



管涛：从中长期视角看购买力平价与人民币汇率走势



意见领袖 | 管涛（中银证券全球首席经济学家）

2021年4月以来，人民币汇率随美元指数下跌重新反弹，到5月底升回6.30时代。市场预测人民币升值的各种说法又甚嚣尘上。其中，一个较为有代表性的观点是，根据购买力平价理论，中长期人民币必将升值。5月27日，全国外汇市场自律机制工作会议指出，没有任何人可以准确预测汇率走势，不论是短期还是中长期，汇率测不准是必然。那么，购买力平价与人民币汇率究竟是什么关系呢？

何为购买力平价的汇率决定理论

汇率决定理论是国际金融理论的核心内容之一，主要分析汇率受什么因素决定和影响。汇率决定理论主要有国际借贷学说、购买力平价学说、利率平价学说、国际收支说和资产市场说。

购买力平价学说是重要且古典的汇率决定理论之一。该学说根据一价定律认为，两种货币间的比价关系（汇率）取决于两国货币各自所具有的购买力之比（绝对购买力平价学说），汇率的变动也取决于两国货币购买力的变动（相对购买力平价学说）。

通俗地讲，绝对购买力平价认为，等值美元在美国能够买到的商品和服务，与通过人民币兑美元汇率套算过来后，在中国能够买到的商品和服务应该一样多。相对购买力平价认为，同汇率处于均衡的时期相比，如果日本的通胀水平比美国高，日元兑美元汇率就应该贬值。

购买力平价成立有许多严格的假设条件，如不考虑国际贸易中的交易费用；两国间的贸易条件相同，不应该有进口限制和出口补贴；没有资本外汇管制；所有商品和服务都是可贸易的；不同国家的同一种商品和服务是完全可替代的；两国的生产与消费结构大体相同；两国的劳动生产率相同等。

现实中，前述假设条件通常难以满足，特别是没有考虑资本流动对汇率的冲击，故购买力平价尤其是绝对购买力平价理论充满争议。而且，购买力只是影响汇率走势的诸多因素之一而非唯一，不同时期是不同因素在主导汇率走势。如由购买力平价得出人民币中长期升值不可避免的言论，在 2014 年之前国内曾经大有市场；只是 2015 年“8.11”汇改之后，市场转而鼓吹“中国货币超发、人民币必有一跌”，购买力平价一度销声匿迹。

购买力平价实证分析的两个参照组

对购买力平价的实证检验是一件非常学术的事情，本文列举两组例子作为参照。

第一组是以日元、英镑和加元市场汇率相对购买力的偏离作为参照。作为成熟市场经济，各种交易摩擦成本最小，这些货币的汇率决定应该也最适用于购买力平价。根据国际货币基金组织 2021 年 4 月份世界经济展望数据库的数据，我们有以下初步的发现（见图 1 至图 3）：

一是这些货币呈现市场汇率围绕购买力平价上下波动的特征。1980

至 2020 年间，美元兑日元、英镑和加元的市场汇率（年均，下同）相对各自购买力平价（为便于比较，均以直接标价法进行对比，即 1 单位美元可兑换多少本地货币，下同）的偏离时正时负。

二是市场汇率相对购买力平价出现偏离后并不会马上收敛。如 1986 至 2013 年日元汇率相对日元购买力平价就持续高估，平均高估 32.2%；1988 至 2015 年英镑汇率相对英镑购买力平价持续高估，平均高估 14.4%；1993 至 2004 年加元汇率相对加元购买力平价持续的低估，平均低估幅度达到 15.4%，2005 至 2014 年又持续高估，平均高估 14.3%。从这个意义上讲，相对购买力平价的适用性或许更强些。

三是购买力平价并非是固定的。1980 至 2020 年间，日元购买力平价由 223 比 1 升至 101 比 1，上涨了 1.36 倍，同期日元年均汇率升值 112%，这也就能够解释为什么日元升值没有对日本的出口竞争力造成大的冲击。同期，英镑购买力平价由 0.53 比 1 跌至 0.71 比 1，下跌了 26%，英镑汇率下跌 45%；加元的购买力平价由 1.12 比 1 跌至 1.19 比 1，下跌了 6%，加元汇率下跌 13%。

