

BOFIT Policy Brief
2018 No. 11

Riikka Nuutilainen

Juanin kansainvälistyminen ei etene
suoraviivaisesti



Suomen Pankki, BOFIT
Siirtymätalouksien tutkimuslaitos

BOFIT Policy Brief
Päätoimittaja Juuso Kaaresvirta

BOFIT Policy Brief 11/2018
21.12.2018

Riikka Nuutilainen:
Juanin kansainvälistyminen ei etene suoraviivaisesti

ISSN 2342-205X (online)

Suomen Pankki
BOFIT – Siirtymätalouksien tutkimuslaitos

PL 160
00101 Helsinki
Puh: 09 183 2268
bofit@bof.fi

www.bofit.fi

Tässä julkaisussa esitetyt mielipiteet ovat kirjoittajan omia eivätkä välttämättä edusta Suomen Pankin kantaa.

Sisällys

Tiivistelmä	4
1. Juanin kansainvälistäminen pitkän aikavälin poliittinen tavoite.....	5
2. Ulkoiset epätasapainot ovat pienentyneet, mutta kotimaan rahoitusmarkkinariskit kasvaneet	5
3. Rahoitusmarkkinoiden ja pääomaliikkeiden vapauttaminen edennyt asteittain	7
4. Ulkomainen omistus Kiinan rahoitusmarkkinoilla suhteellisen vähäistä, ja juanin kansainvälistymisessä on otettu viimeaikoina taka-askeleita	9
5. Kiinan markkinoilla yhä useita 'erityispiirteitä' ja valtion rooli vahva	11

Riikka Nuutilainen

Juanin kansainvälistyminen ei etene suoraviivaisesti

Tiivistelmä

Talouden kasvun ja kehityksen myötä Kiina on noussut yhä tärkeämmäksi toimijaksi maailmantaloudessa, ja pitkällä tähtäimellä maan rahoitusmarkkinoiden avaamisen ja integroitumisen maailmanmarkkinoihin voidaan nähdä jatkuvan. Viime vuosina juanin kansainvälistymiskehitys on kuitenkin hidastunut ja pääomaliikkeiden sekä rahoitusmarkkinoiden vapauttamisessa on otettu osin taka-askelia. Toimet osoittavat, että Kiina on yhä valmis puuttumaan herkästi sekä pääomaliikkeisiin että kotimaisten rahoitusmarkkinoiden toimintaan. Näkemys talouden avautumiskehityksestä ei ole yhtä suoraviivainen kuin vielä muutama vuosi sitten. Epävarmuutta lisää kotimaan rahoitusmarkkinariskien kasvu.

Asiasanat: Kiina, talouden avautuminen, renminbi, juanin kansainvälistyminen, pääomaliikkeet, rahoitusmarkkinat

1. Juanin kansainvälistäminen pitkän aikavälin poliittinen tavoite

Juanin (renminbin¹) kansainvälisen aseman ja käytön lisääminen on selkeä strateginen päämäärä ja jatkoa Kiinan päätökselle integroitua maailmantalouteen ja liittyä Maailman kauppajärjestö WTO:hon vuonna 2001. Pitemmän ajan tavoite on aidosti nostaa juan yhdeksi keskeiseksi kansainväliseksi valuutaksi. Selkeä strateginen tavoitteenasettelu on helpottanut sen saavuttamisen kannalta välttämättömien rahoitusmarkkinoiden vapauttamista koskevien päätösten läpivientiä. Tämä ei kuitenkaan tarkoita sitä, että kehitys olisi suoraviivaista tai sujuisi ongelmitta.

Kunnianhimoiset globaalit tavoitteet näkyvät myös silkkitehankkeessa ja ulkomaille suuntautuvien sijoitusten kasvuna. Vahva strateginen näkemys tarkoittaa sitä, ettei valitulta linjalta poiketa helposti. Vuonna 2018 toisille 5-vuotiskausilleen nimitetyt presidentti Xi Jinping ja pääministeri Li Keqiang ovat julkisuudessa tukeneet talousreformia, mutta käytännössä monien uudistusten toimeenpano on lykkääntynyt. Kiinan keskuspankki on viime vuodet edistänyt avautumiskehitystä. Maaliskuussa keskuspankin uudeksi pääjohtajaksi nimitetyn Yi Gangin nähdään jatkavan edeltäjänsä avautumis- ja reformimyönteistä linjaa, vaikkakin tällä hetkellä rahoitusmarkkinariskien vähentäminen kotimarkkinoilla näyttää olevan uudistusten keskiössä.

Kuluvan vuoden poliittinen kehitys ei kaikilta osin tue aiemmin selvää asteittaisen avautumisen ja markkinaperusteisuuteen siirtymisen linjaa. Presidentti Xi on keskittänyt valtaa enenevässä määrin itselleen ja puolueen rooli sekä yhteiskunnassa että talouden toiminnassa on korostunut. On vaara, että poliittinen linjanmuutos hidastaa markkinatalous- ja avautumiskehitystä.

Yritykset ja pankit ovat kuitenkin keskeinen voima, jonka toivotaan painostavan päättäjiä jatkamaan rahoitussektorin avaamista. Uudistukset ovat monilta osin edenneet jo niin pitkälle, että kehityksen pysäyttäminen kokonaan edellyttäisi poikkeuksellisen kriisitilanteen kehittymistä Kiinassa. Kauppasota Yhdysvaltojen kanssa on saanut Kiinan nopeuttamaan eräitä rahoitusmarkkinoiden ja ulkomaisten yritysten toimintaa Kiinassa koskevia uudistuksia. Vaikka toimien käytännön toteutus jää vielä nähtäväksi, niin ainakin toistaiseksi Kiina on edennyt pikemminkin uudistusten suuntaan kuin ajanut eristäytymistä.

