

从上海外资看人民币汇率变动的影响

吴信如

在一个国家或地区的对外经济贸易关系的调控方面，汇率政策是一项重要的工具。改革开放以来，我国多次调整人民币汇率的水平，以适应不断变化着的国内外经济现实，促进我国较好较快地融入国际经济大循环，为我国的经济建设提供一个良好的环境。

上海是我国最重要的经济中心城市之一，在我国的改革开放和对外经济交往中处于“一个龙头、三个中心”的重要地位。上海的外资外贸对于全国而言具有相当的代表性，研究人民币汇率与上海对外经济贸易投资的关系也是一项具有代表意义的工作，它对于我国汇率政策的制订实施和评价等有现实意义。

一、人民币汇率对上海外贸进出口的影响

通常一个国家的竞争能力可以由其货币的实际汇率水平表示。如果一国货币的实际汇率水平上升，则表明其竞争力下降；反之，亦反。

笔者根据中美两国消费价格水平和人民币兑美元的汇率数据，计算出人民币实际汇率的年度数据，并将其与上海 1997 年之前十多年进出口年增长率数据描在一张图上（见图 1），据此考察人民币汇率对进出口影响情况。

图 1 人民币实际汇率与上海进出口变动关系图

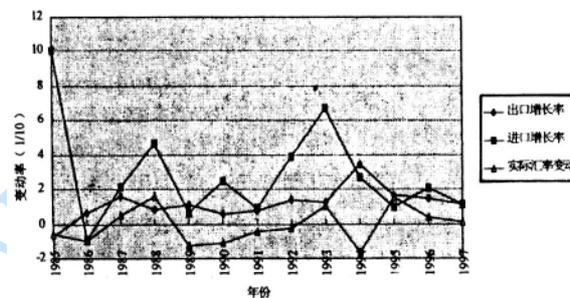
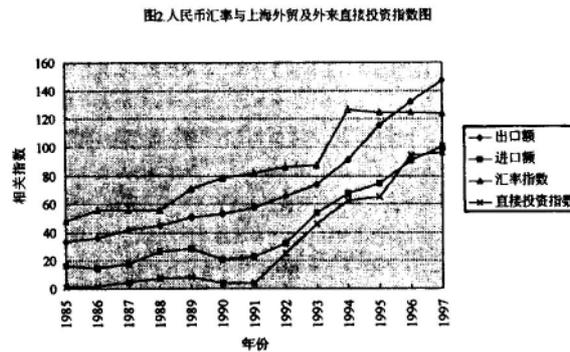


图 1 显示的情况是：除个别年份外，大多数年份的进口增长率与人民币实际汇率水平年度变动强烈地正相关；出口年增长率与实际汇率变动基本上反相关，只是相关程度较进口弱一些，不过仍有些年份的相关性表现得特别突出。

人民币实际汇率与上海外贸进出口变动之间的相关性，在多数年份表现明显。我们举出几个年份的例子来作如下说明：在 1980—1985 年期间，上海外贸连年出口下降、进口猛增，分别以年均 4.66% 和 46.7% 的幅度下降和增长；经过人民币在 1985、1986 年的贬值，从 1986 年开始变出口下降为增长，进口变为负增长或增长速度下降，此一例。由于 1988 年我国发生了空前严重的通货膨胀，而人民币汇率并未相应调整，造成实际汇率水平比上年大幅上升了 16% 以上，当年进口猛增了 46.58%，而出口增幅减少，此二例。1989、1990 年人民币连续下调汇率，实际汇率水平连续以两位数的速度下降，使得进口增长明显受到抑制，1990 年甚至下降了 25% 以上，此三例。又如 1994 年人民币大幅贬值，实际汇率水平比 1993 年下降了 16.8%，使 1994 年成为上海出口增长最快的年份，当年增长率高达 34.33%，这几乎是历史上增长最快的 1991—1996 年年均 18.2% 速度的两倍；进口也从 1992、1993 年因经济过热、通货膨胀、人民币对外币值较高导致的高速增长中缓了下来，此四例。

不容置疑，人民币实际汇率对上海外贸进出口有重要影响。但是，人民币实际汇率的变动对进出口的影响作用存在一些需要关注的差别。从图 1 中可以大致看出，进口增长率的波动幅度明显大于实际汇率变动的幅度，而且方向大致相同；出口增长率的波动幅度一般小于实际汇率变动幅度，方向也不太明显。就上海进出口对人民币实际汇率的弹性而言，出口弹性较小，进口弹性较大。

图 2 也显示出类似的结果：出口增长比较平缓 and 稳定，进口增长波动较大，汇率变动对进口的影响作用较出口更为明显一些，汇率曲线和进口曲线围成“藕形”。需要说明，图 2 进出口曲线所用的是年度进口总额和出口总额数据，汇率曲线用的是人民币名义汇率指数。



