

## Экономика КНР: прежняя модель роста истощила свой потенциал

Китай, бывший последние двадцать лет локомотивом мирового роста, начинает всё сильнее замедляться. Судя по последним данным, китайское экономическое чудо близко к завершению, и, более того, страна стоит на пороге необходимости серьёзной трансформации экономики.

Рост экономики Китая продолжает замедляться. Реальный ВВП по итогам прошлого года увеличился на 6,6% (минимум с 1990 г.), а рост за 2017 г. был пересмотрен с 6,9 до 6,8%. Даже такие темпы превосходят среднемировые более чем вдвое, но в экономике Китая не всё так гладко, как может показаться при поверхностном взгляде на ВВП.



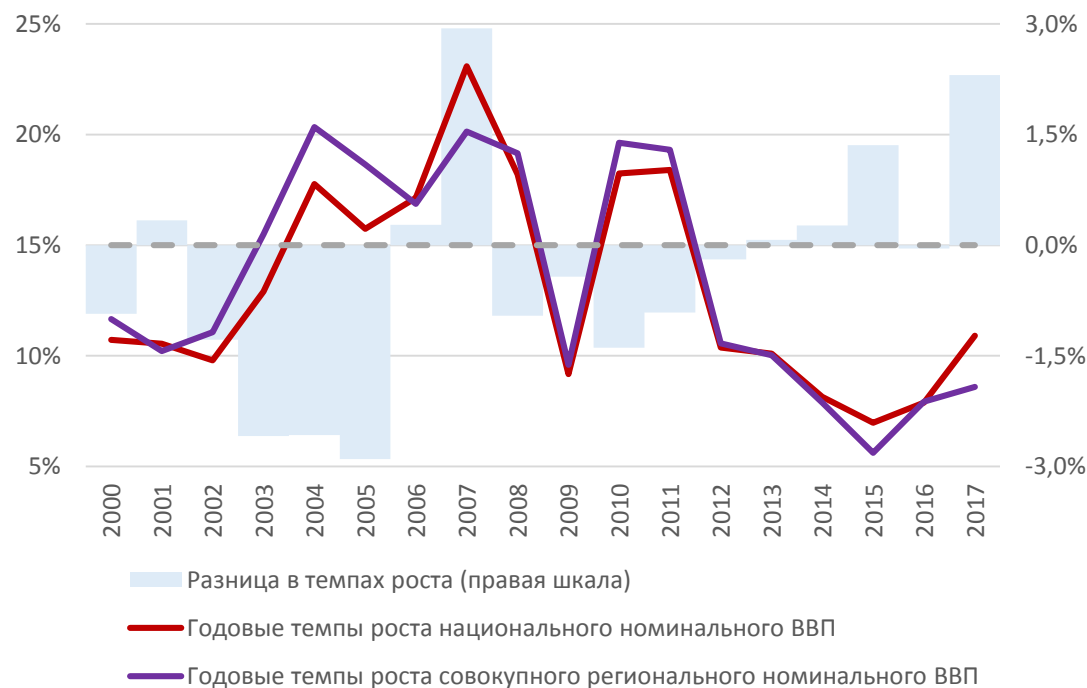
Источник: National Bureau of Statistics of China

## Проблема китайской статистики

Китайская экономическая статистика имеет несколько особенностей, которые заставляют относиться к ней не так как к западной. Самые большие отличия касаются такого популярного экономического индикатора как Валовой внутренний продукт. В Китае ожидаемые темпы роста ВВП на следующий период обсуждаются на уровне центрального и региональных правительств и являются больше ориентиром для руководства провинции, от выполнения которого зависят её отношения с центром, чем результирующим показателем. Поэтому региональные правительства заинтересованы как стимулировать неэффективную деятельность, приводящую к росту ВВП, так и просто приписывать себе повышенные темпы роста.

Наиболее ярко такая особенность проявляется в сравнении официальных данных по национальному и региональному ВВП. За последние двадцать лет расхождения между номинальным ВВП КНР и совокупным ВВП всех его провинций колебались в пределах  $\pm 3\%$ . Например, в 2017 г. рост национального ВВП составил 10,9%, совокупного регионального – 8,6%. В частности, ВВП Внутренней Монголии упал на 11%, и это, скорее всего, отражает то, что центральные власти заставили провинцию ликвидировать приписки к ВВП прошлых лет.

