

Китай: структурный вызов

2 ноября 2017 г.

Переориентация экономики Китая от обслуживания внешних рынков в сторону удовлетворения потребностей внутреннего рынка является назревшей необходимостью в условиях непрекращающегося падения темпов роста национальной экономики. Плавность этого перехода зависит от решения проблем неэффективности госсектора и инвестиций, а также закредитованности и значительного объема плохих долгов в китайской экономике. До конца 2018 г. в Китае продолжится рост ключевых макропараметров, хотя и по убывающей траектории. Мы полагаем, что в перспективе ближайших 2-3 лет текущие меры государственной поддержки позволят Китаю избежать «жесткой посадки», однако в долгосрочной перспективе данный риск останется актуальным

Экономика переходного периода: от внешних рынков к внутреннему

Динамика реального ВВП 2007-2017, %

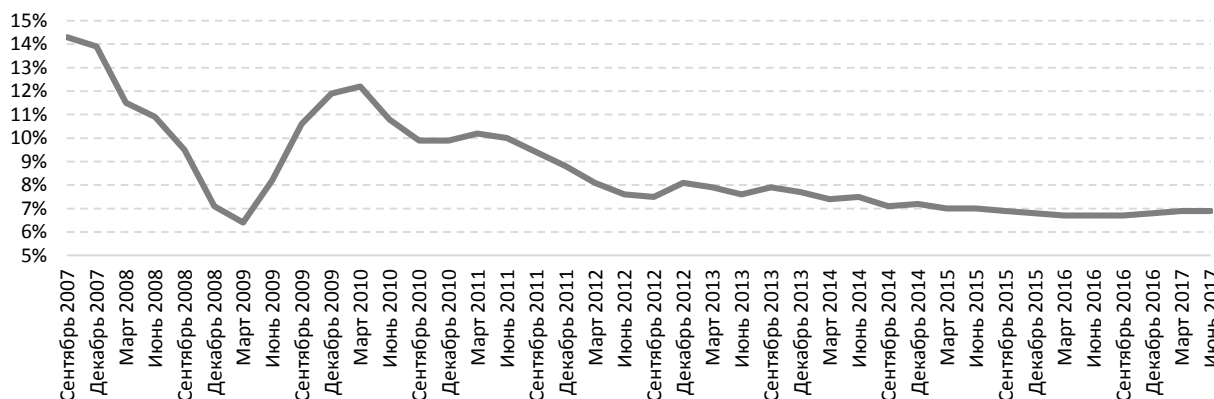


График составлен по данным Bloomberg Intelligence

Китайская экономика демонстрирует многолетний тренд на снижение темпов роста, поскольку произошло затоваривание зарубежных рынков китайской продукцией. Эксперты больше не надеются увидеть двузначные темпы роста ВВП.

Динамика секторов экономики 1997-2017гг., %

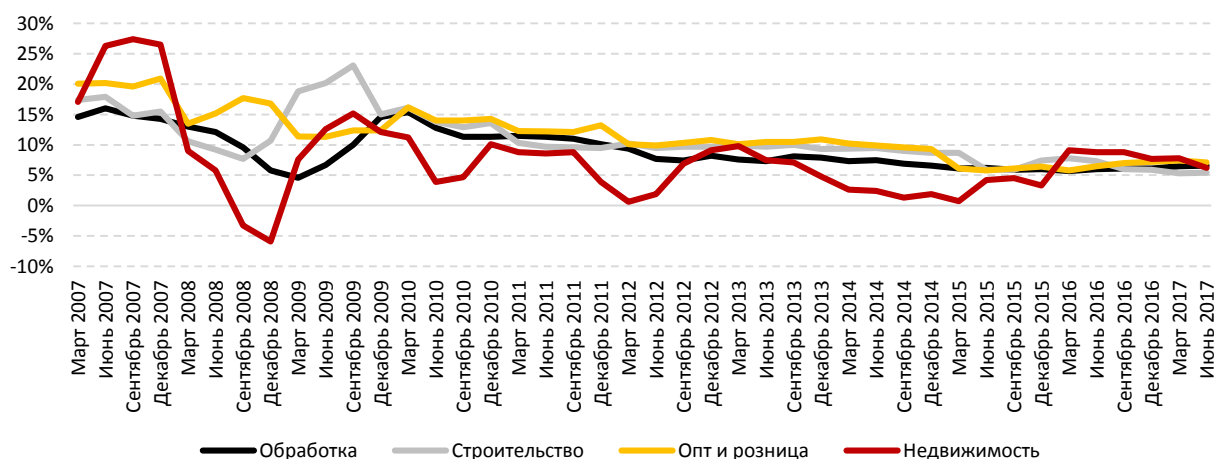
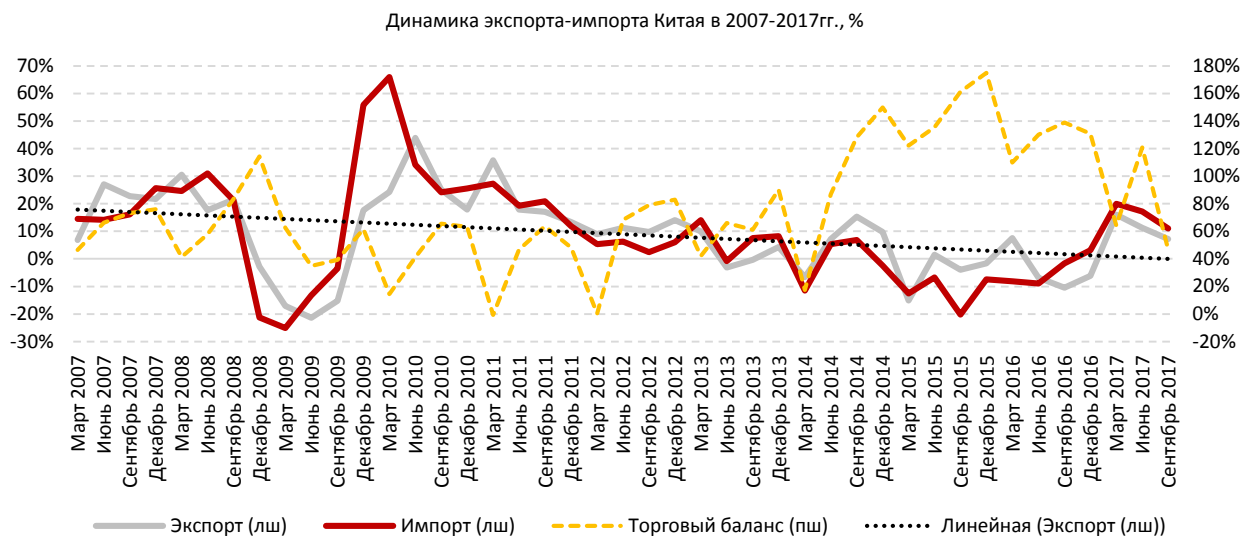
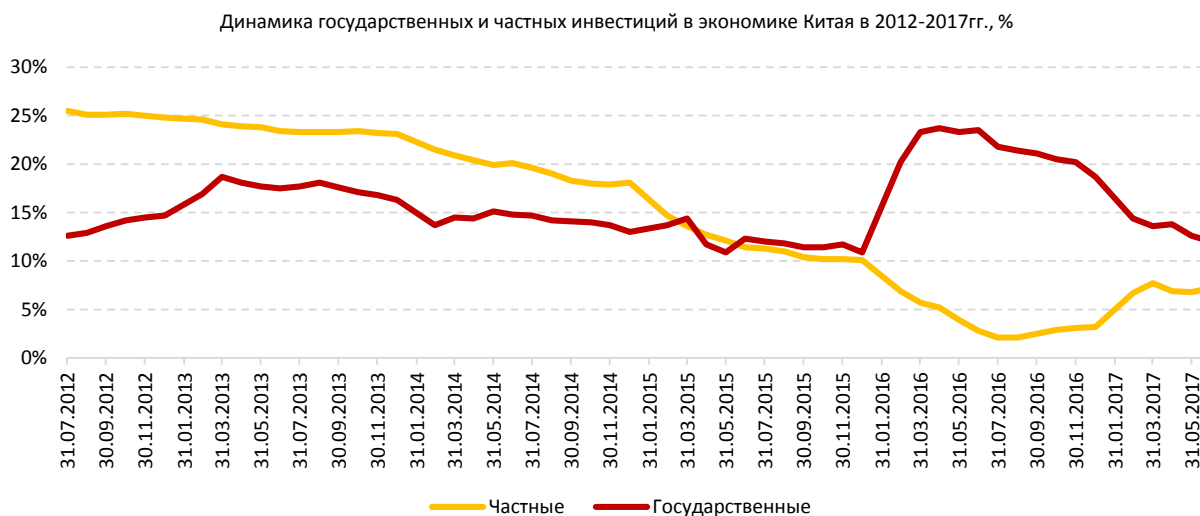


График составлен по данным Bloomberg Intelligence

Замедление характерно для всех основных секторов китайской экономики. Спрос на китайскую продукцию со стороны развитых стран остается вялым.



