

# Esseitä Kiinan integroitumisesta maailmantalouteen ja rahoitusmarkkinoihin

Tuuli McCully

Kiina on kasvattanut merkitystään maailmantaloudessa ja kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla viimeisen kahden vuosikymmenen aikana suhteellisen nopean talouskasvun sekä toteuttujen rakenneuudistusten ansiosta. Kiinan rahoitusmarkkinoiden kehitys jatkuu positiivisena tulevina vuosina, ja tämän seurauksena taloussuhteet muun maailman kanssa todennäköisesti syvenevät entisestään. Kiinan valtiotoisen talousrakenteen takia erot Kiinan ja muiden johtavien talouksien välillä ovat huomattavat. Tämän takia Kiinan talouden rooli maailmantaloudessa ja sen merkityksen kasvun seuraukset ovat kiinnostava ja tärkeä aihe sijoittajille, poliittisille päättäjille, sekä akateemiselle tutkimukselle. Väitöskirja täydentää olemassa olevaa tieteellistä kirjallisuutta, joka käsittelee Kiinan integroitumista maailmantalouteen. Tutkimus lähestyy aihetta eri näkökulmista tarkastelemalla rahoitusmarkkinoiden integraatiota, muiden maiden taloudellista Kiina-riippuvuutta sekä Kiinan ja Latinalaisen Amerikan välisiä kauppaa ja investointisuhteita.

Väitöskirja koostuu yhteenvetoluvusta sekä kolmesta yksin toteutetusta osatyöstä. Ensimmäinen osatutkimus keskittyy Kiinan onshore-lainamarkkinoihin ja siihen, mikä ulkomailta tulevien pääomavirtojen määrää ohjaa. Aiheeseen liittyvä kirjallisuus pääomavirtojen ohjajista tyypillisesti ryhmittelee kehittyvät markkinat yhdeksi homogeeniseksi kokonaisuudeksi unohtaen sen tosiasian, että Kiinan talouden erityispiirteiden takia maata ja sen pääomavirtoja tulisi tarkastella erikseen. Osatutkimuksessa tarkastellaan Kiinan joukkovelkakirjamarkkinoiden kehitystä tutkimalla onshore-markkinoiden pääpiirteitä ja tärkeitä viimeaikaisia rakenteellisia muutoksia. Se kuvaa myös ulkomaisten sijoittajien Kiinaan kohdistuvien joukkovelkakirjasijoitusten määrien kehitystä viime vuosien aikana. Vaikka Kiinan joukkovelkakirjamarkkinat ovat jo maailman toiseksi suurimmat Yhdysvaltojen jälkeen, ne ovat edelleen suhteellisen eristäytyneitä, minkä vuoksi ulkomaisten sijoittajien määrä kyseisillä markkinoilla on alhainen. Kiinaan sijoittaminen on kuitenkin

KTT Tuuli McCullyn (tuuli.mccully@gmail.com) kirjoitus perustuu Aalto-yliopiston kauppakorkeakoulussa 2.6.2023 tarkastettuun väitöskirjaan *“Essays on China’s Integration into the Global Economy and Financial Markets”* (Aalto-yliopisto). KTT Tuuli McCully on vanhempi ekonomisti Suomen Pankin nousevien talouksien tutkimuslaitoksessa (BOFIT).

kin vähitellen helpottunut samalla kun Kiinan rahoitusmarkkinat ovat kehittyneet, ja siksi maan joukkovelkakirjamarkkinat ovat houkutteleet puoleensa merkittäviä nettovirtoja. Trendi jatkuu, kun kansainväliset sijoittajat muuttavat salkkujensa maakohtaisia allokaatioita vastaamaan Kiinan osuutta globaaleista joukkovelkakirjamarkkinoista.

Osatutkimuksessa rakennetaan teoreettinen viitekehys pääomavirtojen työntö- ja vetotekijöille. Se toimii lähtökohtana myöhemmälle empiiriselle analyysille koskien tekijöitä, jotka määrittävät Kiinaan suuntautuvia portfoliosijoituksia. Aiheeseen liittyvässä kirjallisuudessa (esim. Koepke, 2018<sup>1</sup>) määritellään työntötekijöiden olevan ulkoisia voimia, kuten Yhdysvaltojen korkotasoa tai sijoittajien riskinottohalu, jotka työntävät sijoituksia kehittyviin markkinoihin. Vetotekijät puolestaan ovat tarkasteltavana olevan kehittyvän talouden kotimaisia attribuutteja, kuten maan talousnäkymät tai sijoitusten tuotto-odotukset. Osatutkimuksen empiirinen analyysi keskittyy sekä staattisiin että ajallisesti vaihteleviin malleihin, jotka perustuvat ”robust least squares” -estimointeihin. Näiden avulla pystytään selittämään erilaisten työntö- ja vetotekijöiden merkitystä Kiinan joukkovelkakirjamarkkinoilla. Vastaavaa Kiinaan keskittyvää tutkimusta ei ole aikaisemmin tehty, vaan olemassa oleva kirjallisuus on tyypillisesti keskittynyt kehittyviin markkinoihin yleisemmällä tasolla.

