

吸收直接投资对于实际汇率的传导机制

——对于相关理论的评述

复旦大学 经济学院 蔡晓月

在现实经济当中,与吸收外商直接投资(Foreign Direct Investment, FDI)相互作用的因素很多,实际汇率(Real Exchange Rate, RER)就是其中之一。由于经济活动对FDI和RER都会产生影响,因此二者之间的因果关系就是不明确的,它们都可作为内生变量。

研究吸收直接投资对于实际汇率的传导机制,首先要从直接投资与实际汇率的关系入手。

直接投资与实际汇率的关系

Nikolina Kosteleto(2000)将已有的理论研究区分为两类:贸易综合模型和金融行为模型。第一类模型指的是在贸易一体化的市场中,RER的波动性很小,FDI流动导致RER的变动。在这类模型当中,有关FDI的政策将会对一国的RER产生重要的影响。从供给和需求两个角度进行了研究。

第二类模型研究的是货币可以自由浮动的情况,RER的波动性很大从而引起FDI的变动。在这类模型当中,有关RER的政策就会对FDI产生重要的影响。根据第二类模型中具有代表性的不完全资本市场理论和劳动成本理论,一国货币的真实升值将导致FDI流入的减少。关于第二类模型在我国的一些应用,陈浪南、王瑞锬、林海蒂(1999)进行了相关的研究,成果论证了:一是无论是发达国家美国、日本,还是发展中国家中国,其货币贬值都将促进外国直接投资的流入。货币贬值都将促进外国直接投资的流入。贬值将通过增加国外公司财富以及降低投资成本而促进外国直接投资的流入;与贬值相反,升值将导致外国直接投资流入减少。二是汇率变动对中国外国直接投资的影响明显强于美国和日本。鉴于此,我们在经济政策制定时理应充分考虑这种升值所带来的负面影响。资本流入分为三种形式:外国直接投资(FDI)、证券投资,以交易或者债券的形式进行投资,以及银行贷款和其他种类的资本流动。

根据第一类模型的假设,发展中国家在国际市场上是价格接受者,外生的资本流入将导致该国货币的真实升值或贬值,具体结果将取决于资本流入是用来支持国内消费、贸易品部门的资本积累,还是支持非贸易部门的资本积累。

因此,可以从需求角度和供给角度可以解释直接投资对于实际汇率的影响。

直接投资对于实际汇率具有需求效应与供给效应。

直接投资对于实际汇率的需求效应

从需求方面看，非贸易品价格影响实际汇率。传统的西方经济学关于国际收支的理论模型，有两个前提假设。一是，假定工业化大国。因此，在国际贸易的理论分析中，总是假定当一国采取货币政策或者变动汇率时，将直接影响该国产品的总价格水平，也影响该产品的国际市场价格和贸易条件。本文的分析，就是在这假设上的拓展。二是，假定参与交换的国家的的所有产品都是可以进行贸易的。但是，对广大发展中国家来说，国际贸易活动的规律却与上述假定相距甚远。

发展中国家的突出特点是，国内市场很大，存在着大量的与国际交换无关的“非贸易品”。当然，发达国家也在不同程度上存在着大量非贸易品，但是在传统理论模型中是不予考虑的。其次，经济开放的发展中国家，由于其贸易量占世界市场的比重很小，不能决定其出口产品的国际价格，故被称为“小开放经济”（small open economics）。此外，还有一些国家和地区虽然不属于发展中国家，但是由于其经济实体较小，其货币政策或者汇率变动对于世界市场的影响也很小，因而也属于“小开放经济”类型的国家和地区，如新加坡和香港。因此，传统的国际贸易依附经济模型有其明显的局限性，对于广大发展中国家和“小开放经济”的国际贸易活动，必须采用不同于传统的理论模型来分析。

近年来，国际经济学开始注重这一方面的研究，即研究在存在着大量非贸易品、接受国际市场决定并以固定的外币所表示的产品价格的“小开放经济”中，当货币政策和汇率变动时，对其经济所产生的影响。在此基础上，国际经济学建立起新的理论模型。

新理论模型的基本出发点是，将一国的商品分为可贸易品和非贸易品两大类。新贸易理论认为，虽然任何国家都有这两类商品，但存在大量非贸易品的状况在发展中国家表现得尤其明显。而新理论模型的这种分类在传统的贸易理论模型中是不被考虑。一国对可贸易品和非可贸易品的生产组合，是由该国的社会偏好线，即社会无差异曲线与转换线的切点来确定的。加入该点的斜率刚好等于该国可贸易品与非贸易品的相对价格比率，则表明该国对可贸易品的生产刚好能够满足本国的需求，这是不会出现贸易顺差或者逆差，该国处于国际收支平衡状态。

