

**李超** 执业证书编号：S0570516060002  
研究员 010-56793933  
lichao@htsc.com

**刘天天** 执业证书编号：S0570518050003  
研究员 010-56793946  
liutiantian@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：汇率操纵国取消后人民币怎么走？》2020.01
- 2《宏观：春节前猪价快速上行风险得到一定控制》2020.01
- 3《宏观：外储环比增加，国际收支基本平衡》2020.01

# 2019 以增长收官，国内外需求改善

## ——点评 2019 年 12 月进出口数据

### 核心观点

我们在 12 月 31 日的 12 月经济数据预测报告《政策刺激预期在一定程度上提前反映》中预计进出口增速在 12 月将出现大幅回升，但 12 月的实际数据仍超出预期。以人民币计价，进口增速实现 17.7% 双位数增长，反映的是低基数效应下，国内需求预期的回暖；出口同比增速 9%，一定程度上代表了全球经济弱复苏带来的需求回升。我们预计在贸易缓和的背景下，后续我国进口的改善幅度或将大于出口，贸易顺差额度有所降低。

### 进口增速双位数增长，经济企稳可期

12 月份，我国进口当月同比增速按人民币计价为 17.7%，前值为 2.5%，自 11 月重回正值后进一步实现双位数增长。我们认为，进口超预期回升主要是以下三个原因：第一、去年同期受中美贸易摩擦的影响大幅回落，低基数效应较强；第二、2019 年 11 月、12 月 PMI 连续走强，一定程度上反映了我国国内需求在回升；第三、市场对政策“再刺激”的预期持续升温，12 月 6 日中央政治局会议重新定调逆周期调控，12 月 12 日中央经济工作会议同样强调稳增长的重要性。我们认为，在中美贸易摩擦趋于缓和的背景下，预计进口或在 2020 年一季度延续回暖态势。

### 出口增速回升，全球总需求回暖

12 月份，我国出口当月同比增速按照人民币计价为 9%，前值为 1.3%。我们认为，出口增速大幅回升的主要原因是以下三个原因：第一、中美贸易摩擦的缓和与中美刺激的共振在带动全球总需求的回暖。随着美国财政货币双宽松助力经济企稳，中国政策刺激工具预期可能前置，外需在逐步筑底回升。我们预计，出口的实质性改善可能会在今年一二季度逐步体现。第二、2020 年春节在 1 月 24 日，节前扩大出口可能会部分提前到 2019 年 12 月份。第三、圣诞节对于海外出口订单的回升也有一定的影响。

### 贸易顺差的格局在延续，但未来贸易顺差额度可能有所降低

12 月份，我国贸易顺差 467.9 亿美元，高于 11 月的 387.3 亿美元，我国的贸易顺差格局仍在延续。我们认为，我国贸易顺差主要取决于出口和进口回落的速度。随着我国逆周期政策进一步发力稳定内需，叠加上中美贸易协定的签订促进中国加大进口美国商品，则未来进口增速的回升可能大于出口增速，那么顺差额度可能将会有所降低。

### 中美贸易摩擦缓和的大背景下，我国进口的改善幅度或将大于出口

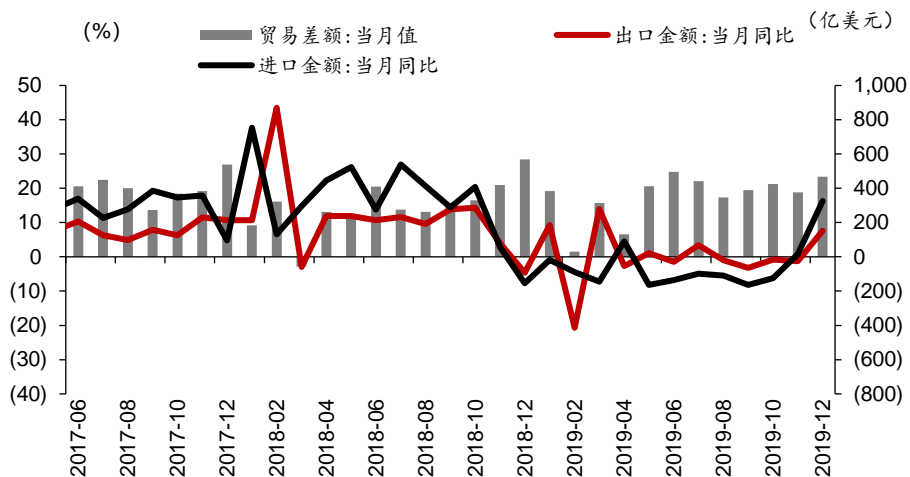
1 月 13 日美国取消中国汇率操纵国标签以及 1 月 15 日中美即将签署第一阶段贸易协议预示着中美贸易的阶段性和缓。另据彭博报道，1 月 10 日特朗普在白宫表示，第二轮美中贸易谈判将“马上”开始，但可能要到大选之后才能完成。我们认为，第一阶段贸易协议的签署以及第二阶段可能持续较长时间的谈判将有助于中美贸易的改善。我国进出口增速可能会受到两方面的影响：第一、已加征关税的取消将会带来外需的回暖，并且中国加大美国商品进口均有利于进出口增速回升。第二、人民币短期升值态势确立，会抵消一部分出口改善。总的来看，进口的改善幅度或将大于出口。

### 猪油共振的风险暂时可控

从进口结构看，2019 年全年铁矿石、原油、天然气等进口量增加，其中原油以人民币计价的进口金额同比 4.6%。另外，我国进口肉类增长较快，前 11 个月猪肉进口金额累计同比 107.3%。我们认为，受储备猪肉加大投放以及进口量有所增加的影响，猪价的快速上行得到了一定控制。随着贸易协议的签署，中国或将进一步加大对美国猪肉的进口。而近期美伊冲突对油价形成扰动，随着事态降温，油价出现回落，猪油共振的风险暂时可控。

风险提示：中美贸易摩擦超预期、政策调控不及预期。

**图表1： 2019年的进出口增速以大幅增长收官，反映了国内外需求一定程度上的改善**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

— 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

### 公司评级体系

— 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_7775](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7775)

