



中国金融四十人论坛
CHINA FINANCE 40 FORUM

中国金融四十人论坛工作论文系列

CF40 Working Paper Series

NO. CF40WP2017018 (总第 71 期)

汇率制度成功转型的配套政策：国际经验与中国对策

管 涛 谢月兰¹

2017 年 7 月 25 日

摘要：由固定汇率制向浮动汇率制成功转型需要相关领域的配套政策。本文在对汇率制度转型的相关文献和成功国家案例进行梳理与分析的基础上，讨论了我国实现汇率制度成功转型所需要的主要配套政策。一是要加快货币政策转型，按照对内平衡优先原则确立货币政策目标。二是要构建跨境资本流动管理的宏观审慎安排，更好地维护国家金融安全。三是要加快外汇市场等金融市场建设，增强金融市场的深度和广度，筑好维护汇率平稳运行的第一道防线。四是要大力推进经济结构调整和改革，为汇率平稳运行提供长期保障。

关键词：汇率转型、货币政策、宏观审慎、外汇市场

JEL 分类号：F831 **文献标识码：**A **文章编号**

说明：中国金融四十人论坛（CF40）是非官方、非营利性的专业智库，专注于经济金融领域的政策研究。本工作论文是未曾公开发表的论文。文中观点仅代表作者本人，不代表本论坛及作者所在单位意见。未经许可，谢绝任何形式的转载和复制。

¹作者管涛系中国金融四十人论坛高级研究员，本文摘自 2016 年度中国金融四十人论坛重点课题《大国崛起与人民币汇率选择》第五章。



汇率制度成功转型的配套政策：国际经验与中国对策

管 涛 谢月兰

摘要：由固定汇率制向浮动汇率制成功转型需要相关领域的配套政策。本文在对汇率制度转型的相关文献和成功国家案例进行梳理与分析的基础上，讨论了我国实现汇率制度成功转型所需要的主要配套政策。一是要加快货币政策转型，按照对内平衡优先原则确立货币政策目标。二是要构建跨境资本流动管理的宏观审慎安排，更好地维护国家金融安全。三是要加快外汇市场等金融市场建设，增强金融市场的深度和广度，筑好维护汇率平稳运行的第一道防线。四是要大力推进经济结构调整和改革，为汇率平稳运行提供长期保障。

关键词：汇率转型、货币政策、宏观审慎、外汇市场

JEL 分类号： F831 **文献标识码：** A **文章编号**

十八届三中全会明确提出，要让市场在资源配置中发挥决定性作用。随着开放型经济新体制的建立，货币政策独立性的重要性提高，人民币汇率不断增加弹性，从有管理浮动走向自由浮动或清洁浮动是大势所趋。新兴市场和发展中国家由固定汇率向浮动汇率转变的过程中，有相当部分经历了无序的汇率调整。1990-2002年期间的139次由固定向浮动汇率的转变中，有77次是无序的（即在退出固定汇率前后6个月名义汇率的变动幅度超过25%），占比超过二分之一（IMF，2004）。配套政策的缺失是汇率转型过程中出现无序调整的重要原因。本文将梳理如何实现汇率成功转型的相关文献，并讨论我国汇率制度转型需要哪些配套措施。

一、关于汇率成功转型的理论综述

国际货币基金组织（IMF，2004）对发展中国家的汇率制度转型进行了广泛的案例研究，总结了汇率制度成功转型所需的配套措施。其中包括：有深度和流动性的外汇市场、与新机制相一致的外汇干预策略、在新的货币政策框架中建立替代性的名义锚、市场主体管理汇率风险和监管机构管理监测的能力等。

Williamson（2000）强调在转型过程中增强金融体系承受能力的重要性。他指出，成功地从盯住汇率向更加灵活的汇率制度迈进，金融体系要能够承受汇率制度的变化，监管机构要审慎监管外汇风险头寸，金融机构要能够提供风险规避的对冲产品。

Eichengreen等人（1999）也认同加强对汇率转型相关风险的管理，尤其是在升值压力下转型到浮动汇率时，应该考虑过渡性的资本流入管制或税收措施。金融体系应该为更有弹性的新汇率体



