

Анализ рисков и возможностей Шанхайской фондовой биржи в глобальной экономике

Юн Сынкю

Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации (Северо-Западный институт управления), Санкт-Петербург, Российская Федерация; Uni_pandemia@rambler.ru

РЕФЕРАТ

Целью статьи является комплексный анализ функционирования и развития Шанхайской фондовой биржи (SSE) под влиянием внешних и внутренних рисков с акцентированием внимания на вариантах нивелирования отрицательных тенденций в контексте наиболее существенной проблемы — высокой волатильности. Биржа представлена как важнейший элемент глобальной финансовой системы, с выявлением ее потенциала, проблем и перспектив в условиях трансформации мировой экономики XXI в. Статья использует смешанный методологический подход, объединяющий как количественные (статистические, динамические), так и качественные (сравнительные, нормативные) методы исследования. Особое внимание уделяется динамике капитализации, объемов торгов, привлечения инвестиций и эволюции рыночной инфраструктуры SSE. В работе подчеркивается значимость юаня как растущей международной валюты и его роль в повышении конкурентоспособности китайского финансового рынка.

Статья также описывает специфику организации торгов на SSE, включая двойную валютную систему акций классов А и В, отсутствие механизма коротких продаж и маркет-мейкеров, а также высокую долю индивидуальных инвесторов. Приводятся данные по числу листинговых компаний, объемам оборота и изменениям основных индексов, включая SSE Composite. Анализируется место Шанхайской фондовой биржи среди крупнейших мировых бирж по капитализации, где она занимает 4-е место.

Отдельный акцент сделан на внутренних и внешних рисках, которым подвержен китайский фондовый рынок, включая зависимость от макроэкономической конъюнктуры, геополитические факторы и недостаточное развитие правовой базы. При этом показано, что эффективные меры государственного управления и последовательная политика интернационализации позволили Китаю укрепить позиции SSE как одного из центральных элементов международной финансовой системы. Статья демонстрирует, что несмотря на существующие вызовы, китайский фондовый рынок сохраняет устойчивую тенденцию к росту и модернизации.

Ключевые слова: Шанхайская фондовая биржа (SSE), интернационализация, фондовый рынок Китая, экономическая безопасность, рынок ценных бумаг, юань, капитализация.

Для цитирования: Юн С. Анализ рисков и возможностей Шанхайской фондовой биржи в глобальной экономике // Управленческое консультирование. 2025. № 4. С. 123–136. EDN LKFUGA

Analysis of Risks and Opportunities of the Shanghai Stock Exchange in the Global Economy

Yoon Seungkyu

Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (North-West Institute of Management), Saint Petersburg, Russian Federation; Uni_pandemia@rambler.ru

ABSTRACT

The purpose of the article is a comprehensive analysis of the functioning and development of the Shanghai Stock Exchange in the conditions of internationalization of the world economy and strengthening of China's role in the international financial arena. The exchange is

presented as a crucial element of the global financial system, with the identification of its potential, problems and prospects in the conditions of transformation of the world economy of the XXI century. The article uses a mixed methodological approach that combines both quantitative (statistical, dynamic) and qualitative (comparative, normative) research methods. Special attention is paid to the dynamics of capitalization, trading volumes, investment attraction and evolution of SSE market infrastructure. The paper emphasizes the significance of the RMB as a growing international currency and its role in enhancing the competitiveness of the Chinese financial market.

The paper also describes the specifics of the SSE's trading organization, including the dual currency system of A and B shares, the absence of a short-selling mechanism and market makers, and the high proportion of individual investors. Data on the number of listed companies, turnover volumes and changes in major indices, including the SSE Composite, are given. It analyzes the place of the Shanghai Stock Exchange among the world's largest stock exchanges in terms of capitalization, where it ranks 4th.

A special emphasis is made on internal and external risks to which the Chinese stock market is exposed, including dependence on macroeconomic conditions, geopolitical factors and insufficient development of the legal framework. At the same time, it is shown that effective state management measures and consistent internationalization policy allowed China to strengthen the position of the SSE as one of the central elements of the international financial system. The article demonstrates that despite the existing challenges, the Chinese stock market maintains a steady trend towards growth and modernization.

Keywords: Shanghai Stock Exchange (SSE); Internationalization; China Stock Market; Economic Security; Securities Market; Yuan; Capitalization.

For citation: Yoon Seungkyu. Analysis of risks and opportunities of the Shanghai stock exchange in the global economy // Administrative consulting. 2025. N 4. P. 123–136. EDN LKFUGA

Введение

Изменения, происходящие в мировой экономике в XXI в., существенно усилили интенсивность деловых взаимоотношений между ключевыми субъектами финансового рынка и стимулировали расширенное внедрение инновационных технологий в сфере обеспечения безопасности фондовых операций. По мнению российских и зарубежных экспертов, фондовый рынок (в некоторых интерпретациях в синонимичном значении используется понятие «рынок ценных бумаг») является наиболее уязвимым и в то же время критически значимым сегментом международных экономических взаимоотношений.

Динамичная интернационализация бизнеса в Китае на рубеже XX и XXI вв. привела к усилению национальной валюты и росту геополитического влияния, что позволило китайскому рынку ценных бумаг занять автономное, стабильное положение в глобальной структуре мировых экономических взаимоотношений. Это утверждение может быть проиллюстрировано на примере Шанхайской фондовой биржи (далее — SSE).

Методология исследования

В основу исследования положены труды современных специалистов в области финансов, международной торговли и макроэкономики. Использовались количественные (статистические, динамические) и качественные (сравнительные, нормативные) методы анализа. Для оценки состояния и перспектив развития Шанхайской фондовой биржи были использованы данные из официальных отчетов SSE, Всемирной федерации бирж (WFE), а также результаты исследований С. Аршалапа, Б. Эйхенгрин, К. Клейтона, И. Гао и других экспертов.

