

Макроэкономика

КИТАЙ: ЭКОНОМИКА ПЕРЕХОДНОГО ПЕРИОДА*

Василий НОСОВ^а, Юлия ЦЕПЛЯЕВА^б

^а Главный аналитик Центра макроэкономических исследований Сбербанка России (117997, Москва, ул. Вавилова, д. 19).
E-mail: VDNosov@sberbank.ru

^б Старший управляющий директор, директор Центра макроэкономических исследований Сбербанка России (117997, Москва, ул. Вавилова, д. 19).
E-mail: YVTseplyaeva@sberbank.ru

Оικονομία • Πολιτική

OIKONOMIA • POLITIKA

Не дай вам бог жить в эпоху перемен.

Китайская мудрость

Никогда такого не было — и вот опять.

В. Черномырдин

Успех Китая основан на экстенсивном росте

За последние 35 лет экономика Китая увеличилась в 26 раз. Китай вышел на первое место в мире по объему ВВП (по паритету покупательной способности). Такого стремительного роста удалось достичь в первую очередь за счет достаточно типичного для развивающихся стран конкурентного преимущества — дешевой рабочей силы. Но в Китае дешевой рабочей силы было очень много. Согласно официальной статистике, уже в 1981 году население Китая перешагнуло отметку в 1 млрд человек. Доступ к дешевым и практически неограниченным трудовым ресурсам привлек иностранные инвестиции. На несколько десятилетий приток иностранного капитала стал вторым важнейшим фактором роста китайской экономики.

С начала 1990-х годов Китай успешно избегал кризисов. Каждый раз, когда экономический рост за-

Аннотация

Экономика Китая замедляется. Рост Китая в предыдущие десятилетия был обеспечен дешевой рабочей силой и притоком инвестиций, но теперь возможности экстенсивного роста исчерпаны. Переход к модели, основанной на потребительском спросе, идет медленно. Китай имеет значительные ресурсы для наращивания частного потребления, однако потребление может стать основным драйвером роста лишь к 2030 году. Накопленные дисбалансы создают значительные риски для стабильности перехода к новой модели роста. Высокая закредитованность корпоративного сектора, сложная дилемма выбора денежной политики, стоящая перед Народным банком Китая, и скрытые политические риски могут привести к серьезному замедлению экономического роста.

Ключевые слова: Китай, экстенсивная модель роста, потребительский спрос, закредитованность корпоративного сектора, денежная политика.

JEL: E21, E52, E61, O53.

* Доклад Центра макроэкономических исследований Сбербанка России, подготовленный в мае 2016 года.

медлялся, Китай находил новые возможности для ускорения в рамках экстенсивной модели. Период замедления конца 1990-х годов закончился со вступлением Китая в ВТО в 2001 году. Это позволило резко нарастить объемы внешней торговли. На очередное замедление роста в 2008 году власти Китая отреагировали агрессивным наращиванием инвестиций (с 41 до 48% ВВП) и фактическим созданием «теневого» банковского сектора. Доступ к кредитованию получил бизнес, ранее не имевший юридической возможности взять кредит у официальных банков. Эти меры оказали эффективное стимулирующее воздействие и привели к новой волне ускорения. Но оно оказалось краткосрочным — уже с 2011 года рост снова стал заметно замедляться.

Теперь источников для нового витка экстенсивного роста не стало. Уже не только аналитики, но и китайские власти заговорили о необходимости перехода к новой модели, основанной не на экспорте и инвестициях, а на потребительском спросе и секторе услуг. В мае 2016 года китайская проправительственная газета *People's Daily* опубликовала интервью «авторитетного источника» (так традиционно представляют ссылки на высокопоставленных чиновников). Чиновник заявил, что Китай ждет L-образная траектория роста, а не U-образная, как декларировалось ранее. Похоже, власти Китая и сами готовы принять и признать тот факт, что главной целью становится устойчивость роста, а не его темпы.

