

Макроэкономика

КИТАЙ В 2010-х: ЭКОНОМИКА ПЕРЕГРЕВА

Василий НОСОВ

Василий Дмитриевич Носов —
главный аналитик Центра макроэкономических
исследований Сбербанка России
(117997, Россия, Москва, ул. Вавилова, д. 19).
E-mail: VDNosov@sberbank.ru

Аннотация

В последние годы в отношении экономики Китая всё чаще звучит слово «перегрев». Действительно, с 2010 года в центре внимания аналитиков оказывались то пузырь на фондовом рынке в 2014–2015 годах, то перегревы на рынке недвижимости в 2010–2011-м, 2012–2013-м и в 2015–2017 годах, то бум на рынке биткоинов в 2016 году. При внимательном изучении каждого из случаев перегрева обнаруживается, что пузыри были спровоцированы политикой властей. Образование пузыря на одном рынке заставляет регуляторы вводить ограничительные меры, но в это же время государство стимулирует возникновение ажиотажного спроса на другом рынке. Средства инвесторов перетекают на новый рынок, что приводит к образованию нового пузыря. Искусственное поддержание отдельных рынков в состоянии перегрева — нетипичный выбор политики. Для анализа экономики Китая и прогнозирования перспектив развития КНР необходимо разобраться в том, какими механизмами пользуются власти Китая при перегреве и охлаждении рынков, а также понять, какие цели преследуют власти, создавая ажиотажный спрос на рынках. Как будет показано в этой работе, главной причиной, заставляющей китайское руководство создавать условия для зарождения пузырей, является необходимость стимулировать частное потребление. В Китае существует исторически обусловленная проблема аномально высокой склонности населения к сбережению. Создание пузырей на рынках является попыткой государства побороть сложившиеся в течение последних сорока лет привычки населения, попыткой приучить китайцев меньше использовать традиционные формы сбережения. Вкладывая часть средств в инвестиционные товары с почти гарантированной высокой доходностью, китайцы получают дополнительный доход, что благоприятно сказывается на росте потребления.

Ключевые слова: Китай, фондовый рынок, рынок недвижимости, экономическая политика, потребительский спрос.

JEL: E21, E44, E60.

Переходить реку, нащупывая камни.
Дэн Сяопин / Чэнь Юнь¹

Введение

В последние годы мы всё чаще слышим о возникновении «пузырей» на разных рынках Китая. За последние восемь лет в центре внимания аналитиков оказывались и пузырь на фондовом рынке в 2014–2015 годах, и неоднократные перегревы рынка недвижимости — в 2010–2011-м, 2012–2013-м и в 2015–2017 годах. В 2016 году внимание привлек рынок биткоинов, почти 100% объемов торговли которыми приходилось на Китай. Перегрев стал привычным состоянием для китайской экономики.

Чтобы понять, о чем сигнализируют пузыри на китайских рынках, следует проанализировать механизм возникновения этих пузырей. При внимательном изучении каждого из случаев перегрева обнаруживается необычная особенность. Каждый пузырь был спровоцирован политикой регулирующих органов КНР. И это не чередой системных ошибок — напротив, регуляторы целенаправленно создают условия для возникновения ажиотажного спроса на рынках.

Искусственный перегрев экономики является весьма нетипичным выбором политики регуляторов. Такой подход властей Китая к экономической политике обусловлен исчерпанием ресурса модели роста, основанной на экспорте и инвестициях, и необходимостью стимулирования частного потребления. Главным препятствием для роста частного потребления выступает аномально высокая склонность населения Китая к сбережению, сложившаяся за последние четыре десятилетия под воздействием политики «Одна семья — один ребенок» и усугубленная фактическим отсутствием пенсионной системы. Руководство Китая вынуждено бороться с психологией населения и стимулирует жителей страны тратить деньги, а не копить. Для этого регуляторы подогревают спрос на инвестиционные активы, обладающие более высокой доходностью, чем традиционные банковские депозиты. Ажиотажный спрос снижает уровень риска при вложении в эти активы — по крайней мере на стадии зарождения пузыря. В таких условиях главной задачей регулирующих органов становится контроль за перегретым рынком и введение ограничительных мер, позволяющих сдуть пузырь относительно безболезненно для экономики в целом.

