

Мировая экономика

Научная статья
УДК 336.711
doi: 10.17223/19988648/71/17

Влияние современной монетарной политики Народного банка Китая на динамику национального финансового рынка

Светлана Викторовна Бекарева¹, Жэнь Цзе²

^{1, 2} Новосибирский национальный исследовательский государственный университет,

Новосибирск, Россия

¹ s.bekareva@g.nsu.ru

² t.zhen@g.nsu.ru

Аннотация. Современный центральный банк играет важную роль в экономике любой страны, используя свой индивидуальный набор инструментов монетарной политики, который определяется официально выбранным режимом функционирования. Народный банк Китая, в отличие от большинства центральных банков мира, придерживается таргетирования денежной массы как режима денежно-кредитной политики и управляемого режима внутреннего валютного курса. Использование широкого набора инструментов монетарной политики центральным банком КНР, а также гибкого подхода к разработке стратегии влияния на национальный финансовый рынок и реальный сектор экономики позволяет говорить о его эффективной работе. Цель настоящего исследования – выявить степень влияния монетарной политики на динамику различных сегментов финансового рынка Китая. Выбор параметров для анализа произведен на основе акцентов, сделанных в официальных отчетах центрального банка КНР. Источниками данных являются Народный банк Китая, Национальное бюро статистики Китая, а также другие официальные источники. В качестве метода исследования использовано моделирование с помощью векторной авторегрессии и построение импульсных откликов для показателей отдельных сегментов финансового рынка на шоки изменения монетарных инструментов. В результате было получено эмпирическое подтверждение о более сильном влиянии Народного банка Китая на динамику сегментов финансового рынка с использованием инструментов, корректирующих краткосрочные и среднесрочные процентные ставки.

Ключевые слова: монетарная политика, центральный банк, Народный банк Китая, сегменты финансового рынка

Благодарности: материал подготовлен в Лаборатории финансовых исследований, разработки и внедрения современных методов в финансовое образование ЭФ НГУ при финансовой поддержке АО «Альфа-Банк».

Для цитирования: Бекарева С.В., Цзе Ж. Влияние современной монетарной политики Народного банка Китая на динамику национального финансового рынка // Вестник Томского государственного университета. Экономика. 2025. № 71. С. 279–293. doi: 10.17223/19988648/71/17

World economy

Original article

The impact of the People's Bank of China monetary policy on the dynamics of the national financial market

Svetlana V. Bekareva¹, Ren Jie²

^{1, 2} Novosibirsk State University, Novosibirsk, Russian Federation

¹ s.bekareva@g.nsu.ru

² t.zhen@g.nsu.ru

Abstract. The modern central bank plays a crucial role in the economy of any country, utilizing its own set of monetary policy tools, determined by the officially adopted operational framework. The People's Bank of China, unlike most central banks around the world, adheres to a monetary targeting regime and a managed exchange rate regime. The use of a wide range of monetary policy instruments by the People's Bank of China, along with a flexible approach to developing strategies for influencing the national financial market and the real sector of the economy, indicates the effectiveness of its operations. The aim of this study was to determine the extent of the impact of monetary policy on the dynamics of various segments of China's financial market. The selection of parameters for analysis was based on the key points emphasized in the official reports of the People's Bank of China. The data sources were the People's Bank of China, the National Bureau of Statistics of China, and some other official sources. The research method involved modelling with the help of the vector autoregressions and constructing impulse response functions for indicators of individual financial market segments in response to shocks from changes in monetary policy instruments. The results provided empirical evidence of the stronger influence of the People's Bank of China on the dynamics of the financial market using short-term and mid-term interest rates.

Keywords: monetary policy, central bank, People's Bank of China, segments of financial market

Acknowledgements: This material was prepared by the Laboratory of financial research and educational methods development of NSU with the financial support from Alfa-Bank.

For citation: Bekareva S.V. & Ren Jie. (2025) The impact of the People's Bank of China monetary policy on the dynamics of the national financial market. *Vestnik Tomskogo gosudarstvennogo universiteta. Ekonomika – Tomsk State University Journal of Economics*. 71. pp. 279–293. (In Russian). doi: 10.17223/19988648/71/17

Введение

В современной экономике любой страны роль центрального банка значительна. Центральный банк ставит перед собой цели различных уровней, от операционных до стратегических, которые закреплены в его внутренних документах и национальном законодательстве. Достижение этих целей осуществляется путем проведения денежно-кредитной политики (ДКП), в рам-

ках которой возможно использование монетарных инструментов, доступных центральному банку в силу его индивидуальных характеристик и официально установленных рамок. Например, Банк России, декларирующий проведение ДКП в рамках режима таргетирования инфляции, оперирует ключевой ставкой как основным монетарным инструментом, а также придерживается информационной открытости¹.

Народный банк Китая (НБК) имеет в активе большой набор инструментов ДКП². Это и классические монетарные инструменты, такие как проведение операций на открытом рынке, установление норматива обязательного резервирования, применение системы процентных ставок для влияния на кредитную активность, так и «рыночные» инструменты, к которым НБК относит рыночно-ориентированные процентные ставки по депозитным операциям и рыночный механизм установления обменного курса. Также НБК на регулярной основе разрабатывает программы инклузивной помощи финансовому и реальному секторам экономики, использует методы убеждения и активных коммуникаций между центральным банком и системой финансовых посредников.

