

汇率和房价的关系

2011年7月，我刚办好进所入职手续。所里同事拉着我一起做了一个课题，研究汇率与房价之间的关系。

当时正值人民币汇率强劲升值，国内房价也经历了一轮暴涨。课题甲方认为需要研究一下汇率升值与房地产价格上涨之间的关系。我们几位年轻的博士刚刚从学校毕业，都没有买房，也没有实际经验，只好坐下来仔细研究一些主要国家房价和汇率的国际经验。现在回过头来看，当时的一些研究结论并没有过时。

在中长期，实际汇率与房地产价格表现出较强的相关性，但并没有因果关系。实际汇率是经济结构的重要变量，它体现了制造业与服务业的相对比价。实际汇率升值往往对应着服务业价格的上涨，实际汇率贬值则对应着服务业价格的下跌。房地产行业是中国经济服务业的重要组成部分。

汇率升值和房价上涨有时会同时发生，但这种相关关系只能说明人民币汇率和房价共同取决于相对劳动生产率等基本面因素，并不意味着人民币汇率能够影响房价。

在短期，名义汇率的升值预期会吸引短期资本流入，推高房地产价格。升值预期会吸引外资流入，如果央行没有完全对冲外汇资本，银行体系的基础货币会随之增加，房地产商的信贷约束就会进一步放松，进而推高房地产价格。

这也是课题甲方最关心的问题，究竟人民币汇率升值预期对房地产价格会产生多

大影响？以后没有升值预期了，房价会不会就不涨了？我们为了回答这个问题做了很多情景假设。因为我们发现汇率和房价实际上是两个完全不同的问题，很难用一句话简单的概括二者的关系和走势。

一转眼到了 2016 年。人民币已经从升值预期转为贬值预期，房价又开始新一轮暴涨。同样的问题再次被提及。

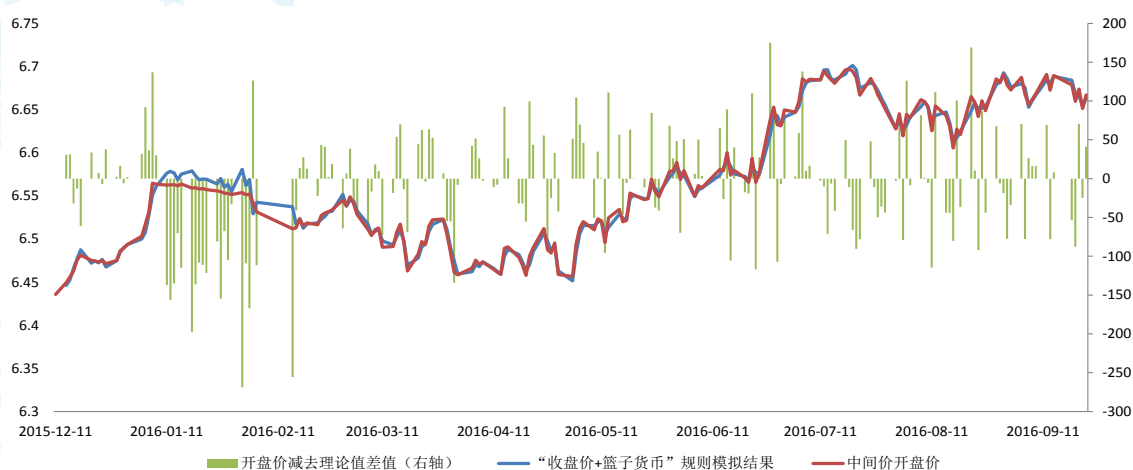
上一篇文章《一线城市房价暴涨的金融逻辑》，已经详细解释了这一轮房价暴涨的原因，此处强调两个特殊背景。

第一，政府希望通过居民加杠杆的方式来稳定经济增速。

第二，市场预期货币政策不会紧缩流动性。

当需求迅速释放，而基础货币没有下降，那么货币乘数就会越来越大，市场上的流动性也会越来越多，推动房价快速上涨。这和汇率没有什么关系。

人民币汇率则取决于市场供求、篮子货币和稳定需求。下图表明，自 1 月份央行采用“收盘价+篮子货币”汇率形成机制以来，央行每日的中间价与“收盘价+篮子货币规则”模拟值之间的差距越来越小，9 月份已经维持在 50-80 个基点以内。



数据来源：Wind 数据，作者计算结果。

外汇市场供求失衡压力有所缓解。不过，这种稳定局面有赖三个前提条件。

第一，较大规模的贸易顺差。我国每个季度仍然有 1200 亿美元左右的贸易顺差，对汇率有一定程度支撑。

第二，严格的资本管制。现在企业用美元对外支付和投资比过去更加困难，普通居民则严格限定在 5 万美元/年额度内。

第三，外汇市场交易采用实需规则。任何外汇交易必须具备相应的真实贸易

业务背景。

在上述背景下，只要没有大规模冲击，人民币汇率基本上就跟着美元指数走。当央行与境内外投资者预期一致时，就不会出现持续较强的贬值预期。

人民币贬值预期降温后，房价和汇率之间不再存在直接作用机制。此时，需要考虑两个共同的外生决定变量。

第一，货币政策的政策利率水平。如果央行降息，人民币汇率有贬值压力，房价则会重新获得支撑力量。

第二，资本账户开放程度。如果逐步允许企业和居民持有海外资产，汇率贬值预期将会迅速升温，房地产市场的需求会显著下降。

围绕这两个外生变量，市场上有两种担忧。

第一种担忧，认为人民币加入 SDR 后，央行会顾忌贬值速度过快，而收紧流动性，进一步打压房价。这种担忧过于谨慎了。过去一年时间，为了消除贬值预期，央行已经牺牲了资本账户开放这个目标，不可能再搭进去货币政策的独立性。而且，SDR 是一个长期工程，短期稳定意义不大。

贬值不可怕，贬值预期才可怕。现在人民币汇率的贬值预期已经回到“8.11”汇改之前的水平。当贬值预期趋于稳定时，人民币汇率贬值本身对国内经济的负面影响非常有限。

第二种担忧，认为这一轮“限购+限贷”房地产市场调控后，大量房市资金会转移配置海外资产，增加人民币贬值压力。这种担忧有些过于高估“大妈”的能力了。

在当前严格的资本管制下，只有一小部分高净值富人能够以海外投资的方式配置境外资产。

而且，美联储对加息依然迟疑不决，大多数国内居民宁愿购买理财产品，也不会持有收益率更低的美元资产。

总体而言，房价和汇率同时兼具资产价格和实体经济属性。

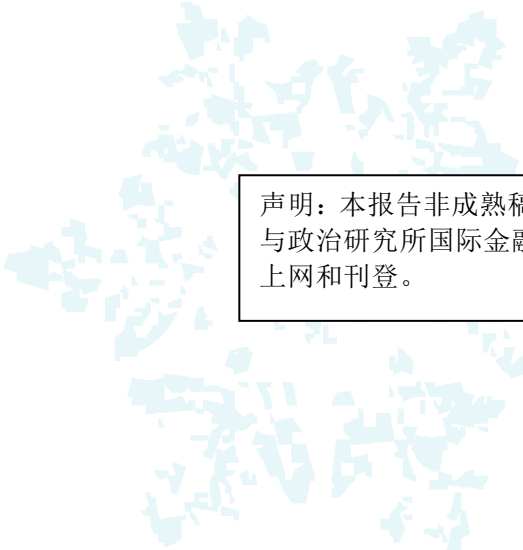
在中长期，房价和汇率均由人均收入，劳动生产率等基本面因素决定，体现其实体经济属性。

在短期，我国房市和汇市都受到严格管控，只要条件允许，房价和汇率的需求都可以急剧释放。

现在汇市已经基本稳定，房市受到严格限购限贷政策调控，需求已被锁死。未来

只要不出现持续的人民币汇率贬值预期，汇率和房价之间并没有太多风险交叉点。

（作者为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融室副主任）



声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。