

# Следующие шаги для Китая

**Почему реформа финансового сектора является важнейшим элементом долгосрочной стратегии экономического роста**

Ишвар С. Прасад

**В** РЕЗУЛЬТАТЕ становления Китая как экономической державы и просто ввиду его размеров эта страна прочно заняла место в центре мировой экономической арены. Удивительные темпы роста китайской экономики привлекают большое внимание, причем некоторые наблюдатели предполагают, что экономика этой страны может занять второе место в мире, если темпы ее экономического роста останутся устойчивыми на протяжении ближайших двух-трех десятилетий. Кроме того, в свете торговой экспансии Китая и быстрого роста его международных резервов Пекин неизменно оказывается в центре внимания обсуждений глобальных дисбалансов по счету текущих операций. В то же время возможность «перегрева» экономики и избыточных инвестиций в Китае вызывает обеспокоенность, поскольку снижение темпов роста может повлиять не только на состояние внутренней экономики, но и на азиатский регион и другие страны за его пределами.

Действительно, недавно принятые Китаем меры, создающие возможность для большей гибкости обменного курса юаня ренминби (путем его привязки к корзине валют вместо фиксированной привязки к доллару США), рассматриваются как ответная реакция на внутреннее и международное давление. Некоторые наблюдатели отказываются рассматривать этот первоначальный шаг, который включал небольшую переоценку стоимости юаня ренминби, на том основании, что он слишком незначителен, чтобы серьезно повлиять на внутренние или международные дисбалансы. Однако более важным является символическое, а также экономическое значение этого шага в направлении большей гибкости валютного курса и объявленная властями цель по достижению, в конечном счете, конвертируемости по счету операций с капиталом.

Но курсовой режим — лишь один из элементов более широкой программы реформ. В настоящей статье проводится оценка мер, которые необходимо принять Китаю для обеспечения прочности экономической экспансии путем решения встающих перед страной проблем, связанных с реформой финансового сектора и необходимостью поддержания экономического роста за счет внутренних факторов.

## Структура торговли и накопление резервов

Для лучшего понимания последствий валютной политики и стратегии экономического роста Китая полезно изучить динамику структуры внешней торговли Китая и быстрое накопление резервов.



Начнем с региональной перспективы. Китай приобретает все большее значение в регионе Азии с точки зрения как торговых, так и финансовых потоков. В настоящее время на эту страну приходится приблизительно 40 процентов общего притока прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в страны с формирующимся рынком в Азии (включая потоки ПИИ между странами Азии). С другой стороны, более двух третей притока ПИИ в Китай в настоящее время приходится на Японию и страны Азии с формирующимся рынком. Эта доля по-прежнему гораздо больше половины, даже если исключить значительную часть потоков из САР Гонконг на основании предположения, согласно которому эти потоки представляют собой обратный приток капитала, берущий начало в Китае, с тем чтобы воспользоваться преференциальным налоговым режимом, который предоставляется прямым иностранным инвестициям.

Такая структура внутрирегиональных потоков капитала связана с тенденциями в сфере торговли, где Китай стал одним из ведущих центров переработки товаров, произведенных в других странах Азии и предназначенных для рынков промышленно развитых стран. И действительно, за период с 2000 по 2004 год рост совокупного активного сальдо двусторонней торговли Китая с Соединенными Штатами и Европейским союзом в значительной степени компенсировался увеличением дефицита по его торговле с другими странами Азии (см. таблицу).

## Колебания и круговое движение

Китай имеет значительный профицит по торговле с Соединенными Штатами и Европейским союзом, но большой дефицит по торговле с соседними странами Азии.

Сальдо двусторонней торговли с отдельными странами (в млрд долларов США)

	2000	2004		2000	2004
	Континентальный Китай			Китай плюс САР Гонконг	
	изменение			изменение	
Соединенные Штаты	30	80	} 79	62	110
Европейский союз	7	35		20	49
Япония	0	-21	} -35	-14	-40
Остальные страны Азии	-2	-16		-65	-143
Прочие	-11	-46		-3	-41
Итого	24	33		0	-65

Источник: CEIC Data Co., Ltd.