В научной литературе и аналитических материалах есть достаточно доказательств значимого влияния центрального банка КНР на экономику и финансовый сектор страны. В данной статье мы сфокусировались на исследовании того, какими инструментами монетарной политики и в какой степени Народный банк Китая может влиять на отдельные сегменты национального финансового рынка.

В настоящей работе мы стремились подчеркнуть взвешенный подход монетарных властей КНР к воздействию на финансовый рынок инструментами и методами монетарной политики, отсутствие безусловного следования мировым тенденциям с одновременным поиском уникальных работающих в национальной экономике механизмов. Народный банк Китая отличает высокий уровень самоопределения, возможно, некоторая степень самобытности в использовании ряда инструментов денежно-кредитной политики. Народный банк Китая в рамках реализации ДКП таргетирует объем денежной массы. То есть величина денежного предложения в экономике является целевым индикатором в установленном режиме ДКП.

Цель данной статьи – определение степени воздействия современной денежно-кредитной политики Народного банка Китая на динамику сегментов финансового рынка. Особенностью текущей ДКП НБК является ее трансформация от официально объявленного режима таргетирования денежного предложения к режиму таргетирования инфляции. Этот факт определил выбор параметров ДКП для исследования, характерных для двух указанных режимов.

¹ Цели и принципы денежно-кредитной политики. Банк России. URL: https://www.cbr.ru/dkp/objective_and_principles/

² China Monetary Policy Report Q4 2024, February 13, 2025, URL: <http://www.pbc.gov.cn/en/3688229/3688353/3688356/5188141/5621959/2025051222522191967.pdf>

Изложение материала представлено в следующей логической последовательности. В качестве теоретической базы исследования мы рассматриваем результаты ряда научных статей, описанные в обзоре литературы. В методической части работы объяснен выбор инструментов ДКП Народного банка Китая, применение которых возможно оценить количественно. Также мы делаем акцент на отдельных сегментах финансового рынка, а именно – на рынке межбанковского кредитования, фондовом (рынок акций и рынок государственного долга) и валютном. Результаты исследования отражают анализ степени влияния монетарных инструментов НБК на динамику индикаторов финансового рынка.

Обзор литературы

Политика, проводимая НБК, в целом ощутимо влияет на состояние экономики страны и успешное осуществление внешних взаимодействий. Например, в научной публикации [1], затрагивающей работу НБК, было показано, что наблюдается значимое влияние реальных процентных ставок и реального эффективного валютного курса в КНР в 1992–2017 гг. на динамику ВВП, торгового баланса и прямых иностранных инвестиций. Более того, в конце 2007 – начале 2008 г. в китайской экономике был выявлен структурный сдвиг, после чего влияние НБК усилилось.

В ряде публикаций эмпирически подтверждено, что Народный банк Китая на современном этапе своего развития также имеет возможность эффективно воздействовать на различные сегменты финансового рынка. П.М. Мозиас [2], анализирующий ДКП центрального банка КНР, показал, что в китайской экономике функционируют процентный и кредитный каналы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, что отражает существенное влияние Народного банка Китая на ситуацию как на финансовых рынках, так и в реальной экономике.

Существуют работы [3–5], концентрирующиеся именно на доказательстве того, что НБК в состоянии контролировать процессы, происходящие на фондовом рынке, и позитивно влиять на его развитие. В [5] авторы утверждают, что влияние монетарной политики на фондовый рынок зависит от степени развитости самого рынка. В данной работе показано, что бурное развитие финансового сектора Китая усиливает эффективность монетарной политики, направленной на различные сегменты финансового рынка.

Исследований того, как центральные банки могут влиять на национальные финансовые рынки различных стран мира, в настоящее время становится все больше. Данные работы касаются стран как с развитыми экономическими, так и с формирующимиися рынками. Например, авторы работы [6], анализирующей американский фондовый рынок на данных о доходности и волатильности отраслевых фондовых индексов за период 2012–2021 гг., продемонстрировали, что шоки монетарной политики, связанные с объявлениями решений ФРС, а также с изменением базовой процентной ставки, существенно влияют на состояние фондового рынка. В другом исследовании по данной теме [7] были использованы эффективная ставка по федеральным

фондам как прокси-переменная для инструмента монетарной политики ФРС, а также индекс S&P500 как переменная состояния фондового рынка за период 1982–2022 гг. Авторами было показано, что положительные и негативные шоки монетарной политики приводят к изменениям на фондовом рынке, однако носят разный характер. Еще одна работа [8], посвященная исследованию влияния шоков монетарной политики в США на фондовый рынок, продемонстрировала различия во влиянии информационной политики ФРС на доходность казначейских облигаций с различными сроками погашения.

Особым вниманием исследователей пользуются периоды нестабильности экономического развития. Так, в работе [9] для 23 развивающихся стран было показано, что монетарная политика, подстраивающаяся под условия COVID-19, нацеленная на денежную экспансию, нивелировала негативный эффект на фондовых рынках, сократив потенциальные потери инвесторов. Другая работа [10] доказывает, что факторы монетарной политики явились одними из значимых параметров, повлиявших на фондовый индекс турецкого рынка XU100 в январе 2017 – октябре 2020 г., в период, затронувший пандемию. В статье [11], посвященной развитию фондового рынка Ганы в период с 1990 по 2022 гг., показано, что центральный банк страны влиял на его динамику разнонаправленно, изменяя процентные ставки и денежное предложение. В другом исследовании [12] выявлено влияние монетарной политики на динамику фондового рынка Нигерии в период 1985–2015 гг. В общем показано, что процентная ставка центрального банка может определять уровень инвестиционной активности корпораций, инвестиционной привлекательности финансовых активов, а также объем экспорта и импорта в стране.