Различия в темпах роста национального и регионального номинального ВВП

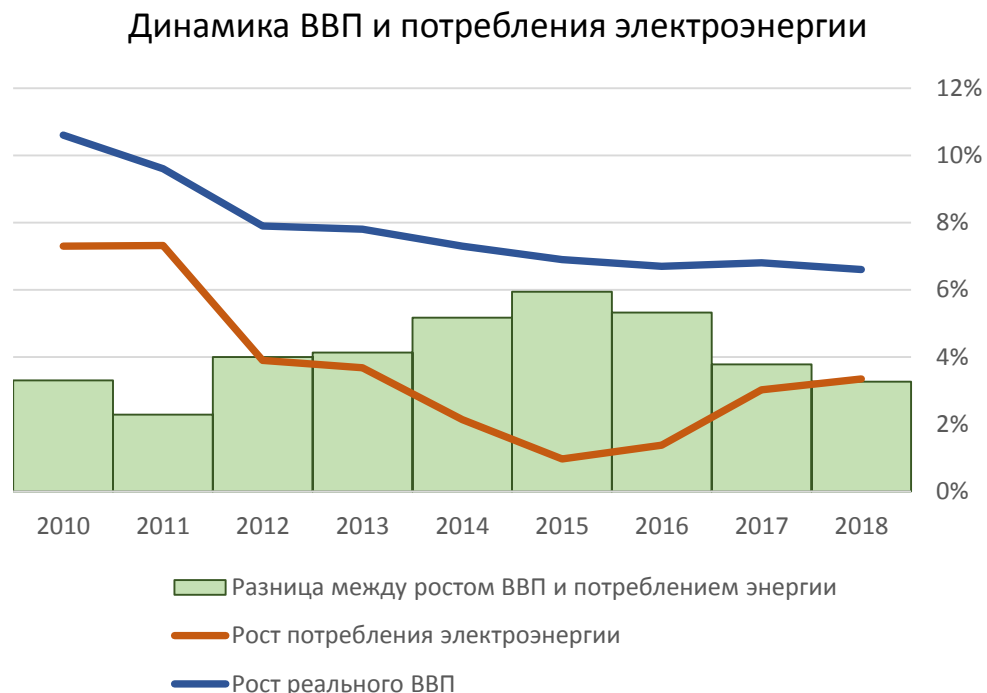


Источник: National Bureau of Statistics of China

Таким образом, при расчёте национального ВВП Китая статистики пытаются нивелировать искажения региональных показателей, но база для расчётов всё равно получается слишком ненадёжной. По оценкам экспертов реальная величина ВВП КНР может быть на 12% ниже официально заявленного<sup>1</sup>.

Поэтому к китайской статистике следует относиться с осторожностью; дело даже не в том, что она не точно отражает действительность, просто в КНР статистика используется для других целей, и особенно это относится к ВВП.

При сравнении ВВП и потребления электроэнергии, которую часто используют как более адекватный инструмент оценки экономики, явных диссонансов не замечено. До 2015 г. потребление энергии замедлялось заметно сильнее, чем ВВП, но затем ситуация исправилась – или статистики подправили цифры, или экономика Китая стала менее энергоэффективной.



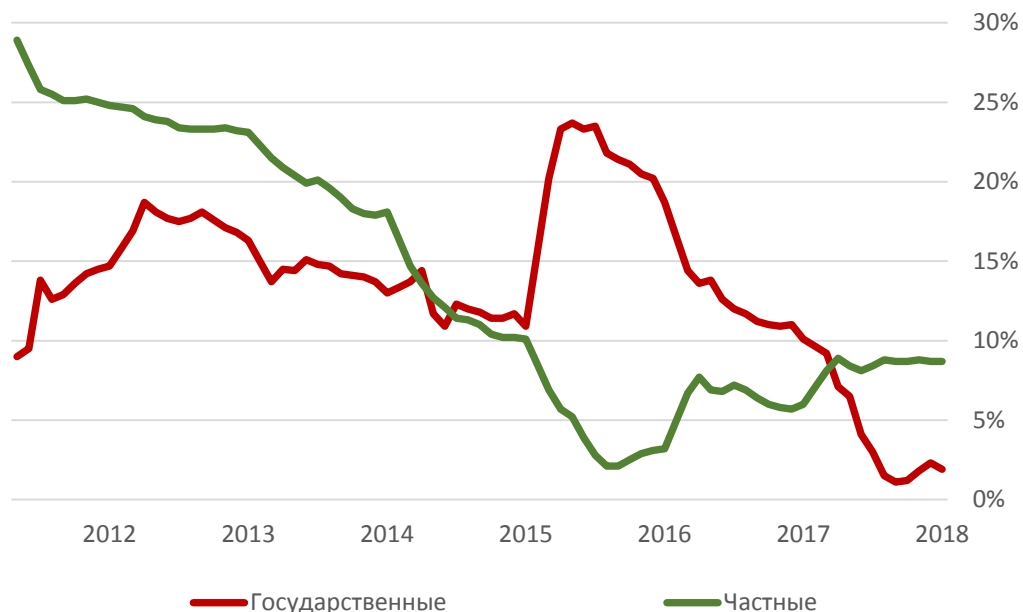
Источник: National Bureau of Statistics of China

<sup>1</sup> Исследование Института Брукингса, основанное на анализе региональных показателей и собираемости НДС, март 2019 г. (A Forensic Examination of China's National Accounts: <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2019/03/BPEA-2019-Forensic-Analysis-China.pdf>)

## Падение прибыли и инвестиций

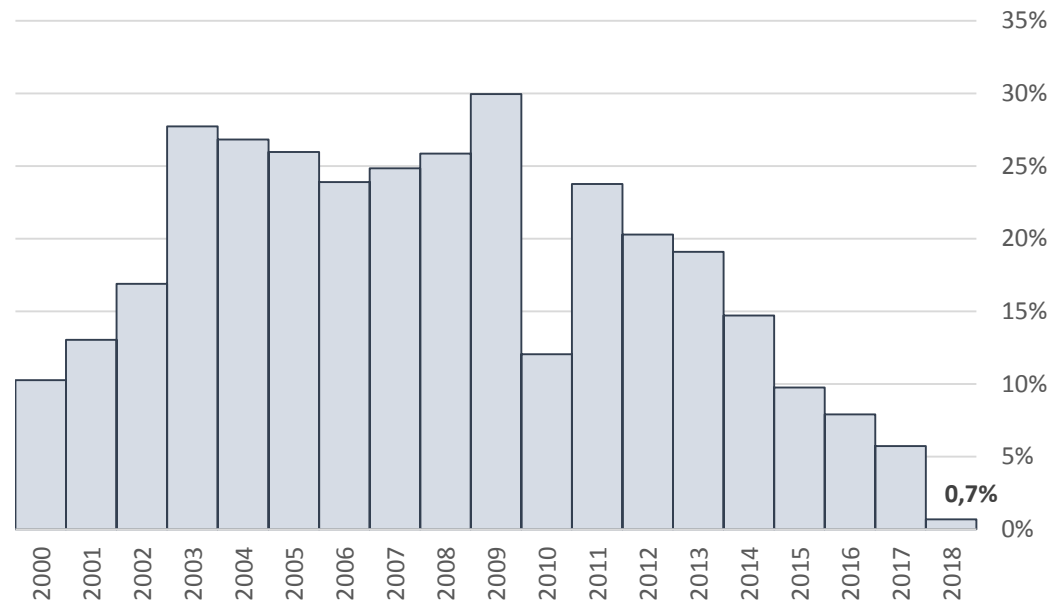
2014-16 гг. были непростым временем для частного китайского бизнеса. На фоне вялого спроса прибыль практически не росла, и корпоративные инвестиции в основной капитал резко замедлили свой рост. Правительство решило поддержать инвестиции государственными деньгами, более чем в два раза увеличив норму инвестиций. И параллельно с этим убедить частные компании вкладывать деньги в страну (в то время наблюдался и сильный отток капитала).

