



报告日期：2024年11月11日

2024年贸易顺差或再创新高，特朗普当选或不改美国宏观经济基本走势

——10月进出口数据解读

宏观研究员：郑后成
执业编号：S0990521090001
电话：0755-83008511
E-mail：houchengzheng@163.com

报告概要：

➤ 以美元计，10月出口金额当月同比12.70%，前值2.40%；进口金额当月同比-2.30%，前值0.30%；贸易顺差957.20亿美元，前值817.11亿美元。我们解读如下：

➤ 一、基数角度双因素“共振”，使得10月出口金额当月同比超预期大幅上行；

➤ 二、通过横向对比与纵向对比，尚未发生预期特朗普当选总统之后的“抢跑”现象；

➤ 三、主要资源品进口金额增速与数量增速表现一般，表明内需还不是很强；

➤ 四、2024年贸易顺差大概率再创历史新高，贸易顺差的走阔是一个大趋势；

➤ 五、特朗普再次当选美国总统，或不改全球与美国宏观经济基本走势。

风险因素

- 1.我国内需走弱程度超预期；
- 2.全球宏观经济下行幅度超预期。

相关报告

- 1.英大宏观评论（20241030）全面客观冷静看待当前经济形势，努力提振资本市场
- 2.英大宏观评论（20240826）下半年我国宏观政策力度有望进一步加大，充分发挥经济体制改革的牵引作用
- 3.英大宏观评论（20240729）新质生产力是一项系统工程，进一步全面深化改革时间紧任务重
- 4.英大宏观评论（20240702）下半年宏观经济和资产配置展望：筑底与蓄势
- 5.英大宏观评论（20240530）超长期特别国债大幅推升通货膨胀的概率较低，或存在更优的购买超长期特别国债的时点
- 6.英大宏观评论（20240506）国家战略科技力量是新质生产力的重要推动者，2季度央行大概率继续降准或降息
- 7.英大宏观评论（20240312）“5.0%左右”GDP增速目标符合预期，年内央行大概率还将降准或降息
- 8.英大宏观评论（20240221）2季度CPI均值大概率高于1季度，2024年PPI大幅上行概率较低
- 9.英大宏观评论（20231219）“高质量发展”是2024年工作重点，中短期内我国PPI当月同比难以大幅上行
- 10.英大宏观评论（20231215）“一个中心，两个基本点”是中央经济工作会议“规律性认识”的内核
- 11.英大宏观评论（20231212）2024年GDP增速目标或为“5.0%左右”，“稳中偏松”大概率是2024年货币政策的主基调

年度展望报告

- 1.英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
- 2.英大证券2021年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）

目录

一、基数角度双因素“共振”，使得10月出口金额当月同比超预期大幅上行	3
二、通过横向对比与纵向对比，尚未发生预期特朗普当选总统之后的“抢跑”现象	4
三、主要资源品进口金额增速与数量增速表现一般，表明内需还不是很强	5
四、2024年贸易顺差大概率再创历史新高，贸易顺差的走阔是一个大趋势	6
五、特朗普再次当选美国总统，或不改全球与美国宏观经济基本走势	8

事件：以美元计，10月出口金额当月同比12.70%¹，前值2.40%；进口金额当月同比-2.30%，前值0.30%；贸易顺差957.20亿美元，前值817.11亿美元。

解读：

一、基数角度双因素“共振”，使得10月出口金额当月同比超预期大幅上行

10月出口金额当月同比为12.70%，较前值大幅上行10.30个百分点，创2022年8月以来新高。该读数在2024年1-10月中位列第1位，但是在过去30年的10月出口金额当月同比中，2024年10月仅位列第18位，居于中游偏下水平。10月出口增速面临的利多多于利空：**“量”的方面**，10月美国ISM制造业PMI录得46.50，较前值下行0.70个百分点，创2023年8月以来新低，利空出口增速，但是10月美国ISM非制造业PMI录得56.0，较前值上行1.10个百分点，创2022年12月以来新高，利多出口增速；**“价”的方面**，10月CRB指数同比为1.18%，较前值上行4.43个百分点，时隔2个月重返正值区间，为近3个月新高，在价格上边际利多出口增速；**汇率方面**，10月人民币汇率开于7.0506，收于7.1178，贬值1.43%，利多出口增速；**基数效应方面**，2023年9月、10月出口金额当月同比分别为-6.85%、-6.61%，基数上行0.24个百分点利空出口增速，但是从绝对读数看，2023年9月、10月出口金额当月值分别为2964.53、2741.98亿美元，基数下行222.55亿美元利多出口增速。

