

证券研究报告 / 宏观数据

## 进出口分化、顺差收窄，预计 12 月进出口增速将上行——11 月贸易数据点评

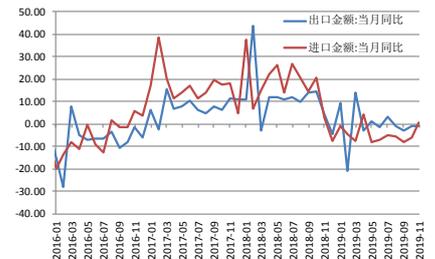
### 报告摘要：

海关公布今年11月贸易数据，按美元计价，11月中国出口同比降1.1%，前值-0.9%。进口增0.3%，前期降6.5%。11月中国贸易顺差387.3亿美元，预期顺差449.2亿美元，前值顺差430.2亿美元。

11月出口增速回落超市场预期，是受欧美地区结构性拖累所致，主因外需低迷与贸易摩擦影响。从基数上看，去年同期出口环比增速并不高，表明基数并非11月出口滑落的原因。进一步观察可发现，本月出口表现在国家层面有明显的分化，对其他国家和地区的出口环比表现良好，但对欧盟、美国出口环比则维持低增状态，指向出口实质上是受欧美地区结构性拖累。事实上，经验显示对欧盟及美国出口在11月份应该显著修复才对，例如2018年便是如此，然而今年却明显缺乏力度。进一步来看，美国与欧盟的进口疲弱具有明显不同的成因，欧盟的进口疲弱对所有国家均有普遍性，显然需求低迷是其主因，而美国对华进口的滑坡明显超出了平均水平，指向主要症结在于贸易摩擦，7月以来该现象愈加清晰，对美出口偏弱的产品类别与5月以来陆续加征的关税清单相吻合。

11月进口增速显著回升，主因低基数与内需边际复苏。分国别看，11月对各主要国家和地区进口增速均回升，指向11月进口修复具有系统性，我们认为其系统性主要源于两方面，一是去年同期大宗商品价格滑坡带来的低基数，二是近期以来内需出现边际复苏。事实上，去年11月国际大宗价格跳水，导致当期进口环比增速创下2015年以来新低，而近期国际大宗价格已季节性企稳，价格变动导致的低基数效应不可小觑。另外，我们再排除价格干扰，单纯从进口产品数量来看，本月铁矿砂、钢材、原木及锯材同比继续回升，与国内建筑业维持景气、制造业PMI持续修复相印证，指向稳增长政策托底作用正在显现，内需有边际复苏迹象。

预计12月出口、进口增速将上行，贸易顺差可能再度收窄。判断出口增速回升原因有二：一是12月将迎来低基数，对出口增速有修复作用；二是中美谈判第一阶段利好有望释放，尽管不确定性仍存；三是如前所述，12月对欧盟出口有望明显改善。判断进口增速继续上行的主要依据包括：一是去年同期大宗跳水导致低基数效应显现，而近期大宗商品价格有企稳复苏迹象；二是稳增长政策有利于内需修复，近两月PMI数据持续修复；三是贸易谈判将使得对美农产品进口改善。预计12月进口基数效应将占主导地位，据此贸易顺差可能再度收窄。展望未来，在人民币有望升值、中国或加大对美采购等背景下，贸易顺差面临继续收窄的压力。



### 相关报告

《关税若缓解将对进口的提升作用更大——10月贸易数据点评》（20191109）

《衰退式顺差或将继续缩窄——8月贸易数据点评》（20190909）

《进出口增速超市场预期，下月有回落压力——7月贸易数据点评》（20190808）

### 证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001

18917252281 shenxf@nesc.cn

### 研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022

13817489814 youcy@nesc.cn

### 联系人：曹哲亮

执业证书编号：S0550119010010

18010018933 caozl@nesc.cn

## 目 录

1. 主要数据 .....	3
2. 11月进口显著回升、出口超预期回落，贸易顺差收窄 .....	3
3. 本月出口增速回落是受欧美地区结构性拖累，12月或迎来改善 .....	3
4. 低基数与内需边际复苏推升11月进口增速 .....	4
5. 预计12月进出口增速均将上行，贸易顺差或再度收窄 .....	5
图 1: 11月进出口增速分化 .....	3
图 2: 贸易顺差收窄 .....	3
图 3: 对主要贸易伙伴出口增速表现分化 .....	4
图 4: 11月对美出口环比低增 .....	4
图 5: 部分美国自中国进口产品同比增速 .....	4
图 6: 当月进口环比增速 .....	5
图 7: 主要产品进口增速 .....	5
图 8: 自东盟及其他经济体进口总额与原油价格同比增速 .....	5

