

宏观周报

短期出口延续弱势，进口有望保持改善——对11月份外贸数据点评

■ 核心观点

第一，11月，我国出口增速较上月小幅下降0.3个百分点至-1.1%；进口增速由负转正，大幅回升6.5个百分点至0.3%。去年11月，进口增速虽然大幅下降，但从进口规模来看，去年11月进口增幅的大幅回落主要源于2017年11月进口规模较高导致，2018年11月的进口规模并不低，也即是说低基数效应难以解释进口的大幅回升。

第二，11月进口增幅大幅改善，主要是大豆和汽车进口大幅增加拉动。其中，大豆进口增加可能与中国在贸易谈判中释放善意有关，未来能否持续存在不确定性。汽车进口大幅增加主要是由于12月15日，中国将对原产于美国的汽车及零部件恢复加征25%、5%的关税，进口企业进行“抢进口”导致，未来难以持续。

第三，出口方面，从国家来看，11月份出口增速的下行主要受对欧美出口下行的拖累；从产品来看，劳动密集型产品同比增速下滑是主要拖累，加工贸易持续弱于一般贸易，这说明关税的负面影响还在持续发酵。受关税影响，中美贸易顺差累计同比增速连续三个月为负，且降幅不断扩大。

第四，展望后市，导致11月份进口大幅增加的因素后续能否持续存在较大不确定性，但考虑到2018年12月的基数较低（规模和增速都较低）以及内需的边际修复，短期进口增速有望保持改善。全球制造业PMI虽然出现企稳回升，但欧美制造业PMI依然较弱，叠加本周美国对法国、阿根廷、巴西恢复加征关税，下个月针对中国的额外关税是否加征还存在不确定性，短期出口增速仍将低位震荡。

本周市场重点

2019年12月8日，海关总署公布了11月份外贸数据：11月份，我国出口同比增速-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）。

■ 出口增速小幅下降，进口增速显著回升

今年11月，我国出口增速较上月小幅下降0.3个百分点至-1.1%；进口增速由负转正，大幅回升6.5个百分点至0.3%。月度贸易顺差387.3亿美元，“衰退型”顺差在连续两月回升后出现下降。去年11月，进口增速由10月份的20.4%回落至2.8%，但从进口规模来看，去年11月进口增幅的大幅回落主要源于2017年11月进口的规模较高导致，2018年11月的进口规模并不低，也即是说低基数效应难以解释进口的大幅回升。

■ 五大贸易伙伴的进口增速全面回升，其中对美国回升最为显著

出口方面，11 月份对主要贸易伙伴美国和欧盟出口增速有所下降，对东盟、日本、中国香港出口增速呈现不同程度的回升。其中对美国出口增速下降 6.8 个百分点至-23%，这可能与前期抢出口透支了需求以及当前中美谈判的不确定性加剧了出口企业的观望情绪；对东盟出口增速增加 2.2 个百分点至 18%，表现最为亮眼，随着 RCEP 区域贸易协定谈判的完成，对东盟出口有望保持高速增长。整体来看，摩根大通全球制造业 PMI 自 7 月份以来持续回升，并于 11 月份回到荣枯线以上，但欧美制造业 PMI 仍保持弱势，全球经济难言复苏，我国的出口增速也难以大幅反弹。

进口方面，对五大贸易伙伴的进口增速全面回升，其中对美国进口回升最为显著。具体来看，11 月份对美国、日本、欧盟、东盟和中国香港的进口增速分别上升 17.4、7.2、6.2、8.8 和 1.8 个百分点至 2.7%、-0.1%、2.6%、11.1%和-26.0%。我国对美国进口增速自 2018 年 9 月转负之后，历经 14 个月，本月首次转正，这可能与我国加大对美国大豆有关。

此外，1-11 月我国对美贸易顺差累计 2725 亿美元，累计同比增速-7.16%，累计同比增速连续三个月为负，且降幅不断扩大，这意味着随着关税对中国出口的负面影响逐渐体现，中美贸易顺差规模较去年不断收窄。

■ 进口产品大豆和汽车亮眼，支撑进口回升

从出口产品数据来看，11 月高新技术产品和机电产品同比增速延续下行态势，但下行幅度有所缓和，较上月分别回升 2 个百分点和 0.3 个百分点；7 类劳动密集型产品同比增速较上月下降 3.2 个百分点至-3.8%，是拖累出口增速下行的主要原因。值得指出的是，玩具的出口增速在上月大幅下滑后继续下滑 2 个百分点，这主要是由于前期的玩具抢出口提前透支了圣诞采购的需求，这也说明“抢出口”行为在减弱。

