

人民币汇率变动对中国出口企业利润的影响

——基于中国工业企业数据库的实证研究

沙文兵¹ 李莹²

(1. 安徽财经大学 国际经济贸易学院, 安徽 蚌埠 233030; 2. 浙江大学 经济学院, 浙江 杭州 310058)

摘要: 基于2005—2010年中国工业企业数据库,研究了人民币实际有效汇率对中国出口企业盈利能力的影响。结果表明,总体而言人民币实际升值对出口企业盈利能力具有显著负面影响;分企业类型的研究发现,人民币实际升值对中高技术密集度出口企业利润的负面影响最大,对低技术密集度和中低技术密集度出口企业盈利能力的负面影响次之,但对高技术密集度出口企业盈利能力的影响并不显著。此外,企业全要素生产率、管理水平、创新能力以及现金流动性对其盈利能力具有显著的正面效应,企业负债规模对其盈利能力具有负面影响,企业投资水平对除高技术密集度行业之外的企业盈利能力具有显著的正面影响,行业出口渗透率仅对中高技术密集度行业的利润有显著的正面影响。

关键词: 汇率变动; 出口企业; 盈利能力

中图分类号: F832 **文献标识码:** A **文章编号:** 1672-6049(2018)05-0040-09

一、引言与文献综述

随着中国经济的不断增长、对外贸易规模的不断扩张,中国已经成为世界最大的工业制成品生产和出口国,货物贸易出口总额从2005年的7619.5亿美元增至2015年的22734.7亿美元。然而,中国对外贸易规模迅猛扩张的背后却是出口企业盈利能力低下的现实。根据国家统计局对工业企业的调查数据,2005年全部工业企业的平均利润率仅为5.57%,2008年降至5.16%,2010年小幅上升至5.85%。由此可见,中国巨大的出口贸易额与出口企业所获得的微薄利润之间形成了鲜明对比。另一方面,随着经济全球化的不断发展,金融市场环境的不确定性以及国际资本流动的高度易变性使得主要国家货币之间的汇率呈现出更大的波动性。与此同时,人民币汇率的波动程度也不断增大。自2005年汇改以来至2016年底,人民币实际有效汇率已累计升值42.7%;人民币对美元汇率日波动幅度由汇改之初的3‰上升至目前的2‰。2014年3月5日,李克强总理在《政府工作报告》中指出,要“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定,扩大汇率双向浮动区间,推进人民币资本项目可兑换”。这意味着随着人民币汇率形成机制改革的深化和市场机制在汇率决定中作用的上升,人民币汇率宽幅变动将成为常态。作为影响出口贸易的重要因素之一,汇率变动深刻影响着中国出口贸易的规模和出口企业的盈利能力。因此,研究人民币汇率变动对中国出口企业利润的影响,对于推进出口企业增进内部革新、提高生产率以及推动中国出口贸易结构升级等都具有重要的现实意义。

收稿日期: 2018-06-12

基金项目: 国家社会科学基金重点项目(16AJL012)

作者简介: 沙文兵(1973—),男,安徽无为,安徽财经大学国际经济贸易学院教授,经济学博士,研究方向为国际金融与国际直接投资;李莹(1992—),女,安徽合肥,浙江大学经济学院博士研究生,研究方向为国际贸易理论与政策。

进入 21 世纪以来,加入 WTO、经济市场化改革的逐步深化、进出口企业生产率提升等诸多因素促成了中国企业出口贸易额的高速增长。与此同时,有关人民币汇率变动对企业出口的影响问题也随之引起了理论界日益广泛的关注。特别是 Obstfeld and Rogoff^[1] 首次提出了“汇率无效之谜”,认为汇率变动对贸易的影响甚微。随后国内外学者纷纷开展了关于汇率变动对企业出口影响的研究。归纳起来,主要包括以下几个方面:第一,汇率变动的企业关税理论,认为汇率变动对进出口企业的影响类似于关税调整的作用,本币升值如同关税下降,会降低进口商品的本土价格,从而加剧本国市场竞争,缩小企业产品范围^[2-3];第二,汇率变动的企业生产率理论,该理论认为汇率变动对企业的生产规模和生产率会产生一定的影响^[4-6];第三,汇率变动的企业出口行为理论,认为本币升值会对企业的出口量、出口价格以及出口产品结构产生负面冲击^[7-8];第四,汇率变动的企业市场竞争理论,认为本国货币升值会加剧本国出口市场的竞争,使企业集中于其具有核心竞争力产品的出口^[9-10]。