¹ Традиционно этот афоризм приписывается Дэн Сяопину, однако существует версия, согласно которой впервые эта фраза была произнесена в 1980 году на рабочем заседании ЦК секретарем Центральной комиссии КПК по проверке дисциплины Чэнь Юнем.

1. Анализ перегрева рынков в литературе

Анализу возникающих в Китае пузырей посвящено множество статей в крупнейших журналах: *Bloomberg*, *The Economist*, *Wall Street Journal*, *Reuters* и т. д. Подробно описаны процесс возникновения перегрева, динамика рынка и действия регуляторов, направленные на максимально безболезненное схлопывание пузыря.

Однако авторы чаще всего описывают различные пузыри, анализируя их как отдельные процессы, и, даже отмечая взаимосвязь между ними, выраженную в движении средств между рынками, рассматривают причины возникновения каждого из случаев перегрева как не связанные между собой события. На мой взгляд, такой подход к анализу пузырей лишает нас возможности понять саму природу образования перегревов. Более того, подход к перегревам на разных рынках как к процессам, не связанным напрямую, зачастую приводит к неточностям в прогнозах. Например, в августе 2016 года главный экономист *Bloomberg* по Азии Том Орлик написал статью под названием «China's Trouble with Bubbles» [Orlik, 2016], лейтмотивом которой был постулат «Не ожидайте, что Китай лучше справится со следующим пузырем». Статья была написана, когда регулятор фондового рынка уже достаточно успешно справился с пузырем путем введения серьезных ограничений торгов на биржах, а перегрев на рынке недвижимости приближался к своему пику. Однако сейчас, когда с момента выхода статьи прошло уже больше года, мы видим рост фондового рынка и стабилизацию цен на рынке недвижимости.

Бывший директор Всемирного банка по Китаю Юконь Хуан придерживается более позитивных взглядов на перспективы китайской экономики даже в отношении пузырей на рынках. И в своей книге «Cracking the China Conundrum: Why Conventional Economic Wisdom Is Wrong» [Huang, 2017], и в личном общении с автором настоящей статьи Юконь Хуан говорит о том, что главной причиной взрывного роста на фондовом рынке и на рынке недвижимости является их фактическое отсутствие еще несколько десятилетий назад. Приток огромных средств в Китай привел к зарождению пузырей. Но Юконь Хуан считает, что потенциал роста китайской экономики достаточен, чтобы справиться с негативным эффектом схлопывания пузырей.

В ноябре 2016 года экономисты *RaboResearch Global Economics & Markets* Уго Эркен, Бьорн Гесберген и Майкл Эвери опубликовали статью «How Serious Is China's Housing Market Bubble?» [Erken et al., 2012], в которой были рассмотрены причины возникновения пузыря на рынке недвижимости как со стороны спроса, так и со стороны предложения: активный процесс урбанизации страны и миграции сельских жителей в города, отсутствие альтернативных инвестиционных

возможностей и стимулирующая политика регуляторов, в частности Народного банка Китая (НБК). Анализ *RaboResearch* показал, что бурный рост цен в некоторых городах Китая (Шэньчжэнь, Уси) объясняется исключительно спекулятивным фактором.

Все аналитики отмечают тесную связь между пузырями на разных рынках, в частности, отмечая факт движения средств с одного рынка на другой. Серьезное внимание они также уделяют введению ограничительных и, напротив, стимулирующих мер на рынках. Однако сейчас важно сделать следующий шаг и ответить на вопрос, есть ли связь между действиями регуляторов. Как будет показано далее, власти Китая последовательно создают условия для перегрева на рынках. В привычном для экономиста понимании искусственное создание пузырей — политика весьма сомнительная. Однако в отличие от западных рынков Китай от возникновения пузырей может выиграть. Настоящая работа посвящена анализу механизмов искусственного поддержания китайской экономики в состоянии перегрева, объяснению причин, заставляющих власти Китая проводить такую нетипичную политику, и ответу на вопрос, может ли эта стратегия быть выигрышной для Китая.

