

## 宏观点评

### 关注 2020 年出口链条的四大主线——兼评 11 月贸易数据

**事件:** 以美元计, 11 月中国出口同比-1.1% (预期 0.8%, 前值-0.8%); 进口同比 0.3% (预期-1.4%, 前值-6.2%); 贸易顺差 387.3 亿美元 (预期 445 亿, 前值 425.4 亿)。

#### 核心结论:

**1、11 月出口增速超预期下滑, 主因外需仍弱、延迟出口和人民币升值。** 外需方面, 尽管 11 月全球制造业 PMI 重回扩张区间, 但发达经济体依然处于收缩区间, 外需呈现分化状态。而 11 月韩国出口增速在低基数的情况下依然维持低位, 也反映出外需依然不景气。**延迟出口方面**, 由于此前中美谈判取得积极进展, 美国进口商可能存在“延迟进口”以等待关税取消的情况, 可以从玩具出口增速延续下滑以及对美出口增速下滑最明显得到验证。**汇率方面**, 11 月美元兑人民币即期汇率均值为 7.02, 较 10 月份升值 0.85%, 也在一定程度上对出口形成拖累。

**2、11 月进口增速超预期回升, 主因内需改善、人民币升值和低基数。** 11 月中国制造业 PMI 较上月提升 0.9 个百分点至 50.2%, 重回扩张区间, 表明内需有所改善。同时, 人民币汇率升值、去年 11 月进口基数低等因素也在一定程度上对进口增速形成支撑。此外, 农产品进口的改善, 一方面可能是贸易谈判进展顺利背景下, 中国加大对美农产品进口, 表现为中国对美进口增速改善最明显; 另一方面, 由于国内猪肉价格上涨压力较大, 中国自年初以来大幅增加肉类进口, 截至 10 月猪肉进口同比增速达 114%, 也带动农产品进口改善, 并将部分对冲通胀上行压力。

#### 3、2020 年出口有望边际修复, 提示关注四大主线:

- **主线一: 中美贸易谈判进展和人民币汇率。** 若中美能达成第一阶段贸易协议, 且双方取消部分关税, 将对 2020 年出口形成直接利好; 反之若无法达成或者进一步恶化, 出口仍将显著承压。此外, 近 1 年半以来人民币汇率和谈判进展高度相关, 明年仍需关注人民币汇率对出口的影响 (尽管据我们分析, 汇率对出口的扰动并不明显)。
- **主线二: 广交会成交额增速下行放缓。** 广交会出口成交额同比领先中国总出口同比 1 年左右, 2019 年 4 月和 10 月的两次广交会中, 出口成交额同比虽延续小幅下滑, 但相较 2018 年下行速度明显减缓, 意味着 2020 年出口增速有望企稳。
- **主线三: 我国出口目的国发生结构性变化, 新兴经济体贡献越来越大。** 自 2018 年下半年中美开征关税以来, 对新兴经济体出口占我国总出口的比重就在持续上升。当前新兴经济体的景气度明显高于发达经济体, 2020 年中国的出口中, 新兴经济体有望成为主要贡献。
- **主线四: PPI 中枢回升对出口的支撑。** 由于出口金额是名义指标, 其会受到工业品价格变动的影 响, 历史上来看 PPI 同比和出口增速走势基本一致。我们预计 2020 年 PPI 同比中枢将回升, 预示 2020 年出口也有望修复。

**风险提示:** 中美贸易摩擦超预期演化; 全球经济超预期下行。

#### 作者

分析师 熊园

执业证书编号: S0680518050004

邮箱: xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱: liuxinyu@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱: hening@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《关注进出口链条的三个潜在影响——兼评 10 月贸易数据》2019-11-09
- 2、《制度红利的春天——四季度和 2020 年宏观展望》2019-10-23
- 3、《对中美贸易冲突超预期缓和的几点理解》2019-10-14
- 4、《关税升级叠加人民币贬值, 利好哪些行业——兼评 8 月贸易数据》2019-09-08
- 5、《人民币“破 7”对出口影响几何? ——兼评 7 月贸易数据》2019-08-11



