

山东大学
研究丛书

山东大学北京研究院
山东省应用金融理论与政策研究基地

人民币汇率： 过去、现在与未来

RMB EXCHANGE RATE: PAST, NOW AND FUTURE

Yin-Wong Cheung 秦凤鸣等 著

 中国金融出版社

“山东省应用金融理论与政策研究基地”研究丛书

人民币汇率： 过去、现在与未来

Yin - Wong Cheung

秦凤鸣 等著



中国金融出版社

责任编辑：刘 钊 曹亚豪

责任校对：刘 明

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

人民币汇率：过去、现在与未来 (Renminbi Huilü: Guoqu、Xianzai yu Weilai) / Yin - Wong Cheung, 秦凤鸣等著. —北京：中国金融出版社，2012. 6

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6416 - 8

I. ①人… II. ①Y… ②秦… III. ①人民币汇率—研究 IV. ①F832. 63

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 115037 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 15.5

字数 286 千

版次 2012 年 6 月第 1 版

印次 2012 年 6 月第 1 次印刷

定价 38.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6416 - 8/F·5976

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

前 言

自 21 世纪以来，中国的贸易盈余及外汇储备备受世人关注，由此引发了一轮又一轮的人民币汇率之争。同时，以快速经济增长与发展的方式而形成的“中国模式”也面临着贸易保护主义和汇率战争的巨大压力。

人民币汇率问题所引起的关注表明，中国经济已经从 1949 年中华人民共和国成立初期的闭关自守状态逐渐转入市场经济的轨道；在第二次世界大战之后以西方发达国家尤其是美国为主导的世界政治与经济格局下，中国逐步融入了世界，开始参与到世界性的事务当中，并获得了越来越多的话语权。

目前，有关人民币汇率制度的讨论在更大程度上被推上中国进一步改革的议程。保持人民币汇率稳定，对中国经济和政治稳定十分重要，而一个持续稳定增长的中国经济将使世界从中受益。

然而，人民币汇率并不是造成世界经济不平衡的根本原因。即使人民币大幅升值，也不可能解决诸如美国等一些国家的经济问题尤其是就业问题。况且，人民币汇率不会在外部压力下盲目升值，否则，不仅会对中国经济产生负面影响，还会祸及整个世界经济的复苏和发展。

当然，任何推断和结论必须建立在事实和基于事实论证的基础之上，这正是本书写作的宗旨和意义。

本书的主要作者之一 Yin - Wong Cheung 教授就职于美国加州大学圣克鲁斯分校，自 2004 年以来为山东大学客座教授，2007 年以来为山东大学讲座教授，长期专注于中国经济问题尤其是对人民币汇率理论与政策的研究，其研究成果在数份国际刊物上发表，也几度被引用于世界著名刊物 *The Economist* 与 *The US CRS Report for Congress*；他主笔写作了本书第五章“人民币汇率错位的测度”，并反复审阅与修改了全书各章的内容与细节。

本书的其他作者有：秦凤鸣，山东大学经济学院教授，主笔写作第三章“人民币汇率制度的演进”；徐涛，山东大学经济学院副教授，主笔写作第二章“人民币汇率问题的相关概念与基本理论”；陈晓莉，山东大学经济学院副教授，主笔写作第六章“人民币国际化：现状及发展前景”；李颖，山东大学经济学院

副教授，主笔写作第四章“与现行人民币汇率制度相关的几个主要问题”。

全书由 Yin - Wong Cheung 与秦凤鸣主导项目的全过程，包括：统一设计写作框架与模式，写作引言与结论，修改各章和梳理全文。

本书所涉及的人民币汇率问题是全体作者长期跟踪观察、分析与研究汇率理论、政策与演进的结果。本书写作历时 18 个月，经课题组全体成员多次共同讨论和反复修改而成，凝聚着五位作者潜心的思考和艰辛的劳作。希望本书的写作与出版能对人民币汇率问题的辩论有所帮助与启迪，也欢迎读者就感兴趣的问题参与讨论。