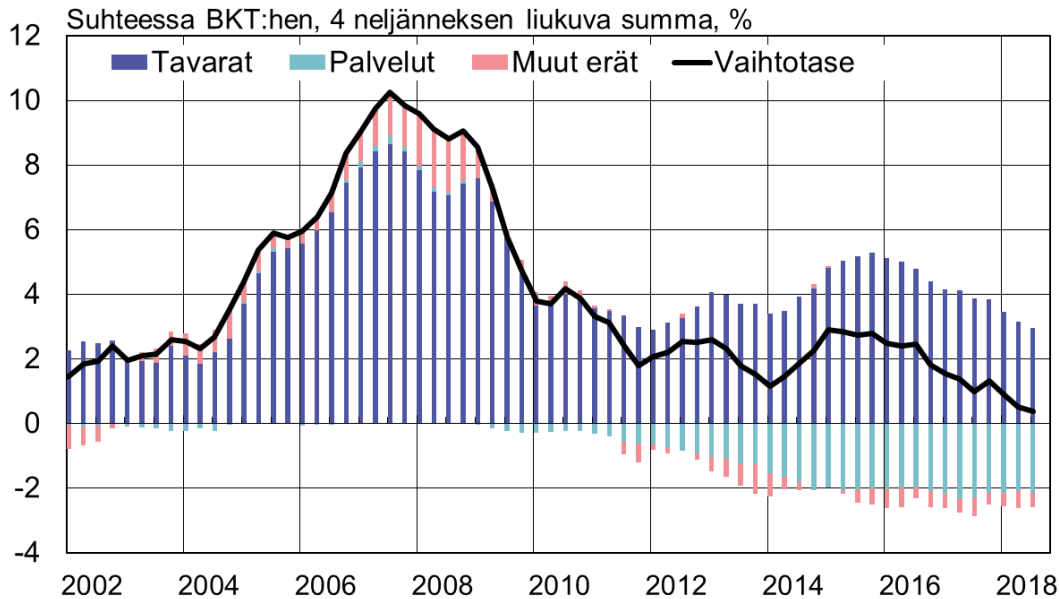
2. Ulkoiset epätasapainot ovat pienentyneet, mutta kotimaan rahoitusmarkkinariskit kasvaneet

Kotimarkkinoiden kasvaessa ulkomaankaupan epätasapaino on pienentynyt huomattavasti. Kun vaihtotaseen ylijäämä vielä 10 vuotta sitten oli noin 10 % BKT:stä, on se nykyisin alle prosentin (Kuvio 1). Etenkin palveluiden tuonti on kasvanut merkittävästi. Kiina on muuttunut muiden suurten talouksien kaltaiseksi, sillä tavaraviennin arvo suhteessa BKT:hen on kymmenessä vuodessa laskenut 35 prosentista 19 prosenttiin. Myös Kiinan ulkoinen rahoitusasema on hyvä yli 3 000 mrd. dollarin valuuttavarannon ja pienen ulkoisen velan turvin.²

¹ Renminbi on Kiinan virallinen rahayksikkö ("kansan raha") ja juan on varsinaisesti nimitys yhdelle yksikölle valuuttaa. Kiinan valuutasta voidaan käyttää kumpaa tahansa nimitystä.

² Kiinan ulkoinen velka kokonaisuudessaan on noin 15 % BKT:stä, sisältäen pankkisektorin velat (ks. Kuvio 3).

Kuvio 1. Kiinan vaihtotase-erien kehitys



Lähde: Macrobond

Suurin epätasapaino on hyvin suureksi kasvanut kotimainen velkataakka. Erityisesti yritysten velkataso on korkea. Kiinan kokonaisvelkakanta (pl. pankkisektori) on jo yli 250 % BKT:stä. Velkatasojen noustessa riskit ovat kasvaneet. Useat kansainväliset instituutiot ovat nostaneet Kiinan rahoitusmarkkinariskit globaalin kasvun keskeiseksi uhkatekijäksi. Moody's ja S&P laskivat viime vuonna Kiinan valtion luottoluokitusta perusteenaan rahoitusmarkkinariskien kasvu.

Rahoitusjärjestelmä nojaa vahvasti valtio-omisteisiin suurpankkeihin. Kiinan pankkisektorin on jo maailman suurin ja vastaa yli 300 prosenttia maan BKT:stä. Kotimaiset rahoitusmarkkinat kehittyvät vauhdilla, ja myös osakkeiden sekä joukkovelkakirjojen merkitys yritysten rahoituksen hankinnassa on kasvanut. Manner-Kiinan osake- ja joukkovelkakirjalainamarkkinat ovat nekin nykyisellään maailman toiseksi suurimmat Yhdysvaltojen jälkeen. Lokakuussa 2018 Shanghain ja Shenzhenin pörssin yhteenlaskettu arvo oli 6 400 mrd. dollaria, eli noin 55 % BKT:stä. Pankkienvälisen joukkovelkakirjamarkkinoiden koko oli reilut 8 000 mrd. dollaria.³

Kiinan viranomaiset ovat myös heränneet kasvaviin riskeihin ja viimeisimmän vuoden aikana erityisesti kaikkein riskisintä pankkisektorin ulkopuolista rahoitusta on pyritty saamaan kuriin sääntelyä tiukentamalla. Tämä on näkynyt yritysten rahoituksen saatavuuden heikkenemisenä ja lisääntyneinä maksuhäiriöinä.⁴ Velka/BKT-suhteen kehitys on tasaantunut viime vuoden lopulta lähtien, ja joidenkin varjopankkisektorin rahoitusinstrumenttien kanta jopa kääntynyt laskuun.