Tulokset viittaavat Kiinan jatkuvaan joukkovelkakirjamarkkinoiden syvenemiseen ja integroitumiseen muun maailman kanssa. Kiina-

kohtaisilla vetotekijöillä, kuten maan talouden kasvunäkymillä, on edelleen erittäin tärkeä rooli ulkomaisten portfoliosijoitusten houkuttelemisessa maahan, mikä todennäköisesti heijastaa sitä tosiasiaa, että Kiinan onshore-lainamarkkinoilla on edelleen merkittäviä pääomarajoitteita. Samaan aikaan myös globaalit työntötekijät, kuten sijoittajien riskinottohalu ja Yhdysvaltojen korkotasoa, vaikuttavat Kiinan joukkolainavirtoihin; tosin tulokset viittaavat siihen, että niiden merkitys on melko uusi ilmiö. Analyysi osoittaa, että työntö- ja vetotekijöiden merkityksessä on huomattavaa aikavaihtelua. Kansainvälisten sijoittajien riskin karttamisesta sekä Yhdysvaltojen korkotasosta on tullut huomattavasti merkittävämpiä Kiinan joukkovelkakirjoihin suuntautuneiden portfoliovirtojen ohjaajia viimeisen kolmen vuoden aikana. Ajallisesti kahdella tapahtumalla näyttää olevan merkitystä tulosten suhteen: Vuoden 2017 puolivälissä Kiina lanseerasi ns. Northbound Bond Connectin, jonka avulla ulkomaiset sijoittajat voivat helpommin ostaa kiinalaisia onshore-joukkovelkakirjoja Hong Kongin kautta. Lisäksi Kiinan joukkovelkakirjat on sisällytetty tiettyihin globaaleihin indekseihin muutaman viimeisen vuoden aikana. Kiina otti jälleen merkittävän askeleen joukkovelkakirjamarkkinoiden vapauttamiseksi syyskuussa 2021, kun ns. Southbound Bond Connect lanseerattiin. Kyseisen ohjelman avulla kiinalaiset sijoittajat voivat helpommin ostaa ulkomaalaisia joukkovelkakirjoja. Tämän uudistuksen seurauksena globaaleilla työntötekijöillä tulee todennäköisesti olemaan yhä tärkeämpi rooli tulevien vuosien investointipäätöksissä. Näin ollen työ luo perustan tulevalle Kiinaan keskittyvien portfoliovirtojen tutkimukselle.

Väitöskirjan toisessa osatutkimuksessa arvioidaan eri maiden taloudellista riippuvuutta Kiinasta, josta on tullut tärkeä kaupp- ja inves-

<sup>1</sup> Koepke, R. (2018). *What Drives Capital Flows to Emerging Markets? A Survey of the Empirical Literature*. *Journal of Economic Surveys*, 33(2), 516-540. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/joes.12273>.

tointikumppani monelle maalle ympäri maailman. Kiinan merkityksen kasvaessa maailmantaloudessa ja rahoitusmarkkinoilla maan talouden suhdannevaihtelut tulevat todennäköisesti heijastumaan yhä enemmän sen kauppakumppanien talousnäkymissä. Osatutkimuksessa rakennetaan pääkomponenttianalyysiin perustuva työkalu, jonka viisi muuttujaa mittaavat tarkasteltavan maan ja Kiinan välistä kauppasuhdetta eri näkökulmista ja jota näin ollen voidaan käyttää vertaamaan eri maiden ulkomaankauppaan perustuvaa riippuvuutta Kiinan taloudesta. Tuloksena oleva “China Trade Exposure Index” luokittelee maat niiden taloudellisen Kiina-riippuvuuden mukaan. Osatutkimuksessa osoitetaan lisäksi, että China Trade Exposure Index on merkittävä selittäjä tarkasteltavien maiden ja Kiinan talousuhdanteiden korrelaatiolle: maan korkea indeksisijoitus tarkoittaa sen talouskasvun myötäilevän tiukemmin Kiinan talouden suhdanteita. Näin ollen China Trade Exposure Index voi auttaa kansainvälisiä sijoittajia ja poliittisiä päättäjiä analysoimaan mahdollisia Kiinaan liittyviä maariskejä. Pääkomponenttianalyysiin perustuvaa Kiina-riippuvuusindeksiä ei ole aikaisemmin tehty. Valittu menetelmä onkin tässä yhteydessä varsin innovatiivinen, sillä vastaavaa lähestymistapaa käytetään yleisemmin esimerkiksi maa- ja metsätaloustieteissä mittaamaan ilmastonmuutokseen liittyvää haavoittuvuutta.

