JEL: F21, F31, F38, F42

УДК 339.727+339.743

DOI: [10.14530/se.2018.2.074-091](https://doi.org/10.14530/se.2018.2.074-091)

ВЛИЯНИЕ ВАЛЮТНОЙ ПОЛИТИКИ НА ПОРТФЕЛЬНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ В СТРАНАХ ВОСТОЧНОЙ АЗИИ

Я.В. Дёмина

Дёмина Яна Валерьевна – кандидат экономических наук, научный сотрудник. Институт экономических исследований ДВО РАН, ул. Тихоокеанская, 153, Хабаровск, Россия, 680042. E-mail: yandemi@yandex.com.
ORCID: 0000-0001-5208-7273

Аннотация. Валютные и фондовые рынки стран Восточной Азии существенно отличаются друг от друга по степени развития и уровню «зарегулированности». Рынки Японии, Сингапура и Гонконга (наиболее развитые и «объемные») характеризуются наименьшим количеством применяемых ограничений (2–4 ограничительные меры из 13, выделяемых МВФ). В то время как 8 стран Восточной Азии (Китай, Малайзия, Мьянма, Вьетнам, Филиппины, Индонезия, Лаос и Таиланд) осуществляют контроль практически за всеми операциями по счету движения капитала (11–12 мер). Несмотря на многочисленные предложения по валютному сотрудничеству и координации валютной политики в регионе, для стран Восточной Азии по-прежнему не характерно единство в вопросе выбора режима валютного курса. Согласно данным МВФ, в 9 странах региона из 14 применялись в том или ином варианте фиксированные валютные курсы. Также для стран Восточной Азии характерна частая смена режимов валютного курса: за период 2000–2016 гг. только Бруней, Япония и Республика Корея не меняли режимов валютного курса. Результаты регрессионного анализа панельных данных показывают, что, несмотря на отсутствие институциональной оболочки скоординированной валютной политики в регионе, наблюдается фактическая привязка номинальных курсов восточноазиатских валют к доллару США. Между такой валютной политикой, рассматриваемой для региона в целом, а не для каждой страны в отдельности, и чистым экспортом портфельных инвестиций из стран Восточной Азии наблюдается наибольшая взаимосвязь.

Ключевые слова: портфельные инвестиции, платежный баланс, валютная политика, валютный курс, валютная интеграция, АМЮ, концепция Манделлы – Флеминга, АСЕАН, АСЕАН+3, Восточная Азия

Для цитирования: Дёмина Я.В. Влияние валютной политики на портфельные инвестиции в странах Восточной Азии // Пространственная экономика. 2018. № 2. С. 74–91. DOI: [10.14530/se.2018.2.074-091](https://doi.org/10.14530/se.2018.2.074-091).

For citation: Dyomina Ya.V. The Effect of Currency Policy on Portfolio Investments in East Asia Countries. *Prostranstvennaya Ekonomika* = *Spatial Economics*, 2018, no. 2, pp. 74–91. DOI: [10.14530/se.2018.2.074-091](https://doi.org/10.14530/se.2018.2.074-091). (In Russian).

ВВЕДЕНИЕ

В последнее десятилетие страны Восточной Азии добились определенных успехов в развитии своих валютных и финансовых рынков¹, однако значительные межстрановые различия в масштабах этих рынков по-прежнему сохраняются. Так, Япония, Сингапур и Гонконг обладают развитыми финансовыми и валютными рынками и играют заметную роль на мировой арене, тогда как в Брунее, Камбодже, Лаосе и Мьянме фондовые биржи отсутствуют, а финансовый сектор остается теневым (так же, как во Вьетнаме).

Несмотря на то, что в последнее десятилетие азиатские рынки облигаций показали существенное развитие и рост (Дёмина, 2016), к настоящему времени так и не сформировался единый региональный рынок, а для эмиссии облигаций в иностранной валюте, преимущественно в долларах США, требуется получение суверенного или корпорационного кредитного рейтинга со стороны ведущих рейтинговых агентств, что под силу только наиболее крупным эмитентам, таким как региональные финансовые организации, правительства, транснациональные и национальные корпорации.

Рынки акций в странах региона также продемонстрировали определенные успехи за последнее десятилетие (Дёмина, 2016), особенно в Малайзии, Сингапуре, Индонезии и на Филиппинах (если судить по динамике фондовых индексов указанных стран). Однако масштабы рынков акций в этих странах значительно уступают масштабам рынков США и Европы. Рыночная капитализация всех коммерческих банков 10 стран-членов АСЕАН вместе взятых уступает показателям китайских банков (например, Промышленного и коммерческого банка Китая (Industrial and Commercial Bank of China) или Строительного банка Китая (China Construction Bank)).

Интеграция валютных и финансовых рынков в Восточной Азии, по признанию экспертов (Belaisch, Zanello, 2006; Opportunities..., 2006; Park, Wyplosz, 2008; Chai, Yoon, 2009; Volz, 2010; Calvi, 2010; Hong, 2011; Park, Lee, 2011; Urata, 2013; Capannelli, 2014; Park, 2014; Арапова, 2016; Дёмина, 2016), должна способствовать повышению финансовой независимости и экономическому развитию стран региона. Однако подобная интеграция – это цель на отдаленную перспективу. В настоящее время фондовые индексы большинства стран региона зависят от фондовых индексов в США, а не от фондовых индексов в азиатских странах-партнерах.

Низкая степень интеграции азиатских валютных и фондовых рынков сказывается и на платежных балансах стран региона, способствуя увеличению положительного сальдо, что в свою очередь вызывает рост валютного

¹ Под Восточной Азией понимаются 14 государств региона: 10 стран-членов АСЕАН, а также Япония, Китай, Республика Корея и Гонконг.

курса. Так как экономики стран Восточной Азии являются в основном экспортно ориентированными, ревальвация национальных валют для них невыгодна.

В данной статье будет изучена функциональная зависимость чистого экспорта портфельных инвестиций из стран Восточной Азии от динамики курсов их национальных валют к доллару США и евро.

