12 月贸易数据点评

——经济企稳叠加基数效应拉升进出口

韦志超[1] 袁方(联系人)[2]

2020 年 01 月 14 日

内容提要

12 月进出口数据双双走强，出口回升主要受到基数效应与海外经济企稳的影响，春节效应影响有限；与此同时国内经济短期企稳和基数效应带来进口回暖。

回顾 2019 年，中国出口走弱，主要源于全球经济疲软，企业贸易转移、人民币汇率贬值等多渠道抵消了中美贸易摩擦对中国的出口的负面影响；中国国内经济下行，压低了进口增速表现。

观察发达和新兴经济体 PMI、经济领先指标情况，全球经济处于企稳复苏之中，这将对 2020 年中国出口形成支撑。

2020 年中国基建投资增速可能表现温和，而房地产投资面临下行压力，这或许意味着进口仍然面临长期压制。

风险提示：（1）中美贸易摩擦超预期；（2）地缘政治不确定性

1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001
2 yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

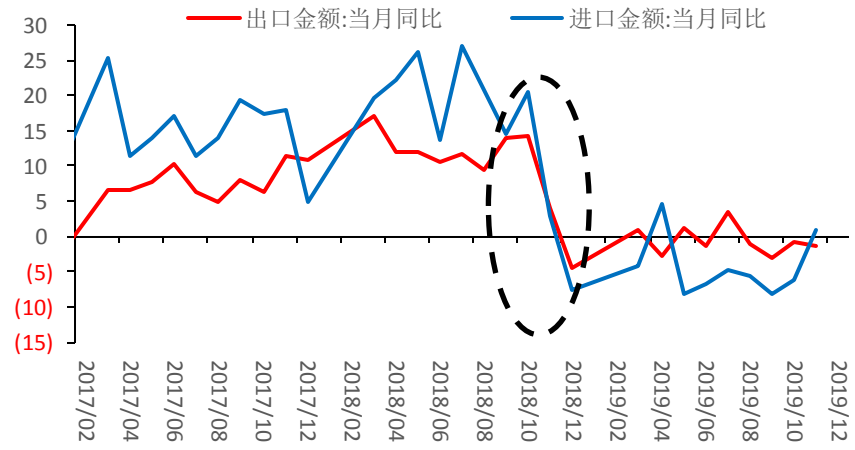
一、基数效应叠加全球经济企稳拉升出口

12 月进出口数据显著回升。当月出口同比 7.6%，较上月回升 8.9 个百分点；进口增速较上月大幅上升 15.5 个百分点至 16.3%（均以美元计价）。贸易顺差 468 亿元，回升明显。

4 季度，出口金额同比 1.9%，增速比 3 季度稍有回升，但仍位于 2017 年以来较低水平。出口回升主要源于基数效应叠加全球经济企稳。

2018 年 6 月中美贸易摩擦爆发，同年 9 月、10 月中国出现明显的抢出口现象，这带来 2018 年 9 月、10 月出口同比的明显上升和随后 11 月、12 月出口同比的大幅下降。低基数是去年 12 月出口数据显著反弹最为主要的影响。

图 1：进出口增速（美元计价），%

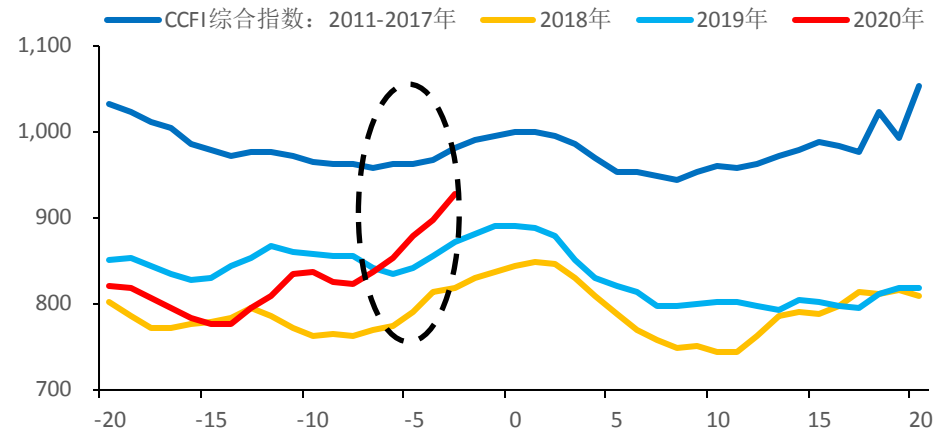


数据来源：Wind，安信证券

2019 年以来随着全球各主要央行开启持续的货币宽松政策，全球经济在四季度开始出现企稳，这也在一定程度上带动贸易回暖。对照同期韩国、越南出口，均出现一定程度的回升。