Velkaantumisen kasvun jatkuminen on kuitenkin ongelma, josta tuskin selvitään ilman toistuvia ja mahdollisesti vakaviakin häiriöitä, jotka heijastuvat rahoitussektorin joka lohkolle. Nopeaa velkaantumista on pakko jatkaa niin kauan kuin Kiinan pitää kiinni keinotekoisesta korkeasta BKT:n kasvutavoitteista. Velkaantumisen hidastuminen tiettyjen instrumenttien kautta lähinnä tarkoittaa uusien rahoituskanavien ja innovatiivisten instrumenttien syntymistä. Osittain velkarahalla rakennettu osakekupa ja sen puhkeaminen kesällä 2015 on hyvä esimerkki ongelmien luonteesta.

³ Joukkovelkakirjamarkkinoilla on laskettu eniten liikkeelle julkista velkaa ja lähes kolme neljänestä liikkeellä olevista bondeista on keskus- ja paikallishallinnon sekä valtion politiikkapankkien velkakirjoja.

⁴ Maksulaiminlyönnejä on Kiinassa yhä marginaalisen vähän kehittyneisiin talouksiin verrattuna, ja sijoittajat uskovat valtion implisiittisiin takauksiin.

Rahoitusmarkkinoiden kehityksen kannalta julkisen talouden tila ja velkaantuminen ovat keskeinen kysymys. Julkisen sektorin budjettitalous on yksi vaikeaselkoisimmista talouden sektoreista. Keskushallinnon velan raportoidaan olevan vähäinen (alle 20 % BKT:stä), mutta paikallishallinto on viime vuosina velkaantunut nopeasti (velan määrä ehkä noin 45 % BKT:stä, josta yli puolet erillisissä rahoitusyhtiöissä). IMF arvioi julkisen sektorin todellisen (augmented) alijäämän olevan yli 10 % ja velan yli 70 % suhteessa BKT:hen vuonna 2018. Valtio-omisteiset yritykset ovat Kiinassa huomattavasti yksityisiä yrityksiä velkaantuneempia.

3. Rahoitusmarkkinoiden ja pääomaliikkeiden vapauttaminen edennyt asteittain

Rahoitusmarkkinoiden uudistaminen ja avaaminen alkoivat kunnolla vasta, kun Kiina oli liittynyt WTO:n jäseneksi vuonna 2001. Aluksi muutokset keskittyivät kotimaisen markkinainfrastruktuurin vahvistamiseen, ja pääomaliikkeitä avattiin vain varovasti kiintiöpohjalta. Juanin kansainväliselle käytölle luotiin pohja sallimalla Hongkongin offshore-markkinoiden vähittäinen kehittyminen.

Tälle vuosikymmenelle tullessa muutosten vauhti kiihtyi, kun kasvun hidastuessa ja uudenlaisten ongelmien ilmaantuessa reformien tarve tuli ilmeisemmäksi. Varjopankkisektorin kasvun ja nopean velkaantumisen aiheuttamat ongelmat ovat olleet tärkeitä uudistuspolitiikkaa eteenpäin vieviä voimia. Järjestelmän monimutkaistuminen on lisännyt paineita markkinapohjaisten ratkaisujen etsimiselle rahapolitiikassa ja markkinakurin hyödyntämiseen rahoitusmarkkinoilla.

Kotimaisilla rahoitusmarkkinoilla liikepankkien korkosäätelystä luovuttiin ainakin nimellisesti lokakuussa 2015, jota edelsi talletussuojan käyttöönotto keväällä 2015. Korkosäätelyn vapauttaminen eteni vuosien varrella pienin askelin. Pankkien lainakorkojen sallittiin hieman poiketa keskuspankin julkaisemasta viitekoroista jo vuonna 1996, ja lainakorkojen ylärajasta luovuttiin vuonna 2004 ja alarajasta vuonna 2013.

Pääomaliikkeiden vapauttaminen on edennyt kotimaisten rahoitusmarkkinoiden vapauttamisen rinnalla. Kiintiöjärjestelmän puitteissa on nykyisin mahdollista sijoittaa keskeisiin instrumentteihin niin Kiinaan kuin Kiinasta ulkomaille, ja kiintiöitä on nopeasti kasvatettu ja osin niistä jo luovuttu.

Ulkomaisten sijoittajien mahdollisuudet käydä kauppaa Manner-Kiinan osakemarkkinoilla ovat lisääntyneet merkittävästi Hongkongin kautta avattujen yhteistyöohjelmien myötä. Aiemmin Kiinan osakemarkkinoille ovat voineet sijoittaa sijoituskiintiönsä puitteissa ainoastaan valuuttaviranomaisen hyväksymät ulkomaiset institutionaaliset sijoittajat (QFII tai RQFII). Vuoden 2014 lopulla kaikkien ulkomaisten sijoittajien sallittiin sijoittaa Shanghain pörssissä listattuihin osakkeisiin Hongkongin pörssin yhteistyöohjelman kautta hongkongilaista kaupankäyntitiliä käyttäen. Joulukuussa 2016 vastaava ohjelma avattiin Shenzhenin ja Hongkongin pörssien välille.⁵ Yksittäisille sijoituksille ei ole kiintiöitä, mutta molemmissa pörsseissä ulkomaisten sijoittajien päiväkohtaiset netto-ostot (ostot-myyntit) on rajattu 13 mrd. junaan (2 mrd. euroa).⁶ Kauppa yhteistyöohjelmissa tapahtuu juaneissa, minkä toivotaan lisäävän juanin kansainvälistä kysyntää.