Обзор научной базы по теме исследования

Значительное количество использованных источников посвящено развитию фондового рынка в Китае и связанным с этим проблемам. Так, необходимость интернационализации юаня освещается в работах Ван Юнг-Чао, Цай Джю Джанга, Ю Ен; Ли Лиджун, Ксю Фенга. При этом следует выделить личный вклад С. Аршаласа, Б. Эйхенгрин, К. Симпсона-Белла, А. Сантоса, М. Маджори, Д. Шрегера. В. Ванга, исследовавших влияние Шанхайской фондовой биржи на региональные связи между Китаем и странами АСЕАН. В целом эти авторы противопоставляют китайский фондовый рынок американской финансовой доминанте, артикулируют уникальность подхода Китая к интернационализации своей валюты через сочетание внутренних реформ и внешних экономических связей. Данная литература утверждает роль и значение Шанхая как международного финансового центра в продвижении интернационализации юаня.

Необходимые теоретико-методологические компоненты анализа SSE приведены в работах Х. Хао, Д. Джинга, С. Нама, Ф. Йина, Д. Босве и других авторов, фокусирующихся, например, на анализе динамики цен акций китайских банков с точки зрения управления рисками в фондовом секторе.

Специфика китайского фондового рынка подробно раскрыта у Д. Диллона и С. Сю с акцентами по поводу усиления позиций Китая на международной арене, хотя и основывается не столько на экономических, сколько на геополитических началах.

В основном исследователи (преимущественно китайские ученые и эксперты, хотя аналогичная позиция в целом просматривается и в американских, а также европейских исследованиях) делают акцент на том, что SSE за последнее десятилетие продемонстрировала значительный рост, укрепив свои позиции в мировой финансовой системе. Тем не менее проблематика, связанная с рисками и возможностями в контексте высокой волатильности, сформированной внутренними особенностями китайского рынка, а также влиянием глобальных экономических факторов, прорабатывается в меньшей степени, так что личный вклад автора сводится к попытке скорректировать этот дисбаланс и выстроить теоретико-методологическую линию таким образом, чтобы описание SSE приобретало черты реалистичной финансовой схемы, рассмотренной объективно, не ограничиваясь маркерами геополитического контекста.

Общая характеристика Шанхайской фондовой биржи

SSE является одной из двух финансовых организаций подобного рода в современном Китае и ведет свою историю с 26 ноября 1990 г. В конце декабря 2017 г. на SSE было зарегистрировано 12 219 ценных бумаг. В 2020 г. общий оборот SSE составил 306,4 трлн юаней, общая капитализация фондового рынка — 33,1 трлн юаней, оборот акций — 51,1 трлн юаней, среднее значение — 209,53 млрд юаней, объем проданных денежных облигаций и РЕПО — 10 386 штук. Среднедневной оборот составил 754 тыс. контрактов, среднесуточный открытый интерес — 1,66564 млн контрактов, среднедневная номинальная торговая стоимость составила 19,894 млрд юаней, а среднедневная премия — 366 млн юаней. Общая сумма сделок составила 7,8 трлн юаней. На SSE в течение исследуемого года было зафиксировано 470 тыс. участников рынка. Что касается рассмотренного ранее SSE Composite Index, то он открыл 2020 г. с 3105,31 пункта и вырос на 6,56%, закрыв год на 3307,17 пункта. Было зафиксировано достижение годового максимума — 3450,5 пункта и минимума — 3016,53 пункта.

По состоянию на конец 2024 г. на SSE было зарегистрировано 1572 компании с общей рыночной капитализацией 35,6 трлн юаней; совокупный объем торгов акциями в 2023 г. составил 54,4 трлн юаней при среднем дневном обороте 222,9 млрд юаней, а общий объем средств, привлеченных на фондовом рынке, составил 514,5 млрд юаней. Всего было зарегистрировано 15 368 человек с объемом хранения 10,1 трлн

юаней и совокупным оборотом 221,79 трлн юаней, в общей сложности 292 листинга. Это говорит о сформировавшемся фондовом рынке с совокупным оборотом 6,9 трлн юаней, 338,9 млрд юаней на рынке производных финансовых инструментов. Число инвесторов на фондовом рынке Шанхая поднялось до 243,98 млн человек [2]. При этом ценные бумаги, котирующиеся на SSE, включают три основные категории: 1) акции, 2) облигации и 3) фонды.

Облигации, торгуемые на SSE, включают казначейские облигации (Т-облигации), корпоративные облигации и конвертируемые корпоративные облигации. Рынок облигаций SSE является самым активным в своем роде в Китае. На SSE выпускаются два типа акций: А и В. Акции А оцениваются в местной валюте — юанях, в то время как акции В котируются в долларах США. Первоначально торговля акциями А ограничена только для внутренних инвесторов, в то время как акции В доступны как для внутренних (с 2001 г.), так и для иностранных инвесторов. Однако после проведения реформ в декабре 2002 г. иностранным инвесторам теперь разрешено (с ограничениями) торговать акциями А в рамках программы «Квалифицированный иностранный институциональный инвестор» (QFII), которая была официально запущена в 2003 г. В настоящее время в общей сложности 98 иностранных институциональных инвесторов были одобрены для покупки и продажи акций в рамках программы QFII.