Примечание: вторая панель данных, объединяющая континентальный Китай и САР Гонконг, включает экспорт и импорт в континентальную часть страны, который осуществляется через САР Гонконг (в 2002–2004 годы примерно одна пятая торговли товарами континентальной части страны осуществлялась через САР Гонконг). «Остальные страны Азии» охватывают Вьетнам, Индонезию, Камбоджу, Корею, Лаос, Малайзию, Мьянму, Сингапур, Таиланд, Тайвань (провинцию Китая) и Филиппины.



Проверка качества волокна на текстильной фабрике в Наньтуне, Китай.

Но и это не дает полной картины. Профицит Китая по счету текущих операций увеличился приблизительно до 70 млрд долларов США в 2004 году, причем на активное сальдо торговли приходилась значительная часть этого прироста. В 2001–2004 годы китайский экспорт возростал впечатляющими темпами, составляющими в среднем примерно 30 процентов ежегодно (импорт рос аналогичными темпами, но объем его оставался на более низком по сравнению с экспортом уровне). Хотя эти высокие темпы роста экспорта с 2001 года можно частично объяснить низкой стоимостью рабочей силы в Китае и вступлением во Всемирную торговую организацию, идут споры о том, насколько велика роль его валютного режима в формировании этой торговой экспансии.

С 1995 года по июль 2005 года фактически поддерживался фиксированный паритет китайской валюты — юаня ренминби — по отношению к доллару США, и появились признаки того, что с уменьшением стоимости доллара по отношению к другим основным валютам за последние 2–3 года курс юаня ренминби стал заниженным. Критики курсовой политики Китая часто ссылаются на быстрое накопление резервов страны как на явное доказательство этого занижения курса валюты. Валовые международные резервы страны растут по резко повышающейся траектории с 2001 года, причем примерно половина всех накопленных за последнее десятилетие резервов создана за последние три года (см. рис. 1). Как результат, в настоящее время Китай вышел на второе место в мире по объему международных резервов (после Японии).

Каков же вклад различных компонентов платежного баланса в этот резкий скачок? Как показано на рис. 2, профициты счета текущих операций и чистые притоки ПИИ неизменно оставались весьма значительными на протяжении последнего десятилетия. Особенно интересно то, что до 2000 года эти факторы компенсировались суммой сальдо финансового счета без учета ПИИ, плюс ошибки и пропуски, причем эта последняя статья является остаточной балансирующей категорией в платежном балансе, которая обычно охватывает неучтенные потоки как по счету текущих операций, так и по счету операций с капиталом. С 2001 года сумма ошибок и пропусков и сальдо счета операций с капиталом без учета ПИИ существенно изменилась, приняв резко положительное значение в 2003–2004 году. Действительно, эта категория играла главную роль в значительном ускорении темпов накопления резервов с 2001 года. Вероятно, этот перелом тенденции

объясняется тем, что он связан с массовым притоком спекулятивного капитала в ожидании возможного повышения курса юаня. Такие потоки не могут поступать в страну по официальным каналам, поскольку в таком случае они столкнулись бы с механизмами контроля операций с капиталом.

Этот анализ сил, воздействующих на недавнее резкое ускорение темпов накопления резервов, приводит к некоторым важным выводам. Во-первых, не так очевидно, что быстрое накопление резервов само по себе является явным доказательством значительного занижения курса юаня. Спекулятивные притоки обычно являются самоподдерживающимися и порой могут быть слабо связаны с основными экономическими показателями. Однако здесь несомненно действуют и более фундаментальные силы, оказывающие давление на юань в сторону повышения, в том числе, по всей видимости, более высокие темпы роста производительности труда в Китае по сравнению с его основными партнерами по торговле.

### Гибкость позволяет снизить риски

Как стало очевидно в последние годы, противостояние таким фундаментальным силам повышения обменного курса путем сохранения режима фиксированного валютного курса вызывает резкий прирост притоков капитала. Такие притоки обычно оказывают пагубное влияние, так как они переполняют денежно-кредитную систему ликвидностью, что может

Рисунок 1

### Интенсивное наращивание

Объем валютных резервов Китая резко увеличился с 2001 года.

