

人民币汇率与中国企业对外直接投资：贸易服务型投资视角

田巍、余淼杰¹

摘要

本文研究汇率变化对企业对外直接投资的影响，我们发现人民币贬值不仅促进了出口，同时促进了对外直接投资。这个现象和大多数国家呈现的母国货币贬值会抑制投资的发现相反。本文从贸易服务型投资的角度阐释了这一现象。贸易服务型投资具有降低跨境交流成本和境内配送成本等贸易中的可变成本的特点；而和生产型投资相比，又具有较低的投资固定成本。因此对于生产率较高的企业，进行贸易服务型投资是利润最大化的最优选择，因而贸易服务型投资成为我国对外直接投资的重要组成部分。由于具有辅助而非出替代出口的作用，因此人民币贬值在促进出口的同时也促进了贸易服务型投资。本文丰富了汇率变化对中国对外投资的影响的认识。

关键词：人民币汇率、贸易服务型投资、对外直接投资、企业生产率

¹ 田巍：北京大学经济学院。Email: weitianpku@163.com。余淼杰（通讯作者）：北京大学国家发展研究院。Email: mjyu@ccer.pku.edu.cn。余淼杰感谢国家杰出青年基金（编号：71625007）、国家社科重点课题（编号：16AZD003）和教育部人文社会科学重点研究基地重大项目（编号：15JJD780001）的财力资助。当然，文责自负。

RMB Exchange Rate and China's Outward Direct Investment: A Perspective of Distribution ODI

Abstract

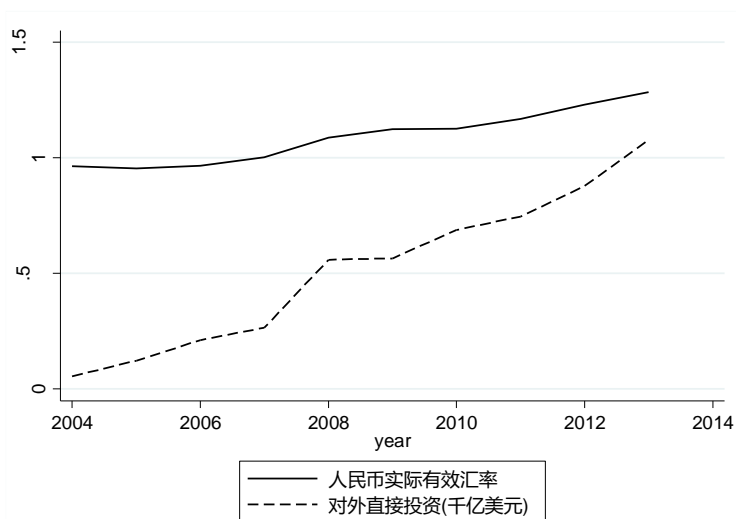
Outward Direct Investments(ODI) are usually found to be hampered by home currency depreciation in most countries while export is encouraged. This paper shows the opposite finding in China that ODI increases as export does in responses to RMB depreciation. Distribution ODI helps reducing cross border communication cost and other variable cost incurred in export as well as a lower fixed cost compared to non-distribution (i.e., production) ODI. Thus, only the most productive firms self-select to engage in production ODI whereas less productive firms, a majority of Chinese firms, self-select to engage in distribution ODI. In this regard, distribution ODI is an auxiliary rather than a substitute of export. The paper enriches our understanding of the nexus among ODI, export, and exchange rate movement.

Keywords: RMB Exchange Rate, Distribution Outward Direct Investment, Chinese Firm Productivity

一、引言

汇率变化对企业进行对外直接投资的影响不仅是一个重要的学术研究问题，也对真实世界有着重要的影响。这个问题在中国更为重要，一方面因为过去这十几年是中国对外直接投资腾飞，人民币逐步放开的黄金年代。从 2000 年以后，中国的对外直接投资就开始快速增长，2004 和 2005 年出台了一系列对外直接投资政策方案之后增幅尤其显著²，2012 年中国对外直接投资占全球总投资流量的 6.5%，是世界第三大对外投资国家³。而人民币方面，从 2005 年开始，中国人民银行宣布实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，人民币汇率不再盯住单一美元，货币篮子及权重的选择，主要考虑经常项目、外债来源和外商投资的主要币种。人民币对美元的汇率经历了大约 30% 的升值，对欧元、日元和其他世界主要货币的汇率也处于波动状态。如图 1 所示人民币实际有效汇率和对外直接投资都呈现增长趋势，即汇率贬值同时伴随着对外直接投资的增加。

