



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

外贸高顺差能持续多久

——中国进出口态势的延续性探讨

日期： 2023年05月26日

分析师： 胡月晓
Tel: 021-53686171
E-mail: huyuexiao@shzq.com
SAC 编号: S0870510120021
分析师： 陈彦利
Tel: 021-53686170
E-mail: chenyanli@shzq.com
SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

《迎接二次修复》

——2022年06月01日

■ 主要观点

中国外贸高光时刻延续原因

2023 年以来，较能体现中国外贸发展成果的顺差，延续了高位运行态势。中国外贸的高顺差格局，或得益于以下几个方面因素。首先是疫情以来全球制造业向中国集中的惯性使然。其次，大宗商品价格下移带来的中国贸易条件改善。第三，人民币汇率相对偏软。

持续高顺差的外部影响

贸易逆差并非不可接受，而是在国际收支均衡下，结合整体经济发展愿景下的可控、有序。在疫情期间西方各国正常生产受到冲击情况下，中国高贸易顺差显然不会受到诘难，一旦各国经济、社会生活开始恢复正常，中国持续高顺差态势或影响国际贸易政策间的协调性。从顺差来源看，欧美仍是中国最主要的顺差来源国；持续高顺差下中国与西方间贸易争端，不可避免有上升趋势，这不依赖于西方选战结局变化。

持续高顺差的内部影响

持续高顺差对国内经济环境影响，则要依国际收支整体情况的变化而定，货物贸易净出口情况，对国际收支的短期影响，实际上是较难确定的。总体而言，持续高顺差体现了该国的国际竞争力强势局面，在增加了与海外经济体贸易争端可能性的同时，也为国内专业转型和结构调整创造了条件，使得国内宏观调控部门可以采用偏紧政策，尤其在经济回暖态势成为决策当局认识的情况下，货币后撤、汇率趋升、产业调控趋平等，采用概率上升或成为一种趋势。

中国高顺差的前景

中国持续高顺差的格局，体现了中国经济国际竞争力的强势地位，这种地位来源于中国作为大国经济体的规模经济、产业体系完善优势、人口数量和质量构成合适的资源禀赋优势等，更为重要的是，40 多年发展积累的资本优势，不是短期能够撼动的。我们认为，中国经济在国际经济竞争中的这种优势地位，在未来较长时期内仍将延续。在全球经济趋软前景下，大宗商品价格总体疲软态势依旧，因而中国高顺差在 2-4Q 的短期，预计仍将延续。

■ 风险提示

俄乌冲突扩大化，国际金融形势改变。中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化。

目 录

1 中国外贸高顺差原因分析..... 3
 1.1 中国外贸的高顺差态势..... 3
 1.2 中国外贸高顺差的原因..... 4
 2 中国外贸高顺差的内外影响 9
 2.1 对外部国际经济环境的影响 9
 2.2 对国内经济环境的影响..... 12
 3 中国高顺差的前景判断..... 12
 3.1 中国外贸高顺差态势仍将延续..... 12
 4 风险提示: 14

图

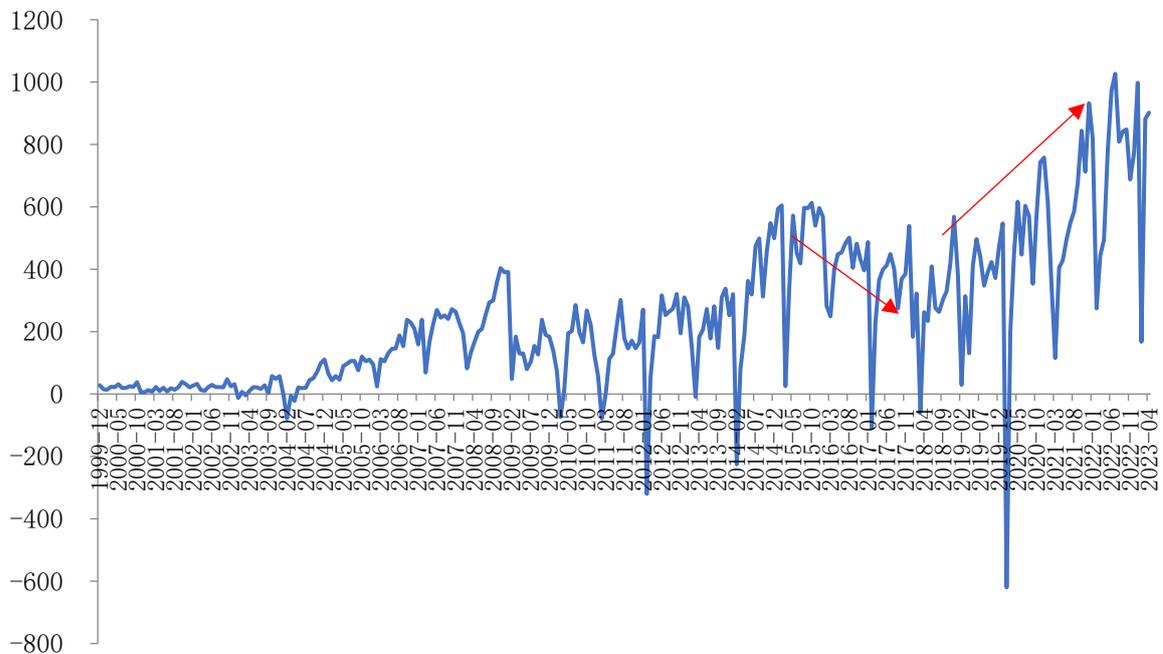
图 1: 中国进出口的顺差规模 (亿美元, 月) 3
 图 2: 中国进出口规模增速变化 (% , 月) 4
 图 3: 中国货物贸易顺差规模 (当月值, 人民币, 亿元) 4
 图 4: 中国货物贸易进出口增速变化 (当月同比, %) 5
 图 5: 大宗商品价格变化: 原油 (美元/桶, 日) 6
 图 6: 大宗商品价格变化—铁矿石价格指数:CFR 青岛港
 (MBIOI-62%) (美元/吨, 日) 6
 图 7: 中国进口金额中原油占比 (年度, 美元, %) 7
 图 8: 中国贸易条件的变化—价格指数(HS2):总指数..... 8
 图 9: 汇率决定的影响因素 8
 图 10: 人民币兑美元即期汇率 (间接标价法) 9
 图 11: 中国年度顺差变化 (亿美元) 10
 图 12: 中国贸易顺差来源 (亿美元, 当月规模) 10
 图 13: 中国贸易顺差来源结构 (累计美元, 月, %) 11
 图 14: 中国国际收支变化 (亿美元) 12
 图 15: 中国外贸优势基础 13
 图 16 西方本轮通胀属性为供给冲击 14

