下载日志已记录，仅供内部参考

宏观研究

【粤开宏观】中国贸易顺差与外部失衡之辩：六个关键问题

2026 年 10 月 27 日

投资要点

分析师：罗志恒
执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@ykzq.com

分析师：马家进
执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@ykzq.com

近期报告

《【粤开宏观】积极因素持续积累，资本市场稳健发展基础不断夯实》2026-10-23

《【粤开宏观】全球 K 型分化的三大驱动：AI、利率与债务》2026-10-20

《【粤开宏观】回升中的分化：三季度经济回顾与四季度展望》2026-10-19

《【粤开宏观】前三季度经济形势快评》2026-10-19

《【粤开宏观】9 月出口再提速：涨价支撑 AI 领跑，汽车与消费品增速回升》2026-10-14

摘要

按照海关总署统计口径，2025 年中国商品贸易顺差接近 1.2 万亿美元，2026 年前三季度已达近 9400 亿美元，同比增长 7.8%，全年有望再创历史新高。持续扩大的贸易顺差引发了国际上关于中国是否存在“外部失衡”的新一轮争论。国际货币基金组织（IMF）认为，中国内需不足以及部分产业政策支持等因素，使中国经济增长过度依赖出口，加剧了全球外部失衡，并主张通过扩大消费、调整产业政策和增强汇率弹性促进再平衡。**美国**则将中国贸易顺差与所谓不公平竞争、产业补贴和产能过剩等问题联系起来，指责中国商品冲击美国制造业，并通过加征关税、开展贸易调查等措施限制中国商品进入美国市场。**欧盟**更加关注中国对欧出口扩大带来的产业竞争压力，尤其是在汽车、钢铁、化工等领域，并以贸易逆差、不公平补贴和市场准入等问题为由，对中国采取贸易限制措施。

面对上述争论及部分针对中国的指责，有必要厘清以下六个关键问题。

1、贸易顺差持续扩大，是否意味着中国存在外部失衡？外部失衡关注的不是有没有顺差或逆差，而是一国整体对外收支是否出现了不合理的过大差额。判断一国是否存在外部失衡，不能仅看商品贸易顺差的绝对规模，中国在服务贸易存在逆差，因此应综合考虑经常账户状况、顺差的相对规模及国际比较。中国虽然保持较大商品贸易顺差，但并不存在不合理的外部失衡。2025 年，中国商品贸易顺差接近 1.2 万亿美元，但经常账户顺差为 7350 亿美元，占 GDP 的 3.8%，明显低于 2007 年 9.8%的水平，也低于 2025 年德国、日本、韩国等主要顺差经济体的经常账户顺差占 GDP 的比重。不能因为中国存在较大规模的顺差，就直接认定其存在外部失衡，还要看其相对本国经济规模的比值。

2、中国为什么能够保持较大贸易顺差？主要原因是中国制造业综合竞争力持续增强，同时欧美部分制造业自身竞争力下降。经过长期工业化发展，中国形成了产业链完整、规模经济显著、生产效率较高和技术创新能力不断增强等综合优势，中国制造不仅在国际市场具有竞争力，在国内市场同样不断扩大份额。相比之下，美国制造业长期外迁，欧洲部分产业面临成本较高、创新不足和转型迟缓等问题，比如俄乌冲突爆发导致的能源供给冲击直接影响了德国汽车产业，而中国新能源汽车凭借竞争优势在欧洲市场颇受欢迎。此外，欧美对先进芯片、半导体设备等产品实施的对华出口限制，也压缩了其扩大对华出口的空间。只要欧美对华开放高科技出口，欧美对华逆差、中国对外顺差都将明显收窄。欧美一方面希望缩小对华贸易逆差，另一方面又对部分具有竞争优势的产品设置出口障碍，其政策目标之间存在明显矛盾。

3、如果没有中国，美国和欧洲就能实现贸易平衡吗？不能。美国长期贸易逆差根植于自身的储蓄与支出结构、制造业全球布局和美元国际货币地位。2025 年，美国对华商品贸易逆差仅占其全部商品贸易逆差的约 16%，即使减少从中国进口，也不意味着其进口需求和整体逆差随之消失，对华逆差无非是转

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

移到对东盟等地区逆差。欧盟虽然对华存在较大贸易逆差，但对欧盟以外经济体的商品贸易总体仍保持顺差，成员国之间也存在明显的贸易不平衡。限制中国出口可能改变欧美的进口来源和双边逆差分布，却难以消除其自身的结构性问题。

4、对中国而言，贸易顺差是否越大越好？并非如此。出口增长能够发挥制造业竞争优势，扩大就业，推动企业发展和技术进步，但持续较大的顺差也可能加剧国际贸易摩擦，增加经济增长对外部需求的依赖，导致经济更加脆弱和不稳定。较大的经常账户顺差还意味着国民储蓄超过国内投资，其差额表现为增加海外资产或减少对外负债，需要权衡海外资产收益与风险，以及国内外资源配置效率。贸易顺差可以是经济发展的结果，但不应成为经济发展的目标。