РЕЖИМЫ ВАЛЮТНЫХ КУРСОВ: ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА

Теоретически любая валютная политика как часть макроэкономической политики государства преследует такие цели, как поддержание равновесия платежного баланса, обеспечение стабильного экономического роста и устойчивости национальной валюты. Эти цели могут достигаться различными способами (Niehans, 1986; Devereux, Engel, 2000; Некипелов, Голанд, 2008; Krugman, 2014), среди которых: выбор режима валютного курса; введение валютных ограничений; проведение валютных интервенций; диверсификация валютных резервов.

Режимы валютных курсов можно разделить на три большие группы: фиксированные, свободно плавающие и гибридные. К последним относятся все промежуточные формы между крайними случаями (свободное плавание и фиксация), например, валютные коридоры. В современном мире большинство стран – 136 из 189 членов (Annual..., 2016) Международного валютного фонда (МВФ) – применяют гибридные режимы в различных формах. МВФ выделяет 10 форм, объединенных в 4 группы:

- жесткая фиксация: отсутствие национальной валюты и валютное правление;
- мягкая фиксация: обычная привязка, стабилизационное соглашение, горизонтальный коридор, скользящая привязка и соглашение наподобие скользящей привязки;
- плавающие режимы: управляемое и свободное плавание;
- прочие режимы (остаточная категория, куда относятся страны с режимами валютных курсов, не соответствующими ни одной из вышеперечисленных форм или с частой сменой режимов валютного курса).

Введение ограничений на конвертацию и совершение операций с иностранными валютами в современном мире применяются в основном развивающимися странами и странами с формирующимся рынком. Отсутствие таких ограничений позволяет говорить о свободной конвертируемости валюты. Однако формально конвертируемыми могут считаться валюты стран, присоединившихся к VIII статье Устава МВФ, т. е. не имеющие ограничений по операциям текущего счета (расчеты по торговым, туристическим, транс-

портным и прочим операциям, выплата процентов и другие трансферты). При этом в стране могут существовать валютные ограничения по операциям с капиталом (прямыми иностранными инвестициями, недвижимостью, инструментами денежного рынка и проч.).

Диверсификация валютных резервов означает изменение их структуры по набору или долям входящих в них иностранных валют. Подобные изменения могут учитывать волатильность основных резервных валют (доллар США, евро, японская иена, британский фунт стерлингов, швейцарский франк) или динамику географической структуры внешней торговли страны (в состав резервов могут быть включены валюты стран – основных торговых партнеров).

Валютные интервенции проводятся в основном в странах с фиксированными или гибридными режимами валютных курсов для поддержания их стабильности. Однако режим свободного плавления также не исключает данную возможность¹. Например, Банк Японии периодически проводит операции на валютном рынке. Интервенции осуществляются с целью девальвации или ревальвации национальной валюты. Обесценение валюты (девальвация) стимулирует экспорт товаров и услуг и сдерживает импорт, однако имеет и негативные последствия, так как приводит к росту цен. Укрепление валюты (ревальвация) оказывает обратный эффект.

Методы, применяемые в одной стране, сказываются на ее торговых и инвестиционных партнерах и довольно часто препятствуют достижению их макроэкономических целей. Это связано с тем, что валютная политика оказывает прямое воздействие на платежные балансы и косвенное – на экономический рост. Взаимосвязь между динамикой валютного курса и состоянием платежного баланса описывается моделью Манделла – Флеминга (Fleming, 1962; Mundell, 1963; Obstfeld, 2001; Floden, 2010):

$$NE(e, y) = NKE(\Delta i, e, k), \quad (1)$$

где NE – чистый экспорт товаров, NKE – чистый экспорт капитала, e – номинальный валютный курс, y – ВВП, Δi – разница между процентными ставками в двух исследуемых странах, k – потоки капитала.

Указанная модель исследует случай малой открытой экономики в условиях совершенной мобильности капитала и ригидности цен (рассматривается краткосрочный период). При этом предполагается, что внутренняя процентная ставка совпадает с мировой, а эффективность монетарной политики зависит от режима валютного курса (рассматриваются только два полярных случая – жесткая фиксация и свободное плавание). Так, при фиксированном

¹ МВФ относит к данному режиму валюты стран, центральные банки которых проводят интервенции не чаще трех раз по три дня в течение 6 месяцев.

валютном курсе меры денежно-кредитной политики в части воздействия на реальный национальный доход абсолютно неэффективны, следовательно, необходимо применение мер фискальной и внешнеторговой политики. При свободно плавающем валютном курсе ситуация обратная. Из модели Манделла – Флеминга следует, что невозможно одновременно достичь трех следующих целей – обеспечить свободное движение капитала, фиксированный валютный курс и автономность монетарной политики. Это так называемая «несовместимая триада». Органам власти любого государства приходится ограничиваться только двумя целями из трех.

В теории платежный баланс должен находиться в состоянии равновесия, т. е. его сальдо должно быть нулевым и чистый экспорт товаров должен уравниваться чистым экспортом капитала. Однако на практике такое состояние недостижимо, и в одних странах существует дефицит платежного баланса (отрицательное сальдо), в других – профицит (положительное сальдо). С теоретической точки зрения валюта страны с дефицитом платежного баланса должна обесцениваться, а с профицитом – укрепляться (Fleming, 1962; Mundell, 1963; Sarantis, 1986; Obstfeld, Rogoff, 1995; Boughton, 2003; Головнин, 2009; Шишков, 2012). Но это справедливо только в случае свободно плавающего валютного курса. Страны с фиксированными и гибридными режимами валютного курса редко руководствуются данным принципом при проведении девальвации или ревальвации своей национальной валюты, что нередко приводит к «валютным войнам» (Валютные..., 2011). Чаще всего это связано со стремлением поддержать конкурентоспособность экспортных товаров и услуг или стимулировать приток иностранного капитала и таким образом нарастить золотовалютные резервы (ЗВР)¹. Резервы, в свою очередь, используются для проведения валютных интервенций, финансирования дефицита платежного баланса, заимствования на внешнем рынке.

Для стран Восточной Азии нехарактерно единство в вопросе выбора режима валютного курса: в регионе представлены все возможные варианты валютных режимов. Согласно данным МВФ (Annual..., 2016), по состоянию на конец 2016 г. в девяти странах региона из четырнадцати применялись в том или ином варианте фиксированные валютные курсы², т. е. валютные

¹ Их прирост представляет собой разницу между чистым экспортом товаров и чистым экспортом капитала.

