

今年人民币升值拖累出口了吗?

人民币汇率走向清洁浮动是大势所趋,企业应该逐渐培养和提高适应汇率双向波动的能力,树立正确的金融风险意识,专注主业,管理好货币敞口风险,不要用市场判断替代市场操作。

政府在继续深化汇率市场化改革,退出外汇市场常态干预的同时,应该加快外汇市场培育,增加交易主体、放宽交易限制、丰富交易产品,给予国内企业正确的激励和约束,支持引导企业更为便利和高效地管理汇率风险。

管涛

今年以来,人民币兑美元汇率止跌回升,尤其是6月份以后加速升值,被一些分析人士认为对我国出口增长形成拖累。然而,基于可获得的数据和事实的分析表明,人民币升值对于我国出口行业的影响主要不是国际竞争力的冲击,而是财务管理能力的挑战。

一、今年人民币双边汇率走强但多双边汇率保持基本稳定

理论上讲,影响出口竞争力的是人民币兑主要贸易伙伴货币的多边汇率(又称篮子货币、汇率指数或有效汇率)。例如,尽管中国与东南亚国家贸易通常以美元计价结算,但真正影响中国企业与东南亚国家贸易的依然是通过美元折算过去的人民币兑东南亚货币的汇率。

今年前9个月,人民币兑美元汇率中间价和境内交易价分别升值4.5%和4.6%。其中,大部分升值是发生在5月底中间价报价机制中引入“逆周期因子”以后;前5个月,人民币中间价和交易价分别升了

1.1%和1.9%;6-9月份,分别升了3.4%和2.6%。截至9月8日,较年初最多升值7%左右,9月11日以后快速回落。当然,人民币升值不一定是“逆周期因子”每日操作的结果,较大可能是市场根据政策信号做出的预期调整所致。

今年前9个月,中国外汇交易中心公布的CFETS、BIS(国际清算银行)和SDR(特别提款权)口径的人民币汇率指数分别贬值0.5%、1.0%和0.6%。其中,前5个月,分别下跌2.6%、3.0%和1.9%;6-9月份,分别升值2.1%、2.1%和1.2%。

人民币汇率指数保持了基本稳定,主要是因为今年国际市场上美元指数(USDX)大幅回调,最大跌幅11%,前9个月累计跌幅为9.1%。所以,今年兑美元升值的不仅仅是人民币,还有其他很多货币。尤其是占美元指数57.6%权重的欧元,今年前三季度兑美元升值12.9%,这拖低了美元。而人民币中间价报价机制中隐含着“美元弱、人民币强”的逻辑,因此,在境内外汇依然供不应求的情况下,人民币

兑美元汇率不仅没有破七,反而震荡走高。

二、历史上人民币汇率对中国出口影响不大

在2015年以前,人民币双边及多边汇率总体是升值的。2005年初到2015年底,人民币兑美元汇率中间价累计升值27.5%,名义和实际有效汇率分别升值50.1%和59.2%。期间,中国出口额逐渐跃居世界第一。据世界贸易组织统计,中国在全球的出口市场份额由2006年的8.8%稳步升至2015年的15.0%。恰恰是2016年,人民币兑美元汇率下跌6%以上,名义和实际有效汇率均贬值近6%,中国的出口市场份额反而降至14.2%。

事实上,大多数实证分析的结果显示,中国的出口对外需敏感而对汇率不敏感,即国际经济形势好、外需强劲时,中国出口好,而中国出口不好时,通常是国际经济形势差、外需疲软的时候。此外,短期看,汇率对于出口的影响还存在所谓J曲线效应,即从汇率升值到企业减少出口,中间还有时间差。

三、当前相关数据尚不能给出升值影响出口的一致性信号

一方面,随着人民币双边和多边汇率加速升值,一些出口数据有所恶化。比如,今年前三季度,出口额累计同比增长7.5%,较上半年增速回落了0.7个百分点;出口交货值累计同比增长10.7%,较上半年回落了0.2个百分点。再如,前8个月,海关总署统计的出口数量指数均值为108.1,较上半年回落了0.8%;世贸组织统计的中国出口市场份额为13.7%,较2016年回落了0.5个百分点。