Инвестиции стали ключевым средством защиты экономики Китая от «жесткой» посадки. Основные инвестиционные потоки пришлось на инфраструктурное строительство и строительство недвижимости.



Инвестиции в инфраструктуру показали рост в 1п17 на 21,1% в годовом выражении: за 7м17 доля затрат на инфраструктуру достигла рекордных 21,4% от суммарных инвестиций в основной капитал. Часть госинвестиций прошла официально благодаря заложенному Минфином дефициту бюджета в размере 3% ВВП, однако большая часть инфраструктурных инвестиций была профинансирована за балансом, через займы со стороны местных властей.

Реальная цифра господдержки строительства со стороны центральных и местных властей, по расчетам специалистов Bloomberg, составляет 10% ВВП. Следует отметить, что после мирового финансового кризиса 2008-2009гг. власти Китая объявили план инфраструктурного строительства, в рамках которого местным правительствам было выделено порядка \$568 млрд.



График составлен по данным Bloomberg Intelligence

* На графике представлен кумулятивный спрос, который включает: *потребность в жилье со стороны приезжающих в города трудовых мигрантов, спрос со стороны покупателей недвижимости, потребность в жилье с учетом естественного прироста городского населения и амортизации жилого фонда;* Динамика цен взята из индекса цен на жилую недвижимость в 70 городах Китая по состоянию на август 2017г.

В течение последних 5 лет на рынок ежегодно выводилось по 10 млн. новых апартаментов при спросе в 8 млн. По указанию Пекина, более 200 городов в последние три года выкупали у девелоперов пустующее жилье для переселения туда жителей из ветхого жилья или деревень. Министерство жилья, городского и сельского строительства продолжит эту программу до 2020г. включительно.

Одно из крупнейших в регионе агентств недвижимости - E-House China, сообщает: в 2016г. местные власти заняли у China Development Bank \$147,7 млрд. (в 9 раз больше величины займов, выданных в 2013г.), более половины из которых пошли на покупку жилой недвижимости и субсидии на ее приобретение. Остальная часть займов ушла на государственные строительные проекты. В 2016г. 18% проданной жилплощади было куплено государственными организациями или на госсубсидии, в 2017г. эта доля может возрасти до 24%.

Продажи недвижимости в сентябре 2017г. сократились в годовом выражении впервые за 2,5 года: может потребоваться новое стимулирование со стороны Правительства. Сложилась довольно опасная ситуация, когда городские власти берут кредиты у госбанков для приобретения жилья и выделения субсидий на его покупку, а затем продают девелоперам новые земли, чтобы расплачиваться по кредитам. Девелоперы строят на этих землях новые дома, накапливают долги и вынуждают власти снова помогать им.

По мнению ряда экспертов, на рынке недвижимости Китая сформировался гигантский пузырь, аналогичный японскому в 1989г.: если в те годы квартира в Токио площадью 75 кв.м. в 90 мин. езды от центра города стоила 8,5 среднегодовых зарплат офисного служащего, то сегодня квартира в Пекине площадью 100 кв.м. превышает годовой доход местного жителя в 50 раз.

Борьба с неэффективным госсектором стала еще одним инструментом поддержания экономики Китая в условиях стагнации спроса на национальную продукцию на внешних рынках

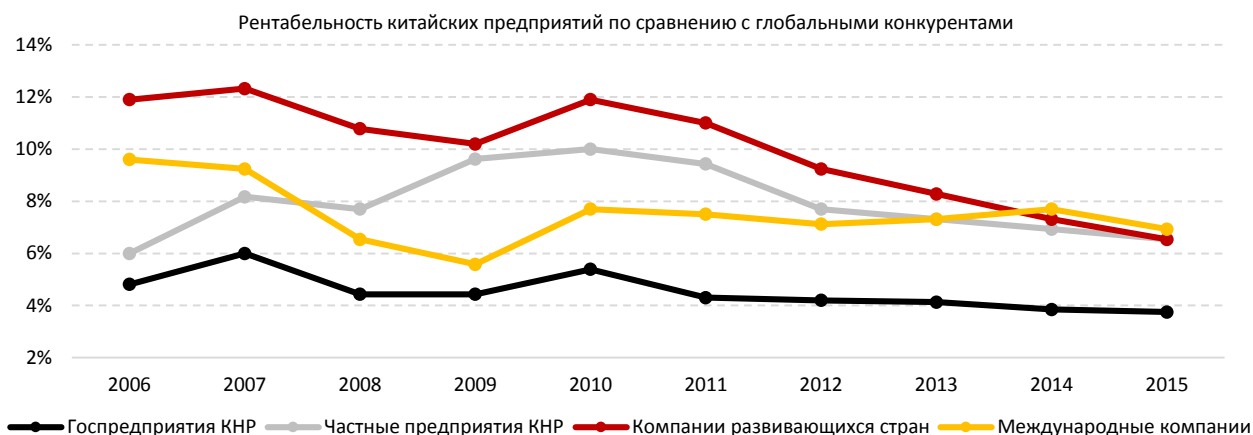


График составлен по данным Bloomberg Intelligence

Рентабельность госпредприятий Китая в 2015г. составила 3,8%, по сравнению с 7% у международных госкомпаний (7% - это чуть больше показателя госкомпаний с развивающихся рынков).

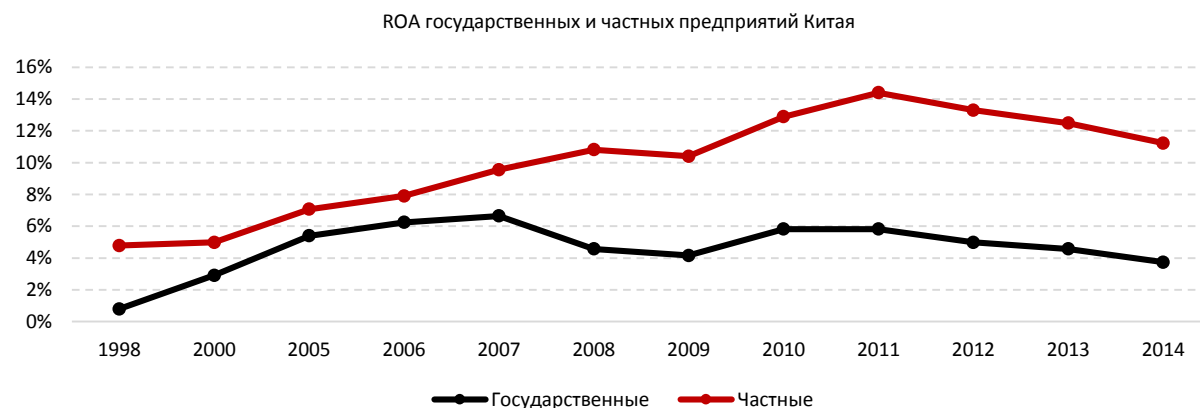


График составлен по данным Bloomberg Intelligence

Наихудшие показатели демонстрируют компании в металлургии¹, угольной промышленности и кораблестроении², реформирование которых в первую очередь и осуществляют власти Китая.

