

汇率如何影响产业转移？

——产业系列研究之二

宏观深度

◆ 近期市场比较关注产业转移，比如境外投资是否离开中国转移他国，除了贸易摩擦，汇率变化也会影响外来投资（FDI）。如果本币贬值，外商直接投资获得的人民币收入换成外币会随之下降，但是本币贬值同时也意味着外资在本地生产和经营成本相对较低，更能吸引外商投资。如果本币升值，其结果则相反。那么，这一正一反的影响，哪个更大？各个行业有何不同

◆ 近年来 FDI 表现稳定，其中制造业、地产 FDI 占比下滑，信息传输、计算机服务和软件业、基础设施等行业 FDI 占比在波动中有所上升。2018 年，外商对华直接投资金额为 1349.7 亿美元，同比增长 3.0%，增速相对稳定，其中受基数影响，制造业、地产 FDI 增速在 2018 年有所反弹，但占比下滑；信息传输、计算机服务和软件业、基础设施行业、金融业、租赁和商务服务业等行业 FDI 占比在波动中有所上升；批发零售和其他行业在波动中保持稳定。制造业细分行业中，通信计算机和电子设备制造业、专用设备制造业、医药制造业占比上升，纺织业占比下滑，化学原料及制品、通用设备和其他制造业占比基本保持稳定。

◆ 近年来汇率对 FDI 的影响上升，各行业差异较大，高新技术产业和消费品行业受汇率变化影响小，传统制造业和地产行业受汇率变化的影响相对较大。总体而言，汇率贬值，FDI 增长将放缓。分行业来看，IT、租赁和商务服务业、金融业、批发零售业、医药、计算机电子制造等行业即使汇率贬值，其来华 FDI 仍然上升，原因在于这些行业市场广大，资本回报率较高，汇率对上述行业的影响有限；而传统制造业（化学原料及制品、专用设备、纺织业等）、地产、基建等行业在汇率贬值的情况下，其 FDI 增长放缓。其主要原因在于这些行业需求放缓，叠加劳动力成本上升，资本回报率较低，如果汇率贬值会进一步拖累其盈利能力，影响 FDI 的积极性。

◆ 汇率贬值或增加 FDI 利润汇出的动力，近几年来 FDI 利润汇回比例貌似有所上升，但外汇储备仍然比较充足，FDI 利润汇出影响有限。2018 年利润汇回比例比 2011 年提升了 13 个百分点。外汇储备可以覆盖可能出现的资本外流。2019 年 9 月底外汇储备规模为 3.09 万亿美元，根据粗略估算，外汇储备/（FDI 累计留存利润+外币债务）为 2.2 倍，仍然比较充足。

分析师

张文朗 （执业证书编号：S0930516100002）
021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

郭永斌 （执业证书编号：S0930518060002）
010-56513153
guoyb@ebcn.com

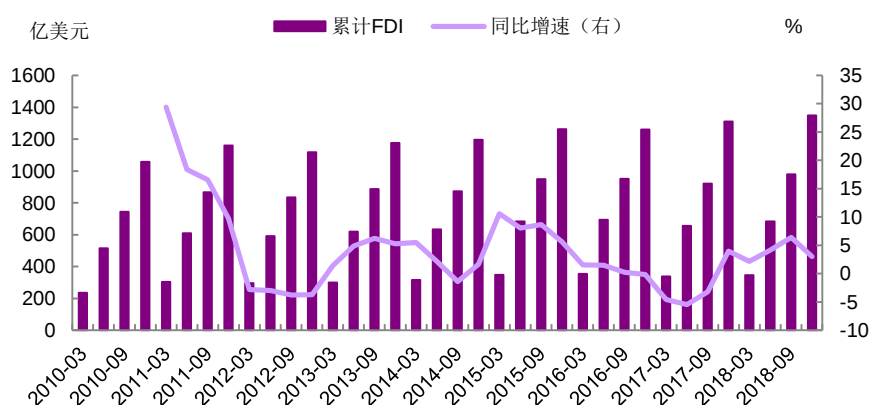
自中美贸易摩擦升级以来，市场非常关注境外来华投资（FDI）的情况，也就是产业转移。其实，来华投资受多个因素的影响，贸易摩擦是其中一个原因，除此之外，汇率变化也会影响外来投资。自 2018 年 3 月下旬中美贸易摩擦（美国在 3 月 22 日首次宣布对中国商品加征关税）开始后，人民币汇率呈现贬值态势，10 月中旬以来，中美双方在磋商中涉及农业、知识产权保护、汇率、金融服务、扩大贸易合作、技术转让、争端解决等领域，近期随着贸易摩擦有所缓和，人民币汇率有所稳定，截至 2019 年 11 月中旬，人民币兑美元汇率从 6.32 元跌至 7.0 元。实际上汇率调整是贸易摩擦的结果，也是汇率发挥其“自动稳定器”作用的体现。

