

西方經濟疲弱 中國外貿受考驗



中國海關總署公布最新外貿數據，以美元計價，11月出口按年倒退8.7%，遠低於預期的跌1.5%和前值跌0.3%；進口按年下挫10.6%，弱於預期的跌4.2%和前值跌0.7%。貿易順差698.4億美元，低於預期的763.1億美元和前值851.5億美元。出口超預期下滑，以及供給側海外供應鏈恢復的影響。

種種跡象表明，支撐出口超級繁榮的諸多因素正在消失甚至逆轉，明年出口負增長是大概率事情。我們應該對此高度警惕，理性看待，並積極應對。最根本還是要穩住內需，把內地經濟搞上去，以抵禦外部不利衝擊。

11月出口變幅低於預期，並已連續4個月回落。11月份，中國貨物出口按年下降8.7%至2961億美元，跌幅較10月擴大8.4個百分點。跌勢加劇，一方面由於海外需求下滑，另一方面也由於去年同期為歷史高位，基數較高所致。拉長期限來看，目前2961億美元的出口規模依然是近十餘年來的高位。

分國別看，對主要經濟體的出口加速回落，僅剩東盟維持正增長。11月中國對東盟、美國、歐盟、日本的出口金額按年增速分別為5.2%、-25.4%、-10.6%與-5.6%，較10月回落15.1、13.1、2.3與9.4個百分點。8月至10月份，歐美出口失速下，東盟為主要增長引擎，但11月數據來看這一引擎也有熄火風險。

進口金額按年增速低於預期，進口數量顯著回落。11月中國進口金額按年減少10.6%，弱於預期的跌4.2%。從進口量來看，11月主要進口品種，只有原油維持11.8%的正增長，鐵礦砂、大豆、煤炭均加速下滑，進口按年分別下滑5.8%、14.2%與7.8%，跌幅較10月分別擴大9.4、3.3與15.5個百分點。下半年內需出現短暫修復，但隨着過去兩月疫情再次擴大，進口需求出現下滑。

內外需雙弱，貿易順差出現回落。11月份中國貿易差額698.4億美元，連續4個月回落。但拉長期限來看，依然處於歷史高位附近。今年首11個月，累計貿易順差7975億美元，較去年同期增長38.2%。

從製造業PMI（採購經理人指數）數據來看，今年11月份主要國家景氣度全部跌破榮枯線。美國、歐盟、英國、日本及東盟主要國家越南PMI分別為49、47.1、46.5、49與47.4，全部處於收縮區間。越南為代表的東盟各國，雖然下滑幅度滯後於歐美經濟，但趨勢保持一致。

全球供應鏈壓力已基本緩解，疫情以來拉動出口增速的又一助力不再。疫情以來，全球供應鏈壓力多次創歷史新高。海外工人罷工、港口貨物淤積、運力不足，以及俄烏衝突等因素都階段性造成海外供應鏈斷裂。中國擁有規模最大、行業最全、配套最完備的製造業體系，受到衝擊較小，承接了海外轉移的訂單，這也是今年以來中國出口持續創新高的主要原因。但隨着各國產業鏈的逐漸修復，全球供應鏈壓力已經回落至歷史均值附近，短期內中國想要再次享受供應鏈紅利存在難度。

11月份內地疫情形勢再次嚴峻，供應鏈受到干擾。全國每日新增確診及無症狀感染者人數突破萬人，並一路飆升至4萬左右。應對疫情，此輪疫情最嚴重的廣州、深圳、重慶局部靜默，鄭州富士康封鎖工廠，其製造、出口都受到嚴重衝擊。

明年下半年逐步復常

疫情嚴重地區相應出口品類加速回落。深圳、廣州、重慶、鄭州在2021年內地城市進出口20強中排名居前。廣東以家用電器、集成電路、設備零部件、勞動密集型產品為主，較為分散，重慶以電腦、集成電路等為主，鄭州以手機為主。局部靜默直接拖累相應品類的出口增速。11月手機、集成電路、高新技術產品出口金額同比分別下滑33.3%、29.8%與23.9%，跌幅較10月分別擴大40.1、27.4與16.3個百分點。

短期內，隨着疫情管控政策放鬆，可能會有一波集中爆發，並對社會生產生活造成衝擊，也在供應端影響外貿出口，其影響將在明年上半年得到體現。但隨着群體免疫的完成，供應鏈將逐步得到恢復，明年下半年將逐步恢復至正常水平。

投資四大主題 逢低吸等收成

在具體配置層面，建議投資者着重跟蹤四大方向：

其一，具有彈性的細分領域。如前文所述，2023年大消費板塊有望迎來基本面反轉，其估值也存在修復的預期。考慮到估值修復的重點在於估值折讓嚴重的細分領域，不妨關注那些前期受疫情等因素影響相對較大的行業，包括航空、機場、酒店、餐飲、旅遊等帶有出行和聚眾屬性的細分品類。後續隨着內地疫情防護方案的進一步優化和放鬆，這些領域將直接受益並迎來困境反轉，估值修復的動力相對更足。