制做好准备，因此，应该加快推进金融领域薄弱环节的改革。此外，在汇率不再是货币政策和通胀预期的锚之后，需要寻找替代性的锚并增强货币政策的可信度。

Calvo和Mishkin（2003）则进一步指出，对于新兴市场国家来说，比汇率制度选择更为重要的是建立起良好的财政、金融和货币体制。因此，应当更多地关注改善银行及金融部门监管，加强财政约束，在可持续和可预测的货币政策方面达成共识，加大贸易开放度。这些机制性的改革能够增强新兴市场国家抵御危机的能力。

二、加快货币政策框架转型

将汇率制度与货币政策框架联系起来，有助于从经济政策全局的角度来审视汇率政策。首先，汇率安排与货币政策框架并非一一对应的，相同的汇率制度也可以对应不同的货币政策框架。比如，实行浮动汇率制的国家中有大约一半采用通胀目标制，但也有一些国家有货币供应量目标或属于其他货币政策框架，如欧元区。实行稳定或类爬行汇率安排的国家中部分有货币供应量目标，部分实行通胀目标制。第二，实行完全自由浮动汇率制的国家都没有货币供应量目标。货币供应量目标通常与不发达的金融市场和有管理的汇率安排相关联。第三，无单独法定货币及货币局的汇率安排下，货币政策框架通常只能是以汇率为锚。

根据IMF（2016）的最新分类，我国的汇率安排由类爬行改为其他有管理的汇率安排。这主要反映了自2015年起人民币汇率的波动性加大，不再适用在一个可预测的区间内波幅不超过2%的软盯住汇率安排的定义。在2014年底之前，由于人民币汇率的波动性有限，汇率可以看作是货币政策的一个名义锚（IMF将全部软盯住汇率制下的国家归类为有实际的汇率名义锚）。同时，广义货币M2增长率是货币政策的中介目标，因此可以说我国的货币政策在一段时间内具有双重名义锚。

根据“三元悖论”下货币政策独立性、资本自由流动与固定汇率不可兼得的理论，货币供应量增长目标和汇率稳定目标之间存在内在的冲突。在经济下行和通缩压力较大的时期，降低利率有利于经济增长，但会刺激资本外流，加大汇率贬值压力；在经济过热和通胀风险较大的时期，提高利率有利于抑制通胀，但会吸引更多套利资本流入，资产价格泡沫风险上升。

我国双重名义锚的货币政策操作就曾经面临“三元悖论”的挑战。例如，1998年亚洲金融危机后，人民币汇率保持了稳定，但国内价格出现了通缩。2011年，内外因素造成了通货膨胀，央行实行从紧的货币政策，但资金流入和汇率升值压力直至欧债危机恶化才得以缓解。在上述两种情况下，央行都运用了利率、存款准备金率等工具来实现物价稳定和经济增长目标，同时运用资本管制或公开市场对冲操作来实现汇率稳定目标。尽管在一定条件下，两个目标能够共存，但资本管制和对冲操作都有相应的成本，长期来看有较大的负面影响。

在固定汇率制下，汇率是货币政策的名义锚。转向更加灵活的汇率，意味着需要用另一个可信的名义锚替代汇率锚，并建立与之相符的新的货币政策框架。在汇率转型期，建议从以下方面来改进我国货币政策框架及操作：