在上述研究的基础上,国内一些学者展开了有关汇率变动对出口企业利润影响的研究。张欣和孙刚^[11] 将生产率异质性引入到汇率变动对企业盈利能力影响的研究中,并利用上市公司微观数据进行实证分析,结果表明生产率的提高能够降低出口利润率的汇率弹性,有助于提高出口企业承受汇率风险的能力。梁中华和余森杰^[12] 采用倍差法和固定效应模型研究了人民币升值对出口企业盈利能力的影响,结果表明,与非出口企业相比,出口企业的权益回报率因人民币升值而显著降低 5%;企业出口依赖程度越高,人民币升值对其盈利能力的负面影响越大。吴国鼎^[13] 基于企业有效汇率角度的研究也得出了类似结论。周琢和陈钧浩^[14] 考察了汇率变动和出口退税率调整对中国出口企业利润的影响,结果发现汇率变动对出口企业利润的影响要大于出口退税率对出口企业利润的影响;同时,汇率变动对不同贸易方式企业利润的影响程度也有所不同,相比于加工贸易出口企业,汇率变动对一般贸易出口企业利润率的影响更大。

另外,一些学者对人民币汇率变化条件下出口企业利润的变化情况作了情景模拟。袁志刚和邵挺^[15] 利用 2007 年投入产出表测算了全国 42 个行业的贸易汇率风险敞口,同时模拟了人民币不同升值幅度下各个行业利润率的变化情况。结果发现,汇率变动对行业利润率的影响因行业要素密集度和研发投入的多少而有所不同,劳动密集型和研发投入较少的竞争性行业会因人民币升值而受损,资本密集型和研发密集型的垄断性行业则明显从人民币升值中获益。刘沁清和邵挺^[16] 利用 2007 年投入产出表和第二次经济普查数据,模拟了人民币汇率变动对全国制造业 80 个细分行业利润率的影响,发现 47 个行业的利润率会因人民币升值而下降,33 个行业则会因人民币升值而受益,人民币升值对制造业总体利润的影响为负。刘富江和江源^[17] 利用 2009 年中国 8 万家出口企业的财务数据,对人民币升值情况下出口企业利润所受到的影响进行了模拟测算和压力测试,结果发现人民币升值对出口企业利润的负面影响被夸大了,受人民币升值负面冲击较大的行业有纺织、服装、皮革、工艺品、文体用品、家具、电子、电气机械、金属制品和塑料制品等 10 个行业。

综上,国内外学者关于汇率变动对企业出口贸易影响的研究已经取得较为丰富的成果,但相关的研究主要集中在汇率变动对企业出口额的影响,而有关汇率变动对出口企业利润影响研究相对来说还比较少,也没有得出一致的结论。本文在吸收、借鉴已有研究成果的基础上,深入研究汇率变动对中国出口企业利润的影响,并力求在两个方面有所拓展:其一,采用中国工业企业数据构建面板数据模型,基于大样本的微观企业数据有助于确保实证研究的可靠性与准确性;其二,不同行业产品技术密集程度有所差异,在全球价值链中所处的环节也有所不同。不同技术密集程度行业的企业拥有不同的生产方式、资源配置方式以及经营管理模式,由此深刻影响着企业的行为选择,进而可能会影响其盈利能力,因此本文试图深入分析不同技术密集程度企业在人民币汇率变化环境下的利润变动情况。

二、模型、变量与数据

(一) 模型构建与变量选取

从理论上讲,汇率变动至少可以通过企业产品出口、中间投入品进口和国内市场竞争程度等三个渠道对企业的盈利能力产生影响^[13,18]。以本币升值为例,就出口方面而言,在出口商品本币价格保持

不变的情况下,本币实际升值意味着以外币表示的出口商品价格上升,可能导致企业出口额下降,从而减少企业利润;就进口方面而言,本币实际升值往往导致进口中间投入品的成本下降,在其它条件不变的情况下,将引起利润增加;就国内市场竞争程度而言,本币实际升值(相应地外币实际贬值)一方面可能加大企业商品的内销比例,另一方面则会增加同类或替代商品的进口量,由此加剧国内市场的竞争程度,削弱企业的盈利能力。可见,汇率变动对企业利润的最终影响方向是不确定的,取决于上述不同渠道影响程度的相对大小。

为了研究人民币汇率变动对中国工业出口企业利润的影响,本文在借鉴张欣和孙刚^[11]、梁中华和余森杰^[12]、周琢和陈钧浩^[14]等文献的基础上,以企业利润规模为被解释变量,以人民币汇率为主要解释变量,并控制管理水平、创新能力、生产率、负债水平、现金流动性、投资能力等企业层面因素以及行业出口渗透率对企业盈利能力的影响,构建实证模型如下:

$$profit_{it} = \beta_0 + \beta_1 er_{it} + \beta_2 management_{it} + \beta_3 innovation_{it} + \beta_4 debt_{it} + \beta_5 productivity_{it} + \beta_6 fluidity_{it} + \beta_7 investment_{it} + \beta_8 epi_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, $profit$ 为企业利润,反映企业的盈利能力。文献对于企业盈利能力的衡量主要有两种方式:一是采用利润率作为衡量企业盈利能力的指标,譬如张杰等^[19]采用企业净利润除以企业销售额的方式来测算净利润率,刘海洋和汤二子^[20]则运用利润总额除以固定资产总值的方式来计算企业利润率;二是采用营业利润(即利润规模)作为衡量企业盈利能力的指标^[21]。一个企业的利润规模既能够反映样本期内的获利情况,同时还能够反映其市场竞争力的大小。利润规模越高,则意味着其竞争力从而盈利能力也相对较强。因此,利润规模对于企业的经营和长期发展具有重要意义。本文也将采用利润规模作为衡量企业的盈利能力的指标。为减轻数据的异方差性,同时考虑到存在利润为负(即亏损)的情况,参照汤二子和孙振^[21]的做法,若企业利润为正,则直接取其营业利润的自然对数;若企业利润为负,则先取其绝对值,再取自然对数,最后加上负号。

er 为人民币汇率,本文采用人民币实际有效汇率。因为实际有效汇率不仅剔除了国内外通货膨胀差异对本币对外价值的影响,还考虑了本币对不同贸易伙伴双边汇率变动方向和幅度大小的差异性,从而能够更好地反映一国货币的整体对外价值变动情况。 er 的系数 β_1 即为本文重点关注的工业出口企业利润的汇率弹性。

控制变量中 $management$ 为管理水平,参照成力为和戴小勇^[22]的做法,用管理费用除以全年营业收入来衡量;管理水平越高的企业,其管理费用支出越少,盈利能力也就越强。 $innovation$ 为企业创新能力,以新产品产值占全年营业收入的比重来衡量;作为企业创新活动的成果,不断推出新产品的能力是企业激烈的市场竞争获得源源不断利润的重要保障。 $debt$ 为企业负债率,以长、短期负债总额与总资产的比率来衡量;一般而言,企业负债率越高,其资本周转能力则相对较弱,创造利润的能力也相对较低。 $productivity$ 为企业全要素生产率,全要素生产率越高,盈利能力越强;参照 Head and Ries^[23]的方法,企业全要素生产率的计算公式为 $TFP = \ln(Q/L) - \alpha \ln(K/L)$,其中 Q 为企业增加值, K 为企业固定资本, L 为企业从业人员年平均人数;根据赵志耘等^[24]的测算,不同于美国企业的 $1/3$,中国企业的 α 值约为 0.56 ,本文也采用这一参数值。 $fluidity$ 为企业现金流动性,借鉴张杰和黄泰岩^[25]的做法,以应收账款和应付账款之差占全年营业收入的比重来衡量;通常现金流动性越强的企业,其变现能力越强,更有能力维持其长期经营并获利。 $investment$ 为企业投资水平,用投资支出占全年营业收入的比重来衡量;考虑到投资水平对企业利润影响的滞后性,取滞后一期的投资水平。 ept 为行业出口渗透率,借鉴戴翔和金碚^[26]的方法,采用出口交货值占工业总产值的比重来衡量;行业出口渗透率是影响制造业经济发展方式转变的重要因素,从而可能对企业盈利能力产生影响。

(二) 数据说明

人民币实际有效汇率年度数据采用国际清算银行(BIS)公布的人民币实际有效汇率月度数据的平均值,并对其取自然对数。行业出口交货值与工业总产值数据来自《工业企业科技活动统计年鉴》。所有企业层面变量数据均来自中国工业企业数据库,全称为“全部国有及规模以上非国有工业企业数

据库”是国家统计局定期对年销售额 500 万元以上的大中型工业企业进行调研而得到的微观数据库。2011 年则将大中型企业规模标准改为 2000 万元以上。该数据库样本期间自 1998 年开始,目前已更新至 2013 年,但为了保持变量的连续性和可比性,本文选取 2005—2010 年数据。该数据库共收录了中国 30 多万家工业企业的相关数据,占中国工业总产值的 95% 左右。尽管中国工业企业数据库数据数量庞大、统计范围广且指标丰富,但由于其并非学术机构发布,存在指标缺失、异常值、样本匹配混乱以及统计误差明显等缺陷,需要对其进行筛选和处理^[27]。本文参照黄小兵^[28]、张杰和芦哲^[29]以及孙晓华和王昀^[30]的做法,对数据进行了如下处理:(1) 删除了出口交货值非正的企业,以保留存在出口贸易业务的企业;(2) 删除存在缺漏值的样本;(3) 删除非正常营业状态的企业,即剔除停业、筹建、撤销及其它营业状态的企业;(4) 删除异常值,即资产总额、员工人数、工业总产值、工业增加值等非正的企业;(5) 删除员工数量小于 8 的企业;(6) 删除固定资产少于 100 万、主营业务收入少于 500 万的企业。表 1 给出了筛选前后样本企业数量对比。

