

决定出口走向的是全球经济，而非中美贸易摩擦

摘要

10月进出口增速均小幅回升。虽然中美贸易冲突有所缓和，双方同意分阶段取消已加征的关税。但考虑到之前加征时期汇率有所贬值，同时通过转口等方式进行了规避，因而出口并未受到贸易战的明显影响，整体出口增速与全球贸易增速一致。目前虽然随着中美贸易冲突缓和，但人民币汇率再度升值，这些对冲措施弱化意味着出口也难以趋势性回升。而全球经济依然是出口最主要的决定因素。近期美欧日发达经济体PMI继续走弱，周边韩台越等经济体出口继续放缓，显示全球经济依然在下行通道中，因而出口将延续弱势。10月出口增速小幅改善可能更多受前期人民币汇率贬值推动，难以持续。而随着国内稳增长政策持续，基建投资小幅回升和房地产强韧将带动进口逐步回升，同时工业品价格同比跌幅收窄，量价将同时驱动进口增速回升。未来一段时间，外贸形势将呈现外需弱平稳，内需逐步改善，而贸易顺差逐步收窄的格局。

风险提示：全球经济放缓超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

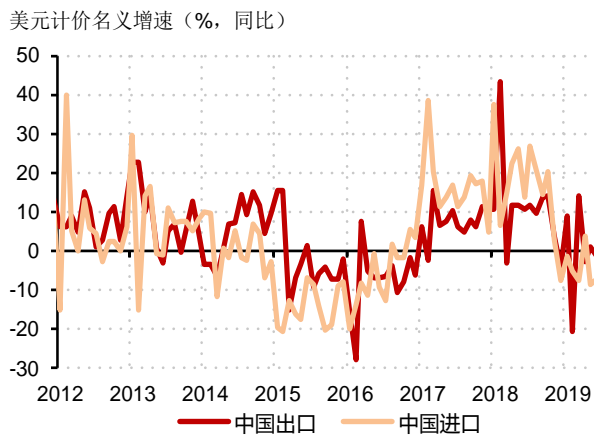
相关研究

1. MLF 降息，信号意义重于实质 (2019-11-05)
2. 虚的通胀，实的经济——月度经济预测 (2019-11-04)
3. 经济保持平稳，通胀上行压力依然较大 (2019-11-01)
4. 联储再度鸽派降息鹰派表态，降息或暂缓但不会停止 (2019-11-01)
5. 数据再度不一致，如何看待中采 PMI 下行 (2019-11-01)
6. 关注信贷继续超预期的风险——2019 年 4 季度银行信贷经理调研 (2019-10-28)
7. 企业盈利再度走弱，但无需过度悲观 (2019-10-27)
8. 砾中拾金：从宏观基本面寻找 A 股长期投资机会——基本面看股市系列（二） (2019-10-21)
9. 金融危机以来 A 股表现弱于海外的宏观解释——基本面看股市系列（一） (2019-10-20)
10. 地产销售有韧性，经济保持弱平稳 (2019-10-20)

10月进出口增速均小幅改善。10月美元价衡量出口同比增长-0.9%（图1，表1），增速较上月下滑2.3个百分点，出口增速小幅改善。而美元价衡量进口同比增长-6.4%（图1），增速较上月提升2.1个百分点，内需改善驱动进口增速回升。贸易顺差有所扩大，10月贸易顺差428.1亿美元，较去年同期扩大98.4亿美元。

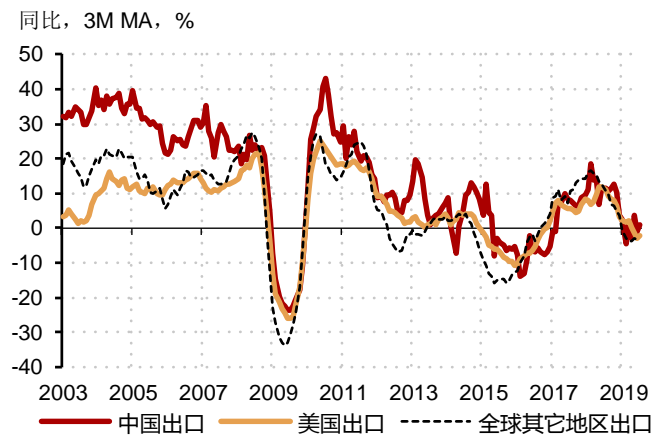
中美贸易冲突缓和，但并不意味着出口增速将回升。近期中美贸易谈判利好频传，目前双方表示将分阶段取消已经加征的关税。直观的认识是加征关税取消将带来出口增速的提升。但事实上并不必然，因为在之前加征关税时期，人民币汇率贬值以及转口贸易等因素事实上对冲了加征关税的影响。因而中美双方出口均未较全球其它地区出口出现更大跌幅，因而从经验上来看，之前加征关税尚未对出口生产明显负面作用。因此，如果未来加征关税取消，但相应的对冲措施减弱，出口也难以获得明显回升。