Pörssien yhteistyöohjelmat ovat helpottaneet Kiinan osakemarkkinoille pääsyä niin, että osakemarkkinaindeksejä julkaiseva MSCI päätti kesäkuussa 2017 ottaa mannerkiinalaisia osakkeita mukaan keskeisiin indekseihinsä kesäkuusta 2018 lähtien. Kiinalle MSCI-liitos oli symbolinen

⁵ Ohjelmissa voi sijoittaa määrättyihin, tällä hetkellä yhteensä reiluun 1 400 Shanghain tai Shenzhenin pörssissä listattuun osakkeeseen. Listautuneita yhtiöitä pörsseissä on yhteensä yli 3 000.

⁶ Ulkomaiselle omistukselle oli aluksi määrätty myös kokonaiskiintiö, mutta siitä luovuttiin vuonna 2016.

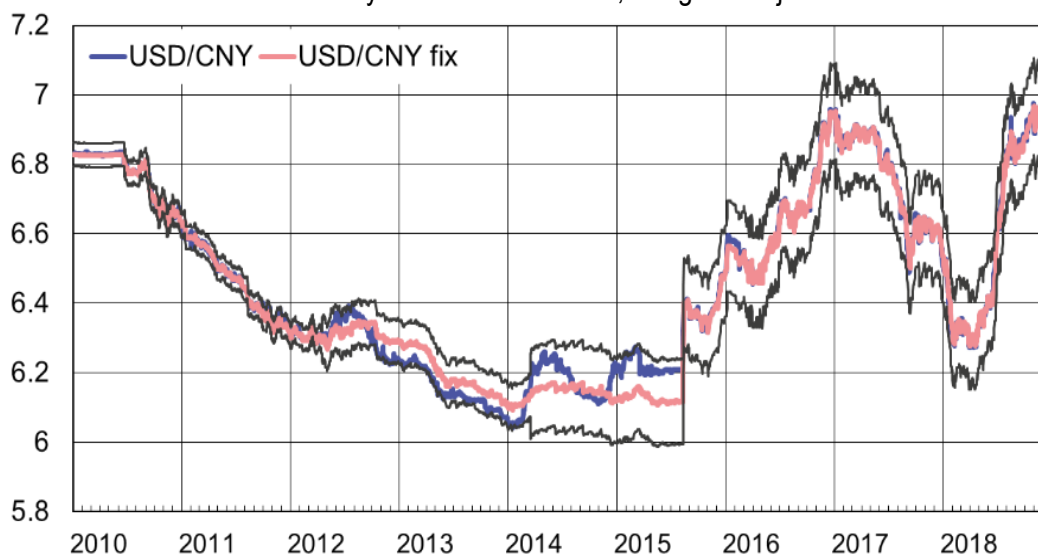
tunnustus markkinoiden kehittyneisyydestä. Mannerkiinalaisosakkeiden paino indekseissä on kuitenkin tässä vaiheessa erittäin pieni.⁷

Pankkienväliset joukkovelkakirjamarkkinat avattiin keskuspankeille, kansainvälisille rahoitusinstituutiolle (kuten Maailmanpankki) ja valtioiden sijoitusrahastoille heinäkuussa 2015, jolloin sijoitukset kaikkiin instrumentteihin mahdollistettiin ilman etukäteislupaa tai kiintiötä. Alkuvuodesta 2016 sama mahdollisuus laajennettiin ulkomaisille liikepankeille, vakuutusyhtiöille, eläkerahastoille ja omaisuudenhoitoyhtiöille. Näihin sijoituksiin tarvitaan kuitenkin mannerkiinalainen kaupankäyntitili. Osakemarkkinoiden yhteistyöohjelman viitoittamana ulkomaisille institutionaalisille sijoittajille avattiin heinäkuussa 2017 mahdollisuus sijoittaa velkakirjoihin Manner-Kiinan pankkienvälisillä markkinoilla Hongkongista käsin. Uutta ohjelmassa on, että sijoitukset voidaan tehdä hongkongilaiselta tililtä ilman kiintiötä ja etukäteisilmoituksia.

Tärkeä askel Kiinan kehitystä ja avautumista oli juanin tiukasta dollarikytkennästä luopuminen vuonna 2005, minkä jälkeen juan on vahvistunut huomattavasti ja aikaisempi kiiwas keskustelu juanin aliarvostuksesta onkin hiljentynyt. IMF:n mukaan juanin reaalikurssin on ollut suunnilleen tasapainoisella tasollaan vuodesta 2015 lähtien.

Kiina muutti valuuttakurssin määräytymismekanismeja kesällä 2015 ja edellisen päivän markkinakurssi heijastuu nyt aikaisempaa suuremmin päivittäin määritettävään fixing-viitekurssiin.⁸ Uudistuksen jälkeen juanin on sallittu määräytyä aiempaa vapaammin dollaria vastaan.⁹ Dollarikurssin päivämuutos on yhä rajoitettu 2 prosenttiin suhteessa fixing-kurssiin, mutta päivämuutos on tuskin koskaan ollut näin suurta. Dollarikurssin muutokset aiheutuvat fixing-tason aiempaa suuremmista muutoksista (Kuvio 2). Juanin Hongkongin markkinoilla vapaasti määräytyvä offshore-kurssi (CNH) on kurssimuutoksen jälkeen pysytellyt (tai tarpeen vaatiessa pidetty) lähellä mantereen CNY-kurssia.