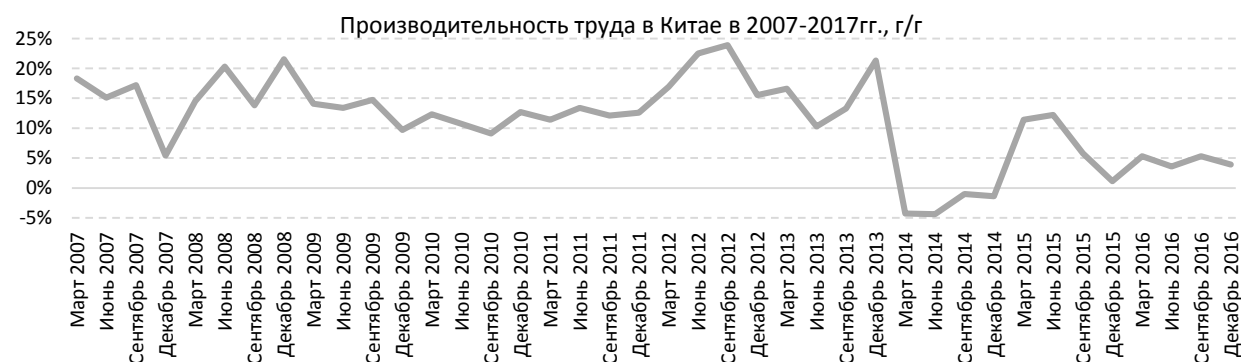


График составлен по данным Bloomberg Intelligence

¹ Медианное значение ROA составляет -5,1% по сравнению с 1% у глобальных игроков

² Китайские нефтегазовые, телекоммуникационные компании, банки и предприятия электроэнергетики показывают хорошие результаты в международном сопоставлении.

Правительство поощряет консолидацию в металлургии в целях повышения производительности труда и вытеснения с рынка неэффективных предприятий. Пока, правда, получается обратный эффект: в 2015г. на долю 10 крупнейших производителей стали приходилось 34% внутреннего рынка, в то время как по плану властей эта цифра должна была составить 60%. Теперь подобный уровень концентрации в отрасли ожидается лишь в 2025 году.

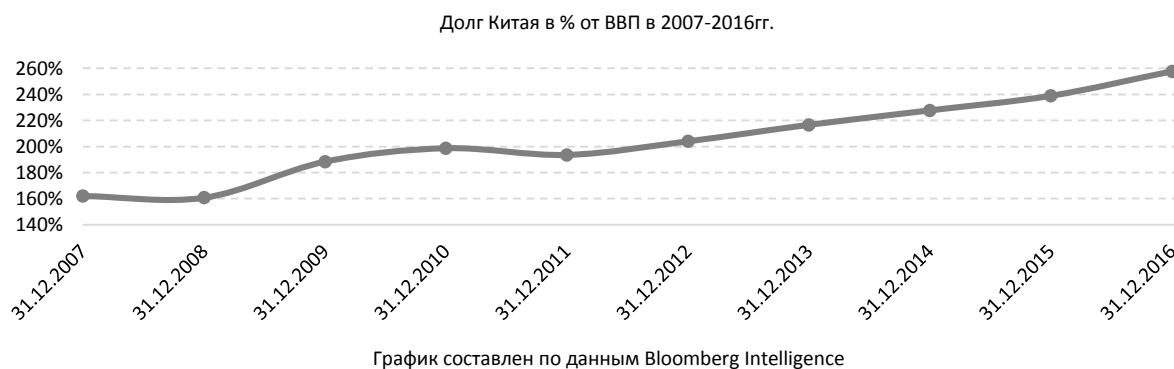


Эксперты признают консолидацию в китайской металлургии неэффективной – Morgan Stanley считает, что слияния в отрасли не приводят к заметному сокращению производственных мощностей по следующим причинам: во-первых, значительная удаленность производственных центров друг от друга дестимулирует консолидацию на региональном уровне; во-вторых, велико сопротивление местных властей, опасаящихся резкого обострения проблем с занятостью и налоговыми поступлениями для местных бюджетов; наконец, отрасль малоприбыльна, немногие игроки на рынке имеют достаточные финансовые ресурсы для консолидации.

Реформирование госсектора Китая не повысило эффективности компаний – за период с 2004 по 2014 гг. число предприятий под управлением специальной государственной комиссии сократилось со 186 до 112, а ROA снизился с 5% до 3,6%³. Доля государства в экономике возобновила рост с 2016г.⁴ на фоне активного использования госинвестиций для поддержания экономического роста.

Непродуманность политики инвестиционного стимулирования породила проблему закредитованности китайской экономики и значительного объема плохих долгов

С 2008 по 2016 гг. долговое бремя китайской экономики выросло со 160% до 260% ВВП, рост долга стабилизировался на уровне 15% в год, что почти вдвое выше номинального роста ВВП – это плохая траектория движения экономики.



³ Слияния не дали ожидаемого эффекта экономии от масштаба, на балансах предприятий осталось большое количество непрофильных активов, например, китайская авиастроительная корпорация имеет в штате 450 тыс. работников, которые распределены по 100 предприятиям в 20 провинциях, но меньше половины из всех активов компании связаны с авиастроением и оборонными технологиями.

⁴ В 2010-2015 гг. доля государства в экономике снизилась с 41,8% до 38,8%.

С 2008 г. более 1,4 трлн. юаней (\$ 214 млрд. по текущему курсу) было списано или выведено за баланс 18 крупнейшими банками Китая. Если бы эта сумма осталась на балансах банков, то с учетом special mention loans объем необслуживаемых долгов (non-performing loans - NPL*) в 2016 году составил бы 7,6% вместо 1,7%, что близко к 20% ВВП.

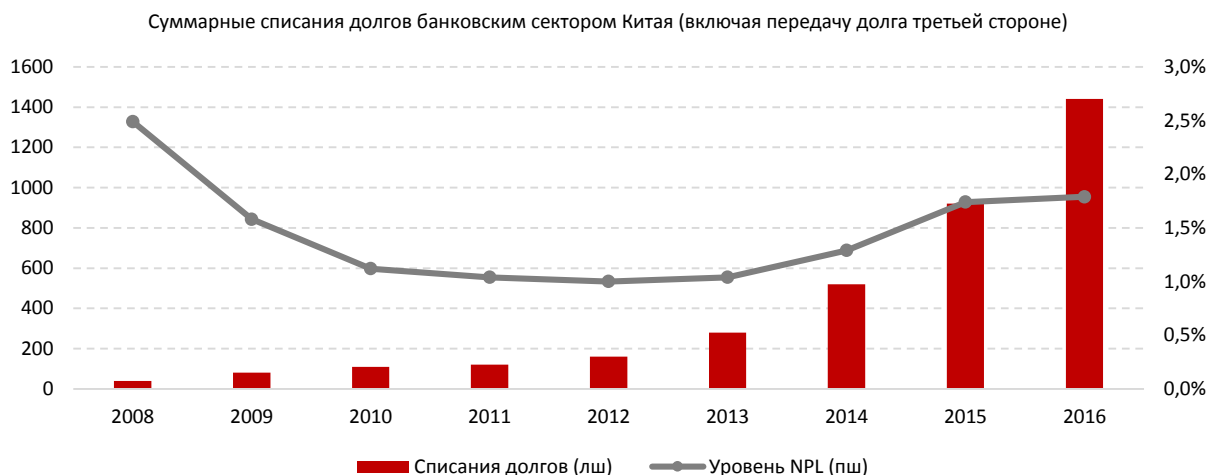


График составлен по данным Bloomberg Intelligence

*NPL представлен как % от всего кредитного портфеля банков

Власти Китая занижают объем плохих долгов в банковском секторе, по мнению специалистов Bloomberg. Официально по состоянию на 2016 г. уровень NPL составляет 1,7%, однако альтернативный расчет предполагает, что эта величина может составлять 10%, что превышает 25% ВВП Китая.