Центральные банки влияют и на другие сегменты финансового рынка. Например, на данных американского и европейского финансовых рынков и действий ФРС и ЕЦБ за период 1994–2018 гг. было показано [13], что информационный эффект монетарной политики затрагивает не только аномальные изменения в ценах капитальных активов, но и влияет на курс национальной валюты. В работе [14] на статистических данных ряда развитых экономик мира за период 1971–2019 гг. было продемонстрировано влияние шоков монетарной политики на обменный курс. Например, шоки, вызывающие кратковременный рост nominalных процентных ставок в США, вызывали временное укрепление доллара США по отношению к другим валютам.

Методы и статистическая база

Инструменты монетарной политики Народного банка Китая, действие которых можно оценить количественно, были отобраны на основе анализа ежеквартальных отчетов НБК о денежно-кредитной политике, последний из доступных документов – отчет за четвертый квартал 2024 г.¹ Необходимо отметить большое разнообразие инструментов, которые использует центральный банк Китая, о чем было упомянуто во введении.

¹ China Monetary Policy Report Q4 2024, February 13, 2025, URL: <http://www.pbc.gov.cn/en/3688229/3688353/3688356/5188141/5621959/2025051222522191967.pdf>

К тем инструментам, значение которых Народный банк Китая корректирует в целях контроля за ситуацией с отдельными финансовыми институтами и финансовыми рынками, можно определенно отнести: 1) норматив обязательных резервов, который устанавливается для крупных, средних и малых финансовых учреждений; 2) ставка семидневного обратного РЕПО, которая фактически является ставкой по краткосрочным кредитам НБК, используемым для поддержания уровня ликвидности в банковской системе; 3) целевая базовая процентная ставка, определяемая как ставка коммерческих банков по кредитам для физических и юридических лиц сроком на один год.

Также к параметрам, связанным с денежно-кредитной политикой НБК, мы отнесли два показателя, отслеживаемые центральным банком, которые фактически являются основными целевыми индикаторами в рамках установленного режима ДКП. Это показатель денежной массы М2, который НБК объявил основным таргетом в 1996 г., а также показатель совокупного финансирования реальной экономики, который НБК впервые в своих документах упомянул в 2012 г. Последний показатель позиционируется центральным банком как очень важный параметр для развития национальной экономики, включает в себя кредиты в национальной и иностранной валюте, кредиты под поручительство, банковские акцепты, финансирование через корпоративные долговые ценные бумаги и другие структурные элементы.

Для получения представления о динамике сегментов финансового рынка были выбраны ряд показателей, связанных с рынком межбанковского кредитования, причем в национальной статистике отслеживается как показатель для всего китайского рынка сроком на три месяца, так и показатели кратко- и среднесрочных необеспеченных кредитов на межбанковском рынке Шанхая. Рынок долговых инструментов представлен государственными облигациями сроком на один месяц, один год и 10 лет. Мы рассмотрели композитные индексы Шанхайской и Шеньчженской фондовых бирж, что отражает состояние рынка акций. Валютный рынок характеризует обменный курс национальной валюты к доллару США.

Все показатели, которые мы использовали для эмпирических оценок в данном исследовании, представлены в табл. 1. Первые пять переменных относятся к показателям, связанным с проведением ДКП центральным банком Китая. Следующие 10 переменных характеризуют динамику четырех сегментов финансового рынка Китая.

Статистика по всем показателям была собрана за период с 1 января 2014 г. по 1 января 2025 г. Источники статистики являются частично открытыми, они следующие: официальные сайты Народного банка Китая¹, Национального бюро статистики Китая², статистическая база Федерального резервного банка Сент-Луиса³, российское информационное агентство Cbonds⁴.

¹ The People's Bank of China, URL: <http://www.pbc.gov.cn/en/>

² National Bureau of Statistics of China, URL: <https://www.stats.gov.cn/english/>

³ Federal Reserve Bank of St. Louis, URL: <https://fred.stlouisfed.org/>

⁴ Cbonds, URL: <https://cbonds.ru/>

Таблица 1. Список переменных модели

Обозначение	Показатель	Единицы измерения	Источник данных
M2	Денежная масса в национальном определении	млрд юаней	Народный банк Китая
ARFE	Показатель совокупного финансирования реальной экономики	млрд юаней	Народный банк Китая
revREPO_7	Семидневное обратное РЕПО	проценты	Cbonds
LPR_1Y	Базовая процентная ставка по кредитам сроком один год	проценты	Cbonds
RRR	Норматив обязательного резервирования Народного банка Китая	проценты	Национальное бюро статистики Китая
SHIBOR_1W	Шанхайская ставка по межбанковским кредитам сроком одну неделю	млн рублей	Cbonds
SHIBOR_1M	Шанхайская ставка по межбанковским кредитам сроком один месяц	проценты	Cbonds
SHIBOR_1Y	Шанхайская ставка по межбанковским кредитам сроком один год	проценты	Cbonds
IR_3M	Общекитайская ставка межбанковского кредитования сроком три месяца	проценты	Федеральный резервный банк Сент-Луиса
DEBT_1M	Текущая доходность государственных облигаций Китая на срок один месяц	проценты	Cbonds
DEBT_1Y	Текущая доходность государственных облигаций Китая на срок один год	проценты	Cbonds
DEBT_10Y	Текущая доходность государственных облигаций Китая на срок десять лет	проценты	Cbonds
SSE	Индекс Шанхайской биржи, все акции, торгующиеся на бирже котировальных списков А и В	индекс	Cbonds
SZSE	Индекс Шеньчженской фондовой биржи, 500 ликвидных акций крупнейших компаний на бирже	индекс	Cbonds
USD_RMB	Курс доллара США в национальной валюте, юань да один доллар США	юань	Cbonds

Источник: составлено авторами.