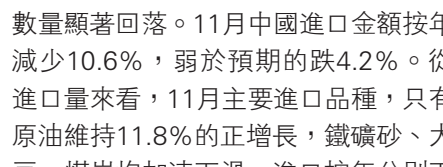
其二，家庭防疫需要的醫藥用品。隨着「做好自己健康的第一責任人」這一理念的日漸深入人心，愈來愈多的家庭都開始有意識地囤積一些家用防疫物資，未來相關需求有望進一步增加，繼而支撐相關板塊的持續上行。建議圍繞感冒藥、中藥、抗原自測，以及相關的醫藥流通、連鎖藥店等領域來加以配置。

其三，成長性可選消費品。不同於必選消費品，可選消費需求不算穩定，對於經濟周期的敏感度較高，而2022年受疫情等因素影響較大的消費品類也是集中在可選消費領域。而相比於必選消費，可選消費往往又是政策端主要支持的方向。後續隨着防疫理念的轉變、國民經濟的恢復以及政策層面的進一步支持，預計可選消費有望迎來強勢反彈，相關公司盈利水平也將迎來快速的邊際修復，建議關注美妝、醫美、輕奢消費品等具有成長性的品類。

其四，優質資產。消費板塊從來都不缺乏優質資產，如高端白酒裏的茅五、五糧液、瀘州老窖，乳製品的伊利股份，家電的格力、美的、海爾智家，中藥的片仔癀、雲南白藥等等。

從根本上講，這些優質資產在未來很長一段時間都具備極高的投資價值，更何況他們當中不少都已經經歷了較大幅度的調整，性價比已凸顯。未來隨着疫情管控力度的不斷放鬆，民眾消費信心日益修復，上述優質資產的估值仍將具有有力支撐，建議投資者以中長期思路來逢低布局，並耐心持有，相信可以獲得不錯的回報。

中國11月出口主要下滑品類



美加息轉溫和 股樓有望回穩

美國聯儲局議息會議紀錄顯示，絕大多數決策者同意，可能很快放慢加息步伐。筆者預計，12月聯儲局加息收窄至0.5厘機會甚高，全球投資市場的樓市及股市應可喘定。

會議紀錄顯示，大多數決策者認為，隨着經濟適應更高的信貸成本，對聯儲局激進加息的擔憂有所增加，認為可以停止前置加息，轉向幅度較小、較謹慎的加息步伐。貨幣政策對經濟活動及通脹影響的滯後性不確定，放慢加息步伐，將令聯儲局能夠更好評估，實現充分就業及物價穩定目標的進展。

會議紀錄提到，要開始關注利率需要升到什麼水平，才能壓低通脹。隨着貨幣政策接近充分限制性立場，考慮聯儲基金利率最終目標，比較加息速度更為重要。

聯儲局內部開始就快速收緊政策，可能為經濟增長及金融穩定帶來的風險展開辯論，有決策者認為放慢加息速度，可以降低對金融系統構成的風險。也有成員認為，應該等到有更多具體跡象表明通脹壓力正在顯著消退，才放慢加息。

數據分析公司Adobe Analytics估計，美國最重大銷售日子感恩節之後的「黑色星期五」網上銷售額，連創紀錄

美息明年料見頂橫行，香港樓市有望回穩

此外，美國感恩節假期後的網購促銷日「網絡星期一」(Cyber Monday)銷售額估計達116億美元，按年大增8.5%，創紀錄新高。但扣除通脹7.7%之後，銷售成績未見突出。未來加息不像今年凌厲，有利全球投資市場。

根據美國利率期貨顯示，聯儲基金利率明年首季之後上升至約5厘，有行人止步之勢，見不到有大幅攀升動力。筆者預計，美息明年在5厘左右橫行，暫時見不到有掉頭減息的可能性。反映聯儲基金利率上升至約5厘無力再進，應該已是今次加息周期頂峰。筆者並料美息高位橫行，有利全球樓市股市等投資市場，得到喘息機會。



▲美息明年料見頂橫行，香港樓市有望回穩。



▶隨着內地疫情管控力度不斷放鬆，民眾消費信心日益提升。

近期全國各地都推出疫情防護優化方案。受此影響，A股大消費板塊集體走強，而在其「助攻」之下，滬綜指在時隔近3個月之後重新站上3200點，市場上關於「牛市起點」的論調也開始多了起來。那麼在即將到來的2023年，大消費板塊能否繼續強勢呢？