## 内容目录

<b>11月出口增速下滑，主因外需仍弱、延迟出口及汇率升值</b> .....	<b>3</b>
<b>11月进口增速回升，主因内需改善、汇率升值和低基数</b> .....	<b>4</b>
<b>11月贸易顺差下降，对美国顺差缩小</b> .....	<b>5</b>
<b>关注 2020 年出口链条的四大主线</b> .....	<b>6</b>
主线一：中美谈判进展和人民币汇率.....	6
主线二：广交会成交额增速下行放缓.....	7
主线三：新兴经济体已成为主要贡献.....	7
主线四：PPI 中枢回升对出口的支撑.....	8
<b>风险提示</b> .....	<b>8</b>

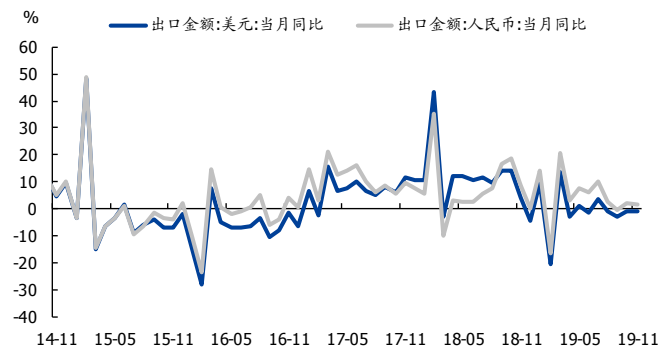
## 图表目录

图表 1: 11 月中国出口同比超预期下滑.....	3
图表 2: 11 月中国对主要发达经济体出口同比普遍回落.....	3
图表 3: 11 月中国对主要新兴经济体出口同比普遍回升.....	3
图表 4: 11 月主要商品出口同比增速表现分化.....	3
图表 5: 外需呈现分化状态.....	4
图表 6: 韩国出口增速维持低位指向外需仍弱.....	4
图表 7: 11 月中国进口同比超预期回升.....	4
图表 8: 11 月中国对发达经济体进口增速普遍回升.....	4
图表 9: 11 月中国对新兴经济体进口增速普遍回升.....	4
图表 10: 11 月中国主要商品进口同比表现不一.....	4
图表 11: 11 月中国制造业 PMI 重回扩张区间.....	5
图表 12: 年初以来猪肉进口大幅增加.....	5
图表 13: 中国对主要发达经济体贸易差额走势.....	5
图表 14: 中国对主要新兴经济体贸易差额走势.....	5
图表 15: 中美贸易谈判最新进展汇总.....	6
图表 16: 广交会成交额增速下行减缓指向 2020 年出口有望企稳.....	7
图表 17: 新兴经济体在我国出口的占比持续上升.....	7
图表 18: 中国对新兴经济体出口增速表现好于发达经济体.....	7
图表 19: PPI 同比与出口同比增速走势高度一致.....	8

## 11月出口增速下滑，主因外需仍弱、延迟出口及汇率升值

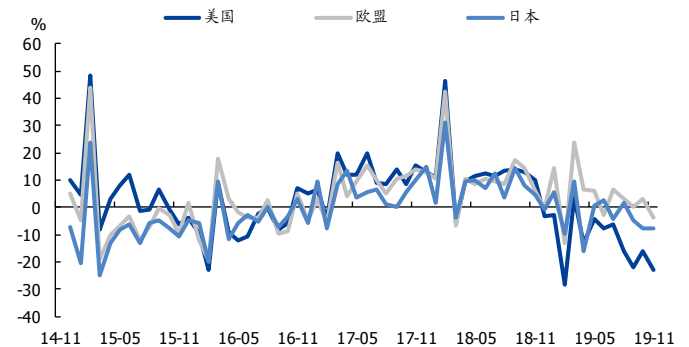
11月出口同比超预期下滑。以美元计，11月中国出口同比-1.1%（预期0.8%，前值-0.8%）；以人民币计，11月中国出口同比1.3%（预期1.9%，前值2.1%）。分国家来看，11月中国对主要发达经济体出口增速普遍下滑，其中对美欧出口增速下滑明显；对主要发展中经济体出口增速多数回升。从主要出口商品类别来看，玩具出口增速延续下滑，服装、高新技术产品、机电产品等产品出口增速小幅回升。