图 1 中国历年实际有效汇率和对外直接投资



注：数据来源：《中国对外直接投资统计公报 2013》以及 UNCTAD 数据，对外直接投资为流量数据，单位千亿美元，人民币汇率为实际有效人民币汇率指标，以 2000 年为基年。上升表示贬值。

² 包括但不限于 2004 年 10 月国家发展和改革委员会颁布了《境外投资项目核准暂行管理办法》，2004 年 10 月国家发展和改革委员会颁布了《境外投资项目核准暂行管理办法》等

³ 根据《中国对外直接投资统计公报 2003-2013》

可以注意到，对外直接投资激增和人民币波动都始于 2005 这一年。除此之外，更有意思的是，中国的对外直接投资和人民币的关系呈现出了与大部分国家迥异的现象：在大多数国家，学者们发现投资国的货币贬值会促进出口，由于在海外建厂投资通常是出口的一种替代方式，贬值促进了出口就相应地抑制了对外直接投资。但是在中国，数据却显示出了相反的现象，即人民币贬值不仅促进了出口，同时促进了中国企业的对外直接投资。那么为什么会出现这样相反的现象？中国对外直接投资有什么特殊的地方？这些是我们要回答的问题。

二、 汇率对对外直接投资的影响渠道

（一）、汇率的对生产型对外直接投资的“出口替代”效应

要回答上述问题需要从汇率对对外直接投资的影响机制谈起。汇率是影响对外直接投资水平的重要因素，一般通过三个方面来影响：汇率水平，汇率风险⁴，和预期汇率⁵变化。由于人民币的波动率处于相对可控范围之内，汇率水平的变动——即升值或贬值的影响相较于另外两方面更重要。一般来讲，汇率水平对对外直接投资的影响又具有以下几种途径：（1）“投资成本”效应，如人民币贬值提高了企业在海外扩张和建厂的人民币成本，所以对外直接投资下降；（2）“出口替代”效应，如人民币贬值降低了中国出口品的外币价格，促进了出口，从而企业在海外建厂生产的动机就降低了；（3）对外直接投资的融资效应和第三方国家汇率变化对对外投资的影响等。

上述影响机制中“出口替代”效应最为普遍，具体而言，是指在以制造业生产型投资为主的发达国家，企业要将产品销售到海外，可以有两种选择：在本国生产然后出口，或者是在销售国直接投资建厂生产（即生产型投资）。这意味着出口与生产型投资之间具

⁴汇率风险一部分来自东道国汇率风险，另一部分来自于母国汇率风险。前者情况下，东道国汇率波动上升增加了海外投资的风险，对投资有不利影响。后者情况下，母国汇率风险上升增加了出口风险，促进了企业的资产向海外转移，以及海外建厂取代出口的动机。

⁵预期东道国汇率贬值造成企业预期未来投资成本进一步下降，从而拖延企业投资行为，降低了对外直接投资水平。

有替代关系，以母国货币贬值为例，当母国货币贬值时，本国出口品的外币价格下降，本国产品出口增加这会引起对外直接投资的下降。

(二)、汇率对贸易服务型投资的“出口互补”效应

除了上述常见的影响机制之外，我们发现在中国有另一种影响机制发挥着重要的作用，那就是对贸易服务型对外直接投资（Distribution Outward Direct Investment）的“出口互补”效应。之所以在中国汇率变化对对外直接投资造成了相反的影响，正是因为忽略了“出口互补”效应。