1 中国外贸高顺差原因分析

1.1 中国外贸的高顺差态势

最新的中国外贸数据，可以说又是一个超出预期、表现良好的数据，尤其是从顺差的角度，2022年以来的高顺差态势已成为一种常态。过去的12个月中（2022年5月-2023年4月），扣除春节扰动的月份（2023年2月），11个月中有8个月顺差在800亿美元以上，其中最低月份（2022年11月）为687.4亿美元，最高月份（2022年7月）为1026.5亿美元。从外贸顺差变化的历史进程看，除了2022年1季度的疫情静默管理时期外，2020年后中国外贸高顺差的高光状态，一直延续至今。

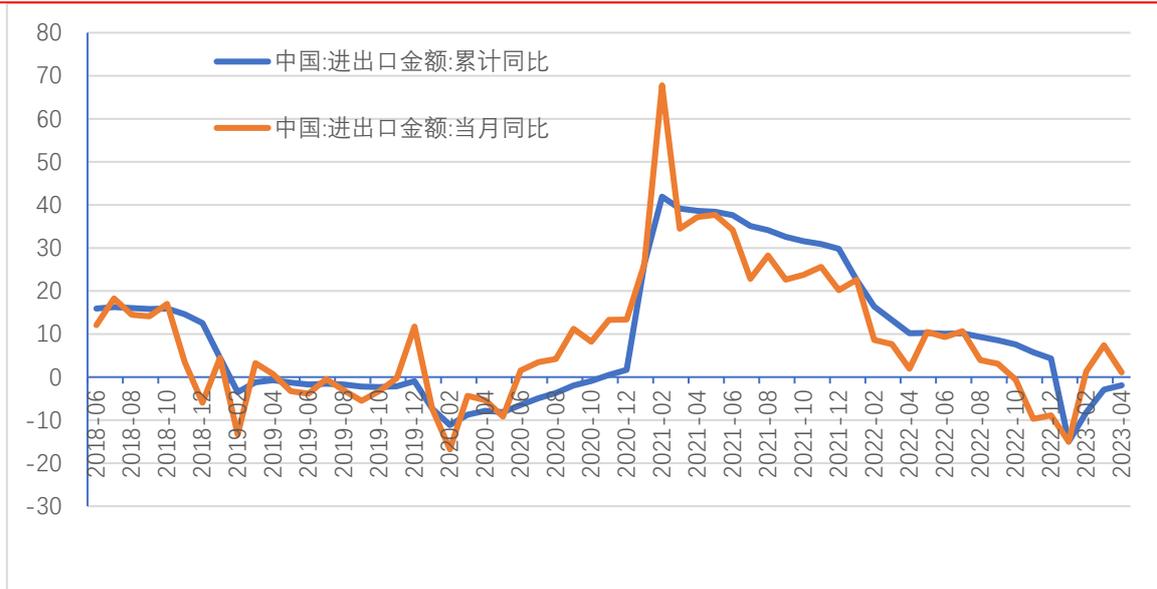
图 1：中国进出口的顺差规模（亿美元，月）



资料来源：Wind，上海证券研究所

通常认为，随着疫情形势变化，各国经济、社会生活皆先后恢复正常化状态，中国凭借疫情前半段建立的出口优势，将逐渐消退，进出口增长将逐渐放缓，甚至面临“断崖式”下降；加之中美贸易争端下的中国产业的外移，顺差规模将趋向下降。然而，在中美“脱钩”声中，中国外贸却越战越勇，外贸“高光”不断超市场预期延续。从中国当前外贸发展的情况看，疫情后中国外贸受到影响较为有限，且只表现进出口整体规模方面。

图 2：中国进出口规模增速变化（%，月）

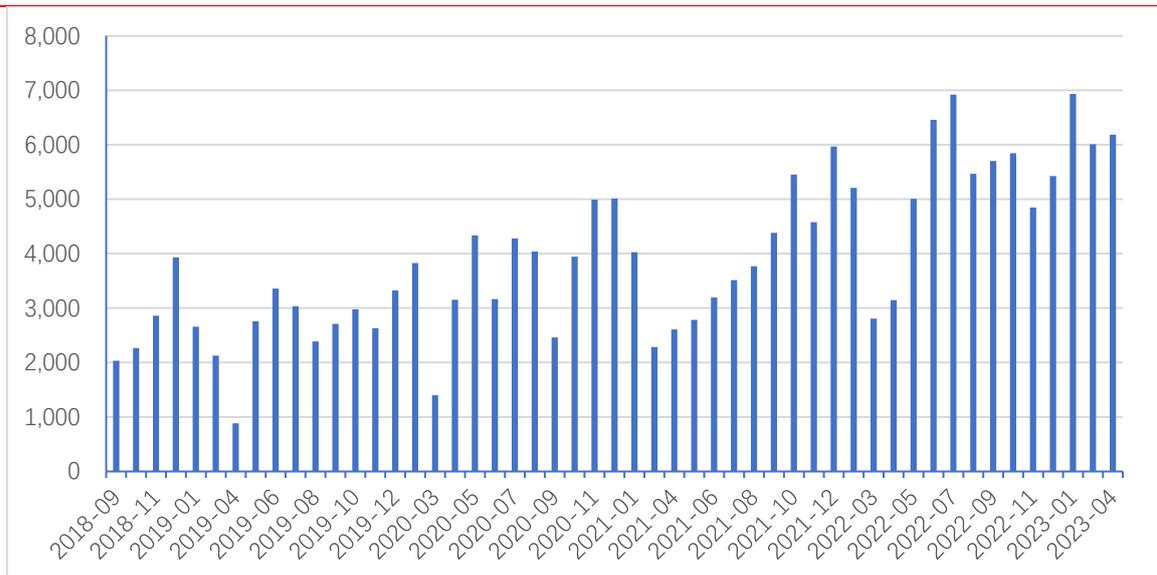


资料来源：Wind，上海证券研究所

1.2 中国外贸高顺差的原因

5月9日，中国海关总署公布最新的中国外贸数据，按美元计价，2023年1-4月进出口总值1.94万亿美元，同比下降1.9%。其中，出口1.12万亿美元，增长2.5%；进口8227.6亿美元，下降7.3%；贸易顺差2941.9亿美元，扩大45%。从人民币计价的货物贸易顺差变化看，中国进出口顺差高位运行状况甚至超越了疫情期间水平；我们认为，未来贸易顺差高位延续态势仍将维持。