图1：10月进出口增速均小幅改善



数据来源：wind、西南证券整理

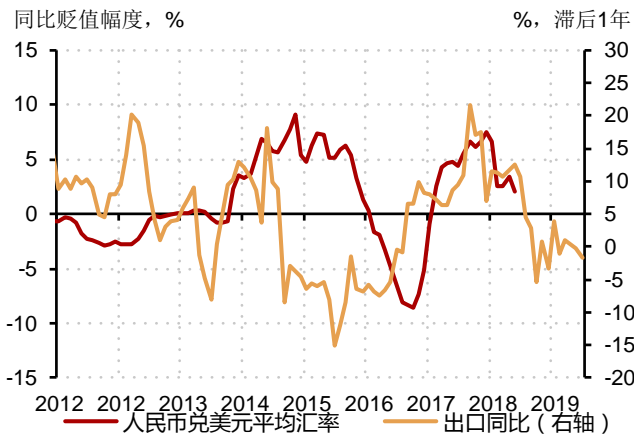
图2：贸易战并未带来中美出口增速更大幅度下滑



数据来源：wind、西南证券整理

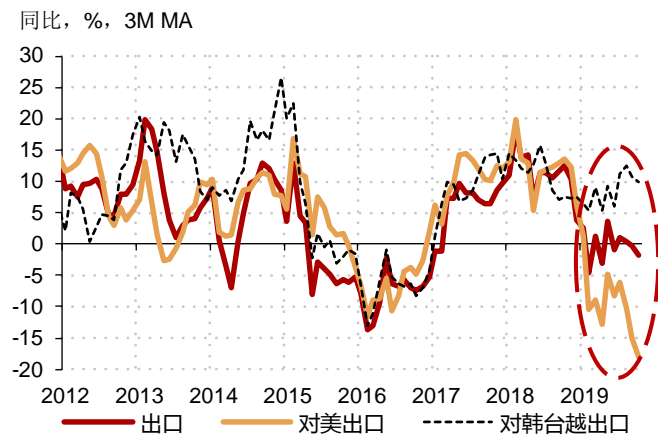
前期汇率贬值对当前出口增速形成支撑，但近期汇率升值对未来出口将形成抑制。8月初以来，人民币兑美元汇率加速贬值，突破7关口，9月初最高曾贬值到7.18人民币/美元左右，贬值2.5%左右。前期中美贸易冲突加剧时期人民币汇率贬值，对近期出口形成支撑。但随着中美贸易冲突缓和，人民币汇率重拾升势，从11月5日开始，再度升回7以内，11月8日即期汇率为6.99人民币/美元。人民币再度升值对未来出口增速将形成抑制。因而，中美贸易冲突缓和并不意味着出口增速抬升。另外，此前中美贸易冲突加剧时期，中国对美出口增速下降和对韩台越等经济体出口增速抬升具有镜像对称关系，这背后是通过转口贸易规避关税冲击，但未来加征关税如果逐步取消，这种镜像关系也将逐步减弱甚至消失。