SSE открыт для торговли каждый понедельник по пятницу. Утренняя сессия начинается с централизованного конкурентного ценообразования с 09:15 до 09:25 и продолжается с последовательных торгов с 09:30 до 11:30. Затем следует дневная сессия торгов, которая начинается с 13:00 и идет до 15:00. Рынок закрыт в субботу, воскресенье и другие праздничные дни, объявленные SSE.

Индекс SSE Composite (также известный как Shanghai Composite) является наиболее часто используемым индикатором, отражающим рыночные результаты SSE. Составляющие индекса SSE Composite — все перечисленные акции (акции А и В) на SSE. Базовый день для составного индекса SSE — 19 декабря 1990 г. Базовый период — это общая рыночная капитализация всех акций того дня. Базовое значение равно 100. Индекс был запущен 15 июля 1991 г. В конце 2006 г. индекс достиг 2675,47. Другие важные индексы, используемые на SSE, включают индекс SSE 50 и индекс SSE 180.

Следует обратить внимание на то обстоятельство, что акции компаний, котирующихся на SSE, оцениваются с применением индекса SSE Composite. При расчете этого индекса принимаются во внимание ежедневные значения цен всех акций, торгующихся в кластерах А и В, согласно формуле:

$$M_e = x_{M_e} + h \frac{0,5 \sum f_i - Z_{M_e-1}}{f_i},$$

где x_{M_e} — нижняя граница интервала; h — величина интервала; $0,5 \sum f_i$ — половина суммы всех акций; f_{M_e} — частота интервала; Z_{M_e-1} — кумулятивная (накопленная) частота интервала.

Рассмотрим изменения SSE Composite на рис. 1.

На графике (рис. 1) видно, что наибольшие колебания происходили в 2008–2009 гг. В период недавнего кризиса отклонения наблюдались в диапазоне 15%. Исследователи SSE Composite отмечают, что стоимости китайских акций подвержены быстрому росту и падению, так как запрещены краткосрочные продажи, применяются строгие условия и ограничения в ходе торгов, а кроме того, время работы биржи составляет всего четыре часа [3]. Эти особенности приводят к тому, что абсолютное большинство (99%) на SSE принадлежит индивидуальным инвесторам. К концу 2022 г. на фондовом рынке Шанхая насчитывалось 193 млн инвесторских счетов, из которых 192 млн принадлежали индивидуальным и лишь 681 000 — институциональным инвесторам [7]. Аналогичная ситуация наблюдается в сфере оценки



Рис. 1. Изменение SSE Composite (средневзвешенное значение) с 1991 г.
Fig. 1. Change in SSE Composite (weighted average) since 1991

Источник: составлено автором по находящимся в открытом доступе ежегодным отчетам SSE.

активных счетов. В 2022 г. на фондовом рынке Шанхая их насчитывалось 57,761 млн, причем институциональные инвесторы распоряжались долей в объеме 0,1%. Следует уточнить, что на SSE принята следующая градация: розничные инвесторы (с рыночной капитализацией их акций менее 100 000 юаней); мелкие инвесторы (с рыночной капитализацией их акций от 100 000 до 500 000 юаней); средние инвесторы (с рыночной капитализацией от 500 000 до 3 млн юаней); крупные инвесторы (с рыночной капитализацией от 3 до 10 млн юаней); чрезвычайно крупные инвесторы (с рыночной стоимостью более 10 млн юаней) [13].

В 2022 г. среди активных индивидуальных счетов наибольшую долю составляли розничные инвесторы (59,7%) и мелкие инвесторы (27,8%) [13]. Средние инвесторы, крупные инвесторы и чрезвычайно крупные инвесторы имели гораздо меньшее количество активных счетов: 10,5%, 1,4% и 0,5% соответственно [14]. Парадоксальным является тот факт, что рыночная стоимость институциональных акций на SSE всегда превышала стоимость индивидуальных примерно в три раза [9]. Так что SSE — фондовый рынок, принадлежащий крупным игрокам. Итак, определившись с общими характеристиками и ключевыми финансовыми параметрами SSE, необходимо дать оценку влияния деятельности SSE на капитализацию основных предприятий, акции которых торгуются на Шанхайской фондовой бирже.

Так, к примеру, рыночная капитализация «Гуйчжоу Маотай» составляет 2,58 трлн юаней, компании «Пинг Страхование» — 1,27 трлн юаней, Китайского торгового банка — 0,41 трлн юаней, Китайской страховой компании — 0,846 трлн юаней, Китайской национальной нефтегазовой корпорации — 0,826 трлн юаней. С учетом роста и развития китайских компаний, повышения объемов привлеченных капиталов, наращивания темпов интернационализации китайской валюты, колебаний уровня иностранных инвестиций, изменений макроэкономической ситуации и многих других внешних и внутренних факторов, Шанхайская фондовая биржа демонстрирует динамику рыночной капитализации представленных на ней компаний (рис. 2).

Как следует из графика (рис. 2), динамика индекса роста среднегодового оборота характеризуется нестабильностью, связанной с текущими макроэкономическими факторами. То есть на работу Шанхайской биржи и, соответственно, на доходность китайских компаний влияет глобальная волатильность. За период, указанный на графике, SSE прошла большой путь становления и развития и на данный момент превратилась в биржу, обладающую полной структурой рынка, в которую входят акции, облигации, фонды и производные инструменты. Также SSE характеризуется

Топ-8 китайских компаний в индексе SSE
 Table 1. Top 8 Chinese companies in the SSE index