1、贸易服务型对外直接投资

中国对外直接投资和发达国家的不同之处是，将近一半的中国对外直接投资集中在与贸易相关的服务业领域，而非制造业行业，并且大部分是与进出口贸易紧密相关的服务业投资，我们称之为贸易服务型投资。这类投资主要包括例如进出口代理、批发零售、市场开发与售后服务。其主要投资形式包括两类，租赁和商业服务以及批发零售业。租赁和商业服务，即在海外建立贸易办事处进行接单以及售后，批发零售业主要指在海外建立进出口贸易公司辅助进出口以及进行批发零售业务⁶。

贸易服务型投资在中国占比非常高。根据 2013 年的商务部报告，租赁和商业服务、采矿业、金融业、批发零售业和制造业等是我国对外直接投资的主要行业。2013 年中国对外直接投资存量共 6604.8 亿美元，其中租赁和商业服务排名第一，共 1954.7 亿美元，约占总存量的 30%，为所有类别对外投资最高，金融业和采矿业分列其后，批发零售业排第四位，共 876.5 亿美元，约占 14%，而制造业仅排第五，共 419.8 亿美元，约占 6%。贸易服务型对外直接投资从 2004 年的 28% 增长到了 2013 年的约 40%，与之相对的制造业企业海外生产型投资只占了存量的 6%。

⁶ 详细说明见《中国对外直接投资统计公报》

表 1 显示了 2004 年到 2013 年中国对外直接投资的分类数据，其中批发零售业和租赁和商业服务两类投资的总额占比接近 50%，尤其是租赁和商业服务，约占总投资的三成，这两类投资均与进出口紧密相关。而制造业所占比重只有不到 10%。

表 1：批发零售、商业服务与制造业对外直接投资

年份	批发零售业		租赁和商业服务		制造业		其他产业	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重	金额	比重
2004	79969	14.55	74931	13.63	75555	13.74	319344	58.08
2005	226012	18.43	494159	40.30	228040	18.60	277906	22.67
2006	111391	5.26	452166	21.36	90661	4.28	1462178	69.09
2007	660418	24.92	560734	21.15	212650	8.02	1216807	45.91
2008	651413	11.65	2171723	38.85	176603	3.16	2590978	46.34
2009	613575	10.85	2047378	36.22	224097	3.96	2767849	48.96
2010	672878	9.78	3028070	44.01	466417	6.78	2713766	39.44
2011	1032412	13.83	2559726	34.29	704118	9.43	3169148	42.45
2012	1304854	14.86	2674080	30.46	866741	9.87	3934678	44.81
2013	1464682	13.58	2705617	25.09	719715	6.67	5894357	54.66

注：数据来源《中国对外直接投资统计公报 2013》，对外直接投资为流量数据，单位万美元。

2、贸易服务型对外直接投资和出口的互补关系

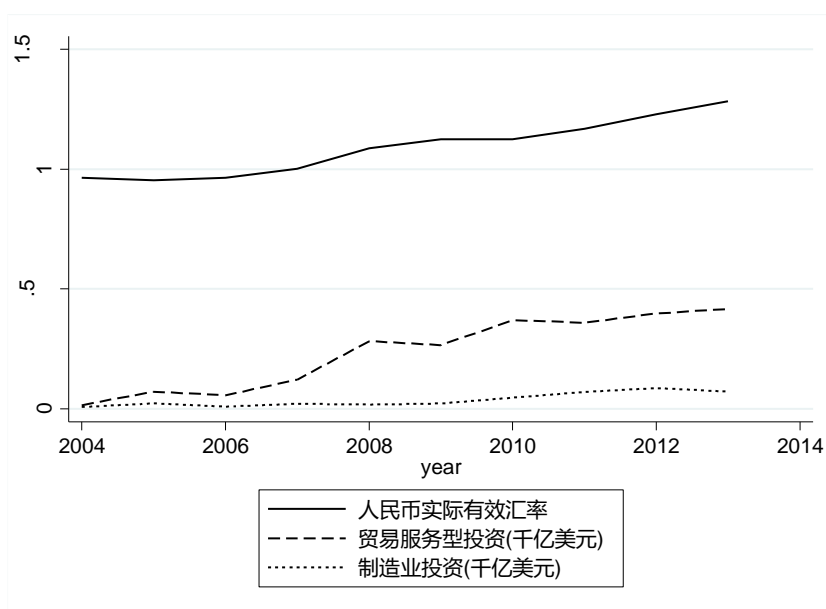
贸易服务型投资本质上是一种特殊的垂直投资，它和进出口是一条生产销售链条上的不同环节，起到了辅助和服务进出口的作用，和进出口呈现互补关系，而非替代关系。因此人民币贬值的时候，出口增加，贸易服务型投资也增加，再加之贸易服务型投资在中国占有很高的份额，这就是为什么我们看到对外直接投资整体上不降反升。

