

تحولات سیاستگذاری ارزی و پولی در چین



مرکز پژوهش‌ها
مجلس شورای اسلامی

شماره مسلسل: ۱۹۲۷۵

کد موضوعی: ۲۲۰

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش: تحولات سیاستگذاری ارزی و پولی در چین

نام دفتر: مطالعات اقتصادی (گروه پولی و بانکی)

تهیه و تدوین: امیرعباس حسامی

ناظران علمی: میثم خسروی، محمد جمور

مشاوران علمی خارج از مرکز: تیمور رحمانی، مجید شاکری

ویراستار ادبی: زهره عطاردی

واژه‌های کلیدی:

۱. سه‌گانه ناممکن
۲. رژیم ارزی
۳. ترازپرداخت
۴. حساب جاری
۵. حساب سرمایه
۶. مداخلات ارزی
۷. عقیم‌سازی
۸. استقلال سیاست پولی



تاریخ انتشار: ۱۴۰۲/۷/۸

به نام خدا

فهرست مطالب

۱.....	چکیده
۱.....	خلاصه مدیریتی
۳.....	مقدمه
۴.....	۱. تاریخچه دوره‌های ارزی چین
۵.....	۱-۱. عصر آغاز برنامه‌ریزی مرکزی (۱۹۷۸-۱۹۵۳)
۱۱.....	۱-۲. دور اول اصلاحات تجاری و ارزی (۱۹۹۳-۱۹۷۸)
۱۸.....	۱-۳. دور دوم اصلاحات ارزی (۱۹۹۷-۱۹۹۴)
۲۴.....	۱-۴. سیاست عدم کاهش ارزش یوان در سال ۱۹۹۸ (عطف اول)
۲۷.....	۱-۵. کنار گذاشتن پگ و پایه‌ریزی نرخ شناور مدیریت شده در سال ۲۰۰۵ (عطف دوم)
۳۱.....	۱-۶. جمع‌بندی بخش اول
۳۲.....	۲. بستر شکل‌گیری «تثلیث/سه‌گانه ناممکن» در چین
۳۲.....	۱-۲. مروری بر ادبیات نظری و تجربی
۴۰.....	۲-۲. وضعیت ترازپرداخت‌های چین (دو دهه اخیر)
۶۳.....	۲-۳. بهبود تدریجی ساختار بازار ارز (درجه انعطاف یوان)
۷۸.....	۲-۴. جمع‌بندی بخش دوم
۸۱.....	۳. چالش‌های مداخلات ارزی برای استقلال سیاست پولی در چین
۸۳.....	۳-۱. عقیم‌سازی مداخلات ارزی
۸۷.....	۳-۲. آثار مداخلات ارزی بانک مرکزی چین
۹۰.....	۳-۳. ابزارهای عقیم‌سازی مداخلات ارزی در چین
۹۸.....	۳-۴. روند تکامل سیاست پولی در چین
۱۰۵.....	۴. جمع‌بندی نهایی

پیوست‌ها

۱۰۷.....	۱. نمای کلی ثبت ردیف‌های ترازپرداخت
۱۰۸.....	۲. رویدادهای کلیدی در اصلاح نظام ارزی چین. (۲۰۰۳-۱۹۷۹)
۱۱۳.....	۳. ترازنامه بانک مرکزی چین (تریلیون یوان)
۱۱۴.....	۴. توزیع تعداد کشورها در رژیم‌های ارزی بر مبنای طبقه‌بندی صندوق بین‌المللی پول (IMF)
۱۱۵.....	۵. تغییرات کلیدی رژیم ارزی چین طی دو دهه اخیر (یوان به‌ازای یک دلار آمریکا)
۱۱۶.....	منابع و مأخذ

فهرست نمودارها

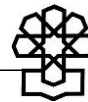
- نمودار ۱. نرخ رسمی مبادله یوآن و دلار آمریکا (۱۹۹۰-۱۹۵۲)..... ۶
- نمودار ۲. اجزای حساب جاری چین، ۱۹۷۹-۱۹۵۵..... ۱۱
- نمودار ۳. نظام چندنرخ ارز در چین ۱۹۹۴-۱۹۸۰..... ۱۳
- نمودار ۴. اجزای حساب جاری چین، ۱۹۹۵-۱۹۷۰..... ۱۵
- نمودار ۵. روند ورود سرمایه خارجی به چین، ۲۰۰۰-۱۹۷۹..... ۱۸
- نمودار ۶. ذخایر ارزی رسمی چین-مانده پایان دوره (۲۰۰۰-۱۹۸۹)..... ۲۱
- نمودار ۷. ترازپرداخت‌های چین، ۲۰۰۰-۱۹۷۹..... ۲۲
- نمودار ۸. اجزای دارایی حساب مالی چین، ۲۰۰۴-۱۹۹۰..... ۲۳
- نمودار ۹. اجزای بدهی حساب مالی چین، ۲۰۰۴-۱۹۹۰..... ۲۴
- نمودار ۱۰. توزیع رژیم‌های ارزی در کشورهای جهان-طبقه‌بندی لوی-ییتی و استورزنگر (۲۰۲۱-۱۹۷۴)..... ۳۸
- نمودار ۱۱. ترازپرداخت‌های چین-فصلی-میلیارد دلار (۲۰۲۲-۲۰۰۰)..... ۴۱
- نمودار ۱۲. خالص اجزای حساب جاری چین-فصلی-میلیارد دلار (۲۰۲۲-۱۹۹۸)..... ۴۲
- نمودار ۱۳. ناخالص اجزای حساب جاری چین-سالانه-میلیارد دلار (۲۰۲۲-۲۰۰۰)..... ۴۳
- نمودار ۱۴. شاخص آزادی حساب سرمایه (Chinn-Ito)..... ۴۷
- نمودار ۱۵. اجزای دارایی حساب مالی چین، ۲۰۲۲-۲۰۰۰..... ۴۸
- نمودار ۱۶. اجزای بدهی حساب مالی چین، ۲۰۲۲-۲۰۰۰..... ۴۹
- نمودار ۱۷. وضعیت خالص سرمایه‌گذاری بین‌المللی (NIIP) چین-مانده پایان دوره-تریلیون دلار..... ۵۰
- نمودار ۱۸. حجم سرمایه‌گذاری مصوب طی برنامه‌های سرمایه‌گذاری Q در چین-تجمعی پایان دوره..... ۵۳
- نمودار ۱۹. خالص جریان سالیانه پول داغ در چین (طبق تعریف اداره ملی آمار چین)-میلیارد دلار..... ۵۶
- نمودار ۲۰. درصد نوسانات روزانه نرخ بسته‌شدن یوآن (در برابر دلار آمریکا) نسبت به نرخ برابری مرکزی..... ۶۶
- نمودار ۲۱. نرخ روزانه یوآن در برابر دلار در بازار داخلی و فراساحلی در مقایسه با نرخ برابری مرکزی..... ۶۹
- نمودار ۲۲. نوسانات هفتگی یوآن نسبت به دلار در مقایسه با شاخص BIS، CFETS و DXY (Nov 2015=100)..... ۷۱
- نمودار ۲۳. میانگین گردش روزانه تراکنش‌های ارزی با حداقل یک‌طرف مبادله یوآن در کل جهان-میلیارد دلار-مبتنی بر بررسی‌های سه‌ساله بانک تسویه حساب‌های بین‌المللی (BIS) از بازارهای مشتقه و فرابورس (OTC) ارزی کشورها..... ۷۶
- نمودار ۲۴. نرخ ارز مؤثر واقعی و اسمی چین (۱۰۰=دسامبر ۲۰۰۷) بر مبنای شاخص تورم در محاسبه نرخ مؤثر واقعی و اوزان تجاری ۱۲۰ کشور. (Darvas (2021)..... ۷۹
- نمودار ۲۵. اجزای رشد سالیانه ذخایر (پایه پولی) چین (از سمت منابع)..... ۸۸
- نمودار ۲۶. خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی و بانک‌های چین..... ۹۰
- نمودار ۲۷. ترکیب سالیانه اوراق منتشر شده جدید در چین..... ۹۲
- نمودار ۲۸. اثر نسبت ذخیره قانونی و اسناد PBC در عقیق‌سازی..... ۹۵
- نمودار ۲۹. کریدور نرخ بهره در چین (درصد)..... ۱۰۴

فهرست جداول

- جدول ۱. مقایسه نرخ ارز رسمی چین و متوسط هزینه ملی برای کسب یک دلار آمریکا ۹
- جدول ۲. ویژگی‌های عملیاتی بازار ارز بین‌بانکی چین ۲۰
- جدول ۳. مقایسه تراز پرداخت‌های چین طی دو دوره ۱۹۹۸-۲۰۰۰ و ۲۰۰۱-۲۰۰۵ (میانگین سالیانه-میلیارد دلار) ... ۲۸
- جدول ۴. طبقه‌بندی IMF از ترتیبات ارزی کشورها ۳۸
- جدول ۵. حجم معاملات یوآن در برابر ارزهای خارجی سال ۲۰۲۲ در بازارهای ارز داخل چین ۷۴
- جدول ۶. ابزارهای بانک مرکزی چین برای عرضه ذخایر به سیستم بانکی غیر از عملیات بازار باز ۹۸
- جدول ۷. چارچوب سیاست پولی (رسمی و غیررسمی) در چین ۱۰۰
- جدول ۸. تغییرات سیاستگذاری نرخ بهره در چین طی ۲۰۱۹-۱۹۹۶ ۱۰۰

فهرست اشکال

- شکل ۱. چارچوب سیاست‌های کلان در مدیریت خروج سرمایه ارزی ۶۰
- شکل ۲. نمای شماتیک سه‌گانه ناممکن در چین ۸۰
- شکل ۳. آخرین چارچوب (رسمی و غیررسمی) انتقال نرخ بهره در چین ۱۰۳



تحولات سیاستگذاری ارزی و پولی در چین

چکیده

اگرچه برخی کنترل‌های حساب سرمایه و تخصیص سهمیه برای انتقال سرمایه، نرخ ارز مدیریت شده با اعلام نرخ مرکزی و رسمی ارز، اهداف کمی پولی و اعمال نفوذ شورای دولتی در سیاست‌های پولی و سایر مؤلفه‌های اقتصاد دستوری و کمی در چین هنوز مشاهده می‌شوند اما اصلاحاتی در مورد شناورتر کردن نرخ ارز و افزایش دامنه نوسان، کاهش تدریجی کنترل‌های ورودی و خروجی سرمایه (تسهیل در هر دو جهت جریان سرمایه)، تلاش برای جهانی‌سازی یوان، آزادسازی‌های نرخ بهره و توسعه ابزارهای مالی جهت اجرای سیاست‌های پولی نشان می‌دهد اقتصاد چین به‌طور جدی در حال گذار است. گذار چین از یک اقتصاد دستوری، برنامه‌ریزی و با اهداف کمی به یک اقتصاد مبتنی بر بازار در مباحث مداخلات ارزی و سیاست‌های پولی وابسته به این مداخلات، حاوی نکات تکنیکی متعددی برای اقتصادهای نوظهور و کمتر توسعه‌یافته است که می‌تواند در روند سیاستگذاری، طراحی و استخدام ابزارهای کنترل بازار پول و ارز به آنها کمک کند. در این گزارش سعی شده بر مبنای نظریه سه‌گانه ناممکن، ارتباط سیاست‌های ارزی و پولی در چین با تمرکز بر داده‌های دو دهه اخیر، تحلیل و توصیف شود.

خلاصه مدیریتی

بیان مسئله

شناخت اقتصاد کشور چین، به عنوان یکی از قدرت‌های اقتصادی جهان امری ضروری است. گزارش حاضر با تمرکز بر روند تغییرات پولی و ارزی به دنبال ارائه تصویری از تحولات اقتصادی چین از دریچه سیاست‌های پولی و ارزی این کشور است.

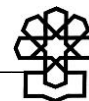
یافته‌های کلیدی

در میان اقتصادهای نوظهور چین بارزترین اقتصاد در حال گذار از سیاست‌های کنترل مقداری و دستوری به سیاست‌های کنترل قیمتی و بازاری است. این گذار در سه محور: ۱. وضعیت تراز پرداخت (اعم از حساب جاری و حساب مالی)، ۲. رژیم ارزی و ۳. استقلال سیاست پولی بر مبنای نظریه سه‌گانه ناممکن نکات تکنیکی متعددی برای اقتصادهای نوظهور و در حال توسعه‌ای چون ایران دارد. برخی ویژگی‌های اقتصاد چین مانند حساب جاری مثبت مزمین، مداخلات ارزی جهت جذب جریان‌های ارزی مازاد تراز پرداخت و به‌کارگیری ابزارهای پولی مختلف برای حفظ استقلال سیاست پولی در برابر مداخلات ارزی، برای کشورهایی با حساب جاری مثبت مزمین و حتی کشورهای نفتی هم اهمیت اجرایی دارد. اقتصادهایی که به دنبال شناورسازی نرخ ارز و کشف

نرخ بازاری آن متناسب با واقعیت‌های ترازپرداختی هستند و با چالش کاهش استقلال و کارایی سیاست‌های پولی در مقابل جریان‌های ارزی روبه‌رو هستند می‌توانند این مبحث را در دهه‌های اخیر چین دنبال کنند. از طرفی روندی که برای اصلاحات رژیم ارزی در چین به موازات اصلاحات بازار پول و حساب سرمایه طی شده، یک‌روند تدریجی و دوگانه ترکیبی از ابزارهای مختلف دستوری و بازاری است، لذا می‌تواند به کشورهایی که نسبت به اصلاحات ناگهانی و از بین رفتن ثبات مالی در خلال اصلاحات دفعی نگران هستند، مناسب باشد.

در این گزارش بر مبنای نظریه سه‌گانه ناممکن فلمینگ (۱۹۶۲) و ماندل (۱۹۶۳)، وضعیت رژیم ارزی، ترازپرداخت‌ها و استقلال سیاست‌های پولی با تأکید بر دو دهه اخیر مورد بررسی قرار گرفتند. مهم‌ترین چالش تداخل رژیم ارزی و سیاست‌های پولی طی دو دهه اخیر در چین، مداخلات ارزی بانک مرکزی و انباشت دارایی‌های خارجی در ترازنامه آن می‌باشد که عرضه پول و استقلال سیاست پولی را مخدوش می‌کند. مازاد مازمن ترازپرداخت چین از سمت حساب جاری و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI)، همچنین ورود ارز به شکل پول داغ به خصوص بین سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۰ و از طرفی انعطاف محدود نرخ ارز، بانک مرکزی را مجبور به مداخلات ارزی برای حفظ محدوده نوسان نرخ می‌کند. افزایش دامنه نوسان نرخ ارز و اجازه برای تقویت یوآن بین سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۴، اصلاح سازوکار بازار ارز و نرخ مرجع، توسعه بازارهای فراساحلی و تعریف کانال‌های خروج سرمایه برای سرمایه‌گذاران چینی (ساکنان مقیم) اقداماتی هستند که جهت کاهش نیاز به مداخلات ارزی (انباشت دارایی‌های خارجی بانک مرکزی) انجام شدند. در کنار اصلاحات رژیم ارزی و جریان سرمایه، بانک مرکزی چین متناسب با مداخلات ارزی و تغییر در عرضه ذخایر (پایه پولی)، از عملیات بازار باز (اعم از انتشار اسناد بانک مرکزی و عملیات ریپو) و افزایش فعال نسبت ذخیره قانونی برای عقیم‌سازی مداخلات ارزی استفاده نمود. از طرفی پس از سال ۲۰۱۷ اگرچه مداخلات بانک مرکزی در جهت انباشت دارایی‌های خارجی و تغییرات ترازنامه از طریق این کانال به شدت محدود شده است اما به نظر می‌رسد با توجه به افزایش اعتبارگیری بانک‌ها از بانک مرکزی، بانک‌های دولتی بزرگ از جانب بانک مرکزی در حال جذب مازاد ترازپرداخت هستند. این احتمال با افزایش دارایی‌های خارجی بانک‌ها تا حدود زیادی مطابقت دارد.

به نظر می‌رسد گام‌های چین در جهت افزایش انعطاف نرخ ارز و توسعه تراکنش‌های حساب سرمایه (حساب مالی) گام‌های مهمی برای تعدیل مازاد ترازپرداخت‌ها باشند هرچند این مازاد هنوز پابرجاست و نیاز به تغییر ساختار کلان در جهت ارتقای مصرف داخلی دارد. از طرفی اصلاحات سیاست‌های پولی به خصوص ارتقای ابزارهای قیمتی سیاست پولی مانند نرخ بهره در چین به جای استفاده از ابزارهای کمی و مقداری، اقداماتی برای آماده‌سازی زیرساخت‌های سیاست‌گذاری پولی و ارزی شبیه به اقتصادهای توسعه‌یافته است. با توجه به عملکرد مثبت اقتصاد کلان چین طی دو دهه اخیر، این تردید ایجاد می‌شود که آیا واقعاً این نظام چندگانه از ترکیب ابزارها و تکنیک‌های متعارف و غیرمتعارف، یک الگوی جدید اقتصادی ارائه می‌کند و یا صرفاً اقتصاد در حال گذار چین مستلزم ایجاد چنین ترکیبی می‌باشد؟ هرچند در سخنان مقامات چینی، از یک‌طرف این نظام چندگانه از الزامات یک اقتصاد در حال گذار معرفی می‌شود (نه یک الگوی مجزا) و از طرفی برخی تحلیل‌گران می‌گویند اگرچه برخی از جنبه‌های سیاست پولی در چین مشابه اقتصادهای پیشرفته شده‌اند، اما با توجه به پیکربندی نهادی چین و مدل ترجیحی توسعه اقتصادی، هم‌گرایی با



اقتصادهای توسعه‌یافته نه محتمل است و نه حتی مورد نظر مقامات این کشور می‌باشد که البته راستی‌آزمایی این گزاره از حیث کارشناسی امکان‌پذیر نیست.

پیشنهاد راهکارهای تقنینی، نظارتی یا سیاستی

توسعه و قدرت اقتصادی چین و به تبع آن افزایش قدرت این کشور در معادلات بین‌المللی موجب شده تا اهمیت مطالعه تحولات اقتصادی این کشور دوچندان شود. از این رو، شناخت اقتصاد این کشور، به عنوان اصلی‌ترین شریک تجاری و یکی از مهمترین بازیگران حوزه سیاست، امری ضروری است. بررسی روند تحولات سیاست‌گذاری پولی و ارزی این کشور در گزارش، بینش خوبی از تجربیات این کشور در حوزه اقتصاد پولی، بین‌الملل و توسعه ارائه کرده و از آسیب‌های احتمالی ناشی عدم لحاظ تفاوت‌های ایران و چین در امر سیاست‌گذاری، جلوگیری می‌کند.

مقدمه

در میان اقتصادهای نوظهور (EM)^۱ چین بارزترین اقتصاد در حال گذار از سیاست‌های کنترل مقداری و دستوری به سیاست‌های کنترل قیمتی و بازاری است. این گذار در سه محور ۱. وضعیت ترازپرداخت (اعم از حساب جاری و حساب مالی)، ۲. رژیم ارزی و ۳. استقلال سیاست پولی بر مبنای نظریه سه‌گانه ناممکن فلمینگ (۱۹۶۲)^۲ و ماندل (۱۹۶۳)^۳، نکات تکنیکی متعددی برای اقتصادهای نوظهور و در حال توسعه دارد. برخی ویژگی‌های اقتصاد چین مانند حساب جاری مثبت مزمن، مداخلات ارزی جهت جذب جریان‌های ارزی مازاد ترازپرداخت و به‌کارگیری ابزارهای پولی مختلف برای حفظ استقلال سیاست پولی در برابر مداخلات ارزی، برای کشورهایی با حساب جاری مثبت مزمن و حتی کشورهای نفتی هم اهمیت اجرایی دارد. اقتصادهایی که به دنبال شناورسازی نرخ ارز و کشف نرخ بازاری آن متناسب با واقعیت‌های ترازپرداختی هستند و با چالش کاهش استقلال و کارایی سیاست‌های پولی در مقابل جریان‌های ارزی روبه‌رو هستند می‌توانند این مبحث را در دهه‌های اخیر چین دنبال کنند. از طرفی روندی که برای اصلاحات رژیم ارزی در چین به موازات اصلاحات بازار پول و حساب سرمایه طی شده، یک روند تدریجی و دوگانه ترکیبی از ابزارهای مختلف دستوری و بازاری است، لذا می‌تواند به کشورهایی که نسبت به اصلاحات ناگهانی و از بین رفتن ثبات مالی در خلال اصلاحات دفعی نگران هستند، مناسب باشد.

مهم‌ترین چالش تداخل رژیم ارزی و سیاست‌های پولی طی دو دهه اخیر در چین، مداخلات ارزی بانک مرکزی و انباشت دارایی‌های خارجی در ترازنامه آن می‌باشد که عرضه پول و استقلال سیاست پولی را مخدوش می‌کند. مازاد مزمن ترازپرداخت چین از سمت حساب جاری و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI)، همچنین ورود ارز به شکل پول داغ به‌خصوص بین سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۰ و از طرفی انعطاف محدود نرخ ارز، بانک مرکزی را مجبور به مداخلات ارزی برای حفظ محدوده نوسان نرخ می‌کند. افزایش دامنه نوسان نرخ ارز و اجازه برای تقویت یوآن بین سال‌های

1. Emerging Market Economies
2. Fleming (1962, pp. 369-379).
3. Mundell (1963, pp. 475–485).

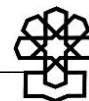
۲۰۰۵ تا ۲۰۱۴، اصلاح سازوکار بازار ارز و نرخ مرجع، توسعه بازارهای فراساحلی و تعریف کانال‌های خروج سرمایه برای سرمایه‌گذاران چینی (ساکنان مقیم) اقداماتی هستند که جهت کاهش نیاز به مداخلات ارزی (انباشت دارایی‌های خارجی بانک مرکزی) انجام شدند. در کنار اصلاحات رژیم ارزی و جریان سرمایه، بانک مرکزی چین متناسب با مداخلات ارزی و تغییر در عرضه ذخایر (پایه پولی)، از عملیات بازار باز (اعم از انتشار اسناد بانک مرکزی و عملیات ریپو) و افزایش فعال نسبت ذخیره قانونی برای عقیم‌سازی مداخلات ارزی استفاده نمود. از طرفی پس از سال ۲۰۱۷ اگرچه مداخلات بانک مرکزی در جهت انباشت دارایی‌های خارجی و تغییرات ترازنامه از طریق این کانال به شدت محدود شده است اما به نظر می‌رسد با توجه به افزایش اعتبارگیری بانک‌ها از بانک مرکزی، بانک‌های دولتی بزرگ از جانب بانک مرکزی در حال جذب مازاد ترازپرداخت هستند. این احتمال با افزایش دارایی‌های خارجی بانک‌ها تا حدود زیادی مطابقت دارد.

به نظر می‌رسد گام‌های چین در جهت افزایش انعطاف نرخ ارز و توسعه تراکنش‌های حساب سرمایه (حساب مالی) گام‌های مهمی برای تعدیل مازاد ترازپرداخت‌ها باشند هرچند این مازاد هنوز پابرجاست و نیاز به تغییر ساختار کلان در جهت ارتقای مصرف داخلی دارد. از طرفی اصلاحات سیاست‌های پولی به خصوص ارتقای ابزارهای قیمتی سیاست پولی مانند نرخ بهره در چین به جای استفاده از ابزارهای کمی و مقداری، اقداماتی برای آماده‌سازی زیرساخت‌های سیاستگذاری پولی و ارزی شبیه به اقتصادهای توسعه‌یافته است. اما ساختار نهادی و سیاسی چین بر اصلاحات پولی و اقدامات بانک مرکزی هنوز غلبه دارد.

در بخش اول این گزارش، تاریخچه سیاست‌های ارزی چین از ۱۹۵۳ تا سال ۲۰۰۵ در پنج دوره کلیدی مرور می‌شود. بخش دوم بعد از مرور ادبیات نظری و تجربی سه‌گانه ناممکن، وضعیت ترازپرداخت‌های چین از دو سمت حساب جاری و حساب مالی (کنترل‌های حساب سرمایه) مورد بررسی قرار می‌گیرد. بهبود تدریجی ساختار بازار ارز (افزایش انعطاف نرخ ارز) متناسب با کاهش مداخلات مستقیم در بازار ارز و جهانی‌سازی یوان در آخرین مباحث از بخش دوم مرور می‌شود. بخش سوم و پایانی به چالش‌های استقلال سیاست پولی در مقابل جریان‌ها و مداخلات ارزی اختصاص دارد. به این صورت که ابتدا مباحث مداخلات ارزی و عقیم‌سازی آنها مطرح می‌شود. پس از آن مداخلات ارزی در چین طی دو دهه اخیر به همراه ابزارهای عقیم‌سازی مورد بررسی قرار می‌گیرد. در نهایت روند تکامل سیاست پولی در چین توصیف می‌گردد.

۱. تاریخچه دوره‌های ارزی چین

مرور روند تحولات ارزی چین در دوره‌های مختلف به شناخت وضعیت فعلی بازار ارز این کشور کمک می‌کند. این تحولات شامل ترتیبات نهادی در سیاستگذاری ارزی، وضعیت ترازپرداخت‌ها و رژیم عملیاتی ارزی در هر دوره است. شروع تاریخچه ارزی چین در این گزارش از دوره ظهور اقتصاد برنامه‌ریزی متمرکز بعد از قدرت گرفتن حزب کمونیست



می‌باشد. در واقع تأسیس بانک مردمی (مرکزی) چین (PBC)^۱ و اولین دور انتشار و معرفی رنمینبی^۲ (یوان)^۳ به‌عنوان «واحد پول مردمی»^۴ مربوط به همین زمان است.

دوره‌های ارزی در اینجا شامل پنج دوره می‌شود که عبارتند از: ۱. عصر برنامه‌ریزی متمرکز (۱۹۷۹-۱۹۵۳)؛ ۲. دور اول اصلاحات تجاری و ارزی (۱۹۷۹-۱۹۹۲)؛ ۳. دور دوم اصلاحات تجاری و ارزی (۱۹۹۷-۱۹۹۴)؛ ۴. نقطه عطف اول مبنی بر عدم کاهش ارزش یوان (۱۹۹۸) و ۵. نقطه عطف دوم مبنی بر کنار گذاشتن پگ ارزی و پایه‌ریزی نرخ شناور مدیریت شده (۲۰۰۵).

از آنجا که وضعیت سیاستگذاری ارزی چین در دو دهه اخیر اهمیت ویژه‌ای دارد، تمرکز محوری گزارش حاضر، مربوط به دوره پنجم از دوره‌های ارزی چین است و در بخش‌های بعدی، به این دوره، مفصل‌تر پرداخته می‌شود.^۵

۱-۱. عصر آغاز برنامه‌ریزی مرکزی^۶ (۱۹۷۸-۱۹۵۳)^۷

نرخ رسمی^۸ یوان برای اولین بار در تیانجین در ۱۸ ژانویه ۱۹۴۹ اعلام شد.^۹ بین سال‌های ۱۹۴۹ و مارس ۱۹۵۰، نرخ مبادله یوان اغلب در پاسخ به تورم داخلی تعدیل می‌شد، به طوری که از ژانویه ۱۹۴۹ تا فوریه ۱۹۵۲، ۵۲ بار یوان کاهش ارزش داشته است. با این حال، پس از مارس ۱۹۵۱، تا حدی به دلیل شروع گذار کشور به یک اقتصاد برنامه‌ریزی مرکزی و تا حدی به دلیل جنگ کره، نرخ یوان توسط سیاستگذار ارزی نسبتاً تثبیت شده بود. از سال ۱۹۵۵، زمانی که چین گذار خود را به یک اقتصاد برنامه‌ریزی مرکزی کامل کرد،^{۱۰} عملاً هیچ تعدیلی در نرخ رسمی تا اوایل دهه ۱۹۷۰ رخ نداد اما به تدریج تا آستانه اصلاحات اولیه اقتصادی در سال ۱۹۷۸، رنمینبی تا حدود ۱.۶۸ یوان به‌ازای یک دلار تقویت شده بود^{۱۱} (نمودار ۱).

1. People's Bank of China

2. Renminbi (RMB).

۳. «یوان» واحد شمارش رنمینبی است. در ادامه متن برای سهولت به‌جای استفاده از کلمه رنمینبی، از یوان به‌عنوان واحد پول چین استفاده می‌شود.

4. People's Currency

۵. برای مطالعات تکمیلی این سرفصل، مراجعه کنید به فصل ۱۰ کتاب «The Rise of the People's Bank of China». همچنین مراجعه کنید به فصل ۲ کتاب «Foreign trade and economic reform in China, 1978-1990».

6. Central Planning

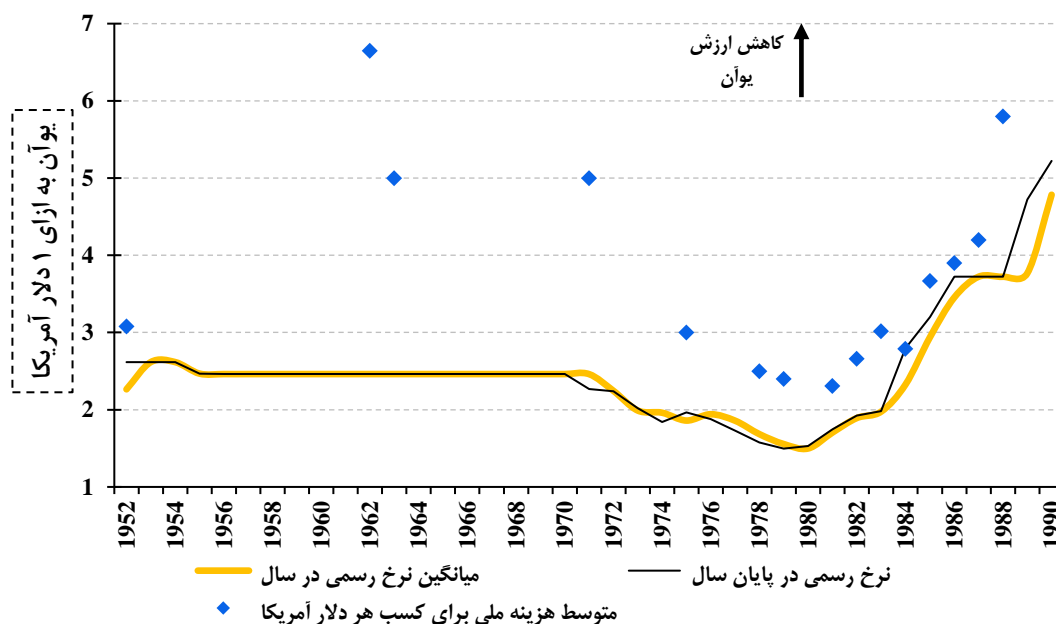
۷. برای مطالعه کامل‌تر این دوره مراجعه کنید به: (Lardy (1992)؛ همچنین برای شناخت بهتر نهادهای نظام برنامه‌ریزی در چین مراجعه کنید به: Donnithorne (1964).

8. Official Exchange Rate

۹. نرخ رسمی یوان بین سال‌های ۱۹۴۹ تا ۱۹۵۲، به دلیل تغییرات مکرر نرخ ارز، در منابع مختلف پژوهشی ذکر نشده است.
۱۰. هنگامی که حزب کمونیست در چین به قدرت رسید، استراتژی توسعه و نهادهای اقتصادی و سیاسی خود را از اتحاد جماهیر شوروی، تنها الگوی کشور بزرگ کمونیستی موجود، اقتباس کرد. (Shirk (1994, p. 8).

11. Lin and Schramm (2003, p. 250).

نمودار ۱. نرخ رسمی مبادله یونان و دلار آمریکا (۱۹۵۲-۱۹۹۰)



Source: Lardy (1992, pp. 148-149).

رویکرد تجاری چین در دوره برنامه‌ریزی مرکزی، درون‌گرا و یک نمونه بارز از رژیم جایگزینی واردات^۱ بود. در برنامه صنعتی‌سازی چین تحت برنامه‌ریزی مرکزی، کلیه فعالیت‌های واردات و صادرات کشور تحت کنترل دولت بود.^۲ برنامه‌ریزان دولتی طی ۱۹۷۸-۱۹۵۳، برنامه تجارت خارجی را متناسب با الزامات برنامه اقتصادی ملی و در دسترس بودن منابع صادراتی تدوین می‌کردند و رویکرد ابتدایی، پوشش بازارهای مصرفی داخلی بود و نه صادرات. هدف از واردات در درجه اول غلبه بر تنگناها و حفظ سطح سرمایه‌گذاری به دلیل ظرفیت محدود تولید داخلی بود. صادرات عمدتاً، به‌عنوان وسیله‌ای برای تأمین مالی واردات کالاهای مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری و افزایش تولیدات صنعتی تلقی می‌شد. بنابراین محدودیت‌های واردات برای حمایت از صنایع داخلی وضع می‌شدند اما اگر برای حفظ سطح سرمایه‌گذاری نیاز به واردات خطوط تولید و کالاهای سرمایه‌ای وجود داشت (با فرض محدودیت تکنولوژی و تولید داخل)، مجوزهای واردات طبق برنامه مرکزی صادر می‌شد. برای حمایت از صنایع و حفظ سطح سرمایه‌گذاری صنعتی، قیمت‌های داخلی توسط دولت تعیین می‌شد و معمولاً ارتباطی با قیمت‌های جهانی یا کمبودهای واقعی (یعنی سطح عرضه و تقاضا) نداشت.^۳

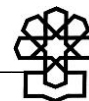
تا سال ۱۹۵۶، تعداد معدودی از شرکت‌های غیردولتی که در تجارت خارجی باقی‌مانده بودند، ملی شدند و تجارت خارجی چین به انحصار کامل دولت مرکزی درآمد و تا قبل از اصلاحات ۱۹۷۸، تجارت خارجی عمدتاً به‌شکل سهمیه‌ای

1. Import Substitution

۲. جایگزینی واردات در واقع یک استراتژی انتقالی توسعه است که هدف آن تحریک سرمایه‌گذاری برای تولید کالا (عموماً صنعتی) در داخل کشور است. اقتصادی که از نظر فناوری ضعف دارد در این استراتژی تلاش می‌کند با مداخله دولت در قیمت‌های بازاری، ایجاد محدودیت‌های تجاری، سرمایه‌گذاری در صنایع مختلف را برای مصرف بازار داخلی یا صادراتی، تحریک کند. مکانیسم‌های انگیزشی برای استراتژی جایگزینی واردات در اقتصادهای سوسیالیستی و سرمایه‌داری، در مراحل مختلف ممکن است متفاوت باشد. در اقتصادهای سوسیالیستی هدایت سرمایه‌گذاری از طریق برنامه‌ریزی مرکزی، استفاده از تکنولوژی وارداتی از سایر کشورها (مانند واردات خط تولید از شوروی توسط چین) در بخش دولتی پررنگ‌تر می‌باشد. برای مطالعه بیشتر مراجعه کنید به:

Felix (1989, p. 1455).

3. Lin and Schramm (2003, p. 249).



در انحصار تعداد انگشت شماری از «شرکت‌های بازرگانی خارجی دولتی»^۱ بود.^۲ این سیستم انحصاری به‌منظور کمک به محافظت در برابر شوک‌های خارجی و اطمینان از اینکه دولت مرکزی می‌تواند از منابع ارزی کشور استفاده کند، ایجاد شد. در یک اقتصاد برنامه‌ریزی مرکزی مانند چین در دهه ۱۹۵۰، که بر توسعه صنایع سنگین به‌جای کالاهای مصرفی تأکید می‌شد، تقاضای مازاد برای ماشین‌آلات، تجهیزات و مواد خام صنعتی و کالاهای واسطه‌ای مانند محصولات فولادی رایج بود. برنامه‌ریزان به‌جای کاهش تقاضای نهایی برای این کالاهای واسطه‌ای، که در بیشتر موارد به‌معنای کاهش سطح سرمایه‌گذاری بود، به‌دنبال استفاده از واردات برای افزایش عرضه کالاهای بادوام بودند.^۳

آخرین ویژگی، که شالوده مالی سیستم تجارت خارجی پیش از اصلاحات چین را فراهم کرده بود، حسابداری متمرکز بود. براساس این سیستم، تمام درآمدهای ارزی صادرکنندگان داخلی به دولت تسلیم می‌شد.^۴ از آنجا که امکان دارد در یک سیستم دو یا چندبخشی ارز، شرکت‌ها و افرادی که از طریق فعالیت‌های صادراتی درآمد ارزی دارند یا به‌طریق دیگری مالک ارز هستند، تمایلی به فروش ارز به قیمت پایین‌تر و تعیین شده توسط دولت را نداشته باشند، بنابراین، قانون چین، از اوایل سال ۱۹۵۰، ایجاب می‌کرد تمامی دارایی‌های ارز خارجی، از جمله درآمدهای ارزی صادرکنندگان داخلی، دارایی‌های چینی‌های خارج از کشور، مسافران خارجی، سفارت‌ها و نمایندگی‌های خارجی، نزد بانک چین، به‌عنوان تنها بانکی که مجاز به معامله ارز است، سپرده‌گذاری شود. برداشت این وجوه در داخل چین تنها پس از تبدیل ارز خارجی به یوان با نرخ ارز رسمی امکان‌پذیر بود. عرضه ارز به‌صورت بوروکراتیک توسط بانک چین برای استفاده‌های اولویت‌بندی شده توسط دولت از طریق فرایند برنامه‌ریزی تخصیص داده می‌شد.^۵

در این دوره طبق قانون، شرکت‌های بازرگانی خارجی دولتی (FTCs) موظف بودند تمام سود خود را به بودجه مرکزی تسلیم کنند. از آنجا که بسیاری از قیمت‌های داخلی و نرخ ارز طی این دوره تثبیت شده بود، برای شرکت‌های بازرگانی امکان سود یا زیان طی فرایند تجارت فراهم بود. زمانی که قیمت‌های داخلی از قیمت‌های جهانی پایین‌تر باشد خرید داخلی و صادرات کالاها طبق برنامه و سهمیه و از طرفی فروش ارز به نرخ رسمی به دولت، می‌تواند سودی در ترازنامه شرکت دولتی ایجاد کند و برعکس زمانی که قیمت داخلی و هزینه‌های صادرات از قیمت‌های صادراتی در بازارهای جهانی بالاتر می‌بود، صادرات متحمل زیان می‌شد. البته اگر بخش تجارت خارجی در عملیات تجاری خود متحمل زیان می‌شد، دولت به‌طور خودکار طبق برنامه از طریق بودجه مرکزی زیان را پوشش می‌داد.^۶

1. State-Owned Foreign Trade Companies (FTCs)

۲. فقط وزارت بازرگانی و دوازده شرکت تجاری آن مجاز به شرکت در فعالیت‌های تجاری بودند. (Shirk (1994, p. 8).
۳. وزیر بازرگانی خارجی در سال ۱۹۵۵ می‌گوید: «صادرات برای واردات است و واردات برای صنعتی شدن کشور سوسیالیستی است». همچنین مدیر دفتر واردات وزارتخانه در سال ۱۹۵۵ تصریح کرد که «هدف از واردات بیشتر تجهیزات صنعتی از اتحاد جماهیر شوروی این است که اساس استقلال صنعتی چین را پایه‌گذاری کند تا در آینده چین بتواند تمام کالاهایی که به آن نیاز دارد را تولید کند و مجبور نباشد به واردات از خارج متکی باشد» به ندرت یک استراتژی جایگزینی واردات به این صراحت بیان شده است.

Lardy (1992, pp. 16-19)

چین برای بیش از ۴۰ درصد از کل کالاهای بادوام مورد استفاده در سال ۱۹۵۷ به واردات متکی بود. این رقم تا سال ۱۹۶۵ به ۱۰ درصد و تا سال ۱۹۷۳ تنها به ۸ درصد کاهش یافت. (Lardy (1992, p. 31)

4. Lin and Schramm (2003, p. 249)

5. Lardy (1992, pp. 16-27)

۶. از آنجایی که نرخ رسمی ارز نسبت به قیمت واردات و صادرات بیش از حد ارزش‌گذاری شده بود، دولت به‌طورکلی می‌توانست از مازاد درآمد واردات برای تأمین مالی زیان صادرات استفاده کند. در نتیجه، بودجه بخش بازرگانی خارجی در بیشتر سال‌ها قبل از اصلاحات سال ۱۹۷۹ دارای مازاد بود. به‌عنوان مثال، در طول ۲۸ سال بین ۱۹۵۳ و ۱۹۸۰، بودجه بخش بازرگانی به‌مدت ۱۹ سال مازاد و تنها ۹ سال کسری داشت.

از جنبه نهادی کمیسیون برنامه‌ریزی دولتی (SPC)^۱ به‌عنوان هسته مرکزی تصمیم‌سازی قرار داشت.^۲ وزارت بازرگانی خارجی (MOFT)^۳ مسئول اجرای برنامه‌های تجارت خارجی بود که توسط کمیسیون برنامه‌ریزی دولتی تهیه شده بود و فرایند تجارت از طریق مدیریت شرکت‌های بازرگانی خارجی دولتی (FTCs) تحت انحصار دولت انجام می‌شد. زیان‌هایی که شرکت‌های بازرگانی خارجی دولتی به‌دلیل یوآن بیش از حد ارزش‌گذاری شده متحمل می‌شدند، برای وزارت بازرگانی نگران‌کننده نبود، زیرا آنها همیشه توسط یارانه‌های مالی از طرف وزارت اقتصاد (MOF)^۴ و همچنین بانک‌های دولتی طبق بودجه بخش بازرگانی پوشش داده می‌شدند. بنابراین، وزارت بازرگانی و وزارت اقتصاد علاقه کمتری به تعیین نرخ ارز داشتند. اگرچه بودجه دولتی باید زیان صادرکنندگان را به‌دلیل ارزش‌گذاری بیش از حد یوآن جبران می‌کرد، اما اگر پوشش داده نمی‌شد، با مازاد واردات جبران می‌شد. در این دوره بانک مرکزی چین (PBC) تأثیر محدودی بر مسائل کلان اقتصادی از جمله سیاست نرخ ارز داشت و تابع وزارت اقتصاد بود و هیچ اختیار مستقلی در تعیین نرخ ارز نداشت. وظیفه اصلی بانک مرکزی در حوزه ارز، تسویه و نظارت بر معاملات تجارت خارجی از طریق بانک چین (BOC)^۵ بود که قبل از اصلاحات تحت مدیریت بانک مرکزی قرار داشت.^۶

زمانی که اقتصاد برنامه‌ریزی مرکزی در چین پایه‌ریزی شد، سیاست‌هایی مانند تثبیت قیمت‌ها به‌منظور توسعه صنعتی، اقتصاد دولتی، انحصار دولتی در تجارت، حسابداری متمرکز و سیاست جایگزینی واردات^۷ به‌عنوان مزایای یک اقتصاد برنامه‌ریزی ترویج می‌شدند. اما به‌تدریج با رسیدن به اواخر دهه ۱۹۷۰ و با آشکارتر شدن برخی کاستی‌ها، این نظام مورد انتقاد دنگ شیائوپینگ^۸ (رهبر اصلی در مراحل اولیه اصلاحات) قرار گرفت. یک مشکل اساسی این بود که معاملات تجارت خارجی در اوایل دهه ۱۹۶۰ دیگر سودآور نبود و وزارت بازرگانی خارجی مجبور شد برای دریافت یارانه‌های مالی مستقیم از طریق بودجه دولت با برنامه‌ریزان مذاکره کند.^۹ در سال‌های مختلفی پس از ۱۹۶۲ زیان‌های صادرات تکرار می‌شد تا جایی که در سال ۱۹۷۹، زمانی که سیستم تجارت خارجی دوباره به‌حالت قرمز درآمد، شرکت‌های بازرگانی خارجی بدون استثنا اجازه نداشتند کالاهایی را صادر کنند که بیش از ۷۰ درصد متحمل ضرر می‌شدند و حتی ضرر صادرات در برخی کالاها از ۷۰ درصد فراتر می‌رفت.^{۱۰} در همان سال متوسط هزینه ملی برای کسب

1. State Planning Commission

۲. در نوامبر ۱۹۵۲، پس از اینکه اعلام شد اولین برنامه پنج‌ساله قرار است در سال بعد آغاز شود، کمیته برنامه‌ریزی دولتی تشکیل شد اما با تصویب قانون اساسی جدید در سال ۱۹۵۴، این کمیته به کمیسیون برنامه‌ریزی دولتی زیر نظر شورای ایالتی تبدیل شد. برای جزئیات بیشتر در مورد شکل‌گیری این نهادها مراجعه کنید به: Donnithorne (1964).

3. Ministry of Foreign Trade

4. Ministry of Finance

5. Bank of China

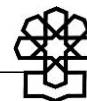
6. Bell and Feng (2013, pp. 210-212).

۷. کامینگز (۱۹۷۹) استدلال می‌کند که استراتژی جایگزینی واردات با انشعاب چین و شوروی در سال ۱۹۶۰ متوقف شد، اما لاردی (۱۹۹۲) می‌گوید این استراتژی تا سال ۱۹۷۹، ادامه داشته است (Lardy (1992, p. 312).

8. Deng Xiaoping

۹. در این دوره هدف از تثبیت نرخ ارز و قیمت نهاده‌های تولید این بود که تولیدات صنعتی از طریق تغییر قیمت کالاهای وارداتی دچار آسیب نشود. در این نظام سعی می‌شد هزینه تولید با کنترل قیمت کالاهای وارداتی ثابت باشد اما باز هزینه تولید باثبات نمی‌ماند و در برخی سال‌ها به‌طور چشمگیری هزینه‌های صادراتی شرکت‌های بازرگانی خارجی دولتی (FTCs) را افزایش می‌داد؛ اما درآمدهای صادراتی شرکت‌های بازرگانی دولتی به‌دلیل تثبیت نرخ ارز نمی‌توانست به سرعت افزایش یابد. (جدول ۱)

۱۰. از آنجاکه شرکت‌های بازرگانی خارجی دولتی (FTCs) موظف بودند طبق برنامه، مازاد مصرف داخل را صادر و حجم سهمیه صادراتی خود را محقق کنند، در موافقی حتی با زیان، کالاها را از داخل خریداری و صادرات می‌کردند. به همین دلیل ممنوعیت صادرات کالا با سقف ۷۰ درصد زیان، وضع شد.



یک دلار آمریکا^۱ ۲.۴ یوان بود؛ در حالی که نرخ رسمی ۱.۵۵ یوان تعیین شده بود (جدول ۱ و نمودار ۱). برخی از نویسندگان چینی استدلال کرده‌اند قیمت‌های بالای تولیدات صنعتی و کارخانه‌های داخلی به‌طور نامناسبی باعث تشویق صادرات محصولات کشاورزی و اولیه برای جلوگیری از زیان تجاری می‌شد؛^۲ لذا مقامات تجارت خارجی، راهی برای تعیین کارآمدترین ترکیب صادرات نداشتند.^۳

جدول ۱. مقایسه نرخ ارز رسمی چین و متوسط هزینه ملی برای کسب یک دلار آمریکا

سال	متوسط هزینه ملی برای کسب یک دلار در فرایند صادرات (یوان)	نرخ رسمی ارز به‌ازای یک دلار (یوان)	زیان صادرات (تفاضل هزینه کسب یک دلار و نرخ رسمی) (یوان)
۱۹۵۲	۳.۰۸	۲.۲۶	۰.۸۲
۱۹۶۲	۶.۶۵	۲.۴۶	۴.۱۹
۱۹۶۳	۵	۲.۴۶	۲.۵۴
۱۹۷۱	۵	۲.۴۶	۲.۵۴
۱۹۷۵	۳	۱.۸۵	۱.۱۵
۱۹۷۸	۲.۵	۱.۶۸	۰.۸۲
۱۹۷۹	۲.۴	۱.۵۵	۰.۸۵
۱۹۸۱	۲.۳۱	نرخ (ISR) - ۲.۸۰	-۰.۴۹
۱۹۸۲	۲.۶۶	نرخ (ISR) - ۲.۸۰	-۰.۱۴
۱۹۸۳	۳.۰۲	نرخ (ISR) - ۲.۸۰	۰.۲۲
۱۹۸۴	۲.۷۹	۲.۳۳	۰.۴۶
۱۹۸۵	۳.۶۷	۲.۹۴	۰.۷۳
۱۹۸۶	۳.۹ (آگوست)	۳.۴۵	۰.۴۵
۱۹۸۷	۴.۲۰	۳.۷۲	۰.۴۸
۱۹۸۸	۵.۸۰	۳.۷۲	۲.۰۸

source: Lardy (1992, p. 25).

۱. متوسط هزینه ملی (یعنی براساس پول داخلی) برای کسب یک واحد ارز یک شاخص مهم برای مقامات تجاری در چین و همچنین سایر کشورهای سوسیالیستی سابق بوده است که با معادله زیر محاسبه می‌شود:

$$E = \sum_{i=1}^n \frac{P_{X,i}^{RMB}}{P_{FOB,i}^{US\$}} \times \omega_i$$

که در اینجا $P_{X,i}^{RMB}$ قیمت عمده‌فروشی داخلی برای کالای i ؛ $P_{FOB,i}^{US\$}$ قیمت FOB همان کالا به ارز خارجی؛ ω_1 سهم ارزش کل صادرات کالای i می‌باشد. مقامات معمولاً این شاخص را با نرخ ارز موجود مقایسه می‌کنند تا سودآوری صادرات و در نتیجه تعدیل نرخ رسمی ارز را مشخص کنند. در واقع، فرمول بالا یک نوع برابری قدرت خرید (PPP) است. اگر نرخ ارز با PPP سازگار باشد، نسبت $P_{X,i}^{RMB} / P_{FOB,i}^{US\$}$ باید دقیقاً برابر با نرخ ارز رسمی باشد. اگر این نسبت کوچکتر از نرخ ارز رسمی باشد، نشان می‌دهد که یوان کمتر ارزش‌گذاری شده است و برعکس (Lin and Schramm (2003, p. 252).

2. Lardy (1992, pp. 25.32).

۲. هرچند سهم محصولات اولیه و خام در صادرات چین از حدود ۸۰ درصد در سال ۱۹۵۳ به ۶۴ درصد در سال ۱۹۵۷ و سپس به ۵۶ درصد در سال‌های ۱۹۶۶-۱۹۶۵ کاهش یافت اما تقریباً در همان سطح برای بقیه دهه‌های ۱۹۶۰ و ۱۹۷۰ ثابت ماند. (Shirk (1994, p. 9).

نکته پایانی، نگاه چین در این دوره به جریان سرمایه خارجی است. تا اصلاحات ۱۹۷۸ اطلاعاتی از انواع جریانات سرمایه خارجی در چین در دسترس نیست. با توجه به اصلاحات و بیانیه‌های رهبری در اواخر دهه ۱۹۷۰ و اوایل دهه ۱۹۸۰، می‌توان به بسته بودن حساب سرمایه چین در عصر برنامه‌ریزی پی برد. برای مثال کلمه «گشایش» در سخنان دنگ شیائوپینگ بسیار بیشتر از کلمات دیگری مانند «اصلاحات» یا «قانون» ظاهر می‌شد.^۱ دنگ شیائوپینگ قاطعانه سیاست‌های مائوئیستی یعنی دنبال کردن مسیر خوداتکایی مالی و تکنولوژیکی را رد می‌کرد. دنگ معتقد بود که تسریع سرعت توسعه صنعتی مستلزم واردات گزینشی فناوری‌های پیشرفته از خارج است. این استراتژی پیامدهای گسترده‌ای برای استراتژی‌های صادراتی چین و همچنین مالیه بین‌الملل داشت. سندی که دنگ تهیه کرد به صراحت از تسریع صادرات با تمرکز بر محصولات صنعتی و معدنی حمایت می‌کرد. برخلاف رویه رایج چینی‌ها در اجتناب از استقراض اعتبارات خارجی، به‌جز تأمین مالی کوتاه‌مدت تجاری، دنگ از استقراض اعتبارات بلندمدت رایج خارجی و بازپرداخت آن با صادرات زغال‌سنگ و نفت حمایت می‌کرد.^۲

شرک (۱۹۹۴) بیان می‌کند تصمیم دنگ شیائوپینگ برای رهبری اصلاحات در اواخر سال ۱۹۷۸ چندان به‌دلیل ضرورت‌های اقتصادی نبود بلکه به‌دلیل علاقه سیاسی دنگ برای بی‌اعتبار کردن هواگوئوفنگ^۳ و گرفتن قدرت از او به اصلاحات اقتصادی متمایل شد.^۴ زیرا بسیج منابع به سبک شوروی و حتی بهتر از آن، چین را قادر ساخته بود تا به نرخ‌های بالایی از رشد صنعتی دست یابد. (رشد صنعتی چین از سال ۱۹۴۹ تا ۱۹۸۰ سالیانه حدود ۱۰ درصد تخمین زده می‌شود).^۵

حتی لاردی (۱۹۹۲) می‌گوید گشایش‌های تجاری چین در اوایل دهه ۱۹۷۰ عمدتاً ناشی از ملاحظات ژئوپلیتیکی و استراتژیک (تقویت اهرم‌های فشار چین در برابر اتحاد جماهیر شوروی) بود و نه عوامل اقتصادی. با سفر رئیس‌جمهور آمریکا به چین در سال ۱۹۷۲ و اعلام پایان تحریم تجاری آمریکا علیه چین، رشد چشمگیری در تجارت خارجی رخ داد، اما روند گشایش تجاری طی ۱۹۷۷-۱۹۷۴، متوقف و دوباره پس در سال‌های ۱۹۸۷ از سر گرفته شد. (آثار گشایش‌های تجاری چین طی دهه ۱۹۷۰ بر وضعیت اجزای حساب جاری و حجم تجارت این کشور در نمودار ۲ مشخص است).^۶

1. Sui (2019, p. 123).

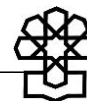
2. Lardy (1992, p. 37).

3. Hua Guofeng

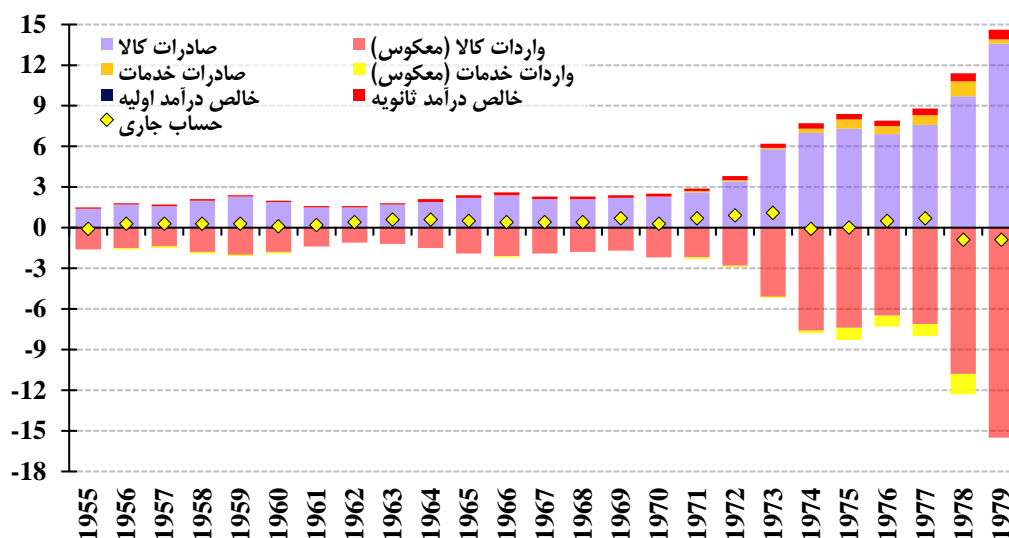
۴. ژائو (۱۹۹۲) نیز می‌گوید اگرچه اصلاحات اقتصادی در ابتدا به‌عنوان ابزاری برای تصاحب قدرت سیاسی از هواگوئوفنگ در سال ۱۹۷۸ دنبال می‌شد، اما از آن زمان به مشخصه دنگ‌شیائوپینگ تبدیل شد. پیروزی او بر چن‌یون در سال ۱۹۹۲ نیز از اقتدار شخصی و مانورهای ماهرانه دنگ در رأس حزب نشأت می‌گرفت. مراجعه کنید به: Zhao (1993, pp. 740-741).

5. Shirk (1994, pp. 9-11).

6. Lardy (1992, pp. 11-12).



نمودار ۲. اجزای حساب جاری چین، ۱۹۷۹-۱۹۵۵ (میلیارد دلار)



source: SAFE

۱-۲. دور اول اصلاحات تجاری و ارزی (۱۹۷۸-۱۹۹۳)

با تغییر نیروهای سیاسی در اواخر دهه ۱۹۷۰، اصلاحات اقتصادی هم در کلام سیاستمداران چینی ظاهر شد. هدف استراتژی جایگزینی واردات، در آغاز عصر برنامه‌ریزی مرکزی، ابتدا صرفاً پوشش تقاضای بازارهای مصرف داخلی چین بود اما هم‌زمان با قوت گرفتن ادبیات استراتژی‌های توسعه صنعتی صادرات‌محور^۱ در کشورهای در حال توسعه، از دهه ۱۹۸۰ به بعد، توجه به صادرات نیز در ادبیات سیاستگذاران اقتصادی چین راه پیدا کرد.^۲ در این زمان چالش اصلی نحوه مواجهه با نرخ ارز بود تا انگیزه‌های تجاری و صادراتی اصلاح شود. در گام اول دولت پذیرفت که یوآن طبق نرخ رسمی ارز، بیش از حد ارزش گذاری شده لذا در آگوست ۱۹۷۹ اعلام کرد، علاوه بر نرخ ارز رسمی، «نرخ تسویه داخلی» (ISR)^۳ را از اول ژانویه ۱۹۸۱ اجرایی می‌کند. نرخ تسویه داخلی همان متوسط هزینه ملی برای کسب یک واحد ارز بود و تا اواخر سال ۱۹۸۴ در عدد ۲.۸ یوآن به ازای هر دلار آمریکا، ثابت در نظر گرفته شد. (نمودار ۳ از ۱۹۸۱ تا ۱۹۸۴) طی این دوره شرکت‌ها مجاز شدند ارزهای خارجی خود را با این نرخ به بانک چین بفروشند.^۴ این نرخ صرفاً برای معاملات تجاری اعمال می‌شد و شرکت‌های خارجی مجاز به مشارکت در این بازار نبودند. اگرچه نرخ ISR فاصله معناداری با نرخ رسمی داشت و حتی بالاتر از نرخ بازار سیاه تعیین شده بود (نمودار ۳)، اما به دلایلی نتوانست انگیزه لازم برای افزایش صادرات را فراهم کند. زیرا اولاً این نرخ یک نرخ میانگین بود و نه نرخ هزینه نهایی^۵ لذا در مواردی هزینه‌های صادرات تمام کالاها را پوشش نمی‌داد؛ ثانیاً در این دوره هنوز قیمت‌های داخلی در سطحی بالاتر از قیمت جهانی، تثبیت شده بودند. بنابراین، از یک طرف اگرچه بخش اندکی از واردات با نرخ ISR صورت می‌گرفت و قیمت

1. Export Oriented Industrialization

۲. برای مطالعه بیشتر مراجعه کنید به: Felix (1989); Sit (1988) و سایر منابع، پیرامون میحث استراتژی‌های توسعه صنعتی صادرات‌محور.

3. Internal Settlement Rate (ISR) or International Rate for Trade Settlements (IRTS)

4. Chodosh (1991, p. 420).

5. Marginal Cost

کالاهای وارداتی افزایش قیمت قابل توجهی نداشتند، اما باز بخشی از تولیدکنندگان کالاهای صادراتی و صادرکنندگان، نمی‌توانستند به دلیل تثبیت قیمت کالاهای تولیدی بالاتر از قیمت جهانی از شکاف نرخ رسمی و ISR منتفع شوند.^۱ (اثر تعیین این نرخ بر حجم تجارت چین را می‌توان در نمودار ۵ مشاهده کرد.)

به محض معرفی و پذیرش نرخ موازی ISR، فشارها برای اصلاح خود نرخ ارز رسمی هم بیشتر شد و یوان رسمی مکرراً پس از سال ۱۹۸۱، کاهش ارزش یافت. به عنوان نمونه، یوان رسمی، ۲۳ بار در سال ۱۹۸۱، ۲۸ بار در سال ۱۹۸۲ و ۵۶ بار در سال ۱۹۸۴، کاهش ارزش داده شد. در نهایت در پایان سال ۱۹۸۴، نرخ رسمی با نرخ ISR یکسان‌سازی و نرخ ISR حذف شد^۲ (یکسان‌سازی اول؛ نمودار ۳).

نرخ ارز چندگانه در چین محدود به نرخ رسمی و نرخ ISR نمی‌شد. محدودیت‌های بازار ارز و تجارت، تقاضای خروج سرمایه، قاچاق و سایر مصارف و مبادلات ارزی غیررسمی و غیرقانونی در اقتصاد زیرزمینی، موجب شکل‌گیری نرخ بازار سیاه به موازات نرخ رسمی ارز شده بود. در فرایند تبدیل ارزهای خارجی به یوان، عمده افراد (اعم از ساکنان مقیم و غیرمقیم) تمایل داشتند مطابق نرخ ISR ارزهای خود را با یوان معاوضه کنند اما این صرفاً برای بنگاه‌های تجاری مجاز بود. لذا بخشی از معاملات ارزی به بازار سیاه سوق داده می‌شد. این مسئله حتی بر ورود حواله‌های ارزی (عمدتاً کارگری) به چین اثر منفی می‌گذاشت و روند ورود حواله به چین تضعیف شده بود.^۳ باید دقت کرد، در مواقعی اثرگذاری نرخ بازار سیاه به عنوان محرکی بر تصمیمات سیاستگذار ارزی قابل توجه بوده و نرخ بازار سیاه، سیاستگذار را به انعطاف بیشتر نرخ رسمی و توسعه بازار آن جهت پوشش انواع مبادلات ارزی سوق می‌داد. هرچند در دوره‌هایی سیاستگذار بدون توجه به شکاف فزاینده نرخ رسمی و بازار سیاه، تثبیت نرخ رسمی را ادامه داده است.^۴ (برای مثال سال‌های ۱۹۸۹-۱۹۸۶؛ نمودار ۳)

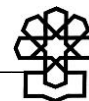
۱. به دلیل تنوع و ناهمگنی بودن کالاهای صادراتی و طولانی بودن تحلیل آن، از توضیح بیشتر این بخش صرف نظر می‌شود. برای مطالعه دقیق‌تر سازوکار قیمت‌ها در چین، ارتباط آن با نرخ تسویه داخلی (IRS) و دلایل عدم کاربرد بودن این نرخ مراجعه کنید به:

Lardy (1992, pp. 67-79).

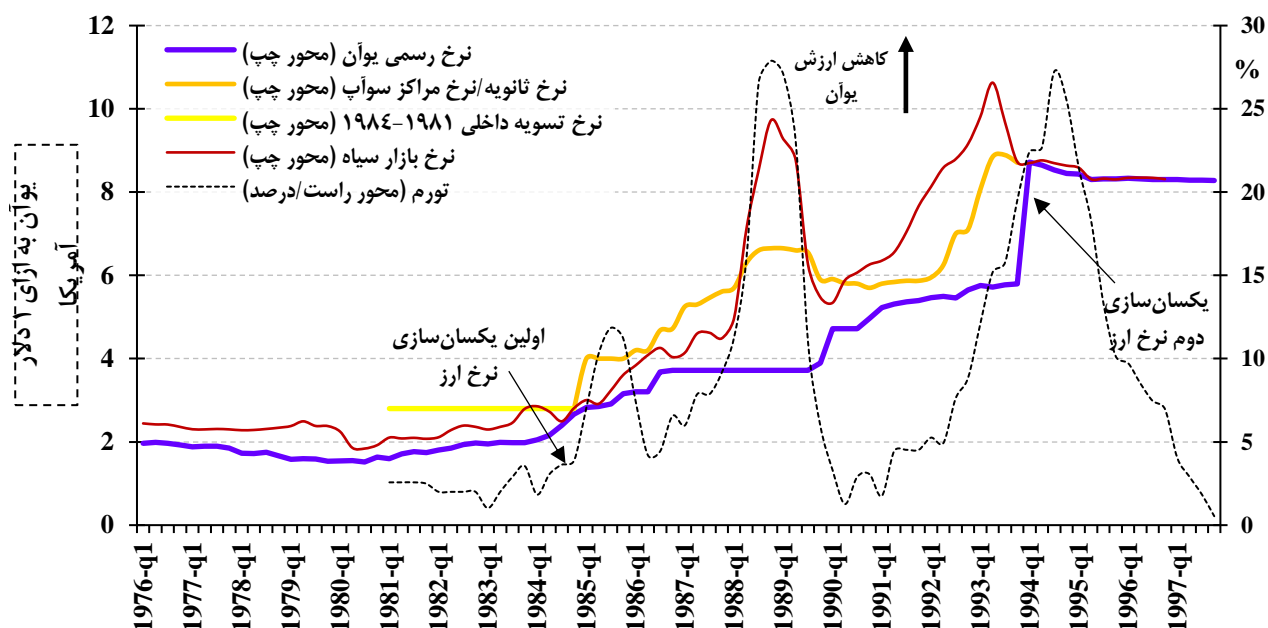
2. Zhang (2000, pp. 1063-1064).

3. Lardy (1992, p. 68).

۴. برای بررسی بیشتر شکاف نرخ‌های رسمی و بازار سیاه، مراجعه کنید به: Ding (1998).



نمودار ۳. نظام چندنرخی ارز در چین ۱۹۸۰-۱۹۹۴. (میانگین فصلی نرخ‌ها)



Source: Zhang (2001, p. 106-107); Zhang and Clovis (2009, p. 108); Ding (1998).

اما یکسان‌سازی اول نرخ در پایان سال ۱۹۸۴، دوام چندانی نداشت و مجدداً شکافی میان نرخ رسمی و نرخ بازار سیاه تا پایان سال ۱۹۸۵ ایجاد شد. سیاستگذاران نگران بودند که بازار سیاه ممکن است برنامه‌ریزی اقتصادی مرکزی را به کلی تضعیف کند^۱ و باید اقدامی جهت اصلاح آن انجام دهند. در سپتامبر ۱۹۸۵ مقامات چینی متن پیشنهادی برای تدوین برنامه پنج‌ساله هفتم (۱۹۹۰-۱۹۸۶) را منتشر کردند که در آن نرخ ارز برای اولین بار به‌عنوان یک اهرم اقتصادی جهت ارتقای صادرات معرفی شد.^۲ در این راستا مراکز دولتی مبادله (سوآپ)^۳ ارز^۴ جهت بهبود عملکرد بازار ارز ایجاد شدند. در دسامبر ۱۹۸۵، مقامات مبادله ارز خارجی را در بانک چین خاتمه دادند و به‌جای آن اولین مرکز سوآپ ارز در منطقه ویژه شنژن ایجاد شد. بعداً، سایر مناطق ویژه اقتصادی (SEZs)^۵ مجاز به ایجاد مراکز مشابه سوآپ ارز شدند. این مراکز دولتی، رویکرد انعطاف‌پذیرتری نسبت به نرخ‌های ارز داشتند. قیمت سوآپ توسط خریداران و فروشندگان از طریق مذاکره تعیین می‌شد. شکاف نرخ رسمی ارز و نرخ ثانویه (نرخ مراکز سوآپ) بین ۱۰ تا ۷۵ درصد متغیر است (نمودار ۳). در واقع ابتدا سهم مراکز سوآپ از کل معاملات بازار ارز چین کم و محدود بود اما به تدریج با اقدامات اصلاحی مانند شناورتر کردن نرخ سوآپ، کاهش انحصار دولت در خرید ارز به نرخ رسمی، با افزایش سهم بازار سوآپ، نرخ بازار سوآپ در دهه ۱۹۹۰ برای ۸۰ درصد از معاملات ارزی چین اعمال می‌شد (کاهش نقش نرخ رسمی) و مقدمات یکسان‌سازی نرخ ارز در ۱۹۹۴ هموارتر شد.

1. Chodos (1991, p. 416).

2. Zhang (2000, p. 1063).

3. Swap Centers

۴. در عمل «Swap Centers» یک اسم بی‌مسماست و شباهتی به بازار سوآپ در ادبیات مالی نداشت. مراجعه کنید به:

Lu & Zhang (2000, p. 123).

5. Special Economic Zones

در آغاز اصلاحات سال ۱۹۷۹، دولت مرکزی انحصار خود در خرید ارز خارجی به نرخ رسمی را با معرفی طرح «نظام نگه‌داری سهمیه ارز خارجی»^۱ به‌عنوان یک مشوق صادراتی، محدود کرد. در طرح جدید شرکت‌های صادراتی می‌توانستند درصد مشخصی از درآمدهای ارزی خود را در یک حساب ارزی نزد بانک چین ذخیره کنند و برای واردات کالاهای مورد تأیید استفاده کنند و دیگر لازم نبود تمام درآمدهای ارزی خود را با نرخ رسمی به دولت مرکزی واگذار کنند (برخلاف قبل از دوره اصلاحات). این وجوه انباشته شده در حساب ارزی شرکت‌ها در ابتدای طرح فقط تحت شرایط خاصی قابل استفاده بودند و بوروکراسی پیچیده برداشت و تأیید مصارف وجوه، موانع زیادی ایجاد می‌کرد و اثر انگیزشی آن برای تحریک صادرات تضعیف می‌شد. اما به تدریج در ادامه دهه ۱۹۸۰، هم درصد مشمول طرح افزایش پیدا می‌کرد و هم موانع برداشت و معامله این وجوه کمتر شد. برای مثال در سال ۱۹۷۹ کل وجوه ذخیره شده، ۶.۵ درصد از کل درآمدهای ارزی شرکت‌های صادراتی می‌باشد و برای سال ۱۹۸۸، سهم آن به ۴۴ درصد افزایش می‌یابد.^۲ وجوه ارزی که در این طرح در حساب شرکت‌ها انباشته می‌شد، مبنای اصلی معاملات مراکز سوآپ (بازار ثانویه) ارز در چین بود. بنابراین هم‌زمان با افزایش سهمیه شرکت‌های صادراتی در تصرف آزادانه درآمدهای ارزی، سهم بازار ثانویه از کل معاملات ارزی تجاری افزایش پیدا می‌کرد و سهم نرخ رسمی کمتر می‌شد.^۳ رویدادهای ارزی کلیدی در این دوره را در جدول پیوست ۲ مشاهده می‌کنید.

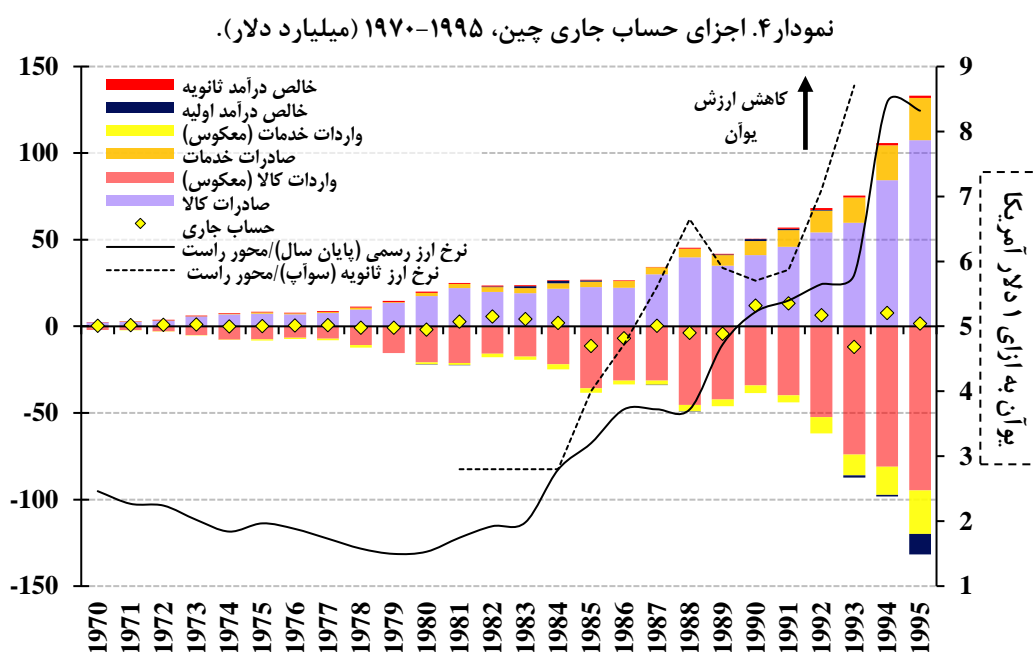
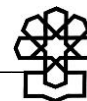
ذکر این نکته ضروری است که طی دهه ۱۹۸۰ تا ۱۹۹۰، تشخیص^۴ اثر علی‌آزادسازی‌های تجاری، قیمتی و تغییر نرخ ارز (تضعیف یوآن) بر حجم تجارت خارجی چین به‌کار تجربی علی‌حدهای نیاز دارد. چراکه بخشی از رشد صادرات چین در این دوره، به‌دلیل تغییرات قوانین و بهبود روابط تجاری و بخشی ناشی از بهبود روند تعیین نرخ در بازار ارز می‌باشد. به‌عنوان نمونه، طبق نمودار ۴ مشخص است که اثر تعیین نرخ ارز IRS (۱۹۸۴-۱۹۸۱) توسط قیمت‌گذاری‌های داخلی، روند بوروکراسی و سایر پارامترهای اقتصادی، خنثی شده است.