5、较大贸易顺差反映出中国经济客观上存在哪些有待解决的问题？较大顺差既体现出制造业竞争力，也反映国内消费和投资需求相对不足。一是居民消费占 GDP 的比重偏低，与收入分配、社会保障制度不完善等因素有关；二是投资面临房地产持续调整以及传统基建投资项目收益边际递减的冲击，新的有效投资需求仍在培育形成中；三是金融资源配置存在结构性问题，部分社会储蓄未能有效转化为具有合理回报的国内投资。因而，既要看到贸易顺差背后的产业竞争优势，也需要正视国内需求和资源配置方面的问题。

6、面对外部失衡争论，中国应该怎么办？对外，应反对欧美将自身贸易失衡归咎于中国，坚决维护公平贸易和中国企业的正当权益，推动出口市场多元化和双向开放。对内，应通过改善收入分配和社会保障制度以提高居民消费能力和消费意愿；优化投资结构，从偏重“投资于物”转向更加重视“投资于人”，改善民间投资环境；深化金融改革，提高社会储蓄向有效投资转化的效率。**中国既没必要为了缩小贸易顺差而主动削弱制造业竞争力，也不能因为顺差具有竞争力基础，就忽视国内经济结构中的问题。改革的目标不是为了追求扩大顺差，也不是为了贸易平衡而平衡，而是提高居民福利和资源配置效率，增强经济增长的内生动力。做好扩大内需的改革工作，让宏观上经济稳定更有韧性、让微观上居民福利改善，至于贸易顺差还是逆差都只是客观结果而已。**

风险提示：贸易摩擦超预期、国内宏观政策超预期

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

一、贸易顺差持续扩大，是否意味着中国存在外部失衡？ 4
二、中国为什么能够保持较大贸易顺差？ 5
三、如果没有中国，美国和欧洲就能实现贸易平衡吗？ 6
四、对中国而言，贸易顺差是否越大越好？ 8
五、较大贸易顺差反映出中国经济存在哪些有待解决的问题？ 9
六、面对外部失衡争论，中国应该怎么办？ 10

图表目录

图表 1： 2025 年中国经常账户顺差绝对规模创新高，但顺差占 GDP 比重低于历史高点 5
图表 2： 中国经常账户顺差占 GDP 比重低于德国、日本、韩国等经济体 5
图表 3： 中国加入 WTO 后快速成长为“世界工厂” 6
图表 4： 美国长期存在财政赤字与贸易赤字并存的“双赤字”现象 8
图表 5： 货物和服务净出口对中国 GDP 增长的拉动 9
图表 6： 中国居民消费支出占 GDP 比重低于全球总体水平 10

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

一、贸易顺差持续扩大，是否意味着中国存在外部失衡？

中国虽然保持较大贸易顺差，但并不存在不合理的外部失衡。当前针对中国贸易顺差的部分批评，混淆了贸易顺差与外部失衡的概念，过于关注商品贸易顺差的绝对金额，而没有充分考虑经常账户的整体状况、顺差的相对规模及国际比较。

首先，贸易顺差不等于外部失衡。商品贸易顺差是指货物出口额超过进口额，本身并不意味着经济运行存在问题。由于各国生产能力、产业结构和市场需求不同，有的国家出口多于进口，有的国家进口多于出口，这是国际分工和市场竞争的正常结果，贸易收支不可能也没有必要始终保持平衡。只要还存在国际分工，就必然存在不同程度的贸易顺差或逆差，除非退回到自给自足的传统社会。**外部失衡关注的则不是有没有顺差或逆差，而是一国整体对外收支是否出现了不合理的过大差额。**判断这一点，需要看差额是如何形成的。如果顺差主要来自产业竞争优势和正常的市场交易，即使规模较大，也不必然构成外部失衡；如果顺差主要依靠限制进口、扭曲价格或不合理地抑制国内需求来维持，就可能反映出需要纠正的经济问题。因此，**贸易顺差是一种经济结果，外部失衡则涉及对这种结果是否合理的判断，不能因为存在较大贸易顺差，就认定一国存在外部失衡。**

其次，衡量一国整体对外收支状况，经常账户顺差比商品贸易顺差更为合适。商品贸易差额只统计货物进出口，而一国与境外的经济往来还包括旅游、运输、金融等服务贸易，以及跨境投资收益、经常转移等收入和支出。经常账户涵盖上述项目，能够更全面地反映一国从境外获得的收入与向境外支付的支出之间的关系，也更适合用于宏观经济分析。2025 年，中国海关统计的商品贸易顺差接近 1.2 万亿美元，但按照国际收支口径，货物贸易顺差为 1.06 万亿美元，服务贸易逆差为 2381 亿美元，初次收入逆差为 1095 亿美元，二次收入顺差为 221 亿美元，最终经常账户顺差为 7350 亿美元，占 GDP 的 3.8%。中国虽然在商品贸易领域保持较大顺差，但服务贸易和初次收入项目仍存在逆差，整体经常账户顺差明显小于商品贸易顺差。仅以商品贸易顺差判断中国整体对外经济状况，容易夸大顺差的实际规模。