Динамика частных и государственных инвестиций в основной капитал (изменение по сравнению с аналогичным месяцем предыдущего года)



Источник: National Bureau of Statistics of China

Динамика совокупных инвестиций в основной капитал<sup>2</sup>

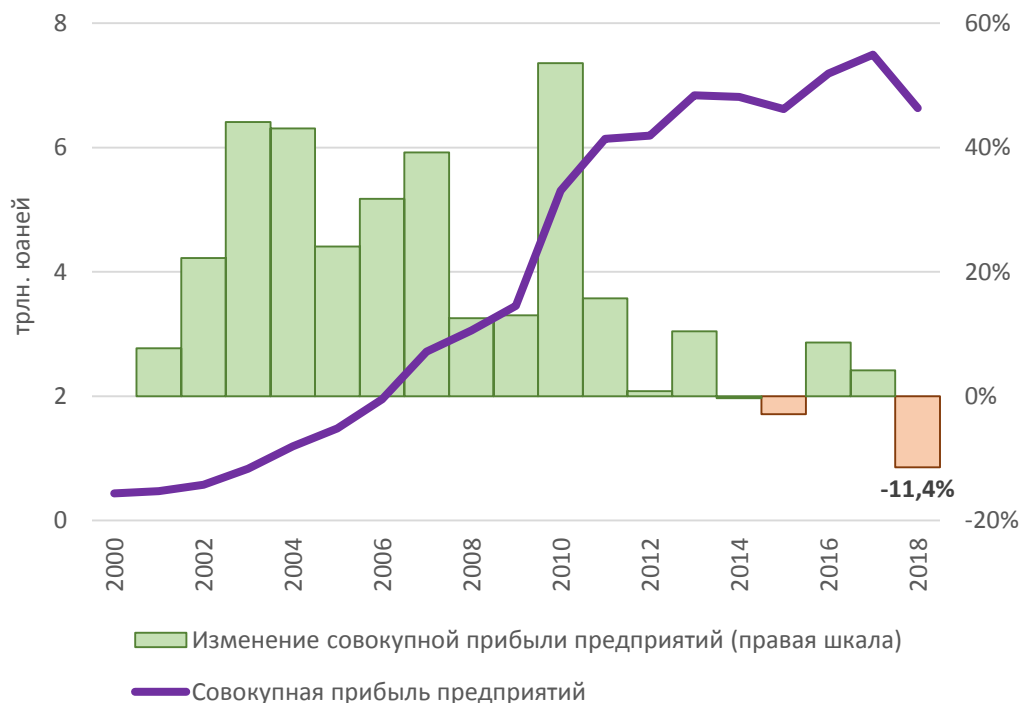


Источник: National Bureau of Statistics of China

<sup>2</sup> Расхождение в этом и предыдущем графике демонстрирует проблемы с китайской статистикой, где альтернативные показатели часто не совпадают между собой.

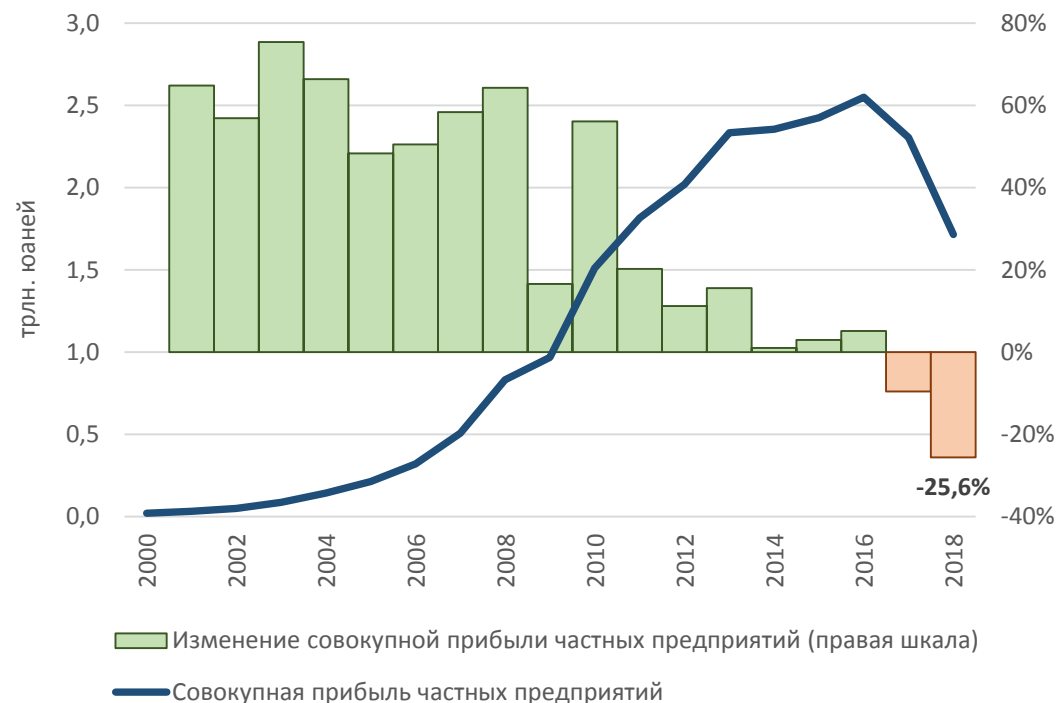
Судя по данным прошлого года правительство своей цели достигло, частные инвестиции вышли на стабильный уровень 8-9% годового роста. Однако прибыль частных компаний при этом продемонстрировала впечатляющее падение, обвалившись в 2018 г. на четверть. Государственные инвестиции при этом практически стагнируют, так что рост совокупных инвестиций по итогам 2018 г. составил всего лишь 0,7%.