1. Foreign Exchange Retention System (Waihui Liucheng Zhidu)

۲. در نظام نگه‌داری سهمیه ارز خارجی در سال‌های مختلف، سهمیه بنگاه‌های تولیدی جهت ذخیره درآمدهای ارزی در حساب ارزی خود، متفاوت بود. از طرف دیگر خود بنگاه‌ها هم سهمیه متفاوتی داشتند. برای مثال شرکت‌های صنعتی مونتاژکار، سهمیه ۳۰ درصدی از کل درآمدهای خود داشتند اما تولیدکنندگان کامودیتی‌ها صرفاً ۲۰ درصد از افزایش درآمد سال جاری نسبت به سال گذشته خود را می‌توانستند ذخیره کنند. برای مطالعه جزئیات این مبحث مراجعه کنید به: Lardy (1992, pp. 51-57).

3. Zhang (2000, pp. 1064-1065).

5. Identification



source: SAFE.

از جنبه نهادی، در این دوره نیز، کمیسیون برنامه‌ریزی دولتی (SPC) به‌عنوان قوی‌ترین بازیگر بوروکراتیک در مدیریت اقتصاد کلان چین، از جمله سیاست نرخ ارز، باقی ماند. از آنجایی که بخش صادرات به‌طور فزاینده‌ای در حال تبدیل شدن به موتور رشد اقتصادی بود، جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI) در این بخش و کاهش ارزش یوان به‌منظور تحریک صادرات، تحقق رشد هدف‌گذاری شده در برنامه‌های دولتی را تسهیل می‌کرد. البته کمیسیون برنامه‌ریزی دولتی از کاهش تدریجی و متوسط ارزش یوان حمایت می‌کرد، زیرا امکان داشت هرگونه حرکت رادیکالی در کاهش ارزش یوان (نرخ رسمی) باعث اختلال در عملکرد شرکت‌های دولتی (SOEs) از طریق افزایش هزینه‌های مواد خام و تولید شود. به همین دلیل، کمیسیون برنامه‌ریزی دولتی با فشارهای کاهش ارزش یوان در اواخر دهه ۱۹۸۰ زمانی که اقتصاد چین درگیر تورم بالا شد، مخالفت می‌کرد. کمیسیون نگران این بود که کاهش ارزش یوان قیمت‌های بازار را افزایش دهد و باعث تشدید سفته‌بازی و تشدید شکاف بین قیمت‌های بازاری و قیمت‌های تعیین شده در برنامه‌های کمیسیون شود. از طرفی افزایش قیمت نهاده‌های تولید شرکت‌های دولتی، فشار مالی بیشتری بر آنها وارد می‌کرد. (نرخ رسمی در سال‌های ۱۹۸۶ تا ۱۹۸۹ روی ۳.۷۲ یوان به‌ازای یک دلار آمریکا تثبیت شده بود؛ درحالی که شکاف نرخ بازار سیاه و نرخ رسمی در اواخر سال ۱۹۸۸ به ۲۶۰ درصد افزایش پیدا کرده بود (نمودار ۳). پس از اصلاحات اولیه ارزی و تجاری طی این سال‌ها، سودبخشی صادرات به شاخص مهم عملکرد وزارت روابط اقتصادی و بازرگانی خارجی (MOFERT)^۱ تبدیل شد و باعث شد این وزارتخانه به یک حامی برجسته کاهش ارزش یوان تبدیل شود. زیرا اصلاحات قیمتی بخش کشاورزی و صنعتی در اوایل دهه ۱۹۸۰، هزینه‌های صادرکنندگان را افزایش داده بود و نرخ ارز رسمی نمی‌توانست این هزینه‌ها را جبران کند. علاوه بر این، اصلاحات سازمانی باعث شد که ضررهای

۱. در سال ۱۹۸۲، «Ministry of Foreign Economic Relations and Trade (MOFERT)» جایگزین وزارت بازرگانی خارجی (MOFT) شد.

شرکت‌های بازرگانی خارجی دولتی (FTCs) دیگر به‌طور خودکار توسط بودجه دولتی پوشش داده نشود. در نتیجه، افزایش قیمت‌های داخلی و ارزش‌گذاری بیش از حد یوان (رسمی)، صادرات اجباری (طبق برنامه‌های مرکزی) را برای تولیدکنندگان و صادرکنندگان، غیرموجه کرده بود. لذا MOFERT و نهادهای وابسته آن به دلیل علاقه نهادی خود به تحریک صادرات و برای دستیابی به اهداف صادرات اجباری در برنامه، خواستار کاهش ارزش یوان شدند. تا قبل از تورم بالا در اواخر دهه ۱۹۸۰، وزارت اقتصاد (MOF) طرفدار یوان ضعیف‌تر بود، زیرا ارزش‌گذاری بیش از حد یوان رسمی، منجر به زیان شرکت‌های بازرگانی خارجی دولتی و دریافت یارانه‌های هنگفت از بودجه وزارت اقتصاد می‌شد و برآورده کردن این یارانه‌ها، بودجه را تحت فشار قرار می‌داد. اما در اواخر دهه ۱۹۸۰، براساس نگرانی مشابه در مورد افزایش هزینه‌ها برای شرکت‌های دولتی، وزارت اقتصاد در مخالفت با کاهش ارزش یوان رسمی با کمیسیون برنامه‌ریزی دولتی همسو شد. از آنجا که اکثر شرکت‌های دولتی چین صادرکننده نبودند و علاوه بر آن، واردات چین از کشت قیمت‌های پایینی برخوردار بود و وزارت اقتصاد معتقد بود که کاهش ارزش یوان، هزینه نهادهای تولید، به‌ویژه شرکت‌های دولتی را افزایش می‌دهد. به‌عنوان نمونه، دفتر ملی قیمت،^۱ که مسئول برآورد تأثیر هزینه مواد کلیدی وارداتی بر قیمت‌های داخلی بود، در مطالعه‌ای اعلام کرده بود که کاهش ۱ درصدی ارزش یوان رسمی، تورم داخلی را ۱.۵۵ درصد افزایش می‌دهد. در این دوره بانک مرکزی (PBC) تا حد زیادی در سایه دستگاه برنامه‌ریزی باقی ماند و تأثیر آن بر مدیریت اقتصاد کلان، از جمله سیاست نرخ ارز، در عمل محدود بود. همچنین مدیریت ارزهای خارجی بانک مرکزی برعهده اداره دولتی ارز خارجی (SAFE)^۲ بود که در مارس ۱۹۷۹ زیر نظر بانک چین (BOC) تأسیس شد. اما بانک مرکزی اداره مستقیم اداره دولتی ارز خارجی را در آگوست سال ۱۹۸۲ در آستانه جدایی بانک چین از بانک مرکزی به عهده گرفت. گنجانیدن اداره دولتی ارز در چارچوب نهادی بانک مرکزی از نظر استراتژیک برای بانک مرکزی مهم بوده است، زیرا از سال ۲۰۰۳ منابع نهادی و مالی بازرشی را برای برنامه‌های اصلاحات بانکی در اختیار بانک مرکزی قرار می‌داد.^۳ از آنجا که دفتر ملی قیمت، مسئول مستقیم سطح قیمت‌های داخلی در سال‌های ۱۹۷۸ تا ۱۹۹۳ بود، بانک مرکزی مسئولیت نهادی در مدیریت تورم نداشت و صرفاً درگیر اصلاحات سیستم بانکی ضعیف چین بود. در دوره‌های کاهش ارزش یوان، بخش بانکی چین به‌طور فزاینده‌ای ملزم به انجام وظایف مالی برای ارائه اعتبارات و تأمین سرمایه در گردش شرکت‌های دولتی بود. لذا یکسان‌سازی نرخ ارز و کاهش ناگهانی ارزش یوان، سرمایه در گردش شرکت‌های دولتی را دچار مشکل می‌کرد که تأمین اعتبارات آن به عهده بخش بانکی چین بود و ریسک افزایش نسبت وام‌های معوق (NPLs)^۴ در بخش بانکی بالا می‌رفت. لذا، مشابه کمیسیون برنامه‌ریزی دولتی و وزارت اقتصاد، بانک مرکزی چین هم مخالف تضعیف یوان رسمی بود.^۵

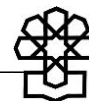
1. National Price Bureau

2. State Administration of Foreign Exchange

۳. در چند دوره از اصلاحات بخش بانکی چین، از دارایی‌های ارز و خارجی برای افزایش سرمایه بانک‌های دولتی و کاهش ریسک‌های سیستمی استفاده شده است. برای مطالعه تکمیلی مراجعه کنید به: Bell and Feng (2013, pp. 279-280).

4. Non-Performing Loans (NPLs)

5. Bell and Feng (2013, pp. 214-217).



از جنبه جریان‌های ارزی سرمایه‌ای،^۱ تصویب قانون سرمایه‌گذاری خارجی مشترک^۲ در سال ۱۹۷۹ از گام‌های اولیه برای باز کردن حساب سرمایه^۳ جهت جذب سرمایه خارجی به داخل چین بود.^۴ در همان سال‌ها، چین چهار منطقه ویژه اقتصادی را در سواحل جنوب شرقی خود به‌عنوان مقصد آزمایشی برای سرمایه‌گذاری خارجی همراه با مشوق‌های مالیاتی و استقلال مدیریتی برای شرکت‌ها ایجاد کرد. از آن زمان، سایر فرمانداری‌های استانی و محلی نیز از این روند پیروی کردند. به‌خصوص پس از سفر دنگ شیائوپینگ به جنوب^۵ چین در سال ۱۹۹۲ و مواضع او علیه مخالفان اصلاحات اقتصادی،^۶ فضای سرمایه‌گذاری بهتری برای شرکت‌های خارجی ایجاد شد و ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI) به‌شدت افزایش یافت. در این دوره سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی عمدتاً به‌سمت شرکت‌های صادرات‌محور هدایت می‌شد.^۷ ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به چین تا اواخر دهه ۱۹۹۰ به‌طور پیوسته و به‌سرعت رشد می‌کرد. در این دوره حدود ۷۰ درصد از کل سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از هنگ‌کنگ و تایوان به چین وارد شده است که از نظر جغرافیایی و فرهنگی به سرزمین اصلی گره‌خورده‌اند. درحالی‌که ورود سرمایه از سمت اقتصادهای پیشرفته، محتاطانه باقی ماند و کنترل می‌شد. به‌رغم ترجیح مقامات چینی به جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به‌عنوان یک جریان ارزی بلندمدت و پایدار،^۸ دریافت وام خارجی نیز در این دوره وجود داشت.^۹ (در سال‌هایی از دهه ۱۹۸۰، دریافت وام خارجی توسط نهادهای چینی از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی هم فراتر می‌رود.) (نمودار ۵)

1. Foreign Capital Flow

2. Chinese-Foreign Joint Ventures

۳. در ادبیات رایج اقتصادی عبارت «حساب سرمایه» در مورد جریان‌های ارزی سرمایه‌ای استفاده می‌شود که براساس ویرایش پنجم و ششم دستورالعمل تهیه ترازپرداخت‌های صندوق بین‌المللی پول، معادل بخش «حساب مالی» و زیرمجموعه‌های آن (غیر از تغییرات ذخایر ارزی) می‌باشد. برای مشاهده جزئیات حساب مالی و سایر اجزای ترازپرداخت‌ها مراجعه کنید به نمودار: پیوست ۱.

۴. این قانون در سال ۱۹۷۹ تصویب و در سال‌های ۱۹۹۰ و ۲۰۰۱ مورد بازنگری قرار گرفت. قانون سرمایه‌گذاری خارجی مشترک با قانون جدید سرمایه‌گذاری خارجی مصوب مارس ۲۰۱۹ جایگزین شده است. برای مطالعه مفاد این قانون مراجعه کنید به: لینک

5. Deng Xiaoping's Southern Tour

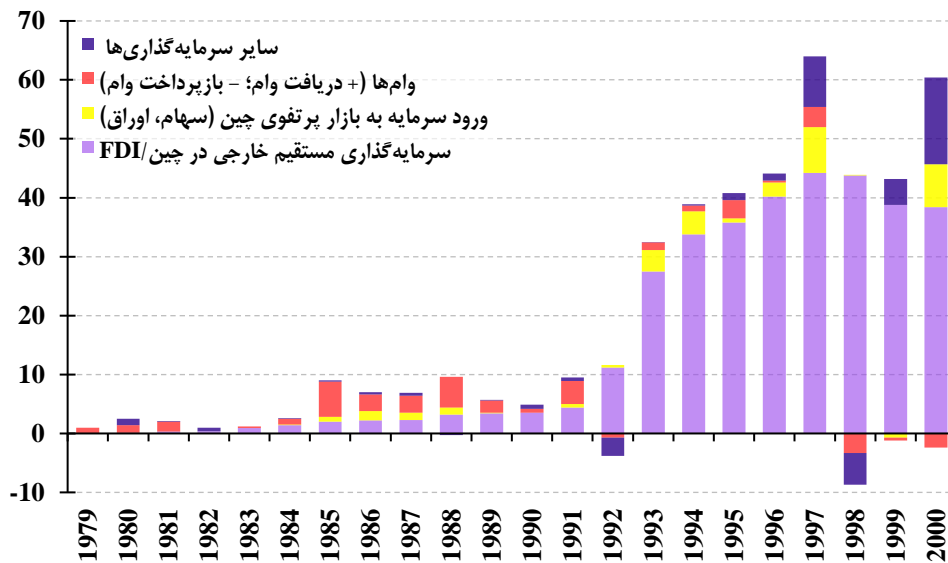
۶. برای مطالعه بیشتر مراجعه کنید به: Zhao (1993, pp. 741-745).

7. You and Sarantis (2012, p. 1155).

۸. در بخش دوم از همین گزارش، تفاوت جریان‌های ارزی با جزئیات بیشتری تشریح می‌شود.

9. Miao and Deng (2019, p. 6).

نمودار ۵. روند ورود سرمایه خارجی به چین، ۱۹۷۹-۲۰۰۰ (میلیارد دلار)



source: Ibid.

۳-۱. دور دوم اصلاحات ارزی (۱۹۹۴-۱۹۹۷)

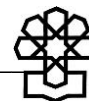
در سال ۱۹۹۴ مقامات اقتصادی چین تغییرات عمده‌ای در بازار ارز و اقتصاد کلان^۱ برای ادامه روند اصلاحات ایجاد کردند. از سال ۱۹۹۰ تا اواخر ۱۹۹۳، نرخ رسمی ارز برای نزدیک شدن به نرخ ثانویه (نرخ مراکز سوآپ ارز) به تدریج اصلاح می‌شد (یوآن تضعیف می‌شد) و حتی در این دوره به شکل رسمی، نرخ ارز چین به عنوان یک نرخ شناور معرفی شد، اما شکاف نرخ رسمی و سوآپ کاهش پیدا نکرد و این شکاف تا اواخر سال ۱۹۹۳ به حدود ۵۰ درصد رسید (نمودار ۳). اگرچه نرخ سوآپ در سال ۱۹۹۳ حدود ۸۰ درصد معاملات ارزی چین را در برمی‌گرفت اما محدودیت‌های استفاده، سقف قیمت و مسدود کردن مبادلات ارزی بین مناطق با قواعد اداری، به ظهور نرخ‌های متعددی در این بازار منجر می‌شد.^۲ در نهایت، در راستای اصلاحات کلان اقتصاد چین، یکسان‌سازی نرخ ارز در سال ۱۹۹۴، عملیاتی شد. هدف از این اقدام در ابتدا ایجاد رژیم نرخ ارز شناور مدیریت شده براساس عرضه و تقاضا و بازار ارز یکپارچه و کارآمد بود.^۳ از طرفی پکن باید اقدامات و تعهدات چشمگیری را برای الحاق به «توافق‌نامه عمومی تعرفه‌ها و تجارت»^۴ قبل از سال

۱. البته در سال ۱۹۹۲ حزب کمونیست رسماً این دیدگاه را پذیرفت که سیستم بازار با آرمان‌های سوسیالیسم ناسازگار نیست و ایده ایجاد «اقتصاد بازار سوسیالیستی» را اعلام کرد. از نظر حزب، مفهوم اقتصاد بازار سوسیالیستی متضمن اقتصادی است که در آن سازوکار بازار بر تعاملات اقتصادی حاکم است، اما مالکیت مهم‌ترین ابزارهای تولید در دست بخش عمومی باقی می‌ماند و بنابراین خصلت سوسیالیستی جامعه حفظ می‌شود. در همین راستا در نوامبر ۱۹۹۲ یک استراتژی اصلاحی جامع برای تبدیل اقتصاد چین به یک سیستم مبتنی بر بازار، ترسیم و تصویب شد. در این برنامه به صراحت، اصلاحات مالی به عنوان یک عنصر کلیدی برای تضمین ایجاد بازارهای مالی کارآمد به منظور تقویت قابلیت مدیریت اقتصاد کلان از طریق ابزارهای غیرمستقیم نام برده شد. این جامع‌ترین بسته اصلاحی بود که جنبه‌های عمده اقتصاد از جمله مالیات، بانکداری، ارز، تجارت خارجی، سرمایه‌گذاری و شرکت‌های دولتی (SOEs) را پوشش می‌داد. برای مطالعه بیشتر مراجعه کنید به: Mehran et al. (1996, p. 88).

2. Lu & Zhang (2000, pp. 123-124).

3. Hu (2010, p. 1).

4. General Agreement on Tariffs and Trade (GAAT)



۱۹۹۵ جهت تبدیل‌پذیری (امکان تسعیر) حساب جاری^۱ خود انجام می‌داد^۲ و یکسان‌سازی نرخ ارز، امری ضروری در جهت بهبود عملکرد مبادله ارزها در تراکنش‌های مختلف حساب جاری بود. اصلی‌ترین اصلاحات بازار ارز در این دوره به شرح زیر خلاصه می‌شود:

• در ۱۸ آوریل ۱۹۹۴، با هدف ایجاد بازار واحد ارزی، بازار بین‌بانکی تحت مرکز «نظام تجارت ارز خارجی چین» (CFETS) مستقر در شانگهای، جایگزین بازار قدیمی سوآپ شد. مراکز قبلی سوآپ ارز به شعب محلی CFETS تبدیل و از طریق یک شبکه الکترونیکی یکپارچه ملی به مرکز شانگهای متصل شدند. برخلاف بازار سوآپ که در آن مؤسسات غیرمالی بر تراکنش‌ها تسلط داشتند، شرکت‌کنندگان در معاملات بین‌بانکی شامل بانک‌های ارزی، مؤسسات مالی غیربانکی تأیید شده توسط اداره دولتی ارز خارجی (SAFE) و بانک‌های دارای سرمایه‌گذار خارجی^۳ بودند. البته بانک‌های ارزی تعیین شده موظف بودند برای تراکنش با مشتریان خود به منابع ارزی محدود خود متکی باشند. براساس اصلاحات ارزی سال ۱۹۹۴، بنگاه‌های غیربورسی داخلی، مجاز به خرید و فروش ارز از طریق بانک‌ها بودند، اما شرکت‌های فعال در بورس باید بدون واسطه‌گری سیستم بانکی به بازار سوآپ برای پوشش نیازهای ارزی خود مراجعه می‌کردند. لذا معاملات در بازار سوآپ، البته با نرخ ارز بازار بین‌بانکی ادامه داشت.^۴ ویژگی‌های عملیاتی بازار ارز بین‌بانکی چین در جدول ۲ خلاصه شده است.^۵

• طرح «نظام نگهداری سهمیه ارز خارجی» لغو و سامانه واگذاری ارز راه‌اندازی شد که در آن بنگاه‌ها موظف بودند در صورت لزوم، ارز خود را به بانک‌ها بفروشند و در مواقع لزوم از بانک‌ها، ارز خریداری کنند. این سامانه روش‌های استفاده از ارز برای بانک‌ها و بنگاه‌ها را ساده‌تر می‌کرد و به این ترتیب بنگاه‌های صادرکننده انگیزه زیادی برای صادرات و کسب درآمدهای ارزی پیدا کردند^۶ (برخلاف رویه‌های اداری پیچیده قبلی).

۱. در واقع (Current account convertibility) به معنای امکان یا آزادی مبادله ارز خارجی با پول ملی برای انواع تراکنش‌ها در سمت حساب جاری است.

۲. در سال ۱۹۹۵ قرار بود سازمان تجارت جهانی (WTO) جایگزین «توافق‌نامه عمومی تعرفه‌ها و تجارت» شود و فرایند الحاق نهایی چین به سازمان تجارت جهانی در نوامبر ۲۰۰۱ با الزام به تبدیل‌پذیری کامل حساب جاری تأیید می‌شد.

Bell and Feng (2013, p. 217).

۳. در واقع عبارت «Foreign-Funded Banks» و به‌طور کلی «Foreign-Funded/Invested Enterprises (FFE)» به بنگاه‌های مالی و غیرمالی اشاره می‌کند که در چین مشارکت و سرمایه‌گذاری کرده‌اند و در چین دارای شعبه می‌باشند. لذا این بنگاه‌ها به لحاظ حقوقی تحت مالکیت سرمایه‌گذاران خارجی هستند.

4. Lin and Schramm (2003, p. 258).

۵. لو و ژانگ (۲۰۰۰) بیان می‌کنند، شواهد آماری نشان می‌دهد رابطه علی‌بلندمدت و کوتاه‌مدت گرنجری از سوآپ به نرخ رسمی وجود دارد. با توجه به این یافته، مشهود است که بازار سوآپ از طریق استخراج اطلاعات و معرفی نیروهای بازار، اصلاح مکانیسم نرخ ارز چین را تسهیل کرد. همچنین بانک مرکزی از تعامل قبلی با بازار سوآپ آموخته بود که چگونه بر بازار نظارت داشته باشد، چه چارچوب‌های قانونی و نظارتی مورد نیاز است و در صورت لزوم چه زمانی و چگونه مداخله کند. لذا بازار موازی سوآپ توانست مکانیزم مفیدی برای انتقال از کنترل‌های متمرکز مبادله به یک سیستم تخصیص ارز مبتنی بر بازار باشد.

6. Bell and Feng (2013, p. 217).

جدول ۲. ویژگی‌های عملیاتی بازار ارز بین‌بانکی چین

ساختار بازار	- به‌طور معمول، بازار ارز بین‌بانکی چین، ساختار انحصار دوجانبه را نشان می‌داد که در آن بانک چین (BOC) حدود ۷۰ درصد از کل فروش و بانک مرکزی (PBC) حدود ۷۰ درصد از کل خرید را انجام می‌دهد.
الزامات واگذاری ارز	- همه شرکت‌های دارای مجوز تجارت خارجی از جمله شرکت‌های داخلی و خارجی، واجد شرایط ایجاد حساب‌های ارزی برای معاملات ارزی جاری خود هستند. موجودی مصوب در حساب ارزی، ۲۰ درصد از درآمدهای جاری شرکت در سال گذشته است و مابقی باید به بانک‌های تعیین شده واگذار شود. در صورتی که یک مؤسسه بدون درآمد جاری در سال گذشته تازه تأسیس باشد، مانده حساب ارزی، نباید از صدهزار دلار آمریکا تجاوز کند. الزامی برای واگذاری رسیده‌ای ویژه دریافتی از جمله مبالغ اهدایی، کمک‌ها، و سایر نقل‌وانتقالات یک‌جانبه و خاص وجود ندارد. - رسیده‌ای ویژه دریافتی مجاز است در یک حساب ارزی معین نگهداری شود.
مکانیزم کشف نرخ ارز	- کشف نرخ در بازار با دخالت قوی دولت.
مداخلات بانک مرکزی	- جذب مازاد عرضه ارز از طریق افزایش ذخایر بانک مرکزی و تثبیت نرخ ارز در یک باند متحرک باریک.
حجم تراز کاری	- کل موجودی ارز خارجی در بازار و همچنین حجم تراز معاملات کاری هر بانک به‌شکل سهمیه توسط اداره دولتی ارز خارجی (SAFE) تعیین می‌شود.

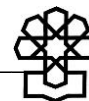
source: Lin and Schramm (2003, p. 260).

اگرچه در ابتدا از رژیم شناور ارزی با نرخ یکسان شده در بستر بازار بین‌بانکی انتظار می‌رفت که نرخ با یک سازوکار بازاری تعیین شود اما در عمل شبیه یک رژیم نرخ ثابت (میخکوب یا پگ) ^۱ به دلار آمریکا عمل می‌کرد. زیرا اولاً محدوده (باند) مجاز برای نوسان نرخ ارز در بازار یک محدوده بسیار باریک $\pm 0.3\%$ درصد برای معاملات بین‌بانکی و $\pm 0.15\%$ برای معاملات خرده‌فروشی نسبت به نرخ مرجعی بود ^۲ که بانک مرکزی چین (PBC) اعلام می‌کرد. ثانیاً بازیگر عمده بازار بین‌بانکی، بانک مرکزی بود و ۷۰ درصد معاملات خرید ارز با مداخله بانک مرکزی صورت می‌گرفت. این موضوع در رشد چشمگیر ذخایر ارزی ^۳ در این دوره و دهه بعدی مشهود است (نمودار ۶). در واقع بعد از سال ۱۹۹۴، هم از سمت حساب جاری (ناشی از اصلاح مقررات تجاری و محرک‌های مختلف تجاری اعم از نرخ ارز و شرایط کلان) و هم ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI)، ترازپرداخت‌های چین مازاد چشمگیری پیدا می‌کند (نمودار ۷) و

1. Pegged Rate Regime

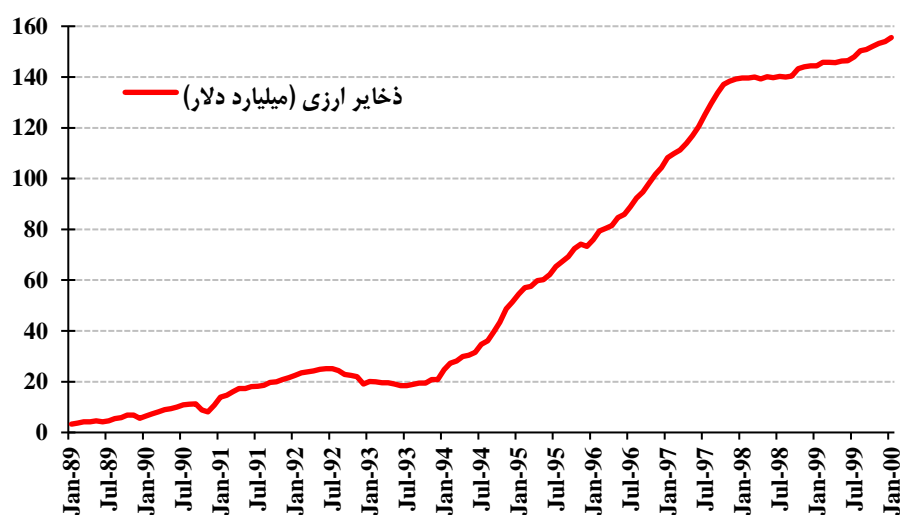
۲. درحالی‌که محدوده مجاز نوسان نرخ دلار هنگ کنگ، یین ژاپن و یورو ۱ درصد نسبت به نرخ مرجع بانک مرکزی چین بود. Lin and Schramm (2003, p.259)

۳. ردیابی رشد ذخایر ارزی از چند روش قابل بررسی است. یکی از روش‌ها بررسی تغییرات ذخایر ارزی در داده‌های ترازپرداخت هر کشور است. در این روش باید به تعریف ذخایر ارزی در داده‌های استاندارد شده ترازپرداخت مطابق دستورالعمل‌های تهیه و تدوین ترازپرداخت دقت کرد. برای این تعریف مراجعه کنید به کتاب راهنمای: (Balance of Payments and International Investment Position Manual 6th ed. (BPM6)). در این رابطه همچنین می‌توان به داده‌های ذخایر رسمی مراجعه کرد. روش دیگر در ردیابی تغییرات ذخایر ارزی، بررسی تغییرات دارایی‌های خارجی در ترازنامه بانک مرکزی است. در این روش، تغییرات کل‌های پولی از جمله پایه پولی هم در رابطه با مداخلات ارزی قابل بررسی است و اثرات مداخلات ارزی بر متغیرهای پولی هم آشکار می‌شود. اما تغییرات ذخایر در داده‌های ترازپرداخت و ذخایر رسمی، لزوماً تغییرات کل‌های پولی و مداخلات بانک مرکزی را نشان نمی‌دهد. هرچند در بعضی از کشورها، تغییرات ذخایر در ترازنامه بانک مرکزی، داده‌های ترازپرداخت و ذخایر رسمی، تا حد زیادی مطابقت دارند. در مورد چین، داده‌های ترازپرداخت و تغییرات دارایی‌های خارجی در ترازنامه بانک مرکزی چین، تا سال ۲۰۱۴، تا حد زیادی مطابقت دارند. در بخش‌های بعدی، این داده‌ها کامل‌تر تحلیل می‌شوند.



بانک مرکزی برای حفظ باند نوسان نرخ ارز (عمدتاً جلوگیری از تقویت یوان) دست به مداخله و خرید عمده ارزهای خارجی می‌زند. از یک طرف یکسان‌سازی نرخ ارز و افزایش قیمت اقلام وارداتی که قبلاً با نرخ رسمی وارد می‌شدند و از طرف دیگر تغییرات خارج از کنترل متغیرهای پولی پس از مداخلات ارزی (به‌خصوص پایه پولی) و فضای محدود اعمال سیاست پولی در فقدان ابزارهای پولی مناسب و فقدان بازار مالی توسعه‌یافته، فشارهای تورمی را طی سال‌های ۱۹۹۴-۱۹۹۵ به چین بازمی‌گردانند^۱ (نمودار ۳). از این پس، مازاد ترازپرداخت‌ها و تثبیت نرخ ارز (عمدتاً جلوگیری از تقویت یوان با مداخلات بانک مرکزی) به متغیرهای اصلی مؤثر بر سیاست پولی تبدیل شدند و بانک مرکزی مجبور شد به‌طور جدی و بعداً با زحمت با آنها مواجه شود.^۲

نمودار ۳. ذخایر ارزی رسمی چین-مانده پایان دوره (۱۹۸۹-۲۰۰۰)

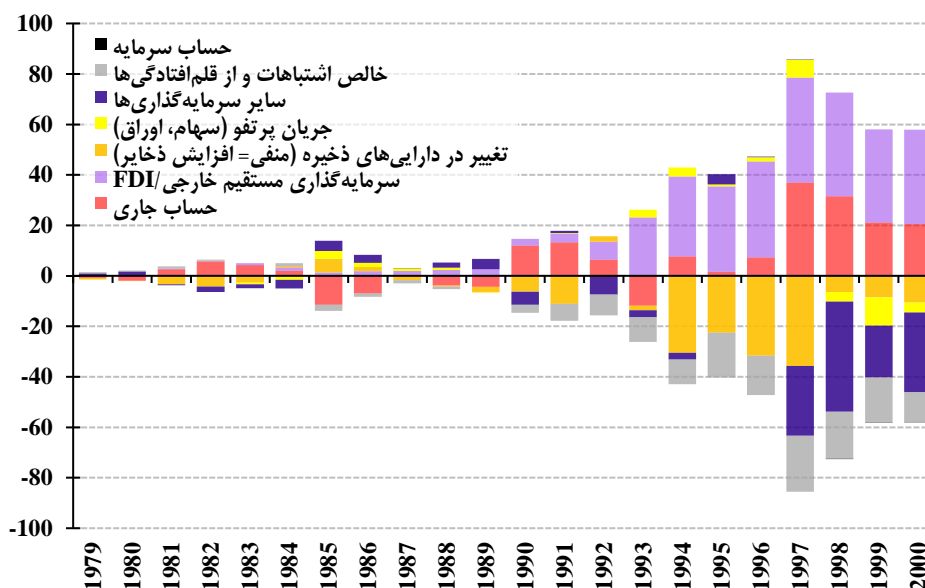


source: CEIC Data.

1. Lin and Schramm (2003, p. 259).

۲. مصاحبه با Ping Xie در سال ۲۰۰۳: لینک مصاحبه.

نمودار ۷. تراز پرداخت‌های چین، ۲۰۰۰-۱۹۷۹ (میلیارد دلار)



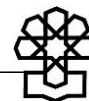
source: SAFE.

در آوریل ۱۹۹۶، تعرفه واردات ۴۹۹۴ قلم کالا کاهش یافت که این رقم بیش از ۸۳ درصد از تعرفه کل اقلام وارداتی چین را تشکیل می‌داد. در نتیجه، سطح میانگین تعرفه واردات چین از ۳۵.۹ درصد به ۲۳ درصد کاهش یافت. در این بین، ۱۷۰ سهمیه واردات لغو شد. در ۲۷ نوامبر ۱۹۹۶، در نامه‌ای به صندوق بین‌المللی پول، بانک مرکزی چین (PBC) اعلام کرد که چین تعهدات مندرج در ماده هشتم مفاد موافقت‌نامه صندوق را از اول دسامبر ۱۹۹۶ می‌پذیرد. بنابراین، ۳ سال زودتر از جدول زمانی رسمی اعلام شده، چین به هدف تبدیل‌پذیری حساب جاری دست یافت. تا سال ۱۹۹۷، چین بیش از ۱۰۰ میلیارد دلار ذخایر ارزی و ۴۲ میلیارد دلار مازاد در تراز پرداخت‌ها داشت.^۱

نمودار ۹ نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در چین (FDI) از ۴.۴ میلیارد دلار سال ۱۹۹۱ به ۴۴.۲ میلیارد دلار سال ۱۹۹۷ افزایش یافت. با افزایش چشمگیر ورود سرمایه به چین و همچنین بهبود حساب جاری (عمدتاً ناشی از افزایش تراز تجاری به‌خصوص در سال ۱۹۹۷)، مازاد عرضه ارز از سال ۱۹۹۴ تا ۱۹۹۷ عمدتاً با مداخلات بانک مرکزی به شکل ذخایر خریداری می‌شد. نمودار ۷ افزایش چشمگیر ذخایر ارزی با توجه به داده‌های تراز پرداخت را نشان می‌دهد.

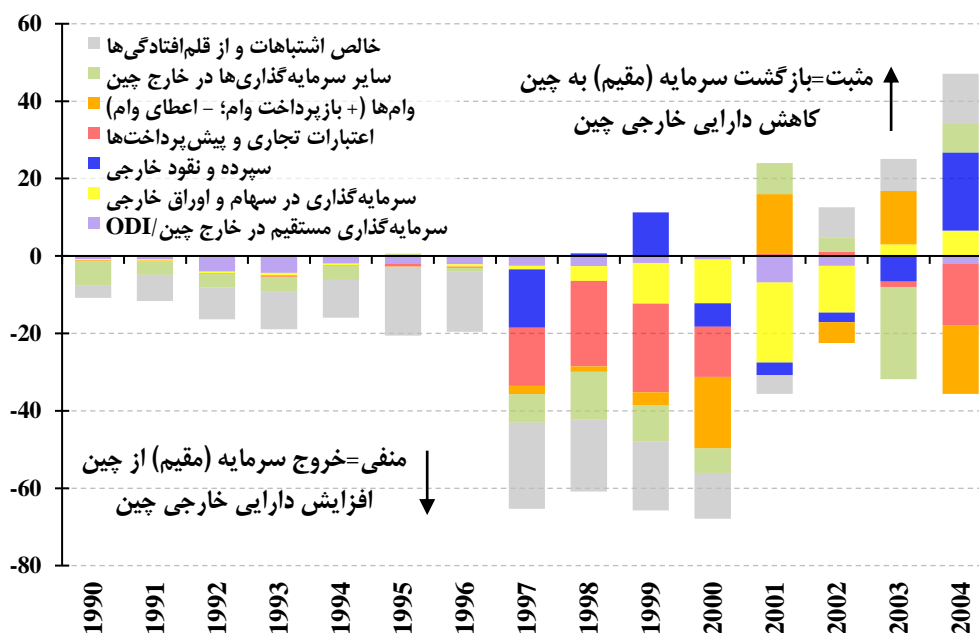
علاوه بر این، منابع ورودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI) متنوع‌تر شدند و سهم فزاینده‌ای از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از اقتصادهای توسعه‌یافته بزرگ مانند آمریکا، اروپا و ژاپن به سمت چین سرازیر شد. در جامع‌ترین بسته اصلاحی اقتصاد چین که در نوامبر ۱۹۹۳ ارائه شد، طرحی بلندپروازانه برای دستیابی به آزادسازی کامل حساب سرمایه تا سال ۲۰۰۰ وجود داشت، اما این طرح با وقوع بحران مالی آسیا در سال ۱۹۹۷ به حالت تعلیق درآمد و

1. Lin and Schramm (2003, pp. 259-261).



کنترل‌های خروج سرمایه برداشته نشد و نرخ یوآن در برابر دلار بدون تغییر باقی ماند. این بحران به وضوح قدرت جریان‌های بی‌ثبات سرمایه را نشان داد و سیاستگذاران را مجبور کرد، قبل از آزادسازی جریان‌های ارزی سفته‌بازانه و کوتاه‌مدت، مانند سرمایه‌گذاری در سبد پرتفو (سهام و اوراق)، دوباره تأمل کنند.^۱ خالص جریان سرمایه پرتفو از سال ۱۹۹۸ به بعد بر روی نمودار ۷ قابل مشاهده است. به شکل دقیق‌تر، در طول بحران مالی آسیا تا سال ۲۰۰۲، سرمایه‌گذاران چینی (سرمایه‌گذاران مقیم اعم از افراد، نهادها و مؤسسات مالی و غیرمالی) روند سرمایه‌گذاری در اوراق و سهام (پرتفو) سایر کشورها و خروج سرمایه از چین را تحت این شکل از سرمایه‌گذاری افزایش دادند. نمودار ۸ روند این پدیده را نشان می‌دهد. در نهایت تمایل به خروج سرمایه از چین در این دوره از طرف ساکنان مقیم چین، کنترل جریان سرمایه را برای سیاستگذاران ارزی، موجه می‌سازد. (برای مطالعه سایر جزئیات سیاستگذاری ارزی بین سال‌های ۱۹۹۴-۱۹۹۷ به پیوست ۲ مراجعه کنید).

نمودار ۸. اجزای دارایی حساب مالی چین، ۱۹۹۰-۲۰۰۴ (میلیارد دلار)^۲

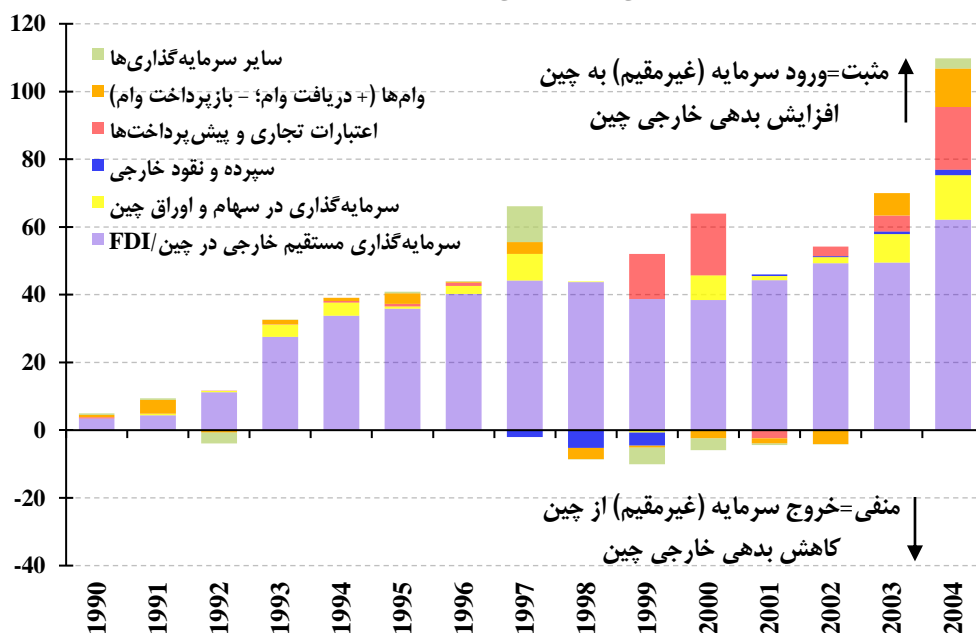


source: Ibid.

1. Miao and Deng (2019, pp. 6-7).

۲. دقت کنید که «خالص اشتباهات و از قلم افتادگی‌ها» در این نمودار، جزء دارایی‌های حساب مالی نیست و خالص اشتباهات ممکن است مربوط به تمام ردیف‌های ترازپرداخت باشد. اما از آنجاکه این مورد، عموماً در طرف خروج سرمایه قرار می‌گیرد، در این گزارش فرض می‌شود که خروج و ورود جریان سرمایه‌ای بوده که توسط ساکنان مقیم چین، صورت گرفته است. به معنای دیگر ممکن است که خالص اشتباهات، مربوط به تراکنش‌های حساب جاری باشد، اما بدون بازگشت درآمدهای ارزی به چین، شکل خروج سرمایه گرفته است.

نمودار ۹. اجزای بدهی حساب مالی چین، ۱۹۹۰-۲۰۰۴ (میلیارد دلار)



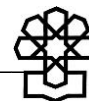
source: Ibid.

۴-۱. سیاست عدم کاهش ارزش یوان در سال ۱۹۹۸ (عطف اول)

در اواسط سال ۱۹۹۷، بحران مالی آسیا شروع شد و در بین کشورها گسترش یافت. ارزش پول ملی بسیاری از کشورهای شرق آسیا به شدت کاهش یافت که این امر باعث افزایش انتظارات جهت کاهش ارزش یوان به تبع سایر ارزهای آسیایی شد، اما برخلاف انتظارات، مقامات چینی از تضعیف یوان صرف نظر کردند و برای تثبیت یوان، کنترل‌های بازار ارز را افزایش دادند و در نهایت ثبات یوان حفظ شد. این تصمیم مهم اقتصادی از جنبه‌های مختلفی تحلیل شده که در اینجا مرور می‌شوند.

از جنبه‌ای سیاست تثبیت یوان طی بحران شرق آسیا به قدرت گرفتن بانک مرکزی چین (PBC) در دهه ۱۹۹۰ نسبت داده می‌شود. به خصوص قانون بانک مرکزی در سال ۱۹۹۵ و مقررات بعدی، تأثیر اولیه بر سیاست نرخ ارز را از وزارت بازرگانی خارجی و همکاری‌های اقتصادی (MOFTEC)^۱ به بانک مرکزی منتقل کرده بود. به طور خاص، قانون ۱۹۹۵ و متعاقب آن تصویب مقررات شورای دولتی در سال ۱۹۹۶ در مورد مدیریت ارز،^۲ نرخ ارز را از ابزاری برای تحریک تجارت به ابزاری برای سیاست پولی تبدیل کرد. این آیین‌نامه هدف از مدیریت ارز را افزایش درآمدهای ارزی و صرفه‌جویی در هزینه‌های ارزی بدون اشاره به تحریک تجارت خارجی عنوان کرد. مقررات ۱۹۹۶ تصریح می‌کند که بانک مرکزی چین حق انحصاری تعیین نرخ ارز مرجع و محدوده‌های را دارد که در آن نرخ ارز بازار مجاز به انحراف از نرخ‌های مرجع و رسمی است. جدا از افزایش اقتدار رسمی که بانک مرکزی در مورد نرخ ارز به دست آورده بود، تعاملات آن با رهبران سیاسی، آن را به یک بازیگر نهادی کلیدی در سیاست عدم کاهش ارزش یوان، در دوره بحران شرق آسیا تبدیل کرد.

1. The Ministry of Foreign Trade and Economic Cooperation
2. Regulations on Foreign Exchange Management



نکته مهم در رابطه با قانون ۱۹۹۵، اعطای مأموریت مبارزه با تورم به بانک مرکزی و سلب این نقش از اداره ملی قیمت بود. بانک مرکزی چین در مواجهه با این سؤال نهایی که آیا «یوان را تضعیف کنیم یا نه؟» به طور محکم بر روی موضع عدم کاهش ارزش ایستاد. به رغم روند کاهشی تورم در سال ۱۹۹۸، بانک مرکزی نگران آثار تورمی بالقوه کاهش ارزش یوان بود؛ زیرا به تازگی پس از سال‌های ۱۹۹۵-۱۹۹۴ توانسته بود تورم را تحت کنترل درآورد. با توجه به این زمینه نهادی در شکل‌گیری بانک مرکزی چین پس از ۱۹۹۵ و نهادهای مرتبط با سیاست پولی، بیشتر به کنترل تورم توجه می‌شد تا سایر اهداف کلان و ابزار اصلی در کنترل تورم، تثبیت نرخ ارز و عدم تضعیف یوان بود. حتی تشکیل کمیته سیاست پولی (MPC)^۱ در سال ۱۹۹۷، به عنوان یک نهاد مشورتی در مورد سیاست پولی متشکل از برخی از اعضای هیئت‌مدیره بانک مرکزی، دبیر هیئت‌دولت، معاونان وزارتخانه‌های بزرگ اقتصادی و همچنین نمایندگان محدودی از نهادهای مالی و بانک‌های دولتی و متخصصین دانشگاهی هیچ قدرت واقعی بر سیاست نرخ ارز اعمال نمی‌کرد.^۲

در دوره اول اصلاحات ارزی در مورد وام‌های معوق و غیرجاری (NPLS)^۳ گفته شد که بانک مرکزی چین به دلیل جلوگیری از رشد وام‌های غیرجاری، مخالف تضعیف یوان بود. لذا سیاست‌های پولی و اعتباری چین، تا حد زیادی با تصمیمات ارزی گره زده می‌شد. در این دوره نیز، دولت چین تأکید زیادی بر جلوگیری از ایجاد وام‌های غیرجاری و معوق جدید داشت، اما نمی‌توانست سازوکارهای نهادی و مدیریتی مناسبی را برای تشویق بانک‌ها به اعطای وام‌های سودده و کم‌ریسک ایجاد کند و عملاً دوباره سیاست عدم تضعیف یوان، به ابزار بانک مرکزی برای مواجهه با ضعف اعتبارات بانکی تبدیل می‌شد. به علاوه، به دلیل تثبیت یوان، بانک مرکزی، خریدهای ارزی و افزایش ذخایر را طی بحران کاهش داده بود (نمودارهای ۶ و ۷) و این موضوع نوعی انقباض پولی بود و قدرت اعتباردهی شبکه بانکی را کاهش می‌داد. لذا می‌توان گفت سیاست‌های مالی و پولی-اعتباری چین در این دوره به دلیل ترس از سابقه تورم‌های بالا، و همچنین ترس از رشد وام‌های معوق در مواجهه با رکود مناسب نبود و در نهایت از یک‌طرف بحران اعتباری بدتر شد و از طرف دیگر کاهش تورم نیز با رکود^۴ همراه شد.^۵

علل اصلی دولت چین جهت ادامه تثبیت (پگ) نرخ ارز به شرح زیر بود:

• با توجه به سابقه کاهش ارزش یوان در سال‌های گذشته و تورمی شدن اقتصاد و مشکلات ناشی از رشد وام‌های غیرجاری و معوق، در ۱۹۹۸، چین بیش از هر چیز دیگری به ثبات مالی نیاز داشت. از طرف دیگر، ادامه پگ دلار هنگ‌کنگ نیز به حمایت سرزمین اصلی چین وابسته بود. کاهش ارزش یوان می‌توانست منجر به کاهش شدید ارزش دلار هنگ‌کنگ شود و این به معنای خدشه چهره بین‌المللی دولت مرکزی چین بود که به تازگی اداره هنگ‌کنگ را از بریتانیا گرفته بود.

• کاهش ارزش یوان منجر به ایجاد رقابت جهت کاهش ارزش سایر ارزهای آسیا می‌شد و این موضوع بحران آسیا را بدتر می‌کرد.

1. Monetary Policy Committee
2. Bell and Feng (2013, pp. 219-223).
3. Non-Performing Loans
4. Deflation
5. Yu (2000, p. 164).

• در آن دوره استدلال می‌شد که آثار کاهش درآمد صادراتی چین ناشی از رکود اقتصادی ژاپن و سایر اقتصادهای آسیایی را نمی‌توان با کاهش ارزش یوان جبران کرد و کاهش ارزش یوان با هدف تحریک صادرات چین، شکست می‌خورد. البته با وجود تثبیت یوان اقدامات مختلف دیگری برای بهبود صادرات اتخاذ شد. به‌عنوان مثال، از آگوست ۱۹۹۸ تا جولای ۱۹۹۹، دولت نرخ‌های تخفیف مالیات بر صادرات را سه بار افزایش داد، همچنین بانک‌های تجاری از سوی بانک مرکزی چین (PBC) مأمور شدند تا وام‌های تشویقی برای حمایت از صادرکنندگان داخلی ارائه کنند.^۱ (اعتبارات تجاری و پیش‌پرداخت‌ها^۲ بین سال‌های ۲۰۰۰-۱۹۹۷ در نمودار ۸ به همین وام‌های تشویقی مربوط است).

• حدود ۵۷ درصد صادرات چین وابسته به نهاده‌های وارداتی می‌شد و بنابراین، کاهش ارزش بلافاصله تا حد زیادی باعث افزایش قیمت در نهاده‌های وارداتی کالاهای صادراتی می‌شد و مزیت صادراتی ناشی از کاهش ارزش یوان از بین می‌رفت.

• همچنین استدلال می‌شد، یوان بیش از حد ارزش‌گذاری نشده است. حفظ ارزش فعلی می‌تواند شرکت‌های صادراتی چین را مجبور کند که بهره‌وری خود را بیشتر افزایش دهند و رقابت‌پذیری خود را بهبود بخشند.^۳

• از آنجاکه چین کنترل سرمایه دقیق و مؤثری داشت، همراه با تداوم مازاد حساب جاری، امکان تثبیت (پگ) یوان به دلار آمریکا ممکن بود. از طرف دیگر، چین بسیار کمتر در معرض خروج سرمایه به‌شکل عمده از سمت سرمایه‌گذاران غیرمقیم (خارجی) بود (نمودار ۹) و سرمایه‌گذاران مقیم (داخلی) نیز تا حد زیادی کنترل می‌شدند و مازاد حساب مالی و ترازپرداخت از طرف جریان سرمایه، در طول بحران حفظ می‌شد. بنابراین، محرک تضعیف یوان در طول بحران، صرفاً انتظارات بود و از نظر عرضه و تقاضا مشکلی در تأمین ارز وجود نداشت و در صورت بهبود انتظارات، دوباره روند فشار برای تقویت یوان احیا می‌شد. همچنین اگرچه در بازار سیاه، نرخ ارز بالاتر از نرخ رسمی بود، اما حجم معاملات در بازار سیاه کم بود و تأثیر بازار سیاه بر تعیین نرخ رسمی در طول بحران زیاد نبود و صرفاً یک محرک انتظاری از تضعیف یوان توسط سیاستگذار، شکاف جزئی بین نرخ رسمی و بازار سیاه را ایجاد می‌کرد. هرچند مقامات چینی طی ۱۹۹۷-۲۰۰۰ محدودیت‌های خروج سرمایه را برخلاف هدف‌گذاری خود برای آزادسازی کامل حساب سرمایه در آن سال‌ها، تشدید کردند.^۴ از طرف دیگر به‌دلیل رکود فراگیر در خود چین و سایر کشورهای آسیایی، رشد صادرات چین هم به‌شدت افت کرده بود.^۵

در نهایت تصمیم پکن در سال ۱۹۹۸ مبنی بر عدم کاهش ارزش یوان از سوی طیف گسترده‌ای از کشورها از جمله رهبران آسیا اقیانوسیه و بیل کلینتون رئیس‌جمهور وقت آمریکا مورد تمجید قرار گرفت. اما چین این تثبیت نرخ ارز را حتی بعد از بحران آسیا تا سال ۲۰۰۵ ادامه داد و مانع از تقویت یوان می‌شد، بنابراین، سیاست ارزی چین بار دیگر به تیترا خبر رسانه‌های جهانی و کانون بحث در کنفرانس‌های بین‌المللی تبدیل شد و پکن درگیر انتقاداتی از سوی کشورهای غربی به رهبری آمریکا و حتی برخی از کشورهای نوظهور و در حال توسعه به‌دلیل ادامه سیاست تثبیت یوان

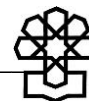
1. Lin and Schramm (2003, p. 261).

2. Trade Credit and Advances

3. Yu (2000, pp. 166-167).

۴. برای جزئیات این موضوع مراجعه کنید به: Lin and Schramm (2003, p. 269) و پیوست ۲.

۵. بین ۱۹۸۱ تا ۱۹۹۷، رشد سالیانه صادرات چین به‌طور متوسط حدود ۱۳٫۷ درصد بود اما در سال ۱۹۹۸، رشد صادرات تنها ۰٫۵ درصد محقق شد (Zhang (2000, p. 1076).



شد. همان‌طور که یکی از مقامات وزارت امور خارجه چین در مورد این انتقادات می‌گوید: «در مورد مسائل مربوط به نرخ ارز، ما اغلب با خجالت یک در برابر نوزده (کشور دیگر) در جلسات G20 روبه‌رو هستیم»^۱. این زمینه‌ای بود برای عطف دوم از سیاست‌های ارزی چین که در قسمت بعدی شرح داده می‌شود.

۵-۱. کنار گذاشتن پگ و پایه‌ریزی نرخ شناور مدیریت شده در سال ۲۰۰۵ (عطف دوم)

وضعیت ترازپرداخت‌های چین در دو بازه ۲۰۰۰-۱۹۹۸ (دوره بحران شرق آسیا) و بازه ۲۰۰۵-۲۰۰۱ متفاوت است. اگرچه سیاست تثبیت یوان و عدم تضعیف آن در طول بحران مورد تمجید سایر کشورها واقع شد اما بعد از بهبود وضعیت ترازپرداخت‌ها طی سال‌های ۲۰۰۵-۲۰۰۱، مسئله ارزش‌گذاری غیرواقعی و پایین بودن ارزش یوان به محافل علمی^۲ و سیاسی جهان بازگشت. جدول ۳ این دو بازه را مقایسه می‌کند. برای مثال در طول بحران، میانگین سالیانه رشد ذخایر چین، ۸.۵ میلیارد دلار است و سرعت رشد آن به شدت کاهش پیدا کرد، اما پس از سال ۲۰۰۱ به‌طور میانگین، سالیانه ۱۳۹.۶ میلیارد دلار، ذخایر ارزی رشد کرده است.

شاید در ابتدا انتظار نمی‌رفت که با پیوستن چین به سازمان تجارت جهانی در سال ۲۰۰۱، تراز تجاری کشورهای توسعه‌یافته به‌خصوص آمریکا با این کشور، دچار کسری مزمین شود و تجارت آزاد به نفع صادرات چین تمام شود. به‌معنای دیگر، به تدریج مشخص شد که از یک‌طرف تثبیت نرخ دلار روی ۸.۲ یوان، محرکی برای تجارت خارجی و صادرات چین می‌باشد و از طرف دیگر جریان سرمایه ورودی به چین (به‌خصوص سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی) به شدت موجب تحریک و توسعه صادرات چین می‌شود. درحالی‌که یوان با توجه به واقعیت‌های ترازپرداختی چین و مازاد بسیار زیاد آن، تعدیل و تقویت نمی‌شد و کسری تجاری فزاینده با چین، به دغدغه رقباتی تجاری این کشور تبدیل شده بود.

1. Bell and Feng (2013, p. 225).

۲. تعدادی از مطالعات سعی کردند با تخمین نرخ ارز تعادلی واقعی چین به این سؤالات پاسخ دهند که آیا و تا چه حد ممکن است نرخ ارز چین کمتر ارزش‌گذاری شده باشد. این مطالعات با تکیه بر مدل‌ها، روش‌شناسی‌ها، متغیرهای توضیحی مختلف، قضاوت‌های ذهنی و بی‌ثباتی در روابط اقتصادی زیربنایی، طیف وسیعی از نرخ‌ها موسوم به انحراف نرخ مبادله یوان تا سطح تعادل آن به دست آورده‌اند. اما به‌رغم تنوع برآوردها، اجماع کلی این است که یوان کمتر ارزش‌گذاری شده است (Bell and Feng (2013, pp. 228-229).

جدول ۳. مقایسه تراز پرداخت‌های چین طی دو دوره ۲۰۰۰-۱۹۹۸ و ۲۰۰۵-۲۰۰۱ (میانگین سالیانه-میلیارد دلار)^۱

	بازه ۱۹۹۸-۲۰۰۰	بازه ۲۰۰۱-۲۰۰۵
افزایش ذخایر خارجی - نسبت به تولید ناخالص داخلی (%)	۸.۵ (۰.۸)	۱۳۳.۹ (۷.۱)
حساب جاری - نسبت به تولید ناخالص داخلی (%)	۲۴.۳ (۲.۲)	۵۹.۴ (۳.۱)
حساب مالی (غیر از تغییرات ذخایر) - نسبت به تولید ناخالص داخلی (%)	۰.۳ (۰.۰)	۶۴.۳ (۳.۵)
خالص سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI) - نسبت به تولید ناخالص داخلی (%)	۴۵.۱ (۳.۵)	۸۹.۴ (۳.۲)
خالص سرمایه‌گذاری پرتفو و سایر سرمایه‌گذاری‌ها - نسبت به تولید ناخالص داخلی (%)	-۳۸.۲ (-۳.۵)	۷.۵ (۰.۳)

source: SAFE و TradingEconomics.com.

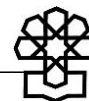
به‌طور کلی سیاست تثبیت (پگ) نرخ ارز در چین به‌خصوص طی ۲۰۰۵-۲۰۰۱، نوعی از حمایت تجاری به صنایع داخلی و همچنین تولیدات شرکت‌های چندملیتی در این کشور اعطا می‌کرد. این شکل از کمک به صنعت را می‌توان «حمایت به‌وسیله نرخ ارز» نامید. بنابراین، تثبیت نرخ ارز، صرفاً با هدف جلوگیری از تضعیف پول ملی نیست و ممکن است در دوره‌هایی مانع از تقویت آن باشد و به این شکل به‌عنوان محرک صادرات عمل کند. از طرف دیگر، به‌رغم رشد بسیار بالای تولید داخلی چین، سیاست ارزی غیرقابل انعطاف و عدم تقویت یوآن، منجر به جلوگیری از رشد مصرف داخلی می‌شد. لذا با توجه به میزان مصرفی که خانوارها می‌توانستند به‌طور بالقوه و متناسب با یوآن قوی‌تر از آن بهره‌مند شوند، اما استانداردهای زندگی در چین کمتر از حد مطلوب بودند.^۲

با توجه به مقیاس اقتصاد چین و حجم روبه‌رشد آن در تجارت با اقتصادهای توسعه‌یافته، مطالعات متعددی در مورد رژیم ارزی چین و نرخ یوآن طی دو دهه اخیر به‌خصوص بین سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۰ انجام شده است. این مطالعات به‌همراه متخصصان داخلی و خارجی، رهبران چین را متقاعد کردند که در سال ۲۰۰۵ تغییرات جدیدی در رابطه با رژیم ارزی و تجدید ارزیابی نرخ برابری یوآن و سایر ارزها اعمال کنند. نهادمحوری در متقاعد کردن رهبران چین برای منصرف کردن نرخ ارز و کنار گذاشتن تثبیت (پگ)، بانک مرکزی (PBC) بود. بعد از تغییر رهبری چین در سال ۲۰۰۲،^۳ بانک مرکزی چین با ریاست جدید، بر دیگر بازیگران نهادی در سیاست‌گذاری نرخ ارز، تسلط بیشتری

۱. در جدول ۲، علامت مثبت در مورد جریان‌های ارزی سرمایه‌ای و حساب مالی، به‌معنای خالص ورود سرمایه (مقیم و غیرمقیم) به چین و علامت منفی به‌معنای خروج سرمایه است.

2. Makin (2009, p. 84).

۲. دوره رهبری جدید از نوامبر ۲۰۰۲ تا مارس ۲۰۱۳ می‌باشد. برای مطالعه نهادهای کلیدی در سیاست‌های ارزی چین طی این دوره، مراجعه کنید به: Yi (2007, p. 1-12).



پیدا کرد و به تأثیرگذارترین منبع ارزیابی‌های سیاست نرخ ارز تبدیل شد.^۱ ژوشیاوچوان،^۲ رئیس بانک مرکزی چین، یکی از تصمیم‌گیرندگان کلیدی نرخ ارز در آن دوره است. همچنین یی‌گانگ، دبیرکل کمیته سیاست پولی (MPC) و مدیر بخش سیاست پولی بانک مرکزی، به دلیل تخصص خود در اقتصاد پولی، نقش مهمی در تدوین سیاست نرخ ارز ایفا می‌کند.^۳ فارغ از گرایش اقتصادی این افراد،^۴ اقتصاد چین در سال ۲۰۰۴ دوباره روند تورمی گرفت که یکی از علل آن مداخلات ارزی برای جمع‌آوری مازاد ارز و افزایش ذخایر و رشد شدید دارایی‌های خارجی در ترازنامه بانک مرکزی چین بود که اجرای سیاست پولی برای بانک مرکزی را محدودتر می‌کرد.^۵ لذا بانک مرکزی شناورسازی نرخ یوآن و تقویت آن را از یک‌طرف، برای کاهش تورم در نظر داشت و از طرف دیگر این مسئله را یک اقدام اصلاحی برای آینده سیاست‌های پولی چین می‌دانست (در بخش‌های بعدی به این مبحث بیشتر پرداخته می‌شود).

نگرانی رهبران چین و سایر نهادهای تصمیم‌ساز، برای کنار گذاشتن تثبیت نرخ برابری یوآن و دلار، چند محور داشت. از یک‌طرف، رهبری جدید به لحاظ سیاسی تمایلی به تسلیم شدن در برابر فشارهای خارجی مبنی بر تجدید ارزیابی نرخ ارز نداشت و پذیرش فشار خارجی در مورد سیاست‌های اقتصادی را معادل فرستادن سیگنال ضعف در ابتدای راه رهبری جدید قلمداد می‌کرد. از طرفی رویکرد کلان در چین، هنوز حفظ قدرت صادراتی بود که اشتغال قابل‌توجهی را ایجاد می‌کرد و تقویت یوآن ممکن بود شوک جدی به بخش صادرات به خصوص بخش کشاورزی وارد کند. در دوره رهبری جدید، توجه ویژه‌ای به مسئله نابرابری و فقر به‌ویژه روستاها شده بود. کمیسیون توسعه و اصلاحات ملی (NDRC)^۶ نگرانی مشابهی در زمینه توسعه کشاورزی داشت، زیرا هرگونه تقویت یوآن، می‌توانست به ضرر بخش کشاورزی و خنثی کردن برخی از اقدامات اصلاحی رهبری برای کاهش فقر از سال ۲۰۰۴ شود. وزارت اقتصاد نیز نگران بازپرداخت وام‌های اعطایی به استان‌ها بود. از این جهت که اکثر شهرهای فقیر به کشاورزی متکی بودند و بعد از تقویت یوآن، کشاورزی تحت تأثیر منفی قرار می‌گرفت و برای بازپرداخت وام‌ها دچار مشکل می‌شدند. مجموعه‌های وزارت بازرگانی دو جهت متضاد با هم داشتند. بخش صادرات موافق ادامه پگ و تثبیت یوآن و بخش واردات موافق نرخ انعطاف‌پذیرتر و تقویت پول ملی بودند. در کل برآیند نظرات مجموعه وزارت بازرگانی، مخالفت با تقویت ناگهانی یوآن

۱. به شکل دقیق‌تر، در دوره رهبری جدید، تصمیم‌گیرنده نهایی در سیاست‌های ارزی چین، گروه رهبری مالی و اقتصاد مرکزی (CFELG) است. نخست‌وزیر، رئیس CFELG، شخصیت کلیدی در سیاستگذاری نرخ ارز است و مسئولیت تمام مسائل عمده در امور پولی و مالی را برعهده می‌گیرد. در همین زمان، بانک مرکزی چین (PBC) در حال تبدیل شدن به تأثیرگذارترین نهاد در سیاستگذاری نرخ ارز در میان بازیگران نهادی داخلی است. ژوشیاوچوان، رئیس بانک مرکزی، ریاست تمام موضوعات اصلی سیاست نرخ ارز را برعهده دارد (Yi (2007, p. 2).

2. Zhou Xiaochuan

3. Yi (2007, pp. 5-7).

۴. ژوشیاوچوان اقتصاددانی بود که در پست‌های کلیدی مختلف در بخش مالی چین، از جمله رئیس اداره دولتی ارز خارجی (SAFE) بین سال‌های ۱۹۹۵ تا ۱۹۹۸ کار کرده بود. در دهه ۱۹۹۰، ژو در چندین مورد از تألیفات خود می‌گوید رژیم پگ در ارتقای صادرات چین مؤثر بود، با این‌وجود مانع از تغییر ساختاری و توسعه پایدار اقتصاد چین شده است. تخصص او در اقتصاد پولی، همراه با روابط شخصی او با رهبران دوره‌های مختلف چین، و همچنین ارتباطات گسترده او با بانک‌های مرکزی بین‌المللی، باعث شد که بانک مرکزی (PBC) به لحاظ سیاسی هم برجسته شود. در همان زمان، درگیری بانک مرکزی با کمیسیون توسعه و اصلاحات ملی (NDRC) در موضوع انقباض پولی ۲۰۰۳-۲۰۰۴ باعث شد که در مدیریت اقتصاد کلان چین، اختیارات قابل‌توجهی به بانک مرکزی واگذار شود. برای مطالعه بیشتر مراجعه کنید به: Bell and Feng (2013, p. 241)

۵. از یک طرف بانک مرکزی مجبور است برای تثبیت نرخ برابری یوآن و دلار، مازاد ارز در بازار را خریداری کند و از طرف دیگر رشد ترازنامه بانک مرکزی و انتشار یوآن، رشد کل‌های پولی به خصوص پایه پولی و نرخ‌های بین بانکی را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

۶. در مارس ۱۹۹۸، کمیسیون برنامه‌ریزی دولتی (SPC) به کمیسیون برنامه‌ریزی توسعه دولتی (SDPC) تغییر نام داده شد. کمیسیون برنامه‌ریزی توسعه دولتی در سال ۲۰۰۲ با مسئولیت و قدرت بیشتر در بوروکراسی و نظارت بر توسعه اقتصادی چین با عنوان کمیسیون توسعه و اصلاحات ملی (NDRC) بازسازی شد. یکی از وظایف اصلی NDRC در رابطه با سیاست‌های ارزی چین، «کنترل و نظارت بر حجم بدهی‌های خارجی و ترازپرداخت‌های چین است...» (Bell and Feng (2013, p. 231).

بود، اما حرکت تدریجی به سمت یک رژیم نرخ ارز انعطاف‌پذیرتر را پذیرفته بودند و اعتقاد بر این بود که نرخ انعطاف‌پذیر، ساختار واردات و صادرات چین را در بلندمدت بهینه می‌کند.^۱ ژوشیانوچوان، رئیس بانک مرکزی (PBC)، در مصاحبه‌ای اشاره می‌کند که هدف دولت چین، تعادل کلی در حساب جاری است و این نیز سیاستی تأیید شده از سوی وزارت بازرگانی است. این امر نیاز به همکاری دو ارگان دولتی در سیاستگذاری نرخ ارز را نشان می‌دهد. از طرف دیگر چانه‌زنی بین بانک مرکزی و وزارت بازرگانی بر سر برخی سیاست‌های نرخ ارز صورت می‌گرفت و نتیجه مذاکرات آنها منبع مهمی برای تصمیم‌گیرنده نهایی یعنی گروه رهبری مالی و اقتصاد مرکزی (CFELG)^۲ بود.^۳

بل و فنگ (۲۰۱۳) بیان می‌کنند: سرخ‌های مختلف از مصاحبه‌های ما نشان می‌دهد که پس از اینکه ژوشیانوچوان سرپرستی بانک مرکزی چین را به عهده گرفت، طرحی برای اصلاحات در اوایل سال ۲۰۰۳ آغاز شد. با توجه به اهمیت اصلاح نرخ ارز، بانک مرکزی رویکرد بسیار محتاطانه‌ای را در پیش گرفت و در ایجاد آمادگی‌های نهادی و فنی لازم تا حد زیادی تلاش کرد. در بهار سال ۲۰۰۳، بانک مرکزی مطالعات خود در مورد پیوند یوآن با دلار آمریکا و پیامدهای حرکت احتمالی به سمت یک رژیم جدید ارزی را توسعه داد. این نهاد، سمینارهایی را در مورد نرخ ارز و مدیریت اقتصاد کلان برگزار کرد و اقتصاددانان برجسته آمریکایی را برای ارائه نظرات خود به چین دعوت کرد. بانک مرکزی همچنین مقاماتی را برای آموزش به اداره پولی هنگ‌کنگ و فدرال رزرو آمریکا فرستاد. پیش‌نویس طرح اصلاحات رژیم ارزی در اواسط سال ۲۰۰۴ به پایان رسید. سپس بانک مرکزی بیش از یک‌سال طول کشید تا با افزودن گزینه‌های اضطراری، بهینه‌سازی طرح، هماهنگی، چانه‌زنی و اجماع با سایر نهادهای مرتبط، منتظر زمان مناسب باشد. در این مدت، بانک مرکزی مجموعه‌ای از کنفرانس‌ها را ترتیب داد. تأثیرگذارترین آنها کنفرانس مشترکی در دالیان در ۲۶ می ۲۰۰۴ بود. هم‌زمان در این دوره، صندوق بین‌المللی پول، چین را برای انتقال به یک رژیم منعطف‌تر مبتنی بر سبب ارزی تحت فشار قرار داده بود. تقریباً تمام مقامات ارشد تیم مدیریت بانک مرکزی چین در زمینه‌های سیاست پولی، سیاست نرخ ارز و بازارهای مالی، و همچنین تعدادی از کارشناسان مشهور بین‌المللی و مقامات صندوق بین‌المللی پول، در این جلسه شرکت کردند. ژوشیانوچوان و معاونانش به استدلال‌های موافق و مخالف تجدید ارزیابی نرخ برابری یوآن و دلار آمریکا، گوش دادند. به‌عنوان مثال، رونالد مک‌کینون^۴ از دانشگاه استنفورد و رابرت ماندل^۵، برنده جایزه نوبل دانشگاه کلمبیا، هیچ مورد قانع‌کننده‌ای را برای کنار گذاشتن پگ (تشبیت) نرخ ارز چین ندیدند، درحالی‌که جفری فرانکل^۶ از دانشگاه هاروارد و موریس گلدشتاین^۷ از مؤسسه اقتصاد بین‌الملل در واشنگتن از اصلاحات ارزی حمایت کردند، اما هشدار دادند که تجدید ارزیابی خزنده نرخ (تقویت یوآن) با گام‌های تدریجی در تقویت یوآن می‌تواند گمانه‌زنی‌ها را برای تقویت بیشتر تحریک کند، که باید در بسته اصلاحات ارزی لحاظ شود. در پایان کنفرانس، یکی از رؤسای ارشد بانک مرکزی چین برخاست و گفت، چین قصد دارد از توصیه‌های پروفیسور ماندل در کوتاه‌مدت (باقی رژیم

1. Bell and Feng (2013, pp. 230-233).

2. Central Finance and Economics Leading Group

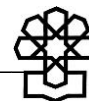
3. Yi (2007, p. 6).

4. Ronald McKinnon

5. Robert Mundell

6. Jeffrey Frankel

7. Morris Goldstein



پگ ارز) و توصیه‌های پروفیسور گلدشتاین در بلندمدت پیروی کند، (ایجاد رژیم خزنده) «فقط ما به شما نمی‌گوییم که کوتاه‌مدت چه مدت خواهد بود»^۱.