图 3：汇率变化对出口的影响



数据来源：wind、西南证券整理

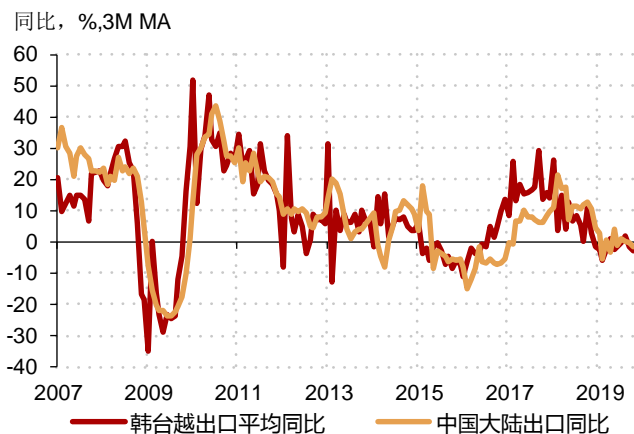
图 4：中国对美出口与对韩台越出口近期具有镜像对称关系



数据来源：wind、西南证券整理

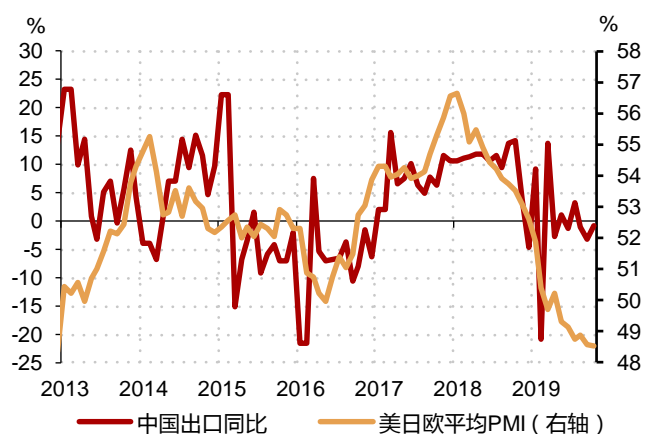
全球经济走势依然是出口最主要的决定因素。全球经济继续呈现弱势，10月中国周边经济体出口增速继续放缓，韩台越平均出口增速较上月下降1.4个百分点至-2.8%，从侧面印证外需走弱的判断。而美欧日等发达国家是全球经济放缓的主要原因，10月美欧日平均PMI延续下滑态势，较上月下降0.1个百分点至48.5%，显示全球继续处于放缓过程中。而从经验数据来看，全球经济是全球贸易增速的主要决定变量，而贸易战又尚未对出口产生方向性的影响，因而未来随着全球经济增速的放缓，出口增速将延续疲弱态势。

图 5：与周边经济体走势一致，出口延续弱势



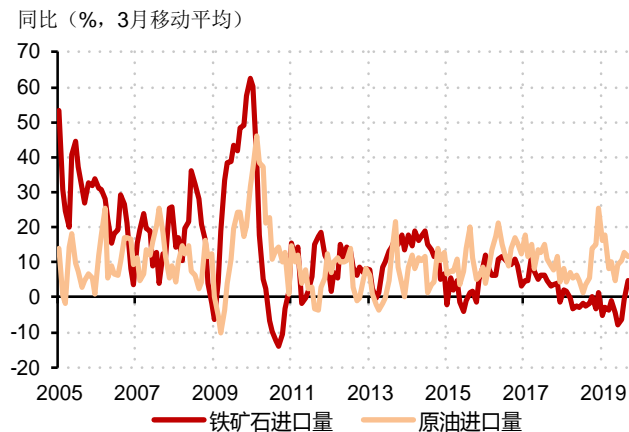
数据来源：wind、西南证券整理

图 6：美欧日经济走弱带动出口增速下行

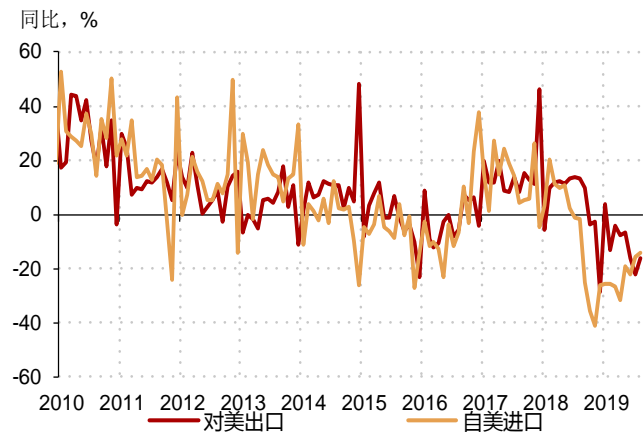


数据来源：wind、西南证券整理

内需改善驱动进口小幅回升。10月高频数据显示国内需求在逐步企稳，六大集团耗煤量等高频指标增速有所回升。背后是稳增长政策下基建投资的小幅回升以及房地产市场的持续强韧。因此，在这种情况下，虽然工业品价格同比跌幅加大，但随着内需改善，进口跌幅小幅收窄。10月原油、铁矿石进口量同比分别增长11.5%和5.0%，增速与上月基本持平。随着内需持续企稳，以及工业品价格同比开始回升，预计未来几个月进口增速将持续改善。