Kuvio 2. Juanin valuuttakurssikehitys suhteessa dollariin, fixing-kurssi ja sallittu vaihteluväli



Lähteet: Macrobond ja BOFIT

⁷ Syyskuussa 2018 esimerkiksi MSCI:n kehittyvien markkinoiden indeksin 31 prosentin Kiina-painosta vain 0,8 prosenttiyksikköä tulee Manner-Kiinan osakkeista.

⁸ Fixing-kurssi on päivittäin keskuspankin julkaisema kurssi, josta määritetään hinnan vaihteluväli kyseisen päivän valuuttakaupassa (dollarin kohdalla 2 % suuntaansa). Suuret liikepankit toimittavat keskuspankille arvionsa juanin fixing-kurssista dollaria vastaan edellisenä iltana, jotka keskuspankki yhdistää seuraavan päivän tasoksi.

⁹ Samalla tehtiin parin prosentin minidevalvaatio Yhdysvaltojen dollarin suhteen, jota Kiinan keskuspankki perusteli sillä, että ennen muutosta juanin kurssi oli 3 % yliarvostettu.

Tavoitteena on vapaasti määräytyvä valuuttakurssi, johon myös keskuspankki on sitoutunut pitkällä tähtäyksellä. Aikataulua siirtymiselle ei ole annettu. IMF on suosittanut jo usean vuoden ajan, että Kiina siirtyisi mahdollisimman pian vapaasti kelluvaan valuuttaan, joka mahdollistaisi pääomaliikkeiden laajemman vapauttamisen.

Viimeisimmässä SDR-katselmuksessaan loppuvuodesta 2015 IMF kuitenkin katsoi, että juan on tarpeeksi vapaasti käytettävä, jotta se voitiin päättää otettavaksi mukaan SDR-koriin dollarin, euron, punnan ja jenin lisäksi. Liittäminen tapahtui 1.10.2016. Juanin mukaan otto on lähinnä symbolinen tunnustus rahoitusmarkkinoiden avautumiselle ja juanin kansainvälistymiselle. Korivaluuttamaan täytyy olla suurimpien viejämaiden joukossa, minkä kriteerin Kiina täytti jo edellisessä katselmuksessa vuonna 2010. Taulukko 1 vertailee Kiinan markkinoiden osuutta ja juanin käyttöä maailmanlaajuisesti muihin tärkeimpiin reservivaluuttoihin.

Taulukko 1. Juanin käyttö ja rooli verrattuna tärkeimpiin reservivaluuttoihin

Osuus v. 2017 lopussa, %	Kiina	Yhdysvallat	Euroalue	Japani	Iso-Britannia	Kanada	Australia
Maailmantaloudesta (USD)	15.2	24.0	15.6	6.0	3.3	2.0	1.6
Maailmankaupasta	10.2	12.0	25.0	3.7	3.6	2.3	1.2
FDI kannasta maailmalla	4.8	25.3	27.2	4.9	5.0	4.8	1.5
Maailman osakemarkkinoista	10.2	37.7	5.1	7.3	5.2	2.8	1.8
	RMB	USD	EUR	JPY	GBP	CAD	AUD
IMF:n SDR-korista	10.9	41.7	30.9	8.3	8.1	-	-
Allokoiduista valuuttareserveistä	1.2	62.7	20.1	4.9	4.5	2.0	1.8
Kv. maksuliikenteestä	1.6	39.9	35.7	3.0	7.1	1.6	1.4
Kansainvälisistä valuuttavirroista*	4.0	87.6	31.4	21.6	12.8	5.1	6.9

*vuonna 2016

Lähteet: BIS, IMF, Maailmanpankki, SWIFT, UNCTAD ja World Federation of Exchanges

Vapaan käytettävyyden ehdon saavuttamiseksi ja operationaalisten esteiden poistamiseksi rahoitus- ja valuuttamarkkinoiden vapauttamistoimet painottuivat erityisesti vuoteen 2015. Tämän jälkeen reformirintamalla on ollut hiljaisempaa ja tehdyt vapauttamistoimet ovat koskeneet lähinnä pääomien tuontia Kiinaan. Pitemmällä aikavälillä SDR-päätöksen odotetaan kuitenkin tukevan Kiinan reformipolitiikkaa ja juanin käytön lisääntymistä.

4. Ulkomainen omistus Kiinan rahoitusmarkkinoilla suhteellisen vähäistä, ja juanin kansainvälistymisessä on otettu viimeaikoina taka-askelia

Juanin kansainvälisen käytön lisääntyminen pitkällä aikavälillä on luonnollista seurausta maan taloudellisen painoarvon kasvamisesta. Kiina on ostovoimakorjatuilla valuuttakursseilla arvioiden jo Yhdysvaltoja suurempi talous, ja sen suurpankit ovat maailman suurimpia. Juanin houkuttelevuuden takana on Kiinan markkinoiden kasvu ja kehittyminen, joiden tarjoamat mahdollisuudet ovat osin kompensoineet valuutan käyttöön liittyviä hankaluuksia ja riskejä. Kiinan kunnianhimoisten silkkitie-

hankkeen ja sitä varten perustettujen kehitys pankkien ja rahaston yhtenä tarkoituksena on juanin kansainvälistymisen edistäminen.