## 1. 主要数据

按美元计:

中国 11 月出口总值 2217.4 亿美元, 同比-1.1%, 预期 0.6%, 前值-0.9%。

中国 11 月进口总值 1830.1 亿美元, 同比 0.3%, 预期-1.7%, 前值-6.5%。

中国 11 月贸易顺差 387.3 亿美元, 预期顺差 449.2 亿美元, 前值顺差 430.2 亿美元。

按人民币计:

中国 11 月出口总值 15700 亿元, 同比 1.3%, 预期 1.9%, 前值 2.1%。

中国 11 月进口总值 12900 亿元, 同比 2.5%, 预期 0.9%, 前值-3.5%。

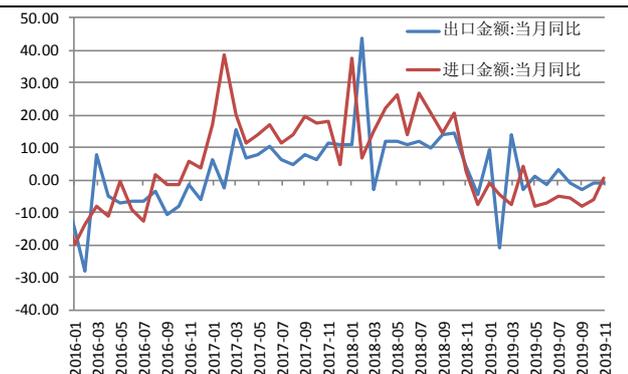
中国 11 月贸易顺差人民币 3003 亿元, 预期顺差 2742.1 亿元, 前值顺差 3012.8 亿元。

## 2. 11 月进口显著回升、出口超预期回落, 贸易顺差收窄

**11 月出口超预期回落, 进口显著回升。**周日海关公布今年 11 月贸易数据, 按美元计价, 11 月中国出口同比下降 1.1%, 预期升 0.6%, 前期降 0.9%。进口同比回升 0.3%, 预期降 1.7%, 前期降 6.5%。

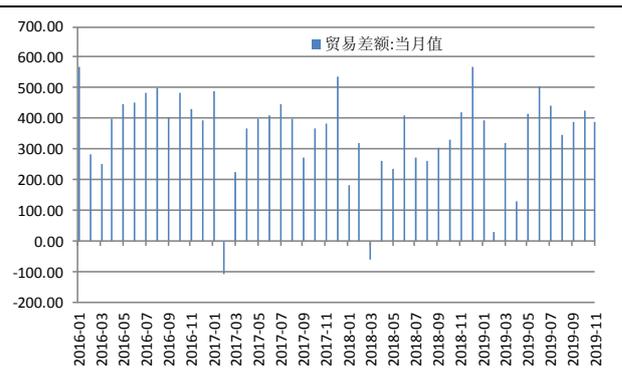
**11 月贸易顺差环比明显收窄。**11 月份中国贸易顺差为 387.3 亿美元, 前值 430.2 亿美元, 预期 449.2 亿美元, 贸易顺差环比明显收窄。

图 1: 11 月进出口增速分化



数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 贸易顺差收窄



数据来源: 东北证券, Wind

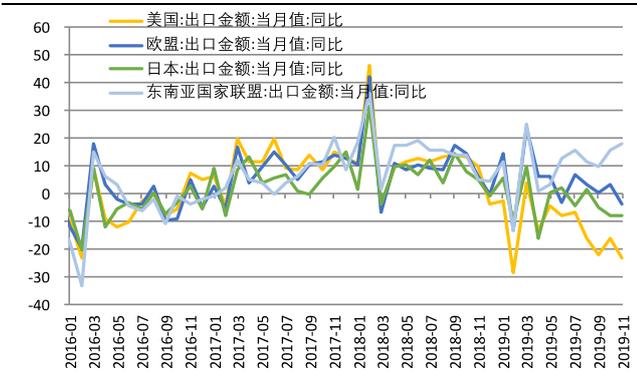
## 3. 本月出口增速回落是受欧美地区结构性拖累, 12 月或迎来改善

11 月出口增速回落超市场预期, 是受欧美地区结构性拖累所致, 主因外需低迷与贸易摩擦影响。从基数上看, 去年同期出口环比增速并不高, 表明基数并非 11 月出口滑落的原因。进一步观察可发现, 本月出口表现在国家层面有明显的分化, 对其他国家和地区的出口环比表现良好, 但对欧盟、美国出口环比则维持低增状态, 指

