

能源危機背景下，一方面高通脹對於歐洲消費需求造成一定侵蝕，另一方面能源成本激增也導致當地高耗能行業的產能受限。因此，歐洲地區的外需回落可能對中國消費品和中間品的出口形成擾動，但受能源成本衝擊的行業或將為中國的相關出口帶來利好。從佔中國對歐洲總出口的份額來看，今年首8月，中國對德國、荷蘭和英國的累計出口份額位居前三，讀數均超過10%。在能源危機、持續高通脹環境，以及經濟逐步走向衰退的情況下，來自歐洲的外需呈現下行趨勢，對中國出口的支撐有所減弱。

8月當月，中國對歐洲各國出口同比增速便已顯出該趨勢，其中對荷蘭的讀數高於2021年平均增速，其餘國家的讀數都出現不同程度回落，預計後續仍將延續回落態勢。值得注意的是，由於歐洲能源成本的高企，包括有色金屬、化工等在內的高耗能行業產能受到一定限制，而中國相關產品的出口有望形成替代效應，進而迎來結構性機會。

北美洲地區——美國經濟逐步走向衰退

美國是中國在北美洲地區的最主要出口貿易夥伴。未來隨着美國經濟走向衰退，來自美國的外需對於中國出口增長的支撐料將有所趨弱。從佔中國對北美洲總出口的份額來看，今年首8月，美國所佔份額高達91.3%，其次為加拿大的8.6%，因此筆者對於北美洲的外需將聚焦於美國這一主要貿易夥伴。從出口同比增速來看，中國對美出口的同比增長呈下行趨勢，其中8月讀數在外需承壓和高基數的共同影響下已經轉負。

當前，美國勞動力市場偏強勁但已開始放緩增長，經濟趨弱的同時通脹壓力仍居高不下。考慮到美聯儲後續或繼續大幅加息以抗擊通脹，美國經濟或將逐步陷入衰退，其需求的回落對於中國出口增長的支撐料將有所趨弱。但短期來看，美國消費零售斷崖式下跌的概率不大，今年9月以來美國紅皮書商業零售銷售周同比仍保持10%以上同比增速。在外需漸進式下降的前提下，中國出口面臨的壓力或也是逐步地釋放。

經濟數據回暖 樓市不宜悲觀



樓市新態 汪敦敬

祥益地產總裁

執筆當日樓價仍然顯著下跌，而且不少成交都令人感到意外，站在買家角度可以說是「執到死雞」。這是一個買家的美好時光，但對於業主來說，而且確是一個悲觀的時刻。市場仍然被外圍利淡因素影響，但我們可以憑藉數據，清晰化當下的實際環境。顯然，樓市並沒有分析師或者傳媒標題說得那麼差，或者可以說市場開始出現一絲希望及曙光。

首先，疫情正在逐步改善。新增確診宗數由近期高峰9月8日的11091宗，一路下降至昨日的5594宗。其次，通關政策亦有所鬆動。香港入境檢疫隔離已改為「3+4」，即3天強制檢疫和4天醫學監察；特區政府亦在積極研究「0+7」的入境檢疫安排。無論如何，市民普遍相信檢疫政策會愈放愈寬的。再次，三季度香港出口指數按季升1.9，出口商信心持續改善，以及最新的香港失業率亦回落至4.1%，已連續四期下降。

上述數據證明香港的經濟狀況是可以逐步恢復的，而外圍因素尤其是美國

加息「剪羊毛」的影響並沒有想像中那麼大。我們看回美國聯儲局的數據，其實加息沒有令到美國增加大量資金的，截至2022年7月美國的M2（廣義貨幣供應量）都沒有顯著變化。另一方面，在縮表政策上，我們亦看到是不理想的。根據聯儲局資產負債表的總資產數據，美國6月至9月累計縮表的實際數據佔計劃中的比例約34%。

未見資金回流美國

為什麼美元上升，資金並沒有回流美國？以香港為例，多了人購買美元收息產品但相關資金仍然留在香港，不單只香港是這樣，全世界很多地方也是這樣，美國並沒有因此得到「萬劍歸宗」的效果。根據中國商貿部統計，中國吸收外資按美元計算在今年首8月增長了20%。傳說中的中國資金流出或美國資金湧入，全部都是不正確的。

顯然宏觀局勢較我們想像中更穩定，筆者同意香港仍會受一些外來利淡因素影響。美國會否繼續出招去影響環球經濟從而製造動盪？這些風險仍然是需要提前準備應對的，但時間對我們有利，只要陣腳不亂是可以期待美好前景的。因此，現時不適宜對市場看得太悲觀或樂觀，只要提前做好準備，我們會發現眼前仍然是有很多機會的。