图1：基数角度双因素“共振”，使得10月出口金额当月同比超预期大幅上行（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

10月进口金额当月同比为-2.30%，较前值下行2.60个百分点。该值在2024年1-10月中位列第7位，在过去30年的10月进口金额当月同比中，2024年10月仅位列第27位，居于下游水平。10月进口增速面临“多空交织”的局面：**在“量”的方面**，10月制造业PMI

¹ 本文所有数据，均来自 WIND 资讯，经英大证券研究所整理。



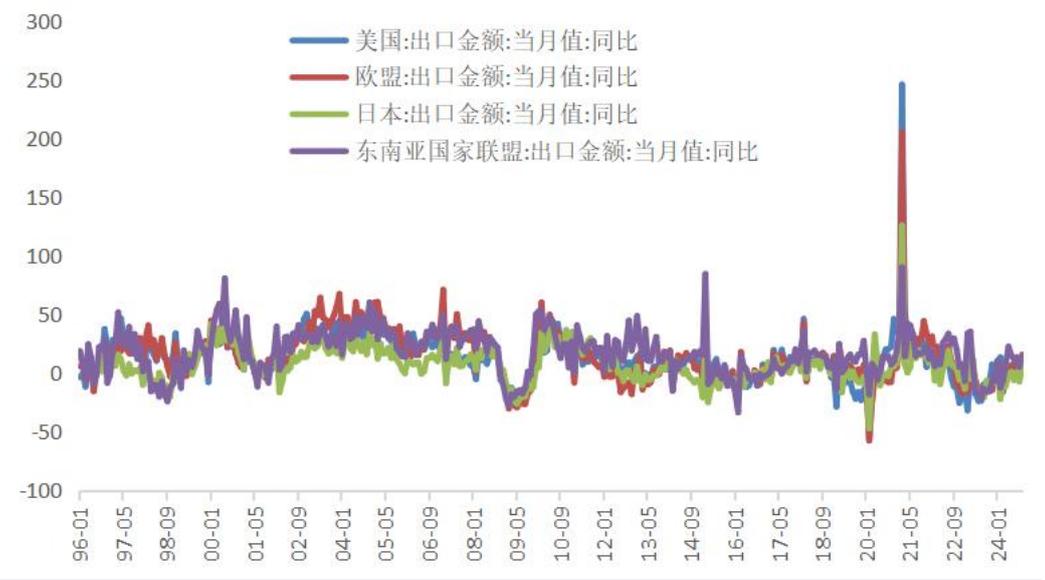
录得 50.10，较前值上行 0.30 个百分点，时隔 5 个月重返荣枯线之上，其中，10 月进口指数录得 47.0，较前值上行 0.90 个百分点，但是持续 7 个月位于荣枯线之下，利空进口增速；**在“价”的方面**，10 月 CRB 指数同比较前值上行 4.43 个百分点，在边际利多出口增速的同时也边际利多进口增速；**在汇率方面**，10 月人民币汇率贬值 1.43%，在利多出口增速的同时，对进口增速形成利空；**从基数效应看**，2023 年 9 月、10 月进口金额当月同比分别为 -6.25%、3.03%，基数上行利空进口增速，从绝对读数看，2023 年 9 月、10 月进口金额当月值分别为 2213.33、2183.36 亿美元，基数下行 29.97 亿美元利多进口增速。