در اوایل سال ۲۰۰۵، کنگره ایالات متحده تهدید کرد در صورتی که پکن با تجدید ارزش پول خود موافقت نکند بر تمام واردات چین تعرفه ۲۷.۵ درصدی اعمال می‌گردد. در نهایت برای نسخه اولیه تجدید ارزیابی نرخ ارز در چین، بانک مرکزی (PBC)، ۴.۵ تا ۵ درصد برای تقویت نرخ اسمی یوآن پیشنهاد داد، اما شورای دولتی به دلیل احتیاط عدد ۲.۱ درصد را تصویب کرد. در نهایت در ۲۱ جولای ۲۰۰۵ نقطه عطف جدیدی در رژیم ارزی چین رخ داد. در ابتدا یوآن ۲.۱ درصد تقویت شد و رژیم ارزی شناور مدیریت شده با یک باند (محدوده) باریک ± 0.3 درصد در مقابل سبد ارزی^۳ با وزن‌های مختلف ایجاد شد. در می ۲۰۰۷ این باند به ± 0.5 و در آوریل ۲۰۱۲ به ± 1 درصد و سپس در مارس ۲۰۱۴ به ۲ درصد افزایش یافت.^۴

۱-۶. جمع بندی بخش اول

در این بخش، تغییرات کلیدی سیاست‌های ارزی و تغییرات نهادی اقتصاد چین در حوزه بازار ارز، تراز پرداخت و تجارت تا سال ۲۰۰۵ مورد بررسی قرار گرفت. محور اصلاحات ارزی در چین در دوره‌های مختلف، حل معضل شیوه تعیین نرخ ارز، متناسب با واقعیت‌های اقتصاد کلان بود. اما عملاً در اکثر دوره‌های ارزی چین، رژیم پگ و نرخ غیرقابل انعطاف حاکم بود. تا قبل از سال ۱۹۹۴، در بیشتر موارد، نرخ رسمی ارز، به اجبار و متأثر از نرخ‌های موازی، بالا می‌رفت. باید دقت کرد که در دوره‌های مختلف، هدف اصلی از تثبیت یا شناورسازی نرخ ارز در چین متفاوت بوده است. به عنوان نمونه در اصلاحات دهه ۱۹۹۰، در ابتدا اگرچه سیاستگذار ارزی رسماً به دنبال نرخی بود که در بستر بازار تعیین شود اما عملاً به تبع شرایط جاری، در یک دوره (۲۰۰۰-۱۹۹۵) با هدف کنترل تورم، همچنین عبور از بحران شرق آسیا و در دوره دیگر (۲۰۰۵-۲۰۰۱) با هدف تحریک تجارت خارجی، نرخ ارز تثبیت شد.^۵

بعد از یکسان‌سازی نرخ ارز در سال ۱۹۹۴، چین به شکل پایداری با جریان ورودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI) و حساب جاری مثبت مزمن مواجه بود و در برآیند کلی تراز پرداخت، مازاد ارز قابل توجهی ایجاد می‌شد. در فقدان تکنیک و ابزار مناسب جهت مدیریت مازاد عرضه ارز، بانک مرکزی چین مجبور بود جهت حفظ تثبیت نرخ و جلوگیری از تقویت یوآن در بازار ارز مداخله کند. از یک طرف، آثار این مداخلات ارزی بر متغیرهای پولی و از دست رفتن سیاست پولی مستقل، و از طرف دیگر کنترل تورم با استفاده از نرخ ارز و تقویت یوآن (به شکل ضمنی و نه صریح) به همراه سایر اهداف کلان، سیاستگذار ارزی را در سال ۲۰۰۵ جهت منعطف‌تر کردن نرخ ارز و اجازه برای تقویت یوآن مجاب کرد. احیای سیاست پولی در سایه متغیرهای ارزی از جمله وضعیت تراز پرداخت، مداخلات و رژیم ارزی، محور بحث در بخش‌های بعدی گزارش می‌باشد. اصلاحات عمده ارزی بعد از سال ۲۰۰۵ در قالب همین مبحث در ادامه شرح داده می‌شوند.

۱. لینک اصلی مطلب: Link

2. Bell and Feng (2013, pp. 242-243).

۳. در بخش‌های بعدی اشاره می‌شود که شواهدی برای وجود این سبد ارزی عملاً تا سال ۲۰۱۵ وجود ندارد و صرفاً یوآن در برابر دلار آمریکا نوسان دارد و نرخ‌دهی می‌شود.

4. Kawai and Liu (2015, p. 54).

۵. هرچند به شکل رسمی ممکن است این اهداف توسط سیاستگذار اعلام نشده باشند و عوامل دیگری هم در تثبیت نرخ ارز در چین از ۱۹۹۴ تا ۲۰۰۵ دخیل باشند.

۲. بستر شکل‌گیری «ثلیث/سه‌گانه ناممکن»^۱ در چین

تصمیم‌گیران اقتصادی کشورها ممکن است در سیاستگذاری‌های خود هم‌زمان سه هدف ۱. نرخ ارز ثابت،^۲ حساب سرمایه باز و ۳. استقلال سیاست‌های پولی را دنبال کنند و در تلاش برای دستیابی به این اهداف باشند. زیرا:

- نرخ ارز ثابت می‌تواند به‌عنوان لنگر تورم و ابزار کاهش نوسانات اقتصادی و مالی استفاده شود و نااطمینانی و صرف ریسک^۳ در تجارت و سرمایه‌گذاری بین‌المللی را به حداقل برساند. در حال حاضر تعدادی از کشورها با رژیم ارزی ثابت (انواع پگ) تورم را کنترل می‌کنند و سیاست‌های اقتصاد کلان را با تثبیت نرخ ارز تنظیم می‌کنند.

- باز شدن حساب سرمایه به کشورهای دارای کسری حساب جاری این فرصت را می‌دهد تا از طریق جذب سرمایه خارجی، فضای سرمایه‌گذاری داخلی را پویا و اهداف توسعه‌ای خود را تسریع کنند. از طرفی در صورت جریان سرمایه آزاد، کشورهایی که مازاد ترازپرداخت دارند می‌توانند با استفاده از تنوع دارایی‌های خارجی در کشورهای دیگر، بازدهی دارایی‌های خود را افزایش دهند.

- سیاست پولی نیز یک ابزار کلان بسیار مهم جهت تحریک رشد اقتصادی و یا کنترل تورم می‌باشد. استقلال سیاست پولی، به‌معنای عدم محدود شدن استفاده از این ابزار با عوامل خارجی است. لذا سیاستگذار پولی باید بتواند تا حد ممکن با توجه به وضعیت رکود یا تورم داخلی، از این ابزار استفاده کند.

این اهداف اگرچه هرکدام فواید منحصربه‌فرد و لازم برای پیشرفت هر اقتصادی دارند اما به‌نظر می‌رسد براساس تجربه کشورها و ادبیات اقتصادی، دستیابی هم‌زمان به این سه هدف به‌طور کامل ممکن نیست. در این بخش ابتدا به‌مرور ادبیات نظری پیرامون این مبحث می‌پردازیم (۱-۲). پس از آن، وضعیت ترازپرداخت چین (اعم از حساب جاری و حساب مالی) طی دو دهه اخیر با هدف شفاف شدن وضعیت حساب سرمایه (حساب مالی) و جریان سرمایه ارزی در این کشور بررسی می‌شود (۲-۲). قسمت سوم (۳-۲) نیز بررسی ساختار بازار ارز و میزان انعطاف رژیم ارزی این کشور می‌باشد. درواقع دو محور حساب سرمایه و رژیم ارزی چین در این بخش تشریح می‌شود و مبحث استقلال سیاست پولی و وضعیت آن در چین به‌طور مجزا به بخش سوم موکول می‌گردد.

۱-۲. مروری بر ادبیات نظری و تجربی

میشکین (۱۹۹۹) چهار رژیم اصلی سیاست پولی شامل: ۱. هدف‌گذاری نرخ ارز،^۴ ۲. هدف‌گذاری پولی،^۵ ۳. هدف‌گذاری تورم^۶ (لنگر اسمی^۷ صریح) و ۴. سیاست پولی با لنگر اسمی ضمنی (غیرصریح) را نام می‌برد و تجارب بین‌المللی در

1. Impossible Trinity or Trilemma

۲. نرخ ارز ثابت به نرخ‌های پگ (Peg) یا میخکوب اشاره دارد که نوسانات نرخ ارز بسیار محدود و در مواردی صفر است. در نرخ‌های پگ، محدودیتی عمدتاً در مداخلات ارزی وجود ندارد. اما در نرخ‌های بانبات، ممکن است نرخ ارز شناور باشد اما در طول زمان با کمترین مداخلات، نوسان کمتری داشته باشد و در مواردی حتی ثابت به‌نظر برسد. عملاً در هر دو مورد ممکن است نوسانات کم باشد اما روش سیاستگذار در کنترل نوسانات کاملاً متفاوت است.

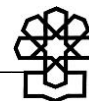
3. Risk Premium

4. Exchange-Rate Targeting

5. Monetary Targeting

6. Inflation Targeting

7. Nominal Anchor



مورد آنها را بررسی می‌کند. در رژیم هدف‌گذاری نرخ ارز (عموماً به شکل نرخ ارز ثابت یا با نوسان بسیار محدود)، سیاستگذار پولی قصد دارد تا با تبدیل نرخ ارز به لنگر اسمی، به هدف کنترل تورم دست پیدا کند. به این صورت که ارزش پول ملی نسبت به ارز یک کشور با تورم پایین (یا یک اقتصاد توسعه یافته و ناشر ارز ذخیره و جهان‌روا) تثبیت می‌شود تا تورم داخلی با تورم کشور ناشر ارز جهان‌روا، هم‌گرا شود.^۱ اعتبار ضعیف سیاستگذار پولی^۲ در زمان انتخاب رژیم سیاست پولی جهت کنترل انتظارات تورمی^۳ و عدم توسعه بازارهای مالی و نهادهای پول و اعتبار برای طراحی و به‌کارگیری ابزارهای سیاست پولی، سبب می‌شود استفاده از تثبیت نرخ ارز برای کنترل تورم، به‌عنوان قابل‌اجراترین گزینه سیاستی کوتاه‌مدت در کشورهای در حال توسعه، مطرح شود.^۴ باید دقت شود وضعیت کشورهای که هنوز از نظام نرخ ارز ثابت به شکل رژیم پگ مرسوم^۵ و یا نرخ‌های خزنده^۶ و مدیریت شده با دامنه نوسان محدود استفاده می‌کنند، نشان می‌دهد که یک نظام ارزی ثابت، صرفاً با هدف جلوگیری از تضعیف پول ملی ایجاد نمی‌شود و در دوره‌هایی جهت جلوگیری از تقویت پول ملی و حتی با هدف تحریک صادرات (مانند دوره‌هایی در چین) اجرایی می‌شود.^۷ به‌خصوص برای کشورهایی که مازاد حساب جاری مزمن دارند مانند سنگاپور، چین، سوئیس^۸ و کشورهای نفتی حوزه خلیج فارس و بعضی دیگر از کشورهای شرق آسیا، این مسئله در برخی از دوره‌ها مشهود است.^۹

اصلی‌ترین چالش در نظام نرخ ارز ثابت، تغییرات عرضه پول در اثر مداخلات ارزی بانک مرکزی می‌باشد.^{۱۰} با یک تحلیل ساده‌سازی شده و با فرض باز بودن حساب سرمایه، زمانی که بانک مرکزی برای کاهش نوسان یا تثبیت کامل نرخ ارز، اقدام به خرید یا فروش ارز می‌کند، عرضه پول و نرخ‌های بهره داخلی تحت تأثیر قرار می‌گیرد^{۱۱} و استقلال سیاست پولی تضعیف می‌شود. استقلال سیاست پولی، زمانی اهمیت پیدا می‌کند که اقتصاد، فرضاً در چرخه رکود قرار می‌گیرد و لازم است بانک مرکزی برای تحریک رشد اقتصادی، نرخ‌های بهره را کاهش دهد اما اگر هم‌زمان، کسری‌های ترازپرداخت، بانک مرکزی را مجبور به مداخله و تخصیص (فروش) ذخایر ارزی برای تثبیت نرخ ارز کند، برخلاف چرخه

1. Mishkin (1999, pp. 579-605).

2. Monetary Policy Credibility

۳. در ادبیات اقتصادی، اعتبار سیاستگذار جهت انتخاب رژیم ارزی و پولی، از جنبه‌های مختلفی مورد بررسی قرار می‌گیرد. برای مثال کالوو و رینهارت (۲۰۰۰) فقدان اعتبار را از سمت افزایش نوسانات نرخ بهره و کاهش دسترسی به بازارهای بدهی بین‌المللی، تحلیل می‌کنند که در نهایت به ترس از انعطاف نرخ ارز، منجر می‌شود. همچنین ساتلر و والتز (۲۰۱۰) رابطه نهادها و نظام سیاسی در انتخاب و اجرای رژیم ارزی را تحلیل می‌کنند. به‌طور کلی، اعتبار سیاستگذار هم در پایداری رژیم نرخ ارز ثابت اهمیت دارد و هم رژیم هدف‌گذاری تورم با یک نظام ارزی منعطف و شناور. برای مطالعه بیشتر مراجعه کنید به:

Calvo and Reinhart (2000, p. 22), Calvo and Reinhart (2002, p. 391), Sattler and Walter (2010, pp. 392-418), Bernanke and Woodford (2010), Obstfeld and Rogoff (1995, p. 80), Mishkin (1998, p. 96), Ghosh et al. (2015, p. 24).

۴. البته کشورهایی مانند هنگ‌کنگ به دلیل نقش ویژه خود در نظام مالی بین‌الملل، دهه‌ها (از ۱۹۸۳) از رژیم نرخ ارز ثابت استفاده می‌کنند. همچنین کشورهای نفتی حوزه خلیج فارس، دهه‌ها رژیم پگ مرسوم دارند.

5. Conventional Peg

6. Crawl-Like

۷. در بخش اول گفته شد که در دوره‌هایی مانند ۲۰۰۵-۲۰۰۱، تثبیت نرخ ارز در چین به شکل محرک صادرات این کشور عمل می‌کرده است. برای مطالعه بیشتر مراجعه کنید به: Levy Yeyati et al. (2013, pp. 233-247).

۸. در زمان نگارش گزارش حاضر، طبق آخرین گزارش سالانه صندوق بین‌المللی پول از ترتیبات ارزی کشورها (۲۰۲۱)، سوئیس و چین به صورت رژیم خزنده برای سال ۲۰۲۱ طبقه‌بندی شده‌اند و فرانک سوئیس در عمل و به شکل غیررسمی (*de facto*) به یورو، لنگر شده است.

۹. برای بررسی بیشتر مراجعه کنید به گزارش‌های سالانه صندوق بین‌المللی پول از ترتیبات ارزی کشورها. لینک آخرین نسخه این گزارش: Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions 2021.

۱۰. برای مطالعات تکمیلی این مبحث مراجعه کنید به فصل ۱۸: Krugman et al. (2022, pp. 545-548).

۱۱. برای بررسی اثرات عرضه پول بر نرخ بهره باید به کتاب‌های اقتصاد پولی مراجعه کرد. در اینجا تعادل بلندمدت نرخ بهره منظور نیست، بلکه اثر مداخلات ارزی بر بازار بین‌بانکی و تغییرات عرضه پول در رابطه با ذخایر در دسترس بانک‌ها مدنظر است.

رکود، عرضه پول کم شده و رکود تشدید می‌شود. از طرف دیگر در یک اقتصاد با حساب سرمایه باز، در زمان کسری‌های ارزی، به دلیل نیاز به تحریک جریان ورودی سرمایه، امکان کاهش نرخ‌های بهره وجود ندارد و حتی در مواردی کشور تثبیت‌کننده نرخ ارز مجبور است برخلاف وضعیت رکودی، نرخ‌های بهره را افزایش دهد تا با جلوگیری از خروج سرمایه و تحریک ورود سرمایه خارجی، کسری ترازپرداخت تأمین مالی شود. لذا ابزارهای سیاست پولی (و در مواردی سیاست مالی)^۱ از دست سیاستگذار خارج می‌شود. کشورهایی مانند ترکیه، مصر و پاکستان که کسری مزمن حساب جاری دارند در صورت تثبیت نرخ ارز، به این چالش دچار می‌شوند و در نهایت مجبور می‌شوند انعطاف و تضعیف بیشتر پول ملی خود را بپذیرند یا جریان سرمایه را مستقیم و یا غیرمستقیم (از طریق سیاست‌های احتیاطی کلان) کنترل کنند. برعکس، در کشورهایی که مازاد مزمن حساب جاری وجود دارد و یا جریان ورودی سرمایه، مازاد عرضه ارز را تشدید می‌کند، برای تثبیت نرخ ارز و جلوگیری از تقویت پول ملی، خرید مازاد ارز به وسیله بانک مرکزی، عرضه پول ملی را افزایش می‌دهد. به طور هم‌زمان اگر نیاز باشد که بانک مرکزی برای کاهش تورم، سیاست پولی انقباضی اعمال کند، امکان اجرای کامل سیاست پولی همراه با مداخلات ارزی بانک مرکزی تضعیف می‌شود. در کشورهای نفتی که از رژیم نرخ ارز ثابت (پگ) استفاده می‌کنند در دوره‌های مختلف می‌توان این مسئله را نشان داد.^۲

با توجه به تحلیل ساده بالا، امکان اجرای کامل سیاست پولی مستقل در یک نظام نرخ ارز ثابت و با فرض حساب سرمایه باز، در ادبیات متعارف اقتصادی رد می‌شود.^۳ یکی از نظریات مشهور در این رابطه، نظریه «تثلیث (سه‌گانه) ناممکن» است که طبق آن، عملیاتی کردن سه هدف ۱. سیاست پولی مستقل، ۲. نرخ ارز ثابت و ۳. حساب سرمایه باز، به صورت هم‌زمان ممکن نیست و در یک اقتصاد باز صرفاً امکان اجرای دو هدف در کنار هم میسر است. این فرضیه اولین بار توسط فلمینگ (۱۹۶۲)^۴ و ماندل (۱۹۶۳)^۵ مطرح شد. مطالعات تجربی متعددی در مورد آزمون این فرضیه در کشورهای مختلف انجام شده و شواهدی برای عدم تحقق سه هدف در کنار هم وجود دارد. هرچند نتایج مدل‌های کمی جدید در ارتباط با آزمون فرضیه سه‌گانه ناممکن، با نظریه سنتی فلمینگ و ماندل تا حدودی متفاوت هستند و بعضاً دلالت‌های سیاستی متضاد دارند. برای فهم بهتر این موضوع و دسته‌بندی پژوهش‌ها، دو مفهوم ۱. درجه استقلال سیاست پولی و ۲. درجه انعطاف نرخ ارز را تفکیک می‌کنیم:

۱-۲. درجه استقلال سیاست پولی

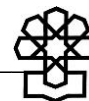
در یک تحلیل ساده گفته می‌شود اگر یکی از اهداف سیاستگذار اقتصادی به هر قیمتی، ایجاد حساب سرمایه (حساب مالی) کاملاً آزاد باشد، بیشترین درجه استقلال سیاست پولی زمانی عملیاتی می‌شود که نرخ ارز کاملاً شناور (و بدون

۱. در صورتی که نیاز باشد دولت کسری بودجه خود را فریباً با اوراق تأمین مالی کند، اگر نرخ‌های بهره در اقتصاد بالا باشند، هزینه‌های دولت افزایش پیدا می‌کند. لذا مشکلات نرخ بهره بالا در نظام نرخ ارز ثابت، ممکن است سیاست‌های مالی را هم تحت تأثیر قرار دهد.
 ۲. برای مثال بعد از کاهش شدید قیمت نفت بین سال‌های ۲۰۱۴ تا ۲۰۱۷ و ایجاد کسری در حساب جاری عربستان، رشد کل‌های پولی در این کشور در اثر مداخلات ارزی بانک مرکزی جهت تثبیت نرخ ارز، افت شدیدی داشت. میانگین رشد سالیانه پایه پولی عربستان، طی ۲۰۰۱ تا اواخر سال ۲۰۱۵، حدود ۱۰/۲ درصد می‌باشد، اما بین سال‌های ۲۰۱۶ تا اواخر ۲۰۱۸، این میانگین به حدود ۱/۲ درصد افت می‌کند. این افت عرضه پول در کل‌های وسیع‌تر مانند نقدینگی (M2) هم ایجاد شده است. در سایر کشورهای نفتی مانند قطر و عراق هم این مسئله طی این دوره رخ داده است.
 ۳. برای مثال نگاه کنید به:

Obstfeld and Rogoff (1995, pp. 74-75), Mishkin (1998, pp. 84-85), et al.

4. Fleming (1962, pp. 369-379).

5. Mundell (1963, pp. 475-485).



مداخله) باشد. در این حالت، اگر نرخ بهره داخلی از نرخ بهره بین‌المللی و کشورهای توسعه‌یافته تبعیت نکنند و در محیط جریان سرمایه آزاد، سیاستگذار پولی بتواند بدون فشار از سمت تغییرات نرخ‌های بهره بین‌المللی، نرخ بهره بلندمدت مورد نظر خود را در داخل اجرایی کند، استقلال سیاست پولی کامل می‌شود. اما می‌توان گفت آنچه که از استقلال خالص^۱ سیاست پولی در این تحلیل ساده گفته می‌شود جز برای چند اقتصاد توسعه‌یافته و ناشر ارز جهان‌روا (مانند آمریکا، ژاپن، انگلیس و ...)، وجود خارجی ندارد.^۲ جریان سرمایه و نرخ‌های بهره بین‌المللی، بسیاری از کشورها در حال توسعه و اقتصادهای نوظهور را حتی با ارز کاملاً شناور تحت‌تأثیر قرار می‌دهند و عمدتاً برای تأمین مالی ترازپرداخت‌های خود، ممکن است از افزایش نرخ بهره در کشورهای توسعه‌یافته تبعیت کنند، حتی اگر شرایط تورم داخلی الزامی برای افزایش نرخ بهره ایجاد نکنند.^۳

به همین دلیل، در پژوهش‌های مختلف، تحلیل‌گران متذکر می‌شوند که صرفاً با ایجاد نرخ ارز شناور، استقلال سیاست پولی کامل نمی‌شود^۴ و حدودی از کنترل جریان سرمایه برای این منظور، لازم است. به‌عنوان نمونه ری (۲۰۱۶) می‌گوید، چرخه‌های مالی جهانی، چالشی برای اعتبار سه‌گانه ناممکن ماندل (۱۹۶۳) است. شوک‌های سیاست پولی آمریکا در سطح بین‌المللی منتقل می‌شوند و بر شرایط مالی حتی در اقتصادهایی با هدف‌گذاری تورم و بازارهای مالی بزرگ، تأثیر می‌گذارند. از این‌رو، نرخ‌های ارز انعطاف‌پذیر برای تضمین استقلال پولی در دنیایی که جریان‌های بزرگ سرمایه وجود دارد، کافی نیست.^۵ همچنین ری (۲۰۱۸) می‌گوید چرخه‌های مالی جهانی سه‌گانه را به یک «معضل» یا «دوگانه ناممکن»^۶ تبدیل می‌کند که در آن سیاست پولی مستقل، تنها در صورتی امکان‌پذیر است که حساب مالی (سرمایه) مدیریت و کنترل شود، صرف‌نظر از اینکه نظام ارزی شناور یا ثابت باشد.^۷ به‌علاوه فرهی و ورنینگ (۲۰۱۴) بیان می‌کنند که کنترل‌های بهینه حساب مالی (سرمایه) برخلاف فرضیه ماندل، حتی با نرخ‌های ارز شناور، مطلوب هستند و می‌توانند مفید باشند.^۸

از طرفی رژیم‌های ارزی کاملاً شناور و بدون مداخله در ارتباط با استقلال سیاست‌های پولی در کشورهای در حال توسعه توصیه نمی‌شود و لزوماً این نظام ارزی برای این کشورها بهینه نیست.^۹ کروگمن و همکاران (۲۰۲۲) می‌گویند از آنجایی که هر اقتصادی چالش‌های اقتصاد کلان خاص خود را دارد، تجویز یک نوع سیاست پولی برای همه

1. Pure

2. Frankel et al. (2004, p. 701), Hausmann et al. (1999, p. 3).

۳. دیده می‌شود در بعضی از کشورها با وجود نرخ ارز شناور و به‌رغم روند کاهش تورم داخلی، نرخ‌های بهره داخلی با فاصله زیادی، بالاتر از تورم، ایفا می‌شوند. این سیاست انقباضی پولی، در کشورهایی که وابستگی بالایی به بازار بدهی جهانی و جریان سرمایه خارجی برای تأمین مالی مصارف ترازپرداخت دارند، عمدتاً در راستای تبعیت از جریان نرخ بهره جهانی و افزایش بهره در کشورهای توسعه‌یافته است. حتی با هدف جلوگیری از خروج سرمایه مقیم، این سیاست انقباضی پولی ممکن است اجرا شود. برای مثال به داده‌های پولی و ترازپرداخت برزیل بین سال‌های ۲۰۲۱ تا مارس ۲۰۲۲ مراجعه کنید.

4. Hausmann et al. (1999, p. 3).

5. Rey (2016, p. 6).

۶. سان و لی (۲۰۱۷) با یک تفسیر متفاوت بیان می‌کنند که در مدل سنتی فلمینگ (۱۹۶۲) و ماندل (۱۹۶۲)، اضلاع سه‌گانه با اهمیت یکسان در نظر گرفته شده‌اند. در مقابل مدل‌هایی که دوگانه را مطرح می‌کنند، یک حالت خاص هستند به این معنا که جریان سرمایه باعث می‌شود نرخ ارز شناور، کاملاً قادر به تعدیل عرضه و تقاضای پول در بازار داخلی و خارجی نباشد. لذا مدل خود را به‌صورت سه‌گانه با اضلاع نامساوی (Scalene Impossible Trinity) مطرح می‌کنند که در آن سطح بهینه استفاده از سیاست‌های احتیاطی کلان را در مدیریت جریان سرمایه خارجی در کنار انعطاف‌پذیری نرخ ارز و هماهنگی سیاست پولی بین‌المللی مطرح می‌کنند. برای مطالعه بیشتر مراجعه کنید به: Sun and Li (2017, p. 1-39)

7. Rey (2018, p. 1).

8. Farhi and Werning (2014, p. 569).

۹. برای مطالعه بیشتر مراجعه کنید به: Stone et al. (2009, pp. 1-3).

کشورها، دشوار است. حتی در یک اقتصاد با رژیم هدف‌گذاری تورم، سیاستگذار نمی‌تواند نسبت به تحول نرخ ارز واقعی بی‌تفاوت باشد.^۱ امروزه، اقتصادهای نوظهور نیز به سمت استراتژی هدف‌گذاری تورم مختلط حرکت می‌کنند که در آن بانک‌های مرکزی هم تورم و هم نرخ ارز واقعی را (با مداخلات ارزی) مدیریت می‌کنند.^۲ همچنین گوش و همکاران (۲۰۱۵) بیان می‌کنند نه تنها مداخله ارزی کاملاً با رژیم پولی هدف‌گذاری تورم سازگار است، بلکه ممکن است در واقع اعتبار هدف تورمی بانک مرکزی را افزایش دهد.^۳

به نظر می‌رسد طیفی از مقالات متعارف در مورد استقلال سیاست پولی (تحلیل نرخ بهره) و انعطاف رژیم ارزی، روی نقاط گوشه‌ای (رژیم‌های ارزی کاملاً ثابت در مقابل رژیم‌های کاملاً شناور) تحلیل می‌کنند. برای مثال شامباو (۲۰۰۴) بیان می‌کند که طبق تحقیقات اخیر^۴ همه کشورها اعم از رژیم ارزی ثابت و منعطف، غیر از چند کشور توسعه‌یافته فاقد آزادی پولی هستند، اما بدون رد این پژوهش‌ها، صرفاً نتیجه می‌گیرد که رژیم‌های ارزی ثابت، بیشتر از رژیم‌های ارزی شناور، از نرخ‌های بهره کشورهای پایه (مثلاً آمریکا) تبعیت می‌کنند.^۵ پژوهش‌های متعارف دیگر هم عموماً در حد مقایسه میزان تبعیت و نوسان نرخ بهره در رژیم‌های ارزی ثابت و شناور، متوقف می‌شوند و توصیه سیاستی خاصی در انتخاب رژیم ارزی و به‌خصوص تحلیل رژیم‌های مختلط و میانی ندارند. همچنین کالوو و رینهارت (۲۰۰۲)^۶ در مقاله مشهور خود نشان می‌دهند احتمال نوسانات نرخ بهره در رژیم‌های ارزی غیرمنعطف بیشتر است و بیان می‌کنند تعدادی از کشورها، نرخ بهره را جایگزین مداخلات ارزی کرده‌اند و با افزایش نرخ بهره، مانع از کاهش ارزش پول خود می‌شوند.^۷ بنابراین باز در این موارد، استقلال سیاست پولی، مخدوش می‌شود و نمی‌توان نتیجه دقیقی از این مجموعه پژوهش‌ها استخراج کرد.

آثار انتخاب رژیم ارزی بر عرضه پول در اقتصاد هم اهمیت دارد. آنچه که ابستفلد و روگوف (۱۹۹۵) اشاره می‌کنند که عرضه پول داخلی در رژیم‌های ارزی ثابت مختل می‌شود،^۸ باید مورد توجه سیاستگذار پولی قرار گیرد. مداخلات ارزی که روندهای بلندمدت ترازنامه بانک مرکزی را تغییر می‌دهند باید با ابزارهای پولی، اصلاح شوند. در بخش‌های بعدی گزارش، این مبحث کامل‌تر می‌شود. بررسی روند تدریجی اصلاحات بازار ارز در چین به‌عنوان یک نمونه مطالعاتی جاری به فهم مسیر ایجاد هماهنگی میان انتخاب رژیم ارزی و اجرای سیاست بهینه پولی، کمک می‌کند.

۲-۱-۲. درجه انعطاف نرخ ارز

در یک طبقه‌بندی کلی، نرخ ارز انعطاف‌پذیر با عدم‌مداخله در بازارهای ارز همراه با نوسانات نامحدود نرخ ارز اسمی

۱. بعضی تحلیل‌گران برای اجرای بدون نقص یک رژیم پولی هدف‌گذاری تورم توصیه می‌کنند نرخ ارز کاملاً شناور و بدون مداخله باشد.

2. Krugman et al. (2022, p. 447).

3. Ghosh et al. (2015, p. 3).

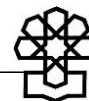
4. Frankel et al. (2004, p. 701), Hausmann et al. (1999, p. 3).

5. Shambaugh (2004, p. 301).

6. Calvo and Reinhart (2002, pp. 390-391).

۷. مثلاً لبنان تا قبل از بحران ارزی ۲۰۱۹، دهه‌ها (از ۱۹۹۷ تا ۲۰۱۹) به‌رغم کسری مزمن حساب جاری، با ارائه نرخ‌های بهره بالا و فروش اوراق ارزی، نرخ ارز را حتی کاملاً تثبیت (پگ) کرده بود. بین سال‌های ۲۰۱۷ تا اوایل ۲۰۲۲، مصر نیز همین سیاست را اجرا می‌کرد، اما نهایتاً به‌دلیل بحران‌های مختلف جهانی و کسری‌های ارزی فزاینده، ادامه این سیاست ارزی غیرممکن شد. با توجه به سه‌گانه ناممکن، در این کشورها، نرخ بهره داخلی از نرخ بهره ارزی که پول ملی نسبت به آن تثبیت می‌شود (مثلاً دلار آمریکا) یا نرخ بهره در بازارهای بدهی بین‌المللی تبعیت می‌کند و استقلال سیاست پولی کنار می‌رود و حساب سرمایه آزاد در کنار تثبیت نرخ ارز عملیاتی می‌شود.

8. Obstfeld and Rogoff (1995, p. 75).



تعریف می‌شود که امکان مدیریت ذخایر ارزی را می‌دهد. برعکس، رژیم نرخ ارز ثابت زمانی اتفاق می‌افتد که نرخ ارز حرکت نمی‌کند؛ در حالی که ذخایر ارزی مجاز به نوسان نامحدود هستند. اما در عمل، همه کشورها به شکل شفاف در این دو دسته قرار نمی‌گیرند و ترکیبی از نوسان نرخ، مداخلات، تغییر ذخایر ارزی و سایر پارامترهای کلان مانند رژیم پولی، شناور بودن نرخ ارز را به یک مسئله کیفی تبدیل می‌کنند و وابسته به شرایط روز در هر کشوری حتی ممکن است رژیم ارزی، دچار تغییرات بنیادی شود. به علاوه باید دقت کرد که مفاهیمی چون مداخله ارزی، چندان شفاف و روشن نیست. طیف وسیعی از سیاست‌های اقتصادی هستند که به شکل مستقیم و غیرمستقیم بر نرخ ارز اثر می‌گذارند. اگر تمام این سیاست‌ها به عنوان مداخله در نظر گرفته شوند، هیچ نرخ ارزی به شکل کاملاً شناور طبقه‌بندی نمی‌شود. اجمالاً مداخلات ارزی که ترازنامه بانک مرکزی را دچار تغییر می‌کند محور مباحث این گزارش هستند و سایر سیاست‌هایی که بر درجه انعطاف نرخ ارز اثر می‌گذارند، فعلاً مدنظر نیستند.

باید دقت کرد، آنچه که مقامات کشورها به شکل رسمی و قانونی^۱ از رژیم ارزی اعلام می‌کنند با آن چیزی که در واقعیت، عملیاتی^۲ می‌شود، می‌تواند متفاوت باشد. به عنوان نمونه طبق بررسی کالوو و رینهارت (۲۰۰۲)^۳، کشورهایی که بعد از بحران شرق آسیا گفته بودند اجازه می‌دهند نرخ ارز شناور شود، عمدتاً این کار را انجام نمی‌دهند و آنها این موضوع را به یک همه‌گیری «ترس از شناور شدن» تعبیر می‌کنند.^۴ اما پژوهش‌های سال‌های بعد و تجربه شهودی نشان می‌دهد در دهه‌های اخیر، شفافیت بازار ارز در کشورها جهت طبقه‌بندی و شناسایی نظام ارزی بهبود یافته و امکان اجرای نرخ‌های منعطف‌تر بیشتر شده است. به عنوان نمونه، اویانگ و راجان (۲۰۱۶) بیان می‌کنند که تجربه دو دهه اخیر اقتصادهای نوظهور، انعطاف بیشتر نرخ‌های ارز در این کشورها را نشان می‌دهد و به تبع آن رژیم هدف‌گذاری تورم به عنوان لنگر اسمی تورم، فراگیرتر شده‌اند.^۵ همچنین لوی-یپاتی و استورزنجر (۲۰۲۲) شیوع رژیم‌های انعطاف‌پذیر در اوایل دهه ۲۰۰۰ را تأیید و بیان می‌کنند، ترتیبات قانونی و رسمی (*de jure*) و رژیم ارزی عملیاتی شده و غیررسمی (*de facto*) در طول زمان به تدریج هم‌گرا تر شده‌اند^۶ (نمودار ۱۰).

می‌توان گفت روشمندترین طبقه‌بندی رژیم‌های ارزی مربوط به گزارش‌های صندوق بین‌المللی پول (IMF) از ترتیبات و محدودیت‌های مبادله ارز کشورها می‌باشد که از ۱۹۹۸، سالیانه منتشر می‌شوند. این طبقه‌بندی براساس واقعیت‌های عملیاتی شده بازار ارز کشورهای عضو است که توسط کارشناسان IMF، تحلیل می‌شوند و ممکن است با ترتیبات رسمی که مقامات کشورها اعلام می‌کنند، متفاوت باشد (جدول ۴ و پیوست ۴). بعد از اصلاحات سال ۲۰۰۹

1. *De Jure*

2. *De Facto*

3. Calvo and Reinhart (2002, p. 379).

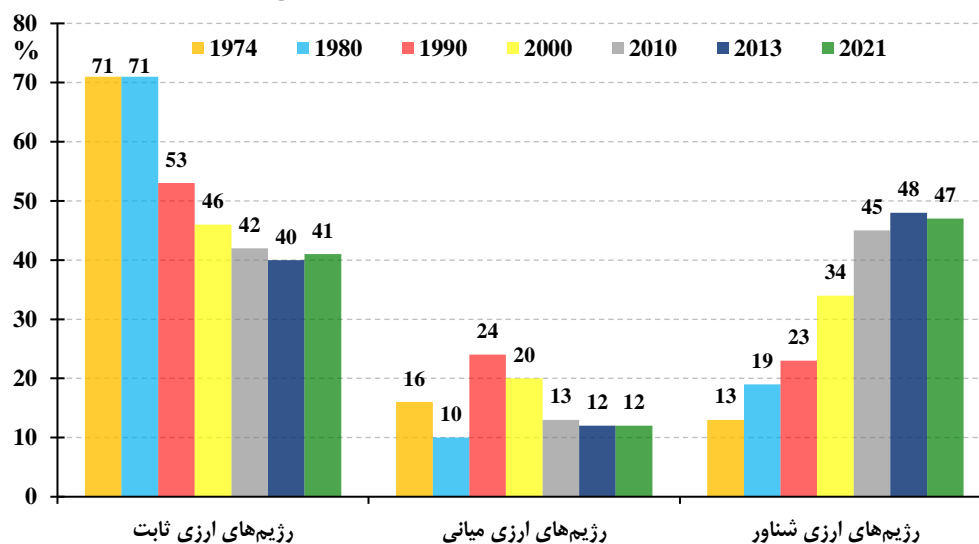
۴. کالوو و رینهارت (۲۰۰۰) می‌گویند اقتصادهای نوظهور واقعاً از چندین جنبه کلیدی با اقتصادهای توسعه‌یافته بسیار متفاوت هستند که این موضوع نقش مهمی در انتخاب رژیم نرخ ارز ایفا می‌کنند. در اقتصادهای نوظهور، کاهش ارزش پول ملی (یا کاهش ارزش‌های زیاد)، انقباضی عمل می‌کنند و تعدیل‌ها در حساب جاری بسیار شدیدتر و ناگهانی‌تر هستند. از طرف دیگر، بحران‌های ارزی زمانی که رتبه‌بندی اعتباری حاکمیتی پس از کاهش شدید ارزش پول ملی، سقوط می‌کند و به بحران اعتباری تبدیل می‌شوند و دسترسی به اعتبارات بین‌المللی از بین می‌رود. فقدان اعتبار همچنین منجر به نوسانات مزمن در نرخ‌های بهره داخلی می‌شود. علاوه بر این، به نظر می‌رسد که نوسانات نرخ ارز به تجارت بیشتر آسیب می‌زند. انتقال از نوسانات نرخ ارز به تورم در بازارهای نوظهور بسیار بیشتر از اقتصادهای توسعه‌یافته است. این تفاوت‌ها قابل‌توجه هستند و ممکن است به توضیح بی‌میلی تاریخی اقتصادهای نوظهور برای پذیرش نوسانات زیاد در نرخ ارز کمک کنند. Calvo and Reinhart (2000, pp. 1-2)

5. Ouyang and Rajan (2016, p. 1).

6. Levy-Yeyati and Sturzenegger (2022, p. 1-26).

در طبقه‌بندی IMF از رژیم‌های ارزی، ۱۰ سطح از رژیم ارزی تعریف می‌شود. در یک دسته‌بندی عمومی‌تر و مرسوم، رژیم‌های پگ سخت (مانند هنگ کنگ و اکوادور) و پگ متداول (عربستان، عراق، قطر، امارات و سایر) رژیم‌های ارزی ثابت هستند. در برخی مطالعات، رژیم‌های شناور آزاد (بدون مداخله) صرفاً یک نظام ارزی کاملاً منعطف شناخته شده و سایر رژیم‌ها (غیر از رژیم‌های ثابت) به شکل رژیم‌های میانی طبقه‌بندی می‌شوند (که شامل رژیم شناور یعنی Floating با حدودی از مداخله در جدول IMF هم می‌شود) اما در برخی تعاریف دیگر، رژیم شناور (Floating) در جدول IMF جزو رژیم‌های میانی نیست. (برای مطالعه بیشتر در مورد نحوه دسته‌بندی IMF به هابرمایر و همکاران (۲۰۰۹) مراجعه کنید).

نمودار ۱۰. توزیع رژیم‌های ارزی در کشورهای جهان - طبقه‌بندی لوی-بیاتی و استورزنگر (۲۰۲۱-۱۹۷۴)

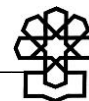


source: Levy-Yeyati and Sturzenegger (2022, p. 23).

جدول ۴. طبقه‌بندی IMF از ترتیبات ارزی کشورها

	طبقه‌بندی سال ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۷	طبقه‌بندی سال ۲۰۰۸ به بعد
رژیم‌های ثابت	Hard peg No separate legal tender Currency board	Hard peg No separate legal tender Currency board
رژیم‌های میانی	Soft peg Conventional peg Crawling peg Crawl-like arrangement Pegged exchange rate within horizontal bands	Soft peg Conventional peg Stabilized arrangement Crawling peg Crawl-like arrangement Pegged exchange rate within horizontal bands
رژیم‌های شناور	Floating Managed floating Independently floating	Floating Floating Free floating
	Residual Other managed arrangements	Residual Other managed arrangements

source: Habermeier et al. (2009, p. 4) و AREAER.



معیارهای متعددی می‌توان برای سنجش میزان انعطاف نرخ ارز در کشورها در نظر گرفت. اصلی‌ترین مؤلفه‌ها در طبقه‌بندی رژیم ارزی را می‌توان مداخلات ارزی، شکل تغییرات ذخایر، حجم تغییرات ذخایر، بستر تعیین نرخ (بازار یا غیر آن) و محدوده مجاز نوسانات نام برد. هرکدام از این مؤلفه‌ها پیچیدگی‌های خاصی دارند که طبقه‌بندی را دچار چالش و تصمیمات سلیقه‌ای می‌کنند. از یک طرف داده‌های مداخلات ارزی همه کشورها ممکن است در دسترس نباشد و از طرف دیگر مداخلات ارزی، تکنیک‌های متنوع و مختلفی دارند. مداخلاتی که با خرید و فروش بانک مرکزی صورت می‌گیرد با انباشت دارایی‌های ارزی در ترازنامه بانکها،^۱ صندوق‌های تثبیت ارزی (مانند صندوق‌های تثبیت در کشورهای نفتی)، صندوق‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت، بیمه‌ها و سایر نهادهای وابسته به حاکمیت متفاوت می‌باشد. حتی منشأ سپرده‌های دولت در بانک مرکزی می‌تواند ارزی باشد و در ردیابی مداخلات ارزی ممکن است مشکلاتی ایجاد کند و شناسایی رژیم ارزی پیچیده شود.^۲ با توجه به این پیچیدگی‌ها، اصلاحاتی در روش طبقه‌بندی صندوق بین‌المللی از رژیم ارزی کشورها در سال ۲۰۰۹ صورت گرفت و تلاش شد سازگاری و عینیت، تسریع روند طبقه‌بندی و شفافیت آن بهبود یابد.^۳ از اولین طبقه‌بندی صندوق بین‌المللی پول از سال ۱۹۹۹ تا سال ۲۰۰۵، چین تحت رژیم پگ متعارف^۴ و از سال ۲۰۰۶ تا آخرین گزارش (۲۰۲۱) در رژیم‌های میانی^۵ قرار گرفته است.

در دهه ۱۹۹۰، رژیم‌های ارزی میانی (مانند نرخ‌های خزنده، رژیم‌های دارای باند نوسان)^۶ مورد استقبال تعداد بیشتری از کشورها قرار گرفتند (نمودار ۱۰). اما بعد از بحران شرق آسیا و سقوط ارزش ارزهای بسیاری از کشورهای دارای رژیم میانی، این رژیم‌ها مورد انتقاد شدیدی قرار گرفتند و باعث شد برخی کشورها به سمت راه حل گوشه‌ای^۷ (رژیم پگ سخت^۸ یا کاملاً شناور) حرکت کنند.^۹ محور انتقادات این بود که به دلیل ماهیت دوگانه رژیم‌های میانی در مداخلات ارزی و نوسانات نرخ، در بحران‌ها امکان شکل‌گیری حملات سفته‌بازانه و شکست رژیم ارزی، تشدید می‌شود و زمانی که نرخ ارز در بازار به لبه‌های محدوده مجاز نوسان برسد و سقف روانی آن شکسته شود، این رژیم‌ها شکست می‌خورند. (مراجعه کنید به ابستفلد و روگوف (۱۹۹۵))^{۱۰} از طرفی پژوهش‌های اواخر دهه ۱۹۹۰ و اوایل ۲۰۰۰ نشان می‌دهد شفافیت رژیم‌های میانی مورد انتقاد تحلیل‌گران بوده است. عدم شفافیت در وضعیت ذخایر، مداخلات بانک مرکزی و

۱. به‌عنوان نمونه، تا اواخر سال ۲۰۱۶، معمولاً در چین مداخلات ارزی با خرید و فروش‌های ارزی بانک مرکزی و تغییر در ترازنامه آن همراه بود. اما از سال ۲۰۱۷ تا حال حاضر مداخلات ارزی سنتی (تغییر ترازنامه بانک مرکزی) به شدت کمتر شده است. درحالی‌که انباشت ذخایر و مازاد ترازپرداخت چین در ترازنامه بخش بانکی رسوب می‌کند. در بخش‌های بعدی این موضوع بررسی می‌شود.

۲. کالوو و رینهارت (۲۰۰۲) می‌گویند، معاملات پنهان ارز، استفاده از خطوط اعتباری و سوآپ ارزی، معاملات مشتقه یا صدور بدهی به ارز خارجی، محاسبه حرکت واقعی ذخایر را دشوار می‌کنند (Calvo and Reinhart (2002, p. 388)).
به این موارد، مداخله هماهنگ سایر بانک‌های مرکزی و خطای اندازه‌گیری در تبدیل حساب‌ها به دلار (خطای تسعیر) را می‌توان اضافه کرد. اگر بانک مرکزی پرتغوی از چندین ارز در اختیار داشته باشد، تغییرات در برابری بین ارزهای ذخیره می‌تواند با مداخلات ارزی اشتباه گرفته شود. (مثلاً افزایش ارزش دلار در برابر سایر دارایی‌ها، می‌تواند، دارایی‌های غیردلاری را به هنگام تبدیل به دلار در گزارش ترازنامه کم کند). هرچند این خطای اندازه‌گیری نباید قابل‌توجه باشد زیرا بیشتر ذخایر در کشورها به شکل دلار نگهداری می‌شوند.

Levy Yeyati et al. (2013, p. 235).

۳. برای مطالعه دقیق‌تر مراجعه کنید به: Habermeier et al. (2009, pp. 6-9).

4. Conventional Peg

5. Intermediate Regimes

۶. رژیم‌های میانی، هم نوسان محدود و بعضاً نوسان با نرخ ثابت را مجاز می‌کنند و هم در آنها مانند رژیم‌های ثابت، تغییرات ذخایر (مداخلات فعال) مجاز است. در برخی متون، «شناورهای کثیف» (dirty floats) هم جزو رژیم‌های میانی محسوب می‌شوند. در یک رژیم شناور کثیف یا مدیریت شده، هم‌زمان که نوسان نرخ بدون محدودیت مجاز است، سیاستگذار مداخلات فعالی با استفاده از ذخایر دارد.

7. Corner Solution

8. Hard Peg

۹. برای مطالعه بیشتر در مورد راه‌حل گوشه‌ای مراجعه کنید به: Frankel et al. (2000, pp. 59-109).

10. Obstfeld and Rogoff (1995, p. 94).

سبدهای ارزی نامشخص در بسیاری از کشورها، تشخیص شکاف رژیم عملیاتی شده با رژیم رسمی اعلام شده را دشوار می‌کند.^۱ اما تجربه چین بعد از ۲۰۰۵ نشان می‌دهد امکان اجرای این رژیم‌های ارزی هنوز وجود دارد. به‌علاوه کروگمن (۲۰۲۲) اشاره می‌کند، سه‌گانه ناممکن به این معنا نیست که اجرای رژیم‌های میانی غیرممکن هستند، فقط به این معناست که سیاستگذار را ملزم می‌کند که بین اهداف مختلف معاوضه^۲ کند. به‌عنوان مثال، مداخله پولی برای مدیریت نرخ ارز می‌تواند نوسانات نرخ ارز را کاهش دهد، اما به قیمت کاهش توانایی سیاست پولی برای تحقق اهدافی غیر از نرخ ارز.^۳

طبق ادبیات، سرعت و احتمال تغییرات ذخایر در نظام‌های ارزی ثابت و میانی بیشتر است.^۴ به همین دلیل، لوی-ییاتی و استورزنگر (۲۰۰۱)، نوسانات نرخ ارز و تغییرات (دلتهای) نوسانات نرخ ارز به‌همراه نوسانات ذخایر کشورها را مبنای طبقه‌بندی خود از نظام‌های ارزی قرار داده‌اند.^۵ (نمودار ۱۰). نوسانات ذخایر با داده‌های ترازنامه بانک مرکزی، پایه پولی و ذخایر بین‌المللی (رسمی) تحلیل می‌شود. به همین دلیل تحلیل ترازنامه بانک مرکزی اهمیت ویژه‌ای در شناسایی مؤلفه‌های رژیم ارزی دارد. از آنجاکه چین از ۱۹۹۴ تا به امروز در رژیم‌های ارزی ثابت و میانی طبقه‌بندی می‌شود و سرعت تغییرات ذخایر در این کشور بالاست، در بخش‌های بعدی، ترازنامه بانک مرکزی چین بیشتر بررسی می‌شود.

به‌طور خلاصه با توجه به ادبیاتی که مرور شد و مؤلفه‌های کلیدی در فرضیه ماندل (۱۹۶۳)، برای دستیابی به استقلال سیاست پولی بیشتر باید به‌سمت شناورسازی نرخ ارز و محدود کردن حساب سرمایه حرکت کرد که این موضوع برای اقتصاد چین در ادامه به‌صورت زیر مورد بررسی قرار می‌گیرد:

۱. وضعیت ترازپرداخت‌های چین، اعم از حساب جاری و کنترل‌های حساب مالی (حساب سرمایه) در دو دهه اخیر؛
۲. وضعیت نوسانات نرخ ارز در چین و درجه شناورسازی یوآن؛
۳. تداخلات سیاست‌های ارزی با استقلال سیاست پولی و راهکارهای چین در احیا و توسعه سیاست‌های پولی. (بخش سوم).

۲-۲. وضعیت تراز پرداخت‌های چین (دو دهه اخیر)

دو جزء اصلی مازاد ترازپرداخت‌های چین بعد از ۱۹۹۴ به‌شکل مزمین، ۱. حساب جاری و ۲. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI) هستند که در نمودار ۷ (تا سال ۲۰۰۰) و نمودار ۱۱ (۲۰۰۰-۲۰۲۲) مشهود است. شبیه به دوره ۱۹۹۷-۱۹۹۴ که مازاد ترازپرداخت، موجب افزایش سریع ذخایر ارزی رسمی چین می‌شد (نمودار ۶). در نمودار ۱۱ هم مشاهده می‌کنید که از سال ۲۰۰۱ تا اواسط سال ۲۰۱۴ مازاد ترازپرداخت چین، به‌شکل مؤثری افزایش سریع ذخایر رسمی را به‌همراه دارد.

۱. به‌عنوان نمونه مراجعه کنید به: (Frankel et al. (2001, p. 351).

2. Trade off

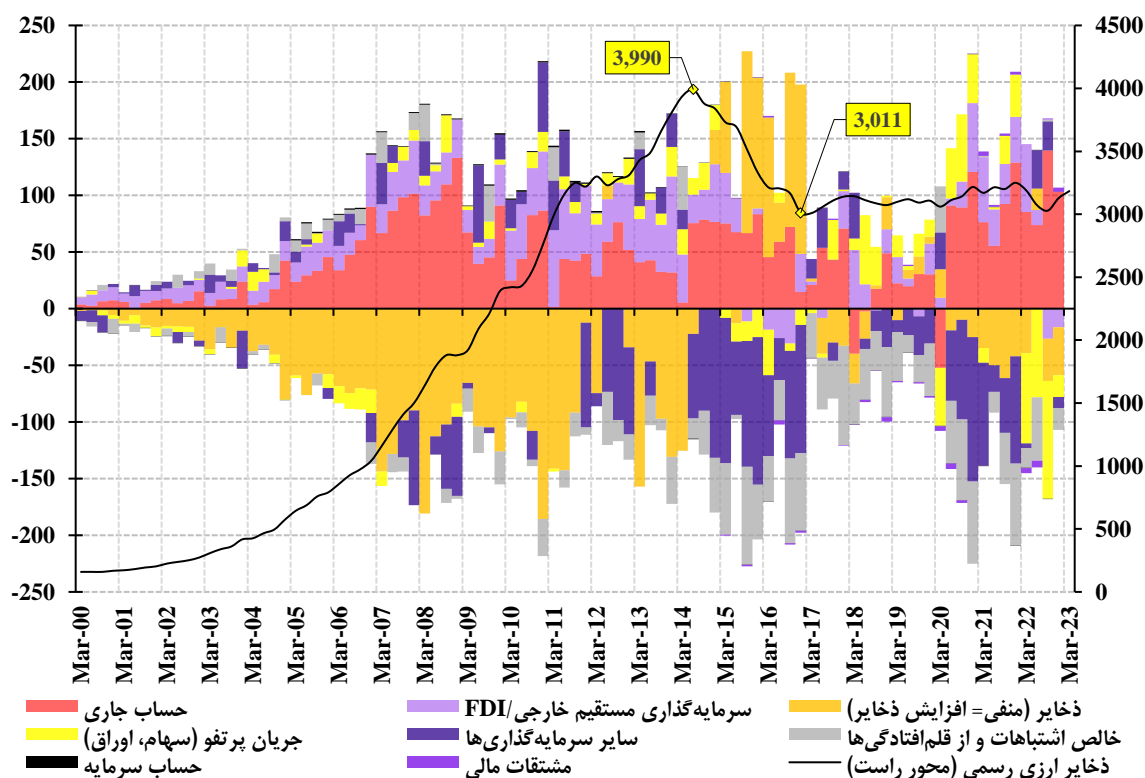
3. Krugman et al. (2022, p. 599).

4. Obstfeld and Rogoff (1995, pp. 77-78), Calvo and Reinhart (2002, p. 390).

5. Levy-Yeyati and Sturzenegger (2001, p. 66).



نمودار ۱۱. تراز پرداخت‌های چین - فصلی - میلیارد دلار (۲۰۰۰-۲۰۲۲)



source: SAFE و CEIC Data.

از آنجایی که نمودار ۱۱، شکل خالص‌گیری شده جریان‌های مختلف ارزی در تراز پرداخت را نشان می‌دهد، برای دقت بیشتر، دو جزء حساب جاری و حساب مالی را تفکیک می‌کنیم:

۱-۲-۲. حساب جاری

از سال ۲۰۰۱، بعد از پیوستن چین به سازمان تجارت جهانی و رفع شدن آثار بحران شرق آسیا (۱۹۹۷-۱۹۹۸)، رشد مازاد حساب جاری شدت گرفت و تا سال ۲۰۰۸ این رشد، پیوسته ادامه داشت و به رقم بی‌سابقه ۴۲۰ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۸ رسید. با توجه به نمودار ۱۲ اصلی‌ترین عامل مثبت بودن حساب جاری چین تراز مثبت تجارت کالا و به‌عبارتی حجم بالای صادرات کالا است. یکی از نظریات متداول در تشریح علت کسری یا مازاد حساب جاری، شکاف سرمایه‌گذاری و پس‌انداز ملی است.^۱ به‌لحاظ ساختاری در کشورهای شرق آسیا از جمله چین، نسبت پس‌انداز ملی به تولید ناخالص داخلی بالا می‌باشد. دب و همکاران (۲۰۱۹) اشاره می‌کنند که رشد نسبت پس‌انداز ملی به تولید ناخالص

۱. براساس الگوی درآمد-مخارج و حساب‌های ملی (فصل دوم کتاب شاکری (۱۳۸۹)) می‌توان تولید ناخالص ملی را به شکل رابطه زیر تعریف کرد:

$$GNP = C + G + I + X - M + BFI + BSI$$

در رابطه بالا، C مصرف بخش خصوصی، G مخارج دولت، I ناخالص تشکیل سرمایه (مجموع سرمایه ثابت، موجودی‌های انبار و اشیای قیمتی)، X صادرات (کالا و خدمات)، M واردات (کالا و خدمات)، BFI و BSI به‌ترتیب، درآمد اولیه و درآمد ثانویه در حساب جاری می‌باشند. از آنجاکه $(X - M + BFI + BSI)$ همان حساب جاری است و $(GNP - C - G)$ ناخالص پس‌انداز در حساب‌های ملی تعریف می‌شود، اگر ناخالص پس‌انداز ملی را با S نشان دهیم، می‌توان گفت که حساب جاری همان شکاف پس‌انداز و سرمایه‌گذاری به شکل رابطه زیر است:

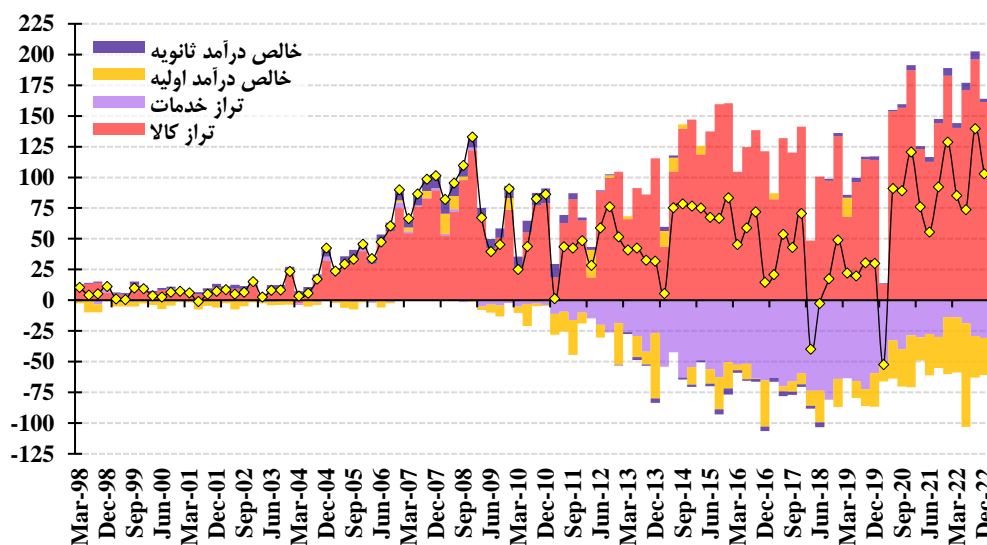
$$\text{حساب جاری} = S - I$$

برای مطالعه بیشتر در مورد این مبحث مراجعه کنید به فصل ۱۴ کتاب راهنمای (Balance of Payments and International Investment) Position Manual 6th ed. (BPM6); همچنین: Olivei (2000, pp. 3-14).

چین از ۳۵.۷ درصد در سال ۲۰۰۰ به ۵۱.۷ درصد در سال ۲۰۰۸، می‌رسد که این موضوع، یکی از علل ساختاری رشد حساب جاری در این دوره است.^۱ در واقع، صادرات، نوعی پس‌انداز ملی است و توصیه به صادرات نیز به معنای کاهش مصرف داخلی و صادرات آن برای کسب درآمد و پس‌انداز بیشتر است. افزایش سرمایه‌گذاری اگر وابسته به واردات کالاهای سرمایه‌ای و بادوام باشد کسری حساب جاری را افزایش می‌دهد اما اگر در راستای تحریک صادرات باشد می‌تواند در دوره‌های بعدی، مخارج ارزی خود را با افزایش صادرات یا کاهش واردات، جبران کند.

در طرف مقابل، دب و همکاران (۲۰۱۹) بیان می‌کنند که کاهش مازاد حساب جاری چین بعد از سال ۲۰۰۸ در درجه اول منعکس‌کننده نرمال‌سازی و کاهش نسبت پس‌انداز ملی است. از سال ۲۰۰۸ به بعد تا حدی به دلیل پیری جمعیت، نسبت پس‌انداز ملی کاهش پیدا می‌کند و شکاف پس‌انداز و سرمایه‌گذاری کم می‌شود. اگرچه پس‌انداز و سرمایه‌گذاری هر دو از سال ۲۰۰۹ کاهش یافته‌اند، اما پس‌انداز با سرعت بیشتری نسبت به سرمایه‌گذاری کاهش یافته که منجر به کاهش مازاد حساب جاری شده است.^۲ البته در ابتدا، بحران مالی (۲۰۰۸-۲۰۰۹) و افت جدی حجم تجارت جهانی از جمله چین در سال ۲۰۰۹، روند رشد حساب جاری را متوقف کرد. (نمودار ۱۳) اما در ادامه با وجود بهبود وضعیت رشد تجارت چین، عامل تعیین‌کننده دیگری در کاهش حساب جاری چین به وجود آمد.

نمودار ۱۲. خالص اجزای حساب جاری چین - فصلی - میلیارد دلار (۱۹۹۸-۲۰۲۲)



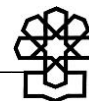
source: SAFE.

1. Deb et al. (2019, p. 10).

۲. امروزه اوغلو و زائو (۲۰۲۰) در تجزیه و تحلیل کمی خود نشان می‌دهند که کاهش بیمه خانواده‌ها به دلیل سیاست تک فرزندی و بیمه نامناسب در برنامه‌های دولتی برای دوران سالمندی نقش مهمی به‌ویژه پس از سال ۲۰۰۰ در افزایش نرخ پس‌انداز خانوار ایفا می‌کند و منجر به افزایش نرخ پس‌انداز ملی و افزایش مازاد حساب جاری در همان دوره می‌شود. از طرف دیگر، تغییرات در محدودیت‌های مالی شرکت‌ها باعث افزایش سرمایه‌گذاری در چین پس از سال ۲۰۰۸ می‌شود. به‌ویژه، کاهش محدودیت‌های مالی شرکت‌های چینی در محرک‌های مالی دولت چین طی سال‌های ۲۰۰۹ و ۲۰۱۰، سرمایه‌گذاری داخلی را به میزان قابل‌توجهی افزایش داد (افزایش نسبت واردات به صادرات نمودار ۱۳) و در نتیجه به کاهش مازاد حساب جاری پس از سال ۲۰۰۸، منجر شد. برای مطالعه بیشتر عوامل مؤثر بر نوسانات حساب جاری چین (اعم از ساختاری، سیاستی و چرخه‌ای)، مراجعه کنید به:

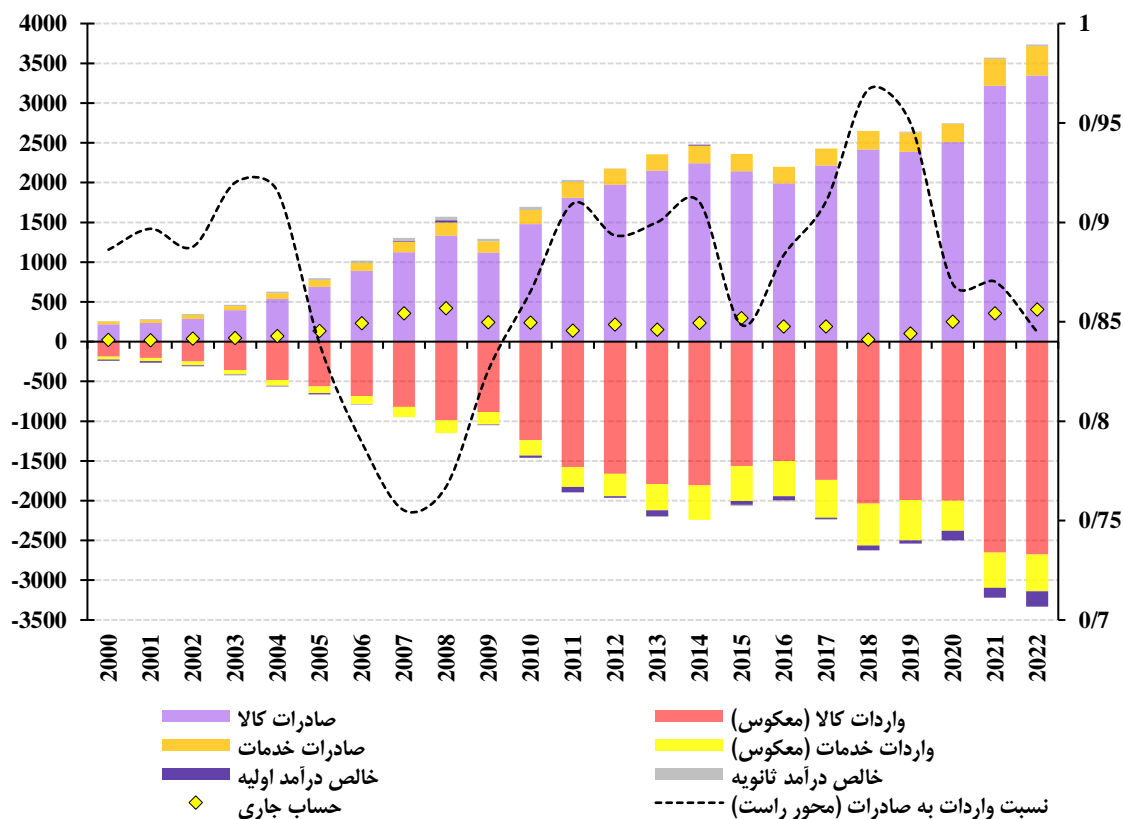
Deb et al. (2019, pp. 1-25), İmrohoroglu and Zhao (2020, pp. 71-103).

۳. نمودار ۱۳، حجم کلی سالیانه تجارت کالا و خدمات چین را نشان می‌دهد. در واقع، رشد تجارت حتی در چین نیز به رشد واردات وابسته است. همچنین طبق این نمودار می‌توان کل ورودی کالا به چین و صادرات کالا از آن را با میزان مازاد حساب جاری مقایسه کرد.



با توجه به نمودار ۱۲، یکی دیگر از عوامل مهم در تعدیل مازاد تراز کالا و حساب جاری در چین، رشد سریع کسری تراز خدمات از سال ۲۰۱۰ تا سال ۲۰۱۸ می‌باشد. کسری تراز خدمات در اینجا عمدتاً آمار مخارج مسافرت‌های ساکنان چین به خارج از این کشور است. تراز خدمات چین در پایان سال ۲۰۱۸ به رقم منفی ۲۹۲ میلیارد دلار می‌رسد که ۸۰ درصد از این کسری مربوط به کسری تراز خدمات مسافرتی است. طبق داده‌های تراز پرداخت چین، تراز خدمات مسافرتی از یک مازاد حدود ۵ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۸ به کسری نزدیک به ۲۳۶ میلیارد دلار در سال ۲۰۱۸ رسیده است. از عوامل افزایش مسافرت‌های خارجی ساکنان چین در این دوره می‌توان به رشد طبقه متوسط و شهرنشینی، رشد نرخ مؤثر واقعی و اسمی ارز (نمودار ۲۴) و تقویت یوآن^۱ بعد از سال ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۵، دو برابر شدن درآمد سرانه از ۴۵۰۰ دلار در سال ۲۰۱۰ به ۹۶۰۰ دلار در سال ۲۰۱۸ و رشد ۲۷۰ درصدی درآمد قابل تصرف^۲ هر خانوار چینی اشاره کرد. در این دوره، رشد سفرهای خارجی ساکنان چین بسیار سریع بوده است، به طوری که تعداد سفرهای خارجی از سال ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۸ تقریباً سه برابر شده است.^۳

نمودار ۱۳. ناخالص اجزای حساب جاری چین - سالانه - میلیارد دلار (۲۰۰۰-۲۰۲۲)



SOURCE: Ibid.

1. Deb et al. (2019, p. 6).
2. Disposable Income
3. Higgins et al. (2019).

اما و ونگ (۲۰۲۱) با وجود پذیرش موارد بالا در رشد کسری تراز خدمات چین، در تجزیه و تحلیل خود نشان می‌دهد که کانال سفرهای خارجی، یک مسیر مهم برای فرار سرمایه خانوارهای چینی در طول دوره خروج سرمایه بزرگ از چین در سال‌های ۲۰۱۴ تا ۲۰۱۶ بوده و شواهد نشان می‌دهد هزینه‌های سفرهای خارجی در این دوره، چهار برابر سریع‌تر از تعداد مسافران خارجی چینی رشد کرده است و این موضوع احتمال دور زدن کنترل‌های حساب سرمایه در قالب هزینه مسافرت خارجی را تقویت می‌کند. هنگامی که رشد چین در سال ۲۰۱۴ شروع به تزلزل کرد و انتظارات از نرخ ارز در اواخر سال ۲۰۱۴ معکوس شد، (به دلیل سیاست‌های انقباضی فدرال رزرو آمریکا و شروع کاهش ارزش یوان)، خانوارهای ثروتمند چینی شروع به استفاده از فرصت‌ها برای فرار سرمایه کردند. در این دوره، کانال در دسترس و ترجیحی فرار سرمایه توسط خانوارهای چینی جهت دستیابی به دارایی‌های مالی خارجی، استفاده از قالب ارز مسافرتی در حساب جاری^۱ به جای تراکنش‌های حساب مالی^۲ بود.^۳

از طرف دیگر در روند اصلاحات جمع‌آوری و تخمین داده‌های تراز پرداخت چین در سال ۲۰۱۵، (که برای داده‌های ۲۰۱۴ هم اعمال شد)، اداره دولتی ارز خارجی چین (SAFE) در محاسبه و تخمین مخارج سفرهای خارجی، تراکنش‌های کارت‌های بانکی در خارج کشور را نیز به جای تکیه صرف بر داده‌های خوداظهاری شده لحاظ کرد. هم‌زمانی توسعه کارت‌های بانکی UnionPay، خودپردازها و افزایش سریع تعداد کشورهایی که کارت‌های این شرکت دولتی را پذیرش می‌کردند، دسترسی خانوارهای چینی برای خروج سرمایه در خارج کشور را تسهیل می‌کرد. استفاده مکرر از یک کارت یا کارت افراد مختلف و امکان برداشت حتی از سپرده‌های یوانی می‌توانست زمینه دور زدن سقف سالیانه خروج ارز را نیز در قالب مخارج مسافرتی فراهم کند. بنابراین، در اواخر سال ۲۰۱۵ هم محدودیت‌های کارت‌های بانکی در خارج چین بیشتر شد و هم در سال ۲۰۱۷، اداره دولتی ارز خارجی چین، داده‌های واردات خدمات مسافرتی را تصحیح کرد و بخشی از داده‌های آن به حساب مالی و خروج سرمایه منتقل شد.^۴

در حال حاضر، طبق نمودار ۱۲، مشاهده می‌شود بعد از تصحیح داده‌ها و البته با در نظر گرفتن محدودیت‌های کرونایی و کاهش مسافرت‌های خارجی، تراز خدمات چین کاهش زیادی داشته و منجر به افزایش مازاد حساب جاری چین شده است. تغییر محسوس دیگر این است که در چند سال اخیر، درآمدهای سرمایه‌گذاران خارجی در چین بسیار افزایش داشته و عمده خروج ارز در تراز درآمد اولیه، مربوط به درآمدهای سرمایه‌گذاران خارجی در چین است.

۲-۲-۲. حساب سرمایه (حساب مالی)

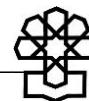
وضعیت تجارت کشورها نشان می‌دهد که کسری یا مازاد حساب جاری، عمدتاً شکل مزمین دارند و با وجود تعدیلات

۱. مصرف کالا و خدمات در خلال مسافرت خارجی (مثلاً هزینه‌های گردشگری، تحصیل و ...)، در حساب جاری به شکل واردات خدمات ثبت می‌شود. و ونگ (۲۰۲۱) مواردی از خروج سرمایه در قالب خدمات را توضیح می‌دهد. به‌عنوان مثال یک کارآفرین چینی، پس‌انداز (یوانی) خود را به حساب بانکی ۳۰ نفر از کارمندان خود منتقل می‌کند و از آنها می‌خواهد تا با مراجعه به بانک، اعلام کنند قصد تحصیل در خارج از کشور دارند و سهمیه دلار آمریکا دریافت کنند. سپس این ارز را به مبلغ ۱٫۴ میلیون دلار به حساب بانکی خارجی خود واریز می‌کند. گزارش اداره دولتی ارز خارجی چین (SAFE) در مورد تخلفات ارزی شرکت‌ها و افراد، ۳۰ مارس (۲۰۱۷). (Wong (2021, p. 33).

۲. مثل خرید املاک، افتتاح حساب خارجی یا خرید محصولات بیمه‌ای و سایر انواع سرمایه‌گذاری در خارج.

3. Wong (2021, pp. 28-29).

4. Wong (2021, pp. 8-10).



نرخ ارز^۱، کسری تجاری و حساب جاری، از بین نمی‌روند.^۲ با این وجود، کشورها روند تجارت خود را ادامه می‌دهند و کسری‌های سالیانه خود را با تراکنش‌های حساب سرمایه تأمین مالی می‌کنند. به همین دلیل، در یک نگاه موسع، همه کشورها حتی با حساب سرمایه بسته و کنترل‌شده، به تراکنش‌های حساب مالی در اقتصاد بین‌الملل وابسته هستند. با نگاه ترازپرداختی، تسویه هر نوع درآمد و هزینه ارزی، در نهایت در قالب یک شکلی از سرمایه ثبت می‌شود و هر نوع مازاد در حساب جاری باید در قالب ذخایر ارزی یا جریان سرمایه طبقه‌بندی شود. به علاوه، انباشت ذخایر ارزی یک کشور هم می‌تواند به شکل سپرده و دارایی‌های مالی در سایر کشورها باشد و صرفاً محدود به اسکناس‌های ارزی در اختیار بانک مرکزی نمی‌شود. کشورهایی که مازاد ارزی دارند (مانند کشورهای نفتی حوزه خلیج فارس و کشورهای شرق آسیا) لزوماً نمی‌توانند آنها را در کوتاه‌مدت مصرف کنند و امکان ذخیره تمام این دارایی‌ها به صورت اسکناس هم در داخل کشور ممکن نیست. این دارایی‌های ارزی در قالب دارایی‌های صندوق‌ها (اعم از بیمه‌ها و صندوق‌های ارزی حاکمیتی)، دارایی‌های خارجی بانک‌ها و ذخایر ارزی رسمی و بانک مرکزی، معمولاً در خارج کشور به شکل سپرده و انواع دارایی‌های مالی (اوراق و سهام) ذخیره می‌شوند. در واقع، کشورهایی که مراکز و بازارهای خدمات مالی توسعه‌یافته‌ای دارند^۳ از طریق عرضه دارایی‌ها و محصولات مالی مختلف با هدف واسطه‌گری و کسب سود از کشورهای دارای مازاد ارز، سرمایه جذب می‌کنند. ذکر این نکته ضروری است که مازاد یا کسری مزمن در تجارت بین‌الملل امکان توقف و تغییر در کوتاه‌مدت را ندارد. مثلاً کشورهایی هستند که سالیانه نیاز به واردات کالاهای اساسی خود دارند و امکان تولید آنها (حداقل در کوتاه‌مدت) در داخل وجود ندارد و درآمدهای ارزی این کشورها هم قادر به تأمین مالی این واردات نیست. در نهایت جریان‌های سرمایه بین‌المللی، امکان ادامه تجارت کشورها حتی با وجود کسری‌های تجاری مزمن را فراهم و به عبارت دیگر تأمین مالی می‌کند.