图表 1: 11月中国出口同比超预期下滑



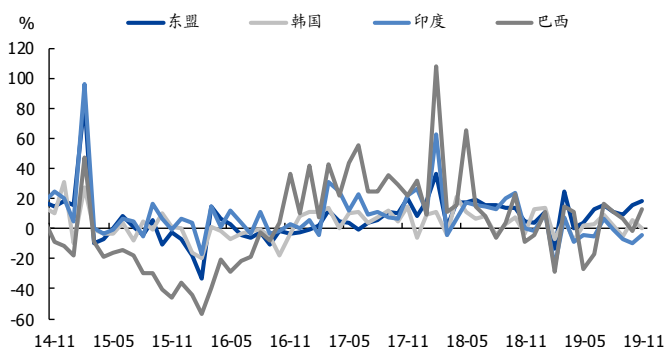
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 11月中国对主要发达经济体出口同比普遍回落



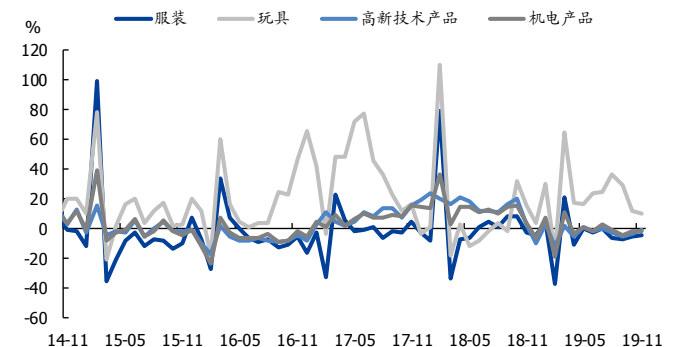
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 11月中国对主要新兴经济体出口同比普遍回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

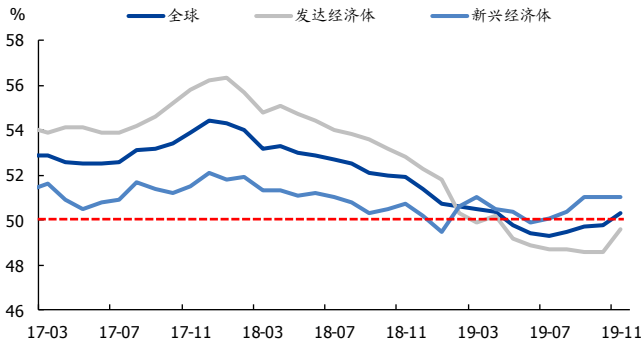
图表 4: 11月主要商品出口同比增速表现分化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

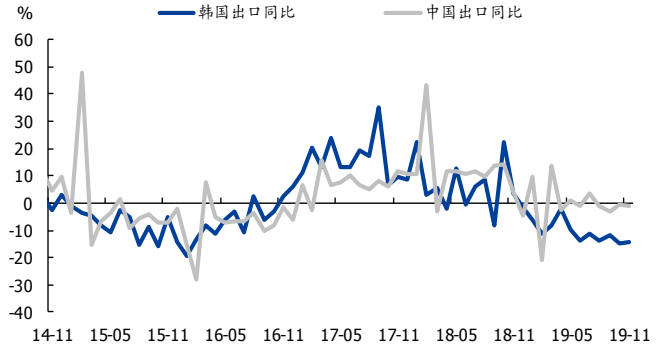
11月出口增速下滑，主因外需仍弱、延迟出口、汇率升值共同影响。外需方面，尽管11月全球制造业PMI较上月回升0.5个百分点至50.3%，重回扩张区间；但分国家来看，11月新兴经济体制造业PMI为51%，而发达经济体为49.6%，依然处于收缩区间，因此当前外需呈现分化状态。此外，11月韩国出口增速在低基数的情况下依然维持低位，也反映出外需依然不景气。延迟出口方面，在10月中旬中美贸易谈判传出利好消息后，市场对短期内中美签订第一阶段协议有较高期待，美国进口商可能存在“延迟进口”以等待关税取消的情况。由于3000亿商品关税最有可能被部分取消，而玩具在3000亿清单的覆盖范围较高，11月玩具出口增速在低基数的情况下依然下滑，同时对美出口增速下滑最为明显，均从侧面印证了这一点。汇率方面，11月美元兑人民币即期汇率均值为7.02，较10月份升值0.85%，也在一定程度上对出口形成拖累。