2020 年春节提前对于 12 月出口同比影响如何？我们认为春节效应可能对 12 月出口的影响有限。证据来自于 CCFI 综合指数，该指数在接近春节时会出现上升。但是一方面，2020 年 CCFI 综合指数的上升远远大于历史趋势；另一方面，该指数与我国 PMI 指数均在大约两个月前出现回升。

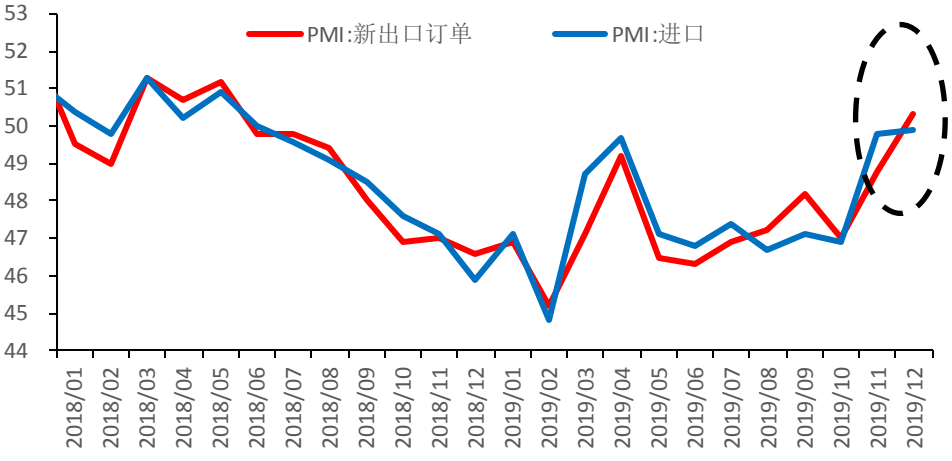
图 2：中国出口集装箱运价指数(CCFI)