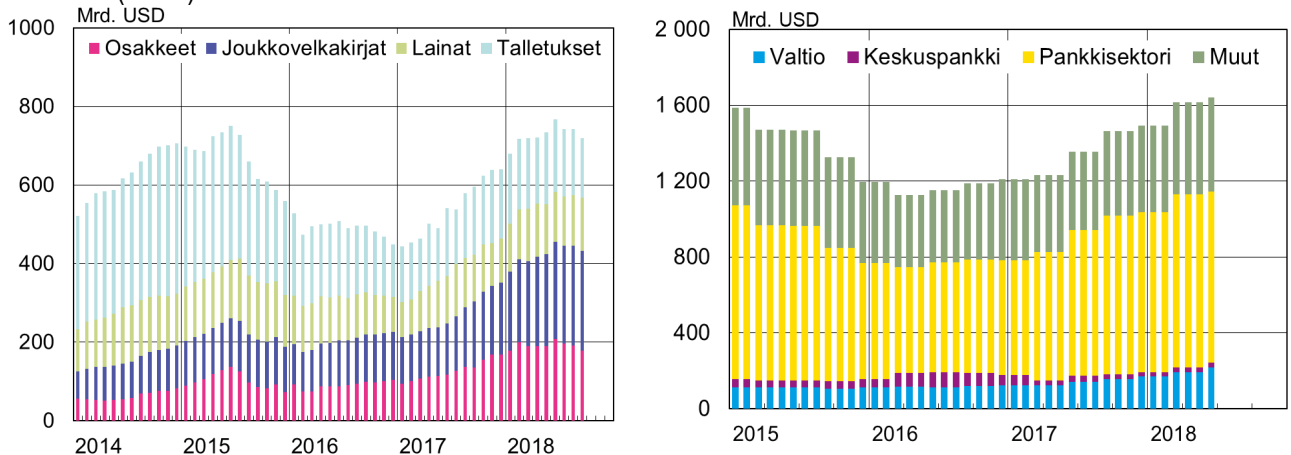
Juanin käyttö niin kansainvälisenä maksu- kuin sijoitusvaluuttana laajentui nopeasti aina vuoteen 2015 asti. Tätä edesauttoi osaltaan juanin selvityspankkien, joita vuoden 2015 lopussa oli jo yli 30 maassa, sekä kansainvälisen juan-maksujen selvitysjärjestelmän (CIPS) perustaminen. Tämän jälkeen Kiinan ulkomaankaupan kasvun hiipumisen ja juanin heikkenemisen johdosta kansainvälistymiskehitys on hidastunut. Vaikuttaakin siltä, että juanin kansainvälistymistavoitteesta on jouduttu tinkimään kotimaisten rahoitusmarkkinoiden epävarmuuksien kasvaessa.

SWIFTin tilastoissa juan nousi loppukesästä 2015 jopa jenin ohi neljänneksi käytetyimmäksi valuutaksi kansainvälisessä maksuliikenteessä lähes 3 prosentin osuudella. Alkuvuoteen 2018 mennessä juanin käyttö oli vähentynyt ja se oli jäänyt sekä Sveitsin frangin että Kanadan dollarin taakse 7. sijalle alle 1,6 prosentin osuudella. Kuluvana vuonna juanin käyttö jälleen hieman lisääntyi ja lokakuussa 2018 juan oli 6. sijalla 1,7 prosentin osuudella.

Juanin käyttö on vähentynyt myös ulkomaankaupan maksuissa. Juanin osuus Kiinan viennin ja tuonnin laskutusvaluuttana on pienentynyt viime vuosina lähemmäs kymmentä prosenttia, kun se vuonna 2015 oli keskimäärin 25 %. Lisäksi juantalletukset Hongkongin offshore-markkinoilla ovat vähentyneet 40 % vuosien 2014–15 tasosta.

Ulkomainen omistus Kiinan osake- ja velkakirjamarkkinoilla on kasvanut markkinoiden avaamisen myötä, mutta osuus suhteessa markkinoiden valtavaan kokoon on yhä hyvin pieni. Syyskuun 2018 lopussa ulkomainen osakeomistus Manner-Kiinan pörseissä oli yhteensä 1 300 mrd. juania (160 mrd. euroa), eli 2,6 % markkinoiden koosta. Ulkomaisesta omistuksesta vajaa puolet on Hongkongin pörssin yhteistyöohjelmien välityksellä tehtyjä sijoituksia. Joukkovelkakirjamarkkinoilla ulkomainen omistusosuus on reilu 3 % markkinoiden koosta (1 700 mrd. juania) (Kuvio 3).

Kuvio 3. Kiinan juanmääräisten omaisuuserien ulkomainen omistus (vasen) sekä Kiinan ulkomainen velka sektoreittain (oikea)

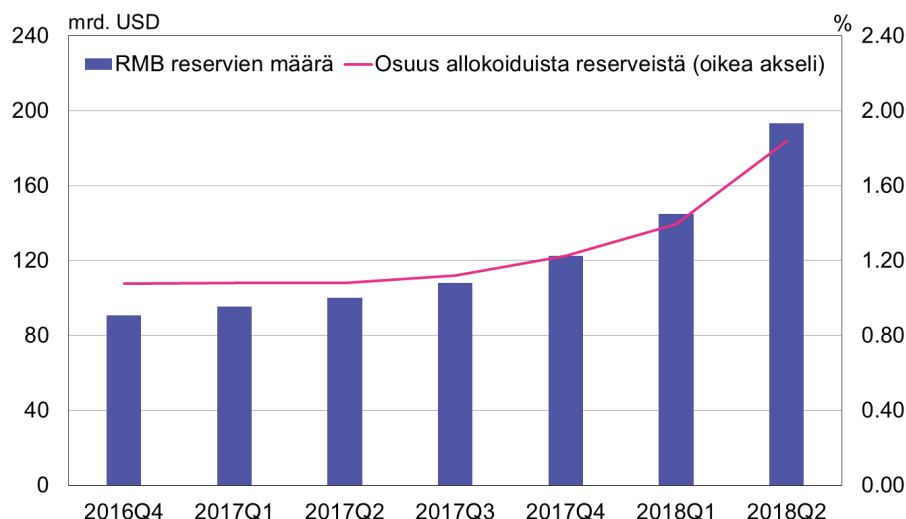


Lähteet: CEIC, Kiinan keskuspankki ja SAFE

SDR-koriin liittämisen myötä IMF lisäsi juanin sen valuuttavarantoallokaatiokyselyyn (COFER), joka tällä hetkellä kattaa 149 keskuspankkia. Juan-sijoitusten tilastoja on saatavilla vuoden 2016 lopulta lähtien. Juan-reservit ovat kaksinkertaistuneet puolentoista vuoden kuluessa. Osuus keskuspankkien allokoiduista reserveista on toki yhä vaatimaton, alle 2 % (Kuvio 4). Merkittäviä