作者

2012 年 2 月于济南

目 录

第一章 引言	1
1.1 人民币汇率论战：理论与现实的背离	2
1.2 本书的结构安排	9
第二章 人民币汇率问题的相关概念与基本理论	12
2.1 本书主要概念的界定	12
2.1.1 人民币——元	12
2.1.2 名义汇率	14
2.1.3 名义有效汇率	14
2.1.4 实际汇率	16
2.1.5 实际有效汇率	17
2.1.6 官方汇率	17
2.1.7 平行（黑市）市场汇率	18
2.1.8 贸易结算汇率	20
2.1.9 非贸易结算汇率	20
2.1.10 调剂市场汇率	20
2.2 几种国际汇率制度	21
2.2.1 国际金本位制度	21
2.2.2 布雷顿森林体系	22
2.2.3 布雷顿森林体系Ⅱ	24
2.3 一般性汇率制度安排	26
2.3.1 固定汇率制度	27
2.3.2 浮动汇率制度	28
2.3.3 有管理的浮动汇率制度	29
2.3.4 目标区汇率安排	29

2.3.5	双(多)重汇率制度	31
2.3.6	爬行钉住	32
2.3.7	钉住单一货币	33
2.3.8	钉住货币篮子	33
2.3.9	货币局制度	34
2.4	基本汇率决定模型	36
2.4.1	购买力平价	36
2.4.2	利率平价	39
2.4.3	货币分析法	40
2.4.4	巴拉萨—萨缪尔森分析法与 Penn 效应	43
2.4.5	汇率决定模型的一些最新发展	45
第三章	人民币汇率制度的演进	54
3.1	引言	54
3.2	中国改革人民币汇率制度的原则	55
3.3	1949 年以来人民币汇率制度的演变和汇率政策选择	57
3.3.1	改革开放之前的人民币汇率制度(1949~1978 年)	59
3.3.2	人民币汇率制度的改革——双重汇率制度的实施 (1979~1993 年)	65
3.3.3	双重汇率并轨后的人民币汇率制度(1994~2005 年)	73
3.3.4	人民币汇率制度的灵活性与市场化(2005 年至今)	78
3.3.5	2005 年中国汇率制度改革的争议	81
3.3.6	人民币衍生品市场的发展	83
3.4	21 世纪围绕中国汇率制度与汇率政策的讨论	86
3.4.1	人民币汇率升值能否解决中美贸易不平衡问题	86
3.4.2	对目前人民币汇率制度的识别	87
3.4.3	中国汇率制度进一步改革需要追加考虑的问题	88
3.4.4	从历史的角度解读近期内人民币汇率改革的方向	90
3.5	结论	92
3.5.1	独立自主的选择	92
3.5.2	人民币“适当”价格确定的灵活性和实用性	92
3.5.3	汇率制度变革的渐进主义模式	93

第四章 与现行人民币汇率制度相关的几个主要问题	100
4.1 人民币升值能否消除中国巨额的贸易顺差	100
4.1.1 改革开放后的人民币汇率变化与贸易收支	101
4.1.2 人民币汇率变动与贸易收支关系——争议与事实	103
4.1.3 人民币汇率变动与贸易收支关系的评述	109
4.2 人民币升值能否抑制通货膨胀	118
4.2.1 汇率传导的相关概念	119
4.2.2 人民币汇率变动与通货膨胀关系——基于理论的考察	122
4.2.3 人民币汇率与通货膨胀率的关系分析——基于事实的考察	126
4.2.4 人民币升值对当前通胀抑制效果的评价与分析	132
4.3 人民币汇率制度与货币政策的实施	136
4.3.1 “三元悖论”理论的演进与内涵	136
4.3.2 中国放松资本管制的历程和现状分析	137
4.3.3 中国资本管制不断放松背景下的“三元悖论”问题分析—— 基于理论和事实的考察	142
4.3.4 后危机时代的汇率制度选择与货币政策实施	146
4.4 小结	148
第五章 人民币汇率错位的测度	156
5.1 引言	156
5.2 均衡汇率模型——若干争议	157
5.2.1 理论注意事项	157
5.2.2 实证注意事项	158
5.3 人民币汇率错位程度的几种估计	160
5.3.1 趋势偏差估计	160
5.3.2 其他估计	162
5.4 Penn 效应	164
5.4.1 错位估计及抽样的不确定性	165
5.4.2 错位估计和数据修订 I	168
5.4.3 错位估计和数据修订 II	170
5.4.4 讨论	172
5.5 结束语	172
附录	175