² Подразумеваются фактически практикуемые режимы валютных курсов. Отметим, что данные МВФ основаны на оценках его экспертами реально (de facto) существующих валютных механизмов – оценках, которые во многих случаях расходятся с официально заявленными властями режимами. Естественно, что при использовании подобной методологии классификация валютных режимов имеет в известной мере условный характер. К тому же МВФ время от времени пересматривает эту классификацию, что затрудняет сопоставление данных за разные периоды времени.

режимы, основанные на привязке денежных единиц к «якорным валютам» других стран или составным корзинам, включающим несколько валют.

МВФ (Annual..., 2016) разделяет указанные валютные режимы на «жесткие» и «мягкие». В числе стран, практикующих жесткую привязку (hard peg), – Бруней и Гонконг, установившие у себя систему «валютного управления». При этом брунейский доллар привязан к сингапурскому доллару, а гонконгский – к доллару США.

Валютные режимы, характеризующиеся МВФ как мягкая привязка (soft peg), включают:

- удержание курса валюты на установленном уровне не путем принятия какого-либо юридического акта, а по факту – с помощью систематически проводимых и целенаправленных рыночных интервенций (stabilized arrangement) – Сингапур, Вьетнам и Лаос;
- управляемые властями валютные режимы, не имеющие четкого единообразного определения (other managed arrangements), – Китай, Камбоджа, Малайзия и Мьянма.

В Индонезии, Республике Корея, Таиланде и на Филиппинах валютные курсы являются регулируемо плавающими (floating), но без обязательства поддерживать какие-либо заранее установленные уровни, в Японии – свободно (независимо) плавающими (free floating).

Стоит отметить, что для стран Восточной Азии также характерна частая смена режимов валютного курса. Так, за период с 2000 по 2016 г. только Бруней, Япония и Республика Корея не меняли режимов валютного курса. В то же время Камбоджа, Вьетнам и Лаос практиковали различные формы мягкой привязки к американскому доллару. Китай и Малайзия сменили жесткую привязку к доллару США на мягкую; Сингапур сменил плавающий валютный курс на мягкую привязку к корзине валют (состав которой не раскрывается). Филиппины и Таиланд – наоборот, перешли от мягкой привязки к плавающему режиму валютного курса, а Индонезия сначала сменила плавающий валютный курс на мягкую привязку, но затем вернулась к плавающему валютному курсу.

В Мьянме применялись два курса валюты – официальный и параллельный. Параллельный курс складывается на валютном рынке и используется для транзакций частных компаний. Официальный валютный курс был жестко привязан к SDR¹ с 1977 г. (в соотношении 8,5 ММК² к 1) и применялся для проведения расчетов компаниями, находящимися под контролем государства (Myanmar..., 1999). В апреле 2012 г. он был упразднен.

На выбор странами региона режима валютного курса и проведение ва-

¹ Специальные права заимствования (special drawing rights – SDR).

² Мьянманский кят.

лютной политики существенное влияние оказали два кризиса: азиатский 1997 г. и мировой финансовый 2008–2009 гг. В 1990-е гг. XX в. валютные курсы большинства стран Юго-Восточной Азии фактически были привязаны к доллару США (Patnaik, et al., 2011). Спекулятивная атака на тайский бат спровоцировала обесценение других азиатских валют и привела к введению плавающих курсов (Hernandez, Montiel, 2001; Горюнова, Минакир, 2006; Patnaik, et al., 2011). После кризиса 1997 г. привязка к американскому доллару была восстановлена, хотя и в менее жестких формах (исключение составляет Малайзия, фиксировавшая ринггит на уровне 3,8 за 1 долл. США). В пик кризиса 2008–2009 гг. перехода на свободное плавание не произошло (в отличие от ситуации 1997 г.), однако привязка валют стран АСЕАН к доллару США стала «мягче».

Разница в поведении монетарных властей в период двух указанных кризисов объясняется тем, что в 1990-е гг. страны Восточной Азии обладали незначительными золотовалютными резервами. Так, для поддержания фиксированного курса тайского бата весной 1997 г. было потрачено 28 млрд долл. США (ЗВР Таиланда на тот момент составляли 30 млрд долл. США) (Горюнова, Минакир, 2006). Средств для его дальнейшего поддержания у монетарных властей не было, поэтому курс бата стал плавающим (кроме того, он стал двойным: для внутренних и внешних транзакций применялись различные обменные курсы).

Несмотря на неблагоприятную ситуацию в 1997 г., к концу 1998 г. ЗВР всех стран региона увеличились. Впоследствии их величина только нарастала. Нарастание ЗВР странами Восточной Азии объясняется их опасениями после азиатского кризиса и стремлением создать «подушку безопасности». Прирост резервов происходил за счет стимулирования роста экспорта товаров и услуг путем проведения политики конкурентной девальвации к доллару США. Кроме того, наблюдался приток капитала в различных формах. После преодоления последствий кризиса 1997 г. страны региона продолжили практику валютного демпинга, несмотря на то, что их платежные балансы были профицитными (особенно по отношению к США). Такая практика дорого обошлась большинству стран Восточной Азии, вызвав не только перенакопление валютных резервов, но и рост банковских ставок и инфляционного давления.

ПОРТФЕЛЬНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ В СТРАНАХ РЕГИОНА

Как отмечалось выше, валютные и фондовые рынки стран Восточной Азии существенно отличаются друг от друга по степени развития и уровню «зарегулированности».

Так, наиболее развитые и «объемные» финансовые рынки государств

региона (рынки Японии, Сингапура и Гонконга) составляют первую группу с наименьшим количеством применяемых ограничений (*рис.*). В Японии действуют два ограничения: на операции на рынке ценных бумаг и прямые иностранные инвестиции. В Гонконге и Сингапуре применяется по четыре ограничения из тринадцати, выделяемых МВФ (*Annual...*, 2016), причем три из них совпадают – ограничения на: операции с недвижимостью, деятельность коммерческих банков и иных кредитных организаций, деятельность институциональных инвесторов. Кроме того, в Гонконге действуют ограничения на операции с производными инструментами, а в Сингапуре – с финансовыми кредитами.

Рис. Количество ограничительных мер, применяемых к операциям с капиталом

Источник: составлено по: (*Annual...*, 2016).