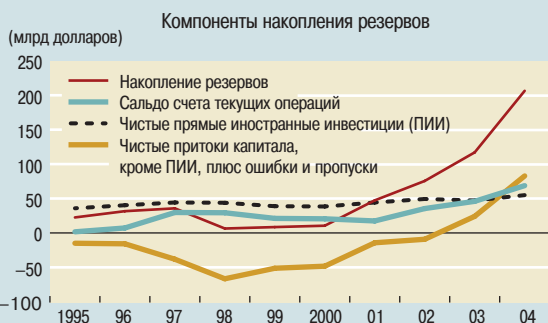


Источник: CEIC Data Co., Ltd.

Рисунок 2

### Не для протокола

Значительная часть резкого прироста резервов Китая обусловлена притоками спекулятивного капитала.



Источник: CEIC Data Co., Ltd.

привести к нерациональному распределению ресурсов и вызвать внутреннюю инфляцию.

Китаю отчасти удавалось противостоять этому внутреннему давлению путем проведения стерилизованной интервенции — то есть изъятия из финансовой системы дополнительной ликвидности, которая в противном случае последовала бы за притоком капитала и связанным с ним накоплением резервов. Прямые издержки такой стерилизации удерживались на низком уровне просто путем требования о покупке государственных банками государственных облигаций (или облигаций центрального банка) по низким процентным ставкам, которые примерно равны (или ниже) нормы прибыли по резервным авуарам. Этому подходу способствовал относительно закрытый счет операций с капиталом и тот факт, что банковская система находится в собственности государства.

Разумеется, даже Китай не в состоянии избежать действия основных законов экономики. В действительности более общие издержки стерилизации могут быть просто не очевидны. Например, значительную часть этих издержек косвенным образом несут китайские домашние хозяйства, которые за неимением других инвестиционных возможностей держат свои депозиты в государственной банковской системе и получают очень низкие реальные доходы по своим сбережениям.

Режим фиксированного обменного курса вызывает большее беспокойство потому, что со временем механизмы контроля за капиталом обычно становятся все менее эффективными по мере усиления стимулов к уклонению от них. Сохранение системы фиксированного валютного курса при неизбежном ослаблении механизмов контроля за капиталом бывает рискованным для финансовой системы, которая остается слабой во многих отношениях.

Таким образом, по многим причинам переход к более гибкому валютному курсу может уменьшить некоторые из указанных издержек и способствовать укреплению экономической стабильности Китая. Но это едва ли исчерпывает проблему.

### Концентрация инвестиций

Другая точка зрения на платежный баланс заключается в том, что счет текущих операций, по существу, отражает соотношение внутренних сбережений и внутренних инвестиций. Норма сбережений в Китае очень высока: валовые национальные сбережения равны почти половине ВВП, что включает сбережения домашних хозяйств, сектора корпораций и органов государственного управления. Пожалуй, вопрос на самом деле заключается в том, почему профицит счета текущих операций составляет всего пять процентов ВВП, поскольку это означает отношение инвестиций к ВВП на вызывающем изумление уровне 40–45 процентов ВВП, причем существенная часть этих инвестиций приходится на предприятия. Дешевый банковский кредит играл важную роль в финансировании недавнего инвестиционного бума.

В принципе, такие высокие нормы инвестиций — благо для развивающейся страны, поскольку большинство таких стран обычно хорошо обеспечено рабочей силой, но имеет недостаточно капитала. Так, можно указать на относительно хорошо развитую инфраструктуру Китая, которая значительно лучше инфраструктуры многих других стран на схожем этапе развития, как на положительный результат таких инвестиций. Но при этом тревожит тот факт, что в последние годы рост инвестиций в основном был сосредоточен в немногих секторах, таких как алюминиевая промышленность, производство автомобилей и цемента, недвижимое имущество и сталелитейная промышленность.

Несмотря на быстрый рост спроса, существует опасение, что годовые темпы роста инвестиций, превышающие 50 процентов в некоторых из этих секторов (чему способствует дешевый кредит и чрезмерно оптимистические ожидания относительно будущего роста спроса), вероятно, приведут к наращиванию избыточных мощностей. Действительно, в некоторых секторах, таких как производство автомобилей и стали, уже появились некоторые признаки снижения цен под влиянием растущей конкуренции и избыточных мощностей. Это может привести к накоплению новых необслуживаемых ссуд в банковской системе, что в значительной мере затормозит прогресс, достигнутый в последние годы.