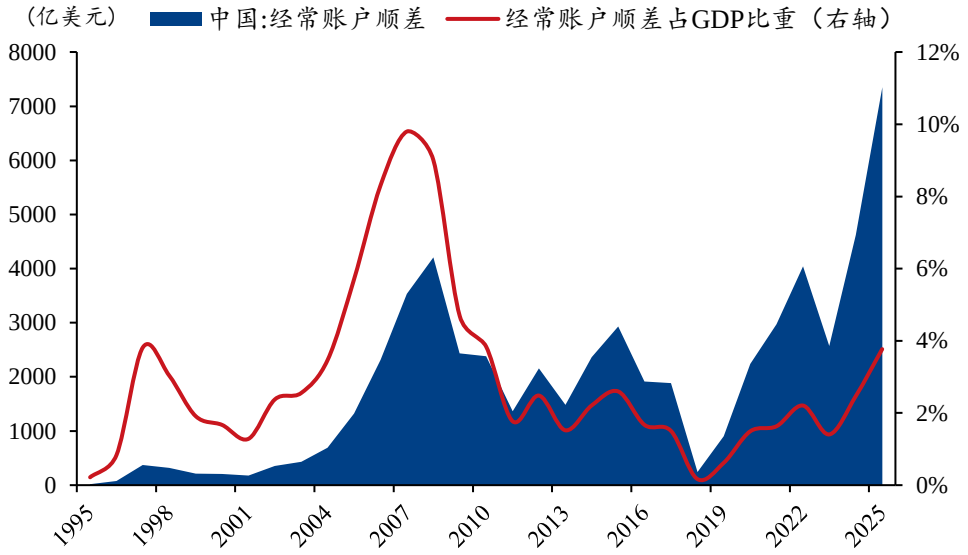
再次，衡量顺差规模不能只看绝对金额，更要看其相对于本国和全球经济规模的大小。2007 年，中国经常账户顺差为 3532 亿美元，占 GDP 的 9.8%；2025 年顺差扩大至 7350 亿美元，但占 GDP 的比重为 3.8%，明显低于 2007 年的水平。从全球经济规模看，中国经常账户顺差占全球 GDP 的比重，2007 年约为 0.60%，2025 年约为 0.62%，二者基本相当。因此，评价顺差大小，必须同时考虑本国和全球经济规模的变化。

最后，与其他主要外向型经济体相比，中国经常账户顺差占 GDP 的比重也并不突出。根据 IMF《2026 年外部部门报告》，2025 年中国这一比重为 3.8%，同期德国为 4.5%，日本为 4.9%，韩国为 6.6%，荷兰为 7.9%，新加坡则达到 16.7%。这些经济体在产业结构、国际分工、人口结构和金融体系等方面具有不同特点，长期保持不同程度的经常账户顺差。国际比较表明，经常账户顺差并不存在一个适用于所有国家的统一合理比例，不能因为一国存在较大顺差，就直接认定其存在不合理的外部失衡。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

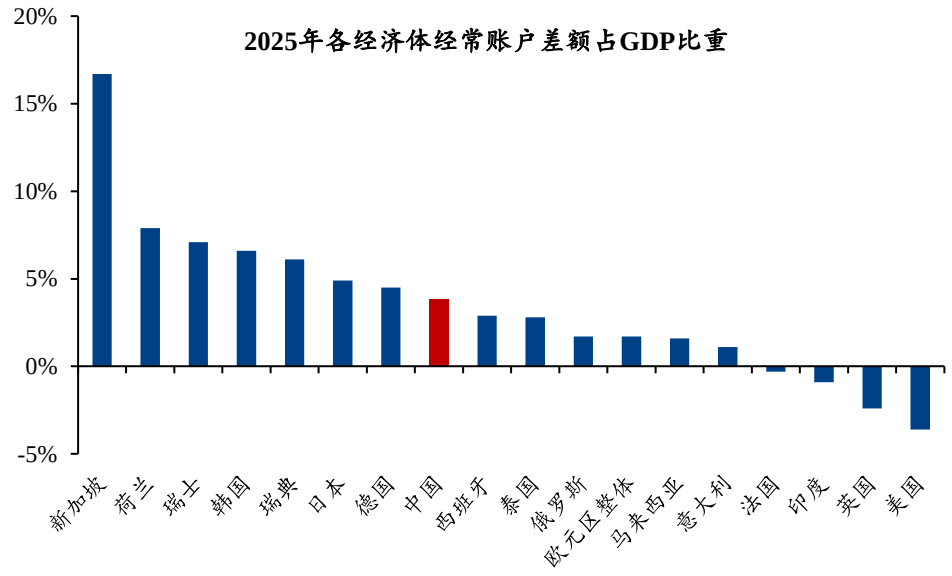
下载日志已记录，仅供内部参考

图表1：2025 年中国经常账户顺差绝对规模创新高，但顺差占 GDP 比重低于历史高点



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表2：中国经常账户顺差占 GDP 比重低于德国、日本、韩国等经济体