两图示的情况说明，汇率政策对进口的影响作用非常明显，对出口也有影响但相对有些模糊。这一点值得引起有关部门的注意。它提醒我们应该考虑下面一些问题：是不是出口产品缺乏需求弹性？我们依赖本币贬值来刺激出口的老办法是不是应该有所改变？

表 1. 上海外贸出口商品类别结构

年份	1995	1996
金额(亿美元)	115.7739	132.3823
粮油食品土畜产	10.7789	10.3562
纺织丝绸	27.4045	19.396
服装	21.5239	34.0694
轻工业品、工艺品	21.5583	22.1969
五金矿产品	14.499	14.3999
化工医药产品	8.5051	11.835
机械设备工农具	6.5923	8.6368
运输工具	4.1815	5.0552
光电产品和家电	13.4388	17.5013
其它	3.3774	5.642

资料来源:上海社科院,《上海市对外经济贸易统计年鉴1997》。

从表 1 可见，上海外贸出口中，大约 75%集中在需求弹性较低的粮油食品、土产畜产品、纺织丝绸与服装、鞋帽玩具陶瓷等轻工产品和工艺品、黑色金属为主的五金矿产品上。这就解释了汇率变动对出口影响作用的相对较弱。

不过有一点值得注意，在人民币实际汇率上升 4% 的 1995-1996 年，多具面料性质的纺织丝绸的出口额下降了 8 亿美元，进口增加了 4.2 亿美元，两数相加接近服装成衣出口的增加额 12.54 亿美元（见表 1）。这是巧合吗？不是！这是由于来料加工、进料加工贸易方式在上海外贸出口方式中比重上升以及上海提高加工深度的结果。人民币的升值有助于来料加工和进料加工形式的出口贸易。不过目前两者所占上海出口贸易方式的比重都只在 10% 不到一点的水平，远不能与占约 75% 出口比例的一般贸易方式相匹敌。

需要指出，上述关于汇率对进出口影响作用的讨论是在没有考虑其它一些不可忽视的诸如国民经济的扩张与紧缩、外商投资规模、以及外贸管制和限制措施等因素对进出口影响的情况下进行的。

从图 2 可以清晰地看出，除 1997 年外，上海外贸进口曲线与外商直接投资指数曲线几乎一同起伏：在 1987-1988 年、1992-1994 年和 1996 这些年份，它们一同较快增长；在 1986 年、1989-1991 年和 1995 年，它们又一同裹足不前。这说明，除了它们一同受到国民经济紧缩或繁荣的影响之外，进口与外商投资之间存在着某种内在联系。

资料显示，外资企业在上海外贸中已居于举足轻重的地位。1996 年上海外贸进口总额的 47.12% 是由外资企业所为，可谓“半壁江山”。在沪外资企业进口商品的类别结构与上海外贸进口的商品结构也大致相似，主要集中于资本品、原料和半成品等生产资料上。1996 年外资企业进口的重要商品种类构成为：机械设备和工农具占 16.82%，黑色金属等五金矿产品占 7.75%，光电产品占 23%，纺织类（不含服装）占 14.3%，化工产品和医药类占 6.07%，运输工具占 14.58%，其它占 17.48%。这个结构非常接近表 2 展示的上海外贸整体的进口商品结构。

随着外商来沪直接投资规模的变动，外资企业实物投入形成的设备和工具进口和为日常生产经营服务的其它生产资料等进口的规模相应变动。简言之，外来投资会带动进口，年度外资规模的变动也相应引起上海外贸进口波动。

表 2. 上海外贸进口主要商品类别结构表

年份	1995 年	1996 年
进口额(亿美元)	74.7915	90.2542
机械设备	19.1%	21.4%
五金矿产品	15.1%	13.4%
光电产品	14.5%	13.3%
纺织丝绸	11.1%	13.8%
化工产品	10.7%	9.3%
运输工具	8.6%	7.5%
其它	20.9%	21.3%

资料来源：上海社科院，《上海市对外经济贸易统计年鉴 1997》。

二、人民币汇率对外商来沪直接投资的影响作用

通过图 2 回顾过去十多年外商来沪的直接投资的历史，我们不能否认国内经济波动对其产生的影响，1989-1991 三年的“治理整顿”、经济紧缩和 1992 年开始的新一轮经济热潮可以充分地解释同期外来投资的起伏。但是，对 1995 年当年外来投资规模增长速度的缓慢，其解释是不够充分的：同在最近一轮经济紧缩的三年，1994 和 1996 年外资来沪投资规模都比上一年有较大幅度的提高，为什么唯独 1995 年裹足不前呢？