Рейтинг рыночной стоимости	Название компании	Деятельность компании
1	Гуйчжоу Маотай	Компания по производству алкогольных напитков, специализирующаяся на белом вине. Также выпускает ряд других продуктов питания, напитков и упаковочных материалов
2	Промышленно-коммерческий банк Китая	ICB (Industrial and Commercial Bank of China) — крупнейший коммерческий банк Китая и мира, в том числе по рыночной капитализации и депозитам. Контролирует примерно пятую часть всего банковского сектора Китая
3	Пинг Страхование	Холдинговый конгломерат, занимающийся страхованием, банковскими и финансовыми услугами. Страхование жизни и здоровья, банковское дело, финансовые и медицинские технологии
4	Сельскохозяйственный банк Китая	ABC (Agricultural Bank of China) — один из крупнейших банков Китая, изначально основанный Мао Цзэдуном для помощи колхозам. Имеет офисы в Гонконге и Сингапуре
5	Китайский торговый банк	СМВ работает в сфере личного, корпоративного, инвестиционного банкинга. Широкий спектр услуг для физических и юридических лиц, в том числе кредиты, сберегательные и инвестиционные продукты, торговое финансирование и др.
6	Китайская страховая компания	Основное направление — страхование жизни. Также предоставляет страхование имущества, медицинское страхование, пенсии и аннуитетные продукты
7	Банк Китая	BOC (Bank of China) — старейший и один из крупнейших коммерческих банков Китая. Примерно 70% акций банка принадлежит китайскому правительству. Основные направления деятельности — розничный и корпоративный банкинг, инвестиционные услуги, страхование, лизинговые услуги
8	Китайская национальная нефтегазовая корпорация	Энергетическая компания, в основном занимающаяся добычей нефти и газа. Также выполняет работы по разведке, добыче, переработке и сбыте нефти и природного газа, сжиженного природного газа, нефтепродуктов и химических продуктов

Источники: составлено автором по находящимся в открытом доступе статистическим данным Всемирной федерации бирж.

наличием торговой системы мирового класса, эффективной системы саморегулирования и инфраструктурой связи, способной поддерживать эффективную и надежную работу рынка ценных бумаг Шанхая.

С учетом всех вышеперечисленных преимуществ, фондовый рынок Шанхая и всего Китая продолжает расти — как в масштабах рынка, так и среди инвесторов. Рассмотрим на рис. 3, как выглядит рыночная капитализация применительно к количеству листинговых компаний Шанхайской фондовой биржи.

Как следует из приведенного графика (рис. 3), количество листинговых компаний, представленных на Шанхайской фондовой бирже, постоянно увеличивается: от 1990 г., когда SSE была основана, до 2023 г. оно дошло до 1500; общая рыночная капитализация, согласно графику, составила порядка 470 млн юаней. При этом, как видно, если число листинговых компаний демонстрирует стабильный и последовательный рост, то динамика общей рыночной капитализации не является стабильной, но все же увеличивается значительно. Рассмотрим на рис. 4, как выглядит динамика годового оборота с учетом торговых дней на Шанхайской фондовой бирже.

Как видно из графика (рис. 4), на первом этапе становления Шанхайской фондовой биржи там было больше рабочих дней — порядка 255–260, затем их количество стало резко уменьшаться, этот процесс пришелся на 1993–1997 гг., в 1998–1999 гг.

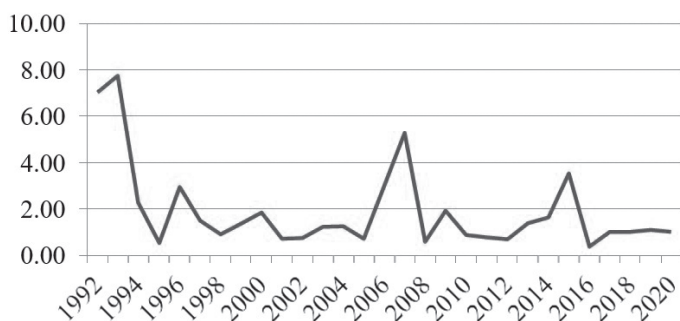


Рис. 2. Динамика индекса роста капитализации
Fig. 2. Dynamics of the capitalization growth index

Источник: составлено автором по данным сравнительного анализа бирж NYSE и NASDAQ.



Рис. 3. Рыночная капитализация и количество листинговых компаний SSE
Fig. 3. Market capitalization and number of listed companies on the SSE

Источник: составлено автором по находящимся в открытом доступе ежегодным отчетам SSE.

наметился подъем с пиком в 248 рабочих дней, затем биржа опять определялась с форматом работы и меняла количество рабочих дней в году, и после 2013 г. график демонстрирует стагнацию: число рабочих дней на SSE неизменно и составляет в среднем 244 дня. При этом, как видно на графике, за прошедший период годовой оборот увеличился: фактически от нуля в 1991 г. к пику в 2015 г., когда на биржу вышли государственные предприятия КНР. Что касается количества листинговых ценных бумаг на Шанхайской фондовой бирже (рис. 5), то оно также демонстрирует стабильную динамику показателей и последовательный рост, как следует из приведенного ниже графика, охватывающего 30-летний период работы крупнейшей биржи Китая. Так, в 2023 г. на SSE торговалось около 22 000 листинговых ценных бумаг.

Также следует посмотреть на показатели выпущенного акционерного капитала на SSE и связанный с ним рост выручки (рис. 6).

Исходя из графика (рис. 6), устойчивая тенденция к росту выпущенного акционерного капитала на Шанхайской фондовой бирже наблюдается с 2006 г.: с этого момента показатели только увеличиваются, автоматически растет и объем ежегодной выручки на SSE. Что касается Топ-8 компаний в индексе SSE, то они являются самыми влиятельными на рынке. Однако, несмотря на общую положительную тенденцию развития SSE, биржа должна продолжать активно избегать рисков, обеспечивать еще более надежную защиту инвесторов, совершенствовать



Рис. 4. Динамика годового оборота и количества торговых дней на SSE
Fig. 4. Dynamics of annual turnover and number of trading days on the SSE

Источник: составлено автором по находящимся в открытом доступе ежегодным отчетам SSE.