如果人民币贬值，外商直接投资获得的人民币收入换成外币会随之下降，但是人民币贬值同时也意味着中国的生产和经营成本相对较低，更能吸引外商投资。如果人民币升值，其结果则相反。这一正一反的影响，哪个更大？各个行业有何不同？

FDI 未见异动

2018 年，外商对华直接投资金额为 1349.7 亿美元，同比增长 3.0%，增速相对稳定（图 1），实际上 2010 年以来，FDI 整体呈现波动增长的态势，影响 FDI 增长的因素很多，包括投资成本（如劳动力成本、用电用水成本、土地成本）、消费市场、资本回报率、汇率的稳定性等多种因素。在不同的经济阶段，影响 FDI 的因素不同，如在我国上世纪 90 年代和本世纪初的前十年，FDI 在我国快速增长，主要考虑了我国相对低廉的成本和不断扩大的消费市场。2011 年以来，FDI 尽管也呈现增长态势，但增速大幅放缓，增长波动加大，其主要原因在于，2011 年以来我国投资成本上升，尤其是劳动力成本优势逐渐下降，投资回报率和汇率等因素对 FDI 的影响逐步上升。

图 1：我国年度 FDI 规模和同比增速



资料来源：CEIC，光大证券研究所

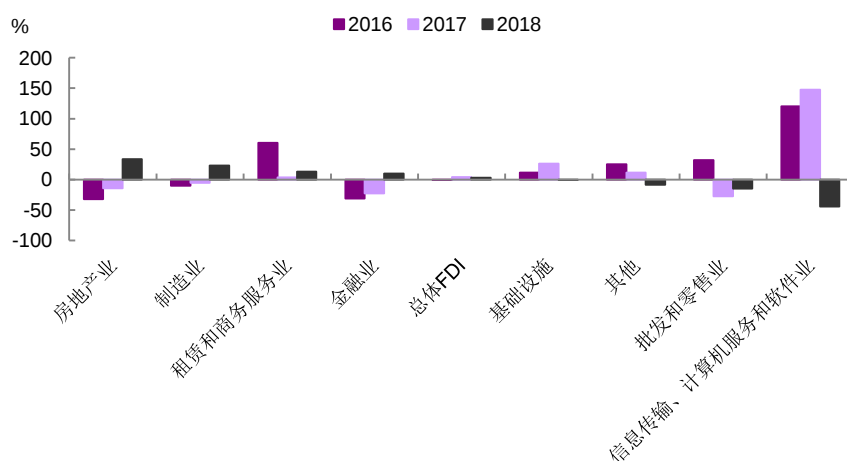
分行业来看，近两年不同行业的 FDI 增长之间呈现较大的差异。2016-2017 年制造业、房地产、金融行业增速呈现负增长，但 2018 年受基数影响大幅反弹（图 2）。从绝对值上来看，2018 年制造业 FDI 412 亿美元，

低于 2010-2013 年的制造业 FDI (2010-2013 年分别为 496 亿美元、521 亿美元、489 亿美元、456 亿美元)，2018 年地产投资 225 亿美元，低于 2010-2015 年地产行业的 FDI (2010-2015 年 240 亿美元、269 亿美元、241 亿美元、288 亿美元、346 亿美元、290 亿美元。)。与消费密切相关的批发和零售业 2018 年 FDI 同比下降 14.9% (图 2)。

在高新技术产业方面，外商直接投资在前两年的快速增长的态势下有所回落。2018 年，信息传输、计算机服务和软件业服务业 FDI 同比下滑 44.3%，主要原因在于 2016-2017 年高增长导致的高基数所致。另外，新兴服务业中的租赁和商务服务业 FDI 近三年来保持快速增长态势，2016-2018 年同比分别增长 60.5%、3.8%、12.8% (图 2)。