另一方面,更多数据和事实显示,至今人民币升值对出口的影响有限。

首先,虽然根据世贸组织的统计,今年前8个月中国出口市场份额低于2016年,但较今年上半年依然高出4.7个百分点。这一方面说明,如果中国出口竞争力受到汇率升值的影响,也是前期人民币长期升值造成的趋势性影响,与短期汇率走势相关性较低;另一方面说明,三季度中国的出口增速回落是在全球贸易增速回落的背景下发生的,其实当季中国出口的表现应

该好于全球的平均水平;再一方面,不排除今年全年中国的出口市场份额反超上年,因为2016年全年较今年上半年就高出6.1个百分点。果真如此,则进一步证明,中国的出口竞争力对汇率的敏感度低,而与世界经济走势的敏感度高。今年主要是经济体同步复苏,世界经济增长提速。

其次,从贸易方式看,今年前9个月,一般贸易出口额占到出口总额的54.6%,较上半年占比上升了0.2个百分点;相反,一般贸易进口额占比59.1%,较上半年回落了0.8个百分点。理论上,一般贸易方式下的进出口乃是全收全支,受汇率波动的影响较大。

再次,国家统计局编制的中国制造业采购经理人指数(PMI)中的新出口订单指数,今年三季度平均值为50.87,略低于上半年均值50.90(前三季度的均值高出上年同期3.4%),但海关总署编制的外贸出口先导指数同期均值为41.87,较上半年均值高出3.5%(前三季度的均值更是高出上年同期23.4%)。特别是海关总署组织的网络问卷调查显示,出口经理人数指数及新增出口订单指数、出口信心指数,三季度的均值较上半年均高出2%以上。

其四,根据海关总署组织的网络问卷调查,今年三季度,新增出口订单金额同比减少的企业比例均较上半年下降了0.6个百分点,同比增加的企业比例上升了0.25个百分点,同比持平的企业比例上升了0.35个百分点;对出口形势信心不乐观的企业比例较上半年下降了0.7个百分点,乐观的企业比例上升了0.85个百分点。

最后,虽然汇率成本增加对出口的影响加大,但企业的头号大敌并非汇率升值。根据海关总署组织的网络问卷调查,今年三季度,出口综合成本上升的企业比例均值为61.40,较上半年上升了1.25个百分点。其中,劳动力成本上升的企业比例均值为57.33%,较上半年提高了0.55个百分点;汇率成本增加的企业比例均值为38.50%;原材料成本上升的企业比例均值为5.97个百分点,但均值比



例仍有48.60%。

四、误判人民币汇率走势对出口企业造成重大的财务影响

例如,中国企业对泰国出口大都是用美元计价结算的。去年底,企业出口时的汇率水平为6.94元人民币/美元,当时通过美元折算的人民币兑泰国铢的汇率约为5.20泰国铢/元人民币。相信,在当时的汇率水平上,中国产品是有竞争力和吸引力的,中国企业对泰国的出口也应该是赚钱的。基于去年底市场极度看空人民币,企业对泰国出口收入美元通常不会结汇,而是以美元外汇存款的形式持有。

然而,今年人民币兑美元汇率止跌回升,最多升了7%,前三季度累计升了近5%。显然,当时没有卖出美元的企业遭受了汇兑损失。这也是当人民币兑美元汇率在8月初升破6.70之前,市场走得较为犹豫,而之后用3个星期就升破了6.60,1个星期又升破了6.50的主要原因。因为当人民币汇率升值接近甚至超过出口盈利水平(通常出口利润率是3%-4%)时,企业纷纷通过结汇或用美元对外支付的方式减持美元多头。