笔者认为，稳定的经济、社会、政治环境对吸引外资是不可或缺的。人民币汇率的稳定就是其中的一个重要的方面。稳定，意味着没有或少有风险；汇率稳定，意味着较少有汇率风险。投资是为了未来的回报，投资于未来具有较大汇率风险的人民币资产显然不是外商的最优化选择！

仔细回顾历史，我们发现，1985年初-1986年7月人民币汇率下调了约14%，这两年来沪外资规模微乎其微；1987-1988年人民币汇率水平没有改变，这期间来沪外资比以前出现了较快的增长，两年分别增长了117.4%、71.8%；1989年底、1990年底连续调低人民币汇率累计达30个百分点以上，而1990和1991年上海吸收的外资规模跌进低谷，两年合起来比1988年一年的规模还小，不到1989年的84%；1991年之后三年人民币汇率一改以往大幅度下调的做法，采用浮动微调的“小步走”方法，1992-1994年外资以前所未有的势头增长，年吸收外来直接投资开始以两位数计达12.6、23.2、31.4亿美元，分别比上年增长了618.3%、84.1%和35.3%；1994年汇率并轨，人民币汇率大贬了50%以上，次年外资流入上海的规模与1994年相比几乎没有增长，仅为3.6%；1995年以后人民币市场汇率基本稳定，1996年外商对上海的直接投资又恢复了高速增长的态势，达47.16亿美元，比上年增长了45.1%。

十多年历史给我们留下的印象是：人民币汇率稳定，则外来投资稳定增长；人民币汇率大幅调整，则其后外商投资增长缓慢甚至倒退，此种滞后影响的滞后期大约半年到一年时间。经验告诉我们，人民币汇率稳定是促进外商来华投资办企业的一个重要的环境条件。希望通过本币贬值来吸引外资，只能是“南辕北辙”。

资料显示，截至1996年，沪上外资企业的产业构成是：第一产业0.1%，制造业占51.9%，服务业占48%；服务业中的房地产和公用服务业占外资总量的19.4%，商业和饮食业占4.3%，运输和邮电业占2.3%。从沪上外资企业的行业结构可见外商对华直接投资动机之端倪。实际上，外资来华旨在寻求潜在的大市场、廉价而高素质的劳动力、丰富的资源和便宜的地皮，以及稳定良好的投资环境等等，这体现了外资的长远利益。本币贬值也许会使外资入门时可以较少的外币资金换取较多的人民币资产，这只是一时之利。投资者看中的并非一时小利，而是着眼于未来和长远。贬值会给人留下币值不稳的印象，在贬值和币值不稳的气氛中投资者容易产生未来还要贬值和不稳的预期。谁愿意投资于高风险的、币值不稳的币种资产呢？

也许有人会问，在人民币汇率稳定的1997年为什么外商来沪直接投资仅比上年增长2%呢？实际上这与亚洲金融危机有关。

三、最新的经验：亚洲金融危机影响下的我国外资外贸

1997年7月以来，泰国、印尼、韩国等相继发生货币危机，这些国家的货币大幅贬值。国际国内有人预期或主张我国人民币汇率相应下调，以应付亚洲金融危机对我国对外贸易和外商投资造成的冲击。

金融危机的不良影响无疑是存在的，但影响不会非常大，而且少许有一些积极的影响。我国政府多次向国际社会承诺和表示人民币不会贬值，使我国在国际政治、经济舞台上树立了一个好的形象，也符合我国的经济和对外贸易的现实要求。人民币贬值是没有必要的。

以下，我们从外资外贸几方面来看一看：

就外商投资而言，来源集中在美国和亚洲国家或地区，其中亚洲地区占我国大陆实际利用外资金额的80%。上海的情况类似，截至1996年底，累计吸收的外商直接投资中，香港48%、美国146%、日本9.9%、台湾5.6%、新加坡2.6%。亚洲金融危机的不利影响无疑是存在的。

但是，也应该看到，除了日本所占的比重大些，在这次危机中货币明显贬值的韩国和一些东盟国家等在对上海的直接投资中所占的比本来都不高，比如泰国1996年底以前仅占0.6%。所以，危机的影响不会太大。而且由于我国相对于印尼等东南亚

