

汇率与出口同步中的背离

伍戈 宋陕珊

核心观点:

1. 2015 年下半年以来，人民币汇率经历了持续贬值，但中国出口增速却处于低位震荡，汇率与出口之间呈现显著的背离。汇率贬值难道真的带不动出口增长了吗？该背离背后的原因是什么？如何看待汇率变化对未来出口的影响？在当前国内经济动能逐步趋弱的情形下，上述判断对于精准预测未来宏观大势至关重要。
2. 纵观历史，汇率与出口之间整体上保持基本同步关系，但也曾出现过大幅背离，且往往发生在人民币贬值幅度大、持续时间长的时期。其原因可能是由于预期人民币会进一步大幅贬值，国外进口商或将在短期内延迟其商品进口，从而引致中国的出口改善出现滞后，即“J曲线效应”。与此同时若还伴随着全球外需不振，则会进一步加剧汇率与出口的背离。
3. 除了上述周期性因素，近年来一些结构性因素也使得人民币汇率贬值对中国出口的拉动作用减弱。具体地，从国际视角来看，全球贸易增速开始显著低于经济增速，逆全球化趋势日益明显，针对中国的贸易保护措施更是与日俱增。此外，随着国内成本迅速攀升，中国制造业加速转移外迁。这些都客观上压低了中国出口的整体增速。
4. 展望未来，过去一年多以来人民币持续贬值对中国出口的正向拉动作用将在今年继续体现，尽管其效应较过去或有所滞后和弱化。加之 2017 年世界经济增速整体抬升，中国的出口将继续呈现改善趋势，这势必会对当前国内经济动能的走弱形成一定程度的缓冲和支撑。

伍戈：华融证券首席经济学家，曾长期供职于中国人民银行货币政策部门，并在国际货币基金组织担任经济学家。电子邮箱：wuge@hrsec.com.cn。

宋陕珊：华融证券宏观研究员，曾留学于伦敦政治经济学院。电子邮箱：songshanshan@hrsec.com.cn。

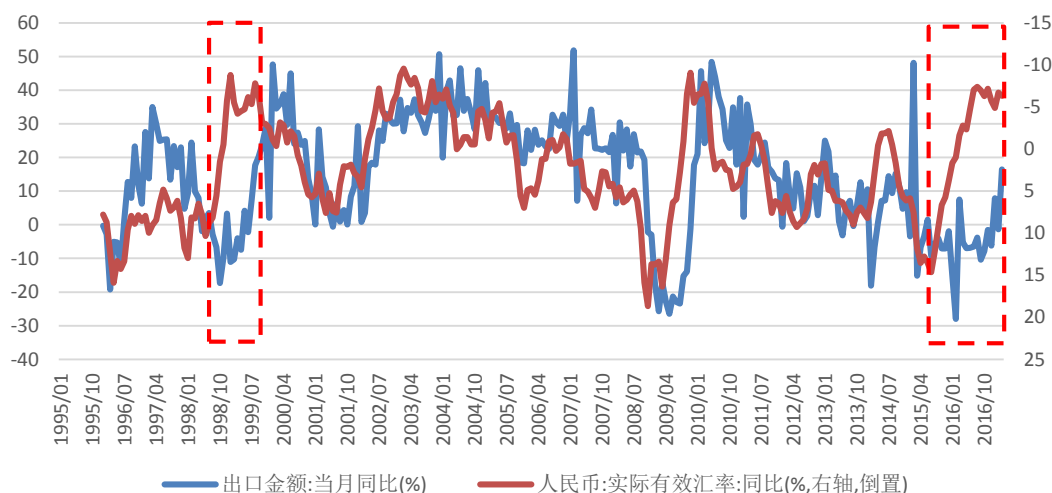
正文:

2015 年下半年以来，人民币汇率经历了持续贬值，但中国出口增速却处于低位震荡，汇率与出口之间呈现明显的背离。汇率贬值难道真的带不动出口增长了吗？其背后的原因是什么？如何看待汇率对未来出口的影响？在当前国内经济动能逐步趋弱的情形下，如何判断出口及外需的变化对于精准预测未来宏观大势至关重要。

一、汇率仍能带动出口吗？

纵观历史，人民币汇率与我国出口之间总体上保持基本同步关系，汇率贬值往往对出口增长有明显的带动作用。尽管如此，历史上也曾出现过两者大幅背离的阶段（图 1），例如，2015 年下半年以来至今，以及 1998 年 8 月至 1999 年的人民币贬值周期。我们发现，这两个阶段具有高度相似性：首先，从汇率的变动来看，两个时段均出现了长时间、大幅度的贬值。其次，从汇率对出口拉动来看，两个时段对出口的拉动都经历了比其他贬值周期更长的时滞。最后，从出口增速回升的路径来看，两个时段均在人民币贬值初期都先经历了一定程度的下降后才开始回升，并且回升过程中伴随着多次震荡。

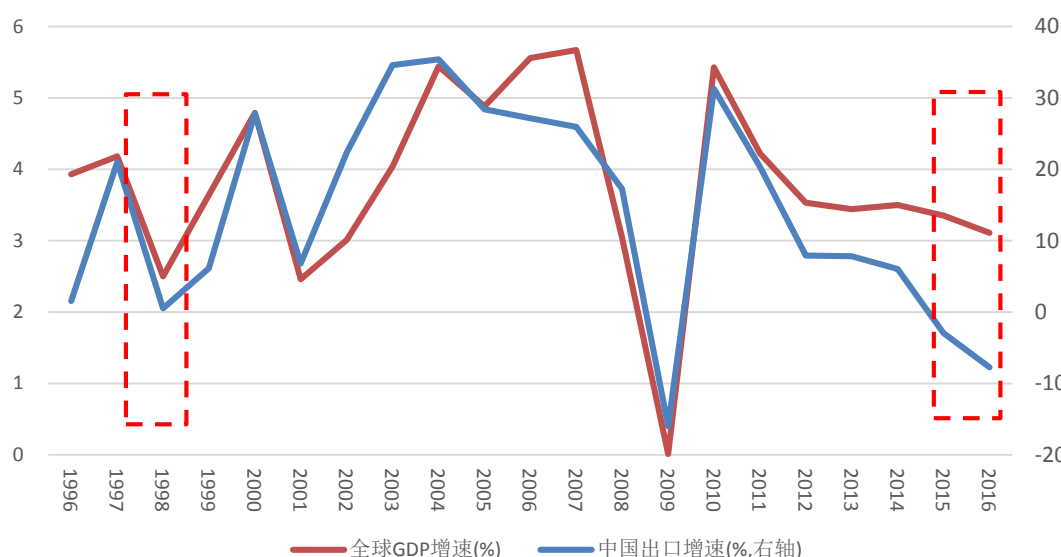
图 1: 汇率与出口：同步中的背离



来源：WIND，华融证券整理

汇率与出口之间出现大幅背离可能有如下两个方面的原因：一是如果预期人民币会进一步大幅贬值，国外进口商可能在短期内延迟其商品进口，从而引致中国的出口改善出现滞后，即“J曲线效应”。二是与此同时若还伴随着全球外需不振，则会进一步加剧人民币汇率与中国出口的背离。1998-1999 年全球 GDP 出现阶段性低谷，2015 年下半年到 2016 年主要贸易伙伴经济增长也放缓，这都对出口形成下拉力量（图 2）。总之，从周期性的角度来看，汇率贬值对出口拉动的效应依然存在，但可能会随着贬值预期强化等原因而出现时滞延长的情况。