以人民币的贬值为例，我们考虑其对中国两种主要类型投资的影响：制造业生产型投资以在外国生产销售为目的；贸易服务业投资以建立境外办事处方便出口为目标的。一方面，贬值提高了以人民币计价的对外投资的固定成本，对促进投资具有抑制效应，另一方面，以美元标价的出口品价格下降，贬值造成出口上升，而出口上升会继续传导到对出口企业的对外直接投资。更重要的是，对两类不同的投资影响完全不同。出口上升抑制了以在外国生产销售为主的生产型投资，但是出口上升却鼓励了贸易办事处、批发零售等贸易服务业投资。

三、人民币汇率与对外直接投资

综上所述，人民币贬值对制造业生产型投资有阻碍作用，对贸易服务型的投资有促进作用。图 2 显示了从 2004 到 2013 年人民币真实有效汇率、贸易服务类投资以及制造业占对外直接投资的趋势图。制造业投资的增长非常缓慢，而贸易服务类投资呈现快速增长趋势，这与我们的观察大体一致。但是国家水平的真实有效汇率并不能反应对不同国家人民币汇率的不同变化，因此进一步，我们分别考察了中国对几个主要出口目的国的汇率和投资的变化。

图 2：人民币汇率，贸易服务与制造业对外直接投资比重



注：本图根据《中国对外直接投资统计公报 2013》数据以及 UNCTAD 数据绘制，对外直接投资为流量数据，人民币汇率为实际有效人民币汇率指标，以 2000 年为基年，贸易服务类投资包括批发零售业，以及租赁和商业服务投资。

表 2 显示了 2003-2008 年中国对十大出口目的地的汇率、出口占总出口比重，以及对外直接投资占总投资比重。除欧元、新加坡币以外，人民币相对于其他货币呈现升值趋势。并且除了英国，对其他几个国家和地区而言，人民币升值均对应出口比重下降，贬值则对应出口比重上升。但是人民币和对外直接投资比重的关系则较为复杂，对美国、日本、英国，新加坡，人民币汇率与对外直接投资同向变动，即升值伴随投资比例下降；对香港、德国和欧盟而言，人民币则与对外直接投资反向变动，即升值伴随投资比例上升；而对其他国家二者之间没有显著关系。

表 2：中国十大出口目的地汇率、出口与对外直接投资

中国前十大 出口目的地	汇率		出口额所占比例		对外直接投资额比例	
	2003	2008	2003	2008	2003	2008
美国	8.264	6.944	21.10	17.64	2.28	0.83
香港	1.063	0.892	17.41	13.33	40.25	69.12
日本	0.071	0.067	13.56	8.12	0.26	0.10
韩国	0.006	0.006	4.59	5.17	5.39	0.17
德国	9.346	10.204	3.98	4.14	0.88	0.33
荷兰	9.346	10.204	3.08	3.21	0.16	0.16
英国	13.514	12.821	2.47	2.52	0.07	0.03
新加坡	4.762	4.902	2.02	2.26	0.11	2.77
台湾	0.241	0.220	2.05	1.81	-	0.00
意大利	9.346	10.204	1.52	1.86	0.01	0.01
欧盟 ⁷	9.346	10.204	16.46	20.86	1.07	0.78