優化防疫措施 內需動力足



財經萬象 付一夫

星圖金融研究院 消費金融研究中心主任

自2020年新冠疫情發生以來，消費市場受到的擾動就未曾停止。而到了今年，奧密克戎變異株在內地多點開花，由於病毒潛伏期縮短、傳播速度快，使得內地疫情頻發，防控難度大大增加。在「動態清零」總方針的客觀要求下，多地都反覆採取了強有力的封控措施，致使人流物流受阻，很多具有出行、聚眾屬性的線下服務類消費場景減少，部分企業經營持續遇到阻力。

與此同時，在疫情長尾效應和未來不確定性的作用下，不少人的收入穩定性受到影響，尤其是以工資為主要收入來源的中低收入群體，對於未來的預期更加偏謹慎態度，致使居民消費信心顯著下滑，消費意願偏弱。

反映到數據上，便是社會消費品零售總額表現的不盡如人意。Wind數據顯示，今年首10個月，全國社會消費品零售總額累計按年增長速度僅為0.6%，遠低於疫情之前的2019年同期增速8.1%；從月度數據上看，今年首10個月中，有4個月的社會零售總額按年變幅為負，其中受疫情影響較大的餐飲領域，居然有7個月的當月收入為收縮。

與此同時，疫情的反覆還嚴重壓制了大眾出行意願，致使旅遊業遭受重創。根據文旅部對於今年前三季度國內旅遊抽樣的調查結果顯示，2022年前三季度國內旅遊總人次為20.94億，比上年同期下降了22.1%，只有2019年同期的45.6%，尚不足疫情前的五成；而2022年前三季度國內旅遊收入為1.72萬億元（人民幣，下同），比上年同期下降27.2%，僅僅恢復到2019年同期的39.48%，連四成都不到。

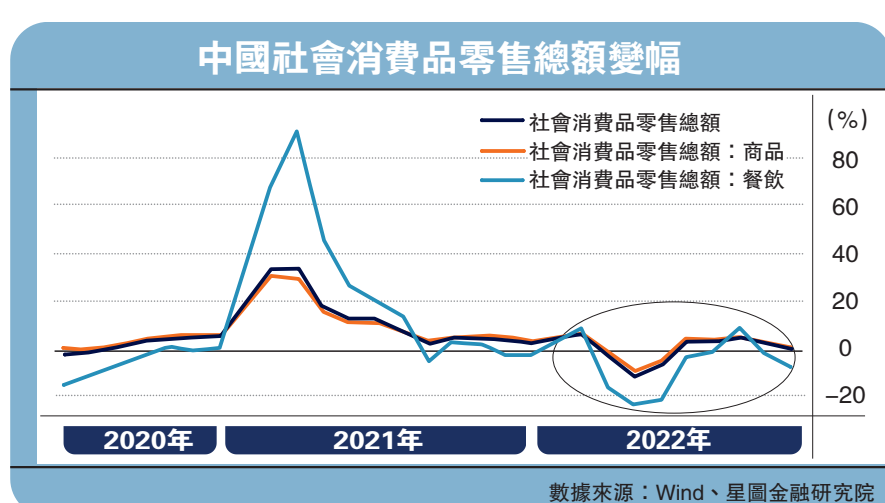
正因為上述種種原因，今年A股大消費板塊整體表現較為疲軟。如果只看首10個月的走勢，商貿零售、食品飲料、美容護理、社會服務等主要板塊下跌幅度幾乎都超過20%，其中食品飲料最大跌幅更是接近35%。

值得一提的是，除了疫情反覆導致的消費需求不振之外，部分公司近兩年還面臨着大宗商品、農產品、包材等消費品行業上游原材料價格持續上漲的問題，繼而使得經營業績不斷承壓，公司股價也每況愈下。典型如「醬油茅」海天味業，自去年起業績開始出現「失速」，2021年營收和歸母淨利潤按年增速分別只有9.71%和4.18%，2022年首三季度進一步下滑至6.11%和-0.86%，其中歸母淨利潤表現為倒退，令人大跌眼鏡。由此便引發盈利和估值的「戴維斯雙殺」效應，股價一路跌跌不休。

食品飲料迎來顯著反彈

不過，進入11月份以來，隨着內地各城疫情防護措施的陸續優化改進，市場對於後續消費走勢的預期正在悄然轉變，而受此影響，大消費板塊於近一個多月強勢反彈，其中食品飲料的最大反彈幅度近30%，商貿零售、美容護理等細分領域也都有不俗表現。

展望2023年，大消費板塊還會延續近期的上漲行情嗎？從基本面上



看，伴隨着中國防疫措施持續優化改進，曾經擾動各行各業運行的不利因素將日趨弱化。

與此同時，剛剛結束的中共中央政治局會議重點強調，要「做好明年經濟工作」、「更好統籌疫情防控和經濟社會發展，更好統籌發展和安全，全面深化改革開放，大力提振市場信心」，充分顯示出高層對於2023年恢復國民經濟運行的決心。