Иными словами, одна из основных проблем Китая заключается в том, что высокий уровень сбережений, способствующий столь быстрому росту инвестиций, приносит небольшую отдачу по причине непрочности связей между отдельными частями экономической системы. Для предоставления дешевого капитала предприятиям, особенно государственным фирмам, необходимы низкие процентные ставки. Следовательно, для поддержания прибыльности банков необходимы низкие депозитные ставки. Таким образом, сохранение экономически нежизнеспособных государственных предприятий и поддержка этих предприятий через банковскую систему приводит к крупным неясным расходам.

Но имеет ли все это значение, если экономический рост останется столь же устойчивым, что и в последние годы? Возможно, многие проблемы Китая просто отпадут со временем? Рост, несомненно, является замечательным стимулом. Однако существует и потенциальная обратная сторона, связанная с тем фактом, что значительная доля этого роста в последние годы была обусловлена инвестициями, причем с 2001 года расширение капитальных вложений стало основной движущей силой роста объема производства (см. рис. 3). Значительная часть этих капиталовложений, вероятно, окажется непродуктивной в долгосрочной перспективе. Даже строительство мостов, ведущих в никуда, может увеличить объем производства в краткосрочной перспективе, но это едва ли является эффективным использованием ресурсов, поскольку в конечном итоге потребление, а не инвестиции и даже не объем производства является реальной мерой экономического благосостояния.

Рисунок 3

### Инвестиционный бум

Инвестиции были движущей силой выдающегося экономического роста Китая в последние годы.

Вклад компонентов ВВП в темп роста номинального ВВП Китая (на основе расходов, в процентах)<sup>1</sup>



Источник: CEIC Data Co., Ltd.

<sup>1</sup>Официальные данные не содержат классификации ВВП по компонентам расходов на реальной (в отличие от номинальной) основе.

## Квадратура круга

Как же найти квадратуру круга? Ответ, который, по признанию самих китайских властей, имеет решающее значение для устойчивого долгосрочного роста Китая, заключается в реформе финансового сектора. Возможность повысить эффективность финансовой системы в опосредовании большого объема сбережений Китая и направлении этих сбережений на наиболее продуктивные инвестиции будет иметь серьезные последствия для долгосрочного роста. Реформа государственного банковского сектора является важнейшим компонентом этой программы, поскольку банки продолжают доминировать в финансовом ландшафте — фондовый рынок и рынок облигаций остаются относительно слабо развитыми. При этом нельзя игнорировать более широкое развитие финансового сектора, поскольку оно будет необходимо для предоставления альтернативных инструментов сбережения, а также альтернативных источников финансирования для фирм и домашних хозяйств. Это обеспечило бы дополнительное преимущество в плане содействия реформам банковской системы, поскольку заставило бы государственные банки конкурировать на внутреннем рынке.

Уже достигнут прогресс в совершенствовании надзора за банковской системой. Создание Комиссии по банковскому регулированию Китая в начале 2003 года с поставленной перед ней задачей совершенствования надзора и контроля за банковской системой положило начало реформам банковского сектора. Вливание капитала в три ведущих банка улучшает состояние их балансов и позволяет обеспечить соответствие коэффициентов достаточности собственного капитала этих банков международным нормам. И ожидается, что иностранные стратегические инвесторы, которые приглашаются к участию в капитале крупных банков и уже начинают приобретать доли такого участия, принесут с собой технические навыки и привьют более совершенную практику корпоративного управления.

Однако нелегко провести крупномасштабные изменения в короткие сроки. И несмотря на меры, принятые в целях рационализации их деятельности, крупные китайские банки все еще слишком велики по любым стандартам — у них сотни тысяч сотрудников и десятки тысяч отделений по всей стране. Это делает процесс реформ сложным с организационно-технической точки зрения. Кроме того, одной из важнейших задач реформы остается искоренение традиций целевого государственного кредита и обучение банков принятию решений о кредитовании на основе исключительно коммерческих соображений, с адекватным учетом жизнеспособности и рискованности проектов. Недавняя либерализация ссудных ставок, которая позволит банкам ввести надлежащую оценку риска, должна усовершенствовать коммерческую ориентацию банковского кредитования.