关于国际收支的新模型，是近年来国际经济学专门以发展中国家和“小开放经济”为对象所创造的新理论。西方一些国际经济学家同时对上述理论进行了实证研究。他们发现了一些可以验证该理论的一些典型案例。

Donbush(1973, 1974)最早建立了第一类的贸易综合模型，引入非贸易品，拓展国际资本流动的部门。而 Swan (1960) 和 Salter (1959) 对于依附经济模型做出了重要的贡献。依附经济模型中相对价格直接与实际汇率的传统定义相联系，其作用是主导贸易部门和非贸易部门之间生产性资源流动的，并且分配贸易品和非贸易品的国内支出。假定，价格和工资都是弹性的，相对价格和总支出的调整，保证同时达到内部均衡和外部均衡，即非贸易品市场的均衡和贸易顺差为零。

Salter-Swan-Corden-Dornbusch 模型认为，小国经济为世界市场的价格接受者。Max Corden 和 Fisher (1995) 从 1960 年代开始就从事发展中国家宏观经济调节方面政策导向性的研究，发展并且传播依附经济模型，形成了 Salter-Swan-Corden-Dornbusch model。

Corden (1994) 提出“实际汇率问题”，即资本流入可能会导致实际汇率（贸易品比非贸易品相对价格）升值，对于国内经济中的贸易品生产具有负面效应。

如果一个国家依赖外国资本或者其他任何的外国资本转移来维持国内较高的吸收水平；那么，实际汇率就会升值，而无论汇率制度如何。贸易品支出增加，会通过贸易逆差增加而缓和，从而不会对于实际汇率产生任何负面影响。与此相反的是，对于非贸易品的过度需求，会导致非贸易品相对于贸易品的相对价格的上升。这一价格调整，在浮动汇率制度下会导致名义汇率升值，在固定汇率制度下会导致非贸易品名义价格的上升，或者在中间汇率制度下，可调整的盯住汇率制度，两个过程会混合出现。

但是，这一均衡现象的问题是，资本流入可能是暂时的，因此在整个过程中，可能出现实际汇率贬值，就需要进行痛苦的政治性调节。同时，资本流入所导致的实际汇率升值，对于经济繁荣时期的经济调整具有负面影响，将会阻碍国家面对意外事件的能力。资本流入所导致的实际汇率升值，将会削弱贸易品生产部门的生产，把资源转移到过度消费或者投资于较低产出的非贸易品生产部门。而且，持续的实际汇率升值将使国内通货遭受到投机资本冲击，最终结束由于资本流入所带来的经济繁荣。在最近的文献中，已经证实了持续实际汇率升值是金融危机的主要因素。因为持续的实际汇率升值意味着国家的经济基础部门没有能力让政府在投机冲击中可以成功的保卫自己的通货 (Kaminsky et al. 1997, Sachs, Tornell and Velasco 1995)。

Prema-chandra Athukorala 和 Sarath Rajapatirana (2003) 研究了，直接投资和其他资本流动对于实际汇率的影响，以及代表政策选择的宏观经济指数，这些政策弥补了资本流入所产生的实际汇率效应。研究的理论基础为，Salter-Swan-Corden-Dornbusch model 中的因变量和实际汇率之间的关系。

直接投资对于实际汇率的供给效应

从供给方面，解释实际汇率的变动，外国直接投资到实际汇率升值的过程，也可以用 Harrod-Balassa-Samuelson 效应 (Balassa, 1964; Samuelson, 1964) 来解释。当一个国家贸易品生产部门比非贸易品部门的生产率增长更快的话，这个国家将会有更高的价格水平，也即根据购买力平价决定的实际汇率升值。

假设一国仅存在贸易部门和非贸易部门，而且两国贸易品权重相同，国际商品市场和资本市场完全一体化，购买力平价对于可贸易品成立。Harrod-Balassa-Samuelson 假设的两个基本假定：一是，由于假定贸易品是完全替代产品，贸易品的价格假定在各个国家之间是相等的，价格等于边际成本；二是，假定劳动力在国家内部可以完全流动，因此名义工资相等。

