



管涛：进口提速、顺差收敛 印证我国经济复苏动力正向 内需切换



意见领袖 | 管涛（中银证券全球首席经济学家）



2020 年新冠疫情冲击后，我国供给端率先复苏，与全球经济复苏的时间差造成我国出口增速高、进口增速低。2021 年随着内需复苏斜率上升和全球供给能力逐步恢复，进口增速持续上行，不仅有助于夯实我国经济恢复的基础，同时有利于拉动全球经济复苏。

历史上，中国进口对汇率不敏感，对投资敏感。2020 年受新冠疫情冲击影响，进口增速和经济增速正相关的历史经验出现阶段性失灵。历史经验失灵背后的主要原因是国内供需错配，其次是重大冲击后内需恢复缓慢。2021 年一季度，外需对经济增长的拉动作用创下亚洲金融危机以来最高水平。

2020 年底我国经济总量基本恢复到新冠疫情前水平,主要是受到供给端率先恢复的拉动。从上半年经济数据看,固定资产投资完成额两年复合平均增长 4.5%,较一季度增速加快 1.8 个百分点;社会消费品零售总额两年复合平均增长 4.4%,较一季度增速加快 0.2 个百分点,剔除物价因素后,两年复合平均实际增长 2.6%,较一季度增速快 0.4 个百分点。二季度内需恢复的速度较一季度显著上升。

进口增长提速反映内需恢复加快。2021 年 1-4 月进口额同比增速中,价格对进口增速的贡献大约占 15%,进口量的贡献大约为 85%;从月度拟合数据看,截至 2021 年 5 月资本品的增速为 44.9%,消费品的增速为 26.6%。

2021 年二季度,中国经济的供需错配缺口趋于收敛,恢复基础更加夯实。同时,中国经济率先复苏惠及全世界,先是出口高增长稳供给,抑制全球性通胀,后是进口强劲恢复,中国需求拉动全球复苏。

当前全球经济复苏的基本面仍面临的主要挑战,包括新冠疫情的不确定性、通胀上升速度过快,以及发达国家与发展中国家之间复苏的不平衡等。除此之外,宏观政策的不同步也是经济复苏前景的不确定因素。在此国际背景下,我国应做两方面准备:一方面,积极应对海外经济和政策变化,可能对我国经济复苏前景产生不利影响的情况,并适时适度、预调微调宏观政策;另一方面,应进一步扩大内需,不仅创造有利于释放居民消费能力的环境,同时更有效的利用积极的财政政策,为企业增加投资、制

制造业转型升级创造条件。

目录

疫后中国进口增速与经济增长的相关性短暂失灵	4
内需是联接进口和经济增长的关键.....	4
2020 年前历史经验出现阶段性失灵.....	5
2021 年一季度，外需对经济增长的拉动作用创新高.....	5
2021 年二季度进口增速回升、贸易顺差下降、内需加速复位	7
二季度进口提速、顺差收敛反映了同期内需的加速修复.....	7
进口增长提速印证内需恢复加快.....	8
进口增长提速当中数量因素要大于价格因素.....	10
中国经济率先复苏惠及全世界	11
供需错配缺口趋于收敛，经济复苏基础更加夯实.....	11
中国与海外互补式复苏，为疫后全球经济恢复注入活力.....	11
出口先复苏，助力全球稳供给抑通胀.....	12
进口高速增长紧随其后，带动全球需求稳步上行.....	13
结论	14