juansijoituksia on ainakin Australialla, Venäjällä ja monilla Aasian mailla.¹⁰ Euroopan keskuspankki otti juanin osaksi valuuttavarantoaan vuonna 2017 noin prosentin osuudella koko valuuttavarannosta (noin 500 miljoonaa euroa). Myös jotkin euroalueen maat ovat allokoineet valuuttareservejään juaniin.

Kuvio 4. Renminbi-reservien määrä ja osuus keskuspankkien allokoiduista reserveistä



Lähde: IMF COFER

5. Kiinan markkinoilla yhä useita 'erityispiirteitä' ja valtion rooli vahva

Rahoitus- ja valuuttamarkkinoiden reformit sekä pääomaliikkeiden avaaminen eivät ole edenneet paperille kirjoitettuun tahtiin. Vielä muutama vuosi sitten suunta ja tahtotila näyttivät kuitenkin selviltä. Kiina oli poliittisesti sitoutunut pääomaliikkeiden avaamiseen ja valuuttakurssin vapauttamiseen. Pitkällä tähtäimellä tämä varmasti on yhä poliittisella agendalla, mutta talouskasvun hidastuminen ja moninaiset ongelmat kotimaassa ovat vieneet puhtia reformien määrätietoiselta eteenpäin viemiseltä. Valtion käsiohjaus markkinoiden toiminnassa onkin monelta osin lisääntynyt.

Reformeissaan Kiina ei ole edennyt tasolle, jota kansainväliseltä valuutalta edellytetään. Juanin kurssin viimeaikaisesta vapaammasta määräytymisestä huolimatta keskuspankilla on keinot puuttua valuuttakurssin ei-toivottuun kehitykseen mm. valtio-omisteisten liikepankkien kautta toteutetuilla valuuttainterventioilla.¹¹ Käytännössä hallitus ja puolue voivat halutessaan vaikuttaa suoraan kurssikehitykseen. Tämä nähtiin mm. vuoden 2015 minidevalvaation jälkeen valuuttamarkkinoiden epävarmuuden kasvaessa ja pääoman ulosvirtauspaineiden lisääntyessä voimakkaasti. Tuolloin sekä yritysten että yksityishenkilöiden pääomaviennin rajoituksia kiristettiin ja myös ulkomaisten pankkien valuuttakauppaa rajoitettiin voimakkaasti. Tämä riski ei poistu lähitulevaisuudessa, vaikka juanin kurssin määräytymismekanismia muutettaisiin entistä enemmän markkinaehtoiseen suuntaan.

¹⁰ Australian keskuspankki ilmoitti jo vuonna 2013 ottavansa juanin mukaan valuuttavarantonsa ja allokoivansa juaneihin noin 5 % varannostaan. Venäjän keskuspankki otti juanin mukaan valuuttavarantonsa hyvin pienellä osuudella vuonna 2015. Osuus on kuitenkin kasvanut kuluvana vuonna selvästi noin viiteen prosenttiin.

¹¹ Kiinan keskuspankki ei julkaise tietoja valuuttainterventioista, mutta on sanonut lopettaneensa päivittäiset interventiot vuonna 2014.

Pääomaliikkeiden osittaisesta vapauttamisesta huolimatta myös niihin sovelletaan kiintiöitä, mikä lisää byrokratiaa ja hankaloittaa investointitoimintaa. On ilmeistä, että Kiina tulee jatkossakin tarvittaessa rajoittamaan ainakin kaikkein ongelmallisimpia lyhytaikaisia pääomavirtoja.

Kiinan keskuspankin oma toiminta ei ole pysynyt markkinoiden kehityksen mukana, vaan rahapolitiikka on jopa aikaisempaa vaikeaselkoisempaa. Yksiselitteistä rahamarkkinoiden ohjauskorkoa ei ole. Keskuspankki julkaisee yhä liikepankkien anto- ja ottolainauksen viitekorkoja, vaikka nimellisesti korkosäännöstelystä luovuttiin vuonna 2015. Pankkien talletus- ja lainakorkojen todellisesta vapauttamisesta ollaan vielä kaukana. Keskuspankki ohjaa liikepankkien lainamääriä ja hinnoittelua edelleen kulissien takana (window guidance). Näin tuetaan myös painopisteeksi valittuja toimialoja.

Ylikorostettu vakauden tavoittelu, uskon ja kokemuksen puute markkinoiden toiminnasta sekä keskeneräinen sekajärjestelmä johtavat siihen, että viranomaiset puuttuvat vielä pitkään markkinoiden toimintaan tavoilla, jotka kehittyneissä rahoitusjärjestelmissä eivät tule kysymykseen. Tämä nähtiin mm. osake- ja valuuttamarkkinoilla vuoden 2015 hintakuplan puhkeamisen jälkeen.

Kotimaisilla rahoitusmarkkinoilla on velkatilanteen pahenemisen, ristiriitaisten talouspoliittisten tavoitteiden ja reformien puutteiden myötä ajauduttu ongelmiin, jotka heijastuvat väkisin valuuttamarkkinoille ja pääomaliikkeisiin. Tilanteen arvaamattomuutta ja riskejä lisää järjestelmän läpinäkymättömyys. Kiinan kohdalla poliittiset ja puhtaasti taloudelliset intressit on vaikea erottaa toisistaan. Talouden epävarmuudet ovat kytköksissä myös poliittiseen järjestelmään, mikä lisää markkinoiden ennakoimattomuutta.

- 2015
- No 1 Alexey Kudrin and Evsey Gurvich: A new growth model for the Russian economy
 - No 2 Heli Simola: Venäjän valuuttavaranto ja rahastot
 - No 3 Stephan Barisitz and Zuzana Fungáčová: Ukraine: Struggling banking sector and substantial political and economic uncertainty
 - No 4 Heli Simola: Russia's international reserves and oil funds
 - No 5 K.C. Fung, Alicia Garcia-Herrero and Jesus Seade: Beyond minerals: China-Latin American Trans-Pacific supply chain
 - No 6 Anni Norring: Suomen ja Venäjän välisten suorien sijoitusten tilastot
 - No 7 Vesa Korhonen, Zuzana Fungáčová, Laura Solanko, Iikka Korhonen ja Heli Simola: BOFIT Venäjä-tietoisku 2015
 - No 8 Yang Yao: When are fixed exchange rates an appropriate policy tool for growth?
 - No 9 Heli Simola: Rebalancing of demand in China – illustrating possible effects with an input-output analysis
 - No 10 Iikka Korhonen: How fast can Russia grow?
 - No 11 Jouko Rautava, Riikka Nuutilainen, Anni Norring, Iikka Korhonen ja Jyrki Kallio: BOFIT Kiina-tietoisku 2015
- 2016
- No 1 Riku Niemi: The Eurasian Union – much potential, little results
 - No 2 Andrei Yakovlev: What is Russia trying to defend?
 - No 3 Andrei Yakovlev, Lev Freinkman and Anton Zolotov: Domestic and external factors in the development of Russia's economic think tanks sector
 - No 4 Mikko Mäkinen: Nowcasting of Russian GDP growth
 - No 5 Iikka Korhonen, Tuomas Forsberg, Vesa Korhonen ja Heli Simola: BOFIT Venäjä-tietoisku 2016
 - No 6 Heli Simola: Economic relations between Russia and China – Increasing inter-dependency?
 - No 7 Ivan Lyubimov: Are educational reforms necessarily growth-enhancing? Weak institutions as the cause of policy failure
 - No 8 Laura Solanko: Opening up or closing the door for foreign trade – Russia and China compared
 - No 9 Heli Simola ja Vesa Korhonen: Arktisen alueen taloudellinen merkitys Venäjälle
 - No 10 Masaaki Kuboniwa: Estimating GDP and foreign rents of the oil and gas sector in the USSR then and Russia now
 - No 11 Masaaki Kuboniwa: Considerations on new Rosstat data on the contribution of Russia's military goods sector to GDP growth in recent years
- 2017
- No 1 Jouko Rautava: Kiinassa talouspolitiikka ei pysy maan muutosten vauhdissa
 - No 2 Heli Simola: China's growing role in global production boosted by strong competitiveness – evidence from international input-output tables
 - No 3 Heli Simola ja Laura Solanko: Katsaus Venäjän öljy- ja kaasusektoriin
 - No 4 Heli Simola: Chinese production chains rely increasingly on domestic services
 - No 5 Heli Simola and Laura Solanko: Overview of Russia's oil and gas sector
 - No 6 K.C. Fung, Nathalie Aminian, Iikka Korhonen and Keith Wong: The Chinese yuan: Influence of interest groups examined
 - No 7 Päivi Määttä: Meeting the challenges of impact measurement
 - No 8 Caroline Stern, Mikko Mäkinen and Zongxin Qian: FinTechs in China – with a special focus on peer to peer lending
 - No 9 Iikka Korhonen and Riikka Nuutilainen: Breaking monetary policy rules in Russia
 - No 10 Andrei Yakovlev, Lev Freinkman, Sergey Makarov and Victor Pogodaev: In response to external shocks: How advanced Russian regions react to changes in federal policies – Experience of Tatarstan
- 2018
- No 1 Ivan Lyubimov and Maria Lysyuk: Schooling ain't learning in Russia either: High level of student employment as an indicator for slow human capital accumulation
 - No 2 Jouko Rautava: Intian nopea kasvu ei vähennä reformien tarvetta
 - No 3 Eeva Kerola: Hongkongin talous on vahvasti kytkeytynyt Manner-Kiinaan
 - No 4 Iikka Korhonen, Heli Simola and Laura Solanko: Sanctions, counter-sanctions and Russia – Effects on economy, trade and finance
 - No 5 Andrei Yakovlev, Lev Freinkman and Nina Ershova: Channels of dialogue between international businesses and national governments: The implications for domestic reforms and international relations in the case of Russia
 - No 6 Helmut Wagner: Structural change, rebalancing, and the danger of a middle-income trap in China
 - No 7 Wing Thye Woo: A U.S. perspective on China's external economic disputes in the past 40 years and in the coming 40 years
 - No 8 Nigel Gould-Davies: Economic effects and political impacts: Assessing Western sanctions on Russia
 - No 9 Jouko Rautava: Kiina ja Venäjä – eripariset talouskumppanukset
 - No 10 Sergey Vlasov and Mariam Mamedli: Russia's pension system in the context of world experience and expected trends
 - No 11 Riikka Nuutilainen: Juanin kansainvälistyminen ei etene suoraviivaisesti