第六章 人民币国际化：现状及发展前景	182
6.1 货币国际化的历史回顾	182
6.1.1 货币国际化的内涵	182
6.1.2 几种主要货币国际化的历程回顾	185
6.1.3 一些主要国际货币履行国际货币职能的情况	189
6.2 人民币国际化的背景	196
6.2.1 中国的国际收支状况	196
6.2.2 中国的国际储备管理难题	198
6.2.3 国际金融危机的影响	199
6.3 对于人民币国际化相关问题的争论	200
6.3.1 人民币国际化的利弊分析	200
6.3.2 人民币国际化的条件是否成熟	201
6.3.3 人民币国际化的路径选择：不同的观点	207
6.4 人民币国际化的现状	208
6.4.1 国际官方货币职能	208
6.4.2 国际私人货币职能	209
6.5 结束语：人民币国际化的发展前景	220
附录：中国与其他可比国际化货币国家的相关经济指标（决定因素） 比较	222
第七章 结论与展望	230
7.1 本书研究的基本结论	230
7.2 前景展望	234
附录 关键词中英文对照	236

第一章 引言

自实行经济体制改革与对外开放以来，中国经济便快速融入全球化进程中。三十多年来，中国经济和世界经济的相互依存关系越来越密切，特别是在全球经济复苏的过程中，由于中国积极启动扩大内需战略，不断增加进口，加之“十二五”期间中国将实施进口和出口并重的外贸发展战略，使得世界对于中国的市场潜力以及中国市场需求带动世界经济的增长寄予厚望。

从新中国成立初期至 1978 年的改革开放之间，中国在恶劣的外部环境中，在坚持独立自主、自力更生原则的基础上，解决了内部的贫困问题，同时，扩大了国际空间，提升了国际地位，为屹立于世界民族之林逐渐开拓出一方天地。在此期间，人民币汇率政策的制定和变化以国内外经济条件的变化为依据，表现了自主性和一定程度的灵活性。

1978 年，中国政府适时作出了对内实行经济体制改革和对外开放的政策，在和平竞争和互利合作的基础上扩大对外贸易，吸引外来直接投资，并于 2005 年依据新的国内外经济和政治环境进行了至关重要的人民币汇率制度及形成机制的改革，采取更为自主与灵活的汇率政策。时至今日，中国内部经济条件的改善，国家的富强有目共睹，中国对世界经济的影响也是毋庸置疑的，从而令世界对今日中国的经济地位刮目相看。

中国加入世界贸易组织十年来，已逐渐发展成为全球最大的出口国，并在 2010 年超越日本成为全球经济规模第二大的经济体。更重要的是，即使在刚刚走出全球金融危机的 2010 年，中国年度国内生产总值（GDP）仍同比增长 9.8%；多年来，GDP 年均增长速度一直保持在 8% ~ 10% 之间。中国经济的复苏成为全球经济复苏的一个重要的心理因素。

中国的贸易顺差主要始于 20 世纪 90 年代，2005 年后呈加速发展趋势，其占 GDP 的比率也从 2004 年的 3% 迅速升至 2007 年的 9%。2011 年 4 月的中国国际收支平衡表显示，中国经常项目顺差为 3054 亿美元，进出口规模达到历史最高水平。截至 2011 年 6 月底，中国的外汇储备达到 31974 亿美元。贸易顺差的快速上升，一方面推动了中国两位数的高速增长和国际储备规模的连创新