Центр макроэкономических исследований (ЦМИ) не ожидает «жесткой посадки» китайской экономики (хотя на рынке уже давно идет обсуждение подобных сценариев). Плавное, но неуклонное замедление в ближайшие годы представляется самым вероятным сценарием. Вот и в 2016 году мы ожидаем замедления роста до 6,5% в годовом исчислении, а к 2018 году — до 6%. Но на горизонте пятнадцати лет при успешном переходе к росту, основанному на потреблении, можно ожидать стабилизации темпов роста на уровне ~3% (или несколько более) за год.

Переход к новой модели идет, но не быстро

Процесс перехода к новой модели роста происходит постепенно, что делает процесс более управляемым. Промышленность по-прежнему играет

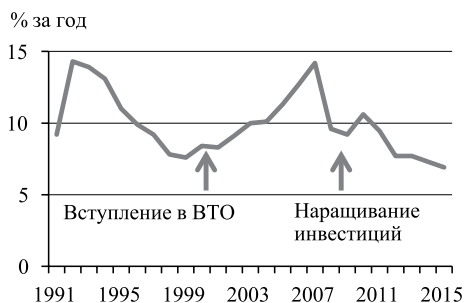


Рис. 1 (а). Быстрый рост носил экстенсивный характер...

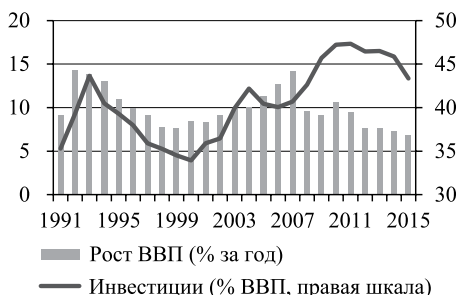


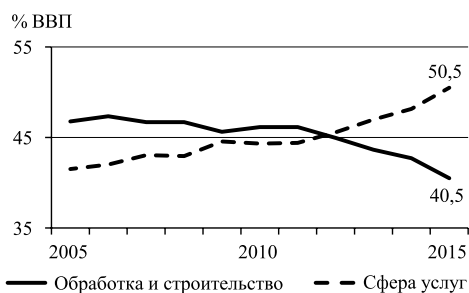
Рис. 1 (б). ...но возможности такого роста иссякли

очень важную роль для экономического роста. Сектор остается большим, его размер — больше типичного для постиндустриальных экономик. В 2015 году доля секторов обработки и строительства (вторичного сектора производства) составила 40,5% ВВП. Переход к постиндустриальному укладу обычно сопровождается бурным ростом сектора услуг, а значит, и сокращением доли промышленности и строительства. В развитых экономиках сектор услуг составляет 70–80% ВВП. В Китае этот сектор растет динамично, его доля в ВВП в среднем прибавляла 1,5 п.п. в год в 2012–2015 годах. Но пока его размер далек от показателей, типичных для развитых стран.

Власти делают ставку на экономическую модель роста, основанную на потребительском спросе. Определенный прогресс заметен, но пока недостаточен для того, чтобы однозначно свидетельствовать об успехе. Доля потребления домохозяйств в ВВП Китая в последние годы выросла до 38,7% ВВП — против ~35% ВВП в 2005–2008 годах. У подавляющего большинства развитых стран потребление домохозяйств превышает 50% ВВП.

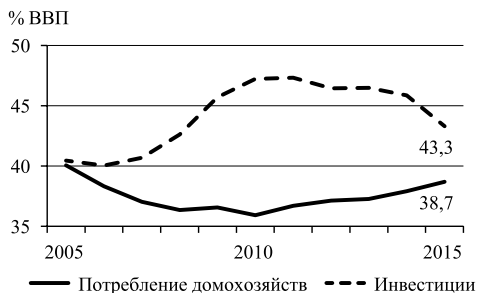
При этом важно учитывать эффект масштаба. Население Китая, по официальной статистике и оценкам ООН, составляет почти 1,4 млрд, но существуют мнения, что эта цифра занижена. Так или иначе, потребление опирается на куда большую базу, чем в других странах, что делает показатель подушевого потребления особенно важным для анализа потенциала быстрого роста. По данным Всемирного банка, Китай находится лишь на 106-м месте в мире по этому показателю. Уровень подушевого потребления в Китае составляет 3900 долл. в год, то есть 10% от подушевого потребления США. Можно говорить о том, что у Китая имеются возможности для очень серьезного роста потребления.