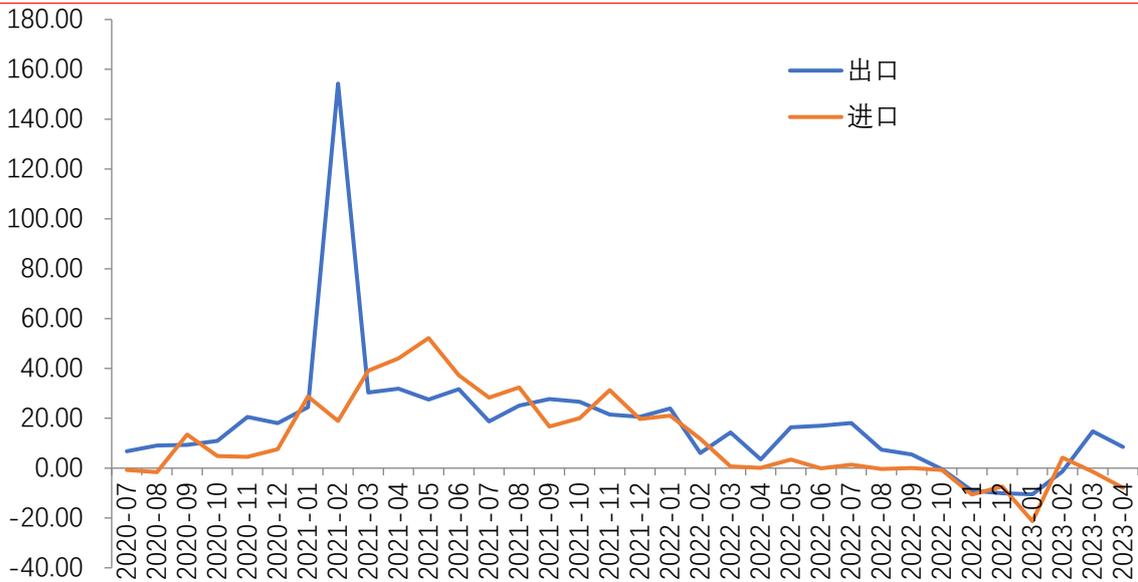
图 3：中国货物贸易顺差规模（当月值，人民币，亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

从进出口情况看，2022年以来出口增长好于进口增长的趋势，一直未有改变。即使进出口双降，进口增速的回落也要快于出口。我们认为，外贸数据变化的这种特征，实际上反映了中国制造业地位，在全球格局中的提升。

图 4：中国货物贸易进出口增速变化（当月同比，%）

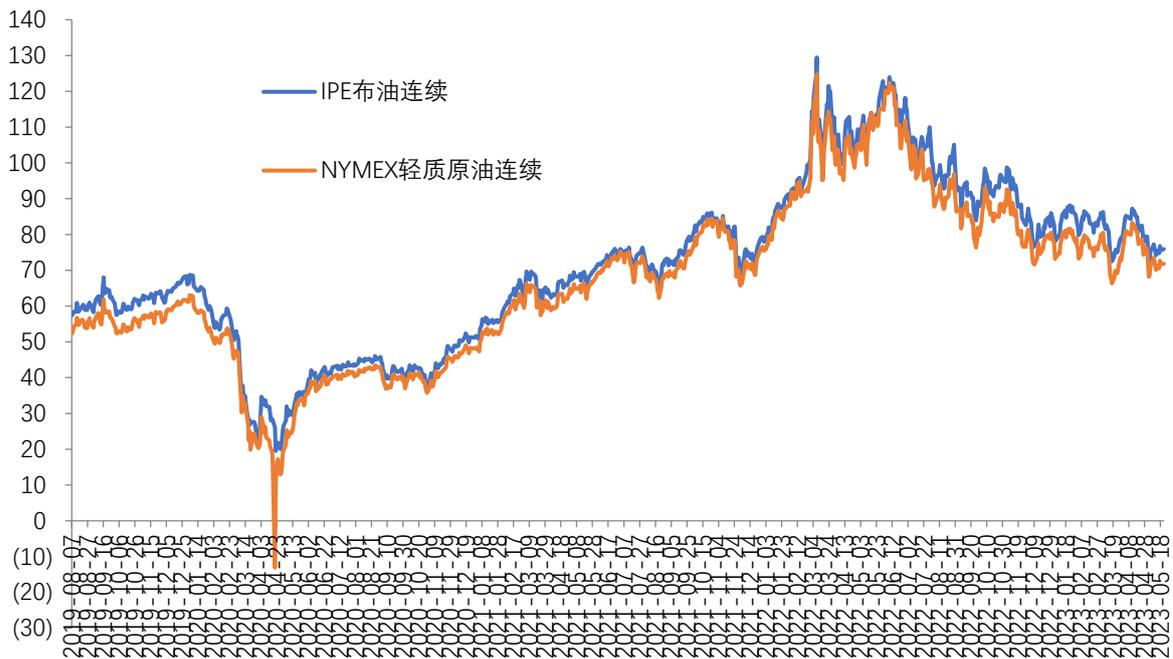


资料来源：Wind，上海证券研究所

可见，中国外贸发展保持了整体规模和高顺差双延续的局面，整体规模放缓主要是进口规模下降的结果，而进口下降主要是中国主要进口商品-石油等原材料大宗商品，价格下降的结果。

对中国进出口影响比较大的两种国际大宗商品石油和铁矿石，2022年以来都延续了下降的态势。2022年下半年以来，国际原油价格（布伦特原油）2022年6月末为115美元/桶，到2022年12月末的年底时下降到了86美元/桶；2023年后继续下降，4月末下降为79美元/桶。