2. Пузырь на фондовом рынке

Первым шагом анализа будет подробный разбор наиболее яркого примера перегрева рынка последних лет — пузыря на фондовом рынке Китая в 2014–2015 годах. Аналитики внимательно следили за перегревом и обвалом бирж Шанхая и Шэньчжэня, предполагая, что схлопывание этого пузыря может привести к жесткой посадке Китая. Однако регуляторам (Комиссии по регулированию рынка ценных бумаг, Народному банку Китая и прочим надзорным органам) удалось сдуть пузырь относительно безболезненно для экономики страны в целом.

Перегрев фондового рынка Китая не был обусловлен экономической динамикой — он носил «рукотворный» характер. В середине 2014 года власти Китая приняли решение об изменении правил игры на фондовом рынке: была открыта возможность входа на рынок для мелких инвесторов, стал доступен механизм торговли «с плечом», то есть на заемные средства. На фоне таких изменений регулирования рынка возникает перегрев. За год, с 13 июня 2014-го по 15 июня 2015 года, индекс Шанхайской биржи вырос в 2,5 раза — с 2050 до 5170 пунктов (рис. 1). За январь-май 2015 года на Шанхайской бирже было открыто 10 млн инвестиционных счетов — больше, чем суммарно за 2012-й и 2013 годы, и сравнимо с показателями 2014 года. При этом, по многочисленным свидетельствам, две трети новых инвесторов не доучились в школе и до 15-летнего возраста, а 6% новых инвесторов, по некоторым данным, вообще не умели писать и читать.

Даже при сохранении здорового скепсиса в отношении таких свидетельств очевидно, что они так или иначе формируют примерный портрет нового инвестора. Эти новые инвесторы брали кредиты и покупали акции, ориентируясь на свое весьма поверхностное представление о том, как функционирует фондовый рынок.

Динамика фондового рынка в период с середины 2014-го по середину 2015 года совершенно не соответствовала экономическим показателям Китая. Одним из индикаторов, позволяющих оценивать степень перегрева рынка акций, является P/E ratio (Price-Earnings ratio). Это отношение текущих котировок акций фирмы к объему ее прибыли за последний год в расчете на одну акцию (на сколько подорожала акция за последний год). Для компаний, входящих в индекс S&P 500, характерен показатель в интервале 20–25, и именно он считается нормальным. В таком же диапазоне находился и показатель P/E ratio для всей биржи Шанхая (рост с 9 до 25 с июня 2014-го по июнь 2015 года). Однако в отдельных секторах имели место и экстремальные отклонения. Например, по данным CEIC, P/E ratio для сектора услуг общественного питания на пике достиг отметки 70 пунктов (25 в середине 2014 года), а для сектора сельского хозяйства — 120 пунктов (50 в середине 2014 -го). Сейчас в этих секторах показатель P/E ratio находится на уровне около 60 пунктов. В секторе сельского хозяйства P/E ratio последний раз был ниже 25 пунктов в 2005 году. Такой высокий уровень P/E ratio даже в период спокойствия рынка в определенной мере подтверждает мысль Юконя Хуана, который говорит о необходимости с осторожностью применять западные оценки при анализе китайской экономики. Действительно, сложно предположить, что рынок сельского хозяйства находится в перманентном состоянии перегрева уже десять лет. Однако очевидно, что даже краткосрочное падение показателя P/E ratio до 10–20 пунктов может оказаться очень серьезным шоком для рынка.

История мировой экономики показывает, что такой значительный перегрев рано или поздно заканчивается обвалом рынка. Именно это и случилось в июне 2015 года: менее чем за месяц рынок просел почти на треть. В развитой экономике обвал был бы неостановим. Но мы говорим о чрезвычайно зарегулированном рынке. Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг ввела запрет на проведение новых IPO, пытаясь подогреть интерес к уже торгующимся акциям. Шаг был своевременным — по слухам, китайские компании готовились к IPO на общую сумму более 650 млрд долл. После этого был объявлен полугодовой мораторий на продажу акций крупными инвесторами — к этой категории в Китае относятся все, кто имеет в портфеле от 5% акций компании. Еще одним шагом регулятора стало введение запрета на продажу акций топ-менеджерами компаний — во избежание паники на рынке.