图表 5: 外需呈现分化状态



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 6: 韩国出口增速维持低位指向外需仍弱

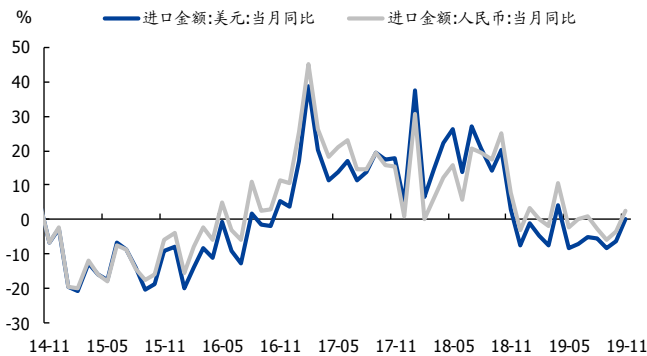


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 11月进口增速回升, 主因内需改善、汇率升值和低基数

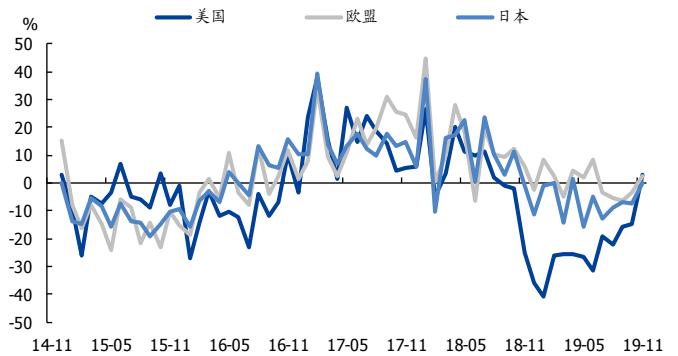
11月进口同比超预期回升。以美元计, 11月进口同比0.3%(预期-1.4%, 前值-6.2%); 以人民币计, 11月进口同比2.5%(预期0.9%, 前值-3.3%)。分国别看, 11月中国对主要发达经济体和新兴经济体进口增速均明显回升。主要进口商品方面, 11月汽车、农产品、钢材进口增速回升, 铁矿石、原油进口增速下滑。

图表 7: 11月中国进口同比超预期回升



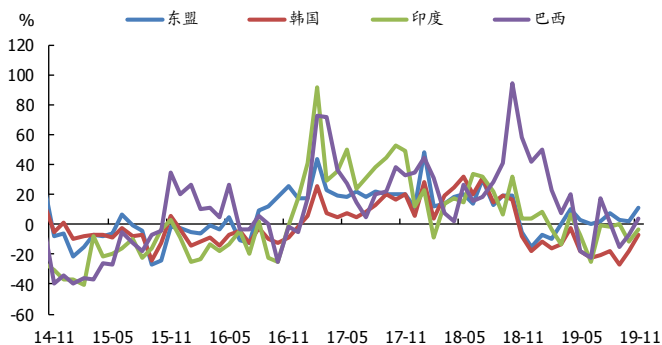
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 11月中国对发达经济体进口增速普遍回升



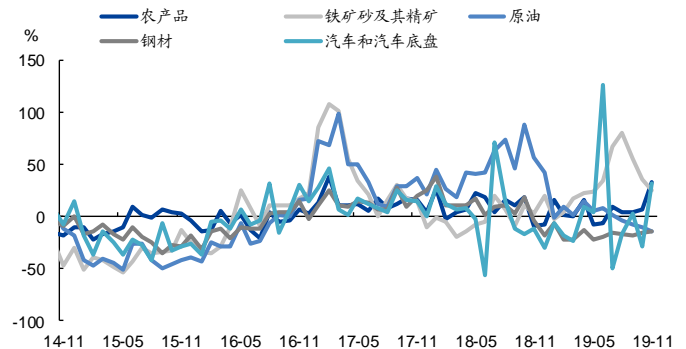
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 11月中国对新兴经济体进口增速普遍回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

