

# КИТАЙ

01.02.2018. Данный обзор является частью обзора Регулярный #1.

Цены на сырье зависят в существенной степени от состояния экономики Китая. Китай является чрезвычайно важным для России регионом.

## Какие у нас есть вопросы к Китаю?

- Может ли случиться кризис в Китае в 2018 году?
- Какие ранние индикаторы мы можем использовать для определения этого кризиса?
- Почему Китай хочет выходить из гособлигаций США?

## Резюме:

- Текущее состояние Китайской экономики хорошее, экономика растет и ускоряется
- Кредитное плечо в экономике продолжает расти
- Власти Китая предпринимают шаги для очистки финансовой системы
- Темпы роста общего объема кредитов несколько замедлился. Темп роста денежной массы M2 достиг многолетнего минимума, резко сокращается темп роста ипотечного кредитования.
- Большой фактор неопределенности и риска - это рынок продуктов WMP и теневая банковская система, масштабы которых измеряются триллионами долларов
- Форсированная распродажа казначейских бумаг США со стороны Китая не представляется нам вероятным сценарием

Пожалуйста, оцените полезность этого обзора по 5 балльной шкале

[goo.gl/TCcxDC](https://goo.gl/TCcxDC)

Пожалуйста, оставьте свое мнение по обзору:

[goo.gl/5kDdP6](https://goo.gl/5kDdP6)

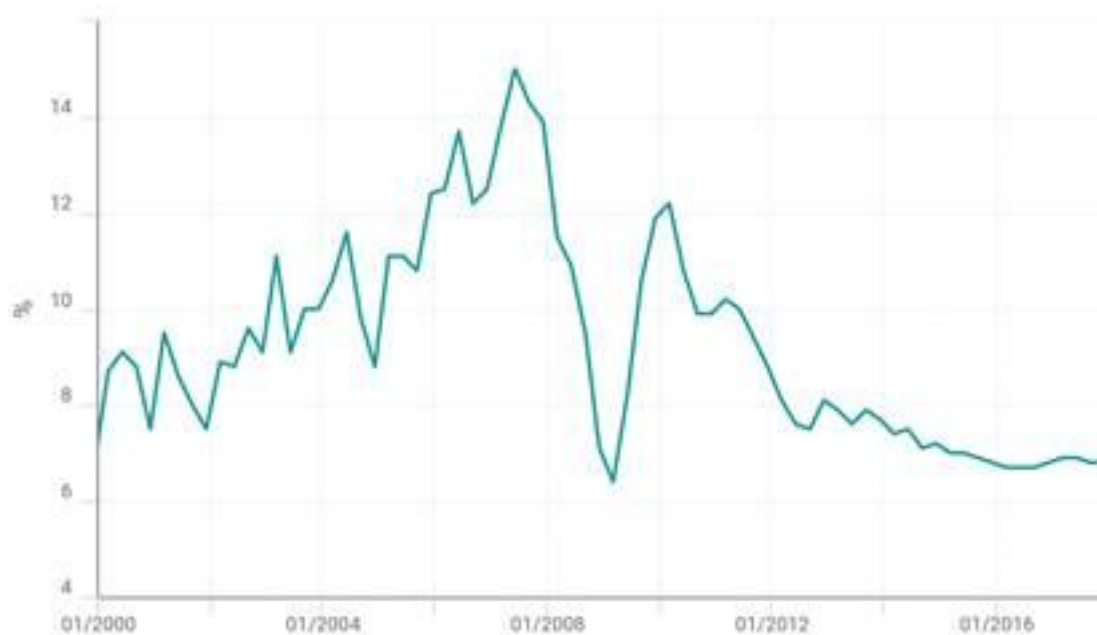
подписка на обзоры по E-Mail

[mozgovik.com](https://mozgovik.com)

## 2017 был удачным для китайской экономики...

Китай продолжает демонстрировать завидные экономические успехи. Рост ВВП в Китае в 2017 году ускорился до 6.9% г/г, против 6.5% запланированных. В 2016 году рост составил 6.7% - это худший показатель за последние 27 лет, но тем не менее всё еще очень сильная цифра. Всё больше и больше аналитиков обеспокоены возможностью жесткой посадки после длительного периода роста, однако данные опасения высказываются не первый год.