Эти меры позволили стабилизировать рынок за счет практически полной остановки торгов. С начала июля по середину августа фондовый рынок даже показал рост: с 8 июля по 17 августа индекс Шанхайской биржи прибавил 14%. Но в середине августа начался новый обвал, вызванный действиями Народного банка Китая в отношении политики курсообразования.

В Китае курс определяется НБК — он устанавливает «справочный курс», от которого рынок юридически не имеет права отклоняться более чем на несколько процентов. До середины августа допустимое отклонение составляло 2% (рынок к тому моменту торговал юань на 1,5% слабее справочного курса). В этот момент НБК абсолютно неожиданно для рынка меняет правила игры — резко снижает справочный курс (на 4,5% за несколько дней) и расширяет коридор допустимого отклонения рынка от курса ЦБ до 3%. Была увеличена роль рынка в определении справочного курса. С августа 2015 года (и до июня 2017 года, когда это правило было отменено) при определении справочного курса НБК был обязан ориентироваться на рыночный курс на момент закрытия торгов и динамику валют стран — основных торговых партнеров Китая. Достоверного объяснения неожиданному изменению правил игры на валютном рынке нет. Вероятно, МВФ выдвинул руководству Китая требование о срочном проведении либерализации валютного рынка в обмен на обещание включить юань в корзину резервных валют уже в 2015 году (так в итоге и произошло).

Такое изменение курсовой политики НБК оказалось неожиданным для рынков, что вновь привело к обвалу фондового рынка. К тому моменту уже действовал мораторий на торговлю акциями крупных инвесторов, то есть новый обвал рынка был обеспечен действиями мелких инвесторов. Вероятно, в большинстве своем это были уже упомянутые индивидуальные инвесторы, которые особенно подвержены панике в силу слабого понимания принципов функционирования рынка. Именно тот факт, что возможность торговать на рынке имели только мелкие инвесторы, стал одной из причин, по которой обвал продлился недолго, — потеряв 27% за девять дней, рынок стабилизировался на уровне около 3000 пунктов.

До конца 2015 года рынки просуществовали в относительной стабильности. Успокоило инвесторов решение МВФ о включении юаня в корзину резервных валют и неплохая макроэкономическая статистика. Но в начале января 2016 года НБК вновь принял решение об ослаблении национальной валюты. Девальвация произошла одновременно с прекращением моратория на продажу акций крупными инвесторами. Как и в августе 2015 года, девальвация оказалась неожиданной для рынков, что вызвало новую распродажу на фондовом рынке. Регуляторы были вынуждены снова вводить запреты на про-

дажу акций, но на этот раз индекс продолжал падать, несмотря на щедрые вливания ликвидности. Падение продолжалось до середины февраля, то есть до начала новогодних каникул. За недельные каникулы регуляторам удалось успокоить рынок. Дальнейшая динамика индекса Шанхайской биржи соответствует представлениям о том, как должен вести себя фондовый рынок развивающейся экономики, — колебаться в относительно широком диапазоне.

НБК и Комиссии по регулированию рынка ценных бумаг удалось почти безболезненно остановить падение фондового рынка — на динамике реального сектора это почти не сказалось. Однако в это же время начинает зарождаться новый пузырь — на этот раз на рынке недвижимости.



Источник: Bloomberg.

Рис. 1. Перегрев и обвал индекса Шанхайской биржи (Shanghai Composite), январь 2014-го — август 2016 годов