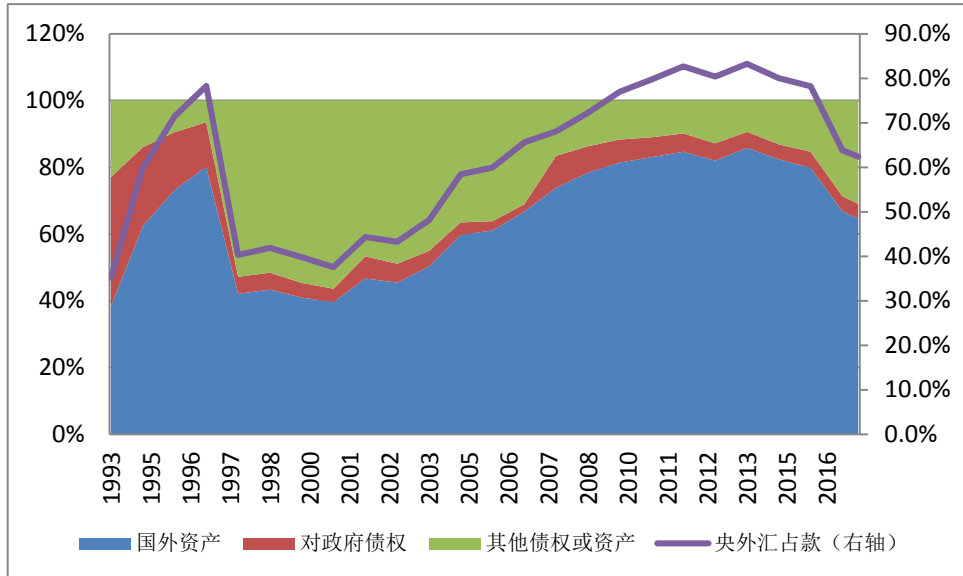
一是要基于对内平衡优先原则处理好货币政策多目标冲突。《中国人民银行法》明确我国的货币政策目标是“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”。而“货币的币值稳定”既包括了对内的物价稳定，又包括了对外的汇率稳定。其中，“汇率稳定”目标隐含在“国际收支平衡”目标中。当经济对内与对外平衡目标冲突时，货币政策就面临着“稳增长”还是“稳汇率”的优先次序选择。正如周小川（2016）行长在2016年2月底所言，作为一个经济大国，中国的货币政策更重要的是考虑国内经济情况，而不会过度基于外部经济和资本流动来制定我们的经济政策。而且，未来随着人民币汇率最终走向自由浮动，也就无需强求汇率稳定，届时国际收支平衡将是经常项目与资本项目互为镜像的自主平衡，国际收支平衡也将从总量平衡转向结构平衡，即经常项目收支平衡。为体现“稳增长”优先于“稳汇率”，建议《中国人民银行法》中关于货币政策目标的描述直接改成“保持物价稳定”。此外，随着国内金融市场开放不断扩大，一个清晰的、可信的货币政策目标，也有利于货币政策沟通和预期引导。例如，美联储的货币政策正常化采取了前瞻性指引的做法，市场理解美联储加息和缩表是基于国内经济前景向好的判断，结果加息一度加出降息的效果，股票市场不跌反涨。

二是要加快货币政策从数量型调控向价格型调控的转变。我国货币政策的最终目标是币值稳定，中介目标是货币供应量。货币供应量作为中介目标的前提是货币需求的稳定性，或者至少是可预测性（Fisher, 1996）。由于金融市场和金融创新的发展，我国货币需求的稳定性在下降。在金融创新、技术进步和全球化的影响下，货币需求变化还可能增大。在具有发达金融市场的国家，利率通常是货币政策的重要操作目标。央行设定政策目标利率，市场力量决定收益率曲线，再影响银行对零售客户的信贷利率，实体部门继而依据价格信号做出决策。尽管存贷款利率均已放开，但我国仍缺少明确的政策利率和基准利率体系，无法形成由政策目标利率向货币和债券市场利率、借贷市场利率以及实体经济的利率传导渠道。2017年初央行公开市场操作引起的“加息”之争，凸显了市场不知道什么是基准利率，政策调控效果必然受到影响。

三是要以强化货币纪律为目标完善货币投放机制。1990年代中期之前，我国基础货币投放的主要渠道是再贷款形式的信用投放。之后，随着资本大量流入、国际收支顺差、外汇储备持续大幅增加，外汇占款逐渐成为货币投放的主要渠道（见图1）。这虽然影响了央行货币政策的独立性，但变之前的纯信用投放为外汇作基础的货币投放，也是一种进步。2013年起，为进一步发挥货币政策支持经济结构调整的功能，央行在公开市场操作中引入了新的货币政策工具，如短期流动性调节工具、常备借贷便利、中期借贷便利等，并扩大了抵押品范围。“8.11”汇改之后，因为担心降低存款准备金率有可能释放货币强刺激信号，加剧汇率贬值预期，为对冲资本流出引起的外汇占款下降，上述货币政策创新工具得到了更加积极的运用（管涛，2016）。未来随着人民币汇率形成越来越市场化，央行逐步退出外汇市场常态干预，外汇占款渠道的货币投放将不复存在。而多数央行的经验表明，更加清晰地与公众沟通货币政策目标和执行过程，能够增加货币政策的可信度和有效性。为此，应从制度上进一步健全我国央行基础货币投放的抵押品机制，充实、扩大抵押品范围，增加央行流动性调控的灵活性，这是提高货币政策可信度的关键（梁红、余向荣，2017）。