国家而言政治经济环境比较稳定，原本对东南亚国家投资的在一定程度上会转向我国。总之，不必对我国利用外资的近期前景过分悲观。

实际情况的确如此。最近，国家对外经济贸易合作部透露，今年第一季度，印尼、韩国、日本和泰国实际投入资金下降 30% 至 90%，使来自亚洲地区的投资仅增长 1.6%；但欧盟、美国的实际投资则大幅增长 75.4% 和 25.38%。今年头四个月，我国新批外资合同金额同比增长 12.24%，达 135.58 亿美元，实际利用外资 117.16 亿美元，同比微增了 0.07%。在危机影响下，上海 1997 年外商直接投资同上年相比仅增长 2%，但仍创下历史最高水平，规模达 48.08 亿美元。1998 年第一季度的情况严峻一些，上海新批外资项目同比下降 46.67%，不过合同吸收外资同比增长 2.18%。

就外贸出口而言，上海出口产品 60% 以上的市场在亚洲地区，币值明显下降的日本、韩国和东盟占三分之一以上，全国的情况类似。从理论上讲，这些国家货币贬值所产生的收入效应和替代效应将影响我国的外贸出口：一方面我国产品这原本三分之一的市场将减少对我国产品的需求，另一方面它们以价格比以前变得更低的商品挤占我国产品原有的、其它三分之二的国际市场。

实际上，日前国家海关总署公布的数字显示，今年前四个月我国对东亚出口明显受阻，对日本、韩国、东盟的出口分别下降了 3.1%、24.5%、9.5%，证实第一个方面。相比来讲，第二个方面并不明显，相反我国对香港地区、美国、欧盟和俄罗斯的出口却上升了 12.6%、20.6%、29.7%、59.3%。整体上，我国头四个月的外贸出口比上年同期增长了 11.6%，达 561.9 亿美元。

出口的增长是不是由不顾经济利益而强求创汇的政府行为所致呢？基本不是！考察表 3 就会发现，上海外贸出口增长主要是外商投资企业实现的：1997 年上海外贸出口增长 14.86 亿美元的 80% 以上由外资企业所为。

表 3. 1996—1997 年上海各类企业对外贸出口增长的贡献率

	出口增长额(亿美元)	所占比重(%)
外商投资企业	11.95	80.40
中央部属企业	-0.36	
专业外贸公司	0.68	4.57
工贸公司	-0.11	
工业自营企业	0.31	2.09
地方综合企业	2.36	15.88
总计	14.86	100

资料来源：上海社科院，《上海市对外经济贸易统计年鉴 1997》。

金融危机对我国外贸进口影响也是存在的，不过更多的是一种积极的影响。我国今年前四个月进口仅增长 3.1%，从欧盟和俄罗斯的进口下降 5%、27.9%，但是从日本、韩国、东盟的进口却增长了 4.6%、13.6%、4.2%。一种解释就是，货币贬值使这些国家的产品、设备和原材料等价格低廉，更具有竞争力。

总体上，1998 年前四个月我国外贸进出口保持着出口增长较快，进口增长较慢，顺差 149 亿美元的良好态势。

需要指出，东南亚金融危机之下，我国外资外贸的状况基本良好。这个成绩是在人民币汇率稳定、并未贬值的条件下取得的。

四、结论

通过上述的实证研究和定性分析，总结过去和现在的经验，我们大致可以得出如下的结论：

第一、人民币汇率下调对外贸出口有刺激作用但并不非常明显。上海外贸出口的实际汇率弹性较小。不要指望通过本币贬值来明显地提高国外的需求和上海外贸出口创汇水平，尽管这样做能够提高出口企业以本币计的利润水平和增加出口供给的积极性。

第二、上海外贸进口的实际汇率弹性明显较大，进口对人民币汇率水平变动较为敏感，人民币贬值对抑制进口有明显效果。

第三、汇率并不是影响进口水平的唯一因素和决定因素，国民经济景气状况和外来投资状况等对进口、出口有更重要的影响力。外资企业已经成为上海外贸出口和经济的主要增长点，在上海外贸进口方面更是占据“半壁江山”。

第四、本币贬值不是吸引外资的好手段，它会使外商产生一种人民币资产有汇率风险的不良预期，从而使我国对外资的吸引力下降。稳定人民币币值是吸引外资的一个重要条件和正确选择。

第五、东南亚金融危机，使我国的外资外贸工作受到一定的挑战，也同时面临着一些机遇。最新的实践表明，做好外资外贸工作，不必要求人民币对外贬值。

需要指出，汇率稳定并不是拒绝必要的和适当的调整。必要和适当的调整可以为我国的改革开放与经济建设提供一个好的环境。调整要有标准，要采取适当的做法。1996年以来实行的“以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制”就是一个适合我国国情的好的汇率制度，用好这套机制还有不少需要讨论的方面。最主要的方面之一，就是中央银行入市干预的时机和标准。笔者认为，根据人民币实际汇率水平进行操作就是一个好的选择。

（作者单位：华东师范大学国际金融系）

（责任编辑：周庭汪）