四是市场汇率与购买力平价的相关性不尽相同，且不同时期的相关性也不尽相同。如日元 1980 至 2020 年为显著正相关 0.771，即日元汇率基本与购买力平价同涨同跌；加元 1981 至 2020 年为显著正相关 0.630，但 1987 至 2020 年转为负相关，其中 2015 至 2020 年间为高度负相关 0.936，即过去四十多年间，尤其是最近六年间，加元汇率基本与购买力平价反向

变动；英镑汇率与英镑的购买力平价为极弱正相关 0.161，其中 2002 至 2014 年间为显著正相关 0.570。

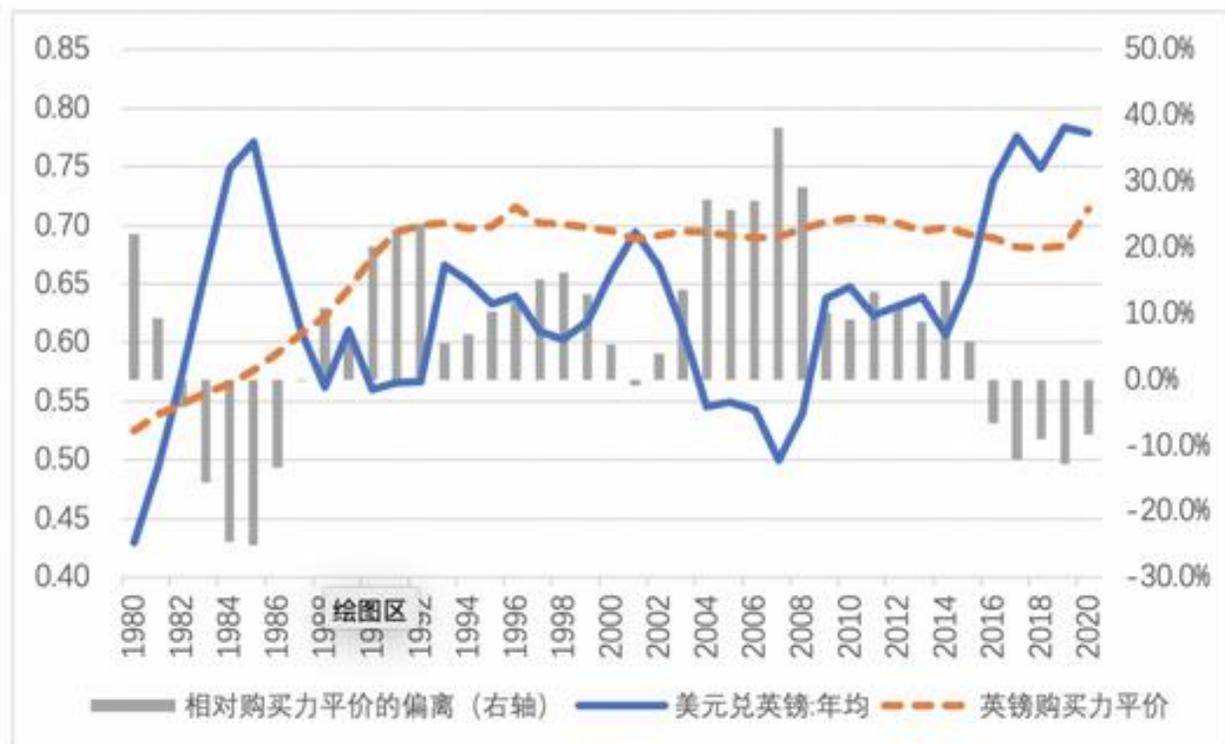
图 1：日元汇率与日元购买力平价（单位：日元/美元；%）



资料来源：国际货币基金组织；美联储；WIND；中银证券

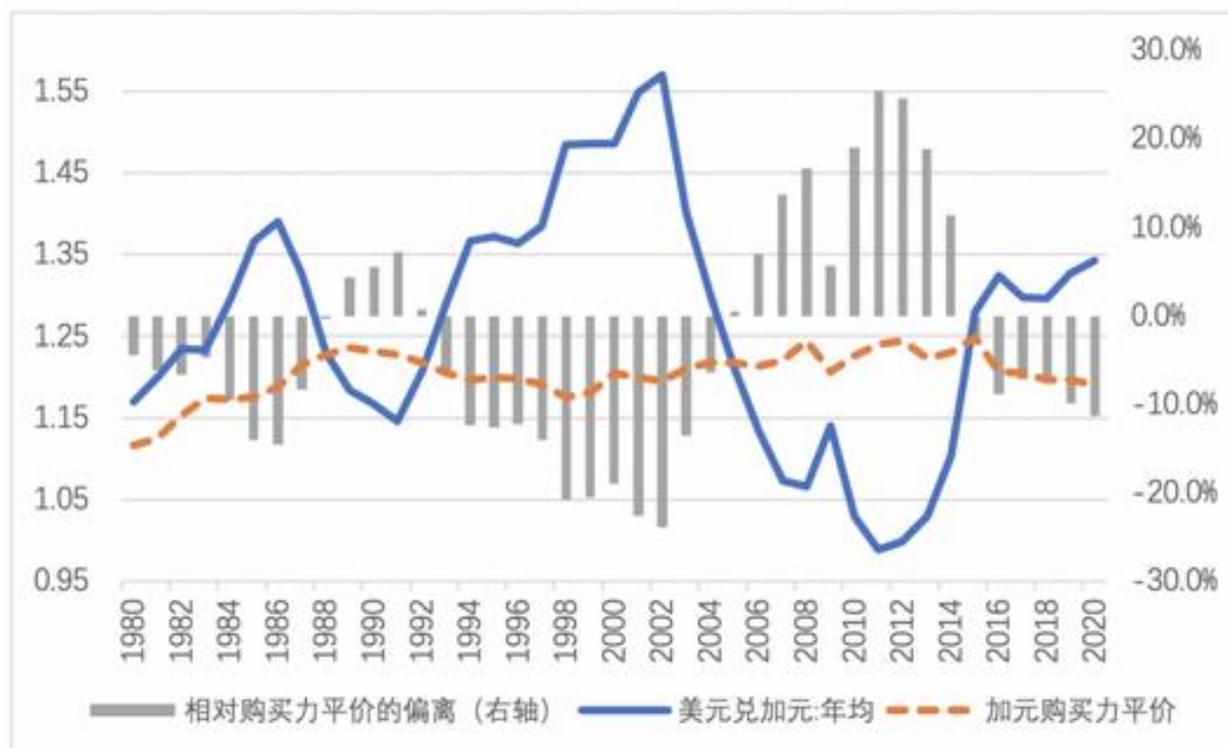
注：偏离为正值表示市场汇率低估，偏离为负值表示市场汇率高估（下同）。

图 2：英镑汇率与英镑购买力平价（单位：英镑/美元；%）



资料来源：国际货币基金组织；美联储；WIND；中银证券 

图 3：加元汇率与加元购买力平价（单位：加元/美元；%）



资料来源：国际货币基金组织；美联储；WIND；中银证券

第二组是以港元、新加坡元、新台币和韩元市场汇率相对购买力的偏离作为参照。这些是亚洲“四小龙”货币，是新兴工业经济体的代表。根据前述国际货币基金组织数据库数据分析显示（见图 4 至图 7）：