Вторую группу составляют страны региона со средним уровнем «зарегулированности»: Бруней, Камбоджа и Республика Корея. В Брунее и Республике Корея применяется по пять видов ограничительных мер, в Камбодже – шесть (см. *рис.*). Во всех трех странах осуществляется контроль над прямыми иностранными инвестициями, деятельностью коммерческих банков и иных кредитных организаций и институциональных инвесторов. В Республике Корея также ограничиваются операции с капитальными ценными бумагами, деривативами и иными производными инструментами; в Брунее – операции с недвижимостью и капитальные трансферты физических лиц; в Камбодже – кредиты и операции с недвижимостью и капитальными ценными бумагами.

Третью, наиболее многочисленную, группу формируют восемь стран Восточной Азии. В Индонезии, Лаосе и Таиланде применяются одиннадцат-

цать видов ограничений из тринадцати, в Китае, Малайзии, Мьянме, Вьетнаме и на Филиппинах – двенадцать (см. *рис.*).

Среди стран региона Япония обладает рынком с наибольшей капитализацией и с наименьшим количеством ограничительных мер. В среднем за период 2009–2016 гг. она экспортировала 160,9 млрд долл. США портфельных инвестиций (50,2% от общего объема экспорта портфельных инвестиций из стран Восточной Азии¹). Япония выступает в основном в роли чистого экспортера капитала, однако в 2013 г. наблюдался его приток в объеме 89,6 млрд долл. США (*табл. 1*).

Таблица 1
Экспорт портфельных инвестиций из стран Восточной Азии, млн долл. США

Страна / регион	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Среднее за период
Гонконг	50 788	80 687	19 997	40 122	66 366	35 614	85 306	46 585	53 183
Япония	154 331	256 411	95 655	141 605	–89 619	116 701	305 767	306 094	160 868
Республика Корея	–1401	1265	4138	26 080	27 494	39 817	41 879	63 036	25 289
Сингапур	28 335	37 440	4164	83 332	62 126	54 141	48 939	24 476	42 869
Китай	2526	7643	–6248	6391	5353	10 815	73 209	103 396	25 385
Индонезия	144	2511	1189	5467	1273	–2587	1268	–2218	881
Малайзия	6339	7276	6099	6954	10 195	8690	2753	3706	6502
Филиппины	234	1468	–563	964	–638	2705	3343	1161	1084
Таиланд	10 700	2910	–2260	6960	3399	7318	3817	4279	4640
Вьетнам	199	13	–348	–23	–80			–180	–70
Восточная Азия	252 195	397 624	121 824	317 851	85 869	273 214	566 280	550 334	320 649

Источник: составлено и рассчитано по: (World..., 2018).

Вторую позицию занимает Гонконг со средним за рассматриваемый период объемом экспорта портфельных инвестиций 53,2 млрд долл. США (см. *табл. 1*) и средней за период долей 16,6% от общего объема экспорта портфельных инвестиций из стран региона. У Гонконга, в отличие от Японии, на протяжении всего периода наблюдался положительный экспорт капитала.

Третье место в регионе принадлежит Сингапуру со средним за период объемом экспорта 42,9 млрд долл. США (см. *табл. 1*) и средней за период долей 13,4% от общего объема экспорта портфельных инвестиций из стран

¹ Рассчитано автором по: (World..., 2018). Вследствие отсутствия статистических данных и незначительной роли в регионе из дальнейшего исследования были исключены Бруней, Камбоджа, Лаос и Мьянма.

Восточной Азии. Для Сингапура, как и для Гонконга, характерен положительный экспорт портфельных инвестиций.

Япония также лидирует по объему импорта портфельных инвестиций: за исследуемый период средний объем составил 122,0 млрд долл. США (табл. 2), или 54,3% от общерегионального объема. При этом потоки привлеченных портфельных инвестиций отличались крайней нестабильностью: от –56,3 млрд долл. США в 2009 г. до 264,1 млрд долл. США в 2011 г.

Таблица 2

Импорт портфельных инвестиций в страны Восточной Азии, млн долл. США

Страна / регион	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Среднее за период
Гонконг	10 780	23 717	18 604	36 025	16 581	27 320	–39 948	4595	12 209
Япония	–56 256	111 643	264 101	109 394	185 033	157 043	173 333	31 576	121 984
Республика Корея	49 787	43 630	17 281	32 827	18 150	9208	–7651	–3298	19 992
Сингапур	1183	8005	–5841	4538	–1467	5905	–5474	3757	1326
Китай	29 613	31 681	13 391	54 170	58 244	93 244	6739	41 213	41 037
Индонезия	10 480	15 713	4996	15 375	12 145	23 480	17 451	16 777	14 552
Малайзия	6048	22 270	14 778	27 635	9381	–3194	–4474	72	9065
Филиппины	2288	6359	3100	4169	363	–3	–2128	–264	1735
Таиланд	10 271	7781	3903	10 358	–1368	–4695	–12 691	1481	1880
Вьетнам	128	2383	1064	1263	1386	93	–65	48	788
Восточная Азия	64 322	273 181	335 377	295 754	298 450	308 401	125 092	95 958	224 567

Источник: составлено и рассчитано по: (World..., 2018).

Вторая позиция по импорту портфельных инвестиций принадлежит Китаю – 41,0 млрд долл. США в среднем за период 2009–2016 гг. (см. табл. 2), или 18,3% от общего объема импорта портфельных инвестиций в страны Восточной Азии. Хотя в целом Китай значительно уступает показателям Японии, в 2016 г. он превзошел ее по объему импорта портфельных инвестиций.

Республика Корея располагается на третьем месте со средним за период объемом импорта портфельных инвестиций 20,0 млрд долл. США (см. табл. 2), или 8,9% от общего объема импорта портфельных инвестиций в страны Восточной Азии. В целом для Республики Корея характерен отрицательный тренд в импорте портфельных инвестиций: их объемы колебались от 49,8 млрд долл. США в начале исследуемого периода до –3,3 млрд долл. США в конце.

Чистый экспорт портфельных инвестиций из стран региона является в основном отрицательным (*табл. 3*). Исключение составляют Гонконг и Сингапур, для которых данный показатель был положительным в течение всего периода с 2009 по 2016 г. Так, в среднем за исследуемый период чистый экспорт портфельных инвестиций из Сингапура составил 41,5 млрд долл. США, из Гонконга – 41,0 млрд долл. США.

