

内需企稳支撑进口好转，持续性如何？

数据：美元计价下，11月出口同比-1.1%（前值-0.8%），进口同比0.3%（前值-6.2%），贸易差额387.3亿美元（前值425.4亿美元）。

人民币计价下，11月出口同比1.3%（前值2.1%），进口同比2.5%（前值-3.3%），贸易差额2742.1亿元（前值2993.7亿元）。

1、11月出口当月同比跌幅扩大，主要原因在于全球经济依然较弱，对美国和欧盟的出口持续下滑。从国别来看，对美国出口同比跌幅扩大至-23.0%（前值-16.2%），对欧盟出口同比下滑至-3.8%（前值3.1%），对日本出口同比-7.6%，持平前值，对香港出口跌幅收窄至-7.2%（前值-15.5%），对东盟出口同比升至18.0%（前值15.8%）。欧洲和美国的需求仍然较弱，而对美出口同比下滑部分原因还在于中美贸易摩擦影响；但对东南亚出口自6月以来持续改善，原因可能在于中国与东盟达成了全面经济合作框架协议使得贸易合作加深。分贸易方式来看，一般贸易出口同比降至-0.6%（前值4.0%），来料加工贸易同比跌幅扩大至-10.1%（前值-9.3%）。分商品类别来看，钢材出口数量跌幅扩大，劳动密集型产品金额当月同比跌幅扩大，机电产品以及高新技术产品出口金额当月同比继续收窄。

2、11月进口当月同比转正，量升价稳，表明内需整体有所改善。但考虑去年基数偏低，且当月同比波动较大，内需改善的持续性仍有待进一步确认。从数量来看，除原油同比下行外，无论是大宗商品、中游产品还是农产品整体均有所改善。具体地，铁矿石、铜进口数量整体改善，金属加工机床跌幅收窄、汽车及汽车底盘大幅改善；谷物、大豆同比大幅回升。整体而言，进口数量特别是汽车和农作物改善明显。从价格来看，整体呈现回暖态势，汽车及汽车底盘价格回升较为明显。从PPI的角度看，10月可能是工业品价格低点，未来将逐渐改善。从国别来看，我国对美国、欧盟进口同比均由负转正，对美国进口同比上升至2.7%（前值-14.6%）；对欧盟进口同比升至2.6%（前值-3.6%）。

3、明年进出口怎么看？我们认为，进口改善将先于出口，净出口对GDP贡献逐渐下降。首先，出口方面，我们预计，2020年出口先下后上。在不发生中美贸易摩擦再度升级等不确定事件的情况下，2020年上半年出口仍将处于下行趋势，下半年随着全球经济增长复苏出现好转带动出口回升。其主要原因在于：第一，中国经济增长在逆周期政策的调节下企稳将带动欧元区和日本经济；第二，美国经济周期的衰退主要属于资本开支周期温和走弱，未来在降息作用下私人住宅投资企稳带动私人投资改善。此外，中美贸易摩擦阶段性缓和，双方初步达成第一阶段性协议，并同意分阶段、等比率取消已加征关税，这也将有利于我国进出口贸易。**进口方面，我们预计，2020年进口将率先回升。**进口改善有两个逻辑：第一，制造业企稳带动进口。我国进口的大宗商品和中游产品例如金属加工机床等更多用在制造业，因此进口与制造业相关度更高。此前进口一直较差的原因主要是我国制造业下滑较快，目前政策对制造业重视程度上升，叠加现阶段制造业增速已处于历史偏低位置且工业企业利润改善，制造业企稳回升将带动进口。第二，未来PPI边际改善对进口大宗商品价格形成支撑，在需求稳定甚至偏好的前提下价格对进口金额形成支撑。本轮全球经济改善的主要发力点将是中国经济的率先企稳，其他国家例如欧元区、日本和韩国等对中国出口的依赖度高，中国内需稳定将有效拉动他国经济增长，从而带动全球经济增速企稳，因此进口将快于出口先行好转。