اما در عین اینکه یک کشور می‌تواند از جریان ورودی ارز برای تأمین مالی نیازهای اساسی اقتصاد خود منفعت کسب کند، ممکن است با معکوس شدن و خروج سرمایه، به شدت آسیب ببیند. به همین دلیل، در نگاه طیفی از اقتصاددانان و کارشناسان، کنترل و مدیریت جریان سرمایه با مداخلات حاکمیتی لازم است. در بخش (۱-۲) گفته شد، طیفی از مطالعات اقتصادی نشان می‌دهند که کنترل‌های سرمایه، فارغ از رژیم ارزی، برای کشورها به خصوص اقتصادهای نوظهور و توسعه‌یافته ضروری است. همچنین کروگمن (۲۰۲۲) اشاره می‌کند که چندین اقتصاددان از جمله جاگدیش باگواتی^۴، جوزف استیگلیتز^۵ و دنی رودریک^۶ استدلال می‌کنند که کشورهای در حال توسعه باید محدودیت‌های تحرک سرمایه را حفظ یا بازگردانند تا بتوانند در عین برخورداری از نرخ ارز پایدار، استقلال پولی خود را اعمال کنند. برای مثال، بعد از بحران شرق آسیا (۱۹۹۷-۱۹۹۸)، چین و هند، برنامه‌های آزادسازی حساب سرمایه خود را متوقف

۱. تجربه دهه‌های گذشته خصوصاً بعد از آزادسازی‌های دهه‌های ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰ نشان داد که کسری‌های تجاری مزمن کشورها، لزوماً با شناورسازی نرخ ارز به دلیل بی‌کشش بودن بخشی از واردات نسبت به قیمت، به تعادل نمی‌رسند؛ هرچند در مواردی تعدیلات نرخ ارز، مؤثر هستند و می‌توانند از تعمیق کسری‌های تجاری جلوگیری کنند.

۲. برای مثال کسری حساب جاری آمریکا، انگلیس و برخی از کشورهای اروپایی مانند فرانسه با وجود انعطاف نرخ ارز، شکل مزمن دارند. هند، ترکیه، پاکستان، مصر و بسیاری دیگر از کشورهای در حال توسعه نیز دچار کسری مزمن حساب جاری هستند.

۳. مانند مراکز مالی آمریکا، انگلیس، اروپا و برخی کشورهای شرق آسیا مانند هنگ‌کنگ.

4. Jagdish Bhagwati

5. Joseph Stiglitz

6. Dani Rodrik

کردند. برخی از کشورها مانند مالزی که جابه‌جایی سرمایه را آزاد کرده بودند، مجدداً محدودیت‌هایی را در نظر گرفتند (نمودار ۱۴) و اکثر سیاستگذاران، چه در کشورهای در حال توسعه و چه در کشورهای صنعتی، همچنان کنترل سرمایه را برای مدت طولانی یا سخت اجرا می‌کنند.^۱

از طرفی، امکان آسیب به ثبات مالی و کلان یک اقتصاد، صرفاً به جریان‌های ارزی خروجی (فرار سرمایه) محدود نمی‌شود، بلکه حتی ورود جریان‌های سرمایه کوتاه‌مدت خارجی به یک کشور، می‌تواند ثبات اقتصاد را دچار چالش کنند. زمانی که جریان ورودی ارز به یک کشور، تراز پرداخت‌ها و عرضه بازار ارز را دچار مازاد می‌کند در صورت عدم مداخله، فشارهایی در جهت تقویت پول ملی ایجاد می‌شود که ممکن است متناسب با سیاست‌های تحریک صادرات نباشد. در مقابل در صورت مداخله عقیم نشده^۲ و افزایش ذخایر با رشد ترازنامه بانک مرکزی، تغییرات عرضه پول ممکن است ناهنجاری‌هایی در سیاست‌های پولی ایجاد نماید. به همین دلیل استری و همکاران (۲۰۱۱) در پژوهش خود نتیجه می‌گیرند هیچ راه مطمئن و یکسانی برای مقابله با تأثیر جریان‌های سرمایه کوتاه‌مدت و بی‌ثبات‌کننده ارزی وجود ندارد. در هر کشوری، جعبه‌ابزار رایج برای مدیریت جریان‌های ورودی شامل مواردی مانند اجازه برای افزایش ارزش پول ملی، انباشت ذخایر، تعدیل در سیاست‌های مالی و پولی و تقویت چارچوب احتیاطی است. با این حال، در برخی شرایط، راه‌حل‌های معمول سیاست کلان مناسب نیستند (برای مثال زمانی که انتظارات تورمی بالاست، کاهش نرخ‌های بهره داخلی برای جلوگیری از جریان ورودی ارز توصیه نمی‌شود). بنابراین، ممکن است شرایطی وجود داشته باشد که نمی‌توان از ابزارهای رایج استفاده کرد و به‌کارگیری کنترل‌های سرمایه در واکنش به افزایش جریان‌های ورودی سرمایه، لازم باشد.^۳

تعداد بسیار زیادی از مقالات در مورد بررسی مسائل جریان سرمایه هستند که مرور آنها در اینجا ممکن نیست. بنابراین، جهت تلخیص گزارش، بررسی وضعیت حساب سرمایه در چین (به‌خصوص دو دهه اخیر) در چهار قسمت بررسی می‌شوند: ۱. باز یا بسته بودن حساب سرمایه چین؛ ۲. برنامه‌های کلیدی چین برای توسعه تراکنش‌های سرمایه‌ای؛ ۳. وضعیت جریان‌های ارزی ناپایدار «پول داغ»؛ و ۴. چارچوب مدیریت بحران‌های ارزی در چین.

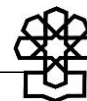
۱-۲-۲. باز یا بسته بودن حساب سرمایه چین

در مورد بسیاری از کشورها، سؤال باینری (صفر و یکی) باز یا بسته بودن حساب سرمایه تحلیل دقیقی از وضعیت تراکنش‌های حساب مالی آن کشور ترسیم نمی‌کند. برای مثال ممکن است اصل کنترل بر روی تراکنش‌های حساب مالی برقرار باشد اما حجم مجاز جریان سرمایه، سقف‌ها و سهمیه‌ها در طول زمان تسهیل شود. در چنین مواردی، شاخص‌های باینری ممکن است در طول زمان، صرفاً وجود محدودیت را گزارش کنند، در حالی که با تسهیل حجم مبادلات، در عمل تا حد زیادی جریان سرمایه محقق شود. به‌عنوان مثال، با توجه به شاخص آزادی حساب سرمایه Chinn-Ito از سال ۱۹۸۴ تا ۲۰۲۰ تغییری در عدد شاخص و میزان آزادی ورود و خروج سرمایه برای چین و هند

1. Krugman et al. (2022, p. 763).

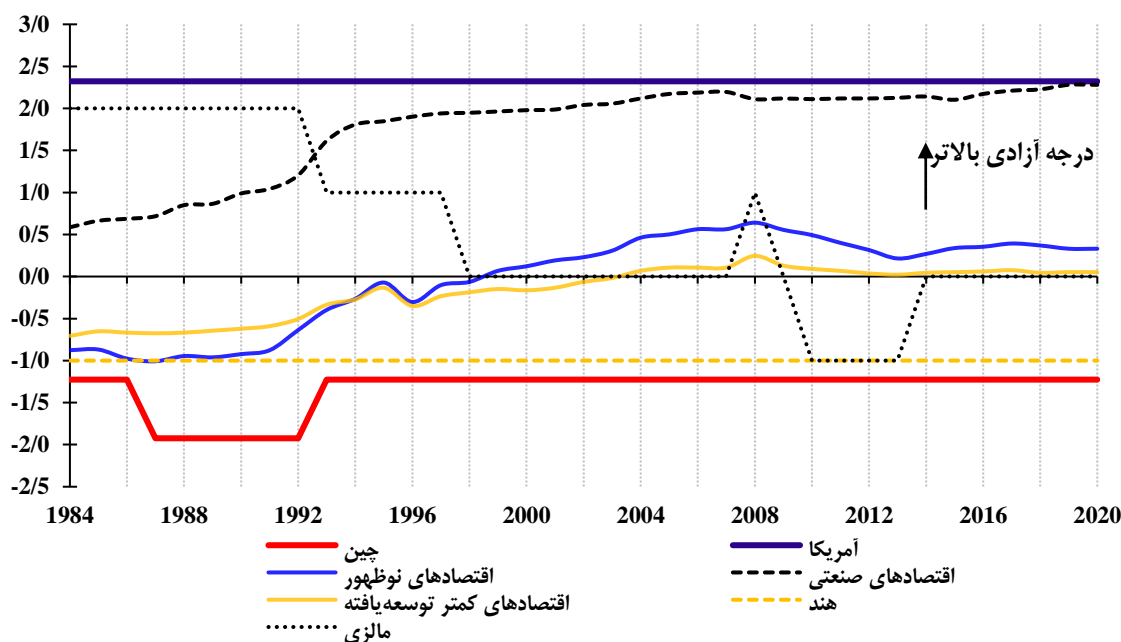
۲. این مبحث در بخش سوم، ارائه می‌شود.

3. Ostry et al. (2011, pp. 577-578).



مشاهده نمی‌شود (نمودار ۱۴). داده‌های رسمی^۱ مورد استناد در این شاخص، صرفاً وجود محدودیت‌ها را ردیابی می‌کند، اما دقت کمتری در میزان دقیق اجرا و کیفیت آنها دارد و فقط تغییرات عمده سیاستی می‌تواند شاخص را تغییر دهد. این داده‌ها مبتنی بر گزارش‌های سالیانه ترتیبات و محدودیت‌های مبادله ارز^۲ صندوق بین‌المللی پول (IMF) می‌باشد که به شکل باینری، محدودیت‌های تراکنش‌های مالی فراساحلی را کدگذاری می‌کند.

نمودار ۱۴. شاخص آزادی حساب سرمایه (Chinn-Ito)



source: web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm

طبق آخرین گزارش سالیانه IMF (AREAER) در سال ۲۰۲۰، تراکنش‌های سرمایه‌ای به ۶۲ دسته تقسیم می‌شوند که ۵۶ مورد از آنها درجاتی از کنترل را در چین دارند، اما این به معنای بسته بودن کامل جریان سرمایه نیست. برای انواع معاملات سرمایه چین، با توجه به ماهیت تنظیم‌گری سیاست‌های اقتصادی این کشور، اصل محدودیت‌ها به جای حذف کاهش می‌یابند و سقف‌ها و حجم سهمیه‌ها تغییر می‌کنند.^۳ از طرف دیگر، اداره دولتی ارز خارجی چین (SAFE) محدودیت‌های حساب سرمایه را به گونه‌ای متفاوت طبقه‌بندی می‌کند. براساس طبقه‌بندی این اداره، تا فوریه ۲۰۱۵، از ۴۰ دسته تراکنش، تنها پنج مورد «غیرقابل تبدیل (تسعیر)»،^۴ ۱۸ مورد «تا حدی قابل تبدیل»، ۷ مورد «به‌طور کلی قابل تبدیل»، و ۱۰ مورد «قابل تبدیل» هستند. بنابراین، اگرچه اصل جریان سرمایه همچنان نسبت به اکثر اقتصادهای توسعه‌یافته در چین کنترل

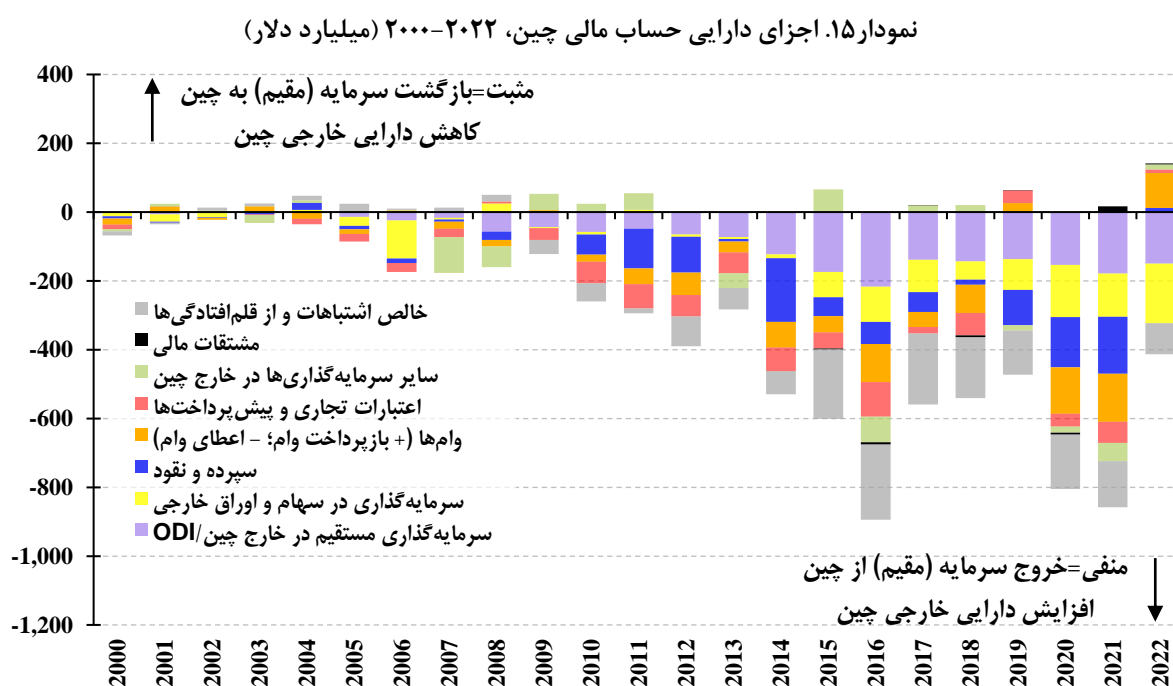
1. *de jure*

2. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER)

3. Miao and Deng (2019, p. 11).

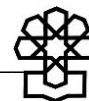
۴. «غیرقابل تبدیل یا تسعیر» (*unconvertible*) به مواردی اطلاق می‌شود که توسط قانون یا در عمل ممنوع شده‌اند. «تا حدی قابل تبدیل» (*partially convertible*) به وضعیتی اطلاق می‌شود که برخی از اقلام فرعی مجاز هستند و برخی دیگر مجاز نیستند. «به‌طور کلی قابل تبدیل» (*generally convertible*) مواردی است که پس از ثبت یا گزارش مجاز هستند و «قابل تبدیل» (*convertible*) به اقلام بدون محدودیت مبادله اشاره دارد. Lam et al. (2017, p. 216).

می‌شود اما مقامات یک استراتژی جریان سرمایه مدیریت شده را برای تراکنش‌های حساب سرمایه، اتخاذ کرده‌اند. داده‌های دارایی‌های حساب مالی چین در نمودار ۱۵ نشان می‌دهد در طول زمان تقاضای خروج سرمایه به شکل‌های مختلف از طرف ساکنان مقیم چین وجود داشته است. در بخش (۱-۲-۲) و نمودار ۱۲ هم گفته شد که یکی از راه‌های فرار سرمایه از چین، پوشش ارز خدمات مسافرتی بین سال‌های ۲۰۱۶-۲۰۱۴ بوده است. به هر حال داده‌های ترازپرداخت در نمودار ۱۵، تنوع جریان سرمایه رسمی ساکنان چین به خارج کشور و تسهیل افزایش خروج سرمایه به شکل‌های مختلف را در طول زمان نشان می‌دهد.



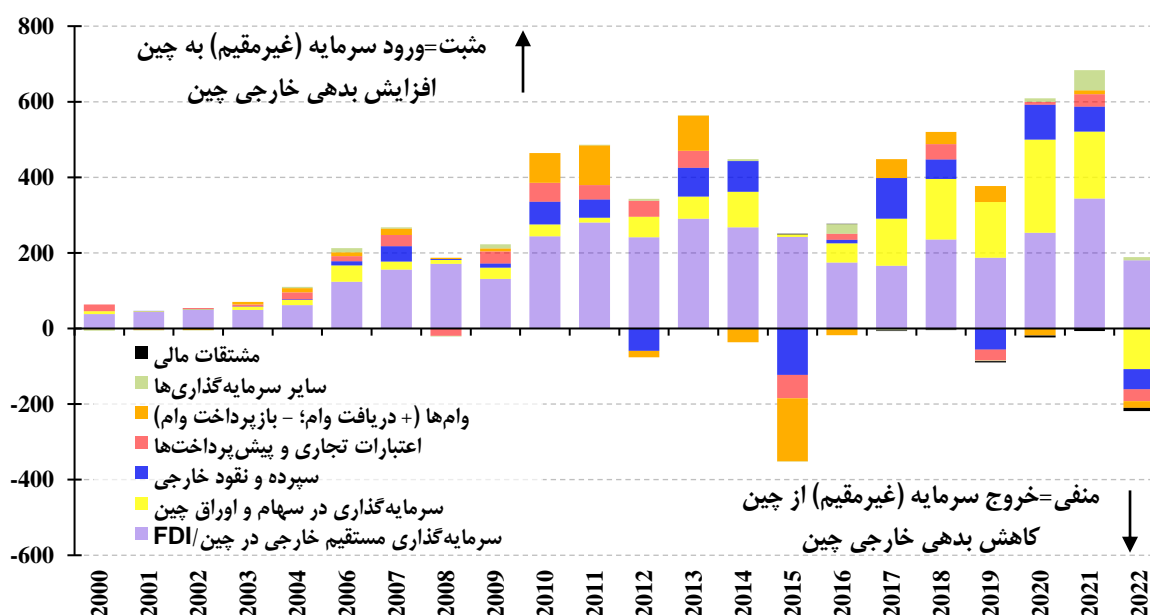
دقت کنید که «خالص اشتباهات و از قلم افتادگی‌ها»^۱ در نمودار ۱۵، جزء دارایی‌های حساب مالی نیست و خالص اشتباهات ممکن است مربوط به تمام ردیف‌های ترازپرداخت باشد. اما از آنجاکه این مورد، عموماً در طرف خروج سرمایه از چین قرار می‌گیرد، در اینجا فرض می‌شود که خروج و ورود جریان سرمایه‌ای بوده که توسط ساکنان مقیم چین، صورت گرفته و به شکل رسمی گزارش نشده است. به معنای دیگر ممکن است که خالص اشتباهات، مربوط به تراکنش‌های حساب جاری باشد اما بدون بازگشت درآمدهای ارزی به چین، تبدیل به خروج سرمایه شده است. حجم بالای خطاهای آماری، از یک طرف می‌تواند دلیلی بر ضعف داده‌ها باشد و از طرف دیگر در مورد چین، می‌تواند دور زدن قواعد کنترل سرمایه توسط ساکنان چین را نشان دهد. به خصوص رشد خطاهای آماری ترازپرداخت در سال‌های ۲۰۱۵-۲۰۱۶ در زمان تشدید خروج سرمایه از چین، احتمال خروج سرمایه در قالب‌های نامشخص را تشدید می‌کند.

1. Net Errors and Omissions



بخش بدهی‌های حساب مالی چین طبق نمودار ۱۶ جریان ورودی سرمایه خارجی به چین را از طرف سرمایه‌گذاران خارجی (غیرمقیم) نشان می‌دهد که مشاهده می‌شود وضعیت پایداری در ورودی سرمایه به چین از این سمت در سال‌های مختلف وجود دارد. تمام کنترل‌ها و پالایش جریان‌های ارزی ورودی به چین با این هدف انجام می‌شود که در شوک‌های ارزی، خروج سرمایه غیرمقیم، ثبات مالی چین را دچار چالش نکند. آمارهای رسمی در نمودار ۱۶ نشان می‌دهد در جریان بحران مالی ۲۰۰۸-۲۰۰۹، فرار سرمایه غیرمقیم از چین تحریک نشده است، اما در سال ۲۰۱۵، بعد از خروج فدرال رزرو آمریکا از برنامه تسهیل کمی و افزایش نرخ بهره و جوه فدرال، جریان خروج سرمایه از چین به شکل غیرمنتظره‌ای بالا رفته است. این مسئله در سال ۲۰۲۲ نیز تکرار شده و نشان می‌دهد، سیاست‌های انقباضی و بالا بردن نرخ بهره آمریکا می‌تواند وضعیت ناپایداری در ترازپرداخت‌های چین و سایر کشورهای جهان ایجاد کند.

نمودار ۱۶. اجزای بدهی حساب مالی چین، ۲۰۰۰-۲۰۲۲ (میلیارد دلار)



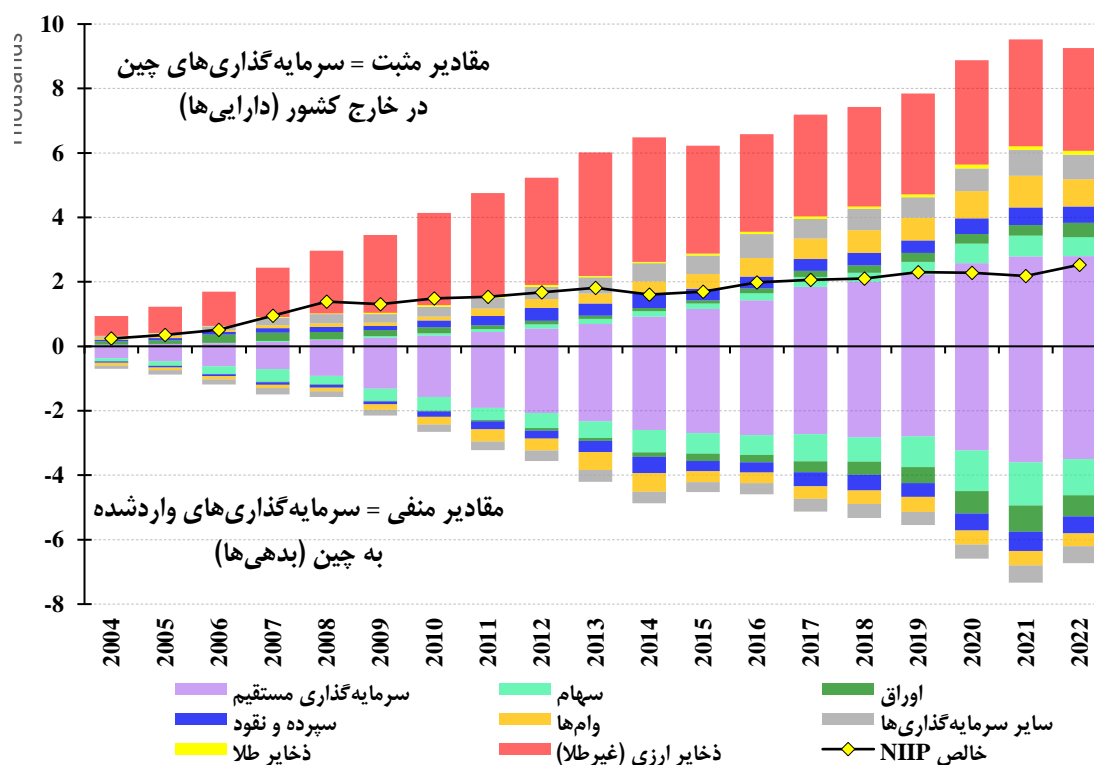
source: Ibid.

تا اینجا نشان داده شد به‌رغم کنترل‌های سرمایه در چین، جریان ورود و خروج ارز، هم در نوع و هم در حجم، حدودی از جریان سرمایه را نشان می‌دهد و نمی‌توان گفت حساب سرمایه چین، کاملاً بسته است. اوراستین و مارگینیان (۲۰۲۳) بیان می‌کنند حساب سرمایه چین در عمل (*de facto*) به‌طور فزاینده‌ای باز شده است، اما به‌طور رسمی و قانونی (*de jure*) محدودیت‌هایی در جریان ورودی و خروجی سرمایه وجود دارد که بیشتر آنها براساس کمیّت هستند.^۱ وضعیت خالص سرمایه‌گذاری بین‌المللی (NIIP)^۲ در نمودار ۱۷ هم نشان می‌دهد که دارایی‌های بین‌المللی چین در خارج مرزها پیوسته در طول زمان رشد کرده و حجم ذخایر رسمی ارز نسبت به سایر انواع دارایی‌های خارجی

1. Orăștean and Mărginean (2023, p. 19).
2. Net International Investment Position

چین در طول زمان کمتر شده است. در واقع خروج سرمایه از چین به شکل‌های مختلف طی دهه‌های اخیر تسهیل و برنامه‌هایی برای این موضوع در نظر گرفته شده است و نشانه‌هایی از روند بازتر شدن حساب سرمایه در داده‌ها وجود دارد. در قسمت بعدی، بخشی از برنامه‌های توسعه مبادلات ارزی مربوط به تراکنش‌های مجاز حساب سرمایه چین بررسی می‌شوند.^۱

نمودار ۱۷. وضعیت خالص سرمایه‌گذاری بین‌المللی (NIIP) چین - مانده پایان دوره - (تریلیون دلار)

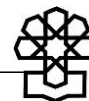


Source: Ibid.

۲-۲-۲-۲ برنامه‌های کلیدی چین برای توسعه تراکنش‌های سرمایه‌ای

از دوره اول اصلاحات ارزی و تجاری (به‌خصوص از ۱۹۹۲) تا سال ۲۰۱۵، ورود سرمایه به‌شکل سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI) از اجزای کلیدی مازاد ترازپرداخت‌های چین بوده است. به‌ویژه از ۱۹۹۴ تا ۲۰۰۰ (حتی در طول بحران شرق آسیا ۱۹۹۷) بیشترین سهم مازاد ترازپرداخت‌های چین مربوط به سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی است (نمودارهای ۵، ۷ و ۹). بعد از بحران شرق آسیا و کاهش نگرانی‌ها از فرار سرمایه، در قالب برنامه‌های مختلفی تسهیل جریان سرمایه (اعم از ورود و خروج) از سر گرفته شد. جذابیت و تقاضای بالای سرمایه‌گذاری در چین در کنار تأکید سیاستگذاران بر کنترل‌های اقتصاد، سبب شد تا برنامه‌هایی برای جریان سرمایه به‌شکل رسمی طراحی و اعلام شوند تا

۱. در داده‌های ترازپرداخت و وضعیت خالص سرمایه‌گذاری بین‌المللی (NIIP) چین، تراکنش‌های مربوط به دولت و نهادهای دولت اعم از صندوق‌ها و بانک‌های دولتی از بخش خصوصی و غیردولتی به‌طور دقیق تفکیک نمی‌شوند. هرچند بخش اصلی دارایی‌های ارزی دولتی و بخش عمومی در قالب ذخایر رسمی و دارایی‌های خارجی ترازنامه بانک مرکزی چین (PBC) می‌باشد، اما تفکیک سرمایه‌گذاری‌های چین در خارج این کشور به وسیله نهادهای وابسته به دولت مرکزی، در تحلیل‌ها مهم هستند اما داده‌های آن هنوز در دسترس نمی‌باشند.



هم سرمایه‌گذاران واقعی از جریان‌های ارزی سفته‌بازانه و مخرب تفکیک گردند و هم کنترل‌های بازار ارز دقیق‌تر اجرا شوند. به‌ترتیب زمانی، برنامه‌های کلیدی چین برای تسهیل جریان سرمایه در طول دو دهه اخیر به‌شرح زیر هستند:

• **برنامه «سرمایه‌گذار نهادی واجد شرایط خارجی» (QFII):**^۱ این برنامه اواخر سال ۲۰۰۲ در چین ارائه شد که به سرمایه‌گذاران نهادی خارجی واجد شرایط، از جمله بانک‌ها و مؤسسات مالی غیربانکی (به‌استثنای صندوق‌های پوشش ریسک)،^۲ امکان دسترسی محدود به بازارهای مالی چین را می‌داد. در این برنامه، کمیسیون تنظیم مقررات اوراق بهادار چین (CSRC)^۳ صلاحیت درخواست‌ها را ارزیابی می‌کند و هر سرمایه‌گذار واجد شرایط، مشمول یک سهمیه است که توسط اداره دولتی ارز خارجی (SAFE) تأیید می‌شود. این سهمیه به‌جز برای صندوق‌های دولتی، بانک‌های مرکزی و دولت‌ها، به ۵ میلیارد دلار برای هر سرمایه‌گذار محدود شده است. سقف کل سهمیه‌ها ۱۵۰ میلیارد دلار است. سهمیه قابل انتقال یا معامله نیست. در محدوده سهمیه، سرمایه‌گذاران تنها می‌توانند در زیرمجموعه‌ای از محصولات مالی داخلی مانند سهام، ابزارهای درآمد ثابت و معاملات آتی شاخص سهام مورد تأیید CSRC سرمایه‌گذاری کنند. هر سرمایه‌گذار نمی‌تواند بیش از ۱۰ درصد از کل سهام هر یک از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس را خریداری کند و مجموع خرید همه سرمایه‌گذاران در برنامه QFII نباید از ۳۰ درصد سهام شرکت‌های بورسی تجاوز کند. سرمایه‌گذاران با حداقل نیاز سرمایه‌گذاری ۲۰ میلیون دلاری روبه‌رو هستند و اکثر سرمایه‌گذاری‌ها مشمول یک دوره نگاه‌داری یک‌ساله می‌باشند. پس از این دوره، بازگرداندن اصل و سود محدود است: سرمایه‌گذاران می‌توانند حداکثر ۲۰ درصد از دارایی‌های داخل چین را که در پایان سال گذشته در اختیار داشتند، به کشور خود بازگردانند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه متغیر (باز)^۴ چین مشمول الزامات کمتری هستند. از فوریه ۲۰۱۶ طیف وسیع‌تری از سرمایه‌گذاران خارجی می‌توانند بدون سهمیه در بازار اوراق بین‌بانکی چین سرمایه‌گذاری کنند.^۵ تعداد نهادهای خارجی واجد شرایط از ۱۱ مورد در پایان سال ۲۰۰۳ به ۵۵۸ مورد در پایان ۲۰۲۰ رسیده است.^۶

• **برنامه «سرمایه‌گذار نهادی واجد شرایط داخلی» (QDII):**^۷ در ۱۸ آوریل ۲۰۰۶، بانک مرکزی چین (PBC)، کمیسیون تنظیم مقررات بانکی و بیمه (CBRC)^۸ و اداره دولتی ارز خارجی (SAFE)، تحت تأیید شورای دولتی، این برنامه را به‌طور مشترک ارائه دادند که به بانک‌ها و مؤسسات مالی غیربانکی مانند شرکت‌های اوراق بهادار و شرکت‌های بیمه اجازه می‌داد تا در محصولات مالی خارج از چین سرمایه‌گذاری کنند. برای واجد شرایط بودن، طبق این برنامه، یک سرمایه‌گذار نیاز به تأیید مقام ناظر صنعت مربوطه خود دارد. هر سرمایه‌گذار واجد شرایط، مشمول یک سهمیه مورد تأیید اداره دولتی ارز خارجی است. هیچ سقف رسمی برای سهمیه‌های کل یا انفرادی وجود ندارد. اگر سرمایه‌گذار نتواند از سهمیه خود ظرف دو سال پس از تأیید استفاده کند، اداره دولتی ارز ممکن است آن را کاهش

1. Qualified Foreign Institutional Investor

2. Hedge Funds

3. China Securities Regulatory Commission

4. Open-End

5. Lam et al. (2017, p. 220).

6. China Securities Regulatory Commission Annual Report 2020: Link

7. Qualified Domestic Institutional Investor

8. Banking and Insurance Regulatory Commission

دهد. سهمیه قابل انتقال یا معامله نیست. بانک‌های واجد شرایط نمی‌توانند در مشتقات کامودیتی، صندوق‌های تأمین یا اوراق بهادار با رتبه اعتباری زیر BBB سرمایه‌گذاری کنند. هر سرمایه‌گذار نمی‌تواند بیش از ۱۰ درصد از سهام شرکت خارجی را در اختیار داشته باشد. در ادامه برنامه «سرمایه‌گذار فردی واجد شرایط داخلی» (QDII)^۱ به سرمایه‌گذاران خرد و افراد واجد شرایط در منطقه آزاد تجاری شانگهای اجازه می‌داد تا در بازارهای مالی خارج از کشور سرمایه‌گذاری کنند.^۲

تشویق شرکت‌های داخلی برای «رفتن به خارج از کشور» برای سرمایه‌گذاری در زنجیره تأمین و تضمین عرضه کامودیتی‌های کلیدی وارداتی یکی از اهداف این برنامه بود. در نمودار ۱۵ مشاهده می‌شود که بعد از معرفی این برنامه، در سال ۲۰۰۶ حدود ۱۱۱ میلیارد دلار خروج ارز از چین به شکل سرمایه‌گذاری در سهام و اوراق خارجی رخ داد. کنترل جریان‌های ارزی ناپایدار و کاهش نسبی فشار مازاد ترازپرداخت‌ها نیز از اهداف دیگر برنامه تسهیل خروج سرمایه بود.^۳ در واقع بعد از جولای ۲۰۰۵ که اجازه تقویت و نوسان یوآن داده شد، به دلیل محدودیت نوسانات، تعدیل نرخ ارز و تقویت یوآن باز نمی‌توانست مازاد ترازپرداخت‌ها را جبران کند و بانک مرکزی مجبور بود دائماً مداخله کند و ذخایر ارزی را افزایش دهد. لذا برنامه تسهیل خروج ارز، بخشی از فشار برای مداخله را کمتر می‌کرد.

• برنامه «سرمایه‌گذار نهادی خارجی واجد شرایط یوآن» (RQFII):^۴ در ۱۶ دسامبر ۲۰۱۱، کمیسیون تنظیم مقررات اوراق بهادار، بانک مرکزی و اداره دولتی ارز به طور مشترک برنامه‌ای آزمایشی برای سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی بر پایه یوآن موسوم به RQFII معرفی کردند. سرمایه‌گذاری RQFII و QFII از سه جنبه عمده با هم تفاوت دارند: اول، سرمایه‌گذاران RQFII باید صرفاً از یوآن برای سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی چین استفاده کنند، در حالی که سرمایه‌گذاران QFII ممکن است از ارزهای دیگر نیز استفاده کنند. تفاوت دوم دوره نگهداری است. صندوق‌های با سرمایه متغیر (باز) مشمول هیچ محدودیتی در دوره نگهداری نیستند، در حالی که بقیه سرمایه‌گذاران مشمول یک دوره نگهداری یک‌ساله مشابه سرمایه‌گذاران QFII هستند. تفاوت سوم این است که هیچ سقف رسمی برای سهمیه‌های RQFII در نظر گرفته نمی‌شود، در حالی که سهمیه‌های QFII مشمول سقف‌های رسمی هستند.^۵ نمودار ۱۸ حجم سرمایه مصوب طی سه برنامه Q را نشان می‌دهد. به‌طور کلی مقامات چینی هدف از این سه برنامه را افزایش تبدیل‌پذیری یوآن در حساب سرمایه و کاهش و حذف تدریجی محدودیت‌ها در طول زمان عنوان می‌کنند. در نهایت، در پایان می‌سال ۲۰۲۰ محدودیت‌های سهمیه‌ای دو برنامه QFII و RQFII برداشته می‌شود.^۶

1. Qualified Domestic Individual Investor

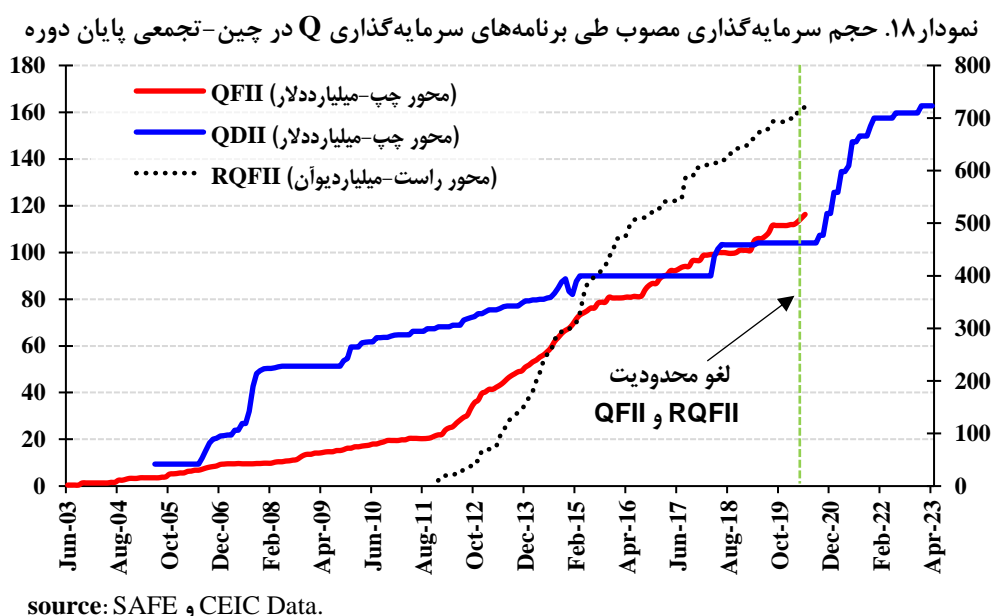
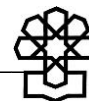
2. Lam et al. (2017, p. 220).

3. Miao and Deng (2019, p. 7).

4. Renminbi Qualified Financial Institutional Investor

5. Lam et al. (2017, p. 220).

۶. کنفرانس مطبوعاتی وانگ چونینگ، سخنگو و اقتصاددان ارشد اداره دولتی ارز خارجی در لغو محدودیت سهمیه سرمایه‌گذاران خارجی واجد شرایط (QFII/RQFII): لینک.



• اتصال بازار سهام شانگ‌های-هنگ‌کنگ: این برنامه به سرمایه‌گذاران خرد چینی امکان دسترسی به بازار سهام هنگ‌کنگ و دسترسی سرمایه‌گذاران هنگ‌کنگ به بازارهای سهام چین را می‌دهد که در سال ۲۰۱۴ راه‌اندازی شد. در این برنامه، کف سرمایه‌گذاری ۰.۵ میلیون یوان برای سرمایه‌گذاران چینی وجود دارد، اما برای سرمایه‌گذاران هنگ‌کنگ حداقلی نیست. برخلاف سایر طرح‌های جریان سرمایه چین، در این برنامه، سرمایه‌گذاران نیازی به تأیید شرایط ندارند و مشمول سهمیه‌های فردی نیز نیستند. با این حال، محدودیت‌های روزانه و یک سهمیه کل بر جریان‌های ناخالص اعمال می‌شود. ارزش مورد معامله در این برنامه یوان می‌باشد.^۲

• برنامه معرفی صندوق‌های مشترک (MRF): برنامه‌های متعدد دیگری برای تسهیل جریان وجوه بین هنگ‌کنگ و چین ایجاد شدند. برای مثال برنامه (MRF) طرحی است که به‌طور مشترک به‌وسیله کمیسیون تنظیم مقررات اوراق بهادار چین (CSRC) و کمیسیون اوراق بهادار و آتی هنگ‌کنگ (SFC) در ژانویه ۲۰۱۳ معرفی و از جولای ۲۰۱۵ اجرایی شد. این برنامه به مدیران دارایی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک هنگ‌کنگ و چین اجازه می‌دهد تا واحدهای صندوق خود را در حوزه فضایی یکدیگر برای سرمایه‌گذاری عموم به فروش برسانند. این به‌معنای ورود ۸۵۰ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک چین به هنگ‌کنگ و ۱۰۰ صندوق هنگ‌کنگ به چین است.

• برنامه «مشارکت محدود سرمایه‌گذار داخلی واجد شرایط» (QDLP): از آنجا که برنامه QDII محدودیت‌های متعددی برای خروج سرمایه از چین داشت، طرح‌های جدیدی به‌منظور سرمایه‌گذاری در خارج چین با محدودیت کمتر به‌شکل آزمایشی اجرا شدند. برای مثال برنامه QDLP یک برنامه آزمایشی است که توسط دولت‌های محلی چین در اواخر سال ۲۰۱۳ در شانگ‌های ایجاد شد که به مدیران دارایی‌های خارجی و داخلی اجازه می‌دهد تا از طریق یک

1. Shanghai-Hong Kong Stock Connect
 2. Lam et al. (2017, p. 220).
 3. Mutual Recognition of Funds
 4. Qualified Domestic Limited Partnership

دارایی مالی چینی (مانند اوراق)، از سرمایه‌گذاران نهادی در چین به منظور سرمایه‌گذاری در خارج از کشور، یوآن جمع‌آوری کنند. برنامه QDLP نیز مبتنی بر سهمیه‌هایی است که اداره دولتی ارز خارجی (SAFE) تعیین می‌کند. این طرح نیز محدود به سرمایه‌گذاری مستقیم در بازار ثانویه خارج از کشور یا سرمایه‌گذاری در بازار ثانویه خارج از کشور از طریق صندوق‌های خارجی است.

از دسامبر ۲۰۲۰، SAFE برای گسترش برنامه QDLP در این کشور، مناطق جدیدی (مانند هاینان، گوانگ‌دونگ، چونگ‌کینگ و جیانگ‌سو) را به برنامه اضافه کرد و سهمیه اعطا شده به مناطق آزمایشی موجود (مانند شانگ‌های، شنژن و چینگ‌دائو) را افزایش داد. برنامه معرفی شده در شنژن، برنامه (QDIE)^۱ نامیده می‌شود که ماهیت آن بسیار شبیه به برنامه‌های QDLP در شهرهای دیگر است، با این تفاوت که برنامه QDIE بیشتر برای سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی خارج از کشور استفاده می‌شود. در مقابل، برنامه QDLP می‌تواند برای سرمایه‌گذاری در سهام عمومی، اوراق قرضه و مشتقات مالی (بازارهای اوراق بهادار) علاوه بر سهام خصوصی استفاده شود. خط‌مشی به‌روز شده QDIE، که توسط دولت شنژن در ۳۰ آوریل ۲۰۲۱ صادر شد، صراحتاً دامنه سرمایه‌گذاری را گسترش داده است تا بازارهای اوراق بهادار را نیز در بر گیرد.^۲

• **برنامه اتصال بازارهای اوراق:** مرکز «نظام تجارت ارز خارجی چین (CFETS)» به همراه مرکز «مبادلات و تسویه هنگ‌کنگ (HKEX)» تحت هدایت بانک مرکزی چین و اداره پولی هنگ‌کنگ، طرح اتصال بازارهای اوراق سرزمین اصلی چین و هنگ‌کنگ را در سال ۲۰۱۷ معرفی کردند. در فاز اولیه، معاملات «Northbound» در ۳ جولای ۲۰۱۷ عملیاتی گردید که امکان دسترسی به بازار اوراق بین‌بانکی چین (CIBM) را برای سرمایه‌گذاران خارجی از طریق زیرساخت‌های هنگ‌کنگ و کارگزاری «Bond Connect» فراهم می‌کند. از طریق این کانال سرمایه‌گذاری، تا انتهای مارس ۲۰۲۳، سرمایه‌گذاران غیرمقیم (خارجی) ۳.۲۱ تریلیون یوآن اوراق بازار بین‌بانکی چین را در اختیار دارند. نمودار ۱۶ نشان می‌دهد که حجم ورود سرمایه به بازار پرتفوی چین (اوراق و سهام) از سال ۲۰۱۷، رشد قابل توجهی داشته است. فاز دوم معاملات تحت‌عنوان «Southbound» در ۲۴ سپتامبر ۲۰۲۱ راه‌اندازی شد که برای سرمایه‌گذاران نهادی سرزمین اصلی چین، این امکان را فراهم می‌کند تا از طریق بازار اوراق هنگ‌کنگ در اوراق خارجی سرمایه‌گذاری کنند.^۴

• در نوامبر ۲۰۲۰، دو برنامه QFII و RQFII، تحت‌عنوان جدید QFI ادغام می‌شوند. برنامه جدید با معیارهای ورودی و اسناد درخواستی ساده‌تر، دسترسی سرمایه‌گذاران خارجی به بازارهای سرمایه چین را بیشتر تسهیل می‌کند. زمان تأیید الزامات و اسناد درخواستی در کمیسیون تنظیم مقررات اوراق بهادار چین نیز از ۲۰ روز به ۱۰ روز کاری کاهش یافته است.^۵ به‌طور کلی، هدف از برنامه‌های چین در تسهیل ورود و خروج سرمایه، افزایش مدت سرمایه‌گذاری به‌خصوص در چین و پرهیز از سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت و سفته‌بازانه است. از طرفی تعریف پلتفرم‌های متنوع، مجزا و رسمی برای قالب‌های

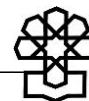
1. Qualified Domestic Investment Entity

۲. برای مطالعه بیشتر مراجعه کنید به: لینک

3. Bond Connect

۴. برای مطالعه بیشتر مراجعه کنید به سایت کارگزاری «Bond Connect»: لینک

۵. برای مطالعه بیشتر مراجعه کنید به: لینک



مختلف سرمایه‌گذاری، امکان نظارت سیاستگذار بر روندهای جریان سرمایه را آسان‌تر می‌کند. برای درک اهمیت این موضوع، در قسمت (۲-۲-۳)، وضعیت و آثار جریان‌های ارزی کوتاه‌مدت و غیر رسمی در چین بیشتر تشریح می‌شود.

۲-۲-۳. جریان‌های ارزی کوتاه‌مدت «پول داغ»^۱

جریان‌های ارزی که بالقوه می‌توانند در مدت زمان کوتاهی به بازارهای مالی یک کشور وارد یا از آن خارج شوند به‌عنوان پول داغ شناخته می‌شوند. از آنجایی که پول داغ به‌سرعت جریان می‌یابد و نظارت ضعیفی بر روی آن وجود دارد، روش مشخص و مستقیمی برای تخمین مقدار آن در یک دوره زمانی، وجود ندارد. علاوه بر این، زمانی که یک برآورد انجام می‌شود، بسته به شرایط اقتصادی ممکن است به‌طور ناگهانی مقدار پول داغ افزایش یا کاهش یابد.^۲ به‌لحاظ آماری و غیرمستقیم، روش‌های متعددی برای محاسبه حجم ورود و خروج پول داغ وجود دارد و نتایج محاسباتی این روش‌ها بسیار متفاوت هستند. برای مثال، طبق تعریف اداره ملی آمار چین،^۳ تفاضل تغییرات ذخایر خارجی از مجموع مازاد (یا کسری) تراز کالا و خدمات (یا حساب جاری)^۴ و خالص سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI)، حجم خروج (یا ورود) پول داغ را نشان می‌دهد.^۵ به‌عبارت دیگر:

$$\text{FDI} + \text{تراز تجاری یا حساب جاری} - \text{تغییرات ذخایر} = \text{پول داغ}$$

طبق رابطه بالا و با استفاده از داده‌های ترازپرداخت، خالص ورود و خروج پول داغ به چین به‌صورت نمودار ۱۹ محاسبه می‌شود.^۶ اما این نمودار به‌دلیل نمایش خالص جریان نهایی ارز (اعم از جریان ارزی مقیم و غیرمقیم) چندان گویای حجم ورودی پول داغ از طرف سرمایه‌گذاران خارجی نیست. اگر داده‌های ترازپرداخت چین، مبنای محاسبه قرار گیرد، نمودار ۱۶ در نمایش حجم ورود و خروج پول داغ به چین از طرف سرمایه‌گذاران خارجی (غیرمقیم) گویاتر می‌باشد و نمودار ۱۵، جریان‌های ارزی ساکنان مقیم چین را نشان می‌دهد. در نمودارهای ۱۵ و ۱۶، هر جریان ارزی غیر از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را می‌توان به پول داغ نسبت داد.^۷

1. Hot Money

2. Martin and Morrison (2008, p. 1).

3. National Bureau of Statistics of China

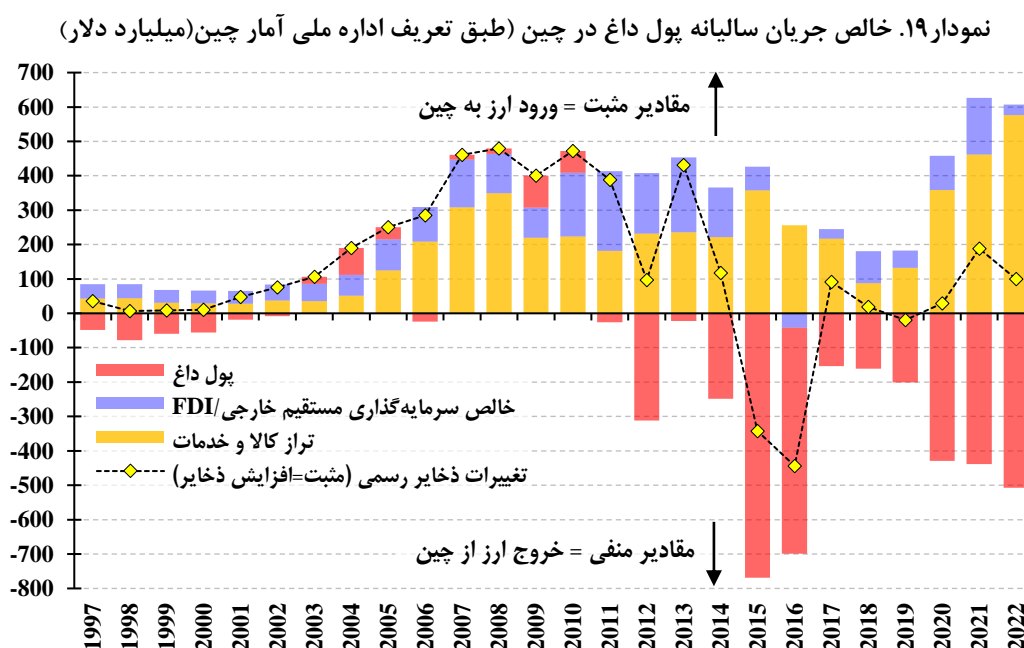
4. Hu et al. (2022, p. 4).

5. Bell and Feng (2013, p. 234), Zhang et al. (2018, p. 13), Wei et al. (2018, p. 926), Guo and Huang (2010b, pp. 78), Cheung and Qian (2010, pp. 229-231).

۶. از ایرادات اصلی این تعریف، تکیه بر داده‌های ذخایر رسمی و عدم در نظر گرفتن انباشت ذخایر پنهان در بانک‌های دولتی چین است. بخشی از جریان خروجی ارز از چین به‌خصوص بعد از سال ۲۰۱۴، مربوط به افزایش دارایی‌های خارجی بانک‌های دولتی است. این مبحث در بخش سوم بررسی می‌شود.

۷. هوو و همکاران (۲۰۲۲) بیان می‌کنند که برخی محققان، جریان پول داغ را مربوط به «اشتباهات و از قلم‌افتادگی‌ها» در آمار ترازپرداخت‌ها می‌دانند (Hu et al. (2022, p. 4).

اگرچه طبق این تعریف، ممکن است به شکل خالص، حجم جریان پول داغ با استفاده از آمارهای ترازپرداخت کاهش یابد اما باید دقت کرد که بخش اشتباهات و از قلم‌افتادگی‌ها، مربوط به تراکنش‌های ارزی نامشخص در تمام ردیف‌های ترازپرداخت (اعم از حساب جاری و حساب مالی) است و خالص آنها عموماً به‌صورت یک عدد گزارش می‌شود.

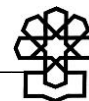


source: SAFE.

علاوه بر این، تخمین‌های متعددی از ناخالص ورود پول داغ به چین وجود دارد. برای نمونه ژانگ‌مینگ، اقتصاددان آکادمی علوم اجتماعی چین بیان می‌کند در بین سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۰۸ حدود ۱.۷۵ تریلیون دلار پول داغ به چین وارد شده که حدود ۱۰۴ درصد از ذخایر ارزی چین تا پایان مارس ۲۰۰۸ می‌باشد.^۱ در حالی که مدیر سابق اداره ملی آمار چین به نقل از مؤسسات تحقیقاتی، این عدد را حدود ۵۰۰ میلیارد دلار اعلام می‌کند.^۲ در سال ۲۰۱۶ نیز آکادمی علوم اجتماعی چین در گزارش خود، ورود پول داغ از سال ۲۰۰۱ تا سه‌ماهه سوم سال ۲۰۱۵ به چین را ۲.۷۹ تریلیون دلار تخمین می‌زند که این عدد تقریباً ۷۰ درصد کل ذخایر ارزی چین در مدت مشابه است.^۳ دلیل این اختلاف عمدتاً به عدد در نظر گرفته شده برای حجم ذخایر برمی‌گردد. زمانی که دارایی‌های ارزی صندوق‌های ثروت حاکمیتی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری ارزی دولتی و دارایی‌های خارجی بانک‌های دولتی به عدد دارایی‌های خارجی بانک مرکزی افزوده شود، برآورد نهایی از ورود پول داغ افزایش پیدا می‌کند.

باید دقت کرد که ورود و خروج بخشی از پول داغ در چین، به صورت تراکنش‌های حساب جاری هستند و صرفاً محدود به حساب مالی نمی‌شوند. ژنگ و یی (۲۰۰۷) می‌گویند مقامات چینی اذعان دارند که بخشی از انتقالات پول داغ، تحت پوشش تراکنش‌های حساب جاری پنهان می‌شوند.^۴ به‌علاوه، لی و همکاران (۲۰۱۲) سه کانال اصلی در چین برای انتقالات غیرمجاز ارز و پول داغ به شرح زیر، نام می‌برند که برخی از آنها مربوط به حساب جاری نیز هستند:^۵

1. Guo and Huang (2010a, p. 452).
2. Martin and Morrison (2008, p. 1).
3. Zhang et al. (2018, pp. 1-2).
4. Zheng and Yi (2007, p. 19).
5. Li et al. (2012, pp. 225-229).



۱. **تجارت جعلی:** باتوجه به حجم بسیار بالای تجارت چین (نمودار ۱۳)، شاید اصلی‌ترین کانال برای نقل‌وانتقالات غیرقانونی وجوه ارزی استفاده از پوشش تجارت باشد. انتقالات غیرقانونی ارز از طریق اظهارنامه‌های غیرواقعی در قیمت‌های صادرات و واردات یا استفاده از پوشش اعتبارات تجاری و پیش‌پرداخت‌ها^۱ یا قراردادهای ساختگی تجاری صورت می‌گیرد. ژانگ و هوانگ (۲۰۱۱) بیان می‌کنند که برآوردهای زیادی از این نوع جریان سرمایه وجود دارد و حجم آن بسیار زیاد است. به‌عنوان نمونه طبق یک گزارش، جریان پول داغ از طریق تجارت غیرفاکتوری ۱۱۵ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۵، ۱۱۲ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۶ و ۱۳۲ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۷ بوده است.^۲

۲. **سرمایه‌گذاری مستقیم غیرواقعی:** بنگاه‌های سرمایه‌گذاری خارجی (FFEs) و حتی بنگاه‌های چینی در خارج این کشور ممکن است از طریق قیمت‌گذاری انتقالی، گزارش جعلی از افزایش سود (یا گزارش زیان غیرواقعی)، بدهی کوتاه‌مدت و افزایش سرمایه غیرواقعی، به انتقال پول داغ بپردازند. برخی از صندوق‌های ارزی خود را تحت‌عنوان سرمایه‌گذار مستقیم خارجی پنهان می‌کنند و پس از تسویه سرمایه جعلی، به بازار املاک، سهام، بازار وام‌های غیردولتی چین وارد می‌شوند.

۳. **شبکه صرافی‌های زیرزمینی:** شبکه صرافی‌های تراست-پایه در واقع نوعی بانکداری زیرزمینی است که می‌توانند در پوشش‌های مختلف به نقل‌وانتقال ارز و حواله‌های ارزی در کشورهای مختلف بپردازند. برخلاف تصور، لزومی به انتقال ارز در این نوع معاملات نیست هرچند در مواردی شامل انتقالات نقدی و قاچاق فیزیکی ارز هم می‌شود. همچنین در این نوع تراکنش‌های ارزی، هزینه‌های انتقال وجوه ممکن است حتی پایین‌تر و کاراتر از روش‌های انتقال قانونی و رسمی باشد. به همین دلیل با وجود ریسک‌های معاملات تراستی، تقاضا برای آن بالاست.^۳ دارایی‌های پایه جهت تسویه معاملات ممکن است استفاده از حساب‌های بانکی متعدد یا انتقالات املاک و مستغلات و سایر دارایی‌های سرمایه‌ای باشد. به‌طور کلی، در هر ردیف ترازپرداخت که امکان خریدوفروش حواله ارزی و ایجاد گزارش‌های خلاف واقع، جهت اهداف انتقال و تسویه سرمایه ارزی فراهم باشد، صرافی‌های تراستی ممکن است وارد شوند.^۴ به‌عنوان مثال، ممکن است حواله‌های شخصی و کارگری جهت ایجاد پوشش قانونی برای انتقالات ارزی، جذب شوند و لذا بخشی از آمارهای حساب جاری (در این مثال، بخش درآمد اولیه و ثانویه) پوششی برای ورود و خروج پول داغ باشد. نمونه دیگر، استفاده از پوشش ارز مسافری است که در بخش (۲-۲-۱) توضیح داده شد.

طیفی از مقالات به شناسایی آثار ورود پول داغ به اقتصاد چین پرداخته‌اند. مهم‌ترین اثر جریان‌های ارزی کوتاه‌مدت، افزایش سرعت انباشت ذخایر ارزی است.^۵ نی (۲۰۰۹) اشاره می‌کند که از سال ۱۹۷۸ تا ۲۰۰۳، دو عامل اصلی

۱. در زمان شوک‌های ارزی، بسیار اتفاق می‌افتد که تعهدات ارزی با هدف کسب بازدهی از نوسانات ارز یا خروج سرمایه، به تأخیر انداخته می‌شوند. در این مواقع ممکن است صادرکنندگان از بازگشت درآمدهای ارزی خود اجتناب کنند یا آن را به تأخیر اندازند. رشد غیرمعمول اعتبارات تجاری و پیش‌پرداخت‌ها در داده‌های ترازپرداخت به این مسئله برمی‌گردد.

2. Zhang and Huang (2011, p. 3).

۳. اصلی‌ترین ریسک معاملات تراستی در انتقال ارز، عدم امکان پیگردهای قانونی است. عمده معاملات با دور زدن قوانین صورت می‌گیرد، لذا امکان پیگیری‌های قضایی از طرفین سلب می‌شود و طرفین صرفاً با اعتماد وارد معامله می‌شوند.

۴. طبق گزارش بانک مرکزی چین، در سال ۲۰۱۶، تقریباً ۲۰۰۰ پرونده تخلفات ارزی، از جمله بیش از ۸۰ پرونده مربوط به بانک‌های زیرزمینی در دست بررسی بوده‌اند (China Monetary Policy Report (2016 Quarter 4, p. 28).

۵. سایر آثار پول داغ مانند ایجاد حباب بازار سهام، املاک و مستغلات، اعتبارات داخلی، اوراق و متغیرهای کلان مانند رشد اقتصادی، نرخ ارز (اعم از نرخ اسمی، واقعی و نرخ‌های مؤثر) در مقالات متعدد مورد بررسی قرار گرفته‌اند (که البته بعضاً نتایج متعارضی هم دارند) اما موضوع این گزارش نیستند. برای نمونه نگاه کنید به:

انباشت ذخایر ارزی چین، مازاد تجاری (یا حساب جاری) و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI) بودند اما از سال ۲۰۰۳ به بعد، پول داغ هم به این دو عامل اضافه می‌شود.^۱ بین سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۰، خالص خروجی پول داغ از چین به شدت کاهش می‌یابد و در عمده سال‌های این دوره، خالص جریان پول داغ، مثبت می‌باشد (نمودار ۱۹). از یک طرف خروج سرمایه از طرف ساکنان مقیم چین، در این دوره (۲۰۱۰-۲۰۰۳) هنوز رشد نسبی قابل توجهی نداشته (نسبت به سال‌های پس از ۲۰۱۴) و از طرف دیگر، ورود ارز در قالب‌های مختلف از سمت سرمایه‌گذاران و سفته‌بازان خارجی، تشدید شده است. اما در سال‌های بعد از ۲۰۱۴ خروج سرمایه از طرف ساکنان مقیم چین، افزایش چشمگیری پیدا می‌کند (نمودارهای ۱۹ و ۱۵) و به رغم مازاد حساب جاری و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI)، روند انباشت ذخایر رسمی هم متوقف می‌شود (نمودارهای ۱۹ و ۱۱). هرچند، روند ورود سرمایه کوتاه‌مدت به چین از طرف سرمایه‌گذاران خارجی غیر از سال‌های ۲۰۱۵ و ۲۰۲۲ همچنان ادامه دارد (نمودار ۱۶).

اثر دیگر جریان‌های ارزی کوتاه‌مدت و غیرقانونی، تغییر کیفیت ذخایر ارزی است. زمانی که نوسانات نرخ ارز به شدت محدود است، ورود حجم زیادی ارز بدون منشأ مشخص به بازارهای مالی داخلی، صرفاً سیاستگذار پولی و بانک مرکزی را وادار به خرید و انباشت حجم قابل توجهی ارز از بازار داخلی می‌کند، بدون اینکه بتواند در زمان مناسب، سبد دارایی‌های خارجی خود را متناسب با بازدهی مورد نیاز تنظیم کند. به عبارتی دیگر، پول داغ به دنبال گرفتن بازدهی به صورت کوتاه‌مدت وارد یک اقتصاد می‌شود و در زمان خروج می‌تواند هزینه مضاعفی بر آن اقتصاد وارد کند. اگر ارز ورودی، بازدهی مناسبی برای فعالین اقتصادی (اعم از بانک مرکزی، بانک‌ها و بنگاه‌های مالی و غیرمالی) نداشته باشد به هنگام خروج پول داغ، هزینه به مراتب بالاتری به اقتصاد تحمیل می‌شود. از آنجا که مداخلات بانک مرکزی جهت خرید مازاد ارز در بازار، عرضه یوآن و کل‌های پولی را مختل می‌کند (نگاه کنید به ۱-۲) انتشار اسناد بانک مرکزی جهت عقیم‌سازی مداخلات ارزی (بخش سوم) با هزینه‌هایی همراه است که اگر با بازدهی کسب شده از دارایی‌های خارجی، مطابقت نداشته باشد، بانک مرکزی در عملیات مداخلات خود دچار زیان می‌شود. به طور کلی، ذخایر انباشته شده از ورود سرمایه‌گذاران خارجی به چین، چه به صورت سرمایه‌گذاری مستقیم و چه به صورت پول داغ (برخلاف مازاد حساب جاری)، بدهی‌های خارجی ضمنی هستند که باید در زمان مناسب بازپرداخت شوند و در طی فرایند بازپرداخت، نباید سیستم مالی داخلی دچار تنش شود.^۲

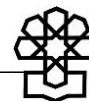
به عنوان نکته پایانی، جریان پول داغ نیز از سیاست‌های پولی و ارزی، اثر می‌گیرد. هوو و همکاران (۲۰۲۲) به بررسی محرک‌های مؤثر بر جریان پول داغ در چین پرداخته‌اند و نتیجه می‌گیرند بین سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۹ در چین، نرخ ارز مورد انتظار بیشترین تأثیر را بر پول داغ دارد^۳ و نرخ رشد داخلی (چین) پایدارترین عامل است و سایر محرک‌ها مانند افزایش بازده دارایی‌های داخلی، کاهش بازده دارایی‌های خارجی، کاهش تورم داخلی و افزایش ریسک دارایی‌های خارجی با وجود

Zhang and Huang (2011, p. 3), Zhang et al. (2018, pp. 1-47), Guo and Huang (2010a, p. 452), Huang et al. (2018, pp. 1-31), Combes et al. (2012, p. 1041).

1. Ni (2009, p. 305).

2. Ni (2009, pp. 308-309).

۳. پژوهش‌های متعددی به این مسئله اشاره دارند که گمانه‌زنی‌ها در مورد تقویت یوآن بین سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۵، باعث می‌شود که روند پول داغ و جریان سرمایه به سمت چین ادامه یابد. برای مثال مراجعه کنید به: Das (2019, p. 8).



تأکید نظریات، بر جریان پول داغ در چین مهم نیستند. همچنین آنها نتیجه می‌گیرند، سیاست پولی (مثلاً افزایش نرخ بهره)، ابزار سیاستی مؤثری برای کنترل فرار سرمایه در چین نیست.^۱ بنابراین، طبق این مطالعه کمی می‌توان گفت استقلال سیاست‌های پولی به‌عنوان ابزار اصلی اجرای سیاست‌های کلان در چین هنوز کامل نشده و تحت تأثیر انتظارات نسبت به بازار ارز و وضعیت رشد اقتصادی است. ادامه این مبحث در بخش سوم مورد بررسی قرار می‌گیرد.

۴-۲-۲-۲. چارچوب مدیریت بحران‌های ارزی در چین

طبق نمودار ۱۶ مشاهده می‌شود در سال‌های ۲۰۱۵ و ۲۰۲۲ خروج سرمایه از چین به‌وسیله سرمایه‌گذاران خارجی (غیرمقیم) به‌شدت افزایش یافته است. شرایط کلان اقتصاد چین در سال ۲۰۱۵ به‌نحوی رقم خورد که چشم‌انداز رشد کاهشی بود^۲ و از طرفی پایان برنامه تسهیل کمی^۳ فدرال رزرو آمریکا و گمانه‌زنی برای افزایش نرخ بهره و جوه فدرال، موجب افزایش شدید ارزش دلار در برابر یورو و ین شد. این موضوع گمانه‌زنی‌ها در مورد پایان دوره تقویت مستمر یوآن^۴ (بین جولای ۲۰۰۵ تا ژانویه ۲۰۱۴) را تشدید می‌کرد. از طرفی با ترکیب حساب بازار سهام شنگ‌های در اواسط سال ۲۰۱۵ نگرانی‌هایی در مورد فرود سخت^۵ چین ایجاد شد. در همین زمان، یک اعلامیه کوتاه و غیرمنتظره با هدف افزایش انعطاف‌پذیری نرخ ارز در چین، باعث سردرگمی و آشفتگی بیشتر بازار ارز شد. در ۱۱ آگوست ۲۰۱۵، بانک مرکزی چین (PBC) سازوکار نرخ برابری یوآن و دلار را با هدف افزایش کشف‌بازاری نرخ ارز تغییر داد. براساس سازوکار جدید، از بانک‌ها خواسته شد تا مظنه‌هایی را ارائه کنند که نرخ پایانی روز گذشته را در ارتباط با تقاضای بازار و عرضه و نوسانات نرخ ارزهای اصلی در نظر گرفته باشد (نگاه کنید به ۳-۲). این اطلاعیه با کاهش ۱.۹ درصدی ارزش یوآن نسبت به دلار همراه شد. اگرچه نرخ یوآن بعد از ۲۰۰۵ در باند بسیار محدودی شناور شده بود اما تا مارس ۲۰۱۴ دامنه نوسان به ۲ درصد افزایش یافته بود و تضعیف بیشتر یوآن می‌توانست نیاز به مداخلات ارزی از سمت بانک مرکزی را کمتر کند اما بحران به حدی بود که مداخلات بانک مرکزی برای حفظ ارزش یوآن و ثبات مالی اقتصاد، لازم بود. در نهایت مداخلات قابل‌توجهی در ژانویه و فوریه ۲۰۱۶ برای تثبیت نرخ ارز انجام شد و طبق داده‌های اداره دولتی ارز خارجی (SAFE)، از اواخر سال ۲۰۱۴ تا فصل اول ۲۰۱۷، با مداخلات ارزی، حدود ۸۱۹ میلیارد دلار از ذخایر ارزی چین برای حفظ ارزش یوآن کاسته شد (نمودار ۱۱). طبق نمودار ۱۶ صرفاً در سال ۲۰۱۵، حدود ۱۲۳ میلیارد دلار سپرده ارزی و ۱۶۷ میلیارد دلار، وام‌های خارجی به سرمایه‌گذاران غیرمقیم پرداخت و از چین خارج شد. همچنین اشتباهات آماری ترازپرداخت در سال ۲۰۱۵ حدود ۲۰۲ میلیارد دلار است که مربوط به فرار سرمایه ارزی در قالب‌های نامشخص است.

خروج سرمایه (در موارد حاد) به‌لحاظ فنی ایجاب می‌کند سیاست‌های مالی و کلانی که ممکن است در وهله اول، جریان‌های خروجی را تحریک کرده باشند، متناسب با شرایط و ابزارهای در دسترس اقتصاد، تعدیل شوند. سه ابزار اصلی کلان (غیر از کنترل‌های جریان سرمایه) در بحران‌های ارزی، عبارتند از: افزایش نرخ‌های بهره، مداخلات

1. Hu et al. (2022, pp. 10-11).

2. Lam et al. (2017, p. 228).

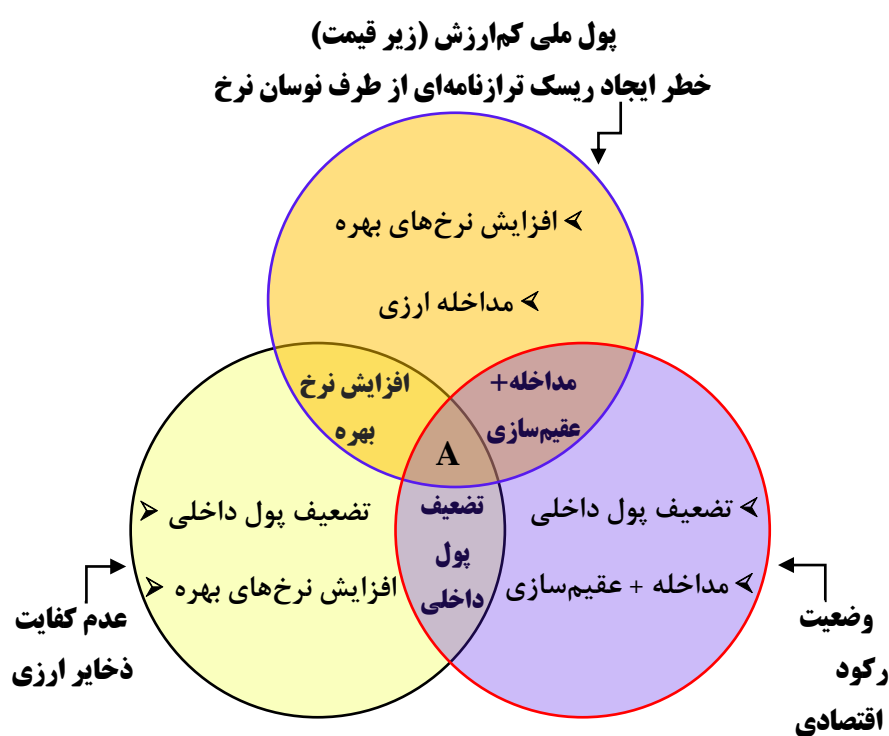
3. Quantitative Easing (QE)

۴. ارزش اسمی یوآن در برابر دلار آمریکا بین سال‌های ۲۰۱۴-۲۰۰۵ حدود ۲۶ درصد تقویت شده بود. همچنین نرخ مؤثر اسمی حدود ۲۴ درصد و نرخ مؤثر واقعی حدود ۵۸ درصد تقویت شده بودند (نمودار ۲۴) (Das (2019, p. 8).

5. Hard Landing

ارزی و اجازه برای انعطاف یا تضعیف بیشتر پول ملی. با توجه به شرایط کلان اقتصاد از جمله رشد اقتصادی، کفایت ذخایر و خطرات مالی مانند قرار گرفتن در معرض ریسک‌های ترازنامه‌ای^۱ ناشی از تضعیف پول ملی، می‌توان ترکیب ابزارهای مدیریت بحران خروج سرمایه را به صورت شکل ۱ خلاصه کرد. باید دقت کرد که شکل ۱، ترکیب بهینه ابزارها را نشان نمی‌دهد بلکه صرفاً ابزارهای رایج را با توجه به شرایط کلان اقتصاد، معرفی می‌کند. در بحران سال ۲۰۱۵، با توجه به چشم‌انداز رکودی برای اقتصاد چین، ترکیبی از اجازه برای تضعیف یوان و مداخلات ارزی اتخاذ شد. کاهش مکرر نرخ وام ممتاز^۲ به‌عنوان یک نرخ مرجع از نوامبر ۲۰۱۴ تا اکتبر ۲۰۱۵ در چین و سایر نرخ‌های بانکی^۳ در این دوره، نشان می‌دهد که سیاستگذار به دنبال تحریک رشد اقتصادی با وجود بحران ارزی بوده است (بخش سوم نمودار ۲۹).

شکل ۱. چارچوب سیاست‌های کلان در مدیریت خروج سرمایه ارزی



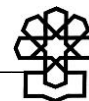
Source: IMF Policy Paper (2015, p. 6).