从进口产品数据看，大豆和汽车最为亮眼，是支撑进口大幅回升的主要原因。11 月份，我国大豆进口同比增速回升 60.8 个百分点至 40.9%，这可能是由于一方面 10 月 23 日国务院常务会议提出“加大适应国内需求的农产品、日用消费品和设备、零部件等进口。培育一批进口贸易促进创新示范区”而扩大进口有关，另一方面也可能是中国在贸易谈判中释放善意的体现。汽车进口同比增速回升 60.6 个百分点至 32.0%，这主要是由于 12 月 15 日，中国将对原产于美国的汽车及零部件恢复加征 25%、5%的关税，进口企业进行“抢进口”导致，这可能也是本月对美进口大幅回升的主要原因，未来难以持续。

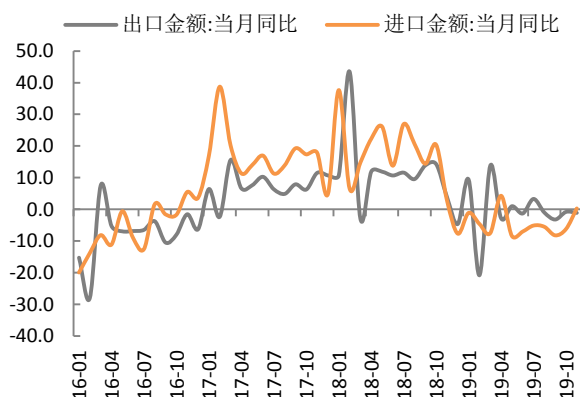
■ 短期出口延续弱势，进口有望保持改善

出口方面，从国家来看，11 月份出口增速的下行主要受对欧美出口下行的拖累；从产品来看，劳动密集型产品同比增速下滑是主要拖累，加工贸易持续弱于一般贸易，这说明关税的负面影响还在持续发酵。受此影响，中美贸易顺差累计同比增速连续三个月为负，且降幅不断扩大。展望后市，全球制造业 PMI 虽然出现企稳回升，但欧美制造业 PMI 依然较弱，叠加本周美国对法国、阿根廷、巴西恢复加征关税，下个月针对中国的关税是否加征还存在不确定性，短期出口增速仍将低位震荡。

进口方面，11 月进口增幅大幅改善，主要受大豆和汽车进口大幅增加拉动。其中，大豆进口增加可能与中国在贸易谈判中释放善意有关，未来能否持续存在不确定性。汽车进口大幅增加主要是由于 12 月 15 日，中国将对原产于美国的汽车及零部件恢复加征 25%、5%的关税，进口企业进行“抢进口”导致，未来难以持续。展望后市，导致 11 月份进口大幅增加的因素能否持续存在较大不确定性，但考虑到 2018 年 12 月的基数较低(规模和增速都较低)以及内需的边际修复，短期进口增速有望保持改善。

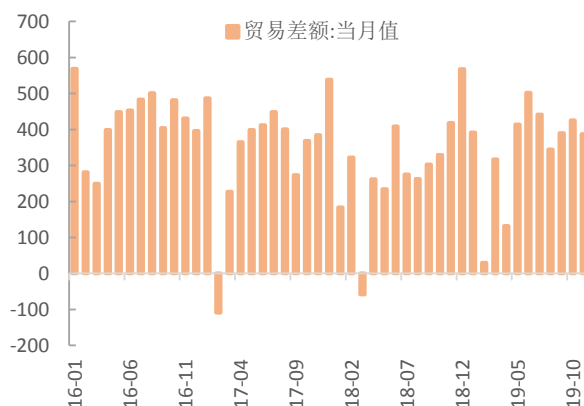
短期预计 12 月我国出口增速下降至-1.5%左右，进口增速在 6.5%左右。

图表1 我国进、出口增速走势 (%)