Чистая прибыль компаний нефинансового сектора



Источник: National Bureau of Statistics of China

Чистая прибыль частных компаний нефинансового сектора

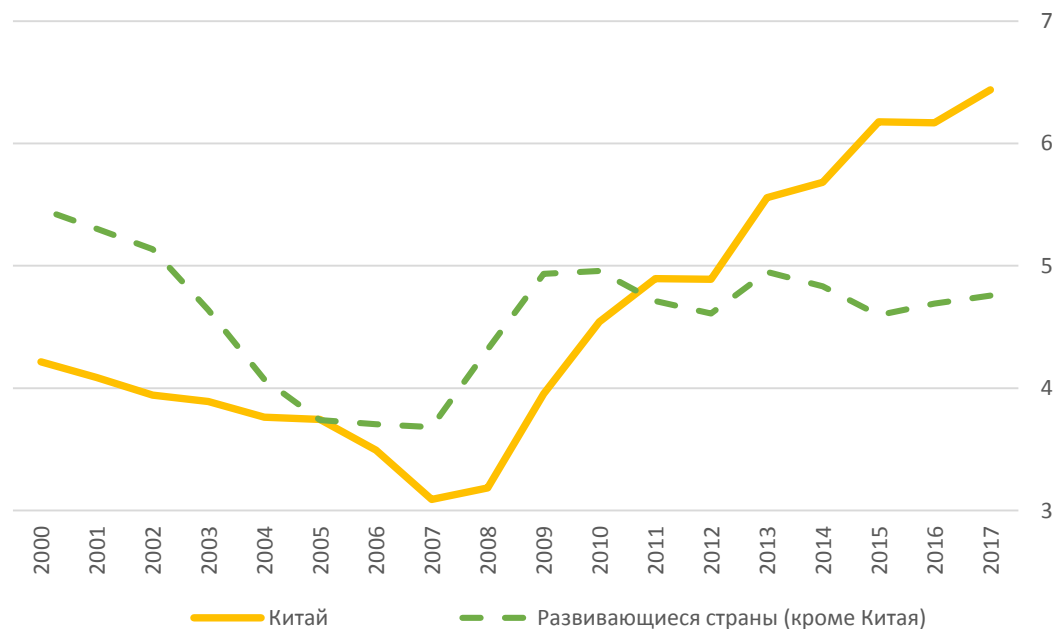


Источник: National Bureau of Statistics of China

Особенность китайской экономики последних десятилетий заключалась как раз в том, что норма инвестиций была чрезвычайно высока. Когда Китай превращался из страны третьего мира в промышленную державу высокие инвестиции были оправданы. Экономика росла настолько быстрыми темпами, что даже неэффективные инвестиции не были большой проблемой. Но сейчас ситуация изменилась, и прежняя концепция роста уже не работает.

Отношение доли инвестиций в основной капитал в ВВП к росту ВВП (в среднем за последние три года)

Оценить эффективность инвестиций можно с помощью отношения доли инвестиций в основной капитал в ВВП к росту ВВП<sup>3</sup>. Чем больше этот показатель, тем меньше ВВП создаёт каждый условный доллар инвестиций. До начала 2010 гг. эффективность вложений Китая была в среднем выше, чем у развивающихся стран. Но затем последние сумели удержать эффективность на стабильном уровне, а показатель Китая продолжал уверенно расти, приближаясь к значениям развитых стран (в среднем около 7,5).



