

國際產業轉移浪潮下 ODI顯現出口替代效應



◀中國對外直接投資對中國出口產生替代效應，無論是成本導向型的、還是貿易壁壘規避性的，均形成ODI對出口的替代。

筆者通過對A股上市公司年報的考察發現：中國上市公司海外業務的收入增長與中國出口變化方向並不一致，這一狀況在最近幾年表現得更为明顯。這很可能意味着，在2008年危機之後的國際產業轉移浪潮中，中國對外直接投資（ODI）的出口替代效應正在逐步顯現。

興業銀行首席經濟學家、華福證券首席經濟學家、興業研究副總裁 魯政委

1、海外業務收入與出口不一致



政委世界觀

2016年A股上市公司披露了海外業務收入的共1713家，其海外收入為2.6萬億元（人民幣，下同），同比增長15.8%，高於其同期整體營業收入增速9.9%；而與之並不一致的是，2016年中國出口增速則繼續負增長，下跌至-7.74%，較2015年下降4.8個百分點。

進一步梳理歷史數據，筆者發現：A股上市公司的海外業務收入與中國出口增速不一致並非個別年份的異常。具體而言，在2013-2016年期間，共計1547家A股上市公司每年均披露了海外業務收入的加總發現，其同比走勢在2014年、2016年均與中國出口出現了背離（見配圖）。

出口數據與上市公司海外業務收入背離的背後，或許有以下兩種解釋。

第一種可能的解釋是，樣本選取的偏差。即A股上市公司並非中國出口主體，繼而導致A股上市公司海外業務收入所涵蓋的出口收入過於片面，不足以衡量中國整體出口狀況。

第二種可能的解釋是，中國ODI對出口具有替代效應。即A股上市公司的海外業務收入更多來自於海外分支機構的收入，而這些海外分支機構替代了本土的對外出口。因為企業的海外業務收入的增長既可以是來源於本土企業出口收入的增加，也可來自於對外直接投資收入的增加。出口活動是外部需求的內部消化，即生產環節在國內而消費環節在國外；直接投資活動是外部需求的外部消化，即生產環節及消費環節均在國外。

一般而言，出口活動主導下的海外業務收入，會導致海外業務收入與出口的一致性；而直接投資活動主導下的海外業務收入，則會導致海外業務收入與出口背離。A股上市公司所披露的海外業務收入與中國出口讀數的背離，很可能從側面折射出中國對外直接投資具有越來越強的出口替代效應。

外業務收入與中國出口讀數的背離，很可能從側面折射出中國對外直接投資具有越來越強的出口替代效應。

2、ODI的出口替代進一步證據

上市公司海外業務收入增長而中國出口下行的背後，微觀上表明中國上市公司國際化程度有所提高，中觀上則折射出中國產業轉出步伐正加快，宏觀上很可能暗示着中國對外投資或對中國出口的替代效應正在逐步顯現。

從數據上觀察，中國對外直接投資與出口活動關係可劃分為兩階段：在金融危機前，對外直接投資活動領先中國出口一年，呈現顯著正向相關關係；在金融危機後，對外直接投資活動對出口的領先性消失，且二者呈現顯著的反向相關關係。

對外直接投資與出口由領先正相關關係轉為負相關關係，這表明中國對外直接投資已由出口促進型轉為出口替代型：一方面，本土成本上升、競爭力下降驅使企業「走出去」，企業生產活動轉移到海外成本「窪地」，進而對中國出口產生替代效應；另一方面，在貿易保護主義情緒升溫背景下，企業為規避貿易壁壘進而在境外設置分支機構，從事跨境生產與銷售。無論是成本導向型的、還是貿易壁壘規避性的，中國的對外直接投資均在事實上會形成海外需求的外部消化，形成ODI對出口的替代。