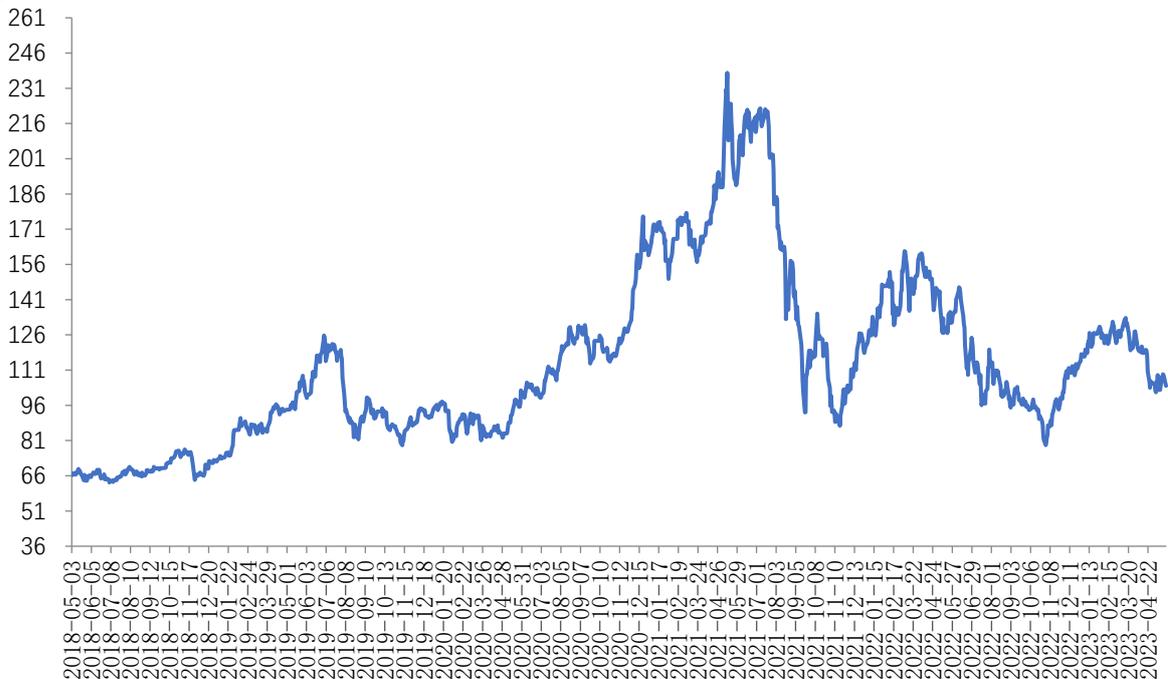
图 5：大宗商品价格变化：原油（美元/桶，日）



资料来源：Wind，上海证券研究所

国际铁矿石的价格虽然走势和原油不一致，但经历了更早的下跌；从走势看，在 2022 年下台阶企稳后，2023 年价格表现基本略低于 2022 年同期水平。

图 6：大宗商品价格变化—铁矿石价格指数:CFR 青岛港(MBIOI-62%)（美元/吨，日）



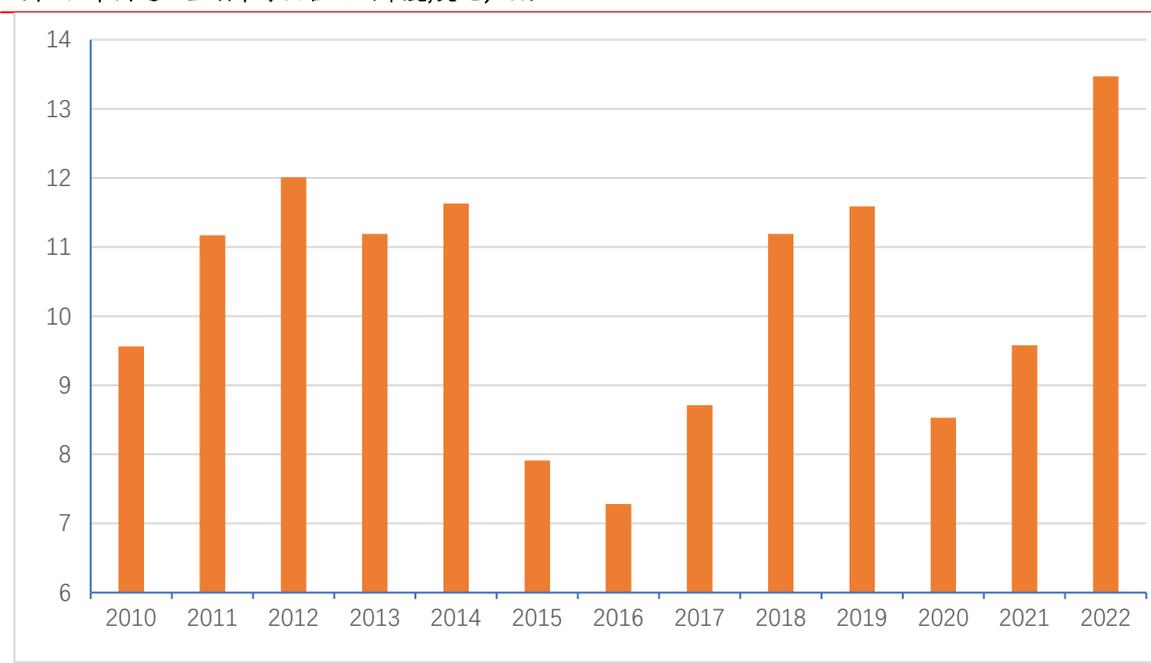
资料来源：Wind，上海证券研究所

综合直观观察的结果，我们认为，中国外贸的高顺差格局，或得益于以下几个方面因素。

首先是疫情以来全球制造业向中国集中的惯性使然。2008年危机后西方产业实际上更趋服务业化，制造业向中国集中的趋势一直未有停止。2018年特朗普发动中美贸易战后，虽然西方在全球产业链布局上提出“友岸外包”等政策主张，但就从国家整体竞争优势而言，中国大规模产业外移难以发生，中国成为全球制造中心是过去数十年间国际经济格局自然演变的结果。