Если реформы приведут к повышению процентных ставок, не вызовет ли это сокращения инвестиций и роста сбережений, увеличив таким образом профицит счета текущих операций Китая? Это далеко не очевидно. Рассмотрим сначала сбережения. Предоставление домашним хозяйствам возможности пользоваться финансовыми рынками для выравнивания потребления действительно может понизить уровень сбережения на непредвиденные цели. Это также позволит физическим лицам заимствовать в счет своих будущих доходов и может, таким образом, стимулировать рост потребления. Сбережения предприятий также могли бы снизиться, если улучшится их доступ к финансированию коммерчески жизнеспособных проектов, и им не

придется в такой степени полагаться на нераспределенную прибыль.

В любом случае не подорвет ли снижение темпов роста инвестиций долгосрочные перспективы экономического роста Китая? Как раз наоборот. Снижение общих темпов роста инвестиций Китая и направление капитала на более экономически эффективные цели действительно необходимо для обеспечения долгосрочного характера расширения экономики Китая. Подобный переход к экономическому росту за счет внутреннего спроса и сдвиг самого внутреннего спроса в направлении роста за счет потребления, а не инвестиций, помогли бы Китаю выйти на траекторию более устойчивого роста.

Гибкость валютного курса играет роль и в этом процессе. Связь не вполне очевидна. Поскольку большая часть сбережений в Китае опосредуется банковской системой, придание ей более коммерческой ориентации обеспечит более эффективное распределение ресурсов в экономике. А это, в свою очередь, потребует от банков ответной реакции на рыночные меры регулирования экономической деятельности. К инструментам, которые обычно применяются в таких обстоятельствах в странах с рыночной экономикой, относится краткосрочная процентная ставка. Однако в отсутствие гибкого валютного курса независимость денежно-кредитной политики была резко ограниченной, даже при том что механизмы контроля за капиталом в определенной степени защищали денежно-кредитную систему. Это вынуждает органы денежно-кредитного регулирования использовать нерыночные меры, такие как моральное убеждение, для регулирования роста кредита и инвестиций, что может быть полезно в краткосрочной перспективе, но ослабляет процесс реформ банковской деятельности. Необходимость в стерилизации крупных притоков капитала также налагает тяжелое бремя на центральный банк.

Хотя гибкость валютного курса сама по себе едва ли обеспечит универсальное средство решения всех проблем, достижение независимости денежно-кредитной политики в конечном счете устранил важное препятствие, мешающее финансовому сектору и ограничивающее другие ключевые аспекты продвижения к более рыночной экономике. Это также создаст полезный инструмент для реагирования на внешние шоки, которым Китай будет все больше подвергаться по мере продолжения интеграции в мировую экономику. Действительно, Китай не может стоять на месте по мере усиления его торговых и финансовых связей со странами как в азиатском регионе, так и за его пределами. Все более видное положение Китая означает, что от результатов его усилий по проведению реформ будет зависеть многое — и не только для Китая, но и для азиатского региона и мировой экономики. ■

*Ишвар Прасад, бывший руководитель Отдела Китая МВФ, в настоящее время заведует отделом в Исследовательском департаменте МВФ.*

---

### Литература:

IMF, 2004, "People's Republic of China: Article IV Consultation—Staff Report," available on the web at [www.imf.org](http://www.imf.org).

Prasad, Eswar, Thomas Rumbaugh, and Qing Wang, 2005, "Putting the Cart Before the Horse? Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility in China," IMF Policy Discussion Paper 05/1 (Washington: International Monetary Fund).

Prasad, Eswar, and Shang-Jin Wei, 2005, "China's Approach to Capital Inflows: Patterns and Possible Explanations," IMF Working Paper 05/79 (Washington: International Monetary Fund).

Prasad, Eswar, and Raghuram Rajan, "China's Financial Sector Challenge," *Op-ed article in The Financial Times*, May 10, 2005.