В общем в статистической базе для нашего исследования насчитывается 133 наблюдения для каждого из пятнадцати показателей. Данные были зафиксированы на первое рабочее число каждого месяца. Ежемесячные данные были использованы в силу ограничений по имеющейся статистике для показателей денежной массы и совокупного финансирования реальной экономики. Показатель норматива обязательного резервирования корректируется Народным банком Китая не часто; за рассмотренный одиннадцатилетний период он был изменен 22 раза. Остальные показатели доступны в ежедневном формате.

Методом исследования в нашей работе явилось построение моделей векторной авторегрессии и функций импульсного отклика. В выборе метода исследования мы опирались на ряд работ, которые использовали подобный

подход при анализе влияния монетарной политики на состояние финансовых рынков [2–4, 13–15].

Последовательность методических шагов была следующей:

1. Тестирование временных рядов на стационарность с помощью расширенного теста Дики – Фуллера (Dickey – Fuller test, DF-test).
2. Преобразование временных рядов с помощью взятия первых разностей в случае наличия нестационарности.
3. Выбор глубины оптимального лага с помощью тестов Акаике (Akaike, AIC), Ханнана – Куина (Hannan – Quinn, HQIC) и Шварца (Schwartz, SBIC).
4. Проверка на отсутствие автокорреляции остатков с помощью теста множителей Лагранжа (Lagrange-multiplier test).
5. Проведение теста Грейнджа на определение причинно-следственных связей (Granger causality test).

Для выявления влияния изменения показателей, относящихся к действиям Народного банка Китая, денежной массы и показателя совокупного финансирования реальной экономики, а также инструментов монетарной политики, на показатели динамики сегментов финансового рынка были построены VAR модели. Далее были построены функции импульсных откликов, которые визуально показывают реакцию отдельной переменной на шоковое изменение другой переменной модели.

Табл. 2 является иллюстрацией подготовленной статистики для осуществления эмпирической части исследования.

Таблица 2. Пример статистических данных по отдельным показателям

DATA	M2	revREPO 7	LPR 1Y	RRR	SHIBOR 1W	DEBT 1M	SSE	USD RMB
2014-01-01	1123521,21	4,10	5,73	18,5	5,0936	4,85	2109,39	6,1043
2014-02-01	1131760,83	4,10	5,73	18,5	5,0309	3,97	2044,50	6,1128
...								
2024-12-01	3135322,30	1,50	3,10	8,0	1,6742	1,22	3363,98	7,2407
2025-01-01	3185247,18	1,50	3,10	8,0	1,7664	0,68	3262,56	7,2981

Источник: составлено авторами.

В табл. 2 в качестве примера статистики приведены данные по четырем переменным, связанным с ДКП центрального банка Китая, и четырем переменным, отражающим динамику сегментов финансового рынка. Данные представлены в исходном виде, размерность переменных указана в табл. 1.

В процессе подготовки данных для эконометрического оценивания моделей переменные денежной массы и совокупного финансирования реальной экономики, а также фондовых индексов были преобразованы с помощью логарифмирования с целью снижения размерности. После проверки рядов на стационарность для дальнейших расчетов временные ряды для восьми переменных были модифицированы с помощью взятия первых разностей.

Все эконометрические расчеты для данного исследования были проведены с использованием пакета статистического программного обеспечения *Stata-19*.

Анализ полученных результатов

Расширенный тест Дики-Фуллера проводился для всех рядов данных, а в случае наличия нестационарности, ряды переменных были преобразованы в первые разности. Пример тестирования до и после преобразования представлен в табл. 3 для переменной денежной массы М2.

**Таблица 3. Расширенный тест Дикки – Фуллера
и преобразование для переменной М2**

Тестовая статистика Z(t) до преобразования	p-value для Z(t) до преобразования	Критическое значение теста Дики–Фуллера			Тестовая статистика Z(t) после преобразования	p-value для Z(t) после преобразования
		1%	5%	10%		
-1,063	0,7297	-3,499	-2,888	-2,578	-15.298	0.0000

Источник: расчеты авторов.

Далее согласно методической схеме, изложенной в предыдущем разделе, были проведены расчеты для определения степени влияния изменения показателей, связанных с ДКП, на показатели динамики финансового рынка. Определение лага влияния с помощью информационных критериев продемонстрировано в табл. 4; рассмотрены следующие переменные: денежная масса М2 и Шанхайская ставка по межбанковским кредитам сроком один месяц.

Таблица 4. Выбор глубины лага: влияние М2 на ставку по межбанковским кредитам сроком один месяц

Лаг	AIC	HQIC	SBIC
0	-3,83224	-3,81413	-3,78768
1	5,64368	-5,58936*	-5,50999*
2	-5,61272	-5,52219	-5,3899
3	-5,64553	-5,51879	-5,33359
4	-5,69569*	-5,53273	-5,29462

* Оптимальный лаг.

Источник: расчеты авторов.