图 2：外需不振加剧汇率与出口的背离

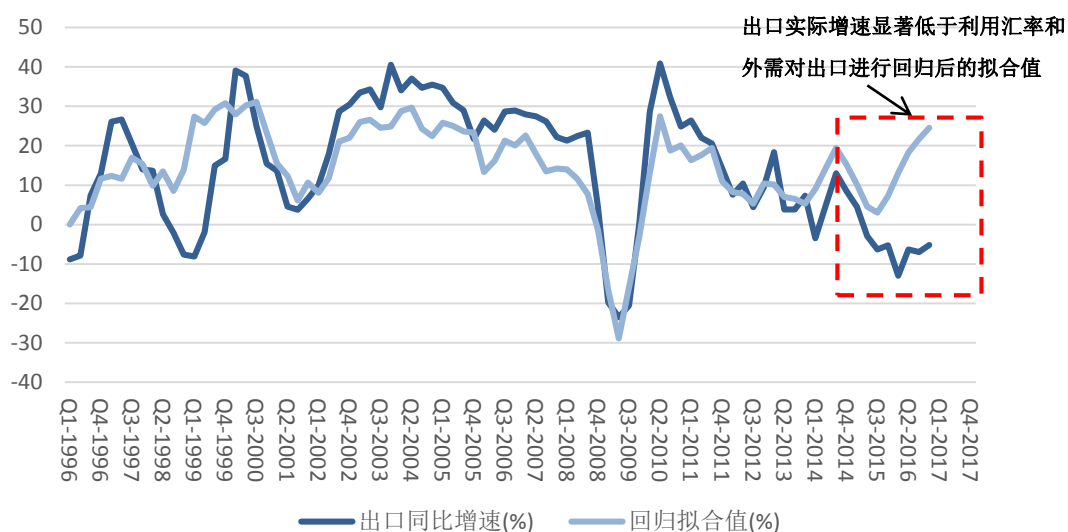


来源：WIND，华融证券整理

二、汇率能在多大程度带动出口？

伴随着 2015 年下半年以来这一轮人民币的持续贬值，未来的出口增速能否回升到历史类似时期的高位呢？我们观察到，即使考虑到上述时滞，汇率贬值及外需改善对出口的带动作用近年来仍呈现逐步减弱趋势。例如，我们用汇率和外需作为自变量拟合出口的变化，发现近年来的拟合度呈现明显下降的趋势，实际出口增速显著低于回归拟合值（图 3）。这让我们有理由相信，除了汇率、外需等周期性的因素，可能还存在一些结构性的因素抑制了中国出口的改善。