据人民银行统计,去年9月到今年6月,企业累计增加境内外汇存款824亿美元,三季度累计减少253亿美元。8月份,银行即远期结售汇顺差34亿美元,为2014年7月以来的首次;9月份,由于企业远期购汇大幅增

加,银行即远期结售汇回归逆差55亿美元。

五、主要结论与建议

第一,迄今为止,没有有力的证据显示,人民币升值对我国出口有显著的负面影响。即便中国的出口市场份额持续下降,也只是延续了2016年以来的发展趋势,很难讲是短期汇率升值所致。而且,这一下降尚未成定局,年底仍有可能反超上年的水平。

第二,鉴于人民币汇率指数保持了基本稳定,人民币升值对竞争力的冲击有限,而主要是对财务管理的冲击。今年以来人民币汇率止跌回升改变了“8.11”汇改以来持续一年多时间的单边下跌走势,重新进入双向波动时代,这又是一次生动的汇率风险教育,教训弥足珍贵。

第三,人民币汇率走向清洁浮动是大势所趋,企业应该逐渐培养和提高适应汇率双向波动的能力,树立正确的金融风险意识,专注主业,管理好货币敞口风险,不要用市场判断替代市场操作。

第四,政府在继续深化汇率市场化改革,退出外汇市场常态干预的同时,应该加快外汇市场培育,增加交易主体、放宽交易限制、丰富交易产品,给予国内企业正确的激励和约束,支持引导企业更为便利和高效地管理汇率风险。

(作者系中国金融四十人论坛高级研究员)

工业品价格上涨是把双刃剑

从未来趋势看,2017年三季度工业企业订货景气指数为86.3%,处于2013年以来的最高水平,表明短期市场需求依然较大,对工业品价格形成一定的支撑作用。应紧紧抓住这一时间窗口,进一步明确十九大提出的从高速增长向高质量增长转变的方向,加大企业创新力度,积极促进产业结构升级,尤其是资源密集型产业的产业结构升级,实现更高质量、更有效率的增长目标。

潘建成

自2016年四季度经济增速由第三季度的6.7%温和回升至6.8%以来,中国经济终止了多年来的持续下行态势,今年前三季度增速为6.9%,结果好于预期。

受经济回暖的鼓舞,社会的经济信心均明显上升。今年前三季度,国家统计局开展的企业景气调查结果显示,企业景气指数均为123左右,比去年四季度高10点,由温和景气区间进入正常景气区间。中国企业家调查系统最新调查显示,其年度企业景气指数达到2011年以来的最高点,尤其是企业家认为当前宏观经济环境处于“正

常”状态(也就是既不冷也不热的状态)的比重为有该项调查以来十几年来的历史最高点。国家统计局中国经济景气监测中心调查显示,充分体现消费者对收入、就业的信心以及消费意愿的消费者信心指数10月份达到123.9点,为近五年来的最高点。

社会经济信心的回升,与改革不断深化促进宏观环境的改善有关。比如中国企业家调查系统的调查显示,关于对当地行政执法机关(工商、税务等)执法是否公正”的评价,2017年企业家认为“很好”或“较好”的占57%,比2012年的调查结果多23.6个百分点;关于对当地“行政审批手续是否方便便捷”的评价,

认为“很好”或“较好”的企业家占52.7%,比2012年的调查高24.3个百分点;关于企业融资状况,认为目前资金“紧张”的企业家占36.9%,为近五年来最低。

与此同时,也应该清醒地认识到,本轮经济景气的回升与工业品价格的较快上涨有关。事实上,对企业来说,包含价格因素在内的名义增长(比如企业的销售收入增长)比剔除价格因素的实际增长(比如GDP增速)影响更大,因为价格对利润的影响关联巨大。今年前三季度工业品价格同比上涨6.9%,带动了规模以上工业企业利润增幅达到22.8%的高增长,而且这是在去年全年增长8.5%的基础上实现的高增长,这也是为什么今年以来企业景气指数回升幅度明显高于经济增速回升幅度的原因。