那么，影响实际汇率的国内外价格水平可以表示为贸易品价格指数和非贸易品价格指数的几何平均。

$$q = e + p_N - p_N^*$$

可见，实际汇率的变化实际上取决于两国非贸易部门价格水平变动的差异，通常认为贸易部门生产率的增长快于非贸易部门，一国相对于其他国家可贸易部门的劳动生产率提高会导致此部门工资水平的上升，由于劳动力在各部门间的充分流动，非贸易部门的工资水平也会上升，非贸易部门生产率提高较快的国家，其非贸易价格提高也较快，从而导致 q 上升，实际汇率升值。

根据 Harrod-Balassa-Samuelson 效应，两国劳动生产率的非均衡增长对非贸易品价格的不同影响是实际汇率变动的主要原因。生产率提高较快的国家非贸易品价格相对于贸易品价格提高较快，这些国家也往往会经历较高的通胀和不断升值的实际汇率。

Sylviane, 和 Ping Hua (2001) 对于 Harrod-Balassa-Samuelson 假设进行拓展：1、部门之间的工资差异；2、贸易品部门生产差别产品，而不是完全替代产品；3、贸易品部门生产率的增长，可以应用于跨部门比较，贸易品部门和非贸易品部门，也可以应用于跨国比较。贸易部门较快的生产率增长，可以导致非贸易品相对价格的上升；同时，生产率增长较快的国家可能会经历贸易条件恶化。

基于劳动生产率的 Harrod-Balassa-Samuelson 效应，通常被认为是 20 世纪 80 年代后期，新兴市场经济国家均衡实际汇率变动的重要原因。Maliszewaska (1998) 对波兰和罗马尼亚的研究，Jakab 和 Kovacs (1999) 对于匈牙利的研究，Rother (2000) 对于斯洛文尼亚的研究，都论证了由于大多数转型国家总体发展水平落后于发达国家，而且这些国家转型前的中央计划一定程度上扭曲

了生产率，使其生产率水平也低于其他市场经济国家，这样就使得这些国家的生产率提高存在一个较大的空间。这些国家在转型期间所采以的结构型改革和市场自由化，使得本国的总要素生产率相对世界其他国家明显上升，因此这些国家在经济飞速发展的同时经历了实际汇率的不断升值。

1974-1982年期间，许多拉美发展中国家由于大量举借外债，使得政府的支出剧增，其经济都处于国内对非贸易品需求过渡的状态，导致恶性通货膨胀，同时又出现巨额贸易逆差，高估本国货币的币值暂时缓解国内需求压力。1982年以后，这些国家大力削减政府支出，同时本币贬值，试图增加外汇收入，以偿还外债，其目的在出现贸易顺差和国内非贸易品供给剩余。土耳其和韩国分别在1980年也实行过同样的政策。

1985-2000年期间，大量研究通过对比分析检验了亚洲和拉丁美洲新兴工业市场中实际汇率与资本流入之间的联系。发现，实际汇率的升值程度与资本流入相关性，在拉丁美洲国家要比亚洲国家更显著。尽管在亚洲国家中外国资本流入量与其国家规模相比要大得多。经验事实证明，资本流动的构成，以及实际汇率对于资本流动的反映程度，都会影响实际汇率变动与资本流动的相关性。实际汇率升值，是主要与其他形式的资本流动形式相关的现象，即间接投资。给定程度的外国非直接投资在全部资本流入中比重较大，则会带来拉丁美洲实际汇率升值也较大。在制定政策方面，亚洲国家似乎应用了财政紧缩政策以及名义汇率调节政策，有效的缓冲了资本流动所带来的实际汇率升值压力。然而，没有证据现实，政策干预会对于实际汇率产生持续影响。

直接投资对于汇率的动态效应

吸收直接投资对于汇率的需求效应和供给效应，都是东道国在吸收外商直接投资后经济生产或者消费不平衡发展的体现。

当外生的资本流入用于国内消费时，将提高对于非贸易品的需求消费能力，导致相对价格变动，实际汇率升值；当外生的资本流入用于资本积累，资本投入通过增加一国的资本存量来提高生产能力，从而促使资源的重新配置，进而影响价格变动。这是直接投资对于汇率影响的两个机制，这两个机制相互作用产生对于汇率的动态效应。

而分析我国目前吸收外商直接投资对于实际汇率变动的的影响时，也就必须要从这两个角度来考虑。

一方面，在需求方面，外资引入逐渐显现国际收支顺差效应。改革开放以来通过吸收直接投资，引入了大量的外国资本。我国吸收外资中，以外商直接投资

为主，其与贸易的相关性比较大（王志鹏，2002）。引入直接投资，产生了生产资源配置效应。我国外商投资企业主要投资于可贸易品部门，大多数为中间产品加工部门。造成资本项目顺差与经常项目顺差的双顺差；资本项目的引入造成国内非贸易品价格的上升；因此，人民币有升值压力。