资料来源：IMF《2026 年外部部门报告》、粤开证券研究院

二、中国为什么能够保持较大贸易顺差？

国际贸易首先是市场竞争，产品竞争力是影响贸易流向的重要因素。中国较大的贸易顺差，很大程度上反映了中国制造业综合竞争力持续增强，以及欧美部分制造业自身发展乏力。

首先，中国制造业具有日益增强的综合竞争优势。经过数十年的工业化发展，中国形成了门类齐全、配套完善、规模庞大的制造业体系。完整的产业链降低了生产和交易成本，提高了企业的生产效率和交付能力。随着技术进步和产业升级，中国制造业的竞

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

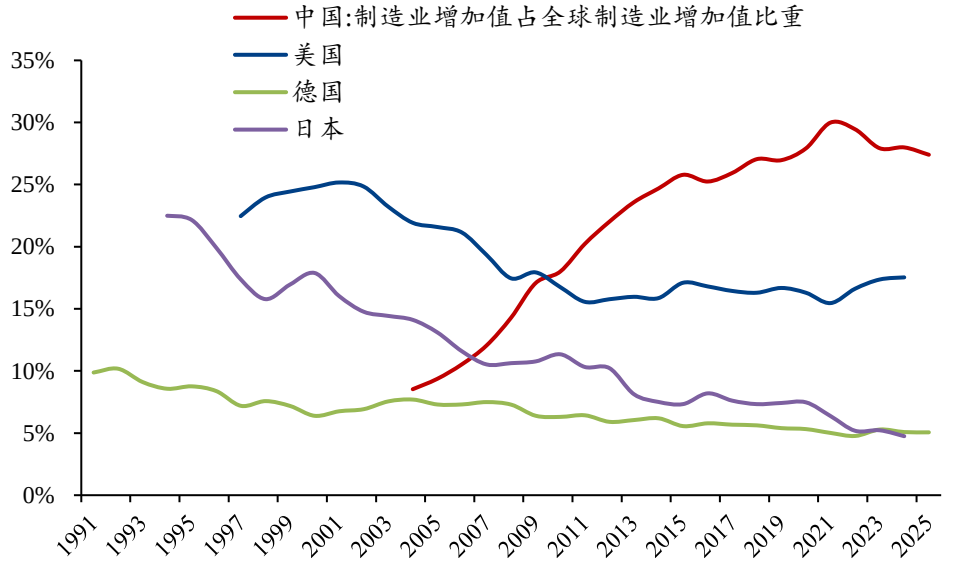
下载日志已记录，仅供内部参考

争优势已从传统的劳动力成本优势，逐步转向产业链、规模经济、技术创新和生产效率等综合优势。中国在纺织服装、家电等传统制造业领域继续保持较强竞争力，在汽车、电子设备、新能源产业等领域也形成了新的优势。这种竞争力不仅体现在国际市场，也体现在国内市场。以汽车行业为例，2025 年中国品牌乘用车国内零售市场份额达到 65%，较上年提高 4.8 个百分点，对包括欧美品牌在内的外资品牌形成明显竞争压力。

其次，欧美部分制造业自身发展乏力，削弱了其产品的市场竞争力。美国长期以来将大量制造和组装环节转移至海外，部分产业链配套能力逐步减弱，在消费电子、家用电器等领域较多依赖进口，部分产品在成本、生产效率和交付能力方面难以与中国竞争。欧洲则面临能源成本较高、生产率增长缓慢、创新成果产业化不足、产业转型迟缓等问题，制约了制造业的创新发展和竞争力提升。欧盟发布的《德拉吉报告》也指出，欧洲在生产率增长、技术创新、能源成本和产业竞争力等方面存在结构性问题。尽管欧美在航空航天、制药、精密仪器和部分高端技术领域仍具有较强优势，但在汽车、电池及部分新能源装备等领域，其原有市场地位正面临越来越大的竞争压力。

