人民币汇率变动下国际贸易驱动的对外投资：替代还是互补？

边　鹏　张晓燕

摘　要　关税壁垒使人民币汇率面临下行压力，但也会加剧我国与“一带一路”国家的贸易不平衡问题。本文从国际贸易理论视角出发，建议加大对“一带一路”国家的海外投资，发挥直接投资与国际贸易的互补性，实现增量型贸易创造，促进我国对外投资与进口贸易平衡发展。坚持合作共赢，推动和东道国产业链供应链合作更趋紧密。在这过程中，国有大型商业银行有机会升级国际贸易的经营逻辑，拓展“一带一路”基建项目投资，以政策研究抓住国际业务机遇。

关键词　关税壁垒　国际投资　国际贸易　商业银行

一、关税壁垒使人民币汇率面临下行压力

贸易政策不确定性是加大人民币外汇市场波动的重要驱动因素。2025 年 4 月 2 日，美国特朗普政府对我国输美商品加征 34% 对等关税，后又继续加至 125%。对外贸易是受高关税政策冲击最大的领域之一，反映到金融市场上，人民币汇率下行压力加大。4 月 3 日，人民币兑美元汇率迅速跌破 7.3；4 月 9 日，离岸人民币兑美元汇率盘中跌至 7.429，创年内新高。

特朗普政府第一任期内首次加征关税的措施就对人民币汇率产生了显著影响。在关税宣布后的初期，人民币兑美元汇率迅速贬值。2018 年 3 月，人民币兑美元汇率从 6.30 贬值至 6.90，贬值近 10%。这一变化主要源于市场对关税政策的负面预期，导致资本外流和对美元需求的增加。2019 年 5 月，美国政府宣布将对 2 000 亿美元的中国商品加征关税，税率从 10% 提高至 25%，人民币汇率进入新一轮贬值阶段。随着中国政府调整货币政策等，人民币汇率在 2019 年下半年逐渐企稳。然而，2019 年 8 月，因中美经贸磋商陷入僵局，人民币兑美元汇率一度跌破 7.0 关口。随后，随着中美双方在 G20 大阪峰会上的会晤，市场情绪有所缓和，人民币汇率有所回升。

有大量研究关注进口关税等贸易政策对汇率的影响。例如，美国对从中国进口的商品征税，市场会预期人民币通过贬值来改善贸易条件，以对冲加征关税对中国出口的影响。人民币对美元贬值会降低出口到美国的中国商品价格，从而关税的影响将有一定的折扣（樊海潮 等，2021），而如果人民币短期内对美元升值，关税的影响将得到增强（肖祖沔 等，2020）。

现有关于贸易政策对汇率长期影响的文献中，大多基于蒙代尔 - 弗莱明模型或者新开放宏观经济模型，采用年度或者季度的宏观数据进行参数动态分析。王胜和

边鹏、张晓燕，中国建设银行研修中心（研究院）。

邹恒甫（2004）发现本国提高对外国进口的关税，将对本币形成升值压力；而外国提高关税将使本币面临贬值压力。朱孟楠和徐云娇（2021）基于引入关税的NOEM-DSGE模型发现，对于浮动汇率制度的国家，提高关税会导致本国货币出现升值。Kido（2016）、Krol（2014）研究发现，美国宏观经济政策不确定性的溢出作用导致高收益货币贬值，发达国家汇率波动增加。

二、对外直接投资、国际贸易的替代性与互补性

蒙代尔（1957）提出贸易与投资替代模型，基于“资本完全流动”假设，指出资本的流入或者直接投资会替代一部分商品的进口从而减少双边贸易量。[①]现实中很多国家可能存在不同程度的资本管制，但即便考虑到这些限制，贸易与投资的替代关系依然在现实中发挥相当的作用。例如，某些国家希望通过提高关税吸引对外投资，以本土制造替代进口贸易，便是现实中的映照。