注：对外直接投资为当年对外直接投资流量，数据来源：Unctad stat, 《中国统计年鉴》（2004, 2009），《中国对外直接投资统计公报 2008》

我们进一步将中国企业对香港、欧盟和美国的对外投资按行业分解，表 3 显示了 2008 年中国对三个地区分行业的投资存量。其中对美国的商务服务业和批发零售业投资存量占总投资存量的比重超过 40%，意味着到 2008 年贸易服务型投资在美国占据相当重要的分量，说明人民币对美元升值很可能因为出口的下降导致投资同时下降，与表 2 的数据吻合。表 3 中显示对欧盟的商务服务业和批发零售业投资占约 25%，而制造业和金融业占比接近 50%，而人民币对欧元贬值因为促进了出口而阻碍了对制造业的投资，预期贬值同时并且减少了金融业投资，所以贬值很可能伴随着投资的下降，与表 2 的数据同样吻合。中国对香港的主要投资类型也是商务服务业和批发零售业投资，但是表 2 显示人民币对港币的升值伴随着投资份额的增加，这很有可能是因为 2003 年出台的《关于建立更紧密经贸关系的安排》（CEPA）⁸，以及随后出台的《关于内地企业赴香港、澳门特别行政区投资开办企业核准事项的规定》等促进两岸贸易和投资便利化的诸多政策，使得香港成为吸收快速增长的中国对外投资的最主要目的地。

表 3： 2008 年中国与主要对外直接投资目的地的汇率和主要行业投资存量比重（%）

⁷ 由于英国、瑞典和丹麦不属于欧元区，对外投资数值不包含此三国数据。

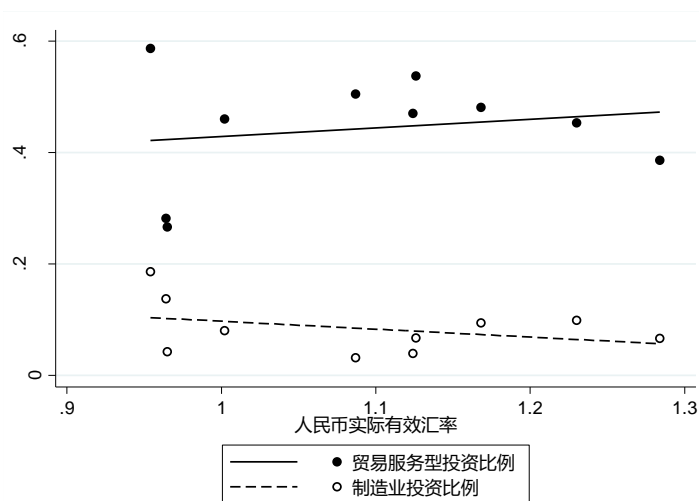
⁸ 包括中央人民政府与香港特区政府签署的《内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排》、中央人民政府与澳门特区政府签署的《内地与澳门关于建立更紧密经贸关系的安排》，主要目标是促进贸易投资便利化。

	香港	欧盟	美国
商务服务业	30.2	10.5	7.4
批发零售业	22.5	14	36
制造业	3.1	25.6	23.5
金融业	26.9	24.4	13.2
交通运输、仓储，邮政	9.8	5.4	9.4
采矿业	1.9	7.2	1.3
房地产业	2.9	2.1	1
其他行业	2.7	6.4	8.2
合计	100	100	100

注：其他行业包括农林牧渔；电力煤气及水的生产供应；水利，环境和公共设施管理；建筑业；科研，技术服务，地质勘查；信息传输，计算机服务和软件；居民服务和其他服务业；住宿和餐饮；教育；文化体育和娱乐业等。数据来源：《中国对外直接投资统计公报 2008》，其中对欧盟的分行业投资统计包括英国和瑞典数据，在批发零售业瑞典投资在所有欧盟国家中排第二，英国排第三，在制造业投资中，英国排第二，金融业投资中英国排第一。

为了更直观地显示人民币汇率与不同类型对外直接投资的关系，图 3 拟合了人民币与贸易服务型投资占全部投资比例的现行关系，以及与制造业投资比例的相关图，显示人民币与贸易服务投资呈现微弱的正相关关系，而与制造业投资呈现微弱的负相关关系⁹。