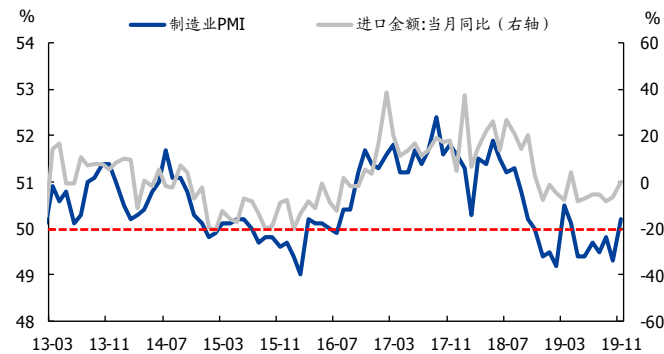
图表 10: 11月中国主要商品进口同比表现不一



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

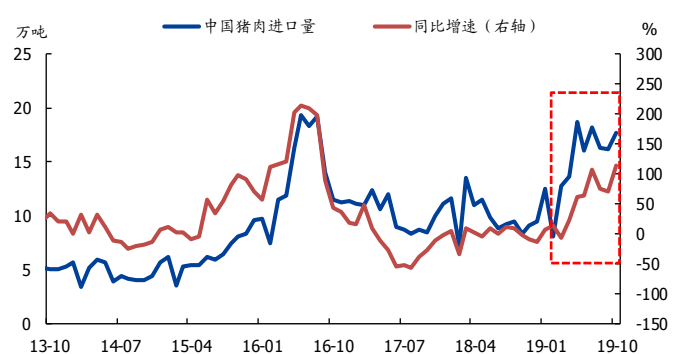
11月进口增速大幅回升，主因内需改善、汇率升值和低基数。11月中国制造业PMI较上月提升0.9个百分点至50.2%，重回扩张区间，表明内需有所改善。同时，人民币汇率升值、去年11月进口基数低等因素也在一定程度上对本月进口增速形成支撑。此外，农产品进口的改善，一方面可能是贸易谈判进展顺利的背景下，中国加大对美农产品进口，表现为中国对美进口增速改善最明显；另一方面，在前期报告《关注进出口链条的三个潜在影响——兼评10月贸易数据》中我们指出，由于国内猪肉价格上涨压力较大，中国自年初以来大幅增加肉类进口，截至10月猪肉进口同比增速达114%，也带动了农产品进口增速改善，并将在一定程度上对冲通胀上行压力。

图表 11: 11月中国制造业PMI重回扩张区间



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 年初以来猪肉进口大幅增加



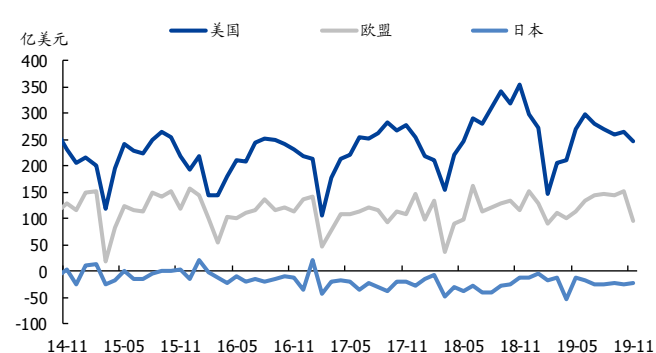
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 11月贸易顺差下降，对美国顺差缩小

11月贸易顺差超预期下降。以美元计，11月贸易顺差387.3亿美元（预期445亿，前值425.4亿）；以人民币计，11月贸易顺差2742.1亿元（预期3003亿，前值2993.7亿）。发达经济体中，11月中国对美国、欧盟的贸易顺差下滑，对日本的贸易逆差缩小；新兴经济体中，中国对东盟、印度的贸易顺差扩大，对韩国、巴西的逆差扩大。