График 1. Реальный рост ВВП Китая (квартальные цифры в годовом выражении).



## Китай обладает мощными инструментами для борьбы с возможным кризисом.

К концу 2017 года валютные резервы выросли до 3.14 трлн. долл. Китай наращивал резервы на протяжении всего 2017 года. Китайское правительство постоянно работает над качеством экономического роста, с ощутимой скоростью осуществляя структурные реформы. В 2016 вышел на положительную территорию индекс цен производителей PPI, покончив с 54 месяцами дефляции. Основную роль сыграл в этом рост цен на металлы, который в свою очередь в немалой степени объясняется новой парадигмой «зеленого развития» Китая: экологическая политика последнего времени приводила к закрытию слишком «грязных» предприятий и к перебоям в поставках.

На фоне этого прибыль компаний промышленного сектора выросли в 2017 году на внушительные 21.9%, **достигнув максимума за последние 6 лет**. Быстрее сектора обрабатывающей промышленности в 2017 году росли такие сектора как Hi-tech manufacturing, Computer, Telecom & Other Electronic Equipment, General and Special Equipment, что также говорит о действенности структурных реформ. В начале текущего года вышел **на 7-летний максимум индекс уверенности потребителей FTICR**, рассчитываемый Financial Times. В 2017 году **активно сокращались запасы непроданной недвижимости у китайских девелоперов** – обычно это улучшает ситуацию с проблемными кредитами. Сильный экономический рост мирового ВВП в 2018, который по прогнозу Goldman Sachs составит 4%, будет и дальше способствовать развитию позитивных тенденций в китайской экономике.

## Однако есть нюанс...

Среди ключевых факторов экономического роста Китая последнего десятилетия были дешевая рабочая сила и рост кредитований. Первый фактор уже ослабевает: по уровню средних зарплат Китай обогнал Россию. Также происходило ослабление юаня, что было позитивным фактором для китайского экспорта – одного из ключевых драйверов китайской экономики.

С начала 2017 года по январь 2018, однако, юань подорожал более, чем на 9%, отыграв более 60% падения.

Что происходит с сектором кредитования? На какие показатели необходимо обращать внимание, чтобы вовремя идентифицировать «начало конца»?

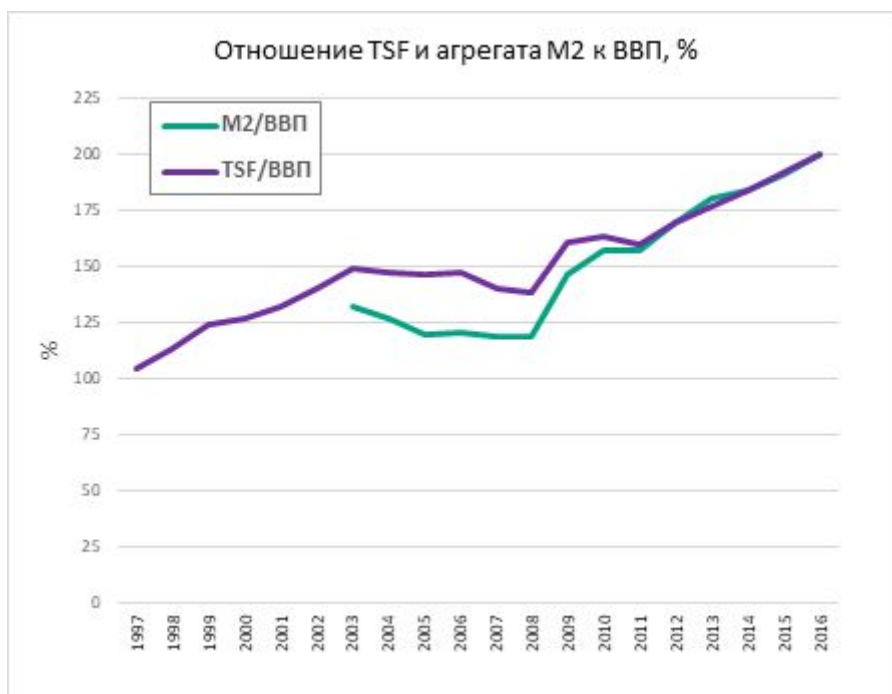
Для начала взглянем на общий китайский долг:



Большая часть китайских долгов – это корпоративные долги. В 2016 году они составили 156.9% ВВП. Основная часть корпоративного долга оформлена в форме кредитов коммерческих банков: в 2017 году они составили 64% от общего корпоративного долга. Весьма быстро растёт и совокупный долг домохозяйств. С 2010 года по 2017 его отношение к ВВП выросло в два раза с 27.3% до 54.4%. Объем проблемных кредитов (Non-performing Loans – NPL) продолжает расти. Новые кредиты берутся для погашения старых долгов.



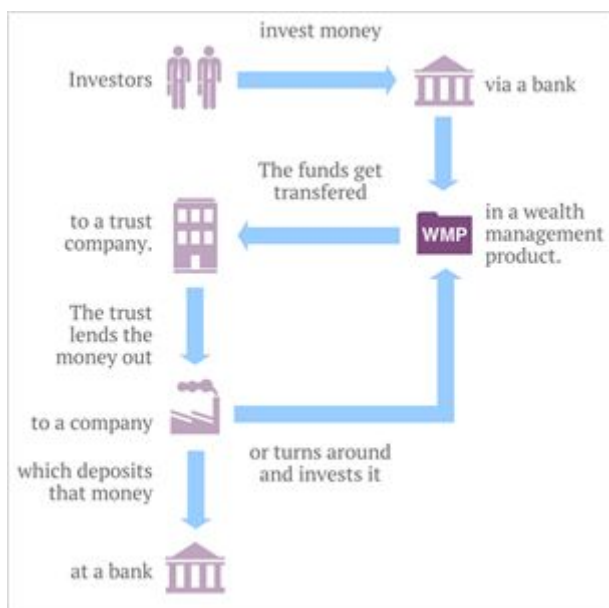
Темпы роста Total Social Financing - TSF (специальный показатель, используемый в Китае, для обозначения объема финансирования реального сектора) и показателя денежной массы M2 продолжают превышать темпы роста номинального ВВП. Отношения этих показателей к ВВП подошли в 2016 году к значению в 200%.



Значительные риски эксперты связывают с так называемыми Wealth Management Products (WMP). WMP это:

- Основной инструмент китайского теневого банковского бизнеса;
- Выпускаются банками и держатся вне баланса;
- Предлагают вкладчикам более высокие ставки, нежели по депозитам; средняя ставка доходности по данным продуктам – 4.9% годовых. Это вынуждает тех, кто привлекает средства через WMP, размещать средства в более рискованные инструменты;
- Около половины всех привлеченных по WMP денег инвестированы в китайские облигации;
- Средняя срочность продуктов WMP – 127 дней, в то время как привлеченные средства обычно инвестируются в более долгосрочные инструменты.