3、結束語

應該說，在任何一個新興經濟體的發展過程中，隨着經濟發展、人均收入水平提高、勞動成本上升、薩繆爾森—巴拉薩效應顯現，有些產業會逐步喪失競爭力而轉向成本更低的經濟體，這是一個自然的市場過程。從一國經濟發展的角度，只要其產業演進能夠符合「火箭特徵」就不會有問題：伴隨着火箭的持續升空過程，低端不斷脫落（轉移）。令人擔憂的情形是，如果火箭無法繼續向上騰空，但低端卻在持續脫落，那最終就會出現「產業空心化」，落入「中等收入陷阱」。

逆周期因子或為雙刃劍

申萬宏源證券研究所首席宏觀分析師 李慧勇



慧眼天下

日前中國外匯市場自律機制匯率工作組表示，已同意在人民幣對美元匯率中間報價模型中引入逆周期因子，主要目的是適度對沖市場情緒的順周期波動，緩解外匯市場可能存在的「羊群效應」。這一改革是去年12月11日發布人民幣匯率指數，加大對一籃子匯率的參考力度之後對人民幣中間價形成機制的又一重要改革。引入逆周期因子之後，新的中間價定價機制升級為「收盤匯率+一籃子貨幣匯率變化+逆周期調節因子」。

這一機制的引入目的是增加人民幣的穩定性，增加匯率穩定的主動性，但可能是一把雙刃劍，其有效性的發揮仍有賴於一系列機制的聯動，其中包括：首先，按照規定逆周期因子根據宏觀經濟等基本面變化動態調整，模型參數由各報價行根據對宏觀經濟和外匯市場形勢的判斷自行設定。相對於計算一籃子貨幣匯率變化，如何量化相關指標，確定合適的逆周期因子具有很大的挑戰性。

其次，逆周期因子的介入實際上是一種外力的干預，一種非市場力量的介入，其有效性取決於這種干預是否能達到預期效果，能否能一直保持比較好的公信力。如果不斷被驗證是有效的，就能夠取信於市場，有可能達到一種四兩撥千斤的效果，形成一種良性循環。

反之，如果在增加外力干預的情況下，如果匯率還不能穩定，可能意味着問題比想像的更為嚴重，與沒有干預相比，將使得市場的信心更受打擊，可能陷入惡性循環。

但從逆周期因子公布之後離岸和在岸人民幣同步大幅升值，在岸人民

幣一度升過6.79的表現看，逆周期因子的加入對於人民幣信心的提振作用明顯，使得人民幣匯率定價得到有效糾偏。今年以來美元總體走勢，中國經濟整體走勢良好，進出口明顯改善，這些基本面上總體上有利於人民幣匯率，但在市場匯率總體上卻在「收盤價+一籃子」決定的中間價的貶值區間內運行。同時由於美元指數下跌，人民幣升值不足，帶動了一籃子匯率下跌，逆周期因子的引入較好地解決了人民幣貶和一籃子匯率貶的問題。

料年底人幣匯率達7

值得指出的是，不光逆周期因子，和逆周期因子引入同時進行的一些操作對於改變市場預期也發揮了重要的作用。這在離岸價和在岸價聯動、利率和匯率聯動的立體交易模式中體現得淋漓盡致。除了中間價的下調之外，有意收緊離岸市場流動性，提高做空成本，CNH HIBOR從5月25日開始快速上行，6月1日一度飆升至42.8%，對於打擊人民幣空頭發揮了重要作用。6月2日離岸HIBOR利率大幅回落至9%左右，開始回歸常態。可能標誌着空頭回補結束，人民幣階段性糾偏的目標基本完成。

人民幣匯率機制的完善只是為了匯率更能夠反應經濟基本面和貨幣的供求狀況，人民幣匯率最終走勢仍然取決於中國經濟以及最主要的對手貨幣美元。考慮到中國經濟總體平穩，美元總體較弱，以及逆周期的因子的加入，今年人民幣匯率將總體強於我們此前的預期。將今年年底人民幣對美元中間價從7.2上調至7左右。下半年尤其是四季度，考慮到中國經濟可能再次面臨下行壓力，基於對新財政年度的預期美元有望企穩，人民幣可能再次面臨貶值壓力，但相對於此前的貶值，人民幣貶值可能總體將變得更加有序。