一是这些货币的市场汇率相对购买力总体为低估。1980 至 2020 年间，美元兑港元、新加坡元、新台币和韩元的市场汇率（年均）相对各自购买力平价偏离总体为负。

二是这种低估状况不一定趋于收敛。如 2016 至 2020 年，港元、新加坡元、新台币和韩元平均低估的幅度分别为 22%、36%、50%和 26%，这反映了出口导向型经济体通常采取汇率低估政策的一般特征。

三是这些经济体的购买力平价也并非一成不变。1982 至 2020 年间，港币和韩元的购买力平价分别下降了 34%和 39%，同期港币和韩元兑美元分别贬值 28%和 42%；新加坡元和新台币分别上升了 30%和 58%，同期新加坡元和新台币兑美元汇率分别升值 53%和 33%。这与上一组的情形类似，或反映强势货币通常伴随着购买力平价的上行，而弱势货币则伴随着购买力平价的下降。

四是这些经济体的市场汇率与购买力平价的相关性并不确定。1981 至 2020 年，港币市场汇率与购买力平价为低度正相关 0.406，其中 1984 至 1997 年间为高度负相关 0.924；新加坡元为显著正相关 0.650，其中 2016 至 2020 年间为显著负相关 0.508；新台币为极弱正相关 0.109，其中 1998 至 2020 年间为显著正相关 0.709；韩元为显著正相关 0.786，其中 2010 至 2020 年间为显著负相关 0.681。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_32683