其次，大宗商品价格下移带来的中国贸易条件改善。大宗商品在中国进口结构中占据有重要地位，伴随着中国经济发展，中国对全球能源、原材料等的需求仍有增加趋势，2022年中国原油进口占所有进口的比重为13.5%。因此，随国际经济、政策形势变化而带来的大宗商品价格下移，对中国顺差保持高位的重要因素。

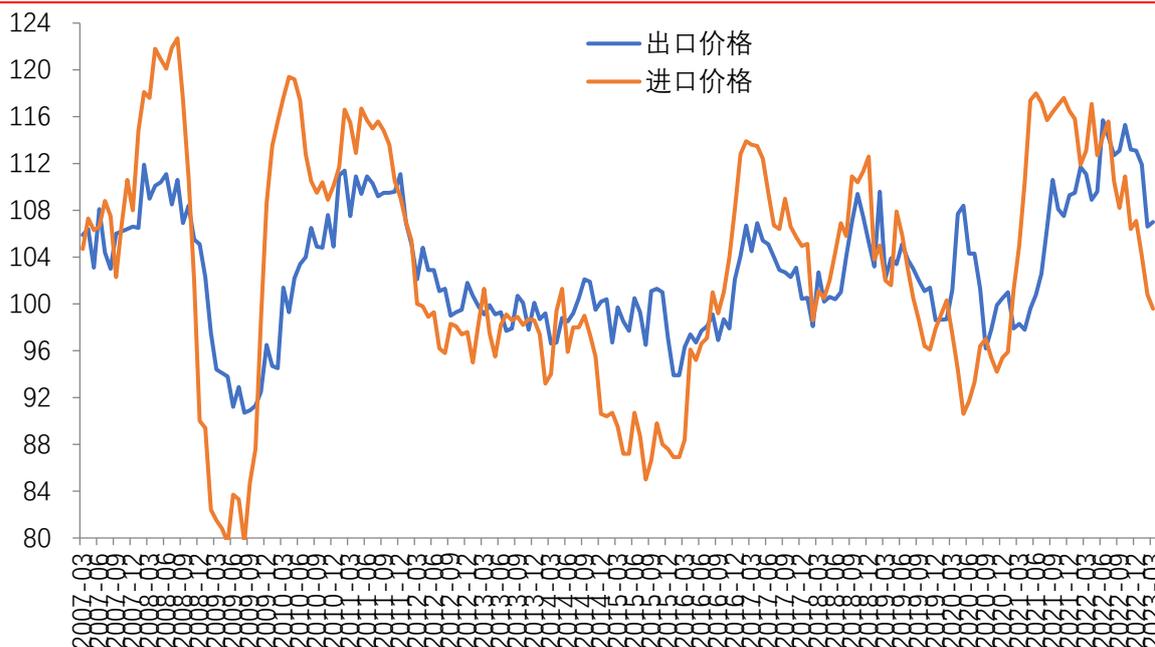
图 7：中国进口金额中原油占比（年度,美元，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

2022年下半年后，由于大宗商品价格的回落，中国贸易条件得以改善，2023年后的改善状况进一步扩大，2022年12月中国出口价格指数-进口价格指数的差为6.0，2023年3月扩大为7.4。贸易条件改善，意味着同样进出口规模下顺差规模扩大。

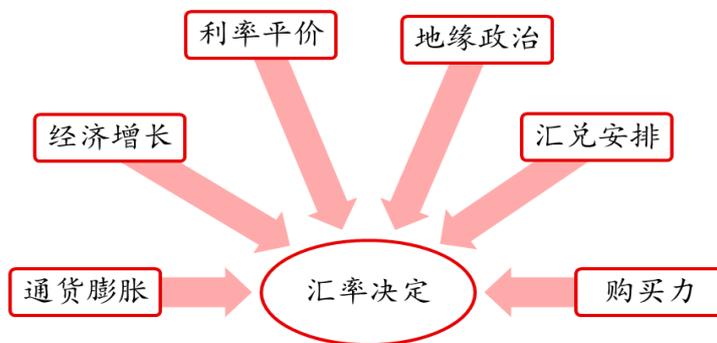
图 8：中国贸易条件的变化—价格指数(HS2):总指数



资料来源：Wind，上海证券研究所

第三，人民币汇率相对偏软。2022年初，人民币兑美元汇率最高达到了6.31，随后在美元进入持续加息进程后，利率平价机理成为了左右人民币汇率变化的主要决定因素，人民币汇率持续贬值；然而到了2023年后，正如我们之前（2022年12月5日）发布的宏观年度报告《经济独步寻芳 市场环境回暖——2023年中国经济、金融展望》中所言，2023年人民币汇率走势决定基础，将由利率平价转向通货膨胀和经济前景，这样人民币汇率或现稳中偏升态势。

