

УДК 336.14

## Состояние и перспективы использования китайского юаня в валютной структуре Фонда национального благосостояния



**Кочетков Н.Д.**

Стажер-исследователь Института исследований социально-экономических трансформаций и финансовой политики Финансового университета при Правительстве РФ (Москва)

*Высокий уровень санкционного давления, экономическая фрагментация и перестройка мирохозяйственных связей вынуждают менять стратегию инвестирования и выбор финансовых активов государственных суверенных фондов для решения приоритетных задач.*

*Цель исследования – оценить целесообразность увеличения доли китайского юаня в валютной структуре Фонда национального благосостояния (ФНБ) с учетом тенденций юанизации международных расчетов, перспектив российско-китайских экономических отношений, международного опыта управления ликвидными активами суверенных фондов. В исследовании рассмотрены факторы интеграции китайского юаня в международную валютную систему, потенциал использования в международных расчётах и в рамках экономического сотрудничества России и Китая, стран БРИКС и ШОС.*

*На основе проведенной оценки динамики и влияния валютной структуры ФНБ на переоценку его активов, представлены рекомендации о возможности использования китайского юаня в целях формирования ФНБ в среднесрочной перспективе, а также иных валют «дружественных стран». Научная новизна обусловлена комплексной оценкой состояния и перспектив использования китайского юаня в валютной структуре ФНБ в условиях вызовов, стоящих перед российской экономикой. Результаты исследования могут быть практически использованы в разработке стратегии управления ФНБ, а также в дальнейших научных изысканиях по вопросам формирования валютных резервов суверенных фондов.*

*Ключевые слова: китайский юань, суверенные фонды, валютная структура ФНБ, международные расчеты, БРИКС, ШОС*

Формирование в отдельных странах избыточных резервов, обусловленных, как правило, сверхдоходами от природных ресурсов или положительным сальдо торгового баланса, связано с созданием суверенных фондов. В условиях макроэкономической нестабильности, кризисных явлений в экономике активы суверенных фондов имеют стратегическое значение. Простой корректировки механизма формирования суверенных фондов (бюджетного правила) недостаточно, необходима новая стратегия в выборе финансовых активов и инвестирования.

Российский Фонд национального благосостояния (ФНБ) с начала 2023 г. вместе с модификацией и возобновлением «бюджетного правила» в части дополнительных (недополученных) нефтегазовых доходов федерального бюджета изменил нормативную структуру ликвидных активов. Новая структура активов ФНБ представляет пропорцию «до 60 % – китайские юани, до 40 % – безналичное золото», тем самым исключая валюты «недружественных стран» (доллары США, японские иены, фунты стерлингов, евро) [1]. Указанное решение во многом

представляется безальтернативным и обусловленным необходимостью «разворота на Восток», повышением устойчивости национальной экономики. Несмотря на это, сохраняются риски сокращения объема активов ФНБ в краткосрочной перспективе. Вместе с тем ещё в 2021 г. отмечалась необходимость диверсификации валютной структуры ФНБ и снижения зависимости от одной валюты [2].

Целью исследования является оценка целесообразности увеличения доли китайского юаня в структуре валютных резервов ФНБ.

На первом этапе с помощью системного анализа описана эволюция интеграции китайского юаня в международную финансовую систему, представлены факторы, ограничивающие конвертируемость китайского юаня.

На втором этапе проанализированы особенности внешнеполитических и внешнеэкономических отношений между Китаем, Россией, США и другими странами, непосредственно влияющие на формирование финансовых активов.

На третьем этапе оценены структура ФНБ, динамика курса китайского юаня и доллара США, их корреляционная зависимость.

Выбор периода анализа – 2017–2023 гг. – обусловлен логикой выделения основных этапов: до отказа от доллара; между отказом от доллара и отказом от других «недружественных валют»; после отказа от «недружественных валют» и установление новой нормативной структуры ликвидных активов ФНБ.

На четвёртом этапе на основе полученных в исследовании результатов, экспертных оценок и декомпозиции международного опыта разработаны авторские рекомендации о возможности использования китайского юаня в целях формирования ФНБ в среднесрочной перспективе.

Источниками данных для расчётов послужили международные официальные источники информации о суверенных фондах, официальные статистические данные Минфина России, а также данные Банка России.