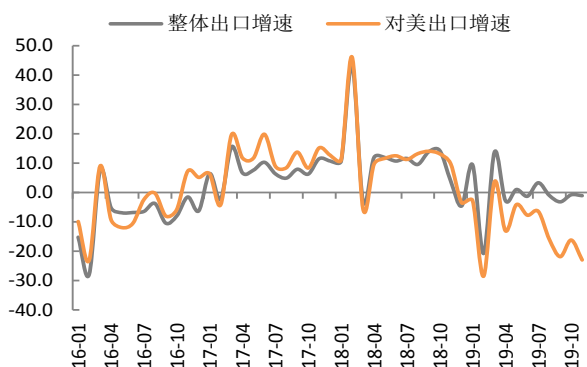
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表2 我国货物贸易差额走势 (亿美元)



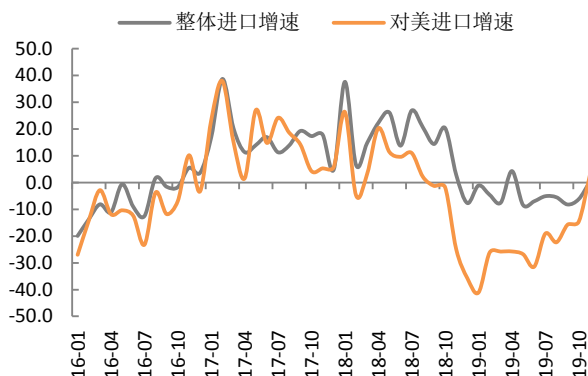
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表3 对美出口增速与我国整体出口增速对比 (%)



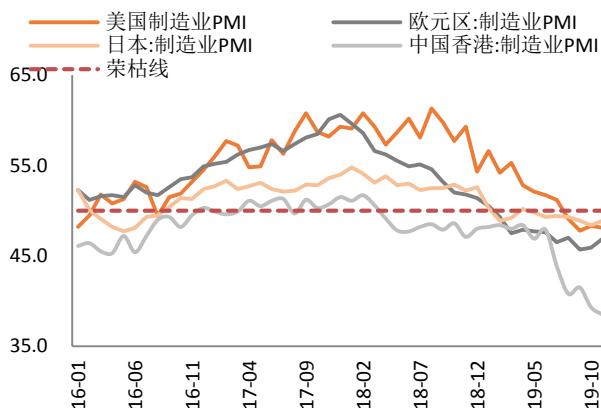
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表4 对美进口增速与我国整体进口增速对比 (%)



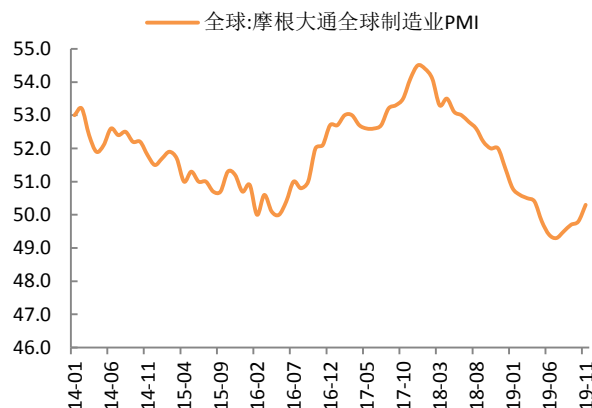
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表5 各大经济体 PMI 指标



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表6 摩根大通全球 PMI 指标



资料来源: WIND, 平安证券研究所

上周市场动态

■ 资本市场将引入更多中长期资金

事件：12月6日，大资管市场期待已久的《证券期货经营机构资产管理人（MOM）产品指引（试行）》正式发布并施行，这一在美国超过万亿美元规模的公募、私募 MOM 市场，在我国正式“开闸”。

点评：在去年4月末发布的《资管新规》要求，禁止资管产品多层嵌套，资产管理产品可以再投资一层资管产品，但所投资的资管产品不得再投资公募基金以外的资管产品。这一要求也导致银行理财等产品无法成为公募 FOF 业务的资金来源。而 MOM 产品只占用一个产品层级，将有利于拓展资金来源，化解 FOF 面临的募集资金方面的困局，并为各类资管机构的协同高质量发展打开新空间。MOM 政策的出台，将为资本市场引入更多中长期资金，促进资管机构分工合作，对降低投资者多样化资产配置门槛等具有积极意义。