Рис. 5. Количество листинговых ценных бумаг на SSE
Fig. 5. Number of listed securities on the SSE

Источник: составлено автором по находящимся в открытом доступе статистическим данным Всемирной федерации бирж.

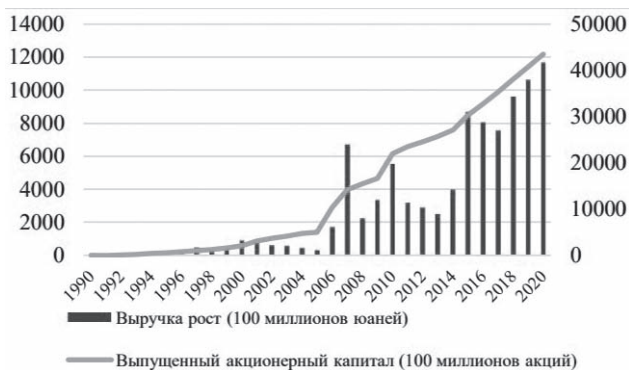


Рис. 6. Выпущенный акционерный капитал на SSE
Fig. 6. Issued Share Capital on the SSE

Источник: составлено автором по находящимся в открытом доступе ежегодным отчетам SSE.

собственную систему надзора, продолжать устойчивое внедрение рыночных инноваций и проводить другие мероприятия в сфере экономической безопасности. Анализ эффективности SSE показал, что она демонстрирует позитивную динамику развития и занимает достойное место на глобальном фондовом рынке. Такой рост оказался возможен, прежде всего, благодаря интернационализации китайской экономики. Тем не менее важно подчеркнуть, что изначально интернационализация была лишь стимулирующим фактором становления фондовой системы юаня. Но теперь данный экономический процесс является автономным финансовым течением в национальной и мировой экономике и порождает не только положительное, но и отрицательное влияние на фондовый сектор Китая, так что соблюдение динамики развития должно обеспечиваться высокой степенью эффективности мероприятий, нацеленных на поддержание стабильного состояния и готовности реагировать на системные угрозы и вызовы.

В этом вопросе следует исходить из того, что в 2014 г. рассматриваемый индекс находился на уровне около 2200 пунктов, затем в 2015 г. произошел резкий рост до 5166 пунктов в июне, что объяснялось резким притоком частных инвесторов и спекулятивной активностью. Однако уже летом того же года произошел резкий обвал — так называемый «Китайский фондовый кризис», когда рынок потерял более 30% своей стоимости за несколько недель. К концу 2015 г. индекс вернулся к уровню 3500 пунктов. В последующие годы рынок восстанавливался неравномерно. В 2018 г. на фоне обострения торгового конфликта между США и Китаем SSE Composite снова снижался, достигнув отметки 2500 пунктов. Однако начиная с 2019 г., особенно после смягчения монетарной политики и увеличения государственных инвестиций, начался новый рост. В 2020 г. пандемия коронавируса оказала двойственное влияние: сначала индекс упал, но уже к концу года показал рост благодаря восстановлению экономики и стимулирующим мерам. В 2021 г. SSE Composite достиг уровня 3700–3800 пунктов, а в 2022–2023 гг. колебался в диапазоне 3000–3300 пунктов, реагируя на замедление экономического роста и сокращение внешнего спроса. К 2024 г. индекс стабилизировался в районе 3200 пунктов, демонстрируя относительную устойчивость к внешним шокам и высокий интерес к акциям высокотехнологичных и зеленых компаний.

Таким образом главный индекс SSE Composite отражает нестабильность китайского рынка, что в динамическом соотношении отражается в виде трех основных стадий за последние десять лет.

Во-первых, с 2015 по 2016 г. в отношении SSE Composite эксперты зафиксировали резкий рост до 5000+ пунктов, оцененный как спекулятивный пузырь, который впоследствии обвалился до 2600 из-за ужесточения денежной политики.

Во-вторых, в 2019–2021 гг. в отношении SSE отмечалось восстановление до 3700 пунктов на фоне роста технологического сектора.

В-третьих, в 2022–2024 гг. просматриваются отчетливые колебания в диапазоне 3000–3400 пунктов из-за кризиса в сфере недвижимости и замедления экономики Китая в целом.

По нашему мнению, эти процессы в рамках SSE были сформированы под влиянием торговой войны США и КНР в 2018–2019 гг., что спровоцировало интенсивную волатильность в технологическом и экспортно-ориентированном секторах. Кроме того, пандемия COVID-19 в первом квартале 2020 г. привела к резкому снижению активности на бирже, однако на данном этапе восстановление экономики Китая продемонстрировало высокую способность к адаптации. Далее, в ходе политики «Двойной циркуляции», начиная с 2020 г., правительство КНР сделало ставку на внутренний рынок, стимулируя потребление и инвестиции в наукоемкие отрасли. Наконец, интенсификация процессов регулирования деятельности интернет-компаний в 2021 г. привела к ужесточению контроля над гигантами вроде Alibaba и Tencent, что также оказало давление на рынок, снижая капитализацию компаний, а последовавший переход к «зеленой» экономике — рост инвестиций в возобновляемую энергетику и снижение углеродного следа — стали новым трендом на бирже, поддерживая стоимость акций соответствующих компаний.