Любой китаец, пришедший в банк, может вместо депозита купить более доходный WMP. WMP также покупают корпорации, девелоперы, промышленные компании. Широкое распространение продукт WMP получил из-за того, что в долгое время в Китае установлен потолок на депозитную ставку: в таких условиях банки ищут обходные пути для привлечения денег. Основная проблема с WMP состоит в том, что покупатели WMP воспринимают данный продукт как имеющий гарантию со стороны государства, а коммерческие банки не стесняются этим злоупотреблять. Дефолт по WMP хотя бы одного банка теоретически может привести к череде банкротств. **Объем средств, инвестированных в WMP, колоссален. В середине 2017 года он составлял 4.4 трлн. долл. (треть ВВП).** Остальная часть теневого сектора – это другие трастовые продукты. Общий объем теневого банковского сектора оценивается в 15 трлн. долл.



WMP держатся вне банковских балансов. Это означает, что норма банковского резервирования не затрагивает средства WMP, и кредитная спираль, раскручиваемая за счёт WMP, значительно шире (т.к. банковский мультипликатор больше).



Для мониторинга риска, связанного с WMP, можно наблюдать за средней доходностью данных продуктов - **WMP yield**. Кроме того, можно наблюдать за просрочками платежей со стороны трастовых компаний.

### Куда смотрят регулирующие органы?

Как мы знаем, долг - основа всех кризисов. Наша задача - понять, когда случится кризис в Китае.

Будет ошибкой считать, что китайское правительство не понимает финансовых рисков недостатка регулирования. Наоборот, правительство взяло курс на финансовый делевереджинг – это один из ключевых пунктов в повестке дня.

Ключевые политические органы сегодня Китая меняют приоритет с экономического роста на устойчивость, снижение неравенства и контроль рисков, словом, с количества на качество. На съезде компартии в 2017 году Си Цзиньпин выделил так называемое «основное противоречие» (principal

contradiction), которое должно быть разрешено китайской нацией для нормального движения вперед: это противоречие между несбалансированным и неравномерным развитием и желанием китайцев жить лучше.

Одна из ключевых концепций в планах Китая, к примеру, это так называемое «Зеленое развитие»: повышение уровня энергоэффективности и снижение уровня загрязнения окружающей среды. **В ходе реализации этой программы закрываются или сокращают производство предприятия, не выполняющие набор установленных государством экологических параметров.** В течение пятилетки с 2013 по 2018 год энергоемкость китайской экономики снизилась на 18%, отношение выбросов CO<sub>2</sub> к ВВП снизилось на 20%. Планы были выполнены, однако до сих пор данные показатели на 20-30% выше, чем средние уровни в странах с сопоставимой экономикой[1].

Начался ли фактически финансовый делевереджинг в Китае (снижение долговой нагрузки предприятий, а именно снижение доли долговых обязательств в активах)? Ответ: **нет.**

- **Долговая нагрузка в экономике продолжает расти.**
- **При этом темп роста общей долговой нагрузки продолжает превышать темп роста ВВП, то есть всё больше заемных средств направляется на проекты с меньшей инвестиционной отдачей**
- **Хорошая новость, однако, состоит в том, что темп роста общего объема кредитов несколько замедлился (многолетнего минимума достиг темп роста денежной массы M2, резко сокращается темп роста ипотечного кредитования).**

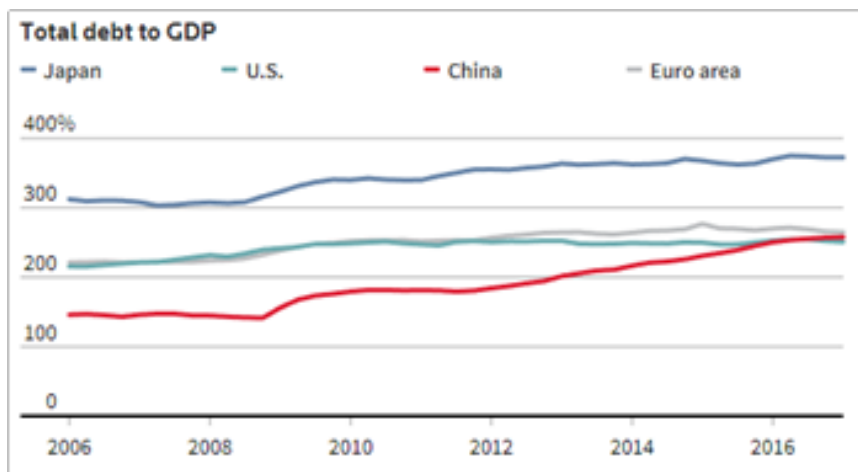
Что делается для финансового делевереджинга?