近年来，信息传输、计算机服务和软件业的 GDP 增速远高于总体增速以及第三产业的增速，在我国 GDP 中的比例也不断上升，由 2015 年的 2.7% 上升至 2018 年的 3.6%，成为近年我国经济增长的重要驱动力。外商直接投资的进入不仅给高新技术产业带来了更多的资金，同时也可能带来新的技术与经验，对高新技术产业的发展有较大的积极作用。

图 2：2016-2018 年各行业 FDI 同比增速

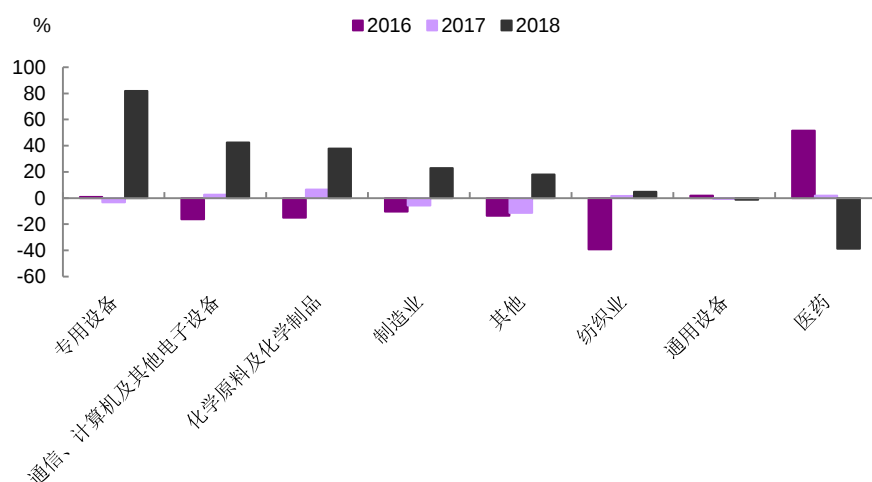


资料来源：CEIC，光大证券研究所

在各制造业子行业中，2018 年比较传统的化学原料及化学制品制造业、通用设备制造业 FDI 同比分别增加 37.85% 和 81.79%，主要是前期低基数所致；通信设备、计算机及其他电子设备制造业受益于国家战略的推动，2018 年其 FDI 同比增长 42.6%；同样对技术依赖较高的医药制造业，2018 年其 FDI 同比则下降 38.7%，但由于基数较小，对制造业 FDI 占比上升影响较小 (图 3)。

过去几年的供给侧结构性改革使许多传统制造业的落后产能出清，在产能出清的同时，这些行业的盈利水平也有所提高，提高了投资回报率，进而吸引外商进行直接投资，从而导致制造业整体 FDI 的提高。与此同时，“金融去杠杆”一系列的整治行动也一定程度影响了制造业企业的融资，进而寻找外商投资等其他渠道进行融资。在盈利能力与资金需求两方面因素的影响下，制造业企业的 FDI 在 2018 年有一个快速的增长。

图 3：2016-2018 年制造业 FDI 同比增速

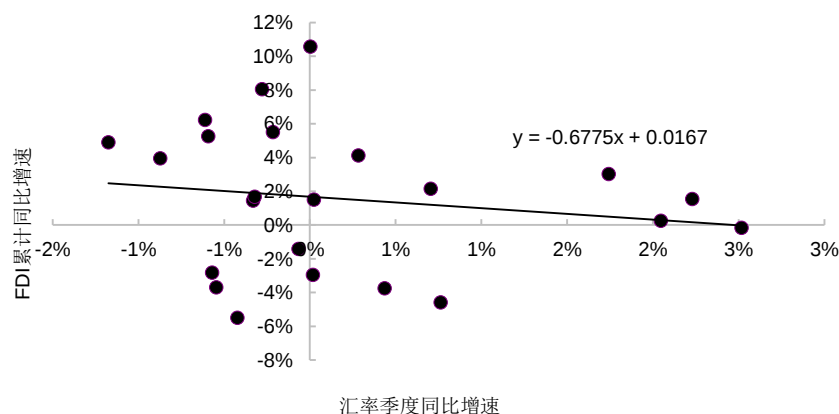


资料来源：CEIC，光大证券研究所

汇率如何影响 FDI?

为了分析汇率对 FDI 的影响,我们估算了 2011 年 3 月-2018 年 12 月的 FDI 对汇率变化的弹性,结果显示弹性为负(图 4),说明整体上来看,人民币贬值可能导致 FDI 放缓。那么各行业之间有何差异呢?