Таким образом, предварительное рассмотрение динамических показателей SSE позволяет сделать вывод о том, что этот финансовый сегмент остается одним из самых волатильных в мире ввиду доминирования розничных инвесторов (99% участников), ограничений на короткие продажи и жесткого государственного регулирования. Данное предположение необходимо подтвердить более детальным изучением показателей и динамики развития SSE.

Анализ показателей и динамики развития SSE

При оценке эффективности китайского фондового рынка в целом (и SSE в частности) необходимо учитывать, что Китай является крупнейшим в мире инвестором и вкладчиком в глобальный экономический рост с высокой доходностью, так что эффективность финансовой системы КНР в распределении капитала для инвестиций будет иметь важное значение для поддержания этого роста. То есть фондовый рынок Китая здесь играет решающую роль и поддерживается многообразными мерами экономической защиты. После реформ последнего десятилетия фондовый рынок Китая стал таким же стремящимся к будущей корпоративной прибыли, как и фондовый рынок США. Более того, несмотря на то, что китайский рынок в значительной степени закрыт для внешних игроков, ценовой риск и другие характеристики акций китайских инвесторов удивительно похожи на показатели инвесторов в других крупных 38 странах [6]. Динамика информации о ценах на акции за последние два десятилетия тесно связана с эффективностью корпоративных инвестиций. Китайский фондовый рынок собирает разрозненную информацию и генерирует полезные сигналы для менеджеров. Наконец, из-за своей низкой корреляции с другими фондовыми рынками и высокой средней доходности, китайский фондовый рынок предлагает выгодные условия для глобальных инвесторов. В целом корректно утверждать, что китайский рынок акций как развивающаяся и быстрорастущая площадка листинга с 2000 г. претерпел значительное развитие. Предыдущие исследования этого рынка в основном концентрировались на предложениях, связанных с ценообразованием IPO и после IPO, с запаздывающими данными [3].

Частная специфика деятельности SSE состоит в том, что ее нельзя рассматривать как показатель, отражающий тренды развития реальной экономики и макроэкономики. Последние могут расти, в то время как фондовый рынок не подлежит однозначному прогнозированию; реальная экономика и макроэкономика могут снизиться в темпах роста, а фондовый рынок должен в этом случае упасть. SSE является единственным в мире рынком ценных бумаг с государственной экономикой и государственными компаниями. Хотя в листинге много частных компаний, 79% акций принадлежат государственным компаниям, притом, что в европейских странах такой статистики не отмечается. Кроме того, большинство компаний на SSE имеют низкую эффективность и не хотят выплачивать дивиденды в надежде на то, что фондовый рынок вырастет, изменит цены и получит прирост капитала. Государственное администрирование здесь проявляется так, что китайское правительство не взимает с прироста капитала налоги. Примечательно, что деятельность SSE более тесно связана с денежно-кредитной политикой центрального банка и несколько более удалена от налогового-бюджетной политики. Например, в 2005 г. обменный курс юаня начал реформироваться и укрепляться, и количество иностранной валюты увеличивалось день ото дня. Тогда рост фондового рынка начался с 998 пунктов и достиг 6124 пунктов [8]. Между прочим, в октябре 2007 г. Китай решил провести умеренно жесткую денежно-кредитную политику и ввести систему управления квотами, что привело к падению котировок до 1660. Другая особенность SSE состоит в том, что на ней отсутствуют системы законных маркет-мейкеров, классические механизмы коротких продаж и делистинга. Также следует учитывать то обстоятельство, что SSE, в общем-то, является закрытой фондовой биржей ввиду политики Китая в данном вопросе, но зато SSE выпускает акции несоизмеримо быстрее, чем финансовые институты в других странах. Наконец, SSE находится в стадии формирования и подвержена изменениям, что отражается на практике в виде периодических взлетов и падений акций китайских компаний.

Итак, при анализе эффективности SSE необходимо учитывать, что китайский фондовый рынок состоит из двух кластеров. Рынок акций А — это фондовый рынок, на котором участвуют отечественные инвесторы. Официальное название А-акций — обыкновенные акции в юанях. Это обыкновенные акции, выпущенные компаниями в Китае для внутренних учреждений, организаций или частных лиц (за исключением инвесторов из Тайваня, Гонконга и Австралии) для финансовых операций в юанях. В настоящее время акции на китайском фондовом рынке представлены в основном акциями категории А. Согласно данным экспертов, акции А бывают трех видов: государственные, акции юридических лиц и индивидуальные акции [4]. Рынок В-акций изначально был фондовой биржей исключительно для иностранных инвесторов. Официальное название В-акций — специальные акции в юанях, которые торгуются в иностранной валюте, а также котируются и торгуются на внутренних (Шанхай, Шэньчжэнь) фондовых биржах. В настоящее время доля В-акций на китайском фондовом рынке относительно невелика [1]. Итак, SSE, по сути, является торговой площадкой с двумя валютами, что следует принимать во внимание в ходе оценки рисков и вызовов.