У страны имеются ресурсы, за счет которых этого можно добиться. Прежде всего на пути перехода к новой модели роста перед Китаем стоит задача снижения аномально высокой нормы сбережений. В 2015 году сбережения составили 46% ВВП (52% в 2008 году). Такая высокая склонность китайцев к сбережениям была обусловлена историческими факторами и особенностями уклада. Политика «одна семья — один ребенок», проводившаяся с 1979 по 2015 год, привела к быстрому старению населения, а фактическое отсутствие пенсионной системы для большинства вынуждало людей копить деньги на протяжении всей жизни, чтобы нагрузка по содержанию двух родителей не ложилась на плечи единственного ребенка. Поэтому развитие пенсионной системы является одной из главных социальных и экономических задач Китая. На сегодняшний день в систему пенсионного страхования включено почти 900 млн человек, и это втрое больше, чем было всего шесть лет назад, в 2009 году. Быстрый прогресс в развитии пенсионной системы дает возможность говорить о позитивных перспективах снижения нормы сбережений. В конце 2015 года была проведена очередная реформа пенсионной системы. Отныне пенсионные взносы должны уплачивать и госслужащие (~30–33% занятых в экономике), которые раньше были избавлены от этого бремени. Это увеличит пенсионные поступления, а значит, и пенсионные выплаты нынешним пенсионерам, что также позволит населению увеличить расходы на потребление.



Источник: Haver Analytics.

Рис. 2. Доля сектора услуг в ВВП относительно невысокая



Источники: Haver Analytics; МВФ.

Рис. 3. Доля потребления в ВВП растет, но инвестиции остаются доминантной частью

Ожидаемый результат от изменения пенсионной системы в отношении потребления может оказаться отложенным, так как население довольно медленно меняет свои привычки. Но китайские власти активно стимулируют население тратить деньги, а не сберегать их. Одним из элементов этой политики стало «выманивание» сбережений из-под матрасов. Хотя либерализация доступа частных лиц на китайский фондовый рынок не была прямо направлена на рост потребления, но опосредованный эффект от этого всё же заметен. Элементом стимулирования стала также доступность кредитов для физических лиц. Рост кредитов домохозяйствам превышает показатели корпоративного сектора. В 2015 году задолженность домохозяйств достигла отметки 40,5% ВВП, увеличившись за семь лет на 22,5 п.п. ВВП, или в среднем на 21% в год. Появление и развитие «теневое» банковского сектора играло ведущую роль в поддержании таких темпов роста. Поэтому мы считаем, что в ближайшие годы темпы роста кредитования физических лиц могут остаться очень высокими, то есть ~20% в годовом исчислении в 2016–2020 годах и ~15% за год в период 2020–2030 годов.

Наши расчеты показывают, что переход к модели, основанной на росте потребления, может произойти в следующие пятнадцать лет, к 2030 году. Если норма сбережений будет сокращаться на 1 п.п. в год (с текущих 46%), а кредитование — расти, то это поддержит рост потребления на уровне около 8% за год в период 2016–2020 годов и 6% за год в период 2021–2030 годов. А вот рост инвестиций, искусственно разогретый в последние восемь лет за счет государственных инвестиций, продолжит замедляться. Действительно, сейчас структура инвестиций такова, что инвестиции частного сектора растут несколько больше чем на 5% в годовом исчислении, а рост государственных инвестиций превышает 20% годовых. Но в среднесрочной перспективе этот тренд неустойчив. Мы видим замедление роста инвестиций до уровня 5–6% годовых при переориентации основной массы инвестиций из нового строительства в развитие технологий и high-tech индустрию. С 2019 года вклад чистого экспорта в экономический рост станет отрицательным, а вклад государственного потребления — нулевым.

В итоге экспансия потребления обеспечит рост его доли в ВВП до ~45% к 2030 году. Потребление станет основным драйвером экономического роста, но экономический рост замедлится до 3–4% за год.