►中國藥品成功打入國際市場，成為了全球可負擔醫療健康的希望。

美國總統拜登近日啟動「國家生物技術和生物製造倡議」，勾起中美科技戰蔓延至生物科技領域的疑慮。實情是美國對中國生物科技施加各式限制，非自今日始，也一直在收緊；但觀乎中國生物科技近年發展迅速，尤其在生物醫藥的研發、臨床和製造，不僅為業界創造出新價值，也承接起全球可負擔醫療的重任。一個長期在競爭環境中成長的產業，兵來將擋，水來土掩，未來自能繼續發光發熱。

中國拓創新藥惠及全球



創科宇宙 梁穎宇

創業投資者聯盟召集人

記得筆者之前在專欄中提及，麥肯錫去年10月發表題為《The dawn of China biopharma innovation》（中國生物醫藥創新曙光初現）的報告，列舉資料證實中國生物科技發展迅速。而最近該研究機構再發表一份《Vision 2028: How China could impact the global biopharma industry》（2028願景：中國如何影響全球生物製藥行業）的報告，指出中國在全球生物製藥生態系統中的地位日益顯著。隨着創新藥冒起成為焦點，中國的生物製藥正逐步走向行業拐點，從自給自足走上世界舞台，為全球生物製藥價值鏈帶來巨大改變。

自2015年啟動藥政改革以來，中國一直致力於優化監管制度，除了簡化藥物審批、上市和監管的申請程序；積極推動審批標準與國際標準接軌，並於2017年加入國際人用藥品註冊技術協會（ICH）；也放寬了境內外投資者進入中國市場的准入標準。持之以恆地改革，加上海外人才回流、資本市場開放、「十三五」和「十四五」規劃把生物科技列為重點產業等，日趨成熟的生態系統帶領中國在生物醫藥領域長足進步，逐漸成為全球生藥創新研發的投資焦點。

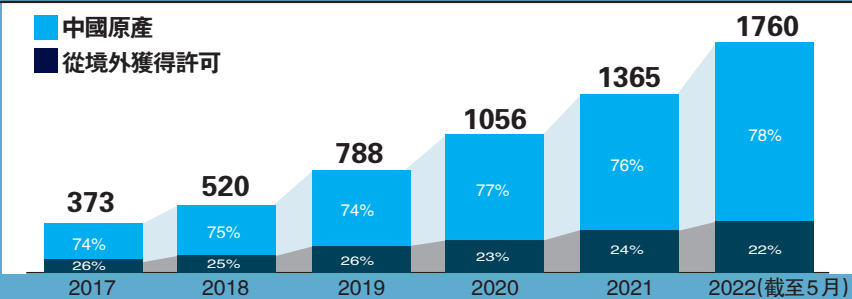
反向輸出技術專利

中國是全球第二大藥品和醫療器械消費市場，過去已經證明自身是一個高品質、具有成本競爭力的分子製造中心，生產的原料藥和仿製藥，定期獲得美國食品藥品監督管理局（FDA）和歐洲藥品評估局（EMA）的批准，是全球第一大原料藥出口國。在醫藥創新領域，中國過往被指基礎研究和創新能力不足，至近年通過鼓勵研究、臨床開發和先進醫療製造，開始慢慢扭轉這種觀感。

根據《自然》雜誌公布「2021年自然指數」，中國目前擁有世界排名前100位的生命科學研究機構共8家，已追迫分別擁有9家和7家頂級研究所的英國和德國。CRO（合同研究組織）和CDMO（醫藥合同定製研發生產組織）行業蓬勃發展，也培養出像藥明康德、康成化龍這樣的臨床研究外包龍頭企業，大大提升了臨床開發和化學成分生產和控制（CMC）的能力，逐漸成為重要的藥品研發服務貿易出口國。

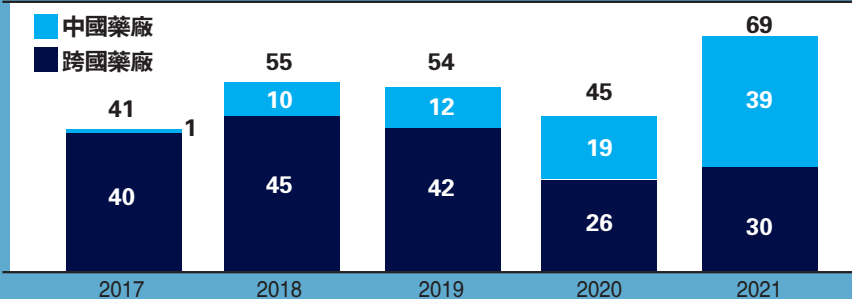
過去5年源於中國處在臨床開發階段的創新藥資產數量大幅上升，由2017年少於280宗四級跳至逾1000