◀今年以來美元總體走勢，中國經濟整體走勢良好，進出口明顯改善，這些基本面上總體上有利於人民幣匯率

樓市抗跌力更勝97

Q房網·香港董事總經理 陳坤興



樓語縱橫

上月政府再度加辣樓市，金管局推出「新三招」的逆周期措施來調控樓市，市場又如何反映，措施能否紓緩樓市亢奮情緒自然成為市場焦點。初步來看，上月整體二手交投明顯降溫，但一手新盤市場卻持續熱鬧，「萬人空巷」的揀樓情景，令人聯想起97年的景象。

受多個新盤的銷售均取得相當理想的銷情帶動，上月一手成交量不跌反升，一手樓市仍然亢奮。隨着港灣海之戀以至啓德天寶的推售，根據一手住宅物業銷售資訊網（SRPE）成交紀錄冊的統計，整體5月份的新盤銷量達至1913伙，較4月份的1595伙高出近20%，其中海之戀開售排隊等揀樓的人龍，直逼97年青衣瀆景灣的認購人龍。

新盤熱鬧情況直逼97，自然擔心現今樓市會否如97年一樣出現樓市泡沫爆破。如筆者過去所言，目前環境超97年可謂截然不同。當年按揭利率超越10厘，相對於今日，即使金管局新三招推出後，部分大銀行亦即時將新造按揭息率調高，不過以現時拆息計算，最新H按按揭息率仍低於2厘水平。

即使置業難的問題未解決，但當年供樓負擔佔家庭入息中位數可以超越110%，最新供樓負擔比率仍處於60%左右。再者自政府連番加辣後，

現時樓市已完全是用家主導，即使有個別新盤仍有一客多伙情況，所佔比例亦相當少，相對於97年的樓市由投資者主導，持有十伙、八伙、甚或是數十伙單位收租的炒家亦大有人在。

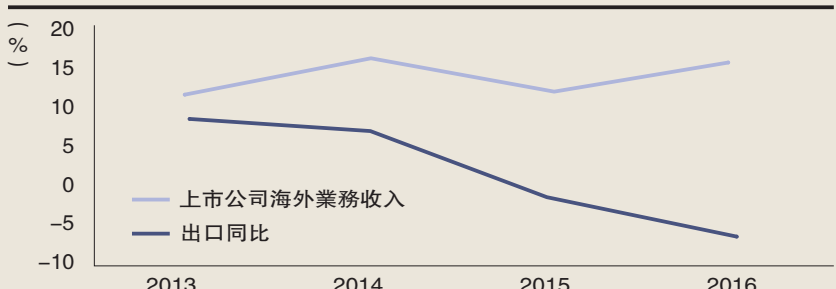
料樓價平穩發展

未知大家是否記得，昔日97年金融風暴後市況逆轉，銀行四出向投資者Call Loan，不少炒家「人踩人」爭相割價求售，樓價自然急速下滑。再者翻查金管局的紀錄，在今年3月份整體住宅按揭拖欠比率只有0.04%，遠低於97年10月份的接近1%。換言之，今日的樓市，重蹈覆轍機會微乎其微。

事實上，過去金管局推出八輪逆周期措施，整體銀行的按揭風險管理亦大大增強。簡單來說，現時不少業主借貸比率只是五、六成左右，出現大量負資產的情況大大減低，加上近幾年入市買家均接受壓力測試，即使未來銀行大幅加息三厘，業主亦不會出現「供唔起」的情況。

正如有些分析師所言，最新金管局推出的新三招，最主要的功效已不在於能否壓低樓價，而是有效控制銀行體系的風險管理。換言之，即使樓市逆轉樓價回落，無論銀行以借貸人的安全系數已大大提升，再蹈97年泡沫爆破機會減低。整體金融市場抗跌能力大大提高的同時，樓市抗跌的能力亦自然提高，即使未來供應大幅增加，息口顯著上升，樓價亦會平穩發展。

上市公司海外業務收入與中國出口增速



註：上市公司海外業務收入為加總A股上市公司中2013年至2016年均有披露海外業務收入數據所得
資料來源：WIND，興業研究

近年中國企業海外併購情況