图 3：贸易服务、制造业对外直接投资与人民币汇率拟合相关图



注：图来源田巍和余淼杰（2017）。根据《中国对外直接投资统计公报 2013》数据以及 UNCTAD 数据绘制，对外直接投资为流量数据，人民币汇率为实际有效人民币汇率指标，以 2000 年为基年。

四、为什么我国存在大量贸易服务型投资？

⁹ 田巍和余淼杰（2017）发现当企业的实际有效汇率上升 0.01 时，企业的平均投资概率上升 0.419%，而进行贸易服务型投资的概率上升 0.423%。

在上面的分析中，一个重要前提是贸易服务型投资在我国的对外直接投资中占据相当大的份额，才能在宏观层面观察到人民币贬值通过鼓励贸易服务型投资整体上提高了对外投资的动机。贸易服务型投资的确在我国占比超过 40%。Chen 和 Tang(2014)、Chen 等(2019) 研究中国对外直接投资企业，也发现和以往的认识不同，超过一半的对外直接投资交易是在服务行业的，他们其中大部分是与出口相关的服务业。那么与之紧密相关的另一个问题便是：为什么我国会有这么大量的贸易服务型对外直接投资？是什么因素决定了企业有很高的动机进行贸易服务型投资？

（一）、企业进行生产型对外直接投资的动机

对外直接投资的类型非常多，不同类型的投资动机也不同。涉及到海外生产的对外直接投资可区分为水平直接投资和垂直投资。水平投资指在海外销售国直接生产以代替出口，上文中提到的制造业生产型投资就是指这一类型；垂直投资指将中间品等生产环节转移到劳动力低廉的发展中国家，中国的垂直生产投资有限，比如在非洲的一些制造业企业，如华坚，属于这一类型，垂直投资数量少是因为中国作为劳动力价格较低廉的国家，本身就具有劳动力优势，因此很少企业有动机将生产环节转移。

一个考虑水平投资的制造业企业有两种最重要的海外销售模式，在本国生产并出口，或者在直接在销售国投资生产销售。国际贸易里经典的异质性模型¹⁰刻画了企业如何在上述方式中的决策。决定企业是否进行生产型投资的关键因素是投资和出口这两种方式的成本构成不同，也就是可变成本和固定成本的组成不同。出口有很高的可变成本，例如关税、运输成本，但是固定成本较低，只需要和外国经销商建立联络；生产型对外投资的固定成本很高，因为要在海外注册建厂，但是可以大幅度降低可变成本。因此企业在两种方式中选择，实际上是在可变成本和固定成本之间取舍，企业会选择利润最大的方式。一般来讲，其他影响因素相近的情况下，生产率很高的企业，对外投资的利润更高，生产率较低的企业，出口的利润更高。

（二）、企业进行贸易服务型对外直接投资的动机

¹⁰ 如 Helpman 等(2004)。

与生产型投资不同，贸易服务型是辅助出口的一种投资类型：企业在出口的同时在海外进行贸易服务型投资来帮助降低出口成本。这种模式的一个重要特点是相比仅出口而言，可以降低出口中间的跨境交流成本和目的国配送成本。

跨境交流成本指的是在销售和售后服务过程中出现的跨国的沟通交流成本，比如越洋电话等。美国的行业数据显示服务业的对外投资比重显著高于制造业，一个重要的原因是服务业产品（比如咨询、设计）中，消费者和企业之间的跨境信息沟通成本明显高于生产制造业产品（比如生产玩具）的信息沟通成本¹¹。目的国配送成本指的是产品通过海关和进行配送过程中涉及的成本，而海外进出口公司等专门的分支机构可以降低这一类成本。海外市场上的信息不对称会加剧上述成本。

