

Юрій БІЛЕНКО,  
Олександра СТРУК

## **ВЗАЄМОДІЯ ФІНАНСОВОГО РОЗВИТКУ ТА ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ КИТАЮ**

---

*Проаналізовано реформи фінансового сектору Китаю після 1978 року. За допомогою кореляційних матриць досліджено вплив фінансового розвитку на економічне зростання та його компоненти. Визначено причинно-наслідкові зв'язки між індикаторами фінансового розвитку та економічним зростанням Китаю.*

---

Феноменальне економічне зростання Китаю за останні тридцять років вимагає ґрунтовного аналітичного дослідження і визначення його основних механізмів. Нагромадження капіталу, значні заощадження, що становлять половину ВВП, посилюють значення фінансової системи як посередника у мобілізації й ефективному розподілі значних грошових ресурсів.

В економічній науці нема усталеного погляду на взаємодію фінансової системи й економічного зростання. Відомий британський економіст Дж. Гікс наголошував, що фінансова система відіграла вирішальну роль у започаткуванні індустріалізації в Англії, оскільки саме фінансова система сприяла мобілізації капіталу для “велетенських обсягів будівництва” [1].

Австрійський економіст Дж. Шумпетер вважав, що налагоджена діяльність банків прискорює процес запровадження технологічних новацій за рахунок визначення й фінансування тих підприємців, які мають найбільше шансів успішно запроваджувати нововведення та нові виробничі процеси [8]. Однак існують інші погляди, котрі пов'язані з тезою, що фінанси йдуть слідом за розвитком економіки, яка створює попит

на певні типи й обсяги фінансових організацій. Американський економіст Р. Лукас дотримується таких поглядів і закликає не перебільшувати роль фінансового сектору в процесі економічного зростання [5, 3–42].

Необхідно зазначити, що останні емпіричні дослідження Р. Левіна, Р. Кінга, С. Зерваса [2, 771–782; 3, 688–726; 4, 537–558] свідчать про те, що економічне зростання залежить від фінансового розвитку, функціонування фондового ринку та банківського сектору економіки.

Дослідженнями фінансового стану Китаю займаються І. Прасад, М. Чамон та А. Мацумото. Вони здійснюють аналіз інвестицій та заощаджень у китайській економіці та їх вплив на економічне зростання, реформування банківського сектору, вдосконалення комерційної орієнтації банківського кредитування [6, 44–47; 7, 96–97].

Метою нашої статті є дослідження фінансового сектору Китаю, його взаємозв'язок із економічним зростанням на основі статистичних даних Світового Банку.

Політика реформ і відкритості, започаткована в Китаї наприкінці 1978 р., полягала у розширенні сфери товарно-грошових відносин, поступовому запровадженні рин-

кових методів господарювання, створенні для суб'єктів господарювання передумов для широкого виходу на зовнішній ринок і якнайшвидшого залучення іноземних інвестицій в економіку.

В середині 1980-х рр. Світовий банк запропонував Китаю безвідсотковий кредит на придбання імпортного обладнання для легкої промисловості та сільського господарства. Експерти міжнародних фінансових інституцій надали рекомендацію щодо доцільності міжнародної спеціалізації на виробництві й експорті трудомісткої продукції, яка має стати визначальною для країни. Завдяки продуманій політиці, що чітко враховує національні інтереси Китаю, його економічний потенціал і, разом з тим, тенденції світового розвитку, цій країні вже десять років поспіль вдається утримувати темпи економічного зростання на високому рівні, близько 10%.

Уряд продемонстрував ефективні підходи до мобілізації як внутрішніх, так і зовнішніх джерел фінансування для проведення економічних перетворень. Внутрішні заощадження, частка яких у ВВП Китаю за роки реформ була не нижчою за 35%, а іноді сягала й 42%, були залучені державою через банківську систему [12].

Фундаментальні соціально-економічні фактори здійснюють значний вплив на формування національної моделі ринку цінних паперів. Ця модель є унікальною, оскільки китайський фондовий ринок – єдиний у світі, в обороті якого переважна більшість акцій належить державним компаніям, котрі перетворені у ході проведення реформ в акціонерні товариства. Структура власності на ринку акцій характеризується високою концентрацією пакетів, що обумовлює торговий характер національного фінансового ринку [12]. Завдання, хід та перспективи реформ акціонерних капіталів компаній спрямовані на усунення існуючого розподілу на ринкові й неринкові акції. У довгостроковій