Банки меньшего размера берут дорогие средства из краткосрочных wealth management products (WMP – непосредственно связаны с теневым банкингом)⁵ и межбанковского финансирования – по состоянию на 1к17 объем таких средств равнялся 18,7% всех банковских депозитов, что с учетом величины депозитной базы китайских банков в международном сравнении (см. график ниже) является источником повышенного риска для финансовой системы Китая.

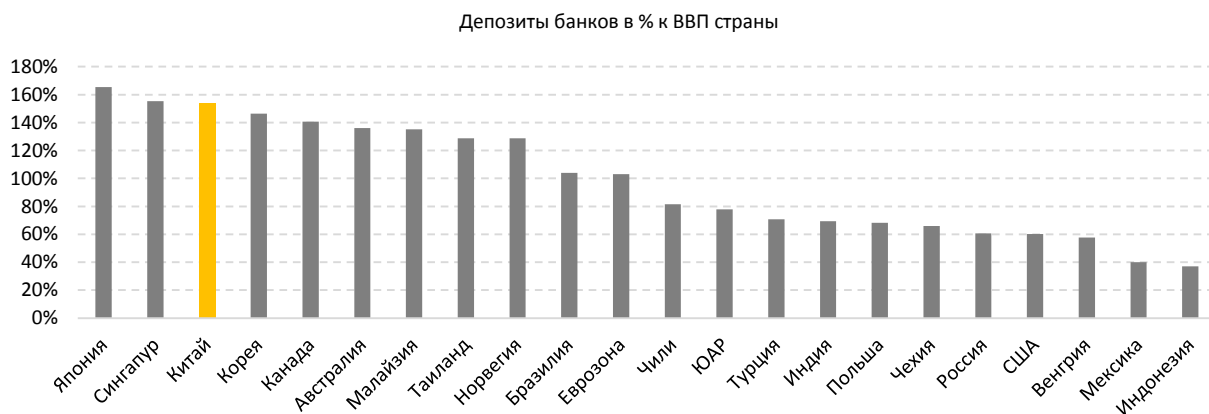


График составлен по данным Bloomberg Intelligence

Краткосрочные продукты wealth management растут быстро, однако меньшими темпами, чем в предыдущие годы. Это стало возможным благодаря более высоким ставкам на денежном рынке (что затрудняет работу операторам теневого банкинга) и более жесткой позиции китайского регулятора. Рост WMPs замедлился до 18,6% г/г в 1к17 по сравнению с 52,6% годом ранее.

⁵ WMP – продукты с более высокой доходностью и более высоким риском, чем депозиты.

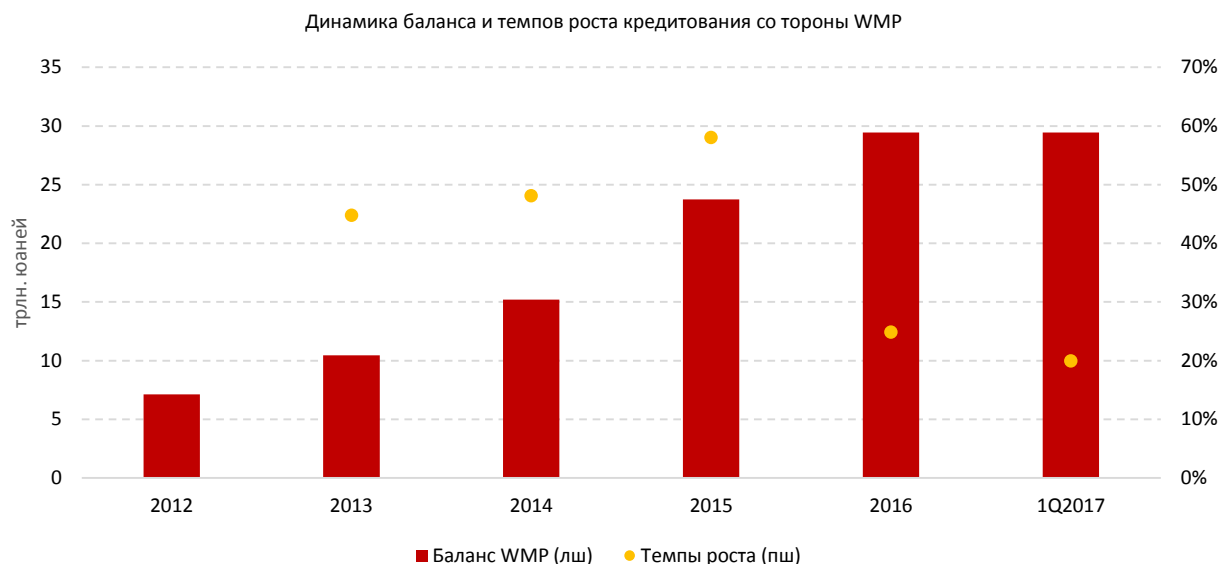


График составлен по данным Bloomberg Intelligence

Источником средств для WMPs служат госбанки Китая, которые большую часть займов ссужают через посредников в виде брокеров и трастов, которые в свою очередь ссужают полученные средства конечным заемщикам. Банки взамен получают гарантированный доход и возможность обойти законодательно установленные требования к заемщикам, нормам резервирования и объемам буфера капитала. Заемщики получают средства под повышенный процент.

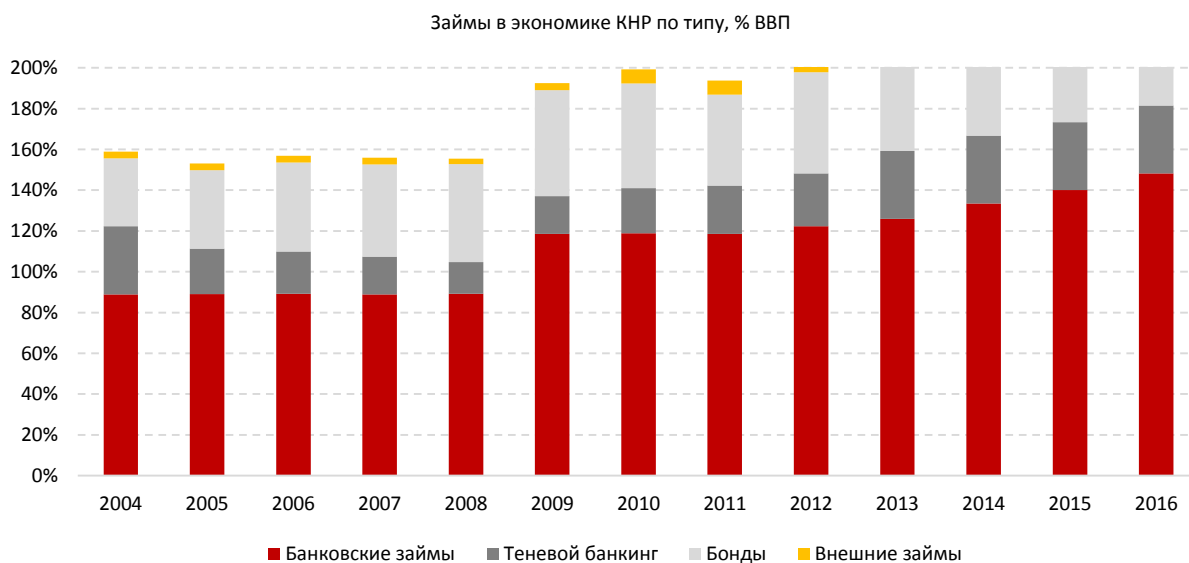


График составлен по данным Bloomberg Intelligence

Издержки по обслуживанию долга, по расчетам специалистов, уже составляют 30% ВВП. МВФ прогнозирует, что ускорение экономического роста за счет дешевых кредитов в ближайшие 5 лет может привести к росту долговой нагрузки китайской экономики до 300% ВВП.

Политика «deleverage» и повышения устойчивости финансового рынка стала приоритетным направлением для китайских властей в новом пятилетнем плане

Динамика индекса Shanghai Composite в 2007-2017 гг.