По прогнозам Всемирного банка и МВФ, к 2024 г. четыре из пяти крупнейших экономик мира будут азиатскими: Китай, Индия, Япония и Индонезия, что придаст дополнительный импульс интереса инвесторов к китайскому рынку по мере восстановления экономического роста после ковидных ограничений [3; 4]. В 2023 г. юань вошёл в пятёрку самых используемых в международных расчётах валют, с долей 2,2 % [5].

На интеграцию китайского юаня в международную валютную систему повлияло несколько факторов. Во-первых, глобальный экономический кризис 2008–2009 гг., одним из последствий которого являлось снижение доверия к

надёжности доллароцентричной международной финансовой системы. Во-вторых, рост масштабов китайской экономики, которая по объёму ВВП по паритету покупательной способности превышает показатели США как крупнейшей экономики и показывает более высокие темпы роста ВВП [6]. Эксперты МВФ прогнозировали, что в 2023 г. китайская экономика вырастет на 5,4 %, что отражает восстановление после COVID. Но ожидается, что в 2024 г. рост замедлится до 4,6 % (рис. 1).

В-третьих, расширение торговых отношений со странами Африки и Ближнего Востока. Так, Саудовская Аравия планирует полностью перейти на расчёты в юанях в торговле с Китаем. Это подтверждается выводами МВФ о сокращении центральными банками многих стран доли доллара в пользу юаня на двадцатилетнем горизонте [7].

В-четвертых, важная роль в распространении влияния юаня в международных расчётах принадлежит таким интеграционным объединениям как ШОС и БРИКС, которые осуществляют политику перевода взаимный расчётов в национальную валюту стран-участниц [8].

Странами группы ШОС были заключены двусторонние соглашения о валютном свопе с Китаем в 2011–2020 гг. и разработана «дорожная карта» по расширению торговли в местных валютах в 2022 г. По мнению экспертов Евразийского фонда стабилизации и развития, члены и наблюдатели ШОС могут быть первыми, кто предпримет шаги по диверсификации резервов, сокращению в них доллара и внедрению новых инструментов накопления [9].

Объединение БРИКС имеет высокий потенциал к расширению и потребность в создании новой альтернативной доллару денежной единицы. Присоединение новых стран (БРИКС+) способно сделать этот союз не только лидером на рынке сырьевых ресурсов, но и в финансово-экономических расчетах. На сегодняшний день в БРИКС консенсус достигнут на наращивании расчётов в национальных валютах, где доминирующую роль играет китайский юань, так как именно с Китаем связаны наибольшие потоки международных финансово-торговых операций в рамках объединения [10].

В-пятых, несмотря на низкий уровень взаимопроникновения прямых инвестиций между Россией

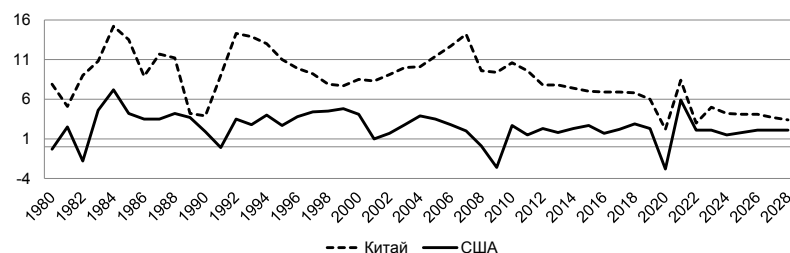


Рис. 1. Реальный рост ВВП Китая и США, %

Источник: составлено автором на основе *World Economic Outlook* [6].

и Китаем, в 2022–2023 гг. заложен фундамент для расширения такого сотрудничества, в том числе в энергетическом секторе, который на протяжении нескольких лет является одним из приоритетов для Китая в части недорогих источников энергоносителей для развития экономики, а для России – в части альтернативного рынка сбыта энергоносителей в условиях санкций. В январе 2023 г. экспорт нефти в Китай достиг рекордного объёма – 2,1 млн баррелей в сутки [11]. Одновременно с этим растёт общий товарооборот: в 2022 г. общий товарооборот России и Китая вырос на 30 % по сравнению с 2021 г., в первом квартале 2023 г. увеличение составило 38,7 % к первому кварталу 2022 года [12]. По итогам 2023 г. товарооборот между странами может превысить 200 млрд долл.

Однако следует учитывать ряд системных особенностей экономического уклада и финансового регулирования, сложившегося в Китае, которые ограничивают использование юаня в международных расчётах и его свободную конвертируемость. Так, на протяжении многих лет с целью поддержки экспорта и привлечения дополнительных инвестиций китайское правительство искусственно занижает курс китайского юаня по отношению к доллару США, по оценкам на 20–25 %, что ограничивает долю юаня [13]. Ряд исследователей считает, что юань не может сравниться с уровнем доверия и надёжности доллара и другим международным резервным валютам в трёх важнейших аспектах: стабильность, ликвидность и безопасность [14].