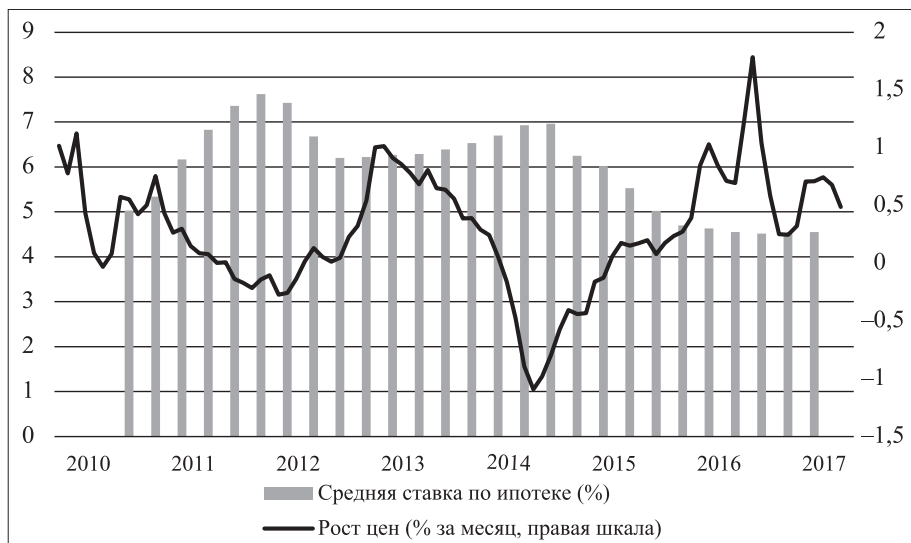
3. Пузырь на рынке недвижимости

Стремительный рост объемов строительства, в том числе и жилого, не первый год привлекает внимание властей Китая к этому сектору. Стимулируя инвесторов войти на рынок недвижимости, власти добиваются достижения сразу двух целей. Помимо борьбы с высокой склонностью населения к сбережению рост спроса на недвижимость стимулирует рост объемов строительства и, следовательно, создает

дополнительные условия для поддержания высоких темпов роста экономики.

Основные инструменты, используемые Народным банком Китая для регулирования спроса на рынке недвижимости, — ставка ипотечного кредита и требования к первому взносу, а также дополнительные ограничения, связанные с кредитной (ипотечной) историей заемщика. К сожалению, относительно обширные данные по рынку недвижимости Национальное бюро статистики стало собирать (или публиковать) только с 2010 года и лишь по 70 городам. Но даже за этот период можно отметить несколько периодов перегрева — в 2010–2011-м, 2012–2013-м и с 2015 года по настоящее время.

Процессы возникновения этих пузырей (равно как и их исчезновения) схожи. Народный банк Китая в 2010–2011 годах повышал ставки по ипотечным кредитам (с 5,03% в III квартале 2010 года до 7,62% в IV квартале 2011 года), что привело к замедлению ежемесячных темпов роста цен на недвижимость и даже к их падению (до 0,8% в помесечном исчислении в январе 2011-го и до –0,2% — в декабре того же года). Последовавшее снижение ставок до 6,2% в III квартале 2012 года спровоцировало новый рост цен на недвижимость (до 1% в месяц по отношению к предыдущему месяцу в начале 2013 года). Аналогичные действия регулятора в 2013–2014 годах вновь привели к ускорению роста цен с последующим замедлением и падением на 1% в помесечном исчислении (рис. 2).



Источники: Haver Analytics, Bloomberg.

Рис. 2. Регулирование Национальным банком Китая спроса на жилье через ставку по ипотеке

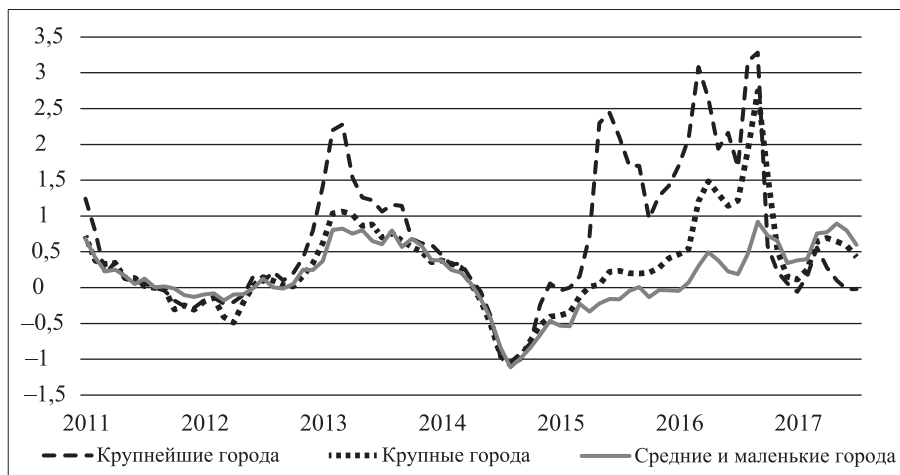
Во втором полугодии 2014 года и первом полугодии 2015 года снижение ставок по ипотеке во многом объяснялось общим смягчением денежно-кредитной политики НБК и снижением ключевой ставки. Само по себе удешевление кредита было направлено на поддержание замедляющейся экономики, но у этого решения были и другие последствия. Во-первых, в условиях бума фондового рынка и при разрешенной торговле «с плечом» частные инвесторы смогли брать кредиты, что приводило к дополнительному разогреву фондового рынка. Во-вторых, подешевели и ипотечные кредиты, что оказало поддержку рынку недвижимости. Всё это привело к росту спроса на недвижимость и, следовательно, к росту цен.