表 1 筛选前后样本企业数量

年份	2005	2006	2007	2008	2009	2010	总计
筛选前样本企业数(个)	271 835	301 961	336 768	330 832	473 487	127 692	1 842 575
筛选后样本企业数(个)	62 835	76 085	75 725	46 685	64 940	19 015	345 285

中国工业企业数据库涵盖工业中的 39 个细分行业。根据 OECD 关于行业技术密集程度的划分标准,我们将样本出口企业分别归属于高技术密集度行业(H)、中高技术密集度行业(MH)、中低技术密集度行业(ML)和低技术密集度行业(L)。表 2 给出了低技术密集度、中低技术密集度、中高技术密集度和高技术密集度行业所包含的细分行业名称及其代码(GB/T4754-2002)。

表 2 不同技术密集程度行业名称及其代码

高技术密集度行业		中高技术密集度行业		中低技术密集度行业		低技术密集度行业	
代码	行业名称	代码	行业名称	代码	行业名称	代码	行业名称
39	电气机械及器材制造业	26	化学原料及化学制品制造业	25	石油加工、炼焦及核燃料加工业	13	农副食品加工业
40	通信设备、计算机及其他电子设备制造业	27	医药制造业	29	橡胶制品业	14	食品制造业
41	仪器仪表及文化、办公用机械制造业	28	化学纤维制造业	30	塑料制品业	15	饮料制造业
		35	通用设备制造业	31	非金属矿物制品业	16	烟草制品业
		36	专用设备制造业	32	黑色金属冶炼及压延加工业	17	纺织业
		37	交通运输设备制造业	33	有色金属冶炼及压延加工业	18	纺织服装、鞋、帽制造业
				34	金属制品业	19	皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业
						20	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业
						22	造纸及纸制品业
						23	印刷业和记录媒介的复制

表 3 给出了 2005 年和 2010 年我国工业出口企业利润规模的基本情况,图 1 则描述了工业出口企业利润规模的变动趋势。从中不难看出,全球金融危机爆发之前,我国工业出口企业利润规模整体上表现出稳中趋升的趋势:从绝对量上看,中高技术密集行业中的企业盈利能力最强,中低技术密集行业和高技术密集行业中的企业盈利能力次之,低技术密集行业中的企业盈利能力最低;从增长趋势来看,高技术密集行业中的出口企业利润上升最为明显,其次为中高和中低技术密集行业出口企业,低技术密集行业出口企业盈利能力甚至表现出下降的趋势。2008 年全球金融危机爆发之后,所有工业出口企业的营业利润均出现不同程度下挫,其中中高技术密集行业出口企业利润下降最为明显,降幅达到 13 个百分点。其后,各类出口企业利润均有所上升,其中以低技术密集度行业出口企业利润增幅最大,甚至大大超过了危机前水平,并成为盈利能力最强的行业。

本文数据处理与模型估计工作运用 Stata14 软件完成,表 4 给出了主要变量的描述性统计。

表3 2005年、2010年中国工业出口企业利润规模(对数值)基本情况

年份	分类	样本容量	均值	标准差	最小值	最大值	中位数
2005	全样本	72 655	4.559 262	5.659 958	-15.260 61	18.440 48	6.517 671
	H	13 903	4.425 22	6.355 14	-14.262 13	16.130 55	6.800 17
	MH	13 719	5.060 456	5.490 9	-14.210 02	15.305 15	6.813 445
	ML	9 560	4.640 642	5.818 782	-15.260 61	16.674 64	6.659 294
	L	25 653	4.305 657	5.399 66	-12.469 99	15.541 85	6.240 276
2010	全样本	20 073	4.904 773	6.102 515	-13.657 6	18.534 01	6.939 254
	H	14 274	4.961 141	6.346 157	-13.927 6	15.506 39	7.187 279
	MH	1 652	5.017 509	6.289 291	-13.764 3	15.478 77	7.398 754
	ML	2 795	5.085 315	6.426 531	-14.086 5	15.987 62	7.598 732
	L	294	5.407 107	6.203 588	-11.816 5	16.597 17	7.669 179

数据来源:根据中国工业企业数据库整理得。

注:表中“H”表示高技术密集度行业,“MH”表示中高技术密集度行业,“ML”表示中低技术密集度行业,“L”表示低技术密集度行业。

表4 主要变量的描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	最大值
<i>profit</i>	4.736 8	5.744 6	-15.534 6	18.594 6
<i>er</i>	4.530 3	0.058 2	4.468 7	4.625 1
<i>management</i>	0.065 5	0.249 7	-136.944 4	27.185 9
<i>innovation</i>	0.060 8	0.193 0	0.000 0	1.000 0
<i>debt</i>	0.568 9	0.300 5	-2.752 8	20.137 1
<i>productivity</i>	3.458 8	0.891 6	-4.491 1	11.521 9
<i>fluidity</i>	0.307 3	1.890 1	-101.703 7	1019.92 5
<i>investment</i>	0.001 0	0.044 2	-8.892 8	9.394 7
<i>epi</i>	0.576 2	0.384 2	0.000 0	9.702 7