1. Balance Sheet Foreign Exchange Exposure

2. Loan Prime Rate

۳. برای توضیحات بیشتر در مورد کریدور نرخ بهره و نرخ‌های بهره اصلی در چین به قسمت ۲-۴-۱ و نمودار ۲۹ مراجعه کنید. نرخ ریپوی هفت روزه بانک مرکزی (PBC) در عملیات بازار باز و نرخ ریپوی هفت روزه بین‌بانکی (DR007) از نرخ‌های کلیدی در کریدور نرخ بهره چین هستند که هر دو در سال ۲۰۱۵ روند کاهشی داشتند. اگرچه بانک مرکزی چین هنوز DR007 را به‌عنوان نرخ بهره سیاستی تأیید نکرده است، اما بازار به دقت آن را رصد می‌کند و از نرخ‌های کلیدی می‌باشد. برای مطالعه بیشتر مراجعه کنید به:

Schipke et al. (2019, p. 72), Gang (2021, pp. 1-15).



در راستای مدیریت بحران سال ۲۰۱۵، اقدامات مدیریت جریان سرمایه (CFMs)^۱ هم در کنار مداخلات ارزی به کار گرفته شدند.^۲ به عنوان نمونه، سرمایه‌گذاری مستقیم در خارج از چین (ODI) که در حال افزایش بود به همراه وام‌های فراساحلی یوآن محدودتر شدند^۳ و نسبت ذخیره قانونی در معاملات آتی ارزی بانک‌ها، افزایش یافت.^۴ با سیاستگذاری‌های چین جهت تسهیل جریان سرمایه، هم سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در داخل چین (FDI) و هم سرمایه‌گذاری‌های مستقیم در خارج این کشور (ODI) تا سال ۲۰۱۵ به تبدیل‌پذیری (آزادی) کامل نزدیک شده بود^۵ اما بعد از محدودیت‌های جدید بر سرمایه‌گذاری مستقیم در خارج چین، روند افزایش آن از سال ۲۰۱۷ متوقف و حتی دچار کاهش شد (نمودار ۱۵). به عبارتی دیگر، زمانی که سیاستگذار ارزی نتوانسته بود به‌طور کامل بر جریان‌های ارزی غیررسمی و پول داغ مسلط شود، مجبور می‌شود محدودیت‌های بخش رسمی را در بحران، تشدید کند.

از طرف دیگر جهت تکمیل اقدامات مدیریت جریان سرمایه، در چین سیاست‌های احتیاطی کلان^۶ نیز در ارتباط با جریان سرمایه فراساحلی استفاده می‌شوند. اگرچه چین در دو دهه گذشته از ابزارهای مختلف احتیاطی کلان استفاده کرده اما بانک مرکزی چین (PBC) چارچوب رسمی ارزیابی احتیاطی کلان (MPA)^۷ را در ۲۹ دسامبر ۲۰۱۵ معرفی کرد که از ۱ ژانویه ۲۰۱۶ لازم‌الاجرا شد. طبق این چارچوب، مؤسسات مالی با هفت شاخص ارزیابی می‌شوند که عبارتند از: ۱. سرمایه و اهرم^۸؛ ۲. دارایی‌ها و بدهی‌ها؛ ۳. نقدینگی؛ ۴. قیمت‌گذاری؛ ۵. کیفیت دارایی؛ ۶. ریسک‌های تجارت فراساحلی و ۷. اجرای سیاست‌های اعتباری. براساس ارزیابی انجام شده، مؤسسات مالی به سه گروه A، B و C دسته‌بندی می‌شوند. برای هر گروه، اقدامات تشویقی و محدودکننده‌ای وجود دارد تا مؤسسات مالی را به سمت رشد مناسب اعتبار و جلوگیری از خطرات سیستمی سوق دهد.^۹

شایسته توجه است که سیاست‌های احتیاطی ممکن است به شکل مستقیم و غیرمستقیم، بر جریان سرمایه خارجی اثر بگذارند، به همین دلیل ردیابی و تحلیل دقیق آنها تا حدودی پیچیده می‌شود. برای مثال ممکن است شبیه به کره

1. Capital Flow Management Measures (CFMs)

۲. دقت کنید، زمانی که کنترل‌های جریان سرمایه در یک کشور، به صورت دائمی و مزم برقرار باشد، به آن چارچوب «اقدامات مدیریت جریان سرمایه (CFMs)» اطلاق نمی‌شود. در واقع صندوق بین‌المللی پول برای کنترل جریان سرمایه در شرایط بحرانی، چارچوب CFMs را برای اجرای موقت و کوتاه‌مدت ارائه کرد و هنوز این نهاد با اجرای دائمی کنترل‌های جریان سرمایه مخالف است. در نگاه کلی، آنچه که در چین در مورد جریان سرمایه مشاهده می‌شود کنترل‌های دائمی هستند اما تشدید یا تضعیف کنترل‌ها را می‌توان مسامحتاً در چارچوب CFMs در نظر گرفت.

۳. در نمودار ۱۵ مشاهده می‌کنید که خروج سرمایه به صورت وام و سپرده در دوره ۲۰۱۶-۲۰۱۴ قابل توجه است که این به دلیل فعالیت‌های آربیتراژ نرخ بهره و بازدهی است که اصطلاحاً به آن «carry trade» می‌گویند. از طرفی در این دوره، میزان «اشتباهات و از قلم افتادگی‌ها» در ترازپرداخت‌های چین افزایش یافته که خود دلیلی بر نشت جریان‌های سرمایه با ماهیت نامشخص است. (Sui (2019, p. 139)

4. Das (2019, p. 11).

5. Miao and Deng (2019, p.9).

۶. سیاست احتیاطی کلان (Macro-prudential Policy) به استفاده از طیف وسیعی از شاخص‌های کلان و ابزارهای مدیریتی و نظارتی جهت مهار انباشت ریسک‌های سیستمی در داخل یک کشور اشاره دارد. ابزارهای احتیاطی عمدتاً برای محدود کردن وام‌دهی و بدهی‌های بانکی و تراکنش‌های ارزی به کار می‌روند. در این راستا، افزایش سرمایه نهادهای داخلی از طریق افزایش بدهی خارجی یا وام‌دهی اعتباری ممکن است محدود شود تا از هرگونه تأثیر جریان سرمایه فراساحلی بر رشد اعتبارات سیستم بانکی داخلی جلوگیری شود و استحکام مؤسسات مالی و اقتصاد کلان در معرض خطر قرار نگیرد.

از سال ۲۰۱۰، اقتصادهای نوظهور مانند برزیل و کره جنوبی که حساب سرمایه نسبتاً بازتری دارند، از سیاست‌های احتیاطی کلان برای کنترل ریسک‌های سیستمی جریان‌های ارزی بزرگ ناشی از سیاست تسهیل کمی کشورهای توسعه‌یافته خصوصاً آمریکا پس از بحران مالی ۲۰۰۸، استفاده کردند. عمده سیاست‌های احتیاطی در رابطه با جریان‌های ارزی بعد از بحران ۲۰۰۸، در جهت کنترل ورود پول داغ و جلوگیری از انباشت ریسک‌های سیستمی بودند و کمتر در مورد فرار سرمایه کاربرد داشتند. برای مطالعه بیشتر مراجعه کنید به:

HKEX Research Report (2018, pp. 1-3), IMF Policy Paper (2015, p. 4), IMF Policy Paper (2013, pp. 7-8).

7. Macroprudential Assessment (MPA)

8. Leverage

۹. مراجعه کنید به داده‌های سیاست‌های احتیاطی کلان صندوق بین‌المللی پول (IMF): لینک

جنوبی، به‌طور مستقیم بر افزایش بدهی خارجی با سررسید کمتر از یک‌سال مؤسسات مالی (غیر از سپرده‌های ارزی) مالیات وضع شود تا از انباشت بدهی کوتاه‌مدت خارجی در ترازنامه آنها جلوگیری گردد،^۱ اما زمانی که محدودیت‌ها به‌طور کلی بر نسبت‌های اهرمی بدون در نظر گرفتن جریان‌های ارزی وضع می‌شود، تشخیص اثر غیرمستقیم محدودیت رشد اعتبارات بر جریان ارزی پیچیده می‌شود. از طرف دیگر، هدف اصلی از سیاست‌های احتیاطی، کاهش ریسک‌های سیستمی است نه جریان سرمایه، اما وضع مقررات می‌تواند تا حدود زیادی بر خود جریان سرمایه هم مؤثر باشد. اصلی‌ترین اقدامات احتیاطی کلان مربوط به جریان سرمایه فراساحلی در چین عبارتند از:^۲

• **ذخایر الزامی برای اهداف احتیاطی کلان:** از ۱۵ اکتبر ۲۰۱۵، بانک مرکزی چین (PBC) مؤسسات مالی (از جمله شرکت‌های مالی) را ملزم کرد که ۲۰ درصد از فروش قراردادهای آتی (فوروارد) ارزهای خارجی را به‌عنوان ذخایر الزامی ریسک ارز خارجی، نزد بانک مرکزی سپرده‌گذاری کنند. میزان فروش قراردادها در ماه قبل مبنای محاسبه قرار می‌گیرد و ذخایر به‌صورت دلار آمریکا واریز می‌شوند. ذخایر الزامی ریسک ارزی دارای یک دوره توقف یک‌ساله خواهند بود و نرخ بهره آنها در حال حاضر صفر تعیین شده است. در ۱۱ سپتامبر ۲۰۱۷، نسبت ذخایر الزامی ریسک ارزی به صفر درصد کاهش یافت و از ۳ آگوست ۲۰۱۸، بار دیگر به ۲۰ درصد افزایش و در ۱۲ اکتبر ۲۰۲۰، به صفر درصد کاهش یافت. اگرچه این ابزار، مشخصاً نقدینگی ارزی بخش بانکی و مؤسسات مالی را هدف قرار می‌دهد، اما به‌نظر می‌رسد زمانی که فشارها در جهت تضعیف یوان بیشتر می‌شود، این نسبت برای پوشش ریسک‌های ترازنامه‌ای ناشی از تغییرات نرخ ارز، افزایش پیدا می‌کند و در دوره‌های تقویت یوان، این نسبت کاهش پیدا می‌کند. لذا در صورت ایجاد اثر قابل توجه بر نقدینگی ارزی بازار، می‌تواند روند تقویت یا تضعیف یوان را تشدید کند.

همچنین از ۲۵ ژانویه ۲۰۱۶ بانک مرکزی چین الزام کرد که وجوه یوانی سپرده شده در بانک‌های کارگزار^۳ (واسط) داخلی توسط بانک‌های مشارکتی^۴ خارج از کشور، مانند سپرده‌های رایج داخلی، مشمول ذخایر قانونی می‌شود. نرخ بهره این ذخایر نیز شبیه نرخ بهره ذخایر الزامی جاری سپرده‌های داخلی است. از ۱۶ می ۲۰۱۸، نرخ ذخیره قانونی سپرده‌های یوانی حساب‌های تسویه بانک‌های هنگ‌کنگ و ماکائو در شعبه مرکزی شنژن و شعبه مرکزی ژوهای از ۱۴ درصد به صفر کاهش یافت.

• **محدودیت‌های تأمین مالی خارجی:** از ۳ می ۲۰۱۶، سیاست‌های احتیاطی کلان در مورد تأمین مالی فراساحلی به همه مؤسسات مالی و بنگاه‌ها گسترش یافت و کل کشور را تحت پوشش قرار داد. هدف این بود تا اطمینان حاصل شود سطح تأمین مالی از خارج کشور با عواملی مانند محیط اقتصادی، ترازپرداخت‌ها و توانایی برآورده کردن خدمات بدهی سازگار است. در این راستا، سقف تراز ریسک وزنی تأمین مالی خارجی به پول داخلی و یا ارز خارجی برای یک بانک تجاری داخلی به‌صورت ضرب سرمایه ردیف اول^۵ در نسبت اهرمی^۶ تأمین مالی خارجی و پارامتر تعدیل احتیاطی

۱. برای مطالعه بیشتر مراجعه کنید به: IMF Policy Paper (2013, p. 51).

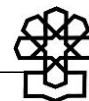
۲. صندوق بین‌المللی پول (IMF) سالانه داده‌های سیاست‌های احتیاطی کلان کشورها را گزارش می‌کند. در این گزارش مباحث سیاست‌های احتیاطی کلان چین نیز مطابق این داده‌ها گردآوری شده‌اند. برای مطالعه بیشتر مراجعه کنید به: لینک

3. Correspondent Banks

4. Participating Banks

5. Tier 1 Capital

6. Leverage Ratio



کلان تعریف می‌شود.

نسبت اهرمی برای تأمین مالی خارجی بنگاه‌ها، مؤسسات مالی غیربانکی، شرکت‌های مالی شبه‌بانکی و شعب داخلی بانک‌های خارجی ۰.۸ تعیین شده است. در سال ۲۰۱۶، پارامتر تعدیل احتیاطی کلان در حالت کلی روی ۱ تنظیم شد. از ۱۱ مارس ۲۰۲۰، پارامتر تعدیل احتیاطی کلان برای تأمین مالی فراساحلی در سراسر چین از ۱ به ۱.۲۵ افزایش یافت تا استفاده از سرمایه خارجی گسترش یابد. از ۱۱ دسامبر ۲۰۲۰، پارامتر تعدیل احتیاطی کلان برای مؤسسات مالی از ۱.۲۵ به ۱ کاهش یافت. همچنین از ۷ ژانویه ۲۰۲۱، پارامتر تعدیل احتیاط کلان برای شرکت‌ها از ۱.۲۵ به ۱ کاهش یافت. مشخصاً این ابزار می‌تواند اثر قابل توجهی بر حجم ورود سرمایه و استقرار خارجی داشته باشد.

• **محدودیت در موقعیت مانده‌های ارزی:**^۱ در چین نسبت خالص مانده ارزی به سرمایه بانک‌ها ۲۰ درصد است. این الزام از سال ۲۰۰۵ اجرایی شده است.

اگرچه سیاست‌های احتیاطی جانشین کاملی برای تعدیل‌های کلان و کنترل‌های جریان سرمایه نیستند اما در مواردی می‌توانند به‌عنوان مکمل‌های این سیاست‌ها اجرا شوند. برخی مطالعات مانند آهنرت و همکاران (۲۰۲۱) نشان می‌دهند مقررات احتیاطی به‌طور قابل توجهی استقرار ارزی بانک‌ها را کاهش می‌دهد اما بنگاه‌ها را به سمت افزایش ایجاد بدهی ارزی سوق می‌دهد. علاوه بر این، مقررات احتیاطی حساسیت بانک‌ها به نرخ ارز را کاهش می‌دهد (کاهش قرار گرفتن در معرض ریسک‌های ترازنامه‌ای)، اما در کاهش حساسیت کل اقتصاد کمتر مؤثر است.^۲ از آنجاکه در چین هنوز کنترل‌های سرمایه نقش پررنگی در کنترل جریان‌های ارزی دارند، هنوز چارچوب سیاست‌های احتیاطی، جایگزین کنترل‌های سرمایه نشده‌اند و مطالعه اثربخشی آنها در مباحث ارزی مورد ارزیابی کامل قرار نگرفته است. هرچند به‌طور کلی شواهد تجربی از اثربخشی سیاست‌های احتیاطی کلان پشتیبانی می‌کنند و اقدامات احتیاطی کلان در کنار اقدامات مدیریت جریان سرمایه (CFMs) می‌تواند به کاهش نشت‌های فراساحلی کمک کند.^۳

۲-۳. بهبود تدریجی ساختار بازار ارز (درجه انعطاف یوآن)

با توجه به مباحث ۱-۵ و ۲-۱-۲ می‌توان گفت برخی از مؤلفه‌های «هراس از شناورسازی» نرخ ارز طبق ادبیات کالوو و رینهارت (۲۰۰۰ و ۲۰۰۲) در چین وجود ندارد. برای مثال اگر در کشوری، حجم بدهی‌های خارجی بالا باشد، در زمان تضعیف پول داخلی، سیستم مالی داخلی به‌هنگام بازپرداخت بدهی‌ها دچار تنش می‌شود (قرار گرفتن در معرض ریسک‌های ترازنامه‌ای).^۴ اما این موضوع در چین چندان موضوعیت ندارد. تا پایان سال ۲۰۲۲، بدهی خارجی سرزمین اصلی چین حدود ۲.۴۵۲ تریلیون دلار گزارش شده^۵ که نسبت به تولید ناخالص داخلی حدود ۱۴ درصد می‌باشد (نسبت بسیار پایین در مقایسه با سایر کشورها). اصولاً چین به‌دلیل حساب جاری مثبت مزمن، یک اعتباردهنده

1. Foreign Exchange Positions
2. Ahnert et al. (2021, pp. 1-2).
3. Biljanovska et al. (2023, p. 27).
4. Balance Sheet Foreign Exchange Exposure

۵. گزارش اداره دولتی ارز خارجی چین (SAFE): لینک

بین‌المللی محسوب می‌شود و نه یک اعتبار گیرنده. به‌علاوه، جریان‌های ارزی استقرایی و آریترایژ بهره^۱ در جریان پول داغ، عملاً با کنترل‌های سرمایه در چین محدود می‌شوند، لذا بدهی خارجی امکان رشد چندانی ندارد. سهم بدهی‌های ارزی دولت نیز بسیار ناچیز است، درحالی‌که سهم دارایی‌های خارجی آن بسیار بالاست. (شبیه کشورهای نفتی که به‌دلیل درآمدهای نفتی، بدهی اندک و ذخایر حاکمیتی بالایی دارند).

اما داس (۲۰۱۹) می‌گوید به‌علت حجم بالای سپرده‌های یوان نسبت به تولید ناخالص ملی^۲ و کمبود دارایی‌های مالی و غیرمالی برای سرمایه‌گذاری، در نوسانات ارزی شدید، ترس از رفتار هجومی و اختلال در بازارهای مالی داخلی در چین وجود دارد. از طرف دیگر تقاضای ساکنان چین برای دارایی‌های خارجی توسط کنترل‌های سرمایه، سرکوب می‌شود و اگر حتی بخش کوچکی از خانوارها به دارایی‌های خارجی روی آورند می‌تواند منجر به خروج سرمایه قابل توجهی شود.^۳ شواهد کمی هم نشان می‌دهد تقاضا برای دارایی‌های خارجی با توجه به جریان سرمایه ساکنان مقیم و دور زدن قواعد کنترل سرمایه در چین بالاست (نمودار ۱۵ و مباحث ۱-۲-۲ و ۳-۲-۲).^۴ لذا به‌عنوان یک کشور در معرض خطرات سیستماتیک، نگرانی در مورد جریان‌های ارزی بالقوه ناشی از حرکت ناگهانی یوان و آشفستگی بازارهای مالی مرتبط با آن همچنان در چین احساس می‌شود.

به‌علاوه از زمانی‌که چین رسماً رویکرد صادرات‌محور را شروع کرد (۲-۱)، نرخ ارز به‌عنوان ابزار ارتقای صادرات مطرح شد. تا قبل از ۱۹۹۴، از دلایل تضعیف‌های مستمر نرخ رسمی یوان، ارتقای صادرات بود اما در سال‌های پس از ۱۹۹۴ به‌خصوص بعد از بحران شرق آسیا تا ۲۰۰۵، تثبیت یوان و جلوگیری از تقویت آن، به‌عنوان محرک صادرات عمل می‌کرد.^۵ به همین دلیل در دهه ۱۹۹۰، ژوشیائوچوان، رئیس سابق بانک مرکزی چین، در چندین مورد از تألیفات خود می‌گوید رژیم پگ (تثبیت) ارز در ارتقای صادرات چین مؤثر بوده است اما مانع از تغییر ساختاری و توسعه پایدار اقتصاد چین می‌شود.^۶ درنهایت سیاستگذاران اقتصادی چین بعد از سال ۲۰۰۵ به سمت افزایش تدریجی انعطاف‌پذیری نرخ ارز حرکت کردند (نگاه کنید به ۵-۱).^۷ در این روند تدریجی، بانک مرکزی در صورت لزوم، محدوده (باند) نوسان نرخ یوان را با توجه به توسعه بازار ارز و همچنین وضعیت اقتصادی و مالی تنظیم می‌کرد و شناورسازی آزاد برای نرخ ارز اجرا نمی‌شد. تغییرات کلیدی در راستای منعطف‌سازی نرخ ارز در چین طی دو دهه گذشته به شرح زیر است:^۸

1. Carry Trade

۲. نسبت نقدینگی (M2) به تولید ناخالص چین در سال ۲۰۲۰ حدود ۲۱۱ درصد گزارش شده است. مراجعه کنید به: لینک
3. Das (2019, pp. 16-17).

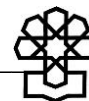
۴. مطالعاتی نشان می‌دهند آزادسازی حساب سرمایه در چین ممکن است به شکل خالص (اعم از جریان ارزی ورودی و خروجی مقیم و غیرمقیم)، به خروج سرمایه پرتفو منجر شود. زیرا پس‌اندازهای داخلی بزرگ به‌دنبال تنوع دارایی‌های خارج از کشور هستند. برای مطالعه بیشتر مراجعه کنید به: (3) Bayoumi and Ohnsorge (2013, p. 3).

۵. برای مطالعه بیشتر مراجعه کنید به: (2013, pp. 233-247) Levy Yeyati et al.

6. Bell and Feng (2013, p. 241).

۷. رئیس جدید بانک مرکزی چین نیز در سخنرانی دسامبر سال ۲۰۱۸ اشاره می‌کند «زمانی‌که نرخ ارز انعطاف‌پذیر می‌شود، می‌تواند اقتصاد کلان و ترازپرداخت‌ها را تعدیل کند. به همین دلیل، نرخ ارز انعطاف‌پذیر یک تثبیت‌کننده خودکار برای ترازپرداخت است. بهترین سیاست اقتصادی برای چین حفظ تعادل عمومی در ترازپرداخت و نه دنبال کردن مازاد است که هم‌زمان شامل حساب جاری و حساب سرمایه می‌شود. اگر سیاست پولی و مکانیسم نرخ ارز به اندازه کافی مناسب باشد تا ترازپرداخت را به‌طور خودکار تنظیم کند، آنگاه به‌عنوان یک تثبیت‌کننده عمل خواهد کرد. در غیر این صورت، شوک‌ها را تقویت کرده و اقتصاد را ناپایدارتر می‌کند. به همین دلیل است که تعادل داخلی و خارجی باید در نظر گرفته شود.» مراجعه کنید به: (11-12) Gang (2018, pp. 11-12)

۸. بخشی از اطلاعات این مبحث از آرشيو گزارش‌های صندوق بین‌المللی پول (IMF) از ترتیبات و محدودیت‌های مبادله ارز نقل شده است. برای مطالعه بیشتر مراجعه کنید به: AREAER Online Data Query



• **گام اول، ۲۱ جولای ۲۰۰۵:** برای نسخه اولیه تجدید ارزیابی نرخ ارز در چین، بانک مرکزی (PBC) جهت تقویت نرخ اسمی یوان، محدوده ۴.۵ تا ۵ درصد را پیشنهاد داد اما شورای دولتی به دلیل احتیاط عدد ۲.۱ درصد را تصویب کرد. بنابراین در ۲۱ جولای ۲۰۰۵ نقطه عطف جدیدی در رژیم ارزی چین رخ داد و در ابتدا یوان ۲.۱ درصد تقویت شد. در ابتدا بانک مرکزی (PBC) اعلام کرد که رژیم ارزی جدید، یک رژیم «شناور مدیریت شده»^۱ در برابر سبدهی از ارزها خواهد بود. محدوده مجاز نوسان یوان در برابر دلار آمریکا ± 0.3 درصد و در برابر سایر ارزها ± 1.5 درصد نسبت به نرخ برابری مرکزی^۲ اعلام شده بود و نرخ مرکزی براساس نرخ بسته شدن بازار در روز گذشته تعیین می شد. از ۲۳ سپتامبر ۲۰۰۵، حرکت روزانه یوان در برابر یورو، دلار هنگ کنگ و یین به ± 3 درصد نرخ مرکزی محدود شد. اما نرخ ارز در عمل ویژگی‌های یک رژیم شناور را نشان نمی داد. زیرا محدوده مجاز نوسان، مورد استفاده قرار نمی گرفت و تغییرات روزانه معمولاً به لبه‌های باند نزدیک نمی شد. از طرفی، ذخایر ارزی (به خصوص ترازنامه بانک مرکزی از سمت دارایی‌های خارجی) به سرعت رشد می کرد (نمودار ۱۱) که دلیلی بر مداخلات سنگین بود. به علاوه بعداً مشخص شد که سبدهی از ارزهای خارجی برای تعیین نرخ برابری ارز، وجود ندارد و یوان صرفاً نسبت به دلار نوسان می کند و عملاً یک رژیم پگ خزنده^۳ با نوسانات بسیار محدود تا سال ۲۰۰۸ اجرا می شد^۴ (نمودار ۲۰).

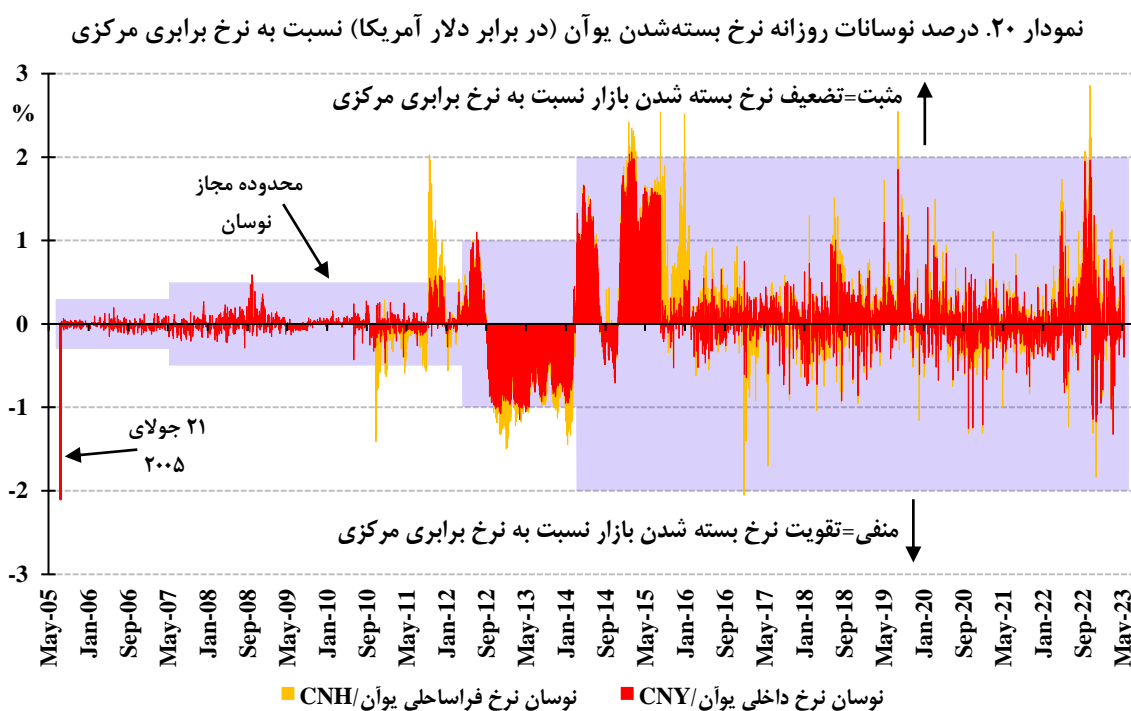
با هدف توسعه بیشتر بازار تحویل آنی ارز، بازار فرابورس، سوآپ ارزی و قراردادهای آتی هم بعد از جولای سال ۲۰۰۵ ایجاد شدند. مطابق مجوز اداره دولتی ارز خارجی (SAFE) بانک‌های واجد شرایط جهت انجام تسویه و فروش قراردادهای آتی (فوروارد) ارز، معرفی شدند. از ۲ آگوست ۲۰۰۵، تعداد زیادی از بانک‌ها مجاز به انجام معاملات آتی و معاملات آتی بین بانکی شدند و محدودیت‌های سررسید قراردادهای آتی حذف شد.

• **اصلاحات سال ۲۰۰۶:** در سال ۲۰۰۶، سازوکار تعیین و اعلام نرخ برابری مرکزی تغییر کرد. نرخ برابری مرکزی در واقع نرخ ارز رسمی^۵ چین و به عبارتی دیگر، یک نرخ مرجع است که مرکز «نظام تجارت ارز خارجی چین (CFETS)»^۶ به شکل روزانه آن را اعلام می کند. نرخ برابری مرکزی ابتدا براساس نرخ بسته شدن بازار در روز قبل تعیین می شد اما در روش جدید قرار شد به صورت میانگین موزون مظنه‌های دریافتی از بانک‌های بازارساز^۷، قبل از شروع روز معاملاتی جدید محاسبه شود و مظنه‌ها براساس دیدگاه بانک‌ها از عرضه و تقاضای بازار باشد^۸. مظنه‌ها به مرکز «نظام تجارت ارز خارجی چین» داده می شود و پس از حذف بالاترین و پایین‌ترین نرخ، میانگین موزون قیمت‌های باقی‌مانده به عنوان نرخ مرکزی معرفی می شود. وزن‌دهی براساس ترکیبی از شاخص‌ها، مانند حجم معاملات مشارکت‌کنندگان در بازار ارز بین بانکی و شرایط مظنه است. از ۲۸ دسامبر ۲۰۰۵، ۱۵ بانک به عنوان بازارسازان ارز معرفی شدند.

در جهت توسعه بازار آتی، از ۲۰ اکتبر ۲۰۰۶، هر معامله ارزی که طبق مقررات، واجد شرایط تسویه تحویل آنی^۹

1. Managed Floating Exchange Rate
2. Central Parity Rate
3. Crawling Peg
4. Clark (2017, p. 4).
5. Official Exchange Rate
6. China Foreign Exchange Trading System
7. Market Makers
8. Das (2019, p. 6).
9. Spot

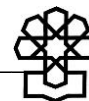
بود، برای قراردادهای آتی ارز نیز واجد شرایط می‌شد.



source: WSJ.com و Chinamoney.com.

اصلاحات سال ۲۰۰۷: از ۱۵ ژانویه تعداد بانک‌های بازارساز ارز به ۲۲ افزایش یافت و مشتقات ارزی نیز معرفی شدند. از ۲۱ می ۲۰۰۷، محدوده مجاز نوسان روزانه یوان در برابر دلار آمریکا در بازار ارز بین‌بانکی از ± 0.3 به ± 0.5 درصد افزایش یافت و در برابر سایر ارزها ± 3 درصد تعیین شد. در گزارش‌های ترتیبات و محدودیت‌های مبادله ارز سال ۲۰۰۷ ذکر شده که اگرچه در این سال، عرضه و تقاضای بازاری در تعیین نرخ ارز نقش داشت، اما مسیر شهودی نرخ، اطلاعات مربوط به مداخله و انباشت ذخایر حاکی از آن است که نرخ ارز عمدتاً با اقدام رسمی تعیین می‌گردد و در نتیجه مانند سال ۲۰۰۶، رژیم ارزی به‌عنوان پگ خزنده طبقه‌بندی می‌شود.

• بحران مالی ۲۰۰۸ (جولای ۲۰۰۸ تا ژوئن ۲۰۱۰): بانک مرکزی چین از جولای ۲۰۰۸ برای حمایت از صادرات به‌عنوان بخشی از برنامه کلی محرک اقتصادی، مجدداً یوان را نسبت به دلار آمریکا تثبیت (پگ) کرد. به‌عبارتی برای تحریک صادرات، از تقویت یوان در طول بحران مالی جلوگیری شد. اگرچه وزارت بازرگانی از یوان ثابت حمایت می‌کرد اما رئیس بانک مرکزی، ژوشیانوچوان، در یک کنفرانس مطبوعاتی در مارس ۲۰۱۰ اعلام کرد که تثبیت نرخ ارز تا حد زیادی «یک سیاست اضطراری ضد بحران» است که به‌زودی یا بعداً کنار گذاشته می‌شود. در همین حال، معاون ژوشیانوچوان در همان زمان تلاش می‌کرد تصور تأثیر مخرب تجدید ارزیابی (تقویت) یوان بر تجارت خارجی چین را از بین ببرد. او در مصاحبه‌ای با رسانه‌های پرمخاطب می‌گوید «بین سال‌های ۲۰۰۶-۲۰۰۸ [پس از تجدید ارزیابی در سال ۲۰۰۵]، صادرات چین سالیانه ۲۳.۴ درصد و واردات ۱۹.۷ درصد افزایش یافته که نشان‌دهنده عصر طلایی توسعه تجارت خارجی است. با نگاهی گذشته‌نگر، می‌توان گفت که برخی افراد، تأثیر منفی اصلاحات ارزی را بیش از حد



برآورد کرده و ظرفیت شرکت‌های چینی در انطباق خود با اصلاحات ارزی را دست کم گرفته‌اند.» از طرفی افزایش تدریجی تورم در سال ۲۰۱۰ بانک مرکزی را مجبور کرد که دوباره به نرخ ارز متوسل شود و با تقویت مجدد یوان، از شکل‌گیری انتظارات تورمی جلوگیری کند. در ۱۹ ژوئن ۲۰۱۰، بانک مرکزی چین اعلام کرد که به شرایط پیش از بحران برای انعطاف‌پذیرتر کردن یوان بازگشته اما تقویت یک‌باره یوان مانند ۲۱ جولای سال ۲۰۰۵ را رد کرد.^۱ طبق مقررات بازار ارز از سال ۲۰۰۶ به‌طور کلی، در معاملات تحویل آئی (اسپات)، تفاوت بین حداکثر قیمت فروش و حداقل قیمت خرید ارائه شده توسط بانک‌ها به مشتریان نباید از ۱ درصد نرخ برابری مرکزی تجاوز کند. در معاملات نقدی (کش) نیز تفاوت بین حداکثر قیمت فروش و حداقل قیمت خرید ارائه شده نباید از ۴ درصد نرخ مرکزی روزانه تجاوز کند. تا پایان سال ۲۰۱۰، ۲۹۳ بانک داخلی و خارجی مجوز عملیات تسویه و فروش ارز در بازار تحویل آئی را دریافت کرده بودند. به‌طور خاص، ۶۷ بانک واجد شرایط عملیات تسویه و فروش قراردادهای آئی (فوروارد) و ۴۸ بانک واجد شرایط انجام معاملات سوآپ ارزی شدند.

• **۱۹ جولای ۲۰۱۰:** در سال ۲۰۱۰، اولین مرکز تجاری یوان فراساحلی در هنگ‌کنگ ایجاد شد. یوان فراساحلی از این جهت در روند شناورسازی یوان اهمیت دارد که کنترل‌ها و مداخلات مرسوم که در بازار ارز داخلی وجود دارد در بازار فراساحلی وجود ندارد. لذا نرخ فراساحلی می‌تواند با آزادی بیشتری نوسان کند. به این نکته باید توجه کرد که شکاف بین نرخ فراساحلی و داخلی تا حدی که ناشی از ساختار طبیعی بازار نباشد (مانند اختلاف قیمت ناشی از کنترل و حرکت سرمایه به داخل و خارج چین) به هم‌گرایی دو نرخ ختم می‌شود و به صفر میل می‌کند. این به شناورتر کردن نرخ داخلی کمک می‌کند اما به هر حال شکاف قیمتی بین بازارهای یوان داخل چین و فراساحل وجود دارد. این شکاف می‌تواند بزرگ و بی‌ثبات باشد حتی زمانی که استرس آشکاری در بازار وجود ندارد. شکاف قیمت‌گذاری می‌تواند ناشی از عوامل مختلفی باشد. مانند: ۱. واکنش‌های متفاوت به شرایط داخلی و جهانی، ۲. اختلاف ناشی از آربیتراژ سرمایه، ۳. مداخله بانک مرکزی در بازار داخلی، ۴. عدم وجود دامنه نوسان برای بازار فراساحل. فعالان بازار معتقدند که بازار فراساحلی قبل از سپتامبر ۲۰۱۵ عاری از مداخله بوده است. از آن زمان گزارش شده است که بانک مرکزی چین (PBC) زمانی که شکاف داخلی-فراساحل زیاد بود، در بازار فراساحلی اقدام به مداخله کرده است. بدون هیچ کنترلی بر روی حرکت سرمایه، بازار فراساحل با بازارهای جهانی پیوند تنگاتنگی دارد و بنابراین به‌طور بالقوه بیشتر تحت تأثیر عوامل خارجی قرار می‌گیرد. وجود کنترل‌های سرمایه مؤثر، در سرزمین اصلی چین منجر به دو بازار نیمه‌بخشی می‌شود که در آن آربیتراژکنندگان نمی‌توانند به راحتی بر خلاف سایر ارزهای اصلی، یک نرخ را در معاملات ارزی اعمال کنند.^۳ نوسانات روزانه نرخ فراساحلی نسبت به نرخ برابری مرکزی در نمودار ۲۰ با نوسانات نرخ داخلی یوان قابل مقایسه است.

• **سال‌های ۲۰۱۱ تا ۲۰۱۵:** از اول ژانویه ۲۰۱۱، اداره دولتی ارز خارجی (SAFE) برای افزایش نقدینگی در بازار ارز چین و تقویت توسعه آن، بازارسازان بازار ارز را به سه نوع طبقه‌بندی کرد: ۱. بازارسازان معاملات تحویل آئی (اسپات)، ۲. بازارسازان معاملات آئی و سوآپ و ۳. بازارسازان جامع. تا ۳۱ دسامبر ۲۰۱۹، ۳۰ بانک به‌عنوان بازارساز بازار تحویل

1. Bell and Feng (2013, pp. 246-247).

2. Kawai and Liu (2015, pp. 60-65).

3. McCauley and Shu (2018, p. 2), Wang and Wang (2017, p. 1504).

آنی و ۲۷ بانک به‌عنوان بازارساز معاملات آتی و سوآپ تأیید شدند. بازارساز در بازار ارز بین‌بانکی عضوی از بازار است که تعهد می‌کند قیمت‌های خریدوفروش ارزها را به‌صورت مستمر به سایر اعضا اعلام کند. از ۱۶ آوریل ۲۰۱۲، محدوده مجاز نوسان یوان در برابر دلار آمریکا در بازار ارز بین‌بانکی از $\pm 0.5\%$ به $\pm 1\%$ درصد و فاصله قیمت خریدوفروش تحویل آتی به ۲ درصد افزایش یافت. یوان در برابر یورو، ین ژاپن، دلار هنگ‌کنگ، پوند استرلینگ، دلار استرالیا و دلار کانادا در محدوده $\pm 3\%$ درصد و در برابر رینگیت مالزی و روبل روسیه در محدوده $\pm 5\%$ درصد نرخ مرکزی شناور است. مجوز توسعه آپشن‌ها (اختیار معامله)^۱ از آوریل ۲۰۱۱ صادر می‌شود.

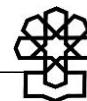
از ۱۷ مارس ۲۰۱۴، محدوده مجاز نوسان یوان در برابر دلار آمریکا به $\pm 2\%$ رسید. از آگوست ۲۰۰۸، اداره دولتی ارز خارجی (SAFE) یک پروژه آزمایشی را برای اعطای مجوز عملیات مبادلات ارزی داخلی و خارجی با افراد، راه‌اندازی کرد. تا ۳۱ دسامبر ۲۰۲۰، ۶۵ مؤسسه تأییدیه دریافت کردند. مؤسسات دارای مجوز فقط مجاز به انجام معاملات تبدیل اسکناس برای افراد هستند و مجاز به انجام پرداخت‌ها، نقل‌وانتقالات ارز خارجی، نگهداری حساب در خارج از کشور، یا شرکت در معاملات ارزی مستقیم با بانک مرکزی نیستند. تا ۳۱ دسامبر ۲۰۱۵، تعداد مؤسسات عضو بازار ارز بین‌بانکی به ۵۱۸ عدد رسید.

از ۱۴ جولای ۲۰۱۵، بانک‌های مرکزی خارجی (مقامات پولی) و سایر مؤسسات مدیریت ذخایر، سازمان‌های مالی بین‌المللی و صندوق‌های ثروت دولتی مجاز شدند وارد بازار ارز بین‌بانکی چین شوند و در انواع معاملات ارزی از جمله، فوروارد، سوآپ، و آپشن شرکت کنند. آنها یا از طریق بانک مرکزی چین (PBC) به‌عنوان نماینده آنها، یا از طریق یکی از اعضای بازار ارز بین‌بانکی و یا با عضویت مستقیم به‌عنوان نهاد خارجی در بازار ارز بین‌بانکی چین شرکت کنند.

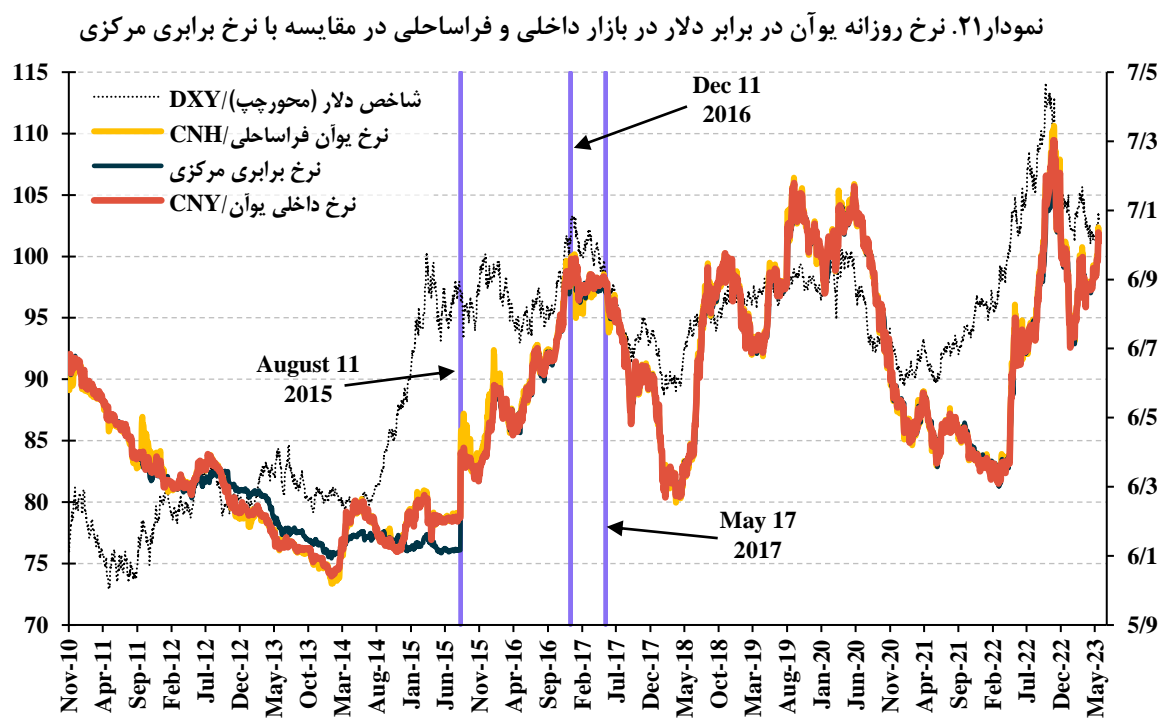
• اصلاحات ۱۱ آگوست ۲۰۱۵: در قسمت‌های ۳-۲-۲ و ۴-۲-۲ توضیح داده شد که در سال‌های ۲۰۱۴-۲۰۱۵

شرایط کلان داخلی و خارجی بر انتظارات فعالین اقتصادی به‌نحوی اثر گذاشت که خروج سرمایه از چین شدت گرفت. در همین فضا بانک مرکزی چین اقدام اصلاحی مهمی در ۱۱ آگوست ۲۰۱۵ برای بازار ارز در نظر گرفت که انتظارات بازار را نسبت به شرایط نامناسب، بیشتر تحریک کرد.^۲ یکی از مشکلاتی که در بازار ارز چین تا قبل از تاریخ ۱۱ آگوست ۲۰۱۵ وجود داشت این بود که یوان در بازار می‌توانست در مواقعی به‌طور مداوم در نزدیکی سمت قوی یا ضعیف باند نوسان، معامله شود. این موضوع بانک مرکزی را ملزم به دخالت در مقیاس بزرگ برای حفظ ارز در محدوده هدف می‌کرد. این نوسانات در نمودار ۲۰ مشهود است. به‌خصوص بازه‌ای که دامنه نوسان ۱ درصد تعریف شده، نرخ بسته شدن بازار دائماً یا در حال تقویت یا در حال تضعیف است و به‌عبارتی، فعالین بازار ارز یک طرفه به نرخ نگاه می‌کنند و به‌دلیل اطمینان بالا نسبت به آینده، معاملات تنها در سمت تقویت یا تضعیف، تکرار می‌شود. فاصله گرفتن یک طرفه نرخ بازار از نرخ برابری مرکزی در نمودار ۲۱ نیز تا قبل از آگوست ۲۰۱۵ مشاهده می‌شود.

در جهت اصلاح این رویه و همچنین انعطاف‌پذیری بیشتر نرخ ارز، مقامات چینی اعلام کردند که در آینده نرخ برابری مرکزی با توجه به نرخ بسته‌شدن روز قبل تعیین می‌شود. اصولاً برنامه جدید حاکی از آن بود که یوان می‌تواند



در یک هفته حتی تا ۱۰ درصد در برابر دلار نوسان کند. در واکنش به این موضوع و تسریع خروج سرمایه در سال ۲۰۱۵، یوان به یکباره ۱.۹ درصد تضعیف گردید و بانک مرکزی برای کنترل بازار مجبور شد به شدت مداخله کند و در نهایت نوسانات با مداخلات کاهش یافت.^۱



source: Ibid.

• **اصلاحات سال ۲۰۱۶:** مرکز «نظام تجارت ارز خارجی چین (CFETS)» در اواخر سال ۲۰۱۵، یک شاخص برای نرخ یوان با عنوان CFETS منتشر کرد تا ارجاع به سبد ارزی را تقویت و ثبات نرخ مبادله یوان را در برابر ارزهای موجود در سبد حفظ کند. این مرکز در کنار شاخص خود، دو شاخص دیگر از یوان را براساس سبد ارزی بانک تسویه حساب‌های بین‌المللی (BIS)^۲ و سبد ارزی SDR^۴ منتشر می‌کند (نمودار ۲۲). تعداد ارزهای موجود در سبد ارزی شاخص CFETS در سال ۲۰۱۷ از ۱۳ به ۲۴ عدد افزایش یافت. ارزهای جدید طبق آنچه که در سال ۲۰۱۶ به‌طور مستقیم در بازار ارز داخلی معامله شده‌اند، حدود ۲۱ درصد از سبد جدید را تشکیل می‌دهند.

در ۱۱ دسامبر ۲۰۱۶، سازوکار محاسبه نرخ برابری مرکزی به «نرخ بسته شدن بازار در روز قبل+تغییرات سبد ارزی» توسعه یافت. به این معنی است که بازارسازان باید هر دو عامل را هنگام اعلام مظنه‌های نرخ برابری مرکزی در

1. Clark (2017, p. 3).

۲. مراجعه کنید به اعلامیه بانک مرکزی چین در مورد شاخص CFETS: لینک

3. Bank for International Settlements

۴. در واقع «حق برداشت ویژه» یا «Special Drawing Rights (SDRs)» یک دارایی ذخیره می‌باشد که صندوق بین‌المللی پول (IMF) آن را به‌عنوان یک دارایی ذخیره بین‌المللی تکمیلی در سال ۱۹۶۹ ایجاد کرد. SDR یک ارز نیست، اما به‌عنوان یک دارایی ذخیره، ارزش آن بر اساس سبدهای از پنج ارز یعنی دلار آمریکا، یورو، یوان چین، ین ژاپن و پوند انگلیس محاسبه می‌شود. برای اطلاعات بیشتر مراجعه کنید به: لینک

نظر بگیرند. در اینجا هم سبد ارز CFETS باید در نظر گرفته شود و هم به سبدهای BIS و SDR برای حذف نوبز تغییرات سبد ارزی مراجعه شود که ممکن است نقش یک فیلتر را در هنگام نوسانات در بازار بین‌المللی ایفا کند. به‌عنوان مثال، اگر نرخ برابری مرکزی روز قبل، ۶.۵۰۰۰ یوان بود و نرخ بازار در ۶.۴۹۵۰ یوان بسته شد و تغییرات در سبد ارزی نشان داد که یوان باید ۱۰۰ واحد پایه افزایش یابد، مظنه نرخ برابری مرکزی از سوی بازارسازان ۶.۴۸۵۰ اعلام می‌شود. در این تقویت ۱۵۰ واحدی یوان، ۵۰ واحد منعکس‌کننده تغییرات عرضه و تقاضای بازار و ۱۰۰ واحد دیگر منعکس‌کننده تغییرات در سبد ارز است. لذا در اصلاحات جدید، تغییرات نرخ برابری مرکزی یوان نسبت به دلار نه‌تنها نشان‌دهنده تغییرات سبد ارز، بلکه نشان‌دهنده وضعیت عرضه و تقاضای بازار نیز می‌باشد.^۱

در ژوئن ۲۰۱۶، به‌منظور حفظ رقابت عادلانه در بازار و ترویج عملیات منظم و توسعه سالم بازار ارز، اعضای بازار ارز بین‌بانکی، یک مکانیسم خودتنظیمی (خودگردانی) بازار ارز خارجی^۲ را در شانگهای راه‌اندازی کردند. دبیرخانه مکانیزم خودتنظیمی در مرکز «نظام تجارت ارز خارجی چین» راه‌اندازی شد. اعضای سازوکار خودتنظیمی شامل ۳ لایه، یعنی اعضای هسته، اعضای اصلی و ناظران با تعهدات مجزا هستند. به‌منظور ترغیب بانک‌ها به رعایت الزامات، ۳۶ مکانیسم در سطح استان‌ها ایجاد شد تا مسئول هماهنگی بازارهای محلی مربوط به خود باشند. به‌طور کلی این کمیته به توصیه‌های هدایتی برای ارتقای بازار ارز (و بازار پول و بهره) و فعالان بازار می‌پردازد و از کارگروه نرخ ارز می‌خواهد که عمدتاً فعالیت‌های مربوط به تعیین مظنه‌های نرخ برابری مرکزی را تنظیم کند. در سال ۲۰۲۱ یک کنفرانس کاری در مورد چارچوب خودتنظیمی بازار ارز برگزار شد که در آن مؤسسات مالی موظف شدند به‌طور فعال، خدماتی را برای شرکت‌های کوچک و متوسط در مقابل ریسک‌های نرخ ارز ارائه کنند و به آنها کمک کنند تا هزینه‌های مرتبط با فعالیت‌های ارزی را کاهش دهند.^۳

۱۷۰ می ۲۰۱۷: «کارگروه نرخ ارز»^۴ تحت مکانیزم خودتنظیمی پیشنهاد داد که سازوکار نرخ برابری مرکزی به «نرخ بسته‌شدن+تغییرات سبد ارزی+عامل ضدچرخه‌ای»^۵ ارتقا یابد. در دوره‌هایی مشاهده می‌شود که نوسانات ارز، ناشی از عوامل بنیادی اقتصادی و تغییرات واقعی در بازار بین‌المللی ارز نیست. یکی از دلایل مهم این امر این است که تا حدودی چرخه‌گرایی در بازار ارز وجود دارد و فعالان بازار به‌راحتی تحت تأثیر انتظارات غیرمنطقی قرار می‌گیرند و از عوامل بنیادی اقتصادی در پیش‌بینی نرخ ارز چشم‌پوشی می‌کنند. در نتیجه، ممکن است یک بازار یک طرفه شکل بگیرد که در آن صرفاً نرخ، تقویت یا تضعیف می‌شود. طبق گزارش بانک مرکزی چین در فصل دوم ۲۰۱۷، عامل ضدچرخه‌ای را می‌توان با تعدیل ضریب ضدچرخه‌ای توسط بانک‌هایی که براساس تغییرات مبانی اقتصادی و میزان چرخه‌گرایی در بازار ارز مظنه می‌دهند، محاسبه کرد. بسیاری از فعالان بازار نیز معتقدند که معرفی عامل ضدچرخه‌ای روش ریاضی بسیار خوبی برای حل مسئله تضعیف نامتقارن پول ملی است (هرچند هنوز فاکتورهای محاسباتی آن در چین افشا نشده است). به‌علاوه این عامل ممکن است به خنثی کردن نوسانات دوره‌ای در بازار ارز کمک کند تا نرخ

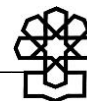
1. China Monetary Policy Report (2016 Quarter 1, pp. 52-53).

2. Foreign Exchange Self-Regulatory Mechanism

3. China Monetary Policy Report (2016 Quarter 3, pp. 27-28) and (2021 Quarter 3, p. 30).

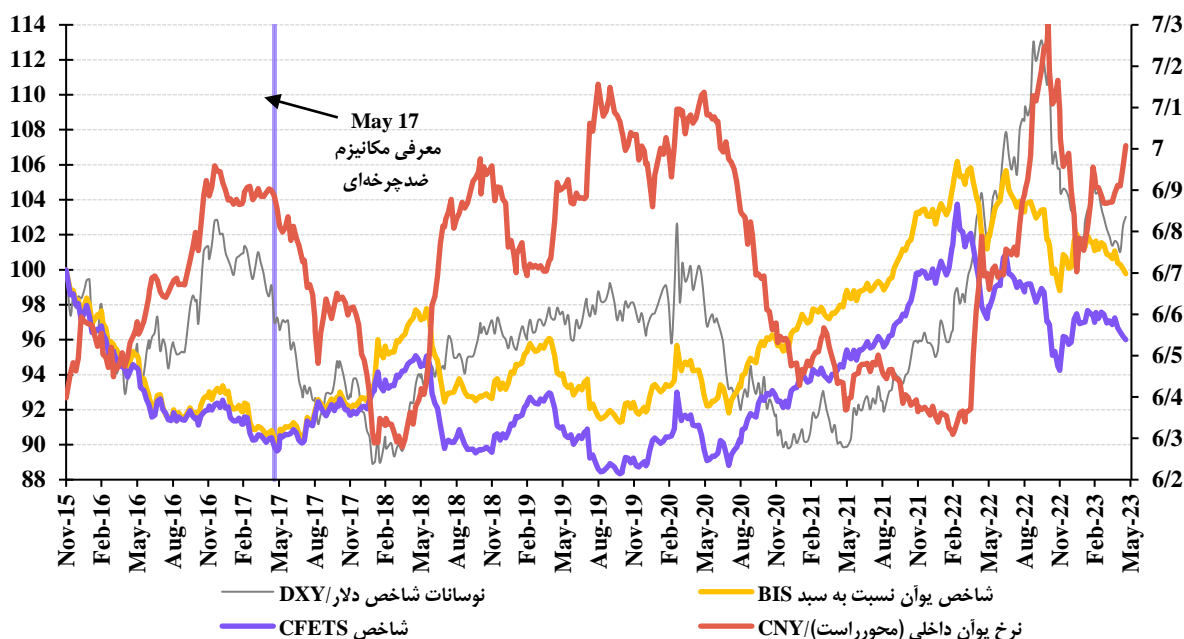
4. Exchange Rate Working Group

5. Counter-Cyclical Factor



برابری مرکزی تغییرات معقول عرضه و تقاضای بازار را بهتر منعکس کند. از منظر عملیات واقعی، این سازوکار به‌طور مؤثری اثر گله‌ای در بازار ارز خارجی را کنترل می‌کند و نقش متغیرهای کلان اقتصاد چین را در شکل‌گیری نرخ یوان افزایش می‌دهد و ثبات آن را حفظ می‌کند.^۱

نمودار ۲۲. نوسانات هفتگی یوان نسبت به دلار در مقایسه با شاخص BIS، CFETS و DXY (Nov 2015=100)



source: Ibid.

طبق آخرین گزارش‌ها تا پایان سال ۲۰۲۰، تعداد ۵۱۶ بانک واجد شرایط انجام عملیات تسویه و فروش ارز در بازار تحویل آنی (اسپات) هستند. از این تعداد، ۱۱۵ مورد واجد شرایط برای معاملات آتی (فوروارد) و سوآپ می‌باشند. از طرفی در بازار بین‌بانکی ارز، ۷۳۵ عضو وجود دارد. طی دهه ۲۰۱۰ معاملات مستقیم ارزهای خارجی با یوان در بازار ارز بین‌بانکی به‌صورت زیر راه‌اندازی شده‌اند:

رینگیت مالزی (۱۹ آگوست ۲۰۱۰)، روبل روسیه (۲۲ نوامبر ۲۰۱۰)، بات تایلند (به‌عنوان یک ارز تجاری منطقه‌ای، ۵ فوریه ۲۰۱۸)، ین ژاپن (۱ ژوئن ۲۰۱۲)، دلار استرالیا (۱۰ آوریل ۲۰۱۳)، دلار نیوزیلند (۱۹ مارس ۲۰۱۴)، پوند انگلیس (۱۹ ژوئن ۲۰۱۴)، یورو (۳۰ سپتامبر ۲۰۱۴)، دلار سنگاپور (۲۸ اکتبر، ۲۰۱۴)، فرانک سوئیس (۱۰ نوامبر ۲۰۱۵)، راند آفریقای جنوبی (۲۰ ژوئن ۲۰۱۶)، و ون کره جنوبی (۲۷ ژوئن ۲۰۱۶)، درهم امارات (۲۶ سپتامبر ۲۰۱۶)، ریال عربستان (۲۶ سپتامبر ۲۰۱۶)، دلار کانادا (۱۴ نوامبر ۲۰۱۶)، فورینت مجارستان، زلوتی لهستان، کرون دانمارک، کرون سوئد، کرون نروژ، لیر ترکیه، و پزو مکزیک (در ۱۲ دسامبر ۲۰۱۶) برای اولین بار در این تاریخ‌ها مقابل یوان معامله شدند.

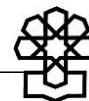
با توسعه ابزارها و بستر معاملات بازار، تکنیک‌های مداخلات به‌جای مداخله مستقیم در بازار نقدی (و به‌جای

1. China Monetary Policy Report (2017 Quarter 2, pp. 28-31).

کاهش و افزایش شدید ذخایر)، در چین شکل غیرمستقیم و مدیریتی پیدا کرده است. مثلاً خرید یوان و فروش دلار در بازار آتی (فوروارد) بسیار کم‌هزینه‌تر از مداخلات مستقیم در بازار نقدی می‌باشد، زیرا بازارهای آتی لزوماً نیازی به پرداخت نقدی ندارند. در قراردادهای آتی، خرید و فروش ارز در تاریخ توافق شده با قیمت ثابت جهت تحویل در آینده انجام می‌شود و می‌تواند قبل از سررسید قرارداد با جریمه یا سودویان براساس نرخ رایج بازار لغو شود. «موقعیت‌های خرید»^۱ روی یوان که آن را تقویت می‌کنند می‌تواند پس از تثبیت نرخ ارز با تأثیر محدود بر ذخایر خارجی، بازگردانده شود. هنگامی که در اوایل سال ۲۰۱۷ و در آگوست ۲۰۱۸ روند تضعیف یوان تشدید شد، گردش مالی در بازار آتی یک‌ساله یوان افزایش یافت. در طی این دوره‌ها، خرید قراردادهای آتی که از تضعیف یوان جلوگیری می‌کردند، صرف آتی^۲ در بازار داخلی را کاهش دادند و سرمایه‌گذاران با موقعیت‌های فروش^۳ نسبت به یوان را مجبور به خروج از بازار کردند. همچنین در بخش ۴-۲-۲-۲ در مورد سیاست‌های احتیاطی کلان گفته شد که در آگوست ۲۰۱۸، بانک مرکزی چین (PBC) ذخایر الزامی قراردادهای آتی را از صفر به ۲۰ درصد افزایش داد. این سیاست به‌طور مؤثری هزینه اتخاذ موقعیت فروش نسبت به یوان را افزایش داد و به‌طور غیرمستقیم به جلوگیری از تضعیف یوان کمک کرد. با انعکاس خریدهای قابل توجه قراردادهای آتی یوان در داخل و کاهش متناظر صرف قراردادهای آتی، اختلاف بین آتی یوان داخلی و فراساحلی افزایش یافت، به‌طوری‌که قیمت آتی داخلی حاکی از تضعیف کمتری نسبت به نرخ‌های فراساحلی در این دوره بود. به‌دنبال این کاهش قابل توجه در صرف آتی، یوان تقویت شد. همچنین یکی از راه‌های حمایت از یوان فراساحلی، کاهش تزریق نقدینگی به بازار فراساحلی از طریق کاهش وام‌دهی و افزایش ذخایر الزامی برای سپرده‌های فراساحلی بود. این اقدامات دسترسی بانک‌ها به نقدینگی یوان را محدود می‌کرد. از آنجایی که بیشتر موقعیت‌های فروش یوان، در بازار فراساحلی توسط اهرم تأمین مالی می‌شدند و باید به‌طور منظم تمدید می‌شدند، افزایش هزینه‌های تأمین مالی می‌توانست به‌طور مؤثری موقعیت‌های فروش موجود را حذف کند و سرمایه‌گذاران را از اتخاذ موقعیت‌های فروش جدید نسبت به یوان باز دارد.^۴

پس از اصلاحات ارزی ۲۰۱۵، با افزایش انعطاف‌پذیری در برابر شوک‌های برون‌زا و متغیرهای واقعی اقتصاد، پیشرفت‌هایی در اصلاح نرخ ارز مبتنی بر بازار در چین حاصل شد. در سال‌های اخیر اصلاح سازوکار شکل‌گیری نرخ یوان به‌طور مستمر اصلاح شده و بازار نقش تعیین‌کننده‌ای در شکل‌گیری نرخ ارز داشته است. نرخ مبادله یوان نوسانات دو طرفه، هم به سمت بالا و هم به سمت پایین را نشان می‌دهد (نمودار ۲۰) و انعطاف‌پذیری نرخ ارز افزایش یافته است. نرخ مبادله یوان در ثبات و تعدیل اقتصاد کلان و به‌عنوان یک تثبیت‌کننده خودکار برای ترازپرداخت‌ها نقش ایفا می‌کند. کاهش مداخلات و کاهش انباشت ذخایر و همچنین اجازه برای تقویت و تضعیف نرخ متناسب با عوامل واقعی اقتصادی و ترازپرداختی نشانه‌های ارتقای بازار ارز است. با قضاوت براساس شاخص‌های بازار و گزارش‌های موجود، مداخله مستقیم در بازار به‌طور چشمگیری کاهش یافته است و موقعیت‌های ارز خارجی و گردش بازار هر دو تثبیت

1. Long Positions
2. Forward Premium
3. Short Positions
4. Das (2019, pp.3-7).



شده‌اند و تفاوت نرخ اعم از نرخ نقدی و آتی بین داخل چین و فراساحل کاهش یافته است. تجربه بحران‌های بین‌المللی هم نشان می‌دهد اگرچه کنترل‌های سرمایه و بازار ارز، مانع از سرایت شدید شوک‌های بین‌المللی به داخل اقتصاد چین می‌شود (به‌خصوص بحران مالی ۲۰۰۸)^۱ اما مقایسه سال‌های ۲۰۱۵ و ۲۰۲۲ نشان می‌دهد، توسعه بازار ارز طی این فاصله، مانع از مداخلات سنگین جهت کنترل نرخ ارز در سال ۲۰۲۲ شده است (برخلاف سال ۲۰۱۵).

۱-۳-۲. جهانی‌سازی یوآن

تا سال ۲۰۰۹ تسویه ارزی با یوآن در خارج چین مجاز نبود و برای اولین بار طرحی آزمایشی برای تسویه تجاری با یوآن مطرح شد و در ۱۹ جولای ۲۰۱۰، بانک مرکزی چین (PBC) و بانک چین هنگ‌کنگ (BOCHK) مجوز تسویه حساب با یوآن را امضا کردند و اولین مرکز تجاری یوآن فراساحلی (CNH) در هنگ‌کنگ ایجاد شد.^۲ مراکز بعدی در کره جنوبی، مالزی، سنگاپور، استرالیا، برزیل، بریتانیا، اتحادیه اروپا، و کانادا در حال رشد هستند. طبق داده‌های سوئیفت در آوریل سال ۲۰۲۳، حدود ۷۳ درصد از تسویه فراساحلی یوآن در مرکز هنگ‌کنگ، ۴.۹ درصد در انگلیس، ۳.۸۴ درصد در سنگاپور، ۲.۸۳ درصد در روسیه، ۲.۴۶ درصد در آمریکا و مابقی در سایر مراکز انجام می‌شود.^۳

روند توسعه بازار ارز (۲-۳) و تسهیل جریان سرمایه طی دو دهه اخیر (۲-۲-۲) در چین نشان می‌دهد به‌رغم کنترل‌های حاکمیتی بر بازارهای مالی این کشور، توسعه یوآن به‌عنوان یک ارز ذخیره جهانی مورد انتظار بسیاری از تحلیل‌گران و نهادهای بین‌المللی است و نشانه‌های آن به‌تدریج در حال افزایش است. اگرچه طیفی از پژوهش‌ها، آزادسازی حساب سرمایه و بخش مالی چین را شرط لازم برای جهانی‌سازی یوآن می‌دانند^۴ اما لی و همکاران (۲۰۲۱) بیان می‌کنند با توجه به فرایند بین‌المللی شدن دلار آمریکا، هنوز مورد تردید است که آیا تبدیل‌پذیری (آزادی) کامل حساب سرمایه پیش‌نیازی برای تبدیل شدن یوآن به ارز ذخیره بین‌المللی است یا خیر. زمانی که در اکتبر ۲۰۱۶ صندوق بین‌المللی پول (IMF) اعلام کرد که یوآن را در سبد دارایی ذخیره حق برداشت ویژه (SDR) گنجانده است، رسماً تشخیص داد که یوآن، معیار «آزادانه قابل استفاده بودن»^۵ را برآورده کرده است و با وجود کنترل‌های سرمایه در چین، امکان جهانی‌سازی یوآن وجود دارد.^۶ اما پرز-سایز و ژانگ (۲۰۲۳) بیان می‌کنند، محدودیت‌های کلی حساب سرمایه چین، نقدینگی یوآن در خارج چین را اغلب محدود می‌کند و مانع استفاده گسترده‌تر از آن می‌شود.^۷ هرچند دولت چین اخیراً بر عزم خود برای آزادسازی تدریجی بخش مالی و حرکت به‌سمت آزادی کامل حساب سرمایه تأکید کرده است.^۸

1. Qin et al. (2015, p. 444).

2. Wang and Wang (2017, p. 1501).

3. Swift RMB Tracker Document Centre: Link

۴. برای نمونه مراجعه کنید به:

Chinn and Ito (2006, pp. 163-192), Ito and Chinn (2014, pp. 1-47).

5. Freely Usable

۶. در اینجا آزادی حساب سرمایه نسبت به اقتصادهای توسعه‌یافته مانند آمریکا و اروپا مقایسه می‌شود. در بخش ۲-۲-۱ گفته شد که طبق نظر اوراستین و مارگینیان (۲۰۲۲) حساب سرمایه چین در عمل (*de facto*) به‌طور فزاینده‌ای باز شده است، اما به‌طور رسمی و قانونی (*de jure*) محدودیت‌هایی در جریان ورودی و خروجی سرمایه وجود دارد که بیشتر آنها براساس کمیّت هستند.

Orăștean and Mărginean (2023, p. 19).

7. Perez-Saiz and Zhang (2023, p. 16).

8. Li et al. (2021, p. 2).

از جنبه‌های متعددی توسعه مبادلات یوان با سایر ارزها قابل بررسی است. در بازارهای ارز داخلی چین، روزانه حجم بالایی معامله مبتنی بر مبادله یوان با سایر ارزها صورت می‌گیرد. جدول ۵ مجموع معاملات یوان در برابر ارزهای خارجی (غیر از معاملات مابین ارزها بدون یوان) را به تفکیک ابزارها در سال ۲۰۲۲ نشان می‌دهد. طبق داده‌های اداره دولتی ارز خارجی چین (SAFE) مجموع مبادلات یوان با سایر ارزها در سال ۲۰۲۲ مجموعاً ۳۴.۵ تریلیون دلار در داخل چین بوده است که میانگین روزانه حدود ۹۴.۵ میلیارد دلار را نشان می‌دهد. نمودار ۲۳ هم بررسی‌های سه‌ساله بانک تسویه حساب‌های بین‌الملل (BIS) از میانگین روزانه گردش یوان در بازارهای مشتقه و فرابورس (OTC) جهانی را نشان می‌دهد. دقت کنید در داده‌های نمودار ۲۳ از آنجاکه هر معامله ارزی دو طرف دارد، معاملات گردش یک ارز در مجموع، دو برابر برآورد شده است.^۱ در صورت حذف برآوردهای دوطرفه، طبق گزارش بانک تسویه حساب‌های بین‌الملل، میانگین روزانه گردش یوان در برابر سایر ارزها در سال ۲۰۲۲ حدود ۱۱۸ میلیارد دلار در داخل چین و بیش از ۱۵۰ میلیارد دلار در خارج این کشور برآورد می‌شود.

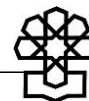
جدول ۵. حجم معاملات یوان در برابر ارزهای خارجی سال ۲۰۲۲ در بازارهای ارز داخل چین (میلیارد دلار)

	بازار آزاد	بازار بین‌بانکی	جمع سهم از کل معاملات (%)
اسپات (تحویل آتی) - سهم (%)	۴۲۴۹	۸۳۴۲.۴	۱۲۵۹۲.۴ ۳۶.۵
فوروارد (آتی) - سهم (%)	۹۲۷.۵	۱۲۹.۹	۱۰۵۷.۴ ۳.۱
انواع سوآپ - سهم (%)	۱۷۱.۹	۱۹۳۳۶.۷	۱۹۵۰۸.۶ ۵۶.۵
آپشن (اختیار معامله) - سهم (%)	۴۱۵.۳	۹۲۶.۴	۱۳۴۱.۷ ۳.۹
جمع - سهم از کل معاملات (%)	۵۷۶۳.۷	۲۸۷۳۶.۴	۳۴۵۰۰.۱ ۸۳.۳

source: SAFE.

به‌علاوه طبق داده‌های بانک تسویه بین‌الملل، سهم یوان در بین سایر ارزها به‌صورت میانگین گردش روزانه معاملات ارزی، از ۰.۱ درصد در سال ۲۰۰۴ به ۷ درصد در سال ۲۰۲۲ رسیده و رتبه آن از ۲۹ به ۵ ارتقا یافته است. سهم ارزها برای پرداخت‌های جهانی در داده‌های ماهیانه سوئیفت هم قابل ردیابی است. داده‌های مرکز ارزیابی یوان در سوئیفت نشان می‌دهد بعد از دلار، یورو، پوند انگلیس و ین ژاپن، به‌عنوان ارز پرداخت‌های جهانی، یوان با ۲.۲۹

۱. مراجعه کنید به گزارش: لینک



درصد از کل پرداخت‌های آوریل ۲۰۲۳، در رتبه پنجم قرار دارد.^۱ اگرچه در اکتبر سال ۲۰۱۰، چین در تراکنش‌های سوئیفت رتبه ۳۵ داشت و از طریق بهبود چشمگیر توسعه یوآن فراساحلی تا سال ۲۰۱۵ به رتبه ۵ رسید^۲ اما این رتبه تا سال ۲۰۲۳ تقریباً بدون تغییر بوده است و هنوز نسبت به حجم مبادلات یورو و دلار فاصله زیادی دارد.

توسعه سرمایه‌گذاری‌های دولت چین در سایر کشورها تحت برنامه‌های مختلف از جمله «ابتکار کمربند و جاده (راه ابریشم نوین)» (BRI)^۳ اگرچه در نظر برخی تحلیل‌گران، فرصتی برای توسعه جهانی‌سازی یوآن می‌باشد^۴ اما به دلایل متعددی هنوز نقشی اساسی ایفا نکرده است. هورن و همکاران (۲۰۲۱) تخمین می‌زنند که حدود نیمی از وام‌های رسمی چین به کشورهای در حال توسعه در آمارهای بدهی‌های رسمی جهانی گزارش نشده و ماهیت مشخصی ندارند. این عدم شفافیت، هم سرمایه‌گذاران بین‌المللی را دچار تردید می‌کند و هم ممکن است خطراتی برای سیستم مالی بین‌المللی در صورت توقف اعتبارات چین داشته باشد. در حال حاضر، نسبت به سایر نهادهای اعتباردهنده بین‌المللی مانند صندوق بین‌المللی پول (IMF)، بانک جهانی و کشورهای باشگاه پاریس،^۵ چین مطالبات بیشتری از سایر کشورها دارد و به بزرگ‌ترین اعتباردهنده بین‌المللی تبدیل شده است.^۶ از طرفی لزوماً اعطای این اعتبارات به صورت یوآنی نیست و ممکن است با سایر ارزهای جهانی صورت گیرد. بنابراین ممکن است این اعتبارات صرفاً به عنوان تعدیل‌گر مازاد ترازپرداخت‌های چین عمل کنند و نه ابزاری برای توسعه یوآن فراساحلی. در قسمت ۲-۲ گفته شد که یکی از مؤلفه‌های پایدار در مازاد ترازپرداخت چین، خالص سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI) می‌باشد. توسعه سرمایه‌گذاری‌های مستقیم در خارج چین (ODI) از طریق طرح‌هایی مانند BRI به کاهش این مازاد کمک می‌کند. هرچند هورن و همکاران (۲۰۲۱) می‌گویند شرایط وام‌های بین‌المللی دولتی چین معمولاً شبیه وام‌های تجاری است تا وام‌های رسمی و سرمایه‌گذاری.