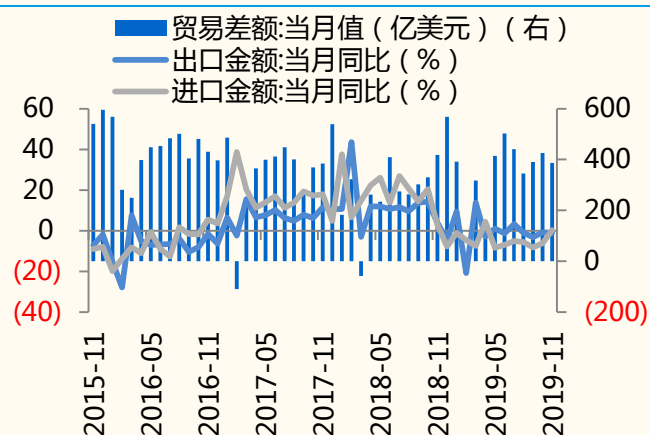
风险提示：1) 国内需求下滑过快，拖累进口增速；2) 海外市场经济增速放缓幅度超预期，中美贸易摩擦持续升级，导致外需快速下降，影响我国出口。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

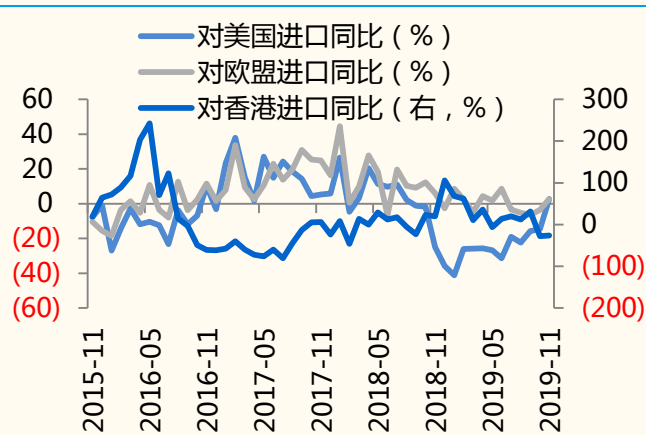
高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

图表 1: 11 月出口当月同比下滑, 进口转正



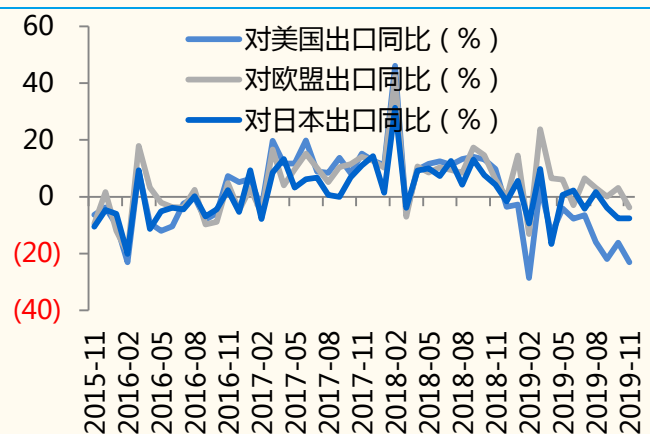
来源: 海关总署, Wind, 国金证券研究所

图表 2: 对美国进口同比转正



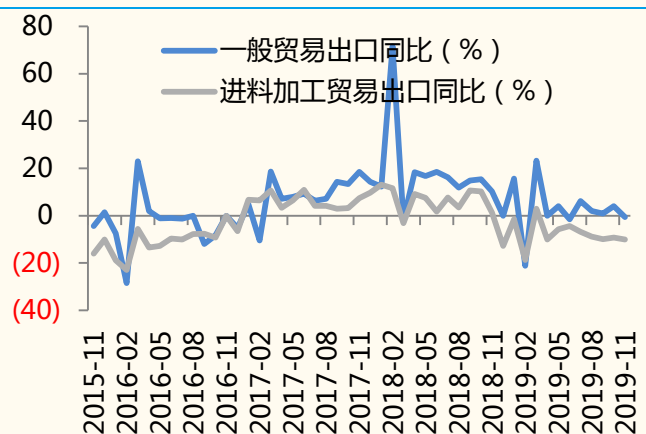
来源: 海关总署, Wind, 国金证券研究所

图表 3: 对美国出口同比跌幅扩大



来源: 海关总署, Wind, 国金证券研究所

图表 4: 一般贸易出口同比回落



来源: 海关总署, Wind, 国金证券研究所

风险提示: 1) 国内需求下滑过快, 拖累进口增速; 2) 海外市场经济增速放缓幅度超预期, 中美贸易摩擦持续升级, 导致海外需求快速下降, 影响我国出口。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH

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_8567