перспективі результатом реформи стане масштабна приватизація державних пакетів акцій. З початку створення фондового ринку не переслідували інших цілей, окрім проведення експерименту з метою з'ясування, яку користь може принести запровадження цього важливого елемента ринкової економіки для розвитку КНР. Експеримент підтвердив, що фондовий ринок є додатковим каналом залучення інвестицій як зовнішніх, так і внутрішніх. Регулятивна система фондового ринку побудована за зразком “американської моделі”. Однак через високий ступінь централізації державного управління система регулювання китайського фондового ринку є більш жорсткою й виконує низку функцій, відсутніх у практиці США. Зокрема, йдеться про такі функції, як державне квотування обсягів емісій, дозвільний характер емісійних процедур, контроль діяльності саморегулювальних організацій та професійних учасників ринку, система поручительства для емітентів і контроль ціноутворення на первинному ринку цінних паперів. Такі заходи дозволяють здійснювати регулювання ключових параметрів ринку цінних паперів і вбудовувати його в загальнодержавний план економічного розвитку.

Створивши новий канал залучення інвестицій, китайське керівництво намагалося зберегти свій вплив на процес розміщення коштів. У результаті процедуру виходу компанії на IPO суворо контролювала держава. Допуск до лістингу на біржі тривалий час обмежували Державний комітет із планування й розвитку, Центральний банк (Народний банк Китаю) і Комітет з управління й контролю над цінними паперами (КУКЦП) [12]. Вони спільно встановлювали річний обсяг первинного розміщення акцій, який був частиною загальнодержавного інвестиційного й кредитного плану.

У нашому дослідженні ми виокремили такі індикатори фінансового розвитку кра-

їни: частка кредитів приватному сектору, кредити банківського сектору у відсотках до ВВП, а також капіталізацію фондового ринку у відсотках до ВВП, які є загальноприйнятими для світової фінансової статистики.

Аналіз взаємодії індикаторів фінансового розвитку, приростів ВВП та його компонентів на основі парних кореляцій за період 1985–2011 рр. свідчить про слабкий взаємозв'язок між економічним зростанням та фінансовим розвитком Китаю (табл. 1). Кредитні операції приватному сектору не впливають на зростання споживання домашніх господарств та інвестиції в основний капітал. Підприємства більшою мірою зорієнтовані на внутрішні фінансові ресурси, а не на зовнішні, а також на державну підтримку.

Дослідження дає змогу зробити висновок, що кредитування особливо пов'язане зі зростанням експортного потенціалу Ки-

таю та за аналізований період зосереджувалось у зовнішньому і державному секторах. Розвиток фондового ринку, який почав формуватись з 1992 р., має більш позитивний вплив на економічне зростання, особливо на приватне споживання.

Враховуючи високу динаміку розвитку китайської економіки, її фінансової компоненти, проаналізовано напрямки взаємодії елементів фінансового сектору та економічного зростання у сучасний період з 2000 по 2011 рр. (табл. 2).

Результати свідчать про перетікання кредитних коштів із фінансування урядових витрат до фінансування інвестицій в основний капітал. Сильний позитивний зв'язок із експортом у першому періоді (0,5) різко зменшується до 0,003, що свідчить про переорієнтацію кредитів із сфери міжнародної торгівлі до інвестування та споживання.

Таблиця 1

**Аналіз взаємодії індикаторів фінансового розвитку Китаю і приростів ВВП та його компонентів (кореляційна матриця) протягом 1985–2011 рр.\***

Показники	Приріст ВВП, %	Приріст ВВП на душу населення, %	Приріст урядових витрат, %	Приріст споживання домогосподарств, %	Приріст інвестицій, %	Приріст експорту, %	Приріст імпорту, %
Частка кредитів приватному сектору до ВВП, %	0,005	0,135	0,233	-0,054	0,037	0,497	0,234
Частка кредитів, наданих банківським сектором до ВВП, %	0,035	0,169	0,206	-0,039	0,053	0,512	0,231
Капіталізація фондового ринку в % до ВВП	0,191	0,304	0,021	0,181	0,068	-0,014	-0,230

\* Складено на основі [10].

Таблиця 2

**Аналіз взаємодії індикаторів фінансового розвитку Китаю і приростів ВВП та його компонентів (кореляційна матриця) протягом 2000–2011 рр.\***

Показники	Приріст ВВП, %	Приріст ВВП на душу населення, %	Приріст урядових витрат, %	Приріст споживання домогосподарств, %	Приріст інвестицій, %	Приріст експорту, %	Приріст імпорту, %
Частка кредитів приватному сектору до ВВП, %	-0,303	-0,277	-0,379	0,029	0,393	-0,069	0,205
Частка кредитів, наданих банківським сектором до ВВП, %	-0,024	0,001	-0,536	0,023	0,582	0,003	0,204
Капіталізація фондового ринку в % до ВВП	0,721	0,729	0,354	0,795	0,366	-0,237	-0,255

\* Складено на основі [10].