Tutkimuksen mukaan Kiinan talouden suhdanteille ovat eniten alttiina Malesia, Singapore, Thaimaa, Etelä-Korea ja Chile. Ei ole erityisen yllättävää, että useimmilla Aasian mailla on suuri tai kohtalaisen suuri riippuvuus Kiinan kaupasta, mikä todennäköisesti heijastelee sekä maantieteellistä läheisyyttä että Aasian toimitusketjujen tiukkaa integraatiota. Intia nousee tutkimuksessa esiin Aasian ainoana maana, jol-

la on alhainen taloudellinen riippuvuus Kiinan kaupasta, mikä paljastaa maan talouden olevan enemmän kotimaahan suuntautunut verrattuna Aasian muihin vientiorientoituneihin maihin. Luonnonvarojen vientiin keskittyvät maat Latinalaisessa Amerikassa, Afrikassa ja Tyynellämerellä saavuttavat myös korkeita tai kohtalaisen korkeita indeksisijoituksia, koska Kiina on maailman suurin kyseisten hyödykkeiden kuluttaja ja siten näille maille taloudellisesti hyvin tärkeä.

Väitöskirjan kolmannessa osatutkimuksessa tutkitaan Kiinan ja Latinalaisen Amerikan maiden kahdenvälisten taloussuhteiden piirteitä kattaen muun muassa tavarakaupan, suorat investoinnit ja Kiinan myöntämät lainat. Viimeisten kahden vuosikymmenen aikana Kiinasta on tullut yksi Latinalaisen Amerikan tärkeimmistä kauppakumppaneista ja investointien alkuperämaista. Vaikka tiiviimpi suhde on luonut uusia liiketoimintamahdollisuuksia ja vauhdittanut talouskasvua Latinalaisessa Amerikassa, se on johtanut myös merkittäviin taloudellisiin riippuvuuksiin, joiden kehittymistä on tärkeä seurata tulevina vuosina. Vaikka osatutkimuksen tulokset tarjoavat arvokkaita näkökulmia kaikille Kiinan ja Latinalaisen Amerikan suhteita seuraaville, sen analyysi voidaan laajentaa myös muihin kehittyviin talouksiin, kuten Afrikan maihin.

Osatutkimuksessa kuvataan Kiinan ja Latinalaisen Amerikan välisten taloudellisten suhteiden nykytilaa ja osoitetaan, että suhde on epätasainen sekä taloudellisen tärkeyden puolesta että kaupan ja investointien koostumuksen osalta. Kiina näyttää olevan huomattavasti hallitsevammassa asemassa. Osatutkimuksessa analysoidaan myös Kiinan ja Latinalaisen Amerikan maiden kaupankäynnin intensiteettiä, kaupan komplementaarisuutta ja komparatiivi-

sia etuja sekä kaupankäynnin kilpailudynamiikkaa. Näiden perusteella osatutkimuksessa arvioidaan maiden mahdollisuuksia syventää taloudellisia suhteita Kiinan kanssa. Yksi väitöskirjan tämän osan johtopäätöksistä on, että Latinalaisen Amerikan maita ei voida pitää yhdenmukaisena kokonaisuutena; Latinalaisen Amerikan maiden nykyiset ja mahdolliset tulevat taloussiteet Kiinaan vaihtelevat maiden yksilöllisten ominaisuuksien vuoksi suuresti. Sen vuoksi kollektiivinen alueellinen lähestymistapa kaupankäyntiin ja kauppaneuvotteluihin Kiinan kanssa ei välttämättä ole optimaalinen tapa syventää taloussuhteita jatkossa. Osatutkimuksen analyysi osoittaa kuitenkin, että tiettyjen maiden on mahdollista vahvistaa kahdenvälisiä suhteita Kiinaan edelleen suhteen molempia osapuolia hyödyttävällä tavalla.

Osatutkimuksessa osoitetaan, että Kiinan ja Latinalaisen Amerikan kaupan rakenteet ovat suhteellisen erilaiset, mikä tarkoittaa, että tietyt maat voisivat hyötyä syvemmästä yhteistyöstä. Analyysin pohjalta ei löydy vahvaa näyt-

töä kiinalaisten ja latinalaisamerikkalaisten tuotteiden kilpailemisesta maailmanmarkkinoilla. Latinalaisen Amerikan maiden välillä on kuitenkin merkittäviä eroja. Luonnonvarojen vientiin keskittyneillä mailla, kuten Chilellä, on vahvat kauppasuhteet Kiinaan, mikä on linjassa maan komparatiivisten etujen kanssa. Näissä tuloksissa on huomattavia yhteneväisyyksiä väitöskirjan toisen osatutkimuksen havaintojen kanssa, jotka osoittivat, että Latinalaisen Amerikan hyödykkeiden viejät saavat suhteellisen korkeat pisteet ns. China Trade Exposure Indexissä. Kiinan tulevina vuosina hiipuvan luonnonvarojen kysynnän vuoksi Latinalaisen Amerikan luonnonvaroihin keskittyvien maiden kannattaisikin laajentaa ja diversifioida talouksiensa painopisteitä. Myös Latinalaisen Amerikan teollistuneemmilla mailla on mahdollisuuksia vahvistaa kauppasuhteitaan Kiinaan. Tulokset viittaavat siihen, että erityisesti Meksiko ja Kiina sekä Brasilia ja Kiina pystyisivät hyötymään tiiviimmistä virallisista kauppasuhteista. □