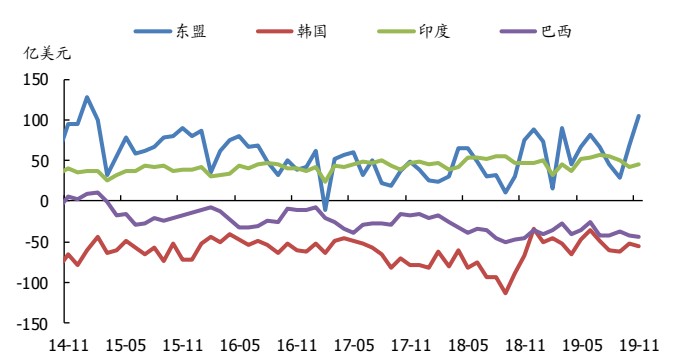
11月对美顺差缩小，主因对美进口大幅增加。11月中国对美贸易顺差为246.09亿美元，较前值下滑18.5亿美元。其中，11月对美出口环比下降2.1亿美元，对美进口环比增加16.3亿美元，从而对美顺差缩小主因对美进口大幅增加。

图表 13: 中国对主要发达经济体贸易差额走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 中国对主要新兴经济体贸易差额走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 关注 2020 年出口链条的四大主线

### 主线一：中美谈判进展和人民币汇率

自中美 10 月中旬谈判取得积极进展以来，市场对于中美签署第一阶段贸易协议、取消部分关税持乐观态度。但近期消息显示，中美贸易谈判进展出现波折，达成协议仍需要时间。在前期报告《对中美贸易冲突超预期缓和的几点理解》中我们曾提示，对本轮谈判结果也不能过于乐观，后续大概率可能反复，最终结果仍存在较大不确定性。整体来看，若中美能顺利达成第一阶段贸易协议，且双方对等取消部分关税，将对 2020 年出口形成直接利好；反之若无法达成或者进一步恶化，2020 年出口仍将显著承压。

此外，贸易谈判的结果也会对人民币汇率产生较大影响。假如中美最终顺利达成协议并取消部分关税，人民币将迎来升值趋势，对出口不利。但在前期报告《人民币“破 7”对出口影响几何？——兼评 7 月贸易数据》中我们曾指出，人民币汇率变动仅对对美出口影响较大，对总出口的影响并不明显，因此核心逻辑还是关税取消对出口的提振作用。

图表 15: 中美贸易谈判最新进展汇总

时间	机构/官员	主要内容
10月30日	美商务部	美国对中国 3000 亿美元加征关税清单产品启动排除程序，美国利害关系方可向美国贸易代表署提出排除申请，申请期截至 2020 年 1 月 31 日。
11月1日	中美谈判代表	中国国务院副总理刘鹤与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话，双方就妥善解决各自核心关切进行了认真、建设性的讨论，并取得原则共识，双方讨论了下一步磋商安排；会后白宫经济顾问库德洛表示，美国两国贸易谈判进展顺利，第一阶段协议虽然还没有最后完成，但农业、金融服务和货币领域的谈判已经接近完成，两国仍计划本月签署第一阶段贸易协议。
11月7日	商务部	如果中美双方达成第一阶段协议，应当根据协议内容，同步等比率取消加征关税，这是达成协议的重要条件。
11月16日	中美谈判代表	中国国务院副总理刘鹤与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话。会后中方通稿指，双方围绕第一阶段协议的各自核心关切进行了建设性的讨论，并将继续保持密切交流。白宫经济顾问库德洛表示，美国和中国正在接近达成一项贸易协定，双方的谈判非常富于建设性。
11月18日	美国商务部	宣布了针对华为的 90 天许可延期，允许美国企业继续与华为进行业务往来
11月22日	美国联邦通信委员会	决定禁止美国电信运营商使用政府项目资金购买中国华为和中兴公司的设备。
		中国国务院副总理刘鹤与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话。

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\\_8555](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8555)