数据来源：Wind，安信证券

注：0 点表示春节，横着表示距离春节的周数

图 3：PMI 新出口订单与 PMI 进口

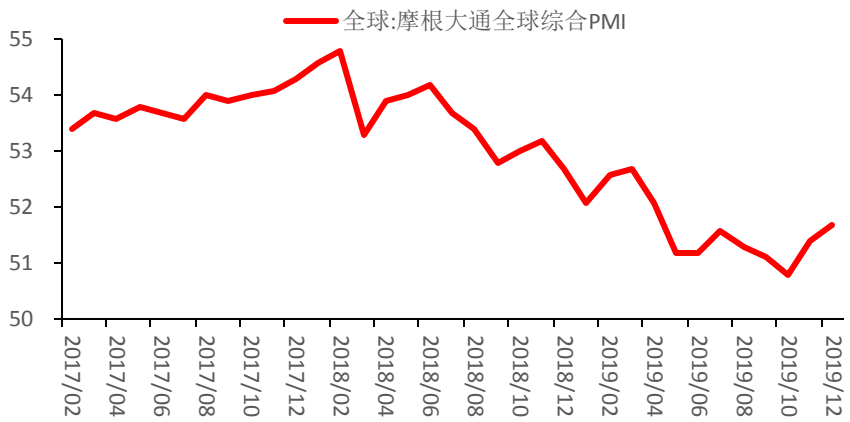


数据来源：Wind，安信证券

回顾 2019 年，海外经济总体疲软，压制了中国出口。中美贸易摩擦对中国出口负面影响被人民币汇率贬值、企业进行贸易转移等多种渠道所抵消；反之，中

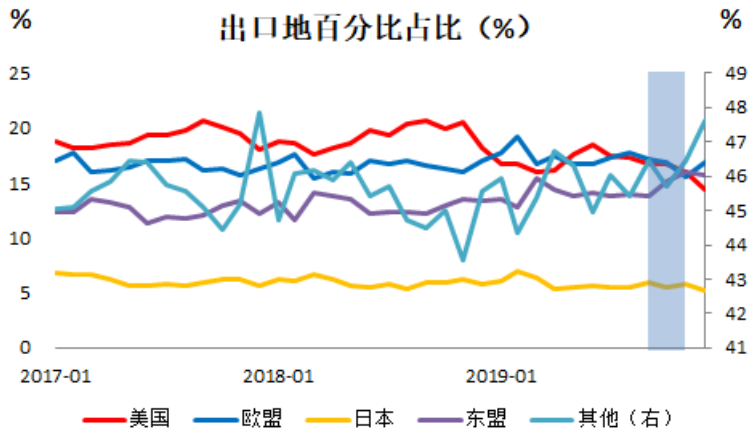
国内需的疲软，更大程度上拉低了全球出口。2019 年全年，全球出口实际增速在-0.4%左右，而中国出口实际增速可能在 1.4%左右，这可以与 2019 年我国贸易盈余增加相印证。

图4：全球 PMI 指数，%



数据来源：Wind，安信证券

图5：出口地百分比占比，%



数据来源：Bloomberg，安信证券

分国别看，12 月中国对发达经济体和新兴经济体均出口增速都出现回升，其中对欧盟、东盟和印度的恢复力度最为明显。

观察发达和新兴经济体 PMI、领先指标情况，总体上全球经济处于企稳,这将对 2020 年我国出口形成支撑。我们认为 12 月发达经济体制造业 PMI 指数的走弱可能是阶段性回调，但需要持续关注。

二、内需走强支撑进口

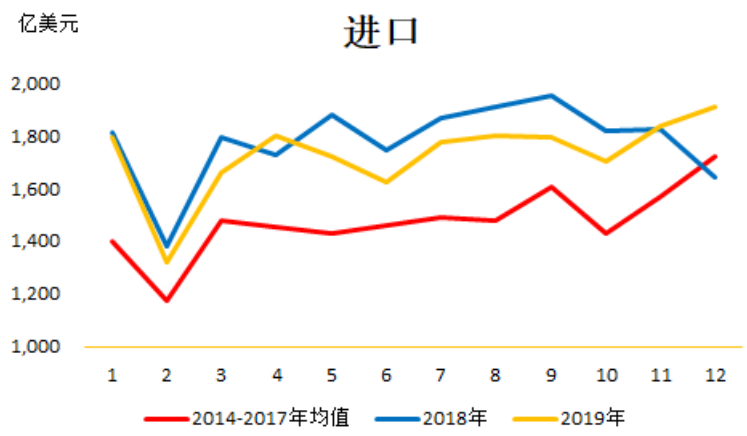
12 月进口大幅回升，主要受到国内经济短期企稳和基数效应的影响。

4 季度，进口金额同比 3.2%，较 3 季度回升 9.4 个百分点。2019 年贸易盈余占 GDP 比重较 2018 年出现扩张，国内需求走弱是主要驱动力量。到 4 季度，基建投资和房地产投资的改善，推动了工业增速反弹，国内经济短期企稳，进口增速也出现一定程度的恢复。

从现有的物量看，12 月进口钢材、集成电路、未锻造的铜及铜材料、自动数据处理设备及其部件等工业原材料与中间品出现了明显上涨，国内经济回暖影响明显。本月大豆进口也出现了明显回升，这可能与中美第一阶段贸易协议有关。

2018 年 12 月中国进口金额出现明显走弱，较低的基数支撑了进口同比的回升。

图6：进口金额，亿美元



数据来源：Wind，安信证券

12 月，大宗商品价格出现了普遍上涨，这也部分拉升了进口金额同比数据。

图7：南华工业品指数

数据来源：Bloomberg，安信证券

回顾 2019 年，内需疲软拉低进口同比，全年中国进口实际增速可能在-2.0%左右。年底中央提前下达地方政府债务拉升基建、房地产补库存和企业库存回补等因素，经济出现了阶段性企稳，这支撑了进口的短期回暖。

往后看，考虑到中央对地方政府债务的限制仍然偏严，地方政府加杠杆的意愿普遍偏弱，2020 年基建投资的增速可能表现温和；经历了接近两年的房地产补存货后，当前可能进入房企存货回补的中后期，这或许意味着到 2020 年某个时候地产投资可能面临趋势回落的压力。2019 年初以来中低端劳动力的工资收入一直处

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_7743