图1：1993年-2017年6月底央行总资产构成（单位：%）



数据来源：中国人民银行，中国金融四十人论坛

三、加强对跨境资本流动的宏观审慎管理

2008年国际金融危机为我们提供的一个教训是，金融体系的整体风险会大于单个金融机构风险的加总，微观审慎监管可能不足以应对整体风险。危机后关于宏观经济政策的反思中的重要一点即是应将金融稳定也纳入央行的目标，并由此提出了宏观审慎政策的概念。宏观审慎政策关注的是金融体系内的系统性风险（Borio, 2009），目标是增强金融体系应对冲击的能力，同时采取措施应对可能影响系统稳定的风险和脆弱性来源。

目前，主要以金融稳定委员会（FSB）和国际货币基金组织（IMF）为主导的国际组织已经推动了宏观审慎规则的制定和实施，包括：推进巴塞尔协议III，提升银行业的宏观审慎监管；确定全球系统性重要金融机构，强调了额外资本金要求；关注影子银行活动，尤其是它与银行的联系及风险传导等。近年来，我国金融监管部门也已经采取了一系列宏观审慎措施，来降低金融体系系统性风险（张晓慧，2017）。

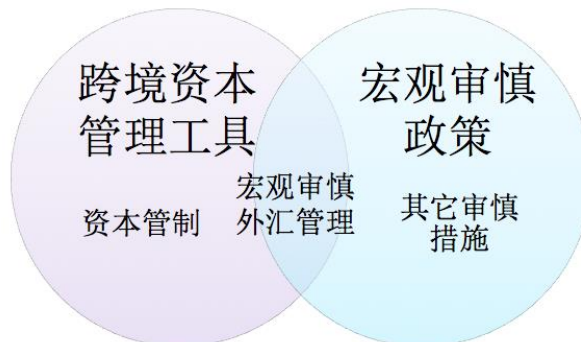
本轮危机爆发以来，跨境资本异常流动带来的正反馈机制和跨部门风险传染，成为诱发系统性风险的隐患。国际主流对于资本管制的态度也出现了转变，不仅反思资本过度自由化的负面影响，同时充分肯定了跨境资本流动管理的有效性（余永定等，2012）。

随着全球金融一体化程度的不断加深，国际市场逐渐成为一个联系密切、不可分割的整体，影响货币政策效果的新因素和机制不断涌现。“二元悖论”理论认为，在此背景下，仅依靠浮动汇率难以完全隔绝全球金融周期等因素的影响。为抑制跨境资金过度波动对国内的不良冲击，需要考虑对资本流动的宏观审慎管理（孙国峰、李文喆，2017）。

2010年以来，针对跨境资本流动的一系列制度框架和工作指南大量涌现。IMF（2011）将资本管制和宏观审慎的概念都融入到跨境资本流动管理框架之中，提出了资本流动管理工具（Capital Flow Management Measures，以下简称CFMs）的崭新概念。CFMs包括了所有抑制跨境资本流动的政

策工具（见图2）。在这个新的跨境资本流动管理框架下，存在所谓的“双支柱”体系。资本管制是支柱之一，宏观审慎外汇管理是支柱之二。两者既有联系、又有分工，形成了与货币政策、财政政策 and 外汇市场干预等其他传统逆周期宏观调控政策协调配合的政策篮子。

图2：资本管制、宏观审慎外汇管理与宏观审慎政策的关系



2015年4月底，周小川行长在第31届国际货币与金融委员会系列会议上对外阐释人民币资本项目可兑换的前景时，明确表示中国将采用的是“有管理的可兑换”的概念，即在可兑换之后，使用宏观审慎措施来限制跨境资本流动的风险、维持币值稳定和金融环境安全。

在汇率浮动和外汇干预都不足以出清外汇市场的情况下，资本流动管理手段非常重要，可从以下方面入手，建立起一套跨境资本流动管理的宏观审慎安排（管涛，2017）：

一是以市场手段调节境内居民个人用汇。2016年，我国服务贸易购汇4156亿美元，同比增长14%，占整个银行购汇总额的23.4%，是仅次于货物贸易购汇的第二大项目，占比同比提高了7.0个百分点。其中，相当部分是个人5万美元年度总额下的、对汇率较为敏感的无因购汇，对于这部分用汇无需调整其限额。可对无法提供相关证明的，或是明确用于海外投资目的的（如买房、买股和购买寿险），收取一定比例的费用。