Риски и вызовы, связанные с деятельностью Шанхайской фондовой биржи

Шанхайская фондовая биржа занимает важное место в мировой финансовой системе и отражает не только экономическое развитие Китая, но и его взаимодействие с глобальными рынками. Однако, несмотря на рост и модернизацию, деятельность биржи сопряжена с рядом рисков, которые могут повлиять на стабильность и привлекательность этого финансового института. Как отмечалось ранее, один из самых значимых факторов, влияющих на Шанхайскую фондовую

биржу, — это высокая волатильность рынка. SSE отличается сильной чувствительностью к новостному фону, правительственным решениям и общественным настроениям. Особенно уязвимы индивидуальные инвесторы, которые составляют значительную долю участников торгов в Китае. Примером может служить фондовый обвал 2015 г., когда спекулятивный рост сменился паникой, приведшей к потере триллионов юаней рыночной капитализации за считанные недели. Также стоит отметить концентрацию рисков в отдельных секторах — особенно в технологическом, энергетическом и финансовом. Изменения в регулировании или макроэкономической политике могут привести к резкому снижению цен акций крупных компаний, что влияет на общий индекс и доверие инвесторов. С другой стороны, китайская экономика, включая финансовый рынок, по-прежнему во многом зависит от политики государства. Решения Комиссии по регулированию рынка ценных бумаг Китая (CSRC) и других госорганов напрямую отражаются на котировках и поведении участников торгов. В отличие от более либеральных западных рынков, китайский фондовый рынок подвержен внезапным вмешательствам — например, ограничению коротких продаж, заморозке IPO или ужесточению правил раскрытия информации. Ярким примером такого риска стало вмешательство правительства в деятельность крупных технологических компаний в 2021 г. — включая Ant Group и Alibaba. Это вызвало масштабную переоценку активов и снижение интереса иностранных инвесторов. Такие меры создают регуляторную неопределенность, которая мешает долгосрочному планированию на рынке капитала. Также следует учитывать, что состояние Шанхайской фондовой биржи тесно связано с макроэкономической ситуацией в Китае. Замедление темпов роста ВВП, падение потребительского спроса, кризис на рынке недвижимости (включая случаи, как у Evergrande) — все это оказывает негативное влияние на фондовый рынок. Компании, чьи акции торгуются на SSE, во многом зависят от государственного спроса, экспортных контрактов и внутреннего потребления. Другим важным фактором является монетарная политика Народного банка Китая. Резкие изменения процентных ставок, ограничение доступа к кредитам, изменение валютного курса юаня — все это влияет на прибыль компаний и стоимость их акций.

Также стоит учитывать долговую нагрузку многих китайских предприятий. Высокий уровень корпоративной задолженности создает риски банкротств, особенно в условиях глобального роста процентных ставок и снижения внешнего спроса.

Наконец, геополитика в последние годы стала важнейшим фактором, влияющим на китайский фондовый рынок. Торговая война между США и Китаем, введение взаимных санкций, ограничения на доступ китайских компаний к иностранному капиталу — все это оказало прямое воздействие на котировки на SSE. Например, угрозы делистинга китайских компаний с американских бирж вызывают беспокойство инвесторов и могут привести к переоценке их акций на внутреннем рынке. При этом с увеличением цифровизации торговли на SSE и развитием технологий (в том числе электронных платформ, автоматизированных систем торговли, использования ИИ) растет зависимость биржи от цифровой инфраструктуры. Это влечет за собой технологические риски, включая кибератаки на торговые системы или базы данных, технические сбои в работе платформ, манипуляции с алгоритмическими системами торговли. Поскольку все больше операций осуществляется автоматически и в реальном времени, даже кратковременный сбой может вызвать резкие колебания на рынке.

Деятельность Шанхайской фондовой биржи осуществляется в условиях множества рисков: рыночных, политических, экономических, геополитических и технологических. Несмотря на устойчивость китайской экономики и усилия по реформированию финансовой системы, эти угрозы сохраняются и требуют постоянного мониторинга и адаптации.

Выводы

SSE показала впечатляющий рост, но остается волатильной из-за структурных особенностей (доминирование розничных инвесторов, госрегулирование). При этом в качестве главных драйверов роста следует выделить интернационализацию юаня, массовость IPO китайских компаний и расширение доступа иностранных инвесторов (через QFII). Соответственно, принципиальными рисками в данном процессе развития является сохранение зависимости от политики ЦБ Китая, низкая защита прав инвесторов и геополитическая напряженность, т.е. совокупное негативное воздействие, производимое ограниченной гибкостью торговых механизмов, недостаточным развитием правовой базы и слабой защиты прав инвесторов. Таким образом, становится очевидным, что позитивная динамика SSE базируется на прочном основании, но требуется модернизация для дальнейшего роста, в виде усиления защиты ключевых игроков, совершенствования регуляторного механизма, укрепления надежности и прозрачности рынка и привлечения большего числа институциональных инвесторов.

По нашему мнению, с реалистической точки зрения перспективы для SSE сводятся к трем основным направлениям, а именно: дальнейшая цифровизация (блокчейн, AI в трейдинге), расширение инструментов хеджирования (деривативы) и постепенное увеличение доли институциональных инвесторов. Для минимизации негативных последствий функционирования модели SSE необходимо комплексно и взаимосвязано повышать прозрачность регулирования, укреплять правовую защиту инвесторов, развивать финансовую грамотность населения, обеспечивать кибербезопасность, снижать зависимость от внешних факторов. По данному вопросу можно спрогнозировать умеренно оптимистичный вариант, в основном потому, что с 2014 г. правительство КНР постепенно открывало доступ иностранных инвесторов к китайскому фондовому рынку. Важную роль в этом процессе сыграли программы Stock Connect между Шанхаем и Гонконгом, а затем и с Шэньчжэнем. Это способствовало притоку зарубежного капитала на SSE, повысив ликвидность и доверие к рынку, но также активно развивались ESG-инструменты (экологическое, социальное и корпоративное управление), что сделало рынок более привлекательным для институциональных инвесторов. В ближайшие годы Шанхайская фондовая биржа, по прогнозам аналитиков, будет играть все более важную роль в глобальной финансовой системе. КНР продолжает реформировать финансовый сектор, улучшая прозрачность, защиту прав акционеров и доступ к инновационным компаниям. Ключевые ожидания SSE включают усиление роли цифрового юаня в расчетах и инвестициях, продолжение роста сектора зеленых облигаций, расширение листинга компаний, работающих в сфере искусственного интеллекта и автоматизации. Очевидно, что логика развития определяется сохранением за SSE 4-го места в мировом списке при том, что в тот же список входят биржи Шэньчжэня и Гонконга — с капитализацией 2072 и 3233 соответственно. Тот факт, что в глобальный топ-10 входят три китайские биржи, с лидерством SSE в этой тройке, продиктован тем, что за последние 10 лет компании Китая суммарно собрали самое большое количество акций IPO по сравнению с организациями из других стран.