В табл. 4 знаком (*) отмечены позиции для глубины лага, из чего следует, что согласно критерию Акаике влияние переменной М2 на ставку по межбанковским кредитам наблюдается с оптимальным лагом в четыре периода, по критериям Ханнана–Куина и Шварца – в один период. В итоге для всех переменных модели были рассмотрены с количеством лагов не более четырех.

Результаты тестирования всех моделей удовлетворительны (для примера выше $R^2 = 0,1883$, $P>\chi^2 = 0,0002$). При проверке моделей на стабильность было подтверждено, что все собственные значения лежат внутри единичной окружности, тест множителей Лагранжа подтвердил отсутствие автокорреляции в остатках.

Проведение теста Грейнджа для выявления причинно-следственной связи для каждой пары переменных дало основание утверждать, что доминирует прямое влияние, однако есть примеры и обратного влияния показателей.

Полученные результаты для всех переменных, оказавшихся значимыми, приведены в табл. 5. Представленные коэффициенты и их значимость отражают степень и характер влияния первой из указанных переменных на вторую с учетом первых четырех лагов. Далее, после оценки взаимовлияния каждой пары переменных, для них были построены функции импульсных откликов.

Таблица 5. Оценки для векторной авторегрессии

Лаг	Коэффициент	p-value	Лаг	Коэффициент	p-value	Лаг	Коэффициент	p-value
M2 → SHIBOR_1W			M2 → SHIBOR_1M			M2 → DEBT_1Y		
1	-0,0031923	0,240	1	-0,0036401*	0,082	1	-0,0061287	0,103
2	0,0023408	0,482	2	0,0064239**	0,014	2	-0,0026134	0,494
3	-0,003823	0,197	3	-0,0044157*	0,078	3	0,0075005**	0,048
4	0,0059207***	0,010	4	0,0019387	0,278	4	-0,0067186*	0,068
ARFE → SHIBOR_1M			ARFE → SSE			ARFE → SZSE		
1	-0,0778701	0,742	1	1,218781	0,428	1	0,9058125	0,441
2	0,0353196	0,901	2	-2,560792	0,230	2	-1,856851	0,244
3	0,2208265	0,401	3	3,68771*	0,086	3	3,756643**	0,020
4	-0,3760021*	0,072	4	-1,48937	0,323	4	-1,817406	0,120
revREPO_7 → SHIBOR_1W			revREPO_7 → SHIBOR_1M			revREPO_7 → SHIBOR_1Y		
1	0,0021432	0,931	1	0,0348878*	0,066	1	0,2516942***	0,000
2	0,0846666***	0,004	2	0,0261231	0,278	2	-0,0934334*	0,084
3	-0,0508862*	0,056	3	-0,0644636***	0,004	3	0,030024	0,584
4	-0,0710934***	0,001	4	-0,0105921	0,539	4	-0,052339	0,275
revREPO_7 → DEBT_1M			revREPO_7 → DEBT_1Y			revREPO_7 → DEBT_10Y		
1	0,0323736	0,244	1	0,0730553**	0,041	1	-0,144239**	0,013
2	0,0486319	0,135	2	0,1266063***	0,000	2	0,2293006***	0,000
3	-0,0576128*	0,073	3	-0,0173978	0,645	3	-0,060661	0,337
4	-0,0431679	0,103	4	-0,0206721	0,555	4	0,0377028	0,546
revREPO_7 → SSE			revREPO_7 → SZSE			LPR_1Y → SHIBOR_1W		
1	-0,348388***	0,003	1	-0,3037703***	0,001	1	0,0634631***	0,000
2	0,0559678	0,733	2	0,1405797	0,279	2	-0,0100452	0,635
3	-0,1354934	0,411	3	-0,0716875	0,583	3	-0,0311604	0,086
4	0,3538644***	0,002	4	0,2054892**	0,029	4	-0,0343509**	0,017
LPR_1Y → SHIBOR_1M			LPR_1Y → SHIBOR_1Y			LPR_1Y → IR_3M		
1	0,0533337***	0,000	1	0,1348494***	0,000	1	0,0153077	0,229
2	-0,0443092***	0,005	2	-0,0638074**	0,049	2	0,010462	0,528
3	0,0015456	0,919	3	0,071004**	0,024	3	-0,0024966	0,879
4	-0,0156821	0,155	4	-0,0625816**	0,032	4	-0,0278695**	0,026
LPR_1Y → DEBT_1M			LPR_1Y → DEBT_1Y			LPR_1Y → DEBT_10Y		
1	0,0613817***	0,000	1	0,0936023***	0,000	1	0,0747037*	0,071
2	-0,0403991**	0,045	2	0,0536369**	0,035	2	0,058525	0,160
3	-0,0238077	0,240	3	-0,0011053	0,966	3	-0,0040941	0,922
4	-0,0060942	0,718	4	0,0152663	0,499	4	0,0125941	0,757

Лаг	Коэффициент	p-value	Лаг	Коэффициент	p-value	Лаг	Коэффициент	p-value
LPR_1Y → SSE			LPR_1Y → USD_RMB			RRR → IR_3M		
1	0,0174219	0,832	1	-0,076849	0,294	1	0,0477371	0,316
2	-0,0189326*	0,095	2	0,1442286*	0,083	2	-0,079742	0,211
3	0,1308205	0,255	3	-0,1581855*	0,059	3	0,1176827*	0,062
4	0,02907	0,715	4	0,0855022	0,251	4	-0,0953969**	0,039
RRR → SHIBOR_1M			RRR → SHIBOR_1Y			RRR → DEBT_10Y		
1	,0045863	0,923	1	0,0732726	0,482	1	0,2909774**	0,047
2	,05032	0,411	2	-0,0379817	0,741	2	0,1481338	0,310
3	,0048996	0,931	3	0,1923567*	0,093	3	-0,1402324	0,338
4	-0,0685516*	0,094	4	-0,1200798	0,247	4	0,2020383	0,164

***, **, * уровень значимости 1%, 5% и 10% соответственно.

Источник: расчеты авторов.