考慮到中國堅實的經濟基礎、完備的產業體系與長久以來展現出的強大經濟韌性，明年經濟的強勢反彈理應是確定性事件。根據高盛的預測，2023年中國GDP增速將從今年的3%提升至4.5%；而摩根士丹利、花旗銀行、瑞銀等機構更是預測，2023年中國GDP增長速度可以達到5%甚至更高，足以見得市場對於中國經濟的信心和期待。

期待明年更多刺激消費政策

如此一來，具有較強順周期屬性的消費亦有望迎來觸底反彈。事實上，從宏觀經濟視角來看，當前隨着全球主要經濟體陷入衰退，中國出口動力正在減弱。2022年11月，中國以美元計價的出口按年下滑8.7%，進口按年下跌10.6%。這勢必需要倒逼政策端快速釋放內需空間，以強化經濟增長動力，而消費重要性便進一步凸顯。筆者預計，明年還將會繼續出台一系列促消費政策，包括各地發放消費券、支持汽車消費、促進綠色智能家居消費等等，以挖掘廣大居民消費潛力。

此外，疫情防護「鬆綁」已是大勢所趨，對於消費市場的提振同樣具有積極作用。理論上講，此前嚴格的防疫措施直接制約線下聚眾與出行的消費場景，那麼逐步放開之後，餐飲、旅遊、線下零售等領域有望迎來強勁的復甦，繼而直接帶動整個消費市場的回暖。

但需要注意的是，參考海外其他國家的經驗，線下消費的加速修復大多出現在防控政策優化之後的第二個季度，而非即刻顯現；而從管控政策確定調整到消費基本恢復正常，同樣需要經過3至4個季度不等的周期。

結合中國目前的實際情況來看，受到前期嚴格防疫的慣性影響，部分人群在主觀上還沒有完全適應最新的防疫理念，再加上全國各地新增病例依然居高不下，並且接下來很可能還會繼續上升，使得很多人仍持謹慎的觀望心態。因此在短期內，疫情對消費的衝擊和影響大概率還會持續一段時間，消費市場即便出現反彈，力度恐怕也是有限。若是按照海外線下消費修復的節奏，或許需要到明年第二、三季度，各方面形勢切實穩定下

來之後，消費市場的全面提振才會真正出現。

基於上述的邏輯，大消費板塊有望在2023年成為貫穿全年的投資主線之一，而隨着宏觀經濟形勢與疫情影響的不斷變化，大消費板塊或將由上半年的預期驅動，逐漸向下半年的基本面向轉演進，上漲行情亦有望得到延續。

投資四大主題 逢低吸等收成

在具體配置層面，建議投資者着重跟蹤四大方向：

其一，具有彈性的細分領域。如前文所述，2023年大消費板塊有望迎來基本面反轉，其估值也存在修復的預期。考慮到估值修復的重點在於估值折讓嚴重的細分領域，不妨關注那些前期受疫情等因素影響相對較大的行業，包括航空、機場、酒店、餐飲、旅遊等帶有出行和聚眾屬性的細分品類。後續隨着內地疫情防護方案的進一步優化和放鬆，這些領域將直接受益並迎來困境反轉，估值修復的動力相對更足。

其二，家庭防疫需要的醫藥用品。隨着「做好自己健康的第一責任人」這一理念的日漸深入人心，愈來愈多的家庭都開始有意識地囤積一些家用防疫物資，未來相關需求有望進一步增加，繼而支撐相關板塊的持續上行。建議圍繞感冒藥、中藥、抗原自測，以及相關的醫藥流通、連鎖藥店等領域來加以配置。

其三，成長性可選消費品。不同於必選消費品，可選消費需求不算穩定，對於經濟周期的敏感度較高，而2022年受疫情等因素影響較大的消費品類也是集中在可選消費領域。而相比於必選消費，可選消費往往又是政策端主要支持的方向。後續隨着防疫理念的轉變、國民經濟的恢復以及政策層面的進一步支持，預計可選消費有望迎來強勢反彈，相關公司盈利水平也將迎來快速的邊際修復，建議關注美妝、醫美、輕奢消費品等具有成長性的品類。

其四，優質資產。消費板塊從來都不缺乏優質資產，如高端白酒裏的茅五、五糧液、瀘州老窖，乳製品的伊利股份，家電的格力、美的、海爾智家，中藥的片仔癀、雲南白藥等等。

從根本上講，這些優質資產在未來很長一段時間都具備極高的投資價值，更何況他們當中不少都已經經歷了較大幅度的調整，性價比已凸顯。未來隨着疫情管控力度的不斷放鬆，民眾消費信心日益修復，上述優質資產的估值仍將具有有力支撐，建議投資者以中長期思路來逢低布局，並耐心持有，相信可以獲得不錯的回報。