中國處在臨床開發階段創新藥資產數量



資料來源：Pharmaprojects | Informa, 2021

新藥上市審批申請數量



宗。再加上，源自中國生物製藥公司的臨床測試申請，自2016年起每年平均增長逾32%；新藥上市審批申請更由2017年僅1宗增至2021年的39宗，佔總申請百分比從2.5%，跳升至超過56%，改變以往幾乎由跨國藥廠壟斷的局面。此外，新藥的創新性愈來愈高，反映出中國開始從快速跟進者變為先行者，甚至扭轉以往單向從外國授權引進新藥開發的境況，再鼎醫藥等一類頗具實力的公司已將創新藥研發成果反向授權輸出予歐美藥廠。

根據醫療情報提供商GBI的數據，過去兩年中國醫藥公司與跨國藥廠簽署了36宗授權輸出交易，今年至5月共有10宗，以治療腫瘤病的藥物為主。如美國艾伯維（AbbVie）生物科技於2020年與中國天境生物達成總值19.4億美元的授權輸出協議，取得後者針對白血病等血液系統惡性腫瘤研發的抗CD47單株抗體的權利。這是目前正在進行Ⅱ期臨床試驗的潛在同類最佳治療藥物，僅落後於吉利德（Gilead）處於第三階段的臨床研究，證明中國生藥公司也能創造出高價值的創新藥。

跨境聯手 合則共贏

歐美跨國藥廠對中國創新藥已另眼相看，部分甚至以共同開發模式進行。艾伯維於同年與自主研發小分子抗腫瘤藥SHP2抑制劑的加科思（Jacobio），也達成總值8.85億美元的戰略合作。艾伯維獲得SHP2項目的獨家許可權，加科思依然負責藥物的早期全球臨床研究，直至艾伯維開始開展全球的開發和商業化，相關研發費用由艾伯維承擔。產品成功上市

後，加科思擁有大中華區的全部商業化權益，艾伯維則負責海外市場銷售，加科思可收到銷售額一定百分比作為提成。

中國生物醫藥公司甚至已有能力打入海外市場，繼2019年11月FDA批准百濟神州自主研發的抗癌藥澤布替尼（Zanubrutinib），以「突破性療法」的身份優先審評獲准上市，實現中國抗癌新藥出海「零的突破」；傳奇生物研發的CAR-T細胞治療藥物CARVYKT[™]，也在今年2月底獲批准在美國上市。這是一款主要用於治療復發／難治性多發性骨髓瘤患者的藥物，是中國創新藥國際化一個新里程碑和新突破。值得留意的是，傳奇生物早於2017年與強生旗下Janssen簽訂了全球合作協定，由雙方共同開發及商業化創新藥，藉着Janssen充分掌握歐美監管審批標準和流程的經驗，自然更得心應手，是中美合作共贏的一個好例子。

長期以來，歐美研發藥創新藥動輒需30、40億美元，不少罕見病的藥物即使研發成功可以上市，往往因為成本高昂，費用高至數十萬至百萬美元，非一般人所能負擔。而在中國市場研發創新藥，由於人口基數大，開發和臨床成本均較低，成功的話能以遠低於歐美的價格上市。像甘李藥業研發出治療糖尿病的重组胰島素類似物，當年獲批在中國上市前，患者只有昂貴的進口藥可選，新藥面世讓中國糖尿病人有了負擔得來的替代品，而美國生產同品質的胰島素藥近年已升價五倍。

中國創新藥成功打入國際市場，成為了全球可負擔醫療健康的希望，就像新冠疫情初期，中國滅活疫苗成了不少亞洲和非洲國家的救命草一樣。累積近30年生物醫藥發展成果後，中國在基因治療與AI新藥發現領域也走得比較靠前。麥肯錫曾預期，中國生物醫藥業可能已非常接近拐點，即生物製藥不再是「自給自足」的故事，隨着中國創新藥逐步打入歐美市場，可以為全球生物製藥價值鏈創造巨大價值，前述的一些例子也反映出跨境合作可以實現共贏，聰明的人自然會做出最佳選擇。

業時，中國在創新藥行業的發展的龍頭企業，也培養出不少新藥研發的龍頭企業。