Из пятидесяти протестированных моделей значимая связь между переменными прослеживается в двадцати семи случаях, оценки для которых представлены в табл. 5. На основе полученных результатов можно заключить, что изменение денежной массы оказывает некоторое влияние на ставки по краткосрочным кредитам на межбанковском рынке, а также на доходность среднесрочных государственных долговых инструментов. Показатель совокупного финансирования реальной экономики показал определенную связь с состоянием композитных индексов фондового рынка; Шанхайский и Шеньчженьский фондовые индексы значимо реагируют на его изменение с лагом в три периода.

Норматив обязательных резервов, как один из современных инструментов монетарной политики НБК, не оказывает непосредственного влияния на состояние рассматриваемых сегментов финансового рынка. Получено подтверждение связей для отдельных краткосрочных показателей, для ставок по межбанковскому кредитованию, но в большинстве случаев они близки к незначимым. Отмечена реакция доходности десятилетних государственных ценных бумаг на изменение данного инструмента с лагом в один период.

Также можно отметить, что инструменты ДКП, связанные с процентными ставками Народного банка Китая, а именно семидневная ставка обратного РЕПО и однолетняя базовая ставка по кредитам физическим и юридическим лицам, являются теми показателями, которые продемонстрировали связь со всеми сегментами финансового рынка.

Так как коэффициенты модели векторной авторегрессии сложно интерпретируемые, для демонстрации влияния одной переменной на другую в рамках данного метода прибегают к построению функций импульсного отклика. В качестве примера данных функций на рис. 1 приведены функции импульсных откликов для показателей доходности государственных ценных бумаг сроком на один месяц, один год и 10 лет в ответ на изменение семидневной обратной ставки РЕПО.

В общем, функция импульсного отклика отражает время возвращения переменной на равновесную траекторию после единичного шока, вызванного изменением другой переменной, в моменте, на величину одного стандартного отклонения.

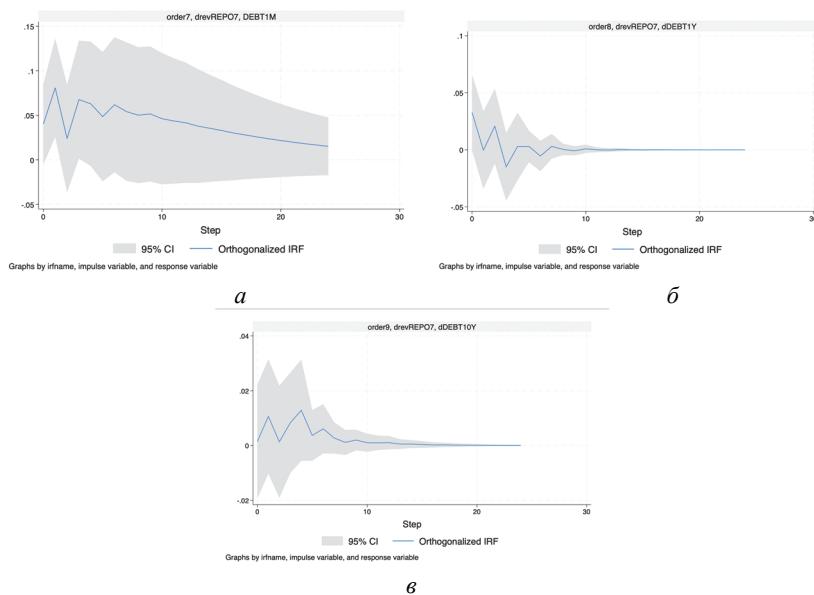


Рис. 1. Функции импульсного отклика как ответ на шок изменения ставки обратного РЕПО для: *a* – доходности государственных облигаций сроком на один месяц; *б* – доходности государственных облигаций сроком на один год; *в* – доходности государственных облигаций сроком на 10 лет.

Источник: расчеты авторов

Наконец, особо можно выделить сегмент внутреннего валютного рынка, на который практически не оказывает влияние ни один из инструментов ДКП или параметров монетарной политики НБК. Только один показатель, базовая ставка по кредитам на один год, показала значимое влияние на обменный курс валюты с лагом в три периода, однако уровень значимости оказался низким.

Заключение

Народный банк Китая как центральный банк страны, ставящий перед собой задачи выполнения роли государственного учреждения, активно содействующего процессу развития реального сектора экономики и финансовых рынков, имеет возможности для реализации этих задач. Как было показано, инструменты монетарной политики, связанные с корректировкой краткосрочных и среднесрочных процентных ставок, влияют на динамику рассмотренных сегментов финансового рынка.

Народный банк Китая, придерживаясь режима таргетирования денежного предложения, делая акцент на контроле показателей финансирования реального сектора экономики, также имеет рычаги воздействия и на финансовый сектор. Это подтверждает факт наличия взаимосвязи между показателями денежной массы и параметрами отдельных сегментов финансового рынка.