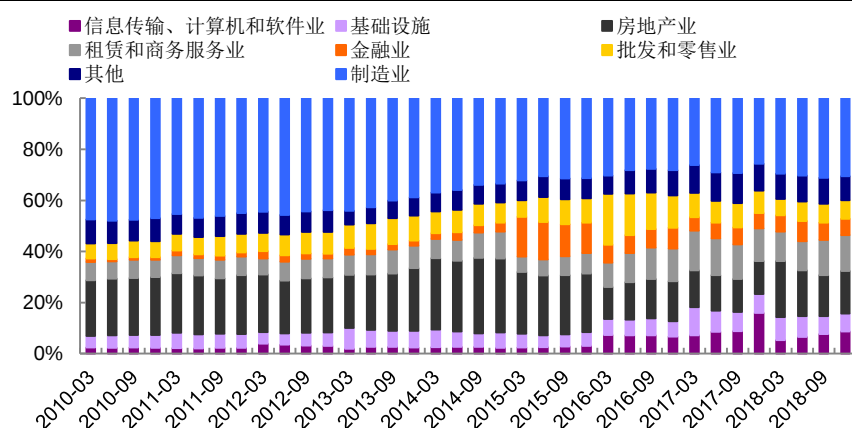
图 4：2011.3-2018.12 总体 FDI 对汇率的弹性



资料来源：CEIC，光大证券研究所计算

从各行业的 FDI 的占比来看,2010 年以来,制造业、房地产的 FDI 占比明显下滑,其中制造业从 2010 年的 47.6%下滑到 2018 年底的 30.5%,房地产行业从 21.8%下滑到 16.7%;信息传输、计算机服务和软件业、基础设施行业、金融业、租赁和商务服务业等行业 FDI 占比在波动中有所上升;批发零售和其他波动中保持稳定(图 5)。

图 5：2010.3-2018.12 各行业 FDI 占比

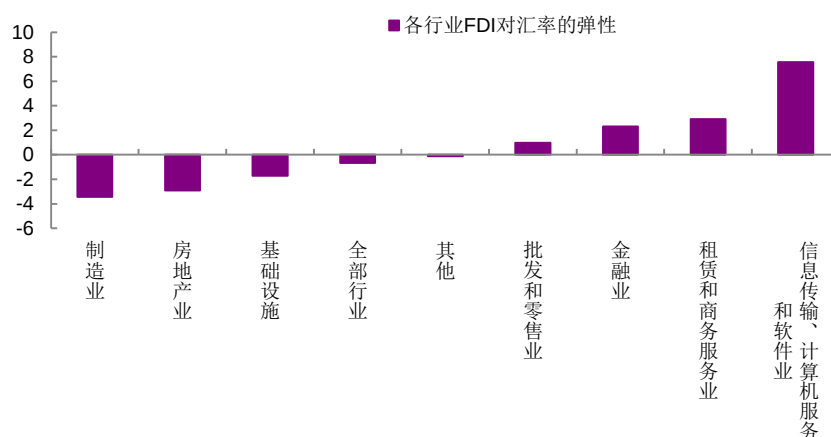


资料来源：CEIC，光大证券研究所

从各一级行业的细分行业来看，汇率对各行业 FDI 的影响具有较大差异。信息传输、计算机服务和软件业、租赁和商务服务业、金融业、批发零售业等四个行业 FDI 对汇率的弹性为正，表明汇率贬值不会导致上述四个行业 FDI 增长放缓或撤资，反而是促进其增长（图 6）。

- 其中信息传输、计算机服务和软件业、租赁和商务服务业属于高新技术产业和新兴服务业，目前在中国市场广阔，需求量大，资本回报率更高，生产经营成本随货币贬值而降低带来的效果更加显著，外币购买力增强带来财富效应，使得直接投资的利润高于出口所获利润，进而更能吸引外商投资，而汇率贬值对行业本身的利润冲击有限，如果人民币升值更能吸引本行业的投资。
- 中国当前投资金融行业的资产回报率仍然较高，而汇率贬值对其资本回报率的冲击与投资其他国家相比仍然较高，因此汇率贬值的情况下，金融行业的外商投资仍在稳步增长，但金融行业对汇率的弹性要弱于信息传输、计算机服务和软件业、租赁和商务服务业。
- 批发零售业属于消费行业上游行业，需求相对稳定，中国消费市场巨大，即使汇率贬值，对批发零售业的影响也有限。但批发零售业对汇率的弹性比较小，可能表明其在国内投资的吸引力不如上述三个行业。