Источник: World Bank, расчёты Standard Capital

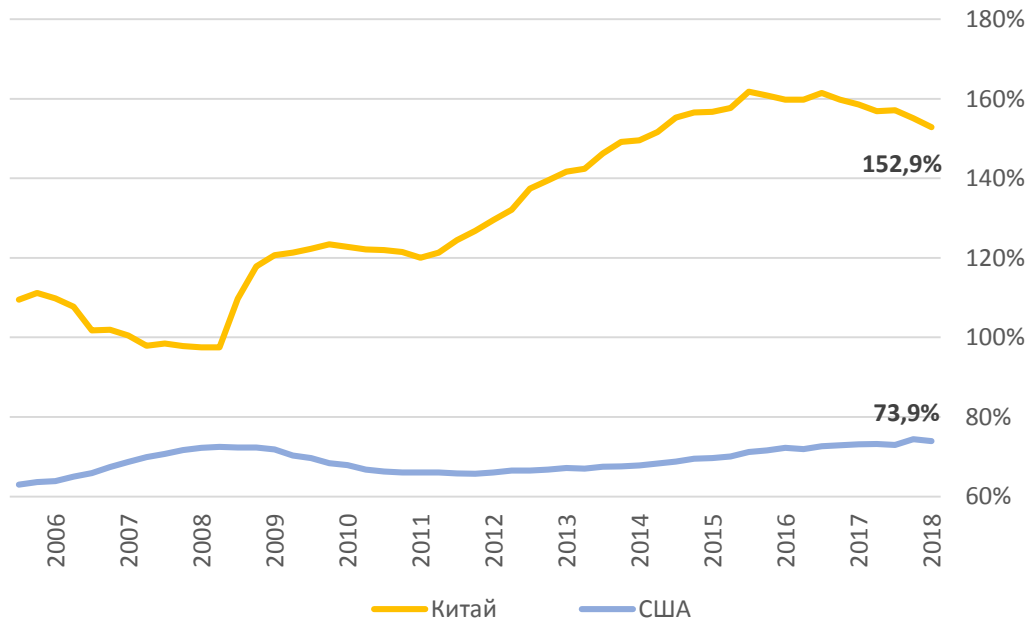
<sup>3</sup> Этот показатель называется ICOR (Incremental capital-output ratio), коэффициент прироста капитала.

## Снижение корпоративной кредитной нагрузки

Для борьбы с кризисом 2008 г. Китай избрал путь интенсивного кредитного стимулирования. Объём кредитной задолженности нефинансовых компаний принялся быстро расти. Но в последние годы рост не только приостановился, но и повернул вспять, достигнув трёхлетнего минимума.

С одной стороны, чрезмерное корпоративное кредитование было одной из самых уязвимых мест экономики Китая, объём кредитов к ВВП вдвое превосходил аналогичный показатель США. С другой, сокращение кредитной нагрузки происходит в непростой обстановке падения прибыли и роста доли плохих долгов. Безнадёжные кредиты достигли десятилетнего максимума (1,89%), доля проблемных ссуд около 3,2%. Сумма номиналов облигаций, по которым был допущен дефолт, в 2018 г. составили свыше 110 млрд. юаней, что вчетверо больше значения 2017 г.

Кредит нефинансовым компаниям, % от ВВП  
(включая долговые ценные бумаги)



Последние значения за третий квартал 2018 г.

Источник: Bank for International Settlements

Доля безнадёжных кредитов коммерческих банков Китая  
к общей сумме кредитов и сумма дефолтов по облигациям

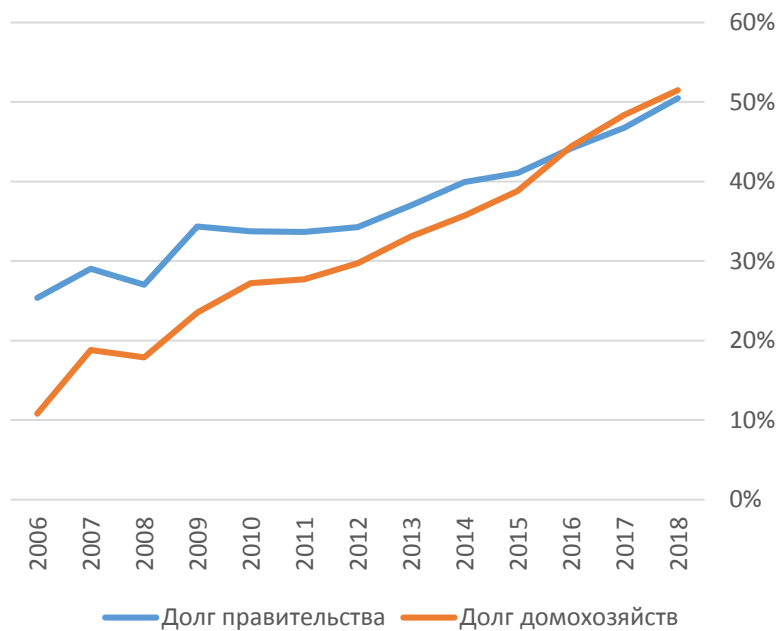


Последнее значение за четвёртый квартал 2018 г.

Источник: China Banking and Insurance Regulatory Commission

Долги правительства и домохозяйств растут прежними темпами, но по меркам развитых стран они всё ещё невысоки, и особой опасности для экономики не представляют.