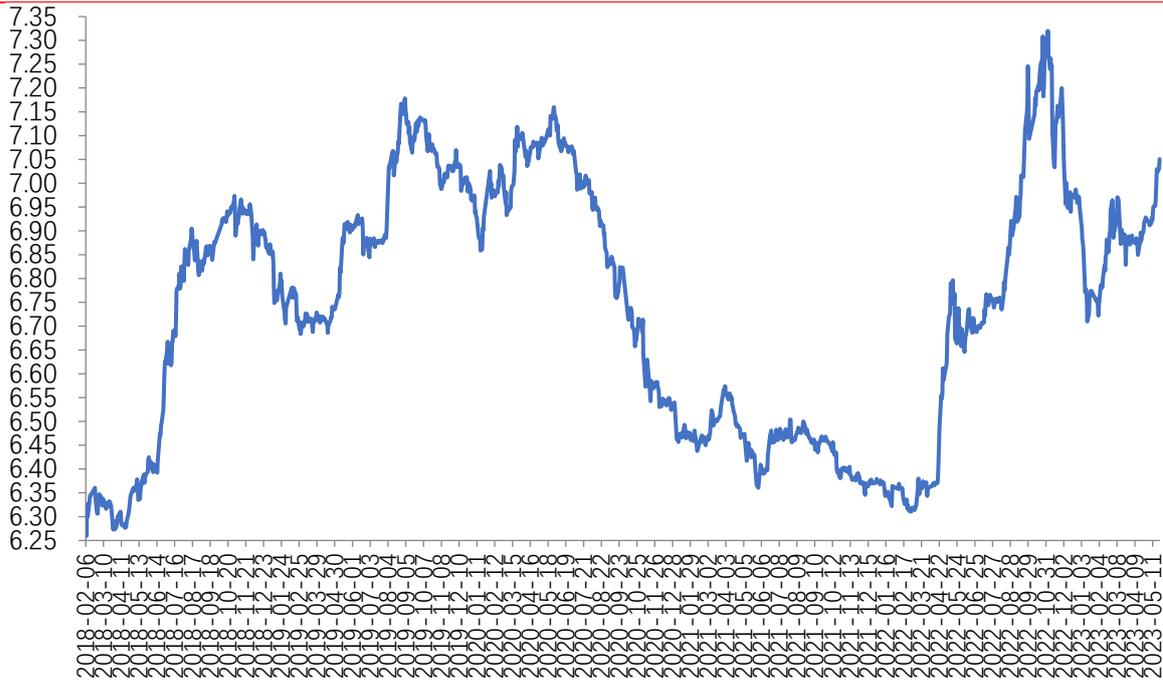
图 9：汇率决定的影响因素



资料来源：上海证券研究所

由于疫情后正常化初期经济内生动力偏弱，外贸平稳发展有利于整体经济平稳复苏，平稳运行的汇率环境显然有利于外贸平稳发展，因此维持偏软且平稳的汇率状态，或为政策合意偏好。人民币汇率实行有管理的浮动汇率制，在资本项目未完全开放前，政策意图还是重要的汇率走势影响因素。

图 10：人民币兑美元即期汇率（间接标价法）



资料来源：Wind，上海证券研究所

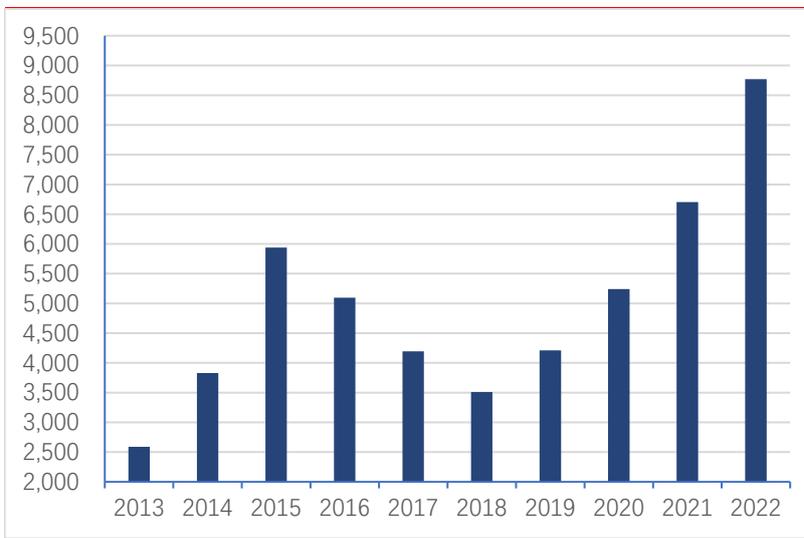
2 中国外贸高顺差的内外影响

2.1 对外部国际经济环境的影响

早在中国因在全球抗疫中突出成就而外贸繁荣局面初起之时，我们曾在 2021 年 12 月 24 日发布的《伏之年繁荣始点——2022 年宏观经济、金融展望》的报告中提出，随着疫情形势变化，各国经济、社会生活皆先后恢复正常化状态，中国凭借疫情前半段建立的出口优势，将逐渐消退，进出口增长将逐渐放缓，但由于贸易条件变化，顺差或将仍就保持高位。后疫情时代中国外贸前景偏软是彼时市场主流看法，加之中美贸易争端下的中国产业的外移，顺差规模将趋向下移。然而，在中美“脱钩”声中，中国外贸却越战越勇，外贸“高光”不断超市场预期延续。

2022年，中国贸易顺差额为8769亿美元，比疫情前2019年的4210亿美元翻了一倍有余。

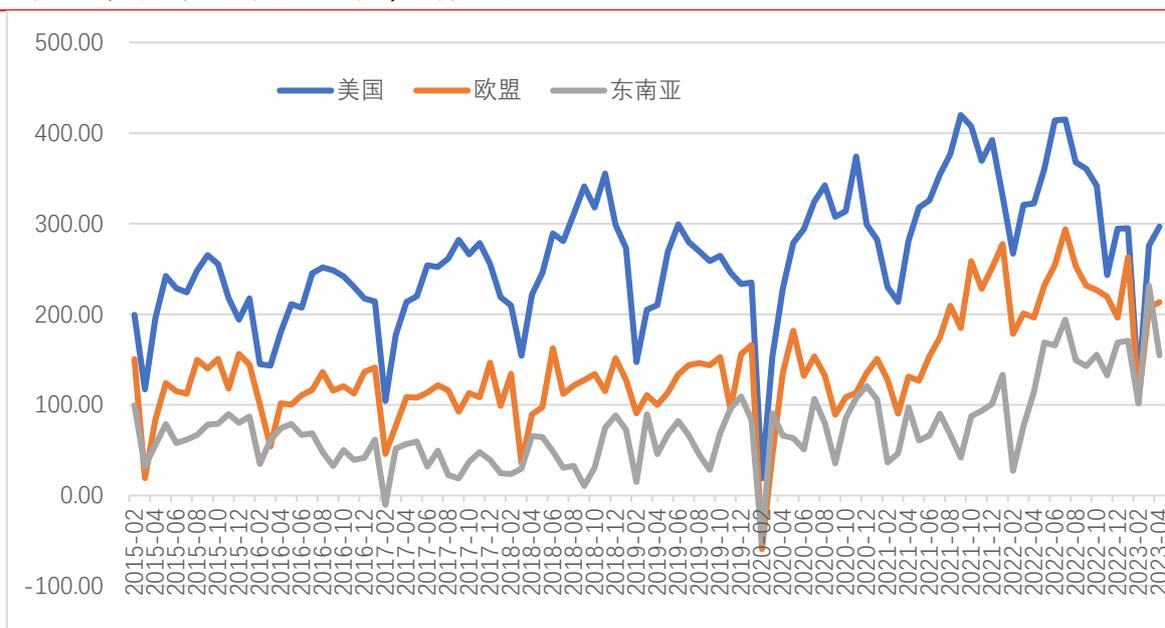
图 11：中国年度顺差变化（亿美元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