Выделенные факторы определяют преимущества и недостатки использования юаня в международных расчётах. В числе преимуществ: снижение зависимости от рисков использования доллара и зависимых валют, а также стратегическое партнёрство России и Китая. Недостатками являются низкий уровень влияния России на национальную экономику Китая, жёсткое регулирование китайского юаня со стороны национальных монетарных властей, а также риски, связанные с вектором внешней политики Китая.

Использование любой валюты в формировании ФНБ должно учитывать принцип стабильности, то есть минимальных рисков потерь вложения финансовых ресурсов в течение нескольких лет. Несмотря на отдельные аналитические оценки, определяющие как наиболее стабильные валюты в 2023 г. швейцарский франк, норвежскую крону, сингапурский доллар, а также клас-

сические резервные валюты – доллар США, евро и японскую иену, очевидно, что данный подход требует корректировки с учетом санкционных ограничений и трансформации мирохозяйственных связей.

Для России, кроме юаня, стабильными являются такие валюты как дирхам ОАЭ, турецкая лира, гонконгский доллар, белорусский рубль, казахский тенге, южноафриканский рэнд, армянский драм и узбекский сум, а также египетский фунт (валюты «дружественных» стран). Эксперты называют такие валюты «мягкими» (иначе говоря – «валюты второго эшелона»), так как они не полностью или частично конвертируемы, а также подвержены относительно большим колебаниям из-за экономических и политических факторов [15].

Нормативная валютная структура ФНБ представлена на рисунке 2.

В рассматриваемом периоде Минфин России диверсифицировал валютные активы ФНБ, в связи с чем валютная структура к 2021 г. была значительно расширена. Но, несмотря на положительную курсовую разницу в 2020 г., произошел отказ от доллара в валютной структуре. Вместе с тем диверсифицированная валютная структура ФНБ без доллара в начале 2022 г. не позволила избежать образования отрицательной курсовой разницы в сумме более 4,75 трлн руб. во втором квартале 2022 г.

Результаты переоценки активов ФНБ в иностранной валюте и золоте представлены на рисунке 3.

В 2022 г. были исключены валюты «недружественных» стран в пользу китайского юаня и золота. Использование юаня и золота в конце 2022 г. и 2023 г. позволило зафиксировать значительную положительную курсовую разницу, возникшую в связи с ослаблением курса рубля. Динамика курсов доллара и юаня к рублю представлена на рисунке 4.

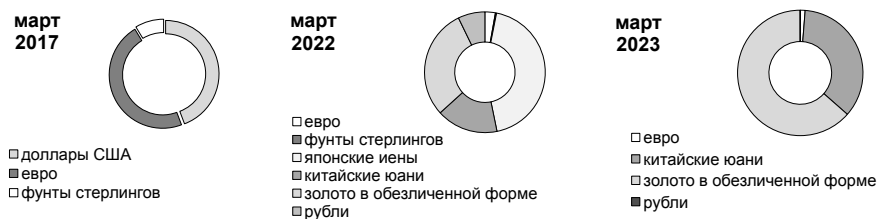


Рис. 2. Валютная структура ФНБ в динамике, %

Источник: составлено автором на основе данных Минфина России [16].

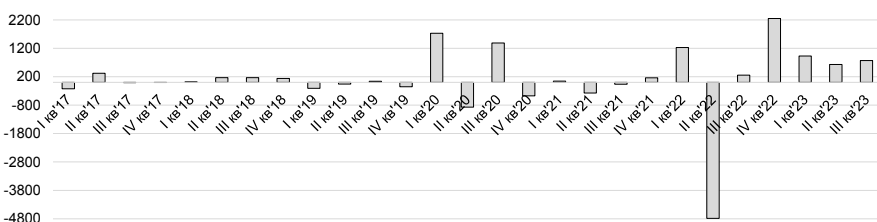


Рис. 3. Курсовая разница от переоценки активов в иностранной валюте и золоте в динамике, млрд руб.

Источник: составлено автором на основе данных Минфина России [16].