Шанхайская фондовая биржа прошла значительный путь развития, превратившись в одну из ведущих площадок мира. Ее успех во многом обеспечен интернационализацией юаня, государственной политикой и масштабным привлечением инвестиций. Биржа стала более устойчивой как финансовый институт благодаря государственной политике и мерам экономической безопасности. Ее особенная структура (двойная система акций) и специфические условия функционирования (отсутствие коротких продаж, маркет-мейкеров и четкой системы делистинга) создали уникальные условия для торговли. При этом, несмотря на вызовы, SSE сохраняет статус одного из ведущих финансовых центров Азии и мира. В условиях глобальной нестабильности и трансформации мировой экономики ее значение, как индикатора состояния китайской экономики и как площадки для инвестиций, продолжает возрастать. Объем

торгов облигациями вырос с 48 трлн юаней (2014) до 225 трлн (2024). По дериватам в 2023 г. объем торгов опционами достиг 790 млн контрактов. Фактически SSE стала крупнейшей площадкой по торговле гособлигациями в Азии. Только сбалансированная и системная работа на всех указанных уровнях позволит Шанхайской фондовой бирже сохранять позиции одного из ключевых финансовых центров в мире в условиях роста неопределенности и глобальных изменений.

Литература/References

1. Arslanalp S., Eichengreen B., Simpson-Bell C. The stealth erosion of dollar dominance and the rise of nontraditional reserve currencies // *Journal of International Economics*. 2022. Vol. 138. P. 103656. DOI 10.1016/j.jinteco.2022.103656.
2. Buckham D. The end of money: the great erosion of trust in banking, China's minsky moment and the fallacy of cryptocurrency. Kenilworth. Cape Town: Mercury an imprint of Burnet Media. 2021. P. 42–49.
3. Cai W. Determinants of the renminbi anchor effect: From the perspective of the belt and road initiative // *International Journal of Finance & Economics*. 2022. Vol. 27. Iss. 3. P. 3421–3433.
4. Clayton C., Santos A., Maggiori M., Schreger J. Internationalizing Like China // *Working Papers (Faculty)*. — Stanford Graduate School of Business. 2022. Vol. 1 (70). P. 71.
5. Cui Wei The administrative foundations of the Chinese fiscal state Cambridge, United Kingdom. New York. NY: Cambridge University Press. 2022. P. 61–72.
6. Dillon M. China in the age of Xi Jinping. Abingdon, Oxon. New York: Routledge. 2021. P. 71–75.
7. Gao Yichen, Li Hongjun, Li Qi The misalignments in Chinese real effective exchange rate from 1994 to 2020: A counterfactual analysis // *China Economic Review*. 2022. Vol. 75. P. 101828.
8. Hao Kaixuan, Han Liyan, Li Tony Wei The impact of China's currency swap lines on bilateral trade // *International Review of Economics & Finance*. 2022. Vol. 81. P. 173–183.
9. Jing Li, Li Maohua, Almadi B., Bárczi J. The factor analysis of share price for Chinese listed banks from the angle of risk management control // *Modern Science — Moderni Veda*. 2017. Vol. 3. P. 62–76.
10. Li Lijun, Xu Feng Does Shanghai International Financial Center Promote RMB Internationalization? // *Discrete Dynamics in Nature & Society*. 2022. Vol. 6. Iss. 6. P. 1–8. DOI 10.1155/2022/4000024.
11. Nam Soojong, Bi Weining, Kim D. The SDR and influences on the currency swap agreements for RMB // *Applied Economics Letters*. 2022. Vol. 29. Iss. 16. P. 1489–1492. DOI 10.1080/13504851.2021.1940077.
12. Wang Yang-Chao, Tsai Jui-Jung, You En The impact of RMB internationalization on the exchange rate linkages in China and ASEAN countries // *Applied Economics*. 2022. Vol. 54. Iss. 43. P. 4961–4978. DOI 10.1080/00036846.2022.2039367.
13. Wu Yuliang, Bowe M. Information Disclosure, Market Discipline and the Management of Bank Capital: Evidence from the Chinese Financial Sector // *Journal of Financial Services Research*. 2010. Vol. 38. Iss. 2-3. P. 159-186. DOI 10.1007/s10693-010-0091-6.
14. Yin Wei, Zhu Zheyi, Kirkulak-Uludag Berna, Zhu Yaping The determinants of green credit and its impact on the performance of Chinese banks // *Journal of Cleaner Production*. 2021. Vol. 3. P. 286. DOI 10.1016/j.jclepro.2020.124991.

Об авторе:

Юн Сынкю, соискатель Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации (Северо-Западный институт управления) (Санкт-Петербург, Российская Федерация); Uni_pandemia@rambler.ru

About the author:

Yoon Seungkyu, PhD candidate of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (North-West Institute of Management) (Saint Petersburg, Russian Federation); Uni_pandemia@rambler.ru

Поступила в редакцию: 30.04.2025
Поступила после рецензирования: 18.07.2025
Принята к публикации: 01.08.2025

The article was submitted: 30.04.2025
Approved after reviewing: 18.07.2025
Accepted for publication: 01.08.2025