Долг правительства и домохозяйств, % от ВВП



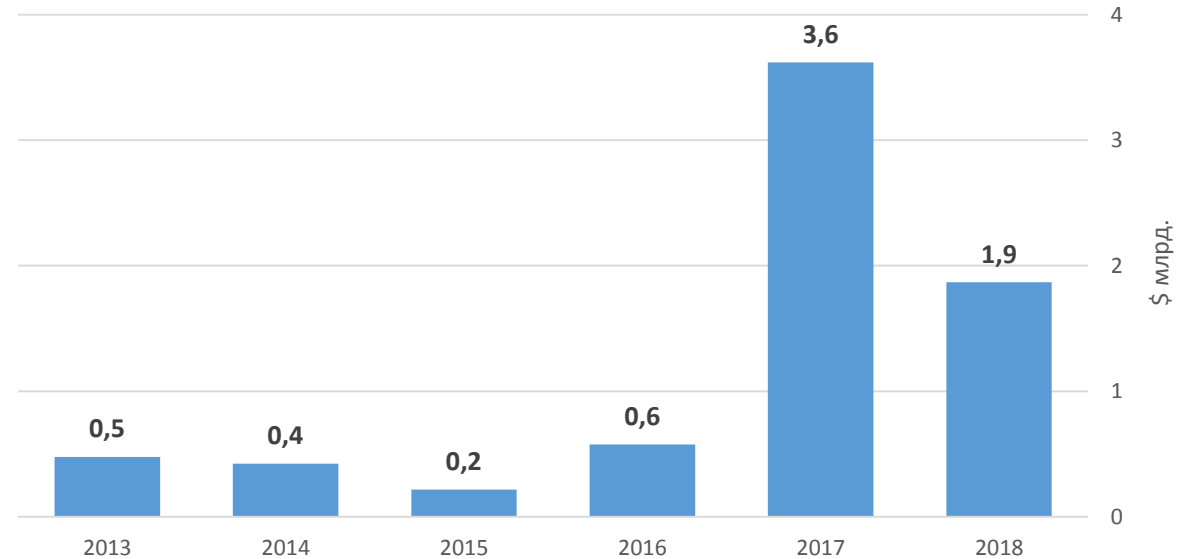
Источник: Bank for International Settlements

## Запрет майнинга

Криптовалюты, более 70% которых добывается в Китае, беспокоят власти этой страны как инструмент оттока капитала. Операции с криптовалютами не поддаются учёту и контролю, и вывести с их помощью средства за рубеж очень легко. Поэтому в апреле этого года власти КНР решили запретить майнинг криптовалют.

По сравнению с реальными цифрами оттока капитала майнинг криптовалют очень мал. Например, за 2017 г. в Китае было намайнено биткоинов на \$3,6 млрд. С учётом того, что капитализация всех остальных криптовалют вместе взятых меньше, чем у биткоина, то общая сумма добытых китайскими майнерами криптовалют в 2017 г. вряд ли превышает \$7 млрд. В то время как в 2015-16 гг. отток капитала по платёжному балансу составлял по \$400 млрд. в год.

Объём добытых в Китае биткоинов в средних годовых ценах



Источник: CoinMarketCap



## Угроза двойного дефицита

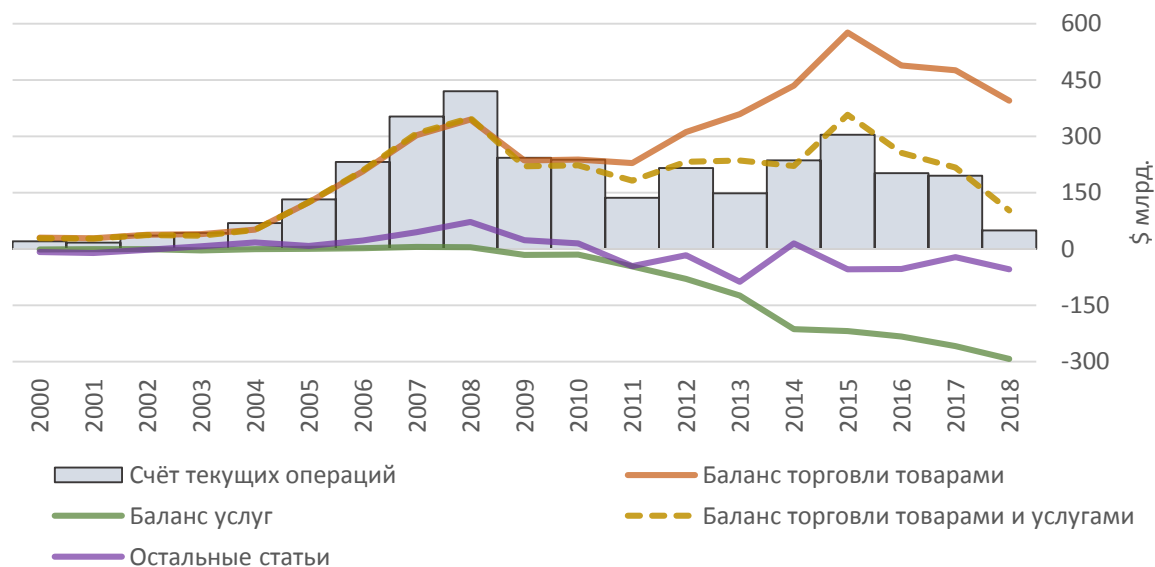
Впервые в этом веке квартальное значение счёта текущих операций Китая побывало в отрицательной зоне (первый квартал 2018 г, -\$9,7 млрд.). А по итогам года счёт текущих операций опустился до невиданной с 2003 г. цифры – \$49 млрд.

В снижении текущего счёта виноваты оба его основных компонента. Баланс торговли товарами продолжает снижаться с 2015 г. Баланс услуг также сокращается, главным образом из-за растущей активности китайских туристов, которые оставляют за рубежом всё больше денег. Более 70% дефицита услуг обусловлено именно этим аспектом несмотря на то, что правительство ограничивает сумму трат туристов с помощью национальных платёжных систем.

Число выезжающих за пределы КНР китайских туристов неуклонно растёт, и если темпы (+6,5%) за последние три года сохранятся, то к 2025 г. число туристов достигнет отметки в 220 млн. Соответственно, на баланс услуг, при прочих равных, это окажет сильное давление – к тому же 2025 г. он составит -\$430 млрд. С учётом снижающегося торгового баланса и стагнирующих прочих статей счёт текущих операций уйдёт в глубокий минус.

Остальные статьи текущего баланса, куда входят главным образом доходы и расходы от инвестиций продолжают в целом оставаться немного дефицитным, не показывая явной направленности и не сильно влияя на итоговый счёт.