高，另一方面也加剧了全球贸易的不平衡和人民币升值的压力。

最近一次发生的国际金融危机使世界经济格局产生了新的不平衡。世界经济尤其是发达国家的经济复苏缓慢，贸易保护主义卷土重来，危及全球贸易的增长，使本已脆弱的复苏更加乏力。而包括中国和印度在内的东亚经济则显示了新的活力，成为世界经济多级增长中的一个源头。全球的经济版图已经不再有一个固定的引力重心，而是一组磁极，吸引着投资、贸易和劳动力，在全球各地的不同地区产生着增长点。全球经济实力由发达国家向新兴经济体转移，中国作为新兴经济体之一步入世界经济舞台的中心。

自 21 世纪以来，中国的贸易盈余及外汇储备备受世人关注，由此引发了一轮又一轮的人民币汇率之争。同时，以快速经济增长与发展的方式而形成的“中国模式”也面临着贸易保护主义和汇率战争的巨大压力。

目前，有关人民币汇率制度的讨论在更大程度上被推上中国进一步改革的议程。保持人民币汇率稳定，对中国经济和政治稳定十分重要，而一个持续稳定增长的中国经济将使世界从中受益。长期而言，随着中国劳动力成本的结构趋于成熟，人民币将逐渐升值。但这是一个缓慢渐进的过程，正如人民币汇率制度和政策以往的历史演进过程一样。

在这种背景下，在人民币汇率政策问题上，似乎中国政府的一举一动都会产生所谓的“蝴蝶效应”。但是，任何推断和结论必须建立在事实和基于事实论证的基础之上，这正是本书写作的宗旨和意义。

1.1 人民币汇率论战：理论与现实的背离

在人们忙于寻求各种对策来解决金融危机遗留的问题、重振世界经济之际，有关人民币汇率的争论再度聚集了众多的目光，无论是源于善意还是恶意，这一旷日持久的辩论愈演愈烈。无疑，人民币汇率是目前表达世界经济几大竞争领域如贸易平衡、通货膨胀和外国资本流动的压力等最为明确的信号。本书分析和论述的重点是以下几个极富争议的关键问题。

其一，将世界经济尤其是贸易不平衡的责任仅仅归咎于人民币汇率政策是一种误导。

自 20 世纪 90 年代中国确立了出口导向型经济增长战略后，贸易顺差就成为中国国际收支的常态。尤其在进入 21 世纪后，中国的贸易收支顺差迅猛增加，与此相应，中国的经济增速也基本保持在两位数的高水平，居世界前列。人民币汇率的稳定与中国巨额贸易顺差的长期并存，推动了国内外关于人民币汇率是否存在被低估从而导致巨额贸易顺差的讨论和研究的兴起。

传统理论认为,在马歇尔—勒纳条件成立时,本币升值将抑制出口,增加进口,从而减缓国际收支顺差过大带来的压力。而实际上,中国并没有满足这一条件。

中美两国之间日益严峻的贸易不平衡是一个客观存在的事实。自2006年至2008年,人民币兑美元实际汇率大幅升值,但这似乎并不能有效遏制中国对美国的出口;相反,这一时期,中国对美国的出口增速显著大于进口增速,其净效果是,中美贸易逆差不断扩大,从而出现了现实与理论的背离。该事实表明,人民币汇率并非中美贸易逆差的主要影响因素,中美之间长期巨额的贸易失衡可追溯至两经济体内在的经济运行结构,单靠人民币升值是无法解决两国贸易失衡问题的,反而可能对两国经济结构和宏观政策的调整造成阻碍。

事实上,自2002年后,美国经济就开始步入高速增长之后的调整期,被衰退的阴影笼罩,贸易赤字和财政赤字不断扩大,国内制造业的失业率不断上升,在这种情况下,美国国内以制造业集团以及工会组织为主的利益集团逐渐将美国制造业面临的问题归咎于2000年后中国对美国的贸易顺差,认为人民币的过度被低估造成了美国对中国的巨额贸易逆差以及美国制造业面临的困境,中国应该为美国的制造业下滑以及失业问题负责。正是在这种背景下,美国官方开始要求人民币汇率升值。