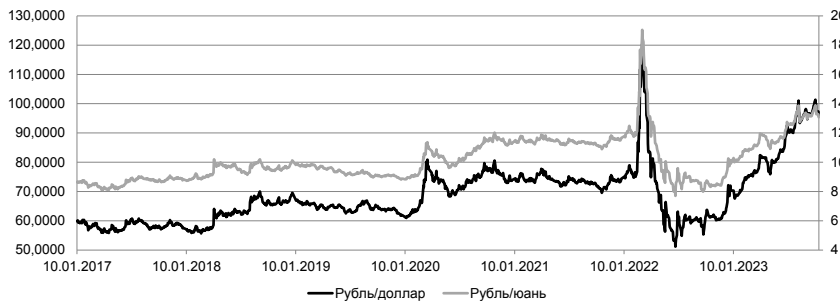


Рис. 4. Динамика курса валют к рублю 2017–2023 гг., руб.

Источник: составлено автором на основе данных Банка России [17].

Данные показывают высокую зависимость курсов иностранных валют друг от друга, в том числе в период кризисных ситуаций, а также устойчивую траекторию их укрепления по отношению к рублю с середины 2022 г., что оказало влияние на переоценку ликвидных активов ФНБ.

Корреляционный анализ показал, что на всём рассматриваемом промежутке времени зависимость курсов составила 95,56 %. При оценке меньших временных интервалов с 2022 г. – 96,18 %, в 2023 г. – 99,47 %.

Обращаясь к международной практике управления суверенными фондами следует отметить, что, как правило, ликвидная часть фондов состоит из акций надёжных компаний, также в портфеле может присутствовать золото. Нормативно установленная валютная структура также встречается в международной практике управления суверенными фондами.

Например, инвестиционный портфель Государственного нефтяного фонда Азербайджана нормативно установлен в пропорциях: 50 % – активы в долларах США, 40 % – в евро, 5 % – фунтах стерлингов, остальные 5 % могут размещаться в активах, выраженных в валютах стран, входящих в группу стран Большой семерки, Европейского валютного союза, в национальных валютах России и Турции, а также стран с высоким кредитным рейтингом [18].

Суверенный фонд Казахстана «Самрук-Казына» размещает свои ликвидные средства, выраженные в финансовых активах, денежных средствах и их эквивалентах преимущественно в долларах США (до 50 %), национальной валюте Казахстана (48 %) и прочих валютах (2 %) [19].

Сингапурский суверенный фонд благосостояния вместе с холдингом «Тамасек» в 2022 г. отдавал предпочтение индийским акциям [3]. На инвестиционные решения повлияли геополитические потрясения, в том числе китайско-тайваньский вопрос, вследствие чего активность операций с китайскими акциями и их стоимость, номинированных в юанях, принадлежащих суверенным инвесторам, значительно снизились.

По итогам 2022 г. только Суверенный фонд Абу-Даби (ADIA) и крупнейший Норвежский суверенный фонд (NBIM) являлись единственными суверенными

инвесторами, владеющими акциями, выраженными в юанях, на сумму более 1 млрд долл. США [3]. Несмотря на это, управляющими ADIA, а также экспертами SWF Global отмечалось, что на региональном уровне Китай, вероятно, станет ключевым объектом внимания в 2023 г.

В настоящий момент происходит активная интеграция китайского юаня в систему международных финансово-экономических отноше-

ний. Особенно это актуально для России с учётом политики «разворота на Восток» и «дружественных» отношений с Китаем. При этом использование юаня имеет ряд ограничений, которые не позволяют в полной мере реализовать его потенциал, в том числе жёсткое государственное регулирование обменного курса и, как следствие, его ограниченная валютная конвертируемость.

Несмотря на мнение экспертов о том, что динамика курса китайского юаня постепенно избавляется от влияния динамики доллара, в краткосрочном ретроспективном периоде (с 2017 по 2023 гг.) для российского рубля наблюдается практически идентичная зависимость от указанных валют. Постепенный рост курса китайского юаня в корреляции с курсом доллара США по отношению к рублю создаёт предпосылки для формирования доверия к стабильности китайского юаня по отношению к доллару США. Вместе с тем следует учитывать оценки аналитиков, которые считают китайский юань лучшей из «дружественных» валют.

Валютная структура ФНБ является важным компонентом изменения совокупной стоимости его активов. Проведенный анализ показал, что формирование ФНБ в диверсифицированной плоскости на основе общепризнанных стабильных валют не позволило избежать больших потерь в период макроэкономической турбулентности. Что отражает обоснованность решения о формировании ликвидной части ФНБ в китайском юане.