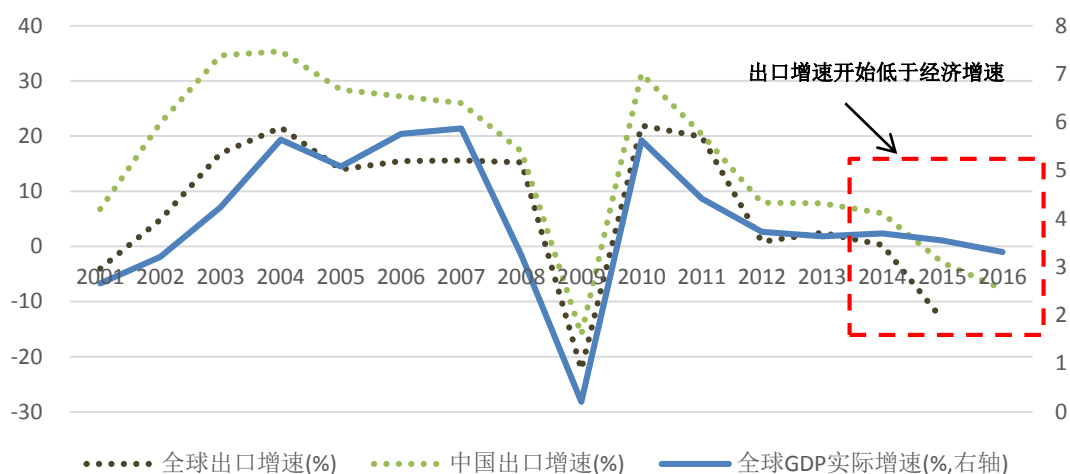
图 3: 汇率及外需等周期性因素对出口的带动作用近年来递减



来源: WIND, 华融证券整理

一是逆全球化因素制约着中国出口的抬升。放眼全球来看，出口增速中枢的下移并不是中国独有的现象，也是近年来全球范围内的一个重要结构性变化。2014 年以来，全球出口增速开始显著低于全球 GDP 增长。“目前贸易增速相对经济增速如此长时间低迷，这在过去 50 年的历史中是几乎没有发生过”（IMF，2016）。与此同时，国际上针对中国的贸易保护措施更是与日俱增。2013 年 7 月到 2016 年 6 月，针对中国的反倾销调查占全部调查的 28%，是受反倾销影响最大的国家（WTO，2016）。根据中国商务部数据，2011 年到 2015 年国外对中国发起的贸易救济调查每年对中国外贸的整体影响为 1400 到 1500 亿美元，2016 年中国遭遇贸易救济调查案件的涉案金额上升 76%。