此外，欧美对部分高端产品实施的出口限制，也在一定程度上制约了其对华出口。贸易是双向的，中国不仅向欧美出口具有竞争力的产品，也对欧美生产的高端芯片、先进半导体制造设备等产品存在进口需求。然而，美国近年来持续对先进芯片、半导体制造设备等产品实施对华出口管制，荷兰等欧洲国家也加强了对先进半导体设备的出口许可限制。这些措施限制了部分高端产品进入中国市场，也压缩了欧美发挥自身技术优势、扩大对华出口的空间。**欧美一方面希望缩小对华贸易逆差，另一方面又对部分具有竞争优势的产品设置出口障碍，其政策目标之间存在明显矛盾。**

图表3：中国加入 WTO 后快速成长为“世界工厂”



资料来源：世界银行、粤开证券研究院

三、如果没有中国，美国和欧洲就能实现贸易平衡吗？

美国的巨额贸易逆差根植于自身的经济发展模式；欧盟对外商品贸易总体呈顺差，内部也存在严重的贸易不平衡。即使没有中国，欧美自身的结构性问题依然存在，限制中国出口并不能从根本上解决其贸易失衡。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

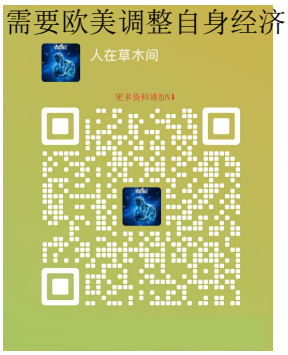
下载日志已记录，仅供内部参考

首先，中国只占美国巨额贸易逆差的一部分，美国长期贸易逆差有其深层次的国内经济原因。2025 年美国商品贸易逆差约为 1.23 万亿美元，其中对华逆差约 2027 亿美元，仅占全部商品贸易逆差的 16.4%；美国对欧盟、墨西哥、越南等经济体同样存在较大贸易逆差。美国长期贸易逆差主要与其经济发展模式有关。一是过度依赖消费和财政扩张。美国居民消费占 GDP 的比重接近七成，庞大的消费需求需要大量进口商品满足，长期较高的财政赤字则进一步支撑了国内支出和进口需求。二是跨国公司的全球化布局和制造业外迁。美国企业将大量制造、加工和组装环节转移到生产成本更低、产业配套更完善的国家，自身则更多掌握研发、品牌、知识产权和销售渠道，在全球获取利润的同时，也使国内商品供给越来越依赖海外生产。三是美元的国际货币地位。美元作为主要国际储备货币，使美国能够持续吸引全球资本流入，为其长期扩大消费和财政支出提供融资条件，也可能支撑美元汇率、削弱本土制造业的价格竞争力。这些因素相互作用，使贸易逆差成为美国经济运行中的长期现象。

其次，欧盟对华存在贸易逆差，但其自身也是全球商品贸易的顺差方。2025 年，欧盟对华商品贸易逆差约为 3600 亿欧元，但对欧盟以外经济体的商品贸易仍实现 1280 亿欧元顺差。欧盟不能一方面享受制造业竞争优势和贸易顺差带来的利益，另一方面仅因对中国存在双边逆差，就要求中国压缩出口、改变产业发展模式。如果认为较大的贸易顺差本身构成问题，那么欧盟同样需要审视自身的顺差状况，而不能以不同标准评价中国和自身的贸易顺差。

更值得注意的是，欧盟内部同样存在严重的贸易不平衡，统一市场以及欧元区的共同货币制度在一定程度上强化了核心国家的竞争优势。2025 年，德国商品贸易顺差约为 2005 亿欧元，其中对西班牙、意大利和希腊的双边商品贸易顺差分别约为 200 亿、110 亿和 58 亿欧元。在统一市场中，德国等工业强国凭借技术、品牌、产业链和规模优势扩大市场份额，部分产业和投资资源向核心经济体集中。对于欧元区而言，共同货币制度又使成员国失去了通过本币汇率调整竞争力的手段。德国等竞争力较强的经济体可以在共同货币框架下保持出口优势，而希腊、西班牙等外围国家则难以通过本币贬值缓解竞争压力，往往需要通过压低工资、调整价格和压缩国内需求恢复竞争力，承担更大的经济调整成本。