图 6：2011.3-2018.12 各行业 FDI 对汇率的弹性

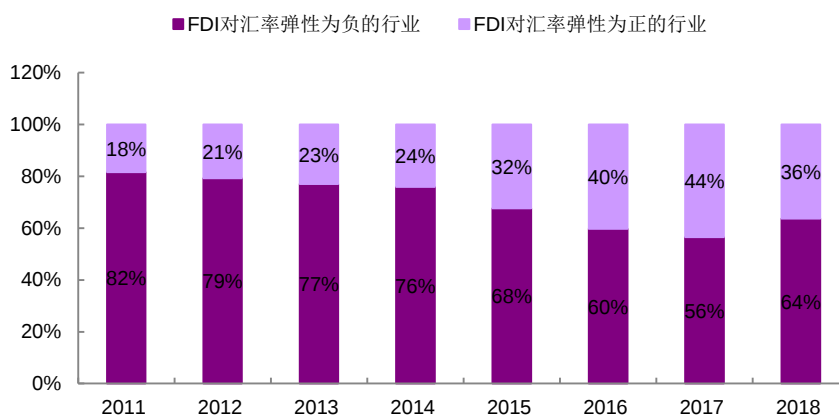


资料来源：CEIC，光大证券研究所计算

制造业、房地产行业、基础设施行业 FDI 对汇率的弹性为负，表明人民币贬值可能拖累这些行业的 FDI，而人民币升值则能吸引更多的外商直接投资（图 6）。

- 当前我国制造业受人工成本的上升影响，制造业投资回报率下降，加上中美贸易摩擦的影响，其投资吸引力在下降，因此我们看到在制造业 FDI 对汇率的弹性为负，且在九大一级行业中弹性负的最多。
- 我国金融周期在 2018 年达到顶点后下降，从 2016 年以来持续实行“房住不炒”，地产投资的回报率明显下降，因此汇率贬值对地产行业利润的冲击较大，如果汇率贬值，地产行业 FDI 增速放缓。
- 基建行业 FDI 对汇率的弹性也表现为负，主要原因在于 2009 年四万亿投资后，我国基建投资快速增长，由此导致的隐性债务风险上升，而投资回报率也明显下降，如果汇率贬值，基建行业 FDI 也会放缓。

图 7：2011-2018 年 FDI 对汇率弹性为正和负两类行业占比 FDI

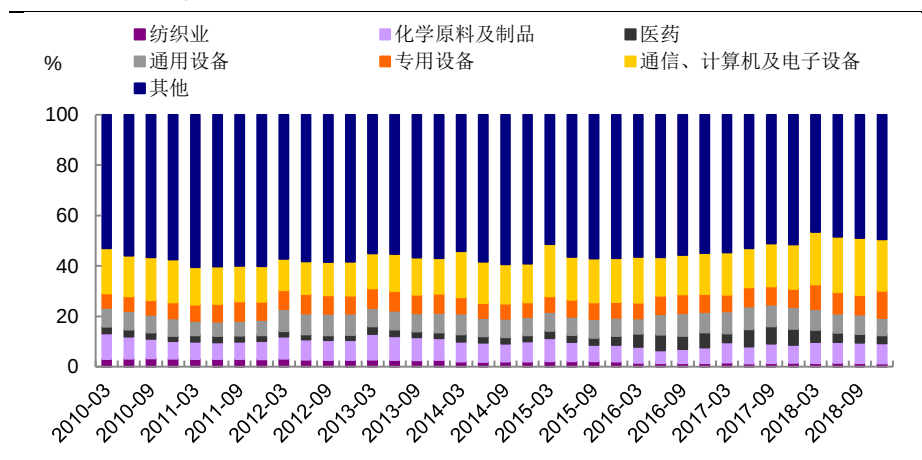


资料来源：CEIC，光大证券研究所计算

从 FDI 对汇率弹性为正和负两类行业的 FDI 占比来看，2011-2017 年 FDI 对汇率弹性为正的行业（信息传输、计算机服务和软件业、租赁和商务服务业、金融业、批发零售业）占比持续增加，从 2011 年的 18% 上升到 2017 年的 44%，2018 年下滑至 36%；2011-2017 年 FDI 对汇率弹性为负的行业占比（制造业、房地产行业、基础设施行业和其他行业）持续下降，从 2011 年的 82% 下降到 2017 年的 56%，2018 年占比反弹至 64%（图 7）。