- Банк Китая делает пробные шаги в сторону постепенного ужесточения монетарной политики. Банк Китая поднимает краткосрочные ставки по операциям РЕПО (7, 14, 28 дней), оставляя при этом ключевую годовую ставку и депозитную ставку без изменений. Таким образом Банк Китая урезает стимулы для краткосрочных операций;
- Значительная часть долговых обязательств обеспечена недвижимостью. В связи с этим правительство реализует меры для охлаждения рынка недвижимости: вводятся ограничения на покупки и продажи, повышаются требования к первоначальным взносам. Благодаря данным мерам в 2017 году рост продаж и цен на недвижимость в крупнейших городах замедлился;
- Ведётся борьба с теневым банковским сектором;
- Ограничивается финансовая свобода местных органов самоуправления. К примеру, с 2015 года местным правительствам запрещено брать займы у государственных предприятий. С 2013 были введены квоты для привлечения новых займов.
- В 2017 году Банк Китая запретил банкам предоставлять гарантии при продаже WMP. В 2016 году были введены ограничения на инвестирование средств от WMP в акции и нестандартные кредитные активы. Круг банков, которые могут выпускать WMP был значительно сужен.
- Принимаются меры для того, чтобы китайские компании конвертировали выпущенные облигации в акции.
- В плане делевереджинга Китаю предстоит еще долгий путь и здесь ему нужно быть вдвойне осторожным. Слишком агрессивные меры, направленные, казалось бы, на снижение риска в будущем могут, наоборот, обернуться дефолтами и затормозить экономический рост. Для того, чтобы держать руку на пульсе, инвесторам необходимо прежде всего следить за сигналами, которые посылают регулирующие органы. **Без регулирующих органов финансовый делевереджинг сам по себе начнется лишь тогда, когда, как говорится, уже будет поздно.** Этими сигналами в частности могут быть установление более низких целевых показателей по росту ВВП (смещение акцента на качество роста), финансовые ограничительные предписания для государственных предприятий, расширение инструментария МРА. (Справка: Справка: программа МРА - Macro Prudential Assessment – программа так называемого макропруденциального регулирования, направленная на контроль системных финансовых рисков. Введена в действие Банком Китая в 2016 году. Тема макропруденциального регулирования стала популярной после финансового кризиса в США. Prudential в переводе с англ. означает «благоразумный». В России данной темой занимается в частности Департамент Финансовой Стабильности ЦБ РФ.) Особо важны индикаторы рынка недвижимости, от которого к стати весьма сильно зависит производство стали. Более 50% производства стали в Китае идёт на строительство жилой, коммерческой и офисной недвижимости. Здесь можно смотреть на темпы роста продаж недвижимости и темпы роста строительства. В конце 2017 года темпы роста продаж недвижимости замедлились и ушли в отрицательную зону по сравнению с прошлым годом. Последний раз такое было в 2014 году[3]. Любые высказывания высокопоставленных политиков по поводу регулирования находят отражение на доходности корпоративных облигаций. Так, на фоне комментария относительно WMP доходность по корпоративному долгу класса AAA выросла до максимума за последние три года. Ситуация в Китае также осложняется неполной достоверностью официальной статистики. Случаи помощи государственным компаниям и местным властям, находящимся в затруднительном финансовом положении, могут скрываться от

публичности.