Лидер в технологиях: качественные изменения

Китай близок к тому, чтобы войти в категорию мировых технологических лидеров. Уже четверть его промышленного экспорта относится к высокотехнологичному производству. В рейтинге ВЭФ-2016 по индексу инновационности Китай занимает 31-е место. В стране активно развивается система образования, что должно положительно сказаться на развитии технологий.

Кроме того, страна является одним из мировых лидеров по внедрению технологий в жизнь. Два самых быстрых поезда в мире — китайские: *Shanghai Maglev* (430 км/ч) и *Harmony* (380 км/ч). Самый мощный суперкомпьютер, *Tianhe-2*, тоже китайский. В 2015 году китайская компания *Broad Sustainable Buildings* построила 57-этажный небоскреб за 19 дней. Этой же фирме принадлежит рекорд по строительству многополосного моста в Пекине за 43 часа.

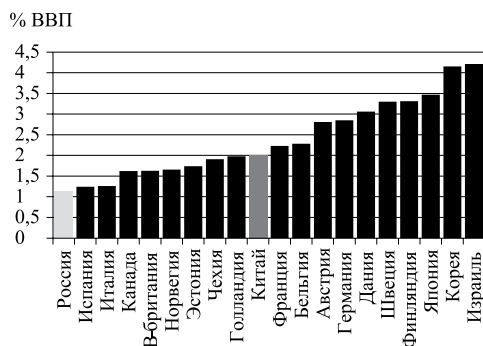
Власти Китая рассматривают развитие технологий как приоритетное направление в 13-й пятилетке (2016–2020 годы). К концу этой пятилетки запланирован рост расходов на НИОКР с 2,1 до 2,5% ВВП. В ближайшие пять лет планируется создание своих высокотехнологичных товаров, прежде всего в области робототехники, авиационного оборудования и спутников. Китай активно стимулирует иностранных инвесторов вкладывать средства в высокотехнологичное производство. Реализация этих планов станет настоящим прорывом для страны и позволит избавиться от имиджа механического «сборочного конвейера», использующего в производстве только готовые чужие технологии.

Конечно, сейчас рано говорить о том, что Китай в ближайшее время может полностью изменить характер своего участия в мировом разделении труда. На это может уйти 15–25 лет. Однако предпосылки для этого есть,



Источник: ВЭФ.

Рис. 4. Хорошие перспективы развития технологий (место Китая в мире)



Источник: Всемирный банк.

Рис. 5. Китай — один из мировых лидеров по расходам на НИОКР

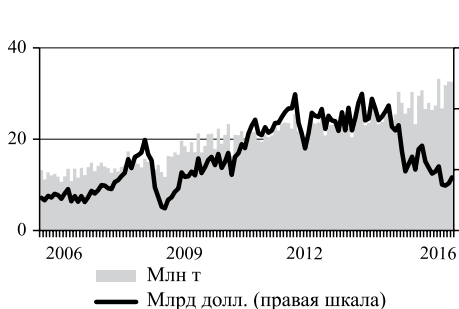
и вектор развития указывает именно на это. Раньше крупнейшие компании мира в погоне за дешевой рабочей силой размещали свои заводы в Китае. В последние годы из-за роста стоимости труда в Китае тенденция изменилась. Крупные компании всё чаще размещают производство в других странах Юго-Восточной Азии. Компания *Panasonic* за 2014–2015 годы закрыла три своих завода на территории Китая. *Samsung* планирует перевести 80% китайских мощностей во Вьетнам. Крупнейший в мире производитель электроники *Foxconn* заключил контракт на строительство заводов в Индии.

Скорее всего, тенденция к переводу производственных мощностей из Китая в соседние страны будет нарастать с каждым годом, что создаст дополнительные стимулы для ускорения переориентации китайской экономики на высокотехнологичную сферу.