Как показали эмпирические оценки настоящей работы, наиболее действенными инструментами влияния на динамику финансового рынка выступают два показателя: семидневная ставка обратного РЕПО и однолетняя базовая ставка по кредитам физическим и юридическим лицам. Данный факт согласуется с текущим подходом НБК к трансформации монетарной политики и акценту на использовании базовых процентных ставок, что было отмечено на финансовом форуме в Шанхае¹.

В настоящее время центральный банк Китая продолжает применять все доступные инструменты монетарной политики, которые показывают глубину его вовлеченности и контроль за ситуацией в реальном секторе экономики и на финансовых рынках. Однако можно также отметить, что прослеживается сдвиг в сторону инструментов, присущих режиму инфляционного таргетирования, а именно – использованию базовых процентных ставок. Данный режим денежно-кредитной политики в настоящее время принят большинством центральных банков стран мира, в том числе и Банком России.

Список источников

1. Бекарева С.В., Мельтенисова Е.Н., Шиховцова Е.А., Сун Юйин. Влияние монетарной политики Народного банка Китая на экономическое развитие страны // Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика. 2019. Т. 35, вып. 2. С. 228–231. doi: 10.21638/spbu05.2019.203.
2. Мозиас П.М. Трансмиссионный механизм денежной политики в Китае // Социальные и гуманистические науки. Отечественная и зарубежная литература. Сер. 9: Востоковедение и африканистика. 2022. № 4. С. 121–148.
3. 邓留保, 陈运华. 货币政策对股票市场的影响—基于 V A R 模型的实证研究. 金陵科技学院学报(社会科学版). 2019. 6. № 33(2). С. 16–20. Любао Д., Юньхуа Ч. Влияние денежно-кредитной политики на фондовый рынок – оценка на основе VAR-моделирования // Журнал Цзилиньского института науки и техники (издание по общественным наукам). 2019. № 33 (2). С. 16–20. (На китайском языке).
4. 李英齐.货币政策对股票市场的影响—基于 VAR 模型的实证分析.财政金融-中国经济导刊. 2019 (7). С. 51–52. Инци Л. Влияние денежно-кредитной политики на фондовый рынок – эмпирический анализ на основе VAR-модели // Бюджетные финансы. Обзор экономики и торговли Китая. 2019. № 7. С. 51–52. (На китайском языке).
5. Xu Y., Ji X., Zhan S., Zhan M. How do the dual effects of financial development change the transmission of monetary policy? – Evidence from China // North American Journal of Economics and Finance. 2023. № 68. P. 101952. doi: 10.1016/j.najef.2023.101952
6. Anghel D.G., Caraiani P. Monetary policy shocks and the high-frequency network connectedness of stock markets // International Review of Economics and Finance. 2024. № 96. P. 103558. doi: 10.1016/j.iref.2024.103558
7. Sharif T., Bouteska A., Abedin M.Z., Cotturone S. An enquiry into the monetary policy and stock market shocks in the US // International Review of Economics and Finance. 2025. № 98. P. 103925. doi: 10.1016/j.iref.2025.103925

¹ China's Current Monetary Policy Stance and Evolution of Monetary Policy Framework in the Future – Keynote Speech by Governor Pan Gongsheng at the 15th Lujiazui Forum, June 19, 2024. URL: <http://www.pbc.gov.cn/en/3688110/3688175/5379439/index.html>

8. Arin K.P., Kaplan S.K., Polyzos E., Spagnolo N. Stock market responses to monetary policy shocks: Firm-level evidence // *Journal of Macroeconomics*. 2025. № 83. P. 103646. doi: 10.1016/j.jmacro.2024.103646
9. Iyke B.N., Maheepala M.M.J.D. Conventional monetary policy, COVID-19, and stock markets in emerging economies // *Pacific-Basin Finance Journal*. 2022. № 76. P. 101883. doi: 10.1016/j.pacfin.2022.101883
10. Kartal M.T., Ertugrul H.M., Ulussever T. The impacts of foreign portfolio flows and monetary policy responses on stock markets by considering COVID-19 pandemic: Evidence from Turkey // *Borsa_Istanbul Review*. 2022. № 22-1. P. 12e19. URL: <http://www.elsevier.com/journals/borsa-istanbul-review/2214-8450>.
11. Cobbinah B.B., Wen Y., Sarpong F.A. Navigating Ghana's economic waters: Exploring the impact of Fiscal and Monetary policies on stock market performance // *Heliyon*. 2024. № 10. P. e38761. doi: 10.1016/j.heliyon.2024.e38761
12. Lawal A.I., Somoye R.O., Babajide A.A., Nwanji T.I. The effect of fiscal and monetary policies interaction on stock market performance: Evidence from Nigeria // *Future Business Journal*. 2018. № 4. P. 16–33. doi: 10.1016/j.fbj.2017.11.004
13. Gürkaynak R.S., Kara A.H., Kisacikoglu B., Lee S.S. Monetary policy surprises and exchange rate behavior // *Journal of International Economics*. 2021. № 130. P. 103443. doi: 10.1016/j.inteco.2021.103443
14. Carvalho A., Azevedo J.V., Ribeiro P.P. Permanent and temporary monetary policy shocks and the dynamics of exchange rates // *Journal of International Economics*. 2024. № 147. P. 103871. doi: 10.1016/j.inteco.2023.103871
15. Belke A., Beckmann J. Monetary policy and stock prices – Cross-country evidence from cointegrated VAR models // *Journal of Banking & Finance*. 2015. Vol 54. P. 254–265. doi: 10.1016/j.jbankfin.2014.12.004