上述两类成本属于出口中的可变成本，贸易服务型投资降低了这两种成本，从而降低了出口的可变成本；但是相对于出口的固定成本而言，在海外建立办公室或进出口公司等分支机构，固定成本要比出口高。和生产型对外直接投资相比，贸易服务型投资虽然降低了出口的跨境交流成本和本地配送成本，但是几乎不能省略交通成本和关税等贸易壁垒，因此其可变成本仍然高于生产型投资；而对于固定成本，因为只是在海外建立办事处或者进出口机构，贸易服务型投资的固定成本虽然比仅出口高，但是显著低于生产型投资固定成本。因此，企业进行贸易服务型投资的最大动因就是降低跨境交流成本和海外配送成本，其代价是需要支付一定的投资固定成本。贸易服务型投资辅助出口这种模式，可以看作是仅出口和生产型投资之间的折衷。

（三）、企业在出口、贸易服务型投资和生产型投资间的选择

一个制造业企业生产某种产品并销售到海外，在以下三种方式中选择：第一，在本国生产然后出口，不进行对外直接投资。第二，在本国生产然后出口，并进行贸易服务型投资辅助出口。第三，在海外进行生产型投资，直接生产销售。企业根据自己的生产率等具体情况选择利润最大的模式进行生产销售。根据前面的讨论，三种模式的固定成本依次增加，可变成本依次下降。企业的选择实际上是固定成本和可变成本之间的取舍。由于固

¹¹ 具体论述请见 Oldenski (2012)。

定成本和产量无关，固定成本的高低代表企业可以实现的规模经济的大小，固定成本越高，提高产量带来的平均成本下降幅度就越大，企业获利也就越多。一个高生产率的企业，往往拥有更高的技术和更低的生产成本，以及更大的规模，此时选择固定成本高可变成成本低的第三种模式更利于其发挥规模经济，提高利润。反之，一个低生产率的企业，技术落后，生产成本比较高，生产规模也较小，一般无法支付很高的固定成本¹²。

由此可见，生产率最低的企业只出口不投资，高一些的企业才能出口并进行贸易服务型投资，只有生产率非常高的企业才进行生产型投资。而大多数中国制造业企业的生产率并不是特别高。如表 4 所示，中国出口企业相对于非出口企业的规模优势，无论是以总销售额，员工人数还是附加值来度量，和其他几个发达国家或地区对比都较低；而出口企业的相对生产率，无论是以单位员工产值还是以单位员工附加值来度量，和其他国家地区相比也较低，甚至出口企业的生产率还要低于非出口企业。所以对于中国的制造业企业而言，出口企业在生产率上并没有特别高的优势，其生产率水平普遍不够突出，因此对于大多数在海外销售并考虑对外投资的企业而言，最优的模式是出口并进行贸易服务型投资，而不是进行生产型投资，这就是为什么我们观察到贸易服务型投资在中国如此普遍的原因。

表 4，出口和非出口企业生产率对比：中国和其他国家

	出口企业相对于非出口企业 ^a				
	中国	美国 ^b	德国	法国	台湾
总销售额	2.92	6.48	5.87	28	15.41
员工数	2.59	4.38	3.84		8.17
附加值	2.74				13.35
单位员工销售额	0.91	1.36	1.01		1.56
单位员工附加值	0.86	1.39	0.99	1.22	

注：表格来源 Lu(2010)。^a出口企业均值除以非出口企业均值，^bBernard 和 Jensen(1997)，1987 年美国工业普查数据

¹² Tian 和 Yu(2019) 构建了理论模型，讨论了上述机制的具体理论呈现。

（四）、贸易服务型投资普遍存在的现实意义

研究贸易服务型投资具有深刻的现实意义。贸易服务型投资作为一种由制造业母公司在海外执行的服务业投资，对拉动我国服务业投资起到了重要作用。服务业贸易与投资在国际贸易与投资中地位日益重要，近年来也受到越来越多的关注。服务业直接投资有什么特点？与制造业投资有什么异同点？其决策机制又是怎样进行的？这些问题都急需回答。服务业对外直接涵盖范围广泛，如金融业、房地产等都属于服务业投资，因此不能一概而论。中国大量的贸易服务型投资给我们了解服务业投资特性，以及与制造业投资之间的关系提供了一扇窗口。一些研究已经发现，与制造业相同，大规模、高生产率、高出口强度的企业有较高的概率进行服务业对外投资，并伴随更高的外国分支销售额¹³。但服务业对外投资也有很多与制造业不同的特点，比如服务业对外投资与贸易的关系，可能和制造业对外投资与贸易的关系完全不同，例如本文着眼的贸易服务型投资，与贸易呈现互补关系，这与制造业投资中常见的二者替代的关系完全相反。