向出口实质上是受欧美地区结构性拖累。事实上，经验显示对欧盟及美国出口在 11 月份应该显著修复才对，例如 2018 年便是如此，然而今年却明显缺乏力度。进一步来看，美国与欧盟的进口疲弱具有明显不同的成因，**欧盟的进口疲弱对所有国家均有普遍性，显然需求低迷是其主因，而美国对华进口的滑坡明显超出了平均水平，指向主要症结在于贸易摩擦，7 月以来该现象愈加清晰，对美出口偏弱的产品类别与 5 月以来陆续加征的关税清单相吻合。**

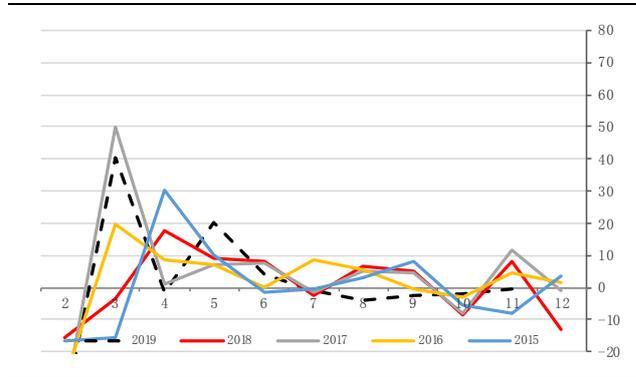
我们认为，12 月对欧盟、美国出口或迎来明显改善。欧盟方面，尽管 11 月出口环比低迷，但须注意的是，历史上每当 11 月环比乏力，12 月都会出现明显的复苏，我们认为这一规律今年大概率重现。美国方面，今年 12 月将迎来对美出口环比的极低基数。