На цьому етапі економічне зростання забезпечується переважно за рахунок капіталізації фондового ринку, адже кореляційний зв'язок посилюється із 0,19 до 0,72, спостерігається посилення зв'язку акціонерного капіталу із урядовими витратами та споживанням. Для того, щоб визначити причинно-наслідкові зв'язки між фінансовим розвитком та економічним зростанням, ми провели тест Грейнджера за допомогою пакету Eviews, з лагом у три періоди з 1992 по 2011 рр. Вибрано три індикатори фінансового розвитку: кредити приватному сектору, капіталізацію фондового ринку та монетарний агрегат M2, який свідчить про фінансову глибину економіки Китаю (табл. 3).

Дослідження показало, що ми можемо відкинути гіпотезу про вплив фінансового розвитку на економічне зростання країни, тому що приріст ВВП більше впливає на зростання фінансової глибини та приріст кредитів приватному сектору. Фондовий ринок демонструє позитивний вплив на економічне зростання Китаю, що підтверджено кореляційним аналізом (6,39). Цей результат збігається з результатами дослідження зв'язку економічного зростання з фінансовими показниками Китаю упродовж 1977–2005 рр. Дж. Шана і К. Джіанхонга [9, 197–216].

Завдяки інвестиціям та розширенню кредитування Китай не зменшив темпів економічного зростання навіть в період кризи 2008–2009 рр. Так, у 2009 р. еконо-

міка зросла на 8,7%, повернувшись в четвертому кварталі до двозначного зростання (10,7%). Уряд виділив значні кошти на стимулювання економіки, які становлять близько 14% від ВВП країни, що є найбільшим у процентному вираженні вливанням в економіку у світі.

Більша частина грошей перетікала через держбанки, які протягом 2009 р. збільшили кредитування на 32%. Грошова пропозиція відразу зросла на 29%. Влада має величезний вплив на економіку і може змусити банки видавати кредити, а державні корпорації (1/3 економіки) мають можливість позичати і витратити [11].

Феноменальне зростання економіки останніми роками спирається на капітальні вкладення в інфраструктуру, будівництво заводів і житла, а також зведення нових міст в чистому полі, які в підсумку залишаються порожніми. Більша частина цих вкладень припадає на державу, яка фінансує ці проекти через державні корпорації та місцеві органи самоврядування. Як результат, економіка працює з великим торговим профіцитом для збуту величезного обсягу продукції, виробленої фабриками та заводами. Проблема полягає в тому, що при стагнації споживчого попиту в США, а також в Європі і Японії попит на китайську продукцію буде помітно знижуватися.

Зростаючий експорт стимулював інвестиції в основний капітал, необхідний для

Таблиця 3

**Вплив індикаторів фінансового розвитку на економічне зростання Китаю за тестом Грейнджера\***

Напрямки впливу	F-статистика	Ймовірність
Зміна капіталізації фондового ринку не є причиною зміни ВВП	6,349	0,013
Зміна ВВП не є причиною зміни капіталізації фондового ринку	0,924	0,467
Зміна M2 не є причиною зміни ВВП	2,402	0,135
Зміна ВВП не є причиною зміни M2	9,159	0,004
Зміна частки приватних кредитів не є причиною зміни ВВП	3,903	0,049
Зміна ВВП не є причиною зміни частки приватних кредитів	5,266	0,022

\* Складено на основі [10].

виробництва ще більшої кількості товарів і створення нових робочих місць для іммігрантів з сіл. Заробітні плати залишалися низькими, що поряд з високим рівнем заощаджень затримувало зростання споживчих витрат. Оскільки китайці стикаються з труднощами при інвестуванні за кордон, то велика частина цих заощаджень осідала на депозитах у банках під низькі відсотки. Ці кошти надавали неефективним державним корпораціям за субсидованими ставками.

Орієнтованість на інвестиції та експорт викликає занепокоєння у влади, яка усвідомлює необхідність структурної переорієнтації економіки шляхом нарощування споживання. У 2011 р. інвестиції в основний капітал стали наблизитися до 50% від ВВП. Але проблема полягає в тому, що країна не може реінвестувати 50% ВВП, не стикаючись з проблемою надлишку виробничих потужностей і невиплат за кредитами.