Экономический рост и спрос на сырьё

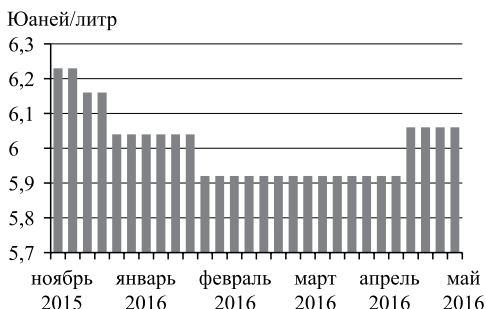
Китай является крупнейшим импортером нефти в мире (12% общемирового потребления) и продолжает наращивать объёмы импорта. Многие аналитики ожидают снижения спроса на нефть в связи с замедлением экономического роста в Китае и переходом страны к модели, основанной на потреблении. Экономики с высокой долей сервиса обычно потребляют меньше энергоресурсов, чем экономики с доминированием промышленного сектора. Теоретически с этим постулатом трудно не согласиться. Но пока неочевидно, что Китай снизит спрос на нефть.

Спрос на нефть во многом зависит от спроса населения на бензин. Мы видим значительные перспективы неуклонного роста спроса именно из-за ожидаемого роста потребления в целом. К тому есть все предпосылки. Прежде всего, это низкий уровень автомобилизации, который сейчас поддерживается искусственно. В 2015 году на 1000 жителей Китая приходилось лишь 128 автомобилей (в России — более 300, а в США — 800). Очевидно, уровень автомобилизации китайского населения будет расти, и в ближайшие годы это окажет дополнительную поддержку рынку нефти. Более того, в последние годы китайцы стали покупать автомобили с более мощными двигателями и поэтому тратят больше бензина.



Источник: Таможенная служба Китая.

Рис. 6. Импорт нефти — продолжение роста



Источник: GlobalPetrolPrices.

Рис. 7. Динамика цен на бензин — на достаточно низком уровне

Пока спрос Китая на нефть только увеличивается, чему способствуют и цены на нефть. В I квартале текущего года объем импорта нефти вырос на 13,4% в годовом выражении (рост 8,8% в 2015 году) и достиг показателя 7,3 млн баррелей в день. Помимо снижения мировых цен на нефть, свою роль в поддержке спроса сыграло и внутреннее регулирование. Национальная комиссия по развитию и реформам жестко фиксирует цены на бензин. На первые четыре месяца этого года была установлена цена 5,95 юаня за литр, с мая она лишь вернулась к уровню конца 2015 — начала 2016 года (6,06 юаня за литр). Мы ожидаем сохранения значительного спроса на нефть во II квартале 2016 года и стабилизации спроса в дальнейшем.

Экономические риски: закредитованность

Китай накопил дисбалансы, которые увеличивают риски для экономической стабильности при переходе к новой модели роста, то есть могут внести существенные коррективы в динамику этого перехода.

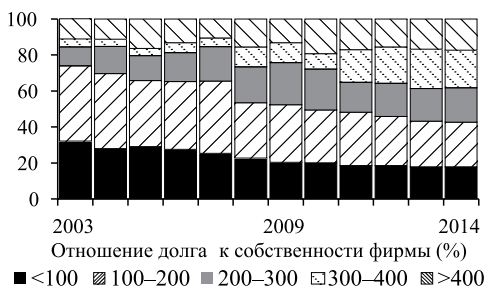
Одной из наиболее острых проблем сейчас считается высокая закредитованность. Общий долг китайской экономики в 2015 году достиг 268% ВВП (180% ВВП в 2008 году). При этом уровень государственного долга не вызывает серьезных опасений. В 2015 году он составил 43,9% ВВП. Проблема высокой закредитованности корпоративного сектора и населения обостряется непрозрачностью — отсутствием надежных данных, что не позволяет следить за динамикой показателей. Сейчас оценки объема «теневого» кредитования находятся в невероятно широком диапазоне: от 8 до 80% ВВП. Еще хуже, что неизвестен реальный масштаб проблем с просроченными кредитами. По официальным данным, показатель просрочки не превышает 2%, однако альтернативные оценки свидетельствуют о куда более высоких объемах невыплат.

Наибольшие опасения вызывает ситуация с корпоративной задолженностью. На ее долю приходится почти две трети всего китайского долга, то есть 165% ВВП. По данным МВФ, в 2014 году лишь у 18% торгуемых на бирже компаний отношение заемного капитала к собственному было ниже показателя 100%, и ситуация продолжает ухудшаться. Отношение заемного капитала к собственному у многих фирм превышает 200, 300 и даже 400%.