图 3: 对主要贸易伙伴出口增速表现分化



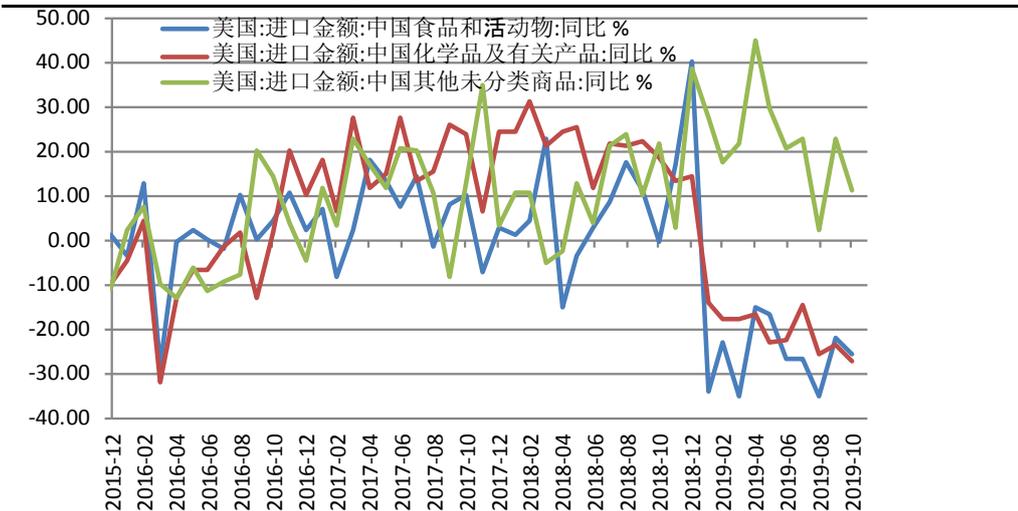
数据来源：东北证券，Wind

图 4: 11 月对美出口环比低增



数据来源：东北证券，Wind

图 5: 部分美国自中国进口产品同比增速



数据来源：东北证券，Wind

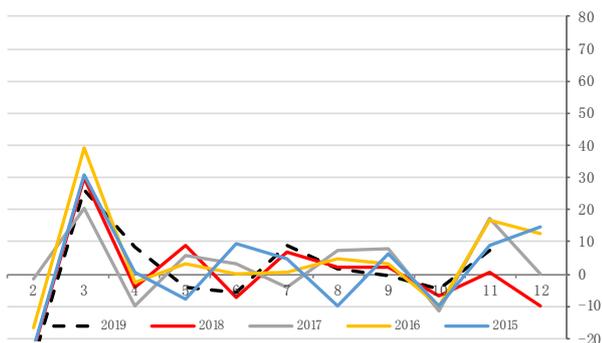
#### 4. 低基数与内需边际复苏推升 11 月进口增速

11 月进口增速显著回升，主因低基数与内需边际复苏。分国别来看，11 月对各主要国家和地区进口增速均回升，指向 11 月进口的修复具有系统性，我们认为这一系

统性主要来自于两方面，一是去年同期大宗商品价格滑坡带来的低基数，二是近期以来内需出现边际复苏。事实上，去年 11 月国际大宗价格跳水，导致当期进口环比增速创下 2015 年以来新低，而近期国际大宗价格已季节性企稳，价格变动导致的低基数效应不可小觑。另外，我们再排除价格干扰，单纯从进口产品数量来看，本月铁矿砂、钢材、原木及锯材同比继续回升，与国内建筑业维持景气、制造业 PMI 持续修复相印证，指向稳增长政策托底作用正在显现，内需有边际复苏迹象。

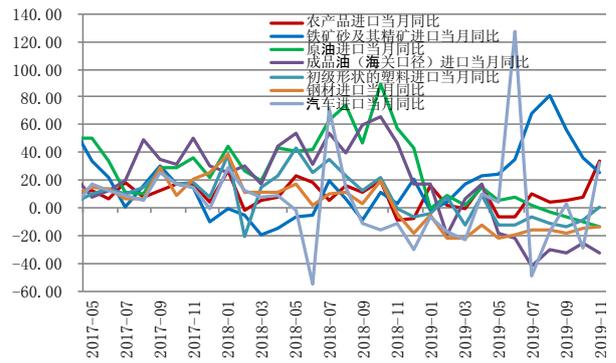
最后，在中美贸易谈判背景下，近期中方对美农产品进口的恢复也是积极因素之一。

图 6: 当月进口环比增速



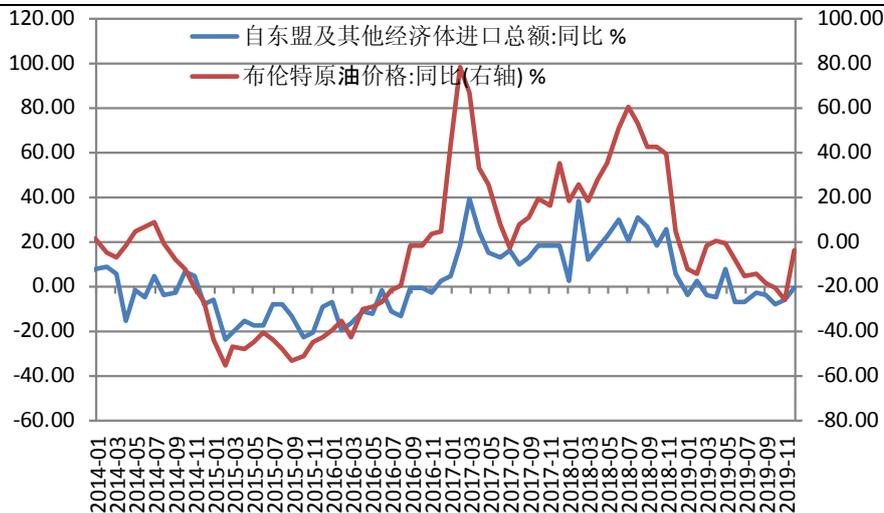
数据来源: 东北证券, Wind

图 7: 主要产品进口增速



数据来源: 东北证券, Wind

图 8: 自东盟及其他经济体进口总额与原油价格同比增速



数据来源: 东北证券, Wind

## 5. 预计 12 月进出口增速均将上行，贸易顺差或再度收窄

预计 12 月出口、进口增速将上行，贸易顺差可能再度收窄。判断出口增速回升原因有二：一是 12 月将迎来低基数，对出口增速有修复作用；二是中美谈判第一阶段利好有望释放，尽管不确定性仍存；三是如前所述，12 月对欧盟出口有望明显改善。判断进口增速继续上行的主要依据包括：一是去年同期大宗跳水导致低基数效应显现，而近期大宗商品价格有企稳复苏迹象；二是稳增长政策有利于内需修复，

近两月 PMI 数据持续修复；三是贸易谈判将使得对美农产品进口改善。预计 12 月进口基数效应将占主导地位，据此贸易顺差可能再度收窄。展望未来，在人民币有望升值、中国或加大对美采购等背景下，贸易顺差面临继续收窄的压力。

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\\_8524](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8524)