特别地，在当前中美经贸摩擦不断升级的背景下，人民币也开始随市场自由波动。如果人民币未来呈贬值趋势，理论上我国出口应会上升，但受美国对我出口征收的高关税影响，最终实现的出口提升作用可能不明显，但可能更多地体现在对我国对外投资的提升、特别是在贸易服务型对外投资的增加中。所以，正确认识人民币汇率变动对我国出口和对外投资的影响具有鲜明的现实意义。

此外，研究中国的贸易服务型投资对于其他发展中国家的对外直接投资也有参考价值。在大多数发展中国家和出口导向型的新兴国家，大部分企业的生产率都不是特别高，对他们而言在海外直接生产销售并不是最优选择。这提示我们，贸易服务型投资可能同样是这些国家出口企业的常见对外投资模式。因此理解中国企业的贸易服务型投资对理解其他发展中国家的对外直接投资也很有启发。

¹³ 如 Chen 和 Tang(2014)等。

五、小结

本文注意到将近一半的中国对外投资是以贸易办事处和进出口公司为代表的贸易服务型投资，以往的文献只关注汇率对生产型投资的“出口替代”影响，而忽略了出口与贸易服务型投资的互补关系，因此用已有的对外直接投资理论无法解释人民币汇率对中国对外投资的影响。本文介绍了贸易服务型投资的定义，类型和特点，和出口以及生产型对外直接投资相对比的优劣，阐述了贸易服务型投资对于大部分中国出口企业而言，是一种最优的进入外国市场的模式，因此我们观察到中国存在大量贸易服务型对外直接投资。而大量的贸易服务型投资作为进出口的重要辅助，可以进一步解释为什么当人民币贬值时，企业出口提升，同时带来了对外直接投资的增加这一看似和大多数国家相反的情况。

本文拓展了汇率波动对企业投资的影响的结论，尤其是从出口和投资的互补关系。出口与对外直接投资是企业服务于外国市场的两种最重要手段，水平直接投资与出口呈替代关系，垂直直接投资与出口呈互补关系。然而现有文献中出口与投资的替代性被强调，互补性却被忽略。本文提供了投资和出口互补关系的一个新的解释，从微观角度研究了服务业对外投资和制造业对外投资的不同，并提出了一个新的人民币汇率变化对中国对外投资的影响机制。贸易服务型投资是中国最主要的对外投资种类，本文对于理解汇率对企业“走出去”的微观影响和机制，以及汇率变动下中国制造业和服务业的投资结构，以及汇率管理有一定参考价值。

参考文献:

- [1] Bernard, Andrew & Jensen, J. (1997). Exceptional Exporter Performance: Cause, Effect, Or Both?. *Journal of International Economics*. 47 (1). 1-25.
- [2] Chen, Cheng, Wei Tian and Miaojie Yu (2019), "Outward FDI and Domestic Input Distortions: Evidence from Chinese Firms," *The Economic Journal*, forthcoming: DOI: 10.1093/ej/uez034.
- [3] Chen, Wenjie, and Heiwai Tang (2014), "The Dragon is Flying West: Micro-level Evidence of Chinese Outward Direct Investment", ADB working paper
- [4] Helpman, E., M. J. Melitz and S. R. Yeaple (2004), 'Export Versus FDI With Heterogeneous Firms', *American Economic Review*, 94, 1, 300–16.
- [5] Lu, Dan, (2010), "Exceptional Exporter Performance? Evidence from Chinese Manufacturing Firms. "
- [6] Oldenski, L. (2012). "Export Versus FDI and the Communication of Complex Information," *Journal of International Economics* 87, 312-322.
- [7] Tian, Wei, and Miaojie Yu, (2019), "Distribution, Outward FDI, and Productivity Heterogeneity: Evidence from Chinese Firms, " *Journal of International Financial Markets Institution & Money*, forthcoming