二是以金融交易税安排调节跨境投资行为。这是许多拉美和亚洲新兴市场国家通常的做法，是一种托宾税的制度尝试。可以从控流入手，引入金融交易税安排。如对外证券投资可以征收一定的税收，对外本外币放款也可以征税。此外，通常金融交易税征收对象是短期资本流动，但考虑到目前境内对外直接投资的异常增长及非理性行为，将其纳入宏观审慎的调控范畴也是必要的。

三是研究从反逃避税和反洗钱入手打击非法对外资产转移。即便资本账户已经开放的市场经济体，出于反洗钱、反避税和反恐融资目的，依然保持打击违法跨境资本流动的高压态势。另外，加快外汇管理方式的转变，督促银行按照“了解客户、了解业务、尽职调查”的展业原则，加强跨境资本流动的真实性审核，理顺外汇管理政策的传导机制。

四是择机适时推出对跨境资本流入的宏观审慎措施。所有的资本流出冲击都是从前期资本流入开始的。未来，当我国资本流动形势变化时，应及时推出针对跨境资本流入的措施。例如，要求特定类别的跨境资本流入的缴纳一定比例的无息准备金、对外国投资者投资我国证券市场的收益征收资本利得税、对金融机构的外债按照时间长短征税等等。同样地，在资本流入压力较大时期，也可以针对个人结汇异常增多采取收费政策进行调节。



四、大力发展外汇市场

1994年汇率并轨以来，我国外汇市场经过多年发展，在交易工具、主体、平台和机制等方面不断完善，保障了汇率制度改革的顺利进行。但我国外汇市场仍面临诸多体制机制性障碍，市场深度和广度仍有待增强：一是汇率的灵活性不足。汇率缺乏弹性使市场主体没有动机去预测汇率、主动调整外汇头寸并管理汇率风险。二是对外汇交易的限制。在银行对客户市场，对个人和企业结售汇实行按需原则管理。在银行间市场，对银行自营外汇交易实行结售汇综合头寸管理。比较而言，国际外汇市场的供求类型更加多元化，有相当比例为投资或投机性交易。根据BIS三年期外汇市场调查数据，2016年4月机构投资者和对冲基金对全球外汇交易规模的贡献达到24%。第三，外汇市场的发展需要完整的人民币市场收益率曲线，以及高流动性的货币市场。第四，价格发现机制仍不充分。人民币对美元中间价定价机制透明度虽有所提升，但并非完全由市场自主决定。

为此，建议：一是适时适度放松按需交易原则。长期以来，我国人民币外汇市场交易实行按需原则，这对维护人民币汇率稳定，确保中国国际收支基本安全，规避国际套利资本大进大出冲击境内宏观经济稳定均起到了十分积极的作用。但随着我国经济规模的扩张以及对外经济交往的发展，按需原则的一些负面影响也逐渐有所体现，包括不利于投资者主动防范汇率风险、不利于境内外汇市场规模的扩大、有强化人民币单边波动的副作用、制约境内衍生金融工具市场的发展。从我国的实际出发，按需原则的放宽可以采取由点到面，分步推进的手段逐渐实现。在业务推进步骤上，可按照先即期后衍生、先场外市场后场内市场的顺序逐步突破按需原则。

二是增加外汇市场交易主体。交易主体的多元化是活跃外汇市场交易、促进市场预期多元化、提高市场定价效率、促进外汇市场金融创新的有效途径。可以在推进资本市场双向开放（如沪港通、深港通、债券通）的基础上，引入更多境内非银行金融机构如证券基金公司参与银行间外汇市场交易。积极引入更多境外机构进入我国银行间外汇市场，提高市场整体开放程度。尝试引入高净值个人投资者作为银行间外汇市场交易主体。

三是丰富外汇市场交易产品。在中国境内推出一带一路国家货币的ETF产品，其交割机制可借鉴人民币外汇无本金交割远期的经验，帮助国内企业以可预见的经济成本锁定相关汇率风险。开发人民币汇率指数产品，为我国企业提供更为丰富的汇率风险规避选择，特别是满足我国一带一路战略推进过程中，企业对各种小币种汇率风险的管理难题。推出人民币外汇期货产品，从长期看，人民币汇率期货市场的建设对于人民币汇率定价机制的完善，企业和个人投资者汇率风险的管理都具有十分积极的意义。上述产品或许初期大都面临市场流动性不足、需求较弱的问题，但从市场培育、定价权的角度考虑，需要尽早推出，以争取我国在人民币国际化和“一带一路”战略实施中的主动权。