### Счёт текущих операций



Источник: Organization for Economic Co-operation and Development

### Количество выезжающих китайских туристов и баланс услуг



Источник: China Tourism Research Institute, Organization for Economic Co-operation and Development

\* прогноз на основе экстраполяции средних темпов роста за последние три года

\*\* прогноз на основе экстраполяции среднего соотношения за последние три года

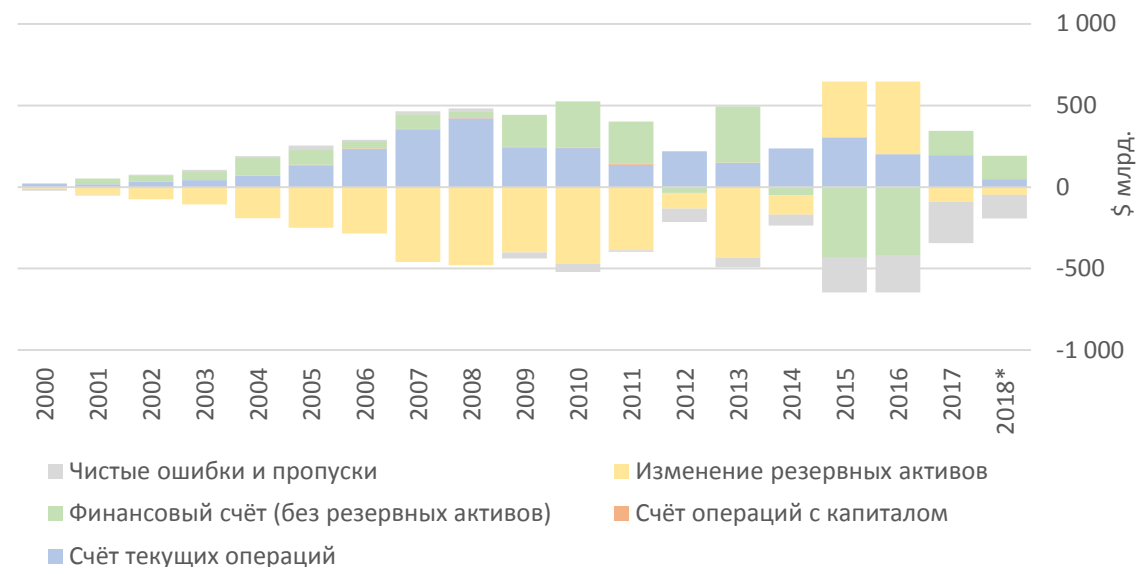
Итак, в счёте текущих операций Китая происходят эпохальные изменения. Вполне возможно, что уже в этом году мы увидим годовое отрицательное значение, даже если торговые переговоры США и Китая закончатся успешно. И торговый баланс, и баланс услуг стабильно снижаются уже три года, и на случайные отклонения это списать нельзя. Стоит отметить, что цифры за 2018 г. предварительные, и могут немного измениться.

Платёжный баланс за 2018 г в целом., если судить по трём кварталам (более свежих данных пока нет) не должен принести сюрпризов и будет по своей структуре похож на 2017 г. Были опасения, что в условиях торговой войны и девальвации юаня может возобновиться отток капитала, как в 2016-17 гг. Но этого не случилось, хотя статья ошибок и пропусков по-прежнему весьма велика и неизвестно что скрывает.

Китай уверенно движется к т.н. “двойному дефициту”, когда страна имеет и дефицит счёта текущих операций, и дефицит государственного бюджета. Счёт текущих операций, как было показано выше, уже недалеко от отрицательной территории, а госбюджет в Китае уже давно дефицитный, причём в последние три года ситуация сильно усугубилась.

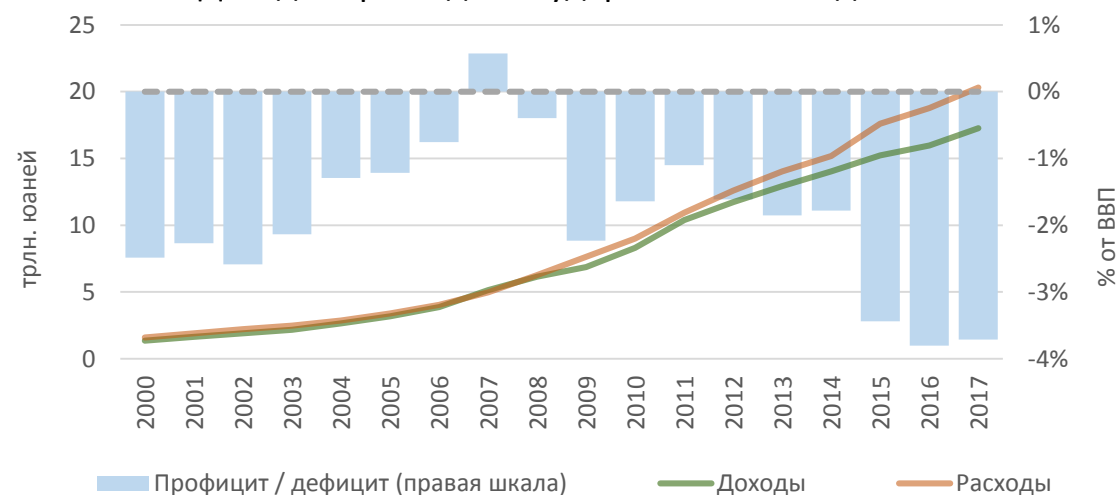
Двойной дефицит принуждает правительство активно занимать за границей. Многие развитые страны, в частности США, уже давно живут с двойным дефицитом, и активность огромного Китая как заёмщика может сильно усложнить ситуацию на международном финансовом рынке.