1. Swift RMB Tracker Document Center: Link

2. Chey et al. (2019, p. 2403).

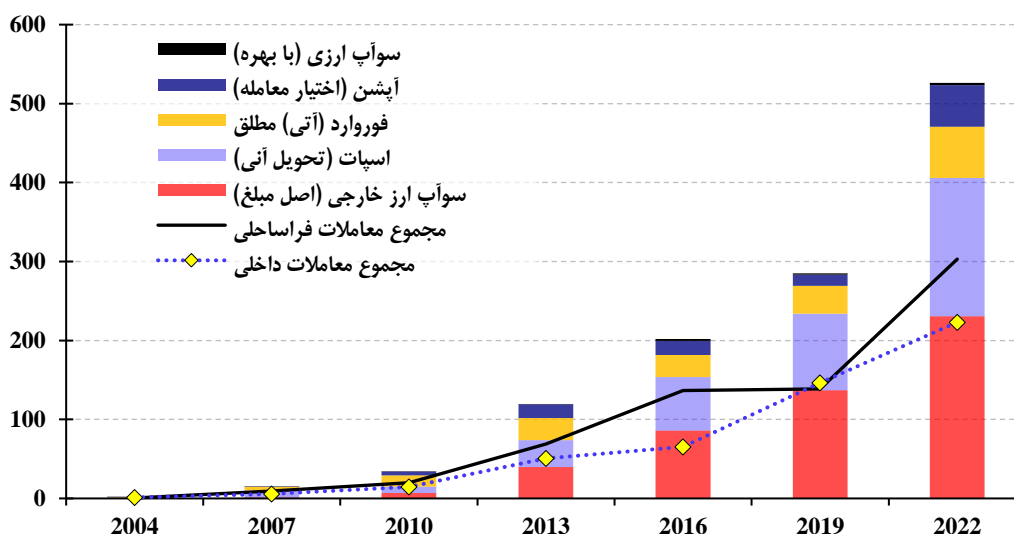
3. Belt and Road Initiative

5. Paris Club

6. Horn et al. (2021, pp. 1-13).

۴. برای نمونه مراجعه کنید به: Ly (2020, p. 1)

نمودار ۲۳. میانگین گردش روزانه تراکنش‌های ارزی با حداقل یک طرف مبادله یوآن در کل جهان -میلیارد دلار- مبتنی بر بررسی‌های سه‌ساله بانک تسویه حساب‌های بین‌الملل (BIS) از بازارهای مشتقه و فرابورس (OTC) ارزی کشورها^۱



با افزایش تقاضا برای یوآن در معاملات خارجی، ایجاد یک سیستم پرداخت و تسویه فراساحلی یوآن ضروری است. در سال ۲۰۱۲، بانک مرکزی چین (PBC) پس از تحقیق و بررسی، ساخت یک سیستم پرداخت بین‌بانکی برون‌مرزی (CIPS) را آغاز کرد و در ۸ اکتبر ۲۰۱۵، با ۱۹ مشارکت‌کننده مستقیم و ۱۷۶ مشارکت‌کننده غیرمستقیم از ۵۰ کشور و منطقه در ۶ قاره، فاز اول آن به بهره‌برداری رسید. راه‌اندازی CIPS نقطه عطف دیگری در توسعه زیرساخت‌های بازار مالی چین می‌باشد که وظیفه یکپارچه‌سازی پرداخت‌های داخلی و خارجی یوآن را دارد. در حال حاضر تعداد مشارکت‌کنندگان مستقیم به ۵۳ عدد و مشارکت‌کنندگان غیرمستقیم به ۱۱۳۷ عدد افزایش یافته است. اگرچه ماهیت اعتبارات طرح BRI (در مورد نوع ارز مورد معامله) کاملاً شفاف نیست اما طبق اطلاعات سایت CIPS، استفاده کشورهای طرح BRI از بستر CIPS و در نتیجه، استفاده از تراکنش‌های یوآنی در حال افزایش می‌باشد.^۳ دقت کنید که تا قبل از CIPS، عمده تراکنش‌های یوآنی خارج از چین توسط شعب بانک‌های تسویه حساب (پایاپای چک) فراساحلی^۴ انجام می‌شد. در سال ۲۰۰۳، اولین بانک تسویه پایاپای فراساحلی در هنگ‌کنگ تأسیس شد و پس از بحران مالی جهانی، تعداد این بانک‌ها به‌طور چشمگیری افزایش یافت. در ابتدا، اغلب شعب خارجی بانک‌های چینی عملیات پایاپای یوآنی را انجام می‌دادند. اما از سال ۲۰۱۸، بانک مرکزی چین (PBC) به بانک‌های خارجی، مانند جی‌پی‌مورگان^۵ آمریکا و MUFG ژاپن مجوز تسویه یوآن اعطا کرد. تا سال ۲۰۲۰، چین ۲۷ بانک تسویه حساب فراساحلی در ۲۵ کشور ایجاد کرده است. پرز-سایز و ژانگ (۲۰۲۳) بیان می‌کنند که با توسعه بیشتر CIPS، احتمالاً مزیت این بانک‌ها تضعیف خواهد شد.^۶

۱. دقت کنید از آنجاکه هر معامله ارزی دو طرف دارد، معاملات گردش یک ارز در مجموع، دو برابر برآورد می‌شود. برای بررسی روش محاسبه، مراجعه کنید به: لینک

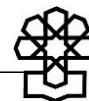
2. Cross-Border Interbank Payment System

۳. مراجعه کنید به سایت CIPS: لینک

4. Offshore Clearing Banks

5. JP Morgan

6. Perez-Saiz and Zhang (2023, pp. 11-12).



یکی از ابزارهایی که مستقیماً از طرف بانک مرکزی چین، به توسعه مبادلات یوان در خارج این کشور کمک می‌کند قراردادهای سوآپ دوجانبه^۱ ارزی است. در اواخر سال ۲۰۰۸ اولین قرارداد سوآپ دوجانبه بین بانک مرکزی چین و بانک مرکزی کره جنوبی در مورد مبادله یوان و وون بسته شد. تفاوت این قراردادها با سایر سوآپ‌های ارزی این است که صرفاً برای مبادله ارزهای محلی (مثلاً یوان و وون) تعریف شده است (نه ارز کشور ثالث). این قراردادها سه‌ساله تنظیم می‌شوند و امکان تمدید دارد.^۲ پس از سال ۲۰۰۹ به سرعت تعداد سوآپ‌های دوجانبه افزایش یافت و تاکنون بانک مرکزی چین با ۴۰ بانک مرکزی و مقام پولی از کشورهای مختلف، قرارداد سوآپ دوجانبه داشته که تا پایان سال ۲۰۲۲، تعداد قراردادهای فعال ۳۸ مورد می‌باشد و ارزش مجموع آنها از ۴ تریلیون یوان (حدود ۵۷۰ میلیارد دلار) فراتر می‌رود.^۳ اگرچه این ابزار هنوز به‌عنوان رقیب جدی سایر ارزهای ذخیره مطرح نشده اما مقامات پولی چین طی دهه گذشته نشان داده‌اند که نسبت به توسعه و تمدید سوآپ‌های دوجانبه، جدی هستند. کشورهایی که در تأمین مالی خارجی یا پوشش مصارف ترازپرداخت‌های خود با مشکلاتی مواجه می‌شوند (مثل ترکیه و مصر) از یک طرف می‌توانند با این قراردادهای یوانی، ذخایر خود را بالا ببرند و از طرف دیگر به دلیل تبدیل‌پذیری و جهان‌روایی بیشتر یوان نسبت به پول داخلی این کشورها، امکان توسعه تأمین مالی تجاری به دلیل گسترده بودن تجارت چین فراهم‌تر می‌شود. باید توجه داشت از آنجاکه بانک‌های مرکزی دو کشور (به‌عنوان نهاد حاکمیتی) در انعقاد این قراردادهای مبادله ارزی نقش دارند، توسعه این ابزار تا حدودی به روابط سیاسی مناسب میان چین و سایر کشورها وابسته است. لی و همکاران (۲۰۲۱) بیان می‌کنند دولت چین نقش مهمی در ترویج بین‌المللی کردن یوان ایفا می‌کند، اما این فرایند اساساً باید بازارمحور باشد و از این طریق، اهمیت چین در اقتصاد جهانی و سیستم مالی منعکس شود.^۴ به هر حال باید توجه داشت که ایجاد زیرساخت‌های مالی برای توسعه یک ارز جهان‌روا، به همکاری‌های بین‌المللی در سطوح بالای حاکمیتی نیاز دارد، در عین اینکه بسترهای بازاری برای فعالیت نهادها و بنگاه‌های مالی و غیرمالی، ضروری است.^۵

یکی دیگر از ابزارهایی که می‌تواند به توسعه یوان به‌عنوان ارز جهان‌روا کمک کند، قراردادهای آتی (فوروارد) یوانی نفت خام هستند که در مارس ۲۰۱۸ در بورس بین‌المللی انرژی شانگهای معرفی شدند. کامل و وانگ (۲۰۱۹) در بررسی این ابزار بیان می‌کنند با وجود افزایش استفاده از یوان در تجارت نفتی سال‌های اخیر، در کوتاه‌مدت بعید است که یک سیستم پترو-یوان در مقابل سیستم دلاری نفت خام ظهور کند. اگرچه ظهور قراردادهای آتی نفت شانگهای بر پایه یوان یک تحول مهم است، اما عدم وجود بازارهای مالی بسیار توسعه‌یافته و یک سیستم حقوقی قوی در چین مانع از پتانسیل این کشور در توسعه این ابزار می‌شود. در بلندمدت، با افزایش وزن چین به‌عنوان واردکننده نفت، یوان ممکن است نقش برجسته‌تری در تجارت بین‌المللی نفت ایفا کند. مهم‌تر از آن، استفاده بیش از حد از تحریم‌های مالی توسط آمریکا، موجب تضعیف نقش دلار در تجارت نفتی و غیرنفتی شده است.^۶ در خلال جنگ اوکراین

1. Bilateral Swap Agreements
2. McDowell (2019, pp. 122-123).
3. Perez-Saiz and Zhang (2023, p. 9).
4. Li et al. (2021, p. 13).
5. Chey et al. (2019, p. 2403).
6. Kamel and Wang (2019, p. 1148).

نیز مشاهده می‌شود که کشورهای مختلف پس از تحریم‌های روسیه، در حال توسعه روند تسویه نفت با ارزهای غیر از دلار هستند.^۱ اگرچه این روند بسیار تدریجی می‌باشد اما به مرور می‌تواند به موازات توسعه ابزارهای مالی در اقتصادهای نوظهور، وزن قابل توجهی در سیستم پرداخت‌های تجارت نفتی پیدا کند.

مطالعات (کمی و توصیفی) متعددی به موضوع جهانی‌سازی یوان پرداخته‌اند.^۲ این مطالعات بعضاً بیان می‌کنند توسعه یوان به‌عنوان یک ارز جهانی، مخاطراتی هم برای اقتصاد چین به‌همراه دارد. برای مثال لی و همکاران (۲۰۲۱)^۳ روابط هم‌زمان بین انتظارات از نرخ یوان، بین‌المللی شدن آن و جریان‌های سرمایه کوتاه‌مدت را بررسی کرده و نتیجه می‌گیرند، از یک‌طرف بین‌المللی شدن یوان ممکن است انتظارات نسبت به تقویت یوان را تشدید کند و تقاضای خارجی برای دارایی‌های یوانی (پرتفوی اوراق و سهام داخل چین) را افزایش دهد. از طرف دیگر، کاهش هزینه‌های مبادله یوان (در اثر بین‌المللی‌سازی آن) جریان سرمایه کوتاه‌مدت (پول داغ ۳-۲-۲) بیشتری را به سمت چین جذب می‌کند. لذا توجه دقیق بانک مرکزی به جریان‌های سرمایه کوتاه‌مدت مهم‌تر می‌شود، زیرا نوسانات زیاد در جریان‌های سرمایه کوتاه‌مدت، تأثیر بی‌ثبات‌کننده‌ای برای اقتصاد دارد.^۴

تجربه دو دهه اخیر اقتصاد چین نشان می‌دهد اگر مازاد ترازپرداخت از سمت مازاد حساب جاری و مازاد خالص سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI) با جریان سرمایه کوتاه‌مدت و پول داغ تشدید شود، امکان مداخلات سنتی (خرید ارز توسط بانک مرکزی) بالا می‌رود. در این راستا، انعطاف‌پذیری بیشتر نرخ یوان و اجازه برای تقویت آن، نیاز به مداخلات ارزی را کاهش می‌دهد اما این مسئله ممکن است بر تولید داخلی چین و رقابت‌پذیری کالاهای چینی اثر بگذارد و اقتصاد چین را به سمت مصرف‌گرایی (کاهش نرخ پس‌انداز) و تعدیل ترازپرداخت سوق دهد. هرچند مسئولان چینی از جمله ریاست جدید بانک مرکزی در سال ۲۰۱۸ به صراحت اعلام کردند که بهترین سیاست اقتصادی برای چین حفظ تعادل عمومی در ترازپرداخت و نه دنبال کردن مازاد است که هم‌زمان شامل حساب جاری و حساب سرمایه می‌شود.^۵

۴-۲. جمع‌بندی بخش دوم

در این بخش، پس از مرور ادبیات نظری فرضیه سه‌گانه ناممکن ماندل (۱۹۶۳)،^۶ دو ضلع از این سه‌گانه، یعنی وضعیت ترازپرداخت‌ها (اعم از حساب جاری و حساب مالی) و میزان انعطاف‌پذیری نرخ ارز در چین مورد بررسی قرار گرفت.

۱. هرچند تسویه غیردلاری حجم قابل‌توجهی از درآمدهای نفتی با ارزهای محلی بسیار مشکل است. برای مثال بعد از جنگ اوکراین، کشور هند سطح واردات نفت خود از روسیه را افزایش داد و تراز تجاری این کشور با روسیه به شدت منفی شد. از آنجاکه روسیه نمی‌تواند در کوتاه‌مدت، واردات خود از هند را توسعه دهد ناترازی در تسویه درآمدهای نفتی باید به‌صورت ابزارهای مالی در هند یا سایر کشورها، ذخیره و یا برای مصارف دیگر مبادله شود. این روند نیاز به توسعه ابزارهای مالی با حدودی از بازگشایی بازارهای مالی به روی سرمایه‌گذاران نهادی و بانک‌های مرکزی است. درحالی‌که هند بازارهای مالی و حساب سرمایه خود را تا حدودی کنترل می‌کند و روند توسعه و تبدیل‌پذیری حساب سرمایه هند به‌شدت تدریجی است.

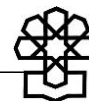
۲. اوراستین و مارگینیان (۲۰۲۳) به تجزیه و تحلیل ۱۸۰ پژوهش در مورد جهانی‌سازی یوان پرداخته‌اند. برای مطالعه بیشتر مراجعه کنید به: Orăștean and Mărginean (2023, pp. 1-25).

۳. Li et al. (2021, p. 13).

۴. همان‌طور که کامبز و همکاران (۲۰۱۲) در این مورد می‌گویند، افزایش قابل‌توجه جریان سرمایه با نزدیک شدن سررسیدها و عدم تطابق ارزی بین دارایی‌ها و بدهی‌های بانکی، می‌تواند سیستم مالی را تضعیف کند. جریان‌های سرمایه بزرگ همچنین می‌تواند نرخ ارز مؤثر واقعی (REER) را به بالاتر از سطح تعادل بلندمدت خود برساند و رقابت‌پذیری کشورها را تضعیف کند. برای مطالعه بیشتر مراجعه کنید به: Combes et al. (2012, p. 1041).

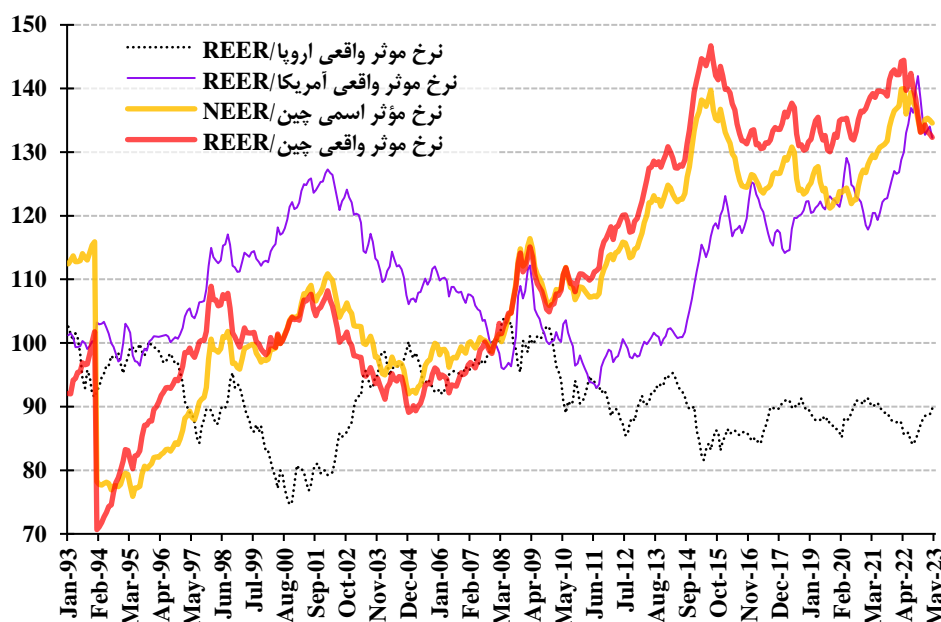
۵. Gang (2018, pp. 11-12).

۶. Mundell (1963, pp. 475-485).



اقدامات سیاستی چین طی دو دهه اخیر در دو محور آزادی حساب سرمایه و شناورسازی نرخ ارز، کاملاً تدریجی ارزیابی می‌شود. از آنجاکه آزادی حساب سرمایه و شناورسازی نرخ ارز، به حدودی از توسعه زیرساخت‌های مالی یک اقتصاد وابسته است، چین به تدریج متناسب با توسعه بازارهای مالی داخلی به سمت نرخ ارز منعطف‌تر و حساب سرمایه بازتر در حال حرکت است. هرچند هنوز نسبت به اقتصادهای توسعه‌یافته فاصله قابل توجهی دارد. از طرف دیگر اگرچه شناورسازی نرخ ارز در چین ممکن است به تقویت یوان (اعم از نرخ اسمی و نرخ‌های مؤثر ارز) منجر شود و رقابت‌پذیری صادرات و مازاد حساب جاری این کشور تضعیف گردد، اما تجربه دو دهه اخیر در مورد تقویت نرخ اسمی یوان پس از ۲۰۰۵ (پیوست ۵) و نرخ مؤثر واقعی (نمودار ۲۴) و ابقای مازاد حساب جاری این کشور نشان می‌دهد که سایر عوامل مؤثر بر رقابت‌پذیری صادرات چین نسبت به اثر نرخ ارز، قوی‌تر بوده‌اند.

نمودار ۲۴. نرخ ارز مؤثر واقعی و اسمی چین (۱۰۰=دسامبر ۲۰۰۷) بر مبنای شاخص تورم در محاسبه
نرخ مؤثر واقعی و اوزان تجاری ۱۲۰ کشور Darvas (2021)

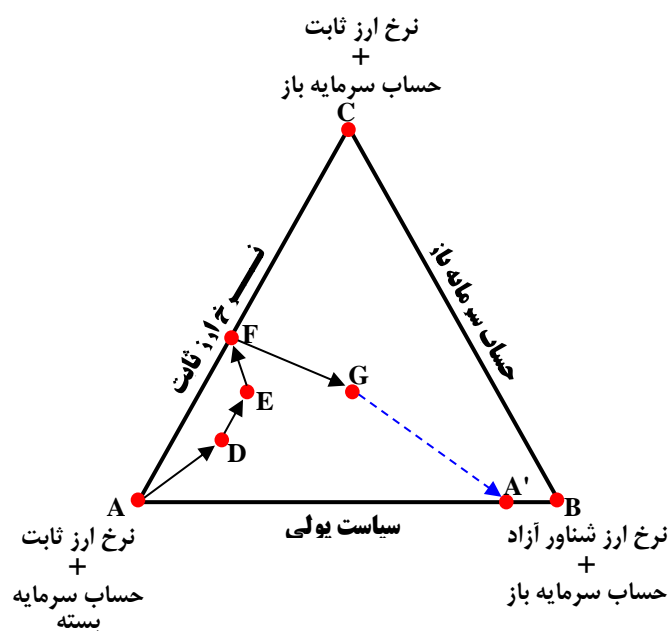


source: Bruegel.org.

دقت کنید عوامل و دوره‌های متعددی در سیاست‌های ارزی چین وجود دارند که هرکدام تحلیل مجزایی دارد. نمای شماتیک این دوره‌ها با توجه به فرضیه سه‌گانه ناممکن، برای ساده‌سازی به صورت شکل ۲ ترسیم شده است. هر نقطه روی رئوس مثلث، دو هدف را شامل می‌شود و هدف دیگر ناممکن است. مثلاً در نقطه A حساب سرمایه کاملاً بسته است و نرخ ارز ثابت می‌باشد اما استقلال سیاست پولی برقرار است. می‌توان گفت از آغاز دوره برنامه‌ریزی مرکزی (۱-۱) تا سال ۱۹۷۸، چین در نقطه A قرار داشته است. به تدریج با تسهیل و تشویق ورود سرمایه از دور اول اصلاحات اقتصادی (۱-۲) تا سال ۱۹۸۹ به نقطه D می‌رسد و با تحریک بیشتر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI) از سال ۱۹۹۲ به نقطه E منتقل می‌شود. اما با تثبیت نرخ ارز بین سال‌های ۱۹۹۴ تا ۲۰۰۵ روی نقطه F قرار دارد. اگرچه نرخ اسمی یوان بین سال‌های

۱۹۹۴ تا ۲۰۰۵ تثبیت شده اما طبق بررسی یوو و سارانتیس (۲۰۱۲)^۱ یوان بین سال‌های ۲۰۰۳-۱۹۹۷ (در طول بحران شرق آسیا) بیش از حد و بعد از ۲۰۰۳ پایین‌تر ارزش گذاری شده است. لذا تثبیت (پگ) یوان بین سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۰۵ و در خلال بحران مالی جهانی (۲۰۰۸-۲۰۱۰) به‌عنوان محرک اقتصادی (به‌خصوص محرک صادرات) عمل می‌کرده است.

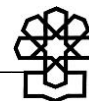
شکل ۲. نمای شماتیک سه‌گانه ناممکن در چین



Source: Miao and Deng (2019, pp. 21-22).

طی سال‌های اخیر، چین در محورهای مختلفی جهت شناورسازی بیشتر نرخ ارز گام برمی‌دارد. از یک‌طرف اصلاح سازوکار تعیین نرخ برابری مرکزی (نرخ رسمی) و افزایش تعداد فعالین بازار ارز به توسعه انعطاف و کشف نرخ مبتنی بر عرضه و تقاضای واقعی کمک کرده است. از طرف دیگر، توسعه یوان فراساحلی، به شکل‌گیری نرخ ارز بدون مداخله بانک مرکزی در خارج این کشور کمک می‌کند و این گام جدی در جهت شناورسازی نرخ یوان می‌باشد. طبق نظر پرز-سایز و ژانگ (۲۰۲۳)، اقدامات سیاستی برای تقویت زیرساخت‌های مالی فرامرزی تسویه یوان، دسترسی به آن را در خارج چین تسهیل کرده و استفاده بین‌المللی آن را ارتقا داده است اما با انعکاس محدودیت‌های کلی حساب سرمایه چین، نقدینگی یوان در خارج این کشور اغلب محدود و مانع استفاده گسترده‌تر از آن می‌شود. در تجزیه و تحلیل پرز-سایز و ژانگ، استفاده از یک ارز برای پرداخت‌های فرامرزی وابسته به متغیرهای غیراقتصادی، مانند فاصله جغرافیایی و نزدیکی ژئوپلیتیکی نیز می‌باشد. به همین دلیل یوان در حال حاضر به‌طور گسترده‌تر در پرداخت‌های فرامرزی کشورهای آسیایی مورد استفاده قرار می‌گیرد و استفاده از آن

1. You and Sarantis (2012, p. 1159).



در برخی از مناطق آمریکای لاتین و آفریقا نیز به تدریج در حال گسترش است.^۱ تقویت یک طرفه یوآن پس از جولای سال ۲۰۰۵ تا سال ۲۰۱۵، روند جریان ورودی ارز به چین را به نحوی تشدید می‌کند که علاوه بر مازاد حساب جاری و خالص سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI) سایر انواع جریان‌های ارزی نیز در قالب رسمی و غیررسمی (دور زدن کنترل‌های سرمایه) به سمت چین سرازیر می‌شود. اگرچه کامبز و همکاران (۲۰۱۲) می‌گویند انعطاف‌پذیری بیشتر نرخ ارز می‌تواند آثار کاهش رقابت‌پذیری ناشی از ورود جریان‌های سرمایه کوتاه‌مدت را کنترل کند،^۲ به این معنا که تقویت نرخ به تعدیل خودکار ترازپرداخت منجر می‌شود. اما تقویت یک‌طرفه یوآن بین سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۵، از جهاتی ورود سرمایه به خصوص جریان‌های ارزی کوتاه‌مدت به چین را تشدید می‌کند. لذا به دلیل محدودیت نوسانات نرخ ارز و عدم تناسب مازاد ترازپرداخت با میزان تقویت یوآن در کنار فشار جریان ارزی ورودی، بانک مرکزی را مجبور می‌کند با مداخلات گسترده با انبساط سریع دارایی‌های خارجی ترازنامه بانک مرکزی به مازاد ترازپرداخت پاسخ دهد. این مسئله در رشد سریع نرخ ارز مؤثر واقعی چین طی این دوره نیز انعکاس دارد.^۳ (نمودار ۲۴)

با وجود تقویت یوآن (هم در مفهوم نرخ اسمی و هم نرخ‌های مؤثر) و تأکید مقامات چینی به اجرای سیاست‌هایی مانند ترازپرداخت متعادل و تبدیل‌پذیری (آزادی) کامل حساب سرمایه، هنوز مازاد قابل‌توجهی در ترازپرداخت چین وجود دارد. هرچند پس از سال ۲۰۱۵، روند سابق انباشت ذخایر رسمی و رشد دارایی‌های خارجی بانک مرکزی در چین مشاهده نمی‌شود (نگاه کنید به ترازنامه بانک مرکزی چین در پیوست ۳). به نظر می‌رسد سرمایه‌گذاری‌های خارجی ساکنان مقیم چین در کنار سیاست‌های دولت مرکزی در جهت سرمایه‌گذاری در خارج از این کشور به صورت طرح‌های مختلف از جمله BRI، در قالب تراکنش‌های حساب مالی و خروج سرمایه، تا حدودی به تعدیل مازاد ترازپرداخت کمک کرده و نیاز به مداخلات ارزی بانک مرکزی را کاهش داده است. افزایش تدریجی دامنه نوسان یوآن به موازات تسهیل بیشتر روند ورود و خروج سرمایه در قالب برنامه‌های رسمی، در نمای شماتیک سه‌گانه ناممکن، چین را به نقطه G در شکل ۲ می‌رساند. در بخش دوم گفته شد که مطابق برخی پژوهش‌ها، با هر نوع رژیم ارزی، حدودی از کنترل جریان سرمایه برای تکمیل استقلال سیاست پولی در شوک‌های بین‌المللی ضروری است. به نظر می‌رسد ابقای کنترل‌های کلی جریان سرمایه در چین، به تکامل سیاست‌های پولی مستقل به خصوص در شوک‌های جهانی مانند سال ۲۰۲۲ کمک کرده و به‌رغم افزایش نرخ بهره در اغلب کشورها به تبع سیاست‌های انقباض پولی آمریکا، تاکنون (می ۲۰۲۳) در چین، سیاست انقباضی و افزایش نرخ‌های بهره مطرح و اجرایی نشده است. این مبحث در بخش سوم بیشتر مورد بررسی قرار می‌گیرد.

۳. چالش‌های مداخلات ارزی برای استقلال سیاست پولی در چین

در یک تعریف موسع، هر نوع خریدوفروش ارز توسط دولت (یا نهادهای حاکمیتی) در بازارهای ارز را مداخله ارزی می‌گویند.^۴ مداخله ارزی تکنیک‌های بسیار متنوعی دارد و هر تکنیک می‌تواند اثر متفاوتی بر متغیرهای کلان داشته

1. Perez-Saiz and Zhang (2023, p. 16).

2. Combes et al. (2012, p. 1041)

۳. برای بررسی رابطه حساب جاری، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و سایر انواع جریان سرمایه بر نرخ ارز مؤثر واقعی چین، مراجعه کنید به: Zhao et al. (2022, p. 1272).

4. Danila and Islam (2019, p. 11).

باشد. همچنین آثار مداخلات ارزی توسط نهادهای حاکمیتی مختلف نیز متفاوت می‌باشد، لذا نمی‌توان هر نوع مداخله ارزی را با متغیرهای پولی در ارتباط دانست. به‌عنوان مثال در کنار بانک مرکزی ممکن است سازمان‌های دولتی (مانند صندوق‌های حاکمیتی، بیمه‌ها و بانک‌های دولتی) نیز در بازار ارز مداخله کنند، اما عموماً عملیات آنها برخلاف مداخلات بانک مرکزی، تأثیر قابل‌توجهی بر عرضه پول ملی و متغیرهای پولی ندارد.^۱ هرچند مداخلات ارزی از طرف نهادهای حاکمیتی غیر از بانک مرکزی می‌تواند بر جریان سرمایه ارزی و تراکنش‌های حساب مالی اثر قابل‌توجهی داشته باشد^۲ و عرضه و تقاضای بازار ارز را دچار تحول کند و درنهایت بر نرخ ارز اثر بگذارد.^۳

باید دقت کرد که سیاستگذاران اقتصادی در هر کشوری ممکن است از مداخلات ارزی یک یا چند هدف داشته‌باشند. این اهداف را می‌توان به موارد زیر خلاصه کرد^۴:

۱. تأثیر مستقیم بر نرخ ارز برای سیاستگذاری‌های کلان: رایج‌ترین نوع مداخله ارزی زمانی است که سیاستگذار با هدف‌گذاری نرخ ارز به دنبال اجرای سیاست‌های کلان می‌باشد. در رژیم‌های ارزی ثابت (انواع پگ) نرخ مشخصی هدف‌گذاری می‌شود و مداخلات جهت تثبیت نرخ صورت می‌گیرد. در رژیم‌های ارزی منعطف‌تر نیز جهت کاهش سرعت تغییرات نرخ ارز و یا حمایت از ثبات مالی و حتی تقویت اهداف تورمی در رژیم‌های پولی هدف‌گذاری تورم،^۵ مداخلات ارزی ممکن است انجام شوند. می‌توان گفت عمده مداخلات ارزی در چین با هدف اثرگذاری مستقیم بر نرخ ارز انجام شده‌اند.

۲. مدیریت ذخایر ارزی بین‌المللی: بانک‌های مرکزی معمولاً تلاش می‌کنند از طریق شفافیت و برنامه‌ریزی (مثلاً اعلام زمان اجرای حراج‌های ارزی) تأثیر بالقوه تراکنش‌های ارزی مدیریت ذخایر را بر نرخ ارز، به حداقل برسانند. همچنین ممکن است طبق قانون، بخشی از درآمدهای ارزی مازاد به صندوق‌های ارزی حاکمیتی منتقل شوند، لذا در این حالت نیز خروج بخشی از مازاد ارز از بازار شفاف می‌شود. باید دقت کرد که هر نوع انباشت ذخایر ارزی جهت مدیریت ذخایر نیست. برای مثال در چین عمدتاً انباشت ذخایر با هدف کنترل نوسانات نرخ ارز و جلوگیری از تقویت یوآن انجام می‌شود. اما در کشورهایی که عموماً کسری مزمن حساب جاری دارند (مانند ترکیه، مکزیک، مصر و ...)، بخشی از مداخلات و حراج‌های ارزی صرفاً با هدف مدیریت ذخایر و رساندن آن به سطح قابل‌قبول، بدون اثرگذاری بر نرخ ارز صورت می‌گیرد. هرچند این نوع مداخلات ارزی به هر ترتیبی می‌تواند بر نرخ ارز و متغیرهای پولی اثر بگذارد. زیرا تا حدودی بر عرضه و تقاضای بازار اثر دارد.

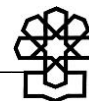
1. Krugman et al. (2022, p. 545).

۲. هر مازادی در ترازپرداخت، به‌صورت یک کسری در سمت دیگر ثبت می‌شود. مثلاً زمانی که حساب جاری مثبت باشد، حساب مالی به‌صورت خروج ارز ثبت می‌شود. این خروج ارز لزوماً به‌معنای فرار سرمایه نیست بلکه می‌تواند به‌صورت افزایش دارایی‌های خارجی اشخاص و نهادهای حاکمیتی باشد. در برخی از کشورها افزایش دارایی‌های خارجی نهادهای حاکمیتی مانند صندوق‌های ارزی، در ذخایر خارجی رسمی لحاظ نمی‌شود و صرفاً به‌صورت یک تراکنش حساب مالی در ترازپرداخت ثبت می‌شود. برای مثال بخش قابل‌توجهی از مازاد حساب جاری عربستان به‌صورت سپرده‌های ارزی در خارج این کشور در سمت حساب مالی ترازپرداخت گزارش می‌شود، درحالی‌که بخش اصلی این سپرده‌ها مربوط به دارایی‌های خارجی صندوق ثروت حاکمیتی هستند و ماهیت ذخایر ارزی دارند.

۳. برای مثال در برخی از کشورهای نفتی با حساب چاری مثبت مزمن، بخشی از مازاد درآمدهای ارزی نفتی در صندوق‌های ارزی و ثروت حاکمیتی ذخیره می‌شود. این دارایی‌های ارزی، عموماً در ترازنامه بانک مرکزی گزارش نمی‌شوند و اثری بر عرضه پول (پایه پولی) ندارند. اما از آنجاکه این دارایی‌ها در بازار ارز، عرضه نمی‌شوند از تقویت پول ملی جلوگیری می‌شود. درواقع کشورها تلاش می‌کنند تا حد ممکن، درآمدهای مازاد ارزی با مداخلات بانک مرکزی به افزایش عرضه پول داخلی منجر نشود و به‌جای بانک مرکزی، مازاد ارز به ترازنامه صندوق‌های ارزی حاکمیتی منتقل شود. اما زمانی که اقتصاد در حال رشد باشد، متناسباً تقاضا برای پول داخلی هم رشد می‌کند. زیرا بنگاه‌های دولتی برای پرداخت هزینه‌های داخلی خود، نیاز به پول ملی دارند و بخشی از پرداخت‌های هزینه‌ای را از طریق فروش درآمدهای ارزی تأمین می‌کنند. در این موارد لزوماً نمی‌توان بدون افزایش عرضه پول داخلی، نیاز بنگاه‌ها به پول داخلی را تأمین کرد. لذا بانک مرکزی در صورت وجود مازاد عرضه ارز، مستقیماً اقدام به خرید ارز می‌کند و هم از تقویت پول ملی ناشی از مازاد عرضه ارز جلوگیری می‌کند و هم عرضه پول داخلی را متناسب با رشد اقتصادی افزایش می‌دهد. درحالی‌که با مداخلات نهادهای حاکمیتی غیر از بانک مرکزی در بازار ارز، این امکان وجود ندارد که عرضه پول ملی افزایش یابد.

۴. مراجعه کنید به: Stone et al. (2009, p. 26).

۵. گوش و همکاران (۲۰۱۵) بیان می‌کنند نه تنها مداخله ارزی کاملاً با رژیم پولی هدف‌گذاری تورم سازگار است، بلکه ممکن است درواقع اعتبار هدف تورمی بانک مرکزی را افزایش دهد. برای مطالعه بیشتر مراجعه کنید به: Ghosh et al. (2015, p. 3)



۳. واسطه‌گری بانک مرکزی در بازار ارز: بسیاری از بانک‌های مرکزی بخشی از معاملات ارزی را از طرف دولت یا سایر نهادهای بخش عمومی (مانند شرکت‌های دولتی) انجام می‌دهند. نوع و میزان این معاملات ارزی رسمی که توسط بانک مرکزی مدیریت می‌شود در بین کشورها متفاوت است.

۴. توسعه بازارهای ارز: بانک‌های مرکزی ممکن است با این هدف در بازار ارز مشارکت کنند تا توسعه بازار بین‌بانکی را ارتقا دهند و برای ایجاد اطمینان بیشتر در بازار بین‌بانکی به‌عنوان بازارساز عمل کنند. برای مثال همان‌طور که در قسمت ۳-۱ گفته شد، در ابتدای راه‌اندازی بازار بین‌بانکی ارز در چین، عمده تراکنش‌های ارزی از طرف بانک مرکزی صورت می‌گرفت. هرچند این مداخلات ارزی با هدف تثبیت دامنه نوسان و تحقق نرخ ارز مورد نظر بانک مرکزی نیز انجام می‌گرفت.

۵. کنترل نوسانات مازاد نرخ ارز: برخی از مداخلات ارزی با هدف حذف نوسانات مازاد از طریق معاملات مکرر و کوچک در هر دو جهت تقویت و تضعیف نرخ انجام می‌گردند.^۱

در هر یک از اهداف بالا، خالص و ناخالص عملیات ارزی از طرف بانک مرکزی در مقاطع زمانی مختلف (سالانه، فصلی، ماهیانه و در برخی موارد حتی هفتگی) اهمیت دارد. زیرا ناخالص هر نوع مداخلات ارزی از سمت بانک مرکزی می‌تواند بر متغیرهای پولی اثر بگذارد و حتی عدم شفافیت در اهداف مداخله، باعث سردرگمی فعالین بازار ارز و انحراف انتظارات آنها از متغیرهای کلان شود. در کل برای شناسایی آثار مداخلات ارزی بر متغیرهای پولی، با توجه به محدودیت‌های آماری، عموماً تغییرات ترازنامه بانک مرکزی مورد بررسی قرار می‌گیرد.

مقامات پولی ممکن است با استفاده از ابزارهای مختلف، آثار مداخلات ارزی بر متغیرهای پولی را خنثی (عقیم) کنند. از این زاویه، در ادبیات اقتصادی مداخلات ارزی به دو دسته مداخلات عقیم شده^۲ و عقیم نشده تقسیم می‌شوند. در واقع زمانی که با سیاست‌های ارزی، توان اجرای کامل سیاست‌های پولی تضعیف می‌شود، مقامات پولی تلاش می‌کنند تا با ابزارهای مختلف، سیاست‌های پولی را احیا کنند و متغیرهای پولی را به حالت قبل از مداخله ارزی برگردانند. در این بخش ابتدا ادبیات «مداخلات ارزی عقیم شده» مختصراً مرور می‌شود. سپس آثار مداخلات ارزی بر متغیرهای پولی چین و ابزارهای عقیم‌سازی در این کشور مورد بررسی قرار می‌گیرد. نهایتاً به‌اختصار روند تکامل سیاست‌های پولی در چین طی دو دهه اخیر تشریح می‌شود.

۳-۱-۳. عقیم‌سازی^۳ مداخلات ارزی

در یک تعریف متعارف، برای بازگرداندن تعادل به وضعیت عرضه و وجه نقد در بازار بین‌بانکی پس از مداخله ارزی یا

۱. جینر و مندورا (۲۰۰۵) در مورد ونزوئلا اشاره می‌کنند که مداخلات ارزی برای کنترل نوسانات مازاد نرخ ارز، تنها در کوتاه‌مدت و برای مقابله با اختلالات گذرا موفق می‌شوند. به‌علاوه تشخیص اختلالات گذرا از اختلالات دائمی کار سختی است. اگر ماهیت اختلال شناسایی نشود و بزرگی تأثیر آن بر اقتصاد در نظر گرفته نشود، ممکن است در صورت افزایش شدید نرخ ارز، ذخایر بین‌المللی برای بازگشت نرخ، تخلیه شود. یکی از پیامدهای مداخلات سیستماتیک در بازار ارز این است که رژیم شناور به رژیم ثابت متمایل و سیاست پولی درون‌زا می‌شود و مزایای آن برای کنترل تورم از بین می‌رود. علاوه بر این، در مداخلات عقیم نشده، بخشی از آثار مداخله و کاهش ارزش پول داخلی، به‌دلیل تأثیر بر متغیرهای پولی است و نه منحصرأ به‌دلیل خود مداخلات ارزی. لذا در زمان نوسان‌گیری از نرخ ارز باید به آثار پولی مداخلات نیز توجه نمود. برای مطالعه بیشتر مراجعه کنید به: BIS Paper (2005, pp. 296-298)

2. Sterilized Intervention

۳. واژه «Sterilization» معمولاً در متون فارسی به عقیم‌سازی یا سترون‌سازی ترجمه می‌شود.

اجرای سیاست‌های پولی نامتعارف که موجب انبساط ترازنامه مقام پولی (یا بانک مرکزی) و تغییر عرضه پول می‌شود، همزمان یا با فاصله بسیار کوتاهی^۱ عملیاتی تحت‌عنوان جذب^۲، تخلیه^۳ یا عقیم‌سازی اجرا می‌شود تا با تخلیه ذخایر (پایه پولی) مازاد از فشار کاهش نرخ‌های بین‌بانکی جلوگیری شود و عملکرد بازار پول مختل نگردد. عملیات عقیم‌سازی ممکن است از طریق مبادله ذخایر مازاد با اوراق خزانه‌داری (دولت)، اسناد بانک مرکزی^۴ یا سایر ابزارهای قابل معامله در بازار پول انجام شود.^۵ همچنین ممکن است عملیات عقیم‌سازی با تغییر سپرده‌های بانک‌ها و مؤسسات مالی نزد بانک مرکزی اجرا گردد. در این حالت، با افزایش نسبت ذخیره قانونی، بانک‌ها و مؤسسات مالی مجبور به سپرده‌گذاری بیشتر نزد بانک مرکزی می‌شوند یا از طریق افزایش نرخ بهره ذخایر آزاد (سپرده‌های اختیاری نزد بانک مرکزی) تحت یک محرک انگیزشی، به سپرده‌گذاری متمایل می‌شوند.

اگرچه انعطاف بیشتر در نرخ ارز، حجم و تعداد مداخلات ارزی را کمتر می‌کند، اما به‌طور کلی در هر رژیم ارزی، مقامات پولی و بانک‌های مرکزی ممکن است با خریدوفروش دارایی‌های ارزی در بازار ارز مداخله کنند. لذا چه در مداخلات محدود در رژیم‌های ارزی منعطف‌تر (رژیم‌های شناور^۶ یا شناور آزاد^۷) و چه در مداخلات مزمین و بزرگ در رژیم‌های ارزی میانی و ثابت، ممکن است متغیرهای پولی دستخوش تغییر شوند. در صورتی که مداخلات ارزی با سیاست‌های پولی همسو نباشند،^۸ بانک‌های مرکزی ممکن است با ابزارهای در دسترس خود، مداخلات ارزی را عقیم کنند. به همین دلیل طیف وسیعی از کشورها، با هر رژیم ارزی، عملیات عقیم‌سازی را در عمل اجرا می‌کنند.^۹ اما در کشورهای در حال توسعه و اقتصادهای نوظهور که مداخلات ارزی بانک مرکزی، مزمین و مکرر هستند و رژیم ارزی انعطاف کمتری دارد، عملیات عقیم‌سازی موضوعیت بیشتری پیدا می‌کند.

۱-۱-۳. کانال‌های اثرگذاری مداخلات ارزی عقیم شده بر نرخ ارز

اکثر اقتصاددانان اتفاق نظر دارند که مداخله ارزی عقیم نشده بر نرخ ارز اثرگذار است. زیرا مستلزم تغییر در موضع سیاست پولی و عملاً معادل عملیات بازار باز^{۱۰} می‌باشد. بنابراین از طریق کانال‌های سیاست پولی مرسوم نیز بر نرخ ارز

1. Sarno and Taylor (2001, p. 841).

2. Absorbing Operations

3. Draining Operations

4. Central Bank Bills

5. Logan and Bindseil (2019, p. 44).

۶. برای مثال کره جنوبی نیز اگر چه رژیم ارزی شناور دارد، اما برای مداخلات ارزی خود از عملیات عقیم‌سازی استفاده می‌کند. این مسئله به وضوح در ترازنامه بانک مرکزی کره مشهود است. برای مطالعه بیشتر مراجعه کنید به:

Ryoo et al. (2013, p. 211), Logan and Bindseil (2019, p. 83), Ponomarenko (2019, p. 10).

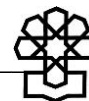
۷. برای دلار به‌عنوان یک ارز شناور آزاد، فدرال رزرو و خزانه‌داری آمریکا نیز ممکن است در صورت لزوم برای مقابله با شرایط نابسامان در بازار ارز مداخله کنند. از سال ۱۹۹۶، آمریکا تنها در سه مورد مداخله ارزی داشته است که عبارتند از: خرید ین ژاپن در ژوئن ۱۹۹۸، خرید یورو در سپتامبر ۲۰۰۰، و فروش ین ژاپن در مارس ۲۰۱۱. مراجعه کنید به: لینک

دانایلا و اسلام (۲۰۱۹) بیان می‌کنند که فدرال رزرو در آمریکا نیز مداخلات در بازار ارز را عقیم‌سازی می‌کند و مانع از آن می‌شود که سطح ذخایر بانکی از سطوح منطبق با اهداف سیاست پولی خارج شود (Danila and Islam (2019, p. 14).

۸. برای مثال، زمانی که مقام پولی قصد اجرای سیاست پولی انبساطی داشته باشد اما همزمان برای حمایت از پول ملی مجبور شود در بازار ارز مداخله کند، با فروش ذخایر ارزی، ممکن است عرضه وجوه نقد در بازار بین‌بانکی منقبض شود و سیاست پولی انبساطی مختل گردد. در این حالت سیاست پولی و مداخلات ارزی همسو نیستند و مقام پولی با استفاده از ابزارهای در دسترس خود باید عرضه وجوه نقد در بازار بین بانکی را به سطح مورد نظر برگرداند.

9. Krugman et al. (2022, p. 560).

10. Open Market Operations (OMO)



اثر می‌گذارد.^۱ اما اثربخشی مداخله عقیم‌شده بر نرخ ارز هم از نظر تئوری و هم مطالعات تجربی ابهاماتی دارد.^۲ زیرا زمانی که یک بانک مرکزی مداخله ارزی عقیم شده انجام می‌دهد، عرضه پول و نرخ بهره داخلی بدون تغییر می‌ماند و با این مبنای نرخ ارز در تئوری و مدل‌های استاندارد تعیین نرخ ارز نیز تغییر نمی‌کند.^۳ لذا اقتصاددانان عموماً سه کانال متفاوت برای اثرگذاری مداخلات ارزی عقیم شده بر نرخ ارز معرفی می‌کنند که عبارتند از:^۴

• **کانال سیگنال‌دهی یا انتظارات:**^۵ مداخله ارزی می‌تواند از طریق تغییر انتظارات از عوامل بنیادی آتی، بر نرخ ارز اثر بگذارد. در اینجا فرض بر این است که بانک‌های مرکزی اطلاعات بیشتری در مورد عوامل بنیادی دارند و می‌توانند با ارسال سیگنال از طریق مداخله بر نرخ ارز اثر بگذارند. به‌ویژه، اگر مداخله نشانه تغییر در سیاست پولی باشد، انتظار می‌رود که از طریق تغییر در انتظارات در مورد نرخ‌های بهره آتی، بر نرخ ارز اثر بگذارد. کانال سیگنال‌دهی ممکن است در اکثر اقتصادهای نوظهور ضعیف‌تر باشد، زیرا بانک‌های مرکزی سابقه و اعتبار نسبتاً کمتری دارند. بنابراین، سیگنال‌دهی مؤثر در اقتصادهای نوظهور ممکن است به مداخلات بزرگ‌تری نیاز داشته باشد.^۶

• **کانال تعادل پرتفو:**^۷ پس از اینکه مقامات در بازار ارز مداخله و سپس آن را عقیم‌سازی کردند، بنا به تعریف می‌تواند تأثیر کمی بر نرخ‌های بهره داخلی داشته باشد یا اصلاً تأثیری نداشته باشد، زیرا سطح عرضه پول ثابت مانده است. با این حال، آنچه تغییر کرده، ترکیب پرتفوی صاحبان دارایی‌های مالی است. زیرا مقامات پولی، دارایی‌های داخلی (عموماً اوراق) را در عملیات عقیم‌سازی، خریداری کرده یا فروخته‌اند. با توجه به حجم مداخله و تغییر در میزان عرضه دارایی‌های داخلی، تغییر بازده انتظاری و ریسک دارایی‌های مالی داخلی نسبت به دارایی‌های خارجی می‌تواند بر نرخ ارز اثر بگذارد. در واقع میزان سرعت تحرک سرمایه، طول دوره سررسید انتشار دارایی‌های جدید داخلی و میزان جانشینی دارایی‌های داخلی و خارجی در تغییر یا عدم تغییر نرخ ارز اثر دارد.^۸ همچنین همان‌طور که گالاتی و ملیک (۲۰۰۲) اشاره می‌کنند در اقتصادهای نوظهور که بازارهای ارز و بدهی کوچکی دارند، میزان مداخلات عقیم شده می‌تواند اثر قابل توجهی بر عرضه دارایی‌های مالی داخلی و نرخ ارز داشته باشد اما در اقتصادهای توسعه‌یافته به دلیل بزرگ بودن بازارهای بدهی،

1. Stone et al. (2009, p. 27), Sarno and Taylor (2001, pp. 841-842).

2. Blanchard et al. (2015, p. 3).

۳. دومینگز و فرانکل (۱۹۹۳) می‌گویند بررسی داده‌های مداخلات فدرال رزرو و بوندس بانک آلمان نشان می‌دهند که اجماع اقتصاددانان در اوایل دهه ۱۹۸۰ مبنی بر بی‌اثر بودن مداخله دیگر توسط داده‌ها پشتیبانی نمی‌شود و آثار آماری معنی‌داری از مداخله بر نرخ ارز از طریق کانال پرتفو در نمونه اواسط دهه ۱۹۸۰ وجود دارد. سارنو و تیلور (۲۰۰۱) نیز می‌گویند شاید منصفانه باشد که بگوییم باید وزن بیشتری برای مطالعات دهه ۱۹۹۰، که عمدتاً از اثربخشی مداخله حمایت می‌کنند نسبت به مطالعات دهه ۱۹۸۰ که عمدتاً اثربخشی مداخله را رد می‌کردند، فائل شد. این به دلیل حذف دو نقص عمده مطالعات تجربی دهه ۱۹۸۰ یعنی فقدان داده در مورد مداخله و فقدان داده‌های نظرسنجی در مورد انتظارات نرخ ارز است. بنابراین، شواهد ارائه شده توسط دومینگز و فرانکل (۱۹۹۳) و مطالعات بعدی با کیفیت به نظر می‌رسند به اندازه کافی قوی و از نظر اقتصادسنجی مناسب هستند. لذا اجازه می‌دهند با احتیاط نتیجه گرفت که مداخله رسمی می‌تواند مؤثر باشد، به‌خصوص اگر مداخله به‌طور عمومی اعلام و هماهنگ شود. مشروط بر اینکه با مواضع اساسی سیاست پولی و مالی سازگار باشد. برای مطالعه بیشتر مراجعه کنید به:

Sarno and Taylor (2001, p. 862), Dominguez and Frankel (1993, p. 1366).

4. Stone et al. (2009, p. 27).

5. Signaling or Expectations Channel

۶. برای مطالعه بیشتر مراجعه کنید به: Baillie et al. (2000, pp. 412-414), Sarno and Taylor (2001, pp. 844-845).

7. Portfolio Balance Channel

۸. گادانچ و همکاران (۲۰۱۴) بیان می‌کنند که نظریه تعادل پرتفولی توسط توپین (۱۹۶۳)، مودیلیانی و ساچ (۱۹۶۷) و فریدمن (۱۹۷۸) توسعه یافت. در طول دهه‌های ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰، نظریه تعادل پرتفولی هسته اصلی مدل‌های پولی اقتصاد باز را تشکیل می‌داد که توسط کوری و پورتر (۱۹۷۴)، برانسون (۱۹۷۷)، ایزارد (۱۹۷۸) و هندرسون (۱۹۸۲) توسعه یافتند. با این حال، این مدل‌ها در طول دهه ۱۹۹۰ تحت تأثیر ادبیات جریان اصلی نیوکینزی شروع به کمرنگ شدن کرد. Gadanez et al. (2014, p. 2).

درواقع باید توجه داشت که میزان جانشینی دارایی‌های داخلی منتشر شده مانند اوراق دولتی یا اسناد بانک مرکزی با ذخایر مازاد بانکی در عملیات عقیم‌سازی، به سررسید این اوراق وابسته است. جانشینی بالا بین ذخایر و اوراق، حتی در مواردی می‌تواند اثر پولی انبساطی هم داشته باشد و اهداف عقیم‌سازی شامل محدودیت اعتبارات بانکی را محقق نسازد. Zampolli (2012, p. 102).

مداخلات عقیم شده ممکن است اثر قابل توجهی بر دارایی‌های داخلی و نرخ ارز نداشته باشد.^۱

• **کانال جریان سفارش:**^۲ جریان سفارش مهم‌ترین متغیر مدل‌های ریز ساختار^۳ در قیمت‌گذاری تقریبی دارایی‌ها از جمله ارز می‌باشد. کانال جریان سفارش به‌عنوان نسل چهارم نظریات تبیین رفتار نرخ ارز، توجه را به متغیرهای جدید اقتصاد خرد معطوف می‌کند.^۴ در اینجا بررسی رابطه‌ای بین سفارشات جاری خرید و فروش معامله‌گران و قیمت‌های متعاقب نسبت به بررسی رابطه بین حجم معاملات و عملکرد قیمت متفاوت است و کیفیت پیش‌بینی بهتری نسبت به رابطه بین انتشار اخبار در مورد عوامل بنیادی معمولی و قیمت‌های متعاقب دارد. به عبارتی دیگر، هر متغیری که روی نرخ ارز تأثیرگذار باشد (چه گزارش‌های متغیرهای بنیادی، چه بیانیه‌ها و سیاست‌های ارزی بانک مرکزی، چه اطلاعات خصوصی و ...) در نهایت باید خود را به شکل سفارش در بازار ارز نشان دهد.^۵ تحت این کانال، اندازه مداخله نسبت به گردش بازار عامل تعیین‌کننده مهمی در اثربخشی آن است که نشان می‌دهد این کانال ممکن است در اقتصادهای نوظهور که در آن بازارها نقدشوندگی کمتری دارند، مؤثرتر باشد. بانک‌های مرکزی در اقتصادهای نوظهور به‌طور بالقوه می‌توانند جریان‌های سفارش را از طریق مداخله تغییر دهند، زیرا آنها به اطلاعات بازاری که در دسترس سایر شرکت‌کنندگان نیست، دسترسی دارند، به‌ویژه اگر بازار نسبتاً ضعیف باشد. لذا متخصصان بازار ممکن است بتوانند نیروهای مرتبط با نرخ ارز را از الگوهای جریان سفارش تشخیص دهند و به‌گونه‌ای عمل کنند که در شکل دادن به رفتار نرخ ارز کمک کند.^۶

۲-۱-۳. تجربه بانک‌های مرکزی در عملیات عقیم‌سازی

در اقتصادهای نوظهور عموماً عملیات عقیم‌سازی در پاسخ به مداخلات ارزی و انباشت ذخایر در ترازنامه بانک مرکزی مطرح می‌شود. از طرفی دیگر در کشورهای در حال توسعه یافتن ابزارهایی برای جذب ذخایر مازاد همواره چالشی برای مقامات پولی بوده است. از آنجاکه در این کشورها عمدتاً بازارهای مالی عمق و توسعه‌یافتگی لازم را برای عملیات پولی ندارند، انتشار اوراق جدید (اعم از بانک مرکزی و دولت) عرضه دارایی‌های مالی و وثایق باکیفیت بالا را افزایش می‌دهد و موجب توسعه فعالیت بازار ریپو می‌شود. هرچند وضعیت بازدهی و سررسید این اوراق معمولاً چالش دیگری برای مقامات پولی است. در کشورهای مختلف از جمله چین نیز مشاهده می‌شود که در مراحل اولیه شکل‌گیری عملیات عقیم‌سازی (به‌طور کلی در توسعه عملیات بازار باز)، انتشار اوراق دولتی و اسناد بانک مرکزی عموماً به‌کار گرفته شده است.^۷ به‌عنوان مثال در مورد مکزیک، اسناد خزانه و اوراق میان‌مدت با نرخ شناور برای خنثی کردن تأثیر ذخایر مازاد ناشی از انباشت ذخایر بین‌المللی، به‌ویژه طی سال‌های ۲۰۱۰-۲۰۱۱ استفاده شد. در مکزیک اسناد خزانه و اوراق

۱. برای مطالعه مبانی تئوری و مرور مطالعات تجربی در مورد کانال تعادل پرتفو و تغییر نرخ ارز در مداخلات عقیم شده مراجعه کنید به: Sarno and Taylor (2001, pp. 843-844), Dominguez and Frankel (1993, p. 1366), Krugman et al. (2022, pp. 560-566), Blanchard et al. (2015, pp. 5-8), 39. Galati and Melick (2002, p. 3), Edison (1993, pp. 14-25), et al.

2. Order Flow Channel

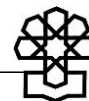
3. Microstructure Models

4. Evans and Lyons (2002, pp. 170-171).

۵. از منابع فارسی، برای مطالعه مدل‌های ریزساختار در تبیین رفتار نرخ ارز، مراجعه کنید به: شاکری و همکاران (۱۳۹۹، صص. ۱-۵۴).

6. BIS Paper (2005, p. 43), Stone et al. (2009, p. 27).

۷. برای بررسی کشورهای مختلف، مراجعه کنید به: Mohanty and Turner (2005, pp. 78-79).



میان مدت فقط برای اهداف تنظیم پولی صادر می‌شوند. درآمد حاصل از این اوراق در حساب جداگانه‌ای در بانک مرکزی مکزیک نگهداری می‌شود و فقط می‌تواند برای بازپرداخت در سررسید و کوپن‌ها استفاده شود. در سوئد نیز، اوراق بانک مرکزی در حال حاضر توسط طیف وسیع‌تری از فعالین بازار (اعم از شرکت‌کنندگان مستقیم در عملیات بانک مرکزی) نگهداری می‌شود. این اوراق جایگزین اسناد و اوراق قرضه دولتی سوئد شده‌اند، زیرا حجم آنها به دلیل خریدهای بانک مرکزی سوئد در حال کاهش است و اوراق بانک مرکزی کمبود دارایی‌های مطمئن و باکیفیت را جبران می‌کند. در برزیل، انتشار اسناد خزانه (که در پرتغوی اوراق بهادار بانک مرکزی بودند) به منظور عقیم کردن تأثیر ذخایر مازاد ناشی از انباشت ذخایر بین‌المللی ضروری بود. این عقیم‌سازی پولی از طریق بازپرداخت (ریپو) معکوس اجرا شد.^۱ در ادامه به دلیل حفظ اختصار، پس از مرور آثار پولی مداخلات ارزی در چین، تجربه این کشور در مورد ابزارهای عقیم‌سازی مداخلات ارزی مورد بررسی قرار می‌گیرد.^۲

۲-۳. آثار مداخلات ارزی بانک مرکزی چین

با توجه به داده‌های ترازنامه بانک مرکزی چین (PBC) طی دو دهه اخیر (پیوست ۳)، اصلی‌ترین عامل در انبساط ترازنامه بین سال‌های ۲۰۰۲ تا اوایل ۲۰۱۴، مشخصاً مداخلات ارزی و انباشت دارایی‌های خارجی می‌باشد. در مباحث بخش دوم به خصوص قسمت ۲-۲ مطرح شد که مازاد ترازپرداخت هم از سمت حساب جاری و هم جریان ورودی سرمایه، بانک مرکزی را مجبور می‌کند برای حفظ دامنه نوسان نرخ ارز، در بازار مداخله کند. اگرچه دامنه نوسان یوان در برابر سایر ارزها به خصوص دلار در این دوره با تصمیم سیاستگذار ارزی، افزایش پیدا می‌کند (نمودار ۲۰) اما تقویت مستمر و یک طرفه یوان، جریان ورودی سرمایه غیرمقیم را هم به شکل سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI) و هم پول داغ تحریک می‌کرد. از طرفی طبق داده‌های ترازپرداخت تا قبل از سال ۲۰۱۴، جریان خروج سرمایه مقیم (ساکنان چین) از این کشور ضعیف به نظر می‌رسد (نمودار ۱۵). مجموعه این عوامل در کنار هم، مداخلات ارزی و جذب مازاد ترازپرداخت را در ترازنامه بانک مرکزی تا حدود زیادی توجیه می‌کند.

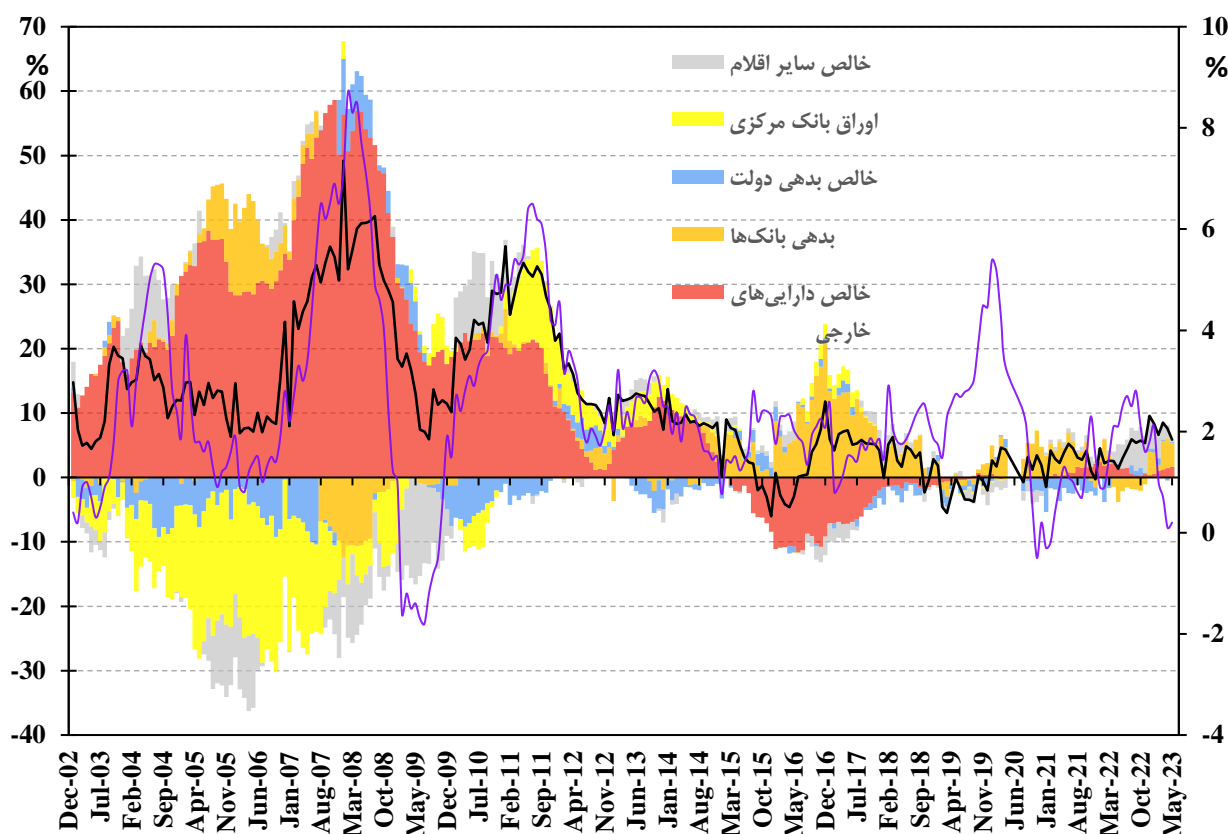
تجزیه و تحلیل اجزای رشد سالیانه ذخایر (پایه پولی) چین از سمت منابع در نمودار ۲۵ هم نشان می‌دهد که مداخلات ارزی تا سال ۲۰۰۷ رشد پایه پولی را به بالای ۳۰ درصد و در سال ۲۰۰۸ به حدود ۴۰ درصد می‌رساند. در نگاه اول و بدون بررسی مبتنی بر روش‌های اقتصادسنجی، رشد ذخایر ناشی از رشد دارایی‌های خارجی، با فشارهای تورمی بین سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۴، هم‌بستگی دارند. در مباحث بخش اول به خصوص قسمت ۵-۱ مطرح شد که نرخ ارز در چین در مواردی به عنوان ابزار کنترل تورم هم در نظر گرفته می‌شود. در واقع یکی از استدلال‌هایی که کنار گذاشتن پگ و تقویت و شناورسازی یوان را قبل از جولای ۲۰۰۵ توجیه می‌کرد، فشارهای تورمی در اواخر سال ۲۰۰۴ بود. به عبارتی، از یک طرف تقویت یوان با تعدیل ترازپرداخت مانع از مداخلات بیشتر می‌شد و این عرضه ذخایر ناشی از مداخلات ارزی را محدودتر می‌کرد (هرچند تقویت یک طرفه و مزمن یوان، اختلالاتی در مورد ورود پول داغ

1. Logan and Bindseil (2019, pp. 44, 61).

۲. برای مطالعه تجربه کشورهای مختلف مراجعه کنید به: BIS Paper (2005, pp. 1-301), Logan and Bindseil (2019, pp. 59-63).

غیررسمی ایجاد کرده بود)، و از طرفی یوآن قوی‌تر می‌توانست به‌عنوان یک رژیم هدف‌گذاری ارزی که عملاً هم در چین حاکم بود، به کنترل تورم کمک نماید. هرچند در این تحلیل باید محرک‌های خارج از تئوری‌های پولی در بررسی تورم را هم در نظر گرفت (مانند شوک‌های خارجی و سمت عرضه).

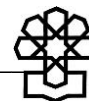
نمودار ۲۵. اجزای رشد سالیانه ذخایر (پایه پولی) چین^۱ (از سمت منابع) (درصد)



source: PBC ترازنامه.

در قسمت ۲-۲-۲-۴ بررسی شد که مجموع شرایط بین‌المللی و داخلی چین در بین سال‌های ۲۰۱۴ تا ۲۰۱۷، روند تغییرات نرخ ارز (پیوست ۵) و انباشت ذخایر را کاملاً معکوس کرد. در این دوره بانک مرکزی مجبور می‌شود برای کاهش روند تضعیف یوآن به‌شدت در بازار ارز مداخله کند (فروش دارایی‌های خارجی توسط بانک مرکزی). با توجه به نمودار پیوست ۳ و نمودار ۲۵، از سال ۲۰۱۴ کانال انبساط ترازنامه بانک مرکزی و عرضه ذخایر در چین از دارایی‌های خارجی به بدهی بانک‌ها و مؤسسات مالی تغییر می‌کند. در واقع انقباض پولی ناشی از فروش شدید دارایی‌های خارجی در بازار ارز توسط بانک مرکزی، یا باید در افزایش نرخ‌های بانکی خود را نشان دهد یا باید از کانال‌های دیگر عرضه ذخایر جبران شود تا منجر به افزایش نرخ‌های بانکی نشود. دقت کنید در سال ۲۰۱۵، به‌رغم تشدید روند خروج سرمایه از چین، سیاست کاهش نرخ بهره نیز در کنار مداخلات ارزی (فروش دارایی‌های خارجی بانک مرکزی) جهت تحریک رشد اقتصادی اتخاذ شد و در تکمیل

۱. برای مقایسه تعریف پایه پولی در چین با سایر کشورها مراجعه کنید به: Cartas and Harutyunyan (2017, p. 199).



سیاست پولی انبساطی، بانک مرکزی در چندین نوبت، نسبت سپرده قانونی را هم کاهش داد (نمودار ۲۸). همچنین در سال ۲۰۱۴، ابزار وام‌دهی میان‌مدت بانک مرکزی چین (MLF)^۱ معرفی شده بود که در کنار کاهش نسبت‌های سپرده قانونی، عرضه میان‌مدت (یک‌ساله) ذخایر را برای بازار پول فراهم می‌کرد.^۲ اگرچه روند افزایش نرخ بهره سیاستی برای عموم کشورها در سال ۲۰۱۵ شروع نشده بود اما خروج آمریکا از برنامه تسهیل کمی بر انتظارات فعالین بازارهای مالی بین‌المللی اثر جدی می‌گذاشت^۳ و روند خروج سرمایه از اقتصادهای نوظهور را تشدید می‌کرد. لذا خروج سرمایه صرفاً با مداخلات ارزی در چین پاسخ داده شد و روند سیاست پولی انبساطی با ابزارهای مختلف، حفظ گردید. روند نرخ بهره جهانی از سال ۲۰۲۲ تا اواسط ۲۰۲۳ هم نشان می‌دهد، به‌رغم افزایش نرخ‌های بهره در اقتصادهای توسعه‌یافته و اقتصادهای نوظهور، هنوز سیاست افزایش نرخ بهره سیاستی و مرجع در چین اتخاذ نشده و وضعیت تورم در این کشور برخلاف سایر کشورها در سطح بسیار پایینی قرار دارد. به‌نظر می‌رسد طی سال‌های ۲۰۲۲ و ۲۰۲۳ در چین، استقلال بالایی در سیاست پولی نسبت به وضعیت نرخ‌های بهره بین‌المللی حاصل شده است و متغیرهای کلان چین طی سال‌های اخیر تا حد زیادی صرفاً وابسته به وضعیت عرضه و تقاضای داخلی تعدیل شده‌اند.

مطابق ادبیاتی که از سه‌گانه ناممکن در بخش دوم قسمت ۱-۲ مرور شد، انتظار داریم در رژیم‌های ارزی میانی شبیه به چین، اختلالات عرضه پول ناشی از مداخلات ارزی، یا به‌طور کامل عقیم‌سازی شوند و یا با قواعد جریان سرمایه، روند ورود و خروج ارز خارجی تا حدی کنترل گردد که در شوک‌ها مداخلات به حداقل ممکن برسد. تقریباً از سال ۲۰۱۷ روند مداخلات ارزی بانک مرکزی چین تا حد زیادی از عوامل عرضه ذخایر (پایه پولی) حذف شده است. لذا عقیم‌سازی مداخلات ارزی (در تعریف متعارف و سنتی) در چین بیشتر به دوره ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۴ مربوط می‌شود. اما باید دقت کرد که در اکثر فصول حتی پس از ۲۰۱۵، مازاد ترازپرداخت چین همچنان وجود دارد (نمودار ۱۱). به‌خصوص پس از همه‌گیری کرونا مازاد حساب جاری چین تشدید شده است. از طرفی خروج سرمایه مقیم (به‌معنای فرار سرمایه) به‌طور کامل توضیح‌دهنده تعدیل مازاد ترازپرداخت و علت عدم مداخلات مستقیم بانک مرکزی چین پس از ۲۰۱۷ نیست.

بررسی داده‌های سیستم بانکی چین نشان می‌دهد که پس از سال ۲۰۱۵، انباشت دارایی‌های خارجی در ترازنامه مؤسسات سپرده‌پذیر (بانک‌ها)، رشد چشمگیری داشته است (نمودار ۲۶).^۴ با توجه به دولتی بودن بانک‌های اصلی و بزرگ چین، می‌توان گفت احتمالاً سیاستگذار ارزی به‌شکل غیرمستقیم از مسیر این بانک‌ها در بازار ارز مداخله می‌کند تا مازاد ترازپرداخت جذب شود. اگرچه انباشت دارایی‌های خارجی در ترازنامه نهادهای حاکمیتی غیر از بانک مرکزی (اعم از صندوق‌ها و بانک‌های دولتی)، مستقیماً بر پایه پولی ندارد،^۵ اما در بخش بانکی می‌تواند بر تقاضای ذخایر از سمت بانک‌ها اثر بگذارد و پیامدهای برای برون‌رانی داشته باشد. این مسئله با رشد بدهی بانک‌های چین به بانک مرکزی پس از سال ۲۰۱۵ نیز تا حدودی تطابق دارد (پیوست ۳).