四是促进境内外市场融合。随着人民币可兑换程度的提高和人民币国际化进程的推进，外汇市场的发展应注重促进境内外市场的融合，使得国内外投资者均可以较为便利地进行涉及人民币的外汇交易，进而促进境内外投资者低成本地进行跨境投资和贸易活动。

五是发展货币市场与债券市场。货币市场利率是外汇市场掉期等产品的定价基准，是市场主体有效管理汇率风险的基础。债券市场的发展，可以降低银行和企业部门对境外融资的依赖，减少债



务美元化导致的货币错配风险。在许多新兴市场国家，当本币出现贬值时，因外币债务负担加重而无法偿付，导致了大规模的企业破产和银行外汇贷款违约，加深了货币和金融危机（Calvo et al, 2003）。有深度的债券市场可以对跨境资本流动的突然逆转形成缓冲，降低资本账户开放的冲击。与此同时，债券市场发展中的问题和挑战也会制约汇率制度的改革。为此，应强化风险防控，加强监管协调，并积极稳妥地推进债券市场对外开放。

五、其他配套改革或者措施

新兴市场国家汇率转型的经验还表明，如果宏观经济政策相互掣肘或结构性改革不到位，在汇率转型过程中就更容易面对外部压力。从我国的实际情况来看，要推动以下几方面的改革措施：

一是深化供给侧结构性改革。推进供给侧结构性改革是全面深化改革的一项重要任务，是当前和今后一个时期我国经济工作的主线。在当前全球经济仍处在深度调整期、国内经济增长总体乏力的背景下，2017年中央经济工作会议明确要继续深入推进“三去一降一补”五大任务，夯实经济均衡、协调、可持续发展的基础。

二是加快经济发展方式转变。过去几年，我国经济结构性调整取得了阶段性效果，经常项目顺差与GDP之比和外贸依存度均显著回落，以投资、外需拉动的经济发展模式逐步向以消费拉动为主的经济发展方式转变。但我国经济结构调整也面临新挑战，要尽快培育新的增长动能，提升要素市场效率。在扩大内需的同时，转变外贸发展方式、提高利用外资质量，推进对外投资健康、有序发展。

三是加快经济转型和升级。在转变经济发展方式的过程中应因势利导，把政策的着力点放到转型升级上，增强企业非价格竞争力。大力发展服务业，把扩消费与“补短板”结合起来；推进新技术、新业态、新经济的快速增长；以开放助推经济转型升级，进一步提高开放型经济的水平，扩大服务业和一般制造业的开放。

四是推进现代企业制度改革。国有企业是中国市场的重要主体。国企融资软约束相当于变相的政府补贴，不利于促进公平竞争，提高经营效率，并可能导致财政赤字，提高政府债务率，挤出私人投资（Gonzalez-Garcia et al, 2013）。国企改革的重点是要建立现代企业制度，增强财政预算硬约束。要进一步改革和完善代理制，政府从企业直接管理人转变为出资人角色。

五是加强财政纪律。良好的财政纪律是增加汇率灵活性的重要条件。在缺少财政纪律的情况下，债务的货币化得不到有效约束，会相应降低货币的信誉。加强财政约束不在于在多大程度上减少财政支出，而在于改革财政收支决策的体制机制，确保财政收支有稳定和可持续的基础。对于企业的债务重组，不能直接运用财政资金，而应吸引民间资金投入，发展优先股、次级债、可转债等长期资本工具。在具体政策操作上，应更多强调以市场化、法制化原则实施债务重组，警惕危机救助中的道德风险对货币政策的倒逼。

六是推动建立开放包容的国际经济秩序。积极应对贸易增长放缓的挑战，坚持对外开放，积极呼吁推动开放市场，取消贸易壁垒。推进“一带一路”战略，探索贸易增长新途径，推动全球化成



果的共享。加强货币政策的国际协调，推动各国采取一系列措施促进增长，稳定汇率，完善流动性供给机制，维护跨境资本有序流动。推进国际货币体系改革，也有助于从根源上降低汇率剧烈波动和资本大规模流动的风险。