从环比的角度看，2024 年 10 月是超季节性，而 2023 年 10 月是远低季节性。二者“共振”，使得 2024 年 10 月出口金额当月同比超预期大幅上行。我们具体看，1994 年至 2024 年，10 月进口金额当月值较 9 月上行的均值为 -52.54 亿美元。2023 年的情况是，9 月、10 月出口金额当月值分别录得 2964.53、2741.98 亿美元，基数大幅下行 222.55 亿美元。这一读数远低于均值，此外，1994 年至 2024 年的 31 年间，10 月较 9 月下行的有 28 年，下行幅度最大的是 2022 年 10 月的 -246.29 亿美元，其次是 2023 年 10 月的 -222.55 亿美元。反观 2024 年，9 月、10 月出口金额当月值分别录得 3037.12、3090.60 亿美元，基数上行 53.48 亿美元。这一读数高于均值。此外，31 年以来 10 月较 9 月上行的有 3 年，分别是 1996 年 10 月的 12.54 亿美元、1997 年 10 月的 18.0 亿美元以及 204 年 10 月的 53.48 亿美元。也就是说，2024 年 10 月较 9 月上行的幅度，是 31 年来的最大值。与之相印证的是，10 月出口金额当月环比录得 1.80%，较前值上行 3.40 个百分点，时隔 3 个月重返正值区间，创近 4 个月新高。

二、通过横向对比与纵向对比，尚未发生预期特朗普当选总统之后的“抢跑”现象

从主要贸易伙伴看：10 月对美国出口金额当月同比为 8.10%，较前值上行 5.94 个百分点，持平于 2024 年 7 月，为 2024 年 3 月以来高点，而自美国进口金额当月同比为 6.61%，较前值下行 0.07 个百分点，连续 4 个月录得正增长，且创近 4 个月新低；10 月对欧盟出口金额当月同比为 12.72%，较前值上行 11.40 个百分点，如果剔除掉 2024 年 8 月的 13.40%，则为 2022 年 8 月以来高点，而自欧盟进口金额当月同比为 -6.11%，较前值下行 2.62 个百分点，连续 3 个月位于负值区间，创近 4 个月新低；10 月对日本出口金额当月同比为 6.77%，较前值上行 13.89 个百分点，创 2023 年 5 月以来新高，而自日本进口金额当月同比为 0.75%，较前值上行 7.86 个百分点，时隔 4 个月进入正值区间；10 月对东盟出口金额当月同比为 15.79%，较前值上行 10.30 个百分点，创近 5 个月新高，而自东盟进口金额当月同比为 -7.33%，较前值大幅下行 11.56 个百分点，时隔 3 个月再次进入负值区间，创 2024 年 3 月以来新低。

图 2：10 月我国对美出口金额当月同比的表现，并不十分突出（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

10 月出口金额当月同比创 2022 年 8 月以来新高，是否存在预期特朗普当选总统之后的对美国出口的“抢跑”效应？对这个问题的回答，可以有四个角度。**第一个角度**，10 月对美国出口金额当月同比为 8.10%，这一读数虽然高于对日本的 6.77%，但是低于对欧盟的 8.10%，以及对东南亚国家联盟的 15.79%。**第二个角度**，10 月对美国出口金额当月同比较 9 月上行 5.95 个百分点，低于对欧盟的 11.40 个百分点、对日本的 13.89 个百分点、对东南亚国家联盟的 10.30 个百分点。**第三个角度**，将 10 月对美国出口金额当月值与 9 月相比，看有无明显的上升。2024 年 9 月、10 月对美国出口金额当月值分别录得 470.15 亿美元、466.63 亿美元，2024 年 10 月较 9 月减少 3.52 亿美元。同期，10 月对欧盟、日本、东南亚国家联盟出口金额当月值较 9 月分别增加 14.32 亿美元、5.42 亿美元、16.17 亿美元。可见，从环比的角度看，10 月未出现对美国的“抢跑”情况。**第四个角度**，2024 年 10 月对美国、欧盟、日本、东南亚国家联盟出口金额当月值分别较 2023 年 10 月上行 34.98、49.09、8.75、65.49 亿美元。从中可见，美国仅位列第三。综上，10 月出口金额当月同比超预期，不存在对美国出口的“抢跑”现象。

