

## 宏观研究/动态点评

2019年11月09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: 外储环比增加, 国际收支压力不大》  
2019.11
- 2《宏观: 四中全会公报值得关注的新变化》  
2019.11
- 3《宏观: 降息会带来市场利率下行吗?》  
2019.11

# 数据微幅改善, 贸易形势仍有压力

## ——点评 10 月进出口数据

### 出口回升, 未来仍有不确定性

10 月份, 我国出口当月同比增速按照人民币计价 2.1%, 按照美元计价为 -0.9%, 数据低于我们预期, 但高于前值 (9 月份, 我国出口以人民币计价同比下降 0.7%, 按照美元计价下降 3.2%)。目前全球经济形势走弱, 各国纷纷执行较为宽松的货币政策, 以期促使未来经济回暖。另外 10 月中美经贸高级别磋商顺利达成了实质性的第一阶段协议, 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, 10 月欧元区、日本制造业 PMI 分别为 45.7 和 48.5, 均处于荣枯线以下。我们预计出口的趋势性改善可能需要等到明年一二季度。

### 进口增速仍然为负

10 月份, 我国进口增速按人民币计价为 -3.5%, 按照美元计价为 -6.4%, 相比前值降幅有所收窄, 但仍低于我们预期。我们认为, 进口数据较差主要反映了国内需求仍然不振。随着二季度经济数据的走差, 市场对政策“再刺激”的预期升温。为了稳定经济增速, 央行连续释放降息、降准等宽松信号, 政策可能转向“逆周期调控”。但是我们提示, 今年仅剩两个月, 财政政策发力预计需要等到明年年初, 货币政策受制于通胀数据的走高, 由于担心预期自我实现而限制了货币政策对稳增长的作用空间。且我们预计四季度国内需求反转向好的概率不高, 我们认为后续进口增速仍然有压力。

### 衰退式顺差继续扩大

10 月份, 我国贸易顺差 428.1 亿美元, 前值 396.5 亿美元。今年前 10 个月, 我国贸易顺差达到 2.35 万亿元, 同比扩大 42.3%。此前我们曾经提示, 我国贸易差额主要取决于出口和进口回落的速度, 如果全球经济回落风险和贸易摩擦的风险更大, 那么可能会制约出口增速从而导致我国贸易顺差收窄, 如果我国内需不振, 从而限制进口增速, 并且回落幅度快于出口增速, 那么可能会导致“衰退式”顺差。目前来看, 我国衰退式顺差仍在持续。

### 中美贸易摩擦实质性影响进口大于出口

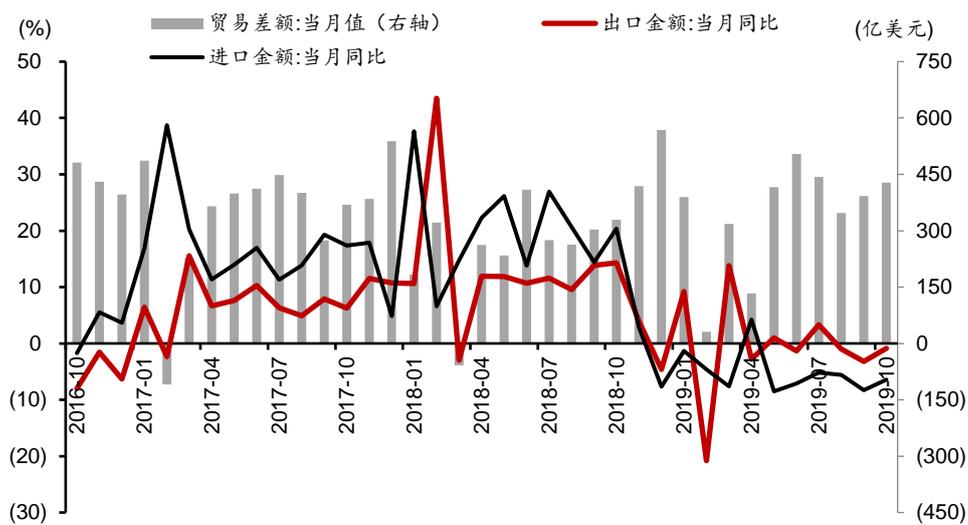
我们认为, 中美贸易摩擦的缓解可能有助于中美贸易的改善, 但从当前数据来看, 中美关税负面影响已经产生。前 10 个月, 中美贸易总值为 3.07 万亿元, 同比下降 10.6% (与欧洲、东盟贸易总值分别同比增长 8.3%、11.9%)。而且, 中美贸易中, 进口的负面影响还要大于出口, 对美国出口 2.39 万亿元, 同比下降 6.8%; 自美国进口 6857.4 亿元, 同比下降 21.5%; 对美贸易顺差 1.7 万亿元, 同比扩大 0.8%。我们认为, 从贸易结构来看, 中美贸易占比可能还会有所下降, 当前欧洲、东盟已经成为我国重要的贸易伙伴地区, 未来一带一路沿线国家的贸易占比可能会持续提升。

### 原油、畜肉进口量较大, 猪油共振风险仍存

由于国内需求走弱, 叠加中美贸易摩擦对全球产业链的冲击, 前 10 个月我国进口主要商品中, 空载重量超过 2 吨的飞机, 金属加工机床等产品的数量和金额累计降幅都较高, 但农产品、矿砂以及天然气等产品的累计进口增速仍然维持高位。此外, 根据海关总署公布的数据显示, 前 10 个月原油以人民币计价的进口金额累计比去年同期增加 6.5%。前 9 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 155.5%、73.6%。

风险提示: 中美贸易摩擦超预期, 逆周期政策落地不及预期。

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\\_9084](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9084)

