

购买力平价理论视角：人民币中长期必然升值吗

管涛 付万丛

摘要：一些观点以人民币名义汇率与购买力平价最终收敛为依据，认为人民币中长期必然升值，却忽略存在多种收敛方式的可能性。实践中，全球百年变局、金融力量上升、国内人口老龄化和经济结构改革使得名义汇率中长期走势存在较大不确定性，也会影响到购买力平价汇率走势。未来，两者既有可能升值收敛，也可能贬值收敛。全球通胀和货币政策（包括中国）趋同可能减缓人民币价差收敛，不排除当前价差状态将会维持较长时间。

关键词：人民币汇率；购买力平价

中图分类号：F83 **文献标识码：**A

汇率是两个货币的比价关系，是一个国家内外循环平衡的重要观察指标。市场分析已经形成一套相对完善的框架，往往从基本面差异、国债利差和交易情绪等短期因素来捕捉汇率信号，并以此制订应对策略。虽然长期汇率走势是由一系列的短期走势搭建而成，但是短期分析框架蕴含过多的“干扰”信息，可能会导致对中长期走势的误判。此外，政策制定者需要做长期计划，更加注重中长期走势。其中，购买力平价理论（PPP，Purchasing Power Parity Theory）尽管由于其严格的假设和实践的背离使得该理论逐渐式微，但仍大有市场，是经济学理论界讨论中长期汇

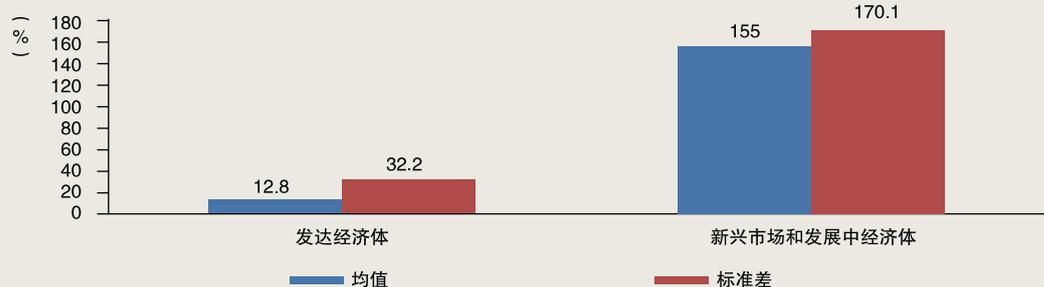
率走势的一个重要分析框架。PPP曾是一些人预期中长期人民币必然升值的重要依据。2020年6月以来，人民币汇率启动本轮升值，使该理论重新取代“货币超发，人民币必有一跌”之说，引发了各界对未来人民币汇率走势的关注。本文不讨论PPP的对错得失，仅在假定该理论成立的情况下，从多国数据和英美200年经验中寻找一些线索，以此浅析人民币汇率中长期走势与PPP的关系。

一、PPP理论的实践经验

PPP的计算方式是一揽子可贸易货物的两种货币计价比值。与短期分析框架的海量信息汇集不同，PPP理论化繁为简，主要切入点为国别间的物价水平差异（绝对PPP）或者通胀趋势差异（相对PPP）。根据一价理论，如果一个国家的主权货币较PPP汇率低估，即该国商品较美国（美元为国际关键货币）商品便宜，两者之间存在套利空间，该国商品会被运送至价格更高的美国。结果是，该国对内减少商品供给，进而提高国内通胀压力，同时，通过增加对美商品供给来提高美国通缩压力。上述套利行为既会增加本国贸易顺差导致名义汇率有升值压力，也会使本国的PPP贬值，促使价差收敛；反之则结果相反。实践

作者简介：管涛，中银证券全球首席经济学家；付万丛，中银证券研究员。

图1 名义汇率与PPP的偏离均值和标准差



资料来源：IMF，世界银行，万得，中银证券

图2 新加坡名义汇率、PPP及两者的偏离



资料来源：IMF，Wind，中银证券

注：偏离程度=美元兑当地货币/PPP×100-100，正值表示当地货币名义汇率相较于PPP被低估（或美元对当地货币高估），负值表示当地货币名义汇率相较于PPP被高估（或美元对当地货币低估）。

中，市场并不是完全有效。

从本文统计的110个国家（包括26个发达国家和84个发展中国家）1980—2020年的数据来看，发达国家价差在过去四十年都出现过两轮从偏离至收敛的周期变换，而发展中国家价差的收敛并不规律，在2008年全球金融危机以后陷入停滞甚至倒退的状态，持续正向偏离100%以上（见图1）。这与发展中国家“内在”不稳和近十年来美元走强不无关系。

不过，并非所有发达国家都可以做到价差收敛，新加坡就是一个例外，且具有较好的启示意义。新加坡是IMF定义的发达经济体，而价差走势却与发展中国家类似。进一步看，新加坡的通胀长期低于美国，使得PPP呈缓慢升值趋势，加上参考篮子货币的有管理浮动（相当于反向盯住美元指数），令美元兑新加坡

元汇率与美元指数呈现同涨同跌的走势（见图2）。这也造成了美元指数在一定程度上能够决定新加坡价差的收敛进度。至于未来新加坡价差走势如何，则需要看美国能否摆脱制造业“空心化”，减少进口依赖。目前来看，较强的美元有助于减少美国的进口成本，可能更适合美国少生产多消费的经济模式。

二、英美200多年的数据特征

英国和美国均拥有较长的历史数据，从而提供了观察和分析平价理论在不同经济发展阶段表现的机会。本文借用Alan Taylor和Mark Taylor的方法处理英美的汇率和通胀数据。对美国的通胀率，直接建立以1900年为基期的指数，并对通胀指数采取对数处理以

① 本文的价差均指名义汇率与PPP的偏离。其中，名义汇率均采用直接标价法，即1美元兑换多少本国货币，取年平均汇率。由于欧元于1999年出现，欧洲大部分发达国家的本币汇率中断。欧元取代欧元区各国官方货币的历史事件也是研究PPP的一个绝佳实验。由于IMF测算的PPP以现行本币计价，欧元区发达国家采用1999年初次兑换汇率向前调整，即1980—1998年名义汇率统一以1999年本币兑欧元汇率换算成欧元。此外，因为苏联加盟国缺乏数据，东欧地区国家不在样本内。

图3 美国与英国调整后的CPI指数对数及差值



平滑趋势；对英国的通胀率，首先将其CPI指数与名义汇率相乘，获得美元计价的英国CPI指数，然后进行相同的基期和对数化处理。如果PPP理论有效，两国通胀走势应该基本上一致；如果经汇率换算后的英国CPI低于美国CPI，说明英国商品价格更低，需要英镑升值或美元贬值来拉近两国的物价差距；反之则需要相反的操作。

通过回顾发现，英美两国200多年的数据具有两方面重要特征（见图3）。

一是中短期内，绝对平价购买力难以完全维系，时常背离。美元在19世纪大部分时间里持续高估，最高达到68.7%；从20世纪初到二战结束，美元逐渐取代英镑成为世界货币，但却被持续低估，而非采用强势货币政策来取代英镑，更像是为当时的全球贸易摩擦服务；二战结束后，贸易和金融全球化导致美元对英镑的偏离周期显著缩短，偏离次数明显增加。19世纪，英国是世界霸主，而美国尚处于工业化建设阶段。这段时期美元紧盯英镑，美元高估的收敛主要依靠美国生产力大幅提升后的长期通缩，即PPP升值。从20世纪后半段开始，名义汇率的自发调节更加突出，通胀对价差的影响有所下降。近十多年来，尽管英国通胀和上文所述的新加坡一样持续低于美国，但英镑在欧债危机和英国脱欧的影响下表现疲软，而低估的英镑并没有刺激英国对美出口和实现贸易顺差。反而是在现行经济环境下，较高的通胀成了好事，鲜有成为美元贬值、英镑升值的理由。

二是长期看，购买力平价理论似乎依旧有效。虽然周期的长短并不稳定，长则数十年，短则数年，

但名义汇率与PPP的价差会逐渐收敛。尤其是20世纪下半叶以来，周期切换的速度有所加快。此时，美国是世界上最发达的国家，美元的世界霸权也已经建立。伴随着新自由主义盛行和全球贸易成本快速下降，英美两国的通胀差异在过去三四十年几乎可以忽略不计。由于通胀差异减少，PPP差异的变化也随之下降，从而导致PPP理论在进入21世纪后逐渐失去吸引力。此外，美元脱离金本位以及金融力量压过贸易力量，导致名义汇率对跨境资本流通和货币政策调整更为敏感，汇率超调更加频繁。这既可能加速收敛，也可能加速偏离，导致发达国家的价差周期变换有所缩短。

对于“特殊”发展中国家的中国来说，PPP理论仍有值得借鉴的地方，但不能脱离中国的现实背景。中国在经济和金融实力上升过程中不断向发达国家靠拢，未来不排除会出现与发达国家类似的价差收敛。但是，在可预见的未来，中国利率趋于下行，人民币名义汇率的升值压力可能会不断下降，而通胀疲软又会导致PPP贬值难度越来越大，导致收敛时点和方式更加难以估测。因而，本文针对当前人民币汇率中长期走势提出三个问题及其潜在发展的猜想。

三、针对人民币汇率三个问题的提出和猜想

（一）起始点有多重要

人民币汇率的起点并不明确。当其他发展中国家的价差在20世纪80年代初就有200%以上时，人民币名义汇率与PPP基本上是一致的。随着改革开

图4 人民币名义汇率与PPP及两者的偏离



放和 20 世纪 80 年代市场化建设，名义汇率快速大幅贬值。由于当时中国对外贸易刚刚起步，国内尚无成熟的外汇市场，彼时的官方汇率跟随外汇调剂市场价格贬值。1994 年年初外汇体制改革，官方汇率与外汇调剂市场汇率并轨。至于当时的外汇调剂市场价格“水分”有多少，难以估测。这也直接造成了中国汇率价差的起点就达到了 250% 以上，远超 19 世纪初的美元（见图 4）。

巨大的起始价差给一些人士留有“遐想空间”，即中国未来也将拥有发达国家的一切特征，而大部分发达国家均实现过价差收敛，并以此判断人民币不会一直低估，只能依靠升值来收敛价差。本文认为，这种只注重结果却忽略收敛方式的思维存在瑕疵。当然，我们也不否认未来人民币价差会实现收敛，但是由于起点较高，大幅收敛对中国经济的冲击只会更大，处理起来也更需谨慎。

（二）偏离多快收敛

首先，中国前期收敛的效率并不低。19 世纪上半叶，美国花了近五十年才收敛了美元与英镑之间约 80 个百分点的价差，而中国在过去 30 年时间内已经消化了 180 多个百分点的价差。当前人民币的价差也显著低于发展中国家的平均水平。考虑到中美所处的宏观环境差别很大，中国效率更难能可贵。19 世纪上半叶的美国，在人口、土地、科技条件、金融资源和国际秩序等方面远没今天的中国复杂。当时的美国甚至不用考虑国际资本流动冲击带来的货币政策的“不可能三角”。

其次，不少实证经验表明，价差收敛过程是非线性的。简单地说，当偏离较大时，套利成本低，收敛会比较快；当偏离减小时，价差可能接近于生产和运输的实际成本差异，而这些成本的调整或者改善本来就是慢变量，收敛自然会有所放缓。因此，中国难以保持 21 世纪初的收敛效率，正如 2010 年以后收敛放缓一般。至于如何加速汇率收敛，大部分学术观点认为，贸易和经济的对外开放和融合是改善价差的关键。中国拥抱世界的决心遭遇百年未有之大变局，部分国家通过非经济手段提高中国贸易成本和打压中国制造业优势，导致价差收敛效率更为不确定。

（三）价差以何种形式及效率进行收敛

购买力平价理论化繁为简的重要基础是通胀差异能够包含货币供应的差异，即“货币增速高—通胀高—PPP 贬值”的链条。在 2016 年之前，作为发展中国家，中国需要更高的货币增速来配合经济增长。事实也确实如此，这期间中国通胀增速高于美国，出现 PPP 持续贬值的现象。然而，尽管货币增速与名义 GDP 增速基本匹配，但是近年来中国的通胀较为低迷，导致 IMF 计算的 PPP 趋于走平。

近几年的通胀疲软可能更多来自经济结构调整和债务化解引发的有效需求不足。市场也不乏“货币空转”的讨论。这并非本文重点。本文仍以价差最终收敛为情形进行分析。此处以中美央行的通胀目标差异作为判断 PPP 长期走势的依据，即美联储 2% 和中国人民银行 2% ~ 3% 的通胀目标均能成功实现。这将使得人民币 PPP 继续贬值。如果以 PPP 每年 1%

的贬值效率来计算 2045 年以后人民币 PPP 就会破 7。因此，即便人民币名义汇率维持在当前水平，25 年左右的时间可能也会彻底收敛。

然而，这仅仅考虑人民币 PPP 走势，尚未考虑人民币名义汇率走势。人民币名义汇率的影响因素更为复杂，包括但不限于金融资产、经济基本面、宏观政策和地缘政治博弈等。中国的货币政策和财政政策纪律性毋庸置疑，货币政策经常走在市场曲线前面，有时甚至过于谨慎。货币“偏紧”与实体通胀的反馈机制可能会导致通胀低于预期。这并不是空谈，美欧日的低通胀离不开主要央行对 2% 的坚定承诺。这会同时对 PPP 和名义汇率施加升值压力，进而可能出现名义汇率以向上升值的方式与 PPP 收敛。只不过，“日本式”的低通胀并不一定是好事。

未来，最重要的一个长期变量可能是人口结构。2030 年以后，中国大概率进入严重老龄化社会，而美国的老齡化高峰期即将过去，美国低迷的投资有望迎来扭转。这可能导致两国经济前景迎来重大改变。中国人口结构改善任重道远，可能会对名义汇率的长期走势产生重大影响。值得注意的是，最终收敛的国家大部分都是发达国家。以中国目前的人均收入来看，距离发达国家尚有较大距离，所以非常缓慢的收敛应该是大概率事件。不排除在进入发达国家行列以前，人民币名义汇率会与 PPP 持续保持一定的偏离。

四、主要结论

虽然购买力平价理论正遭受金融全球化和通胀趋同的挑战，但是仍具有坚实的理论基础和实际指导意义。英美的历史经验表明，随着经济的不断发展，名义汇率最终会向 PPP 渐进收敛。同时，大部分发达国家的名义汇率与 PPP 会出现周期性收敛和偏离，尤其是 20 世纪 80 年代以后，名义汇率超调频发，导致价差周期变换有所缩短。而发展中国家的价差幅度仍较大，金融危机后收敛明显减缓。中国属于“特殊”的发展中国家，未来确实可能会出现像发达国家一样的价差收敛，但仍会保持较长时间的发展中国家特征。

考虑到中国前期的收敛效率并不低，加上价差偏离的起始点较高，收敛难度也相应较高。同时，当前中国的偏离幅度低于大部分的发展中国家，意味着中国出

口商品价格优势并不像其他发展中国家那么突出。

此外，随着价差缩小，2010 年以后中国的收敛速度明显放缓。考虑到发展阶段和其他成本的差异，中国的贸易价格优势可能已经大幅缩小，导致人民币汇率难以维持前期的收敛效率。当前，世界正遭遇百年变局，地缘政治风险频发，中国也正处于结构改革攻坚期，且人口老龄化的挑战加剧，导致对人民币价差收敛的长期预测存在非常大的不确定性。比较确定的是，在外汇市场稳定中性的诉求下，中国价差收敛大概率是一个非常缓慢的过程。

作为发展中国家，中国维持略高于发达国家的通胀水平和货币增长速度是合理的。这意味着 PPP 的长期趋势可能仍将以贬值为重。至于名义汇率以何种方式向 PPP 收敛，本文认为，存在多种可能，不仅要看中国经济政策和人口政策的成效如何，还要看其他主要经济体会有什么改变和突破。简单以购买力平价得出中长期人民币汇率必然升值的结论需要慎重，更不能以发达国家的价差收敛简单套用。

参考文献：

[1] 鲍银根、刘国平. 购买力平价理论在国际经济发展中的运用缺陷及其改进对策 [J]. 国际金融研究, 2013 (9): 56-63

[2] 管涛. 从中长期视角看购买力平价与人民币汇率走势 [J]. 清华金融评论, 2021 (7): 69-71

[3] 江春. 购买力平价论与利率平价论的综合及应用 [J]. 国际金融研究, 1989 (11): 17-22+1

[4] 尹印凯. 购买力平价、人民币价值之谜与“双效应—三阶段曲线”假说 [J]. 国际金融研究, 2008 (11): 63-67

[5] 周诚君. 关于当前人民币汇率升值趋势及其政策应对问题的思考 [J]. 国际经济评论, 2021 (2): 93-106

[6] Alan, M. T., Mark, P. Taylor. The Purchasing Power Parity Debate [J]. Journal of Economic Perspectives, 2004

[7] Ethan, I., Carmen, M. Reinhart., Kenneth, S. Rogoff. Will the Secular Decline in Exchange Rate and Inflation Volatility Survive Covid-19? [R]. Working Paper 28108, NBER. 2020

[8] Ethan, I., Carmen, M. Reinhart., Kenneth, S. Rogoff. Rethinking Exchange Rate Regimes [M]. Forthcoming with Revisions in Handbook of International Economics, Edited by Gita Gopinath, Elhanan Helpman, and Kenneth S. Rogoff. Vol. 5. Elsevier

(责任编辑：冯天真)