Таблица 3

**Чистый экспорт портфельных инвестиций из стран Восточной Азии,
млн долл. США**

Страна / регион	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Среднее за период
Гонконг	40 008	56 970	1393	4097	49 785	8294	125 254	41 989	40 974
Япония	210 587	144 768	-168 446	32 210	-274 652	-40 342	132 434	274 518	38 884
Республика Корея	-51 188	-42 365	-13 143	-6748	9345	30 609	49 530	66 334	5297
Сингапур	27 152	29 435	10 005	78 794	63 592	48 237	54 413	20 719	41 543
Китай	-27 087	-24 038	-19 639	-47 779	-52 891	-82 429	66 470	62 183	-15 651
Индонезия	-10 336	-13 202	-3806	-9908	-10 873	-26 067	-16 183	-18 995	-13 671
Малайзия	291	-14 994	-8678	-20 681	814	11 883	7226	3634	-2563
Филиппины	-2054	-4890	-3663	-3205	-1001	2708	5471	1425	-651
Таиланд	429	-4870	-6163	-3398	4766	12 013	16 508	2798	2760
Вьетнам	71	-2370	-1412	-1286	-1466	-93	65	-228	-840
Восточная Азия	187 873	124 443	-213 553	22 097	-212 581	-35 187	441 188	454 375	96 082

Источник: рассчитано автором по: World..., 2018.

Чистый экспорт портфельных инвестиций из Японии, Республики Корея и Таиланда был преимущественно положительным и составил в среднем за рассматриваемый период 38,9 млрд долл. США, 5,3 млрд долл. США и 2,8 млрд долл. США соответственно (см. *табл. 3*).

Наконец, чистый экспорт портфельных инвестиций из Китая, Малайзии, Филиппин и Вьетнама был преимущественно отрицательным, а из Индонезии – отрицательным в течение всего периода 2009–2016 гг. Так, в среднем за исследуемый период в экономику Китая было привлечено 15,7 млрд долл. США портфельных инвестиций, Индонезии – 13,7 млрд долл. США, Малайзии – 2,6 млрд долл. США, Вьетнама – 0,8 млрд долл. США и Филиппин – 0,7 млрд долл. США (см. *табл. 3*).

ВЗАИМОСВЯЗЬ МЕР ВАЛЮТНОЙ ПОЛИТИКИ И ПОТОКОВ ПОРТФЕЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

Для исследования функциональной зависимости чистого экспорта портфельных инвестиций от динамики курсов национальных валют стран Восточной Азии будет использована вышеназванная концепция Манделла – Флеминга, а именно два варианта уравнения регрессии, отличающиеся одним аргументом – er :

$$nke_{it} = \beta_0 + \beta_1 gdp_{it} + \beta_2 er_{it} + \beta_3 k_akt_{it} + \beta_4 k_ob_{it} + \beta_k dummy_{itk} + u_{it}, \quad (2)$$

$$nke_{it} = \beta_0 + \beta_1 gdp_{it} + \beta_2 er_t + \beta_3 k_akt_{it} + \beta_4 k_ob_{it} + \beta_k dummy_{itk} + u_{it}, \quad (3)$$

где nke_{it} – натуральный логарифм чистого экспорта портфельных инвестиций каждой из десяти исследуемых стран Восточной Азии в период t ; gdp_{it} – натуральный логарифм ВВП каждой из десяти исследуемых стран региона в период t ; er_t – натуральный логарифм курса АМЮ к бивалютной корзине, доллару США или евро; er_{it} – натуральный логарифм курса национальной валюты страны i к доллару США или евро в период t ; k_akt_{it} – натуральный логарифм экспорта портфельных инвестиций (активов) каждой исследуемой страны региона в период t ; k_ob_{it} – натуральный логарифм импорта портфельных инвестиций (обязательств) каждой исследуемой страны региона в период t ; $dummy_{itk}$ – фиктивная переменная, $k = 1, \dots, 4$, отражающая отрицательные значения следующих переменных: 1) чистого экспорта портфельных инвестиций каждой из десяти исследуемых стран Восточной Азии в период t ; 2) активов каждой из десяти исследуемых стран Восточной Азии в период t ; 3) обязательств каждой из десяти исследуемых стран Восточной Азии в период t ; и 4) разности процентных ставок между исследуемыми странами региона и США или ЕС в период t ; u_{it} – случайные колебания.

Для регрессионного анализа были использованы панельные данные десяти стран Восточной Азии за период с 2009 по 2016 г. по объемам ВВП, экспорта и импорта портфельных инвестиций (в млн долл. США), процентных ставок, курсы АМЮ¹ к бивалютной корзине (состоящей на 65% из доллара США и на 35% из евро), евро и доллару США, а также номинальные обменные курсы национальных валют стран региона по отношению к доллару США и евро. Информационную базу составили данные UNCTAD Statistics Database и IMF Statistics Database.

Результаты проведенного анализа показывают, что корреляции между колебаниями номинальных курсов национальных валют восточноазиатских стран к доллару США и евро и объемами чистого экспорта портфельных

¹ Для расчетов была использована AMU-cmim, т. е. корзина из 14 азиатских валют: национальных валют стран АСЕАН+3 и Гонконга (AMU-cmim, 2018).

инвестиций не наблюдается (табл. 4). Также в моделях с номинальными курсами национальных валют восточноазиатских стран к доллару США и евро не выявлена корреляция между объемами чистого экспорта портфельных инвестиций и следующими регрессорами: 1) отрицательными значениями в разнице процентных ставок между исследуемыми странами региона и США или ЕС (это объясняется тем, что уровень процентных ставок ниже американских и европейских характерен только для одной страны из десяти рассматриваемых – Гонконга); и 2) отрицательными значениями активов портфельных инвестиций – они наблюдаются в государствах региона лишь эпизодически (см. табл. 1).