**Так ли существенна долговая нагрузка в Китае в сравнении с другими развитыми странами?**

Не так уж сильно:



### **Выводы**

Китайская долговая история определенно представляет риск для глобальной экономики. Инвесторы должны поставить финансовую ситуацию в Китае на радары. Однако пока у китайских властей есть пространство для маневра. Китайские власти принимают активные шаги для замедления роста задолженности. Многое будет зависеть от того, сумеют ли китайские власти найти баланс.

Для того, чтобы держать руку на пульсе, можно наблюдать за следующими показателями:

- Китайские фондовые индексы
- Объем проблемных кредитов (Non-performing Loans – NPL)
- Total Social Financing к ВВП
- Средняя ставка доходности по продуктам WMP (WMP yield)
- Темп роста ипотечного кредитования
- Спрэд между 5-летними государственными облигациями и облигациями органов местного самоуправления
- Отношение обязательства/активы у SOE (State Owned Enterprises – государственные предприятия)
- Темпы роста продаж недвижимости и темпы роста строительства
- Ставка доходности по корпоративному долгу
- Спрэд между 5-летними казначейскими бумагами США и китайскими облигациями класса AA-;
- Shanghai Interbank Offer Rate (SHIBOR);
- Weighted average interbank offer rate;
- Краткосрочные ставки РЕПО;

### **Китай и US treasuries**

В последнее время на рынках ходят слухи о намерении Китая приостановить покупки или начать распродажи американских казначейских бумаг: **Китай может пойти на это в ответ на агрессивную политику Трампа в отношении внешней торговли**. Действительно, протекционистские меры Трампа могут поставить под удар продажи китайских товаров. Приток долларов в Китай сократится, и, как следствие, у Банка Китая не будет необходимости покупать американские облигации. Обоснованы ли данные опасения? Что будет, если Китай действительно пойдет на этот шаг?

Государственное валютное управление Китая (the Chinese State Administration of Foreign Exchange - SAFE)

недавно вышло с официальным опровержением данных слухов, назвав их «липовыми новостями». Но всё же, насколько устойчив рынок казначейских облигаций?

Таблица №1: Страны-держатели казначейских бумаг США.

Country	2017 Nov	2016 Nov
China, Mainland	1176.6	1049.3
Japan	1084.1	1108.6
Ireland	328.7	275.2
Cayman Islands	269.4	260.8
Brazil	265.3	258.3
Switzerland	250.9	230.3
United Kingdom	237.9	215.8
Luxembourg	218.3	222.4
Hong Kong	194.9	185.5
Taiwan	179.9	183.1
Saudi Arabia	149	100.1
India	140.8	118.7
Singapore	124.2	96.9
Belgium	115.3	113.5
Russia	105.7	86.6
Korea	98.5	85
Canada	82.6	81.2
France	74.9	68.4
Germany	71.6	87
All Other	1174.5	1126.1
Grand Total	6343.1	5953

Источник: [www.treasury.gov](http://www.treasury.gov)

На ноябрь 2017 года:

- Китай удерживал казначейских бумаг на 1.176 трлн. долларов.
- Общий объем резервов РВРС (Народного Банка Китая) составил 3.1 трлн. долларов.
- Общий объем рынка торгуемых казначейских бумаг США составил 14.4 трлн. долларов (в эту цифру входят Treasury Bills, Notes, Bonds, TIPS и некоторые другие торгуемые инструменты)



Представим, что Китай всё же решается на распродажу казначейских бумаг. Сразу возникает вопрос. Куда будут направлены высвободившиеся доллары? Оставить их на депозитах в американских банках? Это включает в себе еще больший кредитный риск. Купить акции? Еще больше риска. Направить средства в евро и купить европейских облигаций? Вменяемая альтернатива, но от этого по большому счёту ничего не изменится: почему европейские облигации не будут дешеветь, когда будут дешеветь американские?