1. Medium-term Lending Facility

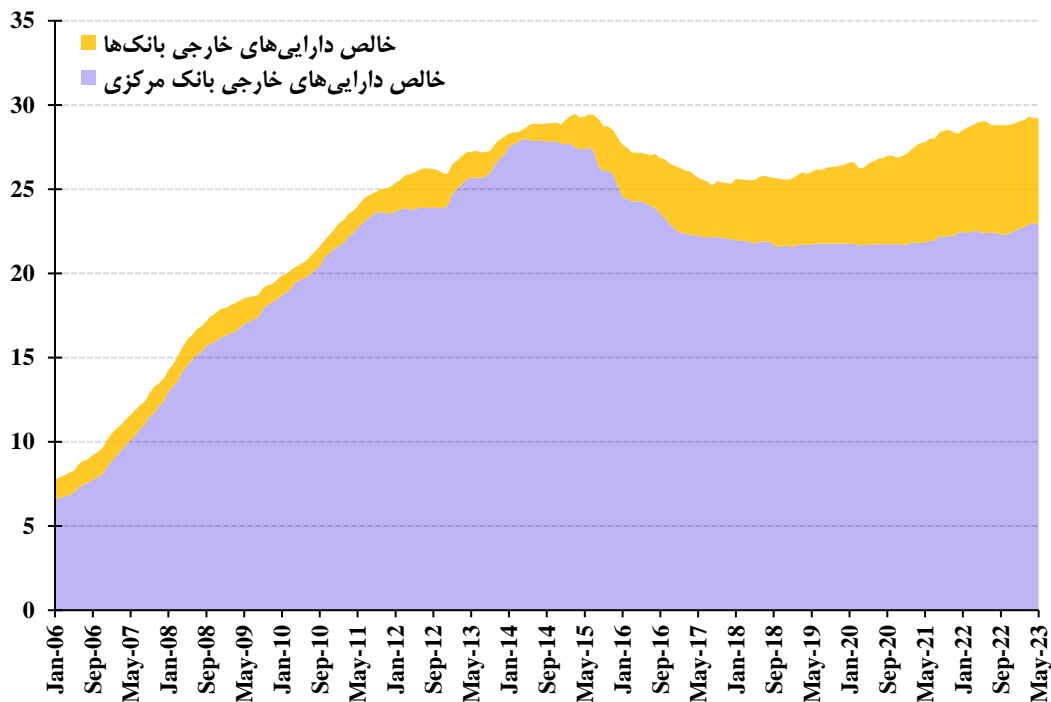
2. Gang (2021, p. 4).

۳. در زمان اتخاذ سیاست‌های پولی انقباضی در کشورهای ناشر ارز جهان‌روا (دلار، یورو، پوند و ...) نرخ بهره مورد انتظار فعالین بازارهای مالی بین‌المللی افزایش پیدا می‌کند و بر روند جریان سرمایه کشورها اثر می‌گذارد.

۴. برای مطالعه بیشتر مراجعه کنید به: Etra et al. (2021, Web series Part III).

5. Krugman et al. (2022, p. 545).

نمودار ۲۶. خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی و بانک‌های چین (تریلیون یوآن)



source: Ibid.

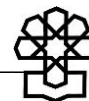
تا زمانی که عرضه و تقاضای ذخایر (پایه پولی) به بانک‌ها اجازه می‌دهد تا بدون تغییر نرخ‌های بهره بین‌بانکی به جای بانک مرکزی در بازار ارز مداخله کنند و دارایی‌های خارجی خود را افزایش دهند، می‌توان گفت این سیاست (در صورت هدایت شدن از سمت مقامات پولی)، نوعی تکنیک در عقیم‌سازی مداخلات ارزی محسوب می‌شود. البته در کشورهایی که نوسانات نرخ ارز زیاد می‌باشد، تغییر ترکیب دارایی‌های بانک‌ها و افزایش سهم دارایی‌ها یا بدهی‌های خارجی می‌تواند احتمال قرار گرفتن در معرض ریسک ترازنامه‌ای^۱ را بالا ببرد. لذا مداخلات ارزی غیرمستقیم برای شبکه بانکی و افزایش دارایی‌های خارجی در ترازنامه بانک‌ها همیشه بدون ریسک نیست.^۲

۳-۳. ابزارهای عقیم‌سازی مداخلات ارزی در چین

به‌طور کلی بین سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۴ در چین ابزارهای متعارفی جهت عقیم‌سازی مداخلات ارزی بانک مرکزی این کشور (PBC) به کار گرفته شدند. این ابزارها به دو دسته ابزارهای بازاری^۳ مانند انتشار اوراق و اسناد بانک مرکزی و یا استفاده از عملیات ریپو (به‌طور کلی عملیات بازار باز صرف‌نظر از نوع اوراق مورد معامله) و ابزارهای غیربازاری مانند نسبت ذخیره قانونی، تقسیم می‌شوند که به‌صورت مجزا در اینجا مورد بررسی قرار می‌گیرند:

1. Balance Sheet Foreign Exchange Exposure

۲. به‌عنوان نمونه مراجعه کنید به: Hartmann (2010, 697-702), Prasad and Sekhar (2019, pp. 101-110).
 ۳. منظور از ابزارهای بازاری این است که در بستر بازار معامله می‌شوند. برای مثال، خرید و فروش اوراق در بستر بازارهای مالی توسط سیاستگذار برای تحقق اهداف پولی به معنای استفاده از ابزارهای مبتنی بر بازار است.



۱-۳-۳. اسناد بانک مرکزی^۱ چین

برای بررسی آثار انتشار اسناد بانک مرکزی چین، ابتدا باید ساختار کلی بازار اوراق و بدهی چین را شناخت.^۲ از یک جنبه، اوراق در چین به دو گروه تقسیم می‌شود: ۱. اوراق دولتی یا وابسته به نهادهای دولت (شبه‌دولتی) شامل: اوراق خزانه، اوراق دولت‌های محلی، اسناد بانک مرکزی، اوراق بانک‌های توسعه‌ای سیاستی و اوراق آژانس‌های تحت حمایت دولت. ۲. اوراق موسوم به اعتباری شامل ابزارهای تأمین مالی و بدهی مؤسسات غیرمالی و اوراق شرکتی.^۳ از طرف دیگر، دو پلتفرم مجزای معاملاتی برای اوراق در چین عبارتند از: ۱. بازار بین‌بانکی؛ ۲. بازار سرمایه.

در ابتدای دهه نخست ۲۰۰۰ میلادی، از مجموع کل اوراق موجود در چین حدود ۹۰ درصد بازار به اوراق دولتی و شبه دولتی اختصاص داشت. (از جنبه ارزش بازاری و مانده اوراق سررسید نشده) به تدریج این سهم تا سال ۲۰۱۵ به ۵۴.۶ درصد می‌رسد و سهم اوراق اعتباری بیشتر می‌شود. همچنین تا سال ۲۰۱۰ طبق برآوردها، بیش از ۸۰ درصد اوراق منتشر شده جدید (در یک‌سال مالی)، به اوراق دولتی و شبه‌دولتی اختصاص دارد و بعد از آن به تدریج سهم اوراق اعتباری افزایش می‌یابد. از طرفی نسبت اوراق سررسید نشده به تولید ناخالص چین از حدود ۳۰ درصد در ابتدای دهه اول سال ۲۰۰۰ به حدود ۵۰ درصد در سال ۲۰۱۳ می‌رسد.^۴ می‌توان گفت، بازار اوراق چین از جنبه‌های متعددی توسعه‌یافتگی لازم برای اجرای سیاست‌های پولی را در ابتدای دهه اول سال ۲۰۰۰ نداشته و به تدریج با افزایش حجم بازار و تنوع انتشار اوراق باکیفیت، بستر لازم برای توسعه ابزارهای پولی مبتنی بر معاملات اوراق فراهم شده‌است.

در فضای توسعه نیافتگی بازار مالی، از سال ۲۰۰۲ بانک مرکزی چین (PBC) به منظور عقیم‌سازی و جذب مازاد عرضه ذخایر ناشی از مداخلات ارزی، شروع به انتشار اسناد خود در بازار بین‌بانکی با سررسیدهای سه‌ماهه، شش‌ماهه، یک‌ساله و سه‌ساله می‌کند و به سرعت سهم این اوراق در معاملات بین‌بانکی و در بازار اولیه بالا می‌رود. در نمودار ۲۷ بین سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۳ حجم انتشار اسناد بانک مرکزی با سایر اوراق قابل مقایسه است. در واقع بین سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۰، بیش از نیمی از اوراق منتشر شده جدید در چین مربوط به اسناد بانک مرکزی می‌باشد. از سال ۲۰۱۳ به دلیل کاهش جریان‌های ارزی ورودی و افزایش جریان‌های خروجی ارز از چین (به‌طور کلی کاهش مداخلات ارزی بانک مرکزی) و همچنین به دلیل اجتناب از هزینه‌های اسناد بانک مرکزی، انتشار آنها متوقف می‌شود. (برای مشاهده سهم این اوراق در طرف بدهی ترازنامه بانک مرکزی چین، نگاه کنید به پیوست ۳. همچنین اثر انتشار این اوراق در کاهش عرضه پایه پولی (ذخایر) در نمودار ۲۵ مشهود است).

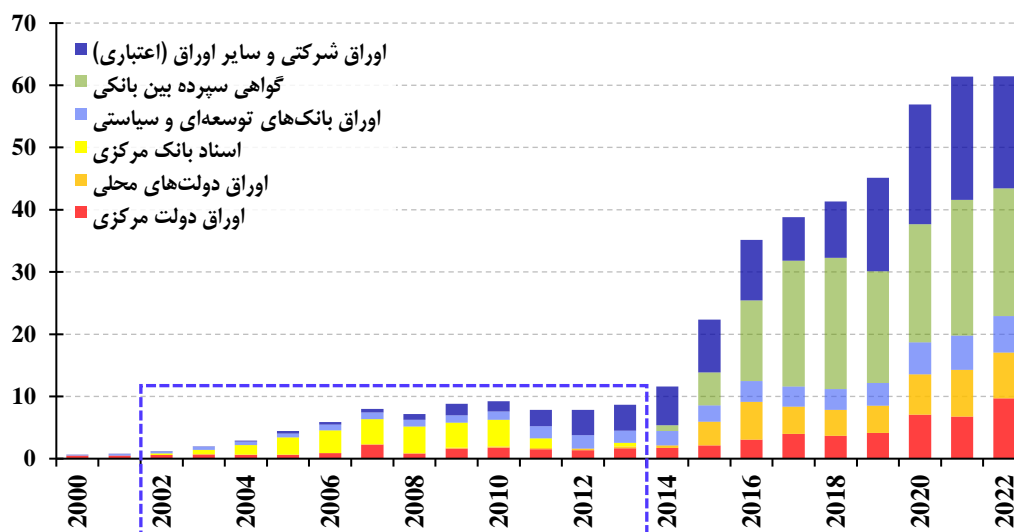
1. Central Bank Bills

۲. برای مطالعه بیشتر در مورد بازار اوراق چین مراجعه کنید به: Schipke et al. (2019, Chapter 1)
۳. می‌توان دسته‌بندی دیگری در نظر گرفت تا انتشار گواهی‌های سپرده بین‌بانکی را هم در برگیرد که قوانین آن از دسامبر ۲۰۱۳ در چین ابلاغ شد. گواهی‌های سپرده از ۲۰۱۴ به سرعت در بازار بین‌بانکی رشد کردند. مراجعه کنید به:

China Monetary Policy Report (2013 Quarter 4, p. 13).

4. Lin et al. (2019, pp. 2-6).

نمودار ۲۷. ترکیب سالیانه اوراق منتشر شده جدید در چین (تریلیون یوآن)



source: Ibid.

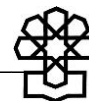
لوگان و بیندسیل (۲۰۱۹) در مورد چین بیان می‌کنند که انتشار اسناد بانک مرکزی (عمدتاً با سررسید کمتر از یکسال) باعث افزایش دسترسی وثایق باکیفیت و ابزارهای مالی کوتاه‌مدت و قابل معامله برای مؤسسات مالی شد و قابلیت مدیریت دارایی و تأمین وجوه آنها را افزایش داد. این ابزار همچنین پیوندهای بین مؤسسات مالی را تقویت کرد و عملکرد بازارهای پول و اوراق را بهبود بخشید و نقش فعالی در آزادسازی نرخ بهره در چین ایفا کرد. نقدشوندگی اسناد بانک مرکزی بسیار بهتر از اوراق قرضه کوتاه‌مدت دولتی در بازار بود. بنابراین، با پذیرش فزاینده اسناد بانک مرکزی توسط فعالان بازار، شکل‌گیری یک منحنی بازده معیار برای سررسیدهای کمتر از یکسال در چین تسهیل شد.^۱

عقیم‌سازی از طریق انتشار اسناد بانک مرکزی ممکن است آثار منفی هم به همراه داشته باشد که مطالعات مختلف به آنها پرداخته‌اند. به‌عنوان نمونه گادانچ و همکاران (۲۰۱۴) به‌طور کلی بیان می‌کنند که افزایش سطح اوراق در ترازنامه بانک‌ها (اعم از اوراق دولتی و اسناد بانک مرکزی که نقدشوندگی بالا دارند) با یک تأخیر منجر به افزایش اعتباردهی بانک‌ها می‌شود. در واقع بانک مرکزی با هدف جذب مازاد نقدینگی بانک‌ها، از طریق اوراق به عقیم‌سازی می‌پردازد اما همین اوراق به دلیل نقدشوندگی بالا در بازار پول، ممکن است منجر به افزایش اعتباردهی بانک‌ها شود. بنابراین همسو با نظریه سه‌گانه ناممکن نتیجه می‌گیرند که مداخلات ارزی (حتی با عقیم‌سازی) کنترل مقام پولی بر سیاست پولی داخلی را تضعیف می‌کند.^۲ پونومارنکو (۲۰۱۹) نیز در بررسی مداخلات کشورهای آسیایی نتیجه می‌گیرد که به‌رغم اجرای عقیم‌سازی در این کشورها که موفق به تثبیت نرخ‌های بهره شده، مداخلات ارزی و انباشت دارایی‌های خارجی بانک مرکزی، محرک اصلی شتاب رشد پول در آسیا بوده است.^۳ لوگان و بیندسیل (۲۰۱۹) هم در مورد ارتباط میان افزایش حجم اسناد سررسید نشده بانک مرکزی با میزان گردش بازار ریپو نتایج مختلفی بیان می‌کنند. مثلاً می‌گویند

1. Logan and Bindseil (2019, p. 62).

2. Gadanez et al. (2014, p. 18).

3. Ponomarenko (2019, p. 11).



در سوئیس، با افزایش مانده اسناد بانک مرکزی، گردش مالی در بازار با وثیقه^۱ (ریپو) شروع به افزایش کرده در حالی که در انگلیس این اتفاق رخ نداده است.^۲ به طور کلی مداخلات عقیم شده حتی اگر در تنظیم نرخ بهره موفقیت آمیز باشد، ممکن است بالقوه منجر به انحرافات اقتصادی شود.^۳

یکی دیگر از مشکلات انتشار اسناد بانک مرکزی این است که شکاف نرخ بهره (یا بازدهی دارایی‌های مالی) داخلی و خارجی می‌تواند هزینه مالی برای انتشار اسناد ایجاد کند. به این صورت که دارایی‌های ارزی خارجی بازدهی کمتری نسبت به اوراق منتشر شده توسط بانک مرکزی کسب کنند و طی فرایند انتشار اسناد، بانک مرکزی در جبران بازدهی اسناد خود متضرر شود. از طرفی، بخشی از دارایی‌های ارزی چین به صورت اوراق بدهی آمریکا نگهداری می‌شوند و اختلافی بین نرخ این دارایی‌های ارزی با اوراق داخل چین وجود دارد و معمولاً نرخ اوراق در چین بالاتر از آمریکا هستند. لذا بانک مرکزی ممکن است بازدهی کمتری از دارایی‌های ارزی ترانزنامه خود کسب نماید و بازدهی بالاتری روی انتشار اسناد پرداخت کند. البته در مقابل، مطالعاتی نیز به این نتیجه رسیده‌اند که هزینه‌های عقیم‌سازی در چین بسیار کم یا حتی منفی بوده‌اند. به این معنا که بانک مرکزی چین (PBC) توانسته است در مواردی از طریق مداخلات ارزی و انتشار اسناد، درآمد کسب کند. برای مثال بین سال‌های ۲۰۰۴ و ۲۰۰۸، بازده همه اوراق خزانه‌داری آمریکا (اوراق در اختیار چین) در سررسید به طور مداوم بالاتر از سود اعطایی (بازده پرداختی روی اسناد) به مؤسسات مالی داخلی بوده است.^۴

در پژوهش‌ها دو رویکرد برای بررسی اثربخشی و کارایی عقیم‌سازی معمولاً وجود دارد:

۱. رویکردی که به تحلیل و سنجش انباشت دارایی‌های خارجی در ترانزنامه بانک مرکزی به شکل کلی می‌پردازد؛
۲. رویکردی که آثار عقیم‌سازی هر جزء از ترانزپرداخت‌ها یعنی حساب جاری، جریان سرمایه مستقیم خارجی (FDI) و جریان پرتفو را به طور مجزا بررسی می‌کند.^۵

به عنوان مثال یین و همکاران (۲۰۱۹) آثار جریان‌های ارزی «پول داغ» را بر نقدینگی^۶ (به معنای مجموع پول و شبه پول یا M2) و قیمت مسکن در چین بررسی کرده و نتیجه می‌گیرند عمدتاً پول داغ اثر ناچیزی بر نقدینگی دارد که نشان‌دهنده مؤثر بودن عقیم‌سازی در چین است.^۷ نتایج سایر پژوهش‌های تجربی در این موضوع بسیار متنوع و بعضاً متضاد هستند. برخی اشاره می‌کنند که در فاصله ۲۰۰۳ تا تابستان ۲۰۰۷، عملیات بازار باز از طریق انتشار اسناد بانک مرکزی توانسته شکاف میان ذخایر بانک‌ها و دارایی‌های خارجی بانک مرکزی را پوشش دهد و به عبارتی عقیم‌سازی برای جذب ذخایر مازاد بانک‌ها و کنترل نرخ بهره با موفقیت انجام شده است.^۸ (نمودارهای ۲۵ و ۲۸). اما برخی دیگر

1. Secured

2. Logan and Bindseil (2019, p. 44).

۳. برای مطالعه بیشتر مراجعه کنید به:

Blanchard et al. (2016, pp. 565-568), Gadanez et al. (2014, pp. 1-4), et al.

4. Geiger (2010, pp. 126-127).

5. Yang (2016, p. 1798).

۶. دقت کنید که واژه «Liquidity» در فارسی عموماً به نقدینگی ترجمه می‌شود. اما از آنجاکه کلمه «نقدینگی» در ادبیات تخصصی پولی به زبان فارسی مربوط به کل‌های پولی وسیع (مجموع پول و شبه پول یا همان M2) می‌باشد، واژه «Liquidity» در مورد وجوه و ذخایر بانک‌ها در بازار بین‌بانکی معمولاً به اصطلاح «وجوه نقد» ترجمه می‌شود تا با M2 خلط نگردد.

7. Yin et al. (2019, p. 617).

8. Yang (2016, p. 1810), Ouyang et al. (2010, p. 951).

اشاره می‌کنند که افزایش اسناد و اوراق کوتاه‌مدت در ترازنامه بانک‌ها در فرایند مداخله عقیم شده می‌تواند حتی دسترسی آنها به ذخایر را تسهیل کند و موجب کاهش اثربخشی عقیم‌سازی شود. در این حالت با افزایش اسناد بانک مرکزی در ترازنامه بانک‌ها، مدیریت وجوه نقد بانک‌های تجاری تسهیل شده (کانال مدیریت وجوه نقد)^۱ و با کاهش هزینه‌های تأمین وجوه نقد، بانک‌ها به افزایش اعتبارات و انبساط ترازنامه خود متمایل می‌شوند.^۲ در مورد چین از آنجا که اسناد بانک مرکزی در دوره ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۶ نقدشوندگی بسیار بالایی داشتند، گردش این دارایی‌ها به‌طور قابل‌توجهی افزایش یافت و به بالاترین نرخ گردش مالی در بین تمام دارایی‌های مورد معامله در بازار اوراق بین‌بانکی چین رسید. هنگامی که بانک‌ها حجم بیشتری از اسناد بانک مرکزی را نگه می‌دارند، ممکن است میزان ذخایر مازاد را کاهش دهند^۳ و میزان جانشینی بالا میان اسناد (یا در کل اوراق دولتی با سررسید کمتر) و ذخایر مازاد بانک‌ها می‌تواند اهداف عقیم‌سازی در محدودیت‌های رشد اعتبارات بانکی را تضعیف کند.^۴ البته باید توجه داشت که اسناد و اوراق کوتاه‌مدت، در عمل جانشین کامل ذخایر اضافی و وجوه نقد بانک‌ها نیستند.^۵ به همین دلیل بانک‌های مرکزی هنوز از اسناد و اوراق کوتاه‌مدت برای کنترل عرضه ذخایر در عملیات بازار باز استفاده می‌کنند.

۲-۳-۳. نسبت ذخیره قانونی^۶

در ابتدای دهه نخست ۲۰۰۰ میلادی به‌طور میانگین نسبت ذخیره قانونی برای مؤسسات مالی و اعتباری چین حدود ۶ درصد بود. به‌منظور تکمیل فرایند عقیم‌سازی از اکتبر ۲۰۰۳ بانک مرکزی چین اقدام به افزایش نسبت ذخیره قانونی نمود.^۷ طبق نمودار ۲۸ تا ژوئن ۲۰۰۶، انتشار اسناد بانک مرکزی نقش کلیدی در جذب ذخایر مازاد بانک‌ها دارد اما به‌دلیل هزینه‌های ساختاری انتشار اسناد و ضعف این ابزار در محدود کردن انبساط ترازنامه بانک‌ها، نسبت ذخیره قانونی در راستای تکمیل فرایند عقیم‌سازی و انجماد ذخایر مازاد، مکرراً افزایش پیدا می‌کند و در جولای ۲۰۰۸ به ۱۷.۵ درصد می‌رسد. حتی بانک مرکزی برای انجماد بیشتر ذخایر مازاد، تا جولای ۲۰۱۱ نرخ ذخیره برای بانک‌های بزرگ (عموماً ۵ بانک اصلی بزرگ دولتی) را به عدد ۲۲ درصد افزایش می‌دهد. درنهایت بعد از مارس ۲۰۱۵ با هدف تحریک رشد اقتصادی و تکمیل سیاست‌های پولی انبساطی (و کاهش اثر کمبود ذخایر ناشی از مداخلات فروش دارایی‌های ارزی) روند کاهش نسبت ذخیره قانونی در چین شروع می‌شود (مراجعه کنید به مباحث ۲-۳ و ۴-۲-۲).

از آنجا که طی دو دهه اخیر، بانک مرکزی چین به‌شکل فعالی از نسبت ذخیره قانونی به‌عنوان یک ابزار مدیریت عرضه ذخایر و انجماد وجوه مازاد ناشی از مداخلات ارزی استفاده نمود، تغییرات نسبت ذخیره قانونی برای بانک‌ها و بازارهای مالی چین به یک ابزار سیگنال‌دهی قوی در رابطه با سیاست‌های پولی بانک مرکزی تبدیل شد. تا جایی که

1. Liquidity Management Channel

2. Cun and Li (2023, pp. 1-3).

3. Cun and Li (2016 pp. 1-2).

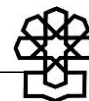
۴. برای مطالعه بیشتر در مورد جانشینی میان اوراق و ذخایر مازاد بانکی مراجعه کنید به مباحث تئوری تعادل پرتفو: Zampolli (2012, p. 102), Gadanecz et al. (2014, p. 3), Vargas et al. (2013, 102), Cun and Li (2019, pp. 1-2).

۵. برای مثال اسناد و اوراق کوتاه‌مدت می‌توانند در انتقال وجوه نقد بین بانک‌ها، جانشین ذخایر مازاد باشند اما در برداشت وجوه از خودپردازها یا برداشت وجوه نقد توسط مشتریان غیربانکی از حساب‌های بانکی نمی‌توانند جانشین ذخایر باشند. مراجعه کنید به:

Cun and Li (2016, p. 2).

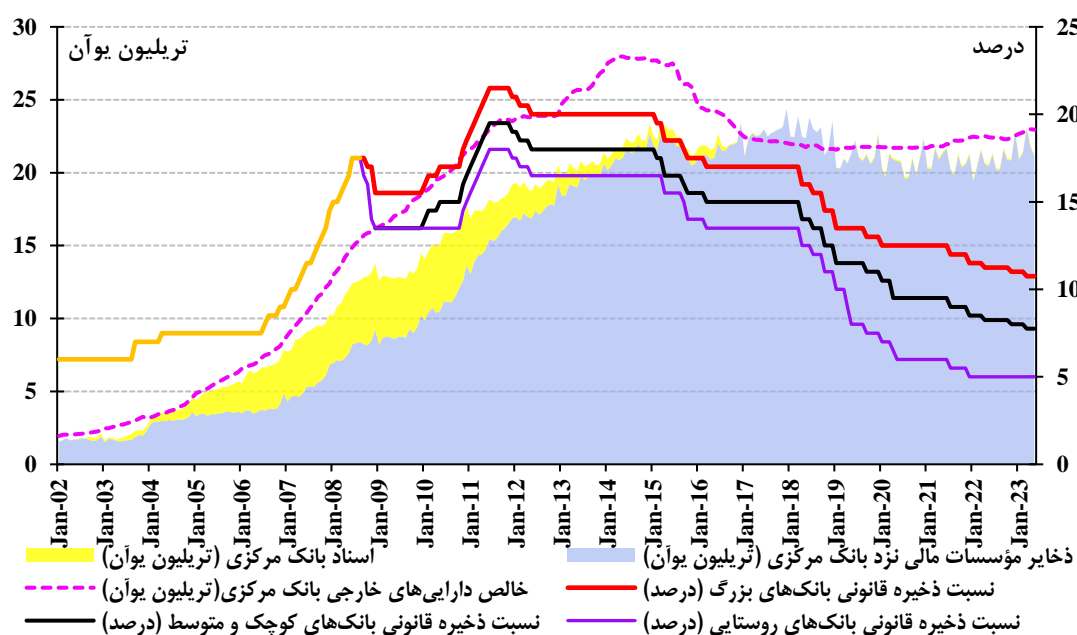
6. Required Reserve Ratio

۷. برای مطالعه بیشتر در مورد تاریخچه و ساختار استفاده از نسبت ذخیره قانونی در چین مراجعه کنید به: Ma et al. (2011, pp. 1-29).



بین سال‌های ۲۰۱۶ تا ۲۰۱۸، به دلیل ترس از ارسال سیگنال قوی و انحراف انتظارات بازار از سیاست‌های پولی و همچنین نگرانی دولت در مورد حباب دارایی‌ها و افزایش اهرم‌های مالی، بانک مرکزی چین (PBC) تمایلی به کاهش نسبت ذخیره قانونی نداشت. در عوض، بانک مرکزی چین مجموعه جدیدی از تسهیلات تأمین وجوه نقد^۱ را با هدف غلبه بر رکود و تأمین عرضه ذخایر مورد نیاز برای مؤسسات مالی معرفی کرد. این ابزارها مانند تسهیلات نقدینگی موقت (TLF)^۲ و ترتیبات ذخیره مشروط (CRA)^۳ با کارکردی مشابه کاهش نسبت ذخیره قانونی در دوره سال نو چینی به ترتیب در سال‌های ۲۰۱۷ و ۲۰۱۸ برای کمک به مدیریت اوج تقاضای وجوه نقد استفاده شدند. عدم تمایل به کاهش نسبت ذخیره قانونی در آوریل ۲۰۱۸ شروع به تغییر کرد و در گام اول نسبت ذخیره ۱ درصد کاهش داده شد و تقریباً ۱.۳ تریلیون یوان از ذخایر آزاد شد.^۴ اگرچه کاهش نسبت ذخیره قانونی پس از سال ۲۰۱۸ در چین ادامه داشته است اما تا می ۲۰۲۳ برای بانک‌های بزرگ این کشور، این نسبت هنوز بالای ۱۰ درصد می‌باشد که در مقایسه با اکثر کشورها رقم بالایی قلمداد می‌گردد.^۵ در دهه‌های اخیر استفاده از نسبت ذخایر قانونی در اقتصادهای توسعه‌یافته بسیار کمتر شده است (تقریباً به صفر میل کرده) و در مباحث ۲-۱-۳ مطرح شد که مقامات پولی در عمده اقتصادهای توسعه‌یافته سعی می‌کنند بانک‌ها را با ابزارهای انگیزشی (سیستم کف کریدور نرخ بهره) به سپرده‌گذاری در بانک مرکزی متمایل کنند تا اهداف عقیم‌سازی محقق شود.

نمودار ۲۸. اثر نسبت ذخیره قانونی و اسناد PBC در عقیم‌سازی



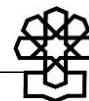
source: MacroMicro.me, Bloomberg.

1. Liquidity Facilities
2. Temporary Liquidity Facility
3. Contingent Reserve Arrangement
4. Amstad et al. (2020, Chapter 3).

۵. برای مقایسه کشورها مراجعه کنید به: لینک

مطالعات متعددی به آثار استفاده از نسبت ذخیره قانونی در چین پرداخته‌اند. برخی پژوهش‌ها کارکرد نسبت ذخیره قانونی را در کنترل انبساط ترازنامه بانک‌ها (ناشی از افزایش اعتبارات) در فرایند عقیم‌سازی مداخلات ارزی، مؤثرتر از عملیات بازار باز می‌دانند.^۱ البته گادانچ و همکاران (۲۰۱۴) بیان می‌کنند که با توجه به نحوه پرداخت ذخایر الزامی، ممکن است سودآوری سیستم بانکی به میزان قابل توجهی تضعیف شود.^۲ هرچند ما و همکاران (۲۰۱۱) بار مالیاتی تحمیل شده توسط ذخایر الزامی بر بانک‌های چینی را ۰.۳ درصد از تولید ناخالص داخلی تخمین می‌زنند که بانک‌ها بخش قابل توجهی از این هزینه را به مشتریان خود، منتقل کرده‌اند و در نتیجه آن را قابل‌مدیریت می‌دانند.^۳ چانگ و همکاران (۲۰۱۹) می‌گویند تعدیل بهینه نسبت ذخیره قانونی، مکمل تعدیل عرضه پول در بهبود ثبات و رفاه اقتصاد کلان است. آنها همچنین بررسی می‌کنند که چگونه مقررات نسبت ذخیره می‌تواند بر تخصیص اعتبار بین شرکت‌های خصوصی و دولتی تأثیر بگذارد.^۴ فرنالد و همکاران (۲۰۱۴) نیز در مطالعه کمی خود می‌گویند که افزایش نسبت ذخایر قانونی، مطابق با مطالعات قبلی، فعالیت‌های اقتصادی و تورم را در چین کاهش می‌دهد. اما برخلاف بسیاری از ادبیات، می‌گویند که تغییرات تعیین شده توسط بانک مرکزی در نرخ‌های بهره چین نیز تأثیرات قابل توجهی بر فعالیت اقتصادی و تورم دارد و به‌طور کلی نتیجه می‌گیرند که کانال‌های انتقال سیاست پولی در چین به اقتصادهای بازار غربی نزدیک‌تر شده است.^۵ هرچند به‌طور کلی بانک مرکزی چین اغلب در رسیدن به اجماع در مورد ذخایر الزامی آزادی عمل بیشتری نسبت به تصمیم‌گیری در مورد نرخ بهره دارد و در به‌کارگیری نسبت ذخیره قانونی از اختیارات و استقلال بیشتری برخوردار است.^۶ به‌عنوان نکته پایانی باید دقت شود که استفاده از اوراق (اعم از اسناد بانک مرکزی و اوراق دولت) یا به‌طور کلی استفاده از عملیات بازار باز در عملیات عقیم‌سازی، مستقیماً مازاد عرضه ذخایر (پایه پولی) را تخلیه می‌کند و بر کاهش رشد پایه پولی اثر دارد. اما افزایش ذخایر بانک‌ها نزد بانک مرکزی (اعم از قانونی و اختیاری) به‌لحاظ آماری تأثیری بر کاهش رشد پایه پولی ناشی از انبساط دارایی‌ها در ترازنامه بانک مرکزی ندارد. (به ساختار محاسبه پایه پولی در ترازنامه بانک مرکزی از سمت منابع و مصارف، دقت کنید). صرفاً زمانی که بانک مرکزی، نسبت ذخایر قانونی را افزایش می‌دهد، ذخایر مازاد و نقد بانک‌ها به‌حالت ذخایر الزامی (غیر نقد) تبدیل می‌شوند^۷ و قدرت بانک‌ها در انبساط ترازنامه کاهش می‌یابد. (نگاه کنید به مباحث ۲-۳-۳) در شاخه‌ای از تحلیل‌های پولی گفته می‌شود که افزایش ذخایر قانونی، به کاهش ضریب فزاینده منجر می‌شود. در نتیجه اگرچه پایه پولی حتی بعد از افزایش نسبت ذخیره قانونی رشد می‌کند اما به‌دلیل کاهش ضریب فزاینده، رشد کل‌های وسیع‌تر مانند نقدینگی (M2) تغییر نمی‌کند.^۸ وانگ و همکاران (۲۰۱۹) می‌گویند برخلاف این دیدگاه که می‌گوید به‌دلیل انعطاف‌پذیری محدود یوان، چین کنترل سیاست‌های پولی داخلی را از دست داده است، چندین مطالعه نشان داده‌اند که چین با سیاست‌های عقیم‌سازی خود توانسته است تا حد زیادی کنترل

1. Cun and Li (2016, p. 1).
2. Gadanez et al. (2014, p. 3).
3. Ma et al. (2011, p. 25).
4. Chang et al. (2019, p. 2).
5. Fernald et al. (2014, p. 83).
6. Ma et al. (2011, p. 25).
7. Cun and Li (2023, p. 4).



سیاست‌های پولی داخلی را حفظ کند. باین‌حال، ارزیابی دقیق درجه عقیم‌سازی ساده نیست زیرا چین از ابزارهای مختلف عقیم‌سازی به‌طور هم‌زمان استفاده کرده است. به‌طور خاص، چین نسبت ذخیره قانونی را به‌عنوان یک سیاست عقیم‌سازی مهم در نظر می‌گیرد که عمدتاً بر ضریب فزاینده پول تأثیر می‌گذارد، برخلاف ابزارهای سیاست پولی دیگر (مانند انتشار اسناد بانک مرکزی) که بر پایه پولی تأثیر می‌گذارند. بنابراین بررسی همه‌جانبه دو نوع سیاست دشوار است زیرا قابلیت مقایسه بین آنها وجود ندارد.^۱

۳-۳-۳. قراردادهای بازخرید (ریپو)^۲

به‌طور کلی بانک مرکزی از طریق عملیات بازار باز روزانه، موجودی نقد در سیستم بانکی را در سطح مناسبی نگه می‌دارد و سیگنال‌های نرخ بهره کوتاه‌مدت را از این طریق ارسال می‌کند.^۳ از طرفی متداول‌ترین ابزار در عملیات بازار باز، قراردادهای خرید و بازخرید اوراق در کوتاه‌مدت (زیر یک‌سال) به‌اصطلاح معاملات ریپو^۴ یا ریپومعکوس می‌باشد.^۵ به‌دلیل مداخله بانک مرکزی در بازار ریپو، بازده ریپوی بین‌بانکی معمولاً نوسان کمتری نسبت به بازده ریپوهای بورس اوراق بهادار دارد. در طول بحران مالی شرق آسیا ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۰ عملیات ریپو برای تزریق نقدینگی کاربرد داشت اما از سال ۲۰۰۰ به‌بعد به‌دلیل مداخلات ارزی و مزاد عرضه ذخایر، به‌تدریج از تعداد عملیات‌های ریپو کاسته و به تعداد عملیات ریپوی معکوس افزوده شده و بانک مرکزی به‌منظور عقیم‌سازی در بازار به‌شکل ریپوی معکوس مداخله می‌کرد. سررسیدهای کوتاه‌مدت و گردش بالای بازار ریپوی معکوس بین‌بانکی، این ابزار را در عملیات عقیم‌سازی محدود می‌کند. به همین دلیل از سال ۲۰۰۳، انتشار اسناد و افزایش نسبت ذخیره قانونی هم به ابزارهای عقیم‌سازی اضافه شدند.^۶ طبق آمار بانک مرکزی چین (PBC) در سال ۲۰۰۶ حجم گردش مالی کل ریپوها در بازار بین‌بانکی حدود ۲۶.۳ تریلیون یوان بوده که این رقم به ۱۳۷۵ تریلیون یوان در سال ۲۰۲۲ رسیده است. بیش از ۸۶ درصد قراردادهای در سال ۲۰۲۲ با سررسید یک روزه و ۱۰.۳ درصد مربوط به سررسید ۷ روزه می‌باشد^۷ و سررسیدهای بلندمدت سهم بسیار پایینی دارند.^۸ در بازار بین‌بانکی (غیر از ریپو بین‌بانکی) نیز با توجه به مقررات سخت‌گیرانه‌تر در مورد وام‌های با سررسید طولانی‌تر، بخش بزرگی از معاملات در دوره‌های کوتاه‌مدت (کمتر از یک‌ماه) متمرکز شده است.^۹

بانک‌های تجاری ملی (عمدتاً بانک‌های دولتی) و بانک‌های توسعه‌ای چین، اصلی‌ترین وام‌دهندگان در بازار ریپوی بین‌بانکی چین و بانک‌های کوچک و روستایی اصلی‌ترین وام‌گیرندگان هستند. از سال ۲۰۱۵، بانک مرکزی چین نیز اعطای وام در بازار ریپو بین‌بانکی را از طریق عملیات بازار باز به‌سرعت افزایش داده است. مداخلات (فروش ارز) و کاهش دارایی‌های خارجی بانک مرکزی پس از سال ۲۰۱۴، مستلزم جبران از طریق تزریق وجوه به سیستم مالی چین

1. Wang et al. (2019, p. 1).

2. Repurchase Agreements (Repos)

3. Gang (2021, p. 5).

۴. دقت کنید که بانک مرکزی چین (PBC) از «ریپوی معکوس» برای تزریق ذخایر و از «ریپو» برای تخلیه ذخایر استفاده می‌کند. استفاده از این اصطلاحات در ایالات متحده و اروپا برعکس چین می‌باشد. به این معنا که اصطلاح «ریپو» برای تزریق و «ریپوی معکوس» برای جذب ذخایر مزاد به‌کار برده می‌شود. Angrick and Yoshino (2020, p. 287).

5. Gábor (2012, p. 359).

6. Geiger (2010, pp. 86-87).

۷. مراجعه کنید به: لینک

۸. برای مطالعه بیشتر در مورد بازار ریپو در چین مراجعه کنید به: Kendall and Lees (2017, pp. 75-86).

9. He et al. (2015, p. 259).

بود. بانک مرکزی چین از یک‌طرف با مداخله مستقیم در بازار ریپو (عملیات بازار باز) و از طرف دیگر با تعریف کانال‌های جدید اعتباردهی، عرضه ذخایر مورد نیاز سیستم بانکی را تأمین می‌کرد. برای مثال، بانک مرکزی در آوریل ۲۰۱۴، کانال اعطای وام تعهد شده تکمیلی (PSL)^۱ را برای تأمین وجوه کم‌هزینه برای بانک‌های سیاستی تعریف نمود تا از وام‌های توسعه‌ای حمایت شود. بانک‌های سیاستی از طریق همین کانال، اعطای وام در بازار ریپو را پس از سال ۲۰۱۴ افزایش دادند.^۲ جدول ۶ ابزارهای اصلی بانک مرکزی چین برای تزریق وجوه به سیستم بانکی را غیر از عملیات بازار باز به‌طور خلاصه نشان می‌دهد.

جدول ۶. ابزارهای بانک مرکزی چین برای عرضه ذخایر به سیستم بانکی غیر از عملیات بازار باز

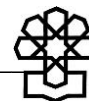
ابزار اعطای وام	زمان معرفی	هدف ابزار	بانک‌های مورد هدف	دوره	وثیقه مورد نیاز
Standing Lending Facility (SLF)	اوایل سال ۲۰۱۳	پاسخ‌گویی به تقاضای نقدینگی غیرمعمول	همه بانک‌ها	۱ روز تا یک‌ماه	اوراق و دارایی‌های اعتباری باکیفیت بالا
Pledged Supplementary Lending Facility (PSL)	آوریل ۲۰۱۴	حمایت از وام‌های توسعه‌ای از طریق عرضه ذخایر کم‌هزینه	صرفاً بانک‌های سیاستی	معمولاً کمتر از ۳ سال	قابل تنظیم توسط بانک مرکزی
Medium-term Lending Facility (MLF)	سپتامبر ۲۰۱۴	عرضه میان‌مدت ذخایر (پایه پولی)	بانک‌های تجاری واجد شرایط و بانک‌های سیاستی	۳ تا ۱۲ ماه	اوراق باکیفیت بالا
Targeted Medium-term Lending Facility (TMLF)	دسامبر ۲۰۱۸	عرضه میان‌مدت ذخایر (پایه پولی) برای بخش خصوصی و بنگاه‌های کوچک و متوسط	بانک‌های تجاری واجد شرایط و بانک‌های سیاستی	۳ ساله (۱۲ ماهه با ۲ بار امکان تمدید)	اوراق باکیفیت بالا
Temporary Lending Facility (TLF)	ژانویه ۲۰۱۷	عرضه موقت ذخایر (پایه پولی)	۵ بانک بزرگ دولتی	۲۸ روز	نیازی به وثیقه ندارد.
Contingent Reserve Arrangement (CRA)	ژانویه ۲۰۱۸	عرضه موقت ذخایر (پایه پولی)	بانک‌های تجاری ملی	۳۰ روز	نیازی به وثیقه ندارد.

source: Amstad et al. (2020, Chapter 3).

۳-۴. روند تکامل سیاست پولی در چین

اجرای سیاست‌های پولی مستقل به سبک کشورهای توسعه‌یافته (مبتنی بر تک ابزار نرخ بهره و معاملات بازاری) مستلزم شکل‌گیری بسترهایی است که مقامات اقتصادی بتواند بر روی آنها نظارت و سیاستگذاری کنند. برای شکل‌گیری این بسترها (عموماً مبتنی بر بازار) ممکن است چنددهه زمان صرف شود. برای مثال اجرای عملیات بازار باز در بازار بین‌بانکی و کامل کردن سازوکار انتقال نرخ بهره، نیازمند بازارهای مالی رشد یافته است و بدون شکل‌گیری منحنی‌های بازدهی

1. Pledged Supplementary Lending Facility
2. Kendall and Lees (2017, pp. 78-79).



بر روی دارایی‌های مالی مختلف نمی‌توان سازوکار انتقال سیاست پولی را کامل نمود. به موازات اصلاحات صورت گرفته در بازار ارز و کنترل حساب سرمایه در چین طی دهه‌های اخیر، بازار پول نیز تحولات عمده و مهمی داشته است. انتقال چین از اقتصاد برنامه‌ریزی مرکزی به اقتصاد بازار به مدت چهار دهه در حال پیشرفت بوده است، اما این روند هنوز تکمیل نشده و در حال حاضر دولت رویکرد اصلاحی تدریجی «دو مسیری» را اتخاذ کرده است.^۱ این رویکرد دوگانه در چارچوب‌های اقتباسی از سیاست‌های پولی این کشور نیز مشهود است. اکثر اقتصادهای بزرگ به‌طور سنتی بر کنترل نرخ بهره بین‌بانکی برای دستیابی به هدف تورمی متمرکز هستند و ابزارهای کمی و دستوری عمدتاً در این کشورها کنار گذاشته شده‌اند. اما سیاست پولی در اقتصادهای در حال گذار مانند چین اغلب به شکل ترکیبی از ابزارها و اهداف مختلف اعم از متعارف و غیرمتعارف اجرا می‌شود^۲ (جدول ۷).

البته باید توجه داشت که ابزارها و اهداف پولی مداوم تغییر می‌کنند و نقش هر کدام ممکن است در طول زمان پررنگ‌تر یا کم‌رنگ‌تر شود. به‌عنوان نمونه آنگریک و یوشینو (۲۰۲۰) در مقایسه ژاپن و چین در استفاده از ابزار پنجره هدایت می‌گویند که در هر دو اقتصاد، پنجره هدایت در ابتدا یک ابزار سیاستی قدرتمند است اما در طول زمان اثر و کاربرد آن کاهش پیدا می‌کند. کاهش اثربخشی این ابزار در چین منعکس‌کننده تجربه ژاپن است که در آن توسعه بازارهای مالی، آزادسازی‌ها و باز کردن حساب سرمایه، اثربخشی پنجره هدایت را با گسترش دامنه منابع مالی کاهش می‌دهد. اگرچه اهمیت نرخ بین‌بانکی در هر دو کشور افزایش می‌یابد، اما سرعت این توسعه در چین بیشتر از ژاپن است که وابسته به سرعت نسبتاً سریع‌تر تحول نهادی در چین و تلاش‌های آگاهانه مقامات چینی برای ارتقای نرخ بهره می‌باشد.^۳ بخشی از تغییرات سیاستگذاری نرخ بهره در چین بین سال‌های ۱۹۹۶ تا ۲۰۱۹ را در جدول ۸ مشاهده می‌کنید.

1. Amstad et al. (2020, Chapter 2)
2. Angrick and Yoshino (2020, p. 280).
3. Angrick and Yoshino (2020, p. 280).

جدول ۷. چارچوب سیاست پولی (رسمی و غیررسمی) در چین

اهداف سیاستی (نهایی)	اهداف میانی	اهداف عملیاتی	ابزارهای عملیاتی
<ul style="list-style-type: none"> - رشد اقتصادی - اشتغال کامل - ثبات قیمت‌ها - تراز حساب خارجی - و ثبات نرخ ارز 	<ul style="list-style-type: none"> - هدف‌گذاری عرضه پول (M1 و M2) - هدف‌گذاری تورم - هدف‌گذاری رشد - اعتبارات بانکی (یا شاخص مجموع تأمین مالی اجتماعی)^۱ - نرخ بهره بازار (مانند نرخ SHIBOR) - هدف‌گذاری نرخ ارز^۲ 	<ul style="list-style-type: none"> - ذخایر استقراضی و غیر استقراضی - نرخ کوتاه‌مدت بازار پول - پایه پولی 	<ul style="list-style-type: none"> ابزارهای کمی: - نسبت ذخیره قانونی؛ - اسناد بانک مرکزی؛ - وام‌های بانک مرکزی؛ و ... ابزارهای قیمتی: - نرخ مرجع سپرده و وام؛ - عملیات بازار باز^۳ و ... پنجره هدایت^۴

source: Amstad et al. (2020, Chapter 2), Jones and Bowman (2019, pp. 11-14).

جدول ۸. تغییرات سیاست‌گذاری نرخ بهره در چین طی ۱۹۹۶-۲۰۱۹

سال	نرخ مورد نظر	تغییرات
۱۹۹۶	نرخ بین‌بانکی (CHIBOR)	- حذف سقف نرخ بین‌بانکی
۱۹۹۷	نرخ ریپوی بین‌بانکی نرخ معاملات اوراق	- معرفی قراردادهای ریپو با نرخ آزاد - آزادسازی نرخ معاملات اوراق
۱۹۹۸	نرخ تنزیل/تنزیل مجدد	- آزادسازی نرخ تنزیل/تنزیل مجدد
۱۹۹۸-۱۹۹۹	نرخ انتشار اوراق خزانه نرخ اوراق بانک‌های سیاستی	- ایجاد حراج انتشار اوراق بانکی و خزانه‌داری
۱۹۹۸-۱۹۹۹	نرخ‌های وام‌دهی	- محدوده شناور بودن نرخ‌های وام سه بار افزایش یافت.
۲۰۰۰	نرخ وام و سپرده ارزی	- حذف محدودیت‌های نرخ وام‌ها و سپرده‌های ارزی بزرگ
۲۰۰۳	نرخ سپرده ارزی	- حذف کف نرخ بهره سپرده‌های ارزی کوچک
۲۰۰۴	نرخ وام/سپرده	- حذف سقف نرخ‌های وام

۱. اصطلاح «Total Social Financing» به مجموع تأمین مالی فعالیت‌های اقتصاد با روش‌های مختلف اعم از اعتبارات بانکی، اوراق و سایر روش‌های تخصیص و دریافت اعتبار در بخش غیربانکی اشاره دارد. در واقع با کاهش ارتباط نقدینگی (M2) و اعتبارات جدید بانکی در چین، بانک مرکزی یک شاخص جدید به نام تأمین مالی کل برای اقتصاد واقعی (Aggregate Financing to the Real Economy) را برای سنجش حمایت بخش مالی از بخش واقعی تدوین کرد. این شاخص در کشورهای دیگر مانند نروژ هم تجمیع و گزارش می‌شود.

Amstad et al. (2020, Chapter 2)

۲. به دلیل رویکرد چندگانه سیاست‌گذار اقتصادی در چین، نرخ ارز با توجه اصلاحات ارزی دهه اخیر، تا حدودی هنوز جزو اهداف میانی بانک مرکزی چین برآورد می‌شود و در مدل‌های تحلیل‌گران لحاظ می‌شود. افزایش انعطاف نرخ ارز و کاهش تدریجی کنترل‌های سرمایه باید ادامه یابد تا نرخ ارز نقش کمتری در چارچوب سیاست پولی چین ایفا کند. اما مقامات بانک مرکزی چین اذعان کرده‌اند که ثبات نرخ ارز، به کمک کنترل‌های سرمایه، احتمالاً به‌عنوان یک نقطه کانونی فعلاً در اهداف میانی سیاست پولی باقی خواهد ماند. مراجعه کنید به: Petreski and Jovanovic (2012, p. 1), Jones and Bowman (2019, pp. 15-16)

۳. عملیات بازار باز هم به‌عنوان ابزار کمی و هم ابزار قیمتی در سیاست پولی شناخته می‌شود. بسته به هدف سیاست‌گذار در استفاده از این ابزار، این دسته‌بندی متفاوت می‌شود. مثلاً زمانی که هدف از عملیات بازار باز، تغییر در عرضه کل‌های پولی برای رسیدن به سطح مشخصی از عرضه وجوه باشد (مثلاً در راستای اهداف عقیم‌سازی مازاد عرضه ذخایر)، این ابزار به‌عنوان یک ابزار کمی شناخته می‌شود و اگر هدف از آن، اثرگذاری بر نرخ‌ها باشد، یک ابزار قیمتی و بازاری می‌شود. می‌توان گفت پس از ۲۰۱۴، عملیات بازار باز در چین عمدتاً یک ابزار قیمتی در سیاست پولی بوده است.

۴. در واقع «Window Guidance» یک ابزار پولی غیرمتعارف است که مبتنی بر «هدایت» مؤسسات مالی و بانکی در تمدید اعتبار و یا تخصیص وام در راستای اهداف رسمی (دولتی) می‌باشد. با استفاده از این ابزار، مقامات به‌دنبال هدایت مستقیم حجم وام‌دهی بانک‌های تجاری هستند. برای مطالعه بیشتر در مورد این ابزار مراجعه کنید به: Angrick and Yoshino (2020, pp. 279-316).



سال	نرخ مورد نظر	تغییرات
		- افزایش دامنه شناوری کف نرخ وام تا ۹۰ درصد نرخ مرجع ^۱ - حذف کف نرخ سپرده
۲۰۰۵	نرخ سپرده بین بانکی	- آزادسازی نرخ سپرده بین بانکی
۲۰۱۲	نرخ وام/سپرده	- افزایش دامنه شناوری نرخ وام تا ۷۰ درصد نرخ مرجع - افزایش دامنه شناوری نرخ سپرده تا ۱۱۰ درصد نرخ مرجع
۲۰۱۳	نرخ وام	- حذف کف نرخ وام در تمام تسهیلات به جز وام رهنی
۲۰۱۳	نرخ وام‌دهی مداوم بانک مرکزی چین (SLF) ^۲	- SLF معرفی شد و نرخ آن در سررسید ۷ روزه، سقف کریدور نرخ بهره است.
۲۰۱۴	نرخ سپرده	- افزایش دامنه شناوری نرخ سپرده تا ۱۲۰ درصد نرخ مرجع
۲۰۱۴	نرخ وام‌دهی میان مدت بانک مرکزی چین (MLF) ^۴	- MLF معرفی شد و عملیات وام‌دهی از طریق این کانال ماهیانه توسط بانک مرکزی اجرا می‌شود. به عبارتی نرخ MLF یک نرخ سیاستی در چین می‌باشد. ^۳
۲۰۱۵	نرخ سپرده	- افزایش دامنه شناوری نرخ سپرده تا ۱۵۰ درصد نرخ مرجع حذف سقف نرخ سپرده
۲۰۱۵	بیمه سپرده	- راه‌اندازی طرح بیمه سپرده بانکی
۲۰۱۵	نرخ وام‌دهی مداوم بانک مرکزی چین (SLF)	- از اواخر سال ۲۰۱۵، نرخ SLF با سررسید ۷ روزه براساس نرخ ریپوی معکوس ۷ روزه بانک مرکزی به اضافه ۱۰۰ واحد پایه (۱ درصد) محاسبه می‌شود.
۲۰۱۴-۲۰۱۷	کریدور نرخ بهره	- بین این سال‌ها به شکل رسمی کریدور نرخ بهره معرفی و بهبود پیدا کرد.
۲۰۱۹	نرخ وام ممتاز (LPR) ^۵	- اتصال نرخ وام ممتاز به نرخ MLF با در نظر گرفتن هزینه‌ها و صرف ریسک - الزام بانک‌ها به قیمت‌گذاری وام‌های معوق براساس LPR

source: Amstad et al. (2020, Chapter 3-4).

تغییرات جدول ۸ نشان می‌دهد که اولاً رویکرد کلی سیاستگذار پولی در چین، تلاش برای بازارمحور کردن ابزارهای سیاست پولی است و این مسئله در گزارش‌های مختلف پولی بانک مرکزی چین ذکر می‌شود؛^۶ ثانیاً رویکرد سیاستگذار کاملاً تدریجی و بدون اصلاحات هیجانی است تا در مسیر اصلاح ساختارها، نظام مالی دچار تنش نشود.

۱-۴-۳. سازوکار انتقال سیاست پولی و شکل‌گیری کریدور نرخ بهره در چین

می‌توان گفت رویکرد چندگانه چین در ابزارها و اهداف سیاست پولی تا قبل از سال ۲۰۱۵، تا حد زیادی متأثر از مداخلات ارزی است و در واقع این مداخلات ارزی است که استخدام ابزارها و اهداف کمی را در سیاست پولی اجتناب‌ناپذیر کرده است. لیو و ژانگ (۲۰۱۰) روند تنظیم چارچوب سیاست پولی در چین را به این صورت توصیف می‌کنند که بانک مرکزی ابتدا مقادیر عددی عرضه پول و رشد اعتبار (یا شاخص مجموع تأمین مالی اجتماعی) را به عنوان اهداف میانی در آغاز هر سال تعیین می‌کند، سپس این اهداف کمی در طول سال به دقت بررسی می‌شوند و انحراف از این اهداف توسط تعدادی از ابزارهای سیاستی مانند ذخیره قانونی، عملیات بازار باز، نرخ بهره سیاستی، و ترغیب اخلاقی (یا اقدامات پنجره هدایت)

1. Benchmark Rate
2. Standing Lending Facility (SLF)
3. Gang (2021, p. 4).
4. Medium-term Lending Facility (MLF)
5. Loan Prime Rates

۶. مراجعه کنید به گزارش‌های اخیر سیاست پولی بانک مرکزی چین؛ لینک: همچنین مراجعه کنید به مقاله اخیر رئیس جدید بانک مرکزی چین: Gang (2021, pp. 1-15).

تنظیم می‌شود. اگرچه برخی تحلیل‌گران اشاره کرده‌اند که این رویکرد نسبت به سیاست پولی در مرحله کنونی گذار اقتصادی چین مناسب است،^۱ اما تحلیل تجربی انتقال سیاست پولی در چین به دلیل استخدام ابزارهای مختلف و تغییرات متعدد طی دو دهه اخیر دشوار شده است. از طرفی انتقال سیاست پولی به شدت تحت تأثیر ساختار اقتصاد، مرحله توسعه سیستم مالی و ماهیت ترتیبات نهادی است.^۲ به همین دلیل در برخی از مطالعات تجربی، نه یک قانون استاندارد تیلور (تیلور، ۱۹۹۳)^۳ روند نرخ بهره سیاستی بانک مرکزی چین را توضیح می‌دهد و نه یک قانون مقداری پولی مانند مک‌کالوم (۱۹۸۸-۲۰۰۰)^۴ با رشد نقدینگی محقق شده (M2) مطابقت دارد.^۵ لذا مدل‌های استاندارد پایه ممکن است سازوکار انتقال سیاست پولی در چین را به درستی نشان ندهند و باید از روش‌های ترکیبی برای توضیح آن استفاده نمود.^۶ پژوهش‌های تجربی اخیر^۷ عموماً به این نتیجه رسیده‌اند که در انتقال سیاست پولی، نرخ‌های سیاستی بانک مرکزی چین (PBC) در حال حاضر نسبت به کل‌های پولی تأثیر بیشتری بر تولید و بازده اوراق دارند و این نشان می‌دهد که سیستم مالی چین در حال توسعه است.^۸ شپیکه و همکاران (۲۰۱۹) نیز بیان می‌کنند که انتقال قابل توجهی از نرخ‌های سیاستی به میانگین نرخ وام بانکی و بازدهی اوراق کوتاه‌مدت دولت وجود دارد و اگرچه رشد نقدینگی (M2) به عنوان هدف میانی سیاست پولی به شکل رسمی باقی‌مانده، اما برای اولین بار از سال ۲۰۱۷ هیچ عدد کمی در مورد رشد M2 در برنامه کاری ارائه شده توسط دولت به کنگره ملی چین منتشر نشد.^۹ آخرین چارچوبی که مقامات بانک مرکزی چین از سازوکار انتقال نرخ‌های بهره ارائه می‌دهند به صورت شکل ۳ می‌باشد.

1. Liu and Zhang (2010, p. 541).

2. Jones and Bowman (2019, p. 28).

۳. قاعده تیلور ارتباط نرخ بهره کوتاه‌مدت و شکاف تولید و تورم را توضیح می‌دهد. این قاعده فرایند تصمیم‌گیری سیاست پولی را به مجموعه‌ای محدود از متغیرهای نسبتاً آسان و در دسترس کاهش می‌دهد. بوفینگر (۲۰۰۱) معادله را به شکل زیر ارائه می‌دهد:

$$i_t - \pi_t = R + \alpha(\pi_t - \pi^*) + \beta \left(\frac{Y_t - Y^*}{Y^*} \right)$$

که در این معادله i_t نرخ بهره اسمی؛ π_t نرخ تورم محقق‌شده؛ R نرخ بهره واقعی کوتاه‌مدت خنثی؛ π^* تورم هدف؛ Y_t تولید محقق شده؛ Y^* تولید بالقوه؛ α فاکتور وزنی شکاف تورم و β فاکتور وزنی شکاف تولید است. (Bofinger (2001, p. 269).

۴. مک‌کالوم (۱۹۸۷، ۱۹۸۸، ۱۹۸۹، ۱۹۹۹) یک قاعده ضمنی مبتنی بر پایه پولی برای هدف‌گذاری تولید ناخالص داخلی اسمی ارائه کرد که توجه زیادی در مباحث پولی به خود جلب کرده است. مک‌کالوم قاعده خود را جایگزینی برای قاعده تیلور می‌داند، اما اشاره می‌کند که قاعده او «در بسیاری از دوره‌ها با تیلور همسو بوده است» (۱۹۹۸). این شباهت را می‌توان با این واقعیت توضیح داد که پایه پولی که عمدتاً از پول در گردش تشکیل شده است، یک کل به شدت حساس به نرخ بهره است. بنابراین، اگر نرخ بهره کوتاه‌مدت افزایش یابد، نرخ رشد پایه پولی کاهش می‌یابد. (Bofinger (2001, p. 279).

اما اعمال این قانون در واقعیت، عمدتاً به دلیل تمرکز آن بر پایه پولی با انحرافات قابل توجه در سرعت رشد پایه، دشوار است. با رویکرد ترکیبی سیاست پولی بانک مرکزی چین و تأکید بر اقدامات سیاست پولی مبتنی بر کمیت، کل پولی و وام‌های داخلی، منطق قاعده مک‌کالوم در واقع ممکن است در مورد چین مناسب باشد. این امر به ویژه برای قاعده مک‌کالوم که برای کل پولی به عنوان معیار اصلی تعدیل عرضه پول اعمال می‌شود، امکان‌پذیر است (Geiger (2010, p. 164).

لیو و زانگ (۲۰۱۰) معادله را حتی برای تغییرات نقدینگی (M2) به شکل زیر تعریف کرده‌اند:

$$\Delta M_t = \Delta x_t^* + \Delta v_t + \lambda(\Delta x_t^* - \Delta x_{t-1})$$

که در آن ΔM_t رشد نقدینگی اسمی است که با رشد سال به سال M2 اندازه‌گیری می‌شود؛ Δx_t^* رشد هدف‌گذاری شده تولید ناخالص داخلی اسمی؛ Δx_t رشد محقق‌شده تولید ناخالص داخلی اسمی؛ Δv_t تغییرات سرعت پول و λ فاکتور وزنی شکاف تولید می‌باشد.

Liu and Zhang (2010, p. 541).

5. Liu and Zhang (2010, p. 541).

۶. برای نمونه مراجعه کنید به:

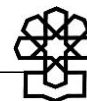
Kawai and Liu (2015, p. 49), Liu and Zhang (2010, pp. 541-543), Jones and Bowman (2019, pp. 32-34), Geiger (2010, p. 164), et al.

۷. برای نمونه مراجعه کنید به فصل ۷ کتاب «Modernizing China Investing in Soft Infrastructure»:

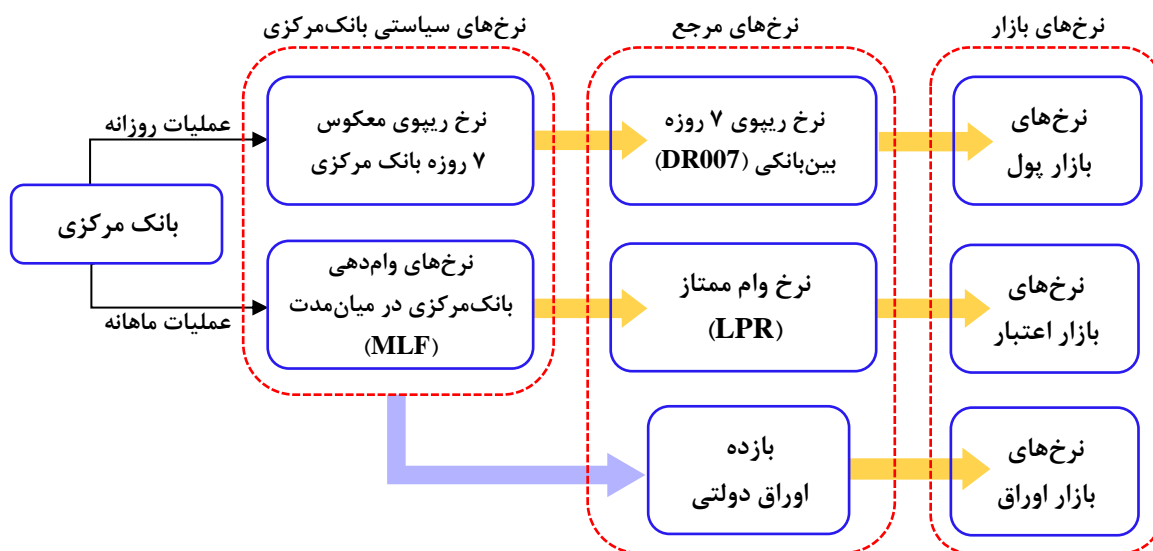
Lam et al. (2017, Chapter 7).

8. Jones and Bowman (2019, pp. 43-48).

9. Schipke et al. (2019, pp. 72-75), Jones and Bowman (2019, pp. 14-15).



شکل ۳. آخرین چارچوب (رسمی و غیررسمی) انتقال نرخ بهره در چین



source: Gang (2021, p. 4).

جونز و بومن (۲۰۱۹) اشاره می‌کنند که اگرچه اهداف سیاست پولی در چین و چارچوب عملیاتی آن همچنان مشابهت کمی با اقتصادهای پیشرفته دارد، اما در برخی از ویژگی‌های اجرایی و عملیاتی مانند کریدور نرخ‌های سیاستی با ادامه گذار چین از یک سیستم پولی مقداری به قیمتی، شباهت‌هایی ایجاد شده است.^۱ یک نقطه عطف اساسی در شکل‌گیری کریدور نرخ بهره در چین، اصلاحات سال ۲۰۱۵ می‌باشد. اگرچه کانال تسهیلات‌دهی کوتاه‌مدت بانک مرکزی (SLF) از سال ۲۰۱۳ معرفی شد، اما نمی‌توانست به‌عنوان سقف کریدور نرخ بهره به‌درستی عمل کند. در سال ۲۰۱۵، محاسبه نرخ SLF (۷ روزه) براساس نرخ ریپوی معکوس ۷ روزه بانک مرکزی به اضافه ۱۰۰ واحد پایه (۱ درصد) اصلاح شد. همان‌طور که در نمودار ۲۹ مشهود است تا قبل از سال ۲۰۱۵، نرخ ریپوی ۷ روزه بین‌بانکی (DR007) به‌عنوان یک نرخ مرجع (بنچمارک) نوسانات روزانه زیادی دارد (برای سال‌های قبل از ۲۰۱۲ هم این نوسانات وجود دارد).^۲ از یک‌طرف اصلاح سقف کریدور نرخ بهره و از طرفی معرفی ابزارهای تسهیل عرضه ذخایر از سال ۲۰۱۳ تا ۲۰۱۴ (جدول ۶؛ SLF، PSL و MLF) در کاهش نوسانات و تنظیم کریدور نرخ بهره نقش اساسی داشتند.^۳

در مباحث ۱-۲-۳ اشاره شد که در نرخ‌های پایین بهره بعد از سیاست‌های پولی نامتعارف، اقتصادهای توسعه‌یافته به سیستم کف کریدور منتقل شده‌اند. اما در چین هنوز نرخ ذخایر مازاد به‌عنوان کف کریدور در تنظیم نرخ‌ها نقشی ندارد و اساساً بر روی این نرخ تغییرات خاصی اعمال نمی‌شود (نمودار ۲۹). در واقع نرخ عملیات بازار باز بانک مرکزی (نرخ ریپوی معکوس ۷ روزه) در نقش کف کریدور عمل می‌کند. می‌توان گفت که نسبت بالای ذخایر قانونی و ضعف نظام انگیزشی در تنظیم عرضه و تقاضای ذخایر، به‌خصوص برای بانک‌های بزرگ (نمودار ۲۸) سبب می‌شود نرخ کف

1. Jones and Bowman (2019, pp. 1-2).

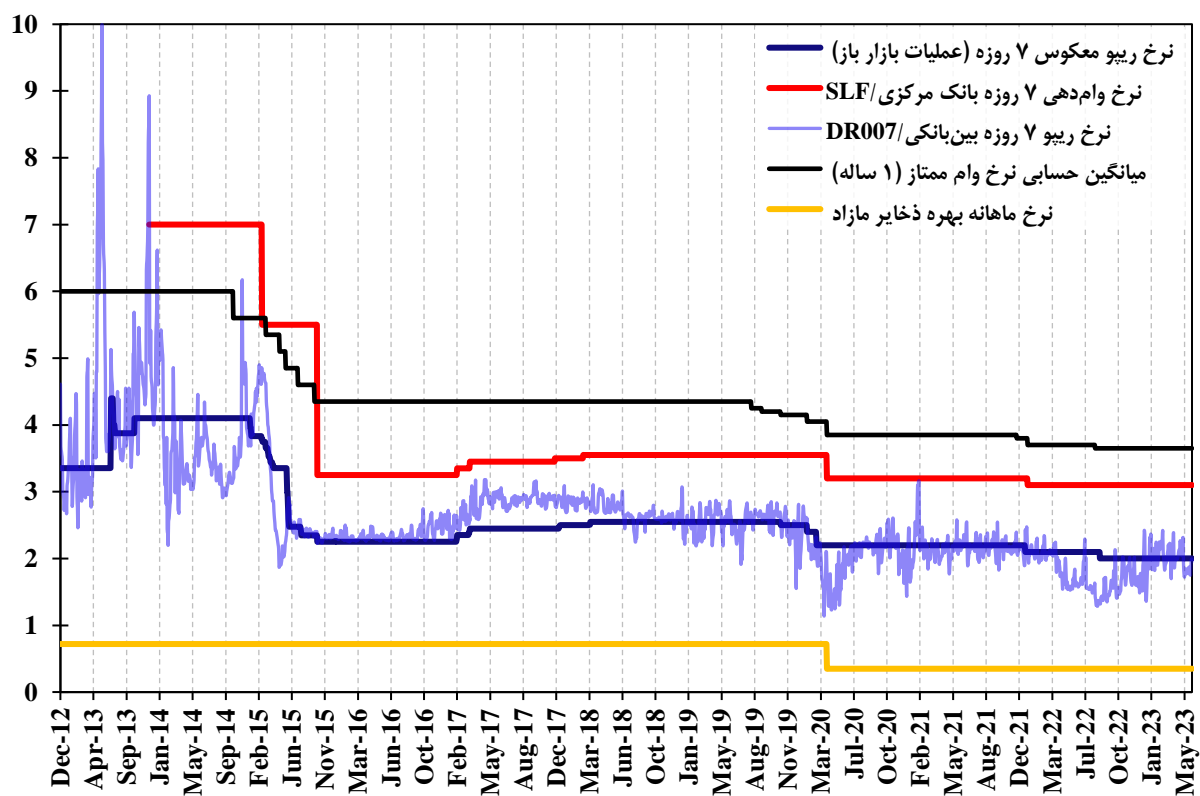
2. He et al. (2015, p. 261).

۳. همان‌طور که آنگریک و یوشینو (۲۰۲۰) به این مسئله اشاره می‌کنند: Angrick and Yoshino (2020, pp. 308-309)

کریدور فاصله معناداری با نرخ‌های میانی داشته باشد. ما (۲۰۱۷)^۱ اشاره می‌کنند که بالا بودن نسبت ذخیره قانونی و سایر محدودیت‌ها ممکن است مکانیسم انتقال نرخ بهره را تضعیف کند.

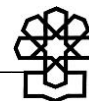
در ترازنامه بانک مرکزی چین (پیوست ۳) مشهود است که تغییرات ترازنامه از طرف تغییر دارایی‌های خارجی پس از سال ۲۰۱۷ بسیار کاهش پیدا کرده است و در مباحث ۲-۳ و نمودار ۲۵ مطرح شده که عمده تغییرات ترازنامه در حال حاضر از سمت تسهیلاتی است که بانک‌ها و مؤسسات مالی از بانک مرکزی دریافت می‌کنند و این احتمال مطرح شد که ممکن است بانک‌های دولتی از جانب بانک مرکزی در بازار ارز مداخله کنند. به همین دلیل خالص دارایی‌های خارجی در ترازنامه بانک‌ها در حال افزایش است (نمودار ۲۶).

نمودار ۲۹. کریدور نرخ بهره در چین (درصد)



source: MacroMicro.me.

۱. در واقع این مقاله در فصل ۷ کتاب «Modernizing China Investing in Soft Infrastructure» ارائه شده است. مراجعه کنید به: Lam et al. (2017, pp. 209-210).



۴. جمع‌بندی نهایی

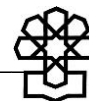
طی دهه‌های اخیر، عملکرد مثبت چین در شاخص‌های اقتصاد کلان، توجه تحلیل‌گران زیادی را به خود جلب کرده است. اگرچه برخی کنترل‌های حساب سرمایه و تخصیص سهمیه برای انتقال سرمایه، نرخ ارز مدیریت شده با اعلام نرخ مرکزی و رسمی ارز، اهداف کمی پولی و اعمال نفوذ شورای دولتی در سیاست‌های پولی و سایر مؤلفه‌های اقتصاد دستوری و کمی در چین هنوز مشاهده می‌شوند اما اصلاحاتی در مورد شناورتر کردن نرخ ارز و افزایش دامنه نوسان، کاهش تدریجی کنترل‌های ورودی و خروجی سرمایه (تسهیل در هر دو جهت جریان سرمایه)، تلاش برای جهانی‌سازی یوآن، آزادسازی‌های نرخ بهره، توسعه ابزارهای مالی جهت اجرای سیاست‌های پولی و بهبود انتقال سیاست پولی با ابزارهای قیمتی مانند نرخ بهره نشان می‌دهد اقتصاد چین به‌طور جدی در حال گذار است. گذار چین از یک اقتصاد دستوری، برنامه‌ریزی و با اهداف کمی به یک اقتصاد مبتنی بر بازار در مباحث مداخلات ارزی و سیاست‌های پولی وابسته به این مداخلات، حاوی نکات تکنیکی متعددی برای اقتصادهای نوظهور و کمتر توسعه‌یافته است که می‌تواند در روند سیاست‌گذاری، طراحی و استخدام ابزارهای کنترل بازار پول و ارز به آنها کمک کند.