三、主要资源品进口金额增速与数量增速表现一般，表明内需还不是很强

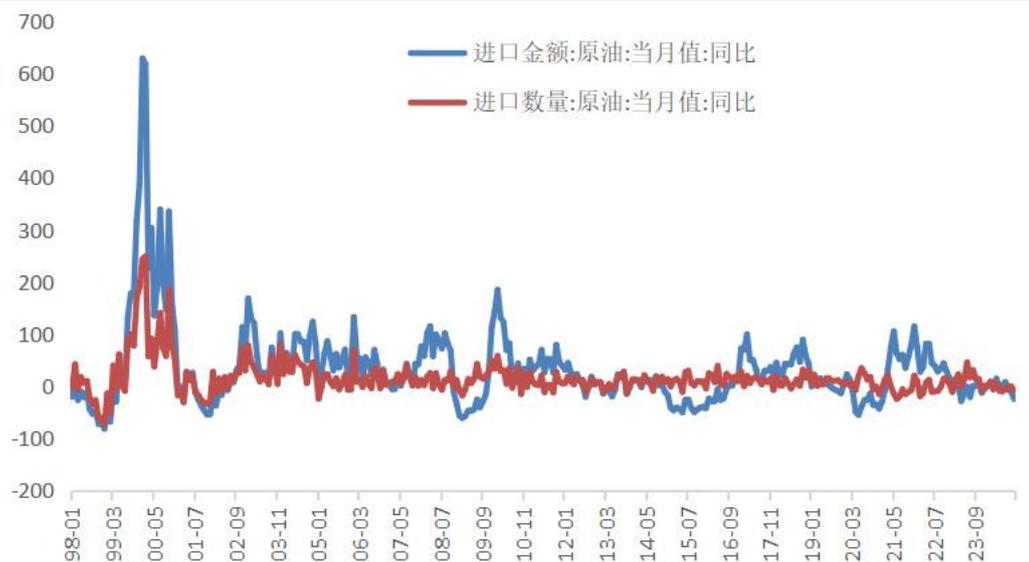
从主要资源品的进口金额当月同比看，10 月大部分录得负值，具体看：10 月原油进口金额当月同比为-24.89%，较前值大幅下行 14.15 个百分点，连续 3 个月位于负值区间，创 2023 年 5 月以来新低；10 月未锻造的铜及铜材进口金额当月同比为 17.19%，较前值上行 7.07 个百分点，创近 5 个月新高；10 月铁矿砂及其精矿进口金额当月同比-14.50%，较前值下行 6.54 个百分点，创 2023 年 8 月以来新低；10 月钢材进口金额当月同比为-6.52%，虽然较前值上行 4.71 个百分点，但是 2022 年 3 月以来，除了 2022 年 4 月的 1.25%，以及 2024 年 4 月的 8.59%，其余月份均处于负值区间。

从主要资源品的进口金额增速看，10月我国国内需求较为一般：**一是**10月铁矿砂及其精矿、原油、钢材进口金额当月值同比均录得负值；**二是**10月铁矿砂及其精矿、原油进口金额当月值同比均在9月的基础上继续下探；**三是**10月原油进口金额当月值同比录得深度负增长。

剔除掉价格因素，从主要资源品的进口数量当月同比看：10月原油进口数量当月同比为-8.73%，较前值下行8.18个百分点，连续6个月位于负值区间；10月未锻造的铜及铜材进口数量当月同比为1.17%，较前值上行1.25个百分点，时隔4个月重返正值区间；10月铁矿砂及其精矿进口数量当月同比为4.49%，较前值上行1.57个百分点；10月钢材进口数量当月同比为-20.0%，较前值下行5.94个百分点，连续5个月位于负值区间。

从数量看，10月我国进口需求也较为一般：**一是**虽然10月铁矿砂及其精矿与未锻造的铜及铜材进口数量当月同比录得浅度正增长，但是原油与钢材进口数量当月同比却录得较为深度的负增长；**二是**原油进口数量当月同比在9月录得负增长的背景下，10月继续下探，情况并未得到改观。