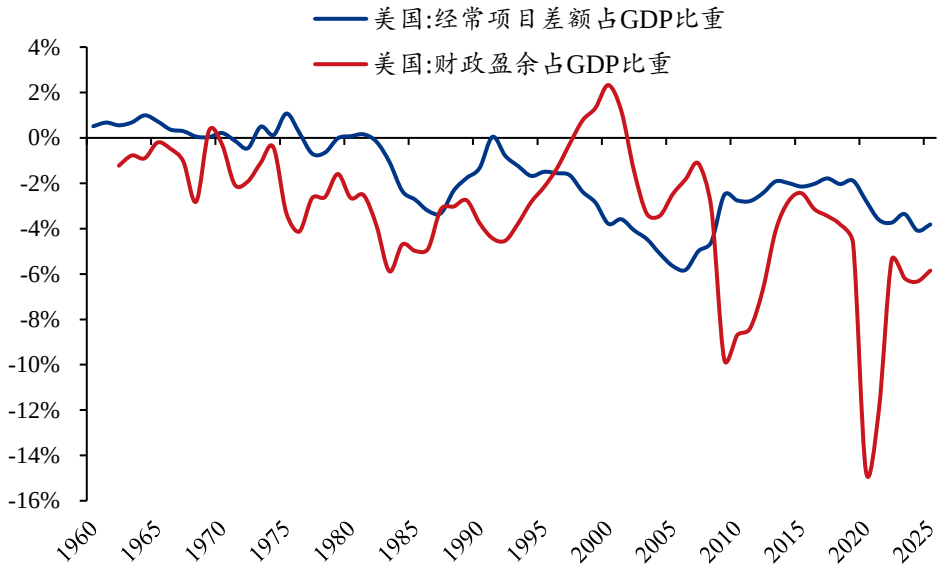
最后，限制中国出口可能改变欧美贸易逆差的来源，却难以消除其自身的贸易失衡。如果美国不改变国内消费模式和全球生产布局，减少从中国进口后，仍然需要从东盟、墨西哥、欧洲等其他经济体采购商品。2025 年，美国对华商品贸易逆差减少约 944 亿美元，但对越南的逆差增加约 550 亿美元。欧洲同样如此，减少从中国直接进口，可能使部分贸易逆差转向东盟等其他经济体，同时其内部由不同成员国之间产业竞争力差异和制度安排形成的不平衡仍将持续。解决这些问题，需要欧美调整自身经济发展模式，而不是将贸易失衡简单归咎于中国。



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表4：美国长期存在财政赤字与贸易赤字并存的“双赤字”现象



资料来源：Wind、粤开证券研究院

四、对中国而言，贸易顺差是否越大越好？

贸易顺差可以体现产业竞争力并支持经济增长，但并非越大越好。持续较大的顺差也可能加剧国际贸易摩擦、增加经济对外部市场的依赖性，并带来对外资产配置的收益与风险问题。

一方面，应充分认识贸易顺差及出口增长的积极作用。中国通过参与国际分工扩大生产规模，可以发挥规模经济和专业化分工优势，提高生产效率和资源配置效率。国际竞争也促进企业创新、技术升级和管理改进，出口为就业、产业链发展和企业收入提供了重要支撑。因此，不能因为贸易顺差较大就否定外向型经济活动的合理性，更不应将人为压缩具有竞争优势的出口作为政策目标。

但另一方面，也要警惕可能随之而来的一些问题。

一是国际经贸关系方面，持续较大的商品贸易顺差可能加剧贸易摩擦。当一国出口扩大、在一些行业快速提升市场份额时，贸易伙伴可能面临产业调整压力，继而通过关税、进口限制等方式来保护其国内产业。尽管中国出口增长在很大程度上得益于产品综合竞争力的提升，欧美的贸易保护措施是不正当的，但中国出口企业和相关产业链面临的保护主义冲击是客观存在的，需要充分评估和应对。

二是宏观经济稳定方面，较大的贸易顺差可能增加经济增长对外部市场的依赖，加大外需波动对国内经济的冲击。如果国内需求增长相对不足，企业就需要更多依靠国际市场消化生产能力，经济增长也会更加依赖外部需求。在这种情况下，主要贸易伙伴经济增速放缓、国际市场需求下降或贸易政策发生变化，都可能通过出口订单减少向国内生产、企业投资和就业传导，进而加大国内经济波动。特别是当较多企业和行业同时依赖外部市场时，外需变化的影响还可能沿产业链扩散。因此，在保持较强出口竞争力的同时，也需要有更加稳定和充分的国内需求作为支撑，以增强经济增长抵御外部冲击的能力。