正文

疫后中国进口增速与经济增长的相关性短暂失灵

历史上，中国进口对汇率不敏感，对投资敏感。2020 年这一历史规律失灵，主要原因是供需恢复错配，储蓄倾向提升。2021 年一季度这一规律失灵的现象延续。

内需是联接进口和经济增长的关键

从历史数据来看，GDP 增速走高的时期，进口增速也持续走高或维持

在同比增速较高水平，1997-2020 年间，我国进口额同比增速与实际 GDP 年增速的相关性达到 0.5，这主要与我国经济发展的阶段和经济结构特征有关。

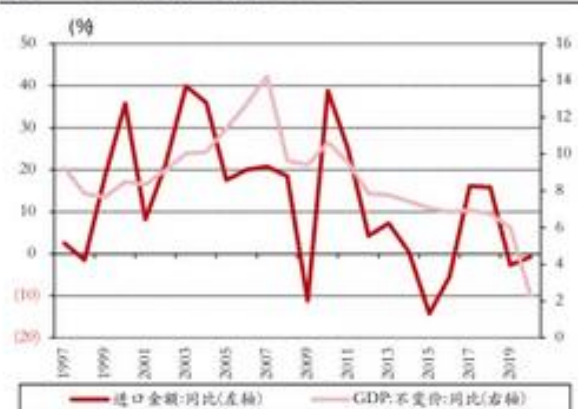
从经济发展阶段看，我国虽然已经是全球第二大经济体，但人均 GDP 依然处于偏低水平，因此中长期来看经济发展空间大，短期内面临潜在经济增速缓慢下行的问题。从经济结构特征看，在此前较长的历史时期内，我国受制于生产能力和产品结构仍主要处于产业链中低水平，因此经济增长创造的内需市场同时拉动了进口的增长。

从我国进口产品特征看，也支持这一结论。一是我国进口产品结构中，中间品占比最高，2000-2020 年间中间品进口额在我国进口额的比例一直在 75%-80% 区间波动，这不仅是因为我国大宗原材料对外依赖度高，同时也与我国较长时期以来发展加工型贸易有关；二是我国经济长期依赖投资拉动，投资需求不仅增加对初级周期产品的进口，对资本品进口的带动也很明显；三是随着 2011 年之后我国消费对经济的贡献率持续且稳定的超越投资，消费品的进口额维持高增长。

与之对应的是，我国进口增速对人民币汇率相对不敏感。2005 年-2013 年期间，人民币对美元汇率以升值为主，其中 2005-2008 年间人民币年平均汇率升值幅度从 1.1% 到 9.5% 不等，整体升值幅度较大，当时我国进口年增速在 17.6% 到 20.8% 之间，但这主要是由于我国加入 WTO 之后外贸发展加速所致；金融危机后期，2010-2013 年间人民币对美元汇

率升值幅度明显回落，但进口表现为前两年两位数高增长，后两年个位数低增长；2015 年之后人民币汇率开始在均衡水平上双向波动，进口增速的波动则表现为两年为周期，同比增速持续收缩或者扩张。这与发达经济体较为不同，主要原因是亚洲金融危机之后，我国从短缺经济变成了过剩经济，有效需求不足是主要矛盾。

图表 1. 进口增速与经济增速正相关



资料来源：统计局，海关总署，万得，中银证券

图表 2. 经济状况向好时期贸易顺差收敛



资料来源：统计局，海关总署，IMF，万得，中银证券

2020 年前述历史经验出现阶段性失灵

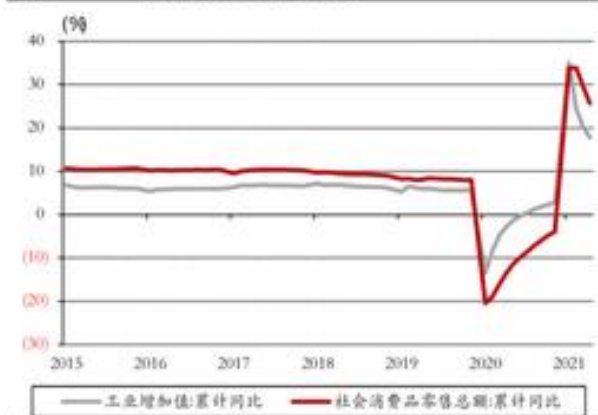
2020 年受新冠疫情冲击影响，进口增速和经济增速正相关的历史经验出现失灵。2020 年二季度以来，我国经济自新冠冲击后开启复苏进程，年内二、三、四季度实际 GDP 同比增速持续上行，分别达到 3.2%、4.9%和 6.5%，但 2020 年内进口增速 9 月开始才持续转正，且四季度当中三个月分别同比增长 4.7%、4.5%和 6.5%，增速一直维持在较低水平。