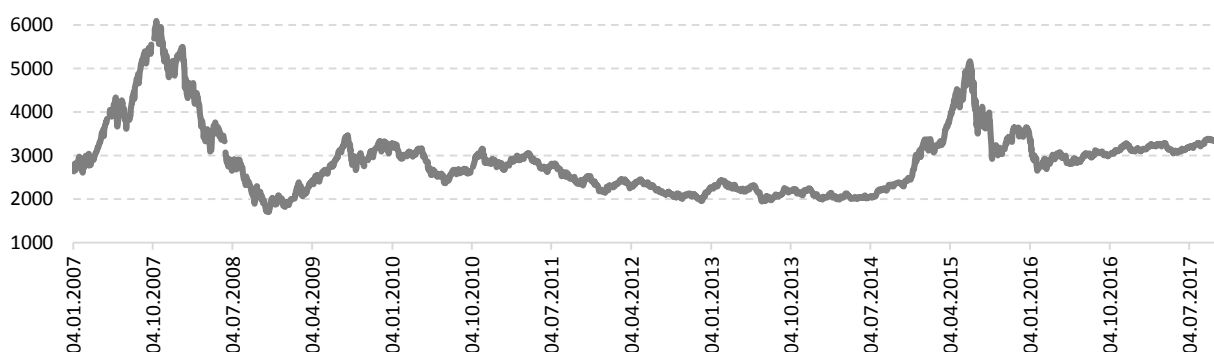


График составлен по данным Bloomberg

Летом 2015г. китайский фондовый рынок пережил крупнейший обвал с осени 2007г.: Shanghai Composite просел за июнь-сентябрь 2015г. на 41%, падение индекса возобновилось в начале 2016г. до стабилизации в феврале того же года. Обвал был вызван лопнувшим пузырем спекулятивной торговли акциями на заемные средства.

Китайские власти только за первые месяцы после обвала рынка потратили почти \$250 млрд. на его поддержание: НБК прокредитовал China Securities Finance Corporation, на которую пришлось львиная доля покупок акций компаний среднего и малого бизнеса; госбанки обязали предоставлять долгосрочные кредиты под низкие ставки компаниям для проведения сделок M&A для повышения привлекательности бумаг компаний; госкомпании обязали повысить дивидендные выплаты и направлять свободные средства на выкуп собственных акций; местным властям и пенсионным фондам разрешили вкладывать до 30% от СЧА в инструменты фондового рынка.

Также были приняты меры, ограничивающие торговую активность крупных рыночных игроков: от владельцев пакетов акций свыше 5% потребовали не продавать активы в течение полугода.

Одновременно властям Китая только за первый год после обвала рынка пришлось потратить почти \$500 млрд. на поддержку юаня: обвал рынка спровоцировал панические настроения и резкий рост недоверия к китайской валюте, которая и так обесценивалась еще до падения рынка.

После обуздания панических настроений и восстановления доверия инвесторов как к фондовому рынку, так и к юаню, власти Китая приступили к ужесточению рыночного регулирования и контролю рисков, связанных с использованием заемных средств.

В августе 2017г. более 1 тыс. фондов и частных лиц было запрещено инвестировать в IPO на срок до одного года во избежание рыночных манипуляций; НБК начал обращать пристальное внимание на нестандартные сделки по передаче прав собственности.

Летом 2017г. был создан Комитет по координации финансового контроля, целью которого является ограничение доступа промышленности к кредитованию. Пока данная мера выразилась лишь в оживлении ставок кредитования на межбанковском рынке, сам же объем кредитования в китайской экономике продолжил увеличиваться – рост в июле на 13,2% г/г.

Правительство Китая ввело ограничения на зарубежные инвестиции для госкомпаний – они не могут вкладываться в отрасли, прямо не связанные со сферой деятельности компаний. Позднее Правительством будет опубликован список секторов, вложения в которые будут запрещены.

Минфин Китая запустил программу по замене дорогого в обслуживании краткосрочного долга более дешевым долгосрочным для местных правительств, на которые в 2016г. приходилось долгов в размере 23% ВВП. Данная мера позволила снизить риск по долгу в объеме \$1,5 трлн. и ставку с 6% до 4,35%.

Аналогичная программа была запущена и для корпоративного сектора, однако оказалась мало востребованной, т.к. банки неохотно участвовали в ней, а возросшие корпоративные прибыли снизили остроту проблемы.

На текущий момент рано говорить о долгосрочном эффекте мер «deleverage» в экономике Китая, т.к. все они были приняты в сравнительно недавнем прошлом, однако «пожарные» меры стабилизировали фондовый рынок и привели к его плавному восстановлению

Переориентация на потребности внутреннего рынка и повышение производительности труда – наиболее вероятный ответ Китая на структурный вызов экономике

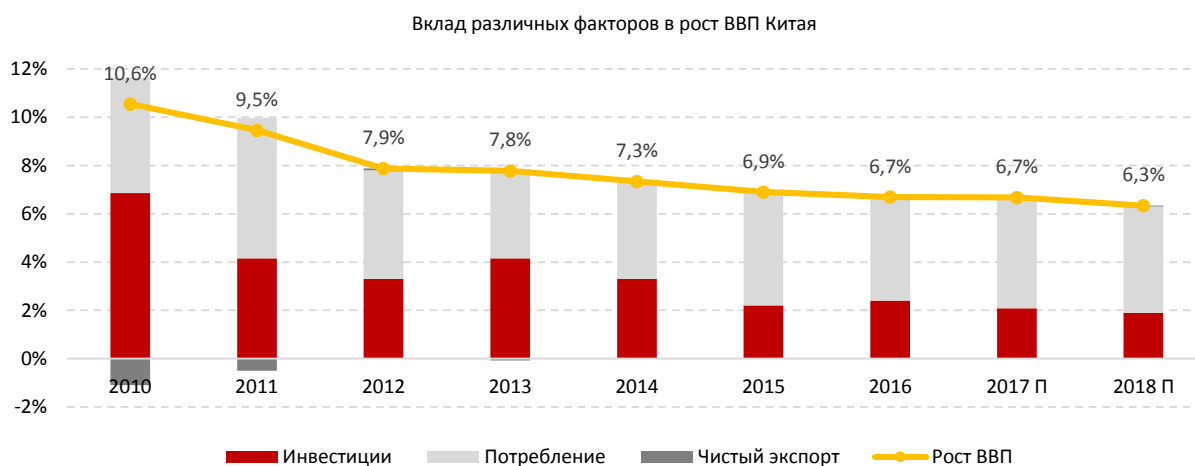


График составлен по данным Bloomberg Intelligence

Доля потребления домохозяйств в ВВП Китая выросла с 36% в 2010г. до 38% в 2015г. Новый, 13-й по счету пятилетний план (2016-2020гг.), ставит целью «значительный» рост доли потребления в ВВП.

Вклад инвестиций в рост китайской экономики снижается с течением времени, несмотря на значительную долю инвестиций в ВВП Китая, в т.ч. и по международным меркам.

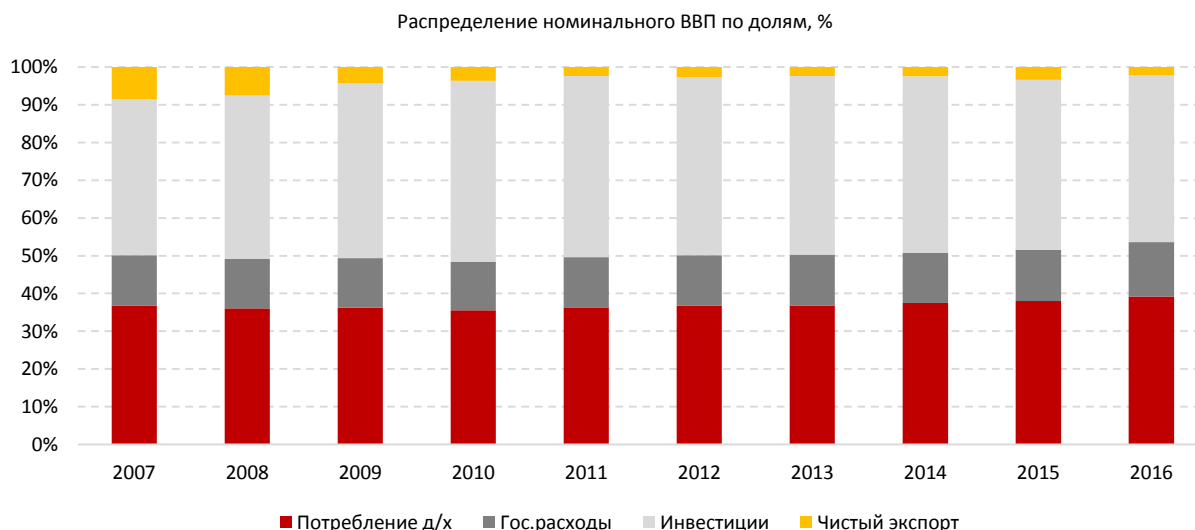


График составлен по данным Bloomberg Intelligence

Неблагоприятные демографические изменения в Китае представляют серьезный риск для дальнейшего роста ВВП страны и определяют необходимость повышения производительности труда

Динамика населения Китая по возрастным группам



График составлен по данным Bloomberg Intelligence

Китай сталкивается с устойчивым снижением доли населения в трудоспособном возрасте, численность населения в трудоспособном возрасте в абсолютном выражении в последние годы также снижается, что делает возможным дальнейший экономический рост только при условии повышения производительности труда.