六、结语

“8.11”汇改之后，人民币汇率市场化改革步入深水区，关于中国应当如何完成走向汇率真正市场化的惊险一跃，各方有许多讨论，开除了很多药方。然而，从国际经验看，成功的汇率转型更在汇率之外，有些前提条件或者配套措施，可以大大降低汇率转型的风险。

首先，要充分享受汇率浮动带来的好处，需要加快货币政策转型，按照对内平衡优先的原则确立货币政策目标，在此基础上建立市场化的利率形成机制、调控机制和传导机制，并进一步严肃货币纪律。

其次，跨境资本流动管理是当前出清外汇市场的一个重要手段，即使未来汇率自由浮动以后，为解决资本自由流动状况下的“二元悖论”难题，资本流动管理也不可或缺。可借机建立起一套跨境资本流动管理的宏观审慎安排，更好地在进一步扩大开放过程中维护国家金融安全。

再次，加快包括外汇市场在内的金融市场建设，有深度、广度的金融市场是抵御跨境资本流动冲击，维护汇率平稳运行的第一道防线。

最后，恰如其分的宏观政策以及结构性改革的推进是任何汇率制度能够良好运行的长期保障。需要从深化供给侧结构性改革、加快经济发展方式转变、强化财政预算硬约束、加强国际协调等方面入手，为汇率改革创造有利的内外部环境。

落实上述汇率改革的前提条件或者配套措施，一方面，可以提高汇率制度成功转型的概率，降低改革的风险；另一方面，“磨刀不误砍柴工”，很多工作即使没有汇率改革也是要做的。



参考文献：

1. 管涛. 应对资本流动冲击的两个“不可能三角”：中国的政策选择[J]. 中国货币市场, 2016.
2. 管涛. 要用市场、价格的手段调节跨境资本流动[N]. 第一财经日报, 2017-03-12.
3. 梁红, 余向荣. 中国货币政策框架：走向新常态[N]. 中金公司“宏观经济研究”, 2017-03-13
4. 孙国峰, 李文喆. 货币政策、汇率和资本流动——从“等边三角形”到“不等边三角形”. 中国人民银行工作论文, 2017.
5. 张晓慧. 宏观审慎政策在中国的探索[J]. 中国金融, 2017-05-31
6. 周小川. 记者会文字实录 [EB/OL], 2016-02-26, <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3021832/index.html>
7. 余永定, 张明. 资本管制和资本项目自由化的国际新动向[J]. 国际经济评论, 2012(5).
8. Borio C. Implementing the macro-prudential approach to financial regulation and supervision[J]. *The Financial Crisis and the Regulation of Finance*, 2011: 101-117.
9. Calvo, Guillermo, and Frederic Mishkin. The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries [R], NBER Working Paper No. 9808, 2003.
10. Eichengreen B, Masson P, Savastano M, et al. Transition Strategies and Nominal Anchors on the Road to Greater Exchange-Rate Flexibility[R]. International Economics Section, Department of Economics Princeton University, 1999.
11. Fischer, Stanley. Maintaining Price Stability, Finance & Development, International Monetary Fund, Issue December 1996.
12. Gonzalez-Garcia, Jesus and Francesco Grigoli. State-Owned Banks and Fiscal Discipline [R], IMF Working Paper, 2013.
13. IMF. From Fixed to Float: Operational Aspects of Moving Towards Exchange Rate Flexibility [R], IMF Working Paper, 2004.
14. IMF. Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework [R], IMF Policy Paper. Feb., 2011.
15. Williamson J. Exchange rate regimes for emerging markets: reviving the intermediate option[M]. Peterson Institute, 2000.



Orderly Transition from Fixed to Float: International Experience and China's Policy Choice

GUAN Tao

Abstract: Orderly transition from fixed exchange rate regime to floating exchange rate regime requires supporting policies. On the basis of analyzing relevant literatures of successful transition, this paper summarizes the supporting policies needed to ensure the successful transition of China's exchange rate regime. First, China needs to speed up the transformation of monetary policy framework, giving priority to internal balance over external balance. Second, establish macro-prudential cross-border capital flow management arrangements, better safeguarding national financial security. Third, develop financial markets, especially the foreign exchange market, enhancing market depth and width, and build a first line of defense for a smooth transition. Fourth, promote economic restructuring and reform, safeguarding the exchange rate system in the long-term.

Key words: exchange rate transition, monetary policy framework, macro-prudential, foreign exchange market