Платёжный баланс



Источник: Organization for Economic Co-operation and Development  
\* данные за первые три квартала

Доходы и расходы государственного бюджета



Источник: National Bureau of Statistics of China

## Потребительский сектор

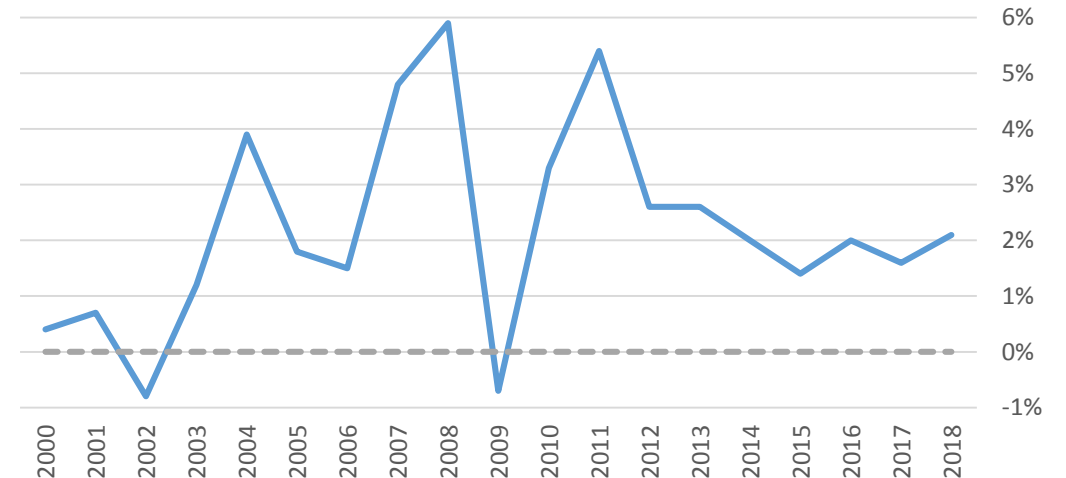
Китайские потребители явно чувствуют себя неуверенно – несмотря на стабильное увеличение располагаемых доходов рост розничных продаж резко обвалился, до 3,5%. Потребительская инфляция при этом стабильна, дефляции, как возможной причины отложенных покупок, не наблюдается.

### Динамика реальных розничных продаж и располагаемых доходов



Источник: National Bureau of Statistics of China

### Индекс потребительских цен

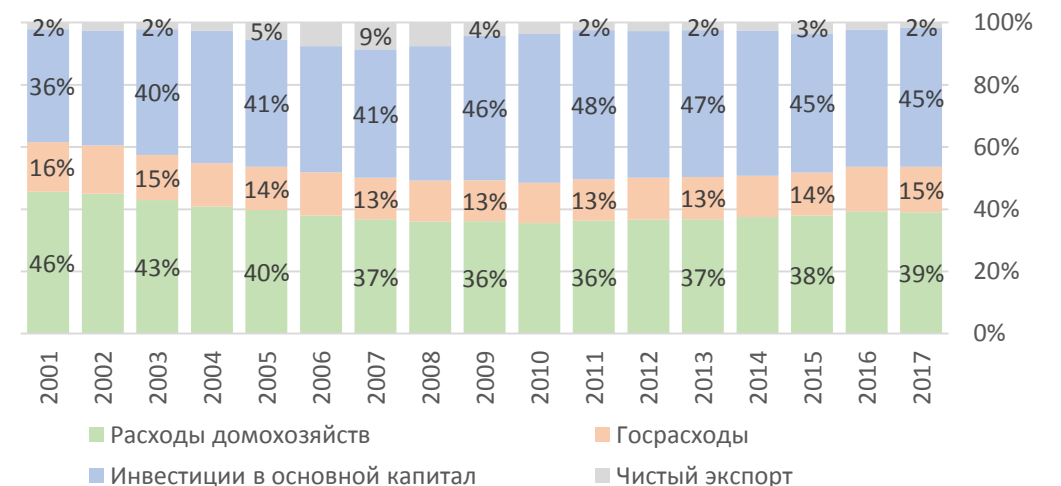


Источник: National Bureau of Statistics of China

В целом разворот экономики в сторону внутреннего потребления, о котором говорило руководство КНР после кризиса 2008 г., пока идёт довольно вяло. Инвестиции в основной капитал по-прежнему занимают немногим больше половины ВВП, а расходы домохозяйств не могут достигнуть даже 40% (в развитых странах этот показатель около 60%).

Примечательно, что в настоящий момент чистый экспорт составляет в Китае небольшую часть ВВП, после 2008 г. его долю удалось сократить более чем вчетверо.

### ВВП по расходам



Источник: National Bureau of Statistics of China

Китайская экономика в 2018 г. установила целый ряд антирекордов – падение корпоративной прибыли, сжатие счёта текущих операций, снижение темпов роста розничных продаж и фактическая стагнация инвестиций в основной капитал. При этом по данным китайской статистики экономика лишь немного замедлилась, что скорее говорит о “качестве” статистики, чем о “качестве” экономики.

Этот год обещает быть для Китая непростым. КНР проходит через фазу трансформации из развивающийся страны, рост которой основан на инвестициях, в развитую, ориентированную на потребление. Это направление было задано китайским руководством ещё десять лет назад, после кризиса 2008 г., но, похоже, в последние годы изменения резко ускорились. Китаю придётся попрощаться с прежними темпами роста и серьёзно перестроить свою экономику.