在可获得的制造业细分行业数据中，通信计算机和电子设备制造业、专用设备制造业、医药制造业占比上升，纺织业占比下滑，化学原料及制品、通用设备和其他制造业占比基本保持稳定（图 8）。

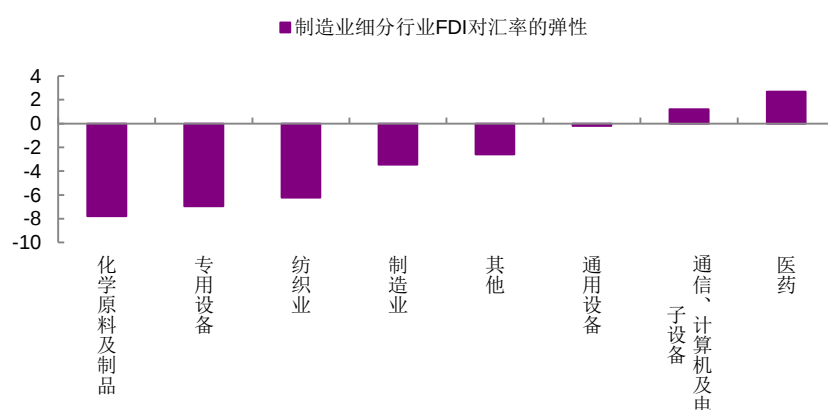
图 8：制造业中各行业 FDI 占比



资料来源：CEIC，光大证券研究所

从制造业细分各行业 FDI 对汇率的弹性来看，化学原料和制品、专用设备、纺织服装、专用设备等行业 FDI 对汇率的弹性为负（图 9），表明如果汇率贬值，上述行业 FDI 增速放缓，主要原因在于目前我国劳动力成本上升，基建、地产等投资放缓，内需下行，上述制造业的资本回报率下降，汇率贬值对行业利润的冲击较大。而通信计算机电子设备行业和医药行业 FDI 对汇率的弹性为正，即使汇率贬值，对行业 FDI 投资的影响不明显，主要原因在于通信计算机电子设备制造业属于高新技术产业，国家政策支持，国内需求量较大，资本回报率高，汇率贬值对行业利润的冲击有限，因此汇率贬值对其影响有限；另外，医药行业属于必需品行业，市场广阔，需求稳定，行业回报较高。

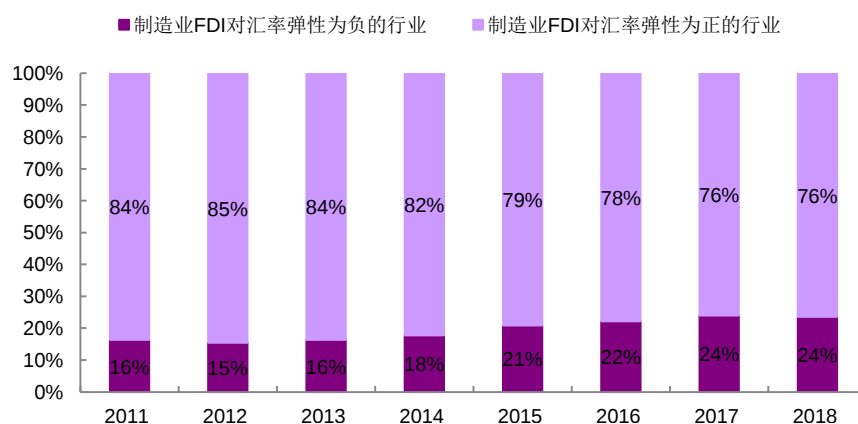
图 9：2011.3-2018.12 制造业各行业 FDI 对汇率的弹性



资料来源：CEIC，光大证券研究所计算

从制造业 FDI 对汇率弹性为正和负两类行业占制造业 FDI 的比重来看（图 10），制造业 FDI 对汇率弹性为正的行业占制造业 FDI 的比重从 2011 年开始持续上升，从 2011 年的 16% 上升到 2018 年的 24%；制造业 FDI 对汇率弹性为负的行业占制造业 FDI 的比重从 2011 年的 84% 上升到 2018 年的 76%，但总体占比仍然较低，汇率贬值对制造业 FDI 的影响仍然较大。

图 10：2011-2018 年制造业 FDI 对汇率弹性为正负两类行业占总体制造业 FDI 比重



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_8929