图3：10月原油进口金额当月值同比与进口数量当月同比的表现均较为一般（%）



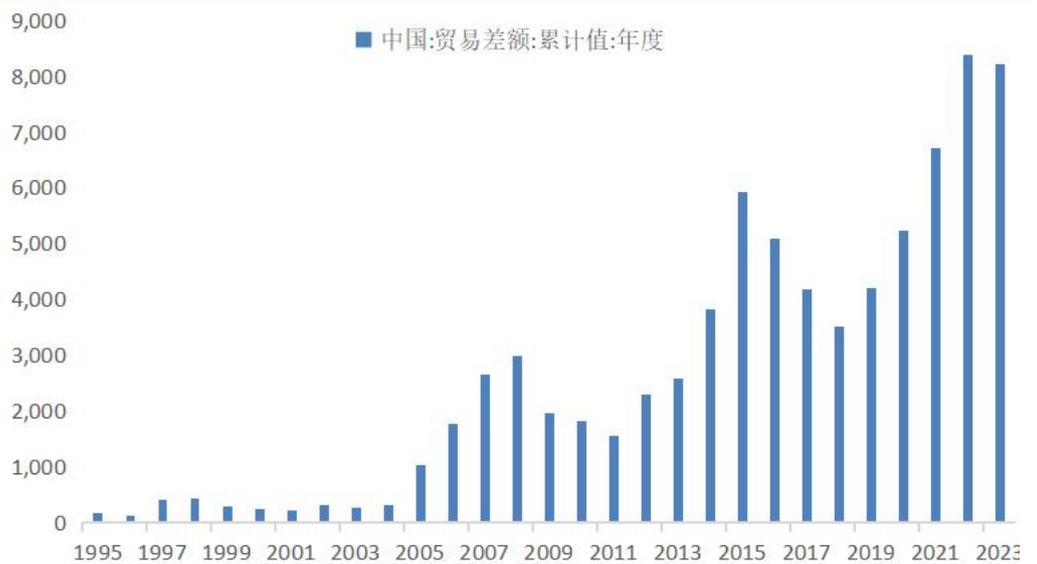
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

四、2024年贸易顺差大概率再创历史新高，贸易顺差的走阔是一个大趋势

10月贸易差额为957.20亿美元，较前值上行140.09亿美元，创近4个月新高，较去年同期上行398.58亿美元，创近30年同期新高。拆分看，10月出口金额当月值录得3090.60亿美元，较前值上行53.48亿美元，创2022年10月以来新高，而10月进口金额当月值录得2133.40亿美元，较前值下行86.62亿美元，创近4个月新低。可见，出口金额当月值上行与进口金额当月值下行均对10月贸易顺差走阔有贡献。累计值方面，1-10月贸易差额为7852.60亿美元，较前值上行957.57亿美元，较去年同期上行1069.50亿美元，同样创30年同期新高。

回首 1995 年以来，我国贸易差额均为正值，也就是均为贸易顺差。其中，峰值有 4 个，分别是 1998 年的 435.91 亿美元、2008 年的 2981.23 亿美元、2015 年的 5939.04 亿美元、2022 年的 8379.28 亿美元，间隔时长分别为 9 年、6 年与 6 年。此外，从 2003 年开始，贸易差额的每个上行阶段与下行阶段，均体现出较强的“单调性”，也就是逐年上行，或者逐年下行。

图 4：2003 年起贸易差额上行阶段与下行阶段，体现出较强的“单调性”（亿美元）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

2022 年、2023 年全年贸易差额分别录得 8379.28 亿美元、8221.02 亿美元。其中，2022 年的 8379.28 亿美元为有数据记录以来新高。展望 2024 年，在 10 月贸易差额累计值录得 7852.60 亿美元的背景下，11 与 12 月的累计值达到 526.68 亿美元，就能再创历史新高。我们认为 2024 年全年贸易顺差大概率破 9000 亿美元，再创历史新高是大概率事件。如果这一判断成立，则上文提到的 2003 年以来，贸易顺差在上行阶段与下行阶段的“单调性”，大概率会被打破，因为 2023 年贸易顺差低于 2022 年。**展望未来**，随着全球经济总量与全球贸易总量的不断扩大，我国贸易顺差总体而言是不断扩大的，也就是说，贸易差额不断扩大是一个大趋势，在此背景下，我国贸易顺差大概率续创历史新高。

“衰退式顺差”是指由于经济衰退，进口需求疲软，或由于需求疲软导致大宗商品进口价格下跌，导致进口额减少，即使在出口也衰退的情况下，也保持了很高的顺差。在贸易顺差迭创新高的背景下，我国也出现过“衰退式顺差”，最为典型的年份有四年：**一是**1998 年，出口金额累计值环比增加 10.60 亿美元，进口金额累计值环比减少 21.95 亿美元，贸易顺差环比增加 32.55 亿美元；**二是**2019 年，出口金额累计值环比增加 127.86 亿美元，进口金额累计值环比减少 573.39 亿美元，贸易顺差环比增加 701.26 亿美元；**三是**2020 年，出口金额累计值环比增加 904.70 亿美元，进口金额累计值环比减少 124.47 亿美元，贸易顺差环比增加 1029.17 亿美元。此外，2015 年也符合“衰退式顺差”的界定标准：出口金