图 7：原油和铁矿石进口量增速维持平稳


数据来源：wind、西南证券整理

图 8：自美进口震荡回升


数据来源：wind、西南证券整理

未来一段时间的外贸格局可能是外需弱平稳，内需改善，贸易顺差逐步收窄。全球经济走弱将带动外需保持弱势，虽然中美贸易冲突缓和，但难以改变这一状况。而随着国内稳增长政策持续，基建投资小幅回升和房地产强韧将带动进口逐步回升，同时工业品价格同比跌幅收窄，量价将同时驱动进口增速回升。未来一段时间，外贸形势将呈现外需弱平稳，内需逐步改善，而贸易顺差逐步收窄的格局。

表 1：我国宏观经济指标预测

| | | 2018-9 | 2018-10 | 2018-11 | 2018-12 | 2019-1 | 2019-2 | 2019-3 | 2019-4 | 2019-5 | 2019-6 | 2019-7 | 2019-8 | 2019-9 | 2019-10 | 西南预测 2019-10F | 市场预期 2019-10F |
|---------------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|------------------|------------------|
| GPI | 同比% | 2.5 | 2.5 | 2.2 | 1.9 | 1.7 | 1.5 | 2.3 | 2.5 | 2.7 | 2.7 | 2.8 | 2.8 | 3.0 | | 3.5 | 3.4 |
| PPI | 同比% | 3.6 | 3.3 | 2.7 | 0.9 | 0.1 | 0.1 | 0.4 | 0.9 | 0.6 | 0.0 | -0.3 | -0.8 | -1.2 | | -1.6 | -1.6 |
| 工业增加值真实增速 | 同比% | 7.2 | 5.9 | 5.4 | 5.7 | | 5.3 | 8.5 | 5.4 | 5.0 | 6.3 | 4.8 | 4.4 | 5.8 | | 5.2 | 5.3 |
| 固定资产投资名义增速 | 同比% | 5.4 | 5.7 | 5.9 | 5.9 | | 6.1 | 6.3 | 6.1 | 5.6 | 5.8 | 5.7 | 5.5 | 5.4 | | 5.4 | 5.4 |
| 消费品零售名义增速 | 同比% | 9.2 | 8.6 | 8.1 | 8.2 | | 8.2 | 8.7 | 7.2 | 8.6 | 9.8 | 7.6 | 7.5 | 7.8 | | 7.9 | 7.9 |
| 新增人民币贷款 | 亿人民币 | 13800 | 6970 | 12500 | 10800 | 32300 | 8858 | 16900 | 10200 | 11800 | 16600 | 10600 | 12100 | 16900 | | 8500 | 8179 |
| M2增速 | 同比% | 8.3 | 8.0 | 8.0 | 8.1 | 8.4 | 8.0 | 8.6 | 8.5 | 8.5 | 8.5 | 8.1 | 8.2 | 8.4 | | 8.4 | 8.4 |
| 一年期定存 | % | 1.50 | 1.50 | 1.50 | 1.50 | 1.50 | 1.50 | 1.50 | 1.50 | 1.50 | 1.50 | 1.50 | 1.50 | 1.50 | | 1.50 | 1.50 |
| 出口名义增速(美元计价) | 同比% | 14.4 | 15.6 | 5.4 | -4.4 | 9.1 | -20.7 | 14.2 | -2.7 | 1.1 | -1.3 | 3.3 | -1.0 | -3.2 | -0.9 | -5.0 | -2.9 |
| 进口名义增速(美元计价) | 同比% | 14.5 | 21.4 | 3.0 | -7.6 | -1.5 | -5.2 | -7.6 | 4.0 | -8.5 | -7.3 | -5.3 | -5.6 | -8.5 | -6.4 | -10.0 | -8.2 |
| 贸易顺差 | 亿美元 | 312.8 | 340.2 | 447.5 | 570.6 | 391.6 | 41.2 | 326.5 | 123.7 | 416.6 | 509.8 | 450.5 | 348.3 | 396.5 | 428.1 | 404.1 | 408.9 |
| 人民币兑美元汇率(月末值) | 人民币/美元 | 6.88 | 6.96 | 6.94 | 6.87 | 6.70 | 6.69 | 6.72 | 6.74 | 6.90 | 6.87 | 6.89 | 7.15 | 7.14 | 7.04 | 7.05 | 7.15 |
| 存款准备金率 | % | 15.5 | 14.5 | 14.5 | 14.5 | 13.5 | 13.5 | 13.5 | 13.5 | 13.5 | 13.5 | 13.5 | 13.5 | 13.0 | 13.0 | 13.0 | |

资料来源：CEIC，Wind，西南证券

注：市场预期为Wind调查的市场预测均值，其中汇率为即期汇率，西南预测汇率为中间价

分析师承诺

本报告署名分析师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为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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

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_9141

