

宏观研究/动态点评

2019年12月08日

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

程强 执业证书编号：S0570519040001
研究员 010-56793961
chengqiang@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：中央政治局会议定调逆周期调控》
2019.12
- 2 《宏观：PMI 回升超市场预期，后面怎么看？》
2019.11
- 3 《宏观：盈利小震荡无忧，等待政策兑现》
2019.11

进口增速重回正，内需有企稳可能

——点评 11 月进出口数据

进口增速重回正值，内需存在企稳的可能

11 月份，我国进口增速按人民币计价 2.5%，按照美元计价为 0.3%，自 8 月以来增速重回正值，高于我们预期（此前我们预测 11 月进口增速按照人民币计价增长 0.5%，按照美元计价下跌 1.3%）。我们认为，进口增速的回升主要有以下几个原因：一方面，11 月我国 PMI 重返荣枯线之上，反映我国国内需求可能有所回升；第二，去年同期进口增速受中美贸易摩擦的影响大幅回落，今年 11 月的增速回升可能受到基数效应的作用；第三，市场对政策“再刺激”的预期持续升温。我们认为，12 月 6 日中央政治局会议重新定调逆周期调控，未来政策可能着力稳定国内需求。

出口增速未来仍有不确定性

11 月份，我国出口当月同比增速按照人民币计价为 1.3%，按照美元计价为 -1.1%，数据低于我们预期（此前我们预测 11 月出口增速按照人民币计价增长 2.5%，按照美元计价增长 0.3%）。目前中美贸易摩擦暂时缓和，美国可能进入财政、货币政策双宽松的周期，外需的回升可能促进我国出口的改善。但我们认为中美博弈仍然是波折中前行，且从需求端数据来看，11 月欧元区、日本制造业 PMI 分别为 46.9 和 48.9，虽然均较前值有所回升，但仍处于荣枯线以下。我们预计出口的趋势性改善可能需要等到明年一、二季度。

衰退式顺差仍在继续，未来贸易顺差额度可能有所降低

11 月份，我国贸易顺差 387.3 亿美元，低于 10 月份的 430.18 亿美元，说明我国“衰退式顺差”的情况仍在延续，但额度有所降低。今年前 11 个月，我国贸易顺差达到 2.6 万亿元，扩大 34.9%。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。我们认为，12 月 6 日中央政治局会议重新定调逆周期调控，若 12 月底中央经济工作会议进一步明确逆周期调控，稳定内需，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。

中美贸易摩擦仍存在不确定性

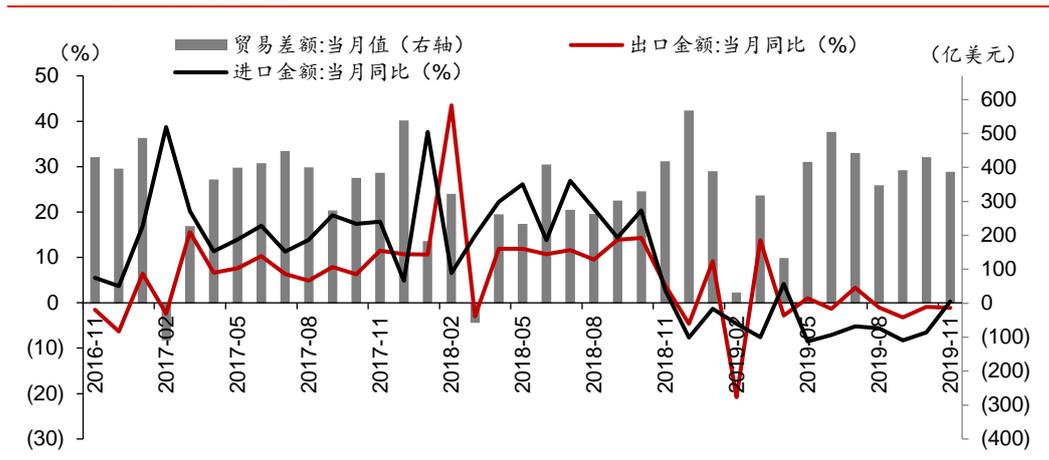
前 11 个月，中美贸易总值为 3.4 万亿元，下降 11.1%（与欧洲、东盟贸易总值分别增长 7.7%、12.7%）。中美贸易中，进口的负面影响还要大于出口，对美国出口 2.64 万亿元，下降 8.4%；自美国进口 7630.5 亿元，下降 19.5%；对美贸易顺差 1.88 万亿元，降低 3%。我们认为，中美贸易摩擦的阶段性缓解可能有助于中美贸易的改善，但未来仍存在不确定性。特朗普 12 月 3 日在采访中谈到中美贸易谈判第一阶段协议可能无法立刻达成，可能要等到明年 11 月美国大选后完成，在此情况下原定于 12 月 15 日美国将对对中国加征的关税又存在新的不确定性，使得中美贸易摩擦再陷旋涡。

原油、畜肉进口量较大，猪油共振风险仍存

从进出口的产品结构数据来看，前 11 个月我国进口主要商品中，风力发电机组、铁道电力机车和显像管等产品进口金额累计降幅较高，但金属化合物、豆油以及水果坚果等产品的累计进口增速仍然维持高位。我国出口主要商品中，金属、原油、畜肉等产品出口金额累计降幅较高，但煤炭、农产品等仍维持较高的增幅。此外，根据海关总署公布的数据显示，前 11 个月原油以人民币计价的进口金额累计比去年同期增加 10.5%。前 10 个月猪肉、牛肉等进口量增幅较大，以人民币计价的进口金额比去年同期分别增加 87.7% 和 68.9%。

风险提示：中美贸易摩擦超预期、政策调控不及预期。

图表1： 进出口贸易数据走势



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，需在允许的范围内使用，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 2019 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_8563