额累计值环比减少 688.24 亿美元，进口金额累计值环比减少 2796.70 亿美元，贸易顺差环比增加 2108.46 亿美元。

五、特朗普再次当选美国总统，或不改全球与美国宏观经济基本走势

在特朗普赢得美国 2024 年总统大选的背景下，特朗普的政策主张成为市场关注的焦点。特朗普的政策主张对美国以及全球宏观经济而言是“多空交织”。“多”的方面：一是承诺降低利率；二是提出规模达到数万亿美元的减税措施，包括扩大 2017 年减税规模；三是承诺一旦当选，将在 24 小时内通过与俄罗斯谈判达成和解，结束俄乌战争；四是在任期内取消了数百项环境保护措施，包括限制发电厂和车辆的二氧化碳排放。“空”的方面：一是誓言要通过修建隔离墙和加强执法来封锁边境；二是在巴以冲突方面坚定支持以色列；三是提议对大多数外国商品征收 10-20% 的新关税，并对所有中国商品征收 60% 的关税，并对那些不再使用美元的国家征收其他关税。

图 5: 美国 ISM 制造业 PMI 在荣枯线之下下探, 表明美国经济依旧处于收缩状态(%)



数据来源: WIND 英大证券研究所整理

我们认为，特朗普再次当选美国总统，或不改全球与美国宏观经济基本走势。具体而言，我们认为，中短期之内，美国经济大概率承压，进而全球宏观经济大概率承压。**第一**，10 月摩根大通全球制造业与美国 ISM 制造业 PMI 分别录得 49.40、46.50，分别较前值上行 0.60、-0.70 个百分点，二者均位于荣枯线之下，表明当前全球经济与美国经济依旧处于收缩状态。**第二**，在特朗普赢得总统大选的背景下，“特朗普交易”预期上升。“特朗普交易”的特征是包括原油与铜在内的风险资产价格上升，利率债以及黄金等避险资产价格下跌。一旦原油与铜上涨，将对美国 CPI 同比与美国 PPI 同比产生支撑作用，延缓美联储降息的速度与力度。11 月美联储议息会议就透露出相应的政策意图：**一是**“美联储将继续采取逐次会议的方式做出决策”，表明美联储慎重对待降息问题；**二是**“如果经济保持强劲，通胀未能回落至 2%，则可以更缓慢地调整政策”，“更缓慢”三个字具有较强的



政策指引意义；三是“随着接近中性利率，可能有必要放缓降息步伐”，明确提出有可能放缓降息；四是“美联储的基本预期是将利率逐步调整至中性水平”，“逐步调整”也表达了延缓降息的意图；五是“在短期内，选举将不会对政策产生影响”，但是不排除特朗普当选在中长期影响美联储政策；六是“现在不是做大量前瞻性指导的好时机”，表明前景具有一定的不确定性。值得指出的是，议息会议明确提出“加息并非美联储的计划”，因此，除非遇到极端的情况，美联储不可能加息。此外，虽然特朗普提出当选之后要大幅降息，但是鲍威尔大概率提出异议，并坚持美联储既定的决策规则。综上，中短期内，美联储大概率放慢降息的进度，预计12月美联储降息概率较低。在美联储大概率延缓降息的背景下，美国宏观经济大概率在短期内面临较大压力。**第三**，特朗普提出结束通货膨胀，让美国人重新负担得起开支。从结果来看，在供给不变的背景下，“结束通货膨胀”只能是需求下行，也就是美国宏观经济承压。

在美国以及全球宏观经济承压的背景下，我们认为国际油价大概率承压。如果这一判断成立，则“特朗普交易”中，原油价格的上涨在中短期内大概率是不成立的，进而我们推断“特朗普交易”至少有一部分是不成立的。在美国宏观经济承压，国际油价下行，以及美国CPI同比下行的背景下，叠加考虑特朗普偏好大幅降息，我们认为美联储在短期延缓降息之后，在中期大概率加大降息力度，这一时点的来临，大概率在2025年2-3季度。在以上判断成立的背景下，我们认为短期之内，我国出口金额当月同比或不具备大幅上行的基础。



风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。