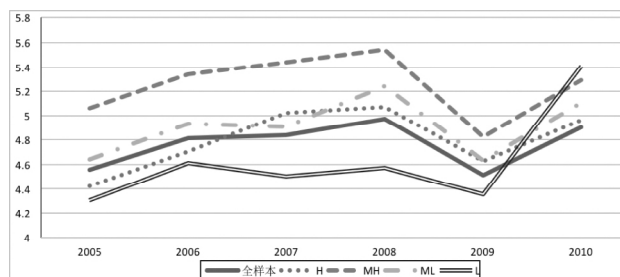


图1 2005—2010年中国工业出口企业平均利润规模(对数值)的发展趋势

三、实证结果与分析

(一) 总样本回归结果

为了检验人民币汇率变动对中国工业出口企业利润的影响,我们利用全部样本,并采用逐步回归方法进行估计,首先仅仅将人民币实际有效汇率作为解释变量,然后依次加入其它控制变量进行估计。Hausman 检验结果表明,所有模型都支持固定效应方法,表5给出了估计结果。从模型(1)来看,人民币实际有效汇率上升对中国出口企业的利润有显著的负面影响;在依次加入控制变量后(模型2-8),其回归系数显著性及负号并未发生变化,表明估计结果具有稳健性。因此,人民币对外实际升值将导致出口企业盈利能力下降;反之,人民币实际贬值则导致出口企业盈利能力上升。这一结果与张欣和孙刚^[11]、梁中华和余淼杰^[12]以及吴国鼎等^[13]研究结论基本一致。这说明,尽管人民币实际升值有助于减少企业进口中间投入品的成本,但人民币升值通过出口渠道和国内市场竞争程度渠道对国内企业盈利能力所产生的负面影响超过了进口渠道的正面影响,从而使得人民币升值对企业利润产生了不利影响。究其原因,目前中国出口企业的生产仍然以劳动密集型产品或者劳动密集型生产环节为主,面对人民币升值而导致的出口产品竞争力下降,企业要么承受出口数量下降,要么选择降低出口产品定价以维持出口销量,两者都会削弱企业的盈利能力。同时,内销比例的加大和替代产品进口量的增加而导致的国内市场竞争程度上升,也可能促使企业降低国内销售价格,从而进一步降低了企业的利润空间。

从控制变量来看,所有模型一致显示,管理水平(*management*)的系数估计值为负且高度显著,由

于本文采用管理费用来衡量企业管理水平,管理费用越低表明其管理水平越高,企业盈利能力也就越强,这一结果符合预期。企业创新能力(*innovation*)的系数估计值为正且高度显著,表明企业自身创新能力对其盈利能力具有正向影响,反映了创新是企业利润的源泉,拥有更高创新能力的企业更可能在国际市场占据一席之地;企业通过创新活动不断开发面向国际市场的新产品,能够获得相对较高的利润。企业负债(*debt*)的系数估计值为负且高度显著,表明负债率对企业盈利能力具有负向影响,这与预期是相符的,负债越多的企业其财务成本越高,相应地会减少企业利润。全要素生产率(*productivity*)的系数估计值为正且高度显著,表明企业生产率对其盈利能力具有正向影响,这与预期也是一致的:生产率越高的企业,其竞争力越强,从而更有可能占有出口市场并实现企业利润增长。现金流动性(*fluidity*)的系数估计值为正且高度显著,表明现金流动性对企业盈利能力具有正向影响:现金流动性越高的企业,其利润规模也较大。原因可能在于经营状况良好的企业,其资金周转速度较快,现金流动性较高,可以节约外部融资成本,有利于其获得更多的利润。投资水平(*investment*)的系数估计值为正但不显著,表明投资水平对企业利润规模的影响较小。原因可能在于投资水平越高的企业更富有长远投资眼光,其经营战略更具有远瞻性,其经营目标往往更多地考虑长期回报率,而不仅仅局限于当期回报。行业出口渗透率(*epi*)的系数估计值为正但不显著,表明其对企业盈利能力的影响有限。原因可能是高出口渗透率行业中的企业多从事低附加值的加工贸易,其所获得的利润不高。