Население Китая стремительно стареет: если 30 лет назад на одного пенсионера приходилось до 5 человек в трудоспособном возрасте, то сегодня уже менее 4-х человек. С учетом низкого уровня социальной поддержки пенсионеров в Китае, стареющее население все больше будет тянуть ВВП страны вниз. Ответом на данный вызов может быть повышение производительности труда.

Гендерное распределение населения Китая



График составлен по данным Bloomberg Intelligence

Продолжавшаяся много лет политика «одна семья – один ребенок» привела к перекосу в гендерной структуре населения, который, в конечном итоге, несет угрозу для будущего роста ВВП страны. Поскольку в семьях старались завести мальчиков, в гендерной структуре населения Китая традиционно преобладают мужчины: в 2016г. мужчин в стране было больше, чем женщин, на 33,5 млн.чел. Очевидно, подобный перекося ведет к снижению рождаемости в Китае, что в условиях стареющего населения и сокращения численности трудоспособных ставит под вопрос устойчивость роста ВВП.

Динамика безработицы в Китае 2007-2017гг.

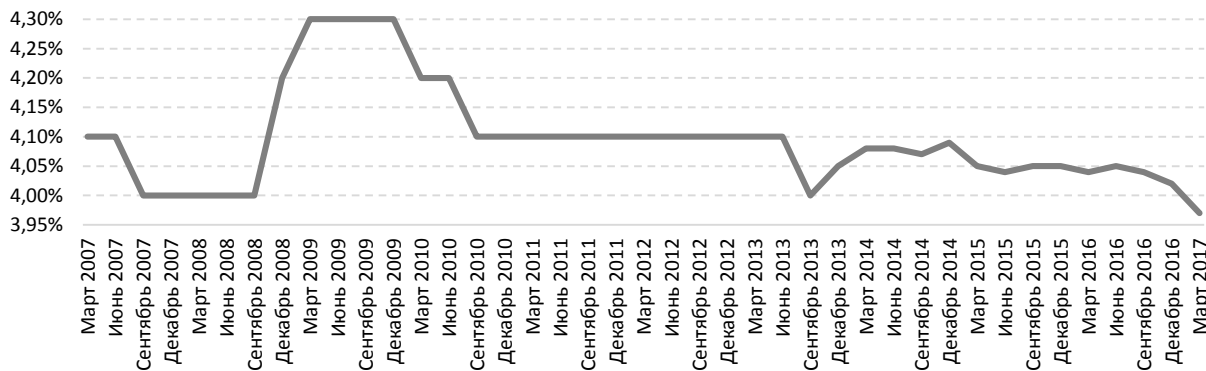


График составлен по данным Bloomberg Intelligence

Рост безработицы удастся сдерживать не только по причине падения численности населения в трудоспособном возрасте, но и благодаря опережающему росту сферы услуг. Несмотря на то, что сокращение неэффективных производств должно оставить без работы от 1,8 до 6 млн. человек только в 2015-2020гг., властям Китая пока удается удерживать безработицу на невысоких уровнях.

Динамика реального выпуска по секторам экономики КНР

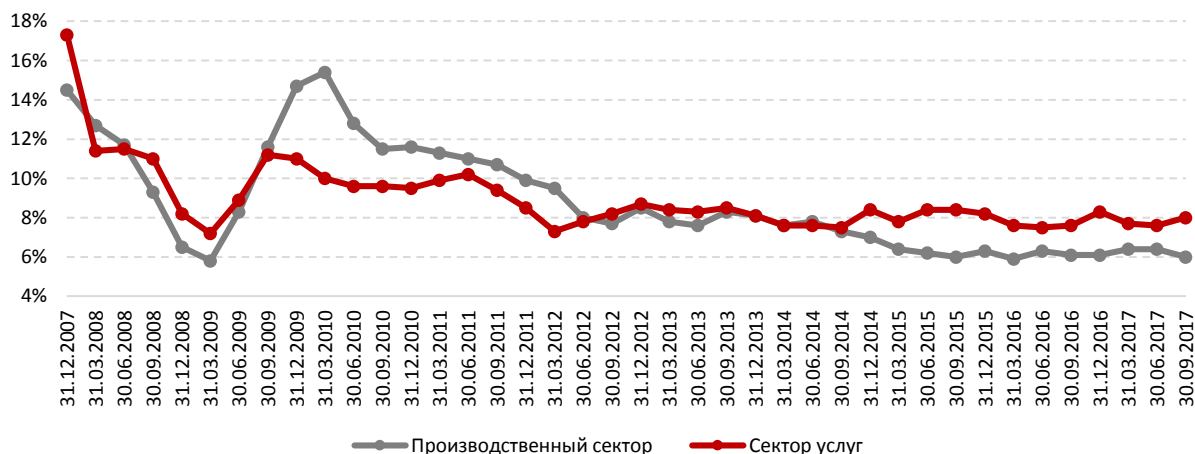


График составлен по данным Bloomberg Intelligence

Активный рост внутреннего потребления в Китае пока не стал реальностью

Динамика реальных располагаемых доходов и розничных продаж в Китае в 2014-2017 гг.

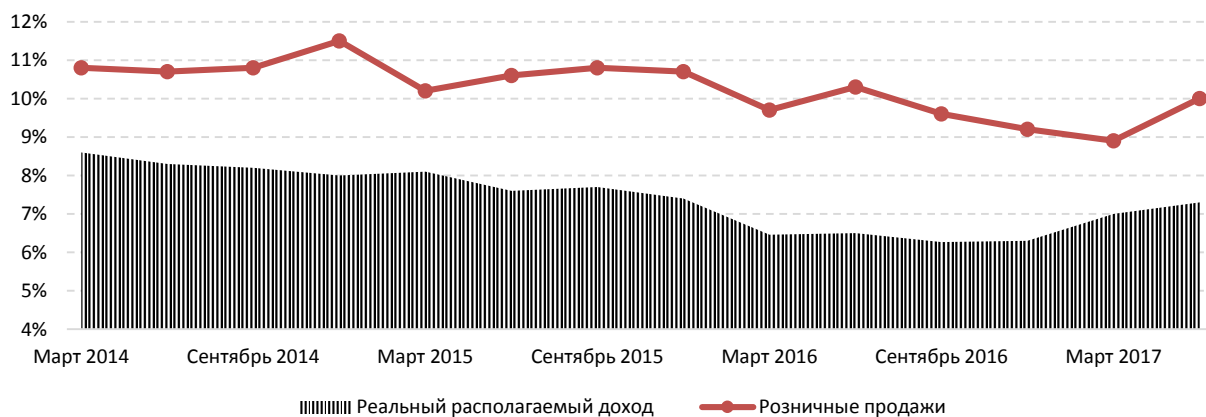


График составлен по данным Bloomberg Intelligence

В последние годы в Китае сложился понижательный тренд в динамике реальных располагаемых доходов населения. Эксперты прогнозируют, что реальное потребление домохозяйств покажет по итогам 2017г. рост в 9,1% г/г, в следующем году рост будет уже ниже - 8,3% г/г.