Купить на эти средства реальные активы за рубежом? А что, если юань начнёт падать и нужно будет проводить интервенции? Конвертировать реальные активы в доллары будет не так легко. Реальные активы не так ликвидны. Распродать доллары и купить за них юани, направив средства в отечественную экономику? Это противоречит самому смыслу валютных резервов. В этом случае китайский юань улетит в небеса. Центральный Банк не должен насильно вместо отечественных экономических агентов направлять денежные средства в отечественную экономику. В этом смысле центральный банк любой страны лишь обслуживающее звено, а куда направлять средства – за рубеж или на родине – этот вопрос решается самими экономическими агентами. Словом, любые альтернативы являются сомнительными, даже в виду того, что американские бумаги в ходе цикла поднятий ставки ФРС могут подешеветь. Китай может приостановить покупки или начать избавляться от казначейских бумаг США в двух случаях: 1. – В случае сильного падения юаня. 2. – Если произойдет значимое политическое событие, столь значимое по масштабу, что поставит под вопрос отношения между США и Китаем (снижение доли иностранной валюты в резервах по политическим причинам вполне возможно. К примеру, ЦБРФ в 2015 году несколько сократил долю доллара в валютных резервах в пользу США именно по политическим причинам). Серьезные распродажи в короткий сжатый срок нанесут убыток самому Китаю, так как окажут значительное влияние на рынок. Кроме того, ФРС вполне может увеличить покупки бумаг в ответ на действия Китая.

**Bottom line:**

**Форсированная распродажа казначейских бумаг США со стороны Китая не представляется нам вероятным сценарием. Здесь мы согласны с рынком. Однако те инвесторы, которые всё же опасаются такого развития событий, могут пристальнее следить за американо-китайскими отношениями, в особенности за высказываниями Трампа относительно протекционистских мер.**

Пожалуйста, оцените полезность этого обзора по 5 балльной шкале

[goo.gl/TCcxDC](https://goo.gl/TCcxDC)

Пожалуйста, оставьте свое мнение по обзору:

[goo.gl/5kDdP6](https://goo.gl/5kDdP6)

подписка на обзоры по E-Mail

[mozgovik.com](https://mozgovik.com)



## ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Данный обзор предоставлен исключительно в информационных, ознакомительных целях. Материалы, содержащиеся в обзоре, не могут и не должны служить единственным источником информации для принятия инвестиционных решений. Инвестор принимает все инвестиционные решения на свой страх и риск. Каждый член аналитического партнерства подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении упомянутых активов или ценных бумаг, отражают его личную точку зрения.

Мы, группа аналитиков, заявляем, что не имеем деловых отношений с упоминаемыми в обзоре компаниями. Читатели могут быть уверены, что у партнерства не может быть конфликта интересов, которое может отразиться на объективности наших суждений. Некоторые из членов аналитического партнерства имеют инвестиционные портфели, позиции в котором совпадают с ценными бумагами, упомянутыми в данном обзоре. Мы высказываем свою искреннюю точку зрения, и не имеем цели своими рекомендациями спровоцировать повышение или понижение цен на активы, имеющиеся в портфелях участников партнерства.

Все мнения высказываются на дату, предшествующую дате рассылки этого обзора. Мы не можем гарантировать абсолютную точность цифр и фактов, содержащихся в обзоре, однако мы стараемся прикладывать все усилия для того, чтобы сведения, содержащиеся в данном обзоре, были точными. Ни один член партнерства не несет какой-либо ответственности за любые потери (убытки), которые могли(могут) возникнуть в связи с каким-либо использованием этого обзора.

## ИНВЕСТИЦИОННАЯ ФИЛОСОФИЯ

Будущее в существенной степени неопределенно. Неопределенность со стороны негативных сюрпризов создает риски для ваших инвестиций. Любая компания может столкнуться с неожиданными проблемами, не поддающимися прогнозированию, а ее ценные бумаги могут существенно снизиться в цене. Для того чтобы снизить такие риски, мы настоятельно рекомендуем: 1) не использовать кредитные плечи 2) диверсифицировать свой инвестиционный портфель