另一方面，在供给方面，外资引入逐渐显现生产率提高效应。外资的进入引起了我国贸易品部门的技术进步，随着外商投资规模的不断扩大，全国固定资产投资 (FAI) 资金来源中实际利用外资 (FDI) 的比重逐年上升。从而提高了劳动生产率，导致贸易品出口增加，进而使得我国实际汇率升值。同时，伴随着大量引入新经济的技术进步、技术扩散与模仿、人力资本的应用，成熟产品的生命周期变短，同时成熟产品的价格下降，造成通货紧缩。Harrod-Balassa-Samuelson 效应可以解释外国直接投资引入我国，引起了我国贸易部门的技术进步，从而提高了我国生产部门的劳动生产率进而使得我国实际汇率升值。当一个国家贸易品生产部门比非贸易品生产部门的生产率增长更快的话，这个国家将会有更高的价格水平，也就是根据购买力平价而确定的实际汇率升值。

但是，中国外商直接投资与技术进步的实证研究（包群、赖明勇，2002），表明：（1）与国内企业相比，外资企业的确具有一定的相对要素生产率优势，而且外资企业相对生产优势的提高是其促进我国技术进步的主要原因。（2）外资企业对国内企业的技术外溢效应并非普遍认为的那样显著。（3）外资企业的技术进步效应还存在较大的波动性，即在短期技术进步效应的动态调整速度很快，说明外商直接投资并不是促进我国技术进步的一条稳定渠道。

因此，近期人民币实际汇率的不断上升，主要是依附经济模型需求效应的一种表现，而 Harrod-Balassa-Samuelson 效应的供给效应表现比较不明显。外资的进入在供给和需求方面对于实际汇率都产生了影响；但需求效应占主导作用。

将来的研究方向

1990 年代开始，新兴市场国家中的金融危机，引起人们开始关注。经济学家开始关注，如何调和国际资本流动与国内经济稳定，以及吸收投资的发展中国家的发展前沿之间的关系。发展中国家已经逐步改变通过鼓励资本流入来发展经济，重新寻找缓和过多资本流入所带来负效应的方法和途径。

因此，未来可能的研究方向有理论与实证两个方向。

1、通过具体的数据，实证计量分析吸收直接投资对于实际汇率的传导机制。寻找到合适的自变量和中间变量，研究外商直接投资的一系列自变量，如何影响

生产、技术进步、消费、物价、货币政策、财政政策等适当的中间变量，进而来作用于实际汇率的变动的。

2、对于由于直接投资所引起的实际汇率升值，在面对不同的国内环境的情况下，应该采取什么样的国际与国内政策措施。

例如，我国想缓和人民币升值压力，就必须化解资本项目的顺差，思路为：通过经常项目调节，升值，导致出口减少；通过资本项目调节，FDI 结构升级，提高引入外资的层次，或者购买资本品，进口适当的资本品，来获得技术进步；宽松的货币与财政政策；结合投资环境的改善，调整外资投资方向，促进外资的技术外溢效应，对外资企业技术外溢的吸收能力，同时不能放弃本国自主研发能力的培育。如果通过资本项目调节，可以不仅仅缓和双顺差，而且可以缓和国内非贸易品价格，提高引入外资质量，即优化资本项目。如果通过经常项目调节，最终会导致，国内非贸易品更过分的价格上升，缩小了盈利空间，导致经济崩溃。日本就是最好的例证。

参考文献

陈浪南、王瑞琨、林海蒂，《汇率变动为外国直接投资影响的实证分析》，《投资研究》1999年第2期；

王志鹏，《论外商直接投资对实际汇率的影响》，《经济评论》，2002年第2期；

Jens Sondergaard, The Terms of Trade and the Harrod-Balassa-Samuelson Hypothesis, NBER Working Paper, 2003, May;

Nikolina Kosteletou, 2000, Foreign Direct Investment and Real Exchange Rate Interlinkages, Open Economic Review 11, pp. 135-137;

R. E. Caves, J. A. Frankel, R. W. Jones, World Trade and Payments, Harper Collins College Publishers, 1995;

T. W. Swan, 1960, Economic Control in a dependent economy, the Economic Record, Vol. 36, 批评。51-66;

W. E. G. Salter, 1959, Internal and External Balance: the Role of Price and Expenditure Effects, the Economic Record, Vol. 35, pp. 226-238.