在贸易壁垒产生投资的情况下，投资一般表现为关税引致的资本流入，而且主要是流入进口替代部门。然而如果资本的流动不是由关税引致，且主要流入出口部门而不是进口替代部门，那么投资和贸易之间就将表现为一种互补关系，而不是替代关系。在这种条件下，资本的流动将导致进一步的国际分工和专业化生产，从而扩大贸易规模。

有许多原因可以导致贸易和投资之间的互补关系，包括技术差异、对生产征税、垄断、外部规模经济和要素市场的扭曲等。Markuson & Svensson（1985）以技术差异为例，假定要素可以在两国之间自由流动，由于国内劳动要素的价格较高而国外的资本要素价格较高，劳动力将流入国内，而资本将流向国外。每个国家都将获得在其出口产品的生产中较为密集使用的生产要素。这种要素流动所引起的两国所拥有的资源禀赋的变化必然促使具有比较优势的出口部门的扩张，进一步导致生产专业化和贸易量的增加。

当前，人民币汇率由于关税措施面临下行压力，这会冲击我国与更多贸易伙伴的关系，尤其是存在巨额顺差的国家（地区）。鉴于此，可通过对外直接投资，尤其是外国的出口部门，在促进当地经济增长和出口的同时，发挥国际投资和国际贸易的互补性，增加贸易往来，对冲人民币贬值对贸易伙伴的影响。

三、发挥对外投资与国际贸易的互补性，在新形势下实现全球贸易创造效应[②]

①加大对伙伴国家投资，发挥海外投

① 蒙代尔从传统的赫克歇尔-俄林理论模型出发，推导资本在两国之间流动障碍全部消除后的影响。假定一国对进口商品征收高关税，推理过程是：本国对进口商品征收关税——本国进口商品价格提高——本国进口商品的生产部门生产规模扩大——本国资本要素需求量上升——本国资本要素价格上升——吸引外国资本通过直接投资流入本国——本国进口商品生产规模进一步扩大——外国的直接投资取代外国的出口贸易。根据蒙代尔模型，我们发现，关税的存在使进口替代品的生产有利可图，因此关税引致的投资主要流入进口替代部门，即贸易壁垒导致了投资对贸易的替代。

② 贸易创造一般指关税同盟建立后，成员国之间以新创造的来自同盟内伙伴国的进口，替代原先的国内生产的状况。我们这里直接投资也可以达到贸易创造的效果，实现贸易量的总体增加。特别是人民币汇率下行的背景下，中国国际投资具有经济效应以外的溢出效应。

资与国际贸易的互补性。构建具有战略意义的双边命运共同体，对地缘政治友好国家、“一带一路”国家加大直接投资，以投资承诺、技术合作（尤其是中国企业占据领先地位的领域，如电动汽车）、税收优惠、关税减免、出口管制松绑等政策，共商共建共享。同时，维护开放合作的国际环境，继续深化双边或多边自由贸易协定谈判，降低贸易壁垒，通过制度化的安排为我国企业创造更为有利的对外直接投资环境和贸易环境。

②我国海外投资可重点考虑东道国对我国的出口部门及相关领域，促进技术跨境流动。坚持合作共赢，推动和东道国产业链供应链合作更趋紧密，相互成就，共同发展。以东盟为例，作为我国第一大贸易伙伴，我国对东盟直接投资主要流向制造业等第二产业，对东盟直接投资行业构成、出口贸易商品结构均与中国优势产业相似，属于资本或技术密集型产业；而我国从东盟国家的进口产品，多为热带橡胶、水果及其制成品，属于劳动密集型产业，或者与东盟天然的区位优势有关，利用区位优势、劳动力成本优势等投资生产，继而销往欧美市场。可以说，我国对东盟国家的投资有明显的出口创造效应，但进口创造效应相对不明显。因此，需要高度重视贸易伙伴对贸易不平衡的关注以及本土产业发展的考虑，发挥我国比较优势，通过直接投资进行产业转移和技术援助，落实关于“一带一路”框架对接的合作规划，打造更多经济、技术平台，拓展5G、人工智能、绿色发展等新兴领域合作，加强在东亚合作、澜湄合作等机制内协调配合，让他们从与我国的经贸合作中得到更多切实的好处。

