

САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ

*На правах рукописи*

**Цзян Сюйянь**

**ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА КНР В КОНТЕКСТЕ РЫНОЧНЫХ РЕФОРМ**

Научная специальность

5.2.4. Финансы

**ДИССЕРТАЦИЯ**

на соискание ученой степени

кандидата экономических наук

Научный руководитель:

доктор экономических наук, профессор

Соколов Борис Иванович

Санкт-Петербург – 2023

## ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ .....	3
ГЛАВА 1. ОСНОВНЫЕ КОНЦЕПЦИИ И ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ ВАЛЮТНОЙ ПОЛИТИКИ И ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ .....	13
1.1 Место и роль валютной политики в национальной экономике .....	13
1.2 Взаимосвязь денежно-кредитной и валютной политики .....	37
1.3 Функции и цели Народного банка Китая и финансовых учреждений при реализации валютной политики .....	46
Выводы по главе 1 .....	51
ГЛАВА 2. ЭВОЛЮЦИЯ ВАЛЮТНОЙ ПОЛИТИКИ КИТАЯ .....	53
2.1 Этапы и направления трансформации системы валютного регулирования .....	53
2.2 Политика обменного курса и валютные интервенции .....	76
2.3 Специфика мер по интернационализации юаня .....	116
Выводы по главе 2 .....	134
ГЛАВА 3. ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ ВАЛЮТНОЙ ПОЛИТИКИ В КОНТЕКСТЕ ПОСТРОЕНИЯ СИСТЕМЫ РЫНОЧНОЙ ЭКОНОМИКИ ВЫСОКОГО УРОВНЯ .....	138
3.1 Эмпирическое исследование гибкости режима обменного курса, открытости счета движения капитала и независимости денежно-кредитной политики .....	138
3.2 Трансформация механизма обменного курса с ориентацией на рынок .....	152
3.3 Новации в валютном регулировании по капитальным счетам .....	161
Выводы по главе 3 .....	169
ЗАКЛЮЧЕНИЕ .....	171
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ .....	185
ПРИЛОЖЕНИЕ .....	213

## ВВЕДЕНИЕ

**Актуальность темы исследования.** Взаимосвязь и взаимозависимость национальных экономик продолжает расти в условиях растущей интернационализации экономической деятельности, ее глобализации и углубления интеграционных процессов. При этом валютная политика, оказывающая все более глубокое влияние на функционирование национальной экономики, занимает все большее место в портфеле внутренней и внешней экономической политики правительства. Валютная политика государства приобрела значительный потенциал влияния не только на национальную экономику отдельного государства, но и на ситуацию в целом мире. Кроме того, какая валютная политика может быть реализована таким образом, чтобы в условиях открытой экономики страна могла в полной мере пользоваться преимуществами глобализации, одновременно уменьшая негативные последствия международных экономических и финансовых потрясений, а также пытаться сохранить независимость денежно-кредитной политики и достичь внешнего и внутреннего равновесия по целям макроэкономических операций. Это всегда является главной темой исследований в теоретическом сообществе и проблемой макрорегулирования. С момента создания рыночной экономики в 1994 году монетарные власти Китая, в соответствии с реформой режима обменного курса и его влияния на уровень обменного курса, решают ключевые макроэкономические вопросы и продолжают искать баланс между валютным регулированием по счету движения капитала и задачами валютной политики в разные периоды, такими как привлечение международного капитала, поощрение исходящих инвестиций и интернационализация юаня. По объёму ВВП, рассчитанному по паритету покупательной способности, Китай занял четвертое место в мире в 1994 году, обогнав Германию, и занял первое место в мире в 2016 году, обогнав США. Такое достижение, несомненно, связано с валютной политикой монетарных властей, поскольку в условиях экспортно-ориентированной экономики социально-экономическое развитие страны в значительной степени зависит от состояния международной торговли и успешного привлечения иностранных инвестиций, что в конечном счете выражается в росте валового внутреннего продукта. Однако любой политический компромисс является результатом взвешивания "за" и "против". Можно ли применить опыт и уроки, извлеченные из реализации валютной политики Китая, к другим странам? Именно эти факты определяют актуальность выбранной для исследования темы.

Актуальность темы исследования постоянно усиливается на фоне происходящих событий в мире. Народный банк Китая в 2022 году заявил, что в настоящее время, в условиях, когда национальная экономика подвергается глобальным рискам, связанным с существенными ограничениями во внешней торговле (пандемией, санкционным давлением и экспортируемой инфляцией, провоцируемой «вертолетными» деньгами, эмитируемыми ФРС США), важнее обеспечить стабильный экономический рост, стабильный импорт сырья и стабильный товарный экспорт за счет поддержания оптимального курса юаня.

**Степень разработанности проблемы.** Научная литература по проблемам установления исключительно обширна и пользуется заслуженным признанием. Достаточно вспомнить работы Манделла и Флеминга, в которых разработана идеальная модель открытой экономики. Анализ экономической сущности модели Манделла-Флеминга рассматривается в работах таких ученых как Дж. Айзенман, Д.М. Чинна и Х. Ито. Работы Л. Харриса, И Ган и Тан Сянь, Д. Бекворта, Гуань Тао оценивают экономическую рациональность применения модели в условиях КНР.

Все больше ученых, экспертов, исследователей и аналитиков проявляют интерес к конкретным вопросам, связанным с национальной валютой Китая (юанем), в связи с тем, что растущее влияние Китая в мировой экономике привело к возрастающему влиянию его валютной политики на состояние мировой экономики, реформирование международной валютной системы и перестройку международного финансового порядка. Большое количество научных материалов и статей, посвященных изучению проблематики юаня, можно разделить на несколько основных направлений. Проблема по определению равновесного валютного курса затронута в научных трудах Р. Маккиннон, Дж.Френкель, С. Роуч, Ма Гуосуань и Юй Жун, Сунь Гофэн и Сунь Бибо, Ян Чанцзян и Чжун Нинхуа, Танг Яхуи и Чен Шудун. Исследованием влияния валютного курса юаня на внешнюю торговлю, международные потоки капитала или макроэкономику занимались Д.А. Изотов, Р. Раджан, Ли Хунбинь, Гу Юй, Вэй Вэйсянь, Цзинь Чаохуэй и Чжу Мэннань, Ли Яньли, Го Жун и Цзя Вэньцин. Рассмотрение интернационализации китайского юаня и его статуса приводится в исследованиях К.Андреева, А.А. Басова и Е.А. Сачкова, Чернилевской, В. Черкасова, Субаччи, С.Ф. Сутырина, Балюка, Жарикова, Биндера, Ноздрева, Андреева, Арутюнянца, Боулз и Ванг, Аглиетта, Хён Гю, Куриен и Геоксавир, Парк и Сонг, Дж. О'Нил, Дж.Френкель, Б. Эйхенгрин и М. Кавай, И.В.

Кудряшовой, Э. А. Барина, В. Шаповалова, Д.И. Кондратова, А.П. Поливача, Линь ЛеФен и Ван ШаоНань, Ша Вэньбин и Лю Хунчжун, Гао Хайхун и Юй Юндин, Цзян Бок и Чжан Цинлун, Чжан Фалинь, Ян Миньчжэнь и Цуй Янь, Сон Кэ, Чжу Сти и Ся Ле, Цюэ Чэньюй и Сунь Сяосуань. Вопрос по интернационализации юаня стал подниматься с 2009 года, а активно обсуждаться накануне и сразу после подачи заявки в МВФ на включение юаня в состав корзины валют, входящих в СДР. Удовлетворение заявки в 2016 году вызвало во внешних научных кругах определенное удивление, перечисление и обобщение того множества критериев, которым должна удовлетворять мировая резервная валюта<sup>1</sup>. Стали строиться прогнозы относительно тех мер, которые будут предприняты для быстрого роста влияния юаня в международных платежных операциях. Однако эти прогнозы и рекомендации не учитывали тех рисков, с которыми могла бы столкнуться экономика страны, на что указывали Б.И. Соколов и С. Цзян.<sup>2</sup> В целом, практически во всех российских публикациях подчеркивается, что юань в настоящее время не является в полной мере свободно используемой валютой. Но какие именно меры следует предпринять, чтобы повысить степень интернационализации юаня, авторы формулируют, исходя не из проблем экономического развития Китая, а основываясь на характеристиках доллара, евро, иены как резервных валют. Например, А. Поливач указал на обязательность открытия финансовых счетов платежного баланса для дальнейшей интернационализации юаня. Практическая проблема состоит в том, что при сравнительной неразвитости внутренних финансовых рынков Китая их открытие для нерезидентов может привести к резким дисбалансам на валютном рынке. Обобщение результатов исследований показывает важность продолжения и углубления научных исследований в направлении определения перспективных мер валютной политики КНР с учетом отмеченных положений.

Таким образом, с одной стороны, тема работы достаточно подробно изучена в части отдельных вопросов о валютной политике КНР в мире и в России. С другой стороны, наблюдается нехватка комплексных научных работ, которые бы оценивали валютную политику КНР и ее перспективу в контексте рыночных реформ с учетом согласованности валютной

---

<sup>1</sup> Соколов Б.И., Цзян Сюйянь. Актуальные проблемы управления процессом трансформации юаня в мировую резервную валюту // Актуальные проблемы менеджмента: производительность, эффективность, качество. Материалы международной научно-практической конференции, 10 ноября 2017 г. СПб.: СПбГУ. С. 45-48.

<sup>2</sup> Соколов Б.И., Цзян Сюйянь. Интернационализация юаня: плюсы, минусы, последствия // Проблемы современной экономики. 2017. № 3 (63). С. 56–60.

политики и денежно-кредитной политики и, более того, с учетом существенных пандемий, санкционного давления и экспортируемой инфляции.

**Цель и задачи исследования.** Цель исследования заключается в раскрытии ориентированной на внутренний экономический рост эволюции валютной политики КНР в контексте рыночных реформ и определении важнейших проблем и путей их решения.

Достижение указанной цели требует решения следующих задач:

- Охарактеризовать место и функции валютной политики в управлении национальной экономикой;
- Рассмотреть модели внутреннего и внешнего равновесия (модель Модель Манделла-Флеминга) на основе модели IS – LM;
- Раскрыть взаимосвязь денежно-кредитной и валютной политики на основе идеи невозможной трилеммы, расширенной невозможной троицы и невозможной дилеммы;
- Определить роль Народного банка Китая и финансовых учреждений в реализации валютной политики;
- Выявить этапы и направления эволюции системы валютного регулирования в Китае;
- Проследить конкретные практические меры, предпринимавшиеся Народным банком Китая по обменному курсу и валютным интервенциям;
- Выявить меры и направления интернационализации юаня;
- Построить индикатор EL для измерения эластичность режима обменного курса юаня;
- Определить измерение открытости счета операций с капиталом в Китае;
- Провести эмпирические исследования для рассмотрения относительных изменений в независимости политики процентных ставок в Китае в разные периоды;
- Сформулировать рекомендации для дальнейшего реформирования обменного курса с ориентацией на рынок;
- Выдвинуть предложения по реформированию валютного регулирования по капитальным счетам.

**Объект и предмет исследования.** Объектом диссертационного исследования выступают валютная система и валютная политика денежных властей Китая. Предметом исследования являются тенденции, специфика, проблемы и перспективы трансформации механизмов валютной политики.

**Хронологические рамки исследования** охватывают период с начала создания системы рыночной экономики в Китае, примерно с 1993 г. по 2021 г.

**Соответствие диссертации области исследования специальности и паспорту научной специальности.** Диссертационное исследование соответствует научной специальности 5.2.4. Финансы, в соответствии с перечнем научных специальностей, по которым в СПбГУ принимаются к рассмотрению и защите диссертации на соискание ученой степени доктора наук, ученой степени кандидата наук (сформирован на основе номенклатуры научных специальностей, по которым присуждаются ученые степени, утвержденной приказом Министерства науки и высшего образования Российской Федерации от 24 февраля 2021 года № 118).

В соответствии с паспортом научной специальности 5.2.4. Финансы, в рамках диссертационного исследования особое внимание уделяется следующим областям: Валютно-финансовые операции. Валютные рынки, их функционирование и регулирование; Предложение денег и спрос на них. Денежная эмиссия. Инфляция; Денежно-кредитная политика в Российской Федерации и за рубежом. Критерии и методы повышения эффективности денежно-кредитной политики; Прогнозирование развития финансовых и валютных рынков.

В исследовании применяются отдельные методы, характерные для других смежных научных специальностей с целью достижения наиболее надежных, точных и проверенных результатов на базе имеющихся актуальных и релевантных теме исследования данных различного характера.

**Теоретической основой** работы стали классические труды отечественных и зарубежных (прежде всего, китайских) ученых, специалистов, исследователей и аналитиков, посвященные теоретическим аспектам валютной политики, анализу эволюции валютной политики Китайской Народной Республики.

**Методологическая основа.** Для анализа практических мер, предпринимаемых Народным банком Китая и демонстрации их эффективности, применялся конкретно-исторический подход и системный подход, обеспечивающий точность, объективность и непрерывность обобщаемых данных, а, следовательно, и получаемых логических выводов. В рамках конкретно-исторического подхода и системного подхода применялись такие методы

исследования как анализ и синтез, индукция и дедукция, обобщение, а также статистический и сравнительный метод.

Для анализа результатов и проблем ориентированной на рынок реформы обменного курса с точки зрения изменения эластичности режима обменного курса использовался показатель EL, построенный по методологии Байоуми и Эйхенгрин, который измеряет эластичность обменного курса валюты в разные периоды с помощью Excel.

Для рассмотрения относительных изменений в независимости политики процентных ставок в Китае в разные периоды применено эмпирическое исследование на основании модели с обобщенной авторегрессией условной гетероскедастичности (модель GARCH) и модели коррекции ошибок с помощью программы Eviews 10. Эмпирическое исследование проводилось с опорой на общенаучные принципы комплексного изучения экономических явлений, методы системного, логического анализа, обобщения, методы математической статистики. Для проведения анализа эмпирических данных применены регрессионный анализ и ADF-тест остатков.

Для вычисления номинального равновесного обменного курса юаня по отношению к доллару США использовались пошаговый регрессионный анализ, диагностика коллинеарности и дисперсионный анализ, графическое моделирование с помощью SAS.

**Информационная база.** Источниками данных являются Государственное управление валютного контроля КНР, Китайская система торговли иностранной валютой, Народный банк Китая, Национального бюро статистики КНР, МВФ, Банк международных расчетов, Мировой банк, ВИНД финансовые терминалы, СВИФТ, Ceic database, APP Tianyancha и т.д. В работе также использовались статистические сборники и отчеты, законодательные акты КНР и РФ.

**Научная новизна диссертации** состоит в том, что на основании изучения валютного законодательства и обобщения данных финансово-экономической статистики представлен комплексный анализ валютной политики в период рыночных реформ экспортно-ориентированной национальной экономики с учетом приоритетности валютной политики по отношению к денежно-кредитной политике, как составных частей макропруденциальной политики, при существенном влиянии пандемии, санкционного давления и экспортируемой инфляции.



### Основные результаты научного исследования:

1. Доказано, что опыт Китая по реформированию механизма установления валютного курса в значительной мере уникален и может быть использован лишь теми странами, в которых осуществляется экономический рост при ограниченных сырьевых ресурсах и существует организационная, правовая и институциональная взаимосвязь, аналогичная китайской, между рыночно-ориентированным реформированием обменного курса юаня и экономическим ростом.

2. Обосновано положение, заключающееся в том, что в условиях экспортно-ориентированной экономики интернационализация (рыночно-ориентированное реформирование) обменного курса национальной валюты КНР без открытия финансовых счетов платежного баланса способна снимать пределы экономического роста, и тем самым позволяет адекватно реагировать на внешние и внутренние негативные вызовы (глобальные экономические кризисы, пандемия, санкции и др.). Для обоснования положения прослежены конкретные практические меры, предпринимавшиеся Народным банком Китая по интернационализации обменного курса юаня в качестве инструмента, обеспечивающего привлечение внешних ресурсов для роста экспортно-ориентированной экономики, с 1994 года по 2021 год.

3. Выявлены и введены в научный оборот факты, доказывающие приоритетность валютной политики по отношению к денежно-кредитной: с 1994 по 1997 года расширение денежной массы, вызванное прямыми интервенциями с целью предотвращения повышения курса юаня, противоречило жесткой денежно-кредитной политике, необходимой в связи с высокой внутренней инфляцией, и было стерилизовано денежными властями путем отзыва рефинансирования коммерческим банкам; в 1998-2000 годах был ужесточён валютный контроль за оттоком капитала для достижения политической цели по недопущению обесценивания обменного курса, что противоречило политике низких процентных ставок, проводимой во время внутреннего экономического спада; использование прямых интервенций для стабилизации обменного курса с 2001 по май 2002 года в условиях улучшения платежного баланса соответствовало цели стимулирующей денежно-кредитной политики, необходимой в условиях дефляции; с июня 2002 года до реформы обменного курса "7-21" 2005 года обменный курс юаня был в основном стабилизирован на уровне 8,27 при прямых интервенциях, что противоречило умеренно жесткой денежно-кредитной политике, необходимой в условиях

умеренной инфляции; с реформы обменного курса "7-21" до первой половины 2008 года проведены прямые интервенции, чтобы замедлить рост курса юаня, что противоречило умеренно жесткой денежно-кредитной политике на том этапе; со второй половины 2008 года по первую половину 2009 г. был конфликт между умеренно мягкой денежно-кредитной политикой и предотвращением обесценивания юаня при политике стабильного роста, который превратился в конфликт между предотвращением повышения курса юаня и предотвращением импортируемой инфляции со второй половины 2009 года по 18 июня 2010 года; с 19 июня 2010 года по сентябрь 2011 года по-прежнему были осуществлены прямые интервенции для смягчения роста курса юаня, что противоречило умеренно жесткой денежно-кредитной политике; с октября 2011 года по июня 2014 года политика обменного курса юаня с расширением двусторонних колебаний для поглощения и абсорбирования шоков потоков капитала и неполная стерилизованная прямая интервенция соответствовали цели слегка мягкой денежно-кредитной политики, необходимой в связи с замедлением внутреннего экономического роста и ограниченной ликвидностью, вызванной неопределенностью движения капитала; с третьего квартала 2014 года до конца 2016 года политика девальвации юаня соответствовала цели стимулирующей денежно-кредитной политики, было усилено управление потоками капитала с помощью макроprudенциальных мер и валютного контроля, а также были проданы валютные резервы для замедления темпа девальвации юаня, в результате которого в некоторой степени стерилизовало эффект стимулирующей денежно-кредитной политики; в 2017-2021 годах двусторонние колебания обменного курса юаня как инструмента политики стало нормой, в соответствии с направлением денежно-кредитной политики, Народный банк Китая в значительной степени отказался от повседневных интервенций на валютном рынке.

4. На основе идеи невозможной трилеммы проведены эмпирические исследования изменений в денежно-кредитной политике Китая. Выявлено, что: 1) когда китайский счет движения капитала в основном не открыт то, чем выше эластичность режима обменного курса, тем выше независимость денежно-кредитной политики; когда китайский счет движения капитала становится более открытым, увеличение эластичности режима обменного курса все еще не может компенсировать тот факт, что независимость денежно-кредитной политики уменьшается из-за увеличения трансграничных потоков капитала; 2) ситуация в Китае больше соответствует сценарию невозможной дилеммы: даже если обменный курс свободно колеблется,

либерализация счета движения капитала и независимость денежно-кредитной политики несовместимы. Следовательно, эффективное управление счетом движения капитал повышает независимость денежно-кредитной политики; 3) либерализация обменного курса не является необходимой основой для либерализации счета движения капитала, и реализация либерализации обменного курса не должна восприниматься как сигнал к либерализации счета движения капитала.

5. Комплексный анализ проблемы рыночно-ориентированной реформы обменного курса национальной валюты позволил определить, соответствуют ли изменения в EL (эластичность режима обменного курса) на различных этапах до и после реформы обменного курса расширению дневного плавающего диапазона в ходе реформы обменного курса. Результаты исследования показывают, что эластичность режима обменного курса не положительно коррелирует с ростом плавающего диапазона ежедневной торговой цены, а более зависит от того, как определяется механизм спроса и предложения на валютном рынке. При наличии серьезного дисбаланса в платежном балансе и существующей валютной системы отношение спроса и предложения на китайском валютном рынке продолжает демонстрировать нежелание и структурную конвергенцию. Это показало необходимость дальнейшего развития рыночно-ориентированной реформы.

6. Представлен проект перспективы дальнейшего развития рыночно-ориентированной реформы обменного курса юаня в условиях экспортно-ориентированной национальной экономики. Совершенствование рыночно-ориентированной реформы обменного курса юаня без открытия финансовых счетов платежного баланса может заключаться в создании скрытой целевой зоны обменного курса юаня вместе с реформой валютной системы для изменения отношения спроса и предложения с нежеланием и структурной конвергенцией на валютном рынке Китая и текущего механизма эмиссии валюты под влиянием юаневого эквивалента валютных резервов.

7. Предложены меры по реформированию валютного регулирования по капитальным счетам, такие как оптимизация существующих инструментов макропруденциального валютного регулирования, обогащение его инструментов, увеличение регулируемых объектов, расширение сферы классификации субъектов рынка, создание бесперебойного межведомственного

механизма обмена информацией и коммуникации, улучшение трансграничной координации и сотрудничества.

**Теоретическая значимость** полученных результатов состоит в логическом обосновании многообразия путей интернационализации национальной валюты при сравнительно неразвитых внутренних финансовых рынках и подтверждении влияния либерализации счета движения капитала и изменения эластичности режима обменного курса на независимость денежно-кредитной политики Китая.

**Практическая значимость** связана с обобщением актуальных мер по дальнейшей интернационализации юаня без открытия финансовых счетов платежного баланса: отмена среднего паритета и ежедневного плавающего лимита в 2%; установление скрытой целевой зоны для обменного курса юаня на основе равновесного обменного курса; создание фондов выравнивания валютного курса для операций на открытом рынке; оптимизация структуры резервных активов и увеличение доли золотых резервов. Предложенные меры по интернационализации юаня без полного открытия финансового счета платежного баланса соответствуют объявленной в 2022 г. внешнеэкономической политике Народного банка Китая.

**Апробация результатов исследования.** Результаты работы не обладают внутренней противоречивостью и были успешно апробированы как в ходе публикационной активности, так и в ходе выступлений на международных конференциях.

**Структура работы.** Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений. Текст работы сопровождается 28 рисунками и 16 таблицами.

# ГЛАВА 1. ОСНОВНЫЕ КОНЦЕПЦИИ И ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ ВАЛЮТНОЙ ПОЛИТИКИ И ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ

## 1.1 Место и роль валютной политики в национальной экономике

В узком смысле слова под валютой понимают денежные знаки в наличной и безналичной формах, подразделяющиеся на национальную валюту и иностранную валюту по отношению к стране-эмитенту, обслуживающие внешнюю экономику. Российское законодательство различает два вида валюты в узком смысле: иностранную валюту и валюту Российской Федерации.<sup>3</sup> В законодательных актах Китайской Народной Республики под иностранной валютой понимают следующие формы: (1) наличная иностранная валюта, в том числе бумажная валюта и монета; (2) платежные документы или платежные инструменты в иностранной валюте, включая векселя, банковские депозитные сертификаты, банковские карты и т.д.; (3) ценные бумаги в иностранной валюте, включая облигации, акции и т.д.; (4) специальные права заимствования; (5) прочие активы в иностранной валюте<sup>4</sup>. То есть под иностранной валютой в широком смысле понимаются платежные средства и активы для международных расчетов, выраженные в иностранной валюте в китайском законодательстве. Действующее законодательство Российской Федерации также содержит понятие валюты в широком смысле, использующий категорию "валютные ценности". В соответствии с Законом "О валютном регулировании и валютном контроле" к валютным ценностям относятся иностранная валюта и внешние ценные бумаги. В диссертации термин "валюта" относится не только к иностранным валютам (валютным ценностям), но и к национальной валюте.

Валютная политика – составная часть внешнеэкономической политики, направленная на регулирование сферы международных расчетов страны и поддержание ее национальной валюты.<sup>5</sup> В экономических кругах одни ученые рассматривают понятие валютной политики как деятельность страны только в сфере международных экономических отношений, а другие экономисты считают, что валютная политика не только влияет на международные экономические отношения, но и на внутреннюю экономику страны. Валютная политика как

---

<sup>3</sup> Статья 1 Федерального закона Российской Федерации от 10 декабря 2003 г. № 173-ФЗ "О валютном регулировании и валютном контроле".

<sup>4</sup> Статья 3 «Положение КНР о валютном регулировании» (Постановление Госсовета КНР [2008] №532)

<sup>5</sup> Внешнеэкономический толковый словарь / Ред. И.П. Фаминский. – М.: ИНФРА–М, Термика, 2001. URL: <http://economics.niv.ru/doc/dictionary/foreign-economic/fc/slovar-194-1.htm#zag-216>

совокупность экономических, правовых, организационных мероприятий, осуществляемых государством в сфере международных валютных отношений<sup>6</sup>. Валютная политика государства выступает как совокупность мероприятий в сфере международных экономических отношений...<sup>7</sup>. Л.Н. Красавина считает, что валютная политика как «совокупность мероприятий, осуществляемых в сфере международных валютных и других экономических отношений в соответствии с текущими и стратегическими целями страны»<sup>8</sup>. По мнению Абрамова Д. В., валютная политика может выполнять такие функции, как обеспечить устойчивость экономического роста, сдерживать рост безработицы и инфляции, поддерживать равновесие платежного баланса только в том случае, если она является неотъемлемой частью денежно-кредитной политики страны и проводится на основе постоянного взаимодействия средств, применяемых в денежно-кредитной, валютной сферах, а также в области бюджетной (финансовой) политики, поскольку регулирование государственных расходов и налогов оказывает большое влияние на состояние национальной валюты, государственного долга, конкурентоспособность страны<sup>9</sup>. В книге «Валютное регулирование в системе государственного управления экономикой» авторы подразделили валютные отношения на два уровня: первый уровень валютных отношений – это валютные отношения в системе национальной экономики, они являются составной частью денежно-кредитной сферы и влияют на состояние государственного бюджета и экономический рост страны; второй уровень валютных отношений – валютные отношения в системе мировой экономики, которые рассматриваются как «ключевая форма международных экономических связей»<sup>10</sup>. Авагян Г. А. и Вешкин Ю. Г. определяют валютную политику как «составную часть внутренней и внешней экономической политики государства, представляющую направленные действия правительства внутри и вне страны, проводимую через воздействие на национальную валюту, валютный курс и валютные операции, это совокупность экономических, юридических и

---

<sup>6</sup> Валютное регулирование и валютный контроль / под ред. М. В. Крашенинникова. – М.: Экономика, 2005. С. 55.

<sup>7</sup> Валютный рынок и валютное регулирование / под ред. И. Н. Платоновой. – М.: Бек, 1996. С. 81.

<sup>8</sup> Международные валютно-кредитные и финансовые отношения / под ред. Л. Н. Красавиной. – М.: Финансы и статистика, 2000. С. 181.

<sup>9</sup> Абрамов Д. В. Валютная политика России в условиях глобализации: итоги, проблемы и противоречия / Д. В. Абрамов, А. Н. Спартак. – Москва; Тула: Гриф и К, 2010. С. 8.

<sup>10</sup> Валютное регулирование в системе государственного управления экономикой / под ред. В. М. Крашенинникова. – М.: Экономика, 2003. С. 62.

организационных мер и форм в области валютных отношений»<sup>11</sup>. В этом определении рассматривается валютная политика как деятельность внутри страны и во внешнеэкономической сфере. По мнению Абрамова, «современная валютная политика – это составляющая экономической политики государства в целом, его монетарной политики, органически связанная с другой составной частью последней – денежно-кредитной политики, призванная обеспечивать стабильность национальной валюты и осуществление валютных операций резидентов и нерезидентов внутри страны, в сфере внешнеэкономической деятельности и межгосударственных расчетов»<sup>12</sup>. Он считает, что валютная политика «как линия обороны экономики, прежде всего трансформирующихся стран, принимающая на себя вызовы глобализации. На нее оказывают влияние общие процессы глобализации и особенно изменения и тенденции в области международных валютно-финансовых отношений»<sup>13</sup>. Валютная политика – составная часть экономической политики государства и внешнеэкономической политики, представляющая линию действий государства внутри и вне страны, проводимую посредством воздействия на валюту, валютный курс, валютные операции. Основные инструменты валютной политики - валютная интервенция, валютные ограничения, валютные резервы, валютное субсидирование, валютные паритеты. Валютная политика страны проводится ее правительством, центральным банком, центральными финансовыми органами. В мировом масштабе валютная политика проводится международными валютно-финансовыми организациями (МВФ, международные банки)<sup>14</sup>.

Таким образом, мы полагаем, что валютная политика – совокупность экономических, юридических и организационных мероприятий,<sup>15</sup> являющихся наряду с денежно-кредитной политикой составной частью макропруденциальной политики государства, своего рода

---

<sup>11</sup> Авагян Г. А., Вешкин Ю. Г. Международные валютно-кредитные отношения / Г. Л. Авагян, Ю. Г. Вешкин. – М.: Экономистъ 2005. С. 138.

<sup>12</sup> Абрамов Д. В. Валютная политика России в условиях глобализации: итоги, проблемы и противоречия / Д. В. Абрамов, А. Н. Спартак. – Москва; Тула: Гриф и К, 2010. С. 11.

<sup>13</sup> Там же. С. 12.

<sup>14</sup> Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. Современный экономический словарь. – 2-е изд., испр. М.: ИНФРА-М, 1999. 479 с. URL: <https://www.ebk.net.ua/Book/Ses/v/0051.htm> (дата обращения: 22.04.2021).

<sup>15</sup> Финансовая система Китая / Иванов В.В., Покровская Н.В., Белозеров С.А., Ващук А.Э., Воронова Н.С., Воронов В.С., Горбушина С.Г., Дарушин И.А., Какаулина М.О., Ковалев В.В., Коршунов О.Ю., Кочергин Д.А., Лебедев Б.М., Львова Н.А., Лю Ц., Писаренко Ж.В., Соколов Б.И., Су И., Сунь Ж., Титов В. О., Хэ П., Цзян С.; под ред. В.В. Иванова, Н.В. Покровской. – Москва: Проспект, 2020. – 352 с.

линией обороны национальной экономики в международной валютно-финансовой деятельности. При этом важно отметить, что в условиях экспортно-ориентированной экономики валютная политика обладает приоритетом по отношению к внутренней денежно-кредитной политике.

Направление, формы и задачи валютной политики определяются валютно-экономическим положением страны, тенденциями в развитии мирового хозяйства, расстановкой сил на мировой арене. На разных этапах выдвигаются конкретные задачи валютной политики: преодоление валютного кризиса, обеспечение валютно-экономической стабилизации; валютные ограничения, либерализация валютных операций; переход к конвертируемости валюты и т.д.<sup>16</sup> Для решения задач в разные периоды в основном, может быть, использоваться следующие инструменты механизма валютной политики: валютный курс, валютные резервы, валютные интервенции.<sup>17</sup> Валютный курс рассматривается как важнейший компонент механизма проведения валютной политики, которая может быть двух основных форм: либеральная валютная политика, построенная на использовании плавающего курса и регулируемая государством валютная политика, построенная на фиксированном курсе или промежуточном курсе.

Глобализация мировой экономики влияет на направление валютной политики и развитых стран и стран с переходной экономикой. По мнению Л. Н. Красавиной, существует несколько тенденций развития международных валютных отношений в условиях глобализации, полицентризма и регионализации мировой экономики<sup>18</sup>: 1) первостепенная тенденция – валютная глобализация – это новая тенденция в развитии международных валютных отношений по линии повышения степени их интернационализации в соответствии с требованиями глобализирующейся мировой экономики; 2) вторая тенденция проявляется в

<sup>16</sup> Финансово-кредитный энциклопедический словарь / под общ. ред. А.Г. Грязновой. – М.: Финансы и статистика, 2002. URL: <http://economics.niv.ru/doc/dictionary/financial-credit/articles/372/valyutnaya-politika.htm>

<sup>17</sup> Лопатников Л. И. Экономико-математический словарь: словарь современной экономической науки / Л. И. Лопатников. – М.: Дело., 2003. URL: [https://economic\\_mathematics.academic.ru/965/%D0%92%D0%B0%D0%BB%D1%8E%D1%82%D0%BD%D0%B0%D1%8F\\_%D0%BF%D0%BE%D0%BB%D0%B8%D1%82%D0%B8%D0%BA%D0%B0](https://economic_mathematics.academic.ru/965/%D0%92%D0%B0%D0%BB%D1%8E%D1%82%D0%BD%D0%B0%D1%8F_%D0%BF%D0%BE%D0%BB%D0%B8%D1%82%D0%B8%D0%BA%D0%B0)

<sup>18</sup> Красавина Л. Н. Тенденции и перспективы развития международных валютных отношений в условиях глобализации и регионализации мировой экономики и валютная политика России / Л. Н. Красавина. – Москва: Финансовый ун-т, 2012. С. 11, 15, 20, 25, 29, 30, 31, 33.



усилении валютного полицентризма в форме использования нескольких конкурирующих национальных денег в качестве мировых валют; 3) третья тенденция – валютная регионализация, которая проявляется в использовании региональных валют и валютных единиц (денег) в интеграционных региональных экономических объединениях; 4) четвертая тенденция связана с расширением использования национальных валют в качестве мировых; 5) пятая тенденция проявляется в использовании международных валютных единиц; 6) шестая связана с идеей наднациональной валюты; 7) седьмая проявляется в использовании золота как реальных резервных активов, несмотря на постепенную утрату золотом денежных функций; 8) восьмая проявляется в глобализации регулирования международных валютных отношений на рыночном и межгосударственном уровнях. По мнению О.В. Буториной, факторами, определяющими обменный курс, признаются экономическая конъюнктура страны, темп инфляции и инфляционные ожидания, состояние платежного баланса (текущего счета и счета движения капиталов, особенно поток краткосрочного капитала в условиях финансовой либерализации с 1980-х гг.), разница процентных ставок и доходностей ценных бумаг в разных странах, поведение валютных рынков, спекулятивные валютные операции, степень доверия к национальной валюте, степень использования валюты в международных расчетах и на международных финансовых рынках, платежеспособность страны<sup>19</sup>. Долгосрочная тенденция обменного курса определяется комплексными факторами, такими как относительные темпы экономического роста в стране и за рубежом, темпы роста денежной массы и относительные изменения в экономической структуре.<sup>20</sup>

Валютный курс выступает как основной стоимостный показатель экономической политики. Л.Н. Красавина считает, что изменения курса валют влияют на перераспределение между странами части валового внутреннего продукта, которая реализуется на внешних рынках<sup>21</sup>. По мнению С.Р. Моисеева, валютный курс является в высшей степени важным ценовым показателем экономики, в частности, он имеет большое значение для проведения

---

<sup>19</sup> Буторина О.В. Международные валюты: интеграция и конкуренция / О.В. Буторина. – М.: Деловая литература, 2003. С. 106.

<sup>20</sup> Сун Вэньбин. Теоретический анализ и международное сравнение интервенций на валютном рынке / Вэньбин Сун // Мировая экономика. – 1998. – №6. – С.47.

<sup>21</sup> Красавина Л.Н. Валютно-кредитные и финансовые отношения / Л.Н. Красавина. – М.: Финансы и статистика, 2000. С. 32

денежно-кредитной политики и ее эффективности<sup>22</sup>. Хотя валютные отношения вторичны по отношению к воспроизводству, они обладают относительной самостоятельностью и оказывают на него обратное влияние<sup>23</sup>. Использование валютного курса в качестве инструмента макроэкономической политики обусловлено его важной макроэкономической ролью, поскольку от уровня и динамики валютного курса зависят многие экономические показатели. Возьмем обесценивание национальной валюты в качестве примера макроэкономической роли динамики валютного курса, чтобы объяснить канал и последствия его воздействия на национальную экономику и международные отношения (см. таб. 1.1).

Таблица 1.1 – Воздействие девальвации номинального курса на показатели экономики

Показатель	Механизм
1	2
Экономический рост:	
ВВП = С + I + G + (X – M)	Рост уровень ВВП проводится благодаря чистому экспорту при девальвации национальной валюты.
Уровень внутренних цен (рост):	
Рост цен импортируемых товаров	Непосредственное изменение цен импортируемых конечных товаров и услуг; Увеличение цен товаров и услуг, производимых внутри страны, их производственные затраты включают издержки импортных запчастей
Рост цены на экспортные товары	Цены на экспортные товары внутри страны повысятся при увеличении объемов экспорта
Увеличение совокупного спроса	При изменении ставок заработной платы вслед за ростом цен вследствие девальвации валюты.
Рост издержек производства	Повышения уровня цен и заработной платы
Особые обстоятельства	Цены обладают гораздо большей гибкостью в сторону повышения, чем в сторону понижения, так что снижение курса приводит к росту цен внутри страны, а при повышении курса снижение цен является слабо выраженным или отсутствует. При гиперинфляции большинство цен фактически выражаются в долларах (или другой стабильной иностранной валюте) и затем переводятся в цены в национальной валюте путем умножения на существующий в данный момент рыночный валютный курс, так что цены внутреннего рынка непосредственно и практически без временного лага следуют за изменениями валютного курса.

<sup>22</sup> Моисеев С. Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика / С. Р. Моисеев. – М.: Московская финансово-промышленная академия, 2011. – С. 261-262

<sup>23</sup> Красавина Л.Н. Валютно-кредитные и финансовые отношения / Л.Н. Красавина. – М.: Финансы и статистика, 2000. С. 19.

Продолжение таблицы 1.1

1	2
Платежный баланс:	
Импорт и экспорт\ Торговый баланс	<p>В краткосрочном периоде объемы экспорта и импорта слабо реагируют на изменившийся номинальный обменный курс. Цена импортных товаров в национальной валюте возрастает, а цена экспортных товаров в пересчете в иностранную валюту падает. Поэтому при девальвации национальной валюты сальдо торгового баланса ухудшается в течение нескольких месяцев после девальвации.</p> <p>По эффекту "J-кривой" через полугодия или года, торговый баланс улучшится, потому что чем дольше временной период, тем более эластично предложение на экспорт и эластичность спроса на импорт, соответственно отечественные компании могут отреагировать на девальвацию курса и добавить объемы поставок на внешний рынок и сократить объемы импорта.</p>
Прямые иностранные инвестиции	Усиление притока при понижении курса, поскольку иностранный инвестор получает более дешевый доступ к необходимым ресурсам.
Трансграничные потоки иностранных портфельных инвестиций	На трансграничные потоки портфельных инвестиций оказывают воздействие различия в доходности активов в разных странах, а также фактор риска и ожидаемые изменения валютного курса. Портфельные инвесторы избегают инвестиций в ценные бумаги при первых признаках нестабильности в экономике страны или девальвации ее валюты.
Государственный бюджет:	
Доходные статьи	Изменение валютного курса сразу приведет к соответствующему изменению поступлений в государственный бюджет в национальной валюте от адвалорных внешнеторговых пошлин; Другие поступления от налогов на внешнюю торговлю, от продажи лицензий на экспорт и импорт будут меняться по мере того, как объемы внешнеторгового оборота будут реагировать на новый валютный курс; Увеличение объемов поступлений и от внутренних налогов, прежде всего косвенных (НДС, акцизы, налог с продаж) и поступления от подоходного налога при повышении уровня внутренних цен и уровня заработной платы в общем.
Расходные статьи	Стоимость государственных закупок товаров и услуг будут повышаться; Расходы на выплату заработной платы государственным служащим и работникам бюджетных отраслей повышаются; Расходы по погашению и обслуживанию внешнего долга номинированного в иностранной валюте, исчисленные в национальной валюте повышаются.
Итоги	Состояние государственного бюджета в результате изменения курса может как улучшиться, так и ухудшиться, что зависит от многих переменных: величины и структуры внешнего долга, размеров государственного сектора, доли доходов от внешнеэкономической деятельности в общей структуре доходов государства, уровня и структуры налогов, доли импорта в общей величине государственных закупок товаров и услуг и т.д.

Продолжение таблицы 1.1

1	2
Денежный рынок страны и структура активов:	
Спрос и предложение на национальную валюту	Девальвация валюты вызывает повышение цен, что приводит к повышению спроса на деньги. Чтобы поддерживать валютный курс на новом уровне, центральный банк должен проводить интервенции на валютном рынке до тех пор, пока избыточный спрос на национальную валюту не будет удовлетворен.
Валютные резервы	В итоге, денежная масса возрастает (нехватка денег у экономических субъектов смягчается продажей банком национальной валюты), центральный банк увеличивает валютные резервы, а частный сектор сокращает свои иностранные активы.
Иностранные активы частных секторов	При обесценивании валютного курса стоимость валютных резервов, выраженных в иностранной валюте, растет.
Совокупный спрос	С одной стороны, в результате девальвации увеличивается чистый экспорт, а значит, растет и совокупный спрос. С другой стороны, девальвация стимулирует инфляцию и, следовательно, снижает реальную стоимость денежной массы, что приводит сокращению реальных потребительских расходов, а также объема инвестиций (из-за роста номинальной процентной ставки, согласно эффекту Фишера, инфляция растет, а номинальные процентные ставки растут). Таким образом, девальвация национальной валюты приводит не к изменению общей величины совокупного спроса, а к сдвигам в его структуре.
Реальный валютный курс	Поскольку девальвация национальной валюты имеет инфляционные последствия, повышение внутренних цен в значительной степени гасит эффект девальвации, так как реальный валютный курс изменяется в меньшей степени, чем номинальный.
Микроэкономическая деятельность	Колебания обменного курса увеличивают риск торговых расчетов или внешних долгов компаний; Повышение обменного курса заставит компании повышать эффективность производства или способствовать обновлению производственной структуры.
Международные экономические отношения	Огромное положительное сальдо торгового баланса страны, вызванное падением ее валютного курса, вероятно, вызовет международные торговые споры и войны валютного курса.

Составлено по: Холопов А.В. Валютный курс как инструмент макроэкономического регулирования // Мировая экономика и международные отношения. 2004. № 12. С. 25-33. URL: [http://www.mgimo.ru/files2/2014\\_01/up93/file\\_649817d50ff689fee9e702fb7d24c40d.pdf](http://www.mgimo.ru/files2/2014_01/up93/file_649817d50ff689fee9e702fb7d24c40d.pdf) (Дата обращения: 29.04.2021).

Место валютной политики в национальной экономике зависит от подходов к проведению политики обменного курса в системе мер макроэкономического регулирования. По мнению Холопова, существуют два принципиально разных подхода (см. таб. 1.2).

Таблица 1.2 – Подходы к проведению политики валютного курса в системе мер макроэкономического регулирования

	Название подхода	
	Политика "реальных целей"	Политика "номинального якоря"
Место валютного курса	Использование номинального валютного курса вместе с другими инструментами экономической политики для достижения реальных целевых показателей.	Валютный курс определяет изменения номинальных переменных для того, чтобы привязать темпы внутренней инфляции к темпам инфляции в странах – торговых партнерах.
Ориентир для макроэкономических показателей	Реальные целевые показатели (объем ВВП, уровень занятости, баланс текущих операций и т.д.)	Валютный курс
Функция валютного курса	Изменяется уровень номинального валютного курса вместе с другими мерами макроэкономической политики в ответ на изменения реальных экономических показателей.	Валютный курс используется для ограничения темпов инфляции и внутренней экономической политики. Такая политика посылает четкие сигналы частному сектору относительно перспектив развития инфляции.

Составлено по: Холопов А.В. Валютный курс как инструмент макроэкономического регулирования // Мировая экономика и международные отношения. 2004. – №12. – С.25-33. URL: [http://www.mgimo.ru/files2/2014\\_01/up93/file\\_649817d50ff689fee9e702fb7d24c40d.pdf](http://www.mgimo.ru/files2/2014_01/up93/file_649817d50ff689fee9e702fb7d24c40d.pdf) (Дата обращения: 29.04.2021).

Однако в действительности в открытой экономике от используемого режима валютного курса во многом зависят и роль валютной политики в стабилизации и развитии национальной экономики, ее место в системе мер макроэкономического контроля, и насколько сильно реализуются ее функции корректировки экономических показателей. В современном мире режимы валютного курса подразделяются на четыре широкие группы по отчету Международного Валютного Фонда 2019: режимы плавающего курса, режимы фиксированного курса с жесткой фиксацией, режимы фиксированного курса с мягкой фиксацией (нежесткой привязки) и другие регулируемые механизмы (см. таб. 1.3).

Таблица 1.3 – Основные критерии валютного курса, лежащие в основе классификации МВФ

Тип	Категории	Определение
1	2	3
Режим углового валютного курса		

Продолжение таблицы 1.3

Плавающий курс	Плавающий	Валютный курс определяется рынком самостоятельно. Нет никаких обязательств по диапазону и неизбежному вмешательству в ценообразование обменного курса, Центральный банк может напрямую вмешиваться в поведении валютного рынка только при необходимости.
	Свободно плавающий	Валютный курс определяется рынком самостоятельно, исходя из соотношения спроса и предложения. Денежные власти вмешиваются на валютный рынок только в крайних случаях, частота интервенций невысока, а продолжительность очень велика.
Фиксированный курс с жесткой фиксацией	Отсутствие собственного платежного средства	В качестве законного платежного средства страна использует валюту другого государства, отсутствие внутренней денежно-кредитной политики.
	Валютное правление	Денежные власти принимают на себя обязательство по обмену национальной валюты на иностранную по фиксированному курсу, данное обязательство закрепляется на законодательном уровне. Денежная база полностью обеспечивается международными резервами, центральный банк теряет функции денежно-кредитного регулятора и кредитора последней инстанции.
Режим промежуточного обменного курса		
Фиксированный курс с мягкой фиксацией	Традиционная фиксация	Страна формально привязывает свою валюту к валюте другой страны или к корзине валют. Привязка показателей эффективности только к историческим данным, а нет обещания, и вмешательство в обменный курс с помощью прямых и косвенных методов при необходимости.
	Фиксация в рамках горизонтального коридора.	Валютный курс свободно колеблется в заданном диапазоне значений. В любой момент власти готовы с помощью прямых или косвенных интервенций защитить горизонтальный коридор.
	Стабилизированный режим	Неофициально привязка, но сохранение очевидной стабильной тенденции по отношению к другой валюте или корзине валют через различные валютные интервенции
	Ползущая привязка	Валютный курс периодически корректируется в соответствии с официальной заданной величиной по отношению к якорной валюте или корзине валют.
	Подобная ползущая привязка	Тенденция обменного курса как ползущей привязки, только нет четких официальных обещаний по ползущая привязка
Остаточный	Другой управляемый режим	Не в вышеуказанной ситуации

Источник: Гуань Тао. Игра обменного курса: юань и подъем великих держав / Тао Гуань. – СИПС Группа, 2017. – С. 46-47; МВФ. Годовой отчет о валютных соглашениях и валютных ограничениях за 2019 год. – Вашингтон, округ Колумбия: МВФ, 2020. – С. 13.

Таблица 1.4 – Процент различных режимов обменного курса стран-членов МВФ по состоянию на 30 апреля 2019 г. (%) и представители в 2019 г.

Тип режима (количество стран)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Плавающие режимы	34.7	34.7	34.0	34.0	35.1	37.0	35.9	34.4	34.4
Плавающий (35)	18.9	18.4	18.3	18.8	19.4	20.8	19.8	18.2	18.2
	Страны с высоким уровнем дохода, такие как Новая Зеландия, Южная Корея, Южная Африка, Исландия, Венгрия, Чехия, Израиль, Швейцария и т. д. Многие развивающиеся страны: Аргентина, Зимбабве, Бразилия, Перу, Индия, Индонезия, Филиппины, Таиланд, Турция и др.								
Свободно плавающий (31)	15.8	16.3	15.7	15.2	15.7	16.1	16.1	16.1	16.1
	Большинство развитых стран + Чили, Мексика, Россия								
Жесткая фиксация	13.2	13.2	13.1	13.1	12.6	13.0	12.5	12.5	12.5
Отсутствие собственного платежного средства (13)	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	7.3	6.8	6.8	6.8
	Страны, поддерживаемые большой страной: Панама, Тимор-Лешти, Косово и др.								
Валютное правление (11)	6.3	6.3	6.3	6.3	5.8	5.7	5.7	5.7	5.7
	Гонконг и др.								
Мягкая фиксация	43.2	39.5	42.9	43.5	47.1	39.6	42.2	46.4	46.4
Традиционная фиксация (42)	22.6	22.6	23.6	23.0	23.0	22.9	22.4	22.4	21.9
	Дания, страны Ближнего Востока: Ирак, Иордания, Саудовская Аравия, Объединенные Арабские Эмираты и др.								
Стабилизированный режим (25)	12.1	8.4	9.9	11.0	11.5	9.4	12.5	14.1	13.0
	Вьетнам, Йемен, Египет и др.								
Ползущая привязка (3)	1.6	1.6	1.0	1.0	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
	Гондурас, Никарагуа, Ботсвана								
Подобная ползущая привязка (18)	6.3	6.3	7.9	7.9	10.5	5.2	5.2	7.8	9.4
	Сингапур, Бангладеш, Лаосская ПДР, Шри-Ланка, Узбекистан								
Фиксация в рамках горизонтального коридора (1)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
	Исторически европейские страны, но в настоящее время в эту классификацию включена только Тонга								

Продолжение таблицы 1.4

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Другой управляемый режим (13)	8.9	12.6	9.9	9.4	5.2	10.4	9.4	6.8	6.8
	Афганистан, Китай, Мьянма, Кения, Монголия, Пакистан, Венесуэла и др.								

Источник: МВФ. Годовой отчет о валютных соглашениях и валютных ограничениях за 2019 год. – Вашингтон, округ Колумбия: МВФ, 2020. – С. 7 - 9.

Таблица 1.4 показывает, что за последнее десятилетие доля стран-членов МВФ, которые использовали жесткую фиксацию валютного курса и доля стран, использовавших режимы плавающего курса, сократилась в общем; только доля стран с промежуточными курсами выросла с 43.2% до 46.4% в связи с развитием международной торговли по мере того, как все больше стран с низкими доходами присоединяется к глобальной производственной цепочке, также связана с возникновением и перевариванием глобальных финансовых рисков. Отметим, что в целом страны с высоким уровнем дохода отдают предпочтение вариантам плавающего обменного курса, в то время как в странах с формирующимся рынком промежуточные режимы наиболее распространены.

Преимущества и недостатки фиксированного курса, плавающего курса – это то, что развитые страны, особенно страны с формирующейся рыночной экономикой в первую очередь, должны четко понимать, делая выбор.

Франкель утверждает, что режимы плавающего и фиксированного обменного курса имеют по четыре преимущества. Режим плавающего курса имеет следующие преимущества: обеспечение независимости денежно-кредитной политики, возможность автоматической адаптации к торговым потрясениям, сохранение сеньоража и возможности кредитора последней инстанции, а также избежание спекулятивных атак.<sup>24</sup> Преимущества режима фиксированного курса как следующие: обеспечение номинального якоря для денежно-кредитной политики; поощрение торговли и инвестиций, устраняя валютный риск; предотвращение конкурентного обесценивания и предотвращение спекулятивных пузырей. При фиксированном курсе смягчение денежно-кредитной политики центрального банка ограничено, что выгодно

<sup>24</sup> Frankel Jeffrey A. Experience of and lessons from exchange rate regime in emerging economies / Jeffrey A. Frankel // National Bureau of Economic Research. – 2003. – No. F3. – С. 9. URL: [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w10032/w10032.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w10032/w10032.pdf) (дата обращения: 22.04.2021).



центральному банку для контроля разумной инфляции, при условии, что валюта с привязкой является твердой валютой с сильной денежной дисциплиной.

Фактически, преимущества фиксированного курса одновременно являются недостатками плавающего курса, а преимущества плавающего курса – это также и недостатки фиксированного курса.

Режим фиксированного обменного курса может устранить риск частых колебаний обменного курса и избежать спекулятивных пузырей обменного курса. Наоборот, это означает, что режим плавающего обменного курса может привести к спекулятивным пузырям и частым колебаниям обменного курса, или даже к "перелету валютного курса"<sup>25</sup>. Когда на рынок воздействуют внешние шоки, цены на товарных рынках более липки и корректируются медленно, в то время как цены на финансовом рынке регулируются быстро, поэтому краткосрочная реакция обменного курса на внешние потрясения может отклоняться от долгосрочного равновесного уровня, что приводит к перелету обменного курса, создавая риск и неопределенность в международных экономических отношениях. Например, в первой половине 1980 года долларový пузырь вызвал высокий бюджетный дефицит и высокий торговый дефицит в США в контексте высоких процентных ставок и высоких обменных курсов, что стало важным экономическим фоном для Соглашения Плаза 1985 года. Кроме того, регулирующая функция плавающих валютных курсов может реализоваться плохо в результате повышения общего уровня внутренних цен и роста реального валютного курса из-за обесценения валюты, в этом случае обесценивание валюты приводит не к улучшению состояния платежного баланса, а к усилению инфляции.

При режиме фиксированного курса банки и корпорации недооценивают риск падения или обвала валюты и поэтому держат чрезмерную задолженность в иностранной валюте, которая не хеджируется от валютного риска, т.е. открытая валютная позиция очень высока. Когда фиксированный курс подвергается спекулятивной атаке, а у страны недостаточно валютных резервов для его поддержки, фиксированный курс в этой ситуации вынужден плавать и неизбежно чрезмерно обесценится, что может привести к банкротству валютных заемщиков в случае чрезвычайно большой открытой валютной позиции, чьи доходы в национальной валюте

---

<sup>25</sup> Dornbusch R. Expectations and exchange rate dynamics / R. Dornbusch // Journal of political Economy. – 1976. – 84(6). – P. 1161. URL: <http://jrxy.zjsu.edu.cn/jrxy/jssc/2902.pdf> (дата обращения: 22.04.2021).

недостаточны для обслуживания их валютных долгов, с разрушительными последствиями для экономики. Кроме того, после краха Бреттонвудской системы в середине 1970-х годов, когда многие ведущие мировые валюты перешли к режиму "свободного плавания", выбор якоря валюты для фиксации валютного курса стал критически важным. Привязка валютного курса к определенной валюте выгоднее в том случае, если речь идет о валюте страны, которая является основным торговым партнером.<sup>26</sup> Однако, если валюта-якорь часто перевыпускается, страны с фиксированным курсом могут столкнуться с импортируемой инфляцией и пузырями активов, вызванными большим притоком иностранного капитала.

Помимо преимуществ и недостатков фиксированных и плавающих валютных курсов, выбор режима курса связан с эндогенными факторами страны, о чем экономистам стало известно благодаря теории Манделла об «оптимальных валютных зонах»<sup>27</sup>, разработанной в 1961 году. Выбор соответствующего режима не может быть сделан независимо от знания обстоятельств, с которыми сталкивается страна, о которой идет речь.<sup>28</sup> Френкель указал, что ни один валютный режим не подходит для всех стран или во все времена.<sup>29</sup> Оптимальный режим обменного курса зависит от обстоятельств конкретной страны и времени. Для некоторых стран угловые решения действительно являются хорошими вариантами. Плавающий курс по-прежнему желателен для крупных экономик. Фиксированный курс может быть желателен для очень маленьких стран с открытой экономикой или для тех, где история гиперинфляции или доминирование привередливых глобальных инвесторов сделали доверие недостаточным, а независимую денежно-кредитную политику больше нельзя использовать.<sup>30</sup> Страны более

<sup>26</sup> Холопов А.В. Валютный курс как инструмент макроэкономического регулирования / А.В. Холопов // Мировая экономика и международные отношения. – 2004. – №12. – С.25-33. URL: [http://www.mgimo.ru/files2/2014\\_01/up93/file\\_649817d50ff689fee9e702fb7d24c40d.pdf](http://www.mgimo.ru/files2/2014_01/up93/file_649817d50ff689fee9e702fb7d24c40d.pdf) (дата обращения: 29.04.2021).

<sup>27</sup> Mundell R. A. A theory of optimum currency areas / R. A. Mundell // The American economic review. – 1961. – No. 51(4) – С.657-665. URL: [http://www.sfu.ca/~kkasa/mundell\\_61.pdf](http://www.sfu.ca/~kkasa/mundell_61.pdf) (дата обращения: 22.04.2021).

<sup>28</sup> Frankel Jeffrey A. Experience of and lessons from exchange rate regime in emerging economies / Jeffrey A. Frankel // National Bureau of Economic Research. – 2003. – No. F3. – С. 4-5. URL: [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w10032/w10032.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w10032/w10032.pdf) (дата обращения: 22.04.2021).

<sup>29</sup> Frankel Jeffrey A. No single currency regime is right for all countries or at all times / Jeffrey A. Frankel // National Bureau of Economic Research. – 1999. – No.w7338. – С. 1. URL: [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w7338/w7338.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w7338/w7338.pdf) (дата обращения: 22.04.2021).

<sup>30</sup> Frankel Jeffrey A. No single currency regime is right for all countries or at all times / Jeffrey A. Frankel // National Bureau of Economic Research. – 1999. – No.w7338. – С. 36-37. URL: [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w7338/w7338.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w7338/w7338.pdf) (дата обращения: 22.04.2021).

склонны к плавающим курсам с большим экономическим масштабом, более низкой открытости, более низкой концентрацией торговли, более высокой степенью экономического и финансового развития и более высокой мобильностью капитала<sup>31</sup>. Другими словами, оптимальный валютный режим во многом зависит от характеристик самой страны, и каждая страна должна принимать решение об эволюции своего режима обменного курса в соответствии со своей конкретной экономической системой, экономической структурой, экономическим масштабом и конкретным этапом развития.

Таблица 1.5 – Критерии при выборе оптимального режима валютного курса для конкретных условий

Доводы в пользу фиксированного курса	Доводы в пользу гибкого курса
Более открытая экономика	Более крупная экономика
Географическая торговля более сконцентрирована	Более диверсифицированы производство и экспорт
Страны с очень высокими темпами инфляции	Высокий уровень экономического и финансового развития страны
Низкое доверие к политике. Фиксированный курс может сыграть дисциплинирующую роль при принятии политических решений, препятствуя эмиссионному финансированию бюджетного дефицита	Высокая мобильность капитала
Номинальные экономические шоки (например, изменением спроса на деньги): Предложение денег является эндогенным при фиксированном валютном курсе, колебания на денежном рынке просто будут амортизированы изменением валютных резервов и не окажут влияния на условия спроса и предложения на товарных рынках, т.е. поддержание фиксированного валютного курса будет более эффективным с точки зрения стабилизации объемов производства.	Реальные экономические шоки (например, изменения спроса на экспорт или условий торговли): При реальные экономические шоки валютный курс должен быть скорректирован, чтобы стабилизировать объем производства путем создания (или сокращения) внешнего спроса. При увеличении внутреннего спроса целесообразно повышение валютного курса, чтобы переориентировать часть дополнительно спроса на внешние рынки.

Составлено по: Холопов А.В. Валютный курс как инструмент макроэкономического регулирования / А.В. Холопов // Мировая экономика и международные отношения. 2004. – №12. – С.25-33. URL: [http://www.mgimo.ru/files2/2014\\_01/up93/file\\_649817d50ff689fee9e702fb7d24c40d.pdf](http://www.mgimo.ru/files2/2014_01/up93/file_649817d50ff689fee9e702fb7d24c40d.pdf) (дата обращения: 20.04.2021).

<sup>31</sup> И Ган, Тан Сянь. Теоретическая основа «гипотезы углового решения» режима обменного курса / Ган И, Сянь Тан // Финансовые исследования. – 2001. – №8. – С.6.

Эффективным элементом валютной политики является валютная интервенция, это значительное разовое целенаправленное воздействие центрального банка страны на валютный рынок и валютный курс, осуществляемое за счет продажи или закупки банком крупных партий иностранной валюты или золотовалютных резервов для регулирования курса валют в интересах государства. По Статье 41 Федерального закона "О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)" под валютными интервенциями Банка России понимается купля-продажа Банком России иностранной валюты на валютном рынке для воздействия на курс рубля и на суммарный спрос и предложение денег.<sup>32</sup> Народный банк Китая - центральный банк Китайской Народной Республики, осуществляет надзор и управление валютным рынком по всей стране в соответствии с законом и может, в соответствии с изменениями на валютном рынке и требованиями денежно-кредитной политики, использовать инструменты денежно-кредитной политики, такие как операции на открытом рынке, для покупки и продажи иностранной валюты на валютном рынке, регулирования спроса и предложения иностранной валюты, стабилизации ее цен.<sup>33</sup>

Осуществляя валютные интервенции, центральный банк обычно принимает ряд дополнительных мер, чтобы увеличить стоимость спекуляций или изменить рыночные ожидания. Эти меры включают: 1. Повышение процентных ставок, в основном краткосрочных ставок денежного рынка, для увеличения стоимости спекуляций, что обычно используется странами во время валютных кризисов; 2. Административные приказы по ограничению спекуляций, в основном направленные на отечественные банки, требующие, чтобы они не занимались спекулятивными продажами сами и не кредитовали национальную валюту иностранным спекулянтам, т.е. ограничивающие отечественные банки от кредитования ликвидности в национальной валюте иностранным оффшорным банкам; 3. Обращение за поддержкой и совместными действиями к другим центральным банкам или международным организациям, отчасти для получения дополнительных средств для интервенций, что более важно, для влияния на ожидания рынка и укрепления доверия рынка.

Инструментами проводимой центральными банками валютной политики являются

---

<sup>32</sup> Федеральный закон "О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)" от 10.07.2002 N 86-ФЗ (ред. от 24.02.2021)

<sup>33</sup> Обзор операций на открытом рынке Народного банка Китая / Народный банк Китая. URL: <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125431/125463/2881199/index.html> (дата обращения: 22.04.2021).

валютные интервенции и, в той или иной степени, практически все инструменты денежно-кредитной политики: дисконтная политика, операции на открытом рынке, установление резервных требований к коммерческим банкам, политика процентных ставок и др.. Таким образом, валютная политика теснейшим образом связана с денежно-кредитной политикой. Обе они являются практически неразделимыми частями экономической политики государства, имеют тесно связанные цели и проводятся обычно одним и тем же учреждением – центральным банком. Таким образом, во многих развитых странах не делается различий между валютной и денежно-кредитной политикой и для их обозначения используется один и тот же термин "монетарная политика".

Валютные интервенции можно разделить на прямые интервенции и косвенные интервенции. Прямые интервенции – это прямое участие денежных властей страны в купле-продаже на валютном рынке путем использования валютных резервов, переводов между центральными банками или официальных займов для изменения обменного курса валюты. Косвенное вмешательство означает, что денежные власти воздействуют на краткосрочные потоки капитала через корректировку процентных ставок или вербальные интервенции для косвенного влияния на обменный курс валюты.

В зависимости от того, вызвала ли валютная интервенция изменения в денежной массе, прямые интервенции денежных властей на валютном рынке можно разделить на два типа: стерилизованная интервенция - использование инструментов денежно-кредитной политики для обратного хеджирования от вызываемых ими изменений в денежной массе, и нестерилизованная интервенция - отсутствие соответствующей стерилизованной операции, вызывая изменения в денежной массе.

Помимо режима валютного курса и валютной интервенции, валютное регулирование также является важной частью валютной политики. В целом центральный банк ответственен за проведение валютной политики, состоящей из нескольких компонентов: режим валютного курса; управление международными резервами; валютное регулирование, включая контроль над международным движением капитала,<sup>34</sup> т.е. контроль за счетами движения капитала.

Валютное регулирование представляет собой комплекс экономических, административно-правовых мер органов и агентов валютного регулирования по управлению

---

<sup>34</sup> Моисеев С. Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика / С. Р. Моисеев. – М.: Московская финансово-промышленная академия, 2011. – С. 263.

обращением и использованием валюты, контролю за валютными операциями, воздействию на валютный курс, мониторингу и управлению трансграничными потоками капитала и внешними платежами и переводами в рамках государственной валютной политики.

В отличие от иностранных валют, национальные валюты не всегда являются объектом валютно-правового регулирования, за исключением случаев, когда нерезиденты участвуют в экономических отношениях. Например, если покупателем ценных бумаг с номиналом в юанях является иностранная компания-нерезидент, возникающие в результате отношения регулируются нормами валютного законодательства независимо от того, на территории Китая или за пределами Китая. Субъектами валютного регулирования являются государственных органов, отвечающих за валютное регулирование как центробанки, министерства финансов и другие ведомства, в зависимости от конкретных обстоятельств каждой страны.

Валютное регулирование осуществляется с использованием государством экономических и административных инструментов. К экономическим инструментам относится использование: (а) учетной ставки для регулирования движения капиталов; (б) валютных интервенций денежных властей; (в) диверсификации валютных резервов; (г) установления режима валютного курса; (д) налогообложение трансграничных потоков капитала (налог Тобина); (е) девальвации и ревальвации курса национальной валюты. К административным инструментам относят: (а) регламентацию, (б) ограничение и (в) запрещение на проведения операций.

Условиями осуществления валютного контроля являются наличие валютных ограничений на валютном рынке и законодательная регламентация учета и отчетности по валютным операциям. Цель валютного контроля – обеспечение соблюдения валютного законодательства при осуществлении валютных операций. Либерализация валютной политики направлена на отмену валютного контроля.

Деятельность органов валютного регулирования во внешнеэкономической сфере осуществляется по двум направлениям: по текущим и капитальным счетам. Создание систем валютного регулирования во многих странах явилось реакцией их денежных властей на явление, называемое трансграничное движение капитала. Важной частью систем валютного регулирования является контроль за счетами движения капитала.

Трансграничное движение капитала отражает отток и приток капитала в экономику. Международный общий мониторинг трансграничного движения капитала относится в

основном к капитальному и финансовому счету платежного баланса. Можно сказать, что состояние трансграничного движения капитала тесно связано со степенью открытия счета движения капитала страны (также известного как конвертируемость счета движения капитала и либерализация счета операций с капиталом), доходностью инвестиций, внутренними и зарубежными спредами, масштабами международных «горячих денег» и международной экономической обстановкой. Следует пояснить, что термин "счет капитала" был изменен с 1993 года на нынешний "капитальный и финансовый счет", хотя в академических исследованиях по-прежнему используется понятие "счет капитала", отражающее по сути субкомпоненты "финансового счета", включая прямые инвестиции, портфельные инвестиции (инвестиции в акции, облигации, фонды, депозитные сертификаты большой стоимости, коммерческие бумаги и различные деривативы) и прочие инвестиции (депозиты, кредиты, авансы).

В отличие от конвертируемости валюты по текущему счету, которая может быть заявлена при условии соблюдения Статьи VIII Соглашения МВФ, конвертируемость счета движения капитала не имеет четкого и единообразного определения ни в документах МВФ, ни в академических исследованиях. До 1996 года, согласно критерию «Годового отчета о валютных соглашениях и валютных ограничениях» МВФ, валюта страны считалась достигшей конвертируемости счета капитала, если на операции с капиталом не накладывались платежные ограничения. После азиатского финансового кризиса 1997 года МВФ разделил первоначальное единый критерий конвертируемости счета капитала для стран-членов на 11 пунктов. По ним и валюта страны считалась в значительной степени достигшей конвертируемости счета капитала, если страна открывала операции с кредитными инструментами и открывала шесть или более пунктов. После международного финансового кризиса 2008 года критерии конвертируемости счета капитала были еще более смягчены<sup>35</sup>.

По словам Вэнь Цзяньдун, конвертируемость счета движения капитала - это устранение контроля, связанного с текущими и капитальными операциями с использованием различных валют, а также устранение всех дискриминационных режимов обменного курса и налогообложения.<sup>36</sup> Открытие счета движения капитала - это восстановление свободы

---

<sup>35</sup> Исследовательская группа Департамента расследований и статистики НБК, Шэн Сунчэн. Условия для ускорения открытия счета операций с капиталом в Китае в принципе созрели / Сунчэн Шэн // Китайские финансы. – 2012. – №5. – С. 14.

<sup>36</sup> Вэнь Цзяньдун. Коннотация и расширение конвертируемости счета капитала / Цзяньдун Вэнь // Международные финансовые исследования. – 2001. – №7. – С. 21-25.

трансграничного капитала путем объявления вне закона регулирующих договоров, касающихся обмена валюты, платежей или операций по счету капитала.<sup>37</sup> Александр рассматривает либерализацию счета движения капитала как процесс снятия ограничений на международные операции, связанные с движением капитала, допускающую не только прямые иностранные инвестиции, но и движение капитала на рынки облигаций и акций, а также в банковский сектор, и распространяющуюся как на приток, так и на отток капитала.<sup>38</sup> У Няньлу считает открытие счета операций с капиталом как способ не накладывать ограничения на платежи и переводы между резидентами и нерезидентами, когда они участвуют в операциях с капиталом, что позволяет обменивать международные общие валюты и национальные валюты по своему усмотрению.<sup>39</sup> Окоре и Джон определяют открытость счета операций с капиталом как параметр, используемый для измерения степени открытости экономики, измеряющий скорость, с которой капитал перетекает в одну страну и из нее в другую без подрыва территориальной целостности и независимости страны.<sup>40</sup> Гуань Тао считает, что по сравнению с конвертируемостью счета текущих операций, которая касается только обмена, но не транзакций, конвертируемость счета операций с капиталом связана с конвертируемостью процесса обмена и либерализацией процесса сделки.<sup>41</sup>

Можно сказать, что в действительности конвертируемость счета движения капитала - это не полная либерализация обмена и движения трансграничного капитала, а управляемый обмен и движение капитала. Полностью конвертируемости счет движения капитала в принципе в реальности не существует. Даже в США, где либерализация является приоритетом, существует контроль над деривативами и другими инструментами, контроль над прямыми инвестициями и т.д.<sup>42</sup> В международной практике для ограничения транзакций и обменов по счету операций с

<sup>37</sup> Цзян Бокэ, Чжу Юньгао. Исследование открытия счета капитала: аналитические рамки на основе внутреннего и внешнего равновесия / Бокэ Цзян, Юньгао Чжу // Международные финансовые исследования. – 2004. – №4. – С. 12-19.

<sup>38</sup> Alexander Cobbam. Capital Account Liberalization and Poverty / Cobbam Alexander // Global Social Policy. – 2002. – № 2(2). – P. 163-188.

<sup>39</sup> У Няньлу, Ян Хайпин, Чэнь Ин. О конвертируемости и интернационализации юаня / Няньлу У, Хайпин Ян, Ин Чэнь // Международные финансовые исследования. – 2009. – №11. – С. 4-12.

<sup>40</sup> Okore Amah Okore, John Okey Onoh. The Impact of Capital Account Liberalization on Economic Growth in Nigeria / Amah Okore Okore, Okey Onoh John // European Journal of Business and Management. – 2013. – № 41(3). – P. 879-892.

<sup>41</sup> Гуань Тао. Сущность обменного курса / Тао Гуань. – СИТИС Группа, 2016. – 356 с.

<sup>42</sup> Годовой отчет о валютных соглашениях и валютных ограничениях за 2019 год. – Вашингтон, округ Колумбия: МВФ, 2020. – С. 64.



капиталом обычно используются негативные листинги. МВФ регулярно выпускает ежегодную публикацию «Годовой отчет о валютных соглашениях и валютных ограничениях», в которой описывается состояние контроля за каждым субсчетом по капитальному и финансовому счету каждой экономики, который используется большинством ученых в качестве важной основы для измерения открытости счета движения капитала.

Сегодня либерализация счета движения капитала охватывает три основные области: прямые инвестиции, краткосрочные портфельные инвестиции и внешние заимствования. Из них прямые инвестиции, портфельные инвестиции и ссуды со сроком погашения более одного года представляют собой долгосрочный капитал в трансграничном движении капитала; краткосрочные портфельные инвестиции, ссуды, торговое финансирование и спекулятивный капитал со сроком погашения менее один год являются краткосрочным капиталом. После мирового финансового кризиса 2008 года в международной экономике сформировался минимальный консенсус относительно того, что прямые инвестиции необходимы для экономического роста, а краткосрочный капитал, такой как краткосрочный долг, арбитражные операции и связанные с ними операции с деривативами, обычно приводит к финансовой и экономической неустойчивости.<sup>43</sup> Даже по мере развития международных финансовых рынков и внедрения инноваций в финансовые инструменты грань между долгосрочным и краткосрочным капиталом стирается, инвестиционные инструменты с более длительными сроками погашения также имеют тенденцию быть высоколиквидными, а долгосрочный капитал может иметь высокую процикличность, что также приводит к финансовой и экономической нестабильности.

Прямые иностранные инвестиции, внешние заимствования (внешний долг) и краткосрочные портфельные инвестиции – это три основные формы использования иностранного капитала, и механизмы их действия на экономическое развитие страны и их влияние на экономическую и финансовую стабильность страны совершенно различны.

Международный капитал от краткосрочных портфельных инвестиций обычно направляется на более ликвидные и спекулятивные рынки акций и недвижимости, на которых легко могут возникнуть "пузыри" активов. В странах с открытыми счетами операций с

---

<sup>43</sup> Ю Юндин, Чжан Мин. Новые международные тенденции в области контроля за движением капитала и либерализации счета операций с капиталом / Юндин Ю, Мин Чжан // Международный экономический обзор. – 2012. – №5. – С. 70.

капиталом и свободно плавающими курсами большие притоки и оттоки краткосрочного ликвидного капитала, как правило, усиливают волатильность обменного курса и экономики, а также риски финансового рынка, как это происходит в странах Латинской Америки. В странах с режимом фиксированного или промежуточного обменного курса, куда поступают большие потоки капитала, для поддержания более стабильного обменного курса денежные власти будут покупать иностранную валюту и дополнительно выпускать денежную базу, что может привести к росту инфляции и повышению реального обменного курса, даже при наличии стерилизованного действия. Когда реальный обменный курс повышается, конкурентоспособность экспорта снижается, экономика замедляется, и краткосрочный спекулятивный капитал начнет шортить страну на том основании, что на фондовом и жилищном рынках образовался пузырь, который трудно поддерживать, и из-за стадного поведения, информационный шум и эффекта заражения произойдет валютный кризис в самореализующихся ожиданиях обесценивания валюты и бегство массового капитала. Страны с валютным контролем вынуждены использовать свой валютный резерв для стабилизации обменного курса, и когда у них закончится валютный резерв, разразится кризис, как это произошло во время Азиатского финансового кризиса. Кроме того, когда экономика США входит в сильный цикл, повышение процентных ставок Федеральной резервной системы (сокращенно ФРС) или ожидание этого может также вызвать отток краткосрочного капитала из страны, что может привести к отсутствию внутренней мотивации к инвестициям и сбережениям, влияя на экономическое развитие страны; в то время как снижение процентных ставок ФРС вызывает приток краткосрочного капитала на развивающиеся рынки, что может привести к чрезмерному увеличению совокупного спроса и перегреву макроэкономики. Краткосрочные потоки капитала, скорее всего, приведут к ложным "пузырям" активов, кратковременным экономическим бумагам и увеличению краткосрочных прибылей для вовлеченных финансовых учреждений, что принесет гораздо больше вреда, чем пользы для экономического развития и стабильности развивающихся стран.

Что касается внешнего долга, то в экономиках, где слабое регулирование или преобладает непотизм (основанный на отношениях), средства от международных заимствований компаний или финансовых учреждений пускаются на спекулятивные рынки недвижимости и акций в погоне за высокой доходностью в краткосрочной перспективе. На этапе бума цен на активы

растущая стоимость активов компенсирует накопление долга, и баланс выглядит здоровым, но как только ожидания инвесторов меняются, могут возникнуть следующие цепные реакции: сначала бежит международный капитал, лопаются пузыри активов, уменьшается стоимость банковского залога, сокращаются банками кредиты, поскольку их собственные балансы и балансы кредиторов ухудшаются, разрываются цепочки корпоративного капитала, увеличивается коэффициент безнадежных долгов, и кредит рушится, вызывая системный финансовый кризис. Одной из причин возникновения азиатского финансового кризиса стал финансовый избыток, вызванный моральным риском финансовых институтов, который выразился в чрезмерном накоплении портфельных активов и недвижимости. Этот финансовый избыток повысил уязвимость финансовой системы страны, а существование политики родства в странах Юго-Восточной Азии повысило уровень финансовых эксцессов, позволяя банкам и корпорациям с непотизмом без ограничений привлекать средства с международных рынков капитала и инвестировать капитал в фондовые рынки и недвижимость, создавая огромные пузыри активов.

Если иностранный капитал часто используется в форме долга при низком уровне производительности труда внутри страны и медленном экономическом развитии, то при погашении долга часто возникнет ряд трудностей с обслуживанием долга, таких как несоответствие сроков погашения и валютное несоответствие, что приведет к кризису, как, например, в странах Южной Европы, где разразился европейский долговой кризис. Даже если страна с более высоким уровнем производительности может позволить себе рационально инвестировать свой внешний долг в подходящую внутреннюю реальную экономику, неизбежно будет испытывать снижение доходности и сокращение обслуживания долга в периоды циклических экономических колебаний. При падении обменного курса национальной валюты обслуживание долга по кредитам, номинированным в иностранной валюте, еще больше усугубится. Например, в Корее, которая имеет ориентированную на экспорт высокотехнологичную промышленность, чрезмерный размер и структура ее внешнего долга стали одной из причин кризиса после финансового кризиса в Таиланде и Индонезии в 1997 году, когда ухудшились условия международной торговли, снизился внешний спрос и экономика пришла в упадок. Баланс внешнего долга Кореи в ноябре 1997 года составлял 153 млрд долл. США, из которых краткосрочные долги со сроком погашения в течение одного года составляли

2/3, подлежащих погашению только к концу марта 1998 года – 21,6 млрд, а валютные резервы Южной Кореи в ноябре 1997 года составляли 24 млрд долл. США, что позволяло удовлетворить потребности в импорте только в течение двух месяцев.<sup>44</sup> При недостаточных валютных резервах и высоком внешнем долге спекулянты воспользовались ситуацией, чтобы шортить вон, что привело к резкому падению курса воны, еще больше увеличив бремя внешнего долга и поставив в затруднительное положение большое количество качественных южнокорейских компаний. Для того чтобы получить иностранную помощь для выхода из кризиса, Корея должна была договориться с МВФ об условиях помощи, которые включали разрешение иностранным финансовым институтам создавать дочерние или кооперативные банки в Корее, повышение лимита на долю участия иностранных инвесторов в южнокорейских компаниях с 26% до 55% и открытие рынка краткосрочных облигаций для иностранных инвесторов<sup>45</sup>. Корея полностью открыла свой рынок облигаций, фондовый рынок и денежный рынок для иностранного капитала, в то время как некоторые из этих капитальных счетов еще не полностью открыты для иностранного капитала в США. Контрольные пакеты акций высококачественных южнокорейских компаний также были проданы иностранным инвесторам по "льготным ставкам". Можно утверждать, что Южная Корея в определенной степени утратила свой финансовый суверенитет.

Если поддерживать разумный размер и структуру внешнего долга и инвестировать его в прибыльную реальную экономику, это приведет к росту инвестиций и потребления и процветанию в экономике страны. Но точный размер скрытого внешнего долга станет известен только тогда, когда разразится кризис. Как видно, для стимулирования оптимального эффекта от использования внешнего долга для экономического развития необходимо создать эффективную систему статистики и надзора за размером и структурой внешнего долга.

Прямые иностранные инвестиции (ПИИ) как долгосрочный капитал – это комплекс, включающий капитал, технологии, оборудование, сырье, детали и узлы, а также таланты, менеджмент, маркетинговые сети, бизнес-идеи и даже сознание и правило рыночной экономики, при этом капитал является самым основным носителем и конечным воплощением. Помимо того,

---

<sup>44</sup> Фань Чжэньхун. Финансовый кризис в Южной Корее и урок для Китая / Чжэньхун Фань // Дунъюэская дискуссионная серия. – 1998. – №5. – С. 60.

<sup>45</sup> Фань Чжэньхун. Финансовый кризис в Южной Корее и урок для Китая // Дунъюэская дискуссионная серия. – 1998. – №5. – С. 61.

что прямые инвестиции в реальную экономику обеспечивают накопление капитала, они также приносят выгоды для экономического развития, такие как технологические инновации, улучшение управления и бизнес-моделей, широкие внешние рынки, что может способствовать модернизации промышленности, повышению уровня производительности и ускорению экономического роста под эффективным руководством правительства. Поскольку средства прямых иностранных инвестиций вкладываются непосредственно в реальную экономику, не возникает несоответствие сроков погашения или валютное несоответствие. Джастин Ифу Линь с позиций новой структурной экономики утверждает, что без соображений оборонной безопасности или националистических настроений выгоды от ПИИ при открытии счета движения капитала намного перевешивают риски<sup>46</sup>. Развитые страны имеют преимущество в технологии, капитале, управлении и бизнес-моделях перед развивающимися странами, и поэтому у них более жесткие нормативные требования к регулированию ПИИ. Например, США, Великобритания, Франция и Япония более охотно открывают счета финансовых кредитов, коммерческих кредитов и операций с личным капиталом<sup>47</sup>.

В итоге, от областей и степени открытия зависит, что перевешивают ли преимущества открытия счета движения капитала недостатки, а также от конкретных обстоятельств страны в конкретное время, в частности от финансового и институционального развития. Меняющееся направление трансграничного потока капитала часто становится непосредственной причиной кризиса, и поэтому представляется, что необходимо в определенной степени управлять трансграничными потоками капитала или составлять планы регулирования, а не слепо потворствовать свободному движению капитала.

## 1.2 Взаимосвязь денежно-кредитной и валютной политики

Многие экономисты изучали взаимосвязь между режимами обменного курса, движением капитала и независимой денежно-кредитной политикой, что привело к созданию ряда репрезентативных теорий, среди которых известными являются модель Манделла-Флеминга, Идея невозможной троицы (также известная как невозможная трилемма), расширенная

---

<sup>46</sup> Лин Ифу. Интерпретация экономики Китая (обновленное издание) / Ифу Лин. – Издательство Пекинского университета, 2014. – 358 с.

<sup>47</sup> Годовой отчет о валютных соглашениях и валютных ограничениях за 2019 год. – Вашингтон, округ Колумбия: МВФ, 2020. – С. 56.

невозможная троика и невозможная дилемма.

Модель Манделла-Флеминга анализирует взаимосвязь между режимами обменного курса и независимостью денежно-кредитной политики в предположении, что капитал совершенно свободно движется в малой открытой экономике. В случае режима фиксированного обменного курса, даже при экспансивной денежно-кредитной политике, снижение процентных ставок приведет к большому оттоку капитала, тем самым возвратив кривую LM в исходное положение и заставив денежно-кредитную политику неэффективной. Однако режим плавающего обменного курса может эффективно избежать этой ситуации, позволяя компенсировать последствия оттока капитала обесцениванием национальной валюты, и денежно-кредитная политика приводит к новому равновесию между товарным рынком и денежным рынком и росту внутреннего производства. Она раскрывает влияние комбинации макроэкономических политик, таких как фискальная политика, денежно-кредитная политика и политика обменного курса, на внутренний баланс экономики (экономический рост, полная занятость и стабильность цен) и внешний баланс экономики (платежный баланс) в открытой экономике.

На рис. 1.1 показано изменение денежно-кредитной политики при режиме фиксированного обменного курса. Исходной ситуацией в модели являлась точка А, тогда товарный рынок (IS), денежный рынок (LM) и платежный баланс (BP) находились в равновесии. Когда центральный банк страны проводила экспансивную денежно-кредитную политику, кривая LM сдвигалась вправо от LM1 к LM2, как в процессе 1) на рис. 1.1. Если страна являлась закрытой экономикой, экономика достигла равновесия в точке В: внутренние процентные ставки снизились, а объем производства увеличился. Но поскольку капитал мог течь совершенно свободно, снижение процентных ставок и увеличение объема производства привело к большому оттоку капитала и сокращению чистого экспорта (после короткого периода уровень цен повысился, а счет текущих операций ухудшился), дефициту платежного баланса и давлению девальвации на национальную валюту. При режиме фиксированного обменного курса денежные власти напрямую вмешивались в валютный рынок, продавая иностранную валюту и покупая национальную валюту для поддержания стабильности обменного курса, но это привело к сокращению денежной массы и возвращению в исходное положение кривой LM2, как в процессе 2) на рис. 1.1, товарный рынок и денежный рынок снова достигли равновесие в точке А, денежно-кредитная политика показалась неэффективной. Для

того чтобы противостоять эффектам оттока капитала, денежные власти отказались от своей независимой денежно-кредитной политики при режиме фиксированного обменного курса и перешли от экспансионистской денежно-кредитной политики к сокращающей денежно-кредитной политике: продавать иностранную валюту и покупать национальную валюту для поддержания стабильности обменного курса.

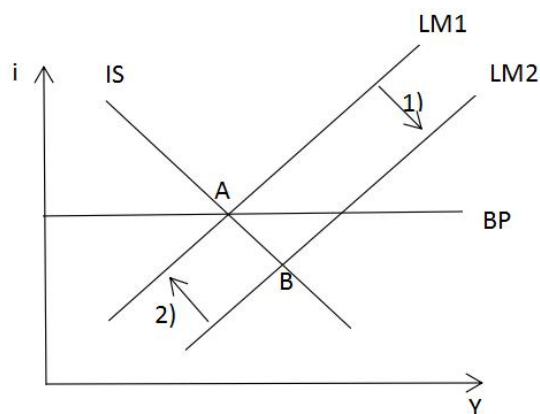


Рис. 1.1 – Экспансионистская денежно-кредитная политика при режиме фиксированного обменного курса

Источник: Составлено по Mundell Robert. A. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates / Robert A. Mundell // *The Canadian Journal of Economics and Political Science*. – 1963. – Vol. 29, No. 4. – P. 475-485. URL: <http://www.jstor.org/stable/139336>: 24.02.2021).

Fleming John Marcus. Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates / John Marcus Fleming // *Staff Papers - International Monetary Fund*. – 1962. – Vol. 9. – № 3. – P. 369-380. URL: <http://www.jstor.org/stable/3866091> (дата обращения: 24.02.2021).

На рис. 1.2 показано изменение денежно-кредитной политики при режиме плавающего обменного курса. Исходная ситуация в модели была такова: когда центральный банк страны проводил экспансионистскую денежно-кредитную политику, кривая LM сдвигалась вправо от LM1 к LM2 как в процессе 1) на рис. 1.2, а точка пересечения IS и LM перемещалась в точку В. В этот момент внутренние процентные ставки снизились, а объем производства увеличился. Но поскольку капитал мог течь совершенно свободно, снижение процентных ставок и увеличение объема производства привело к большому оттоку капитала и сокращению чистого экспорта (после короткого периода уровень цен повысился, а счет текущих операций ухудшился), и дефициту платежного баланса. При режиме плавающего обменного курса центральный банк не проводил валютные интервенции, поэтому национальная валюта обесценивалась, что в свою очередь привело к росту экспорта и снижению импорта, а кривая IS сдвигалась вправо как в процессе 2) на рис. 1.2, в конечном итоге товарный рынок и денежный рынок снова достигли

равновесие в точке С, где объем производства увеличился, денежно-кредитная политика являлась эффективной. Здесь режим плавающего обменного курса противодействовал эффектам оттока капитала, а денежные власти были способны поддерживать свою первоначальную независимую экспансионистскую денежно-кредитную политику.

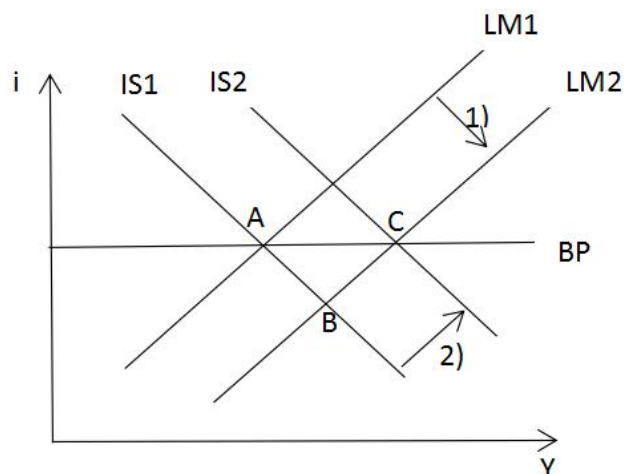


Рис. 1.2 – Экспансионистская денежно-кредитная политика при режиме плавающего обменного курса

Источник: Составлено по Mundell Robert. A. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates / Robert A. Mundell // *The Canadian Journal of Economics and Political Science*. – 1963. – Vol. 29, No. 4. – P. 475-485. URL: <http://www.jstor.org/stable/139336>: 24.02.2021).

Fleming John Marcus. Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates / John Marcus Fleming // *Staff Papers - International Monetary Fund*. – 1962. – Vol. 9. – № 3. – P. 369-380. URL: <http://www.jstor.org/stable/3866091> (дата обращения: 24.02.2021).

После этого Кругман предложил модель “невозможной троицы” на основе модели Манделла-Флеминга, т.е. правительство может одновременно достичь только двух из трех целей политики – фиксированный валютный курс, свободное движение капитала (отсутствие контроля за движением капитала), независимая денежно-кредитная политика. Если страна хочет сохранить независимость денежно-кредитной политики при свободном движении капитала, она должна ввести режим плавающего обменного курса. Если фиксированный обменный курс сохраняется при свободном движении капитала, денежно-кредитная политика теряет свою независимость из-за пассивной корректировки. Взаимосвязь между тремя целями макроэкономической политики в невозможной троице можно представить в виде равностороннего треугольника, как показано на рис. 1.3.



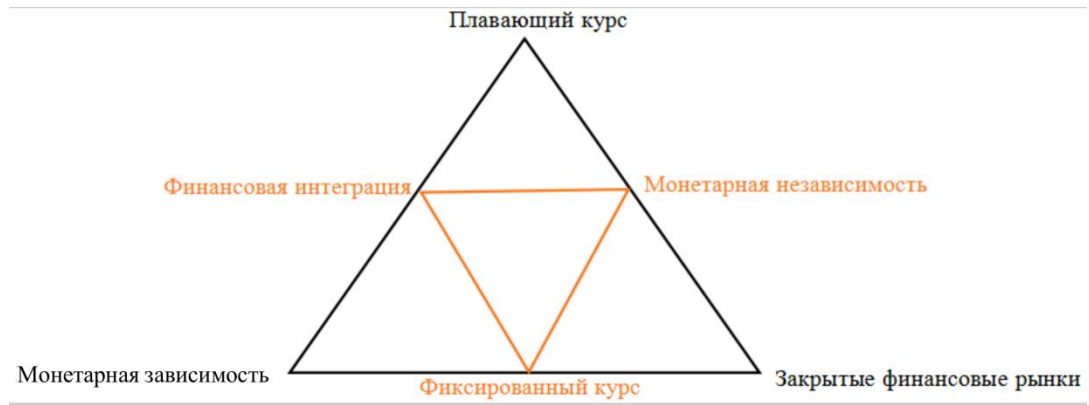


Рис. 1.3 – Невозможная троица

Составлено по: Mundell Robert. A. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates / Robert A. Mundell // *The Canadian Journal of Economics and Political Science*. – 1963. – Vol. 29, No. 4. – P. 475-485. URL: <http://www.jstor.org/stable/139336> (дата обращения 24.02.2021). Fleming John Marcus. Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates / John Marcus Fleming // *Staff Papers - International Monetary Fund*. – 1962. – Vol. 9. – № 3. – P. 369-380. URL: <http://www.jstor.org/stable/3866091> (дата обращения: 24.02.2021).

Невозможная троица имеет важное ориентировочное значение для выбора политики страны в условиях открытой экономики, но стоит отметить, что эта теория рассматривает только ситуацию с режимом углового валютного курса и не анализирует влияние режима промежуточного обменного курса на независимость денежно-кредитной политики. В действительности многие страны предпочитают эклектичную политику – режим управляемого плавающего обменного курса и частичный контроль за счетами движения капитала для достижения частичной независимости денежно-кредитной политики. Франкель считает, что в существующей теории нет ничего, что мешало бы стране придерживаться управляемого плавающего курса, при котором половина каждого колебания спроса на ее валюту регулируется интервенциями, а половина отражается в обменном курсе.<sup>48</sup> Промежуточные решения часто оказываются более подходящими, чем угловые. Для многих стран по-прежнему будут уместны режимы, находящиеся между крайностями чистого плавания и жесткой фиксации. Это справедливо для некоторых развивающихся стран, для которых масштабные потоки капитала не являются проблемой. Для многих промежуточных стран с развивающимися рынками, имеющих открытые капитальные рынки, не существует единого режима валютного курса,

<sup>48</sup> Frankel Jeffrey A. No single currency regime is right for all countries or at all times / Jeffrey A. Frankel // *National Bureau of Economic Research*. – 1999. – No.w7338. – С. 17. URL: [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w7338/w7338.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w7338/w7338.pdf) (дата обращения: 22.04.2021).

который был бы очевидным выбором.<sup>49</sup>

Основываясь на невозможной троице, китайские ученые И Ган и Тан Сянь предлагают расширенную невозможную троицу для анализа "промежуточного решения" при выборе политики.<sup>50</sup>

На рис. 1.4 показаны основные элементы расширенной невозможной троицы: переменные  $x$ ,  $y$  и  $m$  представляют стабильность обменного курса, независимость денежно-кредитной политики и ликвидность капитала соответственно, и эти переменные нормированы так, чтобы их значения лежали между 0 и 1.

Когда  $x=0$ , это означает, что действует плавающий обменный курс; когда  $x=1$ , это означает, что действует фиксированный обменный курс; большее значение  $x$  указывает на более неэластичный режим обменного курса.

Когда  $y=0$ , это означает, что денежно-кредитная политика не является независимой вообще; когда  $y=1$ , это означает, что денежно-кредитная политика полностью независима; большее значение  $y$  означает, что денежно-кредитная политика более независима.

Когда  $m=0$ , это означает, что капитал полностью не движется; когда  $m=1$ , это означает, что капитал может двигаться совершенно свободно; большее значение  $m$  указывает на более высокую ликвидность капитала. Согласно невозможной троице, между стабильностью обменного курса, свободной ликвидностью капитала и независимостью денежно-кредитной политики одновременно могут быть достигнуты только два, поэтому сумма трех переменных равна 2, т.е.  $x + y + m = 2$ .

При таком ограничении, помимо случая углового решения, могут быть получены другие комбинации режима обменного курса, степени независимости денежно-кредитной политики и степени ликвидности капитала, такие как  $(x, y, m) = (0.5, 0.5, 1)$ , что указывает на то, что страна может получить частичную независимость денежно-кредитной политики путем повышения гибкости режима обменного курса при сохранении свободного движения капитала, или  $(x, y, m) = (0.5, 1, 0.5)$ , что указывает на то, что страна может проводить более независимую денежно-кредитную политику путем частичного контроля за движением капитала и повышения гибкости режима обменного курса.

<sup>49</sup> Там же. С. 37.

<sup>50</sup> И Ган, Тан Сянь. Теоретическая основа «гипотезы углового решения» режима обменного курса / Ган И, Сянь Тан // Финансовые исследования. – 2001. – №8. – С.5-17.

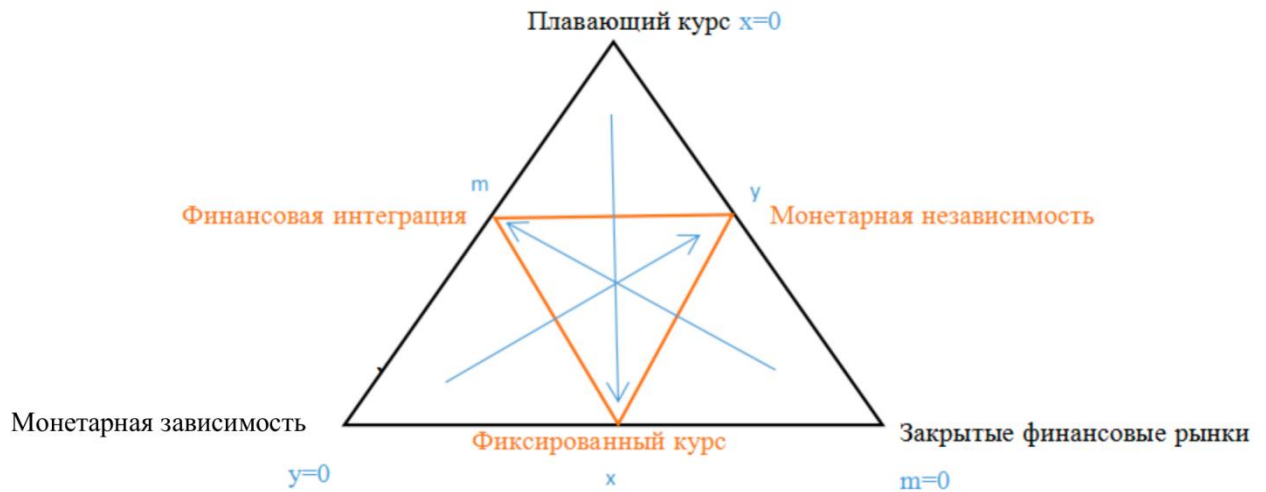


Рис. 1.4 – Расширенная невозможная троица

Источник: Составлено по И Ган, Тан Сянь. Теоретическая основа «гипотезы углового решения» режима обменного курса / Ган И, Сянь Тан // Финансовые исследования. – 2001. – №8. – С.5-17.

Развитие финансовых деривативов предоставило инструменты для хеджирования валютных рисков и сделало возможными крупномасштабные спекулятивные атаки. В новых рыночных условиях к коренным причинам валютного кризиса можно отнести поведение общественного морального риска, возникшее в результате попытки режима промежуточного обменного курса обеспечить бесплатную страховку от риска изменения обменного курса, а также кризис общественного доверия к обязательствам правительства, возникший в результате того, что режим промежуточного обменного курса является выбором исполнительной власти, а не законом, принятым законодательной властью. Когда требования эффективности приведут мир к полному свободному движению капитала, тенденция будет направлена в сторону более гибких режимов обменного курса или региональных союзов, а в конечном итоге - к абсолютному доминированию режимов углового обменного курса. Свободное плавание будет сосуществовать с валютными союзами.<sup>51</sup>

Рей утверждает, что невозможная троица достигается на основе предположения, что страна проводит независимую денежно-кредитную политику. В мире глоболизирующихся финансов с различными типами потоков капитала и несовершенствами финансовых рынков денежно-кредитная политика ключевых стран может влиять на денежно-кредитные условия и финансовую стабильность других стран несколькими способами. В таком мире плавающий обменный курс может оказаться недостаточным для того, чтобы изолировать национальную

<sup>51</sup> Там же. С. 14.

экономику, даже если это крупная страна, от глобальных факторов и обеспечить независимость денежно-кредитной политики.<sup>52</sup> В контексте финансовой глобализации существует глобальный финансовый цикл, в котором потоки капитала, цены активов и рост кредитования движутся согласованно, и что существование этого глобального финансового цикла приводит к циклу бумов на притоке капитала и спадов на оттоке капитала. При свободном движении капитала глобальный финансовый цикл ограничивает национальную денежно-кредитную политику независимо от режима обменного курса.<sup>53</sup> А шоки процентных ставок в США являются важным фактором, влияющим на мировой финансовый цикл. Глобальный финансовый цикл, по Рейу, изменил невозможную триаду в невозможную дилемму, при этом первоначальная трилемма превратилась в дилемму между свободным движением капитала и независимостью денежно-кредитной политики. Независимая денежно-кредитная политика возможна только при условии прямого или косвенного управления счетом движения капитала.

Рей утверждает, что под влиянием свободного движения капитала денежно-кредитная политика центральной страны оказывает воздействие на другие страны через международный кредитный канал и канал страха плавания. Международный кредитный канал, в широком понимании, когда изменение денежно-кредитной политики ФРС влияет на внутренние финансовые условия через влияние межвременной цены доллара на цены залога, стоимость финансирования в долларах.<sup>54</sup> Доллар США играет очень важную роль на международных финансовых рынках и в международной банковской отрасли и является важной валютой мировой финансовый рынок. Через изменения курса доллара США денежно-кредитная политика США влияет на стоимость активов, коэффициент финансового рычага, рост кредитов и ценообразование активов международных финансовых учреждений, и в свою очередь влияет на рост кредитов и ценообразование активов в других странах. На международных финансовых рынках часто используется доллар США в качестве валюты инвестирования и финансирования. В этом случае, если США примет экспансионистскую денежно-кредитную политику и снизит

---

<sup>52</sup> Rey H. International channels of transmission of monetary policy and the Mundellian trilemma / H. Rey // National Bureau of Economic Research. – 2016. – No. w 21852. – P. 2. URL: <https://www.nber.org/papers/w21852> (дата обращения: 22.04.2021).

<sup>53</sup> Rey H. Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence / H. Rey // National Bureau of Economic Research. – 2015. – No. w21162.– P. 1. URL: [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w21162/w21162.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w21162/w21162.pdf) (дата обращения: 22.04.2021).

<sup>54</sup> Rey H. International channels of transmission of monetary policy and the Mundellian trilemma / H. Rey // National Bureau of Economic Research. – 2016. – No. w 21852. – P.22-23

ставку, это напрямую уменьшит процентные платежи заемщиков и улучшит их денежный поток. Кроме того, снижение ставки увеличит стоимость активов в долларах США и их залогов. И под их совместным воздействием банки, предприятия и домохозяйства испытают увеличение чистых активов, независимо от первоначальных целей денежно-кредитной политики, что в свою очередь вызовет рост инвестиций и совокупного спроса. Механизм влияния канала страха плавания заключается в том, что некоторые страны, провозгласившие введение режима плавающего валютного курса, на практике обычно ограничивают свой валютный курс меньшим диапазоном из-за опасений, что колебания валютного курса окажут негативное влияние на их внутреннюю экономику. При канале страха плавания центральные банки, сталкивающиеся с большими потоками капитала, могут попытаться сократить разницу в процентных ставках и ужесточить свою ставку по мере ужесточения ФРС.<sup>55</sup> В противном случае эти страны столкнутся с давлением, вынуждающим их девальвировать свои валюты из-за оттока капитала. Это, в свою очередь, повлияет на ипотечный спред через внутренний кредит или канал принятия риска.

В дополнение к международному кредитному каналу и каналу страха плавания, эмпирическое исследование Лу Цзянь показывает, что денежно-кредитная политика США также будет оказывать влияние на страны с режимом плавающего обменного курса через канал денежного мультипликатора: Когда США проводят ужесточающую денежно-кредитную политику, например, повышают ставку по федеральным фондам, глобальное неприятие риска (VIX - Индекс страха) растет, желание и способность компаний увеличивать коэффициент финансового левиреджа, а также желание банков предоставлять кредиты падает, а сочетание этих двух факторов приводит к росту коэффициента избыточных резервов банков. В то же время рост неприятия риска также приводит к увеличению желания компаний и банков держать наличные деньги и росту отношения наличных к депозитам. Увеличение коэффициента избыточных резервов и отношения наличных к депозитам приводит к снижению денежного мультипликатора, поэтому можно сделать вывод, что увеличение глобального неприятия риска приводит к снижению денежного мультипликатора. Это означает, что глобальное неприятие риска оказывает негативное влияние на денежный мультипликатор через коэффициент

---

<sup>55</sup> Там же. С. 22.

избыточных резервов и отношение наличных к депозитам.<sup>56</sup>

Стоит отметить, что хотя денежно-кредитная политика США влияет на совокупную денежную массу других стран через канал денежного мультипликатора, невозможная троица не опровергается, поскольку для стран с режимом плавающего обменного курса, хотя их совокупная денежная масса и подвержена влиянию, их денежная база по-прежнему определяется центральным банком. В этом смысле центральный банк при плавающем курсе по-прежнему способен сохранять независимость денежно-кредитной политики. Политические значения невозможной дилеммы в анализе и выборе макроэкономической политики для открытой экономики включают два аспекта: с одной стороны, повышение гибкости обменного курса по-прежнему помогает сохранить независимость денежно-кредитной политики и достичь внутреннего и внешнего баланса; с другой стороны, макропруденциальное управление трансграничными потоками капитала должно быть усилено для сдерживания проциклических колебаний леввериджа на валютном рынке, но нет необходимости возвращаться к старому пути контроля за движением капитала.<sup>57</sup>

### **1.3 Функции и цели Народного банка Китая и финансовых учреждений при реализации валютной политики**

Статья 2 «Закона КНР о Народном банке Китая» гласит, что Народный банк Китая (далее сокращен НБК) является центральным банком КНР, который устанавливает и проводит денежно-кредитную политику, предотвращает и решает финансовые риски и поддерживает финансовую стабильность под руководством Госсовета. Согласно Статье 3 этого Закона целями денежно-кредитной политики являются поддержание стабильности валюты и содействие экономическому росту. «Регламент распределения функций, внутренних институтов и штатного расписания Народного банка Китая» – последний официальный государственный документ, подтверждающий обязанности НБК, уточняет, что НБК отвечает за макропруденциальное управление.

По закону, конечной целью НБК является система двух целей – стабильность цен и рост

---

<sup>56</sup> Лу Цзянь. Неприятие риска, валютный мультипликатор и дилемма / Цзянь Лу // Международные финансовые исследования. – 2017. – №6. – С. 12.

<sup>57</sup> Цзян, С. Взаимосвязь независимости денежно-кредитной политики и валютной политики // Конкурентоспособность в глобальном мире: экономика, наука, технологии. 2022. № 11. С. 294-298.

реального производства. В политической практике НБК фактически применяет многоцелевую систему, что отличает его от других центральных банков мира. Чжоу Сяочуань, выступая на лекции МВФ в Вашингтоне 24 июня 2016 года, отметил, что многоцелевая система, принятая НБК, содержит четыре основные годовые цели, такие как стабильность цен, экономический рост, полная занятость и сбалансированный платежный баланс, а также две динамические цели для особого переходного периода, именно финансовая реформа и открытие и развитие финансовых рынков, еще неявная цель финансовой стабильности в среднесрочной перспективе.<sup>58</sup> Это сильно отличается от системы таргетирования инфляции или системы двойного таргетирования ценовой стабильности и полной занятости в развитых странах. НБК трудно достичь всех семи целей, и он может только рассортировать важность семи целей в конкретные периоды по мере изменения внутренней и международной экономической и финансовой ситуации и разрешить основные противоречия, что является сутью механизма принятия решений по денежно-кредитной политике Китая и ключевым моментом для рынка или инвесторов в оценке ориентации политики НБК.

Для всех стран с развивающейся рыночной экономикой платежный баланс, потоки капитала, волатильность обменного курса и валютные резервы являются основными элементами, влияющими на макроэкономическую и денежно-кредитную политику. Китай в процессе перехода к рыночной экономике заимствовал путь развития ориентированных на внешний рынок стран Восточной Азии, что во многом способствовало реформированию и открытости всех аспектов китайской экономики, но также усилило зависимость Китая от международной торговли и иностранных инвестиций, в результате чего платежный баланс, политика обменного курса и потоки капитала в значительной степени влияют на денежно-кредитную политику, денежную массу и цели стабильности цен НБК. НБК обращает внимание на вопрос платежного баланса, также должен взять на себя функции управления обменными курсами, иностранной валютой, валютными резервами, золотыми резервами и статистикой платежного баланса. «Закон КНР о Народном банке Китая» подтверждает, что одной из обязанностей НБК является осуществление валютного регулирования и надзор за межбанковским валютным рынком. Согласно «Регламенту распределения функций, внутренних

---

<sup>58</sup> Чжоу Сяочуань рассказывает о многоцелевой системе денежно-кредитной политики центрального банка / Первые финансы Китая. URL: <https://www.yicai.com/news/5033425.html> (дата обращения: 22.04.2021)

институтов и штатного расписания Народного банка Китая», НБК является составным подразделением Госсовета, и его конкретные обязанности в области валютного регулирования включают в себя: установление и реализацию политики обменного курса юаня, продвижение трансграничного и международного использования юаня, поддержание платежного баланса, осуществление управления иностранной валютой, отслеживание и мониторинг международных и внутренних финансовых рынков и предупреждение рисков, мониторинг и управление трансграничными потоками капитала, хранение, управление и администрирование валютных резервов и золотых резервов страны.

В соответствии с «Законом КНР о Народном банке Китая», НБК принимает систему ответственности директора. Решение о выборе директора принимает Всекитайское собрание народных представителей по представлению премьера Госсовета; когда Всекитайское собрание народных представителей не заседает, решение принимает Постоянный комитет Всекитайского собрания народных представителей, а назначает и смещает его Председатель КНР. Вице-директор НБК назначается и освобождается от должности Премьером Госсовета.

Органами валютного регулирования КНР являются Народный банк Китая и Государственное управление валютного контроля (далее сокращенно ГУВК) под его руководством в соответствии с «Положением Китайской Народной Республики о валютном регулировании». Согласно «Закону КНР о коммерческом банке», коммерческие банки могут осуществлять деятельность по покупке и продаже иностранной валюты с разрешения Народного банка Китая. Согласно статье 28 «Положения Китайской Народной Республики о валютном регулировании»: финансовые учреждения, осуществляющие деятельность по покупке и продаже иностранной валюты, могут проводить валютные операции на межбанковском валютном рынке в соответствии с постановлениями органов валютного регулирования при Госсовете. Межбанковский валютный рынок – это рынок, на котором отечественные финансовые учреждения торгуют юанем и иностранными валютами через Китайскую систему торговли иностранной валютой (далее КСТИВ, также известна как Национальный центр межбанковского фондирования), который находится под надзором ГУВК, уполномоченного Народным банком Китая. КСТИВ отвечает за организацию и повседневное управление валютным рынком и внедряет систему членства, только члены могут участвовать в операциях на валютном рынке. Отечественные финансовые учреждения могут стать членами



КСТИВ по заявлению и одобрению Совета директоров КСТИВ и после предоставления отчетности в ГУВК для записи. Члены должны соблюдать соответствующие государственные правила по управлению иностранной валютой и принимать руководство КСТИВ. Валютные операции между членами должны проводиться через КСТИВ, а валютные операции нечленов должны проводиться через членов со статусом агентства. Право членов выступать в качестве агентов для нечленов в валютных операциях должно быть одобрено КСТИВ. Никакие операции между ренминби и иностранными валютами не должны проводиться любыми отечественными финансовыми учреждениями вне КСТИВ.<sup>59</sup>

В целях содействия упорядоченному функционированию и здоровому развитию валютного рынка и поддержания порядка справедливой конкуренции на рынке под руководством НБК и ГУВК в июне 2016 года и апреле 2017 года были созданы Механизм самодисциплины иностранной валюты (далее сокращен МСИВ) и Китайский комитет по иностранной валюте (далее сокращен ККИВ). ККИВ состоит из представителей регулирующих органов (соответствующие лица из НБК и ГУВК) и участников рынка (опытные профессионалы из учреждений-участников валютного рынка, старшие эксперты валютного рынка) и направляет и продвигает скоординированное и упорядоченное развитие МСИВ с точки зрения реформы, развития и регулирования валютного рынка. МСИВ, исходя из соблюдения соответствующей политики обменного курса и правил управления иностранной валютой, осуществляет самодисциплинарное управление поведением котировки среднего паритета обменного курса юаня, поведением торговли на межбанковском валютном рынке, а также поведением банковских внебиржевых валютных операций и трансграничных операций в юанях. Двухуровневая структура ККИВ и МСИВ, включающий как рыночную саморегулируемую организацию, так и платформу для общения и координации между органами валютного регулирования и участниками рынка, вместе составляют систему саморегулирования китайского валютного рынка.

Система маркет-мейкеров на китайском межбанковском валютном рынке была внедрена с 2006 года, и ГУВК утверждает список маркет-мейкеров раз в два года. Маркет-мейкеры имеют право предоставлять котировку среднего паритета обменного курса юаня в КСТИВ. Список маркет-мейкеров на начало 2021 года включал 7 иностранных банков и 18 отечественных

---

<sup>59</sup> Временный регламент управления межбанковским валютным рынком. (Иньфа [1996] №423).

банков (см. рис. 1.5), а именно за исключением Банка Миншэн и Банка Пинг Ан, чьи пакеты акций более рассредоточены, 16 других отечественных банков, чьи контрольные пакеты акций прямо или косвенно принадлежат центральному правительству или местным органам власти КНР (см. рис. 1.5).

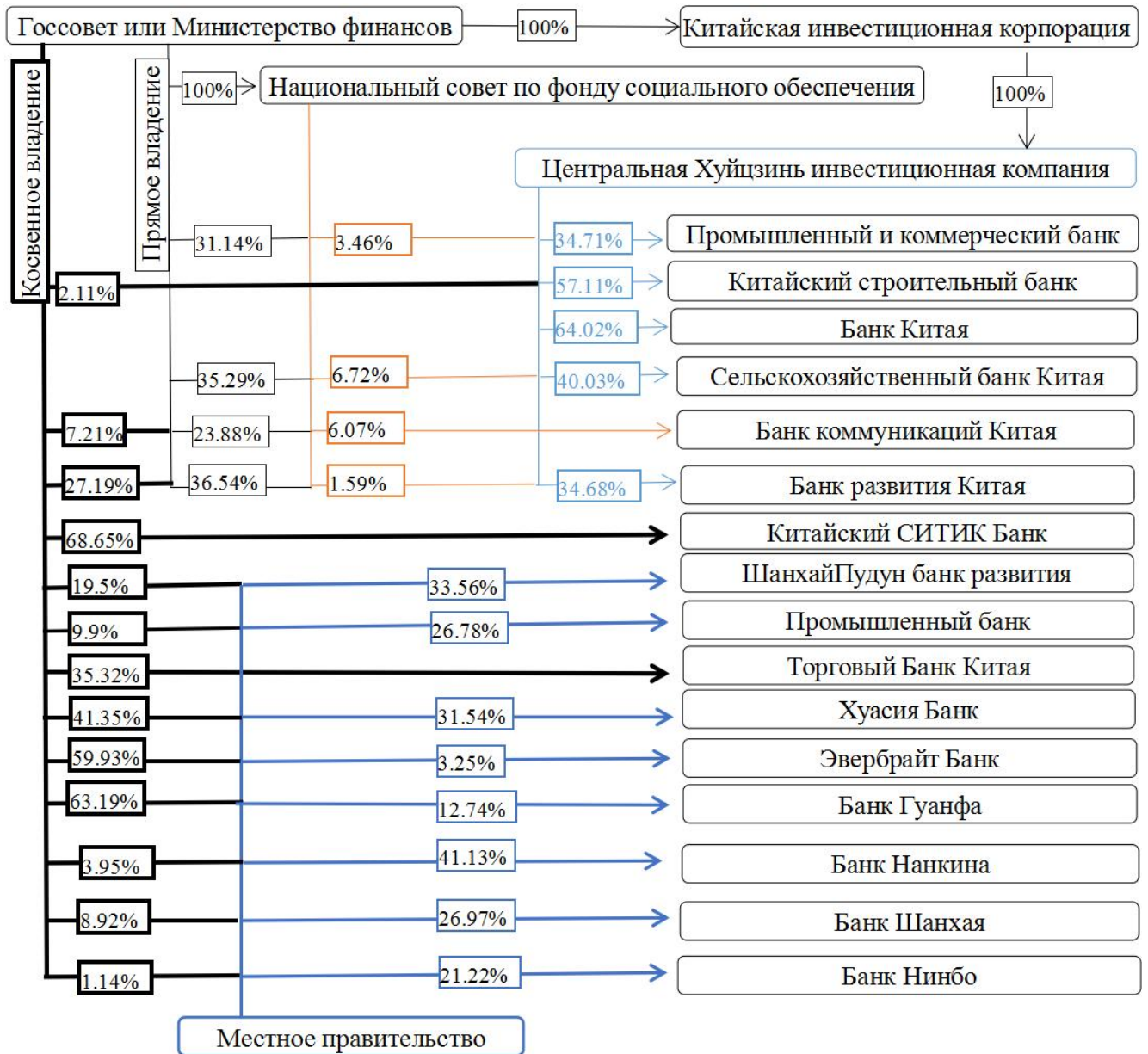


Рис. 1.5 – Крупнейшие коммерческие банки и структуры их акционеров (по состоянию на 30 августа 2022 г.)

Составлено автором по данным: Сайт Tianyancha. URL: <https://www.tianyancha.com/>

Можно утверждать, что китайское правительство фактически контролирует китайский финансовый рынок, в том числе валютный рынок, правовыми, институциональными, организационными и экономическими средствами.

## Выводы по главе 1

Валютная политика представляет собой совокупность экономических, юридических и организационных мероприятий и выступает составной частью макропруденциальной политики. В экономике, ориентированной на внешний рынок, валютная политика имеет приоритет по отношению к внутренней денежно-кредитной политике.

Важнейшими звеньями механизма реализации валютной политики являются валютный курс, валютная интервенция и валютное регулирование, включая контроль за счетами движения капитала.

Использование валютного курса в качестве инструмента макроэкономической политики обусловлено его важной макроэкономической ролью, поскольку от уровня и динамики валютного курса зависят многие экономические показатели как экономический рост, уровень внутренних цен, платежный баланс, государственный бюджет, денежный рынок страны и структура активов. Валютный курс играет роль как инструмент макроэкономической политики для достижения реальных целевых показателей или как ориентир для макроэкономических показателей зависит от проведения политики "реальных целей" или политики "номинального якоря". В действительности в открытой экономике роль, место и функции обменного курса и валютной политики в экономическом развитии зависят от выбора режима обменного курса страны, на который влияющие как преимущества и недостатки самих режимов фиксированного и плавающего курса, так и эндогенные для страны факторы, таких как: размер и открытость экономики, степень торговой концентрации, степень экономического и финансового развития, потоки капитала и т. д.

Валютная интервенция часто осуществляется за счет продажи или закупки денежными властями крупных партий иностранной валюты или золотовалютных резервов для регулирования валютного курса в интересах государства, и обычно используется ряд дополнительных инструментов: дисконтная политика, операции на открытом рынке, установление резервных требований к коммерческим банкам, политика процентных ставок и др.

Валютное регулирование представляет собой комплекс экономических, административно-правовых мер органов и агентов валютного регулирования по управлению обращением и использованием валюты, контролю за валютными операциями, воздействию на

валютный курс, мониторингу и управлению трансграничными потоками капитала и внешними платежами и переводами в рамках государственной валютной политики.

В отличие от системы инфляционного таргетирования центральных банков развитых стран или системы двойного таргетирования, ценовой стабильности и полной занятости, Народный банк Китая принял многоцелевую систему: конечные цели экономического роста, ценовой стабильности, полной занятости и платежного баланса, среднесрочная цель финансовой стабильности, динамические цели финансовой реформы и открытия и развития финансовых рынков в особый переходный период. Это связано со спецификой национальных условий Китая:

1) Китай в процессе перехода к рыночной экономике заимствовал путь развития ориентированных на внешний рынок стран Восточной Азии, что усилило зависимость Китая от международной торговли и иностранных инвестиций, в результате чего платежный баланс, политика обменного курса и потоки капитала в значительной степени влияют на денежно-кредитную политику; 2) фактическим лицом, принимающим решения по денежно-кредитной и валютной политике Китая, является Государственный совет (табл. 1.6).

Таблица 1.6 – Организационная структура китайского межбанковского валютного рынка

Фактическое лицо, принимающее решения	Госсовет
Органы валютного регулирования	Народный банк Китая Государственное управление валютного контроля
Торговая площадка	Китайская система торговли иностранной валютой
Система саморегулирования	Китайский комитет по иностранной валюте (на основе физических лиц)
	<div style="display: flex; justify-content: space-around; align-items: center;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px;">Руководство</div> <div style="text-align: center;">↓</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px;">Обратная связь</div> </div>
	Механизм самодисциплины иностранной валюты (на основе учреждений)
Торговец	Члены Китайской системы торговли иностранной валютой

Китайское правительство фактически контролирует финансовый рынок правовыми, институциональными, организационными и экономическими средствами.

## ГЛАВА 2. ЭВОЛЮЦИЯ ВАЛЮТНОЙ ПОЛИТИКИ КИТАЯ

На 14-м Национальном съезде Коммунистической партии Китая (КПК) в 1992 году было принято Постановление о создании системы социалистической рыночной экономики в качестве цели реформ и определено направление реформ и открытости экономики. «Решение Центрального комитета Коммунистической партии Китая по ряду вопросов, касающихся создания системы социалистической рыночной экономики», принятое на третьем пленарном заседании Центрального комитета Коммунистической партии Китая (ЦК КПК) 14-го созыва в ноябре 1993 года, стало общим планом создания системы рыночной экономики. Под его руководством продолжались прогрессивные реформы и открытость в экономической, торговой и финансовой сферах, изменились цели и содержание валютной политики. В этой главе рассмотрена эволюция валютной политики Китая с точки зрения управления валютными операциями, контроля за движением капитала, положения платежного баланса, трансграничных потоков капитала, уровня обменного курса, интернационализации юаня, рыночной реформы механизма формирования обменного курса и валютной интервенции с учетом международной обстановки и внутренних экономических и финансовых условий, а также дана оценка результатов политики.

### 2.1 Этапы и направления трансформации системы валютного регулирования

В статистике платежного баланса увеличение резервных активов является отрицательным, а уменьшение – положительным, а увеличение счета текущих операций и операций с капиталом является положительным, а уменьшение – отрицательным. На рис. 2.1 показано, что резервные активы Китая по данным платежного баланса увеличились в период с 1993 по 2021 год, за исключением 2015, 2016 и 2019 годов; дефицит счета текущих операций в размере 11.9 млрд долл. США в 1993 году был последним случаем дефицита счета текущих операций до сегодняшнего дня; и счет операций с капиталом (сумма капитальных статей и финансовых статей плюс чистые ошибки и пропуски, то и ниже) постоянно был в профиците с 1993 по 1996 год и с 2001 по 2013 год (за исключением 2012 года); с 2014 года давний "двойной профицит" платежного баланса Китая изменился на профицит счета текущих операций и дефицит счета операций с капиталом, и с тех пор трансграничные потоки капитала стали основным источником давления на увеличение или уменьшение резервных активов калибру платежного баланса и краткосрочные движения обменного курса юаня.

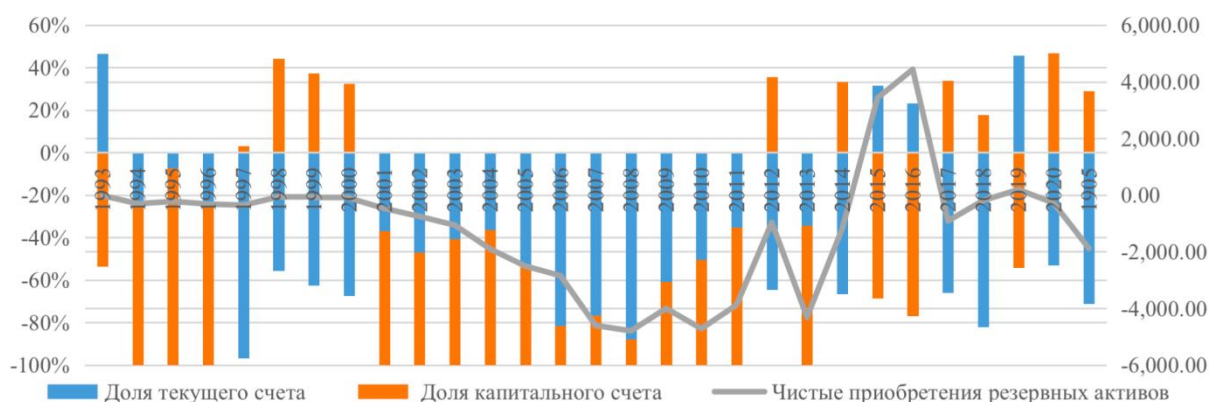


Рис. 2.1 – Сальдо текущего счета и капитального счета Китая в процентах от резервных активов (100 млн долл. США)

Составлено по данным: Сайт Государственное управление валютного контроля КНР. URL: <http://www.safe.gov.cn>

С 1994 по 1996 года китайский платежный баланс показывал двойной профицит по текущему и капитальному счетам. Среднемесячное значение остатка валютных резервов в этот период составило 52.5 млрд долл. США, в то время как увеличение валютных резервов было целью валютной политики Китая, и поэтому существовал строгий валютный контроль за валютными поступлениями и расходами. В январе 1994 года государством китайским предприятиям была введена система обязательной продажи валютной выручки по текущим счетам уполномоченными банками, была отменена система удерживания квотой части валютной выручки. Китайские предприятия должны были переводить валютную выручку обратно в Китай и продавать всю уполномоченным банкам, взамен они могли приобретать иностранную валюту у банков по текущим курсам в необходимом количестве, но при этом они должны были предоставить банку контракт на импорт и платежное требование от иностранного банка.<sup>60</sup> Частным лицам и предприятиям с иностранным капиталом по-прежнему разрешено удерживать иностранную валюту на банковских счетах. В августе 1994 года было введено управление расходной ведомостью<sup>61</sup> для проверки подлинности покупок иностранной валюты в связи с импортом. В июне 1996 года предприятиям с иностранным капиталом было

<sup>60</sup> Чжан Цянь. Эффективность валютного рынка Китая с реформы валютного курса в 2005 году. Изд. Нанкинский университет технологий и инжиниринга. 2012. – С. 12. 张倩;2005年汇改以来中国外汇市场有效性研究;南京理工大学;2012年

<sup>61</sup> Документ, выдаваемый ГУВК при совершении внешнеторговой оплаты, аналог российского паспорта сделки.

разрешено покупать и продавать иностранную валюту в банках в соответствии с их деловыми потребностями по текущим счетам, также было разрешено сохранить право проводить валютные операции на рынке свопов иностранной валюты до его закрытия в 1998 году.

С 1997 по 2000 год, в связи с азиатским финансовым кризисом и политикой повышения процентных ставок Федеральной резервной системы (ФРС), Китай имел профицит счета текущих операций и дефицит счета операций с капиталом, и усилил валютный контроль, настаивая на конвертируемости счета текущих операций.

1) Экспортная выручка должна была быть репатрирована в течение определенного периода времени, и была усилена проверка подлинности покупки и использования иностранной валюты для импорта. После конвертируемости текущего счета, без согласования с Государственным управлением валютного контроля (ГУВК) предприятия могли приобретать и оплачивать иностранную валюту непосредственно в банке с импортной декларацией, а банк лишь брал на себя обязательства по проверке подлинности на поверхности документов. Однако в случае наложенного платежа банк не мог проверить подлинность импорта в режиме реального времени, и предприятие мог приобрести иностранную валюту по поддельной импортной декларации. По этой причине ГУВК выступило с временной инициативой: импортные платежи, превышающие определенную сумму, должны были дважды проверяться вручную на таможне, прежде чем идти в банк для покупки иностранной валюты. В то же время, благодаря технологическим инновациям, в сентябре 1998 года таможня, банки, ГУВК официально запустили сеть "системы сетевой проверки таможенной декларации", чтобы добиться проверки в режиме реального времени покупки и оплаты иностранной валюты для импорта, получения и расчета иностранной валюты от экспорта предприятием через эту систему, и борьбы с мошеннической покупкой иностранной валюты и утечкой за границу иностранной валюты.

2) Было усилено управление лимитами на покупку иностранной валюты для физических лиц-резидентов по текущим счетам. Предусматривалось, что физические лица-резиденты могли одновременно приобрести иностранную валюту на сумму US\$1,000 (в Гонконг и Макао) или US\$2,000 (в страны и регионы, кроме Гонконга и Макао) в течение года только в том случае, если они выезжали из страны в личных целях.

3) Было дальнейшее усиление валютного контроля по счету операций с капиталом. В этот

период ГУВК четко ограничило покупку иностранной валюты для досрочного погашения иностранных долгов, а также установило ограничения на покупку иностранной валюты для прямых инвестиций за рубежом, за исключением зарубежной переработки материалов, зарубежных стратегических приобретений и проектов зарубежной помощи.

4) Было усилены законодательные и правоприменительные меры против незаконных валютных платежей и поступлений. Согласно «Постановлению Постоянного комитета Всекитайского собрания народных представителей о наказании за преступления, связанные с мошеннической покупкой иностранной валюты, утечкой за границу иностранной валюты и незаконной торговлей иностранной валютой» (Указ Председателя КНР [1998] № 14 от 29 декабря 1998 года), строго наказана продажа и покупка поддельных или повторно используемых таможенных деклараций, импортных сертификатов и других документов, выданных таможей для мошеннического приобретения иностранной валюты.

5) Было общенациональная специальная операция по борьбе с мошеннической покупкой иностранной валюты или утечкой за границу иностранной валюты.

6) Усилено управление внешним долгом местных органов власти: проверить и очистить замаскированные внешние долги местных органов власти в акте предоставления фиксированной прибыли прямым иностранным инвестициям для ограничения скрытых внешних долгов; подтвердить, что местные органы власти не могли предоставлять внешние гарантии; провести ликвидацию банкротства и реструктуризацию долга Гуандунской международной трастовой и инвестиционной компании и Гуандун Юэхай Холдинг Групп Ко Лтд для ограничения морального риска.

С 2001 года по 1-ый квартал 2014 года Китай имел устойчивый и масштабный двойной профицит, валютные резервы быстро росли и оказывалось одностороннее давление на юань с целью его укрепления. В начале 2001 года валютные резервы Китая составляли 168,6 млрд долл США, в октябре 2006 года они впервые превысили 1 трлн долл США, а в июне 2014 года составили 3,9932 трлн долл США, что стало историческим максимумом (рис. 2.2). На Центральной экономической рабочей конференции в конце 2006 года было отмечено, что основное противоречие в платежном балансе Китая перешло от дефицита иностранной валюты к чрезмерному профициту торгового баланса и чрезмерному росту валютных резервов, и было подчеркнуто, что продвижение платежного баланса стало важной задачей в поддержании



макроэкономической стабильности, и было предложено, что при сохранении разумного роста экспорта и использования иностранного капитала Китай должен более активно содействовать открытости, активно расширять импорт и упорядоченно увеличивать зарубежные инвестиции<sup>62</sup>. Переход от дефицита иностранной валюты к ее избытию является прямой причиной двустороннего открытия счета движения капитала Китая и ослабления валютного контроля. На этом этапе политика валютного регулирования постепенно перешла от “широкого притока и строгого оттока” к “двустороннему сбалансированному управлению оттоком и притоком капитала”.

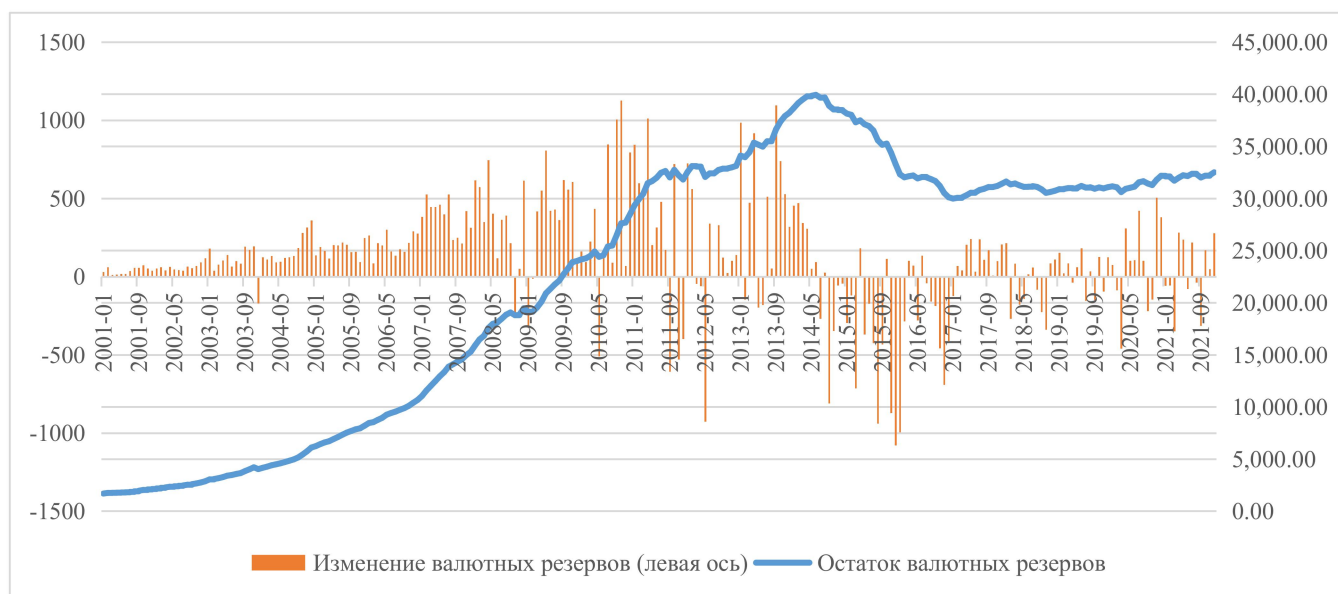


Рис. 2.2 – Изменение валютных резервов Китая (100 млн долл. США)

Составлено по данным: Сайт Государственное управление валютного контроля КНР. URL: <http://www.safe.gov.cn>

В ответ на ожидания одностороннего повышения курса юаня и в целях содействия двустороннему балансу притока и оттока капитала денежные власти провели прогрессивные реформы системы валютного регулирования.

#### 1. Смягчение ограничений на покупку и хранение иностранной валюты предприятиями

С 2005 по 2006 год лимит удержания национальными учреждениями валютных поступлений по текущим счетам был увеличен дважды. В соответствии с «Уведомлением о сохранении валютных доходов по счету текущих операций отечественными учреждениями

<sup>62</sup> На Центральной экономической рабочей конференции стремятся сбалансировать платежный баланс 2007 г. URL: <http://finance.sina.com.cn/money/forex/20061207/20541086325.shtml> 中央经济工作会议力求 2007 年平衡国际收支。

(Хуэйфа [2007] № 49)», в августе 2007 года было отменено квотирование валютных счетов отечественных учреждений, и предприятия могли самостоятельно сохранять свои валютные доходы по текущим счетам, что положило конец системе обязательной продажи валютной выручки по текущим счетам. В августе 2008 года в «Положение КНР о валютном регулировании (Постановление Госсовета КНР [2008] №532 от 05.08.08)» были внесены изменения, уточняющие, что предприятия и частные лица могут хранить иностранную валюту или продавать ее банкам. Согласно «Уведомлению о вопросах, связанных с реализацией управления экспортной выручкой от торговли товарами, депонированной за рубежом (Хуэйфа [2010] № 67)», с января 2011 года предприятиям разрешено депонировать экспортную выручку за рубежом без необходимости перевода ее обратно на территорию страны. 18 марта 2011 года в целях предотвращения притока незаконных средств и поддержания экономической и финансовой безопасности, ГУВК выпустило «Уведомление о дальнейшем усилении управления валютными операциями (Хуэйфа [2011] № 11)», чтобы усилить управление валютными операциями в реэкспортной торговле: валютные поступления по реэкспортной торговле должны рассчитываться только после того, как предприятие произведет соответствующий внешний платеж по реэкспортной торговле; если расчеты по поступлениям от реэкспортной торговли превышают 20% от соответствующей суммы расходов, только после того, как экспортный контракт по реэкспортной торговле, импортный контракт, сертификаты о получении и оплате иностранной валюты утверждены местным ГУВК-ом, банк может осуществлять валютные расчеты для предприятия.

После оттока капитала в последние три квартала 2012 года в связи с долговым кризисом в Европе, Китай пережил массовый приток международного капитала в первом квартале 2013 года, ГУВК опять обратило внимание на контроль за притоком капитала, чтобы предотвратить незаконный приток "горячих денег" в Китай для арбитража в условиях политики низких процентных ставок за рубежом. В частности, торговый баланс в первом квартале 2013 года составил 43.144 млрд долл. США, за аналогичный период 2012 года только 210 млн долл. США. А ежемесячный экспорт в I квартале 2013 года увеличился на 25.01%, 21.79% и 10.03% соответственно по сравнению с аналогичным периодом 2012 года, при этом экспорт в Гонконг вырос на 92.9%, ведь с 2006 года этот показатель остается стабильным на уровне около 15%. Китайские экспортеры могли исказить данные о своем экспорте, чтобы обойти контроль за

движением капитала, что позволило некоторым "горячим деньгам" притекать в страну в форме торговые поступления для арбитража. В ответ на растущую долю фальсифицированных данных об экспорте ГУВК в мае 2013 года начало усиливать управление валютными поступлениями от торговли товарами предприятий-экспортеров, рассылая письма с предупреждением о рисках предприятиям с серьезными несоответствиями между денежными потоками и товарами или с крупными валютными поступлениями, требуя от них объяснения ситуации в течение 10 рабочих дней, или осуществляя строгий надзор за ними как предприятиями категории В, если они не предоставляют подтверждающие документы с разумными объяснениями<sup>63</sup>. ГУВК взяло на себя инициативу по проведению проверок на местах аномального притока капитала и ужесточило наказание за использование поддельных документов для арбитражных сделок.

2. Повышение лимита покупки иностранной валюты и ослабление управления использованием иностранной валюты для физических лиц

С октября 2003 года лимит на покупку иностранной валюты для частного выезда был увеличен до 3 000 (срок пребывания за рубежом менее шести месяцев) или 5 000 долл. США (срок пребывания за рубежом не менее шести месяцев). В соответствии с «Положением КНР об управлении юанем» и «Мерами КНР по управлению ввозом и вывозом национальной валюты», с января 2005 года лимит на ввоз и вывоз юаня в страну на одного человека на одну поездку для китайских граждан и иностранцев был изменен с 6 000 юаней до 20 000 юаней. Согласно «Уведомлению о корректировке политики управления иностранной валютой по текущим счетам (Хуэйфа [2006] № 19)», с апреля 2006 года регулировалась годовая общая сумма покупок иностранной валюты физическими лицами - резидентами страны – 20 000 долл. США на человека в год, а покупки сверх годовой общей суммы осуществлялись банками после проверки документов о реальном спросе. Согласно «Инструкции к мерам по управлению индивидуальной иностранной валютой» (Хуэйфа [2007] №1), с января 2007 года общая сумма покупки иностранной валюты резидентами страны на одного человека в год скорректирована до 50 000 долл. США. «Утверждение по вопросам, связанным с покупкой иностранной валюты физическими лицами для инвестирования в акции В (Комплексный ответ Хуэй [2011] № 148)» указывает, что покупка иностранной валюты физическими лицами для инвестирования в акции

---

<sup>63</sup> Уведомление о вопросах, связанных с усилением управления притоком капитала в иностранной валюте (Хуэйфа [2013] № 20, отменено в 2014 году в соответствии с Хуэйфа [2014] № 53)

в пределах годового индивидуального лимита покупки иностранной валюты, установленного «Инструкциями к мерам по управлению индивидуальной иностранной валютой» (Хуэйфа [2007] №1), может осуществляться непосредственно в банках; покупки, превышающие годовой индивидуальный лимит покупки иностранной валюты, должны быть одобрены местным филиалом ГУВК.

3. Усиление валютного регулирования по прямым иностранным инвестициям (ПИИ) и снижение валютных ограничений на исходящие прямые инвестиции (ИПИ)

На фоне ситуации с постоянным чистым притоком трансграничного капитала с 2001 года, валютное регулирование по прямым иностранным инвестициям в основном было сосредоточено на следующих аспектах: во-первых, обеспечение подлинности и соответствия требованиям вложений иностранных инвесторов в страну; во-вторых, оптимизация внутренней инвестиционной среды и содействие эффективному использованию иностранных инвестиций; в-третьих, повышение точности и своевременности статистики иностранных инвестиций с точки зрения валютного управления, предотвращение и смягчение соответствующих финансовых рисков, а также поддержание платежного баланса. Поэтому существовало больше звеньев управления в плане трансграничного ввода и вывода средств, таких как регистрация, открытие счета, перевод средств и обмен, которые почти все требовало предварительной регистрации или одобрения ГУВК. Только в конце 2012 года административный пересмотр 35 подпунктов был отменен, а 14 подпунктов были упрощены, что сократило процесс и время валютной регистрации ПИИ.

В 2002 году в докладе 16-го Всекитайского съезда КПК было четко предложено настаивать на совместное развитие ПИИ и ИПИ, и всесторонне повышать уровень внешней открытости. Поэтому ГУВК начало упорядочивать процесс валютного регулирования по ИПИ и поддерживать подлинные и соответствующие требованиям ИПИ. 1-го ноября 2002 года было отменено административное утверждение проверки валютных рисков для зарубежных инвестиций<sup>64</sup>, а 15-го ноября была отменена система депозитов для репатриации прибыли от зарубежных инвестиций<sup>65</sup>. Реформа валютного регулирования для ИПИ в 2002 году была

---

<sup>64</sup> Решение Государственного совета об отмене первой партии проектов административного утверждения (Гуофа [2002] № 24)

<sup>65</sup> Циркуляр по вопросам, связанным с очисткой депозитов для репатриации прибыли от зарубежных инвестиций (Хуэйфа [2002] № 110)

опробована в шести провинциях и городах, включая Чжэцзян, Цзянсу и Шанхай, и была распространена на всю страну в мае 2005 года, включающая следующие основные элементы: 1) смягчение источников валютных средств для зарубежных инвестиций, помимо собственных валютных средств предприятия можно использовать валютные кредиты и покупать иностранную валюту в юанях; 2) расширение национальной годовой квоты на покупку иностранной валюты для зарубежных инвестиций с 3,3 млрд до USD 5 млрд; 3) отмена обязательного требования репатриации прибыли от зарубежных инвестиций, которая может быть оставлена за пределами страны для увеличения капитала или реинвестирования; 4) Дальнейшая децентрализация полномочий по проверке источников валютных средств для зарубежных инвестиций предприятий, а полномочия по проверке провинциального валютного управления были увеличены с первоначального эквивалента в 3 млн долл. США до 10 млн долл. США.<sup>66</sup> В октябре 2004 года китайским и иностранным предпринимательским группам было разрешено использовать собственные валютные средства или покупать иностранную валюту для предоставления валютных кредитов иностранным членам группы.<sup>67</sup> С августа 2005 года банкам разрешено предоставлять внешние гарантии финансирования предприятиям, осуществляющим зарубежные инвестиции, в пределах утвержденного целевого баланса, без необходимости получения разрешения от ГУВК в каждом конкретном случае.<sup>68</sup> С 1 июля 2006 года отменено ограничение на квоту покупки иностранной валюты для зарубежных инвестиций и разрешен перевод предварительных расходов для зарубежных инвестиций.<sup>69</sup> В августе 2007 года полномочия по рассмотрению источников валютных средств для зарубежных инвестиций были дополнительно переданы валютному управлению по месту нахождения предприятия, без необходимости представления доклада в ГУВК для утверждения.<sup>70</sup> В июле 2009 года, на основе консолидации достижений предыдущей реформы ГУВК издало «Регламент управления иностранной валютой для исходящих прямых инвестиций отечественных учреждений» (Хуэйфа

---

<sup>66</sup>Циркуляр по вопросам, связанным с расширением экспериментальной реформы управления иностранной валютой для зарубежных инвестиций (Хуэйфа [2005] № 35)

<sup>67</sup>Циркуляр по вопросам, касающимся внутренней операции и управления валютными фондами транснациональных корпораций (Хуэйфа [2004] № 104)

<sup>68</sup>Циркуляр о корректировке управления финансированием внешних гарантий, предоставляемых отечественными банками зарубежным инвестиционным предприятиям (Хуэйфа [2005] № 61)

<sup>69</sup>Циркуляр о корректировке политики управления иностранной валютой для некоторых зарубежных инвестиций (Хуэйфа [2006] № 27)

<sup>70</sup>Циркуляр о децентрализации полномочий по проверке источников валютных средств для зарубежных инвестиций (Хуэйфа [2007] № 47)

[2009] № 30), который предусматривает, что валютная регистрация предприятий ИПИ должна быть одобрена валютным управлением места расположения предприятий и выдано свидетельство о валютной регистрации ИПИ, с которым предприятия могут прямо обрабатывать валютные доходы и расходы по ИПИ в банках.

#### 4. Усиление управление краткосрочным трансграничным притоком капитала

Предотвращение притока "горячих денег" стало основным направлением валютного контроля в ответ на краткосрочное повышение курса юаня, например, усиление управления притоком "горячих денег" под видом капитальных счетов, особенно уставного капитала, установление четких требований к назначению и срокам использования юаневых средств после его продажи банку. Согласно «Циркуляру о совершенствовании управления аудитом продажи предприятиями с иностранными инвестициями валюты банку и регистрацией внешних долгов по капитальным счетам» (Хуэйфа [2004] № 42, отменен 13 мая 2013 года), для одной продажи на сумму 200 000 долл. США или более, предприятие должно быть обязано предоставить письменное платежное поручение об использовании расчетных юаневых средств и произвести платеж непосредственно назначенному получателю, за исключением небольших платежей на сумму менее 200 000 долл. США, но при этом предприятие должно предоставить подробный перечень использования последних расчетных юаневых средств при проведении следующей продажи иностранной валюты банку. Кроме того, в периоды концентрированного притока капитала усиливается управление краткосрочным внешним долгом. Например, в соответствии с «Уведомлением о вопросах, связанных с дальнейшим усилением управления валютным бизнесом» (Хуэйфа [2011] № 11), ГУВК сжало размер показателей краткосрочного внешнего долга для отечественных учреждений в 2011 году и умеренно снизило показатели баланса краткосрочного внешнего долга для банков с более крупными межбанковскими депозитами и кредитами.

5. Корректировки в системе управления позициями купли-продажи иностранной валюты банков.

В 1994 году в Китае была проведена реформа системы валютного регулирования: создана система обязательной продажи валютной выручки корпорациям в уполномоченных банках и введена система управления лимитами позиций купли-продажи иностранной валюты уполномоченным банкам, согласно которой валютные средства банков не могут превышать

утвержденный диапазон, в противном случае они обязаны восполнить его на межбанковском валютном рынке.

22 сентября 2005 года ГУВК выпустило «Уведомление о корректировке мер управления позициями купли-продажи иностранной валюты банков» (Хуэйфа [2005] № 69), которое вводило управление лимитами совокупных позиций купли-продажи иностранной валюты банков: нижний предел диапазона лимитов равен нулю, а верхний предел утвержден ГУВК в соответствии с ситуацией платежного баланса, объемом позиций купли-продажи иностранной валюты банков, уставным капиталом и активами в национальной и иностранной валютах; совокупная позиция формируется из операций продажи и покупки валюты банков клиентам, собственной расчетной и продажной позиции и участия в сделках на межбанковском валютном рынке. Многие коммерческие банки стараются поддерживать нулевую или небольшую положительную позицию во время цикла повышения курса юаня, чтобы уменьшить свои риски из-за открытой валютной позиции. Даже при коротких продажах доллара США, они должны пополнить свои валютные позиции до уровня выше нуля до закрытия валютного рынка на день, и можно утверждать, что нижний предел нуля может уменьшить короткие продажи долларов США, тем самым предотвращая слишком быстрое укрепление юаня. 26 мая 2006 года Госсовет издал «Мнения по вопросам, связанным с продвижением развития и открытия Нового района Тяньцзинь Биньхай» (Гуофа [2006] № 20), поощряя внедрение реформы валютного управления в этом районе, разрешая банкам, зарегистрированным в Тяньцзине и работающим в Новом районе, применять управление положительным и отрицательным диапазоном совокупных позиций купли-продажи иностранной валюты. Соответственно, в марте 2007 года ГУВК утвердило Банк Бохай в качестве первого коммерческого банка, получившего эту квалификацию, которая с тех пор была распространена на другие банки, назначенные для работы с иностранной валютой.

В условиях ускоренного притока трансграничного капитала в Китай в 2010 году, в дополнение к руководству по окнам, использовавшемуся в качестве инструмента денежно-кредитной политики, ГУВК ввело новую политику по дальнейшему регулированию трансграничного движения средств и ограничению притока нелегальных средств и продажи валюты банкам корпорациями (расчетов в юанях), чтобы снизить давление укрепления юаня. 9 ноября 2010 года было выпущено «Уведомление о вопросах, связанных с усилением

управления валютным бизнесом (Хуэйфа [2010] №59)», в котором был установлен нижний предел управления балансом позиций на основе наличной банкам, которые начали осуществлять купли-продажи форвардной валюты, причем нижним пределом были позиции на основе наличной в «Ежедневном отчете о совокупных позициях по покупке и продаже валюты» по каждому банку по состоянию на 8 ноября 2010 года, в то время каждый банк имел большую отрицательную позицию. При принципе начисления банки закрывают форвардные валютные расчеты (продажи валюты банкам корпорациями) для предприятий, продавая доллары на споте, а затем совершая сделку купли-продажи долларовой своп для закрытия. При основе наличной закрытие позиций покупки форвардной иностранной валюты от корпораций осуществляется не вышеуказанным способом, а в основном через межбанковский форвардный рынок. Переход от метода начисления к кассовому методу 1) может ограничить банки от хеджирования длинных валютных рисков, создаваемых форвардными валютными расчетами своих клиентов (покупка банком долларов США от клиентов), посредством спотовых продаж долларов США плюс свопов, тем самым снижая давление повышения спотового курса, вызванного ожиданиями повышения курса юаня; 2) может побудить банки своевременно корректировать свои котировки форвардной купли-продажи валюты, тем самым сдерживая масштабы покупки форвардной иностранной валюты от корпораций, вызванных ожиданиями повышения курса юаня со стороны клиентов. Согласно «Уведомлению о дальнейшем усилении управления валютным бизнесом», в марте 2011 года ГУВК дополнительно повысило нижний предел для банков с отрицательными остатками позиций на кассовой основе в Документе № 59 Хуэйфа [2010], чтобы сжать масштаб отрицательных позиций по каждому банку. В частности, для банков с остатком валютной позиции не более -US\$2 млрд. по состоянию на 8 ноября 2010 года, нижний предел их валютной позиции корректировался до 40% от этого остатка; для банков с остатком валютной позиции в диапазоне от -US\$2 млрд. до 0, нижний предел их валютной позиции корректировался до 50% от этого остатка.

Дальнейшее обострение европейского долгового кризиса с октября 2011 года ослабило аномальный приток трансграничных средств в Китай. Отток трансграничного капитала во II квартале 2012 года сократил резервные активы платежного баланса на 11.7 млрд долл. США в этом квартале, и возникли расхождения в ожиданиях повышения курса юаня. На этом фоне ГУВК выпустило «Уведомление об улучшении управления совокупной позицией



купли-продажи иностранной валюты банков» (Хуэйфа [2012] №26), которое предусматривает, что с 16 апреля 2012 года совокупная позиция купли-продажи иностранной валюты банков будет управляться в положительном и отрицательном диапазоне в соответствии с принципом начисления, при этом нижний предел утверждается следующими критериями: для банков, которые недавно получили квалификацию бизнеса по покупке и продаже иностранной валюты, и для банков, объем бизнеса которых по покупке и продаже валюты в 2011 году составляет менее 100 млн долл. США, нижний предел совокупной позиции по покупке и продаже валюты составляет – 3 млн долл. США; от 100 млн долл. до 1 млрд долл. США – 5 млн долл. США; свыше 1 млрд долл. США - 10 млн долл. США.

Начиная с IV квартала 2012 года, отток капитала из Китая сократился, и профицит счета текущих операций был намного больше, чем дефицит счета движения капитала, при этом резервные активы увеличились на 34.1 млрд долл. США. В I квартале 2013 года возобновился масштабный приток международного капитала, при этом резервные активы платежного баланса резко увеличились на 156.97 млрд долл. США, 74% из которых поступили от притока международного капитала (см. рис. 2.3). На этом фоне ожидалось, что юань снова укрепитя, при этом наблюдался значительный рост валютных кредитов, но было мало валютных депозитов. Рост валютных кредитов был связан с арбитражными операциями отечественных предприятий: они использовали свои юаневые депозиты в качестве залога для получения валютных кредитов от коммерческих банков, одновременно осуществляя форвардное хеджирование юаня. В мае 2013 года ГУВК установило, что, за исключением политических банков (это банки, отвечающие за проведение финансовой политики правительства), нижний предел совокупных позиций купли-продажи иностранной валюты банков, был связан с размером валютных кредитов и депозитов: нижний предел совокупных позиций купли-продажи валюты банков за месяц = (остаток валютных кредитов на конец предыдущего месяца – остаток валютных депозитов на конец предыдущего месяца \* соотношение кредитов к депозитам) \* коэффициент корректировки платежного баланса.

Базовое соотношение кредитов к депозитам составляло 75% для китайских банков и 100% для иностранных банков, а коэффициент корректировки платежного баланса - 0.25<sup>71</sup>. Такая

---

<sup>71</sup> Циркуляр по вопросам, связанным с усилением управления притоком капитала в иностранной валюте (Хуэйфа [2013] № 20, 20130505, отменен 20141230 в соответствии с Хуэйфа [2014] № 53)

политика заставляла банки держать минимальную длинную позицию в долларах США, косвенно снижала давление укрепления юаня, и одновременно побуждала банки корректировать свои котировки по покупке валюты от предприятий, в определенной степени препятствовала валютным расчетам и снизила давление быстрого роста валютных резервов. Использование соотношения валютных кредитов к депозитам в качестве важной основы для утверждения валютных позиций банков является полезной попыткой макропруденциальной политики в управлении капиталными счетами.

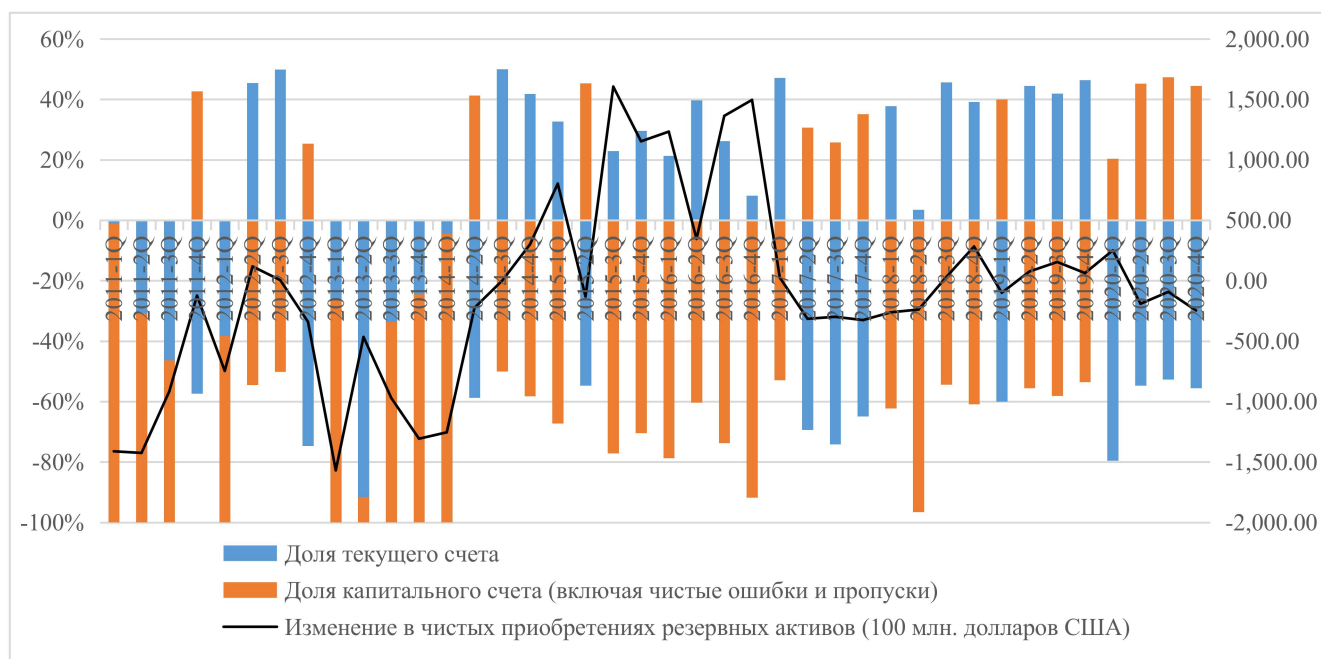


Рис. 2.3 – Сальдо текущего счета и капитального счета Китая в процентах от резервных активов и квартальное изменение резервных активов в платежном балансе

Составлено по данным: Сайт Государственное управление валютного контроля КНР. URL: <http://www.safe.gov.cn>

Китайская система управления банковскими позициями купли-продажи иностранной валюты является обязательной централизованной системой валютного регулирования, которая дополняет обязательная продажа валюты предприятиями банкам (отменена в 2007 году), прямые интервенции центрального банка и систему управляемого плавающего валютного курса, вместе образуя базовую рамку китайской системы валютного регулирования. Хотя диапазон банковских позиций купли-продажи иностранной валюты претерпел несколько корректировок в зависимости от направления международного движения капитала, суть системы всегда заключалась в том, что коммерческие банки должны продавать лишние позиции выше верхней границы лимита на межбанковском валютном рынке и покупать валюты ниже нижней границы

диапазона с межбанковского валютного рынка. Чтобы поддерживать уровень обменного курса юаня на приемлемом уровне, НБК должен либо купить всю сумму иностранной валюты сверх лимита валютной позиции каждого коммерческого банка, либо продать всю сумму требуемой позиции коммерческого банка. В результате валютному рынку трудно самостоятельно регулировать спрос и предложение, а операции НБК на открытом рынке в иностранной валюте теряют свою инициативу. Можно сказать, что спрос и предложение на китайском валютном рынке характеризуются нежеланием и структурной конвергенцией. Для того чтобы поддерживать ежедневную волатильность обменного курса юаня в пределах установленного диапазона, центральный банк обязан осуществлять постоянную ежедневную интервенцию на валютном рынке. В Arch-тесте на устойчивость волатильности на валютном рынке Китая Дин Цзяньпин приходит к выводу, что НБК относительно часто проводит интервенции на валютном рынке<sup>72</sup>. Прямые интервенции НБК на валютном рынке не только регулирует спрос и предложение на валютном рынке и обменный курс, но и представляет собой основной канал размещения денежной базы в Китае для покупки избыточной иностранной валюты с целью формирования официальных валютных резервов, такая денежная база также известна как юаневый эквивалент валютных резервов (рис. 2.4). Это создало скрытые опасности для напряженности с ликвидностью на внутреннем рынке Китая во время концентрированного оттока капитала, например, в период с 2014 по 2016 год, а также вызвало давление импортируемой инфляции и избыточной ликвидности во время концентрированного притока капитала, например, в 2007 и 2010 годах. Юаневый эквивалент официальных валютных резервов, на который влияет платежный баланс, расчет и продаж иностранной валюты банков, является экзогенными переменными денежно-кредитной политики. Соответственно, денежная база, предоставленная в виде юаневого эквивалента официальных валютных резервов при прямой интервенции Народного банка Китая, полностью экзогенна. Такая экзогенность может повлиять на достижение целей денежно-кредитной политики. Для того чтобы обеспечить координацию и баланс между внутренней экономикой и внешней экономикой, НБК должен принять различные меры для стерилизации избыточной ликвидности, вызванной предоставлением юаневого эквивалента валютных резервов, подробнее см. в разделе 2.2.

---

<sup>72</sup> Дин Цзяньпин. Исследование устойчивости текущего механизма обменного курса юаня // Международные финансовые исследования. 2003. № 5. С. 48-55

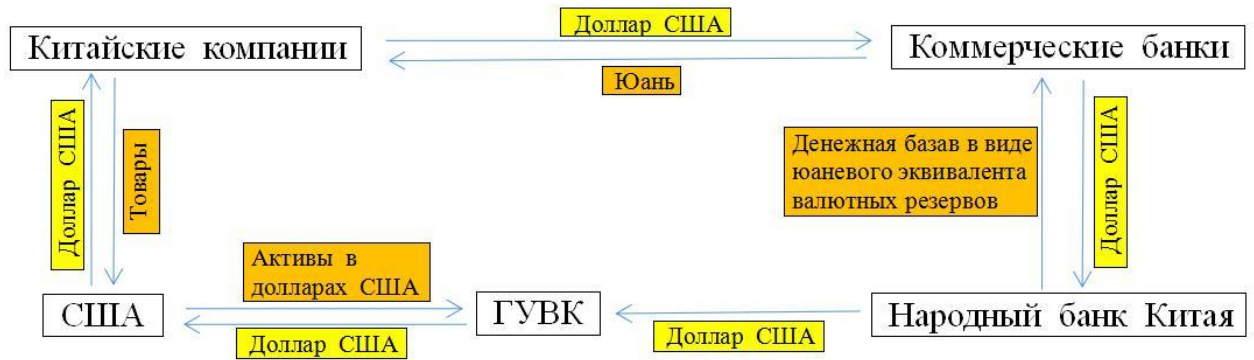


Рис. 2.4 – Процесс формирования юаневого эквивалента валютных резервов  
Составлено автором.

На рисунке 2.5 показано, что доля иностранной валюты в балансе центрального банка, пересчитанная в юани по исторической стоимости, достигла пика в 83,32% от общей суммы активов НБК в марте 2014 года. Со II квартала 2014 года счет движения капитала начал испытывать устойчивый дефицит, эта доля начала постепенно снижаться и по состоянию на май 2021 года все еще составляла 54.78% (21193.984 млрд юаней / 38691.677 млрд юаней), а доля иностранной валюты от денежной базы достигла 66.1% (21193.984 млрд. юаней / 32069.725 млрд. юаней). Юаневый эквивалент валютных резервов стали крупнейшей статьёй активов баланса НБК, а его быстрый рост в 2006-2013 годах напрямую привел к быстрому увеличению размера баланса и стал основным фактором, повлиявшим на быстрое расширение денежной массы Китая. Чрезмерный юаневый эквивалент валютных резервов не только делает структуру активов НБК однородной, но и заставляет его нести убытки от обесценивания доллара США. На рисунке 2.5 тоже показано, что по мере повышением курса юаня историческая стоимость валютных резервов баланса Народного банка Китая стала превышать рыночную стоимость с декабря 2006 года. Валютные активы, деноминированные в юанях, переоценены в связи с тем, что учет валютных резервов баланса Народного банка Китая осуществляется по методу исторической стоимости. Это также отражает недостаток базовой системы бухгалтерского учета НБК, заключающийся в том, что по методу исторической стоимости не может точно отражать стоимость активов и обязательств.

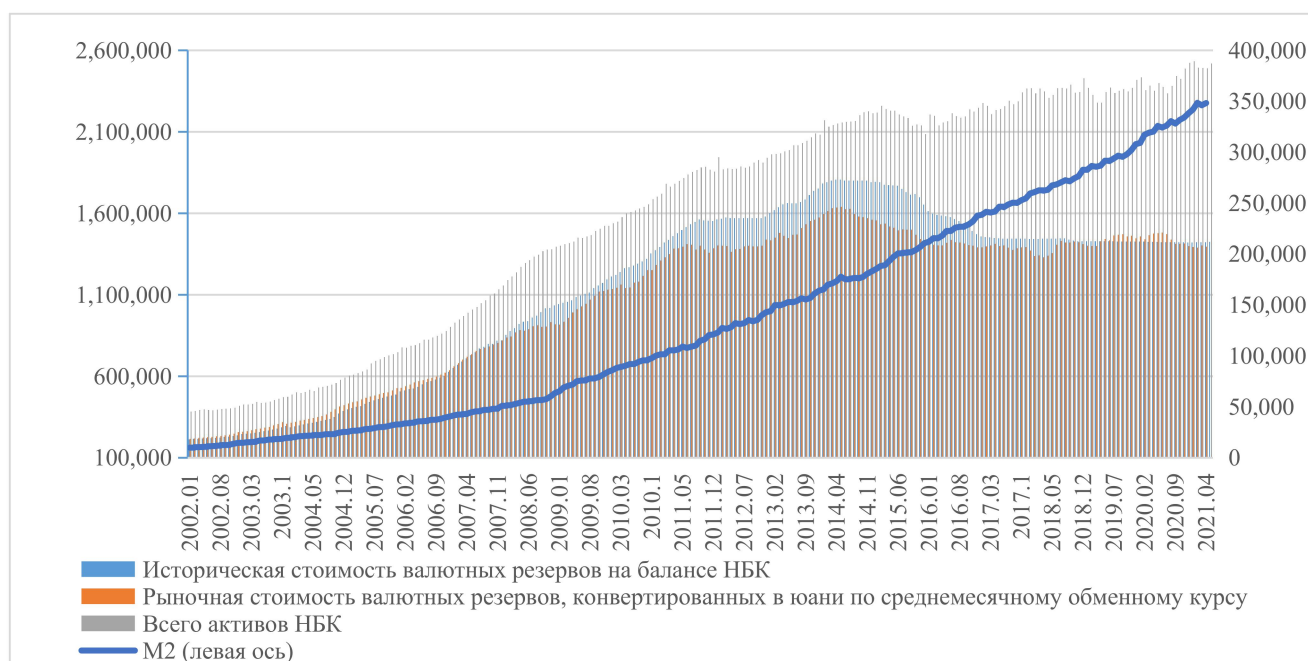


Рис. 2.5 – Ежемесячные данные о валютных резервах, совокупных активах НБК и денежной массе M2 (100 млн юаней)

Составлено по данным: Сайт Государственное управление валютного контроля КНР. URL: <http://www.safe.gov.cn>

Китай столкнулся с устойчивым оттоком капитала со второго квартала 2014 года, частично в результате того, что отечественные учреждения и частные лица увеличили свои валютные активы или разместили активы за рубежом, т.е. "сокрытие валюты у народа"; и частично в результате того, что отечественные предприятия ускорили погашение долларовых долгов, взятых ранее, сворачивать сделки кэрри трейд и частично сократили юаневые активы, принадлежащие иностранным предприятиям, т.е. "погашение долга"<sup>73</sup>. Во второй половине 2014 года дефицит счета движения капитала был больше, чем профицит счета текущих операций, и резервные активы платежного баланса сократились на 30,1 млрд долл. США, а в 2015 и 2016 годах – на 342,939 и 443,665 млрд долл. США соответственно.<sup>74</sup> Валютные резервы Народного банка Китая за тот же период сократились на 150.195, 512.656 и 319.845 млрд долл. Внешний долг в иностранной валюте уменьшился на 136 млрд долл. США в 2015 году по сравнению с 2014 годом и увеличился на 173,5 млрд долл. США в 2016 году по сравнению с 2015 годом, что свидетельствует о том, что элемент "сокрытие валюты у народа" был больше,

<sup>73</sup> Гуань Тао. Игра обменного курса: юань и подъем великих держав / Тао Гуань. - СИТЭС Группа, 2017. – 271 с.

<sup>74</sup> Jiang Xuyan. Lessons and implications for the present of Chinese anti-crisis measures in 2015 // Academic Journal of Business & Management. – 2022. Volume 4, Issue 19. P.33-39. DOI: 10.25236/AJBM.2022.041905

чем элемент "погашение долга". В этот период система валютного регулирования изменилась с предотвращения притока на сдерживание оттока и расширение притока, а также с дестимулирования валютных расчетов на их стимулирование, благодаря принятию следующих мер.

А) Были приняты меры по расширению притока и увеличению предложения иностранной валюты:

1) Корректировка системы управления совокупными позициями купли-продажи валюты банков и расширение нижнего предела банковских позиций купли-продажи валюты.

Таблица 2.1 – Лимиты положительного и отрицательного диапазона банковских позиций купли-продажи валюты

	Объект управления	Подход к управлению	
2014	Политические или общенациональные банки, маркет-мейкеры	ГУВК утверждало лимиты позиций на основе масштабов купли-продажи валюты банками и операций на межбанковском рынке и т.д.	
		Местный филиал ГУВК отвечало за утверждение лимитов позиций на основе объема купли-продажи валюты банками за предыдущий год	
	Другие банки	Объем купли-продажи валюты в предыдущем году	Средний диапазон позиций по рабочим дням в течение недели
		[0, \$100 миллионов)	[-\$3 млн, \$50 млн].
		[\$100 млн, \$1 млрд].	[-\$5 млн, \$300 млн].
		[0, \$1 млрд., +∞)	[-\$10 млн, \$1 млрд].
2016	Все банки	[0, \$100 млн.)	[-\$0.05 млрд, \$50 млн].
		[\$100 млн., \$1 млрд.]	[-\$200 млн, \$300 млн].
		[\$1 млрд, \$20 млрд.]	[-\$500 млн, \$1 млрд] (маркет-мейкер) [-\$300 млн, \$1 млрд] (не маркет-мейкер)
		[\$20 млрд., \$200 млрд.]	[-\$2 млрд, \$1 млрд] (маркет-мейкер) [-\$1 млрд, \$1 млрд] (не маркет-мейкер)
		[\$200 млрд, +∞)	[-\$5 млрд, \$1 млрд]

Источник: «Уведомление о дальнейшем содействии упрощению процедур торговли и инвестиций и улучшении проверки подлинности» (Хуэйфа [2016] № 7); «Инструкции к мерам по управлению по осуществлению банками покупки и продажи иностранной валюты» (Хуэйфа [2014] №53).

30 декабря 2014 года ГУВК отменило практику привязки нижнего предела совокупных позиций купли-продажи валюты банков к соотношению валютных кредитов к депозитам и

возобновило управление положительными и отрицательными интервальными лимитами по позициям, требуя от банков удерживать свои средние позиции банка по рабочим дням в течение недели в пределах лимитов, утвержденных ГУВК; 29 апреля 2016 года ГУВК продолжало расширять нижний предел совокупных позиций купли-продажи валюты банков (таб. 2.1). 29 апреля 2016 года нижний предел консолидированной расчетной валютной позиции банков был дополнительно расширен (таб. 2.1). Управление положительным и отрицательным диапазоном может повысить инициативу и гибкость банков в управлении валютными позициями, снизить стоимость средств и эффективно предотвратить риск обесценивания иностранной валюты. Но при единодушном ожидании рынком повышения курса юаня коммерческие банки готовы держать отрицательные позиции, так кто же будет их контрагентом? Только когда рынок действительно разделится в отношении будущего тренда юаня, управление положительным и отрицательным диапазоном может сыграть свою роль в повышении эффективности операций банков с капиталом. На активном и зрелом рынке разногласия являются очень важным фактором при проведении сделок, и именно в этом контексте было введено расширение нижнего предела банковских позиций купли-продажи валюты.

2) Регулирование управления внешнеторговыми предприятиями. ГУВК обнародовало «Уведомление о дальнейшем содействии упрощению процедур торговли и инвестиций и улучшении проверки подлинности», согласно которому с конца апреля 2016 года валютные выручки от торговли предприятий категории А пока не зачислялись на счет экспортных доходов, ожидающих проверки, и могли быть напрямую зачислены валютный счет по текущим операциям или произвести расчеты в юанях. Кроме того, унификация политики управления продажей валютной выручки по внешнему долгу корпорациями банкам для китайских предприятий и предприятий, находящиеся в иностранной собственности: внешние долги, заимствованные китайскими нефинансовыми предприятиями, могли быть проданы банкам и использованы в соответствии с правилами управления внешним долгом предприятий с иностранными инвестициями.

3) Расширение сферы макропруденциального управления полномасштабным трансграничным финансированием. 25 января 2016 года Народный банк Китая расширил пилотное макропруденциального управления полномасштабным трансграничным финансированием с интегрированными национальной и иностранной валютами для 27

банковских финансовых учреждений и предприятий, зарегистрированных в четырех зонах свободной торговли в Шанхае, Гуандуне, Тяньцзине и Фуцзяне, увязав масштабы заимствований участников рынка с их достаточностью капитала и платежеспособностью; В мае 2016 года пилотная схема распространена на финансовые учреждения и предприятия по всей стране (за исключением государственных финансовых платформ и предприятий недвижимости), а рамки пруденциального управления распространены на всю страну, в соответствии с которыми игроки внутреннего рынка с китайским и иностранным капиталом могут привлекать внешние долговые обязательства.

Б) Было введено усиление проверок и стандартизирование мер типа валютных расходов:

1) Усиление управления валютными расходами по счету текущих операций. Согласно Хуэйфа [2016] № 7, было ясно, что оффшорные документы о перепродаже и покупке товаров в торговле должны проверяться на подлинность в каждом конкретном случае, а предприятия с уровнем классификации валютного управления торговли товарами как категория В приостанавливали ведение бизнеса валютных поступлений и платежей оффшорных перепродаж и покупки, и стандартизировалась система писем предупреждения о рисках в торговле товарами. в начале 2017 года ГУВК дополнительно призвала банки и предприятия строго осуществлять проверки подлинности и соответствия требованиям в торговле.

2) Усиление макропруденциального управления деятельностью банков. В конце августа и середине сентября 2015 года НБК принял меры макропруденциального управления в отношении банковских форвардных сделок по продаже иностранной валюты и сделок по купле-продаже юаня, соответственно, потребовав от финансовых учреждений депонировать беспроцентный резерв валютного риска в размере 20% от их контрактных форвардных сделок по продаже иностранной валюты (включая опционы и свопы)<sup>75</sup> и увеличив комиссионную ставку отдельных банков с аномалиями по спотовой купле-продаже юаня для флэт-трейдинг с первоначальных 0.0003% до 0.3%. На первый взгляд, сбор резервов валютных рисков направлены на финансовые учреждения, ведущие бизнес по продаже форвардной иностранной валюты, но в действительности, поскольку сбор резервов валютных рисков приведет к увеличению стоимости средств, финансовые учреждения переложат эти затраты на своих клиентов, в конечном итоге повысив стоимость покупки форвардной иностранной валюты для

---

<sup>75</sup> Уведомление Народного банка Китая об усилении макропруденциального управления продажами форвардной иностранной валюты (Иньфа [2015] № 273)



корпоративных клиентов. Когда ожидается сильное обесценивание юаня, оффшорный рынок обычно реагирует сильнее, в результате чего спред между оффшорным и оншорным курсами юаня становится больше, и некоторые инвесторы будут участвовать в трансграничном арбитраже, используя способ "покупки иностранной валюты на внутреннем рынке и продажи ее на оффшорном рынке". Сбор резервов валютных рисков повышает стоимость покупки иностранной валюты для инвесторов, что помогает бороться с этим арбитражем и в определенной степени сыграет роль в ослаблении давления оттока капитала и стабилизации колебаний обменного курса.

3) Принятие системы управления, сочетающей макропруденциальное управление и валютный контроль за трансграничным движением капитала. С 25 января 2016 года НБК ввел нормальное резервное требование для оффшорных юаневых депозитов, размещенное оффшорными банками-участниками в отечественных банках, таких как отечественные банки-корреспонденты. Выбор этого времени для начала введения резервного требования для оффшорных юаней был направлен на блокировку оффшорной юаневой ликвидности, повышение оффшорных юаневых процентных ставок, дестимулирование оффшорных коротких продаж и стабилизацию обменного курса. В то время оффшорные депозиты в юанях оценивались примерно в 1.3 трлн, эта политика привела к блокировке более \$200 млрд оффшорных юаней, что сократило создание оффшорных юаневых кредитов и вызвало дальнейшее ужесточение оффшорной юаневой ликвидности<sup>76</sup>. Однако скачок процентных ставок по оффшорным юаням и поддержание их на высоком уровне приведет к более ажиотажному трансграничному арбитражу, поэтому ГУВК ужесточило контроль за трансграничными средствами по торговле и сузило каналы оттока трансграничных средств по капитальным счетам, например, приостановление вывода за рубеж новых средств юаневых квалифицированных внутренних институциональных инвесторов, приостановление трансграничного финансирования зарубежным банкам-участникам, приостановление трансграничного бизнеса по купле-продаже юаней отдельных иностранных банков, а также внедрение макропруденциальное управление с интегрированными национальной и иностранной валютами бизнесам оффшорного кредитования в юанях отечественных

---

<sup>76</sup> В начале открытия курс оффшорного юаня вырос более чем на 300 на фоне новой политики центрального банка. URL: <https://www.163.com/money/article/BDJNK3F3002533TM.html>

предприятий<sup>77</sup> и др. В то же время регулирующие органы усилили проверку подлинности и соответствия требованиям трансграничного оттока капитала. В апреле 2016 года ГУВК усилило управление репатриацией прибыли прямыми инвестициями; в ноябре Народный банк Китая отрегулировал бизнес офшорного кредитования в юанях отечественными предприятиями; в декабре Национальная комиссия по развитию и реформам, Министерство коммерции, Народный банк Китая и Государственное управление валютного контроля последовательно опубликовали ответы на вопросы журналистов, четко указав на сочетание содействия облегчению исходящих инвестиций и предотвращения рисков исходящих инвестиций, проверку исходящие инвестиционные проекты некоторых предприятий согласно соответствующим правилам; в декабре ГУВК улучшило управление декларированием личной информации при покупке иностранной валюты.

В) Были приняты меры по обогащению финансовых продуктов с целью хеджирования валютных рисков. Документ Хуэйфа [2016] № 7 разрешал отечественным банкам проводить бизнес по покупке иностранной валюты с форвардом без поставки институциональным клиентам для удовлетворения потребностей предприятий в хранении валютных активов при предотвращении курсовых рисков.

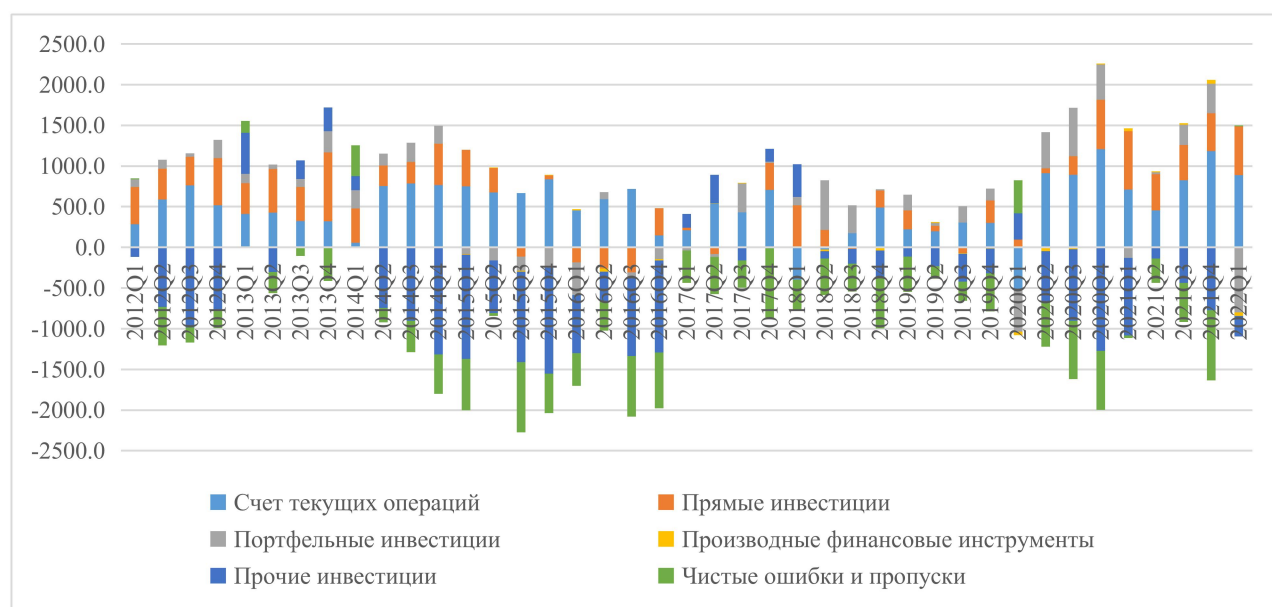


Рис. 2.6 – Платежный баланс Китая 2012-2022Q1 (100 млн. долл. США)

Составлено по данным: Сайт Государственное управление валютного контроля КНР. URL: <http://www.safe.gov.cn>

<sup>77</sup> Циркуляр о дальнейшем разъяснении вопросов, связанных с зарубежным кредитованием в юанях отечественных предприятий ((Иньфа [2016] № 306)

Меры по управлению иностранной валютой для ослабления давления обесценивания юаня в этот период заключается в "расширении притока" и "сдерживании оттока". Рисунок 2.6 показывает, что эффект от политики расширения притока был лучше, чем от политики сдерживания оттока: валютные поступления по счету текущих операций в период с третьего квартала 2014 года по конец 2016 года были на 194.9 млрд долл. США больше, чем в период с 2012 года по второй квартал 2014 года; портфельные инвестиции и прямые инвестиции превратились из положительных в отрицательные, а отток капитала по статьям прочих инвестиций и чистых ошибок был значительно больше, чем в предыдущий период. Можно сказать, что на потоки капитала в основном влияют фундаментальные экономические показатели, спред между США и Китаем и ожидания обменного курса.

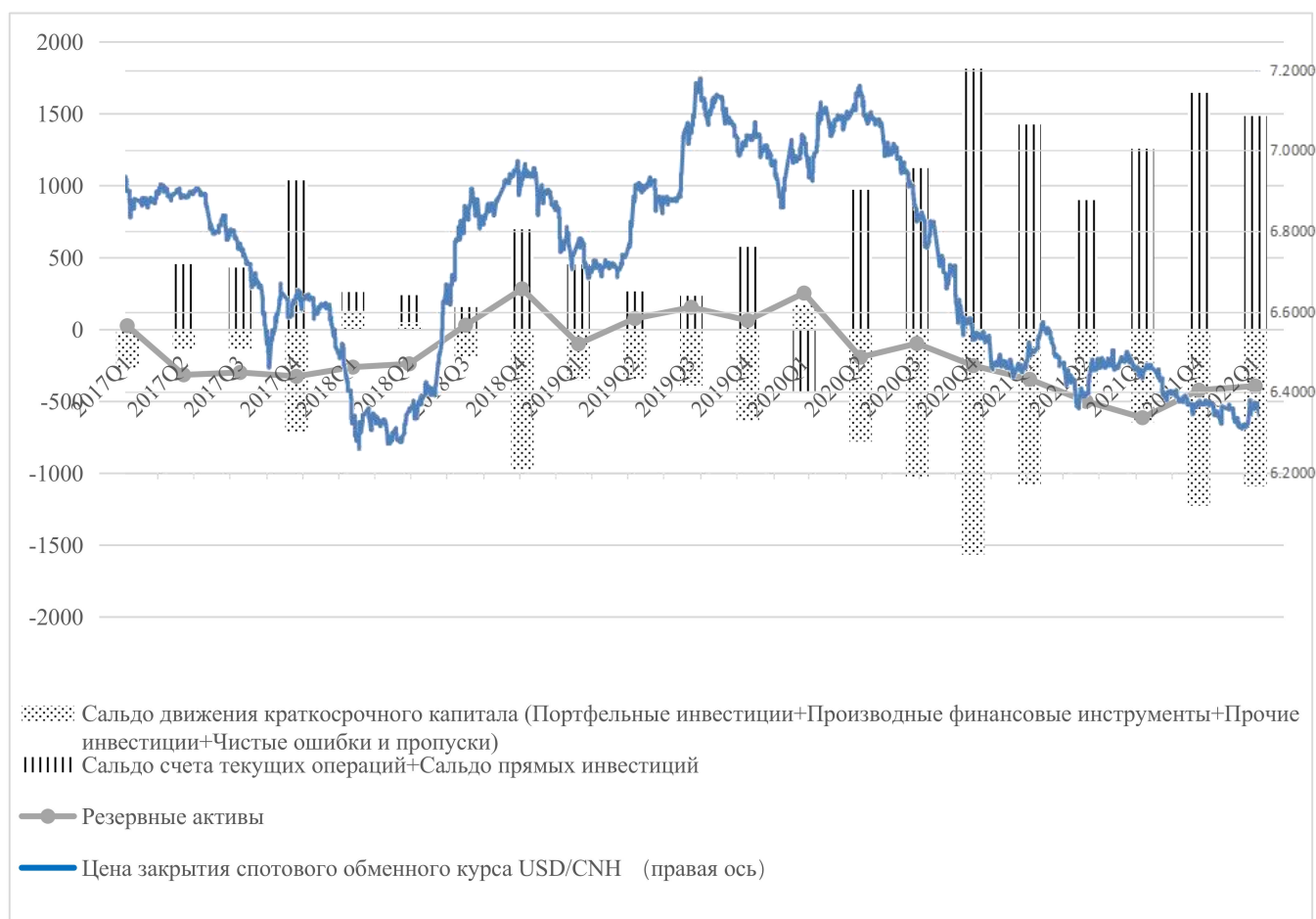


Рис. 2.7 – Потоки краткосрочного капитала Китая, базовый платежный баланс (100 млн долл. США) и обменный курс юаня с 2017 по 2022Q1

Составлено по данным: Сайт Государственное управление валютного контроля КНР. URL: <http://www.safe.gov.cn>

Обменный курс юаня к доллару США в 2017-2021 годах менял тенденцию одностороннего снижения после реформы обменного курса 2015 года, а двусторонние колебания стали новой

нормой. На рис. 2.7 показано, что с III квартала 2018 года по 1 квартал 2020 года обменный курс юаня находился в цикле обесценивания, поскольку резервные активы уменьшались из-за того, что отток краткосрочного капитала превышали профицит счета текущих операций и профицит прямых инвестиций; в другие периоды резервные активы увеличивались, и обменный курс юаня находился в цикле укрепления.

В управлении валютными операциями в этот период преобладали макропруденциальные меры. Например, во время цикла повышения курса юаня в сентябре 2017 года Народный банк Китая отменил требование к банкам-участникам зарубежного юаневого бизнеса депонировать резервы в национальных банках-корреспондентах<sup>78</sup> и скорректировал коэффициент резервирования валютных рисков с 20% до 0<sup>79</sup>, что означает постепенный возврат к нейтральному управлению трансграничными потоками капитала.

Во время цикла снижения курса юаня Народный банк Китая восстановил 20% резерв валютных рисков на продажи форвардной иностранной валюты 6-го августа 2018 года, а затем 12-го октября 2020 года снизил его до 0 в цикле повышения курса. Рисунок 2.6 показывает, что, когда платежный баланс Китая достаточно сбалансирован, основное противоречие в мерах по управлению иностранной валютой для ослабления давления укрепления юаня заключается не в "содействии балансированию", а в "расширении оттока", при этом эффект от "сдерживании притока" более ограничен.

## 2.2 Политика обменного курса и валютные интервенции

С 1994 года Китай выбрал режим управляемого плавающего валютного курса с "промежуточным решением", но он не остался неизменной и всегда проводил рыночные реформы механизма формирования валютного курса в соответствии с принципом "активного, постепенного и контролируемого", что является ключевым звеном финансовой реформы и открытости Китая, связанный с финансовой стабильностью и платежным балансом страны. В данном разделе рассмотрены, проанализированы и оценены предпосылки, содержание и результаты политики валютного курса и эволюция методов валютной интервенции в процессе

---

<sup>78</sup> Циркуляр о корректировке политики в отношении депозитных резервов, размещенных в банках-корреспондентах внутри страны банками-участниками зарубежного юаневого бизнеса (Иньфа [2017] № 206)

<sup>79</sup> Уведомление Народного банка Китая о корректировке резерва валютных рисков (Иньфа [2017] № 207)

рыночной реформы валютного курса с 1994 года.

До реформы валютной системы 1994 года девальвация юаня и высокая инфляция сосуществовали, при этом цели внутреннего и внешнего равновесия соответствовали друг другу. С момента внедрения системы двойного обменного курса, в которой сосуществовали обменный курс на рынке свопов иностранной валюты и официальный обменный курс, по мере постоянного увеличения доли удерживаемой иностранной валюты все больше и больше сделок с иностранной валютой заключалось по обменному курсу на рынке свопов иностранной валюты. К концу 1993 года около 80% валютных операций проводились по обменному курсу на рынке свопов иностранной валюты 1 доллар США = 8.7 юаня, и только 20% валютных операций проводились по официальному обменному курсу 1 доллар США = 5.8 юаня. В то же время, юань испытывал большее давление обесценивания из-за перегрева внутренней экономики и дефицита торговли товарами в 1993 году. Поэтому Народный банк Китая в марте 1993 года возобновил ограничение цен на рынке свопов иностранной валюты, но цена иностранной валюты во внебиржевых сделках на черном рынке все еще высоко поднималась, а ожидания девальвации юаня усиливались. Таким образом, до реформы валютной системы в начале 1994 года давление девальвации юаня и высокая инфляция сосуществовали, имея одинаковые цели внутреннего и внешнего равновесия: не было конфликта целей между жесткой денежно-кредитной политикой для сдерживания экономического перегрева и политикой обменного курса для предотвращения чрезмерной девальвации юаня. В июле 1993 года НБК принял ряд мер по регулированию и исправлению финансового порядка, повысив однолетнюю процентную ставку в юанях до 10.98%, продав валютные резервы для не прямых интервенций рынка свопов иностранной валюты, стабилизировав рыночный обменный курс на уровне около 8.7 юаней за доллар США и затем либерализовав цены валюты до реформы валютной системы в начале 1994 года. В то же время НБК усилил валютный контроль, обязав банки строго контролировать выдачу кредитов компаниям, которые имели валюту, но не продавали банкам или покупали валюту без использования.

Конкретное содержание реформы валютной системы 1994 года таково: обменный курс юаня был единовременно девальвирован до 8.7 в начале 1994 года, и официальный обменный курс и обменный курс на рынке свопов иностранной валюты были официально объединены, и был введен единый, управляемый режим плавающего обменного курса, основанный на

рыночном спросе и предложении; было отменено удержание иностранной валюты и сдача иностранной валюты центральному правительству, введена обязательная продажа иностранной валюты предприятиями банкам и система управления лимитами позиций купли-продажи иностранной валюты банкам; был создан единый межбанковский валютный рынок с Китайской системой торговли иностранной валютой в качестве платформы<sup>80</sup> и было установлено, что национальным финансовым учреждениям не разрешается торговать юанями и иностранной валютой за пределами Китайской системы торговли иностранной валютой, поэтому китайский валютный рынок в Китае разделен на розничный рынок, где банки осуществляют расчеты и продажу иностранной валюты для предприятий и частных лиц, и межбанковский рынок, где банки покупают и продают иностранную валюту оптом. В 1994 г. Китай занимал 4-е место в мире по объёму ВВП, рассчитанному по ППС, уступая США, ЕС и Японии.

Цели стабилизации обменного курса и содействия платежному балансу после реформы валютной системы были достигнуты. Поскольку после реформы валютной системы, курс юаня не снизился до более чем 9 юаней за доллар, как ожидал рынок, а наоборот, вырос на 2.9% к концу года; валютные резервы увеличились на 30.4 млрд долл. США вместо того, чтобы уменьшились, более чем удвоившись с конца 1993 г. Причины успеха реформы валютной системы 1994 г. были следующими: 1) жесткая фискальная и денежно-кредитная политика проводилась с первой половины 1993 г.: было два раза повышения процентных ставок и ставка по однолетним депозитам была повышена до 10.98%, что сдержало чрезмерный спрос на иностранную валюту у источника; 2) была отменена система удержания и сдачи иностранной валюты и был введен новый институциональный механизм, такие как обязательная продажа иностранной валюты предприятиями банкам и управление лимитами позиций купли-продажи иностранной валюты банкам, требующий от отечественных предприятий продавать банкам всю сумму валютную выручку по счету текущих операций и от банков продавать иностранную валюту сверх лимитов позиций купли-продажи иностранной валюты Народному банку Китая. Это систематически централизовало предложение иностранной валюты и обеспечивало спрос на нее. В то же время объявлено о достижении условной конвертируемости текущего счета юаня и централизованном предложении иностранной валюты для обеспечения спроса на покупку иностранной валюты китайскими предприятиями для импорта и торговых

---

<sup>80</sup> Цзян Сюйянь. Трансформация юаня в мировую резервную валюту // Проблемы современной экономики. – 2017. – № 1(61). – С. 152-155.

подчиненных расходов, таких как фрахт, премии и комиссионные, связанные с импортом; 3) введение в 1994 году политики возврата экспортных налогов стимулировало высокий рост экспорта. В 1993 году торговый баланс Китая по товарам и услугам был дефицитным в размере 11.8 млрд. долл. США, но к 1994 году он превратился в профицит в размере 7.4 млрд. долл. США. Основной причиной положительного сальдо в импортной и экспортной торговле в 1994 году было полное внедрение системы возврата НДС при экспорте (ранее некоторые экспортируемые товары подлежали возврату налогов), а средняя ставка возврата налогов в размере 10% была важным стимулом для экспорта. Можно утверждать, что улучшение торговли Китая является причиной сильного обменного курса юаня, а не результатом занижения обменного курса юаня.

С 1994 по 1997 г. обменный курс юаня был стабилен с тенденцией к росту: сосуществование давления укрепления юаня и высокой инфляции, противоречивые цели внутреннего и внешнего баланса.

После реформы валютной системы в начале 1994 года давление на девальвацию юаня сменилось давлением на укрепление. С 1994 по 1997 г. были периодом быстрого роста торгового экспорта Китая, особенно прямых инвестиций, что привело к положительному сальдо платежного баланса в размере 185 824 млн долл. США, со среднегодовым положительным сальдо в 46 456 млн. долл. США. Профицит платежного баланса отразился в избытке иностранной валюты на межбанковском валютном рынке под управлением обязательной продажей валютной выручки предприятиями и лимитами позиций купли-продажи иностранной валюты, и юань оказался под давлением укрепления. Чтобы ослабить давление роста курса юаня и увеличить валютные резервы, НБК проводил прямые интервенции на валютном рынке — предоставление юаня для покупки долларов США, в результате которого юаневый эквивалент официальных валютных резервов резко возросла, став основным каналом предоставления денежной базы. За этот период доля юаневого эквивалента официальных валютных резервов к денежной базе выросла с 10.47% в 1993 году до 24.24% в 1994 году, 32.6% в 1995 году, 35.6% в 1996 году и 43.9% в 1997 году, а годовые темпы роста M0 с 1994 по 1997 год составили 24.30%, 8.20%, 10.36% и 16.24%. Из-за контроля процентной ставки и контроля за движением капитала увеличение внутреннего денежной массы не привело к снижению рыночных процентных ставок и оттоку краткосрочного капитала. Напротив, Народный банк

Китай поддерживал ставку по однолетним депозитам на высоком уровне 10.98% в 1994 году, чтобы сдерживать перегретый спрос во внутренней экономике. В 1994 году ознаменовался притоком "горячих" денег в страну через смешивание с счетом текущих операций и черным рынком иностранной валюты в ожидании стабилизации или даже укрепления юаня, и внутренняя инфляция снова выросла, с ростом ИПЦ 24.2% и 17% в 1994 и 1995 годах по сравнению с 14.5% в 1993 году, что потребовало от денежных властей проведения жесткой денежно-кредитной политики.

Таким образом, расширение денежной массы, вызванное прямыми интервенциями с целью предотвращения повышения курса юаня, противоречило жесткой денежно-кредитной политике, необходимой в условиях высокой внутренней инфляции. В ответ на конфликт между внутренней и внешней политикой денежные власти в основном прибегали к отзыву рефинансирования коммерческим банкам, и сдаче специальных юаневых депозитов кредитными союзами и другими финансовыми учреждениями в качестве дополнительного инструмента стерилизации<sup>81</sup>. В связи с большим масштабом интервенции на валютном рынке отзыв рефинансирования коммерческим банкам или сокращение размера рефинансирования для стерилизации привели к тому, что абсолютный размер рефинансирования и его доля в активах центрального банка снижались относительно быстрыми темпами, с 70.3% в 1993 году до 59% в 1994 году и 55% в 1996 году. Темпы роста ИПЦ снижались с 17% в 1995 году до 8.3% в 1996 году и 2.8% в 1997 году, уровень цен нормализовался, а уровень обменного курса был в основном стабильным, повысившись со среднегодового курса 8.61745 юаней за доллар в 1994 году до 8.2898 юаней за доллар в 1997 году, выросши всего на 3.8%. Очевидно, что политика стерилизации Народного банка Китая в этот период достигла хороших результатов.

Отзыв рефинансирования коммерческим банкам и сдача специальных юаневых депозитов другими финансовыми учреждениями в качестве инструмента стерилизации соответствовали институциональному фону того времени. Во-первых, на этом этапе контроль центрального банка над денежной массой осуществлялся в основном за счет управления размером кредитования и регулирования рефинансирования коммерческих банков, которое было основной формой предоставления денежной базы и имело высокую долю в активах центрального банка с возможностью для регулирования по сравнению с другими активами.

---

81 Специальные юаневые депозиты – это банковский вклад в юанях, номинированный в свободно конвертируемой иностранной валюте, конвертируемой в юани по обменному курсу.



Во-вторых, вторичный рынок казначейских облигаций Китая в то время не был развит, не сформировался в определенном масштабе с точки зрения количества, разнообразия или функции, и не мог достичь желаемого эффекта стерилизации посредством операций на открытом рынке.

С 1998 по 2000 г. произошло возвращение привязки обменного курса юаня к доллару США: сосуществование давления обесценивания юаня и дефляции с противоречивыми целями внутреннего и внешнего равновесия. В этот период перед Китаем стояли огромные проблемы как внутри страны, так и за ее пределами. Внутренними проблемами являлись: 1) Инерция политики сдерживания инфляции, проводившейся до 1997 года, была настолько велика, что темпы роста совокупного спроса снизились, обострив противоречие между спросом и предложением. Темпы роста ИПЦ в первом квартале 1998 года составили 0.3%, средние темпы роста ИПЦ во втором, третьем и четвертом кварталах составили - 1.13%, а в 1999 году темпы роста ИПЦ продолжали оставаться отрицательными, т.е. в то время дефляция продолжалась, а платежеспособный спрос был недостаточным. 2) После почти 20 лет развития после реформы и открытости, Китай перешел от экономики дефицита к стадии избыточных мощностей, рыночная конкуренция усилилась, многие предприятия вели ценовые войны, государственные предприятия в то время были почти полностью в убытке, самым прямым следствием был высокий долг и растущая безработица. Костяшки домино, которые были свергнуты, были банками, а уровень безнадежных долгов государственных банков напрямую достигал 33%; 3) С июня по октябрь 1998 года страна пострадала от беспрецедентных наводнений, нанесших прямой экономический ущерб на сумму более 200 млрд юаней. С точки зрения внешних факторов: 1) Под влиянием азиатского финансового кризиса и вялого внешнего спроса рост экспорта значительно снизился в 1998 году, и экспорт сократился на 1.5% по сравнению с аналогичным периодом 1997 года. Это было первое снижение после 22 месяцев роста подряд. Профицит счета текущих операций составил 31.471 млрд долл. США, что на 5.5 млрд долл. США меньше, чем в 1997 году. Профицит платежного баланса в 1998 году составил 25.15 млрд долл. США, что на 32.87 млрд долл. меньше, чем в 1997 году. Важно отметить, что вклад внешней торговли в экономический рост в 1997 году составил 44.4%, став главной движущей силой экономического роста Китая. В условиях макроэкономической ситуации переизбытка предложения и растущей зависимости от внешней торговли финансовый кризис за рубежом в

1998 году чрезвычайно осложнил экономику Китая.

Перед лицом внезапного международного финансового шока и разворота экономической ситуации НБК быстро скорректировал свои макроконтрольные ориентиры и перешел от умеренно жесткой к стимулирующей денежно-кредитной политике: увеличение денежной массы через операции на открытом рынке, снижение резервных требований и процентных ставок. В 1998 и 1999 годах 262.2 млрд юаней было выпущено через обратное РЕПО<sup>82</sup>, что составило 87% прироста денежной базы в то время, доля которого от размещения денежной базы увеличилась с 21% в 1995 году до 52% в 1999 году. В 1999 году темпы роста M0 выросли до 12.1%, а в 2000 году денежная база 165.2 млрд. юаней была выпущена через обратное РЕПО, и темпы роста M0 достигли 16.8%, намного выше, чем 9.8% в 1998 году, и рост денежной базы постепенно ускорился. После трех снижений процентных ставок в 1998 году и одного в 1999 году, ставка по однолетним депозитам в юанях была снижена с 5.67% до 2.25%. В ноябре 1999 года Народный банк Китая снизил резервные требования с 8% до 6%.

Из-за негативного влияния азиатского финансового кризиса, растущей отрицательной разницы в реальных процентных ставках между США и Китаем, а также восстановление экономики США и бума на рынке капитала, отток капитала привел к дефициту в размере 6322 млн долл. США по капитальному счету в 1998 году, впервые с 1993 года, когда Китай имел дефицит по капитальному счету. Кроме того, постоянное снижение обменных курсов в соседних странах оказывало дополнительное давление обесценивание на юань. Поскольку девальвация юаня не способствовала стабильности уровня цен и развитию торговли в азиатском регионе, правительство Китая настаивало на том, чтобы обменный курс юаня не девальвировался, поэтому НБК продолжал проводить политику стабилизации обменного курса. Таким образом, внутренний экономический спад и продолжающаяся дефляция требовали политики низких процентных ставок, в то время как ситуация с оттоком капитала требовала жесткой денежно-кредитной политики с высокими процентными ставками для стабилизации обменного курса, что привело к конфликту между политиками внутреннего и внешнего равновесия. Учитывая нехватку валютных резервов в то время, Народный банк Китая проводил политику низких процентных ставок, одновременно достигая цели стабилизации обменного курса и сохранения валютных резервов, главным образом, за счет укрепления и улучшения

---

<sup>82</sup> В отличие от США, РЕПО Народного банка Китая заключается в изъятии ликвидности, а обратное РЕПО - в выпуске ликвидности

управления потоками капитала. Кроме того, активная фискальная политика также проводилась в сочетании с реформой государственных предприятий для увеличения инвестиций и расширения экспорта и внутреннего спроса: в 1998-2000 годах было выпущено \$360 млрд долгосрочных казначейских облигаций для развития инфраструктуры, а государственные расходы без учета выплат по долгам выросли на 33.5% в 1998 году, что на 18.1 процентных пункта больше, чем в 1997 году; ставка возврата НДС при экспорте была повышена с 8% до 15% для стабилизации экспорта; проводили глубокие реформы государственных предприятий, такие как ряд мер по ограничению производства и пресованию веретен в больших масштабах в текстильной промышленности; проводили реформы в финансовом секторе с созданием системы финансовых институтов, системы финансового рынка и системы финансового регулирования и надзора для укрепления финансовой безопасности; Министерство финансов выпустило 270 млрд специальных казначейских облигаций в 1998 году для пополнения уставного капитала государственных банков и реформирования коммерциализации государственных банков.

В конечном итоге, обменный курс юаня к доллару США в основном стабилизировался на уровне около 8.28 юаней за доллар с 1998 г. до реформы обменного курса юаня в июле 2005 года. Во время кризиса баланс валютных резервов, за исключением небольшого снижения в отдельные месяцы, в целом имел тенденцию к росту, достигнув 165.6 млрд долл. США в конце 2000 года, что на 25,7 млрд долл. США больше, чем в конце 1997 года. Однако возобновление привязки обменного курса юаня к доллару США привело к росту курса юаня по отношению к валютам других основных торговых партнеров по мере роста курса доллара США по отношению к ним. К концу 2001 года номинальный и реальный эффективные обменные курсы юаня, составляемые Банком международных расчетов (БМР), выросли на 22% и 9.8% соответственно по сравнению с июнем 1997 года, причем реальный эффективный обменный курс юаня вырос намного меньше, чем номинальный эффективный обменный курс (рис. 2.8). Задача стабилизации обменного курса юаня привела к пассивному повышению курса юаня, что привело к его завышению, став одной из причин длительной дефляции в Китае. Только в 2000 году ИПЦ превратился из отрицательного в положительный на уровне 0.35%, а затем снова стал отрицательным с второй половины 2001 до 2002 года. Негативное влияние цели стабилизации обменного курса на внутреннюю дефляцию продолжалось до 2002 года, когда юань вслед за долларом США вошел в цикл обесценивания реального эффективного

обменного курса (рис. 2.8). Хотя в теории при ухудшении платежного баланса и дефляции меры по девальвации обменного курса могут привести к соглашению относительно цели политики внутреннего и внешнего равновесия: как для улучшения экспорта, так и для увеличения денежной массы; они также могут привести к чрезмерному снижению обменного курса, дальнейшему оттоку капитала и дальнейшему ужесточению ликвидности. Нужная цена политики отказа от девальвации юаня и увеличения экспорта за счет повышения возврата НДС при экспорте для решения проблемы платежного баланса заключались в том, что населению и правительству пришлось затянуть пояса, ущерб национальной экономики от которого был более приемлемый и контролируемый для китайского правительства в то время, чем ущерб, вызванный чрезмерной девальвацией обменного курса и концентрированным оттоком капитала.

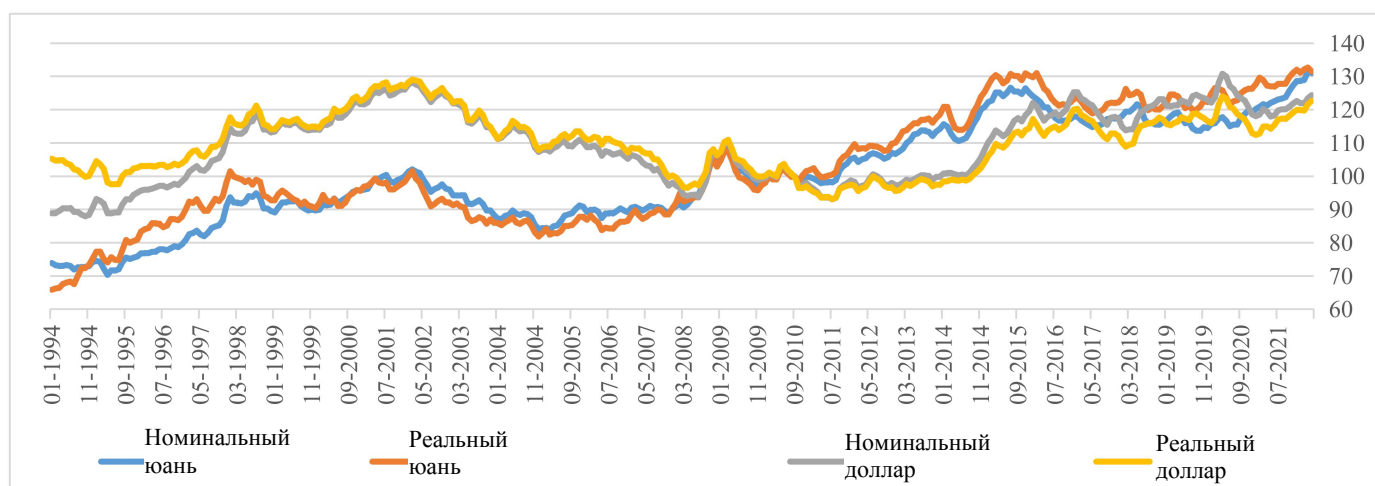


Рис. 2.8 – Эффективный обменный курс БМР

Составлено по данным: Сайт Банка международных расчетов. URL: <https://stats.bis.org/statx/toc/XR.html>

С 2001 г. по 20 июля 2005 г. обменный курс юаня был привязан к доллару США, что вызвало усиление давления на курс юаня, превращение дефляции в умеренную инфляцию.

Международная экономическая ситуация и макрополитика значительно изменились за этот период. Лопнувший интернет-пузырь в США вкупе с последствиями терактов 11 сентября 2001 привел к тому, что экономика вступила в период слабости, Федеральная резервная система постоянно понижала свою базовую процентную ставку, спрэд процентных ставок между США и Китаем сузился, а доллар США превратился из сильного в слабый. Начиная со второй половины 2001 года, возобновились значительные притоки капитала в Китай с возвращением

части офшорного финансирования и увеличением притока ПИИ, что привело к большому и устойчивому профициту по капитальным счетам. В то же время, по мере ослабления влияния азиатского финансового кризиса и вступления Китая в ВТО, экспортная торговля Китая начала возвращаться к высоким темпам роста, счет текущих операций оставался профицитным, профицит платежного баланса значительно увеличился, валютные резервы продолжали резко расти, и ожидалось, что обменный курс юаня сильно укрепится. Народный банк Китая сохранял приверженность цели стабилизации обменного курса и осуществлял прямые интервенции на валютном рынке - расширяя масштабы покупки иностранной валюты и выпуская денежную базу. На рис. 2.9 показано, что с первой половины 2001 года юаневый эквивалент официальных валютных резервов значительно увеличился по сравнению со второй половиной 2000 года, и Народный банк Китая стерилизовал часть ликвидности с помощью РЕПО и уменьшал обратное РЕПО. Во второй половине 2001 года индекс потребительских цен упал и даже продемонстрировал отрицательный рост, а дефляция снова усилилась. Направление мягкой денежно-кредитной политики, требуемое внутренней дефляцией, соответствовало с целью политики стабилизации обменного курса: НБК увеличил ликвидность путем обратного РЕПО при покупке иностранной валюты на валютном рынке, в феврале 2002 года снизил ставки по депозитам в среднем на 0,25% и ставки по кредитам в среднем на 0,5%, снизив ставку по однолетним депозитам с 2,25% до 1,98%, а темпы роста ИПЦ медленно восстановились с низкой точки -1,3% в апреле 2002 года. Денежная база, выпущенная в виде юаневого эквивалента официальных валютных резервов с июня 2002 года, постепенно увеличивалась. И НБК стерилизовал всплеск краткосрочной ликвидности, вызванный прямыми интервенциями путем выпуска дополнительных векселей центрального банка и РЕПО, дефляция постепенно превратилась в умеренную инфляцию. Цель политики стабилизации обменного курса с 2003 года вступала в противоречие с умеренно жесткой денежно-кредитной политикой, требуемой умеренной инфляцией: НБК повысил резервные требования с 6% до 7% в конце сентября 2003 года и до 7,5% в конце апреля 2004 года, начал повышать процентные ставки в конце октября 2004 года, и процентная ставка по однолетним депозитам была увеличена до 2,25%, также увеличил частоту и количество стерилизации через операции на открытом рынке с февраля 2003 года, чтобы поддерживать умеренно жесткую денежно-кредитную политику (см. рис. 2.9).

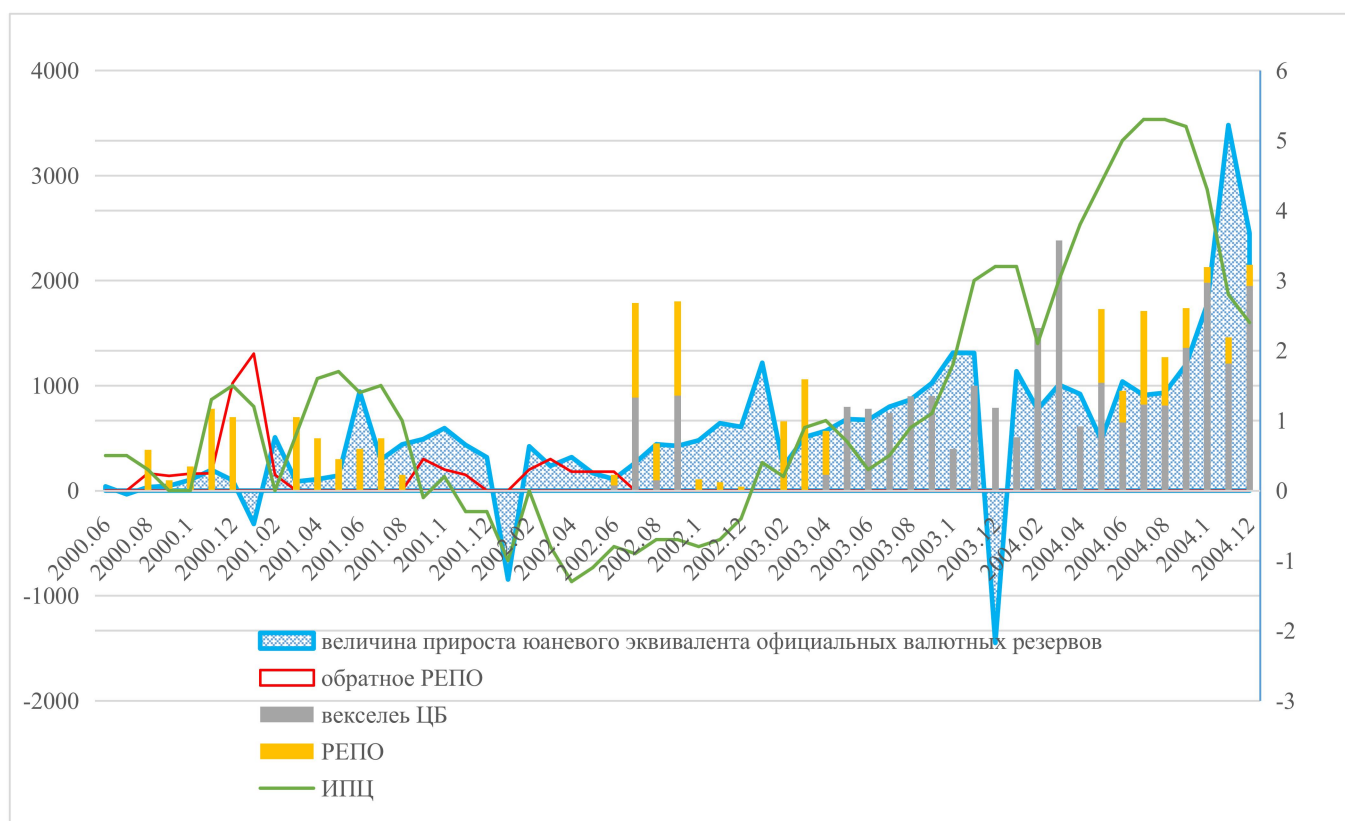


Рис. 2.9 – Предоставление денежной базы и стерилизованные инструменты (100 млн. юаней) и ИПЦ (%) с 2000 г. по 2004 г.

Составлено по данным: Сайт Народный банк Китая. URL: <http://www.pbc.gov.cn/en/#>

На данном этапе операции на открытом рынке стали основным инструментом НБК для валютных интервенций с целью поддержания стабильности юаня и заменили рефинансирование в качестве основного инструмента стерилизации. Это изменение соответствовало углублению финансовой системы Китая. Что касается самого инструмента рефинансирования, то в результате изменения его размеров и функций у НБК осталось все меньше возможностей использовать его в качестве инструмента стерилизации. Во-первых, баланс общего рефинансирования значительно сократился, а его доля в активах центрального банка уменьшилась до меньшей пропорции. Во-вторых, была усилена специфическая функция рефинансирования. 90% рефинансирования, предоставленных НБК в 1999 году, были направлены на приобретение сельскохозяйственной продукции. В 2000 году, чтобы поддержать реформу четырех государственных банков и избавиться от их неработающих активов, Народный банк Китая предоставил поддержку рефинансирования четырем компаниям по управлению активами, а именно Синда, Хуаронг, Дунфан и Великая Китайская стена, и выдал

им в общей сумме более 1,2 трлн. юаней рефинансирования на приобретение неработающих активов четырех крупнейших банков. В то же время НБК также оказал поддержку в рефинансировании некоторых неплатежеспособных малых и средних финансовых учреждений, поскольку их пришлось закрыть. Кроме того, стерилизация за счет векселей центрального банка постепенно заменила РЕПО в качестве важной части операций на открытом рынке, поскольку с наступлением срока погашения и последовательным залогом государственных облигаций год за годом, РЕПО постепенно стало испытывать недостаток в операционных инструментах, поэтому 24 сентября НБК конвертировал непогашенное РЕПО операций на открытом рынке с 2002 года (с 25 июня по 24 сентября) в векселя центрального банка. В конце 2002 года баланс государственных облигаций и политических финансовых облигаций в структуре активов центрального банка, объявленный НБК, составил всего 339,8 млрд юаней, что составляло лишь 6,6% от общей суммы активов центрального банка.

В целом, приток капитала, вызванный переходом от сильного к слабому доллару США в этот период, привел к изменению условий внутреннего равновесия и переходу от дефляции к умеренной инфляции, в то время как обменный курс юаня также изменился от сильного к слабому в рамках привязки к доллару, и профицит платежного баланса увеличился, что, в свою очередь, оказало давление роста курса юаня. Увеличение юаневого эквивалента официальных валютных резервов, вызванное прямыми интервенциями, противоречило стабильной инфляции, чтобы максимально сохранить независимость денежно-кредитной политики, Народный банк Китая мог проводить только стерилизацию.

С 21 июля 2005 года по первую половину 2008 года наблюдалось медленное укрепление юаня: сосуществовали давления укрепления юаня и инфляция.

Профицит платежного баланса Китая увеличился с 2001 года, и для поддержания стабильности обменного курса НБК продолжал сбрасывать денежную базу для покупки валютных резервов. Номинальный и реальный эффективные обменные курсы юаня, составленные Банком международных расчетов, обесценились на 13,51% и 15,1% соответственно в конце июня 2005 года по сравнению с концом 2001 года, что было связано с возвращением юаня к системе привязки обменного курса к доллару США во время азиатского финансового кризиса, в результате чего юань пассивно обесценился в соответствии с обесцениванием доллара США по отношению к другим валютам, при этом индекс доллара

США за тот же период упал на 23,7% по сравнению с концом 2001 года из-за экономических и политических факторов. Отсюда прямые интервенции с целью предотвращения повышения курса юаня и занижение обменного курса юаня в рамках привязке обменному курсу юаня к доллару США стали поводом для возникновения международных торговых споров и оказания давления на переоценку обменного курса юаня. 4 декабря 2002 года Курода Харухико, в то время казначей, отвечавший за международные дела в Министерстве финансов Японии, опубликовал статью в *Файнэншл Таймс* под названием "Теория повышения курса юаня", обвинив Китай в экспорте дефляции в мир и дав старт международным дебатам о ревальвации юаня. С тех пор американские сенаторы требовали включения Китая в список стран, занимающихся валютными манипуляциями, угрожали ввести торговые санкции и оказывали давление на переоценку обменного курса юаня.

В октябре 2003 года на 3 пленарном заседании 16-го Центрального комитета КПК была пересмотрена общая цель реформы обменного курса юаня и сформирован общий консенсус относительно порядка проведения реформы обменного курса и других финансовых реформ, заявив, что реформа банковского сектора, дерегулирование иностранной валюты и развитие валютного рынка должны быть завершены до реформы обменного курса.<sup>83</sup> В первой половине 2005 года, когда мировая экономика развивалась нормально, США неуклонно повышал процентные ставки доллара, а экономика Китая росла стабильно и быстро, средний темп роста ИПЦ составил 2,83%, Народный банк Китая 21 июля 2005 года возобновил реформу режима управляемого плавающего обменного курса ориентированную на рынок (называемой реформой "7-21").

Основные элементы реформы "7-21" включали:

1) реформу метода регулирования обменного курса. Введен режим управляемого плавающего обменного курса, основанного на рыночном спросе и предложении и корректируемого с учетом корзины валют.<sup>84</sup> Конечный результат состоит в том, чтобы позволить рыночному спросу и предложению играть все возрастающую роль в механизме

---

<sup>83</sup> Чжоу Сяочуань. Сбалансированный выбор обменных курсов для больших стран // Экономический отчет 21 века. – 2005-9-15.

<sup>84</sup> Объявление о совершенствовании реформы механизма формирования обменного курса юаня (Объявление Народного банка Китая [2005] № 16 от 21.07.05) 《关于完善人民币汇率形成机制改革的公告》(中国人民银行公告〔2005〕第16号)



формировании обменных курсов юаня<sup>85</sup>.

2) реформу механизма формирования среднего паритета обменного курса юаня. Цена закрытия обменных курсов доллара США и других валют по отношению к юаню на межбанковском валютном рынке в каждый рабочий день использовалась в качестве среднего паритета этой валюты по отношению к юаню на следующий рабочий день;

3) установление плавающего диапазона обменного курса юаня. Ежедневная торговая цена доллара США по отношению к юаню на межбанковском валютном рынке оставалась в пределах 0,3% выше и ниже среднего паритета доллара США по отношению к юаню, публикуемого Народным банком Китая. Торговая цена недолларовой валюты по отношению к юаню плавала в пределах 1,5% выше и ниже среднего паритета этой недолларовой валюты по отношению к юаню, публикуемого Народным банком Китая<sup>86</sup>;

4) единовременную корректировку первоначального обменного курса. Юань был ревальвирован на 2% по отношению к доллару США, и обменный курс доллара США к юаню был скорректирован до соотношения 1 доллар к 8,11 юаня. Этот курс использовался в качестве среднего паритета для сделок на межбанковском валютном рынке на следующий день. После реформы "7-21", за исключением периода финансового кризиса 2008 г., юань постепенно укреплялся почти в течение 10 лет.

В соответствии с реформой механизма обменного курса юаня Народный банк Китая принял ряд мер после реформы "7-21". (1) Корректировка способа формирования среднего паритета. В связи с введением способа торговли запроса и механизма маркет-мейкеров был скорректирован прежний метод формирования среднего паритета обменного курса юаня к доллару США, который основывался на цене закрытия, сформированной способом сделки с центральным контрагентом (биржевой торговли): с 4 января 2006 г. Китайская система торговли иностранной валютой каждый день перед открытием межбанковского валютного рынка запрашивала котировки у всех маркет-мейкеров на межбанковском валютном рынке и использовала котировки всех маркет-мейкеров для расчета среднего паритета курса юаня по отношению к доллару США, взвешивая и усредняя оставшиеся котировки маркет-мейкеров

---

<sup>85</sup> Гуань Тао. Игра обменного курса: юань и подъем великих держав / Тао Гуань. – СИПС Группа, 2017. – 271 с.

<sup>86</sup> Уведомление Народного банка Китая по вопросам, связанным с управлением обменными курсами для операций на межбанковском валютном рынке и котируемыми уполномоченными банками валютными курсами на розничном рынке (Иньфа [2005] №183 от 21.07.05)

после удаления самой высокой и самой низкой котировки для получения среднего паритета обменного курса юаня / доллара США на этот день, причем определяя веса на основе объема торгов котировщиков на межбанковском валютном рынке и других показателей. Средний паритет юаня к евро, йене и гонконгскому доллару рассчитывался Китайской системой торговли иностранной валютой на основе среднего паритета юаня к доллару США и курса евро, йены и гонконгского доллара к доллару США на международном валютном рынке в 9:00 утра соответственно<sup>87</sup>; (2) Расширение сферы деятельности на розничном рынке валютных расчетов и продаж и внедрение управления лимитами совокупных позиций купли-продажи иностранной валюты банков. 2 августа 2005 года Народный банк Китая разрешил банкам осуществлять валютные форвардные операции и валютные свопы для своих клиентов.<sup>88</sup> 22 сентября 2005 года Государственное управление валютного контроля расширило диапазон управления позициями валютного расчета и продажи банков<sup>89</sup>, включившими совокупные позиции, имеющиеся у банков, сформированные в результате их расчета и продажи иностранной валюты клиентам, их собственной покупки и продажи, а также их участия в сделках на межбанковском валютном рынке, при этом нижний предел диапазона управления лимитом равен нулю, а верхний предел – лимиту, утвержденному ГУВК. Эти меры улучшили структуру валютного рынка и стимулировали роль валютного рынка в установлении валютного курса, распределении ресурсов и управлении рисками.

После реформы обменного курса "7-21" режим обменных курсов юаня стал значительно более гибким, и юань продолжал медленно укрепляться по отношению к доллару США, при этом номинальный и реальный эффективные обменные курсы, составленные Банком международных расчетов, к концу июня 2008 года укрепились на 8,91% и 12,17% соответственно по сравнению с концом июня 2005 года. Средний паритет обменного курса юаня по отношению к доллару США укрепился на 17,13% , за тот же период как индекс

---

<sup>87</sup> Объявление о дальнейшем улучшении межбанковского спотового валютного рынка (Объявление Народного банка Китая [2006] № 1) 《关于进一步完善银行间即期外汇市场的公告》中国人民银行公告〔2006〕第1号

<sup>88</sup> Уведомление по вопросам, связанным с расширением форвардных расчетов и продажей иностранной валюты и созданием своп-бизнеса уполномоченными банками клиентам (Иньфа [2005] №201)

<sup>89</sup> Уведомление о корректировке мер управления позициями купли-продажи иностранной валюты банков (Хуифа [2005] № 69) 《关于调整银行结售汇头寸管理办法的通知》(汇发〔2005〕69号)

доллара США упал на 18,68%, а номинальный и реальный эффективный обменные курсы японской йены и британского фунта также снизились. В то же время, в этот же период в Китае наблюдался устойчивый постоянный рост счета текущих операций и постоянный чистый приток капитала (см. рис. 2.10). Это говорит о том, что в этот период юань не был привязан к доллару США, но и не был привязан к корзине валют, и что именно спрос и предложение иностранной валюты в условиях постоянного "двойного профицита" в платежном балансе определяли тенденцию обменный курс юаня.

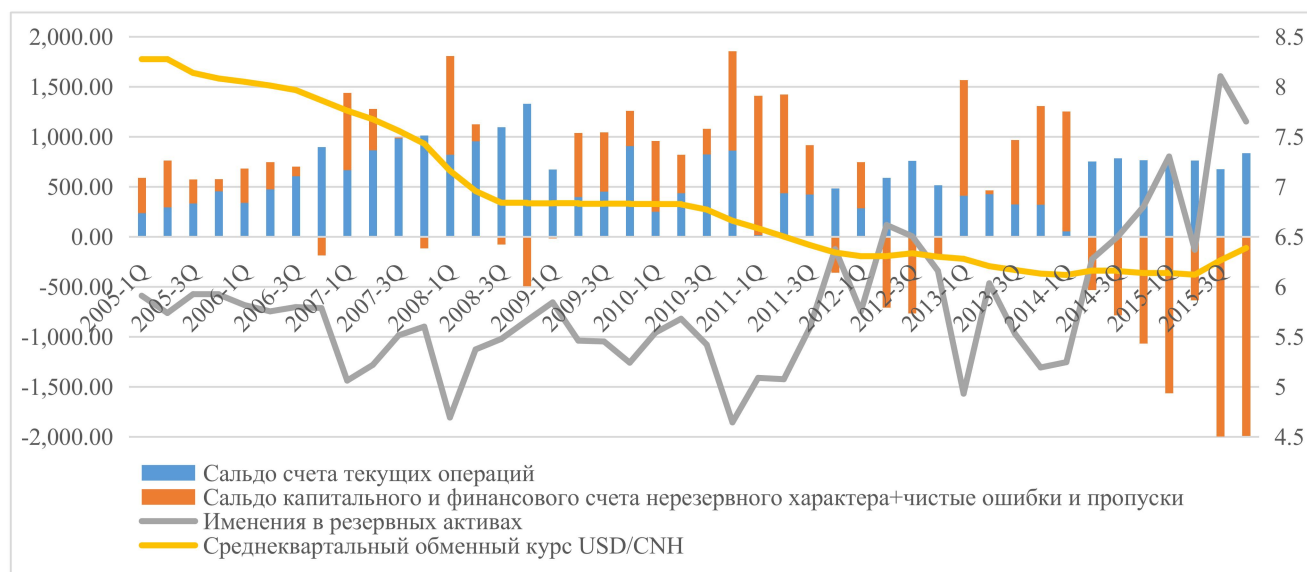
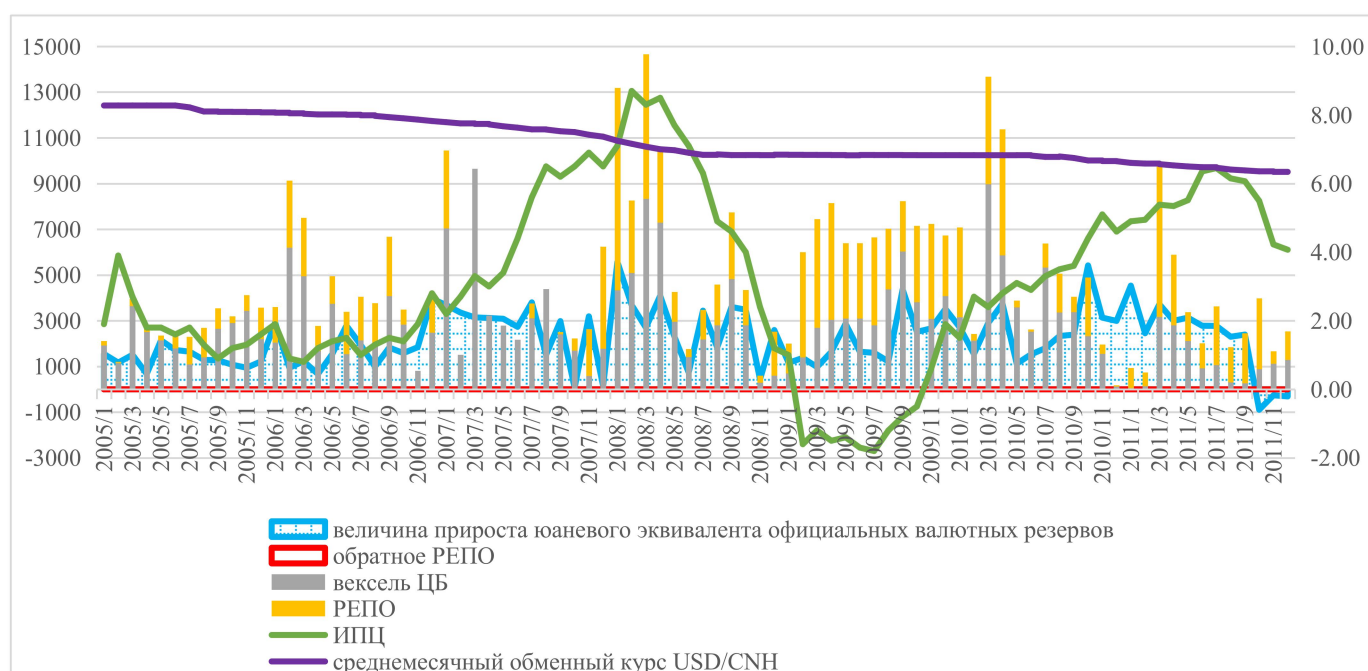


Рис. 2.10 – Обменный курс юаня и квартальные изменения платежного баланса Китая по статьям (100 млн долл. США)

Составлено по данным: Сайт Государственное управление валютного контроля КНР. URL: <http://www.safe.gov.cn>

В 2005 г. Китай занимал уже 3-е место в мире по объёму ВВП. После реформы обменного курса "7-21" внешняя торговля Китая продолжала быстро расти, темпы роста профицита счета текущих операций снизился, но его объем продолжал расти. На рис. 2.10 показано, что при одностороннем укреплении юаня счет движения капитала также оставался в профиците в течение длительного времени, и положение платежного баланса не только не ухудшилось, но его профицит продолжал увеличиваться. Под влиянием финансового кризиса США, счет движения капитала Китая (включая чистые ошибки) резко вырос на 223,4 млрд долл. США в период с 2007 по первую половину 2008 года. На этом фоне одностороннее укрепление юаня после реформы обменного курса "7-21" не ослабило давление на рост курса. Чтобы не допустить слишком быстрого роста курса юаня, НБК продолжал часто проводить валютные

интервенции, размещая юани и увеличивая валютные резервы. В то время НБК выпустил векселя центрального банка и сделки РЕПО на сумму 1 юань, что привело к изъятию только 0,3 юаня рыночной ликвидности из обращения.<sup>90</sup> Это связано с тем, что пассивное предоставление валюты центральным банком происходило в каждый момент рабочего дня, и существовало запаздывание в поведении стерилизации, так как в момент повышения резервных требований или выпуска векселей центрального банка денежная база, ранее пассивно выпущенная, уже поступила в обращение и были выданы кредиты от нее.



На рис. 2.11 показано, что с апреля по ноябрь 2007 года изъятие денежной базы центральным банком на открытом рынке посредством выпуска дополнительных векселей центрального банка и РЕПО было почти равно денежной базе, выпущенной посредством покупки иностранной валюты, что создало избыточную ликвидность. И увеличился ежемесячный темп роста ИПЦ с 3% до 6,9%. Видно, что вместо того, чтобы избыточная ликвидность вызвала девальвацию юаня, неполная стерилизованная прямая интервенция в этот

<sup>90</sup> Хэ Хуэйган. Исследование стерилизованной интервенции и независимости денежно-кредитной политики в Китае / Хуэйган Хэ // Финансово-экономические исследования. – 2007. – №11. – С. 25.

период превратила умеренную инфляцию в значительную импортируемую инфляцию при постоянном профиците платежного баланса, что привело к ситуации, когда юань обесценился внутри страны. В условиях экономического перегрева и заметной инфляции Народный банк Китая несколько раз повышал процентные ставки и резервные требования: один раз в 2006 году и шесть раз подряд с марта 2007 года ставка по однолетним депозитам повышалась с 2,25% до 4,14% до конца сентября 2008 года; резервные требования повышались три раза в 2006 году, 11 раз в 2007 году и еще 6 раз подряд до конца сентября 2008 года, совокупное увеличение которых составило 10% с начала 2006 года.

Со второй половины 2008 года по первую половину 2010 года произошло возобновление привязки обменного курса юаня к доллару США.

В сентябре 2008 года обанкротился четвертый по величине инвестиционный банк США Lehman Brothers, а Fannie Mae и Freddie Mac перешли под контроль правительства США, AIG была спасена. Кризис субстандартной ипотеки перерос в глобальное финансовое цунами, в результате которого большинство стран с развивающимися рынками начали девальвировать свои валюты под влиянием глобального экономического спада и оттока капитала. В октябре ухудшение международной финансовой ситуации и мировой экономической спад привели к замедлению экономического роста Китая, замедлился чистый приток иностранного капитала, внутренние и внешние рынки изменили свои ожидания в отношении обменного курса юаня, и форвардный обменный курс доллара США к юаню превратился из дисконтного в повышательный. В IV квартале 2008 года чистый отток счета движения капитала Китая достиг 49,3 млрд долл. США (включая чистые ошибки), что в 3,25 раза больше, чем в IV квартале 2007 года, а в начале декабря рост годовых беспоставочных форвардов (NDF) по доллару США к юаню на офшорном рынке достигал более 5 000 базисных пунктов. На этом фоне Китай скорректировал свои макроэкономические цели для поддержания стабильного роста внутренней экономики и, соответственно, принял активную фискальную политику и умеренно мягкую денежно-кредитную политику: в начале октября 2008 года он начал снижать резервные требования, который после трех сокращений достиг 15,5% для крупных финансовых учреждений и -13,5% для малых и средних к концу 2008 года; в начале октября 2008 года он начал снижать базовые ставки по депозитам и кредитам, которые были снижены до 2,25% для годовых депозитов и 5,31% для годовых кредитов к концу года после четырех снижений.

В 2008–2010 гг. монетарные власти взяли паузу в проведении реформы по интернационализации юаня фактически до 2012 г. Процесс реформирования обменного курса юаня с ориентацией на глобальный рынок был приостановлен. По сути, юань снова возобновил свою квази-долларовую привязку, что подтверждается одновременными колебаниями номинального и реального эффективного обменного курса юаня к доллару США, составленными Банком международных расчетов (рис. 2.8), из которых следует, что во время финансового кризиса юань дорожал одновременно с долларом США.

С июля 2008 года по 18 июня 2010 года обменный курс юаня к доллару США был в основном стабильным в пределах 6,81-6,84 по следующим причинам. 1) Восстановление внутреннего экономического роста. Несмотря на сокращение внешнего спроса, благодаря стимулам активной фискальной политики и мягкой денежно-кредитной политики, рост внутренней экономики составил 9,2% и 10,3% в 2009 и 2010 годах в целом, после стремительного снижения роста экономики в 7,1% и 6,4% в четвертом квартале 2008 года и первом квартале 2009 года соответственно. 2) Побочный эффект денежно-кредитной политики в развитых странах, который заставил развивающиеся рынки перейти от оттока капитала в начале финансового кризиса к притоку капитала. Этот этап отличался от противоречивых целей политики внутреннего и внешнего равновесия во время азиатского финансового кризиса 1998 года. Во время азиатского финансового кризиса НБК полагался на политику низких процентных ставок для стимулирования экономики, в то же время полагался на усиленное управление потоками капитала, чтобы предотвратить обесценивание юаня из-за оттока капитала, а пока меры по управлению оттоком капитала для предотвращения девальвации юаня в рамках этой мягкой денежно-кредитной политики не были использованы вовремя, краткосрочное давление на отток капитала в четвертом квартале 2008 года трансформировалось в удар притока иностранного капитала во втором квартале 2009 года под влиянием реализации низких процентных ставок в крупнейших странах с развитой экономикой для борьбы с кризисом. Чистый приток капитала достиг 198,5 млрд долл. США в 2009 году, что в четыре раза больше, чем 40,1 млрд долл. США в 2008 году, и продолжился в 2010 году, усиливая импортируемое инфляционное давление, в результате которого поддержание стабильности обменного курса изменилось с предотвращения девальвации юаня в начале кризиса на предотвращение повышения курса юаня (с точки зрения номинального обменного курса). Цель

стабильности обменного курса для предотвращения повышения курса юаня противоречила цели предотвращения импортируемой инфляции, поскольку противодействие импортируемой инфляции должно основываться на повышении курса национальной валюты. В то время Народный банк Китая продолжал выполнять свою задачу по поддержанию стабильности обменного курса, покупая доллары США, выпуская юани и наращивая усилия по стерилизации. Как видно из рис. 2.11, с января 2009 года по май 2010 года НБК проводил операции на открытом рынке для изъятия денежной базы, которая в 2-4 раза превышала сумму денежной базы, выпущенная для покупки иностранной валюты (за исключением января 2009 года и февраля 2010 года в связи с увеличением спроса на наличные деньги во время традиционного китайского весеннего фестиваля), и в принципе возможно добиться полной стерилизации. Стерилизованные операции является важным инструментом политики Китая для достижения внутреннего и внешнего равновесия. Однако в этот раз стерилизованные операции не были эффективны, и в мае 2010 года ИПЦ вырос до 3%. Для решения проблемы избыточной ликвидности банковской системы НБК использовал инструмент резервных требований для глубокой заморозки ликвидности. В первой половине 2010 года коэффициент резервных требований был увеличен на 1,5%.

С июля 2010 по сентябрь 2011 происходило медленное укрепление юаня.

Народный банк Китая продолжил динамично управлять и регулировать обменный курс юаня в соответствии с объявленным диапазоном плавающего обменного курса. С июня по декабрь 2010 года обменный курс юаня вырос в совокупности на 3,1%. Политика повышения курса юаня соответствовала ужесточению денежно-кредитной политики, начавшемуся в начале 2010 года. В ожидании продолжения одностороннего повышения курса юаня чистый приток капитала во второй половине 2010 года увеличился на 31,7% и 77,5% соответственно по сравнению с первым полугодием и аналогичным периодом 2009 года, а профицит счета текущих операций увеличился на 145,9% и 24,1% соответственно, увеличение юаневого эквивалента официальных валютных резервов, вызванное профицитом платежного баланса, вновь привело к избыточной ликвидности. Кроме того, как и в период с апреля по ноябрь 2007 года, с сентября 2010 года по сентябрь 2011 года НБК проводил неполную стерилизованную прямую интервенцию на открытом рынке для сдерживания быстрого повышения курса юаня, что снова привело к обесцениванию юаня внутри страны, при этом ежемесячные темпы роста

ИПЦ постепенно увеличились с 3,6% в сентябре 2010 года до 6,45% в июле 2011 года (см. рис. 2.11). В условиях быстрого роста кредитов, перегрева экономики и явной инфляции Народный банк Китая пять раз за период повышал базовые ставки по депозитам и кредитам, при этом 7 июля 2011 года годовые базовые ставки по депозитам и кредитам увеличились с 2,25% и 5,31% до 3,50% и 6,56%. Норматив резервных требований также был повышен три раза во второй половине 2010 года и шесть раз в первой половине 2011 года, достигнув 21,5% для крупных финансовых учреждений и 19,5% для малых и средних финансовых учреждений. В дополнение к традиционным инструментам денежно-кредитной политики Народный банк Китая в 2011 году начал использовать инструмент динамической корректировки дифференциальных резервов для усиления макропруденциального управления деньгами и кредитами, который связывает корректировку коэффициента резервирования с такими показателями, как коэффициент достаточности капитала, качество активов и темпы роста кредитов, чтобы ограничить кредитную экспансию финансовых учреждений с низким коэффициентом достаточности капитала, низким качеством активов, чрезмерным ростом кредитов и повышенным потенциалом проциклического риска.

С октября 2011 по июнь 2014 проявлялись двусторонние колебания обменного курса юаня: расширение плавающего коридора обменного курса соответствовало цели осторожной и слегка мягкой денежно-кредитной политики в условиях неопределенности потоков капитала.

После октября 2011 года европейский долговой кризис еще больше обострился, и индекс паники на международных финансовых рынках вырос, при этом значительная часть капитала переместилась из рискованных активов в безопасные активы и перетекла обратно в развитые экономики в условиях неприятия риска, что ослабило аномальный приток трансграничного капитала в Китай.

В то же время замедление темпов экономического роста Китая стало менее привлекательным для иностранных инвесторов, и темпы роста ВВП постепенно снижались со второго квартала 2010 года. Возвращение большого количества капитала в развитые страны в период с октября 2011 года по конец 2012 года вновь привело к изменению ситуации с избыточной ликвидностью на жесткую; рост ИПЦ за тот же период снизился с 5,5% в октябре 2011 года до 2,5% в декабре 2012 года.

В IV квартале 2011 года отток капитала (включая чистые ошибки) составил 36 млрд долл.



США, общий профицит платежного баланса сократился всего до 19,2 млрд долл. США, валютные резервы платежного баланса увеличились на 11,7 млрд долл. США, а юаневый эквивалент официальных валютных резервов демонстрировал отрицательный рост три месяца подряд, его общее квартальное снижение составило 146,5 млрд юаней, в то время как чистая продажа валюты банками составила 12,9 млрд долл. США за тот же период, что указывало на то, что предприятия накапливали валюту, рыночные ожидания повышения курса юаня расходились.

После небольшого увеличения юаневого эквивалента официальных валютных резервов в I квартале 2012 года, во II квартале юаневый эквивалент официальных валютных резервов уменьшился на 60,97 млрд юаней, платежный баланс сократился на 11,2 млрд долл. США, отток капитала (включая чистые ошибки) составил 70,7 млрд долл. США, чистые банковские продажи валюты - 2,126 млрд долл. США, а обменный курс юаня начал снижаться в апреле. В III квартале, в связи со значительным увеличением профицита счета текущих операций, счет валютных резервов в платежном балансе превратился из уменьшения в увеличение, а юаневый эквивалент официальных валютных резервов увеличился на 10,7 млрд.

В IV квартале счет текущих операций продолжал иметь значительный профицит, в то время как отток капитала значительно сократился, что привело к увеличению на 34,7 млрд долл. США валютных резервов платежного баланса и увеличению на 137,292 млрд юаней юаневого эквивалента официальных валютных резервов.

Очевидно, что структура предложения ликвидности изменилась в 2012 году в соответствии с положением платежного баланса, с соответствующим сокращением прямых интервенций центрального банка и операций стерилизации. В дополнение к снижению резервных требований и процентных ставок (через 3 раз снижения в декабре 2011 года, феврале и мае 2012 года норматив резервных требований был снижен до 20% для крупных финансовых учреждений и 18% для малых и средних; в июне и июле 2012 года процентные ставки были снижены, а ставка по однолетним депозитам упала до 3%), НБК гибко регулировал ликвидность в основном посредством двусторонних операций на открытом рынке (см. рис. 2.12). Например, с октября 2011 по декабрь 2012 года, в период высокого оттока капитала, НБК пополнил ликвидность через операции на открытом рынке (обратное РЕПО - вексель центрального банка - РЕПО) на 5,7 трлн долл. США.

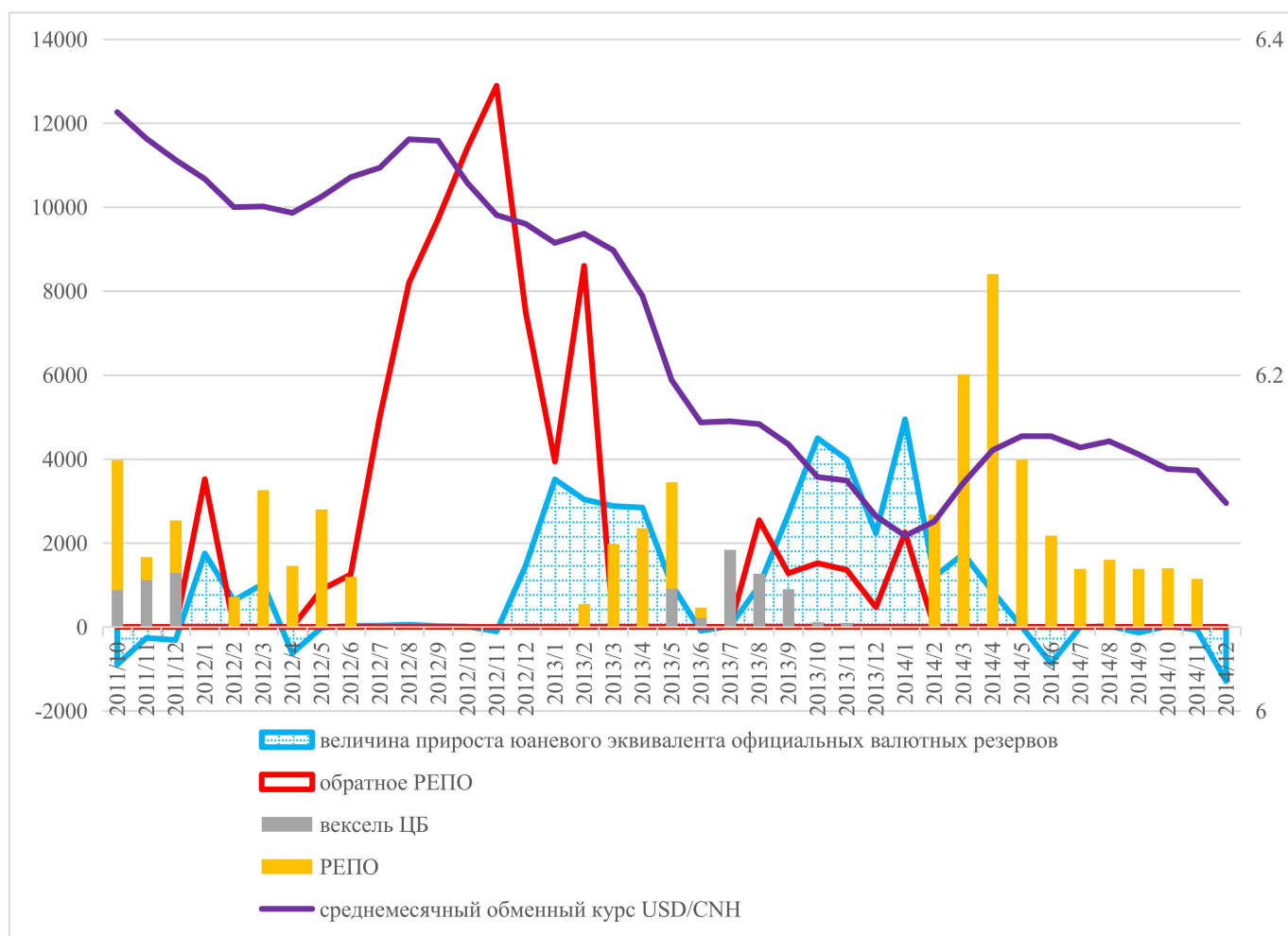


Рис. 2.12 – Обменный курс юаня, размещение денежной базы и инструменты стерилизации с 2011 г. по 2014 г. (100 млн. юаней)

Составлено по данным: Сайт Народный банк Китая. URL: <http://wwwhttp://www.pbc.gov.cn/cn/#>

Что касается политики обменного курса, Народный банк Китая продолжал расширять плавающий диапазон торговых цен обменного курса для поглощения экономической волатильности, вызванной оттоком краткосрочного капитала, при этом с апреля по сентябрь 2012 года юань обесценился по отношению к доллару США в среднем на 0,68% в месяц. Замедление внутреннего экономического роста и недостатка ликвидности, вызванные оттоком капитала, потребовали проведения стимулирующей денежно-кредитной политики. Снижение обменного курса в это время отличалось от цели стабилизации обменного курса в 1998 году и использовалось как инструмент политики для согласования с целями денежно-кредитной политики. На рис. 2.13 показано, что с декабря 2011 года по апрель 2012 года банковские расчеты и продажи иностранной валюты по поручению клиентов в основном достигли автономного баланса между рыночным спросом и предложением по сравнению с предыдущим

периодом. Одной из причин этого стало то, что желание китайских предприятий осуществлять валютные расчеты снизилось, а желание покупать иностранную валюту возросло, чтобы закрыть свои позиции в арбитражных сделках с долларом США или ускорить погашение внешнего долга, а рыночные ожидания относительно повышения курса юаня постепенно расходились. На фоне сбалансированного спроса и предложения на валютном рынке и разнонаправленных ожиданий повышения курса юаня 16 апреля 2012 года Народный банк Китая продолжил продвижение рыночно-ориентированной реформы обменного курса юаня (далее - реформа обменного курса "4-16"). Основное содержание включало два основных элемента: (1) дневной плавающий диапазон торговой цены юаня по отношению к доллару США на межбанковском спотовом валютном рынке был расширен с 0.5% до 1%, а диапазон бид-аск спреда наличных денежных переводов в долларах США на розничном рынке, предлагаемого банками своим клиентам, был расширен с 1% до 2%;<sup>91</sup> (2) ГУВК ввела управление положительным и отрицательным диапазоном совокупных позиций купли-продажи иностранной валюты банков в соответствии с принципом начисления в целях повышения гибкости и инициативности банковских валютных сделок и управления рисками (подробнее см. п. 2.1).

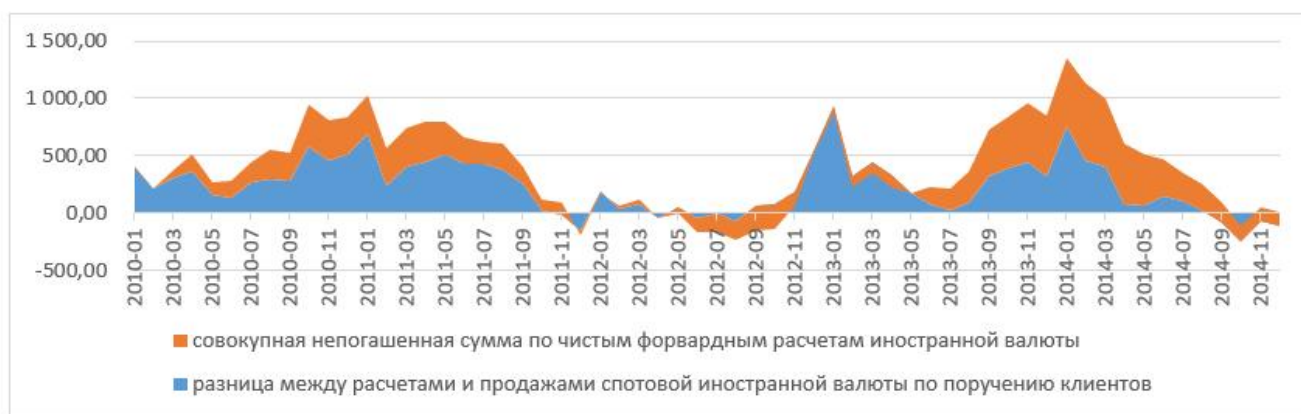


Рис. 2.13 – Сальдо банковских расчетов и продаж иностранной валюты по поручению клиентов с 2010 г. по 2014 г. (100 млн долл. США)

Составлено по данным: Сайт Государственное управление валютного контроля КНР. URL: <http://www.safe.gov.cn>

На рис. 2.14 показано, что после реформы обменного курса "4-16" волатильность обменного курса юаня увеличилась, а спот-курс начал отклоняться от среднего паритета

<sup>91</sup> Объявление Народного банка Китая [2012] № 4----中国人民银行公告〔2012〕第4号 20120412

обменного курса. Среднее отклонение спот-курс от среднего паритета составило 0,117% с начало 2012 г. по 15 апреля 2012 г. и 0,616% с 16 апреля по конец 2012 г., при этом в 114 торговых дней отклонение превышало 0,5%. Это говорит о том, что спот-курс стал меньше зависеть от среднего паритета, а роль рыночного спроса и предложения в формировании обменного курса возросла. Кроме того, на рис. 2.14 показано, что курс-спот был значительно выше среднего паритета с 26 апреля по 31 августа 2012 года, что связано с концентрированным оттоком капитала и увеличением чистых банковских продаж иностранной валюты в этот период, и что курс-спот был значительно ниже среднего паритета с 18 сентября, что связано с постепенным улучшением платежного баланса и увеличением чистых банковских расчетов валюты в этот период. Можно сказать, что с расширением плавающего диапазона обменного курса увеличилась гибкость рыночного обменного курса и соответственно возросла способность поглощать и абсорбировать шоки от потоков капитала и изменения в спросе и предложении иностранной валюты.

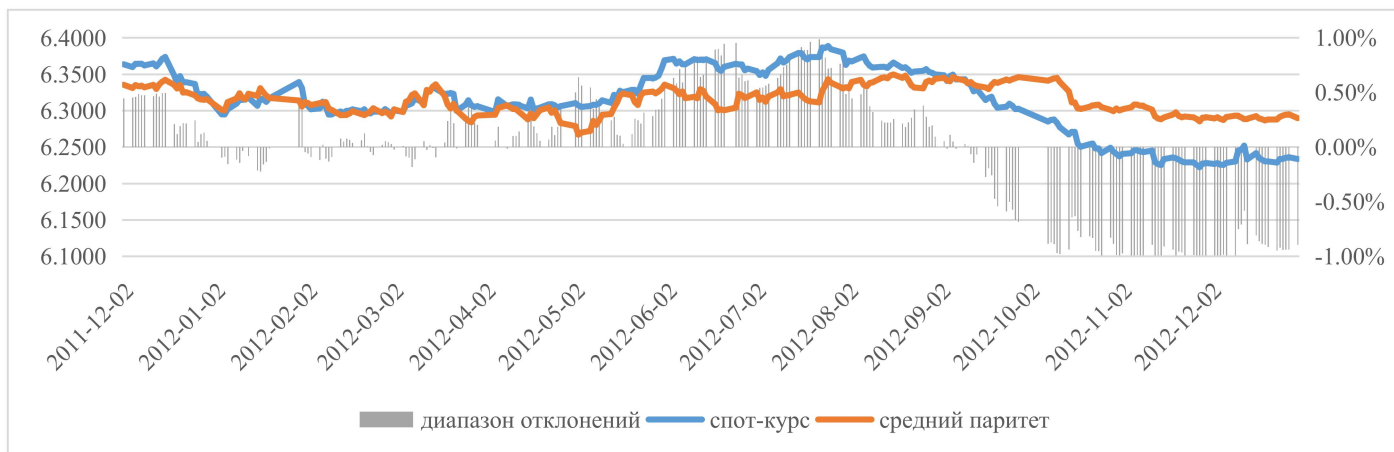


Рис. 2.14 – Усиление отклонений спот-курса доллара США к юаню от среднего паритета в 2011-2012 годах

Составлено по данным: Сайт Китайская система торговли иностранной валютой. <https://www.chinamoney.com.cn/chinese/bkccpr/>

Неопределенность в отношении международных потоков капитала сохранялась в результате расхождения рыночных ожиданий относительно выхода Федеральной резервной системы из программы количественного смягчения и снижения процентных ставок Европейского центрального банка и Резервного банка Австралии, и в то время как многие страны с развивающейся экономикой столкнулись с концентрированным оттоком капитала, снижением резервов и обесцениванием обменного курса, Китай столкнулся с арбитражным

притоком "горячих денег" и возобновлением давления крупного притока капитала и одностороннего повышения курса юаня в период с 2013 по I квартал 2014 года. Счет движения капитала (включая чистые ошибки и пропуски) увеличивался в среднем на 80,6 млрд долл. США ежеквартально, а спотовый обменный курс юаня к доллару США достиг минимума 6,0412 14-го января 2014 года, что на 3,035% выше, чем в начале 2013 года. В начале 2013 года Народный банк Китая создал новые инструменты - краткосрочные операции предоставления ликвидности (Short-term Liquidity Operations – SLO) и постоянную кредитную линию (Standing Lending Facility – SLF) - для гибкого регулирования ликвидности банковской системы в обоих направлениях в ответ на колебания краткосрочного финансирования в соответствии с притоком иностранного капитала и изменениями в ситуации с ликвидностью, наряду с операциями на открытом рынке, рефинансированием и дисконтированием.

На данном этапе центральный банк не стал снижать процентные ставки в ответ на приток капитала из-за ограничений, связанных с высокими ценами на внутреннем рынке недвижимости, а предпочел контролировать приток капитала в качестве защитной меры от рисков. Во-первых, усилить управление валютными поступлениями от торговли товарами экспортеров, чтобы предотвратить приток "горячих денег" в страну в виде торговли для арбитража. Во-вторых, привязка нижнего предела совокупных позиций купли-продажи иностранной валюты банков к размеру валютных кредитов и депозитов для сдерживания расчетов иностранной валюты и снижения давления укрепления юаня (подробнее см. Раздел 2.1).

Что касается валютной политики, то темпы роста курса юаня контролировались путем прямых интервенций на валютном рынке или регулирования среднего паритета. На рисунке 2.12 показано, что с августа 2013 года по февраль 2014 года, когда юань находился под большим давлением укрепления, НБК проводил неполную стерилизованную прямую интервенцию. При среднемесячном темпе роста ИПЦ в 2,62% в 2013 году НБК решил провести неполную стерилизованную прямую интервенцию, чтобы обеспечить внутреннюю ликвидность и замедлить темпы укрепления юаня, были согласованы цели внутреннего и внешнего равновесия. На рисунке 2.15 показано, когда спотовый обменный курс поднимался около верхней границы плавающего диапазона в 1%, то Народный банк Китая восстановил средний паритет до ее первоначального уровня на следующий день, в результате чего обменный курс

юаня несколько снизился по прямой линии. Медленное одностороннее повышение курса юаня при интервенциях НБК активизировало такую спекулятивную деятельность, как арбитраж.

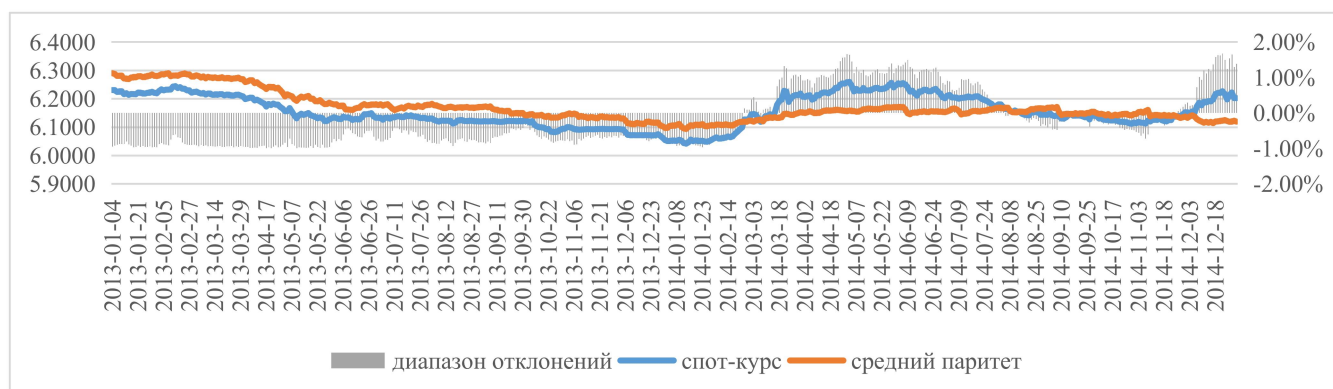


Рис. 2.15 – Первоначальное появление двусторонней волатильности обменного курса юаня в 2013-2014 годах

Составлено по данным: Сайт Китайская система торговли иностранной валютой. URL: <https://www.chinamoney.com.cn/chinese/bkccpr/>

В целях дальнейшего повышения гибкости двустороннего плавления обменного курса юаня 17 марта 2014 года Народный банк Китая вновь провел реформу по расширению плавающего диапазона обменного курса (именуемую "реформа 3-17"), расширив плавающий диапазон курса юаня по отношению к доллару США на межбанковском спотовом валютном рынке с 1% до 2% и расширив диапазон бид-аск спреда наличных денежных переводов в долларах США на розничном рынке с 2% до 3%.<sup>92</sup> 1 июля того же года, согласно «Уведомлению по вопросам, связанным с управлением обменными курсами для операций на межбанковском валютном рынке и котируемыми банками валютными курсами на розничном рынке», было отменено ограничение на котируемые банками спреды покупки и продажи наличных денежных переводов и наличных банкнот в долларах США для клиентов, так что управление котируемыми банками спредами покупки и продажи всех валют на розничном рынке было полностью отменено; было установлено, что торговая цена юаня по отношению к евро, японской иене, гонконгскому доллару, британскому фунту стерлингов, австралийскому доллару, канадскому доллару и новозеландскому доллару колебалась в пределах 3% выше и ниже среднего паритета юаня по отношению к этой валюте, а торговая цена юаня по отношению к

<sup>92</sup> Диапазон колебаний обменного курса юаня по отношению к доллару США на валютном рынке (Объявление Народного банка Китая [2014] № 5) 《外市场人民币兑美元汇率浮动幅度》(中国人民银行公告[2014]第 5 号)

малайзийскому ринггиту и российскому рублю колебалась в пределах 5% выше и ниже среднего курса юаня по отношению к этой валюте; в то время средний паритет юаня по отношению к евро, гонконгскому и канадскому доллару рассчитывался Китайской системой торговли иностранной валютой на основе среднего паритета юаня к доллару США и курса этих валют к доллару США на международном валютном рынке в этот день (в настоящее время рассчитывается только средний паритет юаня по отношению к гонконгскому доллару по такому методу), а средний паритетный курс юаня по отношению к вышеупомянутым другим недолларовым валютам рассчитывался Китайской системой торговли иностранной валютой на основе котировок маркет-мейкеров в прямых сделках соответствующих валют на межбанковском валютном рынке до открытия межбанковского валютного рынка ежедневно.

После реформы 3-17 избыток предложения иностранной валюты был значительно ослаблен, и чистые спотовые расчеты иностранной валюты банками по поручению своих клиентов снизились с US\$163,277 млрд. в первом квартале 2014 года до US\$29,928 млрд. во втором квартале, а чистые форвардные расчеты иностранной валюты банками по поручению своих клиентов снизились с US\$50,780 млрд. до -US\$ 0,35 млрд (см. рис. 2.13). Причина этого заключается в том, что расширение волатильности диапазона обменного курса усложняет работу арбитражных фондов, и даже при фиксации риска обменного курса прибыль от арбитража может снизиться, что ведет к сокращению спекулятивной деятельности, в то время как расширение волатильности также увеличивает валютный риск для предприятий, делая более благоразумными, чем раньше, расчеты иностранной валюты для фондов с реальным торговым фоном.

На рис. 2.15 показано, что после реформы 3-17 курс юаня перешел от одностороннего укрепления к двусторонней волатильности. Китайский ученый Гуань Тао утверждает, что этот сдвиг обоснован и не обусловлен нерыночными причинами по следующим причинам: 1) Сальдо счета текущих операций в процентах от ВВП отражает ситуация равновесия обменного курса, и все, что находится в пределах  $\pm 4\%$ , указывает на то, что уровень обменного курса в основном обоснован. Данный показатель Китая снизился с 10% в 2007 году до 2,5% в 2012 году и 1,5% в 2013 году, что свидетельствует о том, что заниженный обменный курс юаня значительно улучшился с 2007 года, подразумевая, что обменный курс юаня сблизился до равновесного и разумного уровня, а когда обменный курс сходится к равновесию, легко изменить

одностороннюю тенденцию, так что это создало макроскопические условия для двусторонних колебаний обменного курса юаня; 2) возросшее влияние потоков капитала заложило микро-фундамент для двусторонних колебаний обменного курса юаня. В первом квартале 2014 года резервные активы в калибре платежного баланса увеличились на 125,47 млрд долл. США, из которых 4,4% поступило от профицита текущего счета и 95,6% от профицита счета движения капитала (включая чистые ошибки и пропуски). Это говорит о том, что увеличение резервов и давление на обменный курс в сторону повышения происходило в основном за счет потоков капитала. Это означает, что обменный курс не определяется состоянием торгового баланса, а в большей степени связан с ценами на активы. Самое большое различие между ценами на активы и ценами на товары заключается в том, что цены на активы склонны к завышению. Непоточные и неторговые факторы, такие как психологические ожидания и переоценка цен, оказывают повышенное влияние на обменный курс. Более того, эти факторы играют разные роли в тенденции обменного курса юаня в разное время, вызывая вверх и вниз колебания курса юаня в краткосрочной перспективе: 3) Китайский валютный рынок вошел в состояние множественного равновесия, т.е. при положительном сальдо торгового баланса и высокой процентной ставке юаня, капитал может как вливаться, так и выливаться, а юань может как укрепляться, так и обесцениваться. Это отличается от прошлого, когда обменный курс был явно переоценен или недооценен, где легко формировались односторонние ожидания. Сейчас обменный курс легко определяется рыночными настроениями и может часто меняться между длинными и короткими позициями, без какой-либо необходимой связи с изменениями в фундаментальных экономических показателях.<sup>93</sup>

С III квартала 2014 года по конец 2016 года произошло снижение курса юаня: обесценивание юаня и мягкая денежно-кредитная политика сосуществовали, а цели внутреннего и внешнего равновесия совпадали.

С III квартала 2014 года по 2016 год на фоне продолжающегося понижательного давления на внутреннюю экономику Китая, официального отказа Федеральной резервной системы США от количественного смягчения и начала повышения процентных ставок, укрепления доллара США и изменения ожиданий в отношении обменного курса юаня Китай столкнулся с продолжающимся оттоком капитала, сокращением валютных резервов и обесцениванием

---

<sup>93</sup> Гуань Тао. Игра обменного курса: юань и подъем великих держав / Тао Гуань. – СИПС Группа, 2017. – 271 с.



обменного курса. С третьего квартала 2014 года резервные активы платежного баланса начали снижаться, а баланс банковских расчетов и продаж иностранной валюты изменился с положительного на отрицательный. Соответственно юаневый эквивалент официальных валютных резервов во второй половине 2014 года сократился на 144,7 млрд юаней.

В период с 2015 по 2016 год из счета движения капитала (включая чистые ошибки и пропуски) продолжился отток на общую сумму 1,29 трлн долл. США, а юаневый эквивалент официальных валютных резервов сократился на общую сумму 5,13 трлн юаней. Денежно-кредитная политика, проводимая Народным банком Китая, была в основном направлена на стабилизацию роста с последовательным снижением процентных ставок для увеличения предложения ликвидности. Базовые процентные ставки по кредитам и депозитам были снижены один раз в ноябре 2014 года и пять раз в 2015 году, в результате чего совокупное снижение составило 1,5% для годовых депозитов и кредитов, годовые ставки по депозитам снижались до 1,5%; Норматив резервных требований был снижен четыре раза в 2015 году и один раз в 2016 году, в результате чего совокупное снижение составило 3%, и норматив резервных требований составил 17% для крупных финансовых учреждений и 15% для малых и средних. Снижение норматива резервных требований могло лишь высвободить часть ранее замороженной ликвидности в банковской системе и не могло повлиять на общий объем баланса центрального банка. Поэтому НБК принял краткосрочные операции предоставления ликвидности (SLOs), среднесрочные кредитные линии (MLFs), постоянные кредитные линии (SLFs) и залоговые дополнительные кредитования (PSLs), чтобы частично стерилизовать влияние сокращения баланса центрального банка, вызванного снижением юаневого эквивалента официальных валютных резервов. Механизм динамической корректировки дифференциальных резервов был усовершенствован до макропруденциальной оценки, а управление забалансовыми активами было включено в систему оценки для предотвращения системных финансовых кризисов и поддержания финансовой стабильности.

Что касается политики обменного курса, то 11 августа 2015 года Народный банк Китая объявил о совершенствовании механизма формирования среднего паритета обменного курса юаня (далее - реформа обменного курса "8-11"), согласно которому маркет-мейкеры предоставляли котировки валютного среднего паритета Китайской системе торговли иностранной валютой до открытия ежедневного межбанковского валютного рынка и с учетом

на курс закрытия межбанковского валютного рынка предыдущего дня, и со вниманием на ситуацию спроса и предложения доллара США, а также изменения обменных курсов основных международных валют, в результате которого формировался модель котировки среднего паритета "цена закрытия + изменения обменного курса корзины валют". "Цена закрытия" означает курс закрытия юаня по отношению к доллару США на межбанковском валютном рынке в 16:30 предыдущего дня, который в основном отражает ситуацию спроса и предложения на валютном рынке. "Изменение обменного курса корзины валют" означает диапазон корректировки двустороннего обменного курса юаня к доллару США, необходимый для поддержания базовой стабильности обменного курса юаня к корзине валют, в основном для поддержания относительной стабильности индекса обменного курса юаня текущего дня и индекса обменного курса юаня предыдущего дня. В начале реформы обменного курса "8-11" "отвязка" юаня от доллара США оставила рынок с новой аналитической основой для обменного курса юаня, которая еще не была создана, и юань значительно колебался из-за неопределенности и ожиданий девальвации. Для того чтобы стабилизировать ожидания рынка и направить рынок к изменению своей прошлой привычки фокусироваться в основном на двустороннем обменном курсе юаня по отношению к доллару США и постепенно принимать эффективный обменный курс, рассчитанный на основе корзины валют, в качестве основной системы отсчета обменного курса юаня, 11 декабря 2015 года Китайская система торговли иностранной валютой (сокращен КСТИВ-CFETS) опубликовала индекс обменного курса юаня CFETS, индекс обменного курса юаня корзины валют БМР и индекс обменного курса юаня корзины валют СДР. Индекс обменного курса юаня CFETS относится к 13 торгуемым иностранным валютам, перечисленным в Китайской системе торговли иностранной валютой, в качестве валюты корзины, а весовые коэффициенты выборочных валют рассчитываются с использованием метода торговых весов, который учитывает факторы реэкспортной торговли. Цены на выборочные валюты устанавливаются по среднему паритету обменного курса юаня и торговой справочной цене дня. Базовым периодом индекса является 31 декабря 2014 года, а базовый индекс составляет 100 пунктов. Это первый раз, когда Китай объявил состав и данные корзины валют с тех пор, как он начал внедрять режим управляемого плавающего обменного курса, основанного на рыночном спросе и предложении и корректируемого с учетом корзины валют. В конце 2016 года Китайская система торговли иностранной валютой опубликовала

правила корректировки валютной корзины индекса обменного курса юаня CFETS: Валютная корзина индекса обменного курса юаня CFETS оценивается на ежегодной основе, и состав корзины или соответствующие веса валют корректируются по мере необходимости. Китайская система торговли иностранной валютой завершила первую корректировку валютной корзины 1 января 2017 года, добавив 11 новых валют для торговли юанем, перечисленных в 2016 году, охватывающих валюты основных торговых партнеров Китая, повысив репрезентативность валютной корзины и скорректировав вес доллара США с 0,264 до 0,224.

В 2015 г. Китай вышел на 2-е место в мире по объему ВВП, а в 2016 г. Китай занял первое место, обогнав США по объему ВВП по паритету покупательной способности.

Причины реформы обменного курса "8-11" были следующие:

(1) С начала июля 2014 года по конец июля 2015 года на фоне снижения валютных резервов НБК на 341,9 млрд долл. США, замедления темпов роста внутренней экономики и расхождения тенденций денежно-кредитной политики Китая и США, индекс доллара США вырос на 21,8%, а средний паритет юаня укрепился на 0,57% по отношению к доллару США, и юань накопил некоторое давление на обесценивание.

(2) На рис. 2.16 показано, что спот-курс юаня начал снижаться с декабря 2014 года, и противоречие с относительно стабильной средней ценой становилось все более очевидным: в первой половине 2015 года среднее отклонение средней цены юаня/доллара от рыночного курса достигло 1,5%, что на 0,5 процентных пункта больше, чем за тот же период 2014 года.

(3) С 2005 по 2014 год рыночно-ориентированная реформа обменного курса юаня в основном была направлена на расширение плавающего диапазона обменного курса, с 0,3% в реформе обменного курса "7-21" в 2005 году до 0,5% в 21-ое мая 2007 года, до 1% в реформе обменного курса "4-16" в 2012 году, до 2% в реформе "3-17" в 2014 году, реформа средней цены обменного курса юаня стала основной частью формирования рыночно-ориентированного обменного курса. Если реформа обменного курса "8-11" не оптимизирует механизм котировки средней цены, а продолжит расширять плавающий диапазон обменного курса, это приведет к дальнейшему отклонению торговой цены обменного курса юаня от средней цены, что в долгосрочной перспективе будет накапливать еще большую рыночную панику и девальвационное давление.

4) Продолжающееся отклонение рыночного обменного курса от средней цены

препятствует пересмотру МВФ вопроса о включении юаня в корзину валют специальных прав заимствования (СДР) в конце ноября 2015 года, что нанесло ущерб процессу интернационализации юаня.

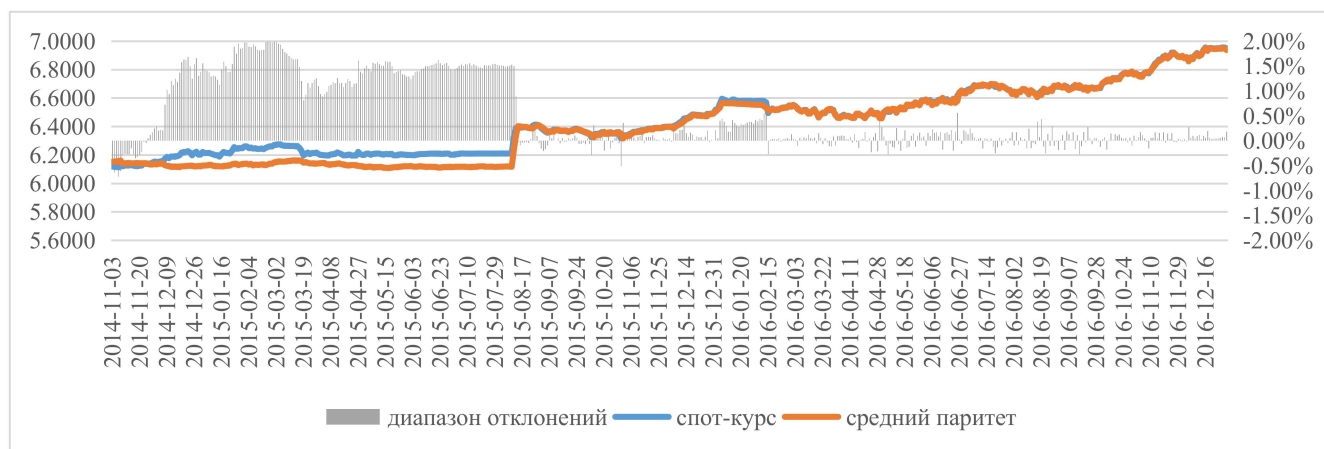


Рис. 2.16 – Спотовый обменный курс юаня длительно отклонялся от средней цены с конца 2014 года

Составлено по данным: Сайт Китайская система торговли иностранной валютой. URL: <https://www.chinamoney.com.cn/chinese/bkccpr/>

В день реформы обменного курса "8-11" и в течение двух торговых дней после нее спотовый курс юаня к доллару США на межбанковском рынке обесценился на 3,05%, а средний паритет - на 4,66%, и в краткосрочной перспективе появились ожидания обесценивания. Резкое изменение уровня обменного курса юаня после реформы обменного курса стимулировало ожидания обесценивания, что в сочетании с различными факторами, такими как экономический спад и повышение процентной ставки ФРС, вызвало бум частных покупок иностранной валюты и удержания валютной выручки, а также распродажу юаневых активов и концентрированное ускорение погашения внешнего долга. К концу 2016 года рыночный обменный курс юаня к доллару США и средний паритет упали еще на 8,72% и 8,43% соответственно по сравнению с 14 августа 2015 года. Можно утверждать, что проведение мягкой денежно-кредитной политики во время внутреннего экономического спада соответствовало целям политики снижения обменного курса, но ускорило отток капитала и дальнейшее обесценивание юаня. Для замедления снижения курса юаня, НБК как усилил управление потоками капитала с помощью макропруденциальных мер и валютного контроля (подробнее см. раздел 2.1), так и провел прямую интервенцию - продажи валютных резервов и покупки юаней, в результате которого в некоторой степени стерилизовало эффект мягкой денежно-кредитной политики. С августа 2015

года по конец 2016 года Народный банк Китая продавал в среднем 37,7 млрд долл. США валютных резервов в месяц для удовлетворения рыночного спроса на иностранную валюту, что было выше, чем среднемесячная продажа в 26,3 млрд долл. США с июля 2014 по июль 2015 года.

По сравнению с управляемыми колебаниями обменного курса юаня в Китае, оффшорный обменный курс юаня колеблется свободно. После реформы обменного курса "8-11" в 2015 году, всякий раз, когда оффшорный обменный курс юаня подвергался большему давлению со стороны шортистов, НБК обычно ужесточал оффшорную юаневую ликвидность и повышал оффшорные юаневые процентные ставки, чтобы увеличить стоимость оффшорного шортизма. Это, в свою очередь, вызвало падение обменного курса оффшорного юаня (CNH), что привело к стабилизации обменного курс оншорного юаня (CNY). Например, с 11 по 12 января 2016 года Гонконгская межбанковская ставка предложения ренминби на ночь (НIBOR) достигала 13,4% и 66,2% соответственно, что привело к укреплению CNH почти на 2% всего за два торговых дня; с 30 декабря 2016 года по 9 января 2017 года НIBOR ренминби держалась на высоком уровне 12,8%-61,3%, и CNH резко восстановился, на пике роста почти на 3%.

С 2017 г. по 2021 г. двусторонние колебания обменного курса юаня стало нормой, цели внутреннего и внешнего равновесия совпадали.

В 2017 году экономика Китая работала стабильно и позитивно: годовой темп роста ВВП достиг 6,9%, различные экономические показатели претерпели положительные изменения, спрос и предложение иностранной валюты стремились к базовому балансу, а Народный банк Китая проводил умеренную и нейтральную денежно-кредитную политику.

Что касается политики обменного курса, то рыночный механизм формирования обменного курса юаня был усовершенствован путем тонкой настройки. В феврале 2017 года, чтобы избежать отражения ежедневных изменений индекса доллара США в "курсе закрытия" и двойного учета в "изменении корзины валют", справочное время среднего паритета к "изменению корзины валют" было скорректировано с 24 часов до 15 часов, то есть рассчитываться с 16:30 пополудни до 7:30 утра. 26 мая 2017 года Механизм самодисциплины иностранной валюты ввел контрциклический фактор в модель среднепаритетной котировки обменного курса юаня к доллару США, т.е. модель среднепаритетной котировки представляет собой "курс закрытия + изменение корзины валют + контрциклический фактор". При

первоначальном механизме "курс закрытия + изменение корзины валют" тенденция обменного курса USD/CNY зависит в основном от движения индекса USD в случае значительных колебаний индекса USD и не отражает фундаментальных экономических показателей. Основная цель добавления контрциклического фактора в модель среднеценовой котировки - умеренное хеджирование от проциклических колебаний, вызванных настроением рынка, смягчение возможного "эффекта стада" на валютном рынке, а также более полное отражение изменений в фундаментальных показателях внутренней экономики. Эти незначительные корректировки механизма формирования среднего паритета юаня к доллару США направлены на то, чтобы побудить рынок уделять больше внимания макроэкономическим и другим фундаментальным показателям при формировании обменного курса, чтобы среднепаритетной котировки могли более полно отражать фундаментальные факторы экономической деятельности Китая.



Рис. 2.17 – Двустороннее колебание курса юаня стало нормой с 2017 года

Составлено по данным: Сайт Китайская система торговли иностранной валютой. URL: <https://www.chinamoney.com.cn/chinese/bkccpr/>

На фоне стабилизации внутренней экономики и падения индекса доллара США обменный курс юаня к доллару США изменил свою одностороннюю тенденцию к снижению после реформы обменного курса "8-11" в 2017 году, и двусторонние колебания стали новой нормой. Обменный курс юаня вырос на 6% в течение года (см. рис. 2.17), а валютные резервы увеличились более чем на 100 млрд долл. США. С другой стороны, оффшорный юань вырос с цены открытия 6,9755 в начале года до цены закрытия 6,5612 в августе, при этом ожидания обесценивания неуклонно снижались. В сентябре 2017 года Народный банк Китая отменил требование к банкам-участникам зарубежного юаневого бизнеса депонировать резервы в

национальных банках-корреспондентах и скорректировал коэффициент резервирования валютных рисков с 20% до 0.

В 2018-2019 годах китайская экономика испытывала понижающее давление на фоне торговой войны между США и Китаем, и Народный банк Китая проводил умеренную и слегка мягкую денежно-кредитную политику, снизив резервные требования на совокупные 4% за два года и создав целевую среднесрочную кредитную линию (TMLF) с 2018 года с целью улучшения условий финансирования для малых и микропредприятий и частных предприятий.

В 2018-2019 годах двустороннее колебание курса юаня к доллару США стало более очевидным. 9 января 2018 года банки среднеценовых котировок скорректировали "контрциклический фактор" до нейтрального, основываясь на своем суждении об экономических основах и рыночных условиях. С начала 2018 года по 20 апреля 2018 года курс юаня укрепился на 3,9% на фоне стабилизации внутренней экономики и снижения индекса доллара США. С 23 апреля, на фоне укрепления индекса доллара США, эскалации торговых трений между США и Китаем и спада внутренней экономики, обменный курс юаня возобновил тенденцию к снижению и продолжил падение после возобновления использования контрциклического фактора 24 августа. К концу года средний паритет юаня по отношению к доллару упал на 8,4% с 23 апреля. Среди них средний паритет юаня по отношению к доллару упали до минимума 6,9629 в середине ноября. В 2019 году индекс доллара США консолидировался на высоком уровне, поднявшись на 0,2% за год, а на динамику курса юаня к доллару США в основном повлиял процесс торгово-экономических переговоров между Китаем и США: с января по апрель наблюдался рост курса юаня к доллару США, в мае - возврат к понижающей тенденции, в июне и июле - узкие колебания, в августе - продолжение снижения, с сентября по ноябрь - стабилизация и восстановление, а в декабре - ускоренное укрепление (рис. 2.17). Среди них, из-за тупика в китайско-американских экономических и торговых переговорах, 5-го августа торговая цена обменного курса юаня упала ниже "7", а 8-го августа средний паритет опустился ниже "7". Средний паритет обменного курса юаня упала на 2,9% в том месяце, а цена закрытия упала на 3,6%, что стало вторым и самым высоким одномесячным спадом после реформы обменного курса "8-11" в 2015 году, соответственно. В декабре, когда США и Китай согласовали текст экономического и торгового соглашения первого этапа, обменный курс юаня ускорил свое укрепление: средняя цена и цена закрытия выросли на 0,79%

и 1,0% соответственно, и составили 6,9762 и 6,9662 соответственно. В целом за 2019 год средняя цена и цена закрытия курса юаня по отношению к доллару снизились на 1,6% и 1,4%. Многосторонний обменный курс юаня также оставался в основном стабильным. За тот же период индекс обменного курса юаня CFETS упал на совокупные 2,0%; реальный и номинальный эффективные обменные курсы юаня выросли на 1,1% и упали на 1,5% соответственно, согласно индексу эффективного обменного курса, составленному Банком международных расчетов.

Для регулирования обменного курса в 2018-2019 годах, помимо контрциклического фактора для тонкой настройки механизма формирования среднего паритета, использовались следующие инструменты: 1) 6 августа 2018 года Народный банк Китая возобновил введение 20% резерва валютного риска для форвардных продаж валюты; 2) во второй половине дня 20 сентября 2018 года Народный банк Китая объявил о подписании меморандума с Валютным управлением Гонконга (НКМА) для подготовки к запуску программы эмиссии векселя центрального банка в Гонконге. С октября 2018 года по август 2019 года Народный банк Китая выпустил вексели центрального банка на офшорном рынке Гонконга 5 раз на общую сумму 120 млрд юаней, как с первоначальной целью регулирования юаневой ликвидности на офшорном рынке для улучшения кривой доходности юаневых облигаций в Гонконге, так и для высвобождения сигнального эффекта поддержания стабильного обменного курса для рынка, чтобы сдержать офшорный шортист; 3) финансовые регуляторы выступили для стабилизации доверия рынка. С 2019 года, в том числе Го Шучин, председатель Комиссии по регулированию банковской и страховой деятельности Китая, Пань Гуншэн, заместитель председателя НБК, Лю Гоцян, заместитель председателя НБК, и Сяо Ган, бывший председатель Комиссии по регулированию ценных бумаг Китая, в форме форумов или выступлений указывали, что НБК имеет возможность и уверенность поддерживать базовую стабильность обменного курса юаня на разумном равновесном уровне; 4) влияние на спотовый обменный курс путем направления форвардного обменного курса. НБК регулировал форвардный обменный курс, продавая форвардные доллары США, не влияя на текущие валютные резервы, тем самым влияя на спотовый обменный курс; или Народный банк Китая продал форвардные доллары, одновременно заимствуя спотовые доллары через свопы, что, с одной стороны, позволяло использовать заимствованные доллары для регулирования обменного курса юаня на спотовом



валютном рынке, а также могло направлять спотовый обменный курс, продавая форвардные доллары и влияя на точку свопа. Этот инструмент является относительно скрытым, а также лучше влияет на валютное регулирование; 5) прямые интервенции на валютном рынке. В период обесценивания юаня с сентября по ноябрь 2018 года юаневый эквивалент официальных валютных резервов сократился на 0,55%, 0,43% и 0,27% соответственно по сравнению с предыдущим месяцем. В августе 2019 года, который стал самым высоким месячным снижением цены закрытия обменного курса юаня со времен реформы обменного курса "8.11" в 2015 году, юаневый эквивалент официальных валютных резервов сократился всего на 0,04% по сравнению с предыдущим месяцем. Изменение в юаневом эквиваленте официальных валютных резервов в другие месяцы было близко к нулю, что говорит о том, что прямые интервенции в качестве инструмента регулирования валютного курса больше не являются предпочтительным вариантом для НБК.

В 2020-2021 годах, в ответ на воздействие пандемии на экономику Китая, НБК проводил мягкую денежно-кредитную политику, снизив коэффициент резервных требований в совокупности на 2,5% (до 8,5%) для малых и средних финансовых учреждений и на 1,5% (до 11,5%) для крупных финансовых учреждений в течение двухлетнего периода. Юань сначала обесценился, а затем укрепился на валютном рынке (рис. 2.17), при этом совокупное укрепление составило 9,3% за последние семь месяцев 2020 года и 6,9% за год, что является самым высоким годовым приростом со времен реформы обменного курса "8-11". Хотя в 2017 году юань также укрепился более чем на 6%, повышение курса в основном было обусловлено введением контрциклического фактора в механизм котировки среднего паритета. В отличие от этого, данный раунд укрепления юаня отражал больше рыночные силы, при этом общее предложение внутренней иностранной валюты превышало спрос в 2020 году, а профицит банковских спотовых и форвардных (включая опционы) расчетов и продаж валюты составлял 215,2 млрд долл. США. Быстрое укрепление юаня было связано с множеством факторов, таких как ослабление доллара США, устойчивое восстановление китайской экономики во время пандемии, резкое увеличение профицита счета текущих операций и ускорение открытия финансовых рынков.

При укреплении юаня этот раз коэффициент резервирования валютных рисков для форвардных продаж валюты был снижен с 20% до 0 с 12 октября 2020 года, а

"контрциклический фактор" был постепенно отменен банками среднеценовых котировок с 27 октября 2020 года. В конце мая 2021 года состоялось седьмое рабочее заседание Национального механизма самодисциплины иностранной валюты, на котором было подчеркнуто, что "юань может как укрепляться, так и обесцениваться. Никто не может точно предсказать тенденцию изменения обменного курса, и двусторонние колебания являются нормой. Правительства, учреждения и частные лица должны избегать введения в заблуждение прогнозами."<sup>94</sup> Затем 31 мая НБК выпустил пресс о повышении резервных требований к иностранной валюте для финансовых учреждений на 2 процентных пункта с 15 июня 2021 года, т.е. норма резервных требований к иностранной валюте была повышена с 5% до 7%, и 15 декабря 2021 года была вновь повышена до 9%. Быстрое повышение курса юаня по отношению к доллару США замаскированно снизило стоимость финансирования валютных кредитов для предприятий. Таким образом, некоторые компании, нуждающиеся в иностранной валюте, удовлетворили свои собственные потребности, обратившись за валютными кредитами в банки вместо покупки иностранной валюты. Повышение нормы резервных требований к иностранной валюте может заблокировать валютные позиции финансовых учреждений, сократить расширение валютных кредитов, отбить у банков желание кредитовать в иностранной валюте, повысить процентные ставки по валютным кредитам и, в свою очередь, заставить предприятия удовлетворять свой спрос на иностранную валюту путем покупки иностранной валюты, тем самым достигнув цели хеджирования от ожидаемого повышения курса юаня и стабилизации обменного курса. Увеличение нормы резервных требований к иностранной валюте эквивалентно ужесточению предложения ликвидности на валютном рынке, что снижает давление на укрепление юаня по отношению к доллару США и помогает юаню поддерживать стабильный обменный курс по отношению к доллару США на равновесном уровне.

В 2018-2020 годах курс юаня по отношению к доллару США несколько раз приближался или опускался ниже 7, что не вызвало массового оттока капитала и быстрого сокращения валютных резервов, как это произошло после реформы обменного курса "8-11" в 2015 году. То есть участники рынка адаптировались к двусторонним колебаниям обменного курса юаня. 24

---

<sup>94</sup> Седьмое рабочее заседание Национального механизма самодисциплины иностранной валюты состоялось в Пекине. URL: <https://finance.sina.com.cn/china/gncj/2021-05-27/doc-ikmxzfm5034111.shtml> (Дата обращения: 01.04.2022)

марта 2019 года управляющий НБК И Ган заявил на экономическом саммите «Форум высокого уровня по развитию Китая 2019», что Народный банк Китая в значительной степени отказался от повседневных интервенций на валютном рынке, и гибкость обменного курса юаня постоянно повышалась, и участники рынка фактически приспособились к плавающему обменному курсу юаня<sup>95</sup>.

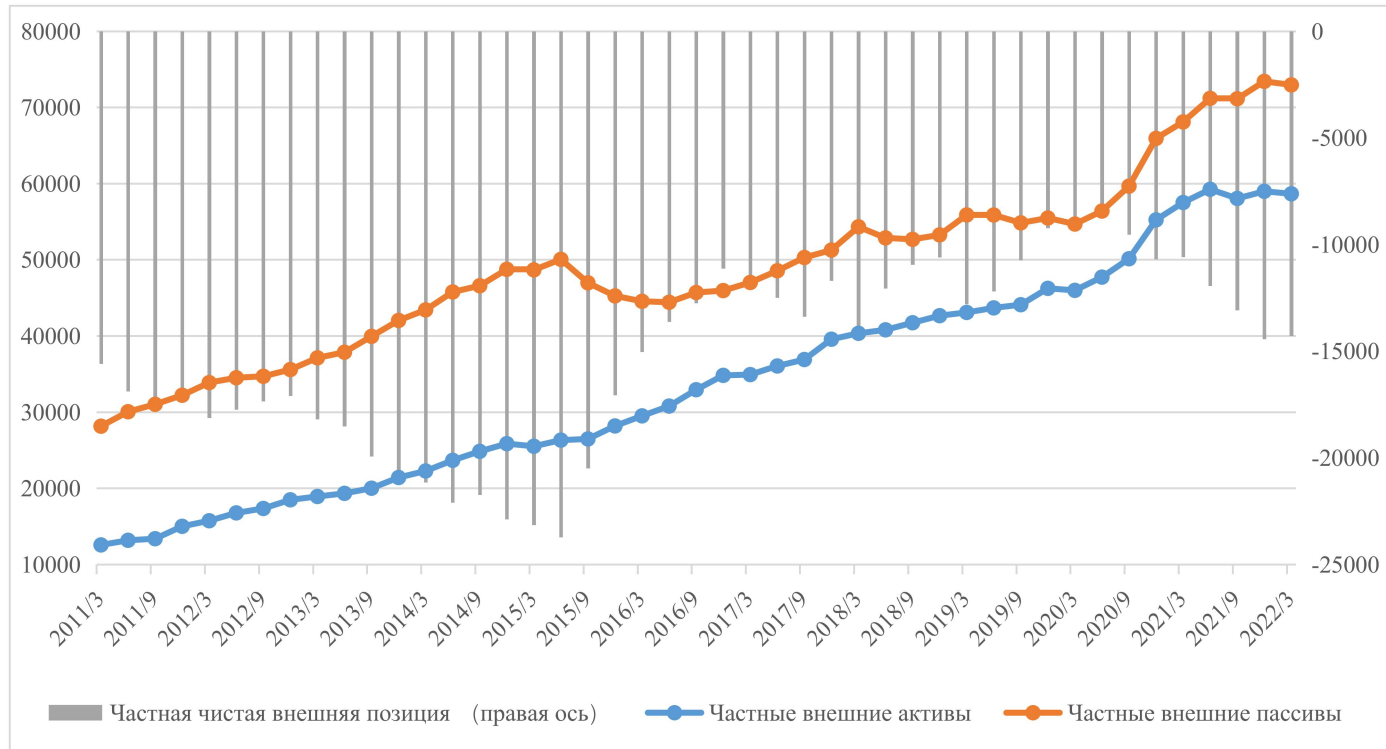


Рис. 2.18 – Положение китайских частных внешних активов и пассивов (100 млн долл. США)  
Составлено по данным: Сайт Государственное управление валютного контроля КНР. URL: <http://www.safe.gov.cn>

Примечание: Частные внешние активы = внешние активы в Отчете о международной инвестиционной позиции - резервные активы, частная чистая внешняя позиция = чистая позиция в Отчете о международной инвестиционной позиции - резервные активы.

На рис. 2.18 показано, что чистый частный внешний долг в размере 2,37 трлн долл. США в июне 2015 года был самым большим за всю историю несоответствием валют в частном секторе. Это было связано с продолжающимся односторонним повышением курса юаня с момента реформы обменного курса 2005 года до 2014 года, а также с политикой низких процентных ставок в развитых странах после мирового финансового кризиса. Крупномасштабное несоответствие частных валют на основе требований, привело к чувствительности участников

<sup>95</sup> Глава Центрального банка И Ган: Центральный банк в основном отказывается от ежедневных интервенций на валютном рынке, гибкость обменного курса юаня увеличивается. URL: [https://www.sohu.com/a/303486831\\_100160903](https://www.sohu.com/a/303486831_100160903) (Дата обращения 01.04.2022)

рынка к обесцениванию национальной валюты, а продолжающееся обесценивание обменного курса юаня после реформы обменного курса "8-11" в 2015 году заставило участников рынка увеличить размещение зарубежных активов и ускорить погашение долга в долларах США, что привело к масштабному оттоку капитала, снижению валютных резервов и падению обменного курса. На рис. 2.18 показано, что чистые частные внешние обязательства быстро сократились с 2,37 до 1,11 трлн в период с июня 2015 года по конец 2016 года, и до 867,3 млрд долл. США в июне 2020 года. Сокращение чистых частных внешних обязательств способствует повышению толерантности игроков внутреннего рынка к обесцениванию юаня и снижению панических покупок валюты на рынке из-за обесценивания юаня. Во II половине 2020 года под влиянием возобновления неограниченного количественного смягчения в США и повышения курса юаня чистый частный внешний долг постепенно увеличивался, вернувшись к уровню на конец марта 2018 года в конце 2021 года, но он начал снижаться под влиянием повышения процентной ставки ФРС в 2022 году.

### 2.3 Специфика мер по интернационализации юаня

В июле 2008 г. документ «Канцелярией Госсовета уведомление о выпуске основных функций, внутренних отделов и подготовки персонала» (Канцелярия Госсовета [2008] №83 от 10.07.08) одобрил Центральному Банку Китая создать отдел валютного обменного курса (потом назывался вторым отделом денежно-кредитной политики, сейчас являющийся частью Макропруденциальной администрации при Народном банке Китая<sup>96</sup>), функции которого включал в себя развитие рынка оффшорного китайского юаня в соответствии с процессом интернационализации юаня, это впервые в официально-публичном документе упомянули о интернационализации юаня как последнее направление валютной политики КНР после всемирного финансового кризиса.

Либерализация счета движения капитала является важным элементом финансовой реформы и открытости Китая, дополняющим и усиливающим интернационализацию юаня. С одной стороны, конвертируемость счета движения капитала приведет к тому, что больше

---

<sup>96</sup> Положения о распределении функций, внутренних институтов и штатного расписания Народного банка Китая от 02.02.2019 / Государственная комиссия по реформе госсектора. URL: [http://www.scopsr.gov.cn/jgbzdt/gg/201903/t20190318\\_361590.html](http://www.scopsr.gov.cn/jgbzdt/gg/201903/t20190318_361590.html) (дата обращения: 22.04.2021). 《中国人民银行职能配置、内设机构和人员编制规定》

нерезидентов захотят увеличить свои запасы финансовых активов в юанях, что будет способствовать трансграничному использованию и свободной торговле юанями; с другой стороны, интернационализация юаня неизбежно приведет к постепенному увеличению запасов юаней у нерезидентов, что позволит инвестировать во внутренний финансовый рынок, способствуя дальнейшему открытию и развитию счета движения капитала и внутреннего финансового рынка.

В ноябре 1993 года на третьем пленарном заседании 14-го Центрального комитета Коммунистической партии Китая впервые была предложена цель "реализации конвертируемости юаня", а в декабре 1996 года Китай принял на себя обязательства по статье VIII Соглашения с МВФ по достижению полной конвертируемости счета текущих операций. Однако Китай придерживался осторожного и постепенного подхода к конвертируемости капитального счета юаня после азиатского финансового кризиса 1997 года.

В период восстановления национальной экономики и плановой экономики с 1949 по 1976 год различные субсчета капитального счета Китая в основном не были открыты, в соответствии с бреттонвудской политикой капитального счета того времени и высокоцентрализованной плановой экономической системой Китая. В конце 1970-х и начале 1980-х годов некоторые счета движения капитала - прямые иностранные инвестиции и внешнее долговое финансирование - начали открываться в соответствии с внешнеэкономической политикой "ввоза" - привлечения иностранного капитала и технологий - и "вывоза" - зарубежных инвестиций отечественными предприятиями.

С начала 1980-х годов предприятия с иностранными инвестициями, получившие Сертификат одобрения предприятия с иностранными инвестициями, утвержденный Департаментом внешней экономики и торговли, и Лицензию на ведение бизнеса, выданную Департаментом управления бизнесом, должны были обратиться в ГУВК для предварительной регистрации или утверждения (рассмотрение и наложение резолюции) по очереди размера капитала, источника иностранной валюты, соотношения инвестиций, открытия внутренних и зарубежных счетов, перевода и обмена денежных средств, чтобы обеспечить подлинность и соответствие требованиям их прямых инвестиций в Китае. В конце 2012 года по "Циркуляру о дальнейшем совершенствовании и корректировке политики валютного регулирования для прямых инвестиций (пересмотренный, Хуэйфа [2012] № 59)" ГУВК отменило 35 подпунктов и

упростила 14 подпунктов административных проверок для прямых иностранных инвестиций, сократив процесс и время регистрации иностранной валюты для прямых иностранных инвестиций.

С конца 1980-х годов ГУВК отвечало за проверку валютных рисков и источников валютных средств и утверждение квоты на покупку иностранной валюты для исходящих прямых инвестиций, прежде чем отечественные предприятия, намеревающиеся напрямую инвестировать за рубежом, обращались в компетентные государственные органы за утверждением зарубежных инвестиций<sup>97</sup>. Административное утверждение проверки валютных рисков зарубежных инвестиций была отменено в конце 2002 года<sup>98</sup>, а в различных пилотных провинциях проверка источников валютных средств была постепенно упрощена и ограничение на объем исходящих прямых инвестиций было ослаблено или снято. С июня 2015 года административная регистрация иностранной валюты и утверждение в рамках исходящих прямых инвестиций и прямых иностранных инвестиций были отменены, и ГУВК и ее филиалы осуществляют косвенный надзор за регистрацией иностранной валюты для прямых инвестиций через банки<sup>99</sup>, Китай достиг конвертируемости счета движения капитала в области прямых инвестиций.

Процесс открытия счета движения капитала Китая в области зарубежного долгового финансирования можно разделить на следующие два этапа.

1) До 2013 года действовала традиционная модель управления зарубежным финансированием в иностранной валюте до 2013 года: а) Министерство финансов могло выпускать облигации за рубежом после утверждения Госсоветом; Выпуск средне- и долгосрочных облигаций любым другим национальным учреждением за рубежом был рассмотрен Национальной комиссией по планированию и развития совместно с Государственным управлением иностранной валюты и представлен Государственному совету для утверждения, а выпуск краткосрочных облигаций был одобрен ГУВК. б) Министерство финансов равномерно занимало кредиты у международных финансовых организаций и иностранных правительств, и передавало их непосредственно или через финансовые

---

<sup>97</sup> Меры по управлению иностранной валютой для исходящих инвестиций

<sup>98</sup> Решение Государственного совета об отмене первой партии проектов административного утверждения (Гуофа [2002] № 24)

<sup>99</sup> Циркуляр о дальнейшем упрощении и совершенствовании политики управления иностранной валютой для прямых инвестиций (Хуэйфа [2015] № 13)

учреждения внутренним должникам; Было внедрено управление балансом по средне- и долгосрочным международным коммерческим кредитам, заимствованным отечественными финансовыми учреждениями и баланс был рассмотрен Национальной комиссией по развитию и реформам и представлен Государственному совету для утверждения; Была контролирована общая сумма зарубежного финансирования для иностранных финансовых учреждений; Национальной комиссией по развитию и реформам в каждом конкретном случае были утверждены международные коммерческие кредиты, заимствованные китайским предприятиям на срок один год или более, а Государственному управлением валютного контроля было внедрено управление балансом по международным коммерческим кредитам на срок менее одного года; Предприятия с иностранным капиталом могли самостоятельно брать кредиты за рубежом в пределах разницы между общим объемом инвестиций проекта и уставным капиталом на их усмотрение.<sup>100</sup>

2) Изучение возможности внедрения модели макропруденциального управления полномасштабным трансграничным финансированием с интегрированными национальной и иностранной валютами в Шанхайской зоне свободной торговли с 2013 года и распространение ее на финансовые учреждения и предприятия по всей стране (за исключением правительственных финансовых платформ и предприятий недвижимости) в мае 2016 года. В Решении ЦК КПК по нескольким основным вопросам всестороннего углубления реформ, принятом на третьем пленарном заседании Центрального комитета Коммунистической партии Китая 18-го созыва в 2013 году, говорится следующее: "Содействовать двустороннему открытию рынка капитала, повысить конвертируемость трансграничного капитала и финансовых операций в упорядоченном порядке, создать надежную систему управления внешним долгом и потоками капитала в рамках макропруденциального управления, а также ускорить реализацию конвертируемости счета движения капитала". Модель макропруденциального управления полномасштабным трансграничным финансированием с интегрированными национальной и иностранной валютами позволяет предприятиям и финансовым учреждениям самостоятельно осуществлять трансграничное финансирование в пределах взвешенного по риску баланса трансграничного финансирования, не превышающего

---

<sup>100</sup> Временные меры по управлению внешним долгом (Приказ [2003] № 28 Национальной комиссии по планированию и развитию, Министерства финансов и Государственного управления валютного контроля)

верхний предел взвешенного по риску баланса трансграничного финансирования, т.е. не требуется пересмотр и утверждение перед осуществлением зарубежного финансирования. НБК может корректировать значения параметров, такие как взвешенный по риску баланс и верхний предел баланса в соответствии с макроэкономической ситуацией, платежным балансом и потребностями макрофинансового регулирования, чтобы влиять на сроки, тип валюты, категорию и общий объем трансграничного финансирования. Верхний предел взвешенного по риску баланса трансграничного финансирования = капитал или чистые активы \* коэффициент левиреджа для трансграничного финансирования \* параметр макропруденциальной корректировки. Он основан на чистых активах для корпораций, основном капитале (т.е. капитале первого уровня) для банковских финансовых учреждений и капитале (оплаченный капитал или собственный капитал + избыток капитала) для небанковских финансовых учреждений. Текущий коэффициент левиреджа для трансграничного финансирования банковских финансовых учреждений составляет 0,8, небанковских финансовых учреждений - 1, отечественных предприятий - 2, а параметр макропруденциальной корректировки для трансграничного финансирования равен 1. Взвешенный по риску баланс трансграничного финансирования =  $\Sigma$  баланс трансграничного финансирования в национальной и иностранной валютах \* коэффициент пересчета риска по срокам погашения \* коэффициент пересчета категорийного риска +  $\Sigma$  баланс трансграничного финансирования в иностранной валюте \* коэффициент пересчета риска по обменному курсу.

Судя по значениям параметров в табл. 2.2, кредиты в юанях занимают менее взвешенные остатки, чем кредиты в долларах США, и средне- и долгосрочные кредиты, чем краткосрочные кредиты, соответственно.

Таблица 2.2 – Значение параметра взвешенного по риску баланса трансграничного финансирования

Параметры	Правила
1	2
Баланс трансграничного финансирования в национальной и иностранной валютах	Рассчитан на основе непогашенных остатков внешнего долга, выраженные в юанях, включая балансовое и внебалансовое финансирование; трансграничное финансирование в иностранной валюте пересчитано по курсу на дату использования средств
Коэффициент пересчета риска по срокам погашения	Для средне- и долгосрочных кредитов со сроком погашения > 1 года равен 1; для краткосрочных кредитов со сроком погашения ≤ 1 года равен 1,5



Продолжение таблицы 2.2

1	2
Коэффициент пересчета категорийного риска	Для балансового финансирования равен 1; для внебалансового финансирования (условные обязательства) равен 1
Баланс трансграничного финансирования в иностранной валюте	Рассчитывается на основе непогашенных остатков внешнего долга
коэффициент пересчета риска по обменному курсу.	0,5

Составлено автором в соответствии с Уведомлением о расширении пилотного проекта по макропруденциальному управлению полномасштабным трансграничным финансированием (Иньфа [2016] №18) и Уведомлением о внедрении макропруденциального управления полномасштабным трансграничным финансированием по всей стране (Иньфа [2017] № 9)

Модель макропруденциального управления полномасштабным трансграничным финансированием либерализовала ограничения на административное одобрение зарубежного финансирования для китайских предприятий и объединила методы управления заимствованием внешнего долга у банков, китайских предприятий и предприятий, находящиеся в иностранной собственности. На основе регулирования общего размера внешнего долга устанавливаются веса риска в зависимости от риска внешнего долга в различных валютах, сроках погашения и отраслях с целью оптимизации структуры внешнего долга. В то же время, в целях ограничения долгового риска были установлены различные уровни в зависимости от субъектов заимствования. В настоящее время объем заимствования внешнего долга в каждом уровне зависит от чистых активов или капитала должников, дифференцированных коэффициентов левиреджа для трансграничного финансирования и единых макропруденциальных параметров корректировки для трансграничного финансирования.

В настоящее время зарубежное акционерное финансирование китайских предприятий осуществляется путем создания компании с переменной долей участия (Variable Interest Entities, далее именуемой VIE) для выпуска депозитарных расписок на зарубежном рынке капитала. VIE – это средство для большинства интернет-компаний в Китае, которые принимают зарубежные инвестиции в долларах США (включая интернет-гигантов, таких как Baidu, Alibaba, Tencent и Jingdong, чтобы обойти ограничения на доступ к иностранным капиталам и зарубежное финансирование. В настоящее время VIE молчаливо одобрена китайским правительством. 14

июля 2014 года ГУВК выпустило Циркуляр о вопросах, связанных с управлением иностранной валютой для зарубежных инвестиций и финансирования и возврата инвестиций отечественными резидентами через компанию специального назначения (Хуэйфа [2014] №37), который вводит управление регистрацией при создании компании специального назначения (SPV) резидентами страны в рамках VIE. Прежде чем отечественный резидент сделает вклад в капитал компании специального назначения с отечественными и иностранными юридическими активами, он должен осуществлять валютную регистрацию для зарубежной инвестиции в ГУВК по месту своего нахождения, в противном случае он не сможет впоследствии репатриировать прибыль и дивиденды.

Процесс построения структуры VIE и валютной регистрации как следующий: 1) Отечественные учредители создают свои собственные SPV за рубежом на свои личные имена, обычно компании на Британских Виргинских островах (BVI); 2) BVI всех отечественных учредителей совместно создают компанию BVI-B; 3) Компания BVI-B учреждает Каймановую компанию как объектом предполагаемого листинга за рубежом; 4) Создают компанию BVI-A, полностью принадлежащей Кайманской компании, для торговли активами, и создают Гонконгскую компанию, полностью принадлежащей BVI-A; 5) Отечественные учредители осуществляют валютную регистрацию для зарубежных инвестиций в соответствии с Циркуляром 37: Личная информация отечественных учредителей, информация об отечественных юридических интересах, принадлежащих учредителям (т.е. VIE), и информация о SPV; 6) Гонконгская компания создает предприятие, находящееся в полной иностранной собственности (WFOE) в материковом Китае; 7) WFOE подписывает ряд соглашений с отечественными юридическими лицами (т.е. VIE) для передачи интересов VIE на Каймановую компанию; 8) Каймановая компания выпускает депозитарные расписки на зарубежных рынках капитала.

Изменения в принципах валютных расчетов по капитальному счету: расчет при платежах, начавшийся в 2002 году, был изменен на добровольный расчет в 2016 году.

С 2002 года в Китае действовал принцип расчетов иностранной валюты по капитальному счету при платежах т.е. валютные поступления по капитальному счету допускались к расчетам только тогда, когда предприятиям было необходимо произвести платежи в юанях. С 4 августа 2014 года в некоторых регионах была проведена пилотная реформа метода управления

добровольными расчетами по уставному капиталу для предприятий с иностранными инвестициями. В июне 2016 года ГУВК выпустило Уведомление о реформировании и стандартизации политики управления расчетами по капитальному счету (Хуэйфа [2016] №16), в котором устанавливает, что: 1) валютные поступления по капитальному счету, которые явно подлежат добровольному расчету, включая уставный капитал в иностранной валюте, внешние долговые средства и средства, репатриированные из финансирования зарубежного листинга, могут быть осуществлять расчет в банках в соответствии с фактическими операционными потребностями отечественных учреждений (включая китайские предприятия и предприятия с иностранными инвестициями, за исключением финансовых учреждений); 2) Банки должны проверять подлинность и соответствие требованиям использования последних средств от расчета при обработке каждого расчета по капитальному счету для отечественных учреждений 3) Принять управление негативным списком для использования валютных поступлений по капитальному счету и средств в юанях, полученных от их расчета: они не должны прямо или косвенно использоваться для расходов вне сферы деятельности предприятия; они не должны прямо или косвенно использоваться для инвестиций в ценные бумаги или других инвестиций и управления богатством, кроме продуктов банков с защитой принципалами; они не должны использоваться для предоставления кредитов неаффилированным предприятиям, за исключением случаев, прямо разрешенных сферой деятельности; и они не могут быть использованы для строительства или покупки недвижимости, не предназначенной для собственного использования (за исключением предприятий недвижимости). Согласно Уведомлению о дальнейшей оптимизации трансграничной юаневой политики для поддержки стабильной внешней торговли и стабильных иностранных инвестиций (Иньфа [2020] №330), вышеупомянутое управление негативным списком также принимается для юаневых доходов по капитальному счету.

Открытие счета движения капитала Китая по портфельным инвестициям тесно связано со степенью открытости финансового рынка, которая постепенно ускоряется лишь с начала XXI века и включает в себя торговлю ценными бумагами нерезидентами внутри Китая и резидентами Китая за рубежом. «Решение Центрального комитета Коммунистической партии Китая по ряду вопросов, касающихся совершенствования системы социалистической рыночной экономики», принятое на третьем пленарном заседании Центрального комитета

Коммунистической партии Китая 16-го созыва в октябре 2003 года, гласит, что при условии эффективного предотвращения рисков ограничения на трансграничное движение капитала должны быть ослаблены упорядоченным и поэтапным образом для достижения конвертируемости юаня счету операций с капиталом. Последовательный и поэтапный подход для достижения конвертируемости счета движения капитала здесь относится в основном к портфельным инвестициям.

Нерезиденты должны получить квалификацию или соответствовать требованиям, установленным правительством Китая, чтобы инвестировать во внутренние рынки капитала. Существующие каналы инвестирования включают квалифицированные иностранные институциональные инвесторы (QFII), квалифицированные иностранные институциональные инвесторы в юанях (RQFII), прямые инвестиции в финансовые учреждения, Бонд Коннект, Шанхай-Гонконг и Шэньчжэнь-Гонконгский фондовый коннект, Шанхай-Лондонский фондовый коннект, китайско-японская коннеktivность ETF, и квалифицированные иностранные партнеры с ограниченной ответственностью и т.д.

Программы QFII и RQFII возникли в 2002 и 2011 годах соответственно, и после многих лет развития и совершенствования в 2018 году QFII и RQFII начали управляться совместно. В соответствии с «Регламентом валютного регулирования инвестиций во внутренние ценные бумаги квалифицированными иностранными институциональными инвесторами» (Объявление Государственного управления валютного контроля [2018] №1 от 31.10.18) с июня 2018 года был отменен 3-месячный период блокировки уставного капитала для QFII и RQFII, и QFII было разрешено осуществлять валютное хеджирование в стране в отношении своих активов ценных бумаг. 10 сентября 2019 года ГУВК объявило, что ограничение на инвестиционную квоту для квалифицированных иностранных инвесторов было отменено, и для того, чтобы они могли самостоятельно переводить средства для инвестиций в ценные бумаги, требуется только регистрация. В соответствии с «Мерами по управлению внутренними инвестициями в ценные бумаги и фьючерсы квалифицированными иностранными институциональными инвесторами и квалифицированными иностранными институциональными инвесторами в юанях», было отменено требование к активам ценных бумаг в условиях доступа QFII и RQFII, и была расширена сфера их инвестиций: внутренние инвестиции в ценные бумаги и фьючерсы и операции с производными финансовыми инструментами разрешены, а использование юаневых

средств из-за пределов Китая поощрено. В июне 2020 года по «Регламенту управления средствами инвестиций во внутренние ценные бумаги и фьючерсы иностранными институциональными инвесторами» упрощены процедуры репатриация прибыли от инвестиций в национальные ценные бумаги и улучшены требования к управлению валютным и инвестиционным риском для инвестиций квалифицированных инвесторов в национальные ценные бумаги: операции с деривативами, проводимые квалифицированными инвесторами в материковом Китае, ограничиваются продуктами хеджирования валютного риска (например, валютные опционы и свопы) и их риск должен разумно коррелировать с инвестиционным риском по национальной портфельной инвестиции, лежащей в основе сделки; квалифицированные инвесторы должны корректировать свои позиции по валютным деривативам в течение пяти рабочих дней в начале каждого естественного месяца в соответствии с последним размером юаневых активов национальных портфельных инвестиций по состоянию на конец предыдущего месяца. Согласно «Объявлению об участии квалифицированных иностранных институциональных инвесторов и квалифицированных иностранных институциональных инвесторов в юанях в торговле финансовыми деривативами» новыми финансовыми деривативами, разрешенными для торговли квалифицированными иностранными инвесторами, являются товарные фьючерсы, товарные опционы и опционные контракты на фондовые индексы, котируемые и торгуемые на площадках фьючерсной торговли.

По состоянию на середину 2020 года квота QFII достигла 116,3 млрд долл. США, а статус QFII получили 323 иностранных учреждения, причем наибольшее их количество находится в Азиатско-Тихоокеанском регионе, составляя 59%, и близко к этому числу в Северной Америке, Европе и Африке<sup>101</sup>. По состоянию на середину 2020 года иностранные учреждения, одобренные для участия в RQFII, расширились до 19 стран и регионов с общей квотой более 700 млрд юаней<sup>102</sup>. QFII и RQFII являются одной из важнейших институтов для открытия финансовых рынков Китая, значительно повысили удобство участия иностранных инвесторов на внутреннем финансовом рынке, а также привели к лучшему и более широкому признанию китайских рынков облигаций и акций международными инвесторами.

Открытие рынка облигаций является наиболее важной частью открытия финансового

---

<sup>101</sup> Веб-сайт Государственное управление валютного контроля. URL <http://www.safe.gov.cn/>

<sup>102</sup> Веб-сайт Народного банка Китая. URL: <http://www.pbc.gov.cn/>

рынка Китая. В августе 2010 года китайские власти выпустили «Уведомление Народного банка Китая о вопросах, связанных с пилотной схемой использования юаней для инвестирования в межбанковский рынок облигаций тремя типами учреждений, включая зарубежные юаневые клиринговые банки» разрешили трем типам иностранных финансовых учреждений инвестировать в облигации в рамках утвержденной квоты на межбанковском рынке облигаций, чтобы дополнить пилотный проект по расчетам в юанях в рамках трансграничной торговли и расширить канал репатриации юаней. К таким иностранным финансовым учреждениям относятся: 1) Иностранные центральные банки, которые заключили соглашения о валютных свопах с Китаем; 2) клиринговые банки в Гонконге и Макао; 3) иностранные банки, которые осуществляют трансграничные операции с помощью юаня.

По мере интернационализации юаня в 2015 году китайский межбанковский рынок облигаций становился все более открытым для суверенных и несуверенных иностранных организаций.

С 14 июля 2015 года по «Уведомлению НБК о вопросах, связанных с использованием юаней для инвестирования в межбанковский рынок зарубежными центральными банками, международными финансовыми организациями и суверенными фондами благосостояния», иностранные эмитенты больше не обязаны выпускать облигации через компании, зарегистрированные в Китае.

Новые правила облегчили этим учреждениям выход на межбанковский рынок облигаций путем простого заполнения регистрационной формы в центральном банке, без необходимости получения предварительного доступа и подачи заявки на утверждение квоты. Согласно новым правилам, эти иностранные учреждения могут торговать следующими финансовыми продуктами после заполнения регистрационной формы на межбанковском рынке облигаций: 1) облигации; 2) сделки РЕПО с облигациями; 3) облигационное кредитование; 4) долгосрочные облигации; 5) процентные свопы; 6) соглашения о будущих процентных ставках. А до 14 июля 2015 года они только могли торговать облигациями и сделками РЕПО с облигациями.

Согласно «Уведомлению о проведении зарубежными юаневыми клиринговыми банками и зарубежными банками-участниками сделок РЕПО с облигациями на межбанковском рынке облигаций», зарубежным юаневым клиринговым банкам и зарубежным банкам-участникам, получившим доступ на межбанковский рынок облигаций, разрешается проводить сделки

РЕПО с облигациями. Среди них: остаток финансирования РЕПО составляет не более 100% от остатка удерживаемых облигаций, а средства РЕПО могут быть использованы за пределами Китая. По Объявлению НБК [2016] № 3, иностранные несuverенные учреждения, включая учреждения, получившие статус QFII или QFIR, могут напрямую выходить на межбанковский рынок облигаций путем прямых инвестиций через расчетных агентов межбанковского рынка для завершения процедур подачи заявки и открытия счета, при этом лимит инвестиционной квоты был снят.

Кроме того, согласно «Уведомлению о вопросах, связанных с управлением валютными рисками иностранных институциональных инвесторов на межбанковском рынке облигаций», иностранным инвесторам разрешено участвовать в операциях с валютными деривативами, такими как форварды, валютные свопы и опционы, которые ограничены хеджированием валютных рисков, возникающих при инвестировании в межбанковский рынок облигаций за счет средств, переведенных из-за рубежа. При изменении валютного риска в связи с изменением инвестиций на межбанковском рынке облигаций иностранные инвесторы должны соответствующим образом скорректировать свой валютный дериватив в течение пяти рабочих дней, чтобы обеспечить соблюдение принципа торговли реальным спросом.

По сравнению с вышеупомянутой каналом инвестирования, который больше подходит для небольшого числа крупных зарубежных учреждений, Бонд Коннект обеспечивает удобный канал большому числу мелких институциональных инвесторов, как отечественных, так и иностранных, для покупки и продажи облигаций друг друга через соединение инфраструктуры рынка облигаций Гонконга и материка Китая.

Бонд Коннект включает в себя Северный канал - иностранными инвесторами инвестирование в рынок облигаций материкового Китая, и Южный канал - внутренними инвесторами инвестирование в рынок облигаций Гонконга. И инвестиционные условия для Северного канала относительно более мягкие.

Северный канал обеспечивает канал для возврата юаней из-за рубежа и эффективно способствует ускоренному выходу иностранных инвесторов на китайский рынок облигаций и интернационализации юаня.

Южный канал улучшает институциональные механизмы для двустороннего открытия китайского рынка облигаций, расширяет возможности для внутренних инвесторов по

размещению активов на международном финансовом рынке, а также способствует развитию рынка облигаций Гонконга и укреплению статуса Гонконга как международного финансового центра. Запуск Северного канала раньше южного способствует трансграничному притоку капитала и стабилизации обменного курса юаня, что отражает идею разумной и осторожной либерализации.

В целом, эти меры повысили открытость китайского рынка капитала и привлекли большой приток капитала на китайский рынок, что не только оказало положительное влияние на развитие внутреннего финансового рынка, но и способствовало интернационализации использования юаня. По состоянию на конец марта 2022 года, с точки зрения количества иностранных институтов, 1 034 иностранных институциональных учреждений (категория центральных банков + категория нецентральных банков) вышли на межбанковский рынок облигаций, из которых 514 (в том числе 76 категории центральных банков) вышли на рынок через канал прямых инвестиций, 748 через канал Бонд Коннект и 228 через оба канала.<sup>103</sup>

С точки зрения количества владения облигациями, иностранные учреждения владеют примерно 3,3% от общего объема хранения на межбанковском рынке облигаций, что значительно больше по сравнению с 1,95% в конце 2014 года.<sup>104</sup> Судя по типам облигаций, основными типами облигаций, которыми владеют зарубежные учреждения, являются государственные облигации с объемом хранения 2,43 трлн юаней, что составляет 62,7%; за ними следуют политические финансовые облигации с объемом хранения 1,01 трлн юаней, что составляет 26,1%. Ежемесячный объем торгов денежным купоном иностранными учреждениями на межбанковском рынке облигаций в марте 2022 года составил около 1,23 трлн юаней, при этом среднедневной объем торгов составил около 53,3 млрд юаней.

Кроме того, с точки зрения владения нерезидентами внутренними юаневыми финансовыми активами, общий объем достиг 4,6 трлн юаней по состоянию на июнь 2015 года, и в нем преобладали депозиты (см. рис. 2.19). В результате спада экономической ситуации в Китае и обесценивания юаня во второй половине 2015 и 2016 годов общий объем депозитов снизился с 2,12 трлн юаней до 0,92 трлн юаней, что привело к последующему снижению общего объема

<sup>103</sup> Шанхайская штаб-квартира Народного банка Китая. URL:<http://shanghai.pbc.gov.cn/fzhshanghai/113595/index.html>

<sup>104</sup> Отчет о развитии финансового рынка Китая за 2014 год. URL:[http://shanghai.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/image\\_public/UserFiles/fzh\\_shanghai/upload/File/2014%E5%86%85%E6%96%87%E6%80%BB%E8%AE%BA.pdf](http://shanghai.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/image_public/UserFiles/fzh_shanghai/upload/File/2014%E5%86%85%E6%96%87%E6%80%BB%E8%AE%BA.pdf)



внутренних юаневых активов, принадлежащих нерезидентам.

По мере улучшения экономической ситуации и открытием счета движения капитала с 2017 года акции и облигации стали основными формами внутренних юаневых активов, которыми владеют нерезиденты. Общая сумма внутренних юаневых акций, облигаций, кредитов и депозитов, принадлежащих нерезидентам, на конец 2020 года составила 8,98 трлн юаней, что на 40,1% больше, чем в 2019 году. Среди них рыночная стоимость акций составляет 3,41 трлн юаней, облигаций - 3,33 трлн юаней, депозитов - 1,28 трлн юаней, кредитов - 0,96 трлн юаней (см. рис. 2.19).

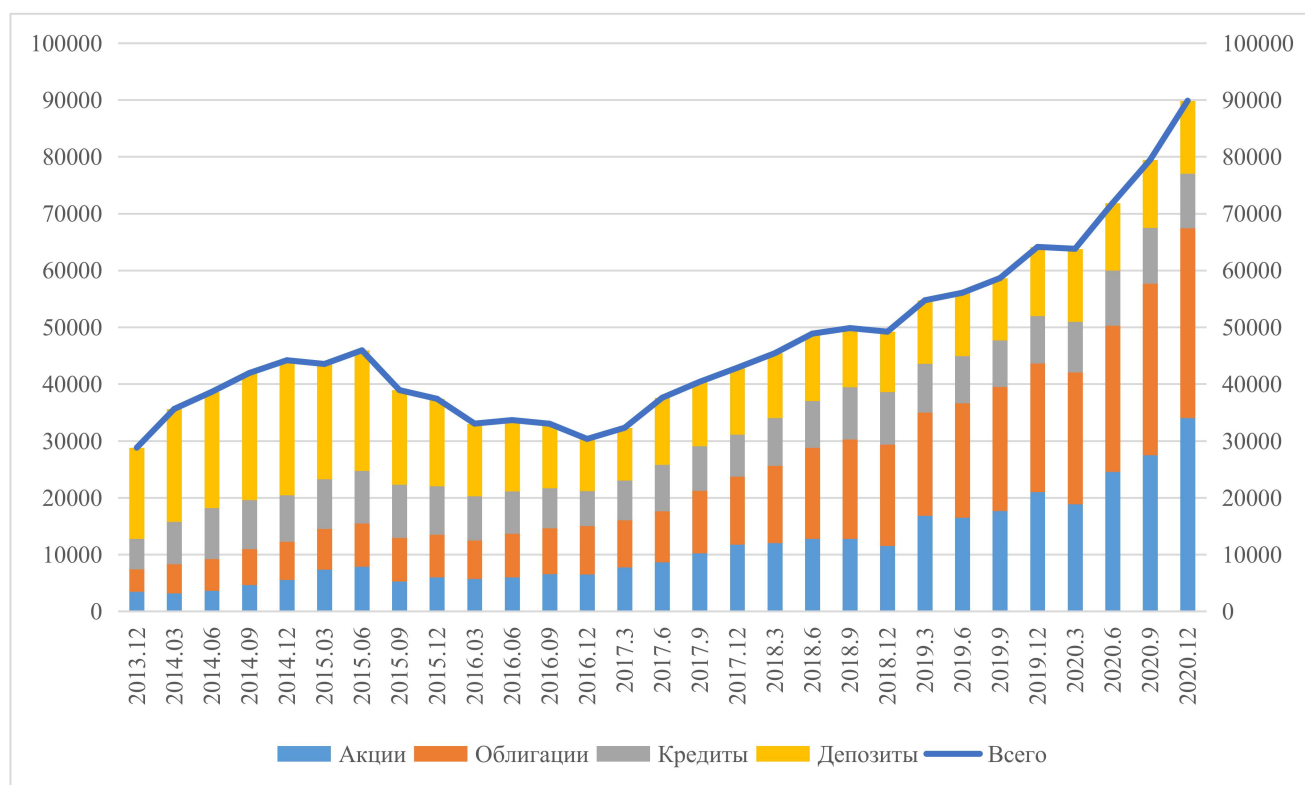


Рис. 2.19 – Владение нерезидентами внутренними финансовыми активами в юанях (100 млн юаней)

Составлено на основе выпусков Отчетов НБК по интернационализации юаня. URL: <http://www.pbc.gov.cn/huobizhengceersi/214481/3871621/index.html> (Дата обращения: 02.04.2022)

Каналы инвестирования резидентов в международные рынки капитала включают квалифицированных отечественных институциональных инвесторов (QDII), квалифицированных отечественных институциональных инвесторов в юанях (RQDII), квалифицированных отечественных партнеров с ограниченной ответственностью (QDLP), квалифицированных отечественных инвестиционных предприятий (QDIE), подробности см. в таблицах 2.3 и 2.4.

Таблица 2.3 – Каналы зарубежного инвестирования резидентами в ценные бумаги

Наименование	QDII	RQDII
Определение	Отечественные учреждения выпускают продукты для привлечения юаней, которые конвертируются в доллары США для инвестирования в зарубежные активы в соответствии с требованием квоты, а затем возвращаются тем же способом и конвертируются обратно в юани при их погашении	Юаневая версия QDII, базовые активы зарубежных инвестиций деноминированы в юанях
Согласно документу	Временные меры по управлению зарубежными инвестициями в ценные бумаги квалифицированными отечественными институциональными инвесторами; Объявление Народного банка Китая [2006] №5; Временные меры по регулированию зарубежного бизнеса коммерческих банков по управлению благосостоянием по поручению клиентов	Циркуляр по вопросам, связанным с зарубежным инвестированием в ценные бумаги юаневыми квалифицированными отечественными институциональными инвесторами; Циркуляр по дальнейшему разъяснению вопросов, связанных с управлением зарубежным инвестированием в ценные бумаги юаневыми квалифицированными отечественными институциональными инвесторами
Продукты инвестиций	Портфельные инвестиции, без инвестиций в продукты фондов прямых инвестиций, хедж-фондов	Продукты, деноминированные в юанях, на оффшорных финансовых рынках, в основном оффшорные юаневые облигации
Субъект инвестиций	В основном выбираются такие учреждения, как коммерческие банки, трастовые компании, компании по ценным бумагам, компании по управлению фондами, страховые учреждения и Национальный фонд социального обеспечения в Китае	
Основная информация о квоте	Квота распределяется в соответствии с организацией, и квота может быть освобождена для других проектов после завершения одного проекта. По состоянию на 31 марта 2022 года ГУВК утвердило 174 учреждения для получения квот QDII на общую сумму \$157,519 млрд, из которых 25,27 млрд для банковских учреждений, 84,58 млрд долл. США для учреждений по ценным бумагам, \$38,653 млрд для страховых учреждений и \$9,016 млрд для трастовых учреждений	В отличие от утверждения квот QDII, RQDII основывается на фактическом размере привлеченных средств. Программа RQDII была запущена в ноябре 2014 года. В связи с большим количеством учреждений, инвестирующих в зарубежные активы, не номинированные в юанях, программа RQDII была временно приостановлена 10 декабря 2015 года, а затем возобновлена в мае 2018 года

Составлено по данным: Сайт Государственное управление валютного контроля КНР. URL: <http://www.safe.gov.cn>

Таблица 2.4 – Каналы зарубежного инвестирования резидентами в ценные бумаги

Наименование	QDLP	QDIE
1	2	3
Определение	Иностранные учреждения создают партнерские фонды прямых инвестиций в Китае для привлечения юаней от отечественных физических лиц или институциональных инвесторов и инвестирования на зарубежных рынках в юанях или иностранной валюте	Китайско-иностранное совместное предприятия по управлению фондами, зарегистрированные в Китае, которые привлекают средства от отечественных физических лиц или институциональных инвесторов и инвестируют в зарубежные продукты в юанях или иностранной валюте
Согласно документу	План строительства Шанхайского международного финансового центра в течение двенадцатого пятилетнего плана; Руководство по осуществлению пилотной работы зарубежных инвестиций квалифицированными отечественными партнерами с ограниченной ответственностью в городе Циндао; Временные меры по пилотной работе зарубежных инвестиций квалифицированными отечественными партнерами с ограниченной ответственностью в Чунцине; Временные меры по проведению пилотной работы зарубежных инвестиций квалифицированными отечественными партнерами с ограниченной ответственностью в провинции Хайнань	Временные меры по проведению пилотной работы зарубежных инвестиций квалифицированными отечественными инвесторами; Меры по управлению проведением пилотной работы зарубежных инвестиций квалифицированными отечественными инвесторами в городе Шэньчжэнь; Совместное заседание пилотной работы QDIE Шэньчжэня
Продукты инвестиций	Долевые и долговые обязательства зарубежных предприятий, не включенные в листинг; непублично выпущенные и обращающиеся акции и облигации публичных компаний; рынки ценных бумаг; инвестиционные фонды акций и инвестиционные фонды ценных бумаг; сырьевые товары и финансовые деривативы	Долевые и долговые обязательства зарубежных предприятий, не включенные в листинг; непублично выпущенные и обращающиеся акции и облигации публичных компаний; фонды прямых инвестиций
Субъекты инвестиций	Компания партнерского фонда, зарегистрированная за рубежом, с партнерами, расположенными в провинциях Гуандун и Хайнань, городах Чунцин, Пекин, Тяньцзинь, Шанхай и Циндао	Лицензированные учреждения по управлению активами, такие как фирмы по ценным бумагам, фондовые компании, фонды прямых инвестиций

Продолжение таблицы 2.4

1	2	3
Квота и распределение	3 млрд, 5 млрд или 10 млрд долл. на пилотный город; распределение квоты по учреждениям	В конце 2020 года с одобрения ГУВК квота QDIE была вновь расширена с \$5 млрд (в 2018 году, ранее \$2,5 до \$10 млрд; квота распределяется с учетом инвестиционных проектов, и в настоящее время квота не может быть использована повторно
Основная информация	Шанхай запустил пилотный проект в апреле 2012 года, с двумя партиями из 11 пилотных проектов QDLP, каждый с квотой от \$50 до \$100 млн. Потом Циндао, Тяньцзинь, Пекин, Гуандун, Цзянсу и Чунцин также начали пилотный проект	К концу 2020 года в Шэньчжэне было утверждено 48 предприятий, имеющих QDIE-квалификацию, с общей квотой инвестиций 1,551\$ млрд.

Составлено по данным: Сайт Государственное управление валютного контроля КНР. URL: <http://www.safe.gov.cn>

В рамках существующего канала отечественные физические лица могут косвенно инвестировать в зарубежные ценные бумаги и фонды, приобретая продукты QDII или RQDII, выпущенные отечественными учреждениями, или напрямую торговать акциями, котирующимися в Гонконге, через Гонконгский фондовый коннект. Кроме того, программа квалифицированного отечественного индивидуального инвестора (QDII2), который в настоящее время денежные власти изучают возможность внедрения, позволит отечественным физическим лицам в будущем напрямую инвестировать в зарубежные финансовые продукты. В соответствии с действующей системой личного валютного регулирования, отечественные физические лица не имеют законного пути для инвестирования за рубежом, что приводит к ситуациям, когда квота в размере 50 000 долл. США в соответствии с «Инструкциями к мерам по управлению индивидуальной иностранной валютой» используется для замаскированных зарубежных инвестиций. Если QDII2 действительно может быть реализован, это в определенной степени решит дилемму отсутствия возможности для отечественных частных лиц осуществлять инвестиции за рубежом.

В отчете Народного банка Китая об интернационализации юаня за 2017 год отмечается, что к концу 2016 года юань был конвертируемым, в значительной степени конвертируемым и частично конвертируемым в 37 из 40 операций по капитальному счету в семи основных

категориях.

Помимо углубления конвертируемости счета движения капитала и реформы обменных курсов и рыночно-ориентированной реформы обменного курса юаня, правительство Китая способствует устойчивому продвижению интернационализации юаня в сферах деноминации и расчетов, инвестиций и финансирования, валютных операций и валютных резервов, посредством таких инициатив, как продвижение трансграничных расчетов в юанях, сотрудничество центральных банков, создание международной клиринговой финансовой инфраструктуры, развитие оффшорных центров юаня, увеличение операций на валютном рынке и продвижение расчетов в юанях за сырьевые товары.

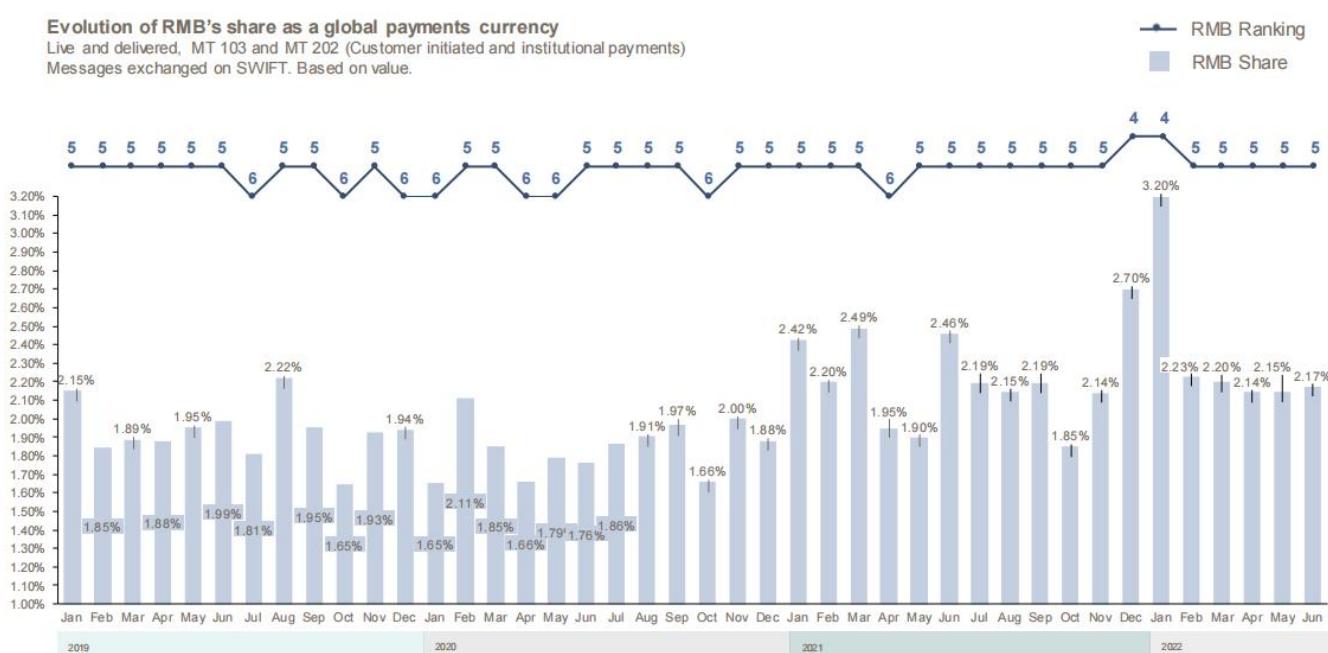


Рис. 2.20 – Доля и рейтинг юаня как мировой платежной валюты

Источник: RMB Tracker. июль 2022. URL: [www.swift.com](http://www.swift.com) (Дата обращения: 02.08.2022)

Согласно данным, опубликованным SWIFT, юань сейчас прочно занимает пятое место среди наиболее часто используемых валют для спотовой торговли иностранной валютой, пятое место среди наиболее часто используемых валют для международных платежей и третье место среди наиболее часто используемых валют для торгового финансирования. В августе 2012 г и начале 2013 г. доля китайской национальной валюты в международных платежах составляла, соответственно, лишь 0.84% и 0.63%, китайский юань в рейтинге самых используемых валют занимал 13 место. По состоянию на январь 2014 г. доля юаня выросла более чем 2 раза и

достигла 1.39%, тогда юань оказался уже на седьмой месте, опередив швейцарский франк.<sup>105</sup> По отчету системы международных транзакций SWIFT в декабре 2014 г. доля юаня в международных платежах (по стоимости транзакций) составила 2.17%<sup>106</sup>, при этом китайский юань впервые вышел на пятое место среди наиболее часто используемых валют для международных платежей, обойдя впервые в истории канадский и австралийский доллары (см. рис. 2.20).

1 октября 2016 года юань был официально добавлен в валютную корзину SDR с весом 10,92%, и, по данным МВФ, на данный момент юань составляет 1,2% мировых валютных резервов. По состоянию на четвертый квартал 2021 года более 70 центральных банков или монетарных властей по всему миру включили юань в свои валютные резервы, при этом юань занял пятое место в рейтинге валютного состава официальных валютных резервов МВФ, и его доля в мировых валютных резервах выросла до 2,6%. Валюты и их доли перед юанем следующие: доллар США -54,78%, евро -19,22, японская иена -5,19%, британский фунт -4,45%. 11 мая 2022 года МВФ завершил пятилетний обзор SDR, увеличив вес юаня с 10,92% до 12,28%, увеличив вес доллара США с 41,73% до 43,38% и уменьшив вес евро, йены и фунта стерлингов с 30,93%, 8,33% и 8,09% до 29,31%, 7,59% и 7,44% соответственно. Вес юаня остается на третьей позиции. Новая валютная корзина SDR вступила в силу 1 августа 2022 года.

Можно сказать, что ряд поддерживающих политик китайского правительства является важной движущей силой для интернационализации юаня, стабильное развитие китайской экономики является важной основой для дальнейшего продвижения интернационализации юаня, а повышение стоимости юаня является сильной поддержкой для его интернационализации. Юань устойчиво занял пятое место среди международных платежных валют, третье место среди валют финансирования торговли, пятое место среди валют для спотовой торговли иностранной валютой и пятое место среди официальных валютных резервов, и его статус международной валюты был изначально установлен.

## Выводы по главе 2

Корректировка китайской системы валютного регулирования характеризуется

---

<sup>105</sup> RMB Tracker. URL:www.swift.com

<sup>106</sup> RMB Tracker. URL:www.swift.com

постепенностью, осторожностью и контролируемостью: начиная с счета текущих операций и затем распространяясь на капитальный счет, начиная с местных пилотных проектов или зон свободной торговли и затем распространяясь на всю страну, по смягчению валютного регулирования начиная с притока капитала и затем распространяясь на отток капитала. Например, в 2007 году валютные поступления по счету текущих операций подлежали добровольному расчету, а валютные поступления по счету операций с капиталом подлежали расчету только при платежах, начиная с 2002 году, который был изменен на добровольный расчет в 2016 году. Трансграничное использование юаня было расширено от торговли товарами в 2009 году до прямых инвестиций в 2011 году и портфельных инвестиций в 2014 году. Макропруденциальное управление трансграничным финансированием было опробовано в Шанхайской зоне свободной торговли в 2013 году и распространено на всю страну в 2016 году. Ограничения на внутренние портфельные инвестиции нерезидентам меньше, чем ограничения на исходящие портфельные инвестиции резидентам, например, Северный канал Бонда-Коннекта не только начался раньше, чем Южного канала, но и имеет меньше ограничений.

Кроме того, валютная политика Китая в целом демонстрирует тенденцию от строгой к мягкой, от централизованной к децентрализованной, от административного к облегчающему управлению и от микроконтроля к макропруденциальному управлению с целью интернационализации юаня (таб. 2.5).

Таблица 2.5 – Тенденции валютной политики

Тенденции	Конкретные ситуации или примеры
1	2
Переход от централизованного валютного регулирования к добровольному расчету в иностранной валюте	В период плановой экономики и в начале периода реформ и открытости было внедрено централизованное управление и единый контроль за иностранной валютой; в 1994 году удержание иностранной валюты было заменено обязательной продажей валютной выручки, суть которой по-прежнему заключалась в том, что иностранная валюта концентрировалась в банках; после того, как Китай стал страной с крупными валютными резервами, был введен добровольный расчет иностранной валюты с 2007 года
Переход от предварительного административного утверждения или управления квотами к контролю после проведения мероприятия	За последние 10 лет валютные поступления и расходы на прямые, портфельные и прочие инвестиции были сосредоточены на мониторинге, надзоре и контроле рисков во время и после инцидента

Продолжение таблицы 2.5

1	2
Переход от микрорегулирования к макропруденциальному управлению	С 2013 года политика макропруденциального управления проводится в области валютного регулирования по капитальному счету, таким как банковские расчеты и продажи валюты, трансграничное финансирование и внешнее кредитование
Сдвиг в механизме формирования обменного курса в сторону рыночной ориентации	С момента введения режима управляемого плавающего валютного курса в 1994 году дневной диапазон плавающего валютного курса постепенно расширяется, а прямая интервенция и прямое регулирование валютного курса выходят из употребления, при этом макропруденциальные меры, деривативы валютного курса и вербальная интервенция постепенно определяют ожидания рынка и влияют на изменение валютного курса. Место обменного курса юаня в национальной экономике изменилось с одного из многих ориентиров для макроэкономических показателей на инструмент политики
Переход от государства, несущего риск валютных резервов, к рыночным субъектам, несущим риск изменения обменного курса	При централизованном управлении валютой валютная выручка становилась валютными резервами Народного банка Китая, а риск изменения валютного курса полностью ложился на государство; при ослаблении валютных ограничений предприятия сами несут риск изменения валютного курса и корректируют структуру своих активов
Содействие превращению юаня в конвертируемую валюту	После вступления Китая в ВТО в 2001 году темпы конвертируемости счета движения капитала ускорились. Большинство капитальных статей на сегодняшний день конвертированы
Содействие превращению юаня в международную валюту	Юань занял пятое место среди международных платежных валют, третье место среди валют финансирования торговли, пятое место среди валют для спотовой торговли иностранной валютой и пятое место среди официальных валютных резервов, но его доля в глобальных платежах, валютных операциях и валютных резервах все еще относительно мала по сравнению с долларом США и евро

Источник: составлено автором.

В целом, с 1994 года валютная политика была скорректирована в соответствии с положением платежного баланса Китая и трансграничными потоками капитала, а также внутренней и международной ситуацией, и сыграла очень важную роль в общем экономическом развитии Китая: 1) валютная политика Китая последовательно решила



проблемы недостатка валютных средств и избыточных валютных резервов, и в настоящее время в основном достигнут платежный баланс; 2) валютная политика Китая поддерживает национальную безопасность, что в полной мере нашло отражение в азиатском финансовом кризисе 1997 года и потрясениях на фондовом и валютном рынках в 2015 году; 3) валютная политика Китая способствует экономическому развитию. Благодаря эффективному валютному регулированию, ограниченные валютные поступления при нехватке иностранной валюты управляются сосредоточенно для удовлетворения фактических потребностей развития в валютных средствах, содействия экономическому и социальному развитию, и при достаточных валютных резервах поощрен увеличение исходящих инвестиций и укреплен строительство инициативы "Один пояс — один путь" для реализации стратегия развития страны. Одним словом, положительные эффекты валютной политики с 1994 года значительно перевесили отрицательные и сыграли большую роль в стабилизации и стимулировании экономического развития Китая.

### ГЛАВА 3. ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ ВАЛЮТНОЙ ПОЛИТИКИ В КОНТЕКСТЕ ПОСТРОЕНИЯ СИСТЕМЫ РЫНОЧНОЙ ЭКОНОМИКИ ВЫСОКОГО УРОВНЯ

#### 3.1 Эмпирическое исследование гибкости режима обменного курса, открытости счета движения капитала и независимости денежно-кредитной политики

В 2013 году в докладе Третьего пленарного заседания 18-го ЦК КПК было предложено "улучшить рыночный механизм формирования обменного курса юаня и ускорить маркетизацию процентных ставок". В «Предложении 13-го пятилетнего плана» 2015 года также предлагалось "содействовать маркетизации обменных курсов и процентных ставок". В июле 2017 года генеральный секретарь Си Цзиньпин на Национальной конференции по финансовой работе отметил, что "мы должны углубить реформу механизма формирования обменного курса юаня и неуклонно продвигать интернационализацию юаня". Ориентированная на рынок реформа обменного курса юаня означает предоставление рыночному механизму возможности играть фундаментальную роль в формировании обменного курса юаня, то есть обменный курс определяется рыночным спросом и предложением. Рыночные реформы обменного курса призваны повысить гибкость колебаний обменного курса, в то время как валютные интервенции НБК направлено на его стабилизацию. Судя по ряду мер валютной политики, проводимых Народным банком Китая, будущая тенденция развития китайского режима обменного курса будет заключаться в том, что обменный курс продолжит становиться более гибким, а степень открытия счета капитала продолжит углубляться. Некоторые ученые утверждают, что для повышения независимости денежно-кредитной политики в контексте постепенного ослабления Китаем контроля за движением капитала необходимо продолжать повышать гибкость обменного курса или даже внедрять режим полностью свободно плавающего обменного курса, основываясь на теоретической трилемме невозможности: стабильность обменного курса, свободное движение капитала и независимость денежно-кредитной политики не могут быть достигнуты одновременно, и страна может достичь только двух целей политики и должна отказаться от третьей. Кроме того, влияние либерализации счета движения капитала на независимость денежно-кредитной политики является одним из наиболее важных вопросов, к которому необходимо подходить с осторожностью в процессе либерализации счета движения капитала. Однако, если необдуманное открытие счета операций с капиталом, когда время еще не пришло, приведет к

потере независимости денежно-кредитной политики, возникнет потенциальный риск экономического кризиса. Таким образом, использование Китая в качестве образца для изучения влияния изменений в режиме валютных курсов и открытии счета операций с капиталом на независимость денежно-кредитной политики имеет большое практическое значение для его будущей системы валютных курсов, управления потоками капитала и формулирования денежно-кредитной политики, есть и уроки для других стран с формирующимся рынком.

Поскольку различный выбор критериев для классификации режимов обменных курсов, как правило, приводит к противоречивым и трудно сопоставимым выводам, эмпирические исследования будут проводиться по вопросам гибкости режима обменного курса, открытости счета движения капитала и независимости денежно-кредитной политики, а не ограничиваться изучением взаимосвязи между конкретными режимами обменных курсов и независимостью денежно-кредитной политики. Исходя из доступности и полноты данных, временной интервал исследования разделен на четыре этапа, основанных на реформе механизма формирования обменного курса юаня: период укрепления юаня (2006/10/10-2008/06/30), период стабилизации юаня (2008/08/01-2010/05/28), период продолжения укрепления юаня (2010/07/01-2015/07/31) и период формирования двусторонней волатильности (2015/09/01- 2017/04/31).

### **Изменение эластичности режима обменного курса**

Режим валютных курсов относится к систематическим положениям, принятым различными странами в отношении принципов, условий и институтов для определения, поддержания, корректировки и управления обменными курсами. Даже если разные страны имеют одинаковый режим обменного курса, если эти страны имеют разные уровни интервенций на валютном рынке, эластичность обменного курса обязательно будет разной. Поэтому в данной работе используется метод построения индикатора EL Байоуми и Эйхенгрин для измерения эластичности режима обменного курса Китая<sup>107</sup>. Этот показатель измеряет эластичность режима обменного курса, сочетая силу собственной волатильности обменного курса с силой интервенций центрального банка на валютном рынке. Выражение выглядит следующим образом:

---

<sup>107</sup> Tamim Bayoumi, Barry Eichengreen. Exchange Rate Volatility and Intervention : Implications of the Theory of Optimum Currency Areas / Bayoumi Tamim // Journal of International Economics. – 1998. –Vol. 45, No. 2. – P. 191 - 209.

$$EL = \frac{\sigma_e}{\sigma_e + \sigma_{\frac{R}{M}}} \quad (1)$$

EL указывает на эластичность режима обменного курса.  $\sigma_e$  представляющий собой среднеквадратичное отклонение логарифмической нормы доходности обменного курса и измеряющий интенсивность волатильности самого обменного курса, чем больше  $\sigma_e$ , тем сильнее волатильность обменного курса,  $\sigma_{\frac{R}{M}}$  выражающий волатильность логарифмического дифференциала отношения валютных резервов к денежной базе и измеряющий интенсивность валютных интервенций Народного банка Китая на валютном рынке, чем больше  $\sigma_{\frac{R}{M}}$ , тем сильнее валютные интервенции Народного банка Китая. Значение EL находится в диапазоне от 0 по 1: значение EL равно 0 в режиме фиксированного обменного курса; чем больше колебания обменного курса в режиме плавающего обменного курса, тем больше значения EL, но максимальное значение EL равно 1, т.е.  $\sigma_{\frac{R}{M}}$  равен 0, когда обменный курс полностью свободно плавает и денежные власти не проводят валютные интервенции.

Волатильность обменного курса  $\sigma_e$  и показатель валютных интервенций  $\sigma_{\frac{R}{M}}$  оба рассчитываются с использованием ежемесячных данных, чтобы сделать их вычисление последовательным, поскольку ежемесячные данные доступны только для денежной базы M и валютных резервов R. Цифровые данные о денежной базе M и валютных резервах R были получены с официального сайта Народного банка Китая, а цифровые данные о среднемесечном обменном курсе юаня по отношению к доллару США (средний паритет) были получены из официального сайта Китайской системы торговли иностранной валютой. Результаты расчетов для каждого этапа в соответствии с уравнением (1) приведены в табл. 3.1.

Таблица 3.1 – Результаты расчета эластичности режима обменного курса

Этап	Конкретное время	$\sigma_e$	$\sigma_{\frac{R}{M}}$	EL
1	2006/10/10-2008/06/30	0.003919569	0.06416781	0.057566749
2	2008/08/01-2010/05/28	0.000982734	0.066479744	0.014567126
3	2010/07/01-2015/07/31	0.00291605	0.078443065	0.035841717
4	2015/09/01-2017/04/31	0.007220813	0.084680371	0.078571495
5	2017/06/01-2020/09/31	0.012468986	0.054037897	0.187484148
6	2020/11/01-2022/05/31	0.01216201	0.048676709	0.199905789

Рассчитано автором.

Из результатов расчета эластичности режима обменного курса вытекают следующие

наблюдения: 1) волатильность самого обменного курса и эластичность режима обменного курса на этапе 2 являются самыми слабыми из-за повторной привязки юаня к доллару США во время финансового кризиса 2008 года; 2) как эластичность режима обменного курса, так и волатильность самого обменного курса на этапе 3 слабее, чем на этапе 1. Учитывая, что плавающий коридор дневной торговой цены юаня к доллару США расширился с 0.5% до 1% и до 2% на третьем этапе, в то время на первом этапе был расширен с 0.3% до 0.5%. Предполагают, что эластичность режима обменного курса не положительно коррелирует с ростом плавающего диапазона ежедневной торговой цены, а более зависит от того, как определяется механизм спроса и предложения на валютном рынке. Механизм формирования обменного курса под руководством правительства, даже при отсутствии ограничения ежедневного плавающего диапазона валютных курсов, не полностью отражает поведение участников рынка. И наоборот, механизм, управляемый рынком, отличается большей гибкостью обменного курса, даже с ограничениями на диапазон колебаний; 3) На четвертом этапе произошло самые сильные валютные интервенции, поскольку Народный банк Китая продал в этот период более 1 трлн долл. США, чтобы удовлетворить панический спрос на покупку иностранной валюты, вызванный первой за многие годы значительной девальвацией юаня; 4) волатильность самого обменного курса и эластичность режима обменного курса значительно увеличились после реформы обменного курса “8·11” в 2015 году. В частности, введение контрциклического фактора в мае 2017 года также не ослабило эластичность режима обменного курса и волатильность самого обменного курса, а валютные интервенции Народного банка Китая значительно сократились с 2017 года. После того как контрциклический фактор вышел из употребления в октябре 2020 года, Народный банк Китая не проводил масштабных операций по покупке иностранной валюты во время цикла повышения курса юаня, как это было на этапах 1 и 3, что указывает на то, что он в основном отказался от регулярных интервенций на валютном рынке. Это также показывает со стороны, что с 2017 года участники рынка постепенно адаптировались к двусторонним колебаниям обменного курса юаня, и страх перед плавающим курсом уменьшился.

### **Измерение открытости счета операций с капиталом**

Влияние трансграничных потоков капитала на взаимосвязь между независимостью денежно-кредитной политики и режимами обменных курсов становится все более важным по

мере роста степени глобальной финансовой интеграции, а определение степени открытости счета движения капитала является необходимым условием для точного определения его влияния на независимость денежно-кредитной политики с течением времени. В настоящее время в научных кругах существуют два основных метода измерения степени открытости счетов операций с капиталом: метод нормативного измерения и метод фактического измерения.

Метод нормативного измерения основан на нормативных актах и политике страны в области управления движением капитала, с помощью которых оценивается открытость счета движения капитала отражает интенсивность контроля за счетом движения капитала со стороны административных органов страны. Например, индекса открытости капитальных счетов Чинна и Ито<sup>108</sup> и Индекс ограничения капитального счета Шиндлера<sup>109</sup>. Последние индексы Чинна и Ито и Шиндлера про Китай приведены в Приложении 3.1 соответственно.

Если индекса открытости капитальных счетов Чинна и Ито страны выборки равен 1, это означает, что капитальный счет этой страны полностью открыт, т.е. чем ближе индекс к 1, тем более открыт счет операций с капиталом страны выборки. Этот индекс Китая с 1993-2019 гг. составляет всего 0.164345 (см. приложение 3.1), что указывает на то, что Китай всегда находился в ситуации относительно строгого контроля за счетом операций с капиталом. Это явно не согласуется с фактической ситуацией постепенной корректировки политики открытия счета операций с капиталом в Китае, описанной в главе 2.

Индекс ограничения капитального счета Шиндлера означает полную противоположность индексу Чинна и Ито. Если он близок к 1, то страна полностью закрыта, и наоборот, она открыта. Как видно из Приложения 3.1, в период с 1996 по 2012 год индекс Шиндлера всегда равнялся 1, поскольку в Китае действовал очень строгий контроль за счетом движения капитала, но с 2013 года индекс Шиндлера в целом демонстрирует тенденцию к снижению, то есть капитальный счет Китая постепенно открывается с 2013 года.

Метод фактического измерения определяет открытость счета движения капитала на основе фактического потока международного капитала. Основными методами являются: взаимосвязь между инвестициями и сбережениями (Фельдштейн и Хориока, 1980), доля совокупных

---

108 Chinn M D, Ito H. What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions / M D Chinn // Journal of development economics. – 2006. –Vol. 81, No. 1. – P. 163-192.

109Schindler M. Measuring financial integration: A new data set / M Schindler // IMF Staff papers. – 2009. –Vol. 56, No. 1. – P. 222-238.

международных притоков и оттоков капитала в ВВП (Кррей, 1998; Эдисон Х. Дж., Левин Р., Риччи Л. и др., 2002; Лейн и Милези-Ферретти, 2007) и паритет процентных ставок (Эдвардс и Хан, 1985; Хак и Монтгель, 1990). Первый подход был подвергнут критике, например, Обстфельд указал, что нормы сбережений и инвестиций должны быть сильно коррелированы, даже если страна не имеет никакого контроля за счетом движения капитала, и что эта корреляция особенно ярко выражена в экономических показателях крупных стран<sup>110</sup>. Второй метод популярен в связи с доступностью данных, но существуют определенные циклические колебания и проблемы с корректировкой стоимости.<sup>111</sup> Кроме того, Рэйда, Чжао Юн, и Лю Цзиньду использовали метод паритета процентных ставок для измерения открытости счета движения капитала Китая (рис. 3.1). Результаты их исследований показывают, что в 1993 и 2004 годах счет движения капитала был значительно более открытым, чем в предыдущие и последующие годы. Это связано с новым витком экономического перегрева в Китае в 1993 году, когда в четвертом квартале инфляция была почти на 8 процентных пунктов выше, чем в США, сформировались ожидания обесценивания обменного курса, продолжал падать обменный курс на рынке свопов иностранной валюты, и произошел большой отток капитала. В свою очередь, безрисковый арбитраж, возникший из-за ожиданий повышения курса юаня до реформы обменного курса в июле 2005 года, привел к большому притоку капитала. Очевидно, что кажущееся увеличение открытости счета движения капитала в обоих случаях было вызвано внезапным всплеском аномальных потоков капитала из-за разницы процентных ставок и ожиданий обменного курса, и большие объемы "горячих" денег обошли контроль за движением капитала. Но в действительности контроль за движением капитала не был сильно сокращен, и открытость реального счета движения капитала не сильно увеличилась. С этой точки зрения свобода движения капитала в основном зависит от степени конвертируемости счета движения капитала страны, или открытости счета движения капитала, а масштабы движения капитала также зависят от масштабов международного кредитования, доходности и инвестиционного потенциала развивающихся стран и международной экономической и финансовой ситуации.

---

<sup>110</sup> Obstfeld. How Integrated are World Capital Markets? Some New Tests / Obstfeld // National Bureau of Economic Research. – 1986. NBER Working Papers 2075 URL: [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w2075/w2075.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w2075/w2075.pdf) (Дата обращения: 30.011.2022)

<sup>111</sup> Лю Цзиньцюань, Чжан Ивана, Сюй Нин. Открытость счета операций с капиталом, независимость денежно-кредитной политики и выбор режима обменного курса: триадический парадокс или бинарный парадокс? / Цзиньцюань Лю // Исследование мировой экономики – 2018. – No. 5. – P. 5.

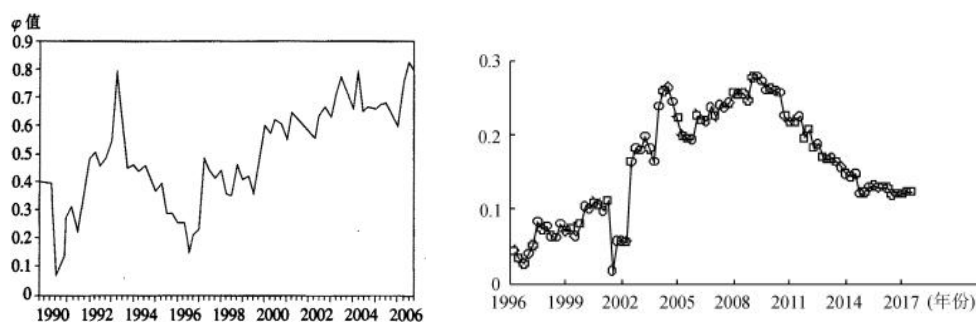


Рис. 3.1 – Открытости счета операций с капиталом по методу фактического измерения

Источник: Лей Да, Чжао Юн. Расчет степени открытости счета операций с капиталом Китая / Да Лей // Экономическая теория и управление экономикой. – 2008. – №5. – С. 5; Лю Цзиньцюань, Чжан Ивана, Сюй Нин. Открытость счета операций с капиталом, независимость денежно-кредитной политики и выбор режима обменного курса: триадический парадокс или бинарный парадокс? / Цзиньцюань Лю // Исследование мировой экономики. – 2018. – No. 5. – С. 9.

По приведенным выше методам фактического измерения открытость счета движения капитала измеряется размером трансграничных потоков капитала, но на самом деле на размер трансграничных потоков капитала страны влияет не только степень контроля за счетом движения капитала в этой стране, но и доходность инвестиции в этой страны, размер международного кредитования и международная экономическая обстановка. Страна с низким уровнем открытости нормативного счета движения капитала будет привлекать большой приток международного капитала, если ее экономика лучше развита и имеет более высокий инвестиционный потенциал, особенно накануне повышения курса ее валюты; однако страна с высоким уровнем открытости нормативного счета капитала будет иметь меньшие трансграничные потоки капитала, если ее собственные экономические условия и потенциал развития хуже для привлечения иностранных инвестиций.

Хотя метод нормативного измерения игнорирует практические меры контроля за счетом движения капитала, и правовой уровень и фактический операционный уровень по-разному влияют на контроль за движением капитала<sup>112</sup>, учитывая, что свободное движение капитала в трилемме невозможности больше связано с нормативной открытостью счета операций с капиталом страны, и что выборочные данные индекса Шиндлера более богаты и более изменчивы, чем данные индекса Чинна и Ито, для лучшего отражения фактического процесса корректировки политики открытия капитального счета Китая, мы принимаем индекс Шиндлера

<sup>112</sup> Лу Лингли, Цянь Мин. Методы измерения открытия счета движения капитала: сравнение и обобщение // Международные финансовые исследования – 2011. – No. 8. – P. 41-49.



в качестве показателей измерения открытости счета движения капитала Китая и используем его для вычисления среднего значения индекса ограничения счета движения капитала на каждом этапе (табл. 3.2).

Таблица 3.2 – Индекс Шиндлера на каждом этапе

№	Временной интервал	Индекс Шиндлера
1	2006/10/10-2008/06/30	1
2	2008/08/01-2010/05/28	1
3	2010/07/01-2015/07/31	0.918
4	2015/09/01-2017/04/31	0.87

Рассчитано автором. См. Приложение 3.1.

### **Прогнозирование независимости денежно-кредитной политики**

На основе нормативной открытости счета движения капитала Китая и результатов эластичности режима обменного курса юаня, независимости денежно-кредитной политики четырех периодов прогнозировано ранжируются в соответствии с идеями невозможной троицы, и результаты представлены в табл. 3.4. Этап 1 имеет тот же индекс ограничения счета движения капитала по сравнению с этапом 2, и этап 1 имеет более высокую эластичность обменного курса, поэтому его независимость денежно-кредитной политики должна быть выше, чем у этапа 2; Этап 4 имеет в 1,19 раза большую эластичность обменного курса по сравнению с этапом 3, и на 5,2% больше открытости счета движения капитала, этап 4 может быть иметь больше независимости денежно-кредитной политики, чем у этапа 3 (табл. 3.4), если увеличение гибкости обменного курса может компенсировать влияние увеличения открытия счета капитала на независимость валюты.

### **Эмпирическое исследование независимости денежно-кредитной политики**

Денежно-кредитная политика включает в себя как политику процентных ставок, так и политику денежной массы, но все большее число ученых считают, что денежная масса больше не подходит в качестве промежуточной цели денежно-кредитной политики в Китае,<sup>113</sup> поэтому в основном рассматривается относительное изменение независимости политики процентных ставок в Китае в этом разделе.

<sup>113</sup> Ся Бинь, Ляо Цян. Денежная масса больше не подходит в качестве промежуточного целевого показателя для текущей денежно-кредитной политики в Китае / Бинь Ся // Экономические исследования – 2001. – №. 8. – Р. 33-43.

### Построение модели и источники данных

Опираясь на модель денежно-кредитной целевой зоны Ху Цайюна для измерения изменений в независимости политики процентных ставок.<sup>114</sup> В основе модели денежно-кредитной целевой зоны лежит теория непокрытого паритета процентных ставок (UIP), т.е.

$$i_t = i_t^f + E\left[\frac{\Delta r_{t,t+k}}{\Omega_t}\right] \quad (2)$$

В уравнении (2),  $i_t$  ,  $i_t^f$  обозначает внутренние и иностранные процентные ставки, соответственно, и  $\Delta r_{t,t+k}$  представляет собой изменение обменного курса между моментами  $t$  и  $t+k$ , а  $E$  - оператор ожиданий,  $\Omega_t$  представляет собой информацию, доступную в момент  $t$ , чтобы предвидеть изменение обменного курса между периодами  $t$  и  $t+k$ . Главный аргумент модели целевой зоны, который применим и к другим режимам обменных курсов, заключается в том, что целевая зона допускает временное отклонение внутренних и внешних процентных ставок, причем размер и продолжительность отклонения отражают степень независимости денежно-кредитной политики<sup>115</sup>. Учитывая влияние экономической политики США, в данном разделе измеряется степень независимости денежно-кредитной политики НБК с помощью размера эффекта перелива процентных ставок в долларах США и скорости приведения процентных ставок в Китае к долгосрочному равновесному отношению.

Учитывая, что данные о процентных ставках имеют лептокуртическое распределение и являются нестационарными, в то время как разность первого порядка является стационарной, для эмпирического анализа взаимосвязи паритета процентных ставок рассматривается модель с обобщенной авторегрессией условной гетероскедастичности (модель GARCH). Учитывая, что разность первого порядка обменного курса также является стационарной, ожидание можно считать непредвзятым, так что ожидаемый знак можно убрать, чтобы получить среднее уравнение (3) и дисперсию уравнения (4) эмпирической модели:

<sup>114</sup> Ху Цайюн. Эмпирическое исследование автономии денежно-кредитной политики в Китае / Цайюн Ху // Современные финансы и экономика. – 2010. – No. 1. – P. 48-57.

<sup>115</sup> Marcel Fratzscher, 2002, The Euro Bloc, the Dollar Bloc and the Yean Bloc : How Much Monetary Policy Independence Can Exchange Rate Flexibility Buy in an Interdependent World? / Fratzscher Marcel // European Central Bank Working Paper No. 154, 1 - 43.

$$i_t = \alpha_0 + \alpha_1 i_t^f + \alpha_2 \Delta r_{t,t+k} + \varepsilon_t \quad (3)$$

$$\sigma_t^2 = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_i \sigma_{t-i}^2 + \sum_{j=1}^q \gamma_j \varepsilon_{t-j}^2 \quad (4)$$

Коэффициент  $\alpha_0$  в уравнении (3) можно интерпретировать как премию за риск из-за несоответствия внутренних и зарубежных процентных ставок. Уравнение (4) показывает, что условная дисперсия является функцией собственного члена лага и квадратного члена лага случайного члена

Долгосрочное отношение между процентными ставками США и Китая моделируется с помощью модели GARCH. Если случайный член  $\varepsilon_t$  в уравнении (3) является стационарным, то существует долгосрочное коинтеграционное отношение между процентными ставками Китая, процентными ставками доллара США и изменениями обменного курса, в том числе,  $\alpha_1$  измеряет долгосрочный эффект перелива процентных ставок доллара США на процентные ставки Китая.

Для дальнейшего измерения независимости политики процентных ставок необходимо определить продолжительность отклонения китайских процентных ставок от их долгосрочного равновесного уровня, т.е. скорость возврата к равновесному уровню: чем медленнее скорость корректировки и чем дольше отклонение, тем более независимость процентных ставок. Поэтому для изучения краткосрочной динамики между процентными ставками Китая и США на основе уравнения долгосрочной коинтеграции (3) можно построить следующую модель коррекции ошибок (ECM):

$$\Delta i_t = \varphi + \text{lagged}(\Delta i_t, \Delta i_t^f, \Delta(\Delta r_{t,t+k})_t) + \lambda \text{ecm}_{t-1} + \xi_t \quad (5)$$

Есм в уравнении (5) обозначает член коррекции ошибок, то есть стационарный остаточный член в уравнении (3),  $\lambda$  представляет собой скорость приведения процентных ставок в Китае к долгосрочному равновесному отношению. Рассчитанный результат  $\lambda$  должен быть меньше 0 и больше -1, что указывает на то, что член отклонения долгосрочного равновесия играет отрицательную роль в коррекции отклонения объясняемых переменных от члена долгосрочного равновесия, в соответствии с основным принципом обратной коррекции в моделях коррекции ошибок. А коэффициент регрессии  $\Delta i_t^f$  измеряет краткосрочный побочный эффект от изменения иностранных процентных ставок.



$$\sigma_t^2 = 0.0000003 + 0.4836\varepsilon_{t-1}^2 + 0.7077\sigma_{t-1}^2 \quad (9)$$

z-St.	1.7797	3.4370	12.4304
Prob.	0.0751	0.0006	0.0000

AIC	SC	HQC	$\bar{R}^2$
-7.9960	-7.8896	-7.9539	0.998582

Этап 3: 2010/07/01-2015/07/31

$$Y = 1.3456Y_{t-1} - 0.2376Y_{t-2} - 0.0406Y_{t-3} - 0.0702*Y_{t-4} - 0.03256*X1 + 0.0102*X2 + 0.0223 \quad (10)$$

z-St.	46983	-6061	-790	-1231	-100	20	152
Prob.	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

$$\sigma_t^2 = 0.0000004 + 1.9414\varepsilon_{t-1}^2 + 0.4323\sigma_{t-1}^2 \quad (11)$$

z-St.	3.4725	7.8788	10.9693
Prob.	0.0005	0.0000	0.0000

AIC	SC	HQC	$\bar{R}^2$
-6.124011	-6.076814	-6.10622	0.99656

Этап 4: 2015/09/01-2017/04/31

$$Y = 1.6865Y_{t-1} - 0.6935Y_{t-2} + 0.09316Y_{t-3} - 0.0871Y_{t-4} - 0.0024X1 - 0.0046X2 + 0.0018 \quad (12)$$

z-St.	13530.96	-4438.69	78.1052	-73.9498	5.6783	-7.0880	5.4438
Prob.	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

$$\sigma_t^2 = 0.0000004 + 0.5628\varepsilon_{t-1}^2 + 0.5731\sigma_{t-1}^2 \quad (13)$$

z-St.	2.8804	2.7682	7.0673
Prob.	0.00400	0.00560	0.00000

AIC	SC	HQC	$\bar{R}^2$
-7.599554	-7.487257	-7.55503	0.999618

Таблица 3.3 – ADF-тест остатков среднего уравнения

Переменная	Тип теста	Критическое значение			Тестовая статистика $\tau$	Р-значение
		1%	5%	10%		
resid01	(0,0,0)	-2.5708	-1.9416	-1.6162	-20.77211	0.0000...
resid02	(0,0,0)	-2.5705	-1.9416	-1.6162	-20.5299	0.0000...
resid03	(0,0,0)	-2.5669	-1.9411	-1.6165	-11.9278	0.0000...
resid04	(0,0,0)	-2.5710	-1.9416	-1.6162	-19.6017	0.0000...

Источник: рассчитано автором

Примечания: 1) Р-значения определены по Mac Kinnon (1996); 2) Тип теста - (c, t, 1), где c обозначает постоянный член, t обозначает член тренда и 1 обозначает число лагов; 3)... обозначает значимый на 1% уровне.

Результаты ADF-тестов в табл. 3.2 показывают, что остатки resid01, resid02, resid03 и resid04 являются стационарными, что указывает на то, что уравнения (6), (8), (10) и (12) представляют собой долгосрочное коинтеграционное отношение между процентными ставками США и Китая на каждом этапе соответственно.

#### Модель коррекции ошибок для каждого этапа

Этап 1: 2006/10/10-2008/06/30

$$\Delta Y = 0.825 * \Delta Y_{t-1} - 0.2898 * ECM_{t-1}$$

t-St.	9.0595	-1.9773
Prob.	0.0000	0.0487

Этап 2: 2008/08/01-2010/05/28

$$\Delta Y = 1.0499 * \Delta Y_{t-1} - 0.9 * ECM_{t-1}$$

t-St.	2.8811	-2.5074
Prob.	0.0042	0.0125

Этап 3: 2010/07/01-2015/07/31

$$\Delta Y = 0.7355 * \Delta Y_{t-1} - 0.3952 * ECM_{t-1}$$

t-St.	5.5655	-4.0238
Prob.	0.0000	0.0001

Этап 4: 2015/09/01-2017/04/31

$$\Delta Y = 0.817 * \Delta Y_{t-1} - 0.1257 * ECM_{t-1}$$

t-St.	18.87	-1.8464
Prob.	0.0000	0.0656

В табл. 3.4 приведены коэффициенты долгосрочной регрессии процентных ставок доллара США  $\alpha_1$ , скорость приспособления к долгосрочному равновесному уровню  $\lambda$  и продолжительность отклонений от равновесия  $|\alpha_1/\lambda|$  для каждого этапа. Чем больше  $|\alpha_1/\lambda|$ , тем больше независимости денежно-кредитной политики.

Таблица 3.4 – Изменения независимости денежно-кредитной политики Китая ( $A > B > C > D$ ,  $a > b$ )

№	Время	$\alpha_1$	$\lambda$	$ \alpha_1/\lambda $	Независимость денежно-кредитной политики	
					Эмпирические результаты	Результаты прогнозирования
1	2006/10/10-2008/06/30	0.0255	- 0.2898	0.0878	A	a
2	2008/08/01-2010/05/28	-0.002	- 0.9	0.00222	D	b
3	2010/07/01-2015/07/31	-0.03256	- 0.3952	0.0824	B	B / A
4	2015/09/01-2017/04/31	0.0024	- 0.1257	0.01898	C	A / B

Рассчитано автором.

В основном закрытый счет движения капитала и хорошая гибкость обменного курса на этапе 1 обеспечили независимость денежно-кредитной политики на этом этапе значительно выше, чем на других. В основном закрытый счет движения капитала и фиксированный обменный курс на этапе 2 привели не к независимой денежно-кредитной политике согласно теории невозможной троицы, а скорее к наименее независимой денежно-кредитной политике из всех этапов. По сравнению с этапом 1 и этапом 2, независимость денежной политики значительно выше на этапе 1 при в основном закрытом счете движения капитала, чем на этапе 2, что говорит о том, что даже при в основном закрытой политике счета движения капитала на законодательном уровне, более гибкое плавание обменного курса, скорее всего, увеличит независимость денежной политики, учитывая возможность того, что потоки капитала скрыты в операциях по текущим счетам. По сравнению с этапом 3 и этапом 4, при рыночно-ориентированной реформе обменного курса гибкость режима обменного курса на

этапе 4 увеличена в 1.19 раза, чем на этапе 3, и открытость счета движения капитала увеличена на 5.2%, но независимость денежно-кредитной политики уменьшена, что указывает на то, что увеличение гибкости режима обменного курса не компенсирует влияние более глубокой открытости счета движения капитала на независимости денежно-кредитной политики. Можно утверждать, что чем более гибким является режим обменного курса, тем больше независимость денежно-кредитной политики усиливается тогда и только тогда, когда потоками капитала можно эффективно управлять. Можно утверждать, что только если потоками капитала можно эффективно управлять, то чем больше гибкость режим обменного курса, тем сильнее независимость денежно-кредитной политики. Более того, сдвиг в сторону повышения гибкости обменного курса не привел к снижению влияния возросшей открытости счета движения капитала на независимость денежно-кредитной политики, что говорит о том, что рыночно-ориентированной реформы обменного курса не является необходимой основой для либерализации счета движения капитала и что достижение рыночно-ориентированной реформы обменного курса не должно использоваться в качестве сигнала для начала либерализации счета движения капитала.

### **3.2 Трансформация механизма обменного курса с ориентацией на рынок**

В разделе 3.1 показано, что при эффективном управлении счетом движения капитала, чем эластичнее режим обменного курса, тем больше автономия денежно-кредитной политики; а размер эластичности обменного курса юаня не связан положительно с ежедневной волатильностью обменного курса, а зависит от механизма формирования обменного курса и механизма спроса и предложения на валютном рынке. Система управления позициями купли-продажи иностранной валюты банков, способ прямых интервенций Народного банка Китая и режим управляемого плавающего обменного курса являются институциональной основой механизма формирования обменного курса юаня и механизма спроса и предложения на валютном рынке. Таким образом, продолжение расширения дневного плавающего диапазона обменного курса не имеет реалистичного значения, дальнейшее продвижение рыночной реформы обменного курса должно начинаться с реформы валютной системы.

Народный банк Китая в последние годы в основном отказался от ежедневного вмешательства на валютном рынке, как потому, что участники рынка приспособились к



двусторонним колебаниям обменного курса юаня, так и потому, что ситуация с платежным балансом достигла базового равновесия. Однако отношение спроса и предложения на валютном рынке при существующей валютной системе Китая продолжает демонстрировать нежелание и структурную конвергенцию. При наличии серьезного дисбаланса в платежном балансе Народный банк Китая должен проводить прямую интервенцию для выполнения требований по лимиту позиций купли-продажи иностранной валюты банков либо путем неограниченных покупок при избытке иностранной валюты, либо путем жестких продаж при недостатке иностранной валюты, чтобы поддерживать клиринг валютного рынка при ежедневных колебаниях обменного курса юаня в пределах установленного диапазона. Помимо прямой интервенции Народного банка Китая в качестве пассивного участника рынка, обменный курс все еще может напрямую регулироваться с помощью контрциклических факторов в рамках механизма формирования среднего паритета, что может легко привести к торговым войнам со стороны других стран во имя манипулирования обменным курсом, также не способствует интернационализации юаня.

Поэтому в разделе 3.2 предпринята попытка дать варианты дальнейшего развития рыночно-ориентированной реформы обменного курса: в направлении режима свободно плавающего обменного курса и в сочетании с реформой валютной системы. Конкретные меры таковы: 1) Отмена среднего паритета и ежедневного плавающего лимита в 2% и использование цены закрытия предыдущего торгового дня в качестве цены открытия следующего торгового дня; 2) Установление скрытой целевой зоны для обменного курса юаня на основе теории равновесного обменного курса и использование ее для определения разумной цели валютных интервенций при краткосрочного сильного колебании обменного курса, чтобы рыночный обменный курс не отклонялся значительно от равновесного курса. Центральный курс целевой зоны является равновесным обменным курсом; 3) Отмена системы управления позициями купли-продажи иностранной валюты банков; 4) Создания фондов выравнивания валютного курса для операций на открытом рынке; 5) Оптимизация структуры резервных активов и увеличить долю золотых резервов.

### **Установление целевой зоны для обменного курса юаня и моделирование равновесного обменного курса**

Концепция равновесного обменного курса прослеживается еще со времен Нурксе и до сих

пор широко признается исследователями. Он утверждает, что равновесный обменный курс – это реальный обменный курс, который соответствует внешним и внутренним равновесным целям макроэкономических операций<sup>116</sup>. В данном определении цель внешнего равновесия означает, что сумма баланса счета текущих операций и баланса счета движения капитала равна нулю, а платежный баланс поддерживается на устойчивом равновесном уровне. Цель внутреннего равновесия относится к равновесию внутреннего рынка неторгуемых товаров, которое в некоторых исследованиях определяется как более низкая инфляция и полная занятость. Существует несколько теоретических подходов к оценке равновесного обменного курса: равновесный обменный курс на основе паритета покупательной способности, фундаментальный равновесный обменный курс, поведенческий равновесный обменный курс и т.д. В данной работе оценён равновесный обменный курс юаня на основе теории поведенческого равновесного обменного курса. Кроме того, равновесный обменный курс обычно называют реальным обменным курсом, но эта теория также может быть использована для вычисления двустороннего номинального равновесного обменного курса. Поэтому в данном разделе измеряется номинальный равновесный обменный курс юаня по отношению к доллару США.

При теории поведенческого равновесного обменного курса существует определенная степень субъективности в выборе переменных уравнения, и переменные, выбранные разными учеными, не полностью согласованы. Когда Кларк и Макдональд составляли свои уравнения, в качестве переменных были выбраны: условия торговли, эффект Балассы-Самуэльсона, чистые иностранные активы, разница процентных ставок внутри страны и за рубежом, государственный внутренний и внешний долг и т. д.<sup>117</sup>. Ниже перечислены переменные, отобранные для вычисления номинального равновесного обменного курса юаня по отношению к доллару США с учетом доступности и полноты данных:

1. Условия торговли (Т), которые представляют собой отношение индекса цен на экспортируемые товары к индексу цен на импортируемые товары. При улучшении условий

---

<sup>116</sup> Nurkes, Ragnat. Conditions of International Monetary Equilibrium. // In American Economic Association. Reading in the Theory of International Trade, 1945:3-34.

<sup>117</sup> Clark, Peter B and MacDonald, Ronald R. (1998) Exchange Rates and Economic Fundamentals: A Methodological Comparison of BEERs and FEERs. International Monetary Fund Working Paper WP/98/67. Washington, DC, IMF.

торговли единица экспортируемых товаров может быть обменена на большее количество импортируемых товаров, что приводит как к эффекту дохода, так и к эффекту замещения. Равновесный обменный курс повышается, когда эффект дохода от улучшения условий торговли превышает эффект замещения, и понижается, когда верно обратное. Поэтому коэффициент этой переменной может быть положительным или отрицательным.

2. Открытость торговли (O), измеряется как общий объем экспорта и импорта / ВВП. Теоретически свободное открытие счета текущих операций обычно приводит к увеличению импорта, что приводит к ухудшению счета текущих операций и снижению равновесного обменного курса. Учитывая реалии Китая, импортные тарифы, ограничения котировок и торговый контроль существуют для препятствования импорту, а возврат налога при экспорте существует для стимулирования экспорта. Общий объем экспорта и импорта / ВВП учитывает все вышеперечисленные факторы и поэтому широко используется в эмпирических исследованиях в качестве меры открытости торговли, причем коэффициент этой переменной обычно положительный.

3. Эффект Балассы-Самуэльсона (Y), выраженный как отношение производительности труда между США и Китаем, при этом производительность труда – это отношение ВВП к количеству занятых. Согласно эффекту Балассы-Самуэльсона, страны с более быстрым ростом относительной производительности труда имеют тенденцию к укреплению валюты, поэтому коэффициент этой переменной, как правило, отрицательный.

4. Иностраные активы (F), измеряемые валютными резервами / ВВП. Рост национальных валютных резервов сопровождается постепенным укреплением национальной валюты, поэтому коэффициент этой переменной в целом отрицательный.

5. Государственные расходы на неторгуемые товары (G), измеряемые как государственные расходы / ВВП, поскольку на практике не доступны данные о государственных расходах на неторгуемые товары. Влияние государственных расходов на равновесный обменный курс зависит от межвременного бюджетного ограничения и от состава торгуемых и неторгуемых товаров в государственных расходах. Увеличение государственного потребления неторгуемых товаров по сравнению с торгуемыми товарами улучшит счет текущих операций, что приведет к повышению равновесного обменного курса, и наоборот, сокращение государственного потребления неторгуемых товаров по сравнению с торгуемыми товарами ухудшит состояние

счета текущих операций и приведет к снижению равновесного обменного курса, поэтому коэффициент данной переменной может быть положительным или отрицательным.

6. Уровень инвестиций ( $I$ ), измеряемый как общий объем инвестиций в основные средства / ВВП. Влияние уровня инвестиций на равновесный обменный курс является более сложным и зависит как от доли иностранных инвестиций, так и от его вклада в рост ВВП и т.д. Для развивающихся стран инвестиции более ориентированы на импорт, чем потребление. Увеличение отношения инвестиций к ВВП приведет к росту внутреннего импорта, тем самым ухудшит состояние счета текущих операций и приведет к снижению равновесного обменного курса. Коэффициент этой переменной может быть положительным или отрицательным.

7. Коэффициент обслуживания (покрытия) долга ( $D$ ), т.е. отношение суммарных выплат по долгу (основной долг + проценты) к экспортной выручке за текущий год, является важным показателем размера внешнего долга страны и способности обслуживать долг. На международном уровне принято считать, что порог тревоги коэффициента обслуживания долга для стран в целом составляет 20%, для развивающихся стран – 25%, а порог опасности – 30%. Когда коэффициент обслуживания долга превышает 25%, это означает, что страна перегружена обслуживанием внешнего долга и процентов и подвергается риску возникновения долгового кризиса. Коэффициент этой переменной в целом положительный, поскольку значительное увеличение коэффициента обслуживания долга подразумевает, что снижение валютных поступлений приведет к снижению равновесного обменного курса.

Все данные начинаются в I квартале 1994 года и заканчиваются в IV квартале 2020 года, с ежеквартальной периодичностью. Данные по занятости в Китае получены из Национального бюро статистики Китая, доступны только на ежегодной основе и использованы как квартальные данные; данные о коэффициенте обслуживания долга доступны непосредственно на сайте Государственного управления валютного контроля Китая; остальные данные доступны из ВИНД финансового терминала и преобразованы в квартальные данные путем простого арифметического усреднения ежемесячных или ежедневных данных в зависимости от ситуации. Среднеквартальное значение номинального равновесного обменного курса юаня по отношению к доллару США определяется на основе ежедневных цен закрытия.

Уравнение для номинального равновесного обменного курса юаня по отношению к доллару США может быть выражено как:  $R = f(T, O, Y, F, G, I, D)$ . После диагностики

коллинеарности было обнаружено, что существует серьезная множественная коллинеарность между семью независимыми переменными (см. приложение 3.2), поэтому была выбрана модель пошагового регрессионного анализа для изучения линейной связи между зависимой переменной R и семью независимыми переменными G(x1), T(x2), O(x3), F(x4), I(x5), D(x6) и Y(x7).

Основная идея пошаговой регрессии заключается в том, чтобы вводить переменные в модель по очереди, проводить F-тест после введения каждой объясняющей переменной и выполнять t-тест для каждой из уже выбранных объясняющих переменных, удалять первоначальные введенные объясняющие переменные, когда они перестают быть значимыми из-за введения более поздних объясняющих переменных, чтобы гарантировать, что только значимые переменные включены в уравнение регрессии перед введением каждой новой переменной. Это повторяющийся процесс до тех пор, пока ни значимые объясняющие переменные не будут выбраны в уравнение регрессии, ни незначимые объясняющие переменные не будут удалены из уравнения регрессии, чтобы гарантировать, что конечный набор полученных объясняющих переменных являлся оптимальным.

#### **Эмпирические результаты**

После пошагового регрессионного анализа сначала в модель вошла переменная x7, затем переменная x4, затем переменная x3, и, наконец, переменная x6, и в это время уровень значимости всех переменных, оставшихся в модели, удовлетворяет уровню значимости 0.15, а другие переменные не соответствуют уровню значимости 0.15 и не могут быть введены в модель, поэтому в модели остались последние переменные x7, x4, x3, x6 (приложение 3.3). Из результатов пошагового регрессионного анализа линейная регрессионная модель между зависимой переменной R и семью независимыми переменными G, T, O, F, I, D и Y имеет вид:  
 $R=6.45252+4.02643O-2.96396F+7.12887D-6.85964Y.$

Результаты дисперсионного анализа показывают  $F=49.69$ ,  $P < 0,005$ , то модель можно считать достоверной (приложение 3.4). Таким образом, модель равновесного обменного курса юаня по отношению к доллару США имеет следующее выражение:

$$R=6.45252+4.02643*O-2.96396*F+7.12887*D-6.85964*Y \quad (14)$$

Подставляя данные за каждый квартал в формулу (14), можно получить результаты вычисления равновесного обменного курса для каждого квартала. Отклонение от равновесного

обменного курса более чем на  $\pm 10\%$  обычно считают серьезным «дисбалансом обменного курса».

Поэтому к результату вычисления равновесного обменного курса добавляется диапазон  $\pm 5\%$  и сравнивается с ценой закрытия. Результаты показаны на рис. 3.2. Как следует из рис. 3.2, за исключением нескольких кварталов, цена закрытия RMB/USD в основном находилась в диапазоне  $\pm 5\%$  от номинального равновесного обменного курса.

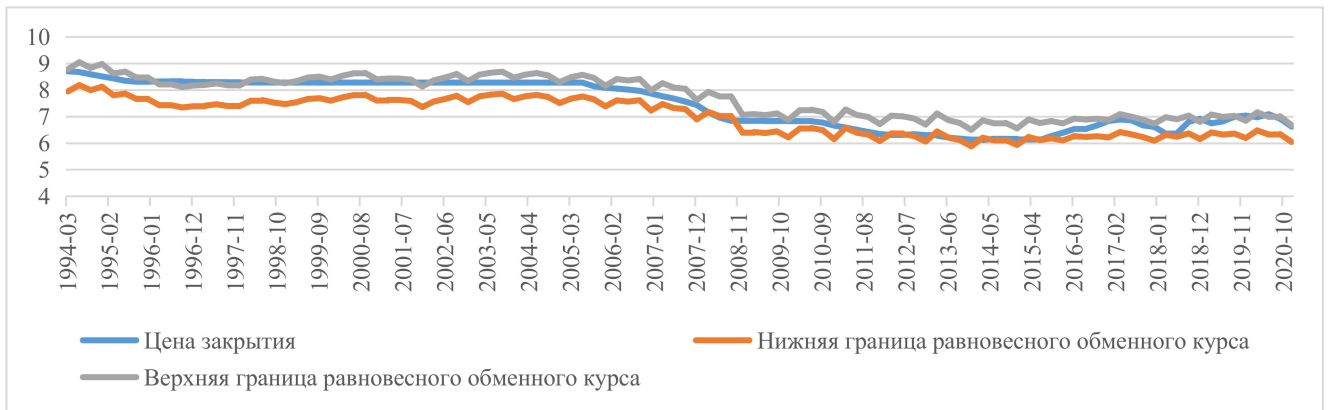


Рис. 3.2 – Цена закрытия RMB/USD и номинальный равновесный обменный курс (среднеквартальное значение)

Рассчитано автором по данным: Сайт Китайская система торговли иностранной валютой. URL: <https://www.chinamoney.com.cn/chinese/>

### Установление целевой зоны колебаний обменного курса

Хотя Народный банк Китая несколько раз расширял диапазон ежедневных колебаний обменного курса, но всегда фиксировал его на определенном пороговом уровне, что облегчало краткосрочному капиталу осуществление арбитражной деятельности при интервенциях денежных властей. Поэтому рекомендуется отменить традиционный диапазон ежедневных колебаний обменного курса и ввести скрытую целевую зону для обменного курса, которая не объявляется заранее, чтобы размыть границы плавающего диапазона обменного курса, чтобы у участников рынка не было цель для атаки, и денежные власти могли быть более активны в политике обменного курса.

Приведенное выше эмпирическое исследование показывает, что цена закрытия юаня по отношению к доллару США в основном находится в диапазоне  $\pm 5\%$  от равновесного обменного курса. Учитывая, что Китай находится в критическом периоде открытия счета движения капитала и интернационализации юаня, обменному курсу юаня должна быть предоставлена определенная гибкость.

Поэтому целевая зона для курса RMB-USD может быть установлена на уровне  $\pm 5\%$  –  $\pm 8\%$ ,  $\pm 5\%$  – предупреждающая линия, а  $\pm 8\%$  – пограничная линия. Колебания курса юаня по отношению к доллару США отклоняющиеся от равновесного курса в пределах  $\pm 5\%$  представляют собой нормальное колебание и нет необходимости вмешиваться в ситуацию на валютном рынке; колебания достигающие  $\pm 5\%$  считаются сигналом раннего предупреждения, и денежные власти будут сначала вмешиваться устно, давать "оконные" указания и т.д., чтобы наблюдать за реакцией рынка; колебания выше  $\pm 5\%$ , следует ли проводить интервенции, должно зависеть от текущего индекса доллара США, трансграничных потоков капитала, расхождения процентных ставок США и Китая, ожиданий рынка, макроэкономических и других конкретных обстоятельств; но колебания выше  $\pm 8\%$ , денежные власти должны решительно проводить операции на открытом рынке и принимать стратегию низкочастотных, больших объемов прямых интервенций.<sup>118</sup>

#### **Дополнение реформы валютной системы**

(1) Отмена управления позициями купли-продажи иностранной валюты банков позволяет избежать пассивного увеличения и уменьшения денежной базы в виде юаневый эквивалент валютных резервов, приближая механизм формирования обменного курса к рынку и повышая независимость денежно-кредитной политики.

Согласно теории скромных резервов Триффина, валютные резервы, как последнее средство международных расчетов страны, должны быть достаточными для покрытия трехмесячных потребностей в импорте<sup>119</sup>. Объем валютных резервов Китая может не только удовлетворять потребности в импорте в текущем квартале, но и полностью покрыть сумму импортных потребностей, остаток краткосрочного внешнего долга и возврат инвестиционного дохода в текущем квартале (см. рис. 3.3).

Таким образом, ограничения на валютные позиции банков могут быть сняты, и функция определения цен валютного рынка может быть дополнительно усилена.

---

<sup>118</sup> Соколов Б.И., Цзян Сюйянь. Рыночно-ориентированное реформирование обменного курса юаня: организационные и аналитические аспекты // *Journal of Applied Economic Research*. – 2023. – № 1. – С. 44-71.

<sup>119</sup> Triffin, R. (1960) *Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility*. // New Haven: Yale University Press, 1960.

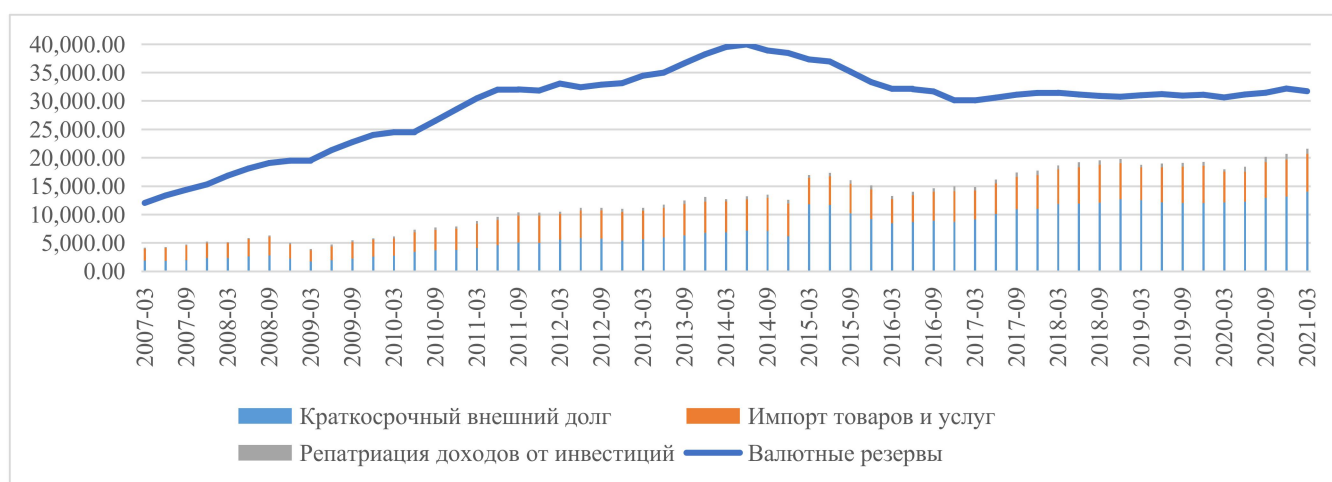


Рис. 3.3 – Ежеквартальные потребности Китая в иностранной валюте (сто млн долл. США)

Составлено по данным: Сайт Государственное управление валютного контроля КНР. URL: <http://www.safe.gov.cn>

(2) Создание Фонда выравнивания валютного курса на основе международного опыта, который уполномочен по собственной инициативе осуществлять интервенции на валютном рынке и проводить операции стерилизации по установленной целевой зоне валютного курса, с целью снижения величины краткосрочных колебаний валютного курса и предотвращения внезапных и резких изменений валютного курса и т.д. При проведении интервенций в целях предотвращения или замедления повышения курса местной валюты Фонда выравнивания валютного курса привлекает необходимую сумму юаня посредством выпуска казначейских облигаций. При подписке казначейских облигаций приоритет отдается частным структурам, таким как коммерческие банки и частные лица, а Народный банк Китая восполняет разницу. Таким образом, Фонд выравнивания валютных курсов способен частично смягчить воздействие валютных интервенций на денежную базу. В то же время Фонд выравнивания валютного курса может выпускать облигации для стерилизации избыточной ликвидности, высвобождаемой в ходе валютных интервенций. Это подразумевает изменение механизма эмиссии валюты, при котором на активной стороне баланса Народного банка Китая иностранная валюта заменяется в основном казначейскими облигациями. Это поможет укрепить механизм координации между фискальной политикой и денежно-кредитной политикой, повысить гибкость, независимость и непрерывность денежно-кредитной политики, а также увеличить глубину рынка облигаций и способствовать формированию кривой доходности казначейских облигаций.

(3) Оптимизация структуры резервных активов и увеличение доли золотых резервов. По



состоянию на март 2022 года золотые запасы Китая составляют примерно 1948.31 тонны, занимая шестое место в мире, что на 353.33 тонны меньше, чем у России, занимающей пятое место. Однако доля золотых резервов Китая в его международных резервах составляет всего 3.61% (см. табл. 3.5). Поэтому Народный банк Китая должен еще больше ускорить оптимизацию структуры международных резервов и увеличить долю золотых резервов в своих международных резервах.

Таблица 3.5 – Золотые резервы отдельных стран (тонны) и их доля в резервных активах (%) по состоянию на 31.03.2022 года

Страна	Золотые запасы	Доля	Страна	Золотые запасы	Доля
США	8,133.47	68.17	Япония	845.97	3.9
Германия	3,358.50	67.73	Индия	760.4	7.77
Италия	2,451.84	64.98	Великобритания	310.29	10.17
Франция	2,436.50	60.34	Бразилия	129.65	2.26
Швеция	125.72	13.2	Российская Федерация	2,301.64	22.4
Китай	1,948.31	3.61	Южная Африка	125.35	13.45
Швейцария	1,040.00	5.9	Южная Корея	104.45	1.41

Составлено по данным: Сайт Всемирный совет по золоту. URL: <https://www.gold.org/>

### 3.3 Новации в валютном регулировании по капитальным счетам

В 2015 году Чжоу Сяочуань, тогдашний управляющий Народного банка Китая, впервые предложил на 31-й серии заседаний Международного валютно-финансового комитета, чтобы Китай практиковал управляемую конвертируемость счета капитала, а не полную или свободную конвертируемость.<sup>120</sup> Это соответствует направлению эффективного управления трансграничными потоками капитала, к чему призывают выводы, сделанные в разделе 3.1.

После Второй мировой войны и до распада Бреттон-Вудской системы все страны, включая США, Европу и Японию, ввели строгий контроль за движением капитала, который в то время был важной частью международной валютной системы. В рамках Бреттон-Вудской системы доллар был привязан к золоту, и валюты других стран были привязаны к доллару. Если страна допускает либерализацию потоков капитала, то все денежные средства, которые можно было выпустить в обращение, сокращались, что приводило к дефляции, снижению темпов

<sup>120</sup> Чжоу Сяочуань. 2015. Выступление в Международном валютно-финансовом комитете Финансовый комитет Тридцать первое заседание. – URL: <http://forex.stockstar.com/IG2015042400002903.shtml> (Дата обращения: 22.10.2022)

экономического роста и повышению уровня безработицы.<sup>121</sup>

После распада Бреттонвудской системы развитые страны перешли к режимам плавающих валютных курсов и начали снижать ограничения на движение капитала. С 1980-х годов МВФ начал прямо выступать против контроля за движением капитала, включив конвертируемость счета движения капитала в качестве одного из условий получения странами-членами кредитной помощи МВФ, а в середине 1990-х годов предложил изменить условия соглашения, сделав достижение свободного международного движения капитала одной из целей работы МВФ. По опыту Лин Ифу, занимавшего должность главного экономиста Всемирного банка, МВФ и другие международные институты развития поют в такт мелодии, задаваемой Казначейством США, и фундаментальная причина, по которой США и МВФ превратились из сторонников контроля за движением капитала в сторонников либерализации счетов движения капитала, заключается в том, что США, как основной эмитент резервных валют, является главным бенефициаром либерализации счетов движения капитала в других странах.<sup>122</sup>

Вооруженные неолиберальными идеями и неоклассическими экономическими теориями, сторонники либерализации счета движения капитала выступают против вмешательства государства в экономику и за экономическую и финансовую либерализацию, и их оправдательные причины для отмены контроля за движением капитала как следующие: Во-первых, свободное международное движение капитала может улучшить распределение ресурсов и максимизировать эффективность рынка — развивающиеся страны, испытывающие недостаток капитала, получают капитал от богатых капиталом развитых стран, а развитые страны получают более высокую прибыль от инвестиций, тем самым стимулируя экономический рост в мировой экономике, особенно в развивающихся странах. Во-вторых, свободное движение капитала заявляет о решимости соответствующих стран проводить ответственную экономическую политику и сделать поведение рынка более открытым и прозрачным. В противном случае капитал будет утекать из страны, наказывая тем самым бесхозные правительства и нерегулируемые рынки. В-третьих, контроль за движением капитала неэффективен, и приведет к искажению рыночных цен, макроэкономическому дисбалансу и

---

<sup>121</sup> Лин Ифу. Интерпретация экономики Китая (обновленное издание) / Ифу Лин. — Издательство Пекинского университета, 2014. — 358 с.

<sup>122</sup> Лин Ифу. Интерпретация экономики Китая (обновленное издание) / Ифу Лин. — Издательство Пекинского университета, 2014. — 358 с.

коррупции. В-четвертых, свободное движение капитала позволяет резидентам страны диверсифицировать свои риски. В-пятых, контроль за притоком капитала может снизить эффективное предложение капитала и повысить стоимость финансирования для малых и средних предприятий.<sup>123</sup> В этих выдвинутых аргументах нет различий между спекулятивным финансовым капиталом и промышленным капиталом. Эти обоснования игнорируют не только несоответствие валют и сроков погашения, но и асимметрию выгод, которые страны-эмитенты резервной валюты могут получить, печатая деньги в обмен на реальные товары и услуги стран, не имеющих резервной валюты.<sup>124</sup>

Мексиканский финансовый кризис 1994-1995 годов и Азиатский финансовый кризис 1997-1998 годов разрушили экономику многих стран с формирующимся рынком, имеющих открытые счета движения капитала, а попытки МВФ содействовать свободному движению капитала встретили сопротивление со стороны многих развивающихся стран.

После финансового кризиса 2008 года сложился новый международный консенсус о необходимости управления и ограничения потоков капитала. Правительства и международные институты, такие как МВФ, Организация экономического сотрудничества и развития, Банк международных расчетов, задумались о макроэкономической политике по предотвращению финансовых рисков и изменили свой подход к регулированию, введя концепцию микропруденциального регулирования в макросферу и предложив макропруденциальную политику для решения системных финансовых рисков. Под влиянием этого МВФ интегрировал традиционные концепции контроля за движением капитала и макропруденциальной политики в рамки управления трансграничным движением капитала и ввел концепцию мер по управлению движением капитала (МУРК- CFMs).<sup>125</sup> На основе документа МВФ, МУРК включают в себя два типа мер: (i) МУРК, дискриминирующие по признаку резидентства, часто называемые контролем за движением капитала, которые представляют собой меры, влияющие на трансграничную финансовую деятельность и дискриминирующие ее по признаку резидентства; и (ii) другие МУРК, которые не дискриминируют по признаку резидентства, но, тем не менее,

---

<sup>123</sup> Ю Юндин, Чжан Мин. Новые международные тенденции в области контроля за движением капитала и либерализации счета операций с капиталом / Юндин Ю, Мин Чжан // Международный экономический обзор. – 2012. – №5. – С. 68

<sup>124</sup> Лин Ифу. Интерпретация экономики Китая (обновленное издание) / Ифу Лин. – Издательство Пекинского университета, 2014. – 358 с.

<sup>125</sup> Гуань Тао. Игра обменного курса: юань и подъем великих держав / Тао Гуань. – СИПИС Группа, 2017. – 271 с.

предназначены для ограничения движения капитала. Другие МУРК обычно включают (а) меры, включая подгруппу макропруденциальных мер, которые дифференцируют операции на основе валюты (например, широкие ограничения на заимствования в иностранной валюте и требования к резервам в конкретной валюте) и (b) другие меры (например, минимальные сроки хранения и налоги на определенные инвестиции), которые обычно применяются в нефинансовом секторе.<sup>126</sup>

В своём обзоре институциональных взглядов на потоки капитала, опубликованном 30 марта 2022 года, МВФ неоднократно подчёркивал, что страны должны иметь большую гибкость при введении мер, которые находятся на пересечении двух типов инструментов: мер по управлению движением капитала (CFMs) и макропруденциальных мер (macroprudential measures - MPMs).<sup>127</sup> Ведь с начала пандемии многие страны потратили деньги на поддержку восстановления экономики, что привело к росту их внешнего долга. В некоторых случаях рост долга в иностранной валюте не был компенсирован валютными активами или хеджированием. Это создало новые факторы уязвимости, которые могут привести к серьёзному финансовому бедствию на некоторых развивающихся рынках, как только интерес трансграничного капитала к ним будет потерян.

В целом, причины перехода от пропаганды либерализации потоков капитала к рационализации управления потоками капитала следующие.

С точки зрения политической и экономической игры, страны с развивающейся рыночной экономикой стали гораздо активнее выступать на глобальном уровне. Страны с формирующимся рынком, такие как Китай, Индия и Бразилия, составляют все большую долю мировой экономики и увеличили свое право голоса в МВФ, а большинство этих стран приняли меры контроля за движением капитала как важную меру для сохранения автономии экономической политики.

По результатам научных исследований, существует определенный консенсус относительно

---

<sup>126</sup> Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Guidelines // Washington, DC: International Monetary Fund. 2011. February. P.1. URL : <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411a.pdf>. (дата обращения 22.10.2022)

<sup>127</sup> Review of The Institutional View on The Liberalization and Management of Capital Flows // Washington, DC: International Monetary Fund. – 2022. – March 30. – 97 с. IMF policy paper Series No: PPEA2022008. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2022/03/29/Review-of-The-Institutional-View-on-The-Liberalization-and-Management-of-Capital-Flows-515883> (дата обращения 22.10.2022).

эффективности управления потоками капитала в странах с формирующимся рынком. 1) Управление притоком капитала может повысить эффективность денежно-кредитной политики, способствовать притоку долгосрочного капитала и снизить давление укрепления на реальный обменный курс; контроль за притоком капитала более эффективен, чем контроль за оттоком; контроль за притоком капитала может не обязательно уменьшить размер притока капитала, но может значительно изменить структуру притока капитала по срокам погашения и снизить долю краткосрочного капитала в общем притоке капитала.<sup>128</sup> 2) Количественные меры контроля за движением капитала является более искажающим для экономики, чем его ценовые меры. 3) Страны с контролем за движением капитала относительно меньше подвергались воздействию международного финансового кризиса, а контроль за движением капитала, по сути, стал важным антициклическим инструментом макрорегулирования для ограничения трансграничных потоков капитала.

До 2008 года управление капиталным счетом в Китае основывалось на контроле за счетом движения капитала. После финансового кризиса 2008 года Китай начал уделять внимание и изучать внедрение макропруденциального управления движением капитала в соответствии с мировыми тенденциями. В марте 2011 года Государственный совет Китайской Народной Республики опубликовал «Набросок двенадцатого пятилетнего плана национального экономического и социального развития Китайской Народной Республики», в котором прямо предлагалось "построение структуры антициклического финансового макропруденциального управления". В октябре 2017 года Си Цзиньпин в своем докладе на 19-м Всекитайском съезде Коммунистической партии Китая прямо потребовал "улучшить двухкомпонентную нормативно-правовую базу денежно-кредитной политики и макропруденциальной политики".

Начиная с точки зрения упреждающего валютного регулирования, отдел валютного регулирования Китая активно пробовал макропруденциальное использование инструментов валютной политики, с целью предотвращения системных финансовых рисков, возникающих в результате аномальных потоков трансграничного капитала (в местной и иностранной валютах). С 2013 года макропруденциальное управление осуществляется в таких областях, как управление банковской валютной позицией, банковский бизнес по расчетам и продаже

---

<sup>128</sup> Ю Юндин, Чжан Мин. Новые международные тенденции в области контроля за движением капитала и либерализации счета операций с капиталом / Юндин Ю, Мин Чжан // Международный экономический обзор. – 2012. – №5. – С. 69

иностранной валюты, трансграничное финансирование и исходящие кредитование. Макропруденциальные инструменты валютного регулирования, используемые до сих пор в управлении счетом движения капитала Китая, включают: взимание резерва валютного риска для банковского бизнеса по форвардным продажам иностранной валюты, введение депозитного резерва для оффшорных депозитов в юанях, повышение коэффициента резервирования валютных депозитов для финансовых учреждений, повышение сбора за закрытие сделок купли-продажи юаней, корректировка валютных позиций банков по соотношению валютных кредитов к депозитам, макропруденциальное управление полномасштабным трансграничным финансированием и исходящим кредитованием.

Ниже приводятся рекомендации по улучшению макропруденциального управления движением капитала Китая.

А) Оптимизировать существующие макропруденциальные инструменты управления валютными операциями. Например, включить трансграничный гарантийный бизнес в действующую систему макропруденциального управления трансграничным финансированием.

Б) Обогатить макропруденциальные инструменты валютного регулирования. (1) Изучить возможность использования налогов на финансовые операции, увеличивающих транзакционные издержки, таких как налог типа Тобина, для повышения стоимости краткосрочных спекулятивных арбитражных потоков капитала. Это можно начать с управления оттоком капитала, например, введение налогов на исходящие портфельные инвестиции и исходящие кредитования в национальной и иностранной валютах; при притоке капитала снизить ставку налога на отток и облагать налогом приток. 2) Поскольку приток горячих денег часто осуществляется через QFII, внешний долг и положительное сальдо внешней торговли, а отток в основном осуществляется через торговлю услугами, зарубежные инвестиции и слияния и поглощения, перепродажу в офшорах и т.д., можно провести исследования для расчета градированных налоговых ставок в зависимости от различных типов, сроков и размеров потоков капитала. Например, при налогообложении исходящих прямых инвестиций отечественных предприятий, те, которые не поощряются, могут облагаться высоким налогом, а те, которые поощряются, могут облагаться легким налогом или даже освобождаться от них.

В) Увеличить регулируемые объекты макропруденциальной политики. Существующая макропруденциальная политика в основном направлена на финансовые учреждения и предприятия, игнорируя при этом использование иностранной валюты внутренними резидентами как физическими лицами. Общая сумма ежегодных покупок иностранной валюты в размере 50 тыс. долл. США на одного жителя может быть использована для реальных личных потребностей в торговле услугами или для оффшорных инвестиций (покупка недвижимости, акций, страхование жизни), причем последнее в настоящее время запрещено политикой - сумма ежегодных покупок иностранной валюты не могут быть использованы для оффшорных инвестиций. Предлагается взимать процентный сбор за индивидуальные покупки иностранной валюты, которые не могут предоставить доказательства торговли услугами или явно используются для оффшорных инвестиций, в периоды высокого давления оттока капитала, и принять политику обратного сбора в периоды высокого давления притока капитала. Эта мера также может быть использована в качестве правила разработки для проекта QDII2, который до сих пор не был введен, чтобы ускорить запуск легальных индивидуальных оффшорных инвестиционных проектов, а затем годовой лимит на покупку иностранной валюты на человека может быть увеличен для удовлетворения реального спроса на торговлю услугами.

Г) Расширить сферу управления классификацией рыночных объектов. Опираясь на способ управления классификацией предприятий торговли товарами, отдел валютного регулирования внедряет классификацию уровня оценки субъектам рынка и управляет ими в соответствии с классификацией: включение предприятий и финансовых учреждений, строго соблюдающих правила управления счетами движения капитала, в список А, надзор за которым осуществляют банки; включение предприятий и финансовых учреждений, не соблюдающих правила, в список Б, надзор за которым осуществляет Государственное управление валютного контроля и внедряет детальные процедуры проверки их сделки. Это помогает формировать положительные стимулы для микросубъектов рынка и наказывать нарушителей, а также побуждает субъекты рынка вести свой бизнес в соответствии с законом.

Д) Создать плавный межведомственный механизм обмена информацией и коммуникации для повышения эффективности управления трансграничным движением капитала. Например, согласно “Временным мерам по управлению иностранным долгом” и “Мерам по управлению регистрацией иностранного долга”, Государственное управление валютного контроля отвечает

за статистический мониторинг полномасштабного иностранного долга и регулярно публикует макроданные по иностранному долгу. Это означает, что данные заранее недоступны для любого другого государственного ведомства, любого учреждения или частного лица до момента их обнародования. Однако Государственное управление валютного контроля (SAFE) располагает только макроданными, и публикация таких данных происходит с относительной задержкой, а также не хватает мезоданных на уровне отрасли и данных о предприятиях на микроуровне. Более того, при существующей в Китае децентрализованной системе регулирования Государственному управлению валютного контроля трудно получать своевременную и полную информацию о финансовом секторе, а реальные и полные данные и информация являются важной гарантией для выявления и устранения рисков в трансграничном движении капитала. Рекомендуется, чтобы Государственное управление валютного контроля (SAFE) взяло на себя инициативу и совместно с Комиссией по развитию и реформам, Народным банком Китая, Министерством финансов, Комиссией по регулированию банковской и страховой деятельности Китая, Комиссией по регулированию ценных бумаг Китая, Министерством торговли и Главным налоговым управлением как можно скорее создали полнофункциональную платформу для сбора данных о трансграничных потоках капитала, межведомственную систему перекрестной проверки данных о доходах и расходах в местной и иностранной валюте по капитальным счетам микропредприятий, а также межведомственную необходимую систему обмена информацией. Разработать стандарты финансовой статистики и нормы сбора информации, единообразно применимые ко всем профессиональным областям, в целях содействия своевременному и всестороннему обмену макро- и микрорегулирующей информацией. Кроме того, следует активно поддерживать применение технических средств, таких как большие данные, облачные вычисления и искусственный интеллект, для содействия своевременному мониторингу регулирующими органами суммы, использования или состава доходов и расходов предприятий по счету капитала в национальной и иностранной валютах, чтобы своевременно предупредить аномальные колебания обменных курсов и трансграничных потоков капитала и обеспечить информационную поддержку регулирующим органам для принятия правильных макропруденциальных решений по управлению иностранной валютой.

Е) Улучшить трансграничную координацию и сотрудничество. В условиях глобальной экономической и финансовой интеграции наблюдается сильное побочное влияние



экономической политики ведущих стран, и укрепление трансграничной координации способствует предотвращению рисков, вызванных арбитражем. Создать платформу для координации и сотрудничества между центральными банками, другими национальными регулирующими органами и международными финансовыми организациями для содействия совместимости локализованных и международных правил макропруденциальной политики. Международные финансовые организации являются важной институциональной основой для участия стран в международном сотрудничестве, координации и финансовом управлении. Однако манипулирование США Международным валютным фондом и Всемирным банком влияет на их деятельности в рамках глобального финансового сотрудничества. Более того, существует недостаток инклюзивности среди участников глобального финансового сотрудничества: политика США по изоляции Китая и России, постоянное создание геополитических конфликтов затрудняют достижение странами эффективного консенсуса в международной координации. Каждая страна выбирает свой путь развития, но он должен быть последовательным с точки зрения целей, таких как глобальная финансовая стабильность и развитие. Поэтому соблюдение концепций “взаимной выгоды и беспроигрышной ситуации” и “сообщества с общим будущим для человечества” является важной мерой для восполнения недостатка инклюзивности.

Короче говоря, полная конвертируемость счета движения капитала и отмена контроля за движением капитала не должны быть концом реформы управления движением капитала Китая. В будущем должна быть сформирована система управления трансграничными потоками капитала, в которой основное внимание уделяется макропруденциальному управлению иностранной валютой, а контроль за движением капитала является дополнением.<sup>129</sup>

### **Выводы по главе 3**

Судя по ряду мер валютной политики, проводимых Народным банком Китая, будущая тенденция развития китайского режима обменного курса будет заключаться в дальнейшем повышении гибкости обменного курса и дальнейшем углублении открытости счета движения капитала.

---

<sup>129</sup> Цзян Сюйянь. Тенденции развития управления счетом движения капитала в мире и Китае / Цзян Сюйянь // Вестник Томского государственного университета. Экономика. – 2023. – № 61. – С. 210-224.

Полная конвертируемость счета операций с капиталом и отмена контроля за движением капитала не должны быть концом реформы валютного регулирования Китая по счету операций с капиталом. В будущем необходимо сформировать систему управления трансграничными потоками капитала, в которой основное внимание будет уделяться макропруденциальному управлению валютными потоками, а контроль за движением капитала будет дополнением. Макропруденциальная валютная политика Китая должна продолжать совершенствоваться путем оптимизации существующих инструментов макропруденциального валютного регулирования, обогащения его инструментов, увеличения регулируемых объектов, расширения сферы классификации субъектов рынка, создания бесперебойного межведомственного механизма обмена информацией и коммуникации, улучшения трансграничной координации и сотрудничества.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведенное исследование позволяет сделать следующие выводы, оценки, рекомендации и прогнозы.

Валютная политика в КНР представляет собой совокупность экономических, юридических и организационных мероприятий и выступает составной частью макропруденциальной политики. В национальной экономике, ориентированной на внешний рынок, валютная политика имеет приоритет по отношению к внутренней денежно-кредитной политике.

Важнейшими компонентами реализации валютной политики являются валютный курс, валютная интервенция и валютное регулирование, включая контроль за счетами движения капитала.

Использование валютного курса в качестве инструмента макроэкономической политики обусловлено его важной макроэкономической ролью, поскольку от уровня и динамики валютного курса зависят многие экономические показатели как экономический рост, уровень внутренних цен, платежный баланс, государственный бюджет, денежный рынок страны и структура активов. Валютный курс играет роль как инструмент макроэкономической политики для достижения реальных целевых показателей или как ориентир для макроэкономических показателей зависит от проведения политики "реальных целей" или политики "номинального якоря". В действительности в открытой экономике роль, место и функции обменного курса и валютной политики в экономическом развитии зависят от выбора режима обменного курса страны, на который влияющие как преимущества и недостатки самих режимов фиксированного и плавающего курса, так и эндогенные для страны факторы, таких как: размер и открытость экономики, степень торговой концентрации, степень экономического и финансового развития, потоки капитала и т. д.

Валютная интервенция часто осуществляется за счет продажи или закупки денежными властями крупных партий иностранной валюты или золотовалютных резервов для регулирования валютного курса в интересах государства, и обычно используется ряд дополнительных инструментов: дисконтная политика, операции на открытом рынке, установление резервных требований к коммерческим банкам, политика процентных ставок и др.

Валютное регулирование представляет собой комплекс экономических, административно-правовых мер органов и агентов валютного регулирования по управлению обращением и использованием валюты, контролю за валютными операциями, воздействию на валютный курс, мониторингу и управлению трансграничными потоками капитала и внешними платежами и переводами в рамках государственной валютной политики.

Регулирование движения капитала является важной частью систем валютного регулирования, поскольку на развитие и безопасность экономики страны сильно влияет трансграничное движение капитала, состояние которого тесно связано со степенью открытия счета движения капитала страны, доходностью инвестиций, внутренними и зарубежными спредами, масштабами международных «горячих денег» и международной экономической обстановкой. В действительности конвертируемость счета движения капитала - это не полная либерализация обмена и движения трансграничного капитала, а управляемый обмен и движение капитала. Полностью открытая счет движения капитала в реальности не существует.

Дебаты о открытии счета движения капитала сегодня касаются трех областей: прямых иностранных инвестиций, внешних заимствований и краткосрочных портфельных инвестиций, механизмы действия которых на экономическое развитие страны и влияния на экономическую и финансовую стабильность страны совершенно различны. Международный капитал от краткосрочных портфельных инвестиций часто приводит к ложным "пузырям" активов, кратковременным экономическим бумам и увеличению краткосрочных прибылей для вовлеченных финансовых учреждений, что приносит гораздо больше вреда, чем пользы для экономического развития и стабильности развивающихся стран. Если поддерживать разумный размер и структуру внешнего долга и инвестировать его в прибыльную реальную экономику, это приведет к росту инвестиций и потребления и процветанию в экономике страны. Но точный размер скрытого внешнего долга станет известен только тогда, когда разразится кризис. Для стимулирования оптимального эффекта от использования внешнего долга для экономического развития необходимо создать эффективную систему статистики и надзора за размером и структурой внешнего долга. Прямые иностранные инвестиции может способствовать модернизации промышленности, повышению уровня производительности и ускорению экономического роста под эффективным руководством правительства. Без соображений оборонной безопасности или националистических настроений выгоды от прямых иностранных

инвестиций при открытии счета движения капитала намного перевешивают риски. Поэтому область, скорость, степень и процесс открытия счета движения капитала должны регулироваться в соответствии с финансовым и институциональным развитием страны.

Модель Манделла-Флеминга и невозможная троица утверждает, что невозможно иметь все три из следующих одновременно: фиксированный валютный курс, свободное движение капитала (отсутствие контроля за движением капитала), независимая денежно-кредитная политика. Расширенный невозможная троица считает, что страна может получить частичную независимость денежно-кредитной политики путем повышения гибкости режима обменного курса при сохранении свободного движения капитала. Дилемма гласит, что при свободных потоках капитала глобальный финансовый цикл приносит согласованного изменения в потоках капитала, ценах активов и росте кредитования, ограничивает национальную денежно-кредитную политику независимо от режима обменного курса. При свободных потоках капитала политика процентных ставок в США является важным фактором, и влияющим на мировой финансовый цикл, цены активов, стоимость финансирования и процентных ставок других стран путем международного кредитного канала и канала страха плавания, а также влияющим на денежный мультипликатор и совокупную денежную массу других стран путем коэффициента избыточных резервов и отношения наличных к депозитам. Даже режим плавающего курса не может изолировать эти влияния, поэтому необходимо эффективное управление потоками капитала. Но это не означает, что невозможная троица опровергнута, поскольку в странах с режимом плавающего курса денежная база по-прежнему определяется центральным банком. В этом смысле центральный банк по-прежнему способен сохранять независимость денежно-кредитной политики.

В отличие от системы инфляционного таргетирования центральных банков развитых стран или системы двойного таргетирования - ценовой стабильности и полной занятости, Народный банк Китая принял многоцелевую систему: конечные цели экономического роста, ценовой стабильности, полной занятости и платежного баланса, среднесрочная цель финансовой стабильности, динамические цели финансовой реформы и открытия и развития финансовых рынков в особый переходный период. Это связано со спецификой национальных условий Китая:

- 1) Китай в процессе перехода к рыночной экономике заимствовал путь развития ориентированных на внешний рынок стран Восточной Азии, что усилило зависимость Китая от

международной торговли и иностранных инвестиций, в результате чего платежный баланс, политика обменного курса и потоки капитала в значительной степени влияют на денежно-кредитную политику; 2) фактическим лицом, принимающим решения по денежно-кредитной и валютной политике Китая, является Государственный совет. Можно сказать, что китайское правительство фактически контролирует валютный рынок законодательными и экономическими средствами.

Организационная структура китайского межбанковского валютного рынка

Фактическое лицо, принимающее решения	Госсовет
Органы валютного регулирования	Народный банк Китая Государственное управление валютного контроля
Торговая площадка	Китайская система торговли иностранной валютой
Система саморегулирования	Китайский комитет по иностранной валюте (на основе физических лиц)
	<div style="display: flex; justify-content: space-around; align-items: center;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px;">Руководство</div> <div style="text-align: center;">↓</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px;">Обратная связь</div> </div>
	Механизм самодисциплины иностранной валюты (на основе учреждений)
Торговец	Члены Китайской системы торговли иностранной валютой

С 1994 по 1997 года платежный баланс Китая демонстрировал двойной профицит по счету текущих операций и капитальному счету, обменный курс юаня медленно и неуклонно рос. В то время увеличение валютных резервов было целью валютной политики Китая, что привело к созданию валютной системы со строгим контролем за валютными поступлениями и расходами. Расширение денежной массы, вызванное прямыми интервенциями с целью предотвращения повышения курса юаня, противоречило жесткой денежно-кредитной политике, необходимой в связи с высокой внутренней инфляцией, и было стерилизовано денежными властями путем отзыва рефинансирования коммерческим банкам, результаты которого были хорошими.

В 1998-2000 годах платежный баланс Китая показал профицит счета текущих операций и дефицит капитального счета, обменный курс юаня вернулся к привязки обменного курса юаня к доллару США. Китайское правительство решило ужесточить валютный контроль, особенно в отношении оттока капитала, для достижения политической цели по недопущению обесценивания обменного курса, что противоречило политике низких процентных ставок, проводимой во время внутреннего экономического спада. Цель стабилизации обменного курса

в конечном итоге была достигнута, но привязка обменного курса юаня к доллару США привела к пассивному укреплению и переоценке юаня и стала одной из причин того, что Китай с трудом избежал дефляции в краткосрочной перспективе, несмотря на увеличение ликвидности за счет снижения нормы резервных требований и обратного РЕПО в то время. Цена настаивания на выборе политики отказа от девальвации юаня и увеличения экспорта за счет повышения возврата НДС при экспорте для решения проблемы платежного баланса было то, что китайские жители и правительство сокращали расходы на одежду и продукты питания. Это было более приемлемо для китайского правительства в то время, чем ущерб национальной экономики, вызванный валютным кризисом из-за чрезмерной девальвации обменного курса и бегства капитала.

С 2001 по первый квартал 2014 года платежный баланс Китая в целом демонстрировали крупномасштабный двойной профицит. Переход от дефицита иностранной валюты к ее достаточности постепенно изменил модель валютного регулирования на данном этапе с “широкого притока и строгого оттока” на “двустороннее сбалансированное управление оттоком и притоком капитала”. Использование прямых интервенций для стабилизации обменного курса с 2001 по май 2002 года в условиях улучшения платежного баланса соответствовало цели стимулирующей денежно-кредитной политики, необходимой в условиях дефляции. С июня 2002 года до реформы обменного курса "7-21" 2005 года обменный курс юаня был в основном стабилизирован на уровне 8,27 при прямых интервенциях, что противоречило умеренно жесткой денежно-кредитной политике, необходимой в условиях умеренной инфляции. С реформы обменного курса "7-21" до первой половины 2008 года режим управляемого плавающего обменного курса был вновь введен, в течение которого юань медленно и в одностороннем порядке был ревальвирован на 17,13% по отношению к доллару США. После реформы обменного курса "7-21" юань был освобожден от привязки к доллару США, также не был привязан к корзине валют, и его тенденция была определена отношением спроса и предложения иностранной валюты в условиях постоянного "двойного профицита" платежного баланса. Кроме того, взяв в соображение защиты экспорта и стабильности занятости, Народный банк Китая провел прямые интервенции, чтобы замедлить рост курса юаня, что противоречило умеренно жесткой денежно-кредитной политике на том этапе. Со второй половины 2008 года по 18 июня 2010 года, из-за восстановления привязки обменного

курса юаня к доллару США, курс юаня был в основном стабильным в пределах 6,81-6,84 по отношению к доллару США. Поскольку отток капитала в начале финансового кризиса быстро превратился в приток капитала, конфликт между умеренно мягкой денежно-кредитной политикой и предотвращением обесценивания юаня при политике стабильного роста быстро превратился в конфликт между предотвращением повышения курса юаня и предотвращением импортируемой инфляции. С 19 июня 2010 года по сентябрь 2011 года режим управляемого плавающего валютного курса была перезапущена, и юань продолжал укрепляться в одностороннем порядке, с совокупным повышением курса юаня к доллару США на 6,9% к концу сентября 2011 года. Центральный банк по-прежнему осуществлял прямые интервенции для смягчения роста курса юаня, что противоречило умеренно жесткой денежно-кредитной политике в этот период. Народный банк Китая использовал стерилизованные операции для снижения влияния политики обменного курса на независимость денежно-кредитной политики, когда возникал конфликт между политикой внутреннего и внешнего равновесия. Хотя с июня 2002 года по сентябрь 2011 года для списания избыточного юаневого эквивалента официальных валютных резервов Народный банк Китая повысил коэффициент резервных требований, выпустил векселя центрального банка и РЕПО. Однако высокая частота размещения юаневого эквивалента официальных валютных резервов и запаздывающий характер поведения списания привели к тому, что денежная база, пассивно вливаемая Народным банком Китая, поступала в обращение и генерировала производную валюту задолго до проведения списания, и в конечном итоге такая неполная стерилизованная прямая интервенция привела к внутреннему обесцениванию юаня. С октября 2011 года по ноябрь 2012 года в Китае наблюдался чистый отток капитала, с декабря 2011 года по апрель 2012 года банковские расчеты и продажи иностранной валюты по поручению клиентов в основном достигли автономного баланса между рыночным спросом и предложением, и одностороннее повышение обменного курса юаня столкнулось с корректировкой. При этом среднемесячный обменный курс юаня снизился на 0,68% по отношению к доллару США после реформы обменного курса "4-16" до сентября, что соответствовало цели немного более мягкой денежно-кредитной политики, необходимой в связи с замедлением внутреннего экономического роста и ограниченной ликвидностью, вызванной оттоком капитала. В этот период Народный банк Китая впервые отказался от регулярных интервенций на валютном



рынке и не ужесточил управление трансграничным оттоком капитала в рамках основного баланса банковских расчетов и продажи иностранной валюты по поручению клиентов. С декабря 2012 года по июнь 2014 года в Китае снова наблюдался чистый приток капитала, обменный курс юаня колебался в двусторонних направлениях, при этом Народный банк Китая проводил неполную стерилизованную прямую интервенцию для обеспечения внутренней ликвидности и замедления темпов укрепления юаня. В то же время, Государственное управление валютного контроля использовало контроль над притоком "горячих" денег как средство защиты от риска.

С третьего квартала 2014 года до конца 2016 года Китай столкнулся с продолжающимся оттоком капитала и давлением сокращающихся валютных резервов, при этом юань в целом демонстрировал тенденцию к снижению курса, что соответствовало цели стимулирующей денежно-кредитной политики во время внутреннего экономического спада. Стимулирующая денежно-кредитная политика и политика девальвации юаня ускорили бы отток капитала и дальнейшее снижение курса юаня. Чтобы предотвратить чрезмерную девальвацию юаня, Китайский банк Китая усилил управление потоками капитала с помощью макропруденциальных мер и валютного контроля, а также продал валютные резервы для замедления темпа девальвации юаня. Управление потоками капитала для смягчения давления девальвации юаня в этот период состояло как в "расширении притока", так и в "сдерживании оттока". Политика расширения притока оказалась более эффективной, чем сдерживании оттока, и валютное регулирование для сдерживания оттока стало заменять валютный контроль макропруденциальными мерами.

В 2017-2021 годах двусторонние колебания обменного курса юаня как инструмента политики стало нормой, в соответствии с направлением денежно-кредитной политики. Участники рынка все больше адаптировались к плавающему обменному курсу юаня и по его изменению своевременно корректировали свои внешние активы и обязательства. На этом этапе Народный банк Китая в значительной степени отказался от повседневных интервенций на валютном рынке, основные инструменты регулирования валютного курса менялись от прямой интервенции к норме резервирования валютных рисков, выпуску векселей центрального банка на офшорном рынке, производным инструментам валютного курса, устной интервенции регулирующих органов: в валютном регулировании доминировали макропруденциальные меры.

Меры по валютному регулированию для ослабления давления повышения курса юаня стали фокусироваться на "расширении оттока", а меры для ослабления давления понижения курса юаня стали фокусироваться на "расширении притока".

Корректировка китайской системы валютного регулирования характеризуется постепенностью, осторожностью и контролируемостью, следуя принципам: начиная с счета текущих операций и затем распространяясь на капитальный счет, начиная с местных пилотных проектов или зон свободной торговли и затем распространяясь на всю страну, по смягчению валютного регулирования начиная с притока капитала и затем распространяясь на отток капитала. Например, в 2007 году валютные поступления по счету текущих операций подлежали добровольному расчету, а валютные поступления по счету операций с капиталом подлежали расчету только при платежах, начиная с 2002 году, который был изменен на добровольный расчет в 2016 году. Трансграничное использование юаня было расширено от торговли товарами в 2009 году до прямых инвестиций в 2011 году и портфельных инвестиций в 2014 году. Макропруденциальное управление трансграничным финансированием было опробовано в Шанхайской зоне свободной торговли в 2013 году и распространено на всю страну в 2016 году. Ограничения на внутренние портфельные инвестиции нерезидентам меньше, чем ограничения на исходящие портфельные инвестиции резидентам, например, Северный канал Бонда-Коннекта не только начался раньше, чем Южного канала, но и имеет меньше ограничений.

Кроме того, валютная политика Китая в целом демонстрирует тенденцию от строгой к мягкой, от централизованной к децентрализованной, от административного к облегчающему управлению и от микроконтроля к макропруденциальному управлению с целью интернационализации юаня.

В целом, с 1994 года валютная политика была скорректирована в соответствии с положением платежного баланса Китая и трансграничными потоками капитала, а также внутренней и международной ситуацией, и сыграла очень важную роль в общем экономическом развитии Китая: 1) валютная политика Китая последовательно решила проблемы недостатка валютных средств и избыточных валютных резервов, и в настоящее время в основном достигнут платежный баланс; 2) валютная политика Китая поддерживает национальную безопасность, что в полной мере нашло отражение в азиатском финансовом

кризисе 1997 года и потрясениях на фондовом и валютном рынках в 2015 году; 3) валютная политика Китая способствует экономическому развитию. Благодаря эффективному валютному регулированию, ограниченные валютные поступления при нехватке иностранной валюты управляются сосредоточенно для удовлетворения фактических потребностей развития в валютных средствах, содействия экономическому и социальному развитию, и при достаточных валютных резервах поощрен увеличение исходящих инвестиций и укреплен строительство инициативы "Один пояс – один путь" для реализации стратегия развития страны. Одним словом, положительные эффекты валютной политики с 1994 года значительно перевесили отрицательные и сыграли большую роль в стабилизации и стимулировании экономического развития Китая.

Индикатор EL (эластичность режима обменного курса) был построен путем сочетания интенсивность волатильности самого обменного курса и интервенций центрального банка на валютном рынке для изучения изменений в эластичности режима обменного курса Китая. Результаты расчета EL показывают, что: 1) с августа 2008 года по май 2010 года волатильность самого обменного курса и эластичность режима обменного курса являются самыми слабыми из-за повторной привязки юаня к доллару США во время финансового кризиса 2008 года; 2) с июля 2010 по июль 2015 года волатильность самого обменного курса и эластичность режима обменного курса слабее, чем с октября 2006 по июнь 2008 года, учитывая, что в первый период плавающий диапазон дневной торговой цены RMB-USD расширился с 0,5% до 1% и затем до 2%, а во второй период плавающий диапазон расширился с 0,3% до 0,5%. Это говорит о том, что эластичность режима обменного курса не положительно коррелирует с расширением плавающего диапазона, а в большей степени зависит от механизма формирования обменного курса и механизма спроса и предложения на валютном рынке; 3) с сентября 2015 года по апрель 2017 года волатильность самого обменного курса значительно возросла по сравнению с предыдущими этапами, а прямая интервенция была самой сильной за всю историю. Это объясняется тем, что в этот период Народный банк Китая продал более 1 трлн долл. США, чтобы удовлетворить панический спрос на покупку иностранной валюты, вызванный первой за многие годы значительной девальвацией юаня; 4) введение контрциклического фактора в мае 2017 года не ослабило эластичность режима обменного курса и волатильность самого обменного курса, и интервенция Народного банка Китая была значительно сокращена; 5) после

того, как контрциклический фактор вышел из употребления в октябре 2020 года, Народный банк Китая не проводил масштабных операций по покупке иностранной валюты во время цикла повышения курса юаня, как это было на предыдущих этапах. Сокращение валютных интервенций с 2017 года также свидетельствует о том, что рынок постепенно адаптировался к двусторонним колебаниям обменного курса юаня и страх перед плавающим курсом уменьшился.

Открытость счета операций с капиталом по методу нормативного измерения рассчитан размером трансграничных потоков капитала, но на самом деле на размер трансграничных потоков капитала страны влияет не только степень контроля за счетом движения капитала в этой стране, но и доходность инвестиции в этой страны, размер международного кредитования и международная экономическая обстановка. Учитывая, что свободное движение капитала в трилемме невозможности больше связано с нормативной открытостью счета операций с капиталом страны, и выборочные данные индекса Шиндлера более богаты и более изменчивы, чем данные индекса Чинна и Ито, для лучшего отражения фактического процесса корректировки политики открытия капитального счета Китая, что соответствует истории открытия счета движения капитала, изложенной в разделе 2.3. Поэтому индекс Шиндлера используется для расчета степени либерализации счета движения капитала в Китае, и результаты расчета показывают, что степень либерализации счета движения капитала постепенно увеличивается.

Путем сравнения теоретически предсказанных изменений в независимости денежно-кредитной политики Китая на основе идеи невозможной трилеммы с результатами эмпирических исследований изменений независимости денежно-кредитной политики Китая на основе модели GARCH и модели коррекции ошибок, можно сделать следующие выводы: 1) когда китайский счет движения капитала в основном не открыт, чем выше эластичность режима обменного курса, тем выше независимость денежно-кредитной политики; когда китайский счет движения капитала становится более открытым, увеличение эластичности режима обменного курса все еще не может компенсировать тот факт, что независимость денежно-кредитной политики уменьшается из-за увеличения трансграничных потоков капитала; 2) текущая ситуация в Китае больше соответствует сценарию невозможной дилеммы: даже если обменный курс свободно колеблется, либерализация счета движения капитала и независимость

денежно-кредитной политики несовместимы. Следовательно, когда можно эффективно управлять счетом движения капитала, чем больше гибкость режима обменного курса, тем усиление независимости денежно-кредитной политики; 3) Либерализация обменного курса не является необходимой основой для либерализации счета движения капитала, и реализация либерализации обменного курса не должна восприниматься как сигнал к либерализации счета движения капитала.

Далее предложено окончательное решение для рыночной реформы обменного курса: переход к режиму действительно свободно плавающего обменного курса, дополняющий реформу валютной системы. Конкретные меры: 1) отмена среднего паритета и 2% ежедневного плавающего лимита, и использование цены закрытия предыдущего торгового дня в качестве цены открытия следующего торгового дня; 2) установление скрытой целевой зоны для обменного курса юаня на основе теории равновесного обменного курса, и использование ее для определения разумной цели валютных интервенций при краткосрочного сильного колебании обменного курса, чтобы рыночный обменный курс не отклонялся значительно от равновесного курса; 3) отмена системы управления позициями купли-продажи иностранной валюты банков; 4) создания фондов выравнивания валютного курса для операций на открытом рынке; 5) оптимизация структуры резервных активов и увеличить долю золотых резервов. В частности, подробно рассматривается построение скрытой целевой зоны для обменного курса юаня. На основе теории поведенческого равновесного обменного курса используется модель пошагового регрессионного анализа для оценки номинального равновесного обменного курса юаня, и на основе исторического отклонения между равновесным обменным курсом из результата эмпирического исследования и рыночным обменным курсом, диапазон колебаний обменного курса 5%-8% без предварительного объявления устанавливается в качестве скрытой целевой зоны обменного курса, с целью размывания границ плавающего диапазона обменного курса для уменьшения цели атак на обменный курс и увеличения инициативы денежных властей в политике обменного курса.

Эффективное управление счетом движения капитала не обязательно означает усиление контроля за счетом движения капитала и сокращение открытости счета движения капитала. Исторически модель управления трансграничным движением капитала претерпела несколько изменений: от активного контроля за счетом движения капитала в рамках Бреттон-Вудской

системы, до противодействия контролю за счетом движения капитала в рамках Ямайской системы, до сочетания макропруденциальных мер (macroprudential measures - MPMs) и мер по управлению движением капитала (capital flow management measures - CFMs), включающий в себя контроль за счетом движения капитала после финансового кризиса 2008 года. Этот сдвиг связан как с усилением политической и экономической мощи и голоса стран с развивающейся рыночной экономикой, так и с фактической эффективностью мер, применяемых для управления потоками капитала. Полная конвертируемость счета операций с капиталом и отмена контроля за движением капитала не должны быть концом реформы валютного регулирования Китая по счету операций с капиталом. В будущем необходимо сформировать систему управления трансграничными потоками капитала, в которой основное внимание будет уделяться макропруденциальному управлению валютными потоками, а контроль за движением капитала будет дополнением. Макропруденциальная валютная политика Китая должна продолжать совершенствоваться путем оптимизации существующих инструментов макропруденциального валютного регулирования, обогащения его инструментов, увеличения регулируемых объектов, расширения сферы классификации субъектов рынка, создания бесперебойного межведомственного механизма обмена информацией и коммуникации, улучшения трансграничной координации и сотрудничества.

Нередко практическое значение научных исследований видится в распространении полученных данных на другие объекты, например, применение методов реформирования экономик одних стран на другие. Но было бы ошибочным рекомендовать применение мер (китайских к российским или американским и, напротив, американских и российских к китайским) по реформированию обменного курса доллара и юаня. Почему?

США поддерживают равновесие между внутренней и внешней экономикой за счет падения курса доллара в длительной перспективе, с тех пор как после бреттонвудских соглашений он занял монопольное положение в международных экономических отношениях. Китай поддерживает равновесие между внутренней и внешней экономикой за счет укрепления юаня по отношению к доллару, отвоевания своего сегмента у монополиста. В результате США привлекают значительные внешние сырьевые ресурсы за счет эмиссии доллара. Китай привлекает внешние сырьевые ресурсы с расчетом на успешный товарный экспорт. Россия привлекает значительные валютные ресурсы, омертвляемые в Фонде национального

благополучия, за счет экспорта сырьевых ресурсов при снижении обменного курса рубля.

Россия испытывает постоянный недостаток трудовых ресурсов. Экономика США и экономика Китая могут использовать гигантские, до определенной степени неограниченные трудовые ресурсы: США за счет иммиграции, Китай – за счет включения в рыночную экономику собственного населения. Но при этом Китай повышает своё место в мире по объёму производства ВВП, а США сдают своё лидерство.

Названные качественные отличия позволяют сделать вывод о том, что опыт Китая по реформированию механизма установления валютного курса в значительной мере уникален и может быть использован лишь теми странами, в которых осуществляется экономический рост при ограниченных материальных (сырьевых) ресурсах. Опыт США уникален, поскольку фактически по настоящее время доллар занимает доминирующее положение в глобальной валютной системе. Вряд ли какая-либо страна в будущем сможет повторить опыт США. И опыт России уникален в связи с тем, что проведенные ультралиберальные реформы, в том числе в валютной сфере, накопление гигантских резервов в фонде национального благосостояния, не позволили стране выйти на устойчивый экономический рост и поддерживать курс рубля, адекватный прогнозам монетарных властей. Поэтому рекомендации, направленные на применение в КНР опыта США и России, либо на применение опыта Китая в России, на установление равновесного валютного курса, были бы явно некорректными.

Внедрение режима свободно плавающего обменного курса является перспективной тенденцией, ориентированной на рынок реформы обменного курса юаня, способно изменить механизм эмиссии валюты, повысить независимость денежно-кредитной политики и способствовать дальнейшей интернационализации юаня, превращению его в мировую резервную валюту. Создание скрытой целевой зоны обменного курса, руководствуясь теорией равновесного обменного курса и в сочетании с реформой валютной системы, является возможным вариантом решения для введения режима свободно плавающего обменного курса юаня.

Наступило ли подходящее ли сейчас время для продолжения процесса ориентированной на рынок реформы обменного курса юаня? Перспектива дальнейших исследований данной тематики может быть связана с вопросами анализа благоприятных и неблагоприятных условий Китая для перехода к режиму свободного плавающего обменного курса в контексте

подверженности глобальным финансовым рискам и неутрачивающей пандемии коронавируса, таких как достаточность валютных резервов, структура промышленности, масштабы финансового рынка, а также стабильность и безопасность финансовой системы и т.д.

Полученные результаты научного исследования позволяют сделать вывод о том, что поставленные цели и задачи достигнуты.



**СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ**

## Нормативно-правовые акты и официальные документы

1. Федеральный закон "О валютном регулировании и валютном контроле" от 10.12.2003 N 173-ФЗ
2. Федеральный закон "О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)" от 10.07.2002 N 86-ФЗ (ред. от 24.02.2021)
3. Временные меры по управлению внешним долгом (Приказ [2003] № 28 Национальной комиссии по планированию и развитию, Министерства финансов и Государственного управления валютного контроля) 《外债管理暂行办法》 (国家发展计划委员会、财政部、国家外汇管理局令 [2003] 28 号)
4. Временные меры по управлению зарубежными инвестициями в ценные бумаги квалифицированными отечественными институциональными инвесторами (Комиссия по регулированию ценных бумаг Китая, Народный банк Китая, Хуэйфа [2006] № 36 20060824) 《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》 (中国证券监督管理委员会、中国人民银行、汇发 [2006] 第 36 号)
5. Временные меры по пилотной работе зарубежных инвестиций квалифицированными отечественными партнерами с ограниченной ответственностью в Чунцине (Канцелярия Муниципальное Народного Правительства Чунцина) 《重庆市合格境内有限合伙人对外投资试点工作暂行办法》 (重庆市人民政府办公室)
6. Временные меры по проведению пилотной работы зарубежных инвестиций квалифицированными отечественными партнерами с ограниченной ответственностью в провинции Хайнань (Управление финансового надзора Хайнаня [2021] № 37)《海南省开展合格境内有限合伙人 (QDLP) 境外投资试点工作暂行办法》 (琼金监 [2021] 37 号)
7. Временные меры по проведению пилотной работы зарубежных инвестиций квалифицированными отечественными инвесторами (отменены, Шэньчжэньское городское народное правительство Шэньфу Баньхань [2014] № 161). 《关于开展合格境内投资者境外投资试点工作的暂行办法》 (已废止, 深圳市人民政府深府办函[2014]161 号)
8. Временные меры по регулированию зарубежного бизнеса коммерческих банков по управлению благосостоянием по поручению клиентов (Иньфа [2006] № 121). 《商业银行开办代客境外理财业务管理暂行办法》 (银发 [2006] 121 号)

9. Временный регламент валютного регулирования инвестиций во внутренние ценные бумаги квалифицированными иностранными институциональными инвесторами. (Приказ Комиссии по регулированию ценных бумаг Китая и Народного банка Китая [2002] № 12) 《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理暂行规定》(中国证券监督管理委员会、中国人民银行令[2002]第 12 号 )
10. Временный регламент управления межбанковским валютным рынком (Иньфа<sup>130</sup> [1996] №423). 《银行间外汇市场管理暂行规定》(银发[1996]第 423 号 )
11. Диапазон колебаний обменного курса юаня по отношению к доллару США на валютном рынке (Объявление Народного банка Китая [2014] № 5). 《外汇市场人民币兑美元汇率浮动幅度》(中国人民银行公告[2014]第 5 号)
12. Доклад 16-го Всекитайского съезда КПК 《十六大报告》
13. Закон КНР о Народном банке Китая // Всекитайское собрание народных представителей (Принят от 18.03.1995, изменен от 27.12.2003). 《中华人民共和国中国人民银行法》
14. Закон КНР о коммерческом банке // Постоянный комитет Всекитайского собрания народных представителей (Принят от 10.05.1995, изменен от 27.12.2003). 《中华人民共和国商业银行法》
15. Заявление Народного банка Китая о совершенствовании среднепаритетной котировки обменного курса юаня по отношению к доллару США 《中国人民银行关于完善人民币兑美元汇率中间价报价的声明》
16. Инструкции к мерам по управлению осуществлением банками покупки и продажи иностранной валюты (Хуйфа [2014] №53). 《银行办理结售汇业务管理办法实施细则》(汇发[2014]53 号)
17. Инструкции к мерам по управлению индивидуальной иностранной валютой. (Хуйфа<sup>131</sup> [2007] №1 от 05.01.07). 《个人外汇管理办法实施细则》(汇发[2007]№1)
18. Инструкции к мерам по управлению пилотным проектом по использованию юаня во трансграничных торговых расчетах. (Народный Банк Китая [2009] №212 от 06.07.09). 《跨境贸易人民币结算试点管理办法实施细则》(银发[2009]212号)
19. Канцелярией Госсовета многие мнения по поддержке стабильного роста внешней торговли. (Народный Банк Китая издал [2014] №168 от 11.06.14).《关于贯彻落实 国务院办公厅关于支

<sup>130</sup> Обнародовано Народным банком Китая.

<sup>131</sup> Обнародованы Государственным управлением валютного контроля КНР.

- 持外贸稳定增长的若干意见 的指导意见》(银发[2014]168 号)
20. Канцелярией Госсовета уведомление о выпуске основных функций. внутренних отделов и подготовки персонала. (Канцелярия Госсовета [2008] №83 от 10.07.08). 《国务院办公厅关于职责内设机构和人员编制规定的通知》 (国办发 [2008] 82 号)
  21. Меры по управлению инвестициями во внутренние ценные бумаги квалифицированными иностранными институциональными инвесторами. (Объявление Комиссии по регулированию ценных бумаг Китая [2012] № 17 от 27.07.12). 《合格境外机构投资者境内证券投资管理办法》 (中国证券监督管理委员会公告 [2012] 17 号)
  22. Меры по управлению индивидуальной иностранной валютой. (Приказ Народного банка Китая [2006] №3). 《个人外汇管理办法》(中国人民银行令[2006]第 3 号)
  23. Меры по управлению пилотным проектом по использованию юаня при расчетах в исходящих прямых инвестициях. (Народный Банк Китая [2011] №1 от 06.01.11). 《境外直接投资人民币结算试点管理办法》
  24. Меры по управлению операциями юаневых расчетов при входящих прямых инвестициях. (Народный Банк Китая [2011] №23 от 13.10.11). 《外商直接投资人民币结算业务管理办法》
  25. Меры по управлению пилотным проектом по использованию юаня во трансграничных торговых расчетах. (Народный Банк Китая, Министерство финансов, Министерство торговли, Главное таможенное управление, Государственная налоговая администрация, Комиссия по банковскому регулированию и контролю [2009] №10 от 02.07.09). 中国人民银行、财政部、商务部、海关总署、税务总局、中国银行业监督管理委员会公告[2009]10号《跨境贸易人民币结算试点管理办法》
  26. Меры КНР по управлению ввозом и вывозом национальной валюты. 《中华人民共和国国家货币出入境管理办法》
  27. Меры по управлению внутренними инвестициями в ценные бумаги и фьючерсы квалифицированными иностранными институциональными инвесторами и квалифицированными иностранными институциональными инвесторами в юанях (Приказ Комиссии по регулированию ценных бумаг Китая [2020] № 176) 《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》(中国证券监督管理委员会令[2020]第 176 号)
  28. Меры по управлению проведению пилотной работы зарубежных инвестиций

- квалифицированными отечественными инвесторами в городе Шэньчжэнь (Управление финансового надзора Шэньчжэня [2021] № 2) 《深圳市开展合格境内投资者境外投资试点工作的管理办法》 (深金监规〔2021〕2号)
29. Меры по управлению иностранной валютой для исходящих инвестиций (утверждены Государственным советом в феврале 1989 года, отменены 8 января 2011 года). 《境外投资外汇管理办法》 (1989年2月国务院批准, 2011年1月8日废止)
  30. Меры по управлению капиталом коммерческих банков (Приказ Иньцзяньхуй № 1 от 2012 года). 《商业银行资本管理办法》 (中国银监会令 2012年第1号)
  31. Мнения по вопросам, связанным с продвижением развития и открытия нового района Тяньцзинь Биньхай (Гуофа [2006] № 20) 《关于推进天津滨海新区开发开放有关问题的意见》 (国发〔2006〕20号)
  32. Неотложное уведомление по вопросам применимых правил после принятия восьмой статьи Соглашения МВФ. (Государственное управление валютного контроля КНР [1996] №314 от 01.12.96). 《关于我国接受国际货币基金组织协定第八条款义务后法规适用问题的紧急通知》 (1996年12月9日 国家外汇管理局发布 第314号)
  33. Объявление Народного банка Китая [2016] № 3. 中国人民银行〔2016〕第3号公告
  34. Объявление Народного банка Китая [2006] № 5. 中国人民银行〔2006〕第5号公告
  35. Объявление Народного банка Китая [2012] № 4. 中国人民银行公告〔2012〕第4号
  36. Объявление Народного банка Китая о расширении диапазона колебаний торговой цены юаня по отношению к доллару США на межбанковском спотовом валютном рынке (Объявление Народного банка Китая [2007] № 9)《中国人民银行关于扩大银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度的公告》 (中国人民银行公告[2007]第9号)
  37. Объявление о совершенствовании реформы механизма формирования обменного курса юаня (Объявление Народного банка Китая [2005] № 16 от 21.07.05) 《关于完善人民币汇率形成机制改革的公告》 (中国人民银行公告〔2005〕第16号)
  38. Объявление о дальнейшем улучшении межбанковского спотового валютного рынка (Объявление Народного банка Китая [2006] № 1 от 03.01.06). 《关于进一步完善银行间即期外汇市场的公告》 (中国人民银行公告〔2006〕第1号)
  39. Объявление об участии квалифицированных иностранных институциональных инвесторов и квалифицированных иностранных институциональных инвесторов в юанях в торговле

- финансовыми деривативами (Объявление Комиссии по регулированию ценных бумаг Китая [2021] №24). 《关于合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者参与金融衍生品交易的公告》 (中国证券监督管理委员会公告 [2021] 24 号)
40. Одиннадцатый пятилетний план 《十一五规划》
  41. Основные показатели для надзора за рисками коммерческих банков (для пробного применения) (Приказ Иньцзяньбань [2005] № 265). 《商业银行风险监管核心指标(试行)》(银监办发[2005]265 号)
  42. 12-й пятилетний план развития и реформирования финансового сектора. 《金融业发展和改革“十二五”规划》
  43. Пилотные меры по инвестициям во внутренние ценные бумаги квалифицированными иностранными институциональными инвесторами в юанях. (Приказ Комиссии по регулированию ценных бумаг Китая [2013] №90 от 01.03.13). 《人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》 (中国证券监督管理委员会令 第90号 2013)
  44. План строительства Шанхайского международного финансового центра в течение двенадцатого пятилетнего плана 《十二五时期上海国际金融中心建设规划》
  45. Положения о распределении функций, внутренних институтов и штатного расписания Народного банка Китая от 02.02.2019 / Государственная комиссия по реформе госсектора. URL: [http://www.scopsr.gov.cn/jgbzdt/gg/201903/t20190318\\_361590.html](http://www.scopsr.gov.cn/jgbzdt/gg/201903/t20190318_361590.html) (Дата обращения: 22.04.2021). 《中国人民银行职能配置、内设机构和人员编制规定》
  46. Положение КНР об управлении юанем 《中华人民共和国人民币管理条例》
  47. Положение КНР о валютном регулировании (Постановление Госсовета КНР [2008] №532 от 05.08.08). 《中华人民共和国外汇管理条例》 (中华人民共和国国务院令 第 532 号)
  48. Постановление Постоянного комитета Всекитайского собрания народных представителей о наказании за преступления, связанные с мошеннической покупкой иностранной валюты, утечкой за границу иностранной валюты и незаконной торговлей иностранной валютой. (Указ Председателя КНР [1998] № 14 от 29 декабря 1998 года) 《全国人民代表大会常务委员会关于惩治骗购外汇、逃汇和非法买卖外汇犯罪的决定》 (中华人民共和国主席[1998]14 号)
  49. Программа по дальнейшим продвижениям ШЗСТ. финансовой открытости и инновации. ускорению создания шанхайского международного финансового центра. (Народный Банк

- Китая [2015] №339 от 29.10.15). 《进一步推进中国 (上海) 自由贸易试验区金融开放创新试点加快上海国际金融中心建设方案》 (银发 [2015] 339号)
50. Регламент валютного регулирования инвестиций во внутренние ценные бумаги квалифицированными иностранными институциональными инвесторами. (Объявление Государственного управления валютного контроля [2009] №1 от 29.09.09., был изменен в 2012 г.). 《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》(国家外汇管理局公告[2009] №1)
51. Регламент валютного регулирования инвестиций во внутренние ценные бумаги квалифицированными иностранными институциональными инвесторами. (Объявление Государственного управления валютного контроля [2016] №1 от 04.02.16).《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》(国家外汇管理局公告 2016 年第 1 号)
52. Регламент валютного регулирования инвестиций во внутренние ценные бумаги квалифицированными иностранными институциональными инвесторами. (Объявление Государственного управления валютного контроля [2018] №1 от 31.10.18).《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》(国家外汇管理局公告 2018 年第 1 号)
53. Регламент управления иностранной валютой для исходящих прямых инвестиций отечественных учреждений (Хуэйфа [2009] № 30). 《境内机构境外直接投资外汇管理规定》(汇发[2009]30 号)
54. Регламент управления средствами инвестиций во внутренние ценные бумаги и фьючерсы иностранными институциональными инвесторами. (Объявление Народного банка Китая [2020] № 2) 《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》(中国人民银行 国家外汇管理局 公告 [2020] 第 2 号)
55. Решение Государственного совета об отмене первой партии проектов административного утверждения (Гуофа [2002] № 24) 《国务院关于取消第一批行政审批项目的决定》(国发 [2002] 24 号)
56. Решение об объединении национальной финансово-хозяйственной работы от 03.03.1950 // Центральное Народное Правительство КНР. 《关于统一国家财政经济工作的决定》
57. Решение Центрального комитета Коммунистической партии Китая по ряду вопросов, касающихся создания системы социалистической рыночной экономики, принятое на третьем пленарном заседании Центрального комитета Коммунистической партии Китая

- (ЦК КПК) 14-го созыва в ноябре 1993 года 《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》
58. Решение Центрального комитета Коммунистической партии Китая по ряду вопросов, касающихся совершенствования системы социалистической рыночной экономики 《2003 年中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》
  59. Решении Центрального комитета Коммунистической партии Китая по нескольким основным вопросам всестороннего углубления реформ 《2013 年中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》
  60. Руководство по осуществлению пилотной работы зарубежных инвестиций квалифицированными отечественными партнерами с ограниченной ответственностью в городе Циндао (Циндаоский муниципальный офис руководящей группы по финансовой работе 6 мая 2021 года) 《青岛市开展合格境内有限合伙人 (QDLP) 境外投资试点工作指引》 (青岛市金融工作领导小组办公室 2021 年 5 月 6 日)
  61. Совет НБК о финансовой поддержке созданию ШЗСТ. (НБК [2013] №244 от 02.12.13).《人民银行出台的金融支持上海自贸试验区建设30条意见(银发(2013)244号)》
  62. Совместное заседание пилотной работы QDIE Шэньчжэня. 《深圳 QDIE 试点工作联席会议》
  63. Уведомление Народного банка Китая об усилении макропруденциального управления продажами форвардной иностранной валюты (Иньфа [2015] № 273)《中国人民银行关于加强远期售汇宏观审慎管理的通知》 (银发[2015]273 号)
  64. Уведомление Народного банка Китая о вопросах, связанных с пилотной схемой использования юаней для инвестирования в межбанковский рынок облигаций тремя типами учреждений, включая зарубежные юаневые клиринговые банки. (Иньфа [2010] №217 от 17.08.10). 中国人民银行关于境外人民币清算行等三类机构运用人民币投资银行间债券市场试点有关事宜的通知 (银发 [2010] 217号)
  65. Уведомление Народного банка Китая о вопросах, связанных с использованием юаней для инвестирования в межбанковский рынок зарубежными центральными банками, международными финансовыми организациями и суверенными фондами благосостояния. (Иньфа [2015] №220 от 14.07.15). 关于境外央行、国际金融组织、主权财富基金运用人民币投资银行间市场有关事宜的通知 (银发 [2015] 220号)
  66. Уведомление Народного банка Китая по вопросам, связанным с управлением обменными

- курсами для операций на межбанковском валютном рынке и котируемыми уполномоченными банками валютными курсами на розничном рынке (Иньфа [2005] №183 от 21.07.05) 《中国人民银行关于银行间外汇市场交易汇价和外汇指定银行挂牌汇价管理有关事项的通知》(银发[2005]183号)
67. Уведомление Народного банка Китая о корректировке резерва валютных рисков (Иньфа [2017] № 207) 《中国人民银行关于调整外汇风险准备金的通知》(银发[2017]207号)
68. Уведомление Народного банка Китая о вопросах, касающихся инвестирования в межбанковский рынок облигаций квалифицированными иностранными институциональными инвесторами. (Иньфа<sup>132</sup> [2013] №69 от 10.03.13). 《中国人民银行关于合格境外机构投资者投资银行间债券市场有关事项的通知》(银发[2013]69号)
69. Уведомление о дальнейшем улучшении управления обменными курсами для операций на межбанковском валютном рынке и котируемыми уполномоченными банками валютными курсами на розничном рынке (Иньфа [2005] № 250) 《关于进一步改善银行间外汇市场交易汇价和外汇指定银行挂牌汇价管理的通知》(银发[2005]250号)
70. Уведомление о корректировке мер управления позициями купли-продажи иностранной валюты банков (Хуэйфа [2005] № 69) 《关于调整银行结售汇头寸管理办法的通知》(汇发[2005] 69号)
71. Уведомление о дальнейшем содействии упрощению процедур торговли и инвестирования и улучшении проверки подлинности (Хуэйфа [2016] № 7)《关于进一步促进贸易投资便利化完善真实性审核的通知》(汇发[2016]7号)
72. Уведомление о вопросах, связанных с усилением управления валютным бизнесом (Хуэйфа [2010] №59) 《关于加强外汇业务管理有关问题的通知》(汇发[2010] 59号)
73. Уведомление о вопросах, связанных с дальнейшим усилением управления валютным бизнесом (Хуэйфа [2011] № 11) 《关于进一步加强外汇业务管理有关问题的通知》(汇发[2011]11号)
74. Уведомление о вопросах, касающихся управления инвестициями в внутренние ценные бумаги квалифицированными иностранными институциональными инвесторами в юанях. (Иньфа [2016] № 227). 《关于人民币合格境外机构投资者境内证券投资管理有关问题的通知》(银发[2016] 227号)

---

<sup>132</sup> Обнародовано Народным банком Китая.



75. Уведомление о выдаче общего проекта ШЗСТ. ( Госссовет [2013] №38 от 18.09.13 ). 《国务院 关于印发中国（上海）自由贸易试验区总体方案的通知》（国发〔2013〕38号）
76. Уведомление о расширении пилотных проектов использования юаня при расчетах в трансграничной торговле. (Народный Банк Китая и другие пятеро [2010] №186 от 17.06.10). 《中国人民银行财政部 商务部 海关总署 国家税务总局 银监会关于扩大跨境贸易人民币 结算试点有关问题的通知》（银发[2010]186号）
77. Уведомление о управлении компаниями введения юаневых расчетов при торговле по экспортным товарам. (Народный Банк Китая [2012] №23 от 03.02.12). 《中国人民银行 财政部 商务部 海关总署 国家税务总局 中国银行业监督管理委员会 关于出口货物贸易人民币 结算企业管理有关问题的通知》
78. Уведомление о расширении районов использования юаня при расчетах в трансграничной торговле. (Народный Банк Китая [2011] №203 от 27.07.11). 《中国人民银行 财政部 商务部 海关总署 国家税务总局 中国银行业监督管理委员会 关于扩大跨境贸易人民币结算地区的 通知》（银发[2011]203号）
79. Уведомление о вопросах, связанных с смягчением удержания валютных поступлений по текущему счету отечественными учреждениями (Хуэйфа [2005] № 58) 《关于放宽境内机构 保留经常项目外汇收入有关问题的通知》（汇发〔2005〕58号）
80. Уведомление о корректировке политики управления иностранной валютой по счету текущих операций (Хуэйфа [2006] № 19) 《关于调整经常项目外汇管理政策的通知》（汇发〔2006〕19号）
81. Уведомление о сохранении валютных доходов по счету текущих операций отечественными учреждениями (Хуэйфа [2007] № 49)《关于境内机构自行保留经常项目外汇收入的通知》(汇发[2007]49号)
82. Уведомление о вопросах, связанных с реализацией управления экспортной выручкой от торговли товарами, депонированной за рубежом (Хуэйфа [2010] № 67) 《关于实施货物贸易 出口收入存放境外管理有关问题的通知》（汇发〔2010〕67号）
83. Уведомление о вопросах, связанных с усилением управления притоком капитала в иностранной валюте (Хуэйфа [2013] № 20, отменено в 2014 году в соответствии с Хуэйфа [2014] № 53) 《关于加强外汇资金流入管理有关问题的通知》（汇发〔2013〕20号）
84. Уведомление о корректировке политики управления иностранной валютой по текущему

- счету (Хуэйфа [2006] № 19) 《关于调整经常项目外汇管理政策的通知》 (汇发 [2006] 19 号)
85. Уведомление о расширении пилотного проекта по макропруденциальному управлению полномасштабным трансграничным финансированием (Иньфа [2016] №18) 《关于扩大全口径跨境融资宏观审慎管理试点的通知》 (银发 [2016] 18 号)
86. Уведомление о внедрении макропруденциального управления полномасштабным трансграничным финансированием по всей стране (Иньфа [2017] № 9) 《关于在全国范围内实施全口径跨境融资宏观审慎管理的通知》 (银发 [2017] 9 号)
87. Уведомление о реформировании и стандартизации политики управления расчетами по капитальному счету (Хуэйфа [2016] №16) 《关于改革和规范资本项目结汇管理政策的通知》 (汇发[2016]16 号)
88. Уведомление о дальнейшей оптимизации трансграничной юаневой политики для поддержки стабильной внешней торговли и стабильных иностранных инвестиций (Иньфа [2020] №330) 《中国人民银行、发展改革委、商务部、国资委、银保监会、外汇局 关于进一步优化跨境人民币政策支持稳外贸稳外资的通知》 (银发 [2020] 330 号)
89. Уведомление о проведении зарубежными юаневыми клиринговыми банками и зарубежными банками-участниками сделок РЕПО с облигациями на межбанковском рынке облигаций (Иньфа [2015] № 170) 《关于境外人民币业务清算行、境外参加银行开展银行间债券市场债券回购交易的通知》 (银发 [2015] 170 号)
90. Уведомление о вопросах, связанных с управлением валютными рисками иностранных институциональных инвесторов на межбанковском рынке облигаций(Хуэйфа [2017] № 5) 《关于银行间债券市场境外机构投资者外汇风险管理有关问题的通知》 (汇发[2017]5 号)
91. Уведомление об издании правил управления иностранной валютой от торговли товарами (пересмотрено, Хуэйфа [2012] № 38)《关于印发货物贸易外汇管理法规有关问题的通知》(已修改, 汇发[2012]38 号)
92. Уведомление об улучшении управления совокупной позицией купли-продажи иностранной валюты банков (Хуэйфа [2012] №26) 《关于完善银行结售汇综合头寸管理有关问题的通知》 (汇发[2012]26 号)
93. Уведомление по вопросам, связанным с ускорением развития валютного рынка (Иньфа [2005] № 202) 《关于加快发展外汇市场有关问题的通知》 (银发 [2005] 202 号)

94. Уведомление по вопросам, связанным с расширением форвардных расчетов и продажей иностранной валюты и созданием своп-бизнеса уполномоченными банками клиентам (Иньфа [2005] №201 от 02.08.05) 《关于扩大外汇指定银行对客户远期结售汇业务和开办人民币与外币掉期业务有关问题的通知》 (银发[2005]201号)
95. Уведомление по вопросам, связанным с управлением обменными курсами для операций на межбанковском валютном рынке и котируемыми банками валютными курсами на розничном рынке (Иньфа [2014] № 188) 《关于银行间外汇市场交易汇价和银行挂牌汇价管理有关事项的通知》 (银发[2014]188号)
96. Утверждение по вопросам, связанным с покупкой иностранной валюты физическими лицами для инвестирования в акции В (Комплексный ответ Хуэй [2011] № 148) 《关于境内个人投资 В 股购汇有关问题的批复》 (汇综复[2011]148号)
97. Циркуляр о корректировке управления финансированием внешних гарантий, предоставляемых отечественными банками зарубежным инвестиционным предприятиям (Хуэйфа [2005] № 61) 《国家外汇管理局关于调整境内银行为境外投资企业提供融资性对外担保管理方式的通知》 (汇发[2005]61号)
98. Циркуляр о корректировке политики управления иностранной валютой для некоторых зарубежных инвестиций (Хуэйфа [2006] № 27)《关于调整部分境外投资外汇管理政策的通知》 (汇发[2006]27号)
99. Циркуляр о децентрализации полномочий по проверке источников валютных средств для зарубежных инвестиций (Хуэйфа [2007] № 47) 国家外汇管理局关于下放境外投资外汇资金来源审查权限的通知 (汇发[2007]47号)
100. Циркуляр о совершенствовании управления аудитом продажи предприятиями с иностранными инвестициями валюты банку и регистрацией внешних долгов по капитальным счетам (Хуэйфа [2004] № 42, отменен 13 мая 2013 года) 《关于改进外商投资企业资本项目结汇审核与外债登记管理工作的通知》 (汇发[2004]42号)
101. Циркуляр о дальнейшем разъяснении вопросов, связанных с зарубежным кредитованием в юанях отечественных предприятий (Иньфа [2016] № 306) 《关于进一步明确境内企业人民币境外放款业务有关事项的通知》 (银发[2016]306号)
102. Циркуляр о корректировке политики в отношении резервных депозитов, размещаемых в национальных банках-корреспондентах банками-участниками зарубежного юаневого

- бизнеса в отношении депозитных резервов, размещенных в банках-корреспондентах внутри страны банками-участниками зарубежного юаневого бизнеса (Иньфа [2017] № 206) 《关于调整境外人民币业务参加行在境内代理行存放存款准备金政策的通知》(银发[2017]206号)
103. Циркуляр о дальнейшем совершенствовании и корректировке политики управления иностранной валютой для прямых инвестиций (пересмотренный, Хуэйфа [2012] № 59) 《关于进一步改进和调整直接投资外汇管理政策的通知》( (已修改) 汇发[2012]59号)
104. Циркуляр о дальнейшем упрощении и совершенствовании политики управления иностранной валютой для прямых инвестиций (Хуэйфа [2015] № 13) 《关于进一步简化和改进直接投资外汇管理政策的通知》(汇发[2015]13号)
105. Циркуляр о вопросах, связанных с управлением иностранной валютой для зарубежных инвестиций и финансирования и возврата инвестиций отечественными резидентами через компанию специального назначения (Хуэйфа [2014] №37) 《关于境内居民通过 Special Purpose Vehicle 境外投融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》(汇发[2014]37号)
106. Циркуляр по вопросам, связанным с зарубежным инвестированием в ценные бумаги юневыми квалифицированными отечественными институциональными инвесторами (Иньфа [2014] № 331) 《关于人民币合格境内机构投资者境外证券投资有关事项的通知》(银发 [2014] 331号)
107. Циркуляр по дальнейшему разъяснению вопросов, связанных с управлением зарубежным инвестированием в ценные бумаги юневыми квалифицированными отечественными институциональными инвесторами (Иньфа [2018] № 81) 《进一步明确人民币合格境内机构投资者境外证券投资管理有关事项的通知》(银办发 [2018] 81号)
108. Циркуляр по вопросам, связанным с усилением управления притоком капитала в иностранной валюте (Хуэйфа [2013] № 20, отменен в соответствии с Хуэйфа [2014] № 53) 《关于加强外汇资金流入管理有关问题的通知》(汇发 [2013] 20号, 20130505, 根据汇发[2014]53号被废止)
109. Циркуляр по вопросам, связанным с очисткой депозитов для репатриации прибыли от зарубежных инвестиций (Хуэйфа [2002] № 110) 《关于清理境外投资汇回利润保证金有关问题的通知》(汇发[2002]110号)
110. Циркуляр по вопросам, связанным с расширением экспериментальной реформы управления иностранной валютой для зарубежных инвестиций (Хуэйфа [2005] № 35) 《关于

扩大境外投资外汇管理改革试点有关问题的通知》 (汇发[2005]35 号)

111. Циркуляр по вопросам, касающимся внутренней операции и управления валютными фондами транснациональных корпораций (Хуэйфа [2004] № 104)《国家外汇管理局关于跨国公司外汇资金内部运营管理有关问题的通知》 (汇发[2004]104 号)
112. Статьи соглашения Международного Валютного Фонда (1944). – Вашингтон, округ Колумбия: Международный Валютный Фонд, 2011.

#### Книги

113. Абрамов Д. В. Валютная политика России в условиях глобализации: итоги, проблемы и противоречия / Д. В. Абрамов, А. Н. Спартак. – Москва; Тула: Гриф и К, 2010. – 150 с.
114. Авагян Г. А., Вешкин Ю. Г. Международные валютно-кредитные отношения / Г. Л. Авагян, Ю. Г. Вешкин. – М.: Экономистъ 2005. – 414 с.
115. Буторина О.В. Международные валюты: интеграция и конкуренция / О.В. Буторина. – М.: Деловая литература, 2003. – 368 с.
116. Валютное регулирование в системе государственного управления экономикой / под ред. В. М. Крашенинникова. – М.: Экономика, 2003. – 398 с.
117. Валютное регулирование и валютный контроль / под ред. М. В. Крашенинникова. – М.: Экономистъ, 2005. – 399 с.
118. Валютный рынок и валютное регулирование / под ред. И. Н. Платоновой. – М.: Бек, 1996. – 457 с.
119. Внешнеэкономический толковый словарь / Ред. И.П. Фаминский. – М.: ИНФРА– М, Термика, 2001. URL: <http://economics.niv.ru/doc/dictionary/foreign-economic/fc/slovar-194-1.htm#zag-216> (Дата обращения: 22.04.2021).
120. Вэнь Тиецзюнь, Дун Сяодань. Де-привязанность: реальный опыт Китая в разрешении первого экономического кризиса / Тиецзюнь Вэнь, Сяодань Дун. – Восточное издательство, 2019. – 284 с.
121. Вэнь Тиецзюнь. Восемь кризисов / Тиецзюнь Вэнь. – Пекин: Восточное издательство, 2013. – 318 с.
122. Е Шаньпэн. Краткая история цен в новом Китае / Шаньпэн Е. – Пресс Китайкой Цены, 1993. – 193 с.

123. Красавина Л.Н. Валютно-кредитные и финансовые отношения / Л.Н. Красавина. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 392 с.
124. Красавина Л. Н. Тенденции и перспективы развития международных валютных отношений в условиях глобализации и регионализации мировой экономики и валютная политика России / Л. Н. Красавина. – Москва: Финансовый ун-т, 2012. – 163 с.
125. Лопатников Л. И. Экономико-математический словарь: словарь современной экономической науки / Л. И. Лопатников. – М.: Дело., 2003. – 520 с.
126. Моисеев С. Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика / С. Р. Моисеев. – М.: Московская финансово-промышленная академия, 2011. – 782 с.
127. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения / под ред. Л. Н. Красавиной. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 608 с.
128. Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. Современный экономический словарь. – 2-е изд., испр. М.: ИНФРА-М, 1999. – 479 с. URL: <https://www.ebk.net.ua/Book/Ses/v/0051.htm> (Дата обращения: 22.04.2021).
129. Финансовая система Китая / Иванов В.В., Покровская Н.В., Белозеров С.А., Ващук А.Э., Воронова Н.С., Воронов В.С., Горбушина С.Г., Дарушин И.А., Какаулина М.О., Ковалев В.В., Коршунов О.Ю., Кочергин Д.А., Лебедев Б.М., Львова Н.А., Лю Ц., Писаренко Ж.В., Соколов Б.И., Су И., Сунь Ж., Титов В. О., Хэ П., Цзян С.; под ред. В.В. Иванова, Н.В. Покровской. – Москва: Проспект, 2020. – 352 с.
130. Финансово-кредитный энциклопедический словарь / под общ. ред. А.Г. Грязновой. – М.: Финансы и статистика, 2002. URL: <http://economics.niv.ru/doc/dictionary/financial-credit/articles/372/valyutnaya-politika.htm> (Дата обращения: 22.04.2021).
131. Гуань Тао. Игра обменного курса: юань и подъем великих держав / Тао Гуань. – СИТИС Группа, 2017. – 271 с. 管涛. 汇率的博弈:人民币与大国崛起. 北京: 中信出版社, 2017, 271 页.
132. Гуань Тао. Сущность обменного курса / Тао Гуань. – СИТИС Группа, 2016. – 356 с. 管涛. 汇率的本质. 北京: 中信出版社, 2016, 356 页.

133. Лин Ифу. Интерпретация экономики Китая (обновленное издание) / Ифу Лин. – Издательство Пекинского университета, 2014. – 358 с. 林毅夫.解读中国经济增订版.北京大学出版社, 2014, 358 页
134. Экономическая стабильность Китая (Серия Китайского экономического форума 50). – Пекин: СИТЭС Press, 2019. – 466 с. 中国经济的定力.中信出版社. 2019-2-1. 466 页.
135. Избранные произведения Чэнь Юня, том 2. – Народное издательство, 1995. – 372 с. 陈云作品选,卷二.人民出版社.1995 年.372 页.
136. Сунь Цзянь. Экономическая история Китайской Народной Республики (1949 - начало 90-х годов) / Цзянь Сунь. – Китайский университет Жэньминь, 1992. – 706 с. 孙建.中华人民共和国经济史 (1949-90 年代初) .中国人民大学,1992 年.706 页.
137. Frieden Jeffrey. Currency Politics: The Political Economy of Exchange Rate Policy / J. A. Frieden. – Princeton University Press, 2014. – 320 p.
138. Triffin, R. Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility. // New Haven – Yale University Press, 1960.

#### Статьи в журналах

139. Андреев В. Интернационализация юаня: предварительные итоги и перспективы // Деньги и кредит. – 2011. – № 5. – С. 37-42.
140. Андреев В. П. Интернационализация китайского юаня – на пути к мировой валюте / В. П. Андреев // Деньги и кредит. – 2014. – № 7. – С 49-54
141. Андреев В. П. Юань на пути к мировой валюте // Азия и Африка сегодня. – 2012. – № 10 (663). С. 2-8.
142. Арутюнянц А. Р. Юань выходит на российский валютный рынок // ЭКО. – 2010. – № 11(437). С. 38-44.
143. Архипова В.В. Валютная интернационализация: анализ международного опыта и выбор пути для России // Мировая экономика и международные отношения. – 2022. – Т. 66. № 7. – С. 43-54. DOI: 10.20542/0131-2227-2022-66-7-43-54
144. Балюк И. А. Использование национальных валют во внешнеторговых расчетах / И. А. Балюк // Вестник Финансового университета. – 2015. – № 5(89). – С. 127-133.
145. Баринов Э.А. Юань в международном платёжном обороте // Ученые записки Российской Академии предпринимательства. – 2019. – Т. 18. – № 4. – С. 21-28.

146. Бекарева С.В., Мельтенисова Е.Н., Шиховцова Е.А., Сун Юйин. Влияние монетарной политики Народного банка Китая на экономическое развитие страны // Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика. – 2019. – № 2. – С. 223-250. DOI: <https://doi.org/10.21638/spbu05.2019.203>
147. Биндер А. И. Международная валютная конкуренция: перспективы юаня // Азия и Африка сегодня. – 2013. № 12 (677). – С. 15-22.
148. Биндер А. И. Некоторые актуальные аспекты трансформации юаня в мировую валюту / А. И. Биндер, А. Ю. Кононов // Деньги и кредит. – 2013. – № 11. – С. 59-62.
149. Валентин Ю.К. Интернационализация юаня / Ю.К. Валентин // Русская народная линия 31.10.2014 URL:[http://ruskline.ru/analitika/2014/10/31/internacionalizaciya\\_yuanya](http://ruskline.ru/analitika/2014/10/31/internacionalizaciya_yuanya) (Дата обращения: 12.12.2019).
150. Жариков М. В. Проблемы и перспективы интернационализации юаня // Мировая экономика и международные отношения. – 2014. – № 7. – С. 36-44.
151. Изотов Д. А., Суслов Д. В. Валютный курс и внешняя торговля КНР // Пространственная экономика. – 2009. – № 3. – С. 36-63.
152. Изотов Д. А. Внешняя торговля Китая: реакция на изменение валютного курса // Пространственная экономика. – 2011. – №4. – С.7-23.
153. Изотов Д. А. Российско-китайская торговля и валютный курс / Д. А. Изотов // Пространственная экономика. – 2012. – № 3. – С. 34-54.
154. Кондратов Д. Интернационализация китайского юаня: путь к статусу мировой валюты // Общество и экономика. – 2021. – № 8. – С. 105-117. DOI: 10.31857/S020736760016143-6
155. Красавина Л.Н. Реформы мировых валютных систем: ретроспективный и актуальный анализ // Деньги и кредит. – 2017. – № 4. – С. 14–23.
156. Кудряшова И. В. Китайский юань как мировая валюта: императивы и реальность / И. В. Кудряшова // Мировая экономика и международные отношения. – 2017. – Т. 61. – № 9. – С. 36-44. – DOI 10.20542/0131-2227-2017-61-9-36-44. – EDN ZFMGCI.
157. Ноздрев С. В. Юань и иена в валютной архитектуре Азии / С. В. Ноздрев // Мировая экономика и международные отношения. – 2012. – № 7. – С. 41-50. – EDN MBWACD.



158. Орлов Александр. Что означает включение юаня в число резервных валют. 07.12.2015.  
URL:<http://www.vedomosti.ru/economics/blogs/2015/12/07/619937-yuanya-rezervnih-valyut>  
(Дата обращения: 02.04.2020)
159. Поливач А.П. Пятилетие включения юаня в корзину СДР: итоги и перспективы // *Мировая экономика и международные отношения*. – 2021. – Т. 65. – № 6. – С. 59-70. DOI: 10.20542/0131-2227-2021-65-6-59-70
160. Потапов М.А., Котляров Н.Н. Китай на мировых рынках капитала // *Мировая экономика и международные отношения*. – 2021. – Т. 65. – № 8. – С. 81-89. DOI: 10.20542/0131-2227-2021-65-8-81-89
161. Соколов Б.И., Цзян Сюйянь. Интернационализация юаня: плюсы, минусы, последствия // *Проблемы современной экономики*. – 2017. – № 3 (63). – С. 56–60.
162. Соколов Б.И., Цзян Сюйянь. Рыночно-ориентированное реформирование обменного курса юаня: организационные и аналитические аспекты // *Journal of Applied Economic Research*. – 2023. – № 1. – С. 44-71.
163. Соколов Б. И. Цзян Сюйянь. Актуальные проблемы управления процессом трансформации юаня в мировую резервную валюту / Б. И. Соколов, С. Цзян // *Актуальные проблемы менеджмента: производительность, эффективность, качество: Материалы международной научно-практической конференции, Санкт-Петербург, 10 ноября 2017 года*. – Санкт-Петербург: Издательство Санкт-Петербургского государственного университета, 2017. – С. 45-48.
164. Субаччи П. Развитие валюты и трансформация управления: Китай и юань / П. Субаччи // *Вестник международных организаций: образование, наука, новая экономика*. – 2017. – Т. 12. – № 2. – С. 129-145. – EDN ZDQFQT.
165. Сутырин С. Ф. Интернационализация валюты в Восточной Азии: предпосылки, реализация проекта, возможные перспективы / С. Ф. Сутырин, В. Н. Коваленко // *Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика*. – 2016. – № 1. – С. 20-41. – EDN VUSAZF.
166. Трошин Н. Н. Возможности трансграничного заимствования российских компании на азиатских рынках капитала / Н. Н. Трошин // *Проблемы национальной стратегии*. – 2016. – No 2 (35). – С. 175-193.

167. Холопов А.В. Валютный курс как инструмент макроэкономического регулирования / А.В. Холопов // Мировая экономика и международные отношения. – 2004. – №12. – С.25-33. URL: [http://www.mgimo.ru/files2/2014\\_01/up93/file\\_649817d50ff689fee9e702fb7d24c40d.pdf](http://www.mgimo.ru/files2/2014_01/up93/file_649817d50ff689fee9e702fb7d24c40d.pdf) (Дата обращения: 29.04.2021).
168. Цзян Сюйянь. Трансформация юаня в мировую резервную валюту // Проблемы современной экономики. – 2017. – № 1(61). – С. 152-155.
169. Цзян С. Взаимосвязь независимости денежно-кредитной политики и валютной политики // Конкурентоспособность в глобальном мире: экономика, наука, технологии. – 2022. – № 11. – С. 294-298.
170. Цзян Сюйянь. Тенденции развития управления счетом движения капитала в мире и Китае / Цзян Сюйянь // Вестник Томского государственного университета. Экономика. – 2023. – № 61. – С. 210-224.
171. Черкасов В. Ю. К вопросу о международной валюте, интернационализации юаня и расчетах в национальных валютах // ЭКО. – 2018. – № 9(531). – С. 128-146. – EDN XZDHNZ.
172. Шаповалов В. Интернационализация юаня // Международные процессы. – 2020. – Т. 18. № 3 (62). – С. 85-95. DOI: 10.17994/IT.2020.18.3.62.4

#### Статьи на китайском языке

173. Вэнь Цзяньдун. Коннотация и расширение конвертируемости счета капитала / Цзяньдун Вэнь // Международные финансовые исследования. – 2001. – №7. – С. 21-25. 温建东. 资本项目可兑换的内涵与外延[J]. 国际金融研究, 2001(07):21-25.
174. Ван Паньпань. Китайско-американские торговые трения, неопределенность экономической политики США и волатильность обменного курса юаня // Всемирные экономические исследования. – 2021. – № 7. – С. 75-92+136-137. DOI:10.13516/j.cnki.wes.2021.07.006. 王盼盼. 中美贸易摩擦、美国经济政策不确定性与人民币汇率波动[J]. 世界经济研究, 2021(07):75-92+136-137. DOI:10.13516/j.cnki.wes.2021.07.006.
175. Дин Цзяньпин. Исследование устойчивости текущего механизма обменного курса юаня / Цзяньпин Дин // Международные финансовые исследования. – 2003. – №5. – С. 48-55. 丁剑平, 关于现行的人民币汇率机制的可持续性研究[J], 国际金融研究, 2003年5月:48-55
176. И Ган. Выбор системы обменного курса / Ган И // Финансовые исследования. – 2000. – №9. – С.46-52. 易纲. 汇率制度的选择[J]. 金融研究, 2000(09):46-52.

177. И Ган, Тан Сянь. Теоретическая основа «гипотезы углового решения» режима обменного курса / Ган И, Сянь Тан // Финансовые исследования. – 2001. – №8. – С.5-17. 易纲, 汤弦. 汇率制度“角点解假设”的一个理论基础[J]. 金融研究, 2001(08):5-17.
178. Исследовательская группа Департамента расследований и статистики НБК, Шэн Сунчэн. Условия для ускорения открытия счета операций с капиталом в Китае в принципе созрели / Сунчэн Шэн // Китайские финансы. – 2012. – №5. – С. 14-17. 中国人民银行调查统计司课题组, 盛松成. 我国加快资本账户开放的条件基本成熟[J]. 中国金融, 2012,(05):14-17.35.
179. Лей Да, Чжао Юн. Расчет степени открытости счета операций с капиталом Китая / Да Лей // Экономическая теория и управление экономикой. – 2008. – №5. – С. 5-13. 雷达, 赵勇. 中国资本账户开放程度的测算[J]. 经济理论与经济管理, 2008,(05):5-13.
180. Ли Яньли, Го Жун, Цзя Вэньцин. Исследование асимметричного влияния обменного курса юаня на краткосрочные международные потоки капитала: на основе модели NARDL // Всемирные экономические исследования. – 2021. – № 3. – С. 80-94+135-136. DOI:10.13516/j.cnki.wes.2021.03.006. 李艳丽, 郭蓉, 贾文卿. 人民币汇率对短期国际资本流动的不对称影响研究: 基于 NARDL 模型 [J]. 世界经济研究, 2021(03):80-94+135-136. DOI:10.13516/j.cnki.wes.2021.03.006.
181. Лу Цзянь. Неприятие риска, валютный мультипликатор и дилемма / Цзянь Лу // Международные финансовые исследования. – 2017. – №6. – С. 3-12. 陆简. 避险情绪、货币乘数与二元悖论[J]. 国际金融研究, 2017(06):3-12.
182. Лу Лингли, Цянь Мин. Методы измерения открытия счета движения капитала: сравнение и обобщение / Лингли Лу // Международные финансовые исследования. – 2011. – №. 8. – Р. 41-49. 娄伶俐, 钱铭. 资本账户开放测度方法: 比较与综合[J]. 国际金融研究, 2011(08):41-49.
183. Лю Цзиньцюань, Чжан Ивана, Сюй Нин. Открытость счета операций с капиталом, независимость денежно-кредитной политики и выбор режима обменного курса: триадический парадокс или бинарный парадокс? / Цзиньцюань Лю // Исследование мировой экономики. – 2018. – №. 5. – С. 3 - 113. 刘金全, 张菀庭, 徐宁. 资本账户开放度、货币政策独立性与汇率制度选择: 三元悖论还是二元悖论?[J]. 世界经济研, 2018,(05):3-13+64+135.
184. Мао Дечуань. Изучение огромного количества золота, серебра и иностранной валюты, отправленных на Тайвань накануне ухода Гоминьдана с материка / ДеЧуань Мао // Военная

- история. – 2009. – №2. – С. 74-75. 毛德传. 探秘国民党撤离大陆前夕巨额金银、外汇运往台湾
185. Сун Вэньбин. Теоретический анализ и международное сравнение интервенций на валютном рынке / Вэньбин Сун // *Мировая экономика*. – 1998. – №6. – С.42-50. 宋文兵. 外汇市场干预的理论分析与国际比较[J]. *世界经济*, 1998(06):42-50.
186. Сон Кэ, Чжу Сти, Ся Ле. Могут ли двусторонние валютные свопы способствовать интернационализации юаня - и каково влияние маркетизации обменного курса // *Промышленная экономика Китая*. – 2022. – № 7. – С. 25-43. DOI:10.19581/j.cnki.ciejournal.2022.07.018. 宋科, 朱斯迪, 夏乐. 双边货币互换能够推动人民币国际化吗——兼论汇率市场化的影响[J]. *中国工业经济*, 2022(07):25-43. DOI:10.19581/j.cnki.ciejournal.2022.07.018.
187. Ся Бинь, Ляо Цян. Денежная масса больше не подходит в качестве промежуточного целевого показателя для текущей денежно-кредитной политики в Китае / Бинь Ся // *Экономические исследования*. – 2001. – №. 8. – Р. 33-43. 夏斌, 廖强. 货币供应量已不宜作为当前我国货币政策的中介目标[J]. *经济研究*, 2001,(8):33-43.
188. Тянь Туо. Размышления об управлении трансграничными финансовыми потоками в посткризисную эпоху: обзор рамок политики МВФ по управлению притоком капитала / Туо Тянь // *Международные финансовые исследования*. – 2011. – №8. – С. 50-55. 田拓. 后危机时代对跨境资金管理思考—兼评 IMF 关于管理资本流入的政策框架[J]. *国际金融研究*, 2011,(08):50-55.
189. У Ли. Объединение валюты до и после основания Китайской Народной Республики / Ли У // *Исследования современной китайской истории*. – 1995. – №4. – С.1-12.
190. У Няньлу, Ян Хайпин, Чэнь Ин. О конвертируемости и интернационализации юаня / Няньлу У, Хайпин Ян, Ин Чэнь // *Международные финансовые исследования*. – 2009. – №11. – С. 4-12. 吴念鲁, 杨海平, 陈颖. 论人民币可兑换与国际化[J]. *国际金融研究*, 2009(11): 4-12
191. Фань Чжэньхун. Финансовый кризис в Южной Корее и урок для Китая / Чжэньхун Фань // *Дунъюэзкая дискуссионная серия*. – 1998. – №5. – С. 58-62. 范振洪. 韩国金融危机及对我国的启示[J]. *东岳论丛*, 1998,(05):58-62.
192. Хэ Хуэйган. Исследование стерилизованной интервенции и независимости

- денежно-кредитной политики в Китае / Хуэйган Хэ // Финансово-экономические исследования. – 2007. – №11. – С. 18-30. 何慧刚. 中国外汇冲销干预和货币政策独立性研究 [J]. 财经研究, 2007, (11): 18-30.
193. Хуан Цзэминь. О политике интервенции Центрального банка на валютном рынке / Цзэминь Хуан // Журнал Восточно-Китайского педагогического университета (издание философии и социальных наук). – 1997. – №4. – С. 26-32. 黄泽民. 论中央银行干预外汇市场的政策 [J]. 华东师范大学学报(哲学社会科学版), 1997(04): 26-32.
194. Ху Цзайюн. Эмпирическое исследование автономии денежно-кредитной политики в Китае / Цзайюн Ху // Современные финансы и экономика. – 2010. – No. 1. – P. 48-57. 胡再勇. 我国货币政策自主性的实证研究 [J]. 当代财经, 2010, (1): 48 -57.
195. Цзинь Чаохуэй, Чжу Мэннань. Влияние изменений реального обменного курса юаня на экспортную торговлю // Вопросы международной торговли. – 2021. – № 5. – С. 143-160. DOI:10.13510/j.cnki.jit.2021.05.010. 金朝辉, 朱孟楠. 人民币实际汇率变动对出口贸易的影响 [J]. 国际贸易问题, 2021(05): 143-160. DOI:10.13510/j.cnki.jit.2021.05.010.
196. Цюэ Чэньюй, Сунь Сяосуань. Влияние интернационализации юаня на трансграничное движение капитала - гетерогенное исследование на основе типов и потоков капитала // Международные финансовые исследования. – 2022. – № 4. – С. 67-77. DOI:10.16475/j.cnki.1006-1029.2022.04.007. 阙澄宇, 孙小玄. 人民币国际化对跨境资本流动的影响 —— 基于资本类型和流向的异质性研究 [J]. 国际金融研究, 2022(04): 67-77. DOI:10.16475/j.cnki.1006-1029.2022.04.007.
197. Цзян Бокэ, Чжу Юньгао. Исследование открытия счета капитала: аналитические рамки на основе внутреннего и внешнего равновесия / Бокэ Цзян, Юньгао Чжу // Международные финансовые исследования. – 2004. – №4. – С. 12-19. 姜波克, 朱云高. 资本账户开放研究: 一种基于内外均衡的分析框架 [J]. 国际金融研究, 2004 (04) : 12-19.
198. Чжан Фалинь, Ян Миньчжэнь, Цуй Янь. Страновые стратегии интернационализации юаня и реформы глобального валютного управления // Международные экономические и торговые исследования. – 2022. – № 2. – С. 100-112. DOI:10.13687/j.cnki.gjjmts.20220214.002. 张发林, 杨明真, 崔阳. 人民币国际化的国别策略与全球货币治理改革 [J]. 国际经贸探索, 2022, 38(02): 100-112. DOI:10.13687/j.cnki.gjjmts.20220214.002.
199. Чжоу Сяочуань. Сбалансированный выбор обменных курсов для больших стран / Сяочуань

Чжоу // Экономический отчет 21 века. – 2005-9-15. 周小川 大国汇率的平衡选择 [N] 报纸文章.21 世纪经济报道, 2005-9-15

200. Шэнь Чжихуа. Основная ситуация с экономической помощью Советского Союза Китаю в первые дни основания Нового Китая (Часть 1) - Архив из Китая и России / Чжихуа Шэнь // Российские исследования. – 2001. – №1. – С.53-66. 沈志华. 新中国建立初期苏联对华经济援助的基本情况(上)—来自中国和俄国的档案材料[J]. 俄罗斯研究,2001(01):53-66.
201. Ю Юндин, Чжан Мин. Новые международные тенденции в области контроля за движением капитала и либерализации счета операций с капиталом / Юндин Ю, Мин Чжан // Международный экономический обзор. – 2012. – №5. – С. 68-74+5-6. 余永定,张明. 资本管制和资本项目自由化的国际新动向[J]. 国际经济评论,2012,(05):68-74+5-6.

#### Статьи на английском языке

202. Aglietta, M. Internalization of the Chinese currency // China Perspectives. – 2011. – № 3(87). – P.79-83.
203. Aizenman Joshua, Chinn D. Menzie, Ito Hiro. (2010) The emerging global financial Architecture: tracing and evaluating new patterns of the Trilemma configuration / Joshua Aizenman, D. Menzie Chinn, Hiro Ito // Journal of International Money and Finance. – 2010. – №6. – P. 615-641
204. Alexander Cobbam. Capital Account Liberalization and Poverty / Cobbam Alexander // Global Social Policy. – 2002. – № 2(2). – P. 163-188.
205. Beckworth David. (2015) China's Devaluation: Impossible Trinity, Deflationary Shocks, and Optimal Currency // Blocks Macro and Other Market Musings. – URL: <http://macromarketmusings.blogspot.ru/2015/08/impossible-trinity-deflationaryshocks.html>
206. Bowles, P., & Wang, B. Renminbi internationalization: A journey to where? // Development and Change. – 2013. – № 44(6). – P.1363-1385. DOI: dech.12058.
207. Chinn M D, Ito H. What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions / M D Chinn // Journal of development economics. – 2006. –Vol. 81, No. 1. – P. 163-192.
208. Chernilevskaya, K. E. (2021) Internationalization of renminbi as a function of china's foreign exchange policy // RUDN Journal of Political Science. – 2021. – Т. 23. – №2. – С. 233-242
209. Clark, Peter B and MacDonald, Ronald R. (1998) Exchange Rates and Economic Fundamentals: A Methodological Comparison of BEERs and FEERs. International Monetary Fund Working

- Paper WP/98/67. Washington, DC, IMF.
210. Dornbusch R. Expectations and exchange rate dynamics / R. Dornbusch // Journal of political Economy. – 1976. – 84(6) – P. 1161-1176. URL: <http://jrxy.zjsu.edu.cn/jrxy/jssc/2902.pdf> (Дата обращения: 22.04.2021).
211. Eichengreen Barry, Kawai Masahiro. (2014) Issues for Renminbi Internationalization: An Overview / Social Science Research Network. – URL: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2382420](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2382420).
212. Fleming John Marcus. Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates / John Marcus Fleming // Staff Papers - International Monetary Fund. – 1962. – Vol. 9. – № 3. – P. 369-380. URL: <http://www.jstor.org/stable/3866091> (дата обращения: 24.02.2021).
213. Frankel Jeffrey. (2011) Historical Precedents for Internationalization of the RMB / Council on Foreign Relations. – URL: [http://i.cfr.org/content/publications/attachments/CGSIIGG\\_WorkingPaper17\\_Frankel.pdf](http://i.cfr.org/content/publications/attachments/CGSIIGG_WorkingPaper17_Frankel.pdf).
214. Frankel Jeffrey. (2015) If China Stops Manipulating, Its Currency Will Depreciate / Jeffrey Frankel's Blog. – URL: <http://www.jeffrey-frankel.com/2015/02/23/currencymanipulation-and-china/>.
215. Frankel J A. Experience of and lessons from exchange rate regime in emerging economies / Jeffrey A. Frankel // National Bureau of Economic Research. – 2003. – No. F3. URL: [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w10032/w10032.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w10032/w10032.pdf) (Дата обращения: 22.04.2021).
216. Frankel J A. No single currency regime is right for all countries or at all times / Jeffrey A. Frankel // National Bureau of Economic Research. – 1999. – No. w7338. URL: [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w7338/w7338.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w7338/w7338.pdf) (Дата обращения: 22.04.2021).
217. Harris, Laurence R. (2009) Capital flows and policy in emerging-market economies / South African Reserve Bank. – URL: [http://www2.resbank.co.za/internet/Publication.nsf/LADV/C5EFA4CCEAB629044225760100341678/\\$File/Laurence+Harris.pdf](http://www2.resbank.co.za/internet/Publication.nsf/LADV/C5EFA4CCEAB629044225760100341678/$File/Laurence+Harris.pdf)
218. Hyoung-kyu, C. (2013). Can the Renminbi rise as a global currency? The political economy of currency internationalization. – Asian Survey. – 53(2). – p. 348-368.

219. International Monetary Fund (IMF). 2022. GDP based on PPP valuation of country GDP. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2022/October>.
220. Jiang Xuyan. Lessons and implications for the present of Chinese anti-crisis measures in 2015 // Academic Journal of Business & Management. – 2022. – Volume 4, Issue 19. – P.33-39. DOI: 10.25236/AJBM.2022.041905
221. Kurien, J., Geoxavier, B.Y. (2020). The Political Economy of International Finance: A Revised Roadmap for Renminbi Internationalization. Yale Journal of International Affairs. Retrieved April 5, 2021. – URL: <https://www.yalejournal.org/publications/the-political-economy-of-international-finance-a-revised-roadmap-for-renminbi-internationalization>.
222. Marcel Fratzscher. The Euro Bloc, the Dollar Bloc and the Yean Bloc : How Much Monetary Policy Independence Can Exchange Rate Flexibility Buy in an Interdependent World? / Fratzscher Marcel // European Central Bank Working Paper. – 2002. – No. 154. – P. 1 - 43.
223. McKinnon Ronald, Schnabl Gunther. (2009) China's financial conundrum and global imbalances / Bank for International Settlements. – URL: <http://www.bis.org/publ/work277.pdf>.
224. McKinnon Ronald. China's Currency Conundrum. (2014) Chinadaily US Edition. – URL: [http://www.chinadaily.com.cn/opinion/2014-04/17/content\\_17440304.htm](http://www.chinadaily.com.cn/opinion/2014-04/17/content_17440304.htm).
225. Mundell R A. A theory of optimum currency areas / R A. Mundell // The American economic review. – 1961. – No. 51(4) – C.657-665. URL: [http://www.sfu.ca/~kkasa/mundell\\_61.pdf](http://www.sfu.ca/~kkasa/mundell_61.pdf) (Дата обращения: 22.04.2021).
226. Mundell Robert. A. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates / Robert A. Mundell // The Canadian Journal of Economics and Political Science. – 1963. – Vol. 29, No. 4. – P. 475-485. URL: <http://www.jstor.org/stable/139336> (Дата обращения: 24.02.2021).
227. Nurkes, Ragnat. Conditions of International Monetary Equilibrium // In American Economic Association. Reading in the Theory of International Trade. – 1945. – P.3-34.
228. O'Neill Jim. (2015) Making Space for China / Project Syndicate. – URL: <http://www.project-syndicate.org/commentary/china-global-governance-by-jim-o-neil-2015-03>.
229. Obstfeld. How Integrated are World Capital Markets? Some New Tests // National Bureau of Economic Research. – 1986. NBER Working Papers 2075 URL:



- [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w2075/w2075.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w2075/w2075.pdf) (Дата обращения: 30.011.2022)
230. Okore Amah Okore, John Okey Onoh. The Impact of Capital Account Liberalization on Economic Growth in Nigeria / Amah Okore Okore, Okey Onoh John // *European Journal of Business and Management*. – 2013. – № 41(3). – P. 879-892.
231. Park Y.C., Song C.Y. (2011). Renminbi internationalization: prospects and implications for economic integration in East Asia. // *Asian Economic Papers*, 10 (3), – P. 42-72.
232. Quinn, Dennis, Schindler, Martin, & Toyoda, Maria. Assessing measures of financial openness and integration // *IMF Economic Review*. – 2011. – 59(3). – P. 488–522
233. Rajan, Ramkishen S., Beverinotti, Javier. (2012) The real exchange rate, Sectoral allocation and development in China and East Asia: a simple exposition / Ramkishen S. Rajan, Javier Beverinotti // *Journal of International Development*. – 2012. – Vol. 24. – Issue 4. – P. 401-414.
234. Roach, Stephen S. (2014) The Return of the Renminbi Rant/ *Chinadaily US Edition*. – URL: [http://www.chinadaily.com.cn/opinion/2014-05/05/content\\_17483207.htm](http://www.chinadaily.com.cn/opinion/2014-05/05/content_17483207.htm).
235. Rey H. Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence / H. Rey // *National Bureau of Economic Research*. – 2015. – No. w21162. URL: <https://www.nber.org/papers/w21162> (Дата обращения: 22.04.2021).
236. Rey H. International channels of transmission of monetary policy and the Mundellian trilemma / H. Rey // *National Bureau of Economic Research*. – 2016. – No. w 21852. URL: <https://www.nber.org/papers/w21852> (Дата обращения: 22.04.2021).
237. Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework // Washington, DC: International Monetary Fund. – 2011. – February. – 97 с. URL: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411a.pdf>. (дата обращения: 22.10.2022).
238. Review of The Institutional View on The Liberalization and Management of Capital Flows // Washington, DC: International Monetary Fund. – 2022. – March 30. – 97 с. IMF policy paper Series No: PPEA2022008. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2022/03/29/Review-of-The-Institutional-View-on-The-Liberalization-and-Management-of-Capital-Flows-515883> (дата обращения: 22.10.2022).
239. Schindler M. Measuring financial integration: A new data set / M Schindler // *IMF Staff papers*. – 2009. – Vol. 56, No. 1. – P. 222-238.

240. Tamim Bayoumi, Barry Eichengreen. Exchange Rate Volatility and Intervention : Implications of the Theory of Optimum Currency Areas / Bayoumi Tamim // Journal of International Economics. – 1998. – Vol. 45, No. 2. – P. 191 - 209.
241. The Liberalization and Management of Capital Flows—An Institutional View // Washington, DC: International Monetary Fund. – 2012. – November . – 48 с. URL <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>. (Дата обращения: 22.10.2022).

#### **Статистические сборники и отчеты:**

242. МВФ. Годовой отчет о валютных соглашениях и валютных ограничениях за 2019 год. – Вашингтон, округ Колумбия: МВФ, 2020. – 87 с.
243. МВФ. Годовой отчет о валютных соглашениях и валютных ограничениях за 2019 год. – Вашингтон, округ Колумбия: МВФ, 2020. – 87 с.
244. Отчет о развитии финансового рынка Китая за 2014 год. URL: [http://shanghai.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/image\\_public/UserFiles/fzh\\_shanghai/upload/File/2014%E5%86%85%E6%96%87%E6%80%BB%E8%AE%BA.pdf](http://shanghai.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/image_public/UserFiles/fzh_shanghai/upload/File/2014%E5%86%85%E6%96%87%E6%80%BB%E8%AE%BA.pdf) 《2014年中国金融市场发展报告》
245. Отчет об интернационализации юаня 《人民币国际化报告》
246. Статистический ежегодник Китая / Ред. Национального бюро статистики. – Статистическая пресса Китая, 1983. – 593 с. 中国统计年鉴,国家统计局编,中国统计出版社 1983年,593页
247. RMB Tracker. URL: [www.swift.com](http://www.swift.com)

#### **Рукописи**

248. Ли Руоян. Исследование влияния системы валютных курсов на независимость денежно-кредитной политики. Изд. Высшая школа Китайской Академии социальных наук. 2020. 114 с. 李若杨. 汇率制度对货币政策独立性的影响研究[D]. 中国社会科学院研究生院, 2020.
249. Чжан Цянь. Эффективность валютного рынка Китая от реформы валютного курса в 2005 году. Изд. Нанкинский университет технологий и инжиниринга. 2012. 45 с. 张倩. 2005年汇改以来中国外汇市场有效性研究[D]. 南京理工大学, 2012年

#### **Интернет-ресурсы и электронные базы данных**

250. В начале открытия курс офшорного юаня вырос более чем на 300 на фоне новой политики центрального банка. URL: <https://www.163.com/money/article/BDJNK3F3002533TM.html> 受央行新政影响离岸人民币盘初大涨逾 300

251. Глава Центрального банка И Ган: Центральный банк в основном отказывается от ежедневных интервенций на валютном рынке, гибкость обменного курса юаня увеличивается. URL: [https://www.sohu.com/a/303486831\\_100160903](https://www.sohu.com/a/303486831_100160903) (Дата обращения: 01.04.2022) 央行行长易纲: 央行基本退出对外汇市场日常干预, 人民币汇率弹性不断增强
252. На Центральной экономической рабочей конференции стремится сбалансировать платежный баланс в 2007 г. URL: <http://finance.sina.com.cn/money/forex/20061207/20541086325.shtml> 中央经济工作会议力求 2007 年平衡国际收支
253. Обзор операций на открытом рынке Народного банка Китая / Народный банк Китая. URL: <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125431/125463/2881199/index.html> (Дата обращения: 22.04.2021). 中国人民银行公开市场操作概述
254. Седьмое рабочее заседание Национального механизма самодисциплины иностранной валюты состоялось в Пекине. URL: <https://finance.sina.com.cn/china/gncj/2021-05-27/doc-ikmxzfm5034111.shtml> (Дата обращения: 01.04.2022) 全国外汇市场自律机制第七次工作会议在京召开。
255. Чжоу Сяочуань рассказывает о многоцелевой системе денежно-кредитной политики центрального банка / Первые финансы Китая. URL: <https://www.yicai.com/news/5033425.html> (Дата обращения: 22.04.2021). 周小川谈央行多目标货币政策框架
256. Чжоу Сяочуань. 2015. Выступление в Международном валютно-финансовом комитете Финансовый комитет Тридцать первое заседание. URL: <http://forex.stockstar.com/IG2015042400002903.shtml> (Дата обращения: 22.10.2022) 周小川: 计划使人民币可更自由 将采用“有管理的可自由兑换”
257. Сайт Народный банк Китая. URL: <http://www.pbc.gov.cn/#>
258. Сайт штата китайских учреждений. URL: <http://www.scopsr.gov.cn/>
259. Сайт Шанхайская штаб-квартира Народного банка Китая. URL: <http://shanghai.pbc.gov.cn/>
260. Сайт Комиссия Китая по регулированию ценных бумаг. URL: <http://www.csrc.gov.cn>
261. Сайт Валютное управление Гонконга. URL: <http://www.hkma.gov.hk/eng/index.shtml>
262. Сайт Национальное бюро статистики КНР. URL: <http://www.stats.gov.cn>
263. Сайт Главное таможенное управление КНР. URL: <http://www.customs.gov.cn/>

264. Сайт Китайская система торговли иностранной валютой.

URL:<https://www.chinamoney.com.cn/chinese/>

265. Сайт Государственное управление валютного контроля КНР. URL: <http://www.safe.gov.cn>

266. Сайт ВИНД финансовые терминалы. URL:<https://www.wind.com.cn/>

267. Сайт Ceic database. URL: <https://info.ceicdata.com/ceic-database-demo-request-social-media-cn>

268. Сайт Chinn-Ito Database. URL: [http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito\\_website.htm](http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm)

269. Сайт Tianyancha. URL:<https://www.tianyancha.com/>

## ПРИЛОЖЕНИЕ

## Приложение 3.1

Year	Chinn&Ito index	Schindler index
1984	0.164345175027847	
1985	0.164345175027847	
1986	0.164345175027847	
1987	0	
1988	0	
1989	0	
1990	0	
1991	0	
1992	0	
1993	0.164345175027847	
1994	0.164345175027847	
1995	0.164345175027847	
1996	0.164345175027847	1
1997	0.164345175027847	1
1998	0.164345175027847	1
1999	0.164345175027847	1
2000	0.164345175027847	1
2001	0.164345175027847	1
2002	0.164345175027847	1
2003	0.164345175027847	1
2004	0.164345175027847	1
2005	0.164345175027847	1
2006	0.164345175027847	1
2007	0.164345175027847	1
2008	0.164345175027847	1
2009	0.164345175027847	1

2010	0.164345175027847	1
2011	0.164345175027847	1
2012	0.164345175027847	1
2013	0.164345175027847	0.9
2014	0.164345175027847	0.8
2015	0.164345175027847	0.8
2016	0.164345175027847	0.9
2017	0.164345175027847	0.85
2018	0.164345175027847	
2019	0.164345175027847	

Составлено по данным: Chinn-Ito Database. URL: [http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito\\_website.htm](http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm)  
(дата обращения: 30.10.2022)

Quinn, Dennis, Schindler, Martin, & Toyoda, Maria. Assessing measures of financial openness and integration // IMF Economic Review. – 2011. – 59(3). – P. 488–522

Schindler M. Measuring financial integration: A new data set // IMF Staff papers. – 2009. – 56 (1) – P. 222-237.

Ли Руоян. Исследование влияния системы валютных курсов на независимость денежно-кредитной политики. Изд. Высшая школа Китайской Академии социальных наук. 2020. 114 с.

## Приложение 3.2

## Результаты диагностики коллинеарности переменных

Диагностика коллинеарности										
количество	собственное значение	условный индекс	Коэффициент отклонения							
			перехват	x1	x2	x3	x4	x5	x6	x7
1	7.06580	1.00000	0.000029 31	0.000515 83	0.000055 15	0.00026 517	0.00046 108	0.00109	0.00040 696	0.00116
2	0.58581	3.47298	0.000115 34	0.000490 83	0.000165 88	0.00036 577	0.00413	0.01106	0.02665	0.02328
3	0.24455	5.37520	0.000075 61	0.000973 72	0.000089 25	0.01636	0.02009	0.01148	0.02038	0.08773
4	0.05353	11.48898	0.000378 42	0.00889	0.000949 70	0.00071 745	0.00724	0.69716	0.00188	0.43200
5	0.02540	16.67989	0.00134	0.66796	0.00378	0.04612	0.06478	0.25946	0.00952	0.12452
6	0.01585	21.11396	0.000035 19	0.29766	0.000019 68	0.21282	0.79497	0.01622	0.17547	0.03329
7	0.00804	29.65246	0.01944	0.02283	0.16443	0.43375	0.08133	0.000426 20	0.48312	0.27571
8	0.00103	82.84037	0.97859	0.000675 69	0.83051	0.28960	0.02700	0.00310	0.28257	0.02230

Рассчитано автором.

## Приложение 3.3

## Результаты пошагового регрессионного анализа

Оценка параметров							
Перемен.	Степени свободы	Оценка параметров	Стандартная ошибка	t-value	Pr.> t	Допустимая погрешность	Инфляция дисперсии
перехват	1	6.45252	0.71634	9.01	<.0001	.	0
x3	1	4.02643	0.95618	4.21	<.0001	0.26806	3.73057
x4	1	-2.96396	1.06032	-2.80	0.0061	0.16543	6.04493
x6	1	7.12887	4.45754	1.60	0.1127	0.14621	6.83970
x7	1	-6.85964	1.99363	-3.44	0.0008	0.33703	2.96711

Рассчитано автором.



## Приложение 3.4

## Результаты дисперсионного анализа

Анализа дисперсии					
Источник	Степени свободы	Сумма квадратов	Средний квадрат	F-значение	Pr.>F
Модель	4	59.31943	14.82986	49.69	< .0001
Ошибка	107	31.93357	0.29844		107
Коррекция общая	111	91.25301			

Рассчитано автором.

SAINT-PETERSBURG UNIVERSITY

*Manuscript copyright*

**Jiang Xuyan**

**CURRENCY POLICY OF PRC IN THE CONTEXT OF MARKET REFORMS**

Scientific speciality

5.2.4. Finance

DISSERTATION

for the degree of candidate of economic sciences

Translation from Russian

Supervisor:

Doctor of Economics, Professor

Sokolov Boris Ivanovich

Saint-Petersburg – 2023

## CONTENT

INTRODUCTION .....	220
CHAPTER 1. BASIC CONCEPTS AND THEORETICAL ASPECTS OF THE INTERACTION BETWEEN CURRENCY POLICY AND ECONOMIC DEVELOPMENT.....	229
1.1 The place and role of currency policy in the national economy .....	229
1.2 The interrelation between monetary policy and currency policy.....	250
1.3 Functions and targets of the People's Bank of China and financial institutions in implementing currency policy .....	258
Conclusion on chapter 1 .....	262
CHAPTER 2. EVOLUTION OF CHINA'S CURRENCY POLICY .....	264
2.1 Stages and directions of transformation of currency regulation system .....	264
2.2 Exchange rate policy and currency interventions .....	285
2.3 Specifics of measures for RMB internationalization .....	320
Conclusion on chapter 2 .....	335
CHAPTER 3. PROBLEMS AND PROSPECTS OF CURRENCY POLICY IN THE CONTEXT OF BUILDING A HIGH-LEVEL MARKET ECONOMY SYSTEM .....	338
3.1 Empirical study of exchange rate regime flexibility, capital account openness and monetary policy independence .....	338
3.2 Transformation of the exchange rate mechanism with a market orientation .....	350
3.3 Novations in currency regulation on capital account .....	358
Conclusion on chapter 3 .....	365
CONCLUSION .....	366
REFERENCE .....	378
APPENDIX .....	400

## INTRODUCTION

**Relevance of the research topic.** The interconnection and interdependence of national economies continues to grow in the context of the growing internationalisation and globalisation of economic activity and the deepening of integration processes. At the same time, currency policy, which has an increasing influence on the functioning of national economies, plays an increasingly important role in the government's domestic and foreign economic policy portfolio. A government's currency policy not only influence the national economy of an individual state, but also the situation in the world as a whole. Furthermore, currency policy can be implemented in such a way that, in an open economy, a country can take full advantage of globalisation, the negative effects of international economic and financial turmoil can be reduced, monetary policy independence can be maintained, as well as external and internal equilibrium targets in macroeconomic operations. This has always been a major topic of research in the theoretical community and the macro-regulation department. Since the establishment of a market economy in 1994, the monetary authorities of China, in accordance with the reform of the exchange rate regime and its influence on the exchange rate level, have been solving key macroeconomic issues and continuing to seek a balance between capital account regulations and the tasks of exchange rate policy in different periods, such as attracting international capital, encouraging outward investment and Renminbi internationalization. In terms of GDP volume based on purchasing power parity, China ranked the fourth in the world in 1994, surpassing Germany, and ranked the first in the world in 2016, surpassing the USA. Such an achievement is undoubtedly linked to the monetary authorities' currency policy, since in an export-oriented economy the social and economic development of the country depends to the state of international trade and the successful attraction of foreign investment, which ultimately translates into growth of gross domestic product. However, any political compromise is the result of weighing the pros and cons. Can the experiences and lessons learned from the implementation of China's currency policy be applied to other countries? Motivated by these facts, I chose the topic to explore the the advantage and disadvantage of china currency policy.

The reason that I pay my attention on the topic is also due to the events occurred recently. The People's Bank of China stated in 2022 that the national economy faced global risks related to major foreign trade restrictions (due to pandemic, sanctions pressure and exported inflation triggered by "helicopter money" issued by the US Federal Reserve), it is even more important to ensure stable economic growth, stable imports of raw materials and stable exports of commodities by maintaining an

optimal RMB exchange rate.

**The research development of the problem.** Scientific reference on the proposed problems is extremely extensive and enjoys well-deserved recognition. Due to the work of Mundell and Fleming, the ideal model of an open economy is developed. The analysis of the economic essence of the Mundell-Fleming model is considered in the works of such scientists as Aizenman J., Chinn D.M., Ito H. The works of Harris L., Yi Gang and Tang Xian, Beckworth D., and Guan Tao evaluate the economic rationality of applying the model in the conditions of China.

More and more scientists, experts, researchers, and analysts are showing interest in specific issues related to China's national currency (yuan), as China's growing influence in the global economy has led to increasing influence of its currency policy on the state of the world economy, reforming of the international monetary system and restructuring of the international financial order. A large number of scientific materials and articles devoted to the study of yuan-related issues can be divided into several main directions. The issue of determining the equilibrium exchange rate is addressed in the works of R. McKinnon, J. Frankel, S. Roach, Ma Guosuan and Yu Run, Sun Guofeng and Sun Bibo, Yang Changjiang and Zhong Ninghua, Tang Yahui and Chen Shoudong. D.A. Izotov, R. Rajan, Li Hongbin, Gu Yu, Wei Weixian, Jin Chaohui and Zhu Mengnan, Li Yanli. Guo Rong and Jia Wenqing studied the impact of the yuan exchange rate on foreign trade, international capital flows, or macroeconomics. The issue of internationalization of the Chinese yuan and its status is presented in studies by K. Andreev, A. Basov and E. Sachkov, Chernilevskaya, V. Cherkasov, Subacci, S.F. Sutyryn, Balyuk, Zharikov, Binder, Nozdrev, Andreev, Arutyunyants, Bowles and Wang, Aglietta, Hyoung-kyu, Kuryen and Geoksavir, Park and Song, J. O'Neil, J. Frenkel, B. Eichengreen and M. Kawai, I.V. Kudryashova, E.A. Barinov, V. Shapovalov, D.I. Kondratov, A.P. Polivach, Lin LeFen and Wang Shaonan, Sha Wenbing and Liu Hongzhong, Gao Haihong and Yu Yongding, Jiang Boke and Zhang Qinglong, Zhang Falin, Yang Mingzhen and Cui Yang, Song Ke, Zhu Sidi and Xia Le, Que Chengyu and Sun Xiaoxuan. The issue of yuan internationalization was raised in 2009 and actively discussed shortly before and after the application to the IMF for the inclusion of the yuan in the SDR currency basket. The approval of the application in 2016 caused some surprise in external scientific circles, many criteria that a world reserve currency should meet are given.<sup>133</sup> Forecasts were made regarding the

---

<sup>133</sup> Sokolov B. I. Jiang Xuyan. Actual problems of managing the yuan transformation process into a world reserve currency / B. I. Sokolov, Xuyan Jiang // Actual problems of management: productivity, efficiency, quality: proceedings of the international scientific and practical conference, Saint

measures that would be taken to accelerate the growth of the yuan's influence in international payment transactions. However, these forecasts and recommendations did not take into account the risks that the country's economy could face, as pointed out by B.I. Sokolov and X. Jiang.<sup>134</sup> In general, practically all Russian publications emphasize that the yuan is not currently a fully freely usable currency. But authors formulate what measures should be taken to increase the degree of yuan internationalization, not based on the problems of China's economic development, but on the characteristics of the dollar, euro, and yen as reserve currencies. For example, A. Polivach proposed the necessity of opening of financial accounts on the balance of payments for further yuan internationalization. The practical problem is that with the comparative underdevelopment of China's domestic financial markets, their opening to non-residents can lead to sharp imbalances in the foreign exchange market. The summary of research results shows the importance of continuing and deepening scientific research towards identifying forward-looking measures of the PRC's currency policy, taking into account the noted provisions.

Thus, on the one hand, the topic of the work has been studied in sufficient detail in terms of individual issues of China's currency policy in the world and in Russia. On the other hand, considering the consistency of currency and monetary policies, pandemics, sanction pressure and exported inflation by the USA, comprehensive scientific work is insufficient to evaluate the China's currency policy and its prospects in the context of market reforms.

**The aim and tasks of the research.** The aim of this study is to reveal the evolution of the China currency policy focusing on internal economic growth in the context of market reforms and to present the most important problems and ways to solve them.

Achieving this aim requires accomplishing the following tasks:

- Characterize the status and functions of currency policy in managing the national economy;
- Consider the models of internal and external equilibrium (Mundell-Fleming model) based on the IS-LM model;
- Explain the relationship between monetary and exchange rate policies based on the idea of the impossible trilemma, expanded impossible trinity, and impossible dilemma;

---

Petersburg, november 10, 2017. – Saint Petersburg: Saint Petersburg State University press, 2017. – P. 45-48.

<sup>134</sup> Sokolov B.I., Jiang Xuyan. Internationalization of the Renminbi: pros, cons, and consequences // problems of modern economics. 2017. № 3 (63). P. 56-60.

- Determine the role of the People's Bank of China and financial institutions in the implementation of exchange rate policy;
- Identify the stages and directions of the evolution of the currency regulation system in China;
- Retrospect specific practical measures taken by the People's Bank of China on the exchange rates and currency interventions;
- Identify measures and directions for the internationalization of the yuan;
- Build an EL indicator to measure the elasticity of the exchange rate regime of the yuan;
- Determine the level of openness of the capital account in China;
- Perform empirical research to examine the relative changes in the independence of interest rate policy in China in different periods;
- Formulate recommendations for further reforming the exchange rate guided by the market;
- Put forward a proposal to reform currency regulation on capital account.

**Object and subject of the research.** The object of the paper is the foreign exchange system and currency policy of the monetary authorities of China. The subject of the research is the trends, specifics, problems, and prospects of transforming mechanisms of currency policy.

**The chronological framework of the study** covers the period from the beginning of the establishment of the market economy system in China, approximately from 1993 to 2021.

**The correspondence of the dissertation to the research area of the specialty and the passport of the scientific specialty.** The dissertation research corresponds to the scientific specialty 5.2.4. Finance, in accordance with the list of scientific specialties for which dissertations for the degree of Doctor of Science and Candidate of Science are accepted for consideration and defense at St. Petersburg State University (formed on the basis of the nomenclature of scientific specialties for which academic degrees are awarded, approved by the order № 118 of the Ministry of Science and Higher Education of the Russian Federation of 24 February 2021).

In accordance with the passport of the scientific specialty 5.2.4. Finance, special attention is paid to the following areas within the framework of the dissertation research: Currency and financial operations. Foreign exchange markets, their functioning and regulation; Money supply and demand. Money emission. Inflation; Monetary policy in the Russian Federation and abroad. Criteria and methods for increasing the effectiveness of monetary policy; Forecasting the development of financial and foreign exchange markets.

In the research, different methods are applied to achieve the most reliable, accurate, and verified results based on the available current and relevant data of various types related to the research topic.

**Theoretical basis** of the work is the classic works of domestic and foreign (primarily Chinese) researchers dedicated to the theoretical aspects of currency policy and the analysis of the evolution of the currency policy of the People's Republic of China.

**Methodological basis.** To analyze the practical measures taken by the People's Bank of China and demonstrate their effectiveness, the concrete-historical approach and the systemic approach were applied, ensuring accuracy, objectivity, and continuity of the aggregated data, and therefore, the logical conclusions are obtained. Within the framework of the concrete-historical approach and the systemic approach, The methods as analysis , synthesis, induction , deduction and generalization were used , as well as statistics and comparison.

To analyze the results and problems of the market-oriented exchange rate reform from the perspective of exchange rate regime elasticity, the EL indicator was used to measure the elasticity of the exchange rate in different periods with Excel, and the indicator was constructed using Bayoumi and Eichengreen's methodology.

An empirical study based on the generalized autoregressive conditional heteroskedasticity (GARCH) model and error correction model using Eviews 10 software was conducted to examine the relative changes in the independence of interest rate policy in China during different periods. The empirical study was based on general scientific principles of comprehensive study of economic phenomena, methods of systemic and logical analysis, generalization, and mathematical statistics. Regression analysis and ADF residual tests were used to analyze the empirical data.

Stepwise regression analysis, collinearity diagnostics, variance analysis were used to calculate the nominal equilibrium exchange rate of the yuan against the US dollar.

**Information database.** The sources of the data are from the State Administration of Foreign Exchange of China, the Chinese Foreign Exchange Trading System, the People's Bank of China, the National Bureau of Statistics of China, the IMF, the Bank for International Settlements, the World Bank, the Wind financial terminals, SWIFT, CEIC database, APP Tianyancha, etc. Statistical collections and reports, legislative acts of China and Russia were also used in the work.

**The scientific novelty of the dissertation** lies in that a comprehensive analysis of the currency policy during the period of market reforms of the export-oriented national economy is presented based



on the study of currency legislation and generalization of financial and economic statistics, considering the priority of currency policy over monetary policy as components of macroprudential policy, with significant influence of the pandemic, sanctions pressure, and exported inflation.

Main results of the scientific research:

1. It is proved that China's experience in the mechanism reforming for setting the exchange rate is unique, and it can be used only by those countries in which the economic growth is carried out with limited raw materials, and there is an organizational, legal and institutional relationship, similar to China's, between market-oriented reform of the yuan exchange rate and economic growth.

2. The point is reinforced that in the conditions of an export-oriented economy, the internationalization (market-oriented reform) of the exchange rate of the national currency of China is capable of removing the limits of economic growth without opening financial accounts of the balance of payments, thereby allowing adequate response to external and internal negative challenges (global economic crises, pandemics, sanctions, etc.). To confirm the point, specific practical measures taken by the People's Bank of China to internationalize the yuan exchange rate have been traced from 1994 to 2021 as a tool to attract external resources for the growth of export-oriented economy.

3. The priority of currency policy over monetary policy have been identified and introduced into scientific circulation: from 1994 to 1997, the money supply expansion caused by direct interventions to prevent the appreciation of the yuan was inconsistent with the strict monetary policy required due to high domestic inflation, and it was sterilized by monetary authorities through the recall of the refinancing to commercial banks; from 1998 to 2000, currency controls were tightened to prevent capital outflows and achieve the political goal of preventing exchange rate depreciation, which contradicted the low interest rate policy implemented during the domestic economic downturn; the use of direct interventions to stabilize the exchange rate from 2001 to May 2002 in the context of improving the balance of payments corresponded to the goal of stimulating monetary policy needed in deflationary conditions; from June 2002 to the exchange rate reform "7-21" in 2005, the yuan exchange rate was mainly stabilized at 8.27 with direct interventions, which contradicted the moderately tight monetary policy required in conditions of moderate inflation; from the exchange rate reform "7-21" to the first half of 2008, direct interventions were carried out to slow down the appreciation of the yuan, which contradicted the moderately tight monetary policy at that stage; from the second half of 2008 to the first half of 2009, there was a conflict between moderately soft monetary

policy and prevention yuan depreciation in the policy of stable growth, which turned into a conflict between preventing the appreciation of the yuan and preventing imported inflation from the second half of 2009 to June 18, 2010; from June 19, 2010 to September 2011, direct interventions were still carried out to soften the appreciation of the yuan, which contradicted the moderately tight monetary policy; from October 2011 to June 2014, the yuan exchange rate policy with expanded bilateral fluctuations for absorbing capital flow shocks and incomplete sterilized direct intervention corresponded to the goal of slightly soft monetary policy required due to the slowdown of domestic economic growth and limited liquidity caused by capital flow uncertainty; from the third quarter of 2014 to the end of 2016, the yuan devaluation policy corresponded to the goal of stimulating monetary policy, capital flow management was strengthened through macro-prudential measures and currency controls, and foreign exchange reserves were sold to slow down the pace of yuan devaluation, which to some extent sterilized the effect of the stimulating monetary policy; from 2017 to 2021, bilateral fluctuations in the yuan exchange rate as a policy became the norm, in line with the direction of monetary policy, the People's Bank of China largely abandoned daily interventions in the foreign exchange market.

4. Based on the idea of the impossible trilemma, empirical research has been confirmed on changes in China's monetary policy. It is found that: 1) when China's capital account is mostly closed, the higher the elasticity of the exchange rate regime, the greater the independence of monetary policy; when China's capital account becomes more open, an increase in the elasticity of the exchange rate regime cannot compensate for decreases of the independence of monetary policy due to increased cross-border capital flows; 2) the situation in China is more in line with the impossible dilemma scenario: even if the exchange rate fluctuates freely, the liberalization of the capital account and the independence of monetary policy are incompatible. Therefore, effective management of the capital account increases the independence of monetary policy; 3) exchange rate liberalization is not a necessary basis for capital account liberalization, and the implementation of exchange rate liberalization should not be perceived as a signal for capital account liberalization.

5. The comprehensive analysis of the problem of market-oriented exchange rate reform allowed us to determine whether the exchange rate regime's elasticity change (EL) at various stages before and after the exchange rate reform correspond to the expansion of the daily floating range during the exchange rate reform. The research results show that the elasticity of the exchange rate regime does

not positively correlate with the growth of the daily trading price floating range, but rather depends more on the determination of the demand and supply mechanism in the foreign exchange market. With a serious imbalance in the balance of payments and the existing foreign exchange system, the supply-demand relationship in the Chinese foreign exchange market continues to show unwillingness and structural convergence. This showed the need for further development of market-oriented reforms.

6. A prospect plan is proposed for further developing the market-oriented reform of the RMB exchange rate in the export-oriented national economy. Without opening the balance of payments financial accounts, the plan to improve the market-oriented reform of the RMB exchange rate is to establish a hidden target area for the RMB exchange rate, and the foreign exchange system is to be reformed to change the involuntary and structurally convergent supply and demand relationship in China's foreign exchange market, and to change the current currency issuance mechanism affected by the yuan equivalent of foreign exchange reserves.

7. Measures have been taken to reform currency regulation on capital account, such as optimizing existing tools for macroprudential currency regulation, enriching its instruments, increasing regulated objects, expanding the scope of market participant classification, creating uninterrupted interdepartmental mechanisms for information exchange and communication, improving cross-border coordination and cooperation.

**The theoretical significance** of the obtained results lies in the inference of the variety of paths for the internationalization of national currency in the context of relatively underdeveloped domestic financial markets, as well as in the confirmation of the influence of capital account liberalization and changes in exchange rate regime elasticity on the independence of China's monetary policy.

**The practical significance** is related to the generalization of relevant measures for further internationalization of the yuan without opening financial accounts of the balance of payments: cancellation of the middle parity and daily floating limit of 2%; establishment of a hidden target zone for the yuan exchange rate based on the equilibrium exchange rate; creation of exchange rate stabilization fund for open market operations; optimization of the structure of reserve assets and increase in the share of gold reserves. The proposed measures for the internationalization of the yuan without full opening of the financial account of the balance of payments correspond to the external economic policy announced by the People's Bank of China in 2022.

**Validation of research results.** The findings do not contain internal contradictions and have been

successfully validated through publication activities and presentations at international conferences.

**Structure of work.** The dissertation consists of an introduction, three chapters, a conclusion, a list of references, and appendices. The text is accompanied by 28 figures and 16 tables.

## CHAPTER 1. BASIC CONCEPTS AND THEORETICAL ASPECTS OF THE INTERACTION BETWEEN CURRENCY POLICY AND ECONOMIC DEVELOPMENT

### 1.1 The place and role of currency policy in the national economy

In the narrow sense, currency refers to cash and non-cash monetary symbols, divided into national currency and foreign exchange in relation to the issuing country, used in foreign economic activity. Russian legislation distinguishes two types of currency in the narrow sense: foreign exchange and the currency of the Russian Federation.<sup>135</sup> In the legislative acts of the People's Republic of China, foreign exchange refers to the following forms: (1) foreign cash, including paper currency and coins; (2) payment documents or payment instruments in foreign exchange, including bills, bank deposit certificates, bank cards, etc.; (3) securities in foreign exchange, including bonds, stocks, etc.; (4) special drawing rights; (5) other assets in foreign exchange.<sup>136</sup> That is, in Chinese legislation, foreign exchange in a broad sense is defined as payment means and assets for international settlements expressed in foreign exchange. The current legislation of the Russian Federation also includes the concept of currency in a broad sense, using the category of "currency values". In accordance with the Law "On currency regulation and currency control", foreign exchange and foreign securities are considered currency values. In this dissertation, the term "currency" refers not only to foreign exchange (currency values), but also to national currency.

Currency policy is an integral part of a country's foreign economic policy aimed at regulating the sphere of international settlements and maintaining its national currency.<sup>137</sup> In economic circles, some scholars consider the concept of currency policy as the country's activities only in the field of international economic relations, while other economists believe that currency policy not only affects international economic relations but also the country's domestic economy. Currency policy is a combination of economic, legal, and organizational measures implemented by the state in the field of international currency relations.<sup>138</sup> The state's currency policy acts as a set of measures in the field of

---

<sup>135</sup> Federal law "On currency regulation and currency control" of 10.12.2003

<sup>136</sup> Regulation of PRC on the administration of foreign exchange (state council order of PRC [2008] No. 532 of 05.08.08)

<sup>137</sup> Foreign economic dictionary / ed. I.P. Faminsky. – Moscow: INFRA-M, Termika, 2001. URL: [Http://http://economics.niv.ru/doc/dictionary/foreign-economic/fc/slovar-194-1.htm#zag-216.niv.ru/doc/dictionary/foreign-economic/fc/slovar-194-1.htm#zag-216](http://economics.niv.ru/doc/dictionary/foreign-economic/fc/slovar-194-1.htm#zag-216.niv.ru/doc/dictionary/foreign-economic/fc/slovar-194-1.htm#zag-216) (accessed: 22.04.2021).

<sup>138</sup> Currency regulation in the system of state administration of economy / ed. by V. M. Krasheninnikova. – Moscow: Economica, 2003. – P. 55.

international economic relations...<sup>139</sup> According to L.N. Krasavina, currency policy is a "combination of measures implemented in the field of international currency and other economic relations in accordance with the current and strategic goals of the country."<sup>140</sup> According to Abramov D.V., currency policy can perform such functions as ensuring the sustainability of economic growth, curbing the growth of unemployment and inflation, maintaining balance of payments only if it is an integral part of the monetary policy of the country and is carried out on the basis of constant interaction of means used in monetary, currency, and budgetary (financial) policy areas, since the regulation of public spending and taxes has a great impact on the state of the national currency, public debt, competitiveness of the country.<sup>141</sup> In the book "Currency regulation in the system of state administration of economy" the authors divided currency relations into two levels: the first level of currency relations is currency relations in the national economy system, which is an integral part of the monetary and credit sphere and affects the state budget and economic growth of the country; the second level of currency relations is currency relations in the global economy system, which are considered as a "key form of international economic relations."<sup>142</sup> Avagyan G.A. and Veshkin Y.G. define currency policy as "an integral part of the internal and external economic policy of the state, representing the directed actions of the government inside and outside the country, carried out through the impact on the national currency, exchange rate, and currency operations. It is a combination of economic, legal, and organizational measures and forms in the field of currency relations."<sup>143</sup> This definition considers currency policy as activities within the country and in the foreign economic sphere. According to Abramov, "modern currency policy is a component of the state's overall economic policy, its monetary policy, organically linked to another component of the latter - monetary and credit policy, aimed at ensuring the stability of the national currency and conducting currency operations of residents and non-residents within the country, in the field of foreign economic activity and interstate

---

<sup>139</sup> Currency market and currency regulation / edi by I. N. Platonova. – Moscow: Beck, 1996. – P. 81.

<sup>140</sup> Currency and credit and financial relations / I.N. Krasavina. – Moscow: Finance and statistics, 2000. – P. 181.

<sup>141</sup> Abramov D. V. Foreign exchange policy of Russia in the context of globalization: Results, problems and contradictions / D. V. Abramov, A. N. Spartak. – Moscow; Tula: Grif and K, 2010. – P. 8.

<sup>142</sup> Currency regulation in the system of state administration of economy / ed. by V. M. Krasheninnikova. – Moscow: Economica, 2003. – P. 62

<sup>143</sup> Avagyan G. A., Veshkin Y. G. International currency and credit relations / G. A. Avagyan, Y. G. Veshkin. – Moscow: Economist 2005. – P. 138. Ibid. – P. 138.

settlements"<sup>144</sup>. He believes that currency policy is "a line of defense for the economy, primarily for transforming countries, taking on the challenges of globalization. It is influenced by general processes of globalization and especially changes and trends in the field of international currency and financial relations".<sup>145</sup> Currency policy is a component of the state's economic and foreign economic policy, representing a line of action taken by the state inside and outside the country, carried out through the influence on currency, exchange rates, and currency operations. The main instruments of currency policy are currency intervention, currency restrictions, foreign exchange reserves, currency subsidies, and currency parities. The country's currency policy is conducted by its government, central bank, and central financial bodies. At the global level, currency policy is conducted by international currency and financial organizations (IMF, international banks).<sup>146</sup>

Thus, we believe that currency policy is a set of economic, legal, and organizational measures<sup>147</sup> that, along with monetary policy, are an integral part of the state's macroprudential policy and serve as a line of defense for the national economy in international currency and financial activities. It is important to note that in the context of an export-oriented economy, currency policy takes priority over domestic monetary policy.

The direction, forms, and task of currency policy are determined by the currency-economic situation of the country, trends in the development of the global economy, and the balance of power on the world stage. Concrete tasks of currency policy are put forward at different stages, such as overcoming currency crises, ensuring currency-economic stability, currency restrictions, liberalization of currency operations, transition to convertibility of the currency, etc.<sup>148</sup> To solve the tasks in

---

<sup>144</sup> Abramov D. V. Foreign exchange policy of Russia in the context of globalization: Results, problems and contradictions / D. V. Abramov, A. N. Spartak. – Moscow; Tula: Grif and K, 2010. – P. 11.

<sup>145</sup> Ibid., P. 12.

<sup>146</sup> Raizberg B.A., Lozovsky L.Sh., Starodubtseva E.B. Modern dictionary of economics. – 2nd ed. M.: INFRA-M, 1999. 479 p. URL: <https://www.ebk.net.ua/book/ses/v/0051.htm> (accessed: 22.04.2021).

<sup>147</sup> Financial system of China / Ivanov V.V., Pokrovskaya N.V., Belozarov S.A., Vashchuk A.E., Voronova N.S., Voronov V.S., Gorbushina S.G., Darushin I.A., Kakaulina M.O., Kovalev V.V., Korshunov O.Y., Kochergin D.A., Lebedev B.M., Lvova N.A., Liu C., Pisarenko J.V., Sokolov B.I., Su Y., Sun J., Titov V.O., He P., Jiang X.; Eds. Ivanov, N.V. Pokrovskoy. – Moscow: Prospect, 2020. – 352 p.

<sup>148</sup> Financial and credit encyclopaedic dictionary / edited by A.G. Gryaznova. – Moscow: Finance and statistics, 2002. URL: <http://economics.niv.ru/doc/dictionary/financial-credit/articles/372/valyutnaya-politika.htm>.niv.r

different periods, the following instruments of the currency policy mechanism are mainly used: exchange rate, foreign exchange reserves, and currency interventions.<sup>149</sup> The exchange rate is considered the most important component of the currency policy mechanism, which can take two main forms: liberal currency policy based on the use of a floating exchange rate and state-regulated currency policy based on a fixed or intermediate exchange rate.

The globalization of the world economy affects the direction of currency policy in both developed and transitional economies. According to L.N. Krasavina, there are several trends in the development of international currency relations under conditions of globalization, polycentrism, and regionalization of the world economy:<sup>150</sup> 1) the primary trend is currency globalization, a new trend in the development of international currency relations aimed at increasing their internationalization in accordance with the requirements of the globalizing world economy; 2) the second trend is the strengthening of currency polycentrism in the form of the use of several competing national currencies as global currencies; 3) the third trend is currency regionalization, which is manifested in the use of regional currencies and currency units (money) in regional economic integration associations; 4) the fourth trend is associated with the expansion of the use of national currencies as global currencies; 5) the fifth trend is manifested in the use of international currency units; 6) the sixth is associated with the idea of a supranational currency; 7) the seventh is manifested in the use of gold as real reserve assets, despite the gradual loss of gold's monetary functions; 8) the eighth is manifested in the globalization of regulation of international currency relations at the market and interstate levels. According to O.V. Butorina, factors determining the exchange rate include the economic situation in the country, inflation rates and expectations, the state of the balance of payments (current account and capital account, especially the short-term capital flow in conditions of financial liberalization since the 1980s), differences in interest rates and yields of securities in different countries, behavior of currency markets, speculative currency operations, the degree of trust in the national currency, the degree of use of the currency in international settlements and on international financial markets, and the solvency of the

---

[u/doc/dictionary/financial-credit/articles/372/valyutnaya-politika.htm](http://u/doc/dictionary/financial-credit/articles/372/valyutnaya-politika.htm) (accessed: 22.04.2021).

<sup>149</sup> Lopatnikov L. I. Economic and mathematical dictionary: Dictionary of modern economic science / L. I. Lopatnikov. – M.: Delo., 2003. – 520 p.

<sup>150</sup> Krasavina I.N. Trends and prospects for the development of international monetary relations in the context of globalization and regionalization of the world economy and monetary policy of Russia / I. N. Krasavina. – Moscow: Financial university, 2012. – P. 11, 15, 20, 25, 29, 30, 31, 33.



country.<sup>151</sup> Long-term trends in the exchange rate are determined by complex factors such as relative rates of economic growth in the country and abroad, growth rates of the money supply, and relative changes in the economic structure.<sup>152</sup>

The exchange rate serves as the main value indicator of economic policy. L.N. Krasavina believes that changes in exchange rate affect the redistribution of a part of gross domestic product between countries, which is realized in external markets.<sup>153</sup> According to S.R. Moiseev, the exchange rate is an extremely important price indicator of the economy, in particular, it has great significance for conducting monetary policy and its effectiveness.<sup>154</sup> Although currency relations are secondary in relation to reproduction, they have relative autonomy and have a reverse impact on it.<sup>155</sup> The use of the exchange rate as a macroeconomic policy tool is due to its important macroeconomic role, since many economic indicators depend on the level and dynamics of the exchange rate. Let's take the devaluation of the national currency as an example of the macroeconomic role of exchange rate dynamics to explain the channel and consequences of its impact on the national economy and international relations (see table 1.1).

Table 1.1 – Impact of nominal exchange rate devaluation on indicators of the national economy

<b>Indicator</b>	<b>Mechanism</b>
1	2
Economic growth:	
GDP = C + I + G + (X - M)	GDP growth is driven by net exports with a devaluation of the national currency.
The domestic price level (increase):	
Rising prices of imported goods	Direct changes in the prices of imported final goods and services; Increasing prices of domestically produced goods and services, their production costs include the costs of imported spare parts.

<sup>151</sup> Butorina O.V. International currencies: integration and competition / O.V. Butorina. – Moscow: Business literature, 2003. – P. 106.

<sup>152</sup> Sun Wenbing. Theoretical analysis and international comparison of currency market interventions / Wenbin Sun // World economy. – 1998. – №6. – P. 47.

<sup>153</sup> Krasavina I.N. Currency and credit and financial relations / I.N. Krasavina. – Moscow: Finance and statistics, 2000. – P. 32

<sup>154</sup> Moiseev S. R. Monetary policy: theory and practice / S. R. Moiseev. – Moscow: Moscow financial-industrial academy, 2011. – P. 261-262

<sup>155</sup> Krasavina I.N. Currency and credit and financial relations / I.N. Krasavina. – Moscow: Finance and statistics, 2000. – P. 19.

Continuation of the table 1.1

1	2
Rising prices of export commodities	Domestic export prices will rise with increased export volumes
Increase in aggregate demand	When wage rates change following price increases due to currency devaluation.
Increase in production costs	Price and wage increases
Special circumstances	Prices have much more upward flexibility than downward flexibility, so that a depreciation of the exchange rate leads to an increase in prices domestically, and when the exchange rate rises, there is little or no price reduction
	In hyperinflation, most prices are actually expressed in dollars (or other stable foreign exchange) and are then converted into local currency prices by multiplying by the current market exchange rate, so that domestic market prices follow exchange rate movements directly and almost without time lag.
Balance of payments:	
Imports and exports\ Trade balance	In the short term, the volumes of exports and imports react poorly to the changed nominal exchange rate. The price of imported goods in the national currency increases, and the price of export goods in foreign exchange falls. Therefore, when the national currency is devalued, the trade balance worsens in the months following the devaluation.
	According to the "J-curve" effect, after six months or a year, the trade balance will improve because the longer the time period, the more elastic supply for exports and the elasticity of demand for imports, respectively domestic companies can react to an exchange rate devaluation and add supplies to the foreign market and reduce the volume of imports.
Foreign direct investment	Increased inflows when the exchange rate depreciates, as the foreign investor gets cheaper access to the necessary resources.
Cross-border flows of foreign portfolio investment	Cross-border portfolio flows are affected by differences in asset returns across countries, as well as by the risk factor and expected exchange rate movements. Portfolio investors get rid of investments in securities at the first sign of instability in a country's economy or devaluation of its currency.
State budget:	
Revenue items	A change in the exchange rate will immediately lead to a corresponding change in receipts to the state budget in the national currency from advalorem foreign trade duties; Other income from taxes on foreign trade, from the sale of export and import licenses will change as the volume of foreign trade turnover will respond to the new exchange rate; An increase in the volume of receipts from internal taxes, primarily indirect (VAT, excise taxes, sales tax) and income tax revenue with an increase in the level of domestic prices and wages in general.

Continuation of the table 1.1

1	2
Expenditure items	Cost of public purchases of goods and services will rise; Salary cost for civil servants and employees in the public sector will increase; Expenses on repayment and servicing of external debt denominated in foreign exchange, calculated in national currency, will increase.
Results	The state budget can improve or deteriorate as a result of exchange rate movements, depending on many variables: the size and structure of the external debt, the size of the public sector, the share of foreign trade revenue in total government revenue, the level and structure of taxes, the share of imports in total government purchases of goods and services, etc.
Country's money market and asset structure:	
Demand and supply of the national currency	Currency devaluation causes prices to rise, which leads to an increased demand for money. In order to maintain the exchange rate at the new level, the central bank must intervene in the foreign exchange market until the excess demand for the national currency is satisfied.
Foreign exchange reserves	As a result, the money supply increases (the shortage of money of economic agents is mitigated by the sale of national currency by the bank), the central bank increases its foreign exchange reserves, and the private sector reduces its foreign assets.
Foreign assets of private sector	When the exchange rate depreciates, the value of foreign exchange-denominated reserves increases.
Aggregate demand	On the one hand, net exports increase as a result of devaluation, and hence aggregate demand also increases. On the other hand, devaluation stimulates inflation and, consequently, decreases the real value of money supply, which leads to reduction of real consumer spending as well as investment (due to increase of nominal interest rate, according to Fisher effect, inflation increases while nominal interest rate increases). Thus, devaluation of the national currency does not lead to change in the total value of aggregate demand, but to shifts in its structure.
Real exchange rate	Since the devaluation of the national currency has inflationary consequences, the increase in domestic prices dampens the devaluation effect to a large extent, since the real exchange rate changes less than the nominal exchange rate.
Microeconomic activity	Exchange rate fluctuations increase the risk of trade settlements or external debts of companies; Exchange rate appreciation will force companies to improve production efficiency or encourage the renewal of their production structure.
International economic relations	The country's huge trade surplus caused by its falling exchange rate is likely to cause international trade disputes and currency wars.

Compiled by: Kholopov A.V. Currency exchange rate as an instrument of macroeconomic regulation / A.V. Kholopov // World economy and international relations. – 2004. – №12. – P.25-33. URL: [http://http://www.mgimo.ru/files2/2014\\_01/up93/file\\_649817d50ff689fee9e702fb7d24c40d.pdf](http://http://www.mgimo.ru/files2/2014_01/up93/file_649817d50ff689fee9e702fb7d24c40d.pdf).mgim

o.ru/files2/2014\_01/up93/file\_649817d50ff689fee9e702fb7d24c40d.pdf (accessed: 29.04.2021).

The place of currency policy in the national economy depends on the approaches to conducting exchange rate policy within the framework of macroeconomic regulation measures. According to Kholopov, there are two fundamentally different approaches (see table 1.2).

Table 1.2 – Approaches to the implementation of exchange rate policy in the system of macroeconomic regulation measures

	Name of approach	
	Policy of "real targets"	"Nominal anchor" policy
Place of the exchange rate	Using the nominal exchange rate in conjunction with other economic policy instruments to achieve real targets.	The exchange rate determines changes in nominal variables in order to link the rate of domestic inflation to the rate of inflation in trading partner countries.
Benchmark for macroeconomic indicators	Real targets (GDP, employment rate, current account, etc.)	Exchange rate
Exchange rate function	The level of the nominal exchange rate changes along with other macroeconomic policy measures in response to changes in real economic indicators.	The exchange rate is used to limit the rate of inflation and domestic economic policy. This policy sends clear signals to the private sector about the prospects for inflation.

Compiled by: Kholopov A.V. Currency exchange rate as an instrument of macroeconomic regulation / A.V. Kholopov // World economy and international relations. – 2004. – №12. – P.25-33. URL: [Http://http://www.mgimo.ru/files2/2014\\_01/up93/file\\_649817d50ff689fee9e702fb7d24c40d.pdf.mgimo.ru/files2/2014\\_01/up93/file\\_649817d50ff689fee9e702fb7d24c40d.pdf](http://http://www.mgimo.ru/files2/2014_01/up93/file_649817d50ff689fee9e702fb7d24c40d.pdf.mgimo.ru/files2/2014_01/up93/file_649817d50ff689fee9e702fb7d24c40d.pdf) (accessed: 29.04.2021).

However, in reality, in an open economy, the chosen exchange rate regime largely determines the role of currency policy in stabilizing and developing the national economy, its place in the system of macroeconomic control measures, and how effectively its functions of correcting economic indicators are implemented.

In the modern world, exchange rate regimes are divided into four broad groups according to the International Monetary Fund's 2019 report: floating exchange rate regimes, fixed exchange rate regimes with hard pegs, fixed exchange rate regimes with soft pegs, and other managed arrangement (see table 1.3).

Table 1.3 – Main criteria of the exchange rate, underlying the classification of the IMF

Type	Categories	Definition
Corner exchange rate regime		
Floating regimes	Floating	Exchange rate is determined by the market itself. There is no obligation to range and inevitably intervene in the pricing of the exchange rate, the central bank can only intervene directly in the behaviour of the foreign exchange market if necessary
	Free floating	Exchange rate is determined by the market itself, based on the supply and demand balance; Monetary authorities only intervene in the foreign exchange market in extreme cases, the frequency of interventions is low and the duration is very long
Hard pegs	Lack of own means of payment	The country uses the currency of another state as legal tender, no domestic monetary policy
	Currency board	Monetary authorities assumes the obligation to exchange national currencies for foreign exchange at a fixed rate, this obligation is enshrined in law. Base money is fully secured by international reserves and the central bank loses its functions as monetary regulator and lender of last resort
Intermediate exchange rate regime		
Soft pegs	Conventional pegged arrangement	A country formally pegs its currency to another country's currency or to a basket of currencies. Linking performance only to historical data, not a promise, and intervening in the exchange rate through direct and indirect methods when necessary
	Pegged exchange rate within horizontal bands	Exchange rate fluctuates freely within a given range of values. At any time, the authorities are ready to protect the horizontal bands with direct or indirect interventions
	Stabilised arrangement	Unofficially pegged, but maintaining an apparent stable trend against another currency or basket of currencies through various currency interventions
	Crawling peg	Exchange rate is periodically adjusted according to an official set value against an anchor currency or basket of currencies.
	Crawl-like arrangement	Exchange rate trend as a crawling peg, only there are no clear official promises of a crawling peg
Residual	Other managed arrangement	Not in the above situation

Source: Guan Tao. The exchange rate game: the yuan and the rise of the great powers / Tao Guan. – CITIC group, 2017. – P. 46-47; Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions 2019. – Washington, DC: IMF, 2020. – P. 13.

Table 1.4 shows that over the last decade, the proportion of IMF member countries that used fixed exchange rate regimes and those using floating exchange rate regimes has decreased overall. Only the

proportion of countries with intermediate exchange rate regimes has increased from 43.2% to 46.4%, due to the development of international trade as more low-income countries join the global production chain, as well as the emergence and digestion of global financial risks. It should be noted that countries with high levels of income generally prefer floating exchange rate regimes, while intermediate regimes are most common in emerging market countries.

Table 1.4 – Percentage of different exchange rate regimes of imf member countries as of april 30, 2019 (%) and representatives in 2019

Type of regime (number of countries)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Floating regimes	34.7	34.7	34.0	34.0	35.1	37.0	35.9	34.4	34.4
Floating (35)	18.9	18.4	18.3	18.8	19.4	20.8	19.8	18.2	18.2
	High-income countries such as New Zealand, South Korea, South Africa, Iceland, Hungary, Czech Republic, Israel, Switzerland, etc. Many developing countries: Argentina, Zimbabwe, Brazil, Peru, India, Indonesia, the Philippines, Thailand, Turkey, etc.								
Free floating (31)	15.8	16.3	15.7	15.2	15.7	16.1	16.1	16.1	16.1
	Most developed countries + Chile, Mexico, Russia								
Hard pegs	13.2	13.2	13.1	13.1	12.6	13.0	12.5	12.5	12.5
Lack of own means of payment (13)	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	7.3	6.8	6.8	6.8
	Countries supported by a large country: Panama, Timor-Leste, Kosovo, etc.								
Currency board (11)	6.3	6.3	6.3	6.3	5.8	5.7	5.7	5.7	5.7
	Hong Kong, etc.								
Soft pegs	43.2	39.5	42.9	43.5	47.1	39.6	42.2	46.4	46.4
Conventional pegged arrangement (42)	22.6	22.6	23.6	23.0	23.0	22.9	22.4	22.4	21.9
	Denmark, Middle Eastern countries: Iraq, Jordan, Saudi Arabia, United Arab Emirates, etc.								
Stabilised arrangement (25)	12.1	8.4	9.9	11.0	11.5	9.4	12.5	14.1	13.0
	Vietnam, Yemen, Egypt, etc.								
Crawling peg (3)	1.6	1.6	1.0	1.0	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
	Honduras, Nicaragua, Botswana								

Continuation of the table 1.4

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Crawl-like arrangement (18)	6.3	6.3	7.9	7.9	10.5	5.2	5.2	7.8	9.4
	Singapore, Bangladesh, Lao PDR, Sri Lanka, Uzbekistan, etc.								
Pegged exchange rate within horizontal bands (1)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
	Historically European countries, but only Tonga is currently included in this classification								
Other managed arrangement (13)	8.9	12.6	9.9	9.4	5.2	10.4	9.4	6.8	6.8
	Afghanistan, China, Myanmar, Kenya, Mongolia, Pakistan, Venezuela, etc.								

Source: Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions 2019. – Washington, DC: IMF, 2020. – P. 7-9.

Advantages and disadvantages of the fixed exchange rate versus the floating exchange rate are something that developed countries, especially emerging economies first, must clearly understand when making a choice.

Frankel argues that floating and fixed exchange rate regimes each have four advantages. The floating exchange rate regime has the following advantages: ensuring independence of monetary policy, the ability to automatically adapt to trade shocks, preserving seigniorage and lender-of-last-resort capabilities, and avoiding speculative attacks.<sup>156</sup> The advantages of the fixed exchange rate regime are as follows: providing a nominal anchor for monetary policy; encouraging trade and investment by eliminating exchange rate risk; preventing competitive devaluation and avoiding speculative bubbles. Under the fixed exchange rate, the central bank's ability to ease monetary policy is limited, which benefits the central bank in controlling reasonable inflation, provided that the pegged currency is a hard currency with strong monetary discipline.

In fact, the advantages of the fixed exchange rate at the same time are disadvantages of the floating exchange rate, and the advantages of the floating exchange rate are also disadvantages of the fixed exchange rate. The fixed exchange rate regime can eliminate the risk of frequent fluctuations in the exchange rate and avoid speculative bubbles in the exchange rate. Conversely, this means that the

<sup>156</sup> Frankel Jeffrey A. Experience of and lessons from exchange rate regime in emerging economies / Jeffrey A. Frankel // National Bureau of Economic Research. – 2003. – No. F3. – С. 9. URL: [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w10032/w10032.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w10032/w10032.pdf) (дата обращения: 22.04.2021).

floating exchange rate regime can lead to speculative bubbles and frequent fluctuations in the exchange rate, or even to "exchange rate flight"<sup>157</sup>. When external shocks affect the market, prices in commodity markets are more sticky and adjust slowly, while prices in the financial market adjust quickly, so the short-term reaction of the exchange rate to external shocks may deviate from the long-term equilibrium level, leading to exchange rate flight, creating risk and uncertainty in international economic relations. For example, in the first half of the 1980s, the dollar bubble caused high budget deficits and high trade deficits in the United States in the context of high interest rates and high exchange rates, which became an important economic background for the Plaza Agreement in 1985. In addition, the regulatory function of floating exchange rates may be poorly realized as a result of an increase in the overall level of internal prices and an increase in the real exchange rate due to currency depreciation, in which case currency depreciation leads not to an improvement in the balance of payments, but to an increase in inflation.

In a fixed exchange rate regime, banks and corporations underestimate the risk of currency depreciation or collapse and therefore hold excessive debt in foreign exchange that is not hedged against currency risk, i.e. the open foreign exchange position is very high. When the fixed exchange rate is under speculative attack and the country has insufficient foreign reserves to support it, the fixed exchange rate in this situation is forced to float and inevitably depreciates excessively, which can lead to bankruptcy of foreign exchange borrowers in the case of an extremely large open foreign exchange position whose revenues in domestic currency are not sufficient to service their foreign exchange debts, with devastating consequences for the economy. In addition, after the collapse of the Bretton Woods system in the mid-1970s, when many of the world's major currencies moved to a "free float" regime, the choice of a currency anchor for fixing the exchange rate became critically important. Anchoring the exchange rate to a particular currency is more advantageous if it is the currency of a country that is the main trading partner.<sup>158</sup> However, if the anchor currency is frequently reissued, countries with fixed exchange rates may face imported inflation and asset bubbles caused by large inflows of foreign capital.

---

<sup>157</sup> Dornbusch R. Expectations and exchange rate dynamics / R. Dornbusch // Journal of political Economy. – 1976. – 84(6). – P. 1161. URL: <http://jrxy.zjsu.edu.cn/jrxy/jssc/2902.pdf> (дата обращения: 22.04.2021).

<sup>158</sup> Kholopov A.V. Currency exchange rate as an instrument of macroeconomic regulation / A.V. Kholopov // World economy and international relations. – 2004. – №12. – P.25-33. URL: [http://www.mgimo.ru/files2/2014\\_01/up93/file\\_649817d50ff689fee9e702fb7d24c40d.pdf](http://www.mgimo.ru/files2/2014_01/up93/file_649817d50ff689fee9e702fb7d24c40d.pdf).mgimo.ru/files2/2014\_01/up93/file\_649817d50ff689fee9e702fb7d24c40d.pdf (accessed: 29.04.2021).



In addition to the advantages and disadvantages of fixed and floating exchange rates, the choice of exchange rate regime is linked to endogenous factors of a country, as economists have known since the development of Robert Mundell's theory of "optimal currency zones"<sup>159</sup> in 1961. Choosing the appropriate regime cannot be made independently of knowledge of the circumstances of the country in question.<sup>160</sup> As Frankel pointed out, no single currency regime is suitable for all countries or at all times.<sup>161</sup> The optimal exchange rate regime depends on the circumstances of each specific country and time. For some countries, corner solutions are indeed good options. Floating exchange rates are still desirable for large economies. Fixed exchange rates may be desirable for very small countries with open economies or for those where a history of hyperinflation or the domination of fickle global investors has made trust insufficient and independent monetary policy can no longer be used.<sup>162</sup> Countries with larger economic scale, lower openness, lower trade concentration, higher degree of economic and financial development, and higher capital mobility are more inclined towards floating exchange rates.<sup>163</sup> In other words, the optimal currency regime largely depends on the characteristics of the country itself, and each country should make a decision on the evolution of its exchange rate regime in accordance with its specific economic system, economic structure, economic scale, and specific stage of development.

Table 1.5 – Criteria for choosing the optimal exchange rate regime for specific conditions

<b>Arguments for the fixed rate</b>	<b>Arguments for the flexible rate</b>
1	2
A more open economy	A larger economy
Geographical trade is more concentrated	More diversified production and exports

<sup>159</sup> Mundell R A. A theory of optimum currency areas / R A. Mundell // The American economic review. – 1961. – No. 51(4) – С.657-665. URL: [http://www.sfu.ca/~kkasa/mundell\\_61.pdf](http://www.sfu.ca/~kkasa/mundell_61.pdf) (дата обращения: 22.04.2021).

<sup>160</sup> Frankel Jeffrey A. Experience of and lessons from exchange rate regime in emerging economies / Jeffrey A. Frankel // National Bureau of Economic Research. – 2003. – No. F3. – С. 4-5. URL: [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w10032/w10032.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w10032/w10032.pdf) (дата обращения: 22.04.2021).

<sup>161</sup> Frankel Jeffrey A. No single currency regime is right for all countries or at all times / Jeffrey A. Frankel // National Bureau of Economic Research. – 1999. – No.w7338. – С. 1. URL: [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w7338/w7338.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w7338/w7338.pdf) (дата обращения: 22.04.2021).

<sup>162</sup> Frankel Jeffrey A. No single currency regime is right for all countries or at all times / Jeffrey A. Frankel // National Bureau of Economic Research. – 1999. – No.w7338. – С. 36-37. URL: [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w7338/w7338.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w7338/w7338.pdf) (дата обращения: 22.04.2021).

<sup>163</sup> Yi Gang, Tang Xian. Theoretical basis of the "Angular solution hypothesis" of the exchange rate regime / Gang Yi, Xian Tang // Financial research. – 2001. – №8. – P.6.

Continuation of the table 1.5

1	2
Countries with very high inflation rates	High level of economic and financial development
Low policy credibility. A fixed exchange rate can play a disciplining role in political decision-making by discouraging emission financing of the budget deficit	High capital mobility
Nominal economic shocks (e.g. changes in the demand for money): The supply of money is endogenous at a fixed exchange rate, fluctuations in the money market will simply be cushioned by changes in foreign exchange reserves and will have no effect on the supply and demand conditions of the commodity markets, i.e. maintaining a fixed exchange rate will be more effective in terms of stabilising output.	Real economic shocks (e.g. changes in export demand or terms of trade): With real economic shocks, the exchange rate should be adjusted to stabilise output by creating (or reducing) external demand. When domestic demand increases, an exchange rate appreciation is advisable in order to redirect some additional demand to external markets.

Compiled by: Kholopov A.V. Currency exchange rate as an instrument of macroeconomic regulation / A.V. Kholopov // World economy and international relations. – 2004. – №12. – P.25-33. URL: [Http://http://www.mgimo.ru/files2/2014\\_01/up93/file\\_649817d50ff689fee9e702fb7d24c40d.pdf.mgimo.ru/files2/2014\\_01/up93/file\\_649817d50ff689fee9e702fb7d24c40d.pdf](http://http://www.mgimo.ru/files2/2014_01/up93/file_649817d50ff689fee9e702fb7d24c40d.pdf.mgimo.ru/files2/2014_01/up93/file_649817d50ff689fee9e702fb7d24c40d.pdf) (accessed: 29.04.2021).

An effective element of currency policy is currency intervention, which is a significant one-time purposeful influence of the central bank of the country in the foreign exchange market and exchange rate, carried out through the sale or purchase of large quantities of foreign exchange or gold and foreign exchange reserves by the bank to regulate the exchange rate in the interests of the state. According to Article 41 of the Federal Law "On the Central Bank of the Russian Federation (Bank of Russia)", the Bank of Russia's currency interventions mean the purchase and sale of foreign exchange by the Bank of Russia in the foreign exchange market to influence the ruble exchange rate and the total demand and supply of money.<sup>164</sup> The People's Bank of China, the central bank of the People's Republic of China, supervises and manages the foreign exchange market throughout the country in accordance with the law and may use monetary policy instruments such as open market operations to buy and sell foreign exchange in the foreign exchange market, regulate the demand and supply of

<sup>164</sup>Federal law "On the Central Bank of the Russian Federation (Bank of Russia)" of 10.07.2002 (ed. from 24.02.2021)

foreign exchange, and stabilize its prices.<sup>165</sup>

When conducting currency interventions, the central bank usually takes additional measures to increase the cost of speculation or change market expectations. These measures include: 1. Raising interest rates, mainly short-term rates in the money market, to increase the cost of speculation, which is usually used by countries during currency crises; 2. Administrative orders to limit speculation, mainly directed at domestic banks, requiring them not to engage in speculative sales themselves and not to lend national currency to foreign speculators, i.e. limiting domestic banks from lending liquidity in national currency to foreign offshore banks; 3. Seeking support and joint action from other central banks or international organizations, partly to obtain additional funds for interventions, but more importantly, to influence market expectations and strengthen market confidence.

The tools of currency policy conducted by central banks are currency interventions and, to some extent, practically all tools of monetary policy: discount policy, open market operations, the setting of reserve requirements for commercial banks, interest rate policy, etc. Thus, currency policy is closely related to monetary policy. Both are practically inseparable parts of the state's economic policy, have closely related goals and are usually carried out by the same institution - the central bank. Therefore, in many developed countries, there is no distinction between currency and monetary policy, and the same term "monetary policy" is used to denote them.

Currency interventions can be divided into direct interventions and indirect interventions. Direct interventions refer to the direct participation of a country's monetary authorities in buying and selling in the foreign exchange market by using foreign exchange reserves, transfers between central banks, or official loans to change the exchange rate of the currency. Indirect intervention means that monetary authorities affect short-term capital flows through interest rates adjustments or verbal interventions to indirectly influence the exchange rate of the currency.

Depending on whether the currency intervention caused changes in the money supply, direct interventions by monetary authorities in the foreign exchange market can be divided into two types: sterilized intervention - using monetary policy instruments to hedge against the changes in the money supply caused by them, and unsterilized intervention - not having a corresponding sterilised operation, causing changes in the money supply.

---

<sup>165</sup>The People's Bank of China open market operations survey / The People's Bank of China . URL: [Http://http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125431/125463/2881199/index.html.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125431/125463/2881199/index.html](http://http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125431/125463/2881199/index.html.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125431/125463/2881199/index.html) (accessed 22.04.2021).

In addition to the exchange rate regime and currency intervention, currency regulation is also an important part of currency policy. In general, the central bank is responsible for conducting currency policy, consisting of several components: exchange rate regime; management of international reserves; currency regulation, including control over international capital flows,<sup>166</sup> i.e. capital account controls.

Currency regulation is a complex of economic, administrative and legal measures taken by currency regulation organs and agents to manage currency circulation and use, control over currency operations, influence exchange rates, monitor and manage cross-border capital flows and external payments and transfers within the framework of state currency policy.

Unlike foreign exchange, national currencies are not always object to currency regulation, except in cases where non-residents are involved in an economic relationship. For example, if a foreign non-resident company is the buyer of securities denominated in yuan, the resulting relationship is regulated by currency legislation regardless of whether it is within or outside China. The subjects of currency regulation are government agencies responsible for currency regulation such as central banks, ministries of finance and other agencies, depending on the specific circumstances of each country.

Currency regulation is carried out using economic and administrative tools by the government. Economic tools include the use of: (a) interest rates to regulate capital flows; (b) currency interventions by monetary authorities; (c) diversification of foreign exchange reserves; (d) establishment of the exchange rate regime; (e) taxation of cross-border capital flows (the Tobin tax); (f) devaluation and revaluation of the national currency. Administrative tools include: (a) regulation, (b) limitation, and (c) prohibition of operations.

The conditions for implementing currency control are the existence of currency restrictions on the currency market and legislative regulation of accounting and reporting on currency transactions. The aim of currency control is to ensure compliance with currency legislation when conducting currency operations. The liberalization of currency policy is aimed at abolishing currency control.

The activity of currency regulation organ in the foreign economic sphere is carried out in two directions: current and capital account. The creation of currency regulation systems in many countries was the reaction of their monetary authorities to the phenomenon called cross-border capital flow. An important part of currency regulation systems is capital account control.

Cross-border capital flow reflects the capital outflow and inflow into the economy. International

---

<sup>166</sup> Moiseev S. R. Monetary policy: theory and practice / S. R. Moiseev. – Moscow: Moscow financial-industrial academy, 2011. – P. 263.

monitoring of cross-border capital flow refers mainly to the capital and financial account of the balance of payments. It can be said that the state of cross-border capital flow is closely related to the degree of openness of a country's capital account (also known as convertibility of the capital account and liberalization of capital account), investment returns, domestic and foreign spreads, the scale of international "hot money", and the international economic situation. It should be noted that the term "capital account" was changed to the current "capital and financial account" since 1993, although the concept of "capital account" is still used in academic research, reflecting essentially the subcomponents of the "financial account", including direct investments, portfolio investments (investments in stocks, bonds, funds, high-value deposit certificates, commercial papers, and various derivatives), and other investments (deposits, loans, advances).

Unlike the convertibility of the current account, which can be declared to compliance with Article VIII of the IMF Agreement, the convertibility of the capital account does not have a clear and uniform definition in either IMF documents or academic research. Until 1996, according to the criterion of the IMF from "Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions", a country's currency was considered to have achieved capital account convertibility if there were no payment restrictions on capital transactions. After the Asian financial crisis of 1997, the IMF divided the initial single criterion of capital account convertibility for member countries into 11 points. According to them, a country's currency was considered to have largely achieved capital account convertibility if the country opened operations with credit instruments and opened six or more points. After the international financial crisis of 2008, the criteria for capital account convertibility were further relaxed.<sup>167</sup>

According to Wen Jiandun, convertibility of the capital account means eliminating control related to current and capital operations using different currencies, as well as removing all discriminatory exchange rate and taxation regimes.<sup>168</sup> Opening the capital account means restoring the freedom of cross-border capital flow by declaring illegal regulating agreements related to currency exchange, payments, or capital account operations.<sup>169</sup> Alexander views capital account liberalization

---

<sup>167</sup> Department of investigation and statistics research group of PBC, sheng suncheng. Conditions for accelerating the opening of the capital account in China are ripe in principle / Suncheng Sheng // China finance. – 2012. – №5. – P.14.

<sup>168</sup> Wen Jiandong. Connotation and expansion of capital account convertibility / Jiandong Wen // international financial studies. – 2001. – №7. – P. 21-25.

<sup>169</sup> Jiang Boke, Zhu Yungao. Capital account opening study: an analytical framework based on internal and external equilibrium / Boke Jiang, Yungao Zhu // International financial research. – 2004. – №4. – P. 12-19.

as a process of removing restrictions on international operations related to capital flow, allowing not only direct foreign investment, but also capital flow in bond and stock markets, as well as in the banking sector, and extending to both capital inflow and outflow.<sup>170</sup> Wu Nianlu considers the opening of capital account as a way to avoid restrictions on payments and transfers between residents and non-residents when they participate in capital operations, allowing the exchange of international common currencies and national currencies at their discretion.<sup>171</sup> Okore and John define openness of the capital account as a parameter used to measure the degree of economic openness, measuring the speed at which capital flows into and out of a country without undermining its territorial integrity and independence.<sup>172</sup> Guan Tao believes that compared to the convertibility of the current account, which only concerns exchange, but not transactions, convertibility of the capital account is related to the convertibility of the exchange process and the liberalization of the transaction process.<sup>173</sup>

It can be said that in reality, the convertibility of the capital account is not full liberalization of exchange and movement of cross-border capital, but managed exchange and movement of capital. Full convertibility of the capital account does not exist in principle in reality. Even in the USA, where liberalization is a priority, there is control over derivatives and other instruments, control over direct investments, etc.<sup>174</sup> Negative listings are usually used in international practice to limit transactions and exchanges on the capital account. The IMF regularly publishes an "Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions", which describes the state of control over each sub-account of the capital and financial account of each economy, which is used by most scholars as an important basis for measuring the openness of the capital account.

Today, the liberalization of capital account covers three main areas: direct investments, short-term portfolio investments, and external borrowing. Direct investments, portfolio investments, and loans with a maturity of more than one year represent long-term capital in cross-border capital flow; short-term portfolio investments, loans, trade financing, and speculative capital with a maturity of less

---

<sup>170</sup> Alexander Cobham. Capital Account Liberalization and Poverty / Cobham Alexander // Global Social Policy. – 2002. – № 2(2). – P. 163-188.

<sup>171</sup> Wu Nianlu, Yang Haiping, Chen Ying. On Renminbi convertibility and internationalisation / Nianlu Wu, Haiping Yang, Ying Chen // International financial studies. – 2009. – №11. – P. 4-12.

<sup>172</sup> Okore Amah Okore, John Okey Onoh. The Impact of Capital Account Liberalization on Economic Growth in Nigeria / Amah Okore Okore, Okey Onoh John // European Journal of Business and Management. – 2013. – № 41(3). – P. 879-892.

<sup>173</sup> Guan Tao. The essence of the exchange rate / Tao Guan. – CITIC group, 2016.– 356 p.

<sup>174</sup> Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions 2019. – Washington, DC: IMF, 2020. – P. 64.

than one year are short-term capital. After the global financial crisis of 2008, a minimum consensus was formed in the international economy that direct investments are necessary for economic growth, while short-term capital, such as short-term debt, arbitrage operations, and derivative-related operations, usually leads to financial and economic instability.<sup>175</sup> Even as international financial markets develop and financial instruments innovate, the line between long-term and short-term capital is blurred, investment instruments with longer maturities also tend to be highly liquid, and long-term capital can have high pro-cyclicality, which also leads to financial and economic instability.

Foreign direct investments, external borrowing (external debt), and short-term portfolio investments are the three main forms of utilizing foreign capital, and the mechanisms of their impact on the economic development of a country and their influence on the economic and financial stability of a country are completely different.

International capital from short-term portfolio investments is usually directed towards more liquid and speculative equity and real estate markets, where asset bubbles can easily arise. In countries with open capital account and floating exchange rates, large inflow and outflow of short-term liquid capital typically amplify exchange rate and economic volatility, as well as financial market risks, as is the case in Latin American countries. In countries with fixed or intermediate exchange rate regimes, where large capital flows are received, monetary authorities will buy foreign exchange and additionally issue base money to maintain a more stable exchange rate, which can lead to higher inflation and higher real exchange rate, even with sterilized action. When the real exchange rate rises, export competitiveness decreases, the economy slows down, and short-term speculative capital will begin to short the country on the basis that a bubble has formed in the stock and housing markets, which is difficult to sustain, and due to herd behavior, informational noise, and contagion effects, a currency crisis will occur in self-fulfilling expectations of currency depreciation and mass capital flight. Countries with currency controls are forced to use their foreign exchange reserves to stabilize the exchange rate, and when their foreign exchange reserves run out, a crisis will erupt, as it did during the Asian financial crisis. In addition, when the US economy enters a strong cycle, an increase in Federal Reserve (Fed) interest rates, or the expectation can cause short-term capital to flow out from the country, which can lead to a lack of internal motivation for investment and savings, affecting the economic development of the country; while a decline in Fed interest rates causes short-term capital to

---

<sup>175</sup> Yu Yongding, Zhang Ming. New international trends in capital controls and capital account liberalization / Yongding Yu, Ming Zhang // International economic review. – 2012. – №5. – P. 70.

flow into emerging markets, which can lead to excessive aggregate demand and macroeconomic overheating. Short-term capital flows are likely to lead to false asset bubbles, short-term economic booms, and increased short-term profits for involved financial institutions, which will do much more harm than good for the economic development and stability of developing countries.

As for external debt, in economies where regulation is weak or nepotism (relationship-based) prevails, funds from international borrowing by companies or financial institutions are directed towards speculative real estate and stock markets in pursuit of high short-term returns. During the asset price boom phase, the rising asset values compensate for the accumulation of debt, and the balance sheet appears healthy. However, as soon as investor expectations change, the following chain reactions can occur: international capital flight, asset bubbles burst, the value of bank collateral decreases, banks reduce credit as their own and creditors' balance sheets deteriorate, corporate capital chains break, the ratio of bad debts increases, and credit collapses, causing a systemic financial crisis. One of the reasons for the Asian financial crisis was financial excess caused by the moral hazard of financial institutions, which manifested itself in excessive accumulation of portfolio assets and real estate. This financial excess increased the vulnerability of the country's financial system, and the existence of kinship policies in Southeast Asian countries raised the level of financial excesses, allowing banks and corporations with nepotism to attract funds from international capital markets without restrictions and invest capital in stock and real estate markets, creating huge asset bubbles.

If foreign capital is often used in the form of debt in countries with low labor productivity and slow economic development, there will often be difficulties in servicing the debt when it comes due, such as maturity mismatch and currency mismatch, which can lead to crises as seen in Southern European countries during the European debt crisis. Even if a country with higher productivity can afford to rationally invest its external debt in a suitable domestic real economy, it will inevitably experience a decline in profitability and debt servicing during periods of cyclical economic fluctuations. When the exchange rate of the national currency falls, debt servicing on loans denominated in foreign exchange becomes even more difficult. For example, in Korea, which has an export-oriented high-tech industry, the excessive size and structure of its external debt became one of the reasons for the crisis after the financial crises in Thailand and Indonesia in 1997, when international trade conditions worsened, external demand decreased, and the economy declined. Korea's external debt balance was \$153 billion in November 1997, of which short-term debt maturing



within one year accounted for 2/3, and due for repayment only by the end of March 1998 - \$21.6 billion, while South Korea's foreign reserves in November 1997 were \$24 billion, which only allowed imports to be sustained for two months.<sup>176</sup> With insufficient foreign reserves and high external debt, speculators took advantage of the situation to short the won, leading to a sharp depreciation of the currency, further increasing the burden of external debt and putting a large number of high-quality South Korean companies in a difficult situation. In order to obtain foreign aid to overcome the crisis, Korea had to negotiate with the IMF on the conditions for assistance, which included allowing foreign financial institutions to establish subsidiary or cooperative banks in Korea, increasing the limit on foreign investors' shareholding in South Korean companies from 26% to 55%, and opening the short-term bond market to foreign investors.<sup>177</sup> South Korea fully opened its bond market, stock market, and money market to foreign capital, while some of these capital account are not yet fully open to foreign capital in the US. Controlling stakes in high-quality South Korean companies were also sold to foreign investors at "preferential rates." It can be argued that South Korea has to some extent lost its financial sovereignty.

If the external debt is invested in a profitable real economy and it's size and structure is kept reasonable, this will lead to investment and consumption growth and prosperity in the country's economy. However, the exact size of hidden external debt will only be known when a crisis erupts. As seen, in order to stimulate the optimal effect of using external debt for economic development, it is necessary to create an efficient system of statistics and supervision over the size and structure of external debt.

Foreign direct investment (FDI) as long-term capital is a complex that includes capital, technology, equipment, raw materials, parts and components, as well as talents, management, marketing networks, business ideas, and even awareness and rules of market economy, with capital being the most basic carrier and ultimate embodiment. In addition to providing capital accumulation, direct investments in the real economy also bring benefits for economic development, such as technological innovations, improved management and business models, broad external markets, which can contribute to industrial modernization, higher productivity levels and accelerated economic growth

---

<sup>176</sup> Fan Zhenhong. South Korea's financial crisis and a lesson for China / Zhenhong Fan // Dongyue discussion series. – 1998. – №5. – P. 60.

<sup>177</sup> Fan Zhenhong. South Korea's financial crisis and a lesson for China / Zhenhong Fan // Dongyue discussion series. – 1998. – №5. – P. 61.

under effective government leadership. Since foreign direct investment funds are invested directly in the real economy, there is no mismatch in repayment terms or currency. Justin Yifu Lin argues from the perspective of the new structural economics that, without considerations of national security or nationalist sentiments, the benefits of FDI in opening a capital account far outweigh the risks.<sup>178</sup> Developed countries have an advantage in technology, capital, management and business models over developing countries, and therefore have more stringent regulatory requirements for FDI. For example, the United States, United Kingdom, France and Japan are more willing to open financial credits, commercial credits and personal capital transaction.<sup>179</sup>

As a result, whether the advantages of opening a capital account outweigh the disadvantages depends on the areas and degree of openness, as well as on the specific circumstances of the country at a given time, in particular on financial and institutional development. The changing direction of cross-border capital flows often becomes the immediate cause of a crisis, and therefore it is believed that it is necessary to manage cross-border capital flows to some extent or to formulate regulatory plans, rather than blindly accommodating free capital flow.

### **1.2 The interrelation between monetary policy and currency policy**

Many economists have studied the relationship between exchange rate regimes, capital flows, and independent monetary policy, which has led to the creation of a number of representative theories, among which the Mundell-Fleming model, the impossible trinity (also known as the impossible trilemma), the extended impossible trinity, and the impossible dilemma are well-known.

The Mundell-Fleming model analyzes the relationship between exchange rate regimes and the independence of monetary policy, assuming that capital moves freely in a small open economy. In the case of a fixed exchange rate regime, even with an expansionary monetary policy, a decrease in interest rates will lead to a large outflow of capital, returning the LM curve to its original position and rendering monetary policy ineffective. However, a floating exchange rate regime can effectively avoid this situation by allowing compensation for the consequences of capital outflow through currency depreciation, and monetary policy leads to a new equilibrium between the goods market and the

---

<sup>178</sup> Lin Yifu. *Interpreting China's economy* (updated edition) / Yifu Lin. – Peking university press, 2014. – 358 p.

<sup>179</sup> Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions 2019. – Washington, DC: IMF, 2020. – P. 56.

money market and an increase in domestic production. It reveals the influence of a combination of macroeconomic policies, such as fiscal policy, monetary policy, and exchange rate policy, on the internal balance of the economy (economic growth, full employment, and price stability) and the external balance of the economy (balance of payments) in an open economy.

Figure 1.1 shows the changes in monetary policy under a fixed exchange rate regime. The initial situation in the model was point A, where the goods market (IS), the money market (LM), and the balance of payments (BP) were in equilibrium. When the country's central bank implemented expansionary monetary policy, the LM curve shifted to the right from LM1 to LM2, as shown in process 1) in figure 1.1. If the country was a closed economy, it would have reached equilibrium at point B: domestic interest rates would have fallen, and output would have increased. However, since capital could flow freely, the decrease in interest rates and the increase in output led to a significant capital outflow and a reduction in net exports (after a short period, prices rose, and the current account worsened), a balance of payments deficit, and pressure on the national currency to depreciate. Under a fixed exchange rate regime, monetary authorities directly intervened in the foreign exchange market by selling foreign exchange and buying domestic currency to maintain exchange rate stability. However, this led to a contraction in the money supply and a return to the initial position of the LM curve at LM2, as shown in process 2) in figure 1.1. The goods market and the money market again reached equilibrium at point A, and the monetary policy appeared ineffective. To counter the effects of capital outflows, monetary authorities abandoned their independent monetary policy under a fixed exchange rate regime and switched from expansionary monetary policy to contractionary monetary policy: selling foreign exchange and buying domestic currency to maintain exchange rate stability.

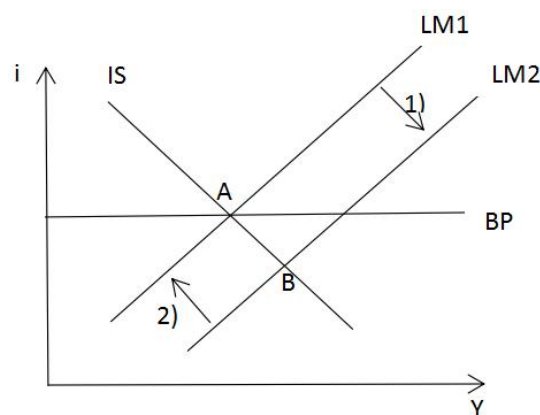


Fig. 1.1 – Expansionary monetary policy under a fixed exchange rate regime

Compiled by Mundell Robert. A. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates / Robert A. Mundell // *The Canadian Journal of Economics and Political Science*. – 1963. – Vol. 29, No. 4. – P. 475-485. URL: <http://www.jstor.org/stable/139336> (Дата обращения:

24.02.2021). Fleming John Marcus. Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates / John Marcus Fleming // Staff Papers - International Monetary Fund. – 1962. – Vol. 9. – № 3. – P. 369-380. URL: <http://www.jstor.org/stable/3866091> (дата обращения: 24.02.2021).

Figure 1.2 shows the changes in monetary policy under a floating exchange rate regime. Initially, when the central bank of the country implemented an expansionary monetary policy, the LM curve shifted to the right from LM1 to LM2 as shown in process 1) on figure 1.2, and the intersection point of the IS and LM curves moved to point B. At this point, domestic interest rates decreased, and the production volume increased. However, since capital could flow freely, the decrease in interest rates and the increase in production led to a significant outflow of capital and a reduction in net exports (after a short period, the price level rose, and the current account balance deteriorated), resulting in a balance of payments deficit. Under a floating exchange rate regime, the central bank did not conduct currency interventions, so the national currency was devalued, which in turn led to an increase in exports and a decrease in imports, and the IS curve shifted to the right as shown in process 2) on figure 1.2. Ultimately, the goods and money markets reached equilibrium again at point C, where the production volume increased, and the monetary policy was effective. Here, the floating exchange rate regime countered the effects of capital outflows, and the monetary authorities were able to maintain their initial independent expansionary monetary policy.

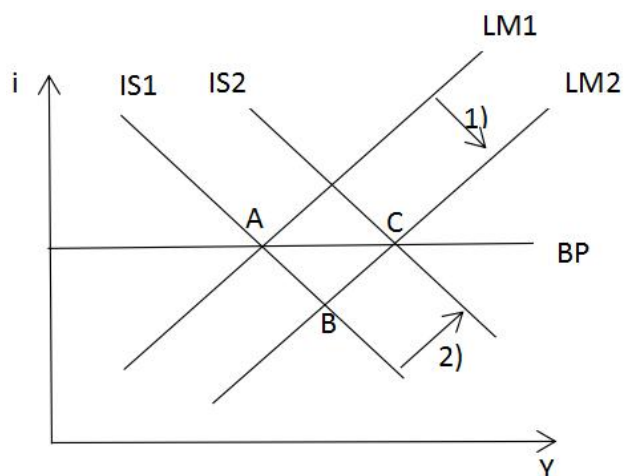


Fig. 1.2 – Expansionary monetary policy under a floating exchange rate regime

Compiled by Mundell Robert. A. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates / Robert A. Mundell // The Canadian Journal of Economics and Political Science. – 1963. – Vol. 29, No. 4. – P. 475-485. URL: <http://www.jstor.org/stable/139336> (Дата обращения: 24.02.2021). Fleming John Marcus. Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates / John Marcus Fleming // Staff Papers - International Monetary Fund. – 1962. – Vol. 9. – № 3. – P. 369-380. URL: <http://www.jstor.org/stable/3866091> (дата обращения: 24.02.2021).

After that, Krugman proposed the "impossible trinity" model based on the Mundell-Fleming model, i.e. the government can only achieve two of three policy goals at the same time - fixed exchange rate, free movement of capital (no control over capital flow), independent monetary policy. If a country wants to maintain the independence of its monetary policy with free movement of capital, it must introduce a floating exchange rate regime. If a fixed exchange rate is maintained with free movement of capital, monetary policy loses its independence due to passive correction. The relationship between the three goals of macroeconomic policy in the impossible trinity can be represented as an equilateral triangle, as shown in Fig. 1.3.

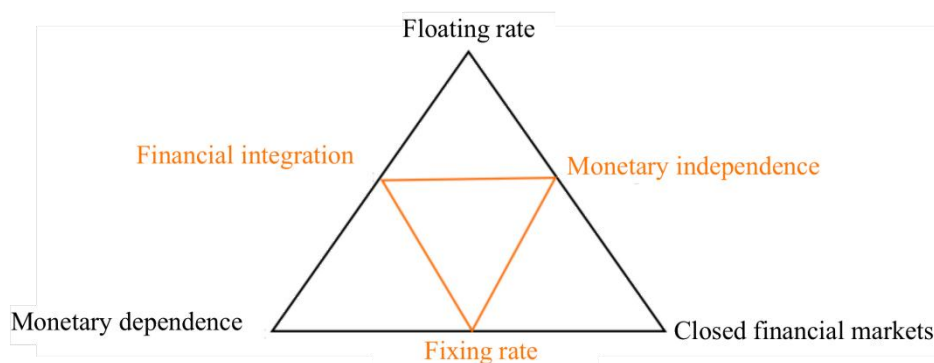


Fig. 1.3 – Impossible trinity

Compiled by Mundell Robert. A. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates / Robert A. Mundell // *The Canadian Journal of Economics and Political Science*. – 1963. – Vol. 29, No. 4. – P. 475-485. URL: <http://www.jstor.org/stable/139336> (Дата обращения: 24.02.2021). Fleming John Marcus. Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates / John Marcus Fleming // *Staff Papers - International Monetary Fund*. – 1962. – Vol. 9. – № 3. – P. 369-380. URL: <http://www.jstor.org/stable/3866091> (дата обращения: 24.02.2021).

The impossible trinity has an important indicative value for choosing a country's policy in the conditions of an open economy, but it should be noted that this theory only considers the situation with a regime of corner exchange rates and does not analyze the impact of the regime of intermediate exchange rates on the independence of monetary policy. In reality, many countries prefer an eclectic policy - a regime of managed floating exchange rates and partial control over capital flows in order to achieve partial independence of monetary policy. Frankel believes that there is nothing in the existing theory that would prevent a country from adhering to a managed floating exchange rate regime, in which half of each fluctuation in demand for its currency is regulated by interventions, and half is reflected in the exchange rate.<sup>180</sup> Intermediate solutions often turn out to be more suitable than corner

<sup>180</sup> Frankel Jeffrey A. No single currency regime is right for all countries or at all times / Jeffrey A.

solutions. For many countries, regimes that are between pure floating and hard fixing will still be appropriate. This is true for some developing countries for which large capital flows are not a problem. For many intermediate countries with developing markets that have open capital markets, there is no single exchange rate regime that would be an obvious choice.<sup>181</sup>

Based on the impossible trinity, Chinese scholars Yi Gang and Tang Xian propose an extended impossible trinity for analyzing "intermediate solutions" in policy choice.<sup>182</sup> Figure 1.4 shows the main elements of the extended impossible trinity: variables  $x$ ,  $y$ , and  $m$  represent exchange rate stability, independence of monetary policy, and capital liquidity, respectively, and these variables are normalized so that their values are between 0 and 1. When  $x = 0$ , it means that a floating exchange rate is in effect; when  $x = 1$ , this means that a fixed exchange rate is in effect; a higher value of  $x$  indicates a less elastic exchange rate regime. When  $y = 0$ , this means that monetary policy is not independent at all; when  $y = 1$ , this means that monetary policy is fully independent; a higher value of  $y$  means that monetary policy is more independent. When  $m = 0$ , this means that capital does not move at all; when  $m = 1$ , this means that capital can move completely freely; a higher value of  $m$  indicates higher capital liquidity. According to the impossible trinity, only two of exchange rate stability, free capital liquidity, and independence of monetary policy can be achieved simultaneously, so the sum of the three variables is 2, i.e.  $x + y + m = 2$ . With this constraint, in addition to the case of the corner solution, other combinations of exchange rate regime, degree of independence of monetary policy, and degree of capital liquidity can be obtained, such as  $(x, y, m) - (0.5, 0.5, 1)$ , which indicates that a country can achieve partial independence of monetary policy by increasing the flexibility of the exchange rate regime while maintaining free capital flow, or  $(x, y, m) - (0.5, 1, 0.5)$ , which indicates that a country can conduct more independent monetary policy by partially controlling capital flow and increasing the flexibility of the exchange rate regime.

---

Frankel // National Bureau of Economic Research. – 1999. – No.w7338. – С. 17. URL: [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w7338/w7338.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w7338/w7338.pdf) (дата обращения: 22.04.2021).

<sup>181</sup> Ibid. P. 37.

<sup>182</sup> Yi Gang, Tang Xian. Theoretical basis of the "Angular solution hypothesis" of the exchange rate regime / Gang Yi, Xian Tang // Financial research. – 2001. – №8. – P.5-17.

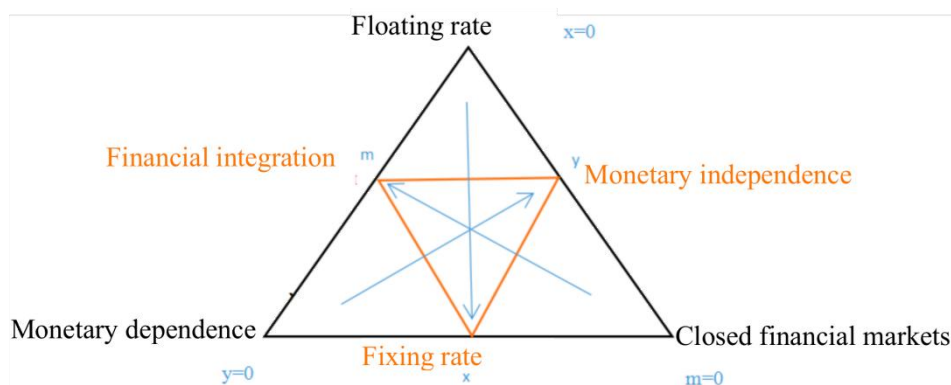


Fig. 1.4 – Extended impossible trinity

Source: Compiled by Yi Gang, Tang Xian. Theoretical basis of the "Angular solution hypothesis" of the exchange rate regime / Gang Yi, Xian Tang // *Financial research*. – 2001. – №8. – P.5-17.

The development of financial derivatives has provided tools for hedging currency risks and made large-scale speculative attacks possible. In the new market conditions, the root causes of the currency crisis can be attributed to the behavior of public moral hazard, which arose as a result of the attempt by the intermediate exchange rate regime to provide free insurance against exchange rate risk, as well as the crisis of public trust in government obligations, which arose because the intermediate exchange rate regime is a choice of the executive branch rather than a law passed by the legislative branch. When efficiency requirements lead the world to full free movement of capital, the trend will be towards more flexible exchange rate regimes or regional unions, and ultimately towards the absolute dominance of corner exchange rate regimes. Free floating will coexist with currency unions.<sup>183</sup>

Rey argues that the impossible trinity is achieved on the assumption that a country pursues an independent monetary policy. In a world of globalizing finance with different types of capital flows and imperfections in financial markets, the monetary policy of key countries can affect the monetary and financial conditions of other countries in several ways. In such a world, a floating exchange rate may be insufficient to isolate the national economy, even if it is a large country, from global factors and ensure the independence of monetary policy.<sup>184</sup> In the context of financial globalization, there is a global financial cycle in which capital flows, asset prices, and credit growth move in a coordinated manner, and the existence of this global financial cycle leads to a cycle of booms on capital inflows

<sup>183</sup> Ibid. C. 14.

<sup>184</sup> Rey H. International channels of transmission of monetary policy and the Mundellian trilemma / H. Rey // *National Bureau of Economic Research*. – 2016. – No. w 21852. – P. 2. URL: <https://www.nber.org/papers/w21852> (дата обращения: 22.04.2021).

and busts on capital outflows. In the free movement of capital, the global financial cycle limits national monetary policy regardless of the exchange rate regime.<sup>185</sup> And shocks to interest rates in the United States are an important factor affecting the global financial cycle. According to Rey, the global financial cycle has transformed the impossible trinity into an impossible dilemma, with the initial trilemma turning into a dilemma between free capital flow and monetary policy independence. Independent monetary policy is only possible with direct or indirect control of capital flow movements.

Rey argues that under the influence of free capital flow, the monetary policy of the central country has an impact on other countries through the international credit channel and the floating fear channel. The international credit channel, in a broad sense, refers to when changes in the monetary policy of the Federal Reserve System (Fed) affect domestic financial conditions through the influence of the intertemporal price of the dollar on collateral prices and the cost of financing in dollars.<sup>186</sup> The US dollar plays a very important role in international financial markets and in the international banking industry and is an important currency for global financing. Through changes in the exchange rate of the US dollar, the US monetary policy affects the value of assets, the financial leverage ratio, credit growth, and asset pricing of international financial institutions, and in turn affects credit growth and asset pricing in other countries. The US dollar is often used as a currency for investment and financing in international financial markets. In this case, if the US adopts an expansionary monetary policy and lowers interest rates, this will directly reduce the interest payments of borrowers and improve their cash flow. In addition, a lower interest rate will increase the value of assets in US dollars and their collateral. Under their joint influence, banks, enterprises, and households will experience an increase in net assets, regardless of the initial goals of monetary policy, which will in turn lead to investment and aggregate demand growth. The mechanism of the floating fear channel is that some countries that have declared the introduction of a floating exchange rate regime usually limit their exchange rate within a smaller range in practice due to concerns that exchange rate fluctuations will have a negative impact on their domestic economy. In the floating fear channel, central banks facing

---

<sup>185</sup> Rey H. Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence / H. Rey // National Bureau of Economic Research. – 2015. – No. w21162. – P. 1. URL: [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w21162/w21162.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w21162/w21162.pdf) (дата обращения: 22.04.2021).

<sup>186</sup> Rey H. International channels of transmission of monetary policy and the Mundellian trilemma / H. Rey // National Bureau of Economic Research. – 2016. – No. w 21852. – P.22-23



large capital flows may try to reduce the interest rate differential and tighten their interest rates as the Fed tightens.<sup>187</sup> Otherwise, these countries will face pressure to devalue their currencies due to capital outflows. This, in turn, will affect the mortgage spread via the domestic credit or risk-taking channel.

In addition to the international credit channel and the fear of floating channel, Lu Jian's empirical research shows that the US monetary policy will also have an impact on countries with floating exchange rate regimes through the money multiplier channel: When the US tightens its monetary policy, for example, by raising the federal funds rate, global risk aversion (VIX- Fear Index) increases, the desire and ability of companies to increase their financial leverage ratio, as well as the willingness of banks to provide loans, decreases, and the combination of these two factors leads to an increase in banks' excess reserves ratio. At the same time, the increase in risk aversion also leads to an increase in the desire of companies and banks to hold cash and an increase in the cash-to-deposit ratio. The increase in the excess reserve ratio and the cash-to-deposit ratio leads to a reduction in the money multiplier, so it can be concluded that the increase in global risk aversion leads to a reduction in the money multiplier. This means that global risk aversion has a negative impact on the money multiplier through the excess reserve ratio and the cash-to-deposit ratio.<sup>188</sup>

It is worth noting that although the US monetary policy affects the aggregate money supply of other countries through the money multiplier channel, the impossible trinity is not refuted, because for countries with a floating exchange rate regime, although their aggregate money supply is affected, their base money is still determined by the central bank. In this sense, the central bank can still maintain the independence of monetary policy under a floating exchange rate. The political implications of the impossible trinity in the analysis and choice of macroeconomic policy for an open economy include two aspects: on the one hand, increasing exchange rate flexibility still helps maintain the independence of monetary policy and achieve internal and external balance; on the other hand, macro-prudential management of cross-border capital flows should be strengthened to restrain pro-cyclical fluctuations of leverage in the foreign exchange market, but there is no need to return to the old path of capital control.<sup>189</sup>

---

<sup>187</sup> Ibid. P. 22.

<sup>188</sup> Lu Jian. Risk aversion, currency multiplier and the dilemma / Jian Lu // International financial studies. – 2017. – №6. – P. 12.

<sup>189</sup>Jiang Xuyan. The relationship between monetary policy independence and foreign exchange policy // Competitiveness in the global world: economics, science, technology. 2022. № 11. P. 294-298.

### **1.3 Functions and targets of the People's Bank of China and financial institutions in implementing currency policy**

Article 2 of the "Law of the People's Republic of China on the People's Bank of China" states that the People's Bank of China (hereinafter referred to as the PBC) is the central bank of China, which establishes and implements monetary policy, prevents and resolves financial risks, and maintains financial stability under the guidance of the State Council. According to Article 3 of this Law, the targets of monetary policy are to maintain currency stability and promote economic growth. The "Regulation on the Allocation of Functions, Internal Institutions and Staffing of the People's Bank of China" is the latest official government document confirming the responsibilities of the PBC, which clarifies that the PBC is responsible for macro-prudential management.

According to the law, the ultimate goal of the People's Bank of China's is a two-pronged system of stabilizing prices and promoting real economic growth. In practice, the PBC employs a multi-objective system, which distinguishes it from other central banks around the world. Zhou Xiaochuan stated in a lecture at the IMF in Washington on June 24, 2016, that the multi-objective system adopted by the PBC includes four main annual goals, such as price stability, economic growth, full employment, and a balanced balance of payments, two dynamic goals for a special transitional period, namely financial reform and the opening and development of financial markets, as well as financial stability as an implicit medium-term goal.<sup>190</sup> This is in stark contrast to the inflation targeting system or the dual-targeting system of price stability and full employment in developed countries. It is difficult for the PBC to achieve all seven objectives and it can only sort out the importance of the seven objectives in specific periods as the domestic and international economic and financial situation changes and resolve major contradictions, which is the essence of China's monetary policy decision-making mechanism and a key moment for the market or investors to evaluate the orientation of the People's Bank of China's policy.

For all emerging market economies, the balance of payments, capital flows, exchange rate volatility, and foreign exchange reserves are the main elements that affect macroeconomic and monetary policy. In the process of transitioning to a market economy, China borrowed the development path of externally-oriented countries in East Asia, which largely contributed to the reform and openness of all aspects of the Chinese economy, but also increased China's dependence on

---

<sup>190</sup> Zhou Xiaochuan talks about the central bank's multi-purpose monetary policy framework / China first finance. URL: <https://www.yicai.com/news/5033425.html> (accessed 22.04.2021).

international trade and foreign investment. As a result, the balance of payments, exchange rate policy, and capital flows largely affect the monetary policy, money supply, and the objectives of price stability of the PBC. PBC pays attention to the issue of the balance of payments, and should also take on the functions of managing exchange rates, foreign exchange, foreign exchange reserves, gold reserves, and balance of payments statistics. The "Law of the People's Republic of China on the People's Bank of China" confirms that one of the obligations of PBC is to carry out currency regulation and supervise the interbank foreign exchange market. According to the "Regulations on the allocation of functions, internal institutions and staffing of the People's Bank of China", PBC is a subsidiary of the State Council, and its specific responsibilities in the field of currency regulation include: establishing and implementing the yuan exchange rate policy, promoting cross-border and international use of the yuan, maintaining the balance of payments, implementing foreign exchange management, monitoring and tracking international and domestic financial markets and warning risks, monitoring and managing cross-border capital flows, and storing, managing, and administering the country's foreign exchange reserves and gold reserves.

In accordance with the "Law of the People's Republic of China on the People's Bank of China," the PBC implements a director responsibility system. The decision to appoint a director is made by the National People's Congress upon the recommendation of the Premier of the State Council. When the National People's Congress is not in session, the decision is made by the Standing Committee of the National People's Congress, and the director is appointed and dismissed by the President of the PRC. The vice director of the PBC is appointed and dismissed by the Premier of the State Council.

The currency regulatory authorities of China are the People's Bank of China and the State Administration of Foreign Exchange (SAFE) under its leadership in accordance with the "Regulation of PRC on the administration of foreign exchange". According to the "Law of the People's Republic of China on the commercial bank", commercial banks may engage in foreign exchange buying and selling activities with the permission of the People's Bank of China. According to Article 28 of the "Regulation of PRC on the administration of foreign exchange", financial institutions engaging in foreign exchange buying and selling activities may conduct foreign exchange operations in the interbank foreign exchange market in accordance with the resolutions of the currency regulatory authorities under the State Council. The interbank foreign exchange market is a market where domestic financial institutions trade Renminbi and foreign exchange through the China Foreign

Exchange Trading System (CFETS), also known as the National Interbank Funding Center, which is under the supervision of SAFE authorized by the People's Bank of China. CFETS is responsible for organizing and managing the foreign exchange market on a daily basis and implements a membership system, where only members can participate in foreign exchange operations. Domestic financial institutions may become members of CFETS upon application and approval by the Board of Directors of CFETS and after submitting reports to SAFE for recording. Members must comply with relevant state rules on foreign exchange management and take guidance from CFETS. Foreign exchange operations between members must be conducted through CFETS, while foreign exchange operations of non-members must be conducted through members CFETS acting as agencies. The right of members to act as agents for non-members in foreign exchange operations must be approved by CFETS. No operations between Renminbi and foreign exchange should be conducted by any domestic financial institutions outside of CFETS.<sup>191</sup>

In order to promote orderly functioning and healthy development of the foreign exchange market, and to maintain fair competition under the guidance of the PBC and the SAFE, the Foreign Exchange Self-Discipline Mechanism (referred to as the FESDM) and the China Foreign Exchange Committee (referred to as the CFEC) were established in June 2016 and April 2017, respectively. The FESDM consists of representatives from regulatory authorities (corresponding officials from the PBC and the SAFE) and market participants (experienced professionals from institutions participating in the foreign exchange market, senior foreign exchange market experts), and guides and promotes coordinated and orderly development of the CFEC from the perspective of reform, development and regulation of the foreign exchange market. The CFEC, based on compliance with relevant exchange rate policies and rules for foreign exchange management, implements self-disciplinary management of behaviors such as the quotation of the yuan's middle parity exchange rate, trading behaviors in the interbank foreign exchange market, as well as behaviors of bank's over-the-counter foreign exchange and cross-border RMB transactions. The two-tier structure of the FESDM and the CFEC, including both a market-based self-regulatory organization and a platform for communication and coordination between foreign exchange regulatory authorities and market participants, together constitute the self-regulatory system of the Chinese foreign exchange market.

The market maker system in the Chinese interbank foreign exchange market was implemented

---

<sup>191</sup> Temporary regulations on the administration of interbank foreign exchange market (Yinfa [1996] No. 423)

since 2006, and the SAFE approves the list of market makers every two years. Market makers have the right to provide the quotation of the yuan middle parity exchange rate in CFETS. As of the beginning of 2021, the list of market makers included seven foreign banks and 18 domestic banks (see figure 1.5), except for Minsheng Bank and Ping An Bank, whose shareholding is more dispersed, other 16 domestic banks, whose controlling shareholdings are directly or indirectly owned by the central government or local authorities of China (see figure 1.5).

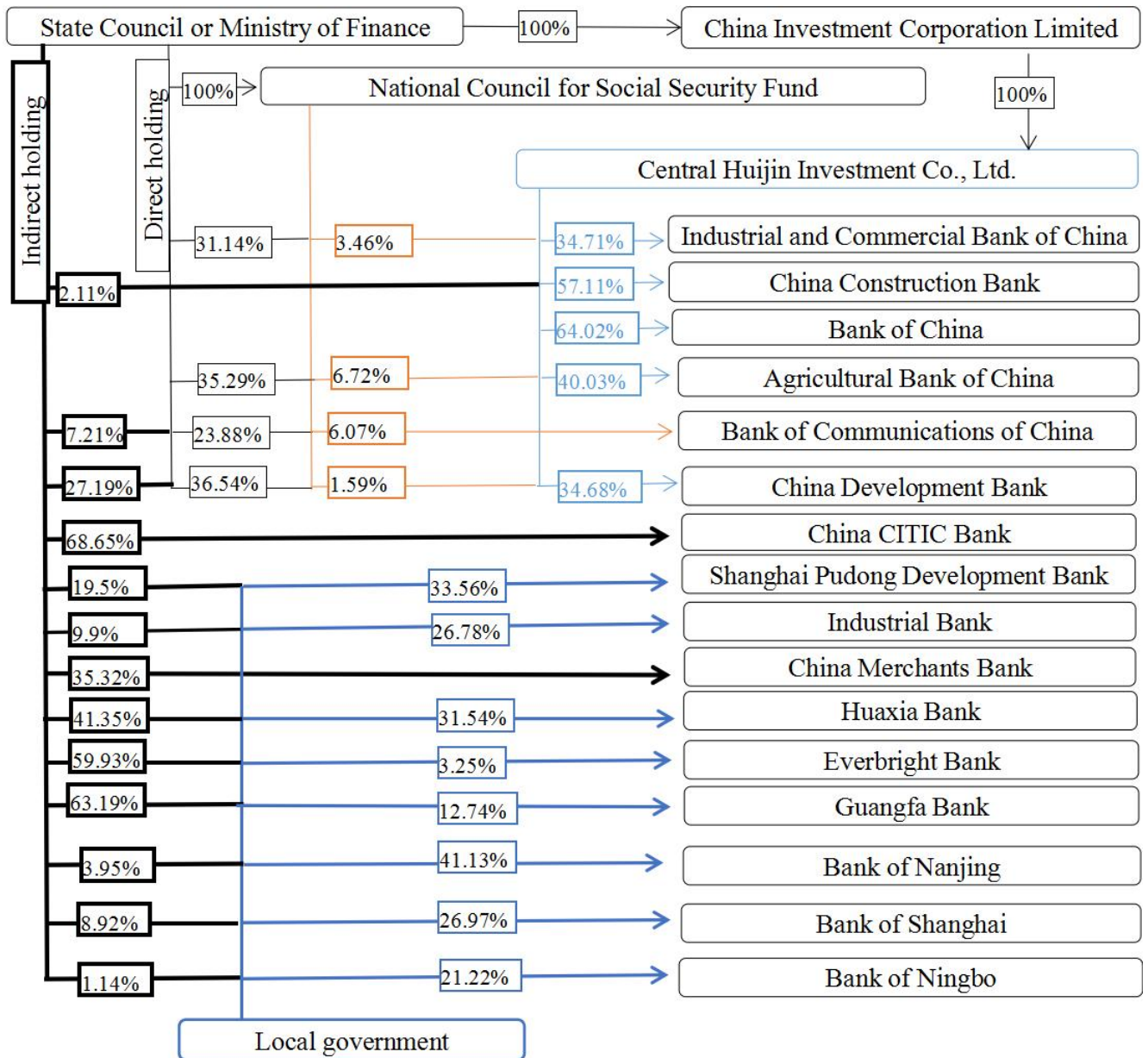


Figure 1.5 – Largest commercial banks and their shareholding structures (as of 30 August 2022)  
 Calculated and compiled by the author based on data from the Tianyancha website. URL: <https://www.tianyancha.com/>

It can be argued that the Chinese government effectively controls the Chinese financial market,

including the foreign exchange market, through legal, institutional, organizational, and economic means.

### **Conclusion on chapter 1**

Currency policy is a combination of economic, legal and organizational measures and is an integral part of macroprudential policy. In an economy oriented towards the external market, currency policy takes priority over domestic monetary policy.

The most important components of the mechanism for implementing currency policy are the exchange rate, currency intervention, and currency regulation, including control over capital account.

The use of exchange rates as a macroeconomic policy tool is justified by its important macroeconomic role, as many economic indicators such as economic growth, domestic prices, balance of payments, government budget, domestic money market, and asset structure depend on the level and dynamics of exchange rates. The exchange rate plays a role as a tool of macroeconomic policy for achieving real target indicators or as a benchmark for macroeconomic indicators depending on the implementation of the "real target" policy or the "nominal anchor" policy. In reality, in an open economy, the role, place, and functions of exchange rates and currency policies in economic development depend on the choice of the country's exchange rate regime, which is influenced by both the advantages and disadvantages of fixed and floating exchange rate regimes, as well as endogenous factors specific to the country, such as the size and openness of the economy, the degree of trade concentration, the degree of economic and financial development, capital flows, and so on.

Currency intervention is often carried out by selling or purchasing large amounts of foreign exchange or gold reserves by the monetary authorities to regulate the exchange rate in the interests of the state, and is usually accompanied by a range of additional instruments: discount policy, open market operations, establishment of reserve requirements for commercial banks, interest rate policy, etc.

Currency regulation is a complex of economic, administrative and legal measures taken by currency regulation authorities and agents to manage currency circulation and use, control over currency operations, influence exchange rates, monitor and manage cross-border capital flows and external payments and transfers within the framework of state currency policy.

Unlike the inflation targeting system of central banks in developed countries or the dual-targeting

system of price stability and full employment, the People's Bank of China has adopted a multi-target system: the ultimate goals of economic growth, price stability, full employment, and balance of payments, the medium-term goal of financial stability, the dynamic goals of financial reform, and the opening and development of financial markets in a special transitional period. This is related to the specific national conditions of China: 1) China borrowed the development path of export-oriented countries in East Asia during the transition to a market economy, which increased China's dependence on international trade and foreign investment, resulting in the balance of payments, exchange rate policy, and capital flows largely affecting monetary policy; 2) the State Council is the actual decision-maker on China's monetary and exchange rate policies (Table 1.6).

Table 1.6 Organizational structure of the Chinese interbank foreign exchange market

The actual decision-maker	State Council								
Currency regulatory authorities	People's Bank of China State Administration of Foreign Exchange								
Trading platform	China Foreign Exchange Trading System								
Self-regulatory system	<table border="1" style="width: 100%; text-align: center;"> <tr> <td colspan="2">China Foreign Exchange Committee (individuals-based)</td> </tr> <tr> <td style="border: none;">Guide</td> <td style="border: none;">↓</td> </tr> <tr> <td style="border: none;">↑</td> <td style="border: none;">Feedback</td> </tr> <tr> <td colspan="2">Foreign Exchange Self-discipline Mechanism (institutions-based)</td> </tr> </table>	China Foreign Exchange Committee (individuals-based)		Guide	↓	↑	Feedback	Foreign Exchange Self-discipline Mechanism (institutions-based)	
China Foreign Exchange Committee (individuals-based)									
Guide	↓								
↑	Feedback								
Foreign Exchange Self-discipline Mechanism (institutions-based)									
Merchant	Members of the China's Foreign Exchange Trading System								

The Chinese government effectively controls the financial market through legal, institutional, organizational, and economic means.

## CHAPTER 2. EVOLUTION OF CHINA'S CURRENCY POLICY

At the 14th National Congress of the Communist Party of China (CPC) in 1992, a resolution was adopted to create a socialist market economy system as the goal of reforms and the direction of economic openness. "The decision of the Central Committee of the Communist Party of China on several issues concerning the establishment of the socialist market economic system," adopted at the third plenary session of the 14th Central Committee of the CPC in November 1993, became a general plan for creating a market economy system. Under its guidance, progressive reforms and openness in the economic, trade, and financial sectors continued, and the goals and content of currency policy changed. This chapter examines the evolution of China's currency policy from the perspective of managing currency operations, controlling capital flows, the balance of payments position, cross-border capital flows, the exchange rate level, yuan internationalization, market-oriented reform of the exchange rate formation mechanism, and currency intervention, taking into account the international situation and domestic economic and financial conditions, and evaluates the results of the policy.

### 2.1 Stages and directions of transformation of currency regulation system

In balance of payments statistics, an increase in reserve assets is negative, while a decrease is positive, and an increase in current and capital account transactions is positive, while a decrease is negative. Figure 2.1 shows that China's reserve assets increased from 1993 to 2021, except for 2015, 2016, and 2019; the current account deficit of \$11.9 billion in 1993 was the last current account deficit to date; and the capital account (the sum of capital and financial items plus net errors and omissions, as defined below) has been in surplus from 1993 to 1996 and from 2001 to 2013 (except for 2012); since 2014, China's long-standing "double surplus" balance of payments has shifted to a current account surplus and a capital account deficit, and cross-border capital flows have become the main source of pressure on the increase or decrease of reserve assets calibrated by the balance of payments and short-term exchange rate movements of the yuan.



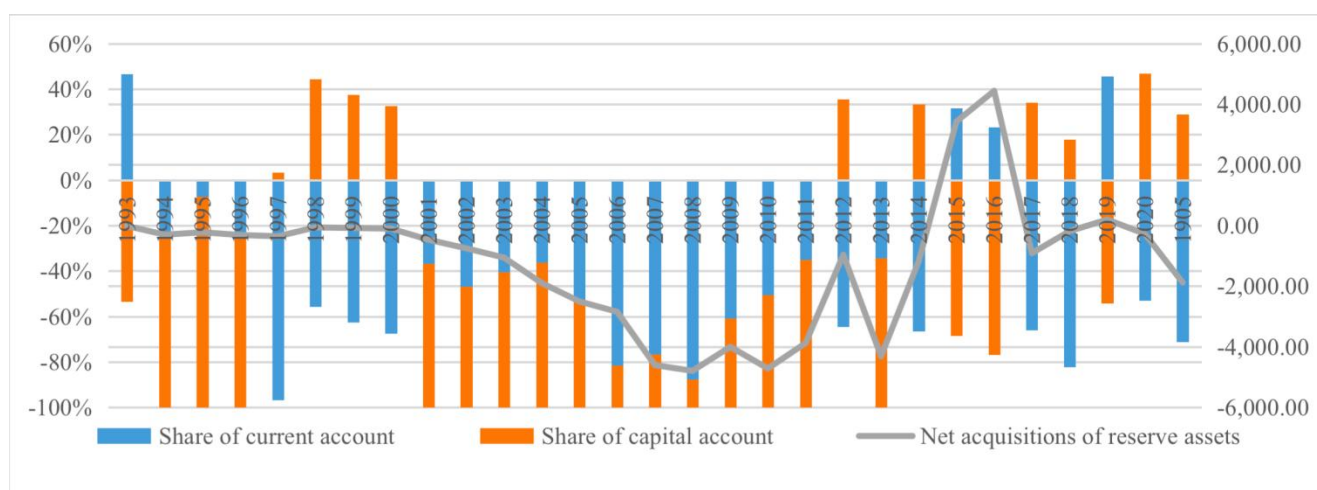


Fig. 2.1 – China current account and capital account balance as a percentage of reserve assets (100 million US dollars)

Compiled from data: Website of the State Administration of Foreign Exchange of China. URL: <http://www.safe.gov.cn>.

From 1994 to 1996, the Chinese balance of payments showed a double surplus in the current and capital account. The average monthly value of foreign exchange reserves during this period was \$52.5 billion USD, while the increase in foreign exchange reserves was the goal of China's currency policy, and therefore strict currency control existed over capital inflow and outflow. In January 1994, the Chinese government introduced the system of mandatory selling foreign exchange revenue from current accounts to authorized banks, and abolished the system of withholding quotas on foreign exchange revenue. Chinese companies were required to transfer their foreign exchange revenue back to China and sell it all to authorized banks. In exchange, they could purchase foreign exchange from banks at current rates in the necessary amount, but they were required to provide the bank with an import contract and payment demand from a foreign bank.<sup>192</sup> Private individuals and companies with foreign capital were still allowed to hold foreign exchange in bank accounts. In August 1994, the management of the import payment checklist<sup>193</sup> was introduced to verify the authenticity of foreign exchange purchases in connection with imports. In June 1996, companies with foreign capital were allowed to buy and sell foreign exchange in banks according to their business needs on current accounts, and they were also allowed to retain the right to conduct foreign exchange operations on the foreign exchange swap market until its closure in 1998.

<sup>192</sup> Zhang Qian. The effectiveness of China's foreign exchange market from exchange rate reform in 2005. Ed. by nanjing university of technology and engineering. 2012. 45 p.

<sup>193</sup> A document issued by the PRC's SAFE when a foreign trade payment is made, analogous to the Russian transaction passport.

From 1997 to 2000, due to the Asian financial crisis and the Federal Reserve System's policy of raising interest rates, China had a surplus in its current account and a deficit in its capital account, also strengthened its currency control for insisting on convertibility of the current account.

1) Export revenue was required to be repatriated within a certain period of time, and authenticity checks were strengthened for the purchase and use of foreign exchange for imports. After the convertibility of the current account, companies could purchase and pay for foreign exchange directly at the bank with an import declaration, without coordination with the State Administration of Foreign Exchange (SAFE), and the bank only took responsibility for verifying the authenticity of the documents on the surface. However, in the case of a imposed payment, the bank could not verify the authenticity of the import in real time, and the company could purchase foreign exchange with a fake import declaration. For this reason, SAFE initiated a temporary measure: import payments exceeding a certain amount had to be manually checked twice at customs before going to the bank to purchase foreign exchange. At the same time, thanks to technological innovations, in September 1998, customs, banks, and SAFE officially launched the "Customs declaration network verification system" to achieve real-time verification of the purchase and payment of foreign currency for imports and the receipt and settlement of foreign currency from exports by the enterprise through this system, and to fight against fraudulent purchase of foreign exchange and evasion of foreign exchange abroad.

2) Management of limits on the purchase of foreign exchange for resident individuals through current accounts was strengthened. It was envisaged that resident individuals could purchase foreign exchange up to US\$1,000 (in Hong Kong and Macau) or US\$2,000 (in countries and regions other than Hong Kong and Macau) once a year only if they were leaving the country for personal purposes.

3) There was further strengthening of foreign exchange control on the capital account. During this period, the SAFE clearly limited the purchase of foreign exchange for early repayment of foreign debts and also imposed restrictions on the purchase of foreign exchange for direct investments abroad, except for processing of materials abroad, strategic acquisitions abroad, and aid projects abroad.

4) Legislative and law enforcement measures against illegal currency payments and receipts were strengthened. According to the "Decision of the Standing Committee of the National People's Congress on punishing crimes of fraudulent purchase of foreign exchange, evasion of foreign exchange abroad and illegal trading in foreign exchange" (President of the People's Republic of China [1998] No. 14), the sale and purchase of counterfeit or reused customs declarations, import certificates,

and other documents issued by customs for fraudulent acquisition of foreign exchange are strictly punished.

5) There was a nationwide special operation to combat fraudulent purchases of foreign exchange or evasion of foreign exchange abroad.

6) Enhanced management of local government external debt: verify and clean up disguised external debts of local government in the act of providing fixed profits to direct foreign investment in order to limit hidden external debts; confirm that local authorities cannot provide external guarantees; conduct bankruptcy liquidation and debt restructuring of Guangdong International Trust and Investment Company and Guangdong Yuehai Holding Group Co., Ltd to limit moral risk.

From 2001 to the first quarter of 2014, China had a sustained and large-scale double surplus, its foreign exchange reserves were growing rapidly, and there was unilateral pressure on the yuan to strengthen it. At the beginning of 2001, China's foreign exchange reserves were \$168.6 billion, which exceeded \$1 trillion for the first time in October 2006, and reached a historical peak of \$3.9932 trillion in June 2014 (figure 2.2). At the central economic working conference at the end of 2006, it was noted that the main contradiction in China's balance of payments had shifted from a deficit of foreign exchange to an excessive surplus of the trade balance and excessive growth in foreign exchange reserves. It was emphasized that promoting the balance of payments had become an important task in maintaining macroeconomic stability, and it was proposed that while maintaining reasonable export growth and the use of foreign capital, China should actively promote openness, actively expand imports, and orderly increase overseas investment.<sup>194</sup> The transition from a shortage of foreign exchange to its abundance is the direct cause of the bilateral opening of China's capital account and the weakening of currency controls. At this stage, the currency regulation policy gradually shifted from "broad inflow and strict outflow" to "bilateral balanced management of capital inflow and outflow".

---

<sup>194</sup>At the central economic working conference seeks to balance the balance of payments in 2007 URL: [Http://http://finance.sina.com.cn/money/forex/20061207/20541086325.shtml.sina.com.cn/money/forex/20061207/20541086325.shtml](http://http://finance.sina.com.cn/money/forex/20061207/20541086325.shtml.sina.com.cn/money/forex/20061207/20541086325.shtml) (accessed 01.04.2022)

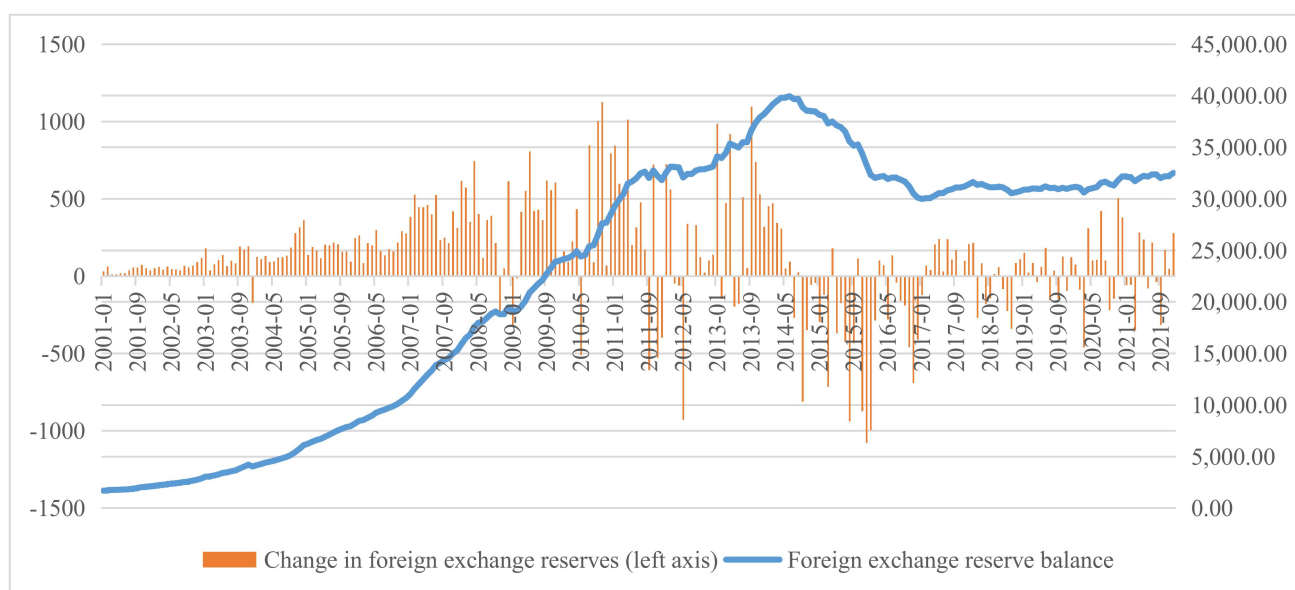


Fig. 2.2 – Change in China's foreign exchange reserves (100 million US dollars)

Compiled from data: Website of the State Administration of Foreign Exchange of China. URL: <http://www.safe.gov.cn>.

In response to the expectations of unilateral appreciation in the yuan exchange rate and in order to promote bilateral balance of capital inflow and outflow, monetary authorities have implemented progressive reforms in the system of currency regulation.

1. Easing restrictions on the purchase and storage of foreign exchange by enterprises.

From 2005 to 2006, the withholding limit on foreign currency revenues from the current account by domestic institutions was increased twice. In accordance with the "Notification on the retention of foreign exchange earnings on the current account by domestic institutions (Huifa [2007] No. 49)", in August 2007, the quota on foreign exchange accounts of domestic institutions was abolished, and enterprises were able to independently preserve their foreign exchange earnings on current accounts, which put an end to the system of mandatory selling foreign exchange revenue from current accounts to authorized banks. In August 2008, the "Regulation of PRC on the administration of foreign exchange (state council order of PRC [2008] No. 532 of 05.08.08)" was amended, specifying that enterprises and individuals may keep foreign exchange or sell it to banks. According to the "Notification on issues related to the implementation of the management of export revenue from trade in goods deposited abroad (Huifa [2010] No. 67)", from January 2011 enterprises are allowed to deposit export earnings abroad without the need to transfer them back to the country. On March 18, 2011, in order to prevent the inflow of illegal funds and maintain economic and financial security, the State Administration of

Foreign Exchange issued the "Notification on issues related to further strengthening foreign exchange business management (Huifa [2011] No. 11)" to strengthen the management of foreign exchange operations in re-export trade: foreign exchange receipts from re-export trade should be settled only after the enterprise has made the corresponding external payment for re-export trade; if the settlement of earnings from re-export trade exceed 20% of the corresponding expenditure, only after the re-export contract, import contract, certificates of receipt and payment of foreign exchange are approved by the local State Administration of Foreign Exchange, can the bank carry out foreign exchange settlements for the enterprise.

After the outflow of capital in the last three quarters of 2012 due to the debt crisis in Europe, China experienced a massive influx of international capital in the first quarter of 2013. The State Administration of Foreign Exchange again paid attention to controlling the inflow of capital to prevent the illegal influx of "hot money" into China for arbitrage under the conditions of low interest rates abroad. Specifically, the trade balance in the first quarter of 2013 was US\$43.144 billion, only US\$210 million in the same period in 2012. Monthly exports in the first quarter of 2013 increased by 25.01%, 21.79%, and 10.03%, respectively, compared to the same period in 2012, with exports to Hong Kong increasing by 92.9%, the figure that remained stable at around 15% since 2006. Chinese exporters may have distorted their export data to circumvent capital controls, allowing some "hot money" to flow into the country in the form of trade income for arbitrage. In response to the growing share of falsified export data, SAFE began to strengthen its management of currency inflows from trade in goods by sending warning letters to enterprises with serious discrepancies between cash flows and goods or large currency inflows, requiring them to explain the situation within 10 working days, or imposing strict supervision on them as category B enterprises if they do not provide supporting documents with reasonable explanations.<sup>195</sup> SAFE took the initiative to conduct on-site inspections of abnormal capital inflows and tightened punishment for the use of forged documents for arbitrage transactions.

2. Increasing the foreign exchange purchase limit and relaxing foreign exchange management for individuals.

Since October 2003, the limit on the purchase of foreign currency for private outbound travel has been increased to 3,000 (stay abroad less than six months) or 5,000 US dollars (stay abroad at least six months). According to the "Regulation of PRC on the administration of the RMB" and the "Measures

---

<sup>195</sup> Circular on issues related to strengthening the management of foreign exchange capital flows (Huifa [2013] No. 20)

for the administration of the entry and exit of the national currency of the People's Republic of China", the limit on the import and export of RMB per person per trip for Chinese citizens and foreigners was changed from 6,000 yuan to 20,000 yuan from January 2005. According to the "Notification on adjustment to the current account foreign exchange management policy (Huifa [2006] No. 19)", the annual total amount of foreign exchange purchases by resident individuals was regulated to 20,000 US dollars per person per year from April 2006, and purchases above the annual total amount were made by banks after checking documents on actual demand. According to the "Detailed rules for the implementation of the measures for the administration of individual foreign exchange (Huifa [2007] No. 1)", the total amount of foreign exchange purchases by residents per person per year was adjusted to 50,000 US dollars from January 2007. The "Approval on issues related to the purchase of foreign exchange by individuals for investment in b shares (Hui comprehensive response [2011] No. 148)" indicates that the purchase of foreign exchange by individuals for equity investment within the annual individual limit of foreign exchange purchase, set by the "Detailed rules for the implementation of the measures for the administration of individual foreign exchange (Huifa [2007] No. 1)", can be made directly in banks; purchases exceeding the annual individual limit of foreign exchange purchase must be approved by the local branch of the State Administration of Foreign Exchange.

3. Strengthening currency regulation on foreign direct investments (FDI) and reducing currency restrictions on overseas direct investments (ODI).

Against the background of the situation with constant net inflow of cross-border capital since 2001, currency regulation on foreign direct investments was mainly focused on the following aspects: firstly, ensuring the authenticity and compliance with the requirements of foreign investors' investments in the country; secondly, optimizing the internal investment environment and promoting the effective use of foreign investments; thirdly, improving the accuracy and timeliness of foreign investment statistics from the perspective of currency regulation, preventing and mitigating corresponding financial risks, as well as maintaining the balance of payments. Therefore, there were more management links in terms of cross-border inflow and outflow of funds, such as registration, account opening, fund transfer and exchange, which almost all required prior registration or approval from the State Administration of Foreign Exchange. Only at the end of 2012, the administrative review of 35 sub-items was cancelled, and 14 sub-items were simplified, which shortened the process and time of foreign exchange registration for foreign direct investments.

In the 2002 report of the 16th CPC National Congress, it was clearly proposed to insist on the joint development of ODI and FDI, and to comprehensively increase the level of external openness. Therefore, the State Administration of Foreign Exchange began to standardize the currency regulation process for ODI and support its genuine and compliant requirements. On November 1, 2002, the administrative approval of foreign exchange risk verification for foreign investments was abolished,<sup>196</sup> and on November 15, the deposit system for repatriation of profits from overseas investments was abolished.<sup>197</sup> The currency regulation reform for ODI in 2002 was tested in six provinces and cities, including Zhejiang, Jiangsu, and Shanghai, and was extended to the whole country in May 2005, including the following main elements: 1) easing the sources of foreign exchange funds for foreign investments, in addition to the enterprise's own foreign exchange funds, foreign exchange loans can be used and foreign exchange can be purchased in yuan; 2) expanding the national annual quota for the purchase of foreign exchange for foreign investments from 3.3 billion to USD 5 billion; 3) canceling the mandatory requirement for repatriation of profits from foreign investments, which can be left outside the country for capital increase or reinvestment; 4) further decentralizing the authority to verify the sources of foreign exchange funds for foreign investments by enterprises, and the authority to verify provincial currency regulation was increased from the initial equivalent of USD 3 million to USD 10 million.<sup>198</sup> In October 2004, Chinese and foreign entrepreneurial groups were allowed to use their own foreign exchange funds or purchase foreign exchange to provide foreign exchange loans to foreign members of the group.<sup>199</sup> Since August 2005, banks have been allowed to provide external financing guarantees to enterprises engaged in overseas investments within the limits of the approved target balance, without the need to obtain approval from SAFE in each specific case.<sup>200</sup> From July 1, 2006, the quota restriction on the purchase of foreign exchange for foreign investments was abolished, and the transfer of preliminary expenses for foreign investments was allowed.<sup>201</sup> In August 2007, the

---

<sup>196</sup> Decision of the State Council on the cancellation of the first batch of administrative approval projects (Guofa [2002] No. 24)

<sup>197</sup> Circular on issues related to the clearance of margin for the repatriation of profits from overseas investments (Huifa [2002] No. 110)

<sup>198</sup> Circular on issues related to the expansion of foreign exchange management reform pilot for overseas investments (Huifa [2005] No. 35)

<sup>199</sup> Circular on issues related to the internal operation and management of foreign exchange funds of multinational corporations (Huifa [2004] No. 104)

<sup>200</sup> Circular on adjusting the management of financing external guarantees provided by domestic banks for overseas investment enterprises (Huifa [2005] No. 61)

<sup>201</sup> Circular on foreign exchange management policy adjustment for certain overseas investments (Huifa

authority to review the sources of foreign exchange funds for foreign investments was further transferred to the currency regulation at the location of the enterprise, without the need to submit a report to SAFE for approval.<sup>202</sup> In July 2009, based on the consolidation of the achievements of the previous reform, SAFE issued the "Regulation on the administration of foreign exchange in outward direct investment by domestic institutions (Huifa [2009] No. 30)", which stipulates that the foreign exchange registration of ODI enterprises must be approved by the currency regulation at the location of the enterprises and a certificate of foreign exchange registration for ODI will be issued, with which enterprises can directly handle foreign exchange income and expenditures for ODI in banks.

#### 4. Strengthening the management of short-term cross-border capital inflows.

Preventing the inflow of "hot money" became the main direction of currency control in response to the short-term appreciation of the yuan, such as strengthening the management of the inflow of "hot money" under the guise of capital account, especially registered capital, setting clear requirements on the purpose and timing of the use of yuan funds after registered capital sale to the bank. According to the "Circular on improving the administration of foreign investment enterprises' capital account settlement review and foreign debt registration (Huifa [2004] No. 42) ", for a single sale of USD 200,000 or more, the enterprise must provide a written payment order on the use of settlement yuan funds and make payments directly to the designated recipient, except for small payments of less than USD 200,000, but the enterprise must provide a detailed list of the use of the last settlement yuan funds when conducting the next sale of foreign exchange to the bank. In addition, during periods of concentrated capital inflows, the management of short-term external debts was strengthened. For example, according to the "Notification on issues related to further strengthening foreign exchange business management (Huifa [2011] No. 11)", the State Administration of Foreign Exchange compressed the size of short-term external debt indicators for domestic institutions in 2011 and moderately reduced the short-term external debt balance indicator for banks' with larger interbank deposits and loans.

#### 5. Adjustments in the buying and selling foreign exchange position management system of banks.

In 1994, China implemented the reform of the currency regulation system. This involved

---

[2006] No. 27)

<sup>202</sup>Circular on decentralisation of authority to examine sources of foreign exchange for overseas investment (Huifa [2007] No. 47)



establishing the system of mandatory selling foreign exchange revenue of corporations from current accounts to authorized banks and introducing the system of managing foreign exchange purchase and sale position limits of authorised banks, under which foreign exchange funds of banks cannot exceed the approved range, and must replenish any shortfall in the interbank foreign exchange market.

On September 22, 2005, the State Administration of Foreign Exchange issued "Notification on adjustment of banks' foreign exchange buying and selling position management measures (Huifa [2005] No. 69)", which introduced management of the limits of banks' aggregate foreign currency buying and selling positions: the lower limit of the limit range is zero, and the upper limit is approved by SAFE according to the balance of payments, the volume of banks' foreign exchange trading positions, their capital and assets in domestic and foreign exchange; the cumulative position is formed by banks' sales and purchases of foreign exchange to customers, their own settlement and sales positions, and their participation in transactions in the interbank foreign exchange market. Many commercial banks try to maintain a zero or slightly positive position during a cycle of yuan appreciation to reduce their risks from open foreign exchange positions. Even with short sales of the US dollar, they must replenish their foreign exchange positions to above zero before the close of the foreign exchange market on the day, and it can be argued that the zero limit may reduce short sales of US dollars, thereby preventing too rapid appreciation of the yuan. On May 26, 2006, the State Council issued "Opinions on promoting the development and opening of the new district of Tianjin Binhai (Guofa [2006] No. 20)", encouraging the implementation of currency regulation reforms in this area and allowing banks registered in Tianjin and operating in the New Area to apply positive and negative range management of aggregate foreign exchange buying and selling positions. Accordingly, in March 2007, SAFE approved Bank of Bohai as the first commercial bank to receive this qualification, which has since been extended to other banks designated to work with foreign exchange.

Against the backdrop of accelerated inflow of cross-border capital into China in 2010, in addition to the window guidance used as a monetary policy tool, the State Administration of Foreign Exchange introduced a new policy to further regulate cross-border capital flows and restrict the inflow of illegal funds and foreign exchange sales to banks by corporations (settlements in yuan) to ease the pressure of yuan appreciation. On 9 November 2010, the "Notification on issues related to strengthening foreign exchange business management (Huifa [2010] No. 59)" was issued, which implemented a lower limit management on the balance of positions on a cash basis for banks that began to conduct forward

foreign exchange settlement and sales operations, with the lower limit being the cash-based positions in the "Daily report on total foreign exchange purchase and sale positions" for each bank as of 8 November 2010, at which time each bank had a large negative position. Under the accrual basis, banks close forward foreign exchange transactions for corporates (sales of foreign exchange to banks by corporates) by selling dollars on the spot and then making a dollar swap purchase and sale transaction to close the deal. Under the cash basis, the closing of bank's forward foreign exchange purchase positions from corporations is not done in the above way, but mainly through the interbank forward market. The transition from the accrual method to the cash basis 1) may restrict banks from hedging long foreign exchange risks created by their customers' forward foreign exchange settlements (the bank's purchase of USD from customers) through spot sales of USD plus swaps, thereby reducing the pressure of spot rate appreciation caused by expectations of RMB appreciation; 2) may prompt banks to adjust their forward foreign exchange quotation in a timely manner, thereby restraining the scale of forward foreign exchange purchases from corporations caused by clients' expectations of yuan appreciation. According to the "Notification on issues related to strengthening foreign exchange business management (Huifa [2010] No. 59)" in March 2011, SAFE further raised the lower limit for banks with negative cash-based position balances in Document No. 59 Huifa [2010] to squeeze the scale of negative positions for each bank. Specifically, for banks with a foreign exchange position balance of not more than US\$2 billion as of 8 November 2010, the lower limit of their foreign exchange position was adjusted to 40% of that balance; for banks with a foreign exchange position balance in the range of -US\$2 billion to 0, the lower limit of their foreign exchange position was adjusted to 50% of that balance.

Further escalation of the European debt crisis since October 2011 has weakened the abnormal inflow of cross-border funds into China. The outflow of cross-border capital in the second quarter of 2012 reduced reserve assets of balance of payments by US\$11.7 billion in that quarter, and discrepancies arose in expectations of the yuan appreciation. Against this background, the State Administration of Foreign Exchange issued the "Notification on improving management of banks' aggregate foreign exchange buying and selling position (Huifa [2012] No. 26)", which provides that from 16 April 2012, banks' aggregate foreign exchange buying and selling position will be managed in a positive and negative range in accordance with the accrual principle, and the lower limit is determined by the following criteria: for banks that have recently obtained business qualifications for

foreign exchange purchase and sale, and for banks whose foreign exchange purchase and sale business volume in 2011 was less than US\$100 million, the lower limit of the aggregate position for foreign exchange purchase and sale is – US\$3 million; from US\$100 million to US\$1 billion – US\$5 million; and above US\$1 billion – US\$10 million.

Starting from the fourth quarter of 2012, capital outflow from China decreased, and the surplus of the current account was much larger than the deficit of the capital account, while reserve assets increased by \$34.1 billion. In the first quarter of 2013, there was a significant inflow of international capital, and the reserve assets of the balance of payments sharply increased by \$156.97 billion, 74% of which came from the inflow of international capital (see figure 2.3). Against this background, it was expected that the yuan would strengthen again, and there was a significant growth in foreign exchange loans, but there were few foreign exchange deposits. The growth of foreign exchange loans was associated with arbitrage operations of domestic enterprises: they used their yuan deposits as collateral to obtain foreign exchange loans from commercial banks, while simultaneously carrying out forward hedging of the yuan. In May 2013, the SAFE established that, with the exception of policy banks (these are banks responsible for conducting government financial policy), the lower limit of banks' aggregate foreign exchange buying and selling positions was related to the size of foreign exchange loans and deposits: the lower limit of banks' aggregate foreign exchange buying and selling positions for the month = (foreign exchange loan balance at the end of the previous month – foreign exchange deposit balance at the end of the previous month \* loan-to-deposit ratio) \* balance of payments adjustment coefficient.

The basic loan-to-deposit was 75% for Chinese banks and 100% for foreign banks, while the balance of payments adjustment coefficient was 0.25.<sup>203</sup> This policy forced banks to hold a minimum long position in US dollars, indirectly reducing the pressure for the yuan to appreciate, while simultaneously encouraging banks to adjust their foreign exchange purchase quotes, to a certain extent hindering foreign exchange settlements and reducing the pressure of rapid growth in foreign exchange reserves. The use of the foreign exchange loan-to-deposit as an important basis for banks' foreign exchange positions is a useful attempt at macroprudential policy in managing capital account.

---

<sup>203</sup> Circular on issues related to strengthening the management of foreign exchange capital flows (Huifa [2013] No. 20)

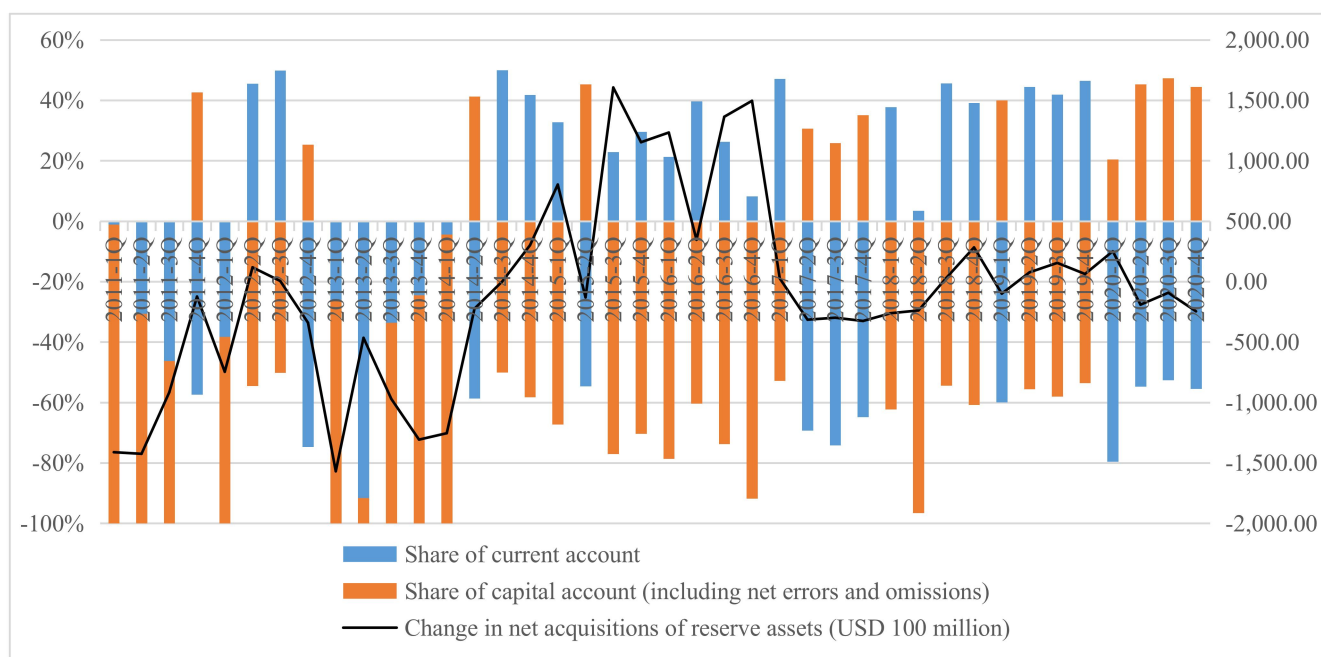


Fig. 2.3 – China current account and capital account balance as a percentage of reserve assets and quarterly change in reserve assets in the balance of payments

Compiled according to: Website of the State Administration of Foreign Exchange of China. URL: <http://www.safe.gov.cn>

The Chinese system of managing foreign exchange purchase and sale position limits is a mandatory centralized system for managing foreign exchange, which complements the mandatory saling foreign exchange revenue of corporations from current accounts to banks (abolished in 2007), direct interventions by the central bank, and the managed floating exchange rate system, together forming the basic framework of the Chinese currency regulation system. Although the range of bank positions for buying and selling foreign exchange has undergone several adjustments depending on the direction of international capital flows, the essence of the system has always been that commercial banks must sell excess positions above the upper limit in the interbank foreign exchange market and buy foreign exchange below the lower limit of the range from the interbank foreign exchange market. To maintain the yuan exchange rate at an acceptable level, the PBC must either buy all the foreign exchange above the limit of each commercial bank's foreign exchange position or sell all the required position of the commercial bank. As a result, it is difficult for the foreign exchange market to independently regulate supply and demand, and PBC operations in foreign exchange in the open market lose their initiative. It can be said that demand and supply in the Chinese foreign exchange market are characterized by reluctance and structural convergence. In order to maintain the daily volatility of the yuan exchange rate within the established range, the central bank is obliged to carry

out constant daily intervention in the foreign exchange market. In the Arch test for volatility sustainability in China's foreign exchange market, Ding Jianping concludes that the PBC conducts relatively frequent interventions in the foreign exchange market.<sup>204</sup> Direct interventions by the PBC in the foreign exchange market not only regulate supply and demand in the foreign exchange market and the exchange rate, but also represent the main channel for placing the base money in China to purchase excess foreign exchange for the purpose of forming official foreign exchange reserves (fig. 2.4), such base money is also known as the RMB equivalent of foreign exchange reserves. This has created hidden dangers for liquidity tensions in China's domestic market during concentrated capital outflows, for example, from 2014 to 2016, and has also triggered imported inflation pressures and excess liquidity during concentrated capital inflows, for example in 2007 and 2010. The yuan equivalent of official foreign exchange reserves, which is influenced by the balance of payments, the settlement and sale of foreign exchange by banks, is an exogenous variable of monetary policy. Accordingly, the base money provided in the form of the yuan equivalent of official foreign exchange reserves in direct intervention by the People's Bank of China is completely exogenous. Such exogeneity can affect the achievement of monetary policy targets. In order to ensure coordination and balance between the domestic economy and the external economy, the PBC must take various measures to sterilize the excess liquidity caused by providing the yuan equivalent of foreign exchange reserves, see Section 2.2 for more details.

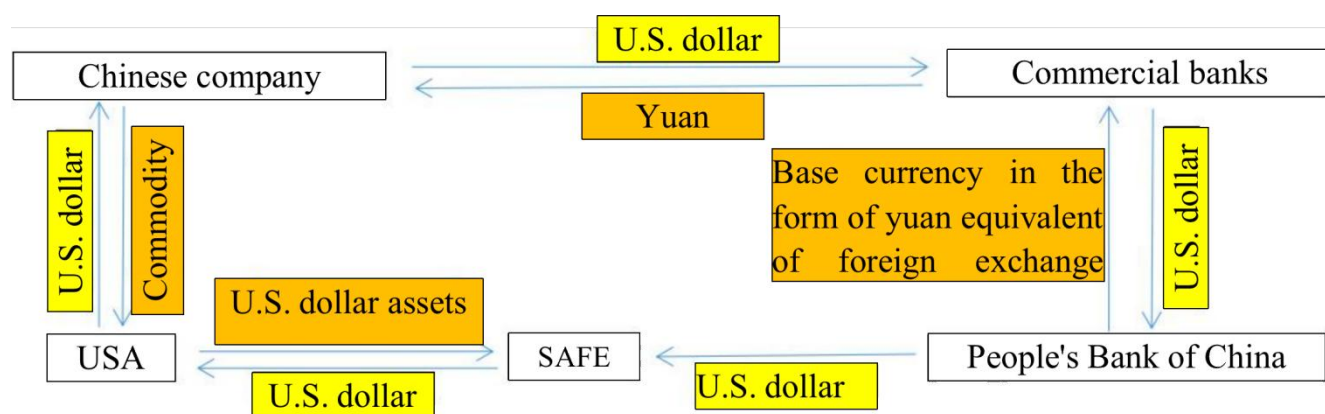


Fig. 2.4 – The process of forming the yuan equivalent of foreign exchange reserves

Compiled by the author

Figure 2.5 shows that the share of foreign exchange in the balance sheet of the central bank,

<sup>204</sup> Ding Jianping. A study on the sustainability of the current Renminbi exchange rate mechanism / Jianping Ding // International financial studies. – 2003. – №5. – P. 48-55.

recalculated in yuan at historical cost, reached a peak at 83.32% of the total assets of the People's Bank of China (PBC) in March 2014. From the second quarter of 2014, the capital account began to experience a sustained deficit, and this share gradually began to decline. As of May 2021, it still accounted for 54.78% (21,193.984 billion yuan / 38,691.677 billion yuan), while the share of foreign exchange in the base money reached 66.1% (21,193.984 billion yuan / 32,069.725 billion yuan). The yuan equivalent of foreign exchange reserves became the largest item of assets on the PBC's balance sheet, and its rapid growth from 2006 to 2013 directly led to the rapid expansion in the size of the balance sheet and was a major factor in the rapid expansion of China's money supply. Excessive yuan-equivalent foreign exchange reserves not only make the PBC's asset structure homogeneous but also cause it to suffer losses from the depreciation of the US dollar. Figure 2.5 also shows that as the yuan exchange rate has risen, the historical value of foreign exchange reserves on the PBC's balance sheet has exceeded their market value since December 2006. Yuan-denominated foreign exchange assets are overvalued due to the fact that the PBC's accounting of foreign exchange reserves is based on the historical cost method. This also reflects a deficiency in the PBC's basic accounting system, which is that the historical cost method cannot accurately reflect the value of assets and liabilities.

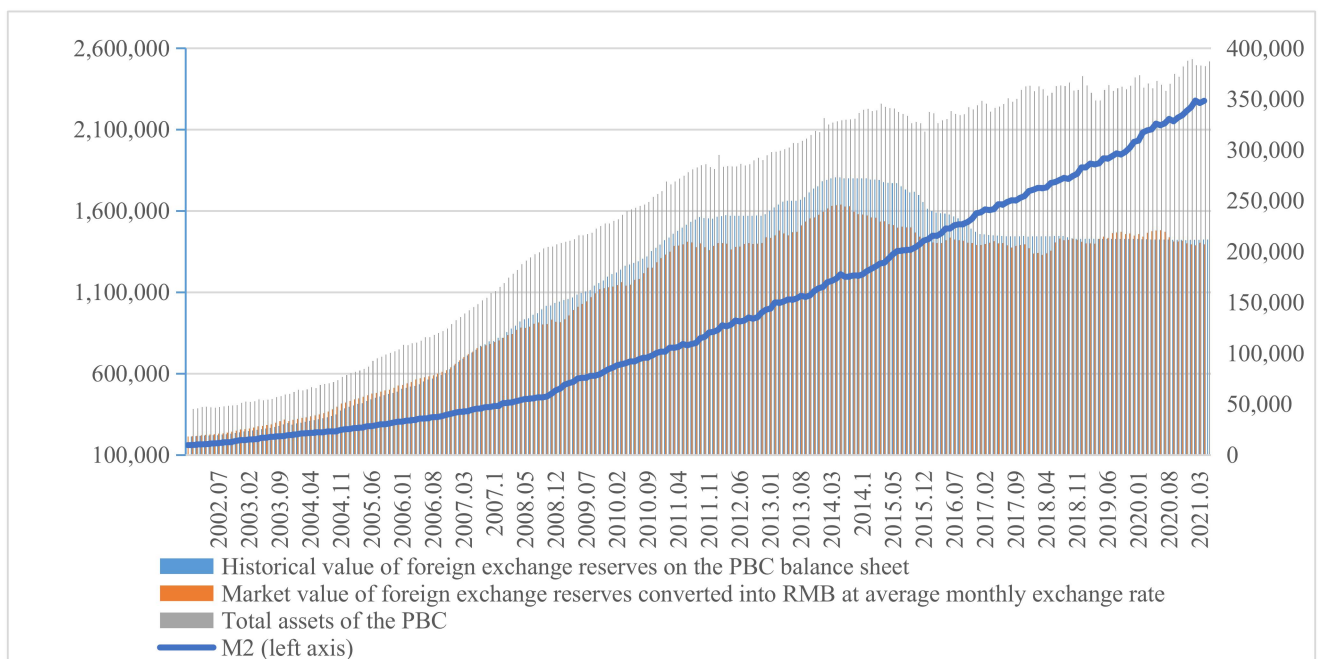


Fig. 2.5 – Monthly data on foreign exchange reserves, total assets of the PBC, and M2 money supply (100 million yuan)

Compiled from data: Website of the State Administration of Foreign Exchange of China. URL: <http://www.safe.gov.cn>.

China has been facing the sustained capital outflow since the second quarter of 2014, partly due

to domestic institutions and individuals increasing their foreign exchange assets or placing assets overseas, i.e. "foreign exchange hiding among the people"; and partly due to domestic enterprises accelerating the repayment of US dollar-denominated debts taken out earlier, closing carry trade transactions, and partially reducing yuan-denominated assets belonging to foreign enterprises, i.e. "debt repayment".<sup>205</sup> In the second half of 2014, the capital account deficit exceeded the current account surplus, and the reserve assets of the balance of payments decreased by USD 30.1 billion. In 2015 and 2016, they decreased by USD 342.939 billion and USD 443.665 billion, respectively.<sup>206</sup> During the same period, the foreign exchange reserves of the People's Bank of China decreased by USD 150.195 billion, USD 512.656 billion, and USD 319.845 billion. External debt in foreign exchange decreased by USD 136 billion in 2015 compared to 2014 and increased by USD 173.5 billion in 2016 compared to 2015, indicating that the "foreign exchange hiding among the people" element was greater than the "debt repayment" element. During this period, the currency regulation system changed from preventing inflow to restraining outflow and expanding inflow, as well as from discouraging foreign exchange settlements to stimulating them, thanks to the adoption of the following measures.

A) Measures were taken to expand inflow and increase the supply of foreign exchange.

1) Adjustment of the system of management of bank aggregate foreign exchange purchase and sale positions and expansion of the lower limit of bank foreign exchange buying and selling positions. On 30 December 2014, the State Administration of Foreign Exchange abolished the practice of pegging the lower limit of aggregate foreign exchange buying and selling positions of banks to the foreign exchange loan-to-deposit ratio and resumed the management of positive and negative interval limits on positions, requiring banks to maintain their average bank positions during working days within the limits approved by SAFE. On 29 April 2016, SAFE continued to expand the lower limit of aggregate foreign exchange buying and selling positions of banks (Table 2.1). On 29 April 2016, the lower limit of the consolidated settlement foreign exchange position of banks was further expanded (Table 2.1). The management of positive and negative ranges can increase banks' initiative and flexibility in managing foreign exchange positions, reduce the cost of funds, and effectively prevent

---

<sup>205</sup>Guan Tao. The exchange rate game: the yuan and the rise of the great powers / Tao Guan. – CITIC group, 2017. – 271 p.

<sup>206</sup>Jiang Xuyan. Lessons and implications for the present of Chinese anti-crisis measures in 2015 // Academic Journal of Business & Management. – 2022. Volume 4, Issue 19. P.33-39. DOI: 10.25236/AJBM.2022.041905

the risk of foreign exchange depreciation. However, when the market unanimously expects a rise in the yuan's exchange rate, commercial banks are willing to hold negative positions, so who will be their counterparty? Only when the market really divides over the future trend of the yuan can the management of positive and negative ranges play a role in increasing the efficiency of banks' capital operations. Disagreements are a very important factor in conducting transactions in an active and mature market, and it is precisely in this context that the lower limit of bank currency buying and selling positions has been expanded.

Table 2.1 – Limits of positive and negative range of banks' foreign exchange buying and selling aggregate position

	<b>Object of management</b>	<b>Management approach</b>	
2014	Political or national banks, market makers	The SAFE approved position limits based on the scale of foreign exchange purchases and sales by banks and transactions in the interbank market, etc.	
	Other banks	The local branch of the SAFE was responsible for approving position limits based on the volume of foreign exchange purchased and sold by banks during the previous year	
		Volume of foreign exchange bought and sold in the previous year	Average range of positions by working day during the week
		[0, \$100 million]	[-\$3 million, \$50 million].
		[\$100 million, \$1 billion].	[-\$5 million, \$300 million].
		[0, \$1 billion, +∞)	[-\$10 million, \$1 billion].
2016	All banks	[0, \$100 million].	[-\$0.05 billion, \$50 million].
		[\$100 million, \$1 billion].	[-\$200 million, \$300 million].
		[\$1 billion, \$20 billion].	[-\$500 million, \$1 billion] (market maker) [-\$300 million, \$1 billion] (no market maker)
		[\$20 billion, \$200 billion].	[-\$2billion, \$1billion] (market maker) [-\$1billion, \$1billion] (no market maker)
		[\$200 billion, +∞)	[-\$5 billion, \$1 billion]

Source: "Notification on further assistance in simplifying trade and investment procedures and improving authenticity verification" (Huifa [2016] No. 7); "Instructions for measures to manage banks' purchase and sale of foreign exchange" (Huifa [2014] No. 53).

2) Regulation on management of foreign trade enterprises. SAFE published the "Notification on further promoting trade and investment facilitation and improving authentication (Huifa [2016] No. 7)",



according to which from the end of April 2016, the foreign exchange receipts from Category A enterprises' trade were not credited to the export revenue account awaiting verification, and could be directly credited to the current foreign exchange account or settled in yuan. In addition, Unifying external debt settlement management policies for foreign and Chinese enterprises: external debts borrowed by Chinese non-financial enterprises could be sold to banks and used in accordance with the rules for managing external debt of enterprises with foreign investments.

3) Expansion of the scope of macro-prudential management of full-scale cross-border financing. On 25 January 2016, the People's Bank of China expanded the pilot macro-prudential management of full-scale cross-border financing with integrated national and foreign currencies to 27 banking financial institutions and enterprises registered in four free trade zones in Shanghai, Guangdong, Tianjin, and Fujian, linking the borrowing scales of market participants with their capital adequacy and solvency; In May 2016, the pilot scheme has been extended to financial institutions and enterprises across the country (excluding government financing platforms and real estate enterprises), and the prudential management framework has been extended nationwide, under which players in the domestic market with Chinese and foreign capital can attract external debt obligations.

B) Measures were taken to enhance the review and regulation of foreign exchange expenditure.

4) Strengthening foreign exchange expenditure management on current account operations. According to Huifa [2016] No. 7, it was clear that offshore resale and purchase trade in goods documents should be checked for authenticity in each specific case, and enterprises with a classification level of currency management for trade in goods as category B were suspended from conducting business of foreign exchange receipts and payments for offshore resale and purchase, and system of risk warning letters in trade in goods was standardised. In early 2017, the State Administration of Foreign Exchange called on banks and enterprises to strictly verify authenticity and compliance with requirements in trade.

5) Strengthening macroprudential management of bank activities. In late August and mid-September 2015, the PBC adopted macro-prudential management measures for banks' forward foreign exchange sales and yuan buy-sell transactions, respectively, requiring financial institutions to deposit the interest-free foreign exchange risk reserve of 20% of their forward foreign exchange sales contract (including options and swaps)<sup>207</sup> and increasing the fee of individual banks with anomalies

---

<sup>207</sup> Notification by the People's Bank of China on strengthening macroprudential management of

for closing spot yuan buy-sell transactions from the original 0.0003% to 0.3%. At first glance, the collection of foreign exchange risk reserves is aimed at financial institutions engaged in forward foreign exchange sales, but in reality, since the collection of foreign exchange risk reserves will increase the cost of funds, financial institutions will shift these costs to their clients, ultimately raising the cost of purchasing forward foreign exchange for corporate clients. When a strong depreciation of the yuan is expected, the offshore market usually reacts more strongly, resulting in a wider spread between offshore and onshore yuan exchange rates, and some investors will participate in cross-border arbitrage, using the "buy foreign exchange in the domestic market and sell it in the offshore market" method. The collection of foreign exchange risk reserves raises the cost of purchasing foreign exchange for investors, which helps to combat this arbitrage and to some extent plays a role in easing capital outflow pressure and stabilizing exchange rate fluctuations.

6) Adopting the management framework that combines macroprudential management and currency control over cross-border capital flows. Since 25 January 2016, the PBC has introduced the normal reserve requirement for offshore yuan deposits placed by offshore participant banks in domestic banks, such as domestic correspondent banks. The choice of this time to start introducing the reserve requirement for offshore yuan was aimed at blocking offshore yuan liquidity, raising offshore yuan interest rates, discouraging offshore short selling, and stabilizing the exchange rate. At that time, offshore yuan deposits were estimated at around RMB 1.3 trillion. This policy led to the blocking of over \$200 billion offshore yuan, which reduced offshore RMB credit creation and caused further tightening of offshore RMB liquidity.<sup>208</sup> However, the spike in offshore yuan interest rates and maintaining them at a high level will lead to more frenzied cross-border arbitrage, which is why the State Administration of Foreign Exchange has tightened controls on cross-border trading funds and narrowed channels for outflows of cross-border funds on capital account, such as suspending new outflows abroad by RMB qualified domestic institutional investors, suspending cross-border financing to foreign participating banks, suspending cross-border business of buying and selling RMB by individual foreign banks, and implementing macroprudential management with integrated national and foreign currencies of domestic enterprises' offshore yuan lending.<sup>209</sup> At the same time, regulatory

---

forward foreign exchange sales (Yinfa [2015] No. 273)

<sup>208</sup> The offshore yuan appreciated by more than 300 at the start of the opening amid new central bank policy. URL: <https://www.163.com/money/article/bdjnk3f3002533tm.html>

<sup>209</sup> Circular on further clarification of issues related to RMB overseas lending business of domestic enterprises (Yinfa [2016] No. 306)

authorities strengthened the verification of the authenticity and compliance of capital outflow requirements. In April 2016, SAFE strengthened management of repatriation of profit by direct investments; in November, the PBC regulated the business of offshore yuan lending by domestic enterprises; in December, the National Development and Reform Commission, the Ministry of Commerce, the PBC, and the State Administration of Foreign Exchange consistently published answers to journalists' questions, clearly stating the combination of facilitating outbound investment and preventing outbound investment risks, verifying outbound investment projects of some enterprises in accordance with relevant rules; and in December, SAFE improved management of personal information declaration when purchasing foreign exchange.

C) Measures have been taken to enrich financial products aimed at hedging foreign exchange risks. Document Huifa [2016] No. 7 allowed domestic banks to conduct non-delivery forward settlement of foreign exchange for institutional clients to meet the needs of enterprises in storing foreign exchange assets while preventing exchange rate risks.

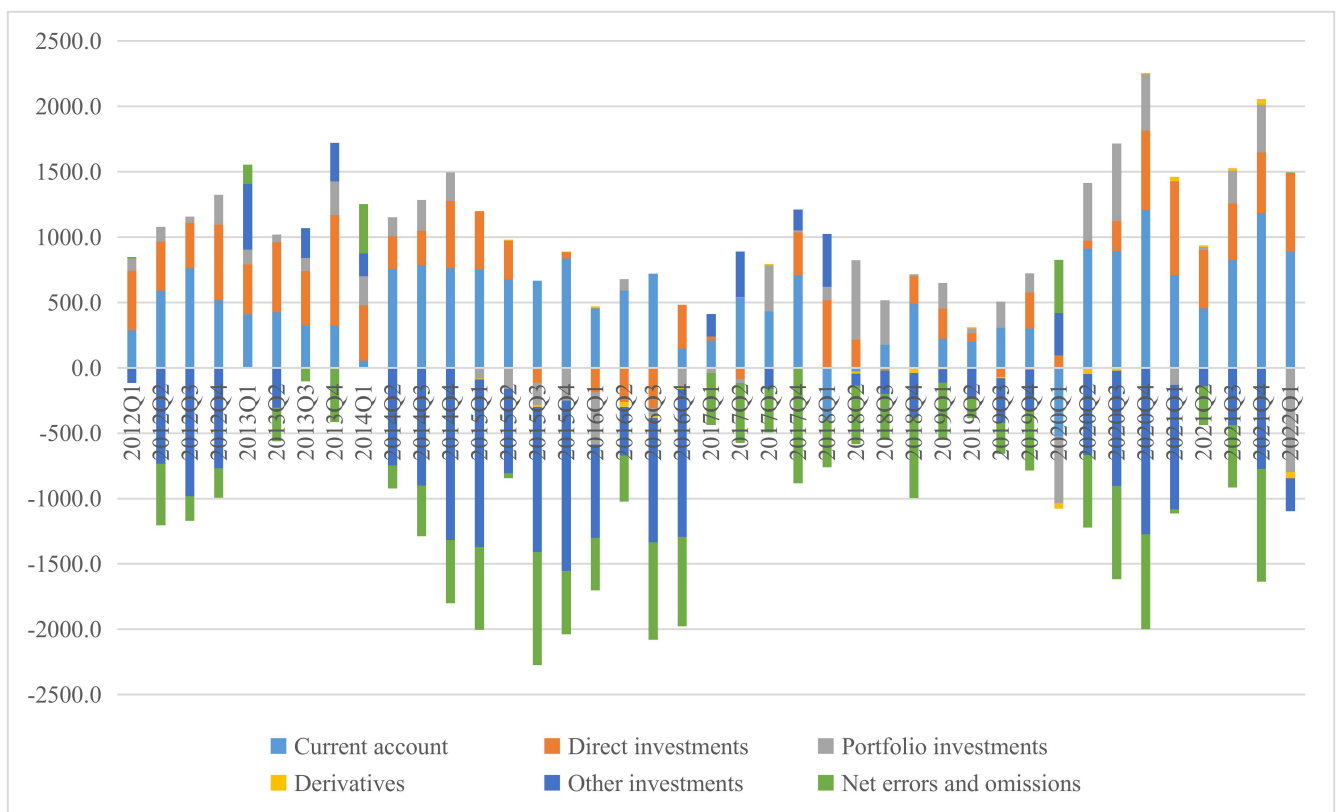


Fig. 2.6 – China's balance of payments 2012-2022Q1 (100 million US dollars)

Compiled from data: Website of the State Administration of Foreign Exchange of China. URL: <http://www.safe.gov.cn>.

Foreign exchange management measures to ease pressure on the depreciation of the yuan during

this period consist of "expanding inflow" and "containing outflow".

Figure 2.6 shows that the effect of the expansion policy was better than that of the containment policy: foreign exchange earnings under the current account were US\$194.9 billion higher in the third quarter of 2014 to the end of 2016 than in the second quarter of 2012 to 2014; portfolio and direct investments turned from positive to negative, and capital outflows under other investment items and net errors were significantly higher than in the previous period. It can be said that capital flows are mainly influenced by fundamental economic indicators, the spread between the US and China, and expectations of the exchange rate.

The exchange rate of the yuan to the US dollar in the years 2017-2021 changed trend of unilateral decline after the exchange rate reform of 2015, and bilateral fluctuations became the new norm.

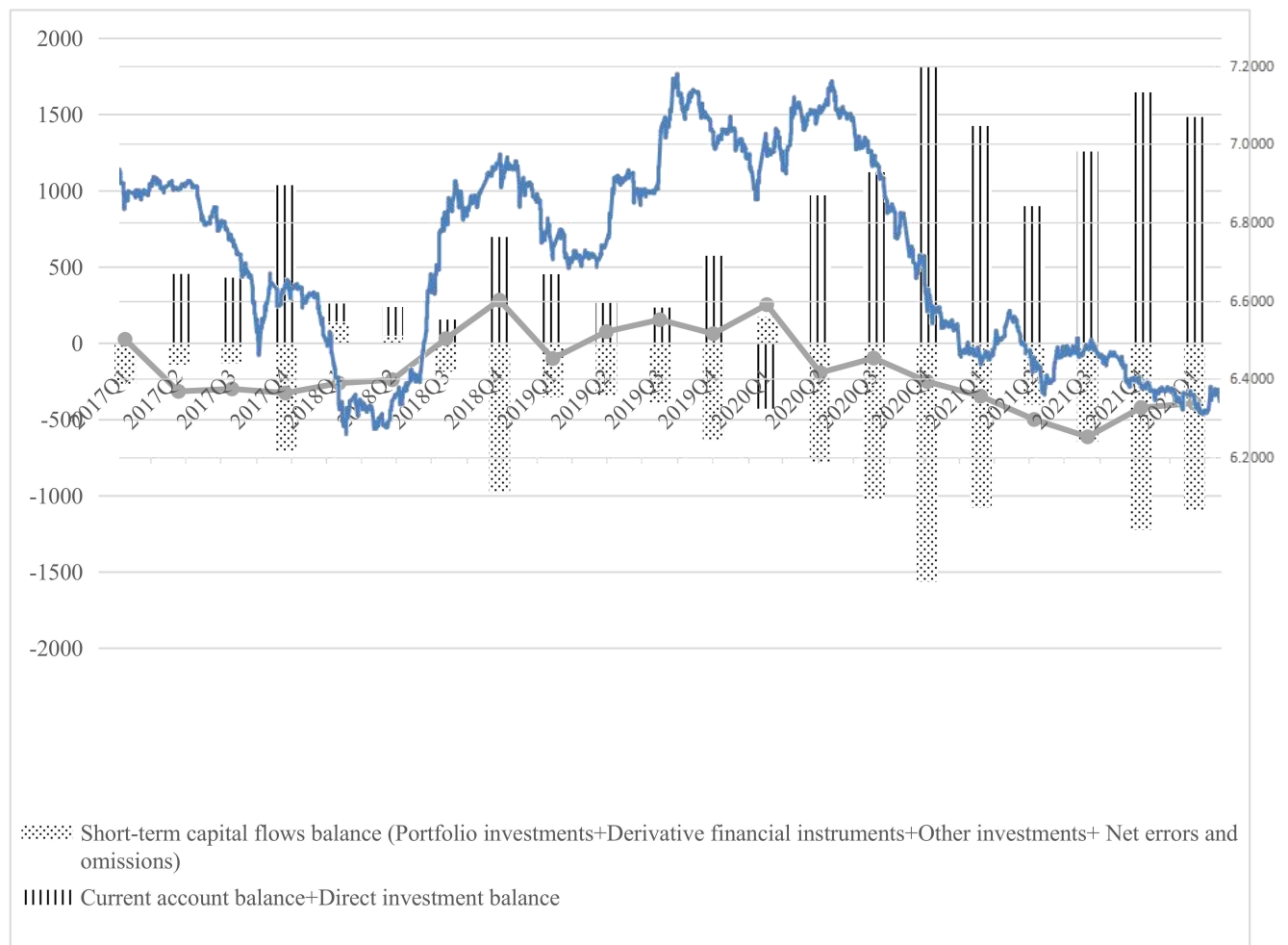


Fig. 2.7 – Short-term capital flows of China, basic balance of payments (100 million USD), and yuan exchange rate from 2017 to 2022Q1

Compiled by: Website of the State Administration of Foreign Exchange of China. URL: <http://www.safe.gov.cn>

As shown in Fig. 2.7, from the third quarter of 2018 to the first quarter of 2020, the exchange rate

of the yuan was in a cycle of depreciation, as reserve assets decreased due to the outflow of short-term capital exceeding the surplus of the current account and direct investment; in other periods, reserve assets increased, and the exchange rate of the yuan was in a cycle of strengthening.

During this period, macro-prudential measures prevailed in the management of foreign exchange operations. For example, during the yuan appreciation cycle in September 2017, the People's Bank of China abolished the requirement for banks participating in offshore yuan business to deposit reserves in national correspondent banks<sup>210</sup> and adjusted the foreign exchange risk reserve ratio from 20% to 0<sup>211</sup>, which means a gradual return to neutral management of cross-border capital flows.

During the cycle of the yuan's depreciation, the People's Bank of China restored 20% of foreign exchange risk reserves for forward foreign exchange sales on August 6, 2018, and then reduced it to 0 during the cycle of appreciation on October 12, 2020. Figure 2.6 shows that when China's balance of payments is sufficiently balanced, the main contradiction in currency regulation measures to weaken the pressure of the yuan's appreciation lies not in "promoting balance", but in "expanding outflow", with the effect of "restraining inflow" being more limited.

## 2.2 Exchange rate policy and currency interventions

Since 1994, China has chosen the managed floating exchange rate regime with an "intermediate solution", but it has not remained unchanged and has always carried out market-oriented reforms of the exchange rate formation mechanism in accordance with the principle of "active, gradual and controllable", which is a key link in China's financial reform and openness, related to financial stability and the country's balance of payments. This section examines, analyzes and evaluates the prerequisites, content and results of the exchange rate policy and the evolution of currency intervention methods in the process of market-oriented exchange rate reform since 1994.

Before the foreign exchange system reform in 1994, the devaluation of the yuan and high inflation coexisted, and the goals of internal and external balance corresponded to each other. Since the implementation of the dual exchange rate system, in which the exchange rate of foreign exchange swap market coexisted with the official exchange rate, as the proportion of withholding quotas on

---

<sup>210</sup> Circular on the adjustment of the policy on reserve deposits placed with domestic correspondent banks by participating banks of overseas RMB businesses (Yinfa [2017] No. 206)

<sup>211</sup> Notification by the People's Bank of China on adjustment of foreign exchange risk reserve (Yinfa [2017] No. 207)

foreign exchange revenue increased, more and more transactions with foreign exchange were concluded at the exchange rate of foreign exchange swap market. By the end of 1993, about 80% of foreign exchange transactions were conducted at the exchange rate of foreign exchange swap market 1 US dollar = 8.7 yuan, and only 20% of foreign exchange transactions were conducted at the official exchange rate 1 US dollar = 5.8 yuan. At the same time, the yuan was under greater pressure of devaluation due to overheating of the domestic economy and deficit in merchandise trade in 1993. Therefore, the People's Bank of China resumed the restriction of prices in the foreign exchange swap market in March 1993, but the price of foreign exchange still rose high in the black market, and expectations of the devaluation of the yuan intensified. Thus, before the foreign exchange system reform in early 1994, the pressure of the devaluation of the yuan and high inflation coexisted, having the same goals of internal and external balance: there was no conflict of goals between tight monetary policy to restrain economic overheating and exchange rate policy to prevent excessive devaluation of the yuan. In July 1993, the PBC took a series of measures to regulate and correct the financial order, raising the one-year RMB interest rate to 10.98%, selling foreign exchange reserves for indirect interventions in the foreign exchange swap market, stabilizing the market exchange rate at around 8.7 yuan per US dollar, and then liberalizing the foreign exchange prices before the foreign exchange system reform in early 1994. At the same time, the PBC strengthened currency control, requiring banks to strictly control the issuance of loans to companies that held foreign exchange but did not sell it to banks or bought foreign exchange without using it.

The specific content of the 1994 foreign exchange system reform is as follows: the yuan exchange rate was devalued to 8.7 at the beginning of 1994, and the official exchange rate and the foreign exchange swap market exchange rate were officially unified, and the unified, managed floating exchange rate regime based on market supply and demand was introduced; the retention and submission of foreign exchange to the central government was abolished, mandatory sale of foreign exchange by enterprises to banks was introduced and the system of management of banks' foreign exchange purchase and sale positions was established; the unified interbank foreign exchange market was created with the Chinese Foreign Exchange Trading System as the platform<sup>212</sup>, and it was stipulated that national financial institutions are not allowed to trade yuan and foreign exchange

---

<sup>212</sup> Jiang Xuyan. The transformation of the Renminbi into a global reserve currency // Problems of modern economics. – 2017. – № 1(61). – P. 152-155.

outside the Chinese Foreign Exchange Trading System. Therefore, the foreign exchange market in China is divided into the retail market, where banks settle and sell foreign exchange to enterprises and individuals, and the interbank market, where banks buy and sell foreign exchange in bulk. In 1994, China ranked fourth in the world in terms of GDP calculated on the PPP basis, behind the United States, the EU, and Japan.

The goals of stabilizing the exchange rate and promoting the balance of payments after the foreign exchange system reform were achieved. After the reform, the yuan did not decrease to more than 9 yuan per dollar, as expected by the market, but instead increased by 2.9% by the end of the year; foreign exchange reserves increased by \$30.4 billion instead of decreasing, more than doubling since the end of 1993. The reasons for the success of the 1994 foreign exchange system reform were as follows: 1) strict fiscal and monetary policies were implemented from the first half of 1993: there were two interest rate hikes and the one-year deposit rate was raised to 10.98%, which restrained excessive demand for foreign exchange at the source; 2) the system of retention and submission of foreign exchange was abolished and the new institutional mechanism was introduced, such as mandatory sale of foreign exchange by enterprises to banks and management of limits on foreign exchange trading positions by banks, requiring domestic enterprises to sell all foreign foreign exchange revenue from current account transactions to banks and banks to sell foreign exchange beyond position limits to the People's Bank of China. This systematically centralized the supply of foreign exchange and ensured demand for it. At the same time, conditional convertibility of the yuan's current account was announced and centralized supply of foreign exchange was introduced to meet the demand for Chinese enterprises to purchase foreign exchange for imports and trade-related expenses such as freight, premiums, and commissions; 3) the introduction of export tax refund policy in 1994 stimulated high export growth. In 1993, China's trade balance in goods and services was a deficit of \$11.8 billion, but by 1994 it had turned into a surplus of \$7.4 billion. The main reason for the positive balance in import and export trade in 1994 was the full implementation of the VAT refund system for exports (previously, some exports were eligible for tax refund), and the average tax refund rate of 10% was an important incentive for exports. It can be argued that China's improved trade is the cause of the strong yuan exchange rate, not the result of an undervalued yuan.

From 1994 to 1997, the exchange rate of the yuan was stable with a tendency to rise: the coexistence of the yuan appreciation pressure and high inflation, conflicting goals of internal and external balance.

After the foreign exchange system reform at the beginning of 1994, pressure on the devaluation of the yuan was replaced by pressure on its strengthening. From 1994 to 1997, China experienced a period of rapid growth in trade exports, particularly in direct investments, which led to a positive balance of payments of \$185.824 billion USD, with an average annual positive balance of \$46.456 billion USD. The surplus in the balance of payments resulted in excess foreign exchange in the interbank foreign exchange market under mandatory sale of foreign exchange earnings by enterprises and limits on banks' foreign exchange buying and selling positions, and the yuan was under pressure to strengthen. To alleviate the pressure on the yuan's appreciation and increase foreign exchange reserves, the People's Bank of China conducted direct interventions in the foreign exchange market, providing yuan for the purchase of US dollars. As a result, the yuan equivalent of official foreign exchange reserves sharply increased, becoming the main channel for providing the base money. During this period, the share of the yuan equivalent of official foreign exchange reserves to the base money increased from 10.47% in 1993 to 24.24% in 1994, 32.6% in 1995, 35.6% in 1996, and 43.9% in 1997, and the annual growth rates of M0 from 1994 to 1997 were 24.30%, 8.20%, 10.36%, and 16.24%. Due to control over the interest rate and capital flows, the increase in the domestic money supply did not lead to the decrease in market interest rates or short-term capital outflows. On the contrary, the People's Bank of China maintained the one-year deposit rate at a high level of 10.98% in 1994 to contain overheated demand in the domestic economy. In 1994, there was an influx of "hot" money into the country through the mixing of current account transactions and the foreign exchange black market in anticipation of stabilization or even appreciation of the yuan, and internal inflation rose again, with CPI growth of 24.2% and 17% in 1994 and 1995, respectively, compared to 14.5% in 1993, requiring the monetary authorities to implement tight monetary policy.

Thus, the expansion of the money supply caused by direct interventions aimed at preventing the appreciation of the yuan contradicted the tight monetary policy necessary in the conditions of high domestic inflation. In response to the conflict between domestic and external policies, monetary authorities mainly resorted to recalling refinancing to commercial banks and depositing special yuan



deposits with credit unions and other financial institutions as additional sterilization tools<sup>213</sup>. Due to the large scale of intervention in the foreign exchange market, recalling refinancing to commercial banks or reducing the size of refinancing for sterilization led to the decrease in the absolute size of refinancing and its share in the assets of the central bank at relatively fast rates, from 70.3% in 1993 to 59% in 1994 and 55% in 1996. The CPI decreased from 17% in 1995 to 8.3% in 1996 and 2.8% in 1997, the price level normalized, and the exchange rate was mainly stable, increasing from an average annual rate of 8.61745 yuan per dollar in 1994 to 8.2898 yuan per dollar in 1997, up by only 3.8%. Obviously, the sterilization policy of the People's Bank of China during this period achieved good results.

Recalling refinancing to commercial banks and depositing special yuan deposits by other financial institutions as the sterilization tools were in line with the institutional background of that time. Firstly, at this stage, the central bank's control over the money supply was mainly achieved by managing the size of lending and regulating the refinancing of commercial banks, which was the main form of providing the base money and had a high share in the central bank's assets with the possibility of regulation compared to other assets. Secondly, China's secondary treasury bond market was not developed at that time, had not formed at a certain scale in terms of quantity, diversity, or function, and could not achieve the desired sterilization effect through open market operations.

From 1998 to 2000, there was a return to the pegging the yuan to the US dollar: coexistence of pressure on the devaluation of the yuan and deflation with conflicting goals of internal and external balance.

During this period, China faced enormous challenges both domestically and externally. Internal challenges included: 1) The inertia of inflation containment policy, which was carried out until 1997, was so great that the growth rate of aggregate demand declined, exacerbating the contradiction between demand and supply. The CPI growth rate in the first quarter of 1998 was 0.3%, the average CPI growth rate in the second, third and fourth quarters was -1.13%, and in 1999 the CPI growth rate remained negative, i.e. deflation continued, and the purchasing power demand was insufficient. 2) After almost 20 years of development since reform and openness, China has transitioned from a deficit economy to a stage of excess capacity, market competition has intensified, many enterprises have engaged in price wars, and state-owned enterprises were almost entirely in the red at the time, the most

---

<sup>213</sup> Special yuan deposits are a bank deposit in yuan denominated in a freely convertible foreign currency, convertible into yuan at the exchange rate.

direct consequence being high debt and growing unemployment. The dominoes that were toppled were banks, and the level of bad debts of state-owned banks directly reached 33%; 3) From June to October 1998, the country suffered from unprecedented floods, which caused direct economic damage of more than 200 billion yuan. From the perspective of external factors: 1) Under the influence of the Asian financial crisis and sluggish external demand, export growth significantly declined in 1998, and exports decreased by 1.5% compared with the same period in 1997. This was the first decline after 22 months of consecutive growth. The current account surplus was \$31.471 billion, \$5.5 billion less than in 1997. The balance of payments surplus in 1998 was \$25.15 billion, \$32.87 billion less than in 1997. It is important to note that the contribution of foreign trade to economic growth in 1997 was 44.4%, becoming the main driving force of China's economic growth. In the context of macroeconomic conditions of excess supply and growing dependence on foreign trade, the financial crisis abroad in 1998 greatly complicated China's economy.

In the face of the sudden international financial shock and the turnaround in the economic situation, the People's Bank of China quickly adjusted its macro-control targets and shifted from moderately tight to stimulus monetary policy: increasing the money supply through open market operations, reducing reserve requirements and interest rates. In 1998 and 1999, 262.2 billion yuan was issued through reverse repurchase agreements<sup>214</sup>, accounting for 87% of the increase in base money at the time, and rising from 21% of all base money placed in 1995 to 52% in 1999. In 1999, the growth rate of M0 rose to 12.1%, and in 2000, the base money of 165.2 billion yuan was issued through reverse repurchase agreements, and the growth rate of M0 reached 16.8%, much higher than 9.8% in 1998, and the growth of the base money gradually accelerated. After three interest rate cuts in 1998 and one in 1999, the interest rate on one-year yuan deposits was lowered from 5.67% to 2.25%. In November 1999, the People's Bank of China reduced reserve requirements from 8% to 6%.

Due to the negative impact of the Asian financial crisis, the growing negative difference in real interest rates between the United States and China, as well as the recovery of the US economy and the boom in the capital market, capital outflows led to the deficit of \$6.322 billion in the capital account in 1998, the first time since 1993 when China had a capital account deficit. In addition, the constant depreciation of exchange rates in neighboring countries exerted additional pressure on the devaluation of the yuan. Since the devaluation of the yuan did not contribute to price stability and trade

---

<sup>214</sup> Unlike in the US, the People's Bank of China repo is about withdrawing liquidity and the reverse repo is about issuing liquidity

development in the Asian region, the Chinese government insisted that the yuan exchange rate should not be devalued, so the People's Bank of China continued to pursue the policy of stabilizing the exchange rate. Thus, the internal economic downturn and ongoing deflation required a low interest rate policy, while the capital outflow situation required a tight monetary policy with high interest rates to stabilize the exchange rate, leading to a conflict between policies of internal and external balance. Given the shortage of foreign reserves at that time, the People's Bank of China pursued a low interest rate policy while achieving the goal of stabilizing the exchange rate and preserving foreign reserves, mainly through strengthening and improving the management of capital flows. In addition, active fiscal policy was also pursued in combination with state-owned enterprise reform to increase investment and expand exports and domestic demand: \$360 billion in long-term treasury bonds were issued from 1998-2000 for infrastructure development, and government spending excluding debt payments increased by 33.5% in 1998, 18.1 percentage points higher than in 1997; the VAT refund rate for exports was raised from 8% to 15% to stabilize exports; deep reforms were carried out in state-owned enterprises, such as measures to limit production and press spindles on a large scale in the textile industry; reforms were carried out in the financial sector with the creation of the financial institutions system, financial market system, and financial regulation and supervision system to strengthen financial security; the Ministry of Finance issued 270 billion special treasury bonds in 1998 to replenish the capital of state-owned banks and reform the commercialization of state-owned banks.

In the end, the exchange rate of the yuan to the US dollar remained stable at around 8.28 yuan per dollar from 1998 until the exchange rate reform in July 2005. During the crisis, the balance of foreign exchange reserves, except for a slight decrease in some months, the reserves tended to grow, reaching 165.6 billion US dollars at the end of 2000, which was 25.7 billion US dollars more than at the end of 1997. However, the re-binding of the exchange rate of the yuan to the US dollar led to an increase in the yuan's exchange rate against other major trading partners' currencies as the US dollar appreciated against them. By the end of 2001, the nominal and real effective exchange rates of the yuan, as calculated by the Bank for International Settlements, had increased by 22% and 9.8%, respectively, compared to June 1997, with the real effective exchange rate of the yuan increasing much less than the nominal effective exchange rate (Fig. 2.8). The target of stabilizing the yuan's exchange rate led to passive appreciation of the yuan, which led to its overvaluation, becoming one of the reasons for China's prolonged deflation. Only in 2000 did the CPI turn from negative to positive at a level of

0.35%, and then it became negative again from the second half of 2001 to 2002. The negative impact of the exchange rate stabilisation target on domestic deflation continued until 2002 when the yuan, following the US dollar, entered a cycle of devaluation of the real effective exchange rate (Fig. 2.8). Although in theory, measures to devalue the exchange rate may lead to an agreement on the policy goal of internal and external balance and improve exports and increase the money supply, they may also lead to excessive depreciation of the exchange rate, further capital outflows, and further tightening of liquidity. The necessary price of the policy of rejecting yuan devaluation and increasing exports by raising the VAT refund for exports to solve the balance of payments problem was that the people and the government had to tighten their belts, the damage to the national economy of which was more acceptable and controllable for the Chinese government at that time than the damage caused by excessive exchange rate devaluation and concentrated capital outflows.

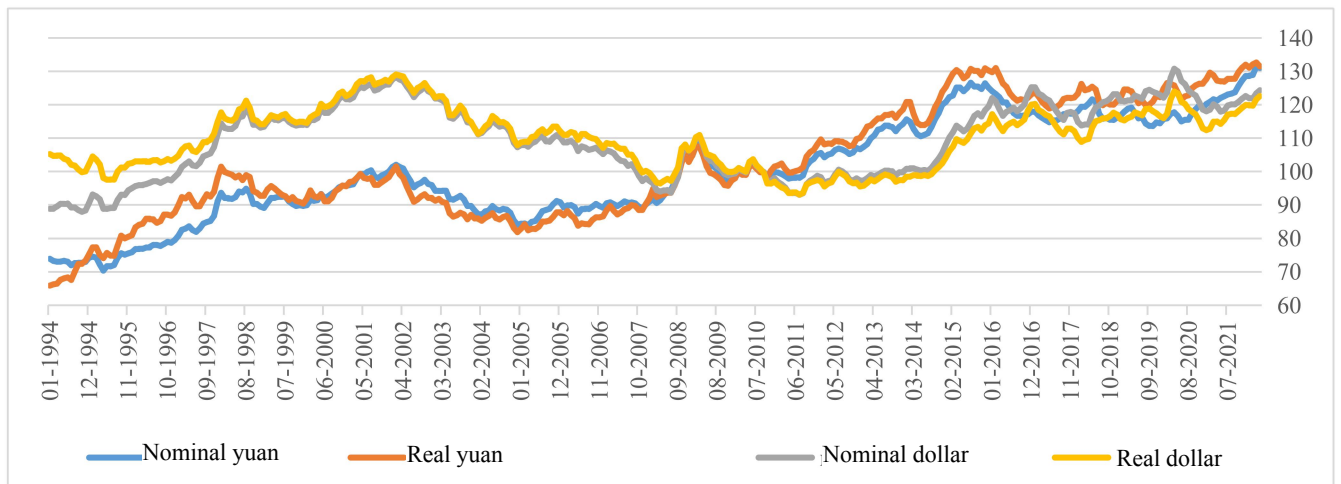


Fig. 2.8 – Effective exchange rate of BIS

Compiled from data: Website of the Bank for International Settlements. URL: <https://stats.bis.org/statx/toc/XR.html>.

From 2001 to July 20, 2005, the yuan exchange rate was pegged to the US dollar, which caused the increasing pressure on the appreciation of the yuan and turned deflation into moderate inflation.

The international economic situation and macro policy significantly changed during this period. The bursting of the internet bubble in the United States, along with the aftermath of the September 11, 2001 attacks, led to a period of economic weakness. The Federal Reserve constantly lowered its base interest rate, the spread between US and China interest rates narrowed, and the US dollar went from strong to weak. Starting in the second half of 2001, significant capital inflows resumed to China with the return of some offshore financing and increased foreign direct investment, leading to a large and

sustained surplus in capital account.

At the same time, as the impact of the Asian financial crisis eased and China's accession to the WTO, China's export trade began to return to high growth rates, the current account remained in surplus, the balance of payments surplus increased significantly, foreign reserves continued to grow sharply, and it was expected that the yuan exchange rate would strengthen significantly. The People's Bank of China maintained its commitment to stabilizing the exchange rate and carried out direct interventions in the foreign exchange market by expanding the scale of foreign exchange purchases and issuing national currency.

Figure 2.9 shows that from the first half of 2001, the yuan equivalent of official foreign exchange reserves increased significantly compared to the second half of 2000, and the People's Bank of China sterilized some liquidity through repo and reduced reverse repo.

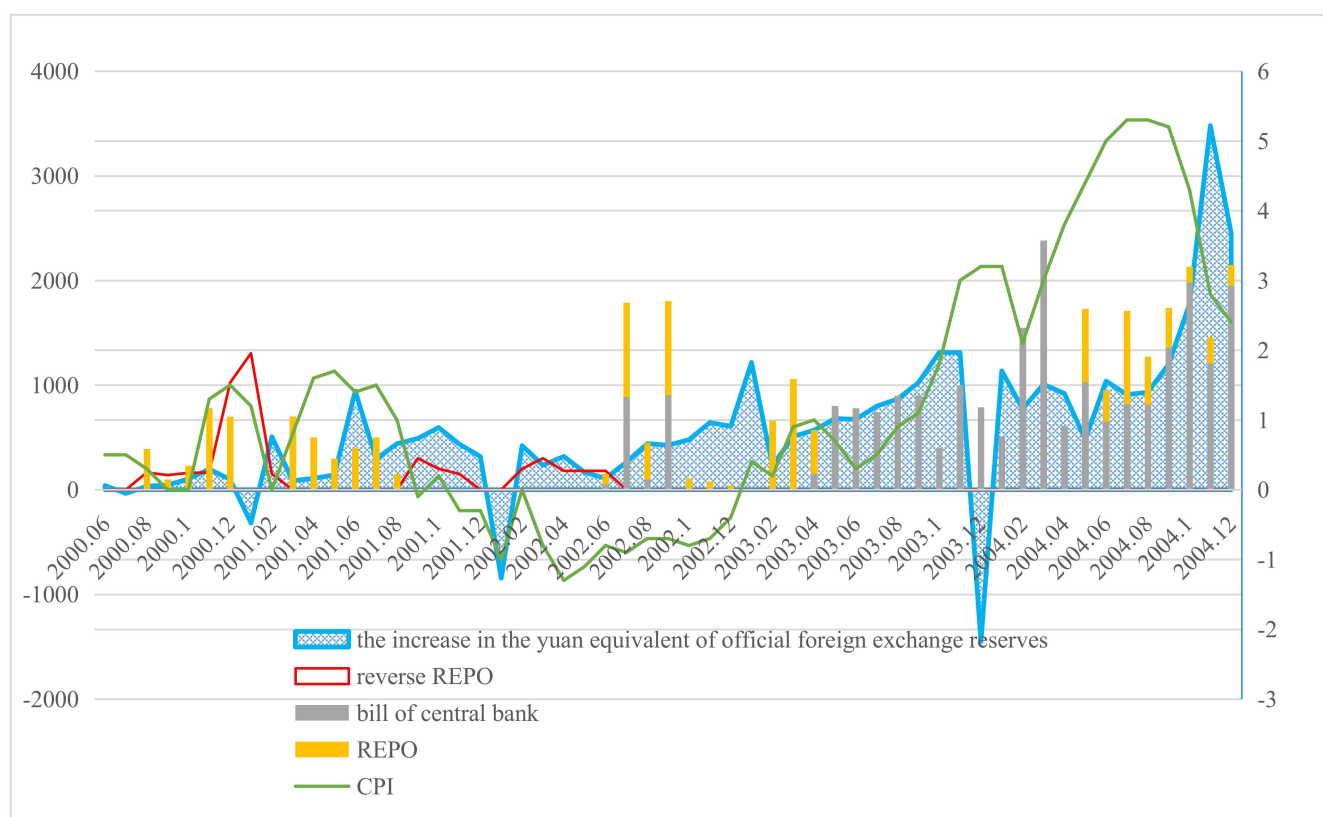


Fig. 2.9 – Base money and sterilized instruments (100 million yuan) and CPI from 2000 to 2004  
Compiled according to: Website of the People's Bank of China. URL: <http://www.pbc.gov.cn/>

In the second half of 2001, the CPI fell and even demonstrated negative growth, and deflation intensified again. The direction of loose monetary policy required by domestic deflation corresponded to the goal of stabilizing the exchange rate policy: the People's Bank of China increased liquidity by

reverse repo and purchasing foreign exchange in the foreign exchange market, lowered deposit rates by an average of 0.25% and loan rates by an average of 0.5% in February 2002, lowered the one-year deposit rate from 2.25% to 1.98%, and the CPI growth rate slowly recovered from its lowest point of -1.3% in April 2002. The yuan equivalent of official foreign exchange reserves, issued from June 2002, gradually increased. The People's Bank of China by issuing additional central bank bills and repo sterilized the surge in short-term liquidity caused by direct interventions and deflation gradually turned into moderate inflation. The goal of stabilizing the exchange rate policy from 2003 conflicted with a moderately tight monetary policy required by moderate inflation: the People's Bank of China increased the reserve requirement from 6% to 7% at the end of September 2003 and to 7.5% at the end of April 2004, began to raise interest rates at the end of October 2004, and the one-year deposit rate was increased to 2.25%. It also increased the frequency and amount of sterilization through open market operations from February 2003 to maintain the moderately tight monetary policy (see figure 2.9).

At this stage, open market operations became the main instrument for currency interventions aimed at maintaining the stability of the yuan and replaced refinancing as the main sterilization tool for the People's Bank of China. This change corresponded to the deepening of China's financial system. As for the refinancing instrument itself, due to changes in its size and functions, the PBC had fewer opportunities to use it as a sterilization tool. Firstly, the general refinancing balance significantly decreased, and its share in the central bank's assets decreased to a smaller proportion. Secondly, the specific function of refinancing was strengthened. In 1999, 90% of refinancing provided by the PBC was directed towards the purchase of agricultural products. In 2000, to support the reform of the four state-owned banks and get rid of their non-performing assets, the PBC provided refinancing support to four asset management companies, namely, Xinda, Huarong, Dongfang, and Great Wall, issued a total of over 1.2 trillion yuan in refinancing to acquire the non-performing assets of the four largest banks. At the same time, the PBC also supported the refinancing for some insolvent small and medium-sized financial institutions that had to be closed. In addition, sterilization through central bank bills gradually replaced repo as an important part of open market operations, as repo gradually faced a shortage of operational instruments due to the maturity and successive pledge of government bonds year after year. Therefore, on September 24, the PBC converted the outstanding repo of open market operations from 2002 (from June 25 to September 24) into central bank bills. At the end of 2002, the balance of government bonds and political financial bonds in the structure of the central bank's assets, announced

by the PBC, was only 339.8 billion yuan, accounting for only 6.6% of the total amount of the central bank's assets.

Overall, capital inflow caused by the transition from a strong to a weak US dollar during this period led to a change in internal equilibrium conditions and a shift from deflation to moderate inflation, while the yuan exchange rate also changed from strong to weak within the framework of its peg to the dollar, and the balance of payment surplus increased, which in turn put upward pressure on the yuan. The increase in the yuan equivalent of official foreign exchange reserves caused by direct interventions contradicted stable inflation, and in order to maximize the independence of monetary policy, the People's Bank of China could only conduct sterilization.

From July 21, 2005 to the first half of 2008, there was a slow strengthening of the yuan: there were pressures of yuan strengthening and inflation coexisting.

The surplus of China's balance of payments increased since 2001, and to maintain exchange rate stability, the People's Bank of China continued to issue the base money to purchase foreign exchange reserves. The nominal and real effective exchange rates of the yuan, compiled by the Bank for International Settlements, depreciated by 13.51% and 15.1%, respectively, at the end of June 2005 compared to the end of 2001, which was due to the return of the yuan to the system of pegging the exchange rate to the US dollar during the Asian financial crisis, resulting in passive depreciation of the yuan in line with the depreciation of the US dollar against other currencies, with the US dollar index falling by 23.7% over the same period compared to the end of 2001 due to economic and political factors. Hence, direct interventions to prevent the appreciation of the yuan and the undervaluation of the exchange rate of the yuan within the framework of the pegging of the yuan exchange rate to the US dollar became the reason for the emergence of international trade disputes and pressure to revalue the exchange rate of the yuan. On December 4, 2002, Kuroda Haruhiko, then treasurer in charge of international affairs at Japan's Ministry of Finance, published an article in the Financial Times entitled "The RMB appreciation theory", accusing China of exporting deflation to the world and sparking international debates on the revaluation of the yuan. Since then, US senators demanded that China be included in the list of countries engaged in currency manipulation, threatened to impose trade sanctions, and exerted pressure to revalue the exchange rate of the yuan.

In October 2003, the Third Plenary Session of the 16th Central Committee of the CPC revised the overall goal of yuan exchange rate reform and formed the general consensus on the order of

conducting the exchange rate reform and other financial reforms, stating that the reform of the banking sector, decontrol over foreign exchange, and development of the foreign exchange market should be completed before the exchange rate reform.<sup>215</sup> In the first half of 2005, when the global economy was developing normally, the US steadily raised the interest rates of the dollar, while the economy of China grew steadily and rapidly, with an average CPI growth rate of 2.83%, the People's Bank of China renewed the managed floating exchange rate regime reform (referred to as the "7-21" reform) on 21 July 2005.

The main elements of the "7-21" reform included:

1) Reforming the exchange rate regulation method. The managed floating exchange rate regime based on market supply and demand, and adjusted with reference to a basket of currencies, has been introduced.<sup>216</sup> The ultimate goal is to allow the market supply and demand to play an increasingly important role in the mechanism of yuan exchange rate formation.<sup>217</sup>

2) Reforming the mechanism for forming the middle parity of the yuan exchange rate. The closing price of the US dollar and other currency exchange rates against the yuan in the interbank foreign exchange market was used as the middle parity of this currency against the yuan on the next working day.

3) Establishment a floating range for the yuan exchange rate. The daily trading price of the US dollar against the yuan in the interbank foreign exchange market remained within 0.3% above and below the middle parity of the US dollar against the yuan, published by the People's Bank of China. The trading price of non-dollar currency against the yuan fluctuated within 1.5% above and below the middle parity of that non-dollar currency against the yuan, published by the People's Bank of China.<sup>218</sup>

4) A one-time correction of the initial exchange rate was made. The yuan was revalued by 2% against the US dollar, and the US dollar/renminbi exchange rate was adjusted to a ratio of 1 dollar to 8.11 yuan. This rate was used as the middle parity for transactions in the interbank foreign exchange

---

<sup>215</sup> Zhou Xiaochuan. Balanced exchange rate choices for large countries / Xiaochuan Zhou // 21st century economic report. - 2005-9-15.

<sup>216</sup> Announcement on improving the reform of the Renminbi exchange rate formation mechanism (announcement by the People's Bank of China [2005] No. 16 of 21.07.05)

<sup>217</sup>Guan Tao. The exchange rate game: the yuan and the rise of the great powers / Tao Guan. – CITIC group, 2017. – 271 p.

<sup>218</sup> Notification by the People's Bank of China on issues related to the management of exchange rates for transactions in the interbank foreign exchange market and the quoted exchange rates of designated foreign exchange banks (Yinfa [2005] No. 183 of 21.07.05)



market the next day. After the "7-21" reform, except for the period of the 2008 financial crisis, the yuan gradually strengthened for almost 10 years.

In accordance with the reform of the yuan exchange rate mechanism, the People's Bank of China took a series of measures after the "7-21" reform. (1) Adjustment of the method of forming the middle parity. Due to the introduction of the request trading method and market maker mechanism, the previous method of forming the middle parity of the yuan exchange rate to the US dollar, which was based on the closing price formed by the central counterparty trading method (exchange trading), was adjusted. Starting from January 4, 2006, the Chinese Foreign Exchange Trading System requested quotes from all market makers in the interbank foreign exchange market every day before the opening of the interbank foreign exchange market, and used the quotes of all market makers to calculate the middle parity of the yuan exchange rate against the US dollar by weighing and averaging the remaining quotes of market makers after removing the highest and lowest quotes, determining the weights based on the trading volume of quotation providers in the interbank foreign exchange market and other indicators. The middle parity of the yuan to the euro, yen, and Hong Kong dollar was calculated by the Chinese Foreign Exchange Trading System based on the middle parity of the yuan to the US dollar and the exchange rate of the euro, yen, and Hong Kong dollar to the US dollar in the international foreign exchange market at 9:00 am respectively;<sup>219</sup> (2) Expansion of the scope of business in the retail foreign exchange settlement and sales market and introduction of management limits on the total positions of banks' foreign exchange buying and selling. On August 2, 2005, the People's Bank of China allowed banks to carry out foreign exchange forward transactions and currency swaps for their customers.<sup>220</sup> On September 22, 2005, the State Administration of Foreign Exchange expanded the range of positions for banks' foreign exchange settlement and sales,<sup>221</sup> including the total positions held by banks formed as a result of their foreign exchange settlement and sales to customers, their own purchases and sales, and their participation in interbank foreign exchange market transactions. The lower limit of the limit management range is zero, and the upper limit is the limit approved by the State Administration of Foreign Exchange. These measures improved the structure of

---

<sup>219</sup> Announcement of further improvement in the interbank spot foreign exchange market (announcement of the People's Bank of China [2006] No. 1 of 03.01.06)

<sup>220</sup> Notification on issues related to the expansion of forward settlement and sale of foreign exchange and the establishment of swap business by designated foreign exchange banks to customers (Yinfa [2005] No. 201 of 02.08.05)

<sup>221</sup> Notification on adjustment of banks' foreign exchange buying and selling position management measures (Huifa [2005] No. 69)

the foreign exchange market and stimulated the role of the foreign exchange market in setting exchange rates, distributing resources, and managing risks.

After the exchange rate reform "7-21", the regime of yuan exchange rates became significantly more flexible, and the yuan continued to slowly strengthen against the US dollar. By the end of June 2008, the nominal and real effective exchange rates, compiled by the Bank for International Settlements, had strengthened by 8.91% and 12.17%, respectively, compared to the end of June 2005. The middle parity of the yuan exchange rate against the US dollar strengthened by 17.13% during the same period, while the US dollar index fell by 18.68%, and the nominal and real effective exchange rates of the Japanese yen and British pound also decreased. At the same time, during this period, China experienced a steady and constant growth in the current account balance and a constant net capital inflow. This indicates that during this period, the yuan was not pegged to the US dollar or a currency basket, and that the demand and supply of foreign exchange in the context of a constant "double surplus" in the balance of payments determined the trend of the yuan exchange rate.

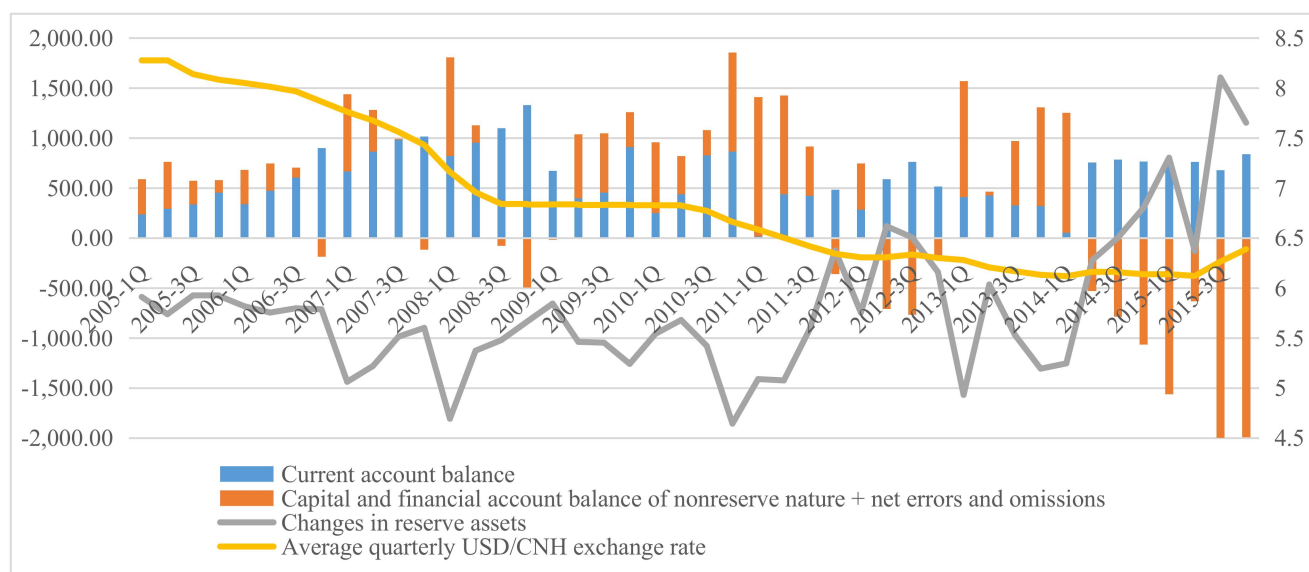


Fig. 2.10 – Yuan exchange rate and quarterly changes in China's balance of payments by items (100 million US dollars)

Compiled by: Website of the State Administration of Foreign Exchange of China. URL: <http://www.safe.gov.cn>

In 2005, China was already the world's third-largest economy by GDP volume. After the "7-21" exchange rate reform, China's foreign trade continued to grow rapidly, and the pace of growth in the current account surplus decreased, but its volume continued to grow. Figure 2.10 shows that with the unilateral strengthening of the yuan, the capital account remained in surplus for a long time, and the

balance of payments not only did not deteriorate, but its surplus continued to increase. Under the influence of the US financial crisis, China's capital account (including net errors and omissions) sharply increased by \$223.4 billion from 2007 to the first half of 2008.

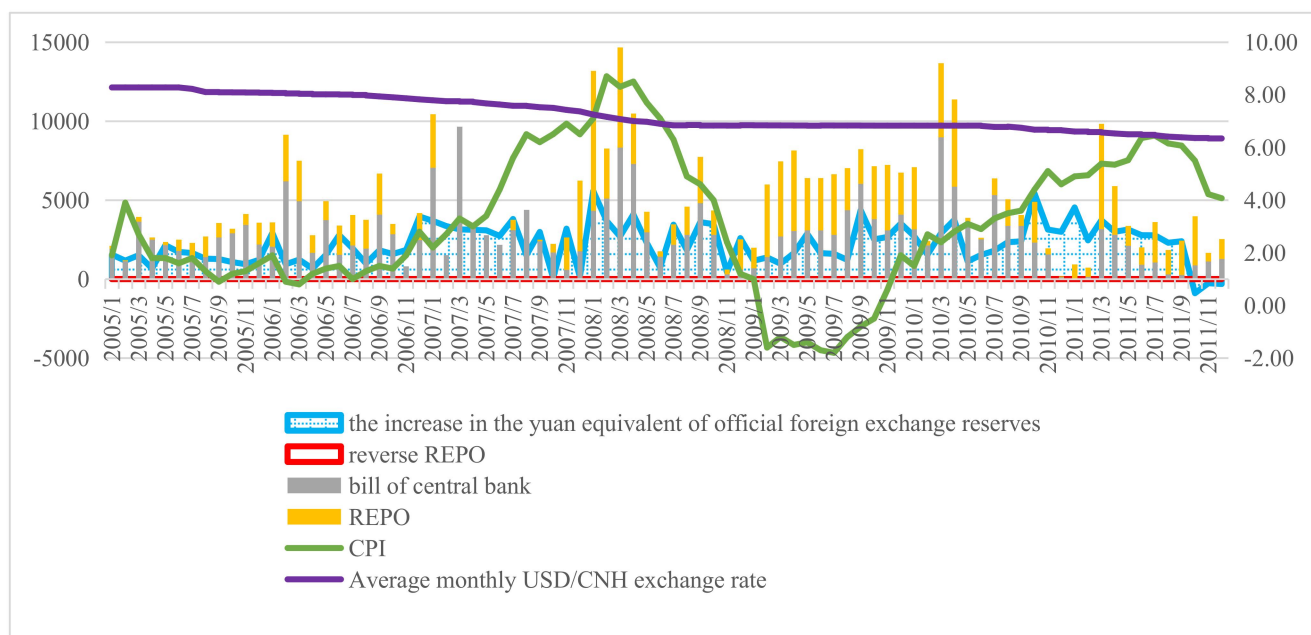


Fig. 2.11 – From 2005 to 2011 exchange rate of the yuan, base money and sterilized instruments (100 million yuan)

Compiled according to: Website of the People's Bank of China. URL: <http://www.pbc.gov.cn/>

Against this background, the unilateral strengthening of the yuan after the "7-21" exchange rate reform did not weaken the pressure on yuan appreciation. To prevent the yuan from appreciating too quickly, the PBC continued to conduct frequent currency interventions, issuing yuan and increasing foreign exchange reserves. At that time, the PBC issued central bank bills and repo transactions for 1 yuan, which led to the withdrawal of only 0.3 yuan of market liquidity from circulation.<sup>222</sup> This is because the passive provision of currency by the central bank occurred at every moment of the working day, and there was a delay in sterilization behavior, as at the moment of increasing reserve requirements or issuing central bank bills, the base money previously passively issued had already entered circulation and loans had been issued from it. Figure 2.11 shows that from April to November 2007, the withdrawal of the base money by the central bank on the open market through the issuance of additional central bank bills and repo was almost equal to the base money issued through the purchase of foreign exchange, creating excess liquidity. And the monthly CPI growth rate increased

<sup>222</sup> He Huigang. A study of sterilized intervention and monetary policy independence in China / Huigang He // Financial and economic research. – 2007. – №11. – P. 25.

from 3% to 6.9%. It can be seen that instead of excess liquidity causing the devaluation of the yuan, incomplete sterilized direct intervention in this period turned moderate inflation into significant imported inflation with a constant surplus of the balance of payments, which led to a situation where the yuan depreciated within the country. In the context of economic overheating and noticeable inflation, the People's Bank of China raised interest rates and reserve requirements several times: once in 2006 and six times in a row from March 2007 to the end of September 2008, the rate on one-year deposits increased from 2.25% to 4.14%; reserve requirements were raised three times in 2006, 11 times in 2007, and another six times in a row until the end of September 2008, the total increase of which was 10% since the beginning of 2006.

From the second half of 2008 to the first half of 2010, there was a resumption of the pegging of the yuan exchange rate to the US dollar.

In September 2008, the fourth largest investment bank in the United States, Lehman Brothers, went bankrupt, while Fannie Mae and Freddie Mac came under the control of the US government, and AIG was rescued. The subprime mortgage crisis evolved into a global financial tsunami. As a result, most emerging market countries began to devalue their currencies under the influence of the global economic downturn and capital outflows. In October, the deterioration of the international financial situation and the global economic downturn led to a slowdown in China's economic growth, a slowdown in net foreign capital inflows, and changes in domestic and foreign market expectations regarding the exchange rate of the yuan, with the forward exchange rate of the US dollar to the yuan turning from a discount to a premium. In the fourth quarter of 2008, China's net capital account outflow reached \$49.3 billion (including net errors), which was 3.25 times higher than in the fourth quarter of 2007, and at the beginning of December, the one-year non-deliverable forward (NDF) rate for the US dollar against the yuan in the offshore market once rose as high as more than 5,000 basis points. Against this backdrop, China adjusted its macroeconomic goals to maintain stable economic growth, and accordingly adopted an active fiscal policy and a moderately easy monetary policy: in early October 2008, it began to reduce reserve requirements, which after three reductions reached 15.5% for large financial institutions and 13.5% for small and medium-sized ones by the end of 2008; in early October 2008, it began to lower deposit and lending rates, which were lowered to 2.25% for one-year deposits and 5.31% for annual loan by the end of the year after four reductions.

In 2008-2010, monetary authorities took a pause in the reform of the internationalization of the

yuan, effectively until 2012. The process of reforming the exchange rate of the yuan with a focus on the global market was suspended. Essentially, the yuan has once again resumed its quasi-dollar peg, which is confirmed by simultaneous fluctuations in the nominal and real effective exchange rate of the yuan to the US dollar compiled by the Bank for International Settlements (Figure 2.8), indicating that during the financial crisis, the yuan appreciated simultaneously with the US dollar.

From July 2008 to June 18, 2010, the exchange rate of the yuan to the US dollar was mainly stable within the range of 6.81-6.84 for the following reasons. 1) Recovery of domestic economic growth. Despite the reduction in external demand, thanks to the stimulus of active fiscal policy and soft monetary policy, the growth of the domestic economy amounted to 9.2% and 10.3% in 2009 and 2010, respectively, after a sharp decline in economic growth to 7.1% and 6.4% in the fourth quarter of 2008 and the first quarter of 2009, respectively. 2) The side effect of monetary policy in developed countries, which forced developing markets to switch from capital outflows at the beginning of the financial crisis to capital inflows. This stage differed from the conflicting goals of internal and external equilibrium policies during the Asian financial crisis in 1998. During the Asian financial crisis, the PBC relied on low interest rates to stimulate the economy while relying on strengthened capital flow management to prevent the yuan from devaluing due to capital outflows. However, measures to manage capital outflows to prevent the devaluation of the yuan within this soft monetary policy were not used in time. The short-term pressure on capital outflows in the fourth quarter of 2008 transformed into a blow of foreign capital inflows in the second quarter of 2009 under the influence of the implementation of low interest rates in the largest developed countries to combat the crisis. Net capital inflows reached USD 198.5 billion in 2009, four times more than USD 40.1 billion in 2008, and continued in 2010, increasing imported inflationary pressure, as a result of which maintaining exchange rate stability changed from preventing yuan devaluation at the beginning of the crisis to preventing the yuan appreciation (in terms of nominal exchange rate). The goal of exchange rate stability to prevent the appreciation of the yuan contradicted the goal of preventing imported inflation, as countering imported inflation should be based on raising the national currency exchange rate. At that time, the People's Bank of China continued to perform its target of maintaining exchange rate stability by buying US dollars, issuing yuan, and increasing sterilization efforts. As can be seen from Fig. 2.11, from January 2009 to May 2010, the PBC conducted open market operations to withdraw the base money, which was 2-4 times higher than the amount of the base money issued to buy foreign

exchange (except for January 2009 and February 2010 due to increased demand for cash during the traditional Chinese spring festival), and it is generally possible to achieve complete sterilization. Sterilized operations are an important tool for China's policy to achieve internal and external equilibrium. However, this time sterilized operations were not effective, and in May 2010, CPI rose to 3%. To solve the problem of excessive liquidity in the banking system, the PBC used the instrument of reserve requirements for deep freezing of liquidity. In the first half of 2010, the reserve requirement ratio was increased by 1.5%.

From July 2010 to September 2011, there was a slow strengthening of the yuan.

The People's Bank of China continued to dynamically manage and regulate the yuan exchange rate within the announced range of the floating exchange rate. From June to December 2010, the yuan exchange rate increased by a total of 3.1%. The policy of raising the yuan exchange rate corresponded to the tightening of monetary policy that began in early 2010. In anticipation of the continued unilateral appreciation of the yuan, net capital inflows in the second half of 2010 increased by 31.7% and 77.5%, respectively, compared to the first half of the year and the same period in 2009, and the current account surplus increased by 145.9% and 24.1%, respectively. The increase in the yuan equivalent of official foreign exchange reserves, caused by the surplus in the balance of payments, led to excess liquidity. In addition, as in the period from April to November 2007, from September 2010 to September 2011, the PBC conducted partial sterilized direct intervention in the open market to contain the rapid appreciation of the yuan, which again led to the devaluation of the yuan within the country. Meanwhile, the monthly CPI growth rates gradually increased from 3.6% in September 2010 to 6.45% in July 2011 (see figure 2.11). In the context of rapid credit growth, economic overheating, and obvious inflation, the People's Bank of China raised the basic deposit and lending rates five times during the period, with the annual basic deposit and lending rates rising from 2.25% and 5.31% to 3.50% and 6.56% on July 7, 2011. The reserve requirement ratio was also raised three times in the second half of 2010 and six times in the first half of 2011, reaching 21.5% for large financial institutions and 19.5% for small and medium-sized financial institutions. In addition to traditional monetary policy tools, in 2011 the People's Bank of China began to use the dynamic adjustment mechanism of differential reserves to strengthen macro-prudential management of money and credit, which links reserve requirement adjustments to indicators such as capital adequacy ratios, asset quality, and credit growth rates to limit credit expansion by financial institutions with low capital adequacy

ratios, low asset quality, excessive credit growth, and increased potential for procyclical risk.

From October 2011 to June 2014, there were bilateral fluctuations in the exchange rate of the yuan: the expansion of the floating exchange rate band corresponded to the goal of cautious and slightly soft monetary policy in an uncertain capital-flow environment.

After October 2011, the European debt crisis intensified, and the panic index in international financial markets increased. At the same time, a significant portion of capital moved from risky assets to safe assets and flowed back into developed economies due to risk aversion, which weakened the abnormal inflow of cross-border capital into China. Meanwhile, the slowdown in China's economic growth became less attractive to foreign investors, and GDP growth rates gradually declined from the second quarter of 2010. The return of a large amount of capital to developed countries from October 2011 to the end of 2012 led to a change in the situation from excess liquidity to tight liquidity. The CPI growth rate for the same period decreased from 5.5% in October 2011 to 2.5% in December 2012. In the fourth quarter of 2011, capital outflow (including net errors) amounted to \$36 billion, while the overall surplus of the balance of payments decreased to only \$19.2 billion, and foreign exchange reserves increased by \$11.7 billion. The yuan equivalent of official foreign exchange reserves showed negative growth for three consecutive months, with a total quarterly decrease of 146.5 billion yuan, while net foreign exchange sales by banks amounted to \$12.9 billion during the same period, indicating that enterprises were accumulating foreign exchange and market expectations of the yuan appreciation were diverging. After a small increase in the yuan equivalent of official foreign exchange reserves in the first quarter of 2012, the yuan equivalent of official foreign exchange reserves decreased by 60.97 billion yuan in the second quarter, the balance of payments decreased by \$11.2 billion, capital outflows (including net errors) amounted to \$70.7 billion, and net bank foreign exchange sales were \$2.126 billion, while the exchange rate of the yuan began to decline in April. In the third quarter, due to a significant increase in the current account surplus, the foreign exchange reserve account in the balance of payments changed from a decrease to an increase, and the yuan equivalent of official foreign exchange reserves increased by 10.7 billion. In the fourth quarter, the current account continued to have a significant surplus, while capital outflows significantly decreased, leading to an increase of \$34.7 billion in foreign exchange reserves in the balance of payments and an increase of 137.292 billion yuan in the yuan equivalent of official foreign exchange reserves. It is clear that the liquidity supply structure changed in 2012 in accordance with the balance of payments

situation, with a corresponding reduction of central bank direct interventions and sterilization operations. In addition to reducing reserve requirements and interest rates (reserve requirements were reduced three times in December 2011, February and May 2012, to 20% for large financial institutions and 18% for small and medium-sized institutions; interest rates were reduced in June and July 2012, and the one-year deposit rate fell to 3%), the PBC flexibly regulated liquidity mainly through open market operations (see figure 2.12). For example, from October 2011 to December 2012, during a period of high capital outflow, the PBC replenished liquidity through open market operations (reverse repo - central bank bill - repo) totaling \$5.7 trillion.

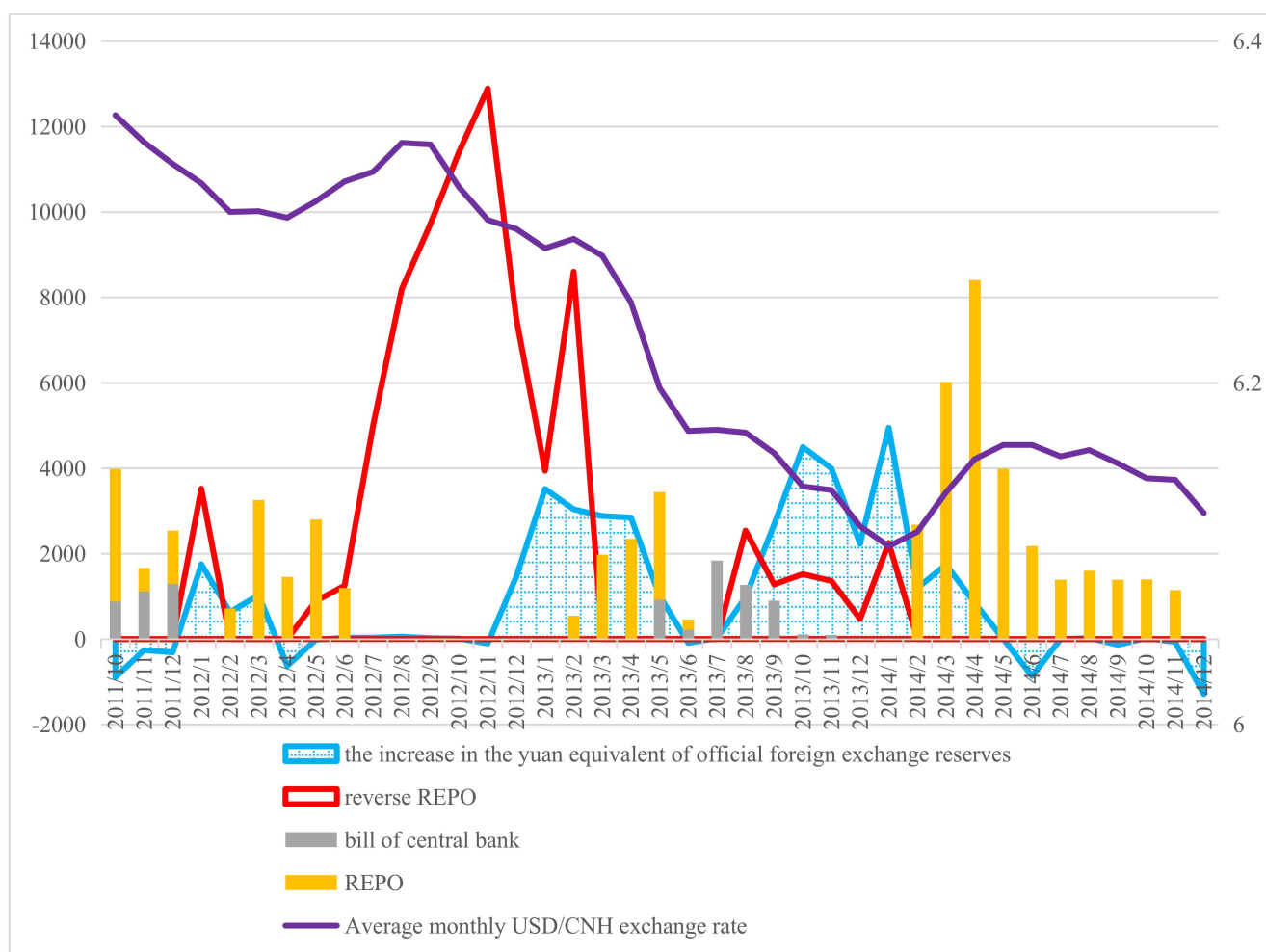


Fig. 2.12 – Exchange rate of yuan, base money and sterilized tools from 2011 to 2014 (100 million yuan)

Compiled according to: Website of the People's Bank of China. URL: <http://www.pbc.gov.cn/>

As for the exchange rate policy, the People's Bank of China continued to expand the floating range of trading prices for the absorption of economic volatility caused by the outflow of short-term capital. From April to September 2012, the yuan depreciated by an average of 0.68% per month



against the US dollar. The slowdown in domestic economic growth and liquidity shortages caused by capital outflows required the implementation of a stimulating monetary policy. The devaluation of the exchange rate at this time differed from the goal of stabilizing the exchange rate in 1998 and was used as a policy tool to coordinate with the task of monetary policy. Figure 2.13 shows that from December 2011 to April 2012, banks' foreign exchange settlements and sales on behalf of clients mainly achieved an autonomous balance between market demand and supply compared to the previous period. One reason for this was that the desire of Chinese enterprises to carry out foreign exchange settlements decreased, while the desire to purchase foreign exchange increased in order to close their positions in arbitrage transactions with the US dollar or accelerate the repayment of external debt, and market expectations regarding the appreciation of the yuan gradually diverged. Against the background of balanced demand and supply in the foreign exchange market and divergent expectations for the appreciation of the yuan, on 16 April 2012, the People's Bank of China continued to promote the market-oriented reform of the yuan exchange rate (hereinafter referred to as the "4-16" exchange rate reform). The main content included two main elements: (1) the daily floating range of the yuan trading price against the US dollar in the interbank spot foreign exchange market was expanded from 0.5% to 1%, and the bid-ask spread range of cash transfers in US dollars in the retail market offered by banks to their clients was expanded from 1% to 2%;<sup>223</sup> (2) SAFE introduced management of the positive and negative range of the overall buy-sell positions of banks' foreign exchange transactions in accordance with the accrual principle in order to increase the flexibility and initiative of banks' foreign exchange transactions and risk management (see section 2.1 for details).

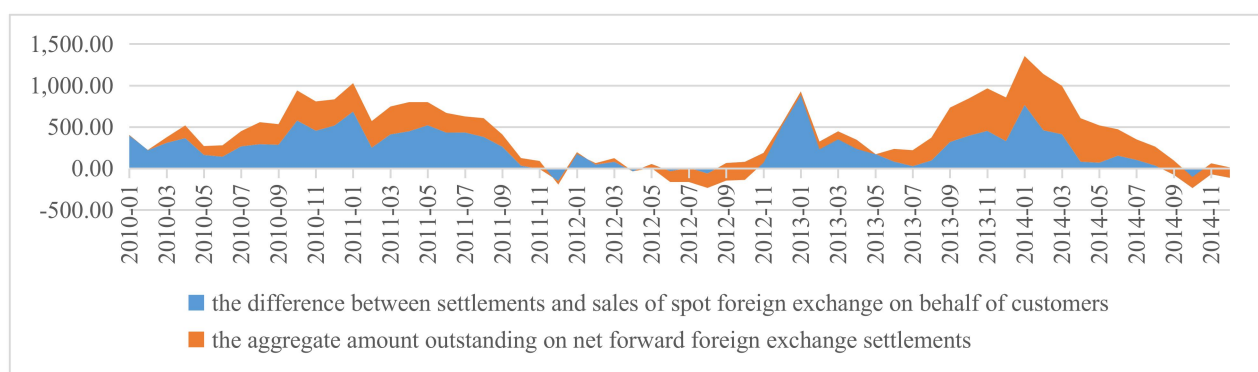


Fig. 2.13 – Balance of bank settlements and sales of foreign exchange on behalf of clients from 2010 to 2014 (100 million US dollars)

Compiled by: Website of the State Administration of Foreign Exchange of China. URL: <http://www.safe.gov.cn>

<sup>223</sup> Announcement by the People's Bank of China [2012] No. 4

Figure 2.14 shows that after the exchange rate reform "4-16", the volatility of the yuan exchange rate increased and the spot rate began to deviate from the middle parity. The average deviation of the spot rate from the middle parity was 0.117% from the beginning of 2012 to 15 April 2012, and 0.616% from 16 April to the end of 2012, with the deviation exceeding 0.5% in 114 trading days. This indicates that the spot rate has become less dependent on the middle parity, and the role of market demand and supply in forming the exchange rate has increased. In addition, Figure 2.14 shows that the spot rate was significantly higher than the middle parity from April 26 to August 31, 2012, which is related to the concentrated capital outflow and the increase in net banks' sales of foreign exchange during this period, and that the spot rate was significantly lower than the middle parity from September 18, which is related to the gradual improvement of the balance of payments and the increase in net banks' foreign exchange transactions during this period. It can be said that with the expansion of the floating range of the exchange rate, the flexibility of the market exchange rate has increased, and accordingly, the ability to absorb shocks from capital flows and changes in demand and supply of foreign exchange has increased.

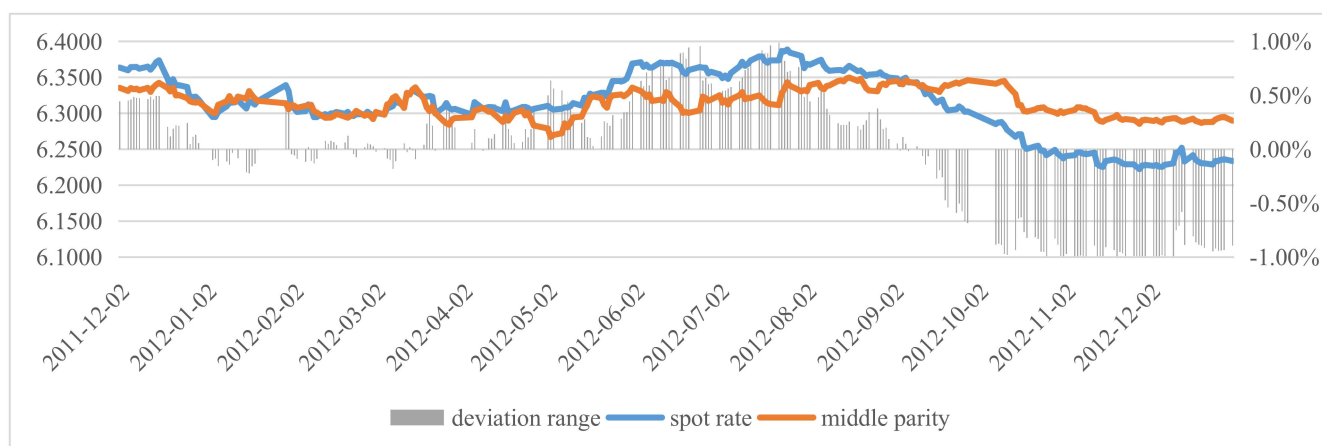


Fig. 2.14 – Strengthening deviations of the USD\RMB spot rate from middle parity in 2011-2012  
 Compiled from: Website of China foreign exchange trading system.  
 URL: <https://www.Chinamoney.com.cn/chinese/>

Uncertainty regarding international capital flows persisted due to divergent market expectations regarding the Federal Reserve's exit from its quantitative easing program and the European Central Bank and Reserve Bank of Australia's interest rate cuts. While many developing countries faced concentrated capital outflows, reserve depletion, and currency depreciation, China experienced an arbitrage inflow of "hot money" and a resumption of pressure from large capital inflows and unilateral

yuan appreciation from 2013 to the first quarter of 2014. Capital account (including net errors and omissions) increased by an average of \$80.6 billion quarterly, and the spot exchange rate of the yuan against the US dollar reached a low of 6.0412 on January 14, 2014, up 3.035% from the beginning of 2013. In early 2013, the People's Bank of China created new tools – short-term liquidity operations (SLO) and standing lending facilities (SLF) – for flexible liquidity regulation in both directions in response to fluctuations in short-term financing in line with foreign capital inflows and liquidity changes, along with open market operations, refinancing, and discounting.

At this stage, the central bank did not lower interest rates in response to the capital inflows due to constraints of high domestic real estate prices, and preferred to control capital inflows as a protective measure against risks. Firstly, to strengthen the management of foreign exchange earnings from trade in goods of export enterprises to prevent hot money from flowing into the country in the form of trade for arbitrage. Secondly, to link banks' consolidated foreign exchange settlement and sales positions to the size of foreign exchange loans and deposits to restrain foreign exchange settlements and reduce pressure on the appreciation of the yuan.

The growth rate of the yuan exchange rate was controlled through direct interventions in the foreign exchange market or regulation of the middle parity. Figure 2.12 shows that from August 2013 to February 2014, when the yuan was under significant pressure to strengthen, the People's Bank of China conducted incomplete sterilized direct intervention. With an average monthly CPI growth rate of 2.62% in 2013, the PBC decided to carry out incomplete sterilized direct intervention to ensure domestic liquidity and slow down the pace of yuan appreciation, with the goals of internal and external balance being coordinated.

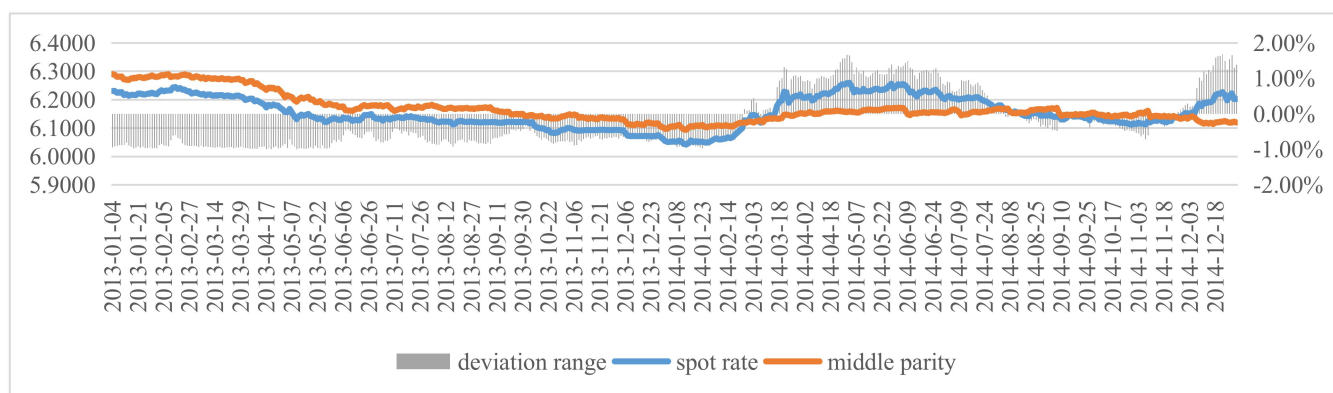


Fig. 2.15 – The initial appearance of bilateral volatility of the yuan exchange rate in 2013-2014  
Compiled from: Website of China foreign exchange trading system.  
URL: <https://www.Chinamoney.com.cn/chinese/>

Figure 2.15 shows that when the spot exchange rate rose near the upper limit of the floating range of 1%, the PBC restored the middle parity to its original level the next day, resulting in a slight decline in the yuan exchange rate in a straight line. The slow one-way appreciation of the yuan exchange rate during PBC interventions intensified speculative activities such as arbitrage.

In order to further increase the flexibility of bilateral exchange rates, on 17 March 2014, the People's Bank of China conducted another reform to expand the floating range of the exchange rate (known as "Reform 3-17"), expanding the floating range of the yuan exchange rate against the US dollar in the interbank spot foreign exchange market from 1% to 2% and expanding the bid-ask spread range of cash transfers in US dollars in the retail market from 2% to 3%.<sup>224</sup> On July 1st of the same year, according to the "Notification on issues related to the management of exchange rates for transactions in the interbank foreign exchange market and banks' quoted exchange rates (Yinfa [2014] No. 188)", the restriction on bank-quoted spreads for the purchase and sale of cash transfers and cash banknotes in US dollars for customers was lifted, so that the management of bank-quoted spreads for the purchase and sale of all currencies on the retail market was completely abolished. It was established that the trading price of the yuan against the euro, Japanese yen, Hong Kong dollar, British pound sterling, Australian dollar, Canadian dollar, and New Zealand dollar fluctuated within 3% above and below the middle parity of the yuan against that currency, while the trading price of the yuan against the Malaysian ringgit and Russian ruble fluctuated within 5% above and below the middle parity of the yuan against that currency. At that time, the middle parity of the yuan against the euro, Hong Kong dollar, and Canadian dollar was calculated by the Chinese Foreign Exchange Trading System based on the middle parity of the yuan against the US dollar and the exchange rate of these currencies against the US dollar in the international foreign exchange market on that day (currently, only the middle parity of the yuan against the Hong Kong dollar is calculated using this method), while the middle parity rate of the yuan against the aforementioned other non-dollar currencies was calculated by the Chinese Foreign Exchange Trading System based on market maker quotes in direct transactions of corresponding currencies in the interbank foreign exchange market before the opening of the interbank foreign exchange market daily.

After the 3-17 reform, the excess supply of foreign exchange was significantly weakened, and net spot foreign exchange settlements by banks on behalf of their clients decreased from US\$163.277

---

<sup>224</sup> Floating range of RMB/USD exchange rate in the foreign exchange market (announcement by the People's Bank of China [2014] No. 5)

billion in the first quarter of 2014 to US\$29.928 billion in the second quarter, while net forward foreign exchange settlements by banks on behalf of their clients decreased from US\$50.780 billion to -US\$0.35 billion (see figure 2.13). The reason for this is that the expansion of exchange rate volatility complicates the work of arbitrage funds, and even when exchange rate risk is fixed, arbitrage profits may decrease, leading to a reduction in speculative activity, while the expansion of volatility also increases currency risk for enterprises, making foreign exchange settlements for funds with a real trading background more prudent than before.

Figure 2.15 shows that after the 3-17 reform, the exchange rate of the yuan shifted from unilateral strengthening to bilateral volatility. Chinese scholar Guan Tao argues that this shift is justified and not due to non-market factors for the following reasons: 1) The balance of current account as a percentage of GDP reflects the equilibrium situation of the exchange rate, and anything within  $\pm 4\%$  indicates that the exchange rate level is mostly justified. China's indicator decreased from 10% in 2007 to 2.5% in 2012 and 1.5% in 2013, indicating that the undervalued yuan exchange rate has significantly improved since 2007, implying that the exchange rate has converged to a balanced and reasonable level, and when the exchange rate converges to equilibrium, it is easy to change the unilateral trend, thus creating macroscopic conditions for bilateral fluctuations in the yuan exchange rate; 2) The increased influence of capital flows laid the micro-foundation for bilateral fluctuations in the yuan exchange rate. In the first quarter of 2014, reserve assets in the balance of payments caliber increased by USD 125.47 billion, of which 4.4% came from the current account surplus and 95.6% from the capital account surplus (including net errors and omissions). This indicates that the increase in reserves and pressure on the exchange rate towards appreciation was mainly due to capital flows. This means that the exchange rate is not determined by the trade balance, but is more closely related to asset prices. The biggest difference between asset prices and commodity prices is that asset prices tend to be overvalued. Non-flow and non-trade factors, such as psychological expectations and price overvaluation, have a heightened influence on the exchange rate. Moreover, these factors play different roles in the trend of the yuan exchange rate at different times, causing upward and downward fluctuations in the yuan exchange rate in the short term; 3) The Chinese foreign exchange market has entered a state of multiple equilibria, i.e., with a positive trade balance and a high yuan interest rate, capital can both inflow and outflow, and the yuan can both strengthen and depreciate. This is different from the past, when the exchange rate was clearly overvalued or undervalued, where unilateral expectations were

easily formed. Now, the exchange rate is easily determined by market sentiments and can often change between long and short positions without any necessary connection to changes in fundamental economic indicators.<sup>225</sup>

From the third quarter of 2014 to the end of 2016, there was a decline in the yuan exchange rate. The devaluation of the yuan and a soft monetary policy coexisted, and the goals of internal and external balance coincided.

From the third quarter of 2014 to 2016, against the backdrop of the ongoing downward pressure on China's domestic economy, the Federal Reserve official rejection of quantitative easing and the beginning of interest rate hikes, the strengthening of the US dollar and changes in expectations regarding the exchange rate of the yuan, China faced ongoing capital outflows, a reduction in foreign exchange reserves and a devaluation of the exchange rate. From the third quarter of 2014, the reserve assets of the balance of payments began to decline, and the balance of banks' foreign exchange settlements and sales shifted from positive to negative. Accordingly, the yuan equivalent of official foreign exchange reserves in the second half of 2014 decreased by 144.7 billion yuan.

From 2015 to 2016, there was a capital outflow of \$1.29 trillion USD, including net errors and omissions, and the yuan equivalent of official foreign reserves decreased by a total of 5.13 trillion yuan. The monetary policy implemented by the People's Bank of China was mainly aimed at stabilizing growth with a consistent reduction in interest rates to increase liquidity supply. The basic lending and deposit rates were reduced once in November 2014 and five times in 2015, resulting in a total decrease of 1.5% for annual deposits and loans, with deposit rates falling to 1.5%. The reserve requirement ratio was lowered four times in 2015 and once in 2016, resulting in a total decrease of 3%, with the reserve requirement ratio being 17% for large financial institutions and 15% for small and medium-sized ones. The decrease in the reserve requirement ratio could only release some of the previously frozen liquidity in the banking system and could not affect the overall balance sheet of the central bank. Therefore, the PBC conducted short-term liquidity operations (SLOs), medium-term lending facilities (MLFs), standing lending facilities (SLFs), and pledged supplementary lending (PSLs) to partially sterilize the impact of the central bank's balance sheet contraction caused by the reduction in the yuan equivalent of official foreign reserves. The dynamic adjustment mechanism of differential reserves was improved to macro-prudential assessment, and the off-balance-sheet assets was included in the

---

<sup>225</sup>Guan Tao. The exchange rate game: the yuan and the rise of the great powers / Tao Guan. – CITIC group, 2017. – 271 p.

assessment system to prevent systemic financial crises and maintain financial stability.

As for the exchange rate policy, on 11 August 2015, the People's Bank of China announced the improvement of the mechanism for forming the middle parity of the yuan exchange rate (hereinafter referred to as the "8-11" exchange rate reform), according to which market makers provided quotes for the middle parity in the Chinese Foreign Exchange Trading System before the opening of the daily interbank foreign exchange market and taking into account the closing rate of the interbank foreign exchange market of the previous day, as well as the situation of supply and demand for the US dollar, as well as changes in exchange rates of major international currencies, resulting in the formation of a quotation model of the middle parity of "closing price + changes in the exchange rate of the currency basket". "Closing price" means the closing rate of the yuan against the US dollar in the interbank foreign exchange market at 16:30 the previous day, which mainly reflects the situation of supply and demand in the foreign exchange market. "Changes in the exchange rate of the currency basket" mean the range of adjustment of the bilateral exchange rate of the yuan to the US dollar, necessary to maintain the basic stability of the exchange rate of the yuan to the currency basket, mainly to maintain the relative stability of the yuan exchange rate index of the current day and the yuan exchange rate index of the previous day. At the beginning of the "8-11" exchange rate reform, the "de-linking" of the yuan from the US dollar left the market with a new analytical basis for the yuan exchange rate, which had not yet been created, and the yuan fluctuated significantly due to uncertainty and expectations of devaluation. In order to stabilize market expectations and direct the market towards changing its past habit of focusing mainly on the bilateral exchange rate of the yuan against the US dollar and gradually accepting an effective exchange rate, calculated on the basis of a currency basket, as the main reference for the yuan exchange rate, on December 11, 2015, the China Foreign Exchange Trading System published the CFETS yuan exchange rate index, the BIS currency basket yuan exchange rate index and the SDR currency basket yuan exchange rate index. The CFETS yuan exchange rate index refers to 13 traded foreign exchange listed in the China Foreign Exchange Trading System as a basket currency, and the weight coefficients of the selected currencies are calculated using the trade weight method, which takes into account factors of re-export trade. Prices for selected currencies are set at the middle parity of the yuan exchange rate and the trading reference price of the day. The base period of the index is December 31, 2014, and the base index is 100 points. This is the first time that China has announced the composition and data of the currency basket since it began to implement the managed

floating exchange rate regime based on market demand and supply and adjusted according to the currency basket. At the end of 2016, the China Foreign Exchange Trading System published rules for adjusting the currency basket of the CFETS yuan exchange rate index: the currency basket of the CFETS yuan exchange rate index is evaluated on an annual basis, and the composition of the basket or the corresponding weights of currencies are adjusted as necessary. The China Foreign Exchange Trading System completed the first adjustment of the currency basket on January 1, 2017, adding 11 new RMB foreign exchange trading currencies listed in 2016, covering currencies of China's major trading partners, increasing the representativeness of the currency basket, and adjusting the weight of the US dollar from 0.264 to 0.224.

In 2015, China became the second largest economy in the world in terms of GDP, and in 2016, China took the first place, surpassing the United States in terms of GDP by purchasing power parity.

The reasons for the "8-11" exchange rate reform were as follows:

(1) From the beginning of July 2014 to the end of July 2015, against the backdrop of a decline in the PBC's foreign exchange reserves by \$341.9 billion, a slowdown in the pace of domestic economic growth, and diverging trends in monetary policy between China and the United States, the US dollar index rose by 21.8%, while the yuan middle parity against the US dollar strengthened by 0.57% , and the yuan accumulated some pressure for depreciation.

(2) Figure 2.16 shows that the yuan spot rate began to decline from December 2014, it's contradiction with the relatively stable middle price became increasingly evident: in the first half of 2015, the standard deviation of the middle yuan/dollar price from the market rate reached 1.5%, which is 0.5 percentage points higher than the same period in 2014.

(3) From 2005 to 2014, the market-oriented reform of the yuan exchange rate was mainly aimed at expanding the floating range of the exchange rate, from 0.3% in the "7-21" exchange rate reform in 2005 to 0.5% on May 21, 2007, to 1% in the "4-16" exchange rate reform in 2012, to 2% in the "3-17" reform in 2014. The reform of the middle price of the yuan exchange rate became the main part of forming a market-oriented exchange rate. If the "8-11" exchange rate reform does not optimize the mechanism of quoting the middle price and continues to expand the floating range of the exchange rate, it will lead to further deviation of the trading price of the yuan exchange rate from the middle price, which in the long run will accumulate even greater market panic and devaluation pressure.

4) The ongoing deviation of the market exchange rate from the middle price hinders the IMF's



review of including the yuan in the Special Drawing Rights currency basket at the end of November 2015, which has damaged the process of yuan internationalization.

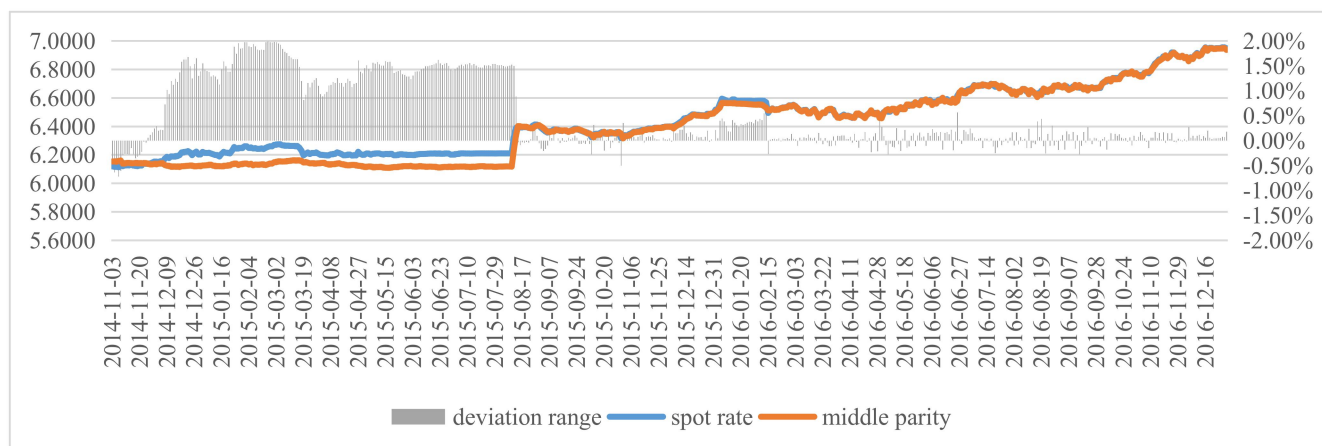


Fig. 2.16 – The yuan spot exchange rate has deviated from the middle price for a long time since the end of 2014

Compiled from: Website of China foreign exchange trading system.

URL: <https://www.Chinamoney.com.cn/chinese/>

On the day of the exchange rate reform "8-11" and during the two trading days after it, the spot exchange rate of the yuan to the US dollar in the interbank market depreciated by 3.05%, and the middle parity – by 4.66%, and in the short term, expectations of depreciation appeared. The sharp change in the yuan exchange rate level after the exchange rate reform stimulated expectations of depreciation, which, in combination with various factors such as economic recession and the increase in the Federal Reserve's interest rate, caused a boom in private purchases of foreign exchange and holding of foreign exchange earnings, as well as the sale of yuan assets and a concentrated acceleration of external debt repayment. By the end of 2016, the market exchange rate of the yuan to the US dollar and the middle parity had fallen by another 8.72% and 8.43%, respectively, compared to August 14, 2015. It can be argued that the implementation of a soft monetary policy during the internal economic recession corresponded to the policy goals of reducing the exchange rate but accelerated capital outflow and further depreciation of the yuan. To slow down the decline in the yuan's exchange rate, the PBC both strengthened the management of capital flows through macro-prudential measures and currency control (see section 2.1 for details) and conducted direct intervention - selling foreign exchange reserves and buying yuan, which to some extent sterilized the effect of soft monetary policy. From August 2015 to the end of 2016, the People's Bank of China sold an average of USD 37.7 billion in foreign exchange reserves per month to satisfy market demand for foreign exchange, which was

higher than the average monthly sale of USD 26.3 billion from July 2014 to July 2015.

Compared to the managed fluctuations of the yuan exchange rate in China, the offshore yuan exchange rate fluctuates freely. After the exchange rate reform "8-11" in 2015, whenever the offshore yuan exchange rate was under pressure from short sellers, the PBC usually tightened offshore yuan liquidity and raised offshore yuan interest rates to increase the cost of offshore short selling. This, in turn, led to a decline in the offshore yuan exchange rate (CNH), which stabilized the onshore yuan exchange rate (CNY). For example, from January 11 to 12, 2016, the Hong Kong Interbank Offered Rate for overnight Renminbi (HIBOR) reached 13.4% and 66.2%, respectively, which led to a nearly 2% appreciation of CNH in just two trading days. From December 30, 2016, to January 9, 2017, HIBOR for Renminbi remained high at 12.8% - 61.3%, and CNH sharply recovered, peaking at nearly 3%.

From 2017 to 2021, fluctuations in the exchange rate of the yuan became the norm, and the targets of internal and external balance coincided.

In 2017, the Chinese economy worked steadily and positively: the annual GDP growth rate reached 6.9%, various economic indicators underwent positive changes, demand and supply of foreign exchange tended towards the basic balance, and the People's Bank of China pursued the moderate and neutral monetary policy.

As for the exchange rate policy, the market mechanism for forming the yuan exchange rate was improved by fine-tuning. In February 2017, to avoid reflecting daily changes in the US dollar index in the "closing price" and double-counting in the "currency basket change", the reference time for the middle parity to "currency basket change" was adjusted from 24 hours to 15 hours, that is, calculated from 4:30 pm to 7:30 am. On May 26, 2017, the Foreign Exchange Self-Discipline Mechanism introduced a counter-cyclical factor into the model of the middle parity quotation of the yuan exchange rate against the US dollar, that is, the model of the middle parity quotation represents "closing price + currency basket change + counter-cyclical factor". Under the initial mechanism of "closing price + currency basket change", the trend of the USD/CNY exchange rate depends mainly on the movement of the USD index in the case of significant fluctuations in the USD index and does not reflect fundamental economic indicators. The main goal of adding a counter-cyclical factor to the middle parity quotation model is moderate hedging against pro-cyclical fluctuations caused by market sentiment, softening the possible "herd effect" in the foreign exchange market, as well as more fully

reflecting changes in fundamental indicators of the domestic economy. These minor adjustments to the mechanism for forming the middle parity of the yuan against the US dollar are aimed at encouraging the market to pay more attention to macroeconomic and other fundamental indicators when forming the exchange rate, so that the middle parity quotation can more fully reflect the fundamental factors of China's economic activity.

Against the backdrop of stabilization in the domestic economy and the fall of the US dollar index, the exchange rate of the yuan to the US dollar has changed its unilateral tendency to decline after the exchange rate reform "8-11" in 2017, and bilateral fluctuations have become the new norm. The yuan exchange rate rose by 6% during the year (see fig. 2.17), and foreign exchange reserves increased by more than \$100 billion. On the other hand, offshore yuan rose from an opening price of 6.9755 at the beginning of the year to a closing price of 6.5612 in August, while expectations of devaluation steadily declined. In September 2017, the People's Bank of China canceled the requirement for banks participating in offshore yuan business to deposit reserves in national correspondent banks and adjusted the coefficient of foreign exchange risk reserves from 20% to 0.

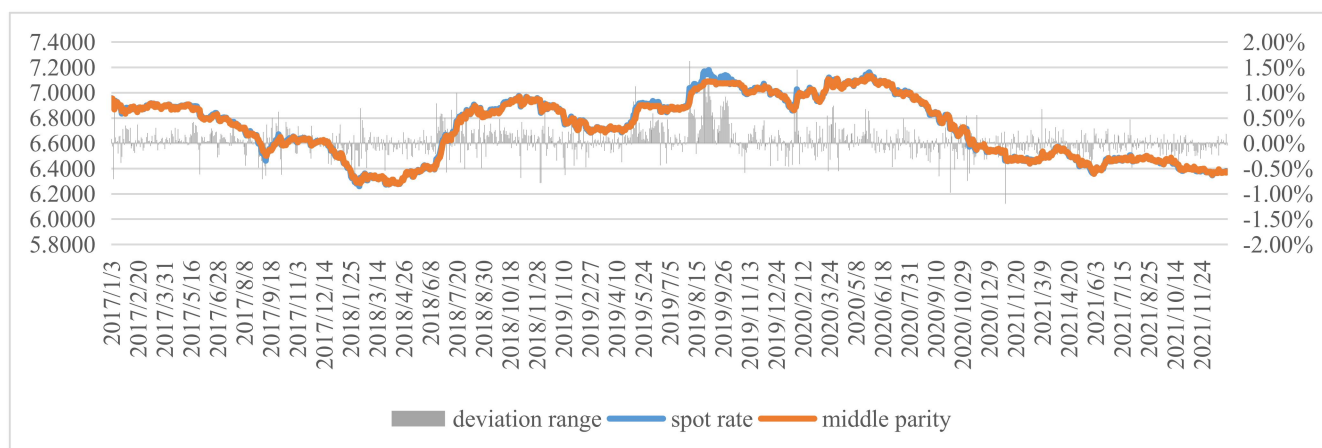


Fig. 2.17 – bilateral fluctuations in the yuan exchange rate have become the norm since 2017

Compiled from: Website of China foreign exchange trading system.

URL: <https://www.Chinamoney.com.cn/chinese/>

In 2018-2019, the Chinese economy faced downward pressure due to the trade war between the US and China. The People's Bank of China implemented a moderate and slightly accommodative monetary policy, reducing reserve requirements by a total of 4% over two years and creating a targeted medium-term lending facility (TMLF) in 2018 to improve financing conditions for small and micro enterprises and private businesses.

In 2018-2019, the bilateral fluctuation of the yuan to the US dollar became more apparent. On

January 9, 2018, banks adjusted the "counter-cyclical factor" to neutral based on their judgment of economic fundamentals and market conditions. From the beginning of 2018 to April 20, 2018, the yuan strengthened by 3.9% due to the stabilization of the domestic economy and the decrease in the US dollar index. However, starting from April 23, the exchange rate of the yuan began to decline again due to the strengthening of the US dollar index, escalation of trade tensions between the US and China, and the contraction of the domestic economy. The exchange rate continued to fall after the resumption of the use of the counter-cyclical factor on August 24. By the end of the year, the middle parity of the yuan against the dollar had fallen by 8.4% since April 23. In 2019, the US dollar index consolidated at a high level, rising by 0.2% for the year. The dynamics of the yuan to the US dollar were mainly influenced by the process of trade and economic negotiations between China and the US. From January to April, the yuan rose to the US dollar. In May, it returned to a downward trend, and from June to July, it fluctuated narrowly. In August, it continued to decline, but stabilized and recovered from September to November. In December, it accelerated its appreciation after the US and China agreed on the text of the first-stage economic and trade agreement. Overall, in 2019, the average and closing prices of the yuan against the dollar decreased by 1.6% and 1.4%, respectively. The multilateral exchange rate of the yuan remained mostly stable. During the same period, the CFETS yuan exchange rate index fell by a cumulative 2.0%. The real and nominal effective exchange rates of the yuan rose by 1.1% and fell by 1.5%, respectively, according to the effective exchange rate index compiled by the Bank for International Settlements.

To regulate the exchange rate in 2018-2019, in addition to the counter-cyclical factor for fine-tuning the mechanism for forming the middle parity, the following tools were used : 1) on August 6, 2018, the People's Bank of China resumed the introduction of a 20% foreign exchange risk reserve for forward foreign exchange sales; 2) in the second half of the day on September 20, 2018, the People's Bank of China announced the signing of a memorandum with the Hong Kong Monetary Authority to prepare for the launch of the central bank bill issuance program in Hong Kong. From October 2018 to August 2019, the People's Bank of China issued central bank bills in the offshore market of Hong Kong 5 times for a total of 120 billion yuan, both to regulate yuan liquidity in the offshore market to improve the yield curve of yuan bonds in Hong Kong and to release a signaling effect to maintain a stable exchange rate for the market to contain offshore short sellers; 3) financial regulators acted to stabilize market confidence. From 2019, including Guo Shuqing – chairman of the

China Banking and Insurance Regulatory Commission, Pan Gongsheng – deputy governor of the PBC, Liu Guoqiang – deputy governor of the PBC, and Xiao Gang – former chairman of the China Securities Regulatory Commission, in the form of forums or speeches pointed out that the PBC has the ability and confidence to maintain the basic stability of the yuan exchange rate at a reasonable equilibrium level; 4) influencing the spot exchange rate by directing the forward exchange rate. The PBC regulated the forward exchange rate by selling forward US dollars without affecting current foreign exchange reserves, thereby influencing the spot exchange rate; or the People's Bank of China sold forward US dollars while borrowing spot US dollars through swaps, which, on the one hand, allowed the borrowed dollars to be used to regulate the yuan exchange rate in the spot foreign exchange market, and also could direct the spot exchange rate by selling forward US dollars and influencing the swap point. This tool is relatively hidden and better for currency regulation; 5) direct interventions in the foreign exchange market. During the depreciation of the yuan from September to November 2018, the yuan equivalent of official foreign exchange reserves decreased by 0.55%, 0.43%, and 0.27%, respectively, compared to the previous month. In August 2019, which saw the highest monthly decrease in the closing price of the yuan exchange rate since the exchange rate reform of "8.11" in 2015, the yuan equivalent of official foreign exchange reserves decreased by only 0.04% compared to the previous month. Changes in the yuan equivalent of official foreign exchange reserves in other months were close to zero, indicating that direct interventions as a tool for regulating the exchange rate are no longer a preferred option for the central bank.

In 2020-2021, in response to the impact of the pandemic on China's economy, the PBC implemented a soft monetary policy, reducing the reserve requirement ratio by a total of 2.5% (to 8.5%) for small and medium-sized financial institutions and by 1.5% (to 11.5%) for large financial institutions over a two-year period. The yuan first depreciated and then strengthened in the foreign exchange market (fig. 2.17), with a total appreciation of 9.3% over the last seven months of 2020 and 6.9% over the year, the highest annual increase since the exchange rate reform of "8-11". Although the yuan also appreciated by more than 6% in 2017, the increase was mainly due to the introduction of a counter-cyclical factor in the mechanism of the middle parity quotation. In contrast, the current round of yuan appreciation reflected more market forces, with the total supply of foreign exchange exceeding demand in 2020, and the surplus of bank spot and forward (including options) foreign exchange settlements and sales totaling USD 215.2 billion. The rapid appreciation of the yuan was associated

with a multitude of factors, such as the weakening of the US dollar, the steady recovery of the Chinese economy during the pandemic, the sharp increase in the current account surplus, and the acceleration of the opening of financial markets.

When the yuan was strengthened, the foreign exchange risk reserve ratio for forward foreign exchange sales was reduced from 20% to 0 as of October 12, 2020, and the "counter-cyclical factor" was gradually lifted by mid-price quote banks from October 27, 2020. In late May 2021, the seventh working meeting of the National Foreign Exchange Self-Discipline Mechanism was held, emphasizing that "the yuan may both strengthen and depreciate. No one can accurately predict the trend of exchange rate changes, and bilateral fluctuations are normal. Governments, institutions, and individuals should avoid being misled by forecasts."<sup>226</sup> Then on May 31, the PBC issued a press release, raising the reserve requirements for foreign exchange for financial institutions by 2 percentage points from June 15, 2021, i.e. the reserve requirement ratio for foreign exchange was raised from 5% to 7%, and on December 15, 2021, it was raised again to 9%. The rapid appreciation of the RMB against the USD effectively lowered the financing cost of foreign exchange loans for enterprises, causing some enterprises with foreign exchange needs to meet their own needs by applying for foreign exchange loans from banks instead of purchasing foreign exchange. Increasing the reserve requirement ratio for foreign exchange may block the foreign exchange positions of financial institutions, shrink the expansion of foreign exchange loans, discourage banks from lending in foreign exchange, raise interest rates on foreign exchange loans, and in turn, compel enterprises to meet their demand for foreign exchange by purchasing foreign exchange, thereby achieving the goal of hedging against expected appreciation of the yuan and stabilizing the exchange rate. Increasing the reserve requirement ratio for foreign exchange is equivalent to tightening the supply of liquidity in the foreign exchange market, which reduces pressure on the yuan to appreciate against the US dollar and helps the yuan maintain a stable exchange rate against the US dollar at an equilibrium level.

In 2018-2020, the yuan exchange rate to the US dollar approached or fell below 7 several times, which did not cause a massive capital outflow and rapid reduction in foreign exchange reserves, as happened after the "8-11" exchange rate reform in 2015. This means that market participants have adapted to the bilateral fluctuations of the yuan exchange rate. On March 24, 2019, the director of the

---

<sup>226</sup> The seventh working meeting of the national foreign exchange self-discipline mechanism was held in Beijing. URL: <https://finance.sina.com.cn/China/gncj/2021-05-27/doc-ikmxzfm5034111.shtml> (accessed 01.04.2022)

PBC, Yi Gang, stated at the "China development high-level forum 2019" that the PBC has largely abandoned daily interventions in the foreign exchange market, and the flexibility of the yuan exchange rate has constantly increased, and market participants have effectively adapted to the floating exchange rate of the yuan.<sup>227</sup>

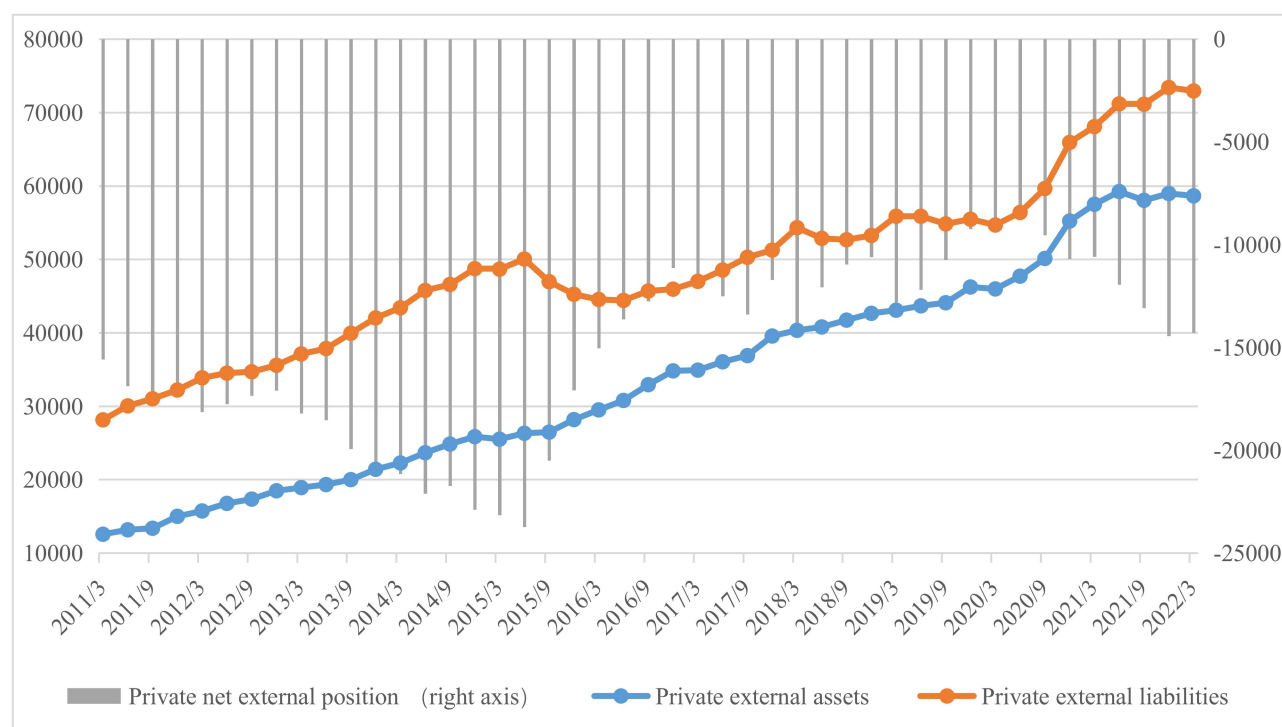


Fig. 2.18 – Position of Chinese private external assets and liabilities (100 million USD)

Compiled by: Website of the State Administration of Foreign Exchange of China. URL: <http://www.safe.gov.cn>

Note: Private external assets = external assets in the International Investment Position Report - reserve assets, private net external position = net position in the International Investment Position Report - reserve assets.

Figure 2.18 shows that the net private external debt of \$2.37 trillion in June 2015 was the largest currency mismatch in private sector in history. This was due to the continued unilateral appreciation of the yuan from the exchange rate reform in 2005 to 2014, as well as the low interest rate policies in developed countries after the global financial crisis. The large-scale debt-based currency mismatch in private sector led to market participants' sensitivity to the devaluation of the national currency, and the continuing devaluation of the yuan exchange rate after the "8-11" exchange rate reform in 2015 forced

<sup>227</sup> Central bank governor Yi Gang: The central bank is basically abandoning daily interventions in the foreign exchange market, the yuan's exchange rate flexibility is increasing. URL: [https://www.sohu.com/a/303486831\\_100160903](https://www.sohu.com/a/303486831_100160903) (accessed 01.04.2022)

market participants to increase their placement of foreign assets and accelerate the repayment of US dollar debt, leading to massive capital outflows, the decline in foreign exchange reserves and the fall in the exchange rate. Figure 2.18 shows that net private external liabilities quickly decreased from \$2.37 trillion to \$1.11 trillion from June 2015 to the end of 2016, and to \$867.3 billion in June 2020. The reduction in net private external liabilities contributes to increasing the tolerance of domestic market players to the devaluation of the yuan and reducing panic foreign exchange purchases due to the devaluation of the yuan. In the second half of 2020, under the influence of the resumption of unlimited quantitative easing in the United States and the appreciation of the yuan exchange rate, net private external debt gradually increased, returning to the level at the end of March 2018 by the end of 2021, but it began to decline under the influence of the increase in the Federal Reserve interest rate in 2022.

### 2.3 Specifics of measures for RMB internationalization

In July 2008, the document "Notification by the Office of the State Council on the release of key functions, internal departments and staff training (office of the state council [2008] No. 83 of 10.07.08)" approved the establishment of the foreign exchange rate department by the People's Bank of China (which was later called the second monetary policy department and is now part of the Macroprudential Administration at the People's Bank of China<sup>228</sup>), whose functions included the development of the offshore Chinese yuan market in accordance with the yuan internationalization process. This was the first time that the official-public document mentioned the internationalization of the yuan as the last direction of China's currency policy after the global financial crisis.

The liberalization of capital account is an important element of China's financial reform and openness, complementing and enhancing the internationalization of the yuan. On the one hand, convertibility of the capital account will lead to more non-residents wanting to increase their holdings of financial assets in yuan, which will promote cross-border use and free trade of the yuan; on the other hand, the internationalization of the yuan will inevitably lead to a gradual increase in yuan holdings by non-residents, making it possible to invest in domestic financial markets, thereby promoting the further opening up and development of capital account and domestic financial markets.

---

<sup>228</sup> Regulations on the allocation of functions, internal institutions and staffing of the People's Bank of China dated 02.02.2019 // State Commission for Public Sector Reform. URL: [http://www.scopsr.gov.cn/jgbzdt/gg/201903/t20190318\\_361590.html](http://www.scopsr.gov.cn/jgbzdt/gg/201903/t20190318_361590.html).scopsr.gov.cn/jgbzdt/gg/201903/t20190318\_361590.html (accessed 22.04.2021).



In November 1993, at the third plenary session of the 14th Central Committee of the Communist Party of China, the goal of "achieving convertibility of the yuan" was first proposed, and in December 1996, China committed to Article VIII of the IMF Agreement to achieve full convertibility of the current account. However, China adopted a cautious and gradual approach to convertibility of the capital account of the yuan after the Asian financial crisis of 1997.

During the period of China's national economic recovery and planned economy from 1949 to 1976, various sub-accounts of China's capital account were mainly not opened, in accordance with the Bretton Woods policy of that time and China's highly centralized planned economic system. In the late 1970s and early 1980s, some capital account – foreign direct investment and external debt financing – began to open in accordance with the external economic policy of "importing" – attracting foreign capital and technology – and "exporting" – overseas investment by domestic enterprises.

Since the early 1980s, enterprises with foreign investments that have obtained a "Certificate of Approval for Foreign-Invested Enterprises" approved by the Department of Foreign Trade and Economic and a "Business License" issued by the Business Administration Department were required to apply to the State Administration of Foreign Exchange for preliminary registration or approval (review and resolution) in order of capital size, source of foreign exchange, investment ratio, opening of domestic and overseas accounts, transfer and exchange of funds, to ensure the authenticity and compliance of their direct investments in China. At the end of 2012, according to the "Circular on further improvement and adjustment of foreign exchange management policy for direct investment (Huifa [2012] No. 59)", SAFE cancelled 35 sub-items and simplified 14 administrative inspection sub-items for foreign direct investments, shortening the process and time of registering foreign exchange for foreign direct investments.

Since the late 1980s, the State Administration of Foreign Exchange was responsible for checking foreign exchange risks and sources of foreign exchange funds, and approving quotas for purchasing foreign exchange for overseas direct investments, before domestic enterprises intending to invest directly overseas went through the approval of overseas investment matters with the competent competent government department for approval of foreign investments.<sup>229</sup> The administrative approval of overseas investment foreign exchange risk checks was abolished at the end of 2002,<sup>230</sup> and

---

<sup>229</sup> Measures for the administration of foreign exchange for outward investment

<sup>230</sup> Decision of the State Council on the cancellation of the first batch of administrative approval projects (Guofa [2002] No. 24)

in various pilot provinces, the check on foreign exchange sources was gradually simplified and restrictions on the volume of overseas direct investments were relaxed or lifted. Since June 2015, the administrative registration of foreign exchange and approval within overseas direct investments and foreign direct investments have been abolished, and SAFE and its branches exercise indirect supervision over the registration of foreign exchange for direct investments through banks.<sup>231</sup> China has achieved capital account convertibility in the field of direct investment.

The process of opening the capital account in the field of external debt financing can be divided into the following two stages.

1) The traditional model of overseas foreign exchange financing management was in place until 2013, which included: a) The Ministry of Finance could issue bonds abroad after approval by the State Council; the issuance of medium- and long-term bonds by any other national institution abroad was reviewed by the National Development and Reform Commission jointly with the State Administration of Foreign Exchange and presented to the State Council for approval, while the issuance of short-term bonds was approved by the State Administration of Foreign Exchange. b) The Ministry of Finance evenly borrowed loans from international financial organizations and foreign governments and transferred them directly or through financial institutions to domestic debtors; balance management was implemented for medium- and long-term international commercial loans borrowed by domestic financial institutions, and the balance was reviewed by the National Development and Reform Commission and presented to the State Council for approval; the total amount of overseas financing for foreign financial institutions was controlled; the National Development and Reform Commission approved international commercial loans borrowed by Chinese enterprises for one year or more in each specific case, and the State Administration of Foreign Exchange implemented balance management for international commercial loans with a term of less than one year; enterprises with foreign capital could independently borrow loans abroad within the difference between the total investment volume of the project and their registered capital at their discretion.<sup>232</sup>

2) Studying the possibility of implementing the macroprudential management model of full-scale cross-border financing with integrated national and foreign currencies in the Shanghai Free Trade

---

<sup>231</sup> Circular on further simplifying and improving foreign exchange management policy for direct investment (Huifa [2015] No. 13)

<sup>232</sup> Temporary measures on the administration of external debt (order [2003] No. 28 of State Development Planning Commission, Ministry of Finance and State Administration of Foreign Exchange)

Zone since 2013 and extending it to financial institutions and enterprises throughout the country (excluding government financial platforms and real estate enterprises) in May 2016.

"The Decision of the Central Committee of the CPC on several major issues concerning comprehensively deepening reforms", adopted at the Third Plenary Session of the 18th Central Committee of the CPC in 2013, states: "Promote the bilateral opening of the capital market, increase the convertibility of cross-border capital and financial operations in an orderly manner, establish a reliable external debt and capital flow management system under the macroprudential management framework, and accelerate the implementation of capital account convertibility."

The macroprudential management model of full-scale cross-border financing with integrated national and foreign currencies allows enterprises and financial institutions to independently carry out cross-border financing within the risk-weighted balance of cross-border financing, which does not exceed the upper limit of the risk-weighted balance of cross-border financing. That is, no review or approval is required before implementing overseas financing. The PBC can adjust parameters such as the risk-weighted balance and upper limit in accordance with the macroeconomic situation, balance of payments, and macro-financial regulation needs to influence the terms, currency type, category, and overall volume of cross-border financing.

The upper limit of the risk-weighted balance of cross-border financing = capital or net assets \* leverage ratio for cross-border financing \* macroprudential adjustment parameter. It is based on net assets for corporations, tier 1 capital for banking financial institutions, and capital (paid-in capital or equity + surplus capital) for non-banking financial institutions. The current leverage ratio for cross-border financing for banking financial institutions is 0.8, non-banking financial institutions is 1, and domestic enterprises is 2, while the macroprudential adjustment parameter for cross-border financing is 1. The risk-weighted balance of cross-border financing =  $\Sigma$  balance of cross-border financing in national and foreign currencies \* maturity risk conversion coefficient \* category risk conversion coefficient +  $\Sigma$  balance of cross-border financing in foreign exchange \* exchange rate risk conversion coefficient.

According to the values of the parameters in table 2.2, loans in yuan occupy less weighted balances than loans in US dollars, and medium- and long-term loans occupy less than short-term loans, respectively.

Table 2.2 – The parameter value of risk-weighted balance of cross-border financing

Parameters	Rules
Balance of cross-border financing in national and foreign currencies	calculated on the basis of outstanding RMB-denominated external debt balances, including on- and off-balance sheet financing; cross-border financing in foreign currencies converted at the exchange rate at the date of disbursement
Maturity risk conversion coefficient	for medium- and long-term loans with a maturity > 1 year, equals 1; for short-term loans with a maturity of ≤ 1 year, equals 1.5
Category risk conversion coefficient	for balance sheet financing equals 1; for off-balance sheet financing (contingent liabilities) equals 1
Balance of cross-border financing in foreign currency	calculated on the basis of outstanding external debt balance
Exchange rate risk conversion coefficient	0,5

Prepared by the author in accordance with Notification on the expansion of the pilot project on macroprudential management of full-scale cross-border financing (Yinfa [2016] No. 18) and Notification on the implementation of macroprudential management of full-scale cross-border financing across the country (Yinfa [2017] No. 9)

The macroprudential management model of full-scale cross-border financing has liberalized restrictions on administrative approval of overseas financing for Chinese enterprises and unified methods of the management of external debt borrowing for banks, Chinese enterprises, and foreign-owned enterprises. Risk weights are established based on the regulation of the total amount of external debt, depending on the risk of external debt in different currencies, maturities, and industries, in order to optimize the structure of external debt. At the same time, various levels have been established to limit debt risk depending on the borrowing entities. Currently, the volume of external debt borrowed in each level depends on the net assets or capital of the debtors, differentiated leverage coefficients for cross-border financing, and unified macroprudential adjustment parameters for cross-border financing.

Currently, overseas equity financing for Chinese enterprises is carried out through the creation of a Variable Interest Entity (VIE) to issue depositary receipts in the international capital market. VIE is a means for most internet companies in China, including internet giants such as Baidu, Alibaba, Tencent, and Jingdong, to circumvent restrictions on access to foreign capital and overseas financing. Currently, VIE is silently approved by the Chinese government. On July 14, 2014, the State Administration of Foreign Exchange issued a “Circular on issues related to the management of foreign exchange of

overseas investment and financing and return investment by domestic residents through special purpose vehicles (Huifa [2014] No. 37)”, which introduces registration management when creating an SPV by residents of the country under VIE. Before a domestic resident makes a contribution to the capital of an SPV with domestic and foreign legal assets, he must register foreign exchange for overseas investment with SAFE at his place of residence, otherwise, he will not be able to repatriate profits and dividends later.

The process of building the VIE structure and foreign exchange registration is as follows: 1) Domestic founders create their own SPVs abroad in their personal names, usually companies in the British Virgin Islands (BVI); 2) BVI of all domestic founders jointly create the company BVI-B; 3) BVI-B establishes a Cayman company as a target for a proposed foreign listing; 4) Create BVI-A, fully owned by the Cayman company, for asset trading, and create a Hong Kong company fully owned by BVI-A; 5) Domestic founders carry out foreign exchange registration for foreign investments in accordance with Circular 37: personal information of domestic founders, information on domestic legal interests owned by founders (i.e. VIE), and information on SPVs; 6) The Hong Kong company creates a wholly foreign-owned enterprise (WFOE) in mainland China; 7) WFOE signs a series of agreements with domestic legal entities (i.e. VIE) to transfer VIE interests to the Cayman company; 8) The Cayman company issues depositary receipts in foreign capital markets.

Changes in the principles of foreign exchange settlement for the capital account: the settlement for payments that began in 2002 was changed to voluntary settlement in 2016.

Since 2002, China implemented the principle of settling foreign exchange on the capital account for payments, meaning that foreign exchange inflows on the capital account were only allowed to be settled when enterprises needed to make payments in the yuan. On August 4, 2014, a pilot reform of the voluntary settlement method for enterprises with foreign investment was implemented in some regions. In June 2016, the State Administration of Foreign Exchange issued Notification on the reform and standardization of the capital account settlement management policy (Huifa [2016] No. 16), which established that: 1) capital account foreign exchange receipts that are clearly subject to voluntary settlement, including registered capital in foreign exchange, external debt, and funds repatriated from overseas listings, can be settled in banks according to the actual operational needs of domestic institutions (including Chinese enterprises and foreign-invested enterprises, except financial institutions); 2) banks must verify the authenticity and compliance of the requirements for the use of

the last payment when processing each capital account settlement for domestic institutions; 3) adopting negative list management for the use of foreign exchange earnings from capital account and yuan funds received from their settlement: they should not be directly or indirectly used for expenses outside the scope of the enterprise's business activities; they should not be directly or indirectly used for investment in securities or other investments, except for principals-protected bank products; they should not be used to provide loans to unaffiliated enterprises, except for cases directly permitted by the field of activity; and they cannot be used for the construction or purchase of real estate not intended for own use (except for real estate enterprises). According to Notification on further optimizing cross-border Renminbi policies to support stable foreign trade and stable foreign investment (Yinfa [2020] No. 330), the above-mentioned negative list management is also adopted for RMB capital account income.

The opening of China's capital account for portfolio investments is closely related to the degree of openness of the financial market, which has only been accelerating since the beginning of the 21st century and includes trading of securities by non-residents within China and outside China by Chinese residents. "Decision of the Central Committee of the Communist Party of China on a number of issues concerning the improvement of the socialist market economy system", adopted at the third plenary session of the 16th Central Committee of the Communist Party of China in October 2003, states that, provided effective risk prevention, restrictions on cross-border capital flows should be eased in a sequential and step-by-step manner to achieve convertibility of the yuan capital account transactions. A sequential and step-by-step manner to achieving convertibility of the capital account is mainly related to portfolio investments.

Non-residents must obtain qualifications or meet the requirements set by the government of China in order to invest in domestic capital markets. Existing investment channels include Qualified Foreign Institutional Investors (QFII), Renminbi Qualified Foreign Institutional Investors (RQFII), direct investments in financial institutions, Bond Connect, Shanghai-Hong Kong and Shenzhen-Hong Kong Stock Connect, Shanghai-London Stock Connect, China-Japan Connectivity ETF, and Qualified Foreign Limited Partner, etc.

The QFII and RQFII programs were established in 2002 and 2011 respectively, and after many years of development and improvement, in 2018 QFII and RQFII began to be jointly managed. According to the "Regulation on the administration of foreign exchange in domestic securities

investments by qualified foreign institutional investors (announcement by the State Administration of Foreign Exchange [2018] No. 1 of 31.10.18)", the three-month capital lock-up period for QFII and RQFII was lifted from June 2018, and QFII was allowed to conduct onshore foreign exchange hedging for its securities assets. On September 10, 2019, the State Administration of Foreign Exchange announced that the investment quota restriction for qualified foreign investors had been lifted, and that only registration was required for them to transfer funds for investment in securities. In accordance with the "Measures for the administration of domestic securities and futures investments by qualified foreign institutional investors and RMB qualified foreign institutional investors (order of China Securities Regulatory Commission [2020] No. 176)", the requirement for securities assets to be accessible to QFII and RQFII was lifted, and the scope of their investments was expanded: domestic investments in securities and futures and operations with derivative financial instruments were allowed, and the use of yuan funds outside of China was encouraged. In June 2020, the "Measures for the administration of domestic securities and futures investments by qualified foreign institutional investors and RMB qualified foreign institutional investors (order of China Securities Regulatory Commission [2020] No. 176)" simplified the procedures for repatriating profits from investments in national securities and improved the requirements for managing foreign exchange and investment risk for qualified investors in national securities: derivative operations conducted by qualified investors in mainland China were limited to foreign exchange risk hedging products (such as currency options and swaps), and their risk should reasonably correlate with the investment risk of the national portfolio investment underlying the transaction; qualified investors should adjust their positions in foreign exchange derivatives within five working days at the beginning of each natural month in accordance with the latest size of yuan assets in national portfolio investments as of the end of the previous month. According to the "Announcement on the participation of qualified foreign institutional investors and RMB qualified foreign institutional investors in financial derivatives trading (announcement of China Securities Regulatory Commission [2021] No. 24)", the new financial derivatives allowed for trading by qualified foreign investors are commodity futures, commodity options, and option contracts on stock indices quoted and traded on futures trading platforms.

As of mid-2020, the QFII quota reached USD 116.3 billion, and 323 foreign institutions obtained QFII status, with the largest number of them located in the Asia-Pacific region, accounting for 59%,

followed by North America, Europe, and Africa with a similar number<sup>233</sup>. As of mid-2020, foreign institutions approved to participate in RQFII have expanded to 19 countries and regions with a total quota of more than 700 billion yuan<sup>234</sup>. QFII and RQFII are one of the most important institutions for opening up China's financial markets, significantly improving the convenience of foreign investors' participation in the domestic financial market, and leading to better and wider recognition of Chinese bond and equity markets by international investors.

The opening of the bond market is the most important part of China's financial market opening. In August 2010, the Chinese authorities issued a "Notification by the People's Bank of China on issues relating to a pilot scheme for the use of Renminbi for investment in the interbank bond market by three types of institutions, including overseas Renminbi clearing banks (Yinfa [2010] No. 217 of 17.08.10)" allowing three types of foreign financial institutions to invest in bonds within the approved quota on the interbank bond market to supplement the pilot project for yuan settlement in cross-border trade and expand the yuan repatriation channel. These foreign financial institutions include: 1) foreign central banks that have entered into currency swap agreements with China; 2) clearing banks in Hong Kong and Macao; 3) foreign banks that conduct cross-border transactions using yuan.

As the yuan internationalized in 2015, the Chinese interbank bond market became increasingly open to sovereign and non-sovereign foreign organizations. Starting from July 14, 2015, according to the "Notification by the People's Bank of China on issues related to the use of Renminbi for investment in the interbank market by foreign central banks, international financial institutions and sovereign wealth funds (Yinfa [2015] No. 220 of 14.07.15)", foreign issuers are no longer required to issue bonds through companies registered in China. The new rules have made it easier for these institutions to enter the interbank bond market by simply filling out a registration form at the central bank, without the need to obtain prior access and apply for quota approval. According to the new rules, these foreign institutions can trade the following financial products on the interbank bond market after filling out the registration form: 1) bonds; 2) repo transactions with bonds; 3) bond lending; 4) long-term bonds; 5) interest rate swaps; 6) forward rate agreements. Prior to July 14, 2015, they could only trade bonds and repo transactions with bonds. According to the "Notification on foreign Renminbi clearing banks and foreign bank participants in bond repo transactions in the interbank bond market (Yinfa [2015] No.

---

<sup>233</sup> Website of the State Administration of Foreign Exchange of the PRC. URL: [Http://www.safe.gov.cn](http://www.safe.gov.cn)

<sup>234</sup> Website of the People's Bank of China. URL: <http://www.pbc.gov.cn/>



170)" overseas Renminbi clearing banks and overseas banks that have access to the interbank bond market are allowed to conduct repo transactions with bonds. Among them: the remaining financing of the repo does not exceed 100% of the holding balance of bonds, and the repo funds can be used outside of China. According to PBC Announcement [2016] No. 3, foreign non-sovereign institutions, including institutions that have obtained QFIIR or QFII status, can directly enter the interbank bond market through direct investment via interbank market settlement agents to complete the application and account opening procedures, and the investment quota limit has been lifted.

In addition, according to the "Notification on issues related to foreign exchange risk management for foreign institutional investors in the interbank bond market (Huifa [2017] No. 5)", foreign investors are allowed to participate in foreign exchange derivative transactions such as forwards, currency swaps, and options, which are limited to hedging foreign exchange risks arising from investments in the interbank bond market using funds transferred from abroad. In the event of a change in currency risk due to changes in investments in the interbank bond market, foreign investors must appropriately adjust their foreign exchange derivatives within five business days to ensure compliance with the principle of trading based on real demand.

Compared to the aforementioned investment channel, which is more suitable for a small number of large foreign institutions, Bond Connect provides a convenient channel for a large number of small institutional investors, both domestic and foreign, to buy and sell bonds with each other through the connection of the bond market infrastructure in Hong Kong and mainland China. Bond Connect includes the Northbound Channel - foreign investors investing in the mainland China bond market and the Southbound Channel - domestic investors investing in the Hong Kong bond market. The investment conditions for the Northbound Channel are relatively more relaxed. The Northbound Channel provides a channel for the return of yuan from overseas and effectively promotes the accelerated entry of foreign investors into the Chinese bond market and the internationalization of the yuan. The Southbound Channel improves institutional mechanisms for the bilateral opening of the Chinese bond market, expands opportunities for domestic investors to place assets in the international financial market, and promotes the development of the Hong Kong bond market and strengthens Hong Kong's status as an international financial center. The launch of the Northbound Channel before the Southbound Channel promotes cross-border capital inflows and stabilizes the exchange rate of the yuan, reflecting the idea of prudent and cautious liberalization.

Overall, these measures have increased the openness of the Chinese capital market and attracted a greater inflow of capital to the Chinese market, which has not only had a positive impact on the development of the domestic financial market but also promoted the internationalization of the use of the yuan. As of the end of March 2022, in terms of the number of foreign institutions, 1,034 foreign institutional investors (including central banks and non-central banks) have entered the interbank bond market, of which 514 (including 76 central banks) entered the market through direct investment channels, 748 through the Bond Connect channel, and 228 through both channels.<sup>235</sup> In terms of bond holdings, foreign institutions hold approximately 3.3% of the total volume of bonds held in the interbank bond market, which is significantly higher compared to 1.95% at the end of 2014.<sup>236</sup> Judging from the types of bonds, the main types of bonds held by foreign institutions are government bonds with a storage volume of 2.43 trillion yuan, accounting for 62.7%; followed by political financial bonds with a storage volume of 1.01 trillion yuan, accounting for 26.1%. The monthly trading volume of money coupons by foreign institutions in the interbank bond market in March 2022 was about 1.23 trillion yuan, with a daily average trading volume of about 53.3 billion yuan. In addition, in terms of the ownership of domestic yuan financial assets by non-residents, the total volume reached 4.6 trillion yuan as of June 2015, dominated by deposits (see figure 2.19).

As a result of the economic downturn in China and the devaluation of the yuan in the second half of 2015 and 2016, the total volume of deposits decreased from 2.12 trillion yuan to 0.92 trillion yuan, leading to a subsequent decrease in the total volume of domestic yuan assets owned by non-residents. As the economic situation improves and the capital account is opened from 2017, stocks and bonds have become the main forms of domestic yuan assets owned by non-residents. The total amount of domestic yuan stocks, bonds, loans, and deposits owned by non-residents at the end of 2020 was 8.98 trillion yuan, an increase of 40.1% compared to 2019. Among them, the market value of stocks is 3.41 trillion yuan, bonds - 3.33 trillion yuan, deposits - 1.28 trillion yuan, and loans - 0.96 trillion yuan (see figure 2.19).

---

<sup>235</sup> Website of Shanghai headquarters of the People's Bank of China. URL:<http://shanghai.pbc.gov.cn/fzhshanghai/113595/index.html>

<sup>236</sup> China financial market development report 2014. URL:[http://shanghai.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/image\\_public/UserFiles/fzh\\_shanghai/upload/File/2014%E5%86%85%E6%96%87%E6%80%BB%E8%AE%BA.pdf](http://shanghai.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/image_public/UserFiles/fzh_shanghai/upload/File/2014%E5%86%85%E6%96%87%E6%80%BB%E8%AE%BA.pdf)

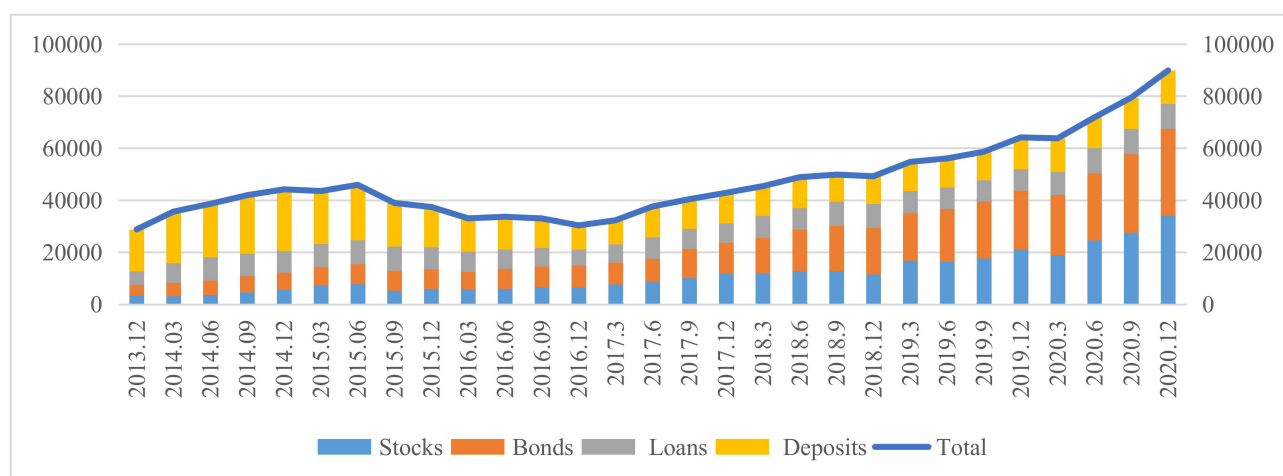


Fig. 2.19 – Non-residents' ownership of domestic financial assets in yuan (100 million yuan)  
 Compiled based on the releases of the PBC Reports on the internationalization of the yuan. URL: <http://www.pbc.gov.cn/huobizhengceersi/214481/3871621/index.html> (accessed 02.04.2022)

The channels for residents to invest in international capital markets include qualified domestic institutional investors (QDII), RMB qualified domestic institutional investors (RQDII), qualified domestic limited partners (QDLP), and qualified domestic investment enterprises (QDIE). See details in tables 2.3 and 2.4.

Table 2.3 – Channels of overseas investment by residents in securities

Name	QDII	RQDII
1	2	3
Definition	Domestic institutions issue products to attract RMB, which are converted into USD for investment in foreign assets as required by the quota, and then returned in the same way and converted back into RMB when repaid	Yuan version of QDII, underlying assets of foreign investments are denominated in Yuan
According to the document	Temporary measures for the administration of overseas securities investment by qualified domestic institutional investors; Announcement by the People's Bank of China [2006] No. 5; Temporary measures on the administration of the overseas wealth business of commercial banks on behalf of customers	Circular on issues related to overseas securities investment by RMB qualified domestic institutional investors; Circular on further clarification of issues related to the management of overseas securities investments by RMB qualified domestic institutional investors
Investment products	Portfolio investments, without investments in private equity fund products, hedge funds	RMB-denominated products in offshore financial markets, mainly offshore RMB bonds

Continuation of the table 2.3

1	2	3
Investment subject	Mostly selected institutions are commercial banks, trust companies, securities companies, fund management companies, insurance institutions and the National Social Security Fund in China	
Basic information on the quota	<p>The quota is allocated according to the organisation, and the quota may be released for other projects after one project has been completed.</p> <p>As of March 31, 2022, the PMCS had approved 174 institutions for QDII quotas worth a total of \$157.519 billion, of which \$25.27 billion for banking institutions, \$84.58 billion for securities institutions, \$38.653 billion for insurance institutions and \$9.016 billion for trust institutions</p>	<p>Unlike QDII quota approval, RQDII is based on the actual amount of funds raised.</p> <p>The RQDII programme was launched in November 2014. Due to the large number of institutions investing in non-renminbi denominated foreign assets, the RQDII programme was temporarily suspended on 10 December 2015 and then resumed in May 2018</p>

Compiled according to: Website of the State Administration of Foreign Exchange. URL: <http://www.safe.gov.cn>

Table 2.4 – Channels of overseas investment by residents in securities

Name	QDLP	QDIE
1	2	3
Definition	Foreign institutions set up partnership private equity funds in China to raise RMB from domestic individuals or institutional investors and invest in foreign markets in RMB or foreign currency	Sino-foreign fund management joint ventures registered in China that raise funds from domestic individuals or institutional investors and invest in foreign products in RMB or foreign currency
According to the document	<p>Plan for the construction of the Shanghai international financial centre during the twelfth five-year plan;</p> <p>Guidance on the implementation of foreign investment pilot work by qualified domestic limited partners in Qingdao ;</p> <p>Temporary measures for outward investment pilot work by qualified domestic limited partners in Chongqing;</p> <p>Temporary measures for operation of outward investment pilot work by qualified domestic limited partners in Hainan province</p>	<p>Temporary measures for operation of outward investment pilot work by qualified domestic investors;</p> <p>Measures to manage the piloting of foreign investment by qualified domestic investors in Shenzhen;</p> <p>Joint meeting of the QDIE Shenzhen pilot work</p>

Continuation of the table 2.4

1	2	3
Investment products	Equity and debt securities of unlisted foreign entities; non-publicly issued and traded shares and bonds of public companies; securities markets; equity investment funds and securities investment funds; commodities and financial derivatives	Equity and debt securities of unlisted foreign entities; non-publicly issued and traded shares and bonds of public companies; private equity funds
Investment subject	Partnership fund company registered abroad, with partners located in Guangdong and Hainan provinces, Chongqing, Beijing, Tianjin, Shanghai and Qingdao	Licensed asset management institutions such as securities firms, fund companies, private equity funds
Quota and distribution	3 billion, \$5 billion or \$10 billion for a pilot city; allocation of quota by institution	At the end of 2020, the QDIE quota was again expanded from USD 5 billion (in 2018, previously USD 2.5 billion) to USD 10 billion, with the approval of the PMU; the quota is allocated on the basis of investment projects and the quota cannot currently be reused
Basic information	Shanghai launched a pilot project in April 2012, with two batches of 11 QDLP pilots, each with a quota of \$50 million to \$100 million. Then Qingdao, Tianjin, Beijing, Guangdong, Jiangsu and Chongqing also started a pilot project	By the end of 2020, 48 QDIE-qualified enterprises have been approved in Shenzhen, with a total investment quota of \$1.551 billion.

Compiled according to: Website of the State Administration of Foreign Exchange. URL: <http://www.safe.gov.cn>

Within the framework of the existing channel, domestic individuals can indirectly invest in foreign securities and funds by purchasing QDII or RQDII products issued by domestic institutions, or directly trading stocks listed in Hong Kong through the Hong Kong Stock Connect. In addition, the Qualified Domestic Individual Investor (QDII2) program, which monetary authorities are currently studying the possibility of implementing, will allow domestic individuals to directly invest in foreign financial products in the future. In accordance with the current system of personal currency regulation, domestic individuals have no legal way to invest abroad, which leads to situations where the quota of \$50,000 according to the "Detailed rules for the implementation of the measures for the administration of individual foreign exchange" is used for disguised foreign investments. If QDII2 can actually be implemented, it will to some extent solve the dilemma of the inability of domestic private individuals



reached 1.39%, and the yuan was already in seventh place, surpassing the Swiss franc.<sup>237</sup> According to the report of international transaction system SWIFT in December 2014, the share of the yuan in international payments (by transaction value) was 2.17%<sup>238</sup>, and the Chinese yuan for the first time rose to fifth place among the most frequently used currencies for international payments, surpassing the Canadian and Australian dollars for the first time in history (see figure 2.20).

On October 1, 2016, the yuan was officially added to the SDR currency basket with a weight of 10.92%, and according to the IMF, the yuan currently accounts for 1.2% of global foreign exchange reserves. As of the fourth quarter of 2021, more than 70 central banks or monetary authorities around the world have included the yuan in their foreign exchange reserves, with the yuan ranking fifth in the IMF's Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves, and its share of global foreign exchange reserves increasing to 2.6%. The currencies and their shares before the yuan are as follows: US dollar -54.78%, euro -19.22%, Japanese yen -5.19%, British pound -4.45%. On May 11, 2022, the IMF completed a five-year review of the SDR, increasing the weight of the yuan from 10.92% to 12.28%, increasing the weight of the US dollar from 41.73% to 43.38%, and reducing the weight of the euro, yen, and pound sterling from 30.93%, 8.33%, and 8.09% to 29.31%, 7.59%, and 7.44%, respectively. The weight of the yuan remains in third place. The new SDR currency basket came into effect on August 1, 2022.

It can be said that a series of supportive policies from the Chinese government is an important driving force for the internationalization of the yuan, stable development of the Chinese economy is a crucial foundation for further promotion of the internationalization of the yuan, and the appreciation of the yuan is a strong support for its internationalization. The yuan has steadily ranked fifth among international payment currencies, third among financing currencies for trade, fifth among currencies for spot trading of foreign exchange, and fifth among official foreign exchange reserves, and its status as an international currency was initially established.

### **Conclusion on chapter 2**

The adjustment of the Chinese currency regulation system is characterized by gradualness, caution, and controllability, following the principles of starting with the current account and then extending to the capital account, starting with local pilot projects or free trade zones and then

---

<sup>237</sup> RMB Tracker. URL: [www.swift.com](http://www.swift.com)

<sup>238</sup> RMB Tracker. URL: [www.swift.com](http://www.swift.com)

spreading to the whole country, and easing currency regulation starting from capital inflow and then spreading to capital outflow. For example, in 2007, foreign exchange receipts from the current account were subject to voluntary settlement and foreign exchange receipts from the capital account were only subject to settlement for payments from 2002, which was changed to voluntary settlement in 2016. The cross-border use of the yuan was expanded from trade in goods in 2009 to direct investment in 2011 and portfolio investment in 2014. Macroprudential management of cross-border financing was tested in the Shanghai Free Trade Zone in 2013 and extended to the whole country in 2016. Restrictions on domestic portfolio investments for non-residents are lower than those on overseas portfolio investments for residents, for example, the Northbound Channel of Bond Connect not only started earlier than the Southbound Channel of Bond Connect but also has fewer restrictions.

In addition, China's currency policy as a whole demonstrates a tendency from strict to soft, from centralized to decentralized, from administrative to ease of management, and from micro-control to macro-prudential management with the goal of internationalizing the yuan.

Table 2.5 – Currency policy trends

Trends	Specific situations or examples
1	2
Transition from centralised foreign exchange management to voluntary foreign exchange settlement	During the period of planned economy and at the beginning of the reform and opening up, China introduced centralised management and unified control over foreign exchange; in 1994 foreign exchange retention was replaced by compulsory sale of foreign exchange, the essence of which was still that foreign exchange was concentrated in banks for unified management; after China became country with large foreign exchange reserves, voluntary foreign exchange settlement was introduced in 2007
Transition from prior administrative approval or quota management to post-event monitoring	Over the past 10 years, foreign exchange earnings and expenditure on direct, portfolio and other investments have focused on monitoring, oversight and risk control during and after the incident
Transition from micro-regulation to macro-prudential management	Since 2013, macro-prudential management policies have been implemented in the area of capital account foreign exchange management, such as banks' foreign exchange settlement and sale, cross-border financing and external lending
The exchange rate formation mechanism has changed to the market orientation	Since the introduction of the managed floating exchange rate in 1994, daily floating range has gradually expanded, and direct intervention and direct exchange rate management are falling out of use, with macroprudential measures, exchange rate derivatives and verbal intervention gradually determines market expectations and influences exchange rate changes. The place of exchange rate in the national economy has changed from one of many benchmarks for macroeconomic indicators to a policy tool



Continuation of the table 2.5

1	2
Transition from the state bearing the risk of foreign exchange reserves to market actors bearing the risk of exchange rate movements	Under centralised foreign exchange management, foreign exchange earnings became the foreign exchange reserves of the People's Bank of China and the exchange rate risk was borne entirely by the state; with the relaxation of foreign exchange restrictions, enterprises bear the exchange rate risk themselves and adjust their asset structure
Promoting the RMB as a convertible currency	Since China's accession to the WTO in 2001, the pace of capital account convertibility has accelerated. Most capital items have now been converted
Promoting the RMB as an international currency	The renminbi ranks fifth among international payment currencies, third among trade finance currencies, fifth among spot foreign exchange trading currencies and fifth among official foreign exchange reserves, but its share in global payments, foreign exchange transactions and foreign exchange reserves is still relatively small compared to the US dollar and euro

Source: compiled by the author.

Overall, since 1994, China's currency policy has been adjusted according to the country's balance of payments, cross-border capital flows, as well as domestic and international situations, and has played a very important role in China's overall economic development: 1) China's currency policy has consistently addressed the problems of foreign exchange shortages and excess foreign exchange reserves, and currently, the balance of payments has mostly been achieved; 2) China's currency policy supports national security, which was fully reflected in the Asian financial crisis of 1997 and the shocks in the stock and foreign exchange markets in 2015; 3) China's currency policy promotes economic development. Thanks to effective currency regulation, limited foreign exchange receipts in the absence of foreign exchange are managed centrally to meet the actual needs of development in foreign exchange to promote economic and social development, and when there are sufficient foreign exchange reserves, overseas investment is encouraged and the construction of the "Belt and Road" initiative for the implementation of the country's development strategy is strengthened. In short, the positive effects of China's currency policy since 1994 have significantly outweighed the negative effects and played a major role in stabilizing and stimulating China's economic development.

## CHAPTER 3. PROBLEMS AND PROSPECTS OF CURRENCY POLICY IN THE CONTEXT OF BUILDING A HIGH-LEVEL MARKET ECONOMY SYSTEM

### 3.1 Empirical study of exchange rate regime flexibility, capital account openness and monetary policy independence

In 2013, the Third Plenary Session of the 18th Central Committee of the Communist Party of China proposed "improving the market mechanism for the formation of the yuan exchange rate and accelerating the marketization of interest rates." The "Proposal for the 13th Five-Year Plan" in 2015 also suggested "promoting the marketization of exchange rates and interest rates." In July 2017, General Secretary Xi Jinping noted at the National Conference on Financial Work that "we must deepen the reform of the yuan exchange rate formation mechanism and steadily promote the internationalization of the yuan." Market-oriented reforms of the yuan exchange rate mean giving the market mechanism the opportunity to play a fundamental role in the formation of the exchange rate, that is, the exchange rate is determined by market demand and supply. Exchange rate market reforms aim to increase the flexibility of exchange rate fluctuations, while currency interventions by the People's Bank of China are aimed at stabilizing it. Judging by a series of currency policy measures taken by the People's Bank of China, the future trend of China's exchange rate regime will be that the exchange rate will continue to become more flexible, and the degree of capital account openness will continue to deepen. Some scholars argue that to increase the independence of monetary policy in the context of China's gradual relaxation of capital control, it is necessary to continue to increase the flexibility of the exchange rate or even implement a fully floating exchange rate regime, based on the theoretical impossible trilemma: exchange rate stability, free capital flow, and independence of monetary policy cannot be achieved simultaneously, and a country can only achieve two policy goals and must give up the third. In addition, the impact of liberalizing the capital account on the independence of monetary policy is one of the most important issues that need to be approached with caution in the process of liberalizing the capital account. However, if the unwise opening of the capital account when the time has not yet come leads to the loss of independence of monetary policy, there is a potential risk of an economic crisis. Thus, using China as a model for studying the impact of changes in exchange rate regimes and the openness of the capital account on the independence of monetary policy has great practical significance for its future exchange rate regime, capital flow management,

and monetary policy formulation, and there are lessons for other emerging market countries.

Since different criteria for classifying exchange rate regimes usually lead to contradictory and difficult to compare conclusions, empirical research will be conducted on the issues of exchange rate regime flexibility, capital account openness, and monetary policy independence, rather than limiting the study to the relationship between specific exchange rate regimes and monetary policy independence. Based on data availability and completeness, the study period is divided into four stages based on the reform of the yuan exchange rate mechanism: the yuan strengthening period (2006/10/10-2008/06/30), the yuan stabilization period (2008/08/01-2010/05/28), the continued yuan strengthening period (2010/07/01-2015/07/31), and the period of bilateral volatility formation (2015/09/01-2017/04/31).

### **Change in the elasticity of the exchange rate regime**

The exchange rate regime refers to systematic arrangements adopted by various countries regarding principles, conditions, and institutions for determining, maintaining, correcting, and managing exchange rates. Even if different countries have the same exchange rate regime, if these countries have different levels of intervention in the foreign exchange market, the elasticity of the exchange rate will inevitably be different. Therefore, this work uses the EL indicator as construction method of Bayoumi and Eichengreen to measure the elasticity of China's exchange rate regime.<sup>239</sup> This indicator measures the elasticity of the exchange rate regime by combining the strength of its own exchange rate volatility with the strength of central bank interventions in the foreign exchange market. The expression is as follows:

$$EL = \frac{\sigma_e}{\sigma_e + \sigma_{\frac{R}{M}}} \quad (1)$$

EL indicates the elasticity of the exchange rate regime.  $\sigma_e$  represents the standard deviation of the logarithmic yield of the exchange rate and measures the intensity of the volatility of the exchange rate itself. The higher  $\sigma_e$  it is, the stronger the volatility of the exchange rate.  $\sigma_{\frac{R}{M}}$  expresses the volatility of the logarithmic differential of the ratio of foreign exchange reserves to the base money and measures the intensity of the People's Bank of China's currency interventions in the foreign exchange

<sup>239</sup> Tamim Bayoumi, Barry Eichengreen. Exchange Rate Volatility and Intervention : Implications of the Theory of Optimum Currency Areas / Bayoumi Tamim // Journal of International Economics. – 1998. –Vol. 45, No. 2. – P. 191 - 209.

market. The higher  $\sigma_{\frac{R}{M}}$  it is, the stronger the currency interventions of the People's Bank of China. The value of EL ranges from 0 to 1: EL equals 0 in a fixed exchange rate regime; the greater the fluctuations of the exchange rate in a floating exchange rate regime, the greater the value of EL, but the maximum value of EL is 1, i.e.  $\sigma_{\frac{R}{M}}$  equals 0 when the exchange rate is fully free-floating and monetary authorities do not conduct currency interventions.

The volatility of the exchange rate  $\sigma_e$  and the indicator of currency interventions  $\sigma_{\frac{R}{M}}$  are both calculated using monthly data to make their calculation sequential, as monthly data is only available for the base money M and foreign reserves R. Digital data on the base money M and foreign reserves R were obtained from the official website of the People's Bank of China, and digital data on the average monthly exchange rate of the yuan against the US dollar (middle parity) were obtained from the official website of the Chinese Foreign Exchange Trading System. The calculation results for each stage in accordance with equation (1) are presented in Table 3.1.

Table 3.1 – The calculation results of the elasticity of the exchange rate regime

Stage	Specific time	$\sigma_e$	$\sigma_{\frac{R}{M}}$	EL
1	2006/10/10-2008/06/30	0.003919569	0.06416781	0.057566749
2	2008/08/01-2010/05/28	0.000982734	0.066479744	0.014567126
3	2010/07/01-2015/07/31	0.00291605	0.078443065	0.035841717
4	2015/09/01-2017/04/31	0.007220813	0.084680371	0.078571495
5	2017/06/01-2020/09/31	0.012468986	0.054037897	0.187484148
6	2020/11/01-2022/05/31	0.01216201	0.048676709	0.199905789

Calculated by the author

The following observations are derived from the results of calculating the elasticity of the exchange rate regime: 1) the volatility of the exchange rate itself and the elasticity of the exchange rate regime in stage 2 are the weakest due to the re-pegging of the yuan to the US dollar during the 2008 financial crisis; 2) both the elasticity of the exchange rate regime and the volatility of the exchange rate itself are weaker in stage 3 than in stage 1. Considering that the floating corridor of the yuan's daily trading price expanded from 0.5% to 1% and to 2% in stage 3, while it was expanded from 0.3% to 0.5% in stage 1, it is assumed that the elasticity of the exchange rate regime does not positively correlate with the growth of the floating range of the daily trading price, but rather depends more on how the mechanism of supply and demand in the foreign exchange market is determined. The mechanism for determining the exchange rate under government guidance, even in the absence of

restrictions on the daily floating range of exchange rates, does not fully reflect the behavior of market participants. Conversely, a market-driven mechanism is more flexible in the exchange rate, even with restrictions on the range of fluctuations; 3) The fourth stage saw the strongest currency interventions, as the People's Bank of China sold more than \$1 trillion during this period to meet the panic demand for foreign exchange caused by the first significant devaluation of the yuan in many years; 4) the volatility of the exchange rate itself and the elasticity of the exchange rate regime significantly increased after the exchange rate reform "8·11" in 2015. In particular, the introduction of the counter-cyclical factor in May 2017 did not weaken the elasticity of the exchange rate regime and the volatility of the exchange rate itself, and the currency interventions of the People's Bank of China significantly decreased from 2017. After the counter-cyclical factor was discontinued in October 2020, the People's Bank of China did not conduct large-scale operations to purchase foreign exchange during the cycle of yuan appreciation, as was done in stages 1 and 3, indicating that it has largely abandoned regular interventions in the foreign exchange market. This also shows that since 2017, market participants have gradually adapted to bilateral fluctuations in the yuan's exchange rate, and fear of a floating exchange rate has decreased.

#### **Measurement of the openness of the capital account**

The influence of cross-border capital flows on the relationship between the independence of monetary policy and exchange rate regimes is becoming increasingly important as global financial integration grows. Determining the degree of capital account openness is a necessary condition for accurately assessing its impact on the independence of monetary policy over time. Currently, there are two main methods for measuring the degree of openness of capital transaction accounts in scientific circles: the normative measurement method and the factual measurement method.

The normative measurement method is based on regulatory acts and the country's policy in the field of capital flow management, which evaluates the openness of the capital account and reflects the intensity of control over the capital account by the administrative authorities of the country. For example, the Chinn and Ito Capital Account Openness Index<sup>240</sup> and the Schindler Capital Account Restriction Index<sup>241</sup>. The latest Chinn and Ito and Schindler indices for China are presented in

---

240 Chinn M D, Ito H. What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions / M D Chinn // *Journal of development economics*. – 2006. –Vol. 81, No. 1. – P. 163-192.

241Schindler M. Measuring financial integration: A new data set / M Schindler // *IMF Staff papers*. – 2009. –Vol. 56, No. 1. – P. 222-238.

Appendix 3.1, respectively.

If the openness index of the Chinn and Ito capital account of the sample country is 1, it means that the capital account of that country is fully open. The closer the index is to 1, the more open the capital account operations of the sample country are. China's index from 1993-2019 is only 0.164345 (see Appendix 3.1), indicating that China has always been in a situation of relatively strict control over capital account. This clearly does not match the actual situation of gradual adjustment of the policy of opening the capital account in China, as described in Chapter 2.

The Schindler Capital Account Restriction Index represents the complete opposite of the Chinn and Ito indexes. If it is close to 1, the country is completely closed, and vice versa, it is open. As shown in Appendix 3.1, from 1996 to 2012, the Schindler index was always 1 because China had very strict control over capital flow. However, since 2013, the Schindler index has shown a tendency to decrease, indicating that China's capital account is gradually opening up from 2013.

The factual measurement method determines the openness of capital account based on the actual flow of international capital. The main methods are: the relationship between investment and savings (Feldstein and Horioka, 1980), the share of total international capital inflow and outflow in GDP (Krray, 1998; Edison H. J., Levine R., Ricci L. et al., 2002; Lane and Milesi-Ferretti, 2007) and the parity of interest rates (Edwards and Khan, 1985; Haque and Montiel, 1990). The first approach has been criticized, for example, Obstfeld pointed out that savings and investment rates should be strongly correlated even if a country has no control over capital account, and that this correlation is particularly evident in the economic indicators of large countries.<sup>242</sup> The second method is popular due to data availability, but there are certain cyclical fluctuations and problems with cost adjustment.<sup>243</sup> In addition, Leida, Zhao Yong, and Liu Jingqu used the interest rate parity method to measure China's capital account openness (Figure 3.1). The results of their research show that in 1993 and 2004, the capital account was significantly more open than in previous and subsequent years. This is due to a new phase of economic overheating in China in 1993, when inflation in the fourth quarter was almost 8 percentage points higher than in the United States, expectations of exchange rate depreciation were

---

<sup>242</sup> Obstfeld. How Integrated are World Capital Markets? Some New Tests / Obstfeld // National Bureau of Economic Research. – 1986. NBER Working Papers 2075 URL: [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w2075/w2075.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w2075/w2075.pdf) (Дата обращения: 30.011.2022)

<sup>243</sup> Liu Jinqun, Zhang Yiwang, Xu Ning. Capital account openness, monetary policy independence and exchange rate regime choice: a triadic paradox or a binary paradox? / Jinqun Liu // World economic research. – 2018. – No. 5. – P. 5.

formed, the exchange rate continued to fall in the foreign exchange swap market, and there was a large outflow of capital. In turn, risk-free arbitrage, arising from expectations of a yuan appreciation until the exchange rate reform in July 2005, led to a large inflow of capital. Obviously, the apparent increase in capital account openness in both cases was caused by a sudden surge of anomalous capital flows due to differences in interest rates and exchange rate expectations, and large volumes of "hot" money bypassed capital flow control. But in reality, capital flow control was not significantly reduced, and the openness of the actual capital account did not increase significantly. From this point of view, capital flow freedom depends mainly on the degree of convertibility of the country's capital account, or the openness of the capital account, and the scale of capital flow also depends on the scale of international lending, the profitability and investment potential of developing countries, and the international economic and financial situation.

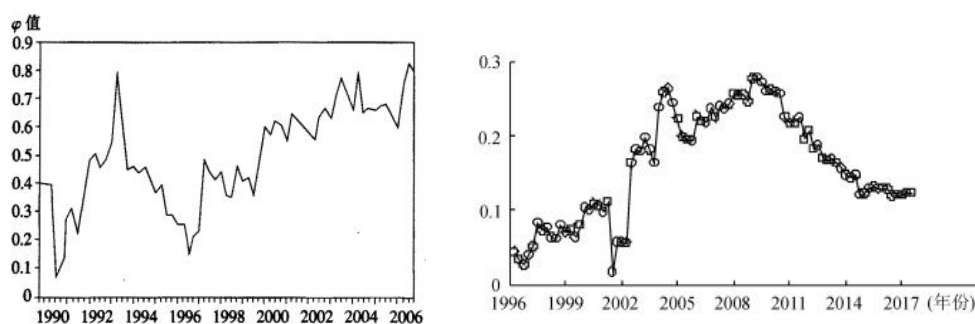


Fig. 3.1 – Openness of the capital account by using the method of factual measurement

Source: Lei Da, Zhao Yong. Calculating the degree of openness of China's capital account / Da Lei // *Economic theory and economic management*. – 2008. – №5. – P. 5; Liu Jinquan, Zhang Yiwang, Xu Ning. Capital account openness, monetary policy independence and exchange rate regime choice: a triadic paradox or a binary paradox? / Jinquan Liu // *World economic research*. – 2018. – No. 5. – P. 9.

According to the above methods of factual measurement, the openness of capital account is measured by the size of cross-border capital flow. However, the size of a country's cross-border capital flows is not only influenced by the degree of control over capital account in that country, but also by the profitability of investment in that country, the size of international lending, and the international economic situation. A country with a low level of openness in its normative capital account will attract a large inflow of international capital if its economy is better developed and has a higher investment potential, especially on the eve of a rise in its currency. However, a country with a high level of openness in its normative capital account will have smaller cross-border capital flows if its own economic conditions and development potential are worse for attracting foreign investment.

Although the normative measurement method ignores practical control measures over capital

flow, and the legal and factual operational levels have different impacts on capital flow control,<sup>244</sup> considering that free capital flow in the impossible trilemma is more related to the normative openness of a country's capital operations account, and that selective data from the Schindler index is richer and more variable than data from the Chinn and Ito indexes, for better reflection of the actual process of adjusting China's capital account opening policy, we adopt the Schindler index as indicators of measuring China's capital account openness and use it to calculate the average value of the capital account restriction index at each stage (Table 3.2).

Table 3.2 – Schindler's index at each stage

No	Time interval	Schindler's index
1	2006/10/10-2008/06/30	1
2	2008/08/01-2010/05/28	1
3	2010/07/01-2015/07/31	0.918
4	2015/09/01-2017/04/31	0.87

Calculated by the author by appendix 3.1.

### **Forecasting the independence of monetary policy**

Based on the normative openness of China's capital account and the results of the elasticity of the yuan exchange rate regime, the independence of the monetary policy of the four periods is forecasted and ranked according to the ideas of the impossible trinity, and the results are presented in Table 3.4. Stage 1 has the same capital account restriction index as Stage 2 and has a higher exchange rate elasticity, so its independence of monetary policy should be higher than that of Stage 2; Stage 4 has a 1.19 times higher exchange rate elasticity than Stage 3 and is 5.2% more open in terms of capital account movement. If the increase in exchange rate flexibility can compensate for the impact of increased capital account openness on currency independence, Stage 4 may have more independence of monetary policy than Stage 3 (Table 3.4).

### **Empirical study of the independence of monetary policy**

Monetary policy includes both interest rate policy and money supply policy, but an increasing number of scholars believe that money supply is no longer suitable as an intermediate target for monetary policy in China.<sup>245</sup> Therefore, this section mainly focuses on the relative independence of interest rate policy in China.

<sup>244</sup> Lu Lingli, Qian Ming. Capital account opening measurement techniques: a comparison and synthesis / Lingli Lu // international financial studies. – 2011. – No. 8. – P. 41-49.

<sup>245</sup> Xia Bin, Liao Qiang. Money supply is no longer suitable as an intermediate target for current monetary policy in China / Bin Xia // Economic research. – 2001. – No. 8. – P. 33-43.



### Model building and data sources

Based on the model of the monetary target zone of Hu Caiyun for measuring changes in the independence of interest rate policy.<sup>246</sup> The underlying theory of the monetary target zone model is the uncovered interest rate parity (UIP) theory.

$$i_t = i_t^f + E\left[\frac{\Delta r_{t,t+k}}{\Omega_t}\right] \quad (2)$$

In equation (2),  $i_t$ 、 $i_t^f$  represent domestic and foreign interest rates, respectively, and  $\Delta r_{t,t+k}$  represent the exchange rate change between periods  $t$  and  $t+k$ .  $E$  is the expectation operator,  $\Omega_t$  representing the information available at time  $t$  to anticipate the exchange rate change between periods  $t$  and  $t+k$ . The main argument of the target zone model, which is applicable to other exchange rate regimes, is that the target zone allows for temporary deviations in domestic and foreign interest rates, with the size and duration of the deviation reflecting the degree of independence of monetary policy.<sup>247</sup> Taking into account the influence of US economic policy, this section measures the degree of independence of the central bank's monetary policy by the size of the interest rate spillover effect in US dollars and the speed of convergence of interest rates in China to the long-term equilibrium ratio.

Given that data on interest rates have leptokurtic distribution and are non-stationary, while the first-order difference is stationary, a generalized autoregressive conditional heteroskedasticity (GARCH) model is considered for empirical analysis of the relationship between interest rate parity. Since the first-order difference of exchange rate is also stationary, the expectation can be assumed to be unbiased, thus the expected sign can be removed to obtain the mean equation (3) and the variance equation (4) of the empirical model.

$$i_t = \alpha_0 + \alpha_1 i_t^f + \alpha_2 \Delta r_{t,t+k} + \varepsilon_t \quad (3)$$

$$\sigma_t^2 = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_i \sigma_{t-i}^2 + \sum_{j=1}^q \gamma_j \varepsilon_{t-j}^2 \quad (4)$$

The coefficient  $\alpha_0$  in equation (3) can be interpreted as a risk premium due to the mismatch

<sup>246</sup> Hu Zaiyong. An empirical study of monetary policy autonomy in China / Zaiyong Hu // Modern finance and economics. – 2010. – No. 1. – P. 48-57.

<sup>247</sup> Marcel Fratzscher, 2002, The Euro Bloc, the Dollar Bloc and the Yean Bloc : How Much Monetary Policy Independence Can Exchange Rate Flexibility Buy in an Interdependent World? / Fratzscher Marcel // European Central Bank Working Paper No. 154, 1 - 43.

between domestic and foreign interest rates. Equation (4) shows that the conditional variance is a function of the autoregressive lag and the squared lag of the stochastic term.

The long-term relationship between US and China interest rates is modeled using the GARCH model. If the error term  $\varepsilon_t$  in equation (3) is stationary, there exists a long-term cointegrating relationship between China's interest rates, US dollar interest rates, and exchange rate changes,  $\alpha_1$  measures the long-term effect of the spillover of US dollar interest rates on China's interest rates.

To further measure the independence of interest rate policies, it is necessary to determine the duration of the deviation of Chinese interest rates from their long-term equilibrium level, i.e. the speed of return to the equilibrium level: the slower the correction speed and the longer the deviation, the more independent the interest rates. Therefore, to study the short-term dynamics between China and the US interest rates based on the long-term cointegration equation (3), the following error correction model (ECM) can be constructed.

$$\Delta i_t = \varphi + \text{lagged}(\Delta i_t, \Delta i_t^f, \Delta(\Delta r_{t,t+k})_t) + \lambda \text{ecm}_{t-1} + \xi_t \quad (5)$$

Ecm in equation (5) ecm represents the error correction term, which is the stationary residual term in equation (3), and  $\lambda$  represents the speed of adjustment of interest rates in China to their long-term equilibrium level. The calculated result  $\lambda$  should be less than 0 and greater than -1, indicating that the deviation from long-term equilibrium plays a negative role in correcting the deviation of explanatory variables from the long-term equilibrium term, in accordance with the basic principle of reverse correction in error correction models. The regression coefficient  $\Delta i_t^f$  measures the short-term side effect of changes in foreign interest rates.

All data is presented on a daily basis and taken from the WIND database. Chinese interest rates are represented by the 3-month Shanghai Interbank Offered Rate (3m Shibor), denoted as Y. US dollar interest rates are represented by the 3-month US dollar London Interbank Offered Rate (3m LIBOR), denoted as X1. The exchange rate represents the closing price of the yuan relative to the US dollar in the interbank foreign exchange market.  $\Delta r_{t,t+k}$  is the magnitude of the exchange rate change after three months (actually after 66 working days after excluding weekends due to differences in holidays between China and the US) relative to the spot rate, denoted as X2.

### **Empirical results**

Mean equation and variance equation of the GARCH model and ADF test of the residuals of the mean equation



$$\sigma_t^2 = 0.000004 + 1.9414\varepsilon_{t-1}^2 + 0.4323\sigma_{t-1}^2 \quad (11)$$

z-St.	3.4725	7.8788	10.9693
Prob.	0.0005	0.0000	0.0000

AIC	SC	HQC	$\bar{R}^2$
-6.124011	-6.076814	-6.10622	0.99656

Stage 4: 2015/09/01-2017/04/31

$$Y = 1.6865Y_{t-1} - 0.6935Y_{t-2} + 0.09316Y_{t-3} - 0.0871Y_{t-4} - 0.0024X_1 - 0.0046X_2 + 0.0018 \quad (12)$$

z-St.	13530.96	-4438.69	78.1052	-73.9498	5.6783	-7.0880	5.4438
Prob.	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

$$\sigma_t^2 = 0.000004 + 0.5628\varepsilon_{t-1}^2 + 0.5731\sigma_{t-1}^2 \quad (13)$$

z-St.	2.8804	2.7682	7.0673
Prob.	0.00400	0.00560	0.00000

AIC	SC	HQC	$\bar{R}^2$
-7.599554	-7.487257	-7.55503	0.999618

Table 3.3 – ADF test of residuals of the mean equation

Variable	Type of test	Critical Value			Statistics $\tau$	P-value
		1%	5%	10%		
resid01	(0,0,0)	-2.5708	-1.9416	-1.6162	-20.77211	0.0000...
resid02	(0,0,0)	-2.5705	-1.9416	-1.6162	-20.5299	0.0000...
resid03	(0,0,0)	-2.5669	-1.9411	-1.6165	-11.9278	0.0000...
resid04	(0,0,0)	-2.5710	-1.9416	-1.6162	-19.6017	0.0000...

Notes: 1) P-values are defined according to Mac Kinnon (1996); 2) Type of test - (c, t, l), where c denotes the constant term, t denotes the trend term, and l denotes the number of lags; 3) ... denotes significance at the 1% level.

Source: calculated by the author.

The results of ADF tests in table 3.2 show that the residuals resid01, resid02, resid03, and resid04 are stationary, indicating that equations (6), (8), (10), and (12) represent a long-term cointegration

relationship between the interest rates of the United States and China at each respective stage.

### Error correction model for each stage

Stage 1: 2006/10/10-2008/06/30.

$$\Delta Y = 0.825 * \Delta Y_{t-1} - 0.2898 * ECM_{t-1}$$

t-St.	9.0595	-1.9773
Prob.	0.0000	0.0487

Stage 2: 2008/08/01-2010/05/28.

$$\Delta Y = 1.0499 * \Delta Y_{t-1} - 0.9 * ECM_{t-1}$$

t-St.	2.8811	-2.5074
Prob.	0.0042	0.0125

Stage 3: 2010/07/01-2015/07/31

$$\Delta Y = 0.7355 * \Delta Y_{t-1} - 0.3952 * ECM_{t-1}$$

t-St.	5.5655	-4.0238
Prob.	0.0000	0.0001

Stage 4: 2015/09/01-2017/04/31.

$$\Delta Y = 0.817 * \Delta Y_{t-1} - 0.1257 * ECM_{t-1}$$

t-St.	18.87	-1.8464
Prob.	0.0000	0.0656

Table 3.4 shows coefficients of the long-term regression of US dollar interest rates  $\alpha_1$ , the speed of adjustment to the long-term equilibrium level  $\lambda$ , and the duration of deviations from equilibrium  $|\alpha_1/\lambda|$  for each stage. The greater  $|\alpha_1/\lambda|$ , the greater the independence of monetary policy.

Table 3.4 – Changes in the independence of China's monetary policy (A>B>C>D, a>b)

№	Time	$\alpha_1$	$\lambda$	$ \alpha_1/\lambda $	Independence of monetary policy	
					Empirical results	Forecasting results
1	2006/10/10-2008/06/30	0.0255	- 0.2898	0.0878	A	a
2	2008/08/01-2010/05/28	-0.002	- 0.9	0.00222	D	b
3	2010/07/01-2015/07/31	-0.03256	- 0.3952	0.0824	B	B / A
4	2015/09/01-2017/04/31	0.0024	- 0.1257	0.01898	C	A / B

Calculated by the author.

A closed capital account and a flexible exchange rate in stage 1 ensured a significantly higher independence of monetary policy than in other stages. However, a closed capital account and a fixed exchange rate in stage 2 did not lead to an independent monetary policy according to the impossible trinity theory, but rather to the least independent monetary policy of all stages. Compared to stages 1 and 2, the independence of monetary policy is significantly higher in stage 1 with a mainly closed capital account than in stage 2, which suggests that even with a mainly closed capital account policy at the legislative level, a more flexible exchange rate is likely to increase the independence of monetary policy, given the possibility that capital flows are hidden in current account transactions. Compared to stages 3 and 4, with a market-oriented exchange rate reform, the flexibility of the exchange rate regime in stage 4 is increased by 1.19 times compared to stage 3, and the openness of the capital account is increased by 5.2%, but the independence of monetary policy is reduced, indicating that the increased flexibility of the exchange rate regime does not compensate for the deeper openness of the capital account's impact on the independence of monetary policy. It can be argued that only if capital flows can be effectively managed, the greater the flexibility of the exchange rate regime, the stronger the independence of monetary policy. Moreover, the shift towards increasing the flexibility of the exchange rate regime did not lead to a reduction in the impact of increased openness of the capital account on the independence of monetary policy, which suggests that a market-oriented exchange rate reform is not a necessary basis for the liberalization of the capital account and that achieving a market-oriented exchange rate reform should not be used as a signal to begin the liberalization of the capital account.

### **3.2 Transformation of the exchange rate mechanism with a market orientation**

Section 3.1 shows that effective management of capital account results in greater autonomy of monetary policy as the exchange rate regime becomes more elastic. The elasticity of the yuan exchange rate is not positively correlated with daily exchange rate volatility but rather depends on the mechanism of exchange rate formation and the supply and demand mechanism in the foreign exchange market. The management system of foreign exchange buying and selling positions of banks, the direct intervention of the People's Bank of China, and the managed floating exchange rate regime are the institutional basis for the mechanism of yuan exchange rate formation and the supply and demand mechanism in the foreign exchange market. Therefore, further expansion of the daily floating

exchange rate range is not realistic, and further advancement of exchange rate market reform should start with currency system reform.

In recent years, the People's Bank of China has largely refrained from daily intervention in the foreign exchange market, partly because market participants have adapted to the bilateral fluctuations of the yuan exchange rate and partly because the balance of payments situation has reached a basic equilibrium. However, the supply and demand situation in the foreign exchange market under China's existing currency system continues to demonstrate reluctance and structural convergence. In the presence of serious imbalances in the balance of payments, the People's Bank of China must conduct direct intervention to meet the requirements of the position limit for banks' foreign exchange purchases and sales or through unlimited purchases in the case of excess foreign exchange or through rigid sales in the case of a shortage of foreign exchange, in order to maintain the clearing of the foreign exchange market during daily fluctuations in the yuan exchange rate within the established range. In addition to direct intervention by the People's Bank of China as a passive market participant, the exchange rate can still be directly regulated through countercyclical factors within the framework of the formation mechanism of the middle parity, which can easily lead to trade wars by other countries in the name of manipulating the exchange rate and also does not promote the internationalization of the yuan.

Therefore, in section 3.2, an attempt is made to provide options for further development of the market-oriented exchange rate reform: towards a freely floating exchange rate regime and in combination with currency system reform. The specific measures are as follows: 1) Abolishing the middle parity and the daily floating limit of 2% and using the closing price of the previous trading day as the opening price of the next trading day; 2) Establishing a hidden target zone for the yuan exchange rate based on the theory of equilibrium exchange rate and using it to determine a reasonable target for currency interventions during short-term strong fluctuations in the exchange rate, so that the market exchange rate does not deviate significantly from the equilibrium rate. The central rate of the target zone is the equilibrium exchange rate; 3) Abolishing the system of managing banks' foreign exchange buying and selling positions; 4) Creating exchange rate stabilization fund for open market operations; 5) Optimizing the structure of reserve assets and increasing the proportion of gold reserves.

#### **Establishment of the target zone for the yuan exchange rate and modeling of the equilibrium exchange rate**

The concept of an equilibrium exchange rate can be traced back to Nurkse and is still widely

recognized by researchers. It asserts that an equilibrium exchange rate is a real exchange rate that corresponds to the external and internal equilibrium objectives of macroeconomic operations.<sup>248</sup> In this definition, the goal of external equilibrium means that the sum of the balance of current account and capital account equals zero, and the payment balance is maintained at a stable equilibrium level. The goal of internal equilibrium relates to the equilibrium of the domestic market for non-tradable goods, which is defined in some studies as lower inflation and full employment. There are several theoretical approaches to assessing the equilibrium exchange rate, including the equilibrium exchange rate based on purchasing power parity, the fundamental equilibrium exchange rate, the behavioral equilibrium exchange rate, etc. In this study, the equilibrium exchange rate of the yuan is evaluated based on the theory of behavioral equilibrium exchange rate. In addition, the equilibrium exchange rate is usually referred to as the real exchange rate, but this theory can also be used to calculate the bilateral nominal equilibrium exchange rate. Therefore, this section measures the nominal equilibrium exchange rate of the yuan against the US dollar.

In the theory of behavioral equilibrium exchange rate, there is a certain degree of subjectivity in the choice of variables in the equation, and the variables chosen by different scholars are not fully consistent. When Clark and MacDonald formulated their equations, variables such as trade conditions, the Balassa-Samuelson effect, net foreign assets, interest rate differentials between domestic and foreign countries, domestic and foreign debt, etc. were selected.<sup>249</sup> The variables selected for calculating the nominal equilibrium exchange rate of the yuan against the US dollar, taking into account the availability and completeness of data, are listed below.

1. Trading conditions (T) represent the ratio of the price index of exported goods to the price index of imported goods. When trading conditions improve, one unit of exported goods can be exchanged for a greater amount of imported goods, which leads to both income and substitution effects. The equilibrium exchange rate increases when the income effect of improved trading conditions exceeds the substitution effect, and decreases when the opposite is true. Therefore, the coefficient of this variable can be positive or negative.

<sup>248</sup> Nurkes, Ragnat. Conditions of International Monetary Equilibrium. // In American Economic Association. Reading in the Theory of International Trade, 1945:3-34.

<sup>249</sup> Clark, Peter B and MacDonald, Ronald R. (1998) Exchange Rates and Economic Fundamentals: A Methodological Comparison of BEERs and FEERs. International Monetary Fund Working Paper WP/98/67. Washington, DC, IMF.



2. Trade openness (O), measured as the total volume of exports and imports / GDP. Theoretically, current account free openness usually leads to an increase in imports, which leads to a deterioration of the current account and a decrease in the equilibrium exchange rate. Given the realities of China, import tariffs, quota restrictions, and trade controls exist to prevent imports, while export tax refund exist to stimulate exports. The total volume of exports and imports / GDP takes into account all of these factors and is therefore widely used in empirical research as a measure of trade openness, with the coefficient of this variable usually being positive.

3. The Balassa-Samuelson effect (Y), expressed as the ratio of labor productivity between the US and China, where labor productivity is the ratio of GDP to the number of employed. According to the Balassa-Samuelson effect, countries with faster relative labor productivity growth tend to strengthen their currency, so the coefficient of this variable is usually negative.

4. Foreign assets (F) measured by foreign exchange reserves / GDP. The growth of national foreign exchange reserves is accompanied by a gradual strengthening of the national currency, therefore the coefficient of this variable is generally negative.

5. Government spending on non-tradable goods (G), measured as government spending/GDP, since data on government spending on non-tradable goods is not readily available. The impact of government spending on the equilibrium exchange rate depends on the intertemporal budget constraint and the composition of tradable and non-tradable goods in government spending. An increase in government consumption of non-tradable goods compared to tradable goods will improve the current account balance, leading to an increase in the equilibrium exchange rate, and vice versa, a reduction in government consumption of non-tradable goods compared to tradable goods will worsen the current account balance and lead to a decrease in the equilibrium exchange rate, so the coefficient of this variable can be positive or negative.

6. The level of investment (I), measured as the total amount of investment in fixed assets / GDP. The impact of the level of investment on the equilibrium exchange rate is more complex and depends on both the share of foreign investment and its contribution to GDP growth, etc. For developing countries, investments are more oriented towards imports than consumption. An increase in the ratio of investment to GDP will lead to an increase in domestic imports, thereby worsening the current account balance and leading to a decrease in the equilibrium exchange rate. The coefficient of this variable can be positive or negative.

7. The debt service (coverage) ratio (D), which is the ratio of total debt payments (principal debt + interest) to export revenue for the current year, is an important indicator of a country's external debt size and its ability to service the debt. Internationally, it is generally accepted that the warning threshold for the debt service ratio for countries as a whole is 20%, for developing countries it is 25%, and the danger threshold is 30%. When the debt service ratio exceeds 25%, it means that the country is overloaded with external debt and interest payments and is at risk of a debt crisis. This variable's coefficient is generally positive because a significant increase in the debt service ratio implies that a decrease in foreign exchange revenue will lead to a decrease in the equilibrium exchange rate.

All data starts in the first quarter of 1994 and ends in the fourth quarter of 2020, with quarterly frequency. Employment data in China was obtained from the National Bureau of Statistics of China, only available on an annual basis and used as quarterly data; debt service ratio data is available directly on the website of the State Administration of Foreign Exchange of China; other data is available from the WIND financial terminal and converted into quarterly data by simple arithmetic averaging of monthly or daily data depending on the situation. The average quarterly value of the nominal equilibrium exchange rate of the yuan against the US dollar is determined based on daily closing prices.

The equation for the nominal equilibrium exchange rate of the yuan against the US dollar can be expressed as:  $R = f(T, O, Y, F, G, I, D)$ . After diagnosing collinearity, it was found that there is serious multicollinearity between the seven independent variables (see appendix 3.2), so stepwise regression analysis model was chosen to study the linear relationship between the dependent variable R and the seven independent variables  $G(x_1)$ ,  $T(x_2)$ ,  $O(x_3)$ ,  $F(x_4)$ ,  $I(x_5)$ ,  $D(x_6)$ , and  $Y(x_7)$ .

The main idea of stepwise regression is to introduce variables into the model one by one, conduct an F-test after the introduction of each explanatory variable, and perform a t-test for each of the already selected explanatory variables. The initial explanatory variables are removed when they cease to be significant due to the introduction of later explanatory variables, to ensure that only significant variables are included in the regression equation before the introduction of each new variable. This is a repetitive process until significant explanatory variables are chosen for the regression equation and insignificant explanatory variables are removed from the equation to ensure that the final set of explanatory variables obtained is optimal.

## Empirical results

After stepwise regression analysis, variable x7 entered the model first, followed by variable x4, then variable x3, and finally variable x6. At this time, the significance level of all remaining variables in the model satisfies the level of significance of 0.15, and other variables do not meet the level of significance of 0.15 and cannot be introduced into the model. Therefore, variables x7, x4, x3, and x6 remained in the model (see appendix 3.3). From the results of stepwise regression analysis, the linear regression model between the dependent variable R and the seven independent variables G, T, O, F, I, D, and Y is:  $R=6.45252+4.02643O-2.96396F+7.12887D-6.85964Y$ .

The results of the analysis of variance show  $F=49.69$ ,  $P < 0.005$ , which indicates that the model can be considered reliable (see appendix 3.4). Thus, the model of the equilibrium exchange rate of the yuan against the US dollar has the following expression:

$$R=6.45252+4.02643*O-2.96396*F+7.12887*D-6.85964*Y \quad (14)$$

By substituting data for each quarter into formula (14), it is possible to obtain the equilibrium exchange rate calculation results for each quarter. Deviation from the equilibrium exchange rate of more than  $\pm 10\%$  is usually considered a serious "exchange rate flight". Therefore, a range of  $\pm 5\%$  is added to the equilibrium exchange rate calculation result and compared with the closing price. The results are shown in figure 3.2. As can be seen from Figure 3.2, except for a few quarters, the RMB/USD closing price was mainly within the range of  $\pm 5\%$  from the nominal equilibrium exchange rate.

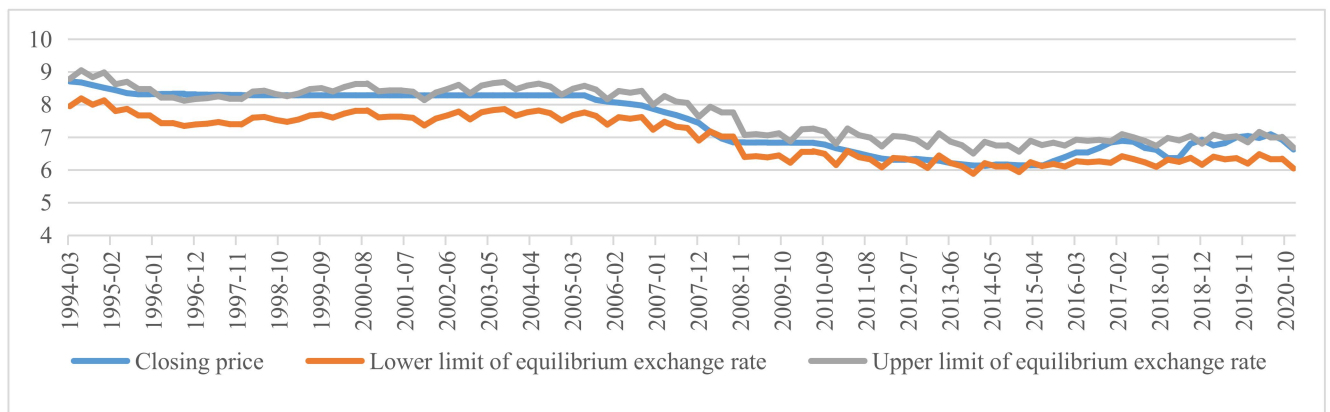


Fig. 3.2 – Closing price of RMB/USD and nominal equilibrium exchange rate (average quarterly value)

Calculated by the author based on data from: Website of China foreign exchange trading system. URL: <https://www.Chinamoney.com.cn/chinese/>

### **Establishment of the target range of exchange rate fluctuations**

Although the People's Bank of China has expanded the range of daily exchange rate fluctuations several times, it has always fixed it at a certain threshold, making it easier for short-term capital to engage in arbitrage activities during currency interventions. Therefore, it is recommended to abolish the traditional daily exchange rate fluctuation range and introduce a hidden target zone for the exchange rate, which is not announced in advance, in order to blur the boundaries of the floating exchange rate range, so that market participants have no target for attack, and monetary authorities can be more active in exchange rate policy.

The empirical study above shows that the closing price of the yuan relative to the US dollar is mainly within a range of  $\pm 5\%$  from the equilibrium exchange rate. Considering that China is in a critical period of opening up capital account and internationalizing the yuan, the exchange rate of the yuan should be given certain flexibility. Therefore, the target range for the RMB-USD rate can be set at  $\pm 5\%$  -  $\pm 8\%$ , with  $\pm 5\%$  being the warning line and  $\pm 8\%$  being the borderline. Fluctuations in the yuan exchange rate against the US dollar that deviate from the equilibrium rate within  $\pm 5\%$  are normal and there is no need to intervene in the foreign exchange market. Fluctuations reaching  $\pm 5\%$  are considered an early warning signal, and monetary authorities will first intervene verbally, give "window" guidance, etc., to observe the market's reaction. Whether interventions should be conducted for fluctuations above  $\pm 5\%$  should depend on the current US dollar index, cross-border capital flows, interest rate differentials between the US and China, market expectations, macroeconomic and other specific circumstances. However, for fluctuations above  $\pm 8\%$ , monetary authorities must decisively conduct open market operations and adopt a low-frequency, large-volume direct intervention strategy.<sup>250</sup>

### **Supplement to the currency system reform**

(1) Cancelling control over banks' foreign exchange buying and selling positions allows for avoiding passive increases and decreases in the base money in the form of yuan-equivalent foreign exchange reserves, bringing the mechanism for forming exchange rates closer to the market and increasing monetary policy independence. According to Triffin's theory of modest reserves, foreign exchange reserves, as the country's last means of international settlement, should be sufficient to cover

---

<sup>250</sup> Sokolov B.I., Jiang Xuyan Market-Oriented Reform of the Yuan Exchange Rate: Organizational and Analytical Aspects. *Journal of Applied Economic Research*, 2023, Vol. 22, No. 1, 44-71.

three months of import needs.<sup>251</sup> China's volume of foreign exchange reserves can not only meet import needs in the current quarter, but also fully cover the amount of import needs, the balance of short-term external debt, and investment income returns in the current quarter (see Fig. 3.3). Thus, restrictions on banks' foreign exchange positions can be lifted, and the function of foreign exchange market determining prices can be further strengthened.

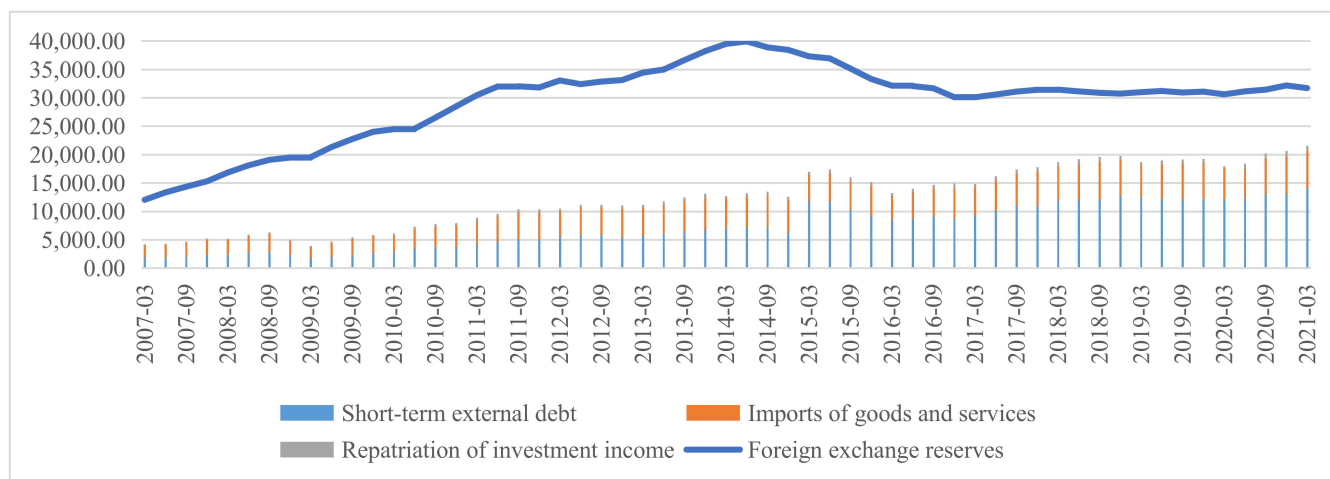


Fig. 3.3 – China's quarterly foreign exchange requirements (in millions of US dollars)

Compiled from data: Website of the State Administration of Foreign Exchange of China. URL: <http://www.safe.gov.cn>.

(2) Creation of exchange rate stabilization fund based on international experience, which is authorized to carry out interventions in the foreign exchange market and conduct sterilization operations within the established target exchange rate zone, with the aim of reducing the short-term fluctuations in the exchange rate and preventing sudden and sharp changes in the exchange rate, etc. When conducting interventions to prevent or slow down the appreciation of the local currency, the exchange rate stabilization fund attracts the necessary amount of yuan by issuing treasury bonds. When subscribing to treasury bonds, priority is given to private entities such as commercial banks and individuals, and the People's Bank of China replenishes the difference. Thus, the exchange rate stabilization fund is able to partially mitigate the impact of currency interventions on the base money. At the same time, the exchange rate stabilization fund can issue bonds to sterilize excess liquidity released during currency interventions. This implies a change in the currency issuance mechanism, in which foreign exchange on the asset side of the People's Bank of China's balance sheet is mainly

<sup>251</sup> Triffin, R. (1960) *Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility*. // New Haven: Yale University Press, 1960.

replaced by treasury bonds. This will help strengthen the coordination mechanism between fiscal policy and monetary policy, increase the flexibility, independence and continuity of monetary policy, as well as increase the depth of the bond market and contribute to the formation of the yield curve of treasury bonds.

(3) Optimization of the structure of reserve assets and increasing the share of gold reserves. As of March 2022, China's gold reserves amounted to approximately 1,948.31 tons, ranking sixth in the world, which is 353.33 tons less than Russia, which ranks fifth. However, the share of China's gold reserves in its international reserves is only 3.61% (see table 3.5). Therefore, the People's Bank of China should further accelerate the optimization of the structure of international reserves and increase the share of gold reserves in its international reserves.

Table 3.5 – Gold Reserves of Individual Countries (Tons) and Their Share in Reserve Assets (%) as of March 31, 2022

Country	Gold Reserves	Holdings	Country	Gold Reserves	Holdings
United States of America	8,133.47	68.17	Japan	845.97	3.9
Germany	3,358.50	67.73	India	760.4	7.77
Italy	2,451.84	64.98	United Kingdom	310.29	10.17
France	2,436.50	60.34	Brazil	129.65	2.26
Russian Federation	2,301.64	22.4	Sweden	125.72	13.2
China	1,948.31	3.61	South Africa	125.35	13.45
Switzerland	1,040.00	5.9	South Korea	104.45	1.41

Compiled from: Website of the World Gold Council. URL: <https://www.gold.org/>

### 3.3 Novations in currency regulation on capital account

In 2015, Zhou Xiaochuan, the former governor of the People's Bank of China, proposed for the first time at the 31st series of meetings of the International Monetary and Financial Committee that China should practice managed convertibility of the capital account, rather than full or free convertibility.<sup>252</sup> This is in line with the direction of effective management of cross-border capital flows, as called for in Section 3.1.

After World War II and until the collapse of the Bretton Woods system, all countries, including the United States, Europe, and Japan, imposed strict controls on capital flows, which were an important part of the international currency system at the time. Under the Bretton Woods system, the

<sup>252</sup> Zhou Xiaochuan. 2015. Address to the international monetary and financial committee finance committee thirty-first meeting. URL: <http://forex.stockstar.com/IG2015042400002903.shtml> (Дата обращения: 22.10.2022)

dollar was tied to gold and the currencies of other countries were tied to the dollar. If a country allows liberalization of capital flows, all the money that could be put into circulation is reduced, leading to deflation, slower economic growth, and higher unemployment levels.<sup>253</sup>

After the collapse of the Bretton Woods system, developed countries switched to floating exchange rate regimes and began to reduce restrictions on capital flow. Since the 1980s, the IMF has been openly opposing capital controls, including capital account convertibility as one of the conditions for member countries to receive IMF financial assistance. In the mid-1990s, the IMF proposed to change the terms of the agreement, making the achievement of free international capital flow one of the goals of the IMF's work. According to the experience of Lin Yifu, former chief economist of the World Bank, the IMF and other international development institutions sing in tune with the melody set by the US Treasury, and the fundamental reason why the US and the IMF have turned from supporters of capital controls to supporters of liberalizing capital account is that the US, as the main issuer of reserve currency, is the main beneficiary of liberalizing capital account in other countries.<sup>254</sup>

Armed with neoliberal ideas and neoclassical economic theories, supporters of capital account liberalization oppose state intervention in the economy and advocate for economic and financial liberalization. Their justifications for lifting controls on capital flow are as follows: Firstly, free international capital flow can improve resource allocation and maximize market efficiency. Developing countries experiencing capital shortages receive capital from capital-rich developed countries, while developed countries receive higher returns on investments, thereby stimulating economic growth in the global economy, especially in developing countries. Secondly, free capital flow shows the commitment of the respective countries to responsible economic policies and makes market behavior more open and transparent. Otherwise, capital will flow out of the country, punishing irresponsible governments and unregulated markets. Thirdly, control over capital flow is inefficient and leads to distorted market prices, macroeconomic imbalances, and corruption. Fourthly, free capital flow allows residents of a country to diversify their risks. Fifthly, controlling capital inflows can reduce effective capital supply and increase financing costs for small and medium-sized enterprises.<sup>255</sup>

---

<sup>253</sup> Lin Yifu. *Interpreting China's economy (updated edition)* / Yifu Lin. – Peking university press, 2014. – 358 p.

<sup>254</sup> Lin Yifu. *Interpreting China's economy (updated edition)* / Yifu Lin. – Peking university press, 2014. – 358 p.

<sup>255</sup> Yu Yongding, Zhang Ming. *New international trends in capital controls and capital account liberalization* / Yongding Yu, Ming Zhang // *International economic review*. – 2012. – №5. – P.68

These arguments do not distinguish between speculative financial capital and industrial capital. They not only ignore the mismatch of currencies and maturities but also the asymmetry of benefits that reserve currency issuing countries can obtain by printing money in exchange for real goods and services from countries without reserve currency.<sup>256</sup>

The Mexican financial crisis of 1994-1995 and the Asian financial crisis of 1997-1998 devastated the economies of many emerging market countries with open capital account. Attempts by the IMF to promote free capital flow were met with resistance from many developing countries.

After the 2008 financial crisis, a new international consensus emerged regarding the need for capital flow management and restrictions. Governments and international institutions, such as the IMF, OECD, and Bank for International Settlements, began to rethink their approach to regulation by introducing the concept of macroprudential regulation into the macroeconomic policy to prevent financial risks and proposing a macroprudential policy to address systemic financial risks. Under the influence of this, the IMF integrated traditional concepts of capital control and macroprudential policy into the framework of cross-border capital flow management and introduced the concept of capital flow management measures (CFMs).<sup>257</sup> According to the IMF document, CFMs include two types of measures: (i) residency-based CFMs, often referred to as capital controls, which are measures affecting cross-border financial activity that discriminate on the basis of residency; and (ii) other CFMs that do not discriminate by residency but are nonetheless designed to limit capital flows. Other CFMs would typically include (a) measures, including a subset of macroprudential measures, that differentiate transactions on the basis of currency (e.g., broad limits on foreign currency borrowings and currency-specific reserve requirements) and (b) other measures (e.g., minimum holding periods and taxes on certain investments) that are typically applied in the nonfinancial sector.<sup>258</sup>

In its review of institutional views on capital flows, published on March 30, 2022, the IMF emphasized that countries should have more flexibility to introduce measures that fall within the intersection of two categories of tools: capital flow management measures (CFMs) and

---

<sup>256</sup> Lin Yifu. *Interpreting China's economy (updated edition)* / Yifu Lin. – Peking university press, 2014. – 358 p.

<sup>257</sup> Guan Tao. *The exchange rate game: the yuan and the rise of the great powers* / Tao Guan. – CITIC group, 2017. – 271 p.

<sup>258</sup> *Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Guidelines* // Washington, DC: International Monetary Fund. 2011. February. P.1. URL : <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411a.pdf>. (дата обращения 22.10.2022)



macroprudential measures (MPMs).<sup>259</sup> Since the beginning of the pandemic many countries have spent to support the recovery, which has led to a build-up of their external debt. In some cases, the increase in debt in foreign currency was not offset by foreign currency assets or hedges. This creates new vulnerabilities in the event of a sudden loss of appetite for emerging market debt that could lead to severe financial distress in some markets.

In general, the reasons for the transition from the propaganda of liberalization of capital flows to the rationalization of capital flow management are as follows.

From a political and economic standpoint, countries with developing market economies have become much more active on a global level. Emerging market countries such as China, India, and Brazil make up an increasing share of the world economy and have increased their voting rights in the IMF, and most of these countries have taken measures to control capital flows as an important measure to preserve economic policy autonomy.

According to scientific research, there is a certain consensus regarding the effectiveness of capital flow management in emerging market countries. 1) Managing capital inflow can increase the effectiveness of monetary policy, promote the inflow of long-term capital, and reduce pressure on the real exchange rate; controlling capital inflow is more effective than controlling outflows; controlling capital inflow may not necessarily reduce the size of capital inflows, but it can significantly change the structure of capital inflow in terms of repayment periods and reduce the share of short-term capital in the overall capital inflow.<sup>260</sup> 2) Quantitative measures of capital flow control are more distorting for the economy than its price measures. 3) Countries with capital flow control were relatively less affected by international financial crises, and capital flow control has essentially become an important anti-cyclical macro-regulatory tool for limiting cross-border capital flows.

Before 2008, capital account management in China was based on controlling capital flows. After the 2008 financial crisis, China began to pay attention to and study the implementation of macroprudential management of capital flows in line with global trends. In March 2011, the State Council of the People's Republic of China published the "Outline of the twelfth five-year plan for

<sup>259</sup> Review of The Institutional View on The Liberalization and Management of Capital Flows // Washington, DC: International Monetary Fund. – 2022. – March 30. – 97 с. IMF policy paper Series No: PPEA2022008. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2022/03/29/Review-of-The-Institutional-View-on-The-Liberalization-and-Management-of-Capital-Flows-515883> (дата обращения 22.10.2022).

<sup>260</sup> Yu Yongding, Zhang Ming. New international trends in capital controls and capital account liberalization / Yongding Yu, Ming Zhang // International economic review. – 2012. – №5. – P. 69

national economic and social development of the People's Republic of China", which directly proposed "building a structure for counter-cyclical financial macroprudential management." In October 2017, Xi Jinping demanded in his report at the 19th National Congress of the Communist Party of China to "improve the two-component normative and legal framework of monetary policy and macroprudential policy."

From the perspective of preemptive currency regulation, China's currency regulation department has actively tried to use macro-prudential tools in currency policy to prevent systemic financial risks arising from abnormal cross-border capital flows (in local and foreign exchange). Since 2013, macro-prudential management has been carried out in areas such as bank foreign exchange position management, bank business for foreign exchange settlements and sales, cross-border financing, and overseas lending. The macro-prudential currency management tools used so far in China's capital account management include: charging foreign exchange risk reserve for bank business in forward sales of foreign exchange, introducing deposit reserve for offshore yuan deposits, increasing the reserve ratio for foreign exchange deposits for financial institutions, increasing the fee for closing yuan buy-sell transactions, adjusting banks' foreign exchange positions in relation to their loan-to-deposit ratios, and macro-prudential management of full-scale cross-border financing and overseas lending.

Below are recommendations for improving China's macroprudential management of capital flows.

A) Optimize existing macroprudential currency regulation tools. For example, include cross-border guarantee business in the existing macroprudential management system for cross-border financing.

B) Enrich macroprudential currency regulation tools. (1) Explore the possibility of using taxes on financial operations that increase transaction costs, such as a Tobin tax, to increase the cost of short-term speculative arbitrage capital flows. This can start with managing capital outflows, for example, by introducing taxes on outbound portfolio investments and outbound lending in national and foreign exchange; when capital inflows, reduce the tax rate on outflows and tax inflows. 2) Since hot money inflows are often made through QFII, external debt, and a positive trade balance, and outflows are mainly made through trade in services, foreign investment, mergers and acquisitions, resale in offshore areas, etc., research can be conducted to calculate graded tax rates depending on different types, terms, and sizes of capital flows. For example, when taxing overseas direct investments by

domestic enterprises, those that are not encouraged may be subject to high taxes, while those that are encouraged may be subject to light taxes or even exempt from them.

C) Expand regulated objects of macroprudential policy. The existing macroprudential policy mainly targets financial institutions and enterprises, ignoring the use of foreign exchange by domestic residents as individuals. The total amount of annual foreign exchange purchases of \$50,000 per capita can be used for real personal needs in trading services or for offshore investments (such as purchasing real estate, stocks, or life insurance), but the latter is currently prohibited by policy - the annual amount of foreign exchange purchases cannot be used for offshore investments. It is proposed to levy a percentage fee for individual foreign exchange purchases that cannot provide evidence of trading services or are clearly used for offshore investments during periods of high capital outflow pressure, and to adopt a reverse fee policy during periods of high capital inflow pressure. This measure can also be used as a development rule for the QDII2 project, which has not yet been launched, to accelerate the launch of legal individual offshore investment projects, and then the annual limit on foreign exchange purchases per person can be increased to meet the real demand for trading services.

D) Expand the management scope of market subject classification. Based on the method of managing the classification of trading companies, the currency regulation department implements a classification of market subjects and manages them in accordance with the classification: inclusion of enterprises and financial institutions strictly complying with the rules of capital account management in List A, which is supervised by banks; inclusion of enterprises and financial institutions that do not comply with the rules in List B, which is supervised by the State Administration of Foreign Exchange Control and implements detailed procedures for checking their transactions. This helps to create positive incentives for micro-market subjects and punish violators, as well as encourage market subjects to conduct their business in accordance with the law.

E) Creating an uninterrupted interdepartmental information exchange and communication mechanism to enhance the effectiveness of managing cross-border capital flows. For example, according to the "Temporary measures on the administration of external debt" and the "Measures on the administration of external debt registration", the State Administration of Foreign Exchange is responsible for statistical monitoring of full-scale foreign debt and regularly publishes macro data on foreign debt. This means that the data is not available in advance to any other government agency, institution, or individual until it is made public. However, SAFE only has macro data, and the

publication of such data occurs with relative delay, and there is also a lack of industry-level medium data and micro-level enterprise data. Moreover, with China's existing decentralized regulatory system, it is difficult for SAFE to obtain timely and complete information on the financial sector, and real and complete data and information are important guarantees for identifying and mitigating risks in cross-border capital flows. It is recommended that SAFE take the initiative and, together with the Development and Reform Commission, the People's Bank of China, the Ministry of Finance, the China Banking and Insurance Regulatory Commission, the China Securities Regulatory Commission, the Ministry of Commerce, and the State Taxation Administration, create a fully functional platform for collecting data on cross-border capital flows, an interdepartmental system for cross-checking income and expenditure data in local and foreign exchange for micro-enterprise capital account, as well as a necessary interdepartmental information exchange system as soon as possible. Develop financial statistics standards and information collection norms that are uniformly applicable to all professional fields to facilitate timely and comprehensive exchange of macro- and micro-regulatory information. In addition, it is necessary to actively support the use of technical means such as big data, cloud computing, and artificial intelligence to assist regulatory agencies in timely monitoring the amount, use, or composition of enterprise income and expenditure on capital account in national and foreign exchange to promptly alert abnormal exchange rate fluctuations and cross-border capital flows and provide information support for regulatory agencies to make correct macro-prudential decisions on currency regulation.

F) Improve cross-border coordination and cooperation. In the context of global economic and financial integration, there is a strong spillover effect of the economic policies of leading countries, and strengthening cross-border coordination helps prevent risks caused by arbitrage. Create a platform for coordination and cooperation between central banks, other national regulatory authorities, and international financial organizations to promote compatibility between localized and international macroprudential policy rules. International financial organizations are an important institutional basis for countries to participate in international cooperation, coordination, and financial management. However, US manipulation of the International Monetary Fund and the World Bank affects their activities within the framework of global financial cooperation. Furthermore, there is a lack of inclusiveness among participants in global financial cooperation: US policies of isolating China and Russia, and constant creation of geopolitical conflicts hinder the achievement of effective consensus

among countries in international coordination. Each country chooses its development path, but it must be consistent in terms of goals such as global financial stability and development. Therefore, adhering to the concepts of "mutual benefit and win-win situation" and "community with a shared future for humanity" is an important measure to address the lack of inclusiveness.

In short, full convertibility of the capital account and the lifting of capital controls should not be the end of China's capital management reform. In the future, a system for managing cross-border capital flows should be established, with a primary focus on macro-prudential currency management, and control over capital flow should be complementary.<sup>261</sup>

### **Conclusion on chapter 3**

Judging by a number of measures in the currency policy implemented by the People's Bank of China, the future trend of the development of the Chinese exchange rate regime will involve further increasing the flexibility of the exchange rate and deepening the openness of the capital account.

Full convertibility of the capital account and the abolition of control over capital flow should not be the end of China's currency regulation reform in the capital account. In the future, a system for managing cross-border capital flows should be established, with the main focus on macroprudential currency management and capital flow control being a supplement. China's macroprudential currency policy should continue to improve by optimizing existing macro-prudential currency regulation tools, enriching its tools, increasing regulated objects, expanding the scope of market subject classification, creating an uninterrupted interdepartmental information exchange and communication mechanism, improving cross-border coordination and cooperation.

---

<sup>261</sup> Trends of capital account management in the world and China. Vestnik Tomskogo gosudarstvennogo universiteta. Ekonomika // Tomsk State University Journal of Economics. – № 61. – P. 210-224.

## CONCLUSION

The following conclusions, assessments, recommendations and prognoses can be drawn from this study.

The currency policy in China is a combination of economic, legal and organizational measures and is an integral part of macroprudential policy. In a national economy that is oriented towards the external market, currency policy takes priority over domestic monetary policy.

The most important components of currency policy implementation are the exchange rate, currency intervention, and currency regulation, including control over capital account.

The use of exchange rates as a macroeconomic policy tool is justified by its important macroeconomic role, as many economic indicators such as economic growth, domestic prices, balance of payments, government budget, domestic money market, and asset structure depend on the level and dynamics of exchange rate. The exchange rate plays a role as a tool of macroeconomic policy for achieving real target indicators or as a benchmark for macroeconomic indicators depending on the implementation of the "real target" policy or the "nominal anchor" policy. In reality, in an open economy, the role, place, and functions of exchange rate and currency policy in economic development depend on the choice of the country's exchange rate regime, which is influenced by both the advantages and disadvantages of fixed and floating exchange rate regimes, as well as endogenous factors specific to the country, such as the size and openness of the economy, the degree of trade concentration, the degree of economic and financial development, capital flows, and so on.

Currency intervention is often carried out by selling or purchasing large amounts of foreign exchange or gold reserves by the monetary authorities to regulate the exchange rate in the interests of the state, and is usually accompanied by a range of additional instruments: discount policy, open market operations, establishment of reserve requirements for commercial banks, interest rate policy, etc.

Currency regulation is a complex of economic, administrative and legal measures taken by currency regulation authorities and agents to manage currency circulation and use, control over currency operations, influence exchange rates, monitor and manage cross-border capital flows and external payments and transfers within the framework of state currency policy.

Regulating capital flow is an important part of currency regulation systems, as cross-border capital flow strongly affects the development and security of a country's economy, the state of which is

closely linked to the degree of openness of its capital account, investment returns, domestic and foreign spreads, the scale of international "hot money," and the international economic situation. In reality, convertibility of the capital account is not a complete liberalization of exchange and cross-border capital flow, but rather managed exchange and capital flow. There is no such thing as full opening of the capital account in reality.

The debates on the opening of a capital account today relate to three areas: foreign direct investment, external borrowing, and short-term portfolio investments, the mechanisms of which have completely different effects on the country's economic development and influence on its economic and financial stability. International capital from short-term portfolio investments often leads to false asset "bubbles," short-lived economic booms, and increased short-term profits for involved financial institutions, which do more harm than good to the economic development and stability of developing countries. If the reasonable size and structure of external debt are maintained and invested in a profitable real economy, it will lead to investment and consumption growth and prosperity in the country's economy. However, the exact size of hidden external debt will only be known when a crisis erupts. To stimulate the optimal effect of using external debt for economic development, an effective system of statistics and supervision of the size and structure of external debt needs to be created. Foreign direct investment can contribute to the modernization of industry, raising productivity levels, and accelerating economic growth under effective government leadership. Without considerations of defense security or nationalist sentiments, the benefits of foreign direct investment in opening the capital account far outweigh the risks. Therefore, the area, speed, degree, and process of opening the capital account must be regulated in accordance with the country's financial and institutional development.

The Mundell-Fleming model and the impossible trinity state that it is impossible to have all three of the following simultaneously: fixed exchange rate, free capital flow (no control over capital flow), and independent monetary policy. The expanded impossible trinity suggests that a country can achieve partial independence in its monetary policy by increasing the flexibility of its exchange rate regime while maintaining free capital flow. The dilemma states that with free capital flow, the global financial cycle brings coordinated changes in capital flows, asset prices, and credit growth, limiting national monetary policy regardless of the exchange rate regime. With free capital flows, the US interest rate policy is an important factor influencing the global financial cycle, asset prices, financing costs, and

interest rates of other countries through the international credit channel and the floating fear channel, as well as affecting the money multiplier and aggregate money supply of other countries through the excess reserve ratio and cash-to-deposit ratio. Even the floating exchange rate regime cannot isolate these influences, so effective management of capital flows is necessary. However, this does not mean that the impossible trinity has been refuted, as in countries with the floating exchange rate regime, the base money is still determined by the central bank. In this sense, the central bank can still maintain the independence of its monetary policy.

Unlike the inflation targeting system of central banks in developed countries or the dual targeting system of price stability and full employment, the People's Bank of China has adopted a multi-objective system: the ultimate goals of economic growth, price stability, full employment, and balance of payments, the medium-term goal of financial stability, and the dynamic goals of financial reform and the opening and development of financial markets in a special transitional period. This is related to the specific national conditions of China: 1) China borrowed the development path of externally-oriented countries in East Asia in the process of transitioning to a market economy, which intensified China's dependence on international trade and foreign investment, resulting in the balance of payments, exchange rate policy, and capital flows largely affecting monetary policy; 2) the actual decision-maker on China's monetary and currency policies is the State Council. It can be said that the Chinese government effectively controls the foreign exchange market through legislative and economic means.

Organizational structure of the Chinese interbank foreign exchange market

The actual decision-maker	State Council
Currency regulatory authorities	People's Bank of China State Administration of Foreign Exchange
Trading platform	China Foreign Exchange Trading System
Self-regulatory system	<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;">           China Foreign Exchange Committee (individuals-based)         </div> <div style="display: flex; justify-content: space-around; align-items: center; margin: 5px 0;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px 10px;">Guide</div> <div style="text-align: center;">↓</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px 10px;">Feedback</div> <div style="text-align: center;">↑</div> </div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;">           Foreign Exchange Self-discipline Mechanism (institutions-based)         </div>
Merchant	Members of the China's Foreign Exchange Trading System



From 1994 to 1997, China's balance of payments demonstrated the double surplus in the current account and capital account, and the yuan exchange rate slowly and steadily increased. At that time, increasing foreign reserves was the goal of China's currency policy, which led to the creation of a currency system with strict control over foreign exchange earnings and expenditure. The expansion of the money supply, caused by direct interventions aimed at preventing an appreciation of the yuan, contradicted the strict monetary policy required due to high domestic inflation, and was sterilized by monetary authorities through the recall of refinancing to commercial banks, the results of which were good.

In the years 1998-2000, China's balance of payments showed the surplus in the current account and the deficit in the capital account. The exchange rate of the yuan returned to being tied to the US dollar. The Chinese government decided to tighten control over foreign exchange, particularly regarding capital outflows to achieve the political goal of preventing the devaluation of the exchange rate. This was contradictory to the low-interest rate policy implemented during the domestic economic downturn. The goal of stabilizing the exchange rate was ultimately achieved, but the yuan's tie to the US dollar led to passive strengthening and overvaluation of the yuan. This was one of the reasons why China struggled to avoid deflation in the short term, despite increasing liquidity through reducing reserve requirements and reverse repos at that time. The price of insisting on the policy of not devaluing the yuan and increasing exports through higher VAT refund for export was that Chinese residents and the government reduced spending on clothing and food. This was more acceptable to the Chinese government at the time than the damage to the national economy caused by a currency crisis due to excessive devaluation of the exchange rate and capital flight.

From 2001 to the first quarter of 2014, China's balance of payments as a whole demonstrated the large-scale double surplus. The transition from a foreign exchange deficit to sufficiency gradually changed the model of currency regulation at this stage from "broad inflow and strict outflow" to "bilateral balanced management of capital inflow and outflow". The use of direct interventions to stabilize the exchange rate from 2001 to May 2002, in the context of improving the balance of payments, corresponded to the goal of stimulating monetary policy, necessary in conditions of deflation. From June 2002 until the exchange rate reform "7-21" in 2005, the yuan exchange rate was mainly stabilized at 8.27 with direct interventions, which contradicted moderately tight monetary policy necessary in conditions of moderate inflation. From the exchange rate reform "7-21" until the

first half of 2008, the managed floating exchange rate regime was reintroduced, during which the yuan was slowly and unilaterally revalued by 17.13% against the US dollar. After the exchange rate reform "7-21", the yuan was freed from its peg to the US dollar, was not pegged to a basket of currencies, and its trend was determined by the supply and demand of foreign exchange in the context of the constant "double surplus" in the balance of payments. In addition, taking into account export protection and employment stability, the People's Bank of China conducted direct interventions to slow the appreciation of the yuan, which contradicted moderately tight monetary policy at that stage. From the second half of 2008 to June 18, 2010, due to the restoration of the yuan's peg to the US dollar, the yuan exchange rate was mainly stable within 6.81-6.84 against the US dollar. Since the outflow of capital at the beginning of the financial crisis quickly turned into an inflow of capital, the conflict between moderately soft monetary policy and preventing the devaluation of the yuan under a policy of stable growth quickly turned into a conflict between preventing the appreciation of the yuan and preventing imported inflation. From June 19, 2010, to September 2011, the managed floating exchange rate regime was relaunched, and the yuan continued to strengthen unilaterally, with a total increase in the yuan's exchange rate against the US dollar by 6.9% by the end of September 2011. The central bank continued to conduct direct interventions to ease the appreciation of the yuan, which contradicted moderately tight monetary policy during this period. The People's Bank of China used sterilized operations to reduce the impact of exchange rate policy on the independence of monetary policy when there was a conflict between domestic and external balance policy. Although from June 2002 to September 2011, the People's Bank of China increased the reserve requirement ratio, issued central bank bills and REPO to sterilize the excess yuan equivalent of official foreign exchange reserves. However, the high frequency of placing the yuan equivalent of official foreign exchange reserves and the delayed nature of sterilization led to the fact that the base money passively injected by the People's Bank of China, entered circulation and generated derivative currency long before the write-off was carried out, and ultimately such incomplete sterilized direct intervention led to internal devaluation of the yuan. From October 2011 to November 2012, China experienced a net outflow of capital, from December 2011 to April 2012, bank settlements and sales of foreign exchange on behalf of clients mainly achieved autonomous balance between market demand and supply, and unilateral appreciation of the yuan exchange rate was met with correction. During this period, the monthly average exchange rate of the yuan against the US dollar decreased by 0.68% after the "4-16" exchange rate reform until

September, which corresponded to the goal of slightly softer monetary policy needed due to the slowdown in domestic economic growth and limited liquidity caused by capital outflow. During this period, the People's Bank of China for the first time refused to intervene regularly in the foreign exchange market and did not tighten control over cross-border capital outflows within the framework of the main balance of bank settlements and sales of foreign exchange on behalf of clients. From December 2012 to June 2014, China again experienced the net inflow of capital, the exchange rate of the yuan fluctuated in bilateral directions, while the People's Bank of China carried out incomplete sterilized direct intervention to ensure internal liquidity and slow down the pace of yuan appreciation. At the same time, the State Administration of Foreign Exchange used control over the inflow of "hot" money as a means of protection against risk.

From the third quarter of 2014 until the end of 2016, China faced the continued capital outflow and pressure on shrinking foreign exchange reserves, while the yuan generally demonstrated a trend of depreciation, which corresponded to the goal of stimulating monetary policy during the internal economic downturn. Stimulative monetary policy and yuan devaluation policies would accelerate capital outflows and further yuan depreciation. To prevent excessive yuan devaluation, the People's Bank of China strengthened capital flow management through macroprudential measures and currency controls, and sold foreign exchange reserves to slow the pace of yuan devaluation. Capital flow management to mitigate yuan devaluation pressure during this period consisted of both "expanding inflow" and "containing outflow". The policy of expanding inflow proved to be more effective than containing outflow, and currency regulation to curb the outflow began to replace currency control with macroprudential measures.

In the years 2017-2021, bilateral fluctuations in the yuan exchange rate as a policy tool became the norm in accordance with monetary policy direction. Market participants increasingly adapted to the floating yuan exchange rate and timely adjusted their external assets and liabilities in response to its changes. At this stage, the People's Bank of China largely abandoned daily interventions in the foreign exchange market, and the main instruments for regulating the exchange rate shifted from direct intervention to the foreign exchange risk reserves, issuance of central bank bills in offshore markets, exchange rate derivatives, and oral interventions by regulatory authorities: macroprudential measures dominated currency regulation. Measures of currency regulation to alleviate pressure on the appreciation of the yuan focused on "expanding outflow," while measures to alleviate pressure on the

depreciation of the yuan focused on "expanding inflow."

The adjustment of the Chinese currency regulation system is characterized by gradualness, caution, and controllability, following the principles of starting with the current account and then extending to the capital account, starting with local pilot projects or free trade zones and then spreading to the whole country, and easing currency regulation starting from capital inflow and then spreading to capital outflow. For example, in 2007, foreign exchange receipts from the current account were subject to voluntary settlement and foreign exchange receipts from the capital account were only subject to settlement for payments from 2002, which was changed to voluntary settlement in 2016. The cross-border use of the yuan was expanded from trade in goods in 2009 to direct investment in 2011 and portfolio investment in 2014. Macroprudential management of cross-border financing was tested in the Shanghai Free Trade Zone in 2013 and extended to the whole country in 2016. Restrictions on domestic portfolio investments for non-residents are lower than those on overseas portfolio investments for residents, for example, the Northbound Channel of Bond Connect not only started earlier than the Southbound Channel of Bond Connect but also has fewer restrictions.

In addition, China's currency policy as a whole demonstrates a tendency from strict to soft, from centralized to decentralized, from administrative to ease of management, and from micro-control to macro-prudential management with the goal of internationalizing the yuan.

Overall, since 1994, China's currency policy has been adjusted according to the country's balance of payments, cross-border capital flows, as well as domestic and international situations, and has played a very important role in China's overall economic development: 1) China's currency policy has consistently addressed the problems of foreign exchange shortages and excess foreign exchange reserves, and currently, the balance of payments has mostly been achieved; 2) China's currency policy supports national security, which was fully reflected in the Asian financial crisis of 1997 and the shocks in the stock and foreign exchange markets in 2015; 3) China's currency policy promotes economic development. Thanks to effective currency regulation, limited foreign exchange receipts in the absence of foreign exchange are managed centrally to meet the actual needs of development in foreign exchange to promote economic and social development, and when there are sufficient foreign exchange reserves, overseas investment is encouraged and the construction of the "Belt and Road" initiative for the implementation of the country's development strategy is strengthened. In short, the positive effects of China's currency policy since 1994 have significantly outweighed the negative

effects and played a major role in stabilizing and stimulating China's economic development.

The EL indicator (elasticity of the exchange rate regime) was built by combining the intensity of the volatility of the exchange rate itself and central bank interventions in the foreign exchange market to study changes in China's exchange rate regime elasticity. The results of the EL calculation show that: 1) from August 2008 to May 2010, the volatility of the exchange rate itself and the elasticity of the exchange rate regime were the weakest due to the repeated pegging of the yuan to the US dollar during the 2008 financial crisis; 2) from July 2010 to July 2015, the volatility of the exchange rate itself and the elasticity of the exchange rate regime were weaker than from October 2006 to June 2008, considering that in the first period, the floating range of the RMB-USD daily trading price expanded from 0.5% to 1% and then to 2%, while in the second period, the floating range expanded from 0.3% to 0.5%. This indicates that the elasticity of the exchange rate regime is not positively correlated with the expansion of the floating range, but depends more on the mechanism of exchange rate formation and the mechanism of supply and demand in the foreign exchange market; 3) from September 2015 to April 2017, the volatility of the exchange rate itself increased significantly compared to previous stages, and direct intervention was the strongest in history. This is due to the fact that during this period, the People's Bank of China sold more than \$1 trillion to satisfy panic demand for foreign exchange caused by the first significant devaluation of the yuan in many years; 4) the introduction of the countercyclical factor in May 2017 did not weaken the elasticity of the exchange rate regime or the volatility of the exchange rate itself, and the intervention of the People's Bank of China was significantly reduced; 5) after the countercyclical factor was discontinued in October 2020, the People's Bank of China did not conduct large-scale foreign exchange purchases during the yuan appreciation cycle, as it did in previous stages. The reduction in currency interventions since 2017 also indicates that the market has gradually adapted to bilateral fluctuations in the yuan exchange rate, and the fear of the floating exchange rate has diminished.

The openness of the capital account using the normative measurement method is calculated based on the size of cross-border capital flows. However, the size of cross-border capital flows is not only influenced by the degree of control over capital flow in a country, but also by investment profitability in that country, the size of international lending, and the international economic situation. Considering that free capital flow in the impossible trilemma is more related to the country's regulatory capital account openness, and the sample data of the Schindler index is richer and more volatile than that of

the Chinn and Ito index, to better reflect the actual adjustment process of China's capital account opening policy, which is consistent with the history of capital account opening outlined in Section 2.3. Therefore, the Schindler index is used to calculate the degree of capital account liberalization in China, and the calculation results show that the degree of capital account liberalization is gradually increasing.

By comparing the theoretically predicted changes in the independence of China's monetary policy based on the impossible trilemma concept with the results of empirical research on changes in China's monetary policy independence based on the GARCH model and error correction model, the following conclusions can be drawn: 1) when China's capital account is mostly closed, the higher the elasticity of the exchange rate regime, the higher the independence of monetary policy; when China's capital account becomes more open, increasing the elasticity of the exchange rate regime still cannot compensate for the fact that monetary policy independence decreases due to increased cross-border capital flows; 2) the current situation in China is more consistent with the impossible dilemma scenario: even if the exchange rate fluctuates freely, capital account liberalization and monetary policy independence are incompatible. Therefore, when the capital account can be effectively managed, the greater the flexibility of the exchange rate regime, the stronger the independence of monetary policy; 3) Exchange rate liberalization is not a necessary basis for capital account liberalization, and the implementation of exchange rate liberalization should not be perceived as a signal for capital account liberalization.

The final solution for the market exchange rate reform is proposed: transitioning to a regime of truly freely floating exchange rates, complementing the currency system reform. Specific measures: 1) abolishing the middle parity and 2% daily floating limit, and using the closing price of the previous trading day as the opening price of the next trading day; 2) establishing a hidden target zone for the yuan exchange rate based on the theory of equilibrium exchange rate, and using it to determine a reasonable target for currency interventions during short-term strong fluctuations in the exchange rate, so that the market exchange rate does not deviate significantly from the equilibrium rate; 3) abolishing the system of managing banks' foreign exchange buying and selling positions; 4) creating exchange rate stabilization fund for open market operations; 5) optimizing the structure of reserve assets and increasing the proportion of gold reserves. In particular, the construction of a hidden target zone for the yuan exchange rate is discussed in detail. Based on the theory of behavioral equilibrium exchange rate,

a stepwise regression analysis model is used to estimate the nominal equilibrium exchange rate of the yuan, and based on the historical deviation between the equilibrium exchange rate from the empirical research results and the market exchange rate, a range of exchange rate fluctuations of 5%-8% without prior announcement is established as the hidden target zone for the exchange rate, in order to dilute the boundaries of the floating exchange rate range to reduce the target of attacks on the exchange rate and increase the initiative of monetary authorities in exchange rate policy.

Effective management of capital account does not necessarily mean strengthening control over capital account and reducing their openness. Historically, the model for managing cross-border capital flows has undergone several changes: from active control over capital account within the Bretton Woods system, to resistance to control over capital account within the Jamaica system, to a combination of macroprudential measures (MPMs) and capital flow management measures (CFMs), including control over capital account since the 2008 financial crisis. This shift is related to the increased political and economic power and voice of developing market economies, as well as the actual effectiveness of measures used to manage capital flows. Full convertibility of capital account and the abolition of control over capital flows should not be the end of China's currency regulation reform regarding capital account. In the future, a system for managing cross-border capital flows should be established, in which the main focus will be on macroprudential management of currency flows, and control over capital flows will be a supplement. China's macroprudential currency policy should continue to be improved by optimizing existing macroprudential currency regulation tools, enriching its tools, increasing regulated objects, expanding the scope of market subject classification, creating an uninterrupted interdepartmental information exchange and communication mechanism, improving cross-border coordination and cooperation.

It is often seen that the practical value of scientific research lies in the dissemination of the obtained data to other objects, for example, the application of methods for reforming the economies of some countries to others. However, it would be erroneous to recommend the application of measures (Chinese to Russian or American, and vice versa, American and Russian to Chinese) to reform the exchange rate of the dollar and yuan. Why?

The US maintains a balance between its domestic and foreign economy by intentionally devaluing the dollar in the long term since it gained a monopoly position in international economic relations after the Bretton Woods agreements. China maintains a balance between its domestic and

foreign economy by strengthening the yuan against the dollar and taking back its segment from the monopolist. As a result, the US attracts significant external raw material resources by issuing the dollar. China attracts external raw material resources with a successful commodity export strategy. Russia attracts significant foreign exchange resources immobilized in the National Welfare Fund by exporting raw materials while reducing the exchange rate of the ruble.

Russia constantly experiences a shortage of labor resources. The economies of the US and China can use huge, to some extent unlimited, labor resources: the US through immigration, China through the integration of its own population into the market economy. However, China is increasing its position in the world in terms of GDP production volume, while the US is relinquishing its leadership.

The mentioned qualitative differences allow us to conclude that China's experience in reforming the mechanism for establishing the exchange rate is largely unique and can only be used by countries experiencing economic growth with limited material (raw material) resources. The experience of the United States is unique because the dollar currently occupies a dominant position in the global currency system. It is unlikely that any country in the future will be able to replicate the experience of the United States. And Russia's experience is unique in connection with the fact that the ultraliberal reforms, including in the currency sphere, the accumulation of giant reserves in the National Welfare Fund, did not allow the country to achieve sustainable economic growth and maintain a ruble exchange rate adequate to the forecasts of monetary authorities. Therefore, recommendations aimed at applying the experience of the United States and Russia in China, or applying China's experience in Russia, to establish an equilibrium exchange rate would be clearly incorrect.

The implementation of the floating exchange rate regime is a promising trend aimed at market-oriented reforming of the yuan exchange rate, capable of changing the currency issuance mechanism, increasing the independence of monetary policy, and promoting further internationalization of the yuan, turning it into a global reserve currency. Creating a hidden target exchange rate zone, guided by the theory of equilibrium exchange rates and in combination with currency system reform, is a possible solution for introducing the floating exchange rate regime for the yuan.

Has the right time come now for continuing the market-oriented reform process of yuan exchange rate? Further research on this topic may be related to questions of analyzing favorable and unfavorable conditions for China's transition to a free-floating exchange rate regime in the context of susceptibility



to global financial risks and the ongoing coronavirus pandemic, such as sufficiency of foreign exchange reserves, industrial structure, scale of the financial market, as well as stability and safety of the financial system, etc.

The obtained results of the scientific research make it possible to conclude that the set aim and tasks have been achieved.

## REFERENCE

## Legal acts and official documents

1. Federal law "On currency regulation and currency control" of 10.12.2003
2. Federal law "On the Central Bank of the Russian Federation (Bank of Russia)" of 10.07.2002 (ed. from 24.02.2021)
3. Temporary measures on the administration of external debt (order [2003] No. 28 of State Development Planning Commission, Ministry of Finance and State Administration of Foreign Exchange)
4. Temporary measures for the administration of overseas securities investment by qualified domestic institutional investors (China Securities Regulatory Commission, the People's Bank of China , Huifa [2006] No. 36)
5. Temporary measures for outward investment pilot work by qualified domestic limited partners in Chongqing (Chongqing municipal people's government office)
6. Temporary measures for operation of outward investment pilot work by qualified domestic limited partners in Hainan province (Hainan financial supervision authority [2021] No. 37)
7. Temporary measures for operation of outward investment pilot work by qualified domestic investors (Shenzhen city people's government [2014] No. 161)
8. Temporary measures on the administration of the overseas wealth business of commercial banks on behalf of customers (Yinfa [2006] No. 121)
9. Temporary regulations on the administration of foreign exchange in domestic securities investments by qualified foreign institutional investors (order of the China Securities Regulatory Commission and the People's Bank of China [2002] No. 12)
10. Temporary regulations on the administration of interbank foreign exchange market (Yinfa [1996] No. 423)
11. Floating range of RMB/USD exchange rate in the foreign exchange market (announcement by the People's Bank of China [2014] No. 5)
12. Report of the 16th National Congress of the CPC
13. Law of the People's Republic of China on the People's Bank of China // National People's Congress

14. Law of the People's Republic of China on the commercial bank // Standing Committee of the National People's Congress
15. Statement by the People's Bank of China on improving the mid-price quotation of RMB/USD exchange rate
16. Detailed rules for the implementation of the measures for the administration of the handling of foreign exchange purchase and sale operations by banks (Huifa [2014] No. 53)
17. Detailed rules for the implementation of the measures for the administration of individual foreign exchange (Huifa [2007] No. 1)
18. Detailed rules for the implementation of the measures for the administration of pilot projects on the use of the Renminbi in cross-border trade settlements (Yinfa [2009] No. 212 )
19. The office of the state council's many views on supporting stable foreign trade growth (the People's Bank of China issued [2014] No. 168 of 11.06.14).
20. Notification by the Office of the State Council on the release of key functions, internal departments and staff training (office of the state council [2008] No. 83 of 10.07.08).
21. Measures for the administration of domestic securities investment by qualified foreign institutional investors (Announcement of China Securities Regulatory Commission [2012] No. 17)
22. Measures for the administration of individual foreign exchange (the People's Bank of China order [2006] No. 3)
23. Measures for the administration of the pilot project on the use of Renminbi in outward direct investment settlements (the People's Bank of China [2011] No.1 of 06.01.11)
24. Measures for the administration of Renminbi settlement operations in inward direct investment (the People's Bank of China [2011] No. 23 of 13.10.11)
25. Measures for the administration of the pilot project on the use of the Renminbi in cross-border trade settlements (the People's Bank of China, Ministry of Finance, Ministry of Commerce, Customs Head Office, State Administration of Taxation, China Banking Regulatory Commission [2009] No. 10 of 02.07.09)
26. Measures for the administration of the entry and exit of the national currency of the People's Republic of China
27. Measures for the administration of domestic securities and futures investments by qualified foreign institutional investors and RMB qualified foreign institutional investors (order of China

Securities Regulatory Commission [2020] No. 176)

28. Measures for the administration of the pilot project of overseas investment by qualified domestic investors in the city Shenzhen (Shenzhen financial supervision authority [2021] No. 2)
29. Measures for the administration of foreign exchange for outward investment
30. Measures for the administration of commercial bank capital (order of Yinjianhui No. 1 of 2012)
31. Opinions on promoting the development and opening of the new district of Tianjin Binhai (Guofa [2006] No. 20)
32. Immediate notice of applicable rules following the adoption of the eighth article of the IMF agreement. (prc state administration of exchange control [1996] No. 314 of 01.12.96)
33. Announcement by the People's Bank of China [2016] No. 3
34. Announcement by the People's Bank of China [2006] No. 5
35. Announcement by the People's Bank of China [2012] No. 4
36. Announcement by the People's Bank of China on an expanded range of fluctuations in the RMB/USD trading price in the interbank spot foreign exchange market (announcement by the People's Bank of China [2007] No. 9)
37. Announcement on improving the reform of the Renminbi exchange rate formation mechanism (announcement by the People's Bank of China [2005] No. 16 of 21.07.05)
38. Announcement of further improvement in the interbank spot foreign exchange market (announcement of the People's Bank of China [2006] No. 1 of 03.01.06)
39. Announcement on the participation of qualified foreign institutional investors and RMB qualified foreign institutional investors in financial derivatives trading (announcement of China Securities Regulatory Commission [2021] No. 24)
40. Eleventh five-year plan
41. Core indicators for commercial bank risk supervision (for trial use) (Yinjianban order [2005] No. 265).
42. 12th five-year plan of financial sector development and reform.
43. Pilot measures for investment in domestic securities by RMB qualified foreign institutional investors. (order of China Securities Regulatory Commission [2013] No. 90 of 01.03.13).
44. Plan for the construction of the Shanghai international financial centre during the twelfth five-year plan

45. Regulations on the allocation of functions, internal institutions and staffing of the People's Bank of China (dated 02.02.2019) // State Commission for Public Sector Reform. URL: [http://www.scopsr.gov.cn/jgbzdt/gg/201903/t20190318\\_361590.html](http://www.scopsr.gov.cn/jgbzdt/gg/201903/t20190318_361590.html).scopsr.gov.cn/jgbzdt/gg/201903/t20190318\_361590.html (accessed 22.04.2021).
46. Regulation of PRC on the administration of the RMB
47. Regulation of PRC on the administration of foreign exchange (state council order of PRC [2008] No. 532 of 05.08.08).
48. Decision of the Standing Committee of the National People's Congress on punishing crimes of fraudulent purchase of foreign exchange, evasion of foreign exchange abroad and illegal trading in foreign exchange (President of the People's Republic of China [1998] No. 14)
49. Programme for further promotion of the pilot financial openness and innovation in the China (Shanghai) Free Trade Pilot Zone to accelerate the establishment of Shanghai as an international financial centre (Yinfa [2015] No. 339 of 29.10.15)
50. Regulation on the administration of foreign exchange in domestic securities investments by qualified foreign institutional investors (announcement by the State Administration of Foreign Exchange [2009] No. 1 of 29.09.09, was amended in 2012)
51. Regulation on the administration of foreign exchange in domestic securities investments by qualified foreign institutional investors (announcement by the State Administration of Foreign Exchange [2016] No. 1 of 04.02.16)
52. Regulation on the administration of foreign exchange in domestic securities investments by qualified foreign institutional investors (announcement by the State Administration of Foreign Exchange [2018] No. 1 of 31.10.18)
53. Regulation on the administration of foreign exchange in outward direct investment by domestic institutions (Huifa [2009] No. 30)
54. Regulation on the administration of investment funds in domestic securities and futures by foreign institutional investors (announcement of the People's Bank of China [2020] No. 2)
55. Decision of the State Council on the cancellation of the first batch of administrative approval projects (Guofa [2002] No. 24)
56. Decision on the unification of national financial and economic work // Central People's Government of the PRC

57. Decision of the Central Committee of the Communist Party of China on a series of issues concerning the establishment of a socialist market economy system
58. Decision of the Central Committee of the Communist Party of China on a number of issues concerning the improvement of the socialist market economy system
59. Decisions of the Central Committee of the Communist Party of China on several major issues for the comprehensively deepening reform
60. Guidance on the implementation of foreign investment pilot work by qualified domestic limited partners in Qingdao (Qingdao municipal finance steering group office)
61. 30 Opinions issued by the People's Bank of China on financial support for the construction of the Shanghai Free Trade Pilot Zone (Yinfa [2013] No. 244 of 02.12.13)
62. Shenzhen pilot work joint meeting of the QDIE
63. Notification by the People's Bank of China on strengthening macroprudential management of forward foreign exchange sales (Yinfa [2015] No. 273)
64. Notification by the People's Bank of China on issues relating to a pilot scheme for the use of Renminbi for investment in the interbank bond market by three types of institutions, including overseas Renminbi clearing banks (Yinfa [2010] No. 217 of 17.08.10)
65. Notification by the People's Bank of China on issues related to the use of Renminbi for investment in the interbank market by foreign central banks, international financial institutions and sovereign wealth funds (Yinfa [2015] No. 220 of 14.07.15)
66. Notification by the People's Bank of China on issues related to the management of exchange rates for transactions in the interbank foreign exchange market and the quoted exchange rates of designated foreign exchange banks (Yinfa [2005] No. 183 of 21.07.05)
67. Notification by the People's Bank of China on adjustment of foreign exchange risk reserve
68. Notification by the People's Bank of China on issues related to investment in the interbank bond market by qualified foreign institutional investors (Yinfa [2013] No. 69 )
69. Notification on further improving the management of exchange rates for transactions in the interbank foreign exchange market and the quoted exchange rates of designated foreign exchange banks (Yinfa [2005] No. 250)
70. Notification on adjustment of banks' foreign exchange buying and selling position management measures (Huifa [2005] No. 69)

71. Notification on further promoting trade and investment facilitation and improving authentication (Huifa [2016] No. 7)
72. Notification on issues related to strengthening foreign exchange business management (Huifa [2010] No. 59)
73. Notification on issues related to further strengthening foreign exchange business management (Huifa [2011] No. 11)
74. Notification on issues related to the management of investments in domestic securities by qualified foreign institutional investors in Renminbi ( Yinfa [2016] No. 227)
75. Notification on the issuance of a general draft of the China (Shanghai) Free Trade Pilot Zone (Guofa [2013] No. 38 of 18.09.13 )
76. Notification on the expansion of pilot projects for the use of Renminbi in cross-border trade settlements (the People's Bank of China and other five [2010] No. 186)
77. Notification on the management of companies about Renminbi settlement in export goods trade. (the People's Bank of China [2012] No. 23 of 03.02.12)
78. Notification on expanding the areas of use of Renminbi in cross-border trade settlements (the People's Bank of China [2011] No. 203 of 27.07.11)
79. Notification on issues related to the easing of retention of foreign exchange receipts on current account by domestic institutions (Huifa [2005] No. 58)
80. Notification on adjustment to the current account foreign exchange management policy (Huifa [2006] No. 19)
81. Notification on the retention of foreign exchange earnings on the current account by domestic institutions (Huifa [2007] No. 49)
82. Notification on issues related to the implementation of the management of export revenue from trade in goods deposited abroad (Huifa [2010] No. 67)
83. Notification on issues related to strengthening the management of foreign exchange capital flows (Huifa [2013] No. 20)
84. Notification on adjustment of current account foreign exchange management policy (Huifa [2006] No. 19)
85. Notification on the expansion of the pilot project on macroprudential management of full-scale cross-border financing (Yinfa [2016] No. 18)

86. Notification on the implementation of macroprudential management of full-scale cross-border financing across the country (Yinfa [2017] No. 9)
87. Notification on the reform and standardization of the capital account settlement management policy (Huifa [2016] No. 16)
88. Notification on further optimizing cross-border Renminbi policies to support stable foreign trade and stable foreign investment (Yinfa [2020] No. 330)
89. Notification on foreign Renminbi clearing banks and foreign bank participants in bond repo transactions in the interbank bond market (Yinfa [2015] No. 170)
90. Notification on issues related to foreign exchange risk management for foreign institutional investors in the interbank bond market (Huifa [2017] No. 5)
91. Notification on issuance of the foreign exchange management rules of trade in goods (Huifa [2012] No. 38)
92. Notification on improving management of banks' aggregate foreign exchange buying and selling position (Huifa [2012] No. 26)
93. Notification on issues related to accelerating the development of the foreign exchange market (Yinfa [2005] No. 202)
94. Notification on issues related to the expansion of forward settlement and sale of foreign exchange and the establishment of swap business by designated foreign exchange banks to customers (Yinfa [2005] No. 201 of 02.08.05)
95. Notification on issues related to the management of exchange rates for transactions in the interbank foreign exchange market and banks' quoted exchange rates (Yinfa [2014] No. 188)
96. Approval on issues related to the purchase of foreign exchange by individuals for investment in b shares (Hui comprehensive response [2011] No. 148)
97. Circular on adjusting the management of financing external guarantees provided by domestic banks for overseas investment enterprises (Huifa [2005] No. 61)
98. Circular on foreign exchange management policy adjustment for certain overseas investments (Huifa [2006] No. 27)
99. Circular on decentralisation of authority to examine sources of foreign exchange for overseas investment (Huifa [2007] No. 47)
100. Circular on improving the administration of foreign investment enterprises' capital account



- settlement review and foreign debt registration (Huifa [2004] No. 42)
101. Circular on further clarification of issues related to RMB overseas lending business of domestic enterprises (Yinfa [2016] No. 306)
  102. Circular on the adjustment of the policy on reserve deposits placed with domestic correspondent banks by participating banks of overseas RMB businesses (Yinfa [2017] No. 206)
  103. Circular on further improvement and adjustment of foreign exchange management policy for direct investment (Huifa [2012] No. 59)
  104. Circular on further simplifying and improving foreign exchange management policy for direct investment (Huifa [2015] No. 13)
  105. Circular on issues related to the management of foreign exchange of overseas investment and financing and return investment by domestic residents through special purpose vehicles (Huifa [2014] No. 37)
  106. Circular on issues related to overseas securities investment by RMB qualified domestic institutional investors (Yinfa [2014] No. 331)
  107. Circular on further clarification of issues related to the management of overseas securities investments by RMB qualified domestic institutional investors (Yinfa [2018] No. 81)
  108. Circular on issues related to strengthening the management of foreign exchange capital flows (Huifa [2013] No. 20)
  109. Circular on issues related to the clearance of margin for the repatriation of profits from overseas investments (Huifa [2002] No. 110)
  110. Circular on issues related to the expansion of foreign exchange management reform pilot for overseas investments (Huifa [2005] No. 35)
  111. Circular on issues related to the internal operation and management of foreign exchange funds of multinational corporations (Huifa [2004] No. 104)
  112. Agreement of the international monetary fund (1944) – Washington: International monetary fund, 2011.

#### **Books**

113. Abramov D. V. Foreign exchange policy of Russia in the context of globalization: Results, problems and contradictions / D. V. Abramov, A. N. Spartak. – Moscow; Tula: Grif and K, 2010. – 150 p.

114. Avagyan G. A., Veshkin Y. G. International currency and credit relations / G. A. Avagyan, Y. G. Veshkin. – Moscow: Economist 2005. – 414 p.
115. Butorina O.V. International currencies: integration and competition / O.V. Butorina. – Moscow: Business literature, 2003. – 368 p.
116. Currency regulation in the system of state administration of economy / ed. by V. M. Krasheninnikova. – Moscow: Economica, 2003. – 398 p.
117. Currency regulation and currency control / ed. by M.V. Krasheninnikova. – Moscow: Economist, 2005. – 399 p.
118. Currency market and currency regulation / edi by I. N. Platonova. – Moscow: Beck, 1996. – 457 p.
119. Foreign economic dictionary / ed. I.P. Faminsky. – Moscow: INFRA-M, Termika, 2001. URL: [Http://http://economics.niv.ru/doc/dictionary/foreign-economic/fc/slovar-194-1.htm#zag-216.niv.ru/doc/dictionary/foreign-economic/fc/slovar-194-1.htm#zag-216](http://economics.niv.ru/doc/dictionary/foreign-economic/fc/slovar-194-1.htm#zag-216.niv.ru/doc/dictionary/foreign-economic/fc/slovar-194-1.htm#zag-216) (accessed: 22.04.2021).
120. Wen Tiejun, Dong Xiaodan. De-coupling: China's real experience in resolving the first economic crisis / Tiejun Wen. – Oriental publishers, 2019. – 284 p.
121. Wen Tiejun. The eight crises / Tiejun Wen. – Beijing: Eastern publishing house, 2013. – 318 p.
122. Ye Shanpeng. A brief history of prices in new China / Shanpeng Ye. – China price press, 1993. – 193 p.
123. Krasavina I.N. Currency and credit and financial relations / I.N. Krasavina. – Moscow: Finance and statistics, 2000. – 392 p.
124. Krasavina I.N. Trends and prospects for the development of international monetary relations in the context of globalization and regionalization of the world economy and monetary policy of Russia / I. N. Krasavina. – Moscow: Financial university, 2012. – 163 p.
125. Lopatnikov L. I. Economic and mathematical dictionary: Dictionary of modern economic science / L. I. Lopatnikov. – M.: Delo., 2003. – 520 p.
126. Moiseev S. R. Monetary policy: theory and practice / S. R. Moiseev. – Moscow: Moscow financial-industrial academy, 2011. – 782 p.
127. International monetary and financial relations / ed. by L.N. Krasavina. – Moscow: Finance and statistics, 2000. – 608 p.

128. Raizberg B.A., Lozovsky L.Sh., Starodubtseva E.B. Modern dictionary of economics. – 2nd ed. M.: INFRA-M, 1999. 479 p. URL: <https://www.ebk.net.ua/book/ses/v/0051.htm> (accessed: 22.04.2021).
129. Financial system of China / Ivanov V.V., Pokrovskaya N.V., Belozarov S.A., Vashchuk A.E., Voronova N.S., Voronov V.S., Gorbushina S.G., Darushin I.A., Kakaulina M.O, Kovalev V.V., Korshunov O.Y., Kochergin D.A., Lebedev B.M., Lvova N.A., Liu C., Pisarenko J.V., Sokolov B.I., Su Y., Sun J., Titov V.O., He P., Jiang X.; Eds. Ivanov, N.V. Pokrovskoy. – Moscow: Prospect, 2020. – 352 p.
130. Financial and credit encyclopaedic dictionary / edited by A.G. Gryaznova. – Moscow: Finance and statistics, 2002. URL: <http://economics.niv.ru/doc/dictionary/financial-credit/articles/372/valyutnaya-politika.htm> (accessed: 22.04.2021).
131. Guan Tao. The exchange rate game: the yuan and the rise of the great powers / Tao Guan. – CITIC group, 2017. – 271 p.
132. Guan Tao. The essence of the exchange rate / Tao Guan. – CITIC group, 2016. – 356 p.
133. Lin Yifu. Interpreting China's economy (updated edition) / Yifu Lin. – Peking university press, 2014. – 358 p.
134. China's economic stability (China economic forum series 50). – Beijing: CITIC press, 2019. – 466 p.
135. Selected works of Chen Yun, vol. 2. – People's publishing house, 1995. – 372 p.
136. Sun Jian. Economic history of the People's Republic of China (1949 – early 1990s) / Jian Sun. – renmin university of China, 1992. – 706 p.
137. Frieden Jeffrey. Currency politics: The political economy of exchange rate policy / J. A. Frieden. – Princeton University Press, 2014. – 320 p.
138. Triffin R. Gold and the dollar crisis: The future of convertibility // New Haven – Yale University Press, 1960.

#### Journal articles

139. Andreev V. Internationalisation of the Renminbi: Preliminary results and prospects // Money and credit. – 2011. – № 5. – P. 37-42.

140. Andreev V. P. Internationalization of the Chinese yuan – on the way to the world currency / V. P. Andreev // *Money and credit*. – 2014. – № 7. – P. 49-54
141. Andreev V. P. Yuan on the way to world currency // *Asia and Africa today*. – 2012. – № 10 (663). P. 2-8.
142. Arutyunyants A. R. Yuan enters the Russian currency market // *EKO*. – 2010. – № 11(437). P. 38-44.
143. Arkhipova V.V. Currency internationalization: analysis of international experience and choice of path for Russia // *World economy and international relations*. 2022. T. 66. № 7. P. 43-54. DOI: 10.20542/0131-2227-2022-66-7-43-54
144. Balyuk I. A. The use of national currencies in foreign trade settlements / I. A. Balyuk // *Bulletin of the finance university*. – 2015. – № 5(89). – P. 127-133.
145. Barinov E.A. Yuan in international payment turnover // *Scientific notes of the Russian academy of entrepreneurship*. 2019. T. 18. № 4. P. 21-28.
146. Bekareva S.V., Meltenisova E.N., Shikhovtsova E.A., Sun Yuying. The impact of the monetary policy of the People's Bank of China on economic development // *Bulletin of st. Petersburg university. Economics*. 2019. № 2. P. 223-250. DOI: <https://doi.org/10.21638/spbu05.2019.203>
147. Binder A. I. International currency competition: Perspectives for the yuan // *Asia and Africa today*. – 2013. № 12 (677). – P. 15-22.
148. Binder A. I. Some relevant aspects of the yuan's transformation into the world currency / A. I. Binder, A. I. Kononov // *Money and credit* – 2013. – № 11. – P. 59-62.
149. Valentin Y.K. Internationalization of yuan / Y.K. Valentin // *Russian people liniya* 31.10.2014 URL: [http://ruskline.ru/analitika/2014/10/31/internacionalizaciya\\_yuanya.ru/analitika/2014/10/31/internacionalizaciya\\_yuanya](http://ruskline.ru/analitika/2014/10/31/internacionalizaciya_yuanya.ru/analitika/2014/10/31/internacionalizaciya_yuanya) (accessed: 12.12.2019).
150. Zharikov M.V. Problems and prospects of Renminbi internationalisation // *World economy and international relations*. – 2014. – № 7. – P. 36-44.
151. Izotov D. A., Suslov, D. V. The exchange rate and foreign trade of the PRC // *Spatial economics*. – 2009. – № 3. – P. 36-63.
152. Izotov D. A. China's foreign trade: reaction to exchange rate change // *Spatial economics*. – 2011. – №4. – P.7-23.
153. Izotov D. A. Russian-Chinese trade and exchange rate / D. A. Izotov // *Spatial economics*. – 2012.

- № 3. – P. 34-54.
154. Kondratov D. The internationalization of the Chinese yuan: The path to world currency status // *Society and economy*. 2021. № 8. P. 105-117. DOI: 10.31857/s020736760016143-6
155. Krasavina L.N. Reforms of world currency systems: a retrospective and topical analysis // *Money and credit*. 2017. № 4. P. 14-23.
156. Kudryashova I. V. Chinese yuan as a global currency: imperatives and reality / I. V. Kudryashova // *World economy and international relations*. – 2017. – T. 61. – № 9. – P. 36-44. DOI 10.20542/0131-2227-2017-61-9-36-44. - edn zfmgej.
157. Nozdrev S. V. Yuan and yen in the currency architecture of Asia / S. V. Nozdrev // *World economy and international relations*. – 2012. – № 7. – P. 41-50.
158. Alexander Orlov. What the inclusion of the yuan among reserve currencies means. 07.12.2015. URL: <http://www.vedomosti.ru/economics/blogs/2015/12/07/619937-yuanya-rezervnih-valyut.vedomosti.ru/economics/blogs/2015/12/07/619937-yuanya-rezervnih-valyut> (accessed: 02.04.2020)
159. A.P. Polivach. Five years of the yuan's inclusion in the SDR basket: results and prospects // *World economy and international relations*. 2021. T. 65. № 6. P. 59-70. DOI: 10.20542/0131-2227-2021-65-6-59-70
160. Potapov M.A., Kotlyarov N.N. China on global capital markets // *World economy and international relations*. 2021. T. 65. № 8. P. 81-89. DOI: 10.20542/0131-2227-2021-65-8-81-89
161. Sokolov B.I., Jiang Xuyan. Internationalization of the Renminbi: pros, cons, and consequences // *problems of modern economics*. 2017. № 3 (63). P. 56-60.
162. Sokolov B.I., Jiang Xuyan Market-Oriented Reform of the Yuan Exchange Rate: Organizational and Analytical Aspects. *Journal of Applied Economic Research*, 2023, Vol. 22, No. 1, 44-71. DOI: [doi.org/10.15826/vestnik.2023.22.1.003](https://doi.org/10.15826/vestnik.2023.22.1.003)
163. Sokolov B. I. Jiang Xuyan. Actual problems of managing the yuan transformation process into a world reserve currency / B. I. Sokolov, Xuyan Jiang // *Actual problems of management: productivity, efficiency, quality: proceedings of the international scientific and practical conference, Saint Petersburg, november 10, 2017*. – Saint Petersburg: Saint Petersburg State University press, 2017. – P. 45-48.
164. Subacci P. Currency development and governance transformation: China and the yuan / P.

- Subacci // Bulletin of international organisations: education, science, new economy. – 2017. – т. 12. – № 2. – P. 129-145.
165. Sutyurin S. F. Sutyurin, V. N. Kovalenko // Bulletin of St. Petersburg University. Economics. – 2016. – № 1. – P. 20-41.
166. Troshin N. N. Opportunities of cross-border borrowing of Russian companies in Asian capital markets / N. Troshin // Problems of national strategy. – 2016. – No. 2 (35). – P. 175-193.
167. Kholopov A.V. Currency exchange rate as an instrument of macroeconomic regulation / A.V. Kholopov // World economy and international relations. – 2004. – №12. – P.25-33. URL: [http://www.mgimo.ru/files2/2014\\_01/up93/file\\_649817d50ff689fee9e702fb7d24c40d.pdf](http://www.mgimo.ru/files2/2014_01/up93/file_649817d50ff689fee9e702fb7d24c40d.pdf) (accessed: 29.04.2021).
168. Jiang Xuyan. The transformation of the Renminbi into a global reserve currency // Problems of modern economics. – 2017. – № 1(61). – P. 152-155.
169. Jiang Xuyan. The relationship between monetary policy independence and foreign exchange policy // Competitiveness in the global world: economics, science, technology. – 2022. – № 11. – P. 294-298.
170. Trends of capital account management in the world and China. Vestnik Tomskogo gosudarstvennogo universiteta. Ekonomika // Tomsk State University Journal of Economics. – № 61. – P. 210-224.
171. Cherkasov V. Y. On the issue of international currency, yuan internationalisation and settlements in national currencies // ECO. – 2018. – № 9(531). – P. 128-146.
172. Shapovalov V. Internationalisation of the yuan // International processes. 2020. T. 18. № 3 (62). P. 85-95. DOI: 10.17994/it.2020.18.3.62.4

#### **Articles in Chinese**

173. Wen Jiandong. Connotation and expansion of capital account convertibility / Jiandong Wen // international financial studies. – 2001. – №7. – P. 21-25.
174. Wang Panpan. China-US trade frictions, economic policy uncertainty and yuan exchange rate volatility // World economic studies. – 2021. – № 7. – P. 75-92+136-137. DOI:10.13516/j.cnki.wes.2021.07.006
175. Ding Jianping. A study on the sustainability of the current Renminbi exchange rate mechanism /

- Jianping Ding // International financial studies. – 2003. – №5. – P. 48-55.
176. Yi Gang. Choice of exchange rate system / Gang Yi. – 2000. – №9. – P. 46-52.
177. Yi Gang, Tang Xian. Theoretical basis of the "Angular solution hypothesis" of the exchange rate regime / Gang Yi, Xian Tang // Financial research. – 2001. – №8. – P.5-17.
178. Department of investigation and statistics research group of PBC, Sheng Suncheng. Conditions for accelerating the opening of the capital account in China are ripe in principle / Suncheng Sheng // China finance. – 2012. – №5. – P. 14-17.
179. Lei Da, Zhao Yong. Calculating the degree of openness of China's capital account / Da Lei // Economic theory and economic management. – 2008. – №5. – p. 5-13.
180. Li Yanli, Guo Rong, Jia Wenqing. Investigating the asymmetric effects of Renminbi exchange rate on short-term international capital flows: based on the NARDL model // World economic research. – 2021. – № 3. – P. 80-94+135-136.
181. Lu Jian. Risk aversion, currency multiplier and the dilemma / Jian Lu // International financial studies. – 2017. – №6. – P. 3-12.
182. Lu Lingli, Qian Ming. Capital account opening measurement techniques: a comparison and synthesis / Lingli Lu // international financial studies. – 2011. – No. 8. – P. 41-49.
183. Liu Jinqun, Zhang Yiwang, Xu Ning. Capital account openness, monetary policy independence and exchange rate regime choice: a triadic paradox or a binary paradox? / Jinqun Liu // World economic research. – 2018. – No. 5. – p. 3 - 113.
184. Mao Dechuan. A study of the vast amounts of gold, silver and foreign exchange sent to Taiwan on the eve of the Guomintang's withdrawal from the mainland / Dechuan Mao // Military history. – 2009. – №2. – P. 74-75.
185. Sun Wenbing. Theoretical analysis and international comparison of currency market interventions / Wenbin Sun // World economy. – 1998. – №6. – P.42-50.
186. Song Ke, Zhu Sidi, Xia Le. Can bilateral currency swaps contribute to Renminbi internationalisation - and what is the impact of exchange rate marketisation // Industrial economics of China. – 2022. – № 7. – P. 25-43. DOI:10.19581/j.cnki.ciejournal.2022.07.018.
187. Xia Bin, Liao Qiang. Money supply is no longer suitable as an intermediate target for current monetary policy in China / Bin Xia // Economic research. – 2001. – No. 8. – p. 33-43.
188. Tian Tuo. Reflections on managing cross-border financial flows in the post-crisis era: a review of

- the IMF's policy framework for managing capital inflows / Tuo Tian // International financial studies. – 2011. – №8. – P. 50-55.
189. Wu Li. Currency unification before and after the founding of the People's Republic of China / Li Wu // Studies in contemporary Chinese history. – 1995. – №4. – P. 1-12.
190. Wu Nianlu, Yang Haiping, Chen Ying. On Renminbi convertibility and internationalisation / Nianlu Wu, Haiping Yang, Ying Chen // International financial studies. – 2009. – №11. – P. 4-12.
191. Zhenhong Fan. South Korea's financial crisis and a lesson for China / Zhenhong Fan // Dongyue discussion series. – 1998. – №5. – P. 58-62.
192. He Huigang. A study of sterilized intervention and monetary policy independence in China / Huigang He // Financial and economic research. – 2007. – №11. – P. 18-30.
193. Huang Zemin. On central bank's intervention policy in foreign exchange market / Zemin Huang // Journal of East China Pedagogical University (Philosophy and Social Sciences Press). – 1997. – №4. – P. 26-32.
194. Hu Zaiyong. An empirical study of monetary policy autonomy in China / Zaiyong Hu // Modern finance and economics. – 2010. – No. 1. – P. 48-57.
195. Jin Chaohui, Zhu Mengnan. Impact of Renminbi real exchange rate changes on export trade // International trade issues. – 2021. – № 5. – P. 143-160. DOI:10.13510/j.cnki.jit.2021.05.010.
196. Que Chengyu, Sun Xiaoxuan. The impact of Renminbi internationalization on cross-border capital flows - a heterogeneous study based on capital types and flows // International financial studies. – 2022. – № 4. – P. 67-77. DOI:10.16475/j.cnki.1006-1029.2022.04.007.
197. Jiang Boke, Zhu Yungao. Capital account opening study: an analytical framework based on internal and external equilibrium / Boke Jiang, Yungao Zhu // International financial research. – 2004. – №4. – P. 12-19.
198. Zhang Falin, Yang Mingzhen, Cui Yang. Country strategies for Renminbi internationalization and global monetary governance reforms // International economic and trade studies. – 2022. – № 2. – P. 100-112. DOI:10.13687/j.cnki.gjjmts.20220214.002.
199. Zhou Xiaochuan. Balanced exchange rate choices for large countries / Xiaochuan Zhou // 21st century economic report. - 2005-9-15.



200. Shen Zhihua. The basic situation of the Soviet Union's economic assistance to China in the first days of new China's founding (part 1) - archive from China and Russia / Zhihua Shen // Russian studies. – 2001. – №1. – p.53-66.
201. Yu Yongding, Zhang Ming. New international trends in capital controls and capital account liberalization / Yongding Yu, Ming Zhang // International economic review. – 2012. – №5. – P. 68-74+5-6.

#### Articles in English

202. Aglietta, M. Internalization of the Chinese currency // China Perspectives. – 2011. – № 3(87). – P.79-83.
203. Aizenman Joshua, Chinn D. Menzie, Ito Hiro. (2010) The emerging global financial Architecture: tracing and evaluating new patterns of the Trilemma configuration / Joshua Aizenman, D. Menzie Chinn, Hiro Ito // Journal of International Money and Finance. – 2010. – №6. – P. 615-641
204. Alexander Cobbam. Capital Account Liberalization and Poverty / Cobbam Alexander // Global Social Policy. – 2002. – № 2(2). – P. 163-188.
205. Beckworth David. (2015) China's Devaluation: Impossible Trinity, Deflationary Shocks, and Optimal Currency // Blocks Macro and Other Market Musings. – URL: <http://macromarketmusings.blogspot.ru/2015/08/impossible-trinity-deflationaryshocks.html>
206. Bowles, P., & Wang, B. Renminbi internationalization: A journey to where? // Development and Change. – 2013. – № 44(6). – P.1363-1385. DOI: dech.12058.
207. Chinn M D, Ito H. What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions / M D Chinn // Journal of development economics. – 2006. –Vol. 81, No. 1. – P. 163-192.
208. Chernilevskaya, K. E. (2021) Internationalization of Renminbi as a function of China's foreign exchange policy // RUDN Journal of Political Science. 2021. T. 23. №°2. P. 233-242
209. Clark, Peter B and MacDonald, Ronald R. (1998) Exchange Rates and Economic Fundamentals: A Methodological Comparison of BEERs and FEERs. International Monetary Fund Working Paper WP/98/67. Washington, DC, IMF.
210. Dornbusch R. Expectations and exchange rate dynamics / R. Dornbusch // Journal of political Economy. – 1976. – 84(6) – P. 1161-1176. URL:<http://jrxy.zjsu.edu.cn/jrxy/jssc/2902.pdf> (Дата обращения: 22.04.2021).

211. Eichengreen Barry, Kawai Masahiro. (2014) Issues for Renminbi Internationalization: An Overview / Social Science Research Network. – URL: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2382420](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2382420).
212. Fleming John Marcus. Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates / John Marcus Fleming // Staff Papers - International Monetary Fund. – 1962. – Vol. 9. – № 3. – P. 369-380. URL: <http://www.jstor.org/stable/3866091> (дата обращения: 24.02.2021).
213. Frankel Jeffrey. (2011) Historical Precedents for Internationalization of the RMB / Council on Foreign Relations. – URL: [http://i.cfr.org/content/publications/attachments/CGSIIGG\\_WorkingPaper17\\_Frankel.pdf](http://i.cfr.org/content/publications/attachments/CGSIIGG_WorkingPaper17_Frankel.pdf).
214. Frankel Jeffrey. (2015) If China Stops Manipulating, Its Currency Will Depreciate / Jeffrey Frankel's Blog. – URL: <http://www.jeffrey-frankel.com/2015/02/23/currencymanipulation-and-China/>.
215. Frankel J A. Experience of and lessons from exchange rate regime in emerging economies / Jeffrey A. Frankel // National Bureau of Economic Research. – 2003. – No. F3. URL: [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w10032/w10032.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w10032/w10032.pdf) (Дата обращения: 22.04.2021).
216. Frankel J A. No single currency regime is right for all countries or at all times / Jeffrey A. Frankel // National Bureau of Economic Research. – 1999. – No. w7338. URL: [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w7338/w7338.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w7338/w7338.pdf) (Дата обращения: 22.04.2021).
217. Harris Laurence R. (2009) Capital flows and policy in emerging-market economies / South African Reserve Bank. – URL: [http://www2.resbank.co.za/internet/Publication.nsf/LADV/C5EFA4CCEAB629044225760100341678/\\$File/Laurence+Harris.pdf](http://www2.resbank.co.za/internet/Publication.nsf/LADV/C5EFA4CCEAB629044225760100341678/$File/Laurence+Harris.pdf)
218. Hyoung-kyu C. (2013). Can the Renminbi rise as a global currency? The political economy of currency internationalization. *Asian Survey*, 53(2), 348-368.
219. International Monetary Fund (IMF). 2022. GDP based on PPP valuation of country GDP. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2022/October>.

220. Jiang Xuyan. Lessons and implications for the present of Chinese anti-crisis measures in 2015 // Academic Journal of Business & Management. – 2022. Volume 4, Issue 19. P.33-39. DOI: 10.25236/AJBM.2022.041905
221. Kurien, J., Geoxavier, B.Y. (2020). The Political Economy of International Finance: A Revised Roadmap for Renminbi Internationalization. Yale Journal of International Affairs. Retrieved April 5, 2021. – URL: <https://www.yalejournal.org/publications/the-political-economy-of-international-finance-a-revised-roadmap-for-Renminbi-internationalization>.
222. Marcel Fratzscher. The Euro Bloc, the Dollar Bloc and the Yean Bloc : How Much Monetary Policy Independence Can Exchange Rate Flexibility Buy in an Interdependent World? / Fratzscher Marcel // European Central Bank Working Paper. – 2002. – No. 154. – P. 1 - 43.
223. McKinnon, Ronald, Schnabl Gunther. (2009) China's financial conundrum and global imbalances / Bank for International Settlements. – URL: <http://www.bis.org/publ/work277.pdf>.
224. McKinnon, Ronald. China's Currency Conundrum. (2014) Chinadaily US Edition. – URL: [http://www.Chinadaily.com.cn/opinion/2014-04/17/content\\_17440304.htm](http://www.Chinadaily.com.cn/opinion/2014-04/17/content_17440304.htm) .
225. Mundell R A. A theory of optimum currency areas / R A. Mundell // The American economic review. – 1961. – No. 51(4) – P.657-665. URL: [http://www.sfu.ca/~kkasa/mundell\\_61.pdf](http://www.sfu.ca/~kkasa/mundell_61.pdf) (Дата обращения: 22.04.2021).
226. Mundell Robert. A. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates / Robert A. Mundell // The Canadian Journal of Economics and Political Science. – 1963. – Vol. 29, No. 4. – P. 475-485. URL: <http://www.jstor.org/stable/139336> (Дата обращения: 24.02.2021).
227. Nurkes, Ragnat. Conditions of International Monetary Equilibrium // In American Economic Association. Reading in the Theory of International Trade. – 1945. – P.3-34.
228. O'Neill Jim. (2015) Making Space for China / Project Syndicate. – URL: <http://www.project-syndicate.org/commentary/China-global-governance-by-jim-o-neil-2015-03>.
229. Obstfeld. How Integrated are World Capital Markets? Some New Tests // National Bureau of Economic Research. – 1986. NBER Working Papers 2075 URL: [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w2075/w2075.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w2075/w2075.pdf) (Дата обращения: 30.011.2022)

230. Okore Amah Okore, John Okey Onoh. The Impact of Capital Account Liberalization on Economic Growth in Nigeria / Amah Okore Okore, Okey Onoh John // *European Journal of Business and Management*. – 2013. – № 41(3). – P. 879-892.
231. Park Y.C., Song C.Y. (2011). Renminbi internationalization: prospects and implications for economic integration in East Asia. // *Asian Economic Papers*, 10 (3), 42-72.
232. Quinn, Dennis, Schindler, Martin, & Toyoda, Maria. Assessing measures of financial openness and integration // *IMF Economic Review*. – 2011. – 59(3). – P. 488–522
233. Rajan, Ramkishan S., Beverinotti, Javier. (2012) The real exchange rate, Sectoral allocation and development in China and East Asia: a simple exposition / Ramkishan S. Rajan, Javier Beverinotti // *Journal of International Development*. – 2012. – Vol. 24. – Issue 4. – P. 401-414.
234. Roach, Stephen S. (2014) The Return of the Renminbi Rant/ *Chinadaily US Edition*. – URL: [http://www.Chinadaily.com.cn/opinion/2014-05/05/content\\_17483207.htm](http://www.Chinadaily.com.cn/opinion/2014-05/05/content_17483207.htm).
235. Rey H. Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence / H. Rey // *National Bureau of Economic Research*. – 2015. – No. w21162. URL: <https://www.nber.org/papers/w21162> (Дата обращения: 22.04.2021).
236. Rey H. International channels of transmission of monetary policy and the Mundellian trilemma / H. Rey // *National Bureau of Economic Research*. – 2016. – No. w 21852. URL: <https://www.nber.org/papers/w21852> (Дата обращения: 22.04.2021).
237. Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework // Washington, DC: International Monetary Fund. – 2011. – February. – 97 p. URL: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411a.pdf>. (дата обращения: 22.10.2022).
238. Review of The Institutional View on The Liberalization and Management of Capital Flows // Washington, DC: International Monetary Fund. – 2022. – March 30. – 97 p. IMF policy paper Series No: PPEA2022008. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2022/03/29/Review-of-The-Institutional-View-on-The-Liberalization-and-Management-of-Capital-Flows-515883> (дата обращения: 22.10.2022).
239. Schindler M. Measuring financial integration: A new data set / M Schindler // *IMF Staff papers*. – 2009. – Vol. 56, No. 1. – P. 222-238.
240. Tamim Bayoumi, Barry Eichengreen. Exchange Rate Volatility and Intervention : Implications of the Theory of Optimum Currency Areas / Bayoumi Tamim // *Journal of International Economics*.

– 1998. –Vol. 45, No. 2. – P. 191 - 209.

241. The Liberalization and Management of Capital Flows—An Institutional View // Washington, DC: International Monetary Fund. – 2012. – November . – 48 p. URL <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>. (Дата обращения: 22.10.2022).

#### **Statistical compilations and reports**

242. Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions 2019. – Washington, DC: IMF, 2020. – 87 с.

243. Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions 2010. – Washington, DC: IMF, 2010. – 2873 с.

244. China financial market development report 2014. URL: [http://http://shanghai.pbc.gov.cn/eportal/filedir/image\\_public/userfiles/fzh\\_shanghai/upload/file/2014%e5%86%85%e6%96%87%e6%80%bb%e8%ae%ba.pdf](http://http://shanghai.pbc.gov.cn/eportal/filedir/image_public/userfiles/fzh_shanghai/upload/file/2014%e5%86%85%e6%96%87%e6%80%bb%e8%ae%ba.pdf). pbc.gov.cn/eportal/filedir/image\_public/userfiles/fzh\_shanghai/upload/file/2014%e5%86%85%e6%96%87%e6%80%bb%e8%ae%ba.pdf

245. Renminbi internationalisation report

246. Statistical yearbook of China / ed. National bureau of statistics. – Statistical press of China, 1983. – 593 p.

247. RMB Tracker. URL: [www.swift.com](http://www.swift.com)

#### **Manuscripts**

248. Li Ruoyang. A study of the impact of exchange rate system on monetary policy independence. Published by the graduate school of the chinese academy of social sciences. 2020. 114 p.

249. Zhang Qian. The effectiveness of China's foreign exchange market from exchange rate reform in 2005. Ed. by nanjing university of technology and engineering. 2012. 45 p.

#### **Internet resources and electronic databases**

250. The offshore yuan appreciated by more than 300 at the start of the opening amid new central bank policy. URL: <https://www.163.com/money/article/bdjnk3f3002533tm.html>

251. Central bank governor Yi Gang: The central bank is basically abandoning daily interventions in the foreign exchange market, the yuan's exchange rate flexibility is increasing. URL: [https://www.sohu.com/a/303486831\\_100160903](https://www.sohu.com/a/303486831_100160903) (accessed 01.04.2022)

252. At the central economic working conference seeks to balance the balance of payments in 2007  
 URL: [Http://http://finance.sina.com.cn/money/forex/20061207/20541086325.shtml.sina.com.cn/money/forex/20061207/20541086325.shtml](http://http://finance.sina.com.cn/money/forex/20061207/20541086325.shtml.sina.com.cn/money/forex/20061207/20541086325.shtml) (accessed 01.04.2022)
253. The People's Bank of China open market operations survey / The People's Bank of China . URL:  
[Http://http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125431/125463/2881199/index.html](http://http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125431/125463/2881199/index.html.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125431/125463/2881199/index.html)  
[1.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125431/125463/2881199/index.html](http://http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125431/125463/2881199/index.html) (accessed 22.04.2021).
254. The seventh working meeting of the national foreign exchange self-discipline mechanism was held in Beijing. URL:  
[Https://finance.sina.com.cn/China/gncj/2021-05-27/doc-ikmxzfm5034111.shtml](https://finance.sina.com.cn/China/gncj/2021-05-27/doc-ikmxzfm5034111.shtml) (accessed 01.04.2022)
255. Zhou Xiaochuan talks about the central bank's multi-purpose monetary policy framework / China first finance. URL: [Https://www.yicai.com/news/5033425.html](https://www.yicai.com/news/5033425.html) (accessed 22.04.2021).
256. Zhou Xiaochuan. 2015. Address to the international monetary and financial committee finance committee thirty-first meeting. URL :  
[Http://http://forex.stockstar.com/ig2015042400002903.shtml.stockstar.com/ig2015042400002903.shtml](http://http://forex.stockstar.com/ig2015042400002903.shtml.stockstar.com/ig2015042400002903.shtml) (accessed 22.10.2022)
257. Website of the People's Bank of China. URL: [Http://http://www.pbc.gov.cn/#.pbc.gov.cn/#](http://http://www.pbc.gov.cn/#.pbc.gov.cn/#)
258. Website of State of China institutions. URL: [Http://http://www.scopsr.gov.cn/.scopsr.gov.cn/](http://http://www.scopsr.gov.cn/.scopsr.gov.cn/)
259. Website of Shanghai headquarters of the People's Bank of China.  
 URL: [Http://shanghai.pbc.gov.cn/](http://shanghai.pbc.gov.cn/)
260. Website of China Securities Regulatory Commission. URL: [Http://www.csrc.gov.cn](http://www.csrc.gov.cn)
261. Website of Hong Kong Monetary Authority. URL:  
[Http://http://www.hkma.gov.hk/eng/index.shtml.hkma.gov.hk/eng/index.shtml](http://http://www.hkma.gov.hk/eng/index.shtml.hkma.gov.hk/eng/index.shtml)
262. Website of National Bureau of Statistics of the People's Republic of China.  
 URL: [Http://www.stats.gov.cn](http://www.stats.gov.cn)
263. Website of Customs Head Office of the People's Republic of China.  
 URL: [Http://www.customs.gov.cn/](http://www.customs.gov.cn/)
264. Website of China Foreign Exchange Trading System.  
 URL: [Https://www.Chinamoney.com.cn/chinese/](https://www.Chinamoney.com.cn/chinese/)

265. Website of the State Administration of Foreign Exchange of the PRC. URL:

[Http://www.safe.gov.cn](http://www.safe.gov.cn)

266. Wind financial terminals. URL:[Https://www.wind.com.cn/](https://www.wind.com.cn/)

267. Ceic database website. URL:

[Https://info.ceicdata.com/ceic-database-demo-request-social-media-cn](https://info.ceicdata.com/ceic-database-demo-request-social-media-cn)

268. Chinn-ito database website. URL: [Http://web.pdx.edu/~ito/chinn-ito\\_website.htm](http://web.pdx.edu/~ito/chinn-ito_website.htm)

269. Tianyancha website. URL:[Https://www.tianyancha.com/](https://www.tianyancha.com/)

## APPENDIX

**Appendix 3.1**

Year	Chinn&ito index	Schindler index
1984	0.164345175027847	
1985	0.164345175027847	
1986	0.164345175027847	
1987	0	
1988	0	
1989	0	
1990	0	
1991	0	
1992	0	
1993	0.164345175027847	
1994	0.164345175027847	
1995	0.164345175027847	
1996	0.164345175027847	1
1997	0.164345175027847	1
1998	0.164345175027847	1
1999	0.164345175027847	1
2000	0.164345175027847	1
2001	0.164345175027847	1
2002	0.164345175027847	1
2003	0.164345175027847	1
2004	0.164345175027847	1
2005	0.164345175027847	1
2006	0.164345175027847	1
2007	0.164345175027847	1
2008	0.164345175027847	1
2009	0.164345175027847	1



2010	0.164345175027847	1
2011	0.164345175027847	1
2012	0.164345175027847	1
2013	0.164345175027847	0.9
2014	0.164345175027847	0.8
2015	0.164345175027847	0.8
2016	0.164345175027847	0.9
2017	0.164345175027847	0.85
2018	0.164345175027847	
2019	0.164345175027847	

Compiled from: Chinn-Ito Database. URL: [http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito\\_website.htm](http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm) (accessed 30.10.2022)

Quinn, Dennis, Schindler, Martin, & Toyoda, Maria. Assessing measures of financial openness and integration // IMF Economic Review. – 2011. – 59(3). – P. 488–522

Schindler M. Measuring financial integration: A new data set // IMF staff papers. - 2009. - 56 (1) - P. 222-237.

Li Ruoyang. A study of the impact of exchange rate system on monetary policy independence. Published by the graduate school of the chinese academy of social sciences. 2020. 114 p.

## Appendix 3.2

## Results of diagnostics of collinearity of variables

Diagnosing collinearity										
Number	Eigenvalues	Condition index	Deviation coefficient							
			Intercept	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7
1	7.06580	1.00000	0.000029 31	0.000515 83	0.000055 15	0.00026 517	0.00046 108	0.00109	0.00040 696	0.00116
2	0.58581	3.47298	0.000115 34	0.000490 83	0.000165 88	0.00036 577	0.00413	0.01106	0.02665	0.02328
3	0.24455	5.37520	0.000075 61	0.000973 72	0.000089 25	0.01636	0.02009	0.01148	0.02038	0.08773
4	0.05353	11.48898	0.000378 42	0.00889	0.000949 70	0.00071 745	0.00724	0.69716	0.00188	0.43200
5	0.02540	16.67989	0.00134	0.66796	0.00378	0.04612	0.06478	0.25946	0.00952	0.12452
6	0.01585	21.11396	0.000035 19	0.29766	0.000019 68	0.21282	0.79497	0.01622	0.17547	0.03329
7	0.00804	29.65246	0.01944	0.02283	0.16443	0.43375	0.08133	0.000426 20	0.48312	0.27571
8	0.00103	82.84037	0.97859	0.000675 69	0.83051	0.28960	0.02700	0.00310	0.28257	0.02230

Calculated by the author.

## Appendix 3.3

## Results of stepwise regression analysis

Parameter estimation							
Variables	Degrees of freedom	Parameter estimation	Standard error	T-value	Pr.> t	Tolerance	Variance expansion
Intercept	1	6.45252	0.71634	9.01	<.0001	.	0
X3	1	4.02643	0.95618	4.21	<.0001	0.26806	3.73057
X4	1	-2.96396	1.06032	-2.80	0.0061	0.16543	6.04493
X6	1	7.12887	4.45754	1.60	0.1127	0.14621	6.83970
X7	1	-6.85964	1.99363	-3.44	0.0008	0.33703	2.96711

Calculated by the author.

## Appendix 3.4

## Results of analysis of variance

Analysis of variance					
Source	Degrees of freedom	Sum of squares	Middle square	F-value	Pr.>f
Model	4	59.31943	14.82986	49.69	< .0001
Error	107	31.93357	0.29844		107
Correction total	111	91.25301			

Calculated by the author.