References

1. Bekareva, S.V., Meltenisova, E.N., Shikhovtsova, E.A. & Sun Yuying (2019) Vliyanie monetarnoy politiki Narodnogo banka Kitaya na ekonomicheskoye razvitiye strany [The Impact of the Monetary Policy of the People's Bank of China on the Country's Economic Development]. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Ekonomika*. 35 (2). pp. 228–231. doi: 10.21638/spbu05.2019.203
2. Mozias, P.M. (2022) Transmissionnyy mekhanizm denezhnoj politiki v Kitae [The Transmission Mechanism of Monetary Policy in China]. *Sotsial'nyye i gumanitarnyye nauki. Otechestvennaya i zarubezhnaya literatura. Ser. 9: Vostokovedeniye i afrikanistika*. 4. pp. 121–148.
3. Deng, L. & Chen, Y. (2019) Monetary policy impact on the stock market – An empirical study based on VAR model. *Journal of Jinling Institute of Technology (Social Science Edition)*. 33 (2). pp. 16–20. (In Chinese).
4. Li, Y. (2019) The impact of monetary policy on the stock market – An empirical analysis based on VAR model. *Finance & Accounting – China Economic & Trade Herald*. 7. pp. 51–52. (In Chinese).
5. Xu, Y., Ji, X., Zhan, S. & Zhan, M. (2023) How do the dual effects of financial development change the transmission of monetary policy? – Evidence from China. *North American Journal of Economics and Finance*. 68. 101952. doi: 10.1016/j.najef.2023.101952
6. Anghel, D.G. & Caraiani, P. (2024) Monetary policy shocks and the high-frequency network connectedness of stock markets. *International Review of Economics and Finance*. 96. 103558. doi: 10.1016/j.iref.2024.103558
7. Sharif, T., Bouteska, A., Abedin, M.Z. & Cotturone, S. (2025) An enquiry into the monetary policy and stock market shocks in the US. *International Review of Economics and Finance*. 98. 103925. doi: 10.1016/j.iref.2025.103925
8. Arin, K.P., Kaplan, S.K., Polyzos, E. & Spagnolo, N. (2025) Stock market responses to monetary policy shocks: Firm-level evidence. *Journal of Macroeconomics*. 83. 103646. doi: 10.1016/j.jmacro.2024.103646

9. Iyke, B.N. & Maheepala, M.M.J.D. (2022) Conventional monetary policy, COVID-19, and stock markets in emerging economies. *Pacific-Basin Finance Journal*. 76. 101883. doi: 10.1016/j.pacfin.2022.101883
10. Kartal, M.T., Ertugrul, H.M. & Ulussever, T. (2022) The impacts of foreign portfolio flows and monetary policy responses on stock markets by considering COVID-19 pandemic: Evidence from Turkey. *Borsa Istanbul Review*. 22 (1). pp. 12–19.
11. Cobbinah, B.B., Wen, Y. & Sarpong, F.A. (2024) Navigating Ghana's economic waters: Exploring the impact of Fiscal and Monetary policies on stock market performance. *Heliyon*. 10. e38761. doi: 10.1016/j.heliyon.2024.e38761
12. Lawal, A.I., Somoye, R.O., Babajide, A.A. & Nwanji, T.I. (2018) The effect of fiscal and monetary policies interaction on stock market performance: Evidence from Nigeria. *Future Business Journal*. 4. pp. 16–33. doi: 10.1016/j.fbj.2017.11.004
13. Gürkaynak, R.S., Kara, A.H., Kisacikoglu, B. & Lee, S.S. (2021) Monetary policy surprises and exchange rate behavior. *Journal of International Economics*. 130. 103443. doi: 10.1016/j.inteco.2021.103443
14. Carvalho, A., Azevedo, J.V. & Ribeiro, P.P. (2024) Permanent and temporary monetary policy shocks and the dynamics of exchange rates. *Journal of International Economics*. 147. 103871. doi: 10.1016/j.inteco.2023.103871
15. Belke, A. & Beckmann, J. (2015) Monetary policy and stock prices – Cross-country evidence from cointegrated VAR models. *Journal of Banking & Finance*. 54. pp. 254–265. doi: 10.1016/j.jbankfin.2014.12.004

Информация об авторах:

Бекарева С.В. – кандидат экономических наук, заведующая кафедрой финансов и кредита экономического факультета, Новосибирский национальный исследовательский государственный университет (Новосибирск, Россия). E-mail: s.bekareva@g.nsu.ru
Жэнь Цзэ – студент магистратуры экономического факультета, Новосибирский национальный исследовательский государственный университет (Новосибирск, Россия). E-mail: t.zhen@g.nsu.ru

Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

Information about the authors:

S.V. Bekareva, Cand. Sci. (Economics), head of the Finance and Credit Section, Department of Economics, Novosibirsk State University (Novosibirsk, Russian Federation). E-mail: s.bekareva@g.nsu.ru

Ren Jie, master's student, Department of Economics, Novosibirsk State University (Novosibirsk, Russian Federation). E-mail: t.zhen@g.nsu.ru

The authors declare no conflicts of interests.

*Статья поступила в редакцию 01.06.2025;
одобрена после рецензирования 04.08.2025; принята к публикации 12.09.2025.*

*The article was submitted 01.06.2025;
approved after reviewing 04.08.2025; accepted for publication 12.09.2025.*