При формировании и использовании валютных активов ФНБ необходимо руководствоваться, в том числе сложившимся механизмом аккумуляции финансовых ресурсов, который будет нацелен на структурную трансформацию российской экономики и увеличение её финансового потенциала. Создание условий поддержания и укрепления финансовой устойчивости ФНБ является одним из приоритетных направлений деятельности по управлению суверенными активами государства. В связи с этим следует совершенствовать подходы в рамках динамично меняющегося состояния внешнеполитических и внешнеэкономических условий.

Вместе с тем следует учитывать международный опыт и существенно диверсифицировать ликвид-

ную структуру ФНБ, в том числе посредством инвестирования активов в невалютные финансовые инструменты, такие как акции устойчивых компаний «дружественных» государств.

Указанные вопросы особенно актуальны, когда США и его союзники заявляют о возможности конфискации суверенных активов Банка России в своих юрисдикциях после их заморозки в 2022 г. [20], что имеет непредсказуемые юридические и экономические последствия, снижая доверие к резервным валютам развитых стран.

В этих условиях можно ожидать изменения инвестиционных стратегий суверенных фондов в пользу накопления золота и активов в нетрадиционных резервных валютах, включая юань, возможно, стейблкоинов, и использования ресурсов суверенных фондов во внутренних инвестиционных целях.

Китайский юань в рамках формирования ликвидной части ФНБ в действительности является наиболее привлекательной валютой для России. Однако, с учётом ограничений и рисков слабой диверсификации валютной структуры, целесообразным было бы рассмотреть возможность выделения отдельного норматива для таких валют как дирхам ОАЭ, гонконгский доллар, египетский фунт, а также валюты стран СНГ и высоколиквидные акции устойчивых компаний указанных государств, что также позволило бы способствовать укреплению «дружественных» отношений со странами, чьи валюты вызвали бы дополнительное внимание в рамках инвестирования средств ФНБ и нарастить влияние российского финансового рынка, интегрировав его в международный «дружественный» финансовый рынок в противопоставление «недружественному».

При этом доля указанных валют может быть представлена в рамках норматива «до 10 %» (экспертная оценка), так как их применение будет экспериментальным и не должно создать дополнительных рисков финансовой устойчивости ФНБ. Одновременно «иные валюты» могут быть динамичны в рамках определённого норматива, то есть квота каждой «иной» валюты не обязательна к чёткому закреплению, что создаст возможность оперативного манёвра в динамично меняющихся условиях.

Дополнительно, опираясь на передовой международный опыт управления суверенными фондами, следует указать на рекомендацию по разработке стратегии управления ФНБ в целом и ликвидными активами – в частности, которая, в том числе, должна включать комплексный анализ внутренних и внешних условий функционирования фонда, а также содержать «встроенные» контрциклические механизмы, защищающие от резких курсовых колебаний.

**Научный руководитель:** Демидова С.Е. – кандидат экономических наук, доцент Департамента общественных финансов Финансового факультета Финансового университета при Правительстве Российской Федерации.

### Литература:

1. О новой нормативной структуре средств Фонда национального благосостояния в иностранной валюте и золоте // Минфин России. – URL: [https://minfin.gov.ru/ru/press-center?id\\_4=38327](https://minfin.gov.ru/ru/press-center?id_4=38327) (дата обращения: 20.05.2023).
2. Деньги – дело наживное: из чего теперь будет состоять ФНБ // Известия. – URL: <https://iz.ru/1449101/sofia-smirnova/dengi-delonazhivnoe-iz-chego-teper-budet-sostoiat-fnb> (дата обращения: 20.05.2023).
3. Годовой отчет Global SWF за 2023 год. – URL: <https://globalswf.com/reports/2023annual> (дата обращения: 21.10.2023).
4. Вложения ADIA. – URL: <https://www.adia.ae/en/pr/2022/equities.html> (дата обращения: 21.10.2023).
5. Доля юаня в международных расчетах увеличилась в феврале до 2,19%. – URL: <https://tass.ru/ekonomika/17349639> (дата обращения: 20.05.2023).
6. International Monetary Fund. World Economic Outlook. – URL: <https://www.imf.org/en/Search#q=GDP%20China%20USA&sort=relevancy> (дата обращения: 23.12.2023).
7. With the US dollar's dominance in question, here's how China's yuan could become a global reserve currency – and why it wouldn't be all bad. – URL: <https://markets.businessinsider.com/news/currencies/dollar-vs-yuan-china-currency-global-reserves-central-banks-russia-2022-3> (дата обращения: 20.05.2023).
8. Кочетков Н.Д. Проблемы и противоречия в БРИКС. Чем выгодна организация для России // Научные записки молодых исследователей. – 2019. – № 3. – С. 83–89.
9. Vinokurov E.Y., Grichik M.V., Tsukarev T.V. New approaches to international reserves: The lack of credibility in reserve currencies // Russian Journal of Economics. – 2022. – № 8(4). – P. 315–332.
10. Расширение БРИКС и единая валюта: как это может изменить мировую экономику. – URL: <https://tass.ru/ekonomika/18684589> (дата обращения: 21.10.2023).