Китайські домогосподарства споживають лише 35% ВВП, що набагато менше, ніж у будь-якої іншої країни. Причинами цього є: занижений курс юаня, що істотно знижує купівельну спроможність домогосподарств, і несправедлива для споживачів фінансова система. Якщо додати до цього низькі ставки за депозитами для споживачів і низькі ставки за кредитами для позичальників, то величезні заощадження домогосподарств спричиняють встановлення негативних реальних ставок, і компанії змушені позичати кошти під негативну ставку процента. Як результат, з'являється стимул переінвестування і величезного перерозподілу капіталу від домогосподарств до державних корпорацій [11].

Згідно з планами уряду, протягом наступних 10 років частка споживання у ВВП повинна зрости до 50%. Для досягнення цієї мети потрібно, щоб споживання зростало на 10–11% щорічно. Під час обговорення останнього п'ятирічного плану в березні

2011 р. уряд Китаю взяв курс на усунення перекосу в бік інвестицій. Він має намір досягти цього за допомогою переорієнтування економіки з виробництва на сферу послуг [11]. Якщо в найближчі роки не почнеться суттєве зростання споживчих витрат, виникне серйозна проблема використання надлишку виробничих потужностей та збереження рівня зайнятості.

Фінансова криза показала, що залежність від зростання купівельної спроможності споживачів у США, Європі та Японії створює небезпечну вразливість китайської економіки, особливо зважаючи на повсюдний делеверідж у цих регіонах, які є основними торговельними партнерами Китаю.

Отже, на основі вищезазначеного можемо зробити висновки, що фінансовий розвиток в Китаї слідує за економічним зростанням та економічною активністю підприємств, які орієнтуються на власні фінансові ресурси. Враховуючи значну державну частку, а також державне регулювання у банківському секторі, можна вважати, що кредитування економіки здійснюється на принципах планово-адміністративної економіки, а не ринкової, з підтримкою нових приватних інноваційних проектів у промисловості. Китайський досвід ринкових трансформацій дещо відрізняється від реформ у постсоціалістичних країнах Центральної та Східної Європи, де фінансовий сектор став ефективним посередником у залучення значних іноземних кредитних та інвестиційних ресурсів, а не внутрішніх заощаджень. Держава до останнього часу стримувала залучення іноземних кредитних ресурсів, а також споживчі кредитні операції, хоча в останні роки такі кредитні операції значно зросли. На відміну від центральноєвропейських країн, значну роль в економічному розвитку Китаю відіграє фондовий ринок, який зростає значними темпами та є інтегрованим зі світовими ринками.

Для уникнення уповільнення економічного зростання, Китай повинен накопичувати менше, знижувати інвестиції в основний капітал і одночасно нарощувати частку споживання. Без структурних реформ влади буде складніше підтримувати темпи розвитку і зростання урбанізації. Однією з головних загроз для Китаю є так звана “пастка середнього доходу”. Китай поступово втрачає свою перевагу дешевої робочої сили, і водночас страждає від нестачі ресурсів для переходу на більш інноваційне виробництво з високою доданою вартістю.

### Література

1. Hicks J. *A theory of economic history* Oxford // Clarendon Press. – 1969. – 181 p.
2. King R. G., Levine R. *Finance and growth: Schumpeter might be “right”* // *Economic Journal*. – 1993. – No. 107. – P. 771–782.
3. Levine R. *Financial development and economic growth: views and agenda* // *Journal of economic literature*. – 1997. – No. 35. – P. 688–726.
4. Levine R., Zervos S. *Stock markets, banks, and economic growth* // *American economic review*. – 1998. – No. 88. – P. 537–558.
5. Lucas R. *On the mechanics of economic development* // *Journal of monetary economics*. – 1988. – No. 22. – P. 3–42.
6. Prasad E. *Next Steps for China* // *Finance and development*. – 2005. – Vol. 42, No. 3. – P. 44–47.
7. *Saving and investment in China Box 2.1 / Global imbalances: a saving and investment perspective* // *World economic outlook*. – September. – 2005. – P. 96–97.
8. Schumpeter J. A. *The theory of economic development*. – Cambridge: Harvard university press, 1934. – 255 p.
9. Shan J., Jianhong Q. *Does financial development “lead” economic growth? The case of China* // *Annals of economics and finance*. – 2006. – Vol. 1. – P. 197–216.
10. *World development indicators* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <<http://databank.worldbank.org/data/views/variableselection/selectvariables.aspx?source=world-development-indicators>>
11. Зуєв І. *Перспективи світового лідерства економіки Китаю* // Інформаційно-аналітичний портал Українського агентства фінансового розвитку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.ufin.com.ua/analit\\_mat/drn/111.htm](http://www.ufin.com.ua/analit_mat/drn/111.htm)
12. Островский А. В. *Китай: фундамент успехов 21 века*. – М.: Институт Дальнего Востоковедения РАН, 2002. – С. 458.