Дополнительным фактором, обусловившим рекордные темпы роста цен на рынке недвижимости, стала уже описанная выше сильная турбулентность на фондовом рынке и значительные ограничения, введенные на нем регулятором. Выведенный с фондовых бирж капитал был перенаправлен в сектор недвижимости. Наибольший рост цен в период с января 2015-го по июль 2017 года был отмечен в крупнейших городах (first-tier cities)² — в Пекине (+37,4%), Гуанчжоу (+45,6%), Нанкине (+47,8%), Шанхае (+45,6%) и в Шэньчжэне (+75,9%). Такая география спроса на жилье, по всей видимости, была обусловлена интересом большинства инвесторов к недвижимости в финансовых центрах Китая. Были, однако, и менее крупные города (second-tier), в которых отмечался бум. К ним можно отнести Сямэнь (+54,5%) и Хэфэй (+49,2%).

Главной отличительной чертой нынешнего бума на рынке недвижимости является его продолжительность (цены растут уже более двух лет) и нетипичная политика Народного банка Китая. В предыдущие годы НБК менял ставки ипотечного кредита и минимальные требования по первому взносу сразу по всей стране. Регулирование нынешнего бума происходит посредством точечных мер. Средняя ставка по ипотечному кредиту в Китае с середины 2016 года составляет 4,52–4,55%. Однако в отдельных городах вводятся многочисленные ограничения. Например, весной 2017 года НБК вводил ограничения в Пекине, Шанхае и ряде других городов. Ограничения выражались в повышении ставки при получении второго ипотечного кредита (независимо от того, закрыт ли первый), а также в повышении первого взноса. Наличие квартиры, купленной в ипотеку, даже при погашенном кредите автоматически повышает минимальный первый взнос в Пекине до 60% (для сравнения можно отметить, что в Москве этот показатель в среднем составляет около 10%).

² В Китае города классифицируются по уровню экономического развития (ВРП), населению и административному статусу города. Официально выделяются города 1-го и 2-го уровней, четкой официальной классификации для остальных городов нет. В данной работе используется классификация на 1-й уровень, 2-й уровень и 3–5-й уровни.

В Пекине вводились и довольно необычные ограничения. Регулятор обратил внимание на рост количества фиктивных разводов, поэтому при рассмотрении заявки на ипотеку стало учитываться не только наличие кредита у самого заемщика, но также и у его супруга (даже бывшего). Максимальный срок кредита был уменьшен до 25 лет — так НБК снижал спрос на ипотеку в Пекине за счет увеличения ежемесячных платежей по кредиту. Ограничения коснулись и покупателей нетипичного жилья (аналог премиум-класса). Еще с сентября 2016 года в Пекине действуют дополнительные требования к кредиту на покупку жилья, площадь которого превышает 144 кв. м или стоимость которого более чем на 20% выше установленного властями показателя. По новым правилам, для получения кредита на покупку второй квартиры премиум-класса первый взнос составляет 80% (ранее — 70%).



Источник: Haver Analytics.

Рис. 3. Динамика роста цен по городам в зависимости от их размера
(% в месячном выражении)

Несомненно, за счет точечных мер Китай смог добиться в 2017 году важнейшего результата: темпы роста цен на жилье в городах 2–5-го уровней выше, чем в крупнейших городах (рис. 3). Регулятору удалось заинтересовать инвесторов вложениями в недвижимость по всей стране, а не только в административных и финансовых центрах. По крайней мере такой вывод можно сделать на основе имеющихся данных по 70 городам. Как представляется, Народный банк Китая теперь будет вводить стимулирующие или, напротив, ограничительные