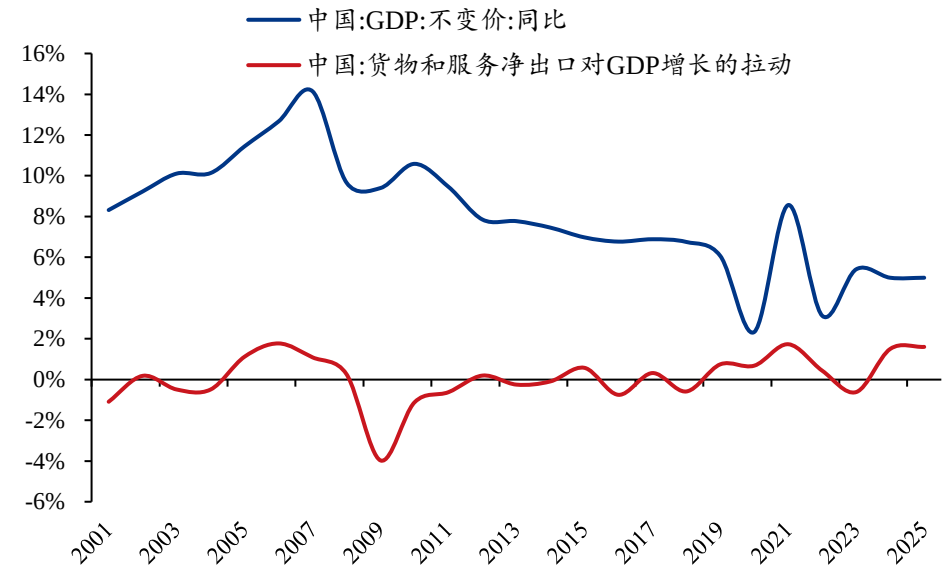
三是资源配置方面，持续较大的经常账户顺差可能带来资源配置效率和海外资产风

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

险问题。从宏观核算角度看，经常账户顺差意味着国民储蓄超过国内投资，其差额相应表现为增加海外资产或减少对外负债。积累海外资产有助于获取投资收益、分散风险，但也需要关注几个问题。首先是资源配置效率。如果国内仍存在较多的高收益投资机会，而资金持续流向回报较低的海外资产，就可能意味着资源未得到有效配置，影响国内投资和经济增长。其次是海外资产风险。长期积累的海外金融资产可能因汇率波动、资产价格下跌、债务违约等遭受损失，地缘政治冲突也可能影响海外资产的安全性和流动性。此外，还需要考虑国内消费和居民福利。如果国内居民消费仍有较大改善空间，而较多资源用于满足外部需求并积累海外资产，可能意味着国内生产能力未能充分转化为居民当期生活水平的改善。因此，经常账户顺差并非越大越好，需要统筹考虑国内消费和投资需求、海外资产收益及其风险，提高国内外资源配置效率。

图表5：货物和服务净出口对中国 GDP 增长的拉动



资料来源：Wind、粤开证券研究院

五、较大贸易顺差反映出中国经济存在哪些有待解决的问题？

较大贸易顺差既体现制造业竞争力，也折射出国内消费需求相对不足，以及投资结构和金融资源配置等方面的问题。前面主要从国际贸易和产品竞争力角度解释中国为什么能够保持较大顺差，但国内供强需弱，也在一定程度上推动了贸易顺差扩大。因此，有必要从贸易视角转向宏观经济视角，审视国内消费、投资和金融体系等方面的结构性问题。

其一，居民消费占比偏低，与收入分配和社会保障等因素密切相关。根据世界银行数据，2024 年中国居民消费支出占 GDP 的比重为 40%，低于全球总体约 57%的水平，也低于美国约 68%的水平。消费占比偏低，一方面与居民收入在国民收入中的占比、不同群体之间的收入差距等因素有关。企业将较多利润留存用于内部积累，而不是通过工资、分红等方式转化为居民收入；中低收入群体的消费倾向高于高收入群体，收入分配结构也会影响整体消费需求。另一方面，养老、医疗、教育、住房等未来支出预期，以及就业和收入的不确定性，会增加居民的预防性储蓄。此外，房地产市场调整和资产价格波动，可能进一步抑制居民的消费意愿。

其二，房地产和传统基建投资下滑，新的有效投资需求尚未充分接续。过去较长时

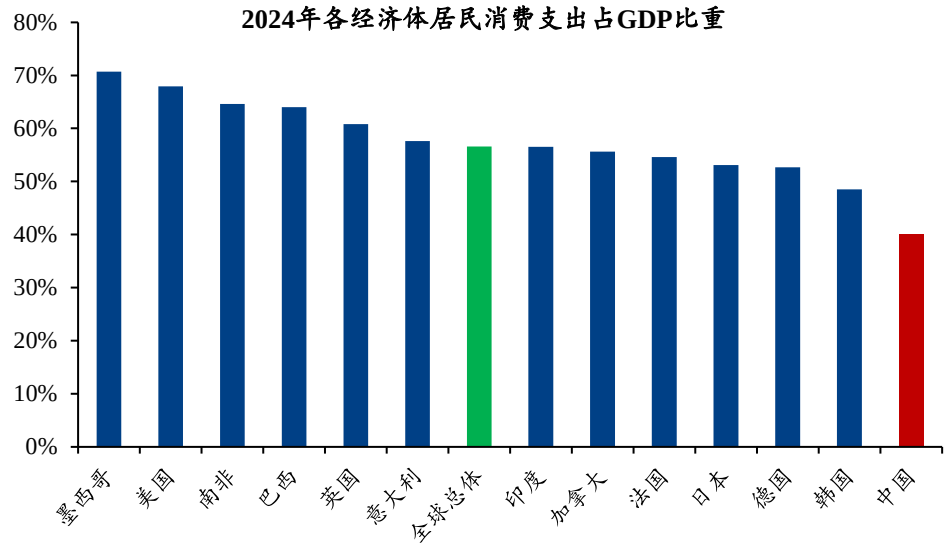
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