随着中国贸易顺差的持续扩大,以美国为首的国际社会对人民币升值的施压不断加强,直到2005年7月中国开始实行以市场供求为基础有管理的浮动汇率制度,人民币对美元一次升值2%多,开始了三年多的人民币单边升值历程,国际上要求人民币升值的压力才稍稍减轻。随着美国次贷危机迅速蔓延扩散为全球性金融危机,中国在2008年中暂停了人民币汇率的升值趋势,重回稳定美元汇率机制。期间中国的进出口贸易于2008年11月出现了七年来的首次负增长,直到2009年11月贸易负增长的态势才得以扭转。

在世界经济缓慢复苏的情况下,中国经济保持了较快增长,出口强劲上扬,导致外汇供大于求,推动人民币汇率走强。实际上,自2010年中国人民银行宣布进一步推动人民币汇率形成机制改革以来,人民币对美元累计升值近7%。由于主要发达国家选择了持续的宽松货币政策,人民币升值的压力依然存在。另一方面,中国外汇储备快速增长,导致基础货币投放加快,中国也经受着通货膨胀的考验。

美国经济至今仍未走出金融危机后的低迷,失业人口居高不下,加之中国对美国巨额贸易顺差,美国不少经济学家和议员指责中国故意压低人民币汇率,以取得不公平的贸易优势。欧盟等发达国家为提振本国经济、缓解国内严重的就业压力,对人民币汇率掀起新一轮施压浪潮,甚至巴西、印度等新兴经济体

也于2011年加入了美国等一些国家呼吁中国加快人民币升值步伐的队伍，支持关于人民币被低估损害中国贸易伙伴及其他新兴经济体利益的观点。人民币汇率问题不仅再次成为中美博弈的焦点，更成为后金融危机时代如何恢复全球经济再平衡的争论热点。

针对国际社会关于人民币汇率的指责和施压，中国政府表示，汇率在中美双边贸易余额中起到的作用很小，如果人民币大幅升值，中国出口行业可能会受到严重挫伤。正如中国总理温家宝于2010年10月在美国发表演讲时所提到的，人民币大幅升值可能引发中国的工人大量失业、企业大批倒闭，由此，造成严重的社会动荡，这种后果是中国承受不起的。更何况，中国的社会和经济动荡也将危及世界经济和秩序。

现有的实证结果并不能证明人民币价值及其变动与贸易平衡有必然的联系。在文献中不难发现，即使使用同一种理论框架，对人民币币值的估计也大不相同。可以说，这一现象说明了对人民币均衡汇率建模的难度。

大多数研究者认为人民币处于大幅被低估的状态，必须即刻（并急速）升值。只有少数著名的研究者认为，中国应该保持一个稳定的汇率制度而不是促使人民币急速升值。有一种观点认为，人民币升值即使无法彻底根除全球经济失衡，至少也会有利于改善这个问题。

就中国而言，我们有理由相信，在生产高度分散的情况下，贸易流通对于汇率变动的反应可能比通常情况下更加迟钝。由于中国在全球产业链中占据关键地位，人民币升值对全球经济失衡的影响也许难以确定；人民币升值提高了出口的相对价格，但同时也降低了进口品的价格。因此，人民币升值不只会影响到中国出口的增值环节，也有可能产生其他影响。