表 5 汇率变动对企业利润规模影响的估计结果

变量	(1) FE	(2) FE	(3) FE	(4) FE	(5) FE	(6) FE	(7) FE	(8) FE
<i>er</i>	-1.994*** (-12.07)	-1.316*** (-8.13)	-1.336*** (-8.25)	-1.462*** (-9.06)	-2.745*** (-17.13)	-2.750*** (-17.17)	-3.228*** (-10.92)	-3.226*** (-10.88)
<i>management</i>		-17.06*** (-92.37)	-17.07*** (-92.43)	-16.88*** (-91.69)	-12.80*** (-67.30)	-13.01*** (-67.11)	-18.70*** (-45.02)	-18.70*** (-44.98)
<i>innovation</i>			0.346*** (5.09)	0.337*** (4.98)	0.392*** (5.86)	0.393*** (5.88)	0.717*** (-6.68)	0.717*** (6.68)
<i>debt</i>				-2.025*** (-37.48)	-2.148*** (-40.28)	-2.163*** (-40.51)	-2.348*** (-24.98)	-2.348*** (-24.98)
<i>productivity</i>					4.501*** (71.91)	4.520*** (72.11)	4.013*** (35.99)	4.014*** (35.85)
<i>fluidity</i>						0.0762*** (5.56)	0.104*** (2.95)	0.104*** (2.96)
<i>investment</i>							0.503 (0.68)	0.502 (0.68)
<i>epi</i>								0.00937 (0.11)
<i>C</i>	13.77*** (18.39)	11.82*** (16.12)	11.89*** (16.22)	13.59*** (18.58)	13.79*** (19.09)	13.79*** (19.09)	17.23*** (12.86)	17.21*** (12.74)
R ²	0.7384	0.7495	0.7495	0.7513	0.7578	0.7579	0.8206	0.8206
Adj R ²	0.5199	0.5403	0.5403	0.5436	0.5556	0.5556	0.5882	0.5882
样本数	356163	356163	356163	356163	356163	356163	356163	356163

注:***、**、* 分别表示系数在 1%、5%、10% 水平下显著;括号内为 t 值。

(二) 不同技术密集度回归结果

由于不同技术密集度行业中的企业在生产方式、资源配置方式、治理结构等方面存在诸多差异,采用全样本进行回归分析可能会忽略这种异质性。为此,本文根据前述 OECD 的划分标准,将出口企业划分为低技术密集度、中低技术密集度、中高技术密集度和高技术密集度四种类型。表 6 第(2)~(5)栏给出了不同技术密集度子样本的回归结果;作为对比,我们也将全样本估计结果放到第(1)栏。

从主要关注变量来看,人民币实际有效汇率对中高技术密集度、中低技术密集度和低技术密集度出口企业的盈利能力均具有显著的负面影响,其中中高技术密集度出口企业利润受到人民币实际升值的负面影响最大;但人民币实际有效汇率对高技术密集度出口企业利润的影响并不显著。究其原因,一是中国高技术密集行业对发达国家进口设备和技术的依赖程度较高^[31],人民币实际升值会降低这类行业企业进口国外设备和技术的成本,从而一定程度上抵消了升值对出口的不利影响;三是高技术密集度行业中外资企业较多,根据本文样本数据,外资企业占高技术密集行业企业总数的1/3左右,由于外资企业资金实力相对较为雄厚,运用外汇交易工具规避汇率波动风险的能力相对较强,从而可以降低人民币实际升值对于企业盈利能力的负面影响。而在中高技术密集度行业中,私营企业所占份额最高,为41.4%,由于其平均规模相对较小且国际化人才相对匮乏,它们对于汇率风险的抵御能力相对较低,因此受汇率变动的负面影响较大。

从控制变量来看,管理水平(*management*)、企业负债(*debt*)、全要素生产率(*productivity*)和现金流动性(*fluidity*)等变量对不同企业类型盈利能力的影响并无显著差异,且与全样本回归结果也类似。创新能力(*innovation*)仅对高技术密集度和低技术密集度行业企业的盈利能力产生显著的正面影响,这是因为对于高技术密集度行业企业而言,研发投入和创新能力的大小是决定其市场竞争力和盈利能力的最重要因素;对于低技术密集度行业企业而言,由于其研发投入水平相对较低,研发投入的边际生产率较高。投资水平(*investment*)对中高、中低及低技术密集度行业企业的盈利能力具有显著的正面效应,可能是相对于高技术密集度行业企业而言,这类企业所需投资规模相对较小,投资回收期相对较短。行业出口渗透率(*epi*)仅对中高技术密集度行业企业的盈利能力产生显著的正面影响,原因同样可能与该类行业中的外资企业占比较高有关。

四、结论与政策建议

本文基于2005—2010年中国工业企业数据库,分别从整体和不同技术密集度行业的角度,研究了人民币实际有效汇率对中国出口企业盈利能力的影响。研究结果表明,总体而言,人民币实际升值将导致出口企业盈利能力下降;反之,人民币实际贬值则导致出口企业盈利能力上升。针对不同技术密集度行业的研究发现,人民币实际升值对中高技术密集度行业出口企业利润的负面影响最大,对低技术密集度和中低技术密集度行业出口企业盈利能力的负面影响次之,但对高技术密集度行业出口企业盈利能力的影响并不显著。此外,企业全要素生产率、管理水平、创新能力以及现金流动性对其盈利能力具有显著的正面效应,企业负债规模对其盈利能力具有负面影响,企业投资水平对除高技术