Динамика розничного кредитования и продаж автомобилей в Китае

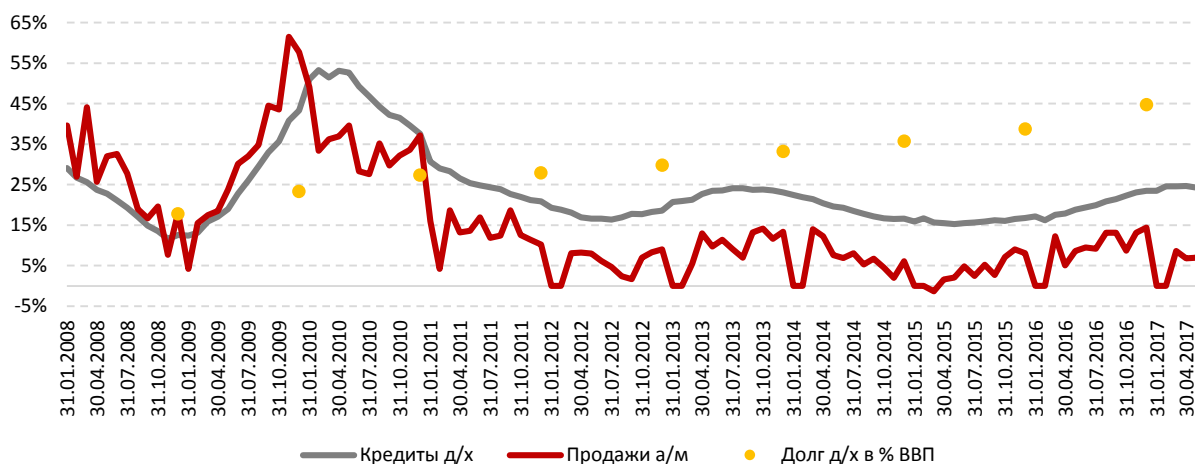


График составлен по данным Bloomberg Intelligence

Потенциал для роста потребительского кредитования в Китае ограничен, на конец 2016г. величина совокупного долга домохозяйств достигла почти 45% ВВП. Почти 70% задолженности домохозяйств приходится на ипотеку, что в условиях практически непрерывного роста цен на недвижимость резко ограничивает возможность потребителей делать новые займы.

В долгосрочной перспективе рост потребительских расходов будет снижаться по мере снижения темпов роста доходов и потенциального ВВП, а также роста расходов на обслуживание долгов. Специалисты Bloomberg ожидают, что вклад внутреннего потребления в рост экономики составит 4,6% по итогам 2017г. и 4,3% по итогам 2018г. Вклад инвестиций в рост экономики будет заметно ниже - лишь 2,2% в текущем году и 1,9% в 2018г.

Китайские перемены: каковы перспективы для российской экономики?

Снижение темпов роста ВВП в различных странах мира при замедлении экономики Китая на 1%

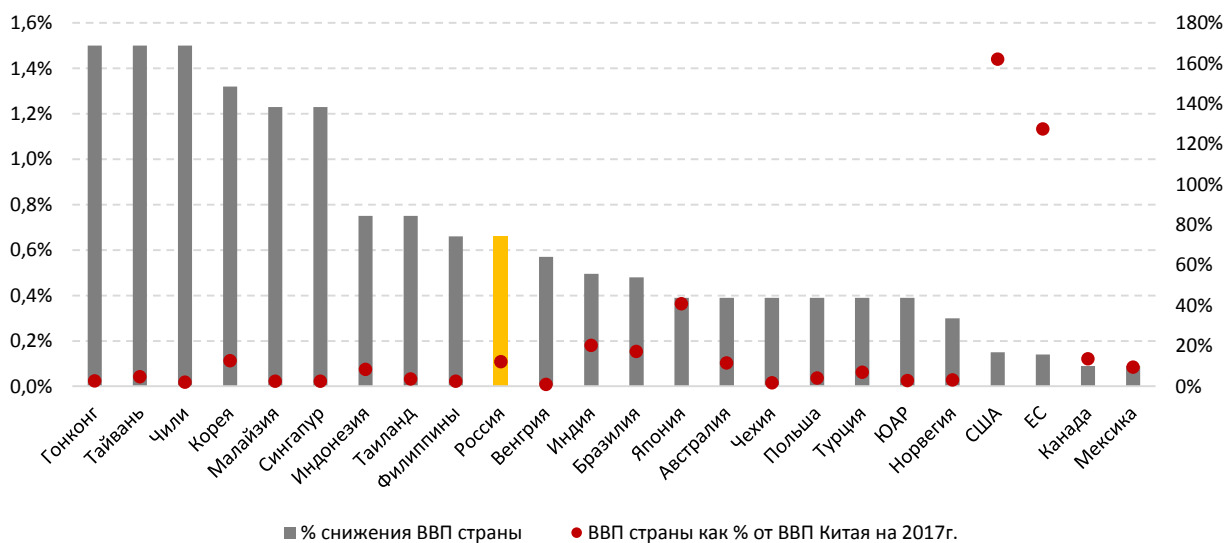


График составлен по данным Кноета и газеты «Ведомости»

В ближайшие годы ВВП России может терять по 0,7% ВВП в случае, если темпы роста ВВП Китая упадут на 1%, для этого достаточно сокращения инвестиций в китайской экономике в течение четырех кварталов.

Всплеска спроса на сырую нефть со стороны Китая не будет: Национальная комиссия по развитию и реформам прогнозирует в 13-й пятилетке ежегодный рост спроса на сырую нефть в Китае на уровне в среднем 1,5%, что почти в 3 раза ниже уровня 2011-2015гг. Комиссия прогнозирует стабилизацию спроса на нефть в период 2017-2020гг. – рост потребления нефти в этот период будет близок к нулевой отметке.

Российских угольных производителей и металлургов ждет рост мировых цен на продукцию, т.к. до 2020г. Китай продолжит масштабные сокращения избыточных мощностей в угольном и металлургическом секторах. По состоянию на сентябрь 2017г., экспорт российского угля в Китай вырос на 83% в годовом выражении.

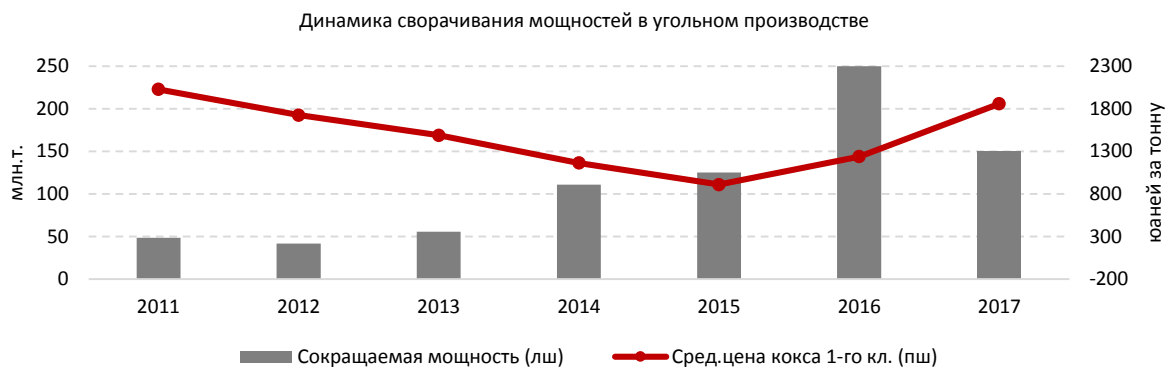


График составлен по данным Bloomberg Intelligence

Прогнозы по Китаю на ближайшее будущее

ВВП Китая будет расти замедляющимися темпами: в 2017г. ожидается рост на уровне 6,7%, рост по итогам 2018г. будет чуть ниже – 6,3%. Такие значения ожидают специалисты Bloomberg в новом улучшенном прогнозе по китайской экономике.