■ 农业农村部印发《加快生猪生产恢复发展三年行动方案》

事件：12月6日，农业农村部印发《加快生猪生产恢复发展三年行动方案》，提出今年要尽快遏制生猪存栏下滑势头，确保年底前止跌回升，确保明年元旦春节和全国“两会”期间猪肉市场供应基本稳定；确保2020年年底前产能基本恢复到接近常年的水平，2021年恢复正常。同时，农业农村部还进一步明确生猪产销平衡的区域布局任务：东北、黄淮海、中南地区为生猪及产品调出区，要实现稳产增产；东南沿海地区为主销区，自给率要达到并保持在70%左右；北京、上海等特大城市要通过跨区合作建立养殖基地等方式保证掌控猪源达到消费需求的70%；西南、西北等地区为产销平衡区，要确保做到基本自给。

■ 中共中央召开政治局会议

事件：12月6日，中共中央召开政治局会议，分析研究2020经济工作，聚焦“稳增长”和深化改革、扩大开放。

点评：本次会议召开时间在12月15日美国预期对中国加征关税之前，说明政策重心主要还是聚焦于国内，主要集中在四个方面的内容。第一是维持经济平稳运行，基建是重要抓手，在2019年7月30日政治局会议之后，本次会议再提“加强基础设施建设”，预计2020年基建投资增速将高于2019年；第二是深化改革开放，扩大对外开放的动力，继7月20日国务院金融委办公室宣布推出11条金融业对外开放措施之后，再提对外开放，随着未来深圳建设中国特色社会主义先行示范区的举措落地，创业板注册制改革，一系列改革红利将陆续释放；第三是强调打好三大攻坚战，确保实现污染防治攻坚战阶段性目标，确保不发生系统性金融风险，这对于保持经济稳定，引导全国上下明确任务，实现中国经济长期稳定健康良性发展，具有重要意义；第四是强调科技创新，以区域优势互补推动三大产业高质量发展，此次会议延续十九届四中全会精神，强调要“提升科技实力和创新能力”，强调要加快现代化经济体系建设，推动农业、制造业、服务业高质量发展，未来经济工作将更加注重质量、结构、社会民生。本次会议未提及房地产、通胀等领域，涉及当前国内市场关心的主要问题，还需等待中央经济工作会议的进一步部署。

■ 央行发布11月外汇储备数据

事件：12月7日央行发布的11月外汇储备数据显示，11月外汇储备30955.91亿美元，前值31051.6亿美元；11月末外汇储备报30955.91亿美元，环比减少95.7亿美元；11月末黄金储备报6264万盎司（约1948.32吨），与上个月持平。

点评：受全球经济增长、货币政策预期、贸易局势等因素影响，美元指数小幅上涨，主要国家债券价格有所下跌。汇率折算和资产价格变化等估值因素，是影响当月外汇储备规模变化的主要原因。今年以来，我国经济继续保持总体平稳、稳中有进发展态势，主要指标运行在合理区间内，有效应对了国际风险挑战明显增多的复杂局势。受此支撑，我国国际收支保持基本平衡，外汇储备规模总体稳定。当前，全球经济增长放缓，外部不稳定不确定性因素依然较多。但我国经济发展有着巨大韧性、潜力和回旋余地，经济长期向好的态势不会改变，并将坚持新发展理念，推动经济高质量发展，持续推进更高水平的对外开放。这有利于我国外汇市场保持平稳运行，也将为外汇储备规模总体稳定提供支撑。

重要数据跟踪

图表7 重要高频指标跟踪

	最新值 (2019.12.6)	最新值分位	本周均值 (2019.12.2-12.6)	本周均值分位	周均涨跌	月均涨跌
R001	2.12	82.0%	2.12	81.3%	-18.07	-13.45
R007	2.44	77.5%	2.49	78.5%	-28.16	-20.09
SHIBOR:3M	3.02	82.9%	3.02	82.6%	-0.07	2.94
1 年期国债收益率	2.64	82.5%	2.64	82.2%	-0.94	-2.12
10 年期国债收益率	3.18	73.5%	3.18	73.1%	1.07	-3.75
1 年期国开债收益率	2.73	78.3%	2.73	78.0%	1.41	-1.17
10 年期国开债收益率	3.59	74.8%	3.58	74.6%	0.78	-3.94
美元兑人民币:中间价	7.04	72.6%	7.04	72.3%	0.00%	0.40%
美元指数	97.69	62.4%	97.66	60.2%	-1.90%	-1.40%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

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_8564