期，房地产和基础设施投资支撑了中国经济增长，但随着房地产供求关系变化和部分地区基础设施日趋完善，传统投资领域的需求与预期回报明显下降。减少低效率投资、推动投资结构调整，本身有利于提高资源配置效率，但与此同时，一些具有较高发展潜力的领域仍面临市场预期、融资条件和体制机制等约束，新的投资增长动力尚未充分形成。2026 年前三季度，全国固定资产投资完成额同比下降 7.2%，其中房地产投资、基建投资和制造业投资分别下降 20.6%、4.2%和 2.1%。**当前中国投资面临的主要问题，并非简单的投资总量不足，而是传统投资领域收缩后，新的有效投资需求未能充分接续，影响了国内需求增长和经济转型。当然，从中国经济发展的需要看，仍有大量的投资机会，诸如人口持续流入的区域基建更新改扩建需求、城市更新需求、数据中心等新基建需求。（详见《大国基建：空间在哪里？空间有多大？（2026）》）**

其三，金融资源配置效率仍有提升空间，影响社会储蓄向有效投资的转化。中国储蓄较为充裕，但金融体系长期以银行信贷为主，有抵押资产、规模和信用优势的大型企业更易获得融资，而部分创新型企业、中小企业和服务业企业仍面临融资约束。部分低回报领域占用资金，具有成长潜力的项目却难以获得长期资本，降低了资金使用效率。从宏观核算看，当国民储蓄超过国内投资时，其差额就对应经常账户顺差。因此，对外顺差既可能反映较高的储蓄水平，也可能反映国内有效投资机会尚未充分释放，以及金融资源配置有待改善。

图表6：中国居民消费支出占 GDP 比重低于全球总体水平



资料来源：世界银行、粤开证券研究院

六、面对外部失衡争论，中国应该怎么办？

面对外部失衡争论，中国应坚持对外维护公平贸易、对内深化结构性改革。对外，应反对欧美将自身贸易失衡归咎于中国、据此设置不合理贸易壁垒的做法，坚决维护中国企业的正当权益；对内，也不能因为贸易顺差具有坚实的产业竞争力基础，就忽视国内消费、投资和金融体系中需要解决的问题。对内改革的目标不是人为缩小贸易顺差，而是提高居民福利和资源配置效率，增强经济增长的内生动力。

第一，积极维护公平开放的国际贸易环境，扩大国际经贸合作空间。对于不合理的关税和贸易限制，充分运用双边磋商和多边贸易规则维护中国企业正当权益。进一步推

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

进出口市场多元化，加强与东盟及其他新兴市场的贸易和投资合作，降低对少数市场的依赖。同时，继续改善国内市场准入和营商环境，促进商品、服务和投资的双向流动，推动有关国家放宽对华高端产品的不合理出口限制，拓展互利贸易空间。

第二，深化收入分配和社会保障制度改革，持续提高居民消费能力。完善最低工资标准调整和劳动者工资支付保障制度，提高中低收入劳动者的实际收入；优化个人所得税、社会保险缴费和转移支付安排，减轻中低收入家庭负担。加大上市公司分红力度，提高居民财产性收入。提高国有资本收益用于社会保障和民生支出的比重，增加城乡居民基本养老金和医疗保障支持，完善失业保险、长期护理保险等制度。推动教育、医疗等基本公共服务更多按照常住人口配置，减少农业转移人口在就业地享受公共服务的制度障碍。

第三，优化投资结构，推动投资从规模扩张转向效率提升、从偏重“投资于物”转向更加重视“投资于人”。减少缺乏真实需求和合理回报的建设项目，将更多财政资源用于教育、医疗、托育、养老和职业技能培训，提高人力资本水平与公共服务质量。改革地方政府投资和招商引资激励机制，弱化对投资规模、项目数量和产值扩张的过度追求，强化项目成本收益评估。对于民间投资，则应稳定政策预期、加强产权保护、保障各类经营主体公平进入市场，破除隐性壁垒，使企业能够根据真实市场需求和合理预期回报投资于科技创新、服务业及其他有发展潜力的领域。

第四，深化金融体制改革，提高社会储蓄和金融资源的配置效率。降低信贷投放对抵押资产、企业规模和政府信用的过度依赖，提高金融机构识别企业经营能力、项目回报和实际风险的能力。完善风险定价、不良资产处置和低效率项目退出机制，减少资金长期沉淀在低回报领域。发展多层次资本市场和长期股权融资，改善中小企业、创新型企业和服务业企业的融资条件，使更多资金流向具有合理回报和较高生产率的投资项目。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任副总裁，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021 年 7 月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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任何责任。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster