



国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 出口仍存压力 补库存尚待时日 — 11月外贸数据点评

2019年12月9日

### 分析师:

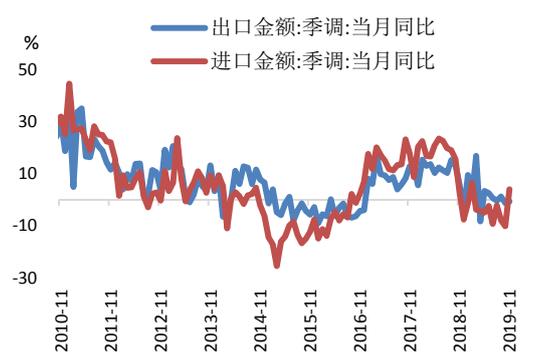
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

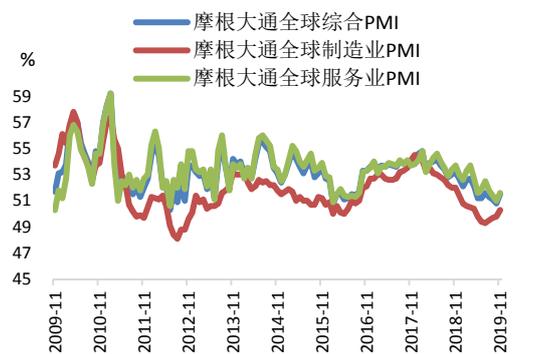
联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

### 进出口(季调)



### 全球 PMI



### 相关报告

1. 《内困外患下的变与不变—2019年国内宏观经济展望》
2. 《PMI再度回落,企稳仍需时日—10月PMI数据点评》
3. 《外贸阶段性改善 中期压力尚存—10月外贸数据点评》

### 内容提要:

11月我国进出口总值(以美元计价,下同)同比下降0.5%,其中出口下降1.1%,预期增长0.6%,前值下降0.8%;进口增长0.3%,预期下降1.7%,前值下降6.2%;贸易顺差387.3亿美元,前值425.4亿美元。

出口再度回落且低于预期,前期抢出口效应或有所减弱。未来能否恢复增长,取决于全球经贸增速以及中美贸易关系是否能持续改善,目前看两者均属于边际而非实质性改善。作为全球经济风向标的韩国连续12个月同比下滑,而且2019年6-11月跌幅均在13%左右,印证了全球经贸持续下滑的情况并未得到根本性改善。此外,2019年秋季广交会成交金额同比下滑1.9%,连续3届下滑且跌幅逐步扩大,未来出口仍存在一定隐忧。出口国别方面,对欧美出口增速放缓,对主要新兴市场国家则有所恢复。未来,RCEP的签署或能部分抵消对欧美出口增速的放缓。

进口增速转正并好于市场预期,时隔半年后再度正增长。基数效应推动进口增速上升,大宗商品价格对进口增速贡献仍然为负但拖累程度较10月减小,短期价格因素对进口的拖累或持续减小。重点进口商品数量有增有减,内需相对稳定。除了钢材进口数量有所加速外,其他品种并没有看到明显的加速,似乎也说明当前内需是弱复苏,明显的库存回补还有待时日。

**风险提示:** 外需超预期放缓,国内经济下行压力增大,贸易摩擦升温,央行超预期调控,海外市场黑天鹅事件等。

**事件：**海关总署 12 月 8 日公布的数据显示，11 月我国进出口总值（以美元计价，下同）同比下降 0.5%，其中出口下降 1.1%，预期增长 0.6%，前值下降 0.8%；进口增长 0.3%，预期下降 1.7%，前值下降 6.2%；贸易顺差 387.3 亿美元，前值 425.4 亿美元。

**点评：**11 月出口增速再度回落，表明前期外需反弹仅是阶段性改善，叠加中美贸易争端仍有不确定性，中期出口压力尚存。进口方面，基础原材料中除了钢材外其他品种增速小幅波动，似乎也说明当前内需是弱复苏，明显的库存回补还有待时日。

## 一、出口低于预期

**出口再度回落且低于预期。**11 月出口同比下滑 1.1%，弱于市场预期（增长 0.6%），前期抢出口效应或有所减弱。未来能否恢复增长，取决于全球经贸增速以及中美贸易关系是否能持续改善，目前看两者均属于边际而非实质性改善。

**外需阶段性改善。**受全球主要央行趋于宽松、贸易摩擦情绪缓和等因素影响，近期全球制造业 PMI 边际复苏，摩根大通制造业 PMI 指数环比上升 0.5 个百分点至 50.3%，时隔半年后再度站上荣枯分界线。其中，欧元区环比上行 1.0 个百分点至 46.6%，日本上行 0.5 个百分点至 48.9%，但美国（ISM）制造业 PMI 回落 0.2 个百分点至年内次低。不过作为全球经济风向标的韩国连续 12 个月同比下滑，而且 2019 年 6-11 月跌幅均在 13% 左右，印证了全球经贸持续下滑的情况并未得到根本性改善。此外，2019 年秋季广交会成交金额同比下滑 1.9%，连续 3 届下滑且跌幅逐步扩大，未来出口仍存在一定隐忧。

10-11 月制造业 PMI 中的新出口订单指数表现与当月出口增速均有所背离。其中 10 月、11 月新出口订单指数分别环比下降 1.2 个百分点、增长 1.8 个百分点，而 10 月、11 月出口同比增速分别较各自前值上升 2.4 个百分点、下降 0.3 个百分点。不过，10-11 月新出口订单指数和季调后的出口环比增速变化方向较为一致，后者增速分别较各自前值下降 11 个百分点、上升 3.1 个百分点。

**对欧美出口增速放缓，对主要新兴市场国家则有所恢复。**从国别看，11 月中国对美国与欧盟出口同比增速分别为 -23.0%、-3.8%，比 10 月回落 6.8、6.9 个百分点；对日本出口同比下滑 7.8%，与 10 月基本持平；对东盟、巴西出口增速比 10 月分别加快 2.2、14.2 个百分点，此外对俄罗斯

斯、南非等新兴市场国家呈现不同的加速，对韩国则放缓 5 个百分点。未来，RCEP 的签署或能部分抵消对欧美出口增速的放缓。

**高新技术产品与劳动密集型产品出口持续平稳。**1-11 月高新技术产品、机电产品、玩具、服装出口累计同比增速相较前 10 个月的变动幅度继续保持 在-0.1 至 1.0 个百分点。

## 二、进口有所改善

**进口增速转正并好于市场预期。**11 月进口同比增长 0.3%，好于市场预期（下降 1.7%），时隔半年后再度正增长，和 11 月制造业 PMI 指数中进口指标环比回升 2.9 个百分点一致。

**基数效应推动进口增速上升。**2010-2017 年大部分年份的 11 月较 10 月进口环比增长较多，但 2018 年 11 月进口基本与 10 月持平，基数偏低推动 2019 年 11 月进口增速上升。

**大宗商品价格对进口增速贡献仍然为负但拖累程度较 10 月减小。**11 月 CRB 指数均值环比上涨 2.7%，同比回落 3.3%（10 月为-11.0%，下同）；LME 基本金属指数均值环比回落 0.3%，同比回落 3.6%（-5.7%），Brent 原油价格均值环比上涨 5.2%，同比回落 4.9%（-26.0%）。近期全球制造业 PMI 边际改善，叠加中国国内逆周期调节力度加大以及 2018 年 12 月基数走弱，价格因素对进口的拖累或持续减小。

重点进口商品数量有增有减，内需相对稳定。从进口数量来看，11 月原油进口数量同比增长 6.7%，较 10 月回落 4.8 个百分点；铁矿石、钢材、大豆进口数量同比增速分别为 5.1%、-1.7%、40.9%，较 9 月回升 0.1、8.0、60.8 个百分点。因为担心 12 月 15 日对自美国进口的汽车及零部件恢复加征关税，11 月汽车和汽车底盘进口数量同比大幅增长 21.8%，较 10 月大幅回升 46.9 个百分点。此外，11 月中国自美国进口同比增速加快 17.4 个百分点至 2.7%。综合而言，在基础原材料端，除了钢材进口有所加速外，其他并没有看到明显的加速，似乎也说明当前内需是弱复苏，明显的库存回补还有待时日。

**风险提示：**外需超预期放缓，国内经济下行压力增大，贸易摩擦升温，央行超预期调控，海外市场黑天鹅事件等。

## 分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，15年证券从业经历，14年宏观经济研究经验，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其

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\\_8526](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8526)