Источники: МВФ; Bloomberg.

Рис. 8. Рост долговой нагрузки



Источник: МВФ.

Рис. 9. Крайняя закредитованность корпоративного сектора

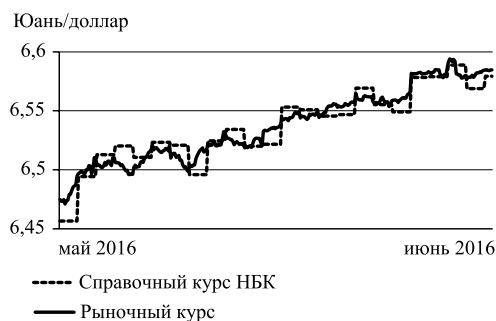
А как обстоит дело с возможностями рефинансирования? Одной из главных отличительных особенностей десятилетки Си Цзиньпина является отказ от привычной модели «бесконечного» кредитования бизнеса. Раньше государственная поддержка бизнеса, даже частного, носила характер абсолютного приоритета. Новые кредиты для рефинансирования и даже для реструктуризации долга выдавались легко. Теперь сложнее добиться как реструктуризации, так и рефинансирования. Если в 2008 году рост кредитования бизнеса в годовом исчислении достиг 29,7%, а в 2012 году — 23,3%, то в 2015 году — куда более скромных 13,2%. Замедление роста кредитования вкупе с высокой потребностью в рефинансировании позволяет в ближайшие годы ожидать значительного увеличения числа банкротств и дефолтов закредитованных китайских компаний. При таком развитии событий вполне вероятным представляется снижение доверия к китайскому рынку, что обострит проблему оттока капитала из страны.

Финансовые риски: мягкая денежная политика?

Народный банк Китая стоит перед сложным выбором и в отношении денежной политики. С точки зрения теории в условиях замедления экономического роста центробанк должен смягчать монетарную политику, стимулируя таким образом экономическую активность. Низкие темпы инфляции (2,3% за год в I квартале 2016 года), казалось бы, оставляют значительный простор для монетарного смягчения. Однако и без того низкие ставки по кредиту (4,5% по годовому кредиту) провоцируют спекулятивный спрос на валюту и отток капитала. Отказ от дальнейшего смягчения денежной политики и возможное ее ужесточение позволяют ожидать уменьшения диспропорций и долгосрочного снижения давления на юань. На возможность отказа Китая от мягкой монетарной политики намекнул «авторитетный источник» в интервью для *People's Daily*. Постепенное замедление экономики, по всей видимости, теперь рассматривается китайскими властями как устраивающий всех компромиссный вариант. Но совершенно непонятно, как станут реагировать власти, если замедление превысит утвержденную динамику (например, целевой показатель роста на 2016 год — 6,5%).

По разным оценкам, переоцененность юаня может составлять от 5 до 20%. Однако прежние попытки исправить этот дисбаланс через поэтапную девальвацию (1,5% в день) и приблизить курс к равновесному привели в августе 2015 года и в январе 2016 года к турбулентности на рынках и ускорению оттока капитала. В последние месяцы мы видим, что ослабление валюты идет очень плавно (~1% с начала мая). Рынок на это реагирует достаточно спокойно. Отклонение рыночного курса юаня от справочного курса НБК совсем небольшое, а в марте и апреле резервы НБК выросли на 18 млрд долл. Более того, рынки, по всей видимости, не ждут девальвации в ближайшее время. На это указывает тот факт, что рынок оценивает юань чуть крепче, чем НБК.

Вопрос о более резкой девальвации и либерализации валютного рынка тем не менее остается одним из ключевых в политике НБК. Председатель



Источник: Bloomberg.

Рис. 10. Постепенное ослабление не вызывает паники



Источник: Народный банк Китая.