持续高顺差局面，显然极易导致国家间贸易政策的冲突，通常国家一般都会追求贸易平衡——贸易逆差并非不可接受，而是在国际收支均衡下，结合整体经济发展愿景下的可控、有序。在疫情期间西方各国正常生产受到冲击情况下，中国高贸易顺差显然不会受到诘难，一旦各国经济、社会生活开始恢复正常，中国持续高顺差态势或影响国际贸易政策间的协调性。

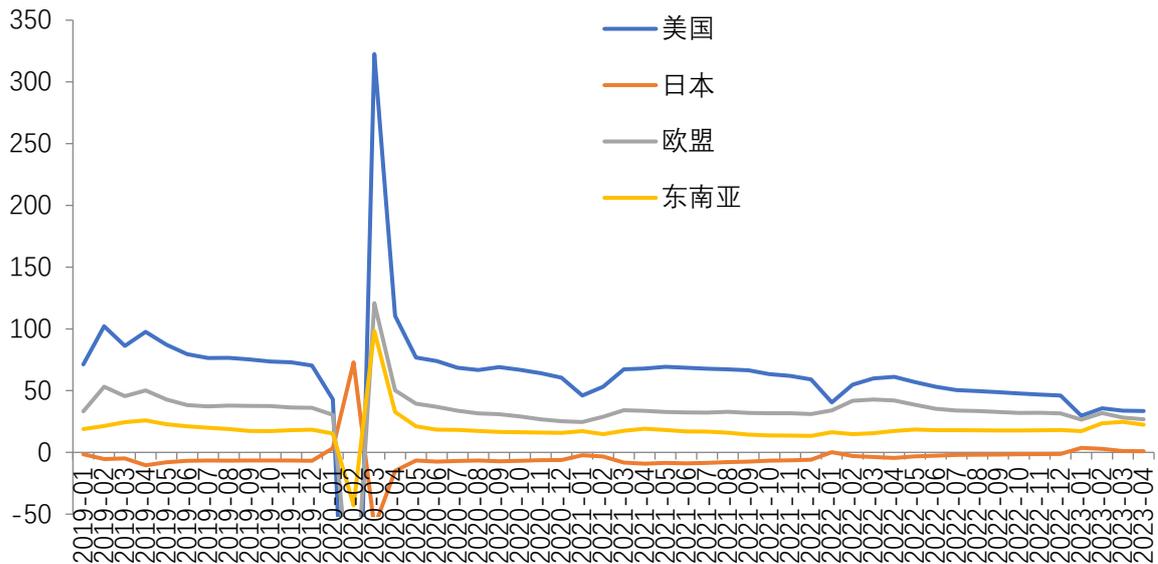
图 12：中国贸易顺差来源（亿美元，当月规模）



资料来源：Wind，上海证券研究所

从顺差来源看，欧美仍是中国最主要的顺差来源国；2023年4月，中国顺差累计第一来源地仍为美国，比重为33.5%，第二为欧洲，比重为26.8%，第三才是被认为重要性提升的东南亚，比重为22.3%，实际上这个结构在较长时期内是稳定的。因此我们认为，持续高顺差下中国与西方间贸易争端，不可避免有上升趋势，这不依赖于西方选战结局变化。

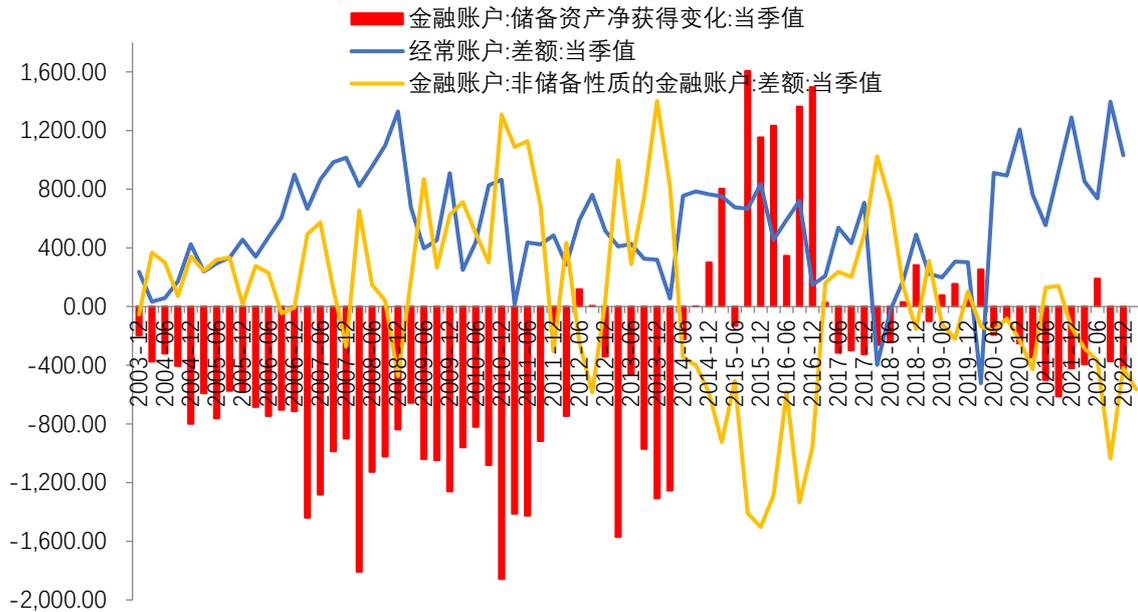
图 13：中国贸易顺差来源结构（累计美元，月，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

持续高顺差对国内经济环境影响，则要依国际收支整体情况的变化而定，货物贸易只是构成经常项目收支的一部分，经常项目收支还包括服务项目，影响国际收支的除了经常项目，还有资本和金融项目。货物贸易净出口情况，对国际收支的短期影响，实际上是较难确定的。从近几年实际情况看，由于服务项目逆差在2020年后大幅缩小，以及资本和金融项下变化的综合影响，中国国际收支趋于改善，即储备变化重新呈现了平稳回升的态势。