11. Экспорт нефти и нефтепродуктов из России приблизился к историческому максимуму. – URL: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2023/02/15/963134-eksport-priblizilsya-maksimumu> (дата обращения: 20.05.2023).
12. Товарооборот Китая и России вырос на 38,7 % за первый квартал. – URL: <https://www.kommersant.ru/doc/5927990> (дата обращения: 20.05.2023).
13. Кондратов Д.И. Проблемы интернационализации китайского юаня // Экономика. Налоги. Право. – 2021. – № 14(5). С. 74–88.
14. Клименко А.С., Соколова В.О., Лавренченко С.С. Анализ валютного рынка: тенденции развития китайского юаня // Modern science. – 2022. – № 5-3. – С. 56–60.
15. Эксперты назвали лучшие из дружественных валют. – URL: <https://www.vedomosti.ru/investments/articles/2022/10/07/944300-nazvali-luchshie-iz-druzhestvennih-valyut> (дата обращения: 20.05.2023).
16. Данные о движении средств и результатах управления средствами Фонда национального благосостояния. – URL: [https://minfin.gov.ru/document?id\\_4=93488-dannye\\_o\\_dvizhenii\\_sredstv\\_i\\_rezultatakh\\_upravleniya\\_sredstvami\\_fonda\\_natsionalnogo\\_blagosostoyaniya](https://minfin.gov.ru/document?id_4=93488-dannye_o_dvizhenii_sredstv_i_rezultatakh_upravleniya_sredstvami_fonda_natsionalnogo_blagosostoyaniya) (дата обращения: 12.05.2023).
17. Динамика официального курса заданной валюты. – URL: [http://cbr.ru/currency\\_base/dynamics](http://cbr.ru/currency_base/dynamics) (дата обращения: 13.05.2023).
18. Государственный нефтяной фонд Республики Азербайджан. – URL: <https://azerbaijan.az/ru/related-information/134> (дата обращения: 21.10.2023).
19. Самрук-Казына. – URL: <https://sk.kz/about-fund/?lang=ru> (дата обращение: 21.10.2023).
20. U.S. and Europe Eye Russian Assets to Aid Ukraine as Funding Dries Up (NYT). – URL: <https://www.nytimes.com/2023/12/21/us/politics/russian-assets-ukraine.html> (дата обращения: 23.12.2023).

## **The State and Prospects of Using the Chinese Yuan in the Currency Structure of the National Welfare Fund**

***Kochetkov N.D.***

***Financial University under the Government of the Russian Federation (Moscow)***

*The high level of sanctions pressure, economic fragmentation and the restructuring of global economic relations force us to change the investment strategy and the choice of financial assets of state sovereign funds to solve priority tasks.*

*The purpose of the study is to assess the expediency of increasing the share of the Chinese yuan in the currency structure of the National Welfare Fund, taking into account the trends of the renminbiization of international settlements, the prospects of Russian–Chinese economic relations, and international experience in managing liquid assets of sovereign funds. The study examines the factors of the integration of the Chinese yuan into the international monetary system, the potential for use in international settlements and within the framework of economic cooperation between Russia and China, the BRICS and SCO countries. Based on the assessment of the dynamics and influence of the NWF's currency structure on the revaluation of its assets, recommendations are presented on the possibility of using the Chinese yuan to form the NWF in the medium term, as well as the currencies of "friendly countries". The scientific news led to a comprehensive assessment of the state and prospects of using the Chinese yuan in the foreign exchange transfer of the NWF in the context of the challenges facing the Russian economy. The results of the study can be practically used in the development of the NWF management strategy, as well as in scientific research on the formation of foreign exchange reserves of sovereign funds.*

*Key words: Chinese yuan, sovereign funds, the monetary structure of the NWF, international settlements, BRICS, SCO*