Рис. 11. Ставки зафиксированы на низком уровне, дальнейшего смягчения не будет

НБК Чжоу Сяочуань уже неоднократно опровергал слухи о возможном резком ослаблении курса. Но в октябре 2016 года должно произойти утверждение включения юаня в корзину SDR, и МВФ настаивает на соблюдении условия сделки по либерализации рынков. А либерализация, скорее всего, и привела бы к резкой девальвации. Об истинных намерениях китайского центробанка относительно либерализации можно будет говорить после июля. Именно в июле закончится срок действия ограничений по торговле на фондовом рынке. Если рынок останется относительно стабильным, то в августе возможны новые шаги в политике либерализации. Однако нельзя исключить повышения волатильности фондового рынка и ответного применения новых административных мер по ужесточению контроля. Либерализация не выглядит в наших глазах самым вероятным сценарием.

Одним из важнейших для Китая аргументов «против» девальвации и либерализации являются опасения ускорения оттока капитала. Статистика платежного баланса, к сожалению, не дает возможности даже приблизительно оценить масштабы этого оттока. В 2015 году статья «ошибки и пропуски» достигла 57% счета текущих операций, что искажает все данные. Но по оценкам Института международных финансов, в 2015 году из Китая было выведено 650 млрд долл. Экспертные оценки и консенсус-прогноз Блумберга оценивают отток за 2015 год в 1 трлн долл.

Политические риски: невидимая угроза

Политические риски в современном Китае, на первый взгляд, отсутствуют. Си Цзиньпин пришел к власти в 2012 году, то есть у него впереди еще семь лет на посту генерального секретаря, и радикальной смены власти в эти годы не предвидится. Обострившиеся в последние годы антикоррупционные скандалы, по сути своей, являются способом и проявлением внутривластной борьбы. Многочисленные перестановки на руководящих постах разных уровней происходили и в первой половине 2000-х, когда к власти пришел Ху Цзиньтао. «Антикоррупционными» эти перестановки стали благодаря особому освещению в СМИ. Си Цзиньпин, вероятно, предпочитает

подавать Западу сигналы, что Китай движется в сторону демократизации общества.

Но ситуация производит совсем иное впечатление. Идет явная концентрация власти в руках группы Си Цзиньпина. Это несет определенные риски для эффективности проводимой экономической политики.

В Китае на протяжении веков бизнес был тесно связан с политическим руководством. Например, до недавнего времени один брат нынешнего премьера Ли Кэцзяна занимал пост в руководстве компании *China Tobacco*, а другой входил в Госкомиссию по управлению и контролю над госсобственностью. Эти факты дают основания предполагать, что поводов для «антикоррупционных» расследований и в дальнейшем можно будет найти немало.

К сожалению, внутривнутриполитические конфликты в Китае остаются для стороннего наблюдателя «черным ящиком». Например, Бо Силай до начала 2012 года рассматривался иностранными аналитиками как претендент на самые высокие посты, но буквально за несколько месяцев потерял всё и в конце концов был приговорен к пожизненному заключению. Нет никаких оснований полагать, что подобное не повторится.

Ekonomicheskaya Politika, 2016, vol. 11, no. 3, pp. 46-55

Vasilii NOSOV, senior analyst, Center for Macroeconomic Research of Sberbank of Russia, Russia, Moscow, 117997, ul. Vavilova, 19. E-mail: VDNosov@sberbank.ru.

Julia TSEPLYAEVA, Senior Executive Officer, Director of the Center for Macroeconomic Research of Sberbank of Russia, Russia, Moscow, 117997, ul. Vavilova, 19. E-mail: YVTseplyaeva@sberbank.ru.

China: Economy in Transition

Abstract

China's economy is slowing. China's growth in the past decade has been provided by cheap labor and the investment inflow, but the possibility of extensive growth has been exhausted. The transition to consumer demand-based model of growth is slow. China has significant resources to gain private consumption, however, the consumption can become a key driver of growth only in 2030. However, the accumulated imbalances pose significant risks for the stability of transition to the new growth model. High debt of the corporate sector, People's Bank of China's contradictory choice of monetary policy and the hidden political risks can lead to a serious economic slowdown. *Keywords: China, the extensive growth model, consumer demand, high debt of the corporate sector, monetary policy.*

JEL: E21, E52, E61, O53.