Инвестиции в производственном секторе покажут небольшой рост, в инфраструктурном строительстве стабилизируются, а в секторе недвижимости в долгосрочной перспективе будут падать: рост инвестиций замедлится до 4,9% по итогам 2017г. и до 4,3% по итогам 2018г. Росту инвестиций в производстве будет способствовать снижение ставок по займам и оживление мирового спроса. Инвестиции в недвижимость вырастут на 3,7% г/г по итогам текущего года и на 1% г/г в следующем году.

Прогнозируется оживление экспорта в текущем году до 5% г/г благодаря более сильному мировому спросу и более слабому эффективному обменному курсу юаня. Вклад чистого экспорта в ВВП останется близким к нулю.



График составлен по данным Bloomberg Intelligence

Импорт в текущем году вырастет на 10% г/г благодаря благоприятному эффекту базы сравнения, уверенному внутреннему спросу и возрастающему экспорту. В 2018г. импорт может сжаться на фоне падения темпов роста ВВП.

Инфляция останется на невысоком уровне – порядка 1,7% в 2017г. и 1,9% в 2018г. Основной вклад в снижение инфляции в 2017г. внесли продовольственные товары, цены на которые снижались в начале года. Низкий уровень инфляции в Китае вызывает некоторое беспокойство у аналитиков, поскольку сигнализирует о затухании экономической активности.

Динамика ИПЦ Китая и ставок НБК и ФРС в 2010-2017 гг.

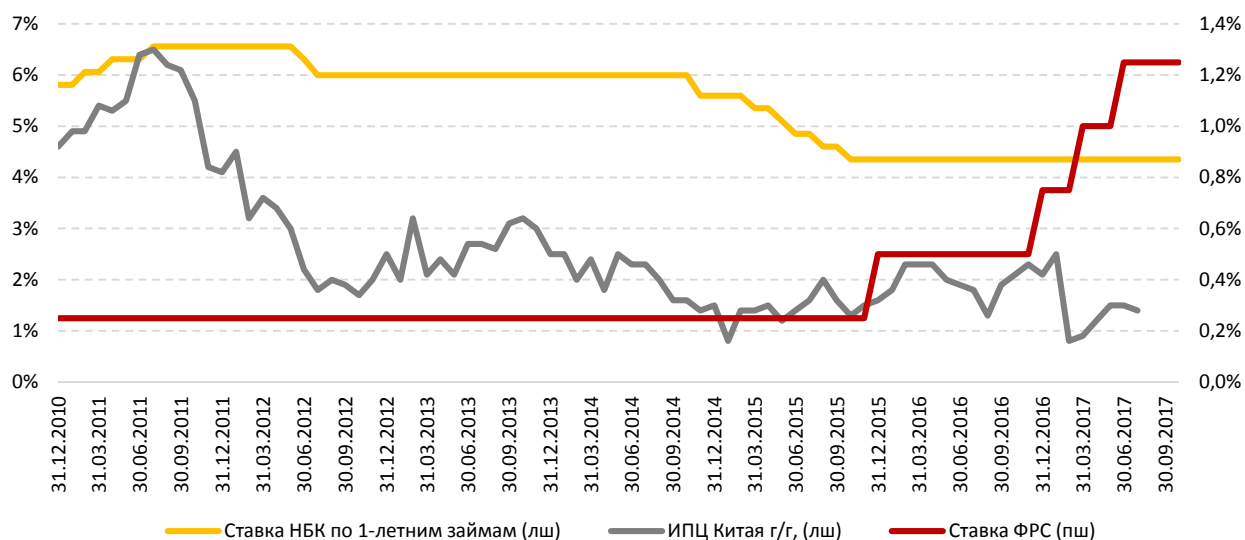


График составлен по данным Bloomberg Intelligence

Народный банк Китая сосредоточится на недопущении роста закредитованности экономики, снижении оттока капитала и поддержании инфляции на умеренном уровне. Банк в обозримом будущем будет переходить от стимулирующих мер к контролю за финансовыми рисками. Слишком высокое повышение ставки Банком будет ограничено сильной долговой нагрузкой экономики. Специалисты Bloomberg прогнозируют, что НБК будет повышать ставку на 10 б.п. при повышении ФРС ставки на 25 б.п., что приведет к суммарному повышению ставки на 20 б.п. по итогам 2017г. и на 30 б.п. по итогам 2018г.

ЗВР Китая в 2002-2017гг., \$ млрд.

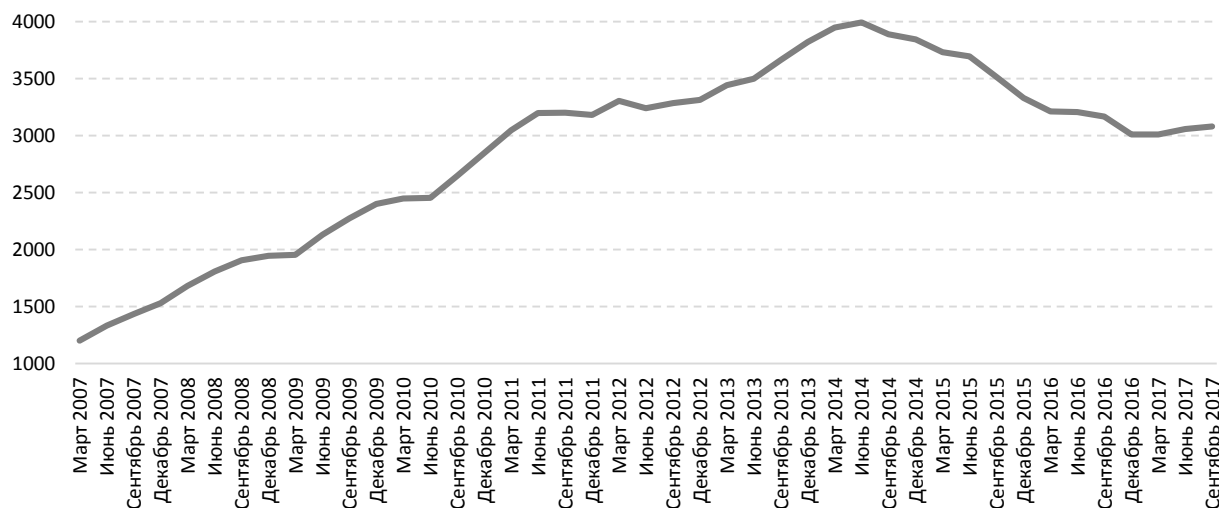


График составлен по данным Bloomberg Intelligence

Китай сможет использовать фискальные стимулы на уровне 10% ВВП в обозримом будущем благодаря переходу золотовалютных резервов от продолжительно падения к умеренному росту.

Таким образом, прогноз по ключевым макропараметрам китайской экономики до конца 2018г. можно считать благоприятным как для самого Китая, так и для других стран: ВВП, производство, инвестиции и внешнеторговая деятельность КНР продолжат расти, пусть и убывающими темпами; Россию ожидает стабильный спрос на нефть со стороны 2-го по величине потребителя в мире, а российских металлургов и угольщиков ждет рост цен на производимую продукцию благодаря сокращению масштабов данных отраслей в Китае. Мы считаем, что в сложившихся условиях меры государственной поддержки экономики Китая реализуемы и достаточны для того, чтобы избежать «жесткой посадки» в перспективе ближайших 2-3 лет.

В долгосрочной перспективе уже не все так однозначно: переход к экономике потребления будет тормозиться очень слабым прогрессом в повышении эффективности госпредприятий и госинвестиций, большой объем плохих долгов будет отягчающим обстоятельством в данной ситуации. Проблема плавности перехода от одной модели роста экономики к другой по сути сводится к эффективности инвестиций – либо капитал будет направлен в рост производительности труда в структуре производства, оптимальной для внутреннего потребителя (а не экспортных рынков), либо национальные резервы будут «проедены» тратами на социальные проекты, строительство доступного жилья и инфраструктуры, и, как следствие, будет потеряно драгоценное время, необходимое для перестройки национальной экономики и удержания конкурентных позиций на мировом рынке. Время покажет, каким путем пойдет Китай.