历史经验失灵背后的主要原因是国内供需错配。从新冠疫情冲击后国内宏观政策措施看，货币政策和财政政策均是以企业为目标，财政政策方

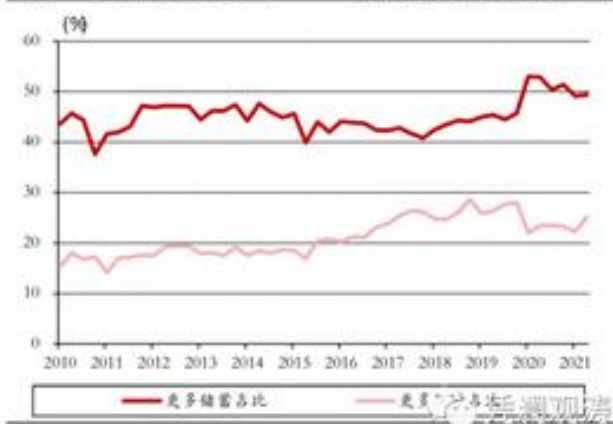
面主打减税降费，缓解企业经营压力，货币政策方面创新了直达实体经济的融资工具。从政策结果看，就是新冠疫情后生产端有序复苏，并且在国内疫情控制较好的情况下，虽然时有零星感染病例，但此后没有大规模生产受影响的情况。从经济数据看，工业增加值同比增速在4月就已经回正，并且此后同比增速持续上行，12月同比增速更是达到7.3%的较高水平。与此同时，社零增速8月才缓慢回正，12月同比增速仅为4.6%，且期间增速波动较大。从全球范围内看，我国经济受疫情影响和此后的复苏均领先于海外，因此国内供给恢复与海外需求匹配，但国内需求端仍在疫情冲击影响的余波之下，进而导致出口增速走高、进口增速维持低位的现象。

其次是重大冲击后内需恢复缓慢。根据央行发布的城镇储户调查问卷结果显示，随着居民收入增长，居民消费倾向不断上升，2010年初我国居民的更多消费意愿占比在20%下方，更多储蓄意愿则在40%上方。到2019年底，我国居民的储蓄意愿仍维持在40%-50%区间波动，但消费意愿持续上行至28%，达到历史较高水平。2020年随着新冠疫情冲击，一季度我国居民的储蓄意愿跳升至53%，创下2000年以来最高，虽然此后持续回落，但基本仍维持在50%附近波动。同时，消费意愿大幅下降至22%，回落至2016-2017年水平附近，2020年四季度我国经济总量已经基本恢复到疫情前水平，但居民消费意愿仅为23.3%，直到2021年二季度居民消费意愿才回升至25.1%，恢复到疫情前水平仍需要时间。

图表 3. 2020 年供需缺口明显放大



图表 4. 央行调查问卷显示 2020 年城镇居民储蓄倾向上升



2021 年一季度，外需对经济增长的拉动作用创新高

2021 年一季度在低基数的影响下，我国出口和进口（以美元计值）都实现了同比大幅增长，其中出口同比增速 48.9%，进口同比增速 28.2%，与 2019 年同期相比，出口额增幅达到 28.7%，进口额增幅达到 24.2%；贸易顺差达到 1150 亿美元，大幅高于 2020 年一季度的 127 亿美元，也高于 2019 年一季度的 727 亿美元。一季度进口增速整体较出口延续了自 2020 年以来的偏弱格局，同时受到海外第二波新冠疫情持续的影响，服务贸易迟迟不能恢复，导致我国货物和服务贸易顺差继续拉大。

另一方面，国内受到春节假期就地过年的政策影响，节假日消费表现

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_33033