③以国有大型商业银行为依托，促进资本跨境融通，高质量服务我国企业走出去。我国当前的投资合作协议，还处于外生、东道国主动状态，缺少激励相容的内生动力。一是建议监管机构制定对外直接投资白名单，这不仅有助于引导资金规范、有序地流向符合国家发展战略和产业政策的领域，也可以作为金融机构提供金融服务的参考依据，帮助金融机构更好地识别优质投资项目。二是在现有对外投资合作国别指南的基础上，进一步出台双边投资协定，对接东道国的产业目录，促进双方产业互补和协同发展。三是投资合作协议中增加对东道国出口部门的投资，明确阐述投资目标与东道国出口部门的发展战略是如何相互契合的，包括了解东道国对我国的出口商品结构、出口部门的竞争优势等。

四、国有大型商业银行把握国际投资的机遇

（一）在既有判断标准上新增符合可持续贸易的逻辑

国有大型商业银行在支持国际贸易领域已有丰富的实践。例如，中国银行推出“中银跨境e商通”系列产品，优化跨境电商服务。2024年末，中国银行跨境电商结算规模突破8 000亿元，同比增长40%，服务贸易项下结算量同比增长33%。工商银行的“工银e贸”外贸新业态服务体系，支持服务贸易、绿色贸易、数字贸易等发展。2024年，工商银行累计为重点外贸外资企业发放融资4.8万亿元。建设银行于2024年9月发行熊猫债券，这是建设银行对商投行一体化和本外币境内外一体化理念的实践。

（二）以国有大型商业银行经营特色，拓展“一带一路”基建项目投资

国有大型商业银行是支持国家基础设施建设的重要金融主体之一。在“一带一路”建设过程中，可以进一步发挥融资功能，支持有利于国际贸易的国际投资基建项目。

一是设立服务国家海外经济战略布局的专项融资。支持“一带一路”重大项目，有效带动中国设备、技术、标准和运营“走出去”。例如，工商银行的专项融资部是全球投融资服务的专业经营部门，建有全球资源、电力、基建等专业产品线，对外提供出口信贷、境外项目融资等多类专业融资产品。**二是发挥集团综合化经营优势，为“一带一路”建设全方位提供综合金融服务。**国有大型商业银行作为多牌照的大型金融集团，涵盖了广泛的业务范围和服务种类，包括保险、理财、投行等，可以根据“一带一路”建设的实际需求，比如，开发跨境人民币贷款、产业基金等，为共建“一带一路”国家的基础设施建设、能源资源开发、农业合作等领域提供定制化的综合金融解决方案。**三是利用海外机构优势，提供跨境结算、融资、银团贷款、结构性融资等跨境金融服务。**国有大型商业银行在海外设立的分支机构可覆盖更多“一带一路”国家，通过进一步优化全球网络布局，开展多边金融机构合作，推进见签项目见实见效，深化重点项目资金支持，持续以金融力量推动共建“一带一路”高质量发展。① N

学术编辑：卢超群

International Trade-Driven Outward Investment amid RMB Exchange Rate Fluctuations: Substitution or Complementarity?

BIAN Peng　ZHANG Xiaoyan

(Research Institution, China Construction Bank)

Abstract　Tariff barriers exert downward pressure on the RMB exchange rate while exacerbating trade imbalances between China and countries participating in the Belt and Road (B&R) initiative. From the perspective of international trade theory, this paper proposes enhancing overseas investment in B&R countries to leverage the complementarity between foreign direct investment and international trade. Such a strategy would achieve incremental trade creation and promote balanced development between China's outward investment and import demand. By adhering to win-win cooperation, China can deepen industrial and supply chain collaboration with host countries. In this process, large state-owned commercial banks have opportunities to upgrade their operational capacity in international trade, expand investments in B&R infrastructure projects, and capitalize on global business opportunities through proactive policy research.

Keywords　Tariff Barriers, International Investment, International Trade, Commercial Banks

JEL Classification　F13　F21　G21

① 参考文献[1]~[9]，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。