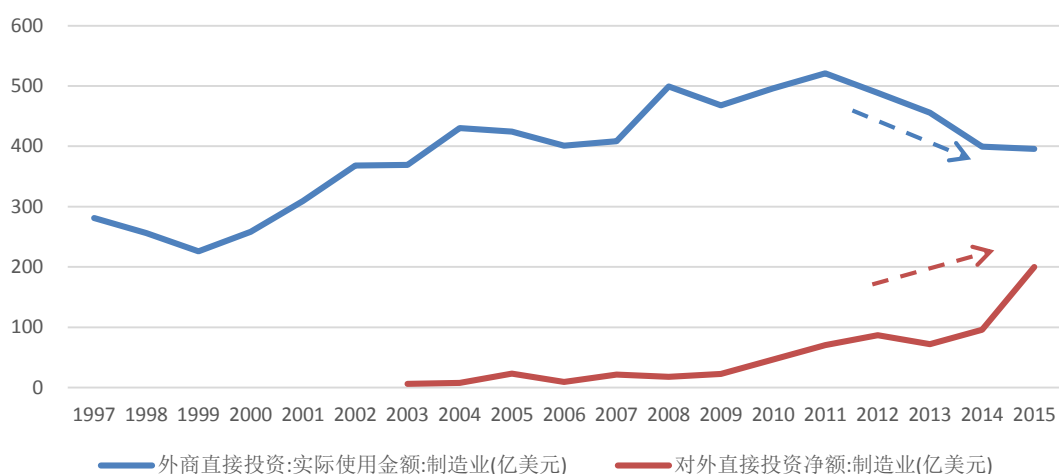
图 4: 全球出口增速近年来低于全球经济增速



来源: WIND, 华融证券整理

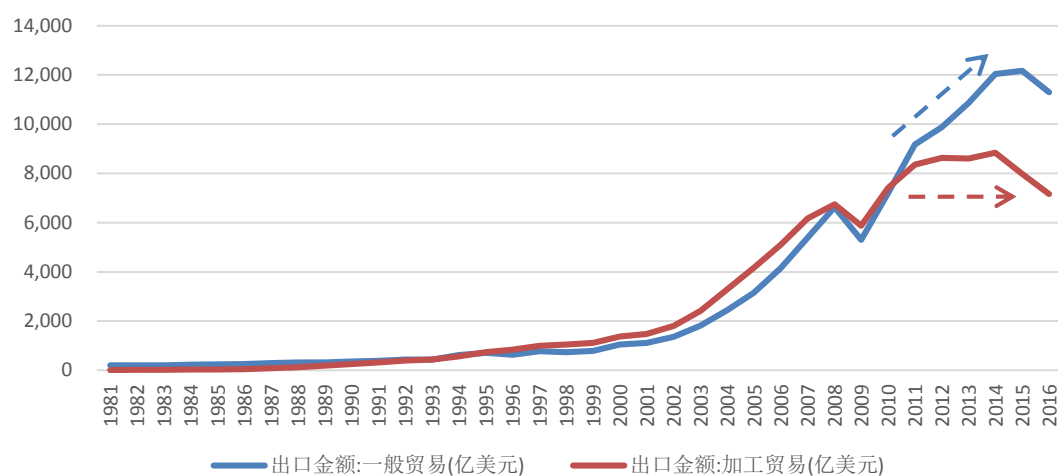
二是国内制造业加速外移也是抑制中国出口抬升的重要方面。基于国内成本的迅速攀升,近年来中国制造业企业不断外迁新闻屡见报端。从图 5 中可以看出,2011 年以来制造业外商投资开始持续减少,而 2013 年以来制造业对外投资则开始加速上升。随着国内制造业生产链的加速外迁,一般贸易出口金额开始远超加工贸易,差距逐年扩大(图 6)。

图 5: FDI 变化印证中国制造业转移



数据来源: WIND, 华融证券整理

图 6: 制造业转移下加工贸易增长显著放缓



数据来源: WIND, 华融证券整理

三、基本结论

一是 2015 年下半年以来, 人民币汇率经历了持续贬值, 但中国出口增速却处于低位震荡, 汇率与出口之间呈现背离。结合历史来看, 两者的显著背离往往发生在人民币持续大幅贬值的时期。这或是由于国外进口商预期到人民币会进一步贬值, 短期内延迟其商品进口, 从而引致中国的出口改善出现滞后, 即“J 曲线效应”。同时期若还叠加外需不振的因素, 则会进一步加剧汇率与出口的背离。

二是除了汇率和外需之外, 近年来一些结构性因素也导致对出口的拉动作用减弱, 从而压低中国出口的整体增速。一方面, 全球经济增速显著低于贸易增速, 逆全球化趋势加剧, 针对中国的贸易保护措施更是愈演愈烈; 另一方面, 由于中国国内生产成本攀升, 制造业生产加速迁移出中国, 这些都可能直接拉低整体出口。

三是展望未来, 过去一年多以来人民币持续贬值对中国出口的正向拉动作用将在今年继续体现, 尽管其效应较过去或有所滞后和弱化。若将汇率和外需等周期性因素作为自变量对出口进行回归并预测(请见附件), 2017 年中国出口增速有望达到 16% 以上。但若进一步考虑结构性因素对出口的潜在掣肘, 最终预测值或需要适度下调至 10% 左右。在国内经济动能逐步趋弱的情形下, 相对改善

的出口将对未来经济形成一定程度的支撑。

附件：回归结果

出口同比增速 = 9.60 + 3.88 * OECD 国家 GDP 增速 - 1.22 * 人民币 REER 同比

自变量	系数	系数标准误	T 值	P 值
常量	9.599	2.240	4.28	0.000
OECD 国家 GDP 增速 (滞后一季)	3.8792	0.7781	4.99	0.000
人民币实际有效汇率同比 (滞后一季)	-1.22	21.65	-5.64	0.000

S = 11.6731, R2 = 46.1%, R2 (调整) = 44.8%

注:

1. 该回归方程结果显示, OECD 国家 GDP 季度增速增加 1 个百分点时, 下一季的出口同比增速将增加 3.88 个百分点; 人民币实际有效汇率指数同比减少 (贬值) 1 个百分点时, 下一季的出口增速将增加 1.22 个百分点。
2. 基于该回归方程进行预测的数据来源: GDP 预测值来自 OECD 预测综合整理; 人民币 REER 预测则根据各机构对名义汇率的预测大致推出的 REER, 总体来说, 各大机构对人民币 2017 年都是保持平稳或略微贬值的预期。