表6 不同技术密集度行业汇率变动对企业利润影响的估计结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	全样本	H	MH	ML	L
<i>er</i>	-3.226*** (-10.88)	-0.745 (-1.28)	-5.348*** (-7.34)	-2.756*** (-2.61)	-4.578*** (-8.6)
<i>management</i>	-18.70*** (-44.98)	-19.85*** (-24)	-14.46*** (-16.1)	-22.14*** (-13.58)	-17.97*** (-22.69)
<i>innovation</i>	0.717*** (6.68)	1.034*** (5.24)	0.0926 (0.37)	0.177 (0.5)	0.612*** (2.79)
<i>debt</i>	-2.348*** (-24.98)	-1.640*** (-8.01)	-3.003*** (-11.86)	-2.577*** (-8.06)	-2.053*** (-13.01)
<i>productivity</i>	4.014*** (35.85)	4.211*** (15.34)	4.681*** (15.77)	4.044*** (10.38)	3.611*** (19.48)
<i>fluidity</i>	0.104*** (2.96)	0.0847 (0.7)	0.113* (1.89)	0.0795 (0.51)	0.194*** (3.77)
<i>investment</i>	0.502 (0.68)	-1.575 (-1.33)	6.833*** (3.75)	6.773* (1.72)	2.606* (1.73)
<i>epi</i>	0.00937 (0.11)	0.317 (1.41)	0.526** (2.52)	0.019 (0.06)	0.135 (0.93)
<i>C</i>	17.21*** (12.74)	5.596** (2.11)	26.33*** (7.9)	15.38*** (3.22)	23.05*** (9.51)
R ²	0.8206	0.8353	0.8379	0.839	0.8229
Adj R ²	0.5882	0.6384	0.5919	0.5930	0.5736
样本数	356163	35883	30472	18589	54675

注:***、**、* 分别表示系数在1%、5%、10%水平下显著;括号内为*t*值。

密集度行业之外的企业盈利能力具有显著的正面影响,行业出口渗透率仅对中高技术密集度行业的利润有显著的影响。

为有效应对人民币汇率变动对企业盈利能力可能产生的负面影响,首先,企业应加大研发投入,引进先进设备和技术,加强自主创新能力,不断提升全要素生产率,以此增强出口产品的“广度”和“深度”,充分利用好当前建立创新型国家的政策环境,提高自身的国际竞争力和盈利能力;其次,企业应当努力降低管理和销售费用,优化管理流程,提高管理水平和效率,改善现金流动性管理,从企业内部做好风险应对策略,加强抗风险能力,以此增强应对来自内外环境挑战的能力;再次,企业需注重产品质量,从源头上把控出口产品品质,本土企业更应该顺应市场经济发展的需求,加大人力资本、广告宣传和营销渠道建设等方面的投入,从而提升获利能力,减小外在风险带来的冲击。

对于相关政府决策部门来说,应当充分考虑人民币汇率变动对企业盈利能力的影响,统筹人民币汇率形成机制改革与国内企业转型升级的步伐,逐步实现由出口导向型经济战略过渡到扩大内需的发展战略。同时还需要把握好人民币汇率制度改革的时机和力度,通过可控的渐进式调整,为出口企业对汇率的长期变化保留足够的反应时间,从而使出口企业能够逐步适应汇率的双向波动。这样“双管齐下”,减少汇率变动对企业利润的负面影响,为国内企业营造持续、稳定增长的宏观经济环境。

参考文献:

- [1] OBSTFELD M, ROGOFF K. The six major puzzles in international macroeconomics: is there a common cause? [J]. NBER macroeconomics annual, 2000(15): 339-390.
- [2] LIU R. Import competition and firm refocusing [J]. Canadian journal of economics, 2010, 43(2): 440-466.
- [3] MANOVA K, ZHANG Z. Export prices across firms and destinations [J]. The quarterly journal of economics, 2012, 127(1): 379-436.
- [4] FUNG L, BAGGS J, BEAULIEU E. Plant scale and exchange-rate-induced productivity growth [J]. Journal of economics & management strategy, 2011, 20(4): 1197-1230.
- [5] BRANDT L, VAN BIESEBROECK J, ZHANG Y. Creative accounting or creative destruction? firm-level productivity growth in Chinese manufacturing [J]. Journal of development economics, 2012, 97(2): 339-351.
- [6] 田朔, 张伯伟, 慕绣如. 汇率变动、中间品进口与企业出口 [J]. 世界经济与政治论坛, 2015(4): 88-102.
- [7] TANG H, ZHANG Y. Exchange rates and the margins of trade: evidence from Chinese exporters [J]. CESifo economic studies, 2012, 58(4): 671-702.
- [8] 张会清, 唐海燕. 人民币升值、企业行为与出口贸易 [J]. 管理世界, 2012(12): 23-34.
- [9] ECKEL C, NEARY J P. Multi-product firms and flexible manufacturing in the global economy [J]. The review of economic studies, 2010, 77(1): 188-217.
- [10] 彭国华, 夏帆. 中国多产品出口企业的二元边际及核心产品研究 [J]. 世界经济, 2013(2): 42-63.
- [11] 张欣, 孙刚. 汇率变动、生产率异质性与出口企业盈利能力研究 [J]. 国际金融研究, 2014(10): 43-52.
- [12] 梁中华, 余淼杰. 人民币升值与中国出口企业盈利能力 [J]. 金融研究, 2014(7): 1-14.
- [13] 吴国鼎. 企业有效汇率变动对企业利润的影响 [J]. 世界经济, 2017(5): 49-72.
- [14] 周琢, 陈钧浩. 出口退税和汇率变动对中国出口企业利润率的影响 [J]. 世界经济, 2016(12): 95-120.
- [15] 袁志刚, 邵挺. 人民币升值对我国各行业利润率变动的影响 [J]. 金融研究, 2011(4): 1-15.
- [16] 刘沁清, 邵挺. 人民币汇率变动对我国制造业的影响 [J]. 上海经济研究, 2011(8): 54-62.
- [17] 刘富江, 江源. 人民币升值对我国出口企业利润和就业的影响 [J]. 统计研究, 2010(12): 30-34.
- [18] EKHOLM K, MOXNES A, ULLTVEIT-MOE K. H. Manufacturing restructuring and the role of real exchange rate shocks [J]. Journal of international economics, 2012, 86(1): 101-117.
- [19] 张杰, 黄泰岩, 芦哲. 中国企业利润来源与差异的决定机制研究 [J]. 中国工业经济, 2011(1): 27-37.

- [20]刘海洋,汤二子.中国制造业企业利润来源及其作用:2005—2008[J].科学学与科学技术管理,2012(3):140-148.
- [21]汤二子,孙振.中国制造业企业利润决定机制研究——基于异质性生产率的视角[J].财贸研究,2012(1):122-129.
- [22]成力为,戴小勇.研发投入分布特征与研发投入强度影响因素的分析[J].中国软科学,2012(8):152-165.
- [23]HEAD K,RIES J. Heterogeneity and the FDI versus export decision of Japanese manufacturers[J]. Journal of the Japanese and international economies,2003,17(4):448-467.
- [24]赵志耘,刘晓路,吕冰洋.中国要素产出弹性估计[J].经济理论与经济管理,2006(6):5-11.
- [25]张杰,黄泰岩.中国企业的工资变化趋势与决定机制研究[J].中国工业经济,2010(3):42-53.
- [26]戴翔,金碚.服务贸易进口技术含量与中国工业经济发展方式转变[J].管理世界,2013(9):21-31.
- [27]聂辉华,江艇,杨汝岱.中国工业企业数据库的使用现状和潜在问题[J].世界经济,2012(5):142-158.
- [28]黄小兵.异质企业、汇率波动与出口——基于中国企业的实证研究[J].国际金融研究,2011(10):47-54.
- [29]张杰,芦哲.知识产权保护、研发投入与企业利润[J].中国人民大学学报,2012(5):88-98.
- [30]孙晓华,王昀.企业规模对生产率及其差异的影响[J].中国工业经济,2014(5):57-69.
- [31]姚洋,张晔.中国出口国国内技术含量升级的动态研究[J].中国社会科学,2008(2):67-82.

(责任编辑:黄明晴;英文校对:葛秋颖)

Impact of RMB Exchange Rate Fluctuation on Profits of China's Export Enterprises

SHA Wenbing¹, LI Ying²

(1. School of International Economics and Trade, Anhui University of Finance and Economics, Bengbu 233030, China;

2. School of Economics, Zhejiang University, Hangzhou 310058, China)

Abstract: This paper analyzes the effects of real effective exchange rates of RMB on the profitability of China's export firms based on Chinese industrial enterprise database from 2005 to 2010. The results show that the overall real appreciation of RMB has a significant negative impact on the profitability of export enterprises. Further study finds that real appreciation of RMB had the maximum negative impact on the middle-high technology intensive export enterprises, followed by the low and middle-low technology intensive export enterprises, while it had no significant effects on the high technology intensive export enterprises. In addition, total product productivity, management efficiency, innovation ability and cash liquidity had significant positive effects on its profitability while the scale of corporate debt had a negative impact on the profitability. Enterprise investment level had a significant positive impact on the profitability of enterprises except for high-technology intensive industries, while industry export penetration only had a significant positive impact on the profits of middle-high technology intensive industry.

Key words: exchange rate fluctuation; export enterprises; profitability