工业品价格变动对于企业景气的影响,事实上是一把双刃剑,在促进企业景气上升的同时,会带来以下几个方面的不利影响。

一是对下游产业形成更大的成本压力。从目前工业品价格上涨的结构看,10月份工业生产者出厂价格同比上涨6.9%,其中主要来自生产资料价格上涨9%的带动,生活资料价格同比涨幅仅为0.8%。作为上游产业的生产资料价格上涨较快,会对下游产业形成成本上升的压力。据中国企业家调查系统调查,在问及“企业发展面临的最主要困难”时,今年40.4%选择了“能源原材料成本上升”,比去年高出近25个百分点。而且,上游产业价格上涨对下游产业的成本传导具有滞后性,一定程度上意味着下游产业未来一个时期成本压

力仍将不断加大。

二是动摇去产能的决心。本轮工业品价格上涨,一方面是对过去连续长达54个月同环比下跌的一次恢复,另一方面也与去产能、取缔地条钢、环保督查等举措有关。这一定程度上带来供给端的短期冲击,并不意味着需求的上升。近一段时期以来,由于工业品价格上涨较快,一些地方、一些行业的去产能决心产生了动摇,一些僵尸企业又有了活下去的希望,甚至有扩产能的冲动,这极可能导致粗放模式回归。十九大将未来三年三大攻坚任务的第一项列为化解重大风险,这里的风险一定程度上包括房地产市场不断膨胀的泡沫风险,在基础设施投资热潮中不断积聚的隐性地方债务风险等。据中国企业家调查系统最新调查,关于目前各地普遍推进的PPP(政府与社会资本合作)项目,60.9%的企业家表示“同意”真正的民间资本参与热情很低”这一说法,而同意的仅占13.6%;42.9%的企业家表示“同意”在PPP项目中“地方政府担保现象比较严重”这一说法,表示“不同意”的仅占13.9%。坚定不移化解风险,意味着对房地产市场膨胀和基础设施投资过快增长的有效控制,意味着相关联的产业需求趋于减弱。也就是说,对相关产业尤其是目前价格上涨较快的资源密集型产业的供求格局出现误判,可能会造成未来产业的巨幅波动。

三是短期价格过快上涨可能会增加投机性库存囤积需求,加剧未来价格波动可能性。工业品价格,尤其是一些上游资源型产品价格,具有一定的投资、投机属性,一旦投机



行为过大,可能会造成社会库存的短期剧烈变化。据有关专家估计,近期部分有色金属产品的社会库存已创历史新高,不排除受这些投机因素影响。

从未来趋势看,2017年三季度工业企业订货景气指数为86.3%,处于2013年以来的最高水平,表明短期市场需求依然较大,对工业品价格形成一定的支撑作用。应紧紧抓住这一时间窗口,进一步明确十九大提出的从高速增长向高质量增长转变的方向,加大企业创新力度,积极促进产业结构升级,尤其是资源密集型产业的产业结构升级,实现更高质量、更有效率的增长目标。地方政府当前的一项重要任务,也是要进一步贯彻落实新发展理念,坚决摒弃过去的粗放发展模式,积极培育新时代地方经济发展的

新动能。目前仍然有很多地区尤其是一些经济欠发达地区在大搞工业园区开发,甚至每个县都要搞工业园区,如果措施不对,极易造成粗放模式的回归。据国家统计局中国经济景气监测中心三季度经济学家调查,对于地方通过园区开发发展经济,经济学家的主要观点包括:71%的经济学家认为“应该围绕主体功能区定位因地制宜发展经济,不是所有的地区都适合园区开发”,57%认为“应该对全国现有园区开发的成效做深入调查和综合评估,以提供科学决策依据”,45%认为“园区开发要注意形成产业集聚”,40%认为“单纯以推动经济增长而开发园区的思路是错误的,主要应该是推动产业升级和绿色发展”。

(作者系国家统计局中国经济景气监测中心副主任)