图 14：中国国际收支变化（亿美元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

2.2 对国内经济环境的影响

总体而言，持续高顺差体现了该国的国际竞争力强势局面，在增加了与海外经济体贸易争端可能性的同时，也为国内专业转型和结构调整创造了条件，使得国内宏调部门可以采用偏紧政策，尤其在经济回暖态势成为决策当局认识的情况下，货币后撤、汇率趋升、产业调控趋严等，采用概率上升或成为一种趋势。

世界经济格局变化是一个长期性因素，是一个时代的转变；贸易条件改善则是一个短期因素，是一个年度的变化。作为全球制造业中心，中国需要进口原材料和关键商品，前者主要体现为各类大宗商品，如铁矿石、石油等，后者主要体现为芯片。国际经济竞争中，中国对大宗商品贸易安全的对策是走出去投资，对芯片安全对策是内部追赶，前者比较成功，后者正处在被“卡脖子”的痛苦期。

3 中国高顺差的前景判断

3.1 中国外贸高顺差态势仍将延续

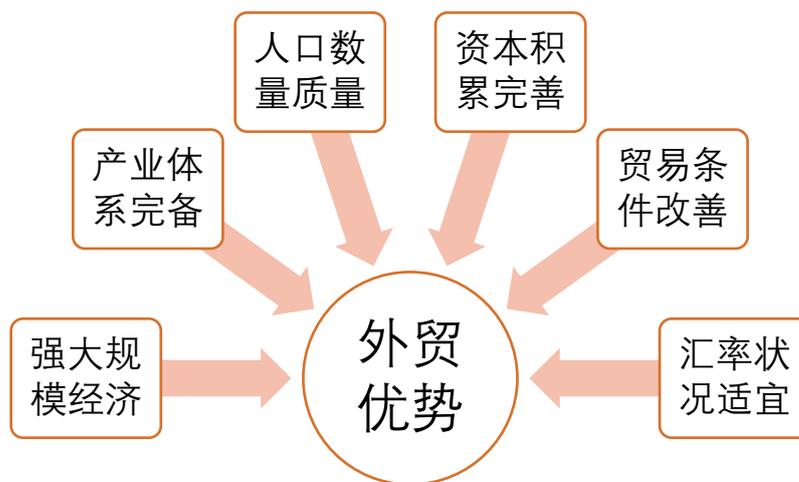
2022年以来，较能体现中国外贸发展成果的顺差，延续了高位态势。2023年1-4月的顺差累计达2949亿美元，远超疫情前

请务必阅读尾页重要声明

2019年同期的857亿美元，也比2021年疫情防控优势下中国近乎成为全球供应地、海运一箱难求时期，同期（2021年1-4月）的1484亿美元。从宏观经济角度，直接构成经济增长的只是净出口（即顺差），因此高顺差延续态势，表明了中国外贸“高光”时刻的延续。从中国顺差变动进程看，中国顺差规模已走出特朗普发动贸易战初期的放缓走势，持续上扬，2022年后在新高平台区间稳定运行。

中国持续高顺差的格局，体现了中国经济国际竞争力的强势地位，这种地位来源于中国作为大国经济体的规模经济、产业体系完善优势、人口数量和质量构成合适的资源禀赋优势等，更为重要的是，40多年发展积累的资本优势，不是短期能够撼动的。中国经济在国际经济竞争中的这种优势地位，在未来较长时期内仍将延续，并不会因经济周期、贸易冲突等人为干涉，而有根本改变。

图 15：中国外贸优势基础

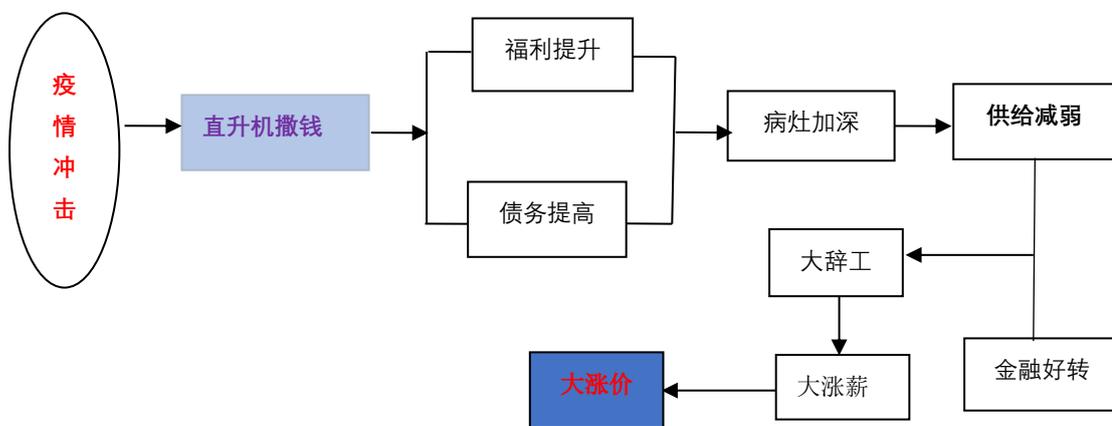


资料来源：上海证券研究所

欧美西方国家在2022年就在经济和社会生活方面，全面转向了正常化；在中国也与2023年转向正常化后，全球经济重心转向中国的世界经济格局演变趋势，并没有发生改变。债务经济时代需要一套全新的经济管理模式和经济理论，目前西方世界并未找到这种新模式和新理论，例如，面对因“大涨薪”而起的“大涨价”，仍然沿用货币-通胀的传统理论来解释，因而采用了持续加息模式，引发了当前银行倒闭的金融风险，并可见的经济压力、债

务压力。在全球经济趋软前景下，大宗商品价格总体疲软态势依旧，因而中国高顺差在 2-4Q 的短期，预计仍将延续。

图 16 西方本轮通胀属性为供给冲击



资料来源：上海证券研究所

4 风险提示：

俄乌冲突扩大化，国际金融形势改变：俄乌冲突已升级为两国之间的战争，西方对俄罗斯实施制裁或引致国际大宗商品市场动荡，并对国际金融市场产生扰动。

中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化：大宗商品价格高位波动，以及疫情反复，通货膨胀和经济运行前景的不确定性提高，或许带来中国货币政策的超预期改变。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。