其二，人民币汇率升值对通货膨胀的抑制效果所存在的不确定性。

从理论上说，汇率即使不是治理通货膨胀的专有工具，但是，一种货币价值的上升在客观上是可以抑制通货膨胀的。中国目前的现实也表明了理论与实际的背离。

有一种观点认为，人民币汇率被低估导致了出口需求强劲和经常项目持续顺差，成为中国通胀压力上升的重要原因，因此人民币汇率的升值不仅有助于中国平衡国际收支、调整经济结构，也可以帮助缓解日益严峻的国内通胀压力。然而，人民币汇率变动对国内物价的传导机制众多，不同机制在传导速度和传导方向上存在显著差异。现实中，人民币汇率升值对通货膨胀的抑制效果可能存在较大不确定性。由于中国经济和金融开放度的不断提高，资本项目下的资金往来对央行货币政策的影响越来越大，人民币升值预期——资本流入——货币供给增加、资产价格上涨——消费者价格上涨的传导机制很可能在短期内主

导汇率变化对国内物价的影响效果。因此,人民币汇率渐进小幅升值,短期内很可能会吸引投机热钱流入,从而助长物价上涨的压力,加剧中国未来经济增长的不确定性。

中国目前所面临的这一轮通货膨胀在很大程度上是输入性通货膨胀,尤其是美国联邦储备银行的量化宽松货币政策加剧世界性通货膨胀的趋势,推高国际市场大宗商品的价格。中国作为全球第二大进口国,必然加大国内的通货膨胀压力。人民币升值固然有助于缓解一部分输入性通货膨胀,但是,中国以美元为主要储备货币的国际储备无疑将大大缩水。更为重要的是,人民币升值抑制了中国的出口,如果人民币持续大幅升值,中国将面临大量的失业人口和经济衰退,这不仅将中国经济置于风险之中,对风雨飘摇中的世界经济将会是雪上加霜。

其三,中国货币当局或将面临“三难抉择”。

根据蒙代尔—弗莱明模型,在资本自由流动的前提下存在一个二元冲突,即固定汇率制度和货币政策的有效性不可兼得,资本自由流动的经济开放体,如果采用固定汇率制度,货币政策是无效的;但如果采用浮动汇率制度,则货币政策是有效的。换言之,要同时达到本国货币政策的独立性、汇率的稳定性以及资本的完全流动性,在理论上是不能实现的。

中国目前仍然实行资本项目管制,因而货币当局还未正式面临“三难抉择”的窘境。但是,从长期来看,资本自由流动是大势所趋,而中国国情决定了中国不可能放弃货币政策的独立自主性,因而最有可能调整和“牺牲”的是汇率目标和汇率制度。从这个意义上讲,选择适当的人民币汇率制度,尽可能地将国际投机力量攻击产生的不良影响减少到最低程度,就显得更为紧迫。

最近这次发生的全球金融危机改变了全球资本流动的格局,以中国为代表的新兴市场国家的经济在危机过后率先复苏,这使中国等新兴市场经济体成为后危机时代投机资金的首选之地。尤其是2010年年中,美欧日等发达国家央行应对本国经济萧条而掀起的新一轮定量宽松政策,进一步引发了新兴市场国家对于国际游资泛滥的担心,纷纷采取措施加强对资本流动的管制。为了防范国外热钱的流入,中国外汇监管部门一方面加强了经常项目下的外汇业务监管,如收紧了对个人跨境结售汇业务的管理规定、加强银行结售汇综合头寸管理、对银行外汇头寸余额实行下限管理、加强外商投资企业境外投资者出资管理等;另一方面,放慢了资本项目放松管制的步伐,如严格金融机构短期外债指标和对外担保余额管理。

国际经验表明,当一国经济与世界经济已紧密联系在一起且贸易规模迅速增长时,资本管制将变得越来越困难。研究表明,近年来维系中国资本管制体

系的难度日趋上升，资本管制的效率不断下降，特别是人民币经常项目可兑换在产生大量效率改进的同时，也为投机性短期资本的跨境流动创造了条件。

由于中国资本项目尚未完全开放，存在较为严格的资本管制，且利率和汇率形成机制尚未完全市场化，资本的利率弹性以及人民币资产和外国资产的替代程度还不高，因此中央银行基本能够通过相应的冲销干预来保持相对独立的货币政策。人民币汇率制度向更加灵活和市场化方向的改革，对中国的货币政策和宏观调控的操作具有积极意义，汇率的灵活性，可以使中国的货币政策在资本流动更加自由和频繁的背景下，更具自主性。出于大幅升值可能对本国出口和经济复苏带来负面冲击的担忧，中国央行一直在控制人民币升值的步伐和幅度，未来人民币大幅快速升值的可能性也极小，中国央行依然会继续干预外汇市场，买入外汇，以缓解巨额国际收支顺差下人民币汇率快速升值的压力，并配合冲销干预等措施对冲外汇占款引发的货币投放，以保持货币政策的相对独立和自主性。