Таблица 4

Характеристики регрессионных моделей

Параметр	Курсы национальных валют		Курс АМЮ		
	к доллару США	к евро	к бивалютной корзине	к доллару США	к евро
k_ob	0,18*	0,19*	0,18**	0,20**	0,20*
k_akt	0,34***	0,43***	0,30**	0,28**	0,37***
dummy_1	0,94**	0,88*	1,31***	1,38***	0,87**
dummy_2	не значим	не значим	не значим	не значим	не значим
dummy_3	1,25***	1,11***	1,13***	1,07***	1,20***
dummy_4	не значим	не значим	–0,29*	–0,30**	не значим
gdp	0,43**	0,32**	0,43**	0,41**	не значим
er	не значим	не значим	–5,32**	–5,34***	не значим
cons	–1,71	–1,17	–1,19	–0,47	–0,94
R-sq.	0,69	0,69	0,73	0,74	0,64

Примечание. Уровень значимости: * $\alpha = 0,05$; ** $\alpha = 0,01$; *** $\alpha = 0,001$.

Источник: расчеты автора.

Если рассматривать связь между объемами чистого экспорта портфельных инвестиций и динамикой номинальных курсов национальных валют восточноазиатских стран к бивалютной корзине, доллару США и евро не по отдельности, а в совокупности для региона (используя для этого АМЮ), то результаты моделирования будут совершенно иными. Так, наибольшая корреляция наблюдается между чистым экспортом портфельных инвестиций и динамикой АМЮ к доллару США: при ревальвации АМЮ на 1% чистый экспорт портфельных инвестиций каждой из исследуемых стран региона снижается на 5,34%, а при девальвации – увеличивается на такую же величину (см. табл. 4). Связь между колебаниями курса АМЮ к бивалютной корзине и потоками портфельных инвестиций слабее, чем в случае с динамикой курса АМЮ к доллару США, а корреляции между колебаниями курса АМЮ к евро и объемами чистого экспорта портфельных инвестиций не наблюдается.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Валютные и фондовые рынки стран Восточной Азии существенно отличаются друг от друга по степени развития и уровню «зарегулированности». Наиболее развитые и «объемные» финансовые рынки государств региона (рынки Японии, Сингапура и Гонконга) характеризуются наименьшим количеством применяемых ограничений (2–4 ограничительные меры из 13, выделяемых МВФ). В то время как 8 стран Восточной Азии (Китай, Малайзия, Мьянма, Вьетнам, Филиппины, Индонезия, Лаос и Таиланд) осуществляют контроль практически за всеми операциями по счету движения капитала (11–12 мер). При этом чистый экспорт портфельных инвестиций из стран региона является в основном отрицательным. Исключение составляют Гонконг и Сингапур, для которых данный показатель был положительным в течение всего периода с 2009 по 2016 г.

Несмотря на многочисленные предложения по валютному сотрудничеству и координации валютной политики в регионе, для стран Восточной Азии по-прежнему не характерно единство в вопросе выбора режима валютного курса: они применяют на практике все возможные варианты. Согласно данным МВФ, в 9 странах региона из 14 применялись в том или ином варианте фиксированные валютные курсы, т. е. валютные режимы, основанные на привязке денежных единиц к «якорным валютам» других стран или составным корзинам, включающим несколько валют. Также для стран Восточной Азии характерна частая смена режимов валютного курса: за период 2000–2016 гг. только Бруней, Япония и Республика Корея не меняли режимов валютного курса.

Результаты регрессионного анализа панельных данных показывают, что, несмотря на отсутствие институциональной оболочки скоординированной валютной политики в регионе, *de facto* наблюдается привязка номинальных курсов восточноазиатских валют к доллару США. Между такой валютной политикой, рассматриваемой для региона в целом, а не для каждой страны в отдельности, и чистым экспортом портфельных инвестиций из стран Восточной Азии наблюдается наибольшая взаимосвязь.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

- Арапова Е.Я. Интеграционный потенциал АТЭС // Мировая экономика и международные отношения. 2016. Т. 60. № 1. С. 68–81.
- Валютные войны: мифы и реальность: мат-лы круглого стола / отв. ред. А.А. Масленников // Доклады Института Европы. № 266. М.: Институт Европы РАН; Русский сувенир, 2011. 78 с.
- Головнин М. Теоретические подходы к проведению денежно-кредитной политики в условиях финансовой глобализации // Вопросы экономики. 2009. № 4. С. 42–58.

- Горюнова Н.П., Минакир П.А. Финансовые кризисы на развивающихся рынках / Институт экономических исследований ДВО РАН. М.: Наука, 2006. 215 с.
- Дёмина Я.В. Финансовые рынки стран Восточной Азии: интеграция и конвергенция // Пространственная экономика. 2016. № 3. С. 81–104. DOI: 10.14530/se.2016.3.081-104.
- Некипелов А., Голанд Ю. От замораживания к инвестированию: новые подходы к денежно-кредитной и валютной политике // Вопросы экономики. 2008. № 3. С. 47–55.
- Шишков Ю.В. «Невозможное триединство» в эпоху финансовой глобализации // Мировая экономика и международные отношения. 2012. № 5. С. 3–14.
- AMU-cmim / Research Institute of Economy, Trade and Industry. URL: <https://www.rieti.go.jp/users/amu/en/cmi.html> (дата обращения: апрель 2018).
- Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2016 / International Monetary Fund. October 2016. 90 p.
- Belaisch A., Zanella A. Deepening Financial Ties // Finance and Development. 2006. Vol. 43. No. 2. Pp. 16–19.
- Boughton J.M. On the Origins of the Fleming – Mundell Model / IMF Staff Papers. 2003. Vol. 50. No. 1. Pp. 1–9.
- Calvi R. Assessing Financial Integration: A Comparison between Europe and Asia / European Commission. Economic Papers. 2010. September. No. 423. 46 p.
- Capannelli G. The ASEAN Economy in the Regional Context: Opportunities, Challenges, and Policy Options / ADB. Working Paper Series on Regional Economic Integration. 2014. December. No. 145. Mandaluyong City: Asian Development Bank, 2014. 41 p.
- Chai H.Y., Yoon D.R. The Connections between Financial and Monetary Cooperation in East Asia // Fostering Monetary and Financial Cooperation in East Asia / Edited by D.-K. Chung, B. Eichengreen. World Scientific Publishing Co. Ltd., 2009. Pp. 29–50.
- Devereux M.B., Engel C. Monetary Policy in the Open Economy Revisited: Price Setting and Exchange Rate Flexibility / NBER Working Paper. April 2000. No. 7665. 45 p.
- Fleming M.J. Domestic Financial Policies under Fixed and Floating Exchange Rates / International Monetary Fund. Staff Papers. 1962. November. Vol. 9. Pp. 369–379.
- Floden M. The Open Economy Revisited: The Mundell – Fleming Model and the Exchange-Rate Regime / Stockholm School of Economics. 2010. January. 25 p. URL: http://www2.hhs.se/personal/floden/files/floden_chapter12.pdf (дата обращения: март 2018).
- Hernandez L., Montiel P.J. Post-Crisis Exchange Rate Policy in Five Asian Countries: Filling in the ‘Hollow Middle’? / Paper Prepared for the High Level Seminar ‘Exchange Rate Regimes: Hard Peg or Free Floating’, Organized by the IMF Institute. Washington DC, March 19–20, 2001. 50 p.
- Hong B.J. Financial Integration and Cooperation in East Asia: Assessment of Recent Developments and Their Implications / IMES. Discussion Paper Series 2011-E-5. Tokyo, 2011. 96 p.
- Krugman P. Currency Regimes, Capital Flows and Crises // IMF Economic Review. 2014. Vol. 62. No. 4. Pp. 470–493. DOI:10.1057/imfer.2014.9.
- Mundell R.A. Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates // Canadian Journal of Economic and Political Science. 1963. No. 29. Pp. 475–485. DOI: 10.2307/139336.
- Myanmar: Recent Economic Developments / IMF Staff Country Report. November 1999. No. 99/134. 82 p.
- Niehans J. Monetary and Fiscal Policies in Open Economies under Fixed Exchange Rates: An Optimizing Approach // Journal of Political Economy. 1986. Pp. 893–920.
- Obstfeld M. International Macroeconomics: Beyond the Mundell – Fleming Model / International Monetary Fund. Staff Papers. 2001. Vol. 47. Special Issue. 39 p.

- Obstfeld M., Rogoff K.* The Mirage of Fixed Exchange Rates / NBER Working Paper. July 1995. No. 5191. 45 p.
- Opportunities and Obstacles for Enhanced Economic Cooperation. Report on East Asian Integration / Edited by H. Dieter. Notre Europe. Studies and Research. 2006. January. No. 47. 149 p.
- Park C.Y.* Asian Capital Market Integration: Theory and Evidence // Asian Capital Market Development and Integration: Challenges and Opportunities. New Delhi: Oxford University Press, 2014. Pp. 251–285.
- Park C.Y., Lee J.W.* Financial Integration in Emerging Asia: Challenges and Prospects / ADB. Working Paper Series on Regional Economic Integration. 2011. May. No. 79. 48 p.
- Park Y.C., Wyplosz Ch.* Monetary and Financial Integration in East Asia: The Relevance of European Experience / European Commission. Economic Papers. 2008. September. No. 329. 148 p.
- Patnaik I., Shah A., Sethy A., Balasubramaniam V.* The Exchange Rate Regime in Asia: From Crisis To Crisis // International Review of Economics and Finance. 2011. No. 20. Pp. 32–43.
- Sarantis N.* The Mundell – Fleming Model with Perfect Capital Mobility and Oligopolistic Pricing // Journal of Post Keynesian Economics. 1986. Vol. 9. No. 1. Pp. 138–148.
- Urata Sh.* Globalization and Regional Economic Integration in East Asia // Regional Integration in East Asia: Theoretical and Historical Perspectives / Edited by S. Amako et al. United Nations University Press, 2013. Pp. 131–166.
- Volz U.* Prospects for Monetary Cooperation and Integration in East Asia. Cambridge, MA: MIT Press, 2010. 338 p.
- World and Regional Tables: Balance of Payments and International Investment Position by Indicator (BPM6) / IMF. URL: <http://data.imf.org/regular.aspx?key=60961513> (дата обращения: апрель 2018).

THE EFFECT OF CURRENCY POLICY ON PORTFOLIO INVESTMENTS IN EAST ASIA COUNTRIES

Ya.V. Dyomina

Yana Valeryevna Dyomina – Candidate of Economics, Research Fellow. Economic Research Institute FEB RAS, 153 Tikhoookeanskaya Street, Khabarovsk, Russia, 680042. E-mail: yandemi@yandex.com.
ORCID: 0000-0001-5208-7273

Abstract. Currency and stock markets of East Asia significantly differ from one another in levels of development and regulation. The markets of Japan, Singapore and Hong Kong (the most developed and ‘volumetric’) are defined by the least number of restrictions applies (2–4 out of 13 defined by the IMF). At the same time, 8 countries of East Asia (China, Malaysia, Myanmar, Vietnam, the Philippines, Indonesia, Laos and Thailand) control almost all capital-moving operations (11–12 restrictions). Despite many offers of monetary cooperation and coordination of currency policy, countries of East Asia do not have a solidarity in choosing the regime of exchange rate. According to the IMF, 9 countries out of 14 use fixed exchange rates. The East Asia countries are also characterized by frequent shifts in exchange-rate regimes: in 2000–2016 only Brunei, Japan and the Republic of

Korea did not change a regime. The results of regression analysis of panel data show that, despite the lack of institutional framework of coordinated monetary policy in the region, there is an actual binding of nominal rates of East Asian currencies to US dollar. There is a strong relation between such monetary policy in the region as a whole, and not every country separately, and net export of portfolio investments out of East Asia countries.

Keywords: Portfolio investments, balance of payments, monetary policy, currency exchange rate, currency integration, Mundell-Fleming model, ASEAN, ASEAN+3, East Asia

REFERENCES

- Arapova E.Ya. Integration Potential of Free Trade Area of the Asia-Pacific. *Mirovaya Ekonomika i Mezhdunarodnye Otnosheniya = World Economy and International Relations*, 2016, vol. 60, no. 1, pp. 68–81. (In Russian).
- Currency Wars: Myths and Reality: Materials of the Round Table. Edited by A.A. Maslennikov. *Doklady Instituta Evropy = IE Reports*, no. 266. Moscow: Institute of Europe, Russian Academy of Sciences, 2011, 78 p. (In Russian).
- Golovnin M. Theoretical Approaches to Monetary Policy Implementation in the Globalized Economy. *Voprosy Ekonomiki [Economic Issues]*, 2009, no. 4, pp. 42–58. (In Russian).
- Goryunova N.P., Minakir P.A. *Financial Crises in Emerging Markets*. Economic Research Institute FEB RAS. Moscow, 2006, 215 p. (In Russian).
- Dyomina Ya.V. East Asian Capital Markets: Integration and Convergence. *Prostranstvennaya Ekonomika = Spatial Economics*, 2016, no. 3, pp. 81–104. DOI: 10.14530/se.2016.3.081-104. (In Russian).
- Nekipelov A., Goland Yu. From Freezing to Investing: New Approaches to Monetary and Currency Policies. *Voprosy Ekonomiki [Economic Issues]*, 2008, no. 3, pp. 47–55. (In Russian).
- Shishkov Yu.V. ‘Impossible Trinity’ in Era of Financial Globalization. *Mirovaya Ekonomika i Mezhdunarodnye Otnosheniya = World Economy and International Relations*, 2012, no. 5, pp. 3–14. (In Russian).
- AMU-cmim. Research Institute of Economy, Trade and Industry. Available at: <https://www.rieti.go.jp/users/amu/en/cmi.html> (accessed April 2018).
- Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2016*. International Monetary Fund, October 2016, 90 p.
- Belaisch A., Zanello A. Deepening Financial Ties. *Finance and Development*, 2006, vol. 43, no. 2, pp. 16–19.
- Boughton J.M. *On the Origins of the Fleming – Mundell Model*. IMF Staff Papers, 2003, vol. 50, no. 1, pp. 1–9.
- Calvi R. *Assessing Financial Integration: A Comparison between Europe and Asia*. European Commission. Economic Papers, 2010, September, no. 423, 46 p.
- Capannelli G. *The ASEAN Economy in the Regional Context: Opportunities, Challenges, and Policy Options*. ADB. Working Paper Series on Regional Economic Integration, 2014, December, no. 145. Mandaluyong City: Asian Development Bank, 2014, 41 p.
- Chai H.Y., Yoon D.R. The Connections between Financial and Monetary Cooperation in East Asia. *Fostering Monetary and Financial Cooperation in East Asia*. Edited by D.-K. Chung, B. Eichengreen. World Scientific Publishing Co. Ltd., 2009, pp. 29–50.
- Devereux M.B., Engel C. *Monetary Policy in the Open Economy Revisited: Price Setting and Exchange Rate Flexibility*. NBER Working Paper, April 2000, no. 7665, 45 p.
- Fleming M.J. *Domestic Financial Policies under Fixed and Floating Exchange Rates*. International Monetary Fund. Staff Papers, 1962, November, vol. 9, pp. 369–379.

- Floden M. *The Open Economy Revisited: The Mundell – Fleming Model and the Exchange-Rate Regime*. Stockholm School of Economics, 2010, January, 25 p. Available at: http://www2.hhs.se/personal/floden/files/floden_chapter12.pdf (accessed March 2018).
- Hernandez L., Montiel P.J. *Post-Crisis Exchange Rate Policy in Five Asian Countries: Filling in the 'Hollow Middle'?* Paper Prepared for the High Level Seminar 'Exchange Rate Regimes: Hard Peg or Free Floating', Organized by the IMF Institute. Washington DC, March 19–20, 2001, 50 p.
- Hong B.J. Financial Integration and Cooperation in East Asia: Assessment of Recent Developments and Their Implications. *IMES. Discussion Paper Series 2011-E-5*, Tokyo, 2011, 96 p.
- Krugman P. Currency Regimes, Capital Flows and Crises. *IMF Economic Review*, 2014, vol. 62, no. 4, pp. 470–493. DOI:10.1057/imfer.2014.9.
- Mundell R.A. Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. *Canadian Journal of Economic and Political Science*, 1963, no. 29, pp. 475–485. DOI: 10.2307/139336.
- Myanmar: Recent Economic Developments. *IMF Staff Country Report*, November 1999, no. 99/134, 82 p.
- Niehans J. Monetary and Fiscal Policies in Open Economies under Fixed Exchange Rates: An Optimizing Approach. *Journal of Political Economy*, 1986, pp. 893–920.
- Obstfeld M. International Macroeconomics: Beyond the Mundell – Fleming Model. *International Monetary Fund. Staff Papers*, 2001, vol. 47, Special Issue, 39 p.
- Obstfeld M., Rogoff K. The Mirage of Fixed Exchange Rates. *NBER Working Paper*, July 1995, no. 5191, 45 p.
- Opportunities and Obstacles for Enhanced Economic Cooperation. Report on East Asian Integration. Edited by H. Dieter. *Notre Europe. Studies and Research*, 2006, January, no. 47, 149 p.
- Park C.Y. Asian Capital Market Integration: Theory and Evidence. *Asian Capital Market Development and Integration: Challenges and Opportunities*. New Delhi: Oxford University Press, 2014, pp. 251–285.
- Park C.Y., Lee J.W. Financial Integration in Emerging Asia: Challenges and Prospects. *ADB. Working Paper Series on Regional Economic Integration*, 2011, May, no. 79, 48 p.
- Park Y.C., Wyplosz Ch. Monetary and Financial Integration in East Asia: The Relevance of European Experience. *European Commission. Economic Papers*, 2008, September, no. 329, 148 p.
- Patnaik I., Shah A., Sethy A., Balasubramaniam V. The Exchange Rate Regime in Asia: From Crisis To Crisis. *International Review of Economics and Finance*, 2011, no. 20, pp. 32–43.
- Sarantis N. The Mundell – Fleming Model with Perfect Capital Mobility and Oligopolistic Pricing. *Journal of Post Keynesian Economics*, 1986, vol. 9, no. 1, pp. 138–148.
- Urata Sh. Globalization and Regional Economic Integration in East Asia. *Regional Integration in East Asia: Theoretical and Historical Perspectives*. Edited by S. Amako et al. United Nations University Press, 2013, pp. 131–166.
- Volz U. *Prospects for Monetary Cooperation and Integration in East Asia*. Cambridge, MA: MIT Press, 2010, 338 p.
- World and Regional Tables: Balance of Payments and International Investment Position by Indicator (BPM6)*. IMF. Available at: <http://data.imf.org/regular.aspx?key=60961513> (accessed April 2018).