در این گزارش بر مبنای نظریه سه‌گانه ناممکن فلمینگ (۱۹۶۲)^۱ و ماندل (۱۹۶۳)^۲ وضعیت رژیم ارزی، ترازپرداخت‌ها و استقلال سیاست‌های پولی با تأکید بر دو دهه اخیر مورد بررسی قرار گرفتند. مهم‌ترین چالش تداخل رژیم ارزی و سیاست‌های پولی طی دو دهه اخیر در چین، مداخلات ارزی بانک مرکزی و انباشت دارایی‌های خارجی در ترازنامه آن می‌باشد که عرضه پول و استقلال سیاست پولی را مخدوش می‌کند. مازاد مزمین ترازپرداخت چین از سمت حساب جاری و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI)، همچنین ورود ارز به شکل پول داغ به خصوص بین سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۰ و از طرفی انعطاف محدود نرخ ارز، بانک مرکزی را مجبور به مداخلات ارزی برای حفظ محدوده نوسان نرخ می‌کند. افزایش دامنه نوسان نرخ ارز و اجازه برای تقویت یوآن بین سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۴، اصلاح سازوکار بازار ارز و نرخ مرجع، توسعه بازارهای فراساحلی و تعریف کانال‌های خروج سرمایه برای سرمایه‌گذاران چینی (ساکنان مقیم) اقداماتی هستند که جهت کاهش نیاز به مداخلات ارزی (انباشت دارایی‌های خارجی بانک مرکزی) انجام شدند. در کنار اصلاحات رژیم ارزی و جریان سرمایه، بانک مرکزی چین متناسب با مداخلات ارزی و تغییر در عرضه ذخایر (پایه پولی)، از عملیات بازار باز (اعم از انتشار اسناد بانک مرکزی و عملیات ریپو) و افزایش فعال نسبت ذخیره قانونی برای عقیم‌سازی مداخلات ارزی استفاده نمود. از طرفی پس از سال ۲۰۱۷ اگرچه مداخلات بانک مرکزی در جهت انباشت دارایی‌های خارجی و تغییرات ترازنامه از طریق این کانال به شدت محدود شده است اما به نظر می‌رسد با توجه به افزایش اعتبارگیری بانک‌ها از بانک مرکزی، بانک‌های دولتی بزرگ از جانب بانک مرکزی در حال جذب مازاد ترازپرداخت هستند. این احتمال با افزایش دارایی‌های خارجی بانک‌ها تا حدود زیادی مطابقت دارد. به نظر می‌رسد گام‌های چین در جهت افزایش انعطاف نرخ ارز و توسعه تراکنش‌های حساب سرمایه (حساب مالی)

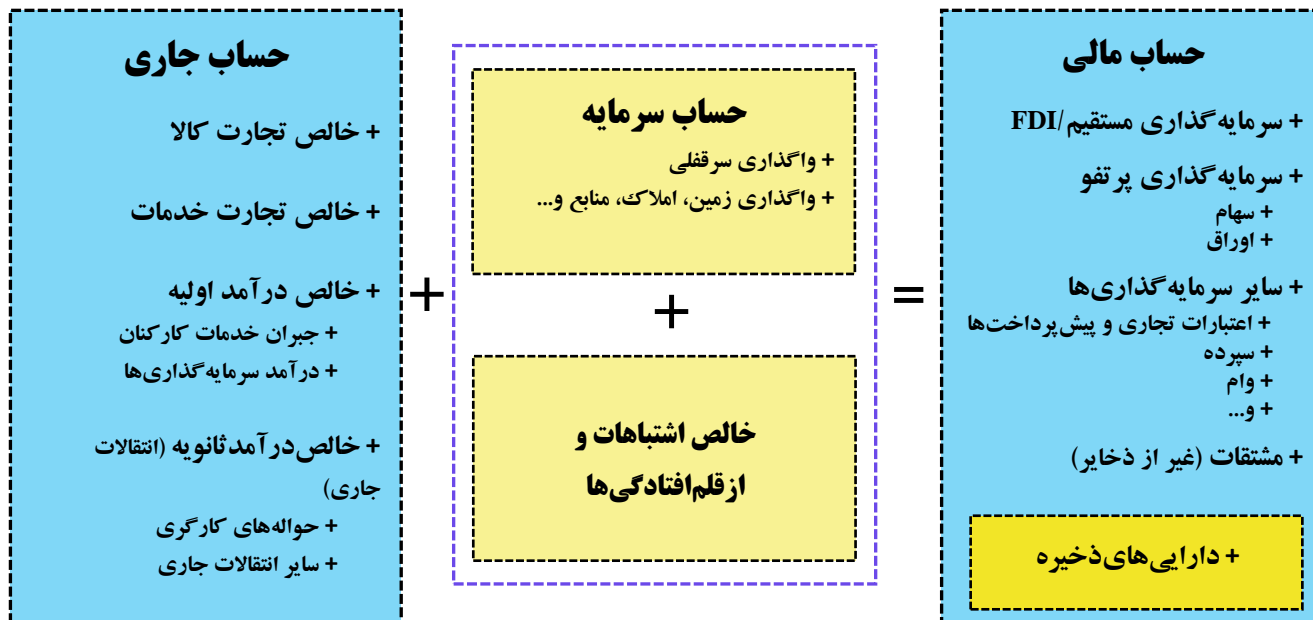
1. Fleming (1962, pp. 369-379).
2. Mundell (1963, pp. 475-485).

گام‌های مهمی برای تعدیل مزاد ترازپرداخت‌ها باشند هرچند این مزاد هنوز پابرجاست و نیاز به تغییر ساختار کلان در جهت ارتقای مصرف داخلی دارد. از طرفی اصلاحات سیاست‌های پولی به‌خصوص ارتقای ابزارهای قیمتی سیاست پولی مانند نرخ بهره در چین به‌جای استفاده از ابزارهای کمی و مقداری، اقداماتی برای آماده‌سازی زیرساخت‌های سیاست‌گذاری پولی و ارزی شبیه به اقتصادهای توسعه‌یافته است. با توجه به عملکرد مثبت اقتصاد کلان چین طی دو دهه اخیر، این تردید ایجاد می‌شود که آیا واقعاً این نظام چندگانه از ترکیب ابزارها و تکنیک‌های متعارف و غیرمتعارف، یک الگوی جدید اقتصادی ارائه می‌کند و یا صرفاً اقتصاد در حال گذار چین مستلزم ایجاد چنین ترکیبی می‌باشد؟ هرچند در سخنان مقامات چینی، از یک‌طرف این نظام چندگانه از الزامات یک اقتصاد در حال گذار معرفی می‌شود^۱ (نه یک الگوی مجزا) و از طرفی برخی تحلیل‌گران می‌گویند اگرچه برخی از جنبه‌های سیاست پولی در چین مشابه اقتصادهای پیشرفته شده‌اند، اما با توجه به پی‌کربندی نهادی چین و مدل ترجیحی توسعه اقتصادی، هم‌گرایی با اقتصادهای توسعه‌یافته نه محتمل است و نه حتی مورد نظر مقامات این کشور می‌باشد^۲ که البته راستی‌آزمایی این گزاره از حیث کارشناسی امکان‌پذیر نیست.

1. ZHOU (2016, Web page).
2. Jones and Bowman (2019, p. 1).



پیوست ۱. نمای کلی ثبت ردیف‌های تراز پرداخت

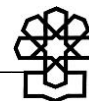


پیوست ۲. رویدادهای کلیدی در اصلاح نظام ارزی چین. (۱۹۷۹-۲۰۰۳)

سال	رویداد
۱۹۷۹	<p>- تمرکززدایی از صادرات واردات چین (افزایش تعداد صادرکنندگان و واردکنندگان اعم از دولتی و خصوصی و به عبارتی آزادسازی طیف وسیعی از نهادها در رابطه با تجارت و ارز خارجی)</p> <p>- در ماه مارس، اداره دولتی ارز خارجی (SAFE) در بانک چین (BOC) تأسیس شد تا وظیفه کنترل بازار ارز خارجی را برعهده بگیرد.</p> <p>- طرح «نظام نگهداری سهمیه ارز خارجی» به‌عنوان مشوقی برای صادرکنندگان ارائه شد تا درصد مشخصی از درآمدهای ارزی خود را در یک حساب ارزی ذخیره کنند و برای واردات کالاهای مورد تأیید استفاده کنند. مابقی درآمدهای شرکت‌ها به‌اجبار در بانک چین با نرخ رسمی به حساب دولت مرکزی و دفاتر اداری محلی واگذار می‌شد. (طبق قانون الزامات واگذاری).</p>
۱۹۸۰	<p>- در ماه آوریل، بانک چین مجاز به صدور «گواهی ارز خارجی» شد.</p> <p>- در ماه آوریل، چین کرسی خود را در هیئت اجرایی صندوق بین‌المللی پول، به‌دست گرفت.</p> <p>- در ماه اکتبر، بانک چین یک سیستم معاملاتی را در شهرهای بزرگ ایجاد کرد تا به شرکت‌های داخلی اجازه دهد درآمدهای ارزی ذخیره شده خود ناشی از طرح نظام نگهداری سهمیه ارز خارجی را منتقل کنند. بانک چین صرفاً به‌عنوان واسطه عمل می‌کرد.</p> <p>- در ماه دسامبر، شورای دولتی مقررات موقت کنترل ارز خارجی را ابلاغ کرد. این اولین افشای مقررات ارزی چین از سال ۱۹۴۹ بود.</p>
۱۹۸۱	<p>- «نرخ تسویه داخلی» (ISR) با عدد ثابت ۲.۸ یوان در برابر هر دلار آمریکا (در ژانویه ۱۹۸۱) اعلام شد. (در نمودار ۳ از ابتدای سال ۱۹۸۱ تا پایان سال ۱۹۸۴ نرخ ISR همان نرخ ثانویه است).</p>
۱۹۸۲	<p>- در ماه آگوست، SAFE از بانک چین جدا شد و تحت نظر بانک مرکزی (PBC) شروع به فعالیت کرد.</p>
۱۹۸۴	<p>- شعبه شنژن بانک صنعتی و بازرگانی چین، اولین بانکی بود که پس از ۳۵ سال انحصار بانک چین، در ماه اکتبر اجازه فعالیت در معاملات ارز خارجی را پیدا کرد.</p>
۱۹۸۵	<p>- در ژانویه ۱۹۸۵ نرخ ISR لغو می‌شود و نرخ ارز رسمی در سطح ۲.۸ یوان به‌ازای یک دلار آمریکا تعیین می‌شود و در پایان سال به ۳.۲ یوان می‌رسد. (از ژانویه تا اکتبر ۱۹۸۵، یوان رسمی، ۸۰ مرتبه تضعیف می‌شود).^۱ در واقع در اواخر سال ۱۹۸۴ و ابتدای سال ۱۹۸۵، چین اولین یکسان‌سازی نرخ را اجرا می‌کند اما این یکسان‌سازی دوامی ندارد و تا پایان همان سال، بین نرخ رسمی و سایر نرخ‌های معاملاتی ارز (نرخ بازار سیاه) شکاف جدیدی ایجاد می‌شود (نمودار ۳).</p> <p>- در ماه فوریه، بانک مرکزی چین (PBC) مجاز به تصویب و نظارت بر انتشار اوراق قرضه در خارج از کشور شد.</p> <p>- در ماه مارس، فرمول جدیدی اتخاذ شد تا نسبت‌های نظام نگهداری سهمیه ارز خارجی براساس درآمدهای ارزی واقعی شرکت‌های صادراتی به‌جای میزان خریدها در سال قبل، تعیین شود.^۲</p> <p>- در ماه جولای، بانک مرکزی (PBC) اعلام کرد که کلیه استقرض‌های خارجی باید منوط به تأیید آن و تحت نظارت آن باشد.</p> <p>- ساکنان داخلی مجاز به افتتاح حساب‌های ارزی در بانک چین شدند (مارس).</p> <p>- در ماه دسامبر، مبادله ارز در بانک چین خاتمه یافت و اولین مرکز مبادله ارز در منطقه ویژه اقتصادی شنژن ایجاد شد.</p>

1. Zhang (2000, p.1064).

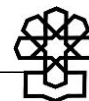
۲. برای مطالعه جزئیات این مبحث مراجعه کنید به: Lardy (1992, pp. 51-57).



سال	رویداد
۱۹۸۶	<p>- مراکز مبادله (سوآپ) ارز خارجی در شنژن و سایر مناطق ویژه اقتصادی ایجاد شد (دسامبر سال ۱۹۸۵ و اوایل سال ۱۹۸۶) که رویکرد انعطاف‌پذیرتری نسبت به نرخ‌های ارز داشت. قیمت سوآپ توسط خریداران و فروشندگان از طریق مذاکره تعیین می‌شد. با توسعه سریع بازار سوآپ، یک سیستم نرخ ارز دوگانه شامل نرخ ارز رسمی و نرخ بازار سوآپ (نرخ ثانویه نمودار ۳) دوباره ظهور کرد و به‌طور فزاینده‌ای تبدیل به ابزار مهمی برای جبران اختلالات ناشی از ارزش‌گذاری بیش از حد یوان (در نرخ رسمی) شد.</p> <p>- در فوریه، شورای دولتی وظیفه نظارت بر بازار سوآپ ارز را از بانک چین به SAFE منتقل کرد.</p> <p>- برای تحریک توسعه بازار سوآپ، شورای ایالتی سهمیه‌های نظام نگهداری سهمیه ارز خارجی را به ۱ یوان به‌ازای هر دلار آمریکا تصویب کرد.</p> <p>- در آغاز سال، رژیم ارزی از پگ (میخکوب) به دلار آمریکا به رژیم شناور مدیریت شده مطابق با سبد ارزی تغییر یافت.</p> <p>- در ماه آگوست، شورای ایالتی به SAFE اجازه داد تا بر تمام استقراض‌های خارجی کشور نظارت کند.</p> <p>- در ماه اکتبر، بنگاه‌های خارجی که در چین سرمایه‌گذاری دارند^۱ در مناطق ویژه اقتصادی و شهرهای بزرگ ساحلی مجاز به مبادلات ارزی در مراکز سوآپ با نرخ‌های توافق شده بین خریداران و فروشندگان شدند.</p> <p>- بانک‌های تخصصی دولتی و ۱۰ بانک تجاری تازه‌تأسیس دیگر، مجاز به انجام مبادلات ارزی شدند.</p>
۱۹۸۷	<p>- رژیم نرخ ارز چین توسط صندوق بین‌المللی پول به‌صورت یک رژیم انعطاف‌پذیرتر (سایر شناور مدیریت شده) طبقه‌بندی شد.</p> <p>- در ماه سپتامبر، افراد مجاز شدند ۲۰۰ یوان به خارج از کشور ببرند.</p>
۱۹۸۸	<p>- در ماه فوریه، نسبت‌های نظام نگهداری سهمیه ارز خارجی برای سازگاری با اصلاحات تجاری افزایش یافت. در این دور از اصلاحات، نظام مسئولیت قراردادهای تجارت خارجی به تصویب رسید و یارانه‌های صادراتی در سطح سال ۱۹۸۷ تثبیت شد. کنترل قیمت بر نرخ بازار سوآپ حذف شد.</p> <p>- در ماه مارس، به‌تمامی استان‌ها اجازه ایجاد مرکز سوآپ ارزی داده شد.</p> <p>- در ابتدای سال، نرخ بازار سوآپ شروع به افزایش کرد.</p> <p>- بنگاه‌های خارجی در چین، مجاز به تجارت با شرکت‌های داخلی در بازار سوآپ ارز بودند.</p> <p>- در ماه سپتامبر، اولین سیستم حراج باز الکترونیکی در مرکز مبادلات ارزی شانگهای ایجاد شد. تا پایان سال ۱۹۹۳، ۱۸ مرکز با این روش ایجاد شد.</p>
۱۹۸۹	<p>- آشفته‌گی بازار سوآپ در کل سال ۱۹۸۸ ادامه یافت و نرخ بازار در ابتدای سال به ۷.۲ یوان به‌ازای هر دلار آمریکا رسید.</p> <p>- در ماه جولای، تجارت حواله‌های ارزی چینی‌های خارج از کشور، هنگ‌کنگ و ماکائو در بازار سوآپ ارز مجاز شد.</p> <p>- دولت پس از ۴ ژوئن اقدامات شدیدی را برای کنترل آشفته‌گی اقتصاد انجام داد. (تورم و بازار ارز) در نتیجه، نرخ بازار سوآپ در سه‌ماهه آخر سال به زیر ۶ یوان به‌ازای هر دلار آمریکا کاهش یافت. در نوامبر، نرخ ارز رسمی به ۵.۲۲ یوان به‌ازای هر دلار آمریکا رسید. نمودار ۳</p>
۱۹۹۰	<p>- کاهش عمده ارزش نرخ ارز رسمی به ۵.۲۲ یوان به‌ازای یک دلار آمریکا (۱۷ نوامبر).</p> <p>- در اوایل دهه ۱۹۹۰، نرخ سوآپ به یک سیگنال مهم اقتصاد کلان چین تبدیل شد و در پایان این دوره نرخ مراکز سوآپ (نرخ ثانویه)، ۸۰ درصد از کل معاملات ارزی را در برمی‌گرفت.</p>
۱۹۹۱	<p>- اوایل سال دولت از لغو یارانه صادراتی خبر داد. یک سیستم راستی‌آزمایی برای دریافت‌های صادراتی معرفی شد تا بنگاه‌ها را مجبور به بازگرداندن درآمدهای صادراتی خود کنند.</p> <p>- در ماه مارس، طرح نظام نگهداری سهمیه ارز خارجی ارز یکسان‌سازی شد. هدف از این سیاست، افزایش میزان سهم صادرکنندگان از درآمدهای ارزی خود برای معامله در بازار سوآپ و ساده‌سازی نظام نگهداری سهمیه ارز خارجی بود.</p> <p>- از ماه آوریل، یک رویکرد تدریجی توسط مقامات ارزی از تضعیف‌های کم و مکرر نرخ ارز رسمی با هدف یکسان‌سازی آن با نرخ بازار سوآپ اتخاذ شد. باین‌حال، از آنجایی که سطح قیمت‌های داخلی و بازار سوآپ نیز شروع به صعود کرد، این‌طور به‌نظر می‌رسید که نرخ ارز رسمی در تعقیب نرخ بازار سوآپ حرکت می‌کند و یکسان‌سازی محقق نمی‌شود.</p>

سال	رویداد
	- در ماه دسامبر، افراد، مجاز به فروش ارز در بازار سوآپ شدند. بدین ترتیب تمامی محدودیت‌های فروش ارز در بازار سوآپ برای شرکت‌های داخلی و ساکنان چین برداشته شد.
۱۹۹۲	- در اواخر ماه مارس، زمانی که آزادسازی سرمایه‌گذاری و تجارت همراه با تسریع تقاضای داخلی، نرخ بازار سوآپ را به ۶.۵ یوان به‌ازای هر دلار آمریکا رساند، مقامات ارزی شروع به اتخاذ تدابیری برای کنترل نرخ بازار سوآپ کردند. - در ماه جولای، برای محدود کردن تقاضای بازار، اداره دولتی ارز خارجی (SAFE) به میزان قابل توجهی تعداد اقلام موجود در لیست اولویت را برای دریافت ارز از بازار سوآپ حذف کرد.
۱۹۹۳	- در اواخر فوریه، SAFE برای کنترل افزایش مستمر نرخ بازار سوآپ، سقف ۸.۲ یوان به‌ازای هر دلار آمریکا را اعمال کرد. در نتیجه، معاملات در بازار سوآپ به شدت کاهش یافت و بیشتر معاملات در بازار سیاه انجام می‌شد. - در ماه مارس، ساکنان داخلی و خارجی مجاز شدند حداکثر ۶۰۰۰ یوان به خارج از کشور ببرند. - در ماه مه، در مذاکرات برای عضویت در GATT، چین متعهد شد که نرخ ارز را یکسان کند و یک سیستم نرخ ارز شناور مبتنی بر بازار را طی ۵ سال ایجاد کند. ^۱ - در ماه ژوئن، SAFE سقف بازار سوآپ را برای احیای این بازار برداشت و نرخ بازار سوآپ به فراتر از ۱۱ یوان به‌ازای هر دلار آمریکا رسید. - در ماه جولای، بعد از تلاش‌های دولت برای کنترل آشفته‌گی اقتصاد و بازگرداندن نظم مالی، نرخ بازار سوآپ به کمتر از ۹ یوان به‌ازای هر دلار آمریکا کاهش یافت. - در نشست کنگره حزب که در نوامبر برگزار شد، دولت هدف از اصلاحات ارزی را ایجاد یک نرخ ارز مبتنی بر بازار و یک رژیم ارزی شناور مدیریت شده با بازار یکپارچه و استاندارد شده اعلام کرد که در آن یوان به تدریج به یک ارز تبدیل‌پذیر، مبدل شود.
۱۹۹۴	- در ژانویه، دولت اصلاحات ارزی عمده‌ای را با محوریت بازار آغاز کرد. اقدامات شامل یکسان‌سازی نرخ ارز، لغو نظام نگره‌داری سهمیه ارز خارجی و لغو تخصیص ارز دولتی برای واردات، پایان دادن به بازار سوآپ برای بنگاه‌های داخلی و ایجاد بازار خرده‌فروشی ارز، بین بانک‌ها و مشتریان و ایجاد بازار بین‌بانکی بین بانک‌ها و نهادهای مالی مجاز بود. - در ۱۸ آوریل ۱۹۹۴، با هدف ایجاد بازار واحد ارزی، بازار بین‌بانکی تحت مرکز «نظام تجارت ارز خارجی چین» (CFETS) مستقر در شانگهای، جایگزین بازار قدیمی سوآپ شد. - در ماه آگوست، سیستم راستی‌آزمایی برای پرداخت‌های واردات معرفی شد.
۱۹۹۵	- در اول ژانویه، گواهی ارز خارجی از گردش خارج شد. - در ماه مارس، مبادلات بین‌المللی با دلار آمریکا و دلار هنگ‌کنگ در بازار بین‌بانکی مجاز شد.
۱۹۹۶	- در ژانویه، شورای دولتی مقررات جدیدی را برای مدیریت بازار ارز به‌منظور جایگزینی مقررات موقت صادر شده در سال ۱۹۸۰ ابلاغ کرد. - در ماه مارس، اداره دولتی ارز خارجی (SAFE) شروع به آزمایش یک سیستم کرد: ۱. به بنگاه‌های خارجی (FFEs) اجازه می‌داد ارزهای حساب جاری خود را از طریق بانک‌های ارزی تعیین شده معامله کنند، ۲. اجازه دادن به بنگاه‌های خارجی (FFEs) در مناطق آزمایشی برای نگهداری یک حساب تسویه برای تراکنش‌های حساب جاری و یک حساب ویژه برای معاملات حساب سرمایه، ۳. اعطای موقعیت بانک‌های ارزی تعیین شده به بانک‌های خارجی در مناطق آزمایشی. - در جولای، اصلاحات ارزی برای بنگاه‌های خارجی (FFEs) آزمایش شده از ماه مارس در سراسر چین گسترش یافت و افرادی که به خارج از کشور سفر می‌کردند مجاز بودند تا سقف ۵۰۰ تا ۱۰۰۰ دلار با بانک‌های ارزی تعیین شده مبادله کنند. - در ماه سپتامبر، حداکثر مقدار ارزی که افراد خارج از کشور مجاز به تبادل با بانک‌های تعیین شده خارجی بودند به ۲۰۰۰ دلار افزایش یافت.

۱. شناورسازی نرخ ارز و تبدیل‌پذیری حساب جاری، شرط پیوستن چین به «توافق‌نامه عمومی تعرفه‌ها و تجارت» یا همان (General Agreement on Tariffs and Trade (GAAT) بود. در سال ۱۹۹۵ سازمان تجارت جهانی (WTO) جایگزین «توافق‌نامه عمومی تعرفه‌ها و تجارت» گردید و قرار بود فرایند الحاق چین به سازمان تجارت جهانی در نوامبر ۲۰۰۱ با الزام به تبدیل‌پذیری کامل حساب جاری تأیید شود. (Bell and Feng (2013, p.217).



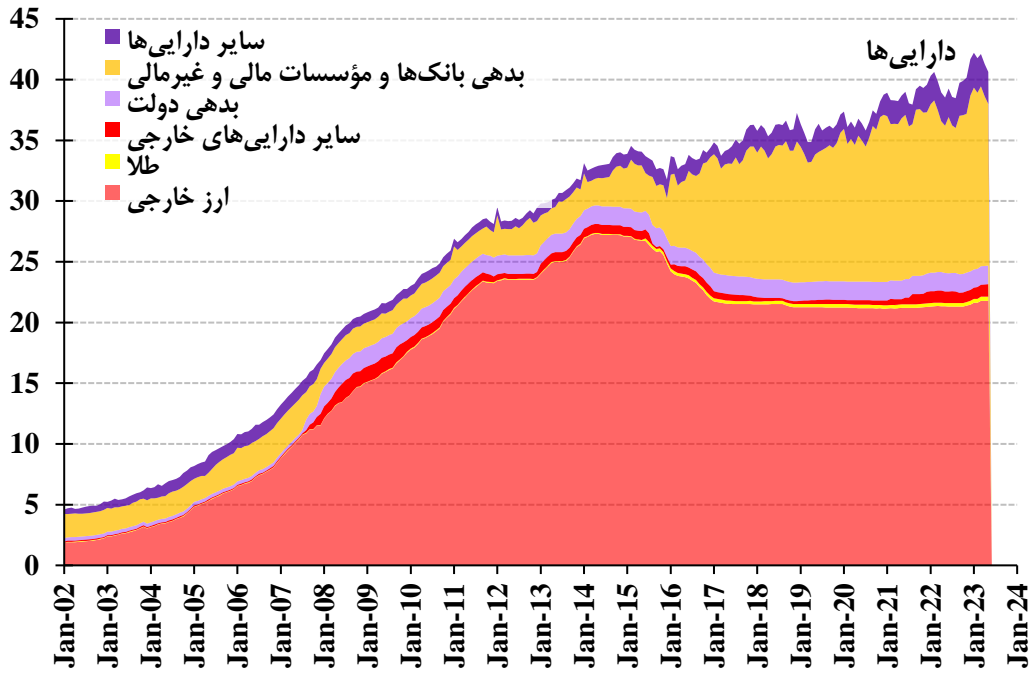
سال	رویداد
	<p>- در ماه اکتبر، ذخایر ارزی چین از ۱۰۰ میلیارد دلار فراتر رفت.</p> <p>- در اواخر نوامبر، چین تعهدات ماده هشتم (Article VIII) صندوق بین‌المللی پول را پذیرفت.</p> <p>- در ماه دسامبر، آزمایشی در پودونگ و شانگهای انجام شد تا به بانک‌های خارجی اجازه دهد در تجارت ارز محلی (یوان) شرکت کنند.</p>
۱۹۹۷	<p>- در ژانویه، شورای دولتی مقررات مربوط به مدیریت بازار ارز صادر شده در ژانویه ۱۹۹۶ را اصلاح کرد تا محدودیت‌های معاملات بین‌المللی جاری را حذف کند. بانک چین (BOC) ابتدا مجاز به انجام معاملات آتی (فوروارد) ارز خارجی جهت پوشش ریسک بود. با این حال، از آنجایی که نرخ ارز کمابیش ثابت بود، معاملات هم غیرفعال بود.</p> <p>- در ماه مارس، SAFE مسئولیت تأیید صحت پرداخت واردات از بانک‌های ارزی تعیین شده را برعهده گرفت.</p> <p>- در ماه جولای، حداکثر فاصله بین نرخ‌های خریدوفروش اعلام شده توسط بانک‌های خارجی برای دلار هنگ‌کنگ و یونان از ± 0.25 درصد نرخ مرجع به ± 1 درصد افزایش یافت. مؤسسات مالی موظف به دریافت مجوز برای فعالیت در تجارت ارز داخلی و ارز خارجی بودند.</p> <p>- در ماه اکتبر، شرکت‌های داخلی مجاز به افتتاح حساب‌های ارزی برای معاملات بین‌المللی جاری شدند. حداکثر میزان موجودی ارزی مجاز در حساب ۱۵ درصد واردات و صادرات سالانه شرکت بوده است.</p>
۱۹۹۸	<p>- با افزایش فشار بحران مالی آسیا، مقامات اقداماتی را برای محافظت از ثبات نرخ ارز در نیمه دوم سال آغاز کردند. اخطارها و مقررات متعددی صادر شد. کمپین‌های بی‌سابقه‌ای برای تقویت اجرای معاملات موجود و سرکوب معاملات ارزی غیرمجاز راه‌اندازی شد.</p> <p>- در ماه دسامبر، مراکز سوآپ ارز برای بنگاه‌های خارجی (FFES) بسته شد.</p>
۱۹۹۹	<p>- برای جلوگیری از فرار سرمایه، سامانه ارزیایی عملکرد صادرکنندگان در برآوردن الزامات و گذاری ارز^۱ در ماه مارس معرفی شد. صادرکنندگانی که نرخ واگذاری پایینی دارند ممکن است در خطر از دست دادن مجوزهای صادراتی خود باشند.</p> <p>- در ماه آوریل، صندوق بین‌المللی پول رژیم نرخ ارز چین را پگ (میخکوب) متعارف اعلام کرد.</p> <p>- بنگاه‌های خارجی (FFES) مجاز به استفاده از حساب‌های تسویه ارزی به‌عنوان سپرده مدت‌دار ارزی بودند.</p>
۲۰۰۰	<p>- در ماه آوریل، حداکثر میزان مجاز ارز برای حساب‌های ارزی بنگاه‌های داخلی به ۳۰ درصد از واردات و صادرات سالانه آنها افزایش یافت.</p>
۲۰۰۱	<p>- در ماه فوریه، افراد داخلی مجاز به شرکت در معاملات سهام B شدند.</p> <p>- در ماه اکتبر، ذخایر ارزی چین از ۲۰۰ میلیارد دلار فراتر رفت.</p> <p>- در ماه سپتامبر، اداره دولتی ارز خارجی (SAFE) برخی از محدودیت‌های مربوط به تراکنش‌های حساب سرمایه اعمال شده در طول بحران مالی آسیا را لغو کرد. ممنوعیت خرید ارز برای بازپرداخت بدهی‌های معوق برداشته شد. پیش‌پرداخت بدهی ارزی داخلی، بازپرداخت بدهی‌های ارزی و استقراض خارجی مجاز شد. SAFE و دفاتر شعب محلی آن، روند تأیید سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را از سر گرفتند.</p> <p>- در ماه نوامبر، چین به‌عنوان عضو سازمان تجارت جهانی پذیرفته شد. در بخش خدمات مالی، چین مجموعه‌ای از تعهدات را برای باز کردن بانکداری داخلی، بازارهای اوراق بهادار و بیمه به روی مؤسسات مالی خارجی متعهد شد.</p> <p>- در ماه دسامبر، افرادی که هزینه تحصیل خود را در خارج از کشور پرداخت می‌کردند، مجاز به تبدیل شهریه و هزینه‌های زندگی در طول دوره تحصیل خود شدند. استانداردها برای شرکت‌های داخلی جهت افتتاح حساب‌های ارزی کاهش یافت. شرکت‌های داخلی متقاضی حساب ارزی باید دارای حقوق تجارت ارز باشند و درآمد ارزی سالانه بیش از ۲ میلیون دلار آمریکا و هزینه‌های ارزی سالانه بیش از ۲۰۰,۰۰۰ دلار آمریکا را اظهار کنند. موجودی مصوب در حساب ارزی به ۲۵ درصد درآمد حاصل از صادرات یا کل هزینه ارزی سال قبل تغییر یافت. مقدار کمتر برای تعیین مانده حساب استفاده می‌شود.</p> <p>- در تلاش برای جلوگیری از معاملات بازار سیاه با دلار آمریکا، حداکثر فاصله نرخ خریدوفروش نقدی دلار از ۰.۱۵ درصد نرخ مرجع به ۰.۱۶ درصد افزایش یافت و تفاوت بین نرخ خرید معاملات نقدی دلار افزایش یافت و میانه نرخ خریدوفروش</p>

سال	رویداد
	نقدی از ۲.۵ درصد به ۱ درصد کاهش یافت.
۲۰۰۲	<p>- در ماه آوریل، معامله با یورو در بازار بین‌بانکی مجاز شد.</p> <p>- در ماه سپتامبر، بانک حوزه ساخت و ساز چین، دومین بانکی شد که پس از بانک چین (BOC) مجاز به انجام معاملات آتی ارز خارجی شد.</p> <p>- به‌عنوان پاسخی به الزامات WTO، چین در اکتبر ۲۰۰۲ رفتار چندگانه با حساب‌های ارزی برای معاملات بین‌المللی جاری را لغو کرد. همه شرکت‌های دارای مجوز تجارت خارجی از جمله بنگاه‌های داخلی و بنگاه‌های خارجی (FFEs) واجد شرایط ایجاد حساب‌های ارزی برای معاملات بین‌المللی جاری هستند. موجودی مصوب در حساب به‌طور یکسان ۲۰ درصد از درآمد حساب جاری شرکت در سال قبل، تعیین شده است.</p> <p>- در دسامبر، بانک مرکزی چین (PBC) به بانک‌های خارجی اجازه داد تا در خرید و فروش ارز با بنگاه‌های داخلی معامله کنند. مقرراتی برای کنترل طرح QFIIs جهت مشارکت در بازار اوراق بهادار چین وضع شد. آنها مجاز به خرید سهام A (بازار محلی) و اوراق قرضه دولتی، اوراق قرضه قابل تبدیل و بدهی‌های شرکتی بودند که در مبادلات اوراق بهادار چین از طریق یک بانک متولی محلی معامله می‌شد.</p>
۲۰۰۳	<p>- در ماه ژانویه، ذخایر ارزی چین از ۳۰۰ میلیارد دلار فراتر رفت.</p> <p>- در فوریه، زمان معاملات در بازار بین‌بانکی ارز افزایش یافت.</p>
در بخش‌های دوم و سوم، رویدادهای کلیدی اصلاح نظام ارزی چین از سال ۲۰۰۵ به بعد در متن گزارش شرح داده می‌شود.	

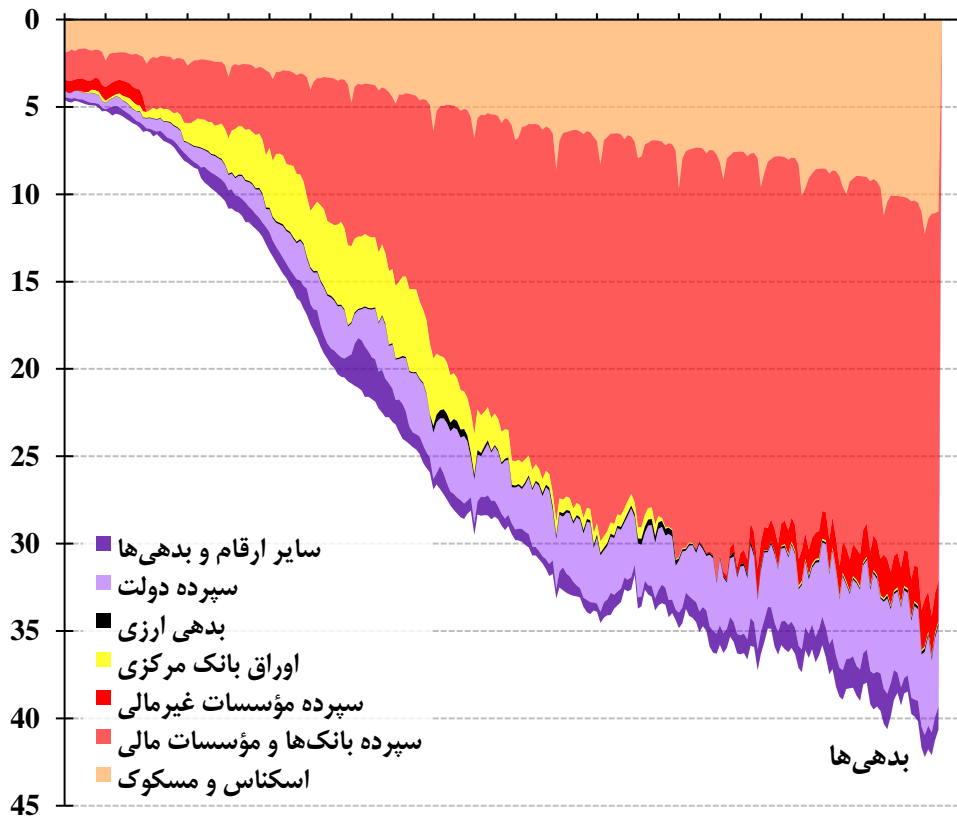
source: Lin and Schramm (2003, p. 247) و Lardy (1992).



پیوست ۳. ترازنامه بانک مرکزی چین (تریلیون یوآن)

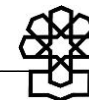


source: PBC

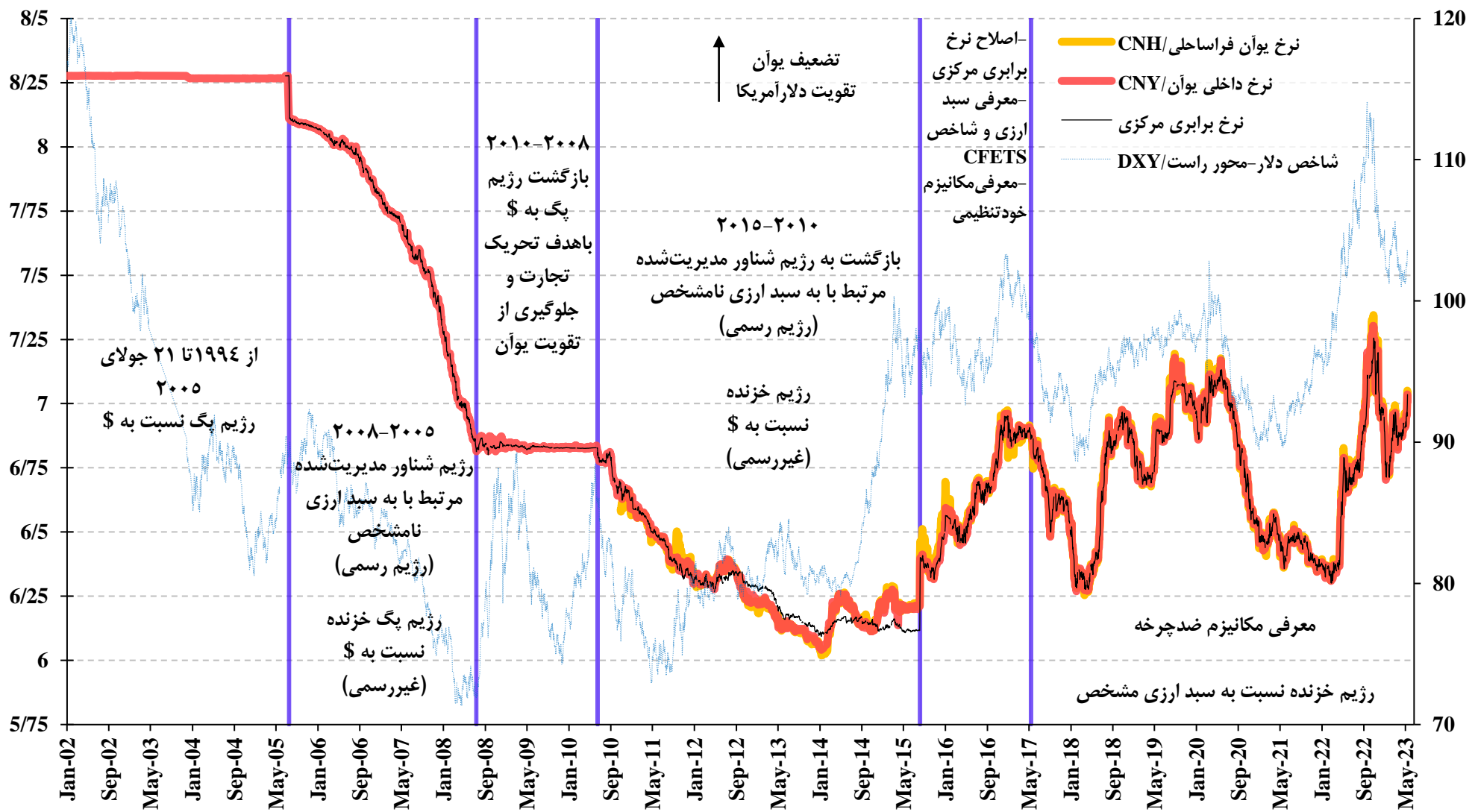


پیوست ۴. توزیع تعداد کشورها در رژیم‌های ارزی بر مبنای طبقه‌بندی صندوق بین‌المللی پول (IMF)

انواع ترتیبات رژیم ارزی		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
میخکوب (پگ) سخت														
بدون پول قانونی مجزا	No separate legal tender	10	12	13	13	13	13	13	14	13	13	13	13	14
هیئت ارزی	Currency board	13	13	12	12	12	12	11	11	11	11	11	11	11
میخکوب ملایم														
میخکوب متعارف	Conventional peg	42	44	43	43	45	44	44	44	43	43	42	41	40
تثبیت شده	Stabilized arrangement	13	24	24	16	19	20	22	18	23	27	25	23	24
میخکوب خزنده	Crawling peg	5	3	3	3	2	2	3	3	3	3	3	3	3
شبه خزنده	Crawl-like arrangement	1	2	12	13	15	15	20	10	10	15	18	23	24
نرخ میخکوب در باند افقی	Pegged exchange rate within horizontal bands	4	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
شناور														
شناور	Floating	46	38	35	34	35	36	37	40	38	35	35	32	32
شناور آزاد	Free floating	33	30	30	31	30	29	30	31	31	31	31	31	32
سایر														
سایر ترتیبات مدیریت شده	Other managed arrangement	21	21	17	24	19	18	10	20	18	13	13	15	12

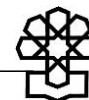


پیوست ۵. تغییرات کلیدی رژیم ارزی چین طی دو دهه اخیر (یوان به ازای یک دلار آمریکا)



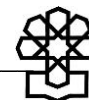
منابع و مأخذ

۱. شاکری، عباس. (۱۳۸۹). «اقتصاد کلان، نظریه‌ها و سیاست‌ها». جلد اول. چاپ سوم. تهران: انتشارات رافع. لینک
۲. شاکری، عباس؛ جاوید بهرامی؛ و حمیدرضا درخشان. (بهار ۱۳۹۹). «بررسی تأثیر شفافیت انتشار اطلاعات اقتصاد کلان بر رفتار نرخ ارز؛ یک شبیه‌سازی.» پژوهش‌نامه اقتصادی (دانشگاه علامه طباطبایی)، سال بیستم، شماره ۷۶: ۱-۵۴. لینک
3. Afonso, Gara, Lorie Logan, Antoine Martin, William Riordan, and Patricia Zobel. (January 10, 2022). "How the Federal Reserve's Monetary Policy Implementation Framework Has Evolved." Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics: Web series. Link
4. Ahnert, Toni, Kristin Forbes, Christian Friedrich, and Dennis Reinhardt. (2021). "Macroprudential FX regulations: Shifting the snowbanks of FX vulnerability?" *Journal of Financial Economics*, Vol. 140, Issue 1: 1-30. Link
5. Alesina, Alberto, and Lawrence H. Summers. (1993). "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence." *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 25, No. 2: 151-162. Link
6. Amstad, Marlene, Guofeng Sun, and Wei Xiong. (2020). "The Handbook of China's Financial System." Princeton University Press. Link
7. Angrick, Stefan, and Naoyuki Yoshino. (2020). "From Window Guidance to Interbank Rates: Tracing the Transition of Monetary Policy in Japan and China." *International Journal of Central Banking*, Vol. 16, No. 3, issue 62: 279-316. Link
8. Baillie, Richard T., Owen F. Humpage, and William P. Osterberg. (2000). "Intervention from an information perspective." *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol. 10, Issues 3-4: 407-421. Link
9. Bayoumi, Tamim, and Franziska Ohnsorge. (2013). "Do Inflows or Outflows Dominate? Global Implications of Capital Account Liberalization in China." *IMF Working Papers*, Issue 189: 1-32. Link
10. Bell, Stephen, and Hui Feng. (2013). "The Rise of the People's Bank of China: The Politics of Institutional Change." Cambridge, MA, Harvard University Press. Link
11. Bernanke, Ben S. and Michael Woodford. (2005). "The Inflation-Targeting Debate." NBER Books, National Bureau of Economic Research Studies in Income and Wealth, University Of Chicago Press. Link
12. Biljanovska, Nina, Sophia Chen, Gaston Gelos, Deniz Igan, Maria Soledad Martinez Peria, Erlend Nier, and Fabián Valencia. (2023). "Macroprudential Policy Effects: Evidence and Open Questions." *International Monetary Fund (IMF)*, Issue 002: 1-53. Link
13. BIS Paper. (2005). "Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Markets: Motives, Techniques and Implications." Bank for International Settlements, Paper No. 24. Link
14. Blanchard, Olivier, Gustavo Adler, and Irineu Carvalho Filho. (2015). "Can Foreign Exchange Intervention Stem Exchange Rate Pressures from Global Capital Flow Shocks?" *IMF Working Papers*, No. 159: 1-30. Link
15. Blanchard, Olivier, Jonathan D. Ostry, Atish R. Ghosh, and Marcos Chamon. (2016). Capital Flows: "Expansionary or Contractionary?" *American Economic Review, Papers & Proceedings*, Vol. 106, No. 5: 565-569. Link
16. Bofinger, Peter. (2001). "Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies and Instruments." Oxford University Press. Link
17. Calvo, Guillermo A. and Carmen M Reinhart. (2000). "Fixing for Your Life." *Brookings Trade Forum*, Vol. 2000: 1-38. Link
18. Calvo, Guillermo A. and Carmen M. Reinhart. (2002). "Fear of Floating." *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 2: 379-408. Link
19. Cartas, Jose M., and Artak Harutyunyan. (2017). "Monetary and Financial Statistics Manual and Compilation Guide." *International Monetary Fund, Manuals & Guides*. Link
20. Chang, Chun, Zheng Liu, Mark M. Spiegel, and Jingyi Zhang. (2019). "Reserve requirements and optimal chinese stabilization policy." *Journal of Monetary Economics*, Vol. 103: 33-51. Link
21. Cheung, Yin-Wong, and XingWang Qian. (2010). "Capital Flight: China's Experience." *Review of*



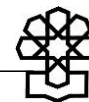
- Development Economics, Vol. 14, Issue 2: 227–247. [Link](#)
22. Chey, Hyoung-kyu, Geun-Young Kim, and Dong Hyun Lee. (2019). “Which foreign states support the global use of the Chinese renminbi? The international political economy of currency internationalisation.” *The World Economy*, Vol. 42, Issue 8: 2403-2426. [Link](#)
 23. China Monetary Policy Report. (Various years). “China Monetary Policy Reports.” Monetary Policy Analysis Group of the People’s Bank of China. [Link](#)
 24. Chinn, Menzie D. and Hiro Ito. (2006). “What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions.” *Journal of Development Economics*, Vol. 81, Issue 1: 163-192. [Link](#)
 25. Chodosh, Hiram E. (1991). “Swap Centers in the People’s Republic of China: A Step Toward Partial Convertibility of Local Currency.” *The International Lawyer* 25, No. 2: 415–442. [Link](#)
 26. Clark, John. (2017). “China’s Evolving Managed Float: An Exploration of the Roles of the Fix and Broad Dollar Movements in Explaining Daily Exchange Rate Changes.” Federal Reserve Bank of New York Research Paper Series, No. 828: 1-30. [Link](#)
 27. Combes, Jean-Louis, Tidiane Kinda, and Patrick Plane. (2012). “Capital flows, exchange rate flexibility, and the real exchange rate.” *Journal of Macroeconomics*, Vol. 34, Issue 4: 1034-1043. [Link](#)
 28. Cukierman, Alex. (1994). “Central Bank Independence and Monetary Control.” *The Economic Journal*, Vol. 104, No. 427: 1437–1448. [Link](#)
 29. Cumings, Bruce. (1979). “The Political Economy of Chinese Foreign Policy.” *Modern China*, Vol. 5, No. 4: 411-461. [Link](#)
 30. Cun, Wukuang, and Jie Li. (2016, 2019, 2023). “Sterilized Intervention, Bank Credit, and Chinese Monetary Policy.” USC-INET Research Paper, No. 19-10: 1-55. [Link](#)
 31. Danila, Nevi, and Sardar M. N. Islam. (2019). “Foreign Exchange Market Intervention: Market Microstructure Models and Empirical Investigations.” Financial institutions and services, New York Nova Science Publishers. [Link](#)
 32. Das, Sonali. (2019). “China’s Evolving Exchange Rate Regime.” International Monetary Fund, Working Paper No. 50: 1-31. [Link](#)
 33. Das, Sonali, and Wenting Song. (2022). “Monetary Policy Transmission and Policy Coordination in China.” International Monetary Fund, Working Paper, No. 74: 1-39. [Link](#)
 34. Deb, Pragyan, and Albe Gjonbalaj, and Swarnali A Hannan. (2019). “The Drivers, Implications and Outlook for China’s Shrinking Current Account Surplus.” IMF Working Paper, No. 19/244: 1-26. [Link](#)
 35. Ding, Jianping. (1998). “China’s Foreign Exchange Black Market and Exchange Flight: An Analysis of Exchange Rate Policy.” *The Developing Economies*, 36, 1: 24–44. [Link](#)
 36. Darvas, Zsolt. (2021). “Timely measurement of real effective exchange rates.” Working Paper 2021/15, Bruegel: 1-33. [Link](#)
 37. Dominguez, Kathryn M., and Jeffrey A. Frankel. (1993). “Does Foreign-Exchange Intervention Matter? The Portfolio Effect.” *The American Economic Review*, Vol. 83, No. 5: 1356–1369. [Link](#)
 38. Donnithorne, Audrey. (1964) “China’s Economic Planning and Industry.” *The China Quarterly*, No. 17: 111–24. [Link](#)
 39. Edison, Hali J. (1993). “The Effectiveness of Central-bank Intervention: A Survey of the Literature After 1982.” International Finance Section, Department of Economics, Princeton University. [Link](#)
 40. Edwards, Sebastian. (2015). “Monetary Policy Independence under Flexible Exchange Rates: An Illusion?” *The World Economy*, Vol. 38, Issue 5: 773-787. [Link](#)
 41. Etra, Alex, Martin Rasmussen, and Jens Nordvig. (2021). “China BoP (Part III): Back in the Manipulation Game?” *Money: Inside and Out*, Web series, Part III. [Link](#)
 42. Evans, Martin D. D., and Richard K. Lyons. (2002). “Order Flow and Exchange Rate Dynamics.” *Journal of Political Economy*, Vol. 110, No. 1: 170–180. [Link](#)
 43. FARHI, EMMANUEL, and IVÁN WERNING. (2014) “Dilemma Not Trilemma? Capital Controls and Exchange Rates with Volatile Capital Flows.” *IMF Economic Review*, Vol. 62, No. 4: 569–605. [Link](#)
 44. Felix, David. (1989). “Import substitution and late industrialization: Latin America and Asia compared.” *World Development*, Vol. 17, Issue 9: 1455-1469. [Link](#)

45. Fernald, John G., Mark M. Spiegel, and Eric T. Swanson. (2014). "Monetary policy effectiveness in China: Evidence from a FAVAR model." *Journal of International Money and Finance*, Vol. 49, Part A: 83-103. [Link](#)
46. Fleming, J. (1962). "Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates.", *IMF Staff Papers* 9: 369-379. [Link](#)
47. Frankel, Jeffrey A. Eduardo Fajnzylber, Sergio L. Schmukler, Luis Servén. (2001). "Verifying exchange rate regimes." *Journal of Development Economics*, Vol. 66, Issue 2: 351-386. [Link](#)
48. Frankel, Jeffrey A. Sergio L. Schmukler, Luis Servén. (2004). "Global transmission of interest rates: monetary independence and currency regime." *Journal of International Money and Finance*, Vol. 23, Issue 5: 701-733. [Link](#)
49. Frankel, Jeffrey A. Sergio L. Schmukler, Luis Servén, Alan Blinder, and Andrés Velasco. (2000). "Verifiability and the Vanishing Intermediate Exchange Rate Regime [with Comments and Discussion]." *Brookings Trade Forum*: 59-123. [Link](#)
50. Gábor, Tamás. (2012). "China's monetary sterilization and it's economical relationship with the European Union." Published in: *Crisis Aftermath: Economic policy changes in the EU and its Member States*, Conference Proceedings, Szeged, University of Szeged, MPRA Paper, Vol. ISBN 9, No. 40362: 356-381. [Link](#)
51. Gadanez, Blaise, Aaron Mehrotra, and Madhusudan Mohanty. (2014). "Foreign exchange intervention and the banking system balance sheet in emerging market economies." *BIS Working Paper*, No. 445: 1-29. [Link](#)
52. Galati, Gabriele, and William Melick. (2002). "Central Bank Intervention and Market Expectations." *BIS (Bank for International Settlements) Papers*, No 10: 1-88. [Link](#)
53. Gang, Yi. (13 December 2018). "China's monetary policy framework- supporting the real economy and striking a balance between internal and external equilibrium." Lecture by Governor of the People's Bank of China, at Chang'an Forum, held by the Chinese Economists 50 Forum, Tsinghua University, Beijing: 1-15. [Link](#)
54. Gang, Yi. (2021). "China's Interest Rate System and Market-based Interest Rate Reform." *Journal of Financial Research*, Issue 9, PBC Press Releases: 1-15. [Link](#)
55. Geiger, Michael. (2010). "Monetary Policy in China: Institutions, Targets, Instruments and Strategies." *Doctoral Thesis*, Universität Würzburg. [Link](#)
56. Ghosh, Atish R. Jonathan D. Ostry, Marcos Chamon. (2015). "Two targets, two instruments: Monetary and exchange rate policies in emerging market economies." *Journal of International Money and Finance*, Vol. 60: 1-38. [Link](#)
57. Guo, Feng, and Ying Sophie Huang. (2010a). "Does "hot money" drive China's real estate and stock markets?" *International Review of Economics & Finance*, Vol. 19, Issue 3: 452-466. [Link](#)
58. Guo, Feng, and Ying Sophie Huang. (2010b). "Hot Money and Business Cycle Volatility: Evidence from China." *China & World Economy*, Vol. 18, No. 6: 73 – 89. [Link](#)
59. Habermeier, Karl, Annamaria Kokenyne, Romain Veyrune, and Harald Anderson. (2009). "Revised System for the Classification of Exchange Rate Arrangements." *IMF Working Papers*, Volume 2009, Issue 211: 1-18. [Link](#)
60. Hartmann, Philipp. (2010). "Interaction of market and credit risk." *Journal of Banking & Finance*, Vol. 34, Issue 4: 697-702. [Link](#)
61. Hausmann, Ricardo, Michael Gavin, Carmen Pages, and Eduardo Stein. (1999). "Financial Turmoil and the Choice of Exchange Rate Regime." *Inter-American Development Bank, Research Department Working Paper No. 400*: 1-35. [Link](#)
62. He, Dong, Honglin Wang, and Xiangrong Yu. (2015). "Interest Rate Determination in China: Past, Present, and Future." *International Journal of Central Banking*, Vol. 11, No. 4: 255-277. [Link](#)
63. Higgins, Matthew, Thomas Klitgaard, and Anna Wong. (2019). "Does a Data Quirk Inflate China's Travel Services Deficit?" *Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics*. [Link](#)
64. HKEX research report. (2018). "Macro-prudential management of cross-border capital flows and the opening up of China's bond market: International experience and China's explorative implementation." *Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (HKEX)*: 1-13. [Link](#)
65. Horn, Sebastian, Carmen M. Reinhart, and Christoph Trebesch. (2021) "China's overseas lending."



- Journal of International Economics, Vol. 133: 1-32. [Link](#)
66. Hu, Weigang, Yan Zhou, and Jun Liu. (2022). "Evaluation of Hot Money Drivers in China: A Structural VAR Approach." *Complexity Arising in Financial Modelling and its Applications*, Special Issue: 1-12. [Link](#)
 67. Hu, Xiaolian. (2010). "A Managed Floating Exchange Rate Regime Is an Established Policy." *Bank of International Settlement: 1-4*. [Link](#)
 68. Huang, Xiaoyu, Tao Jin, and Ji Zhang. (2018). "Monetary Policy, Hot Money and Housing Price Growth Across Chinese Cities." *PBCSF-NIFR Research Paper: 1-31*. [Link](#)
 69. İmrohoroğlu, Ayşe, and Kai Zhao. (2020). "Household Saving, Financial Constraints, And The Current Account In China." *International Economic Review*, Vol. 61, No. 1: 71-103. [Link](#)
 70. International Monetary Fund (IMF). (2009). "Balance of Payments and International Investment Position Manual. 6th ed. (BPM6).", Washington, D.C. [Link](#)
 71. International Monetary Fund (IMF) Policy Paper. (2013). "Key Aspects of Macroprudential Policy." *IMF, Issue 082: 1-61*. [Link](#)
 72. International Monetary Fund (IMF) Policy Paper. (2015). "Managing Capital Outflows - Further Operational Considerations." *IMF, Issue 039: 1-8*. [Link](#)
 73. International Monetary Fund (IMF) Report. (various years). "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions.", IMF. [Link](#)
 74. Ito, Hiro, and Menzie Chinn. (2014). "The Rise of the "Redback" and the People's Republic of China's Capital Account Liberalization: An Empirical Analysis of the Determinants of Invoicing Currencies." *Asian Development Bank Institute, ADBI Working Papers 473: 1-47*. [Link](#)
 75. Jobst, Andreas A., and Huidan Lin. (2016). "Negative Interest Rate Policy (NIRP): Implications for Monetary Transmission and Bank Profitability in the Euro Area." *IMF Working Paper, No. 172: 1-47*. [Link](#)
 76. Jones, Bradley, and Joel Bowman. (2019). "China's Evolving Monetary Policy Framework in International Context." *Reserve Bank of Australia, International Department, Research Discussion Paper: 1-53*. [Link](#)
 77. Kamel, Maha, and Hongying Wang. (2019). "Petro-RMB? The oil trade and the internationalization of the renminbi." *International Affairs*, Vol. 95, Issue 5: 1131-1148. [Link](#)
 78. Kawai, Masahiro, and Li-Gang Liu. (2015). "Trilemma Challenges for the People's Republic of China." *Asian Development Review*, Vol. 32, issue 1: 49-89. [Link](#)
 79. Kendall, Ross, and Jonathan Lees. (2017). "The Chinese Interbank Repo Market." *Reserve Bank of Australia Bulletin: 75-86*. [Link](#)
 80. Krugman, Paul R., Maurice Obstfeld, and Marc Melitz. (2022). "International Finance: Theory and Policy." *Pearson, 12th edition*. [Link](#)
 81. Lam, W. Raphael, and Markus Rodlauer, and Alfred Schipke. (2017). "Modernizing China Investing in Soft Infrastructure." *International Monetary Fund*. [Link](#)
 82. Lardy, Nicholas. (1992). "Foreign Trade and Economic Reform in China, 1978-1990.", Cambridge: Cambridge University Press. [Link](#)
 83. Levy Yeyati, Eduardo, and Federico Sturzenegger. (2022). "Classifying Exchange Rate Regimes: 20 Years Later." *Universidad de San Andres, Departamento de Economia, Working Papers 166: 1-35*. [Link](#)
 84. Levy Yeyati, Eduardo, and Federico Sturzenegger. (2001). "Exchange Rate Regimes and Economic Performance." *IMF Staff Papers*, Vol. 47, Special Issue: 62-98. [Link](#)
 85. Levy Yeyati, Eduardo, and Federico Sturzenegger, and Pablo Alfredo Gluzmann. (2013). "Fear of appreciation." *Journal of Development Economics*, Vol. 101: 233-247. [Link](#)
 86. Li, Jianjun, Yinglin Liu, and Shuang Ge. (2012). "China's alternative remittance system: channels and size of "hot money" flows." *Crime Law Soc Change 57: 221-237*. [Link](#)
 87. Li, Mingming, Fengming Qin, and Zhaoyong Zhang. (2021). "Short-Term Capital Flows, Exchange Rate Expectation and Currency Internationalization: Evidence from China" *Journal of Risk and Financial Management*, Vol. 14, Issue 5 (223): 1-15. [Link](#)
 88. Lin, Feng, Li Lei, and Lu Zhou. (2019). "A brief introduction to China's bond market", *Analytical Credit Rating Agency (ACRA): 1-30*. [Link](#)

89. Lin, Guijun, and Ronald M. Schramm. (2003). "China's Foreign Exchange Policies since 1979: A Review of Developments and an Assessment." *China Economic Review*, Vol. 14, Issue 3: 246-280. Link
90. Liu, Li-gang, and Wenlang Zhang. (2010). "A New Keynesian model for analysing monetary policy in Mainland China." *Journal of Asian Economics*, Elsevier, Vol. 21, issue 6: 540-551. Link
91. Logan, Lorie, and Ulrich Bindseil. (2019) "Large central bank balance sheets and market functioning." *Markets Committee Papers*, BIS, No.11: 1-85. Link
92. Lu, Maozu, and Zhichao Zhang. (2000). "Parallel exchange market as a transition mechanism for foreign exchange reform: China's experiment." *Applied Financial Economics*, Vol. 10, No. 2: 123-135. Link
93. Ly, Bora. (2020). "The nexus of BRI and internationalization of renminbi (RMB)." *Cogent Business & Management*, Vol. 7, Issue 1: 1-21. Link
94. Ma, Guonan, Yan Xiandong, and Liu Xi. (2011). "China's evolving reserve requirements." *BIS Working Papers*, Monetary and Economic Department, No 360: 1-29. Link
95. McCauley, Robert N, and Chang Shu. (2018). "Recent RMB policy and currency co-movements." *BIS Working Papers* 727, Bank for International Settlements: 1-22. Link
96. Makin, Anthony J. (2009). "Is China's Exchange Rate Policy a Trade Protection? " *Business Economics* 44: 80– 86. Link
97. Martin, Michael F. and Wayne M. Morrison. (2008). "China's "hot money" problems." *Congressional Research Service Reports*, No. RS22921. Link
98. McDowell, Daniel. (2019). "The (Ineffective) Financial Statecraft of China's Bilateral Swap Agreements." *Development and Change*, International Institute of Social Studies, Vol. 50, Issue 1: 122-143. Link
99. Mehran, Hassanali, and Marc Quintyn, Tom Nordman, and Bernard Laurens. (1996). "Monetary and Exchange System Reforms in China: An Experiment in Gradualism." Washington DC: International Monetary Fund. Link
100. Miao, Yanliang, and Tuo Deng. (2019). "China's Capital Account Liberalization: A Ruby Jubilee and Beyond." *China Economic Journal*, Vol. 12, Issue 3: 1-26. Link
101. Mishkin, Frederic S. (1998). "The Dangers of Exchange-Rate Pegging in Emerging-Market Countries." *International Finance*, Wiley Blackwell, Vol. 1(1): 81-101. Link
102. Mishkin, Frederic S. (1999). "International experiences with different monetary policy regimes.", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 43, Issue 3: 579-605. Link
103. Mohanty, M. S., and Philip Turner. (2005). "Intervention: what are the domestic consequences? " *BIS (Bank for International Settlements)*, Paper No. 24: 56-81. Link
104. Mundell, Robert. (1963). "Capital Mobility and Stabilisation Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates." *Canadian Journal of Economics and Political Science*, Vol. 29, No. 4: 475– 485. Link
105. Ni, Y. Nancy. (2009). "China's Capital Flow Regulations: the Qualified Foreign Institutional Investor and the Qualified Domestic Institutional Investor Programs.", *Review of Banking & Financial Law*, Vol. 28: 299-237. Link
106. Obstfeld, Maurice, and Kenneth Rogoff. (1995). "The Mirage of Fixed Exchange Rates." *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, No. 4: 73–96. Link
107. Olivei, Giovanni P. (July/August 2000). "The Role of Savings and Investment in Balancing the Current Account: Some Empirical Evidence from the United States." *New England Economic Review*: 3-14. Link
108. Orăștean, Ramona, and Silvia Cristina Mărginean. (2023). "Renminbi Internationalization Process: A Quantitative Literature Review." *International Journal of Financial Studies*, Vol. 11, No. 1/15: 1-25. Link
109. Ostry, Jonathan D. Atish R. Ghosh, Marcos Chamon, and Mahvash S. Qureshi. (2011). "POLICY CORNER: Capital Controls: When and Why? " *IMF Economic Review*, Vol. 59, No. 3: 562–580.
110. Ouyang, Alice Y., and Ramkishen S. Rajan. (2016). "Does Inflation Targeting in Asia Reduce Exchange Rate Volatility? " *International Economic Journal*, Vol. 30, Issue 2: 294-311. Link
111. Ouyang, Alice Y., Ramkishen S. Rajan, and Thomas D. Willett. (2010). "China as a reserve sink:



- The evidence from offset and sterilization coefficients.” *Journal of International Money and Finance*, Vol. 29, Issue 5: 951-972. [Link](#)
112. Perez Saiz, Hector, and Longmei, Zhang. (2023). “Renminbi Usage in Cross-Border Payments: Regional Patterns and the Role of Swaps Lines and Offshore Clearing Banks.” *IMF Working Paper No. 2023/077*: 1-19. [Link](#)
 113. Petreski, Marjan, and Branimir Jovanovic. (2012). “New Approach to Analyzing Monetary Policy in China.” *Munich Personal RePEc Archive (MPRA) Paper*, No. 40497: 1-27. [Link](#)
 114. Ponomarenko, Alexey. (2019). “Do sterilized foreign exchange interventions create money? ” *Journal of Asian Economics*, Vol. 62: 1-16. [Link](#)
 115. Prasad, M.S.V., G.V. Satya Sekhar. (2019). “Currency Risk Management: Selected Research Papers.” *Vernon Press, Wilmington, DE, Series in Business and Finance*. [Link](#)
 116. Qin, Jing, Xinsheng Lu, Ying Zhou, and Ling Qu. (2015). “The effectiveness of China’s RMB exchange rate reforms: An insight from multifractal detrended fluctuation analysis.” *Physica A, Statistical Mechanics and its Applications*, Vol. 421: 443-454. [Link](#)
 117. Research Report of Chief China Economist’s Office. (October 2018). “Macro-prudential management of cross-border capital flows and the opening up of China’s bond market-International experience and China’s explorative implementation”. *HKEX website*: 1-13. [Link](#)
 118. Rey, Hélène. (2016). “International Channels of Transmission of Monetary Policy and the Mundellian Trilemma.” *IMF Economic Review* 64, No. 1: 6–35. [Link](#)
 119. Rey, Hélène. (2018). “Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence (revised), ” *NBER Working Paper Series*, No. 21162: 1-42. [Link](#)
 120. Rolnick, Arthur J. (2003). “Interview with Ping Xie.” *Federal Reserve Bank of Minneapolis*. [Link](#)
 121. Ryoo, Sangdai, Taeyong Kwon, and Hyejin Lee. (2013). “Foreign exchange market developments and intervention in Korea.” *BIS Papers*, No. 73: 205-213. [Link](#)
 122. Sarno, Lucio, and Mark P. Taylor. (2001). “Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Is It Effective and, If so, How Does It Work? ” *Journal of Economic Literature*, Vol. 39, No. 3: 839–868. [Link](#)
 123. Sattler, Thomas and Stefanie Walter. (2010). “Monetary Credibility Vs. Voter Approval: Political Institutions And Exchange-Rate Stabilization During Crises.” *Economics and Politics*, Wiley Blackwell, Vol. 22(3): 392-418. [Link](#)
 124. Schipke, Alfred, Markus Rodlauer, and Zhang Longmei. (2019). “The Future of China's Bond Market.” *International Monetary Fund*. [Link](#)
 125. Shambaugh, Jay C. (2004). “The Effect of Fixed Exchange Rates on Monetary Policy.” *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 119, No. 1: 301–352. [Link](#)
 126. Shirk, Susan L. (1994). “How China Opened Its Door: The Political Success of the PRC's Foreign Trade and Investment Reforms.”, *Brookings Institution Press*. [Link](#)
 127. Sit, Victor F. S. (1988). “China's Export-Oriented Open Areas: The Export Processing Zone Concept.”, *Asian Survey*, Vol. 28, No. 6: 661-675. [Link](#)
 128. Stone, Mark, Scott Roger, Anna Nordstrom, Seiich Shimizu, Turgut Kisinbay, and Jorge Restrepo. (2009). “The Role of the Exchange Rate in Inflation-Targeting Emerging Economies.” *IMF Occasional Paper* 267: 1-96. [Link](#)
 129. Sui, Qing-yuan. (2019). “China’s Economic Growth and International Capital Flows.” *Policy Research Institute, Ministry of Finance, Japan, Public Policy Review*, Vol. 15, No. 1: 121-150. [Link](#)
 130. Sun, Guofeng, and Wenzhe Li. (2017). “Monetary Policy, Exchange Rate and Capital Flow — From 'Equilateral Triangle' to 'Scalene Triangle'.” *The People’s Bank of China Working Paper Series*, No. 2017/3: 1-39. [Link](#)
 131. Vargas, Hernando, Andrés González, and Diego Rodríguez. (2013). “Foreign exchange intervention in Colombia.” *Bank for International Settlements, BIS Papers*, No. 73: 95-125. [Link](#)
 132. Wang, Yanzhen, Xiumin Li, Dong Huang, and Aihua Wang. (2019). “Revision of the Effectiveness of China’s Sterilization Policies Considering the Role of the Reserve Requirement Ratio Adjustment.” *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 57, Issue 5: 1-17. [Link](#)
 133. Wang, Zijiao, and Qunyong Wang. (2017). “Reinvestigation of the Interaction between the RMB Onshore and Offshore Markets: An Empirical Analysis Based on Hourly Data.” *Modern Economy*,

- Vol. 8, No. 12: 1499-1516. Link
134. Wei, Yu, and Qianwen Yu, and Jing Liu, and Yang Cao. (2018). "Hot money and China's stock market volatility: Further evidence using the GARCH-MIDAS model." *Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications*, Vol. 492: 923-930. Link
 135. Wong, Anna. (2021). "Capital flight: The travel channel." *Journal of International Money and Finance*, Volume 117: 1-52. Link
 136. Yang, Shuiqing. (2016). "Capital Flows, Sterilization, and Macro- Prudential Policy in China.", *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 52, Issue 8: 1797-1812. Link
 137. Yi, Jingtao. (2007). "China's Exchange Rate Policymaking in the Hu- Wen Era." Briefing Series. Nottingham, UK, China Policy Institute, University of Nottingham: 1-12. Link
 138. Yin, Xiao-Cui, Ran Tao, Kuang-Cheng Chai, and Chi-Wei Su. (2019). "A revisit on linkage of hot money, money supply and housing prices in China." *Journal of Housing and the Built Environment*, vol. 35: 617-632. Link
 139. You, Kefei, and Nicholas Sarantis. (2012). "Structural breaks and the equilibrium real effective exchange rate of China: A NATREX approach." *China Economic Review*, Vol. 23, Issue 4: 1146-1163. Link
 140. Yu, Yongding. (2000). "China's Deflation during the Asian Financial Crisis, and Reform of the International Financial System." *ASEAN Economic Bulletin*, Vol. 17, No. 2, THE ASIAN FINANCIAL CRISIS: Hindsight, Insight and Foresight: 163-174. Link
 141. Zampolli, Fabrizio. (2012). "Sovereign Debt Management as an Instrument of Monetary Policy: An Overview." *Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, BIS Papers*, No. 65: 97-118. Link
 142. Zhang, Chengsi, and Joel Clovis. (2009). "Modeling China Inflation Persistence." *Annals of Economics and Finance*, *China Economics and Management Academy*, Vol. 10: 89-110. Link
 143. Zhang, Liqing, and Zhigang Huang. (2011). "Do Capital Flows Fuel Asset Bubbles in China?" *Workshop Financial Stability in Emerging Market*: 1-16. Link
 144. Zhang, Yihao, Fang Chen, Jian Huang, and Catherine Shenoy. (2018). "Does "hot money" affect real economy? Evidence from production outputs in China." *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 57: 1-47. Link
 145. Zhang, Zhichao. (2000). "Exchange Rate Reform in China: An Experiment in the Real Targets Approach." *The World Economy*, Vol. 23, No. 8: 1057-1081. Link
 146. Zhang, Zhichao. (2001). "China's Exchange Rate Reform and Exports." *Economics of Planning*, Vol. c34, No. 1-2: 89-112. Link
 147. Zhao, Suisheng. (1993). "Deng Xiaoping's Southern Tour: Elite Politics in Post-Tiananmen China." *Asian Survey*, Vol. 33, No. 8: 739-56. Link
 148. Zhao, Yanping, Xiaoyan Li, and Jakob De Haan. (2022). "The Time-Varying Causal Relationship Between International Capital Flows And The Real Effective Exchange Rate: New Evidence For China." *The Singapore Economic Review (SER)*, World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd., Vol. 67, NO. 04: 1253-1274. Link
 149. Zheng, Yongnian, and Jingtao Yi. (2007). "China's Rapid Accumulation of Foreign Exchange Reserves and Its Policy Implications." *China & World Economy*, Vol. 15, No. 1: 14 - 25. Link
 150. ZHOU Xiaochuan. (2016). "Managing Multi-Objective Monetary Policy: From the Perspective of Transitioning Chinese Economy." *Speech at IMF Central Banking Lecture*, Washington D.C, June 24 2016. Link



مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی

تهران، خیابان باسیداران، روبروی پارک نیاوران (ضلع جنوبی، بلاک ۸۰۲)

تلفن: ۷۵۱۸۲۰۰۰ صندوق پستی: ۱۵۸۷۵-۵۸۵۵ پست الکترونیک: mrc@majles.ir

وبسایت: rc.majles.ir