中国正在调整其增长模式，人民币汇率制度的进一步改革是调整过程的一部分。诚然，中国对人民币汇率制度的走向可以有多种选择，但是，在选择过程中，应当考虑中国的长期可持续经济增长和中国目前经济所面临的外部风险和内部风险。就前者而言，尽管中国的资本账户尚未开放，但中国的国内市场同样在一定程度上遭受外部国际市场需求冲击、国际危机的传染效应和经济与政治摩擦的影响。就内部风险而言，中国目前的银行体系还很脆弱，而且面临着通货膨胀的巨大压力和贫富差距扩大所引起的社会矛盾。中国需要稳定环境来继续其市场经济改革政策，从而优化对内外外部风险冲击的能力——人民币汇率政策是其中的一个重要的组成部分。

在理解人民币汇率演变和实施人民币汇率政策的问题上，不得不将中国对资本流动控制因素考虑在内。在资本管制政策下，中国可以选择人民币汇率的小幅升值，并在较大幅度内波动。这样一来，可能会引致货币投机者对人民币不断升值的预期，从而引起与热钱流入相关的经济问题。但是，这种政策可以提供一个相对自主的货币政策和较为稳定的汇率。

在没有资本管制政策的情况下，人民币汇率可能出现非常大的波动，对贸易进出口产生直接的影响。在两种选择都具风险的情况下，两劣取其轻不失为明智的选择。中国必须将可能出现的风险控制在目前宏观政策可以驾驭的范围之内，并且是在经济与金融体系中微观层面可以承受的限度之内。这正是人民币汇率制度改革所坚持的主动性、可控性与渐进性政策的由来。

在设计或选择中长期人民币汇率制度时，无论什么主张，需要确认一个事实，即国际投机力量攻击人民币汇率的可能性，有必要考虑从汇率体制上努力

防范国际投机力量的攻击。对任何汇率制度改革主张评价需要加上一条新的标准,即这种汇率制度是否或者能够在多大程度上防范和承受国际投机力量的攻击。

面对国际上保护主义的情绪和来自其他政府的压力,中国人民银行于2010年6月19日发表题为“进一步改革人民币汇率制度并提高人民币汇率弹性”的声明。这一声明标志着中国回归到2005年所采用的“管理浮动汇率制度”。正如大多数评论家的预期,人民币汇率呈现的是渐进和有秩序的升值。因此,尽管这政策改变受到一定的赞许,但仍然没有平息批评家要求人民币快速升值的言论。对于这些人来说,并不是中国的汇率政策没有任何改变,而是政策改变太小、太慢。

从客观需要和主观愿望而言,人民币汇率的改革和调整都在日程之中。但是,所有的行动都应当取决于中国宏观经济形势的稳定,市场机制的发展与平衡,以及中国金融体系应对和处理外来冲击的能力。

目前,中国国内甚至没有建立起用于规避和减少外汇风险所需要的金融期货和期权等工具及交易市场,企业和银行都将难以承受汇率频繁急剧波动可能带来的风险。只要先决条件没有准备好,任何外来的单方面设定的所谓最后期限以及将人民币汇率调整政治化都是具有高风险的政策行为,其负面效应将会影响到中国经济与社会的稳定,也会影响到世界经济体系的发展。因此,人民币汇率调整必须在有管理浮动的框架下进行,需要以跟踪外汇市场的变化以及相关国家经济复苏状况跟踪研究为基础,并将中国和这些国家的经济关系考虑在内,确定今后人民币汇率调整的方向。

其四,人民币国际化的定位。

人民币汇率体制改革的步伐和人民币汇率政策的变化不仅反映了中国政府一向坚持的自主性、可控性和渐进性,同样也是对国内外特定经济条件与政治环境的回应。有关人民币汇率体制的改革与人民币汇率政策的讨论与争议已经远远超出了货币升值的范畴以及汇率形成机制的灵活度问题。随着人民币汇率体制改革的深入,人们也在关注人民币的国际地位。

货币具有三个基本功能:交易媒介、计量单位和价值储藏。这三个基本功能是相互联系的。在国际经济活动中,一国货币并非只在货币发行国使用,也并不是所有货币都在国际市场上履行同等的职能。一种货币在其发行国和世界其他国家的接受程度,取决于币值的稳定性和公众对货币发行者的信任。

2008~2009年的全球金融危机暴露了现有国际货币架构的缺陷,引发了改革国际货币体系的讨论。通常,一个国际货币国必须具有较大的经常账户顺差,同时是国际净债权国。随着该国经济优势的丧失,其货币的国际地位也被削弱。

考虑到中国的经济规模、贸易规模和全球债权地位，中国是一个大国，在全球金融体系中却承担一个比较小的角色。

自2008年全球金融危机以来，中国主动出击，采取一系列措施推进人民币的国际化，更多的国际债权以人民币而不是以美元定值。大多数评论者认为中国这种策略是出于对美元作为储藏价值货币的质疑。实际上，这种策略更多地反映了中国国际投资头寸表或中国国际资产负债表的特征。这种特征显示了急剧增加的外汇风险。而这种外汇风险是中国对外开放股本投资、经常项目盈余和人民币尚未走向国际化等多种因素结合的产物。

对于这样一个经常项目盈余国而其货币并不普遍被非居民所使用，那么其国外债权就会以外币的形式堆积。如此一来，该国持有的国际投资净头寸和外国持有的该国股本净头寸就会增加该国外汇持有额的总量，这就是中国目前的情形。考虑到对外国直接投资的开放以及资本管制下禁止非居民借贷人民币，中国持有大量美元及其他外币，同时也持有本币空头头寸是很典型的例证，以人民币定值其国际债权的短期策略符合正常化国际资产负债表的要求。

如果人民币相对于其他货币有加速升值的预期，那么，中国目前的国际资产负债表将承载着人民币对其他货币突然升值的风险，如果外国借款人与中国分担这一风险，那么中国防止这种升值的动机在一定程度上会减弱。外国潜在的债务人是否会对人民币突然升值的预期而退却，以及人民币是否将与美元如影随形，以至于丧失作为定值货币的优势？

全球金融危机为其他国家担负中国国际资产负债表的货币风险提供了一个较大空间。在全球金融危机前，中国已有意和其他国家分担其迅速堆积的货币风险。我们可以理解近年来中国当局采用的汇率政策就是容许其他国家用人民币定值其他国家债务。

当危机暴露出现有的美元本位国际货币体系的缺陷时，中国货币当局提议采纳一种超主权货币，并采取了一些措施来降低其对美元的依赖。在这一过程中，中国计划让人民币在国际金融市场上扮演更活跃的角色。这些政策措施引发了这样的讨论：中国试图让人民币成为国际货币并挑战美元的国际地位。

到目前为止，对于人民币的国际使用，以及中国所推出的相关政策还远远不够详尽，相关的政策和进展仍在不断出现，但总体而言，尽管过去几年人民币的国际化使用进展迅速，相对于中国的经济规模来讲仍然是微不足道的。让人民币过快地融入全球经济会给中国带来巨大的成本，特别是考虑到中国仍然是不发达的金融市场，以及控制货币和货币政策的能力不足，将会对中国国内经济及其稳定性带来一定的风险。如果仍然坚持渐进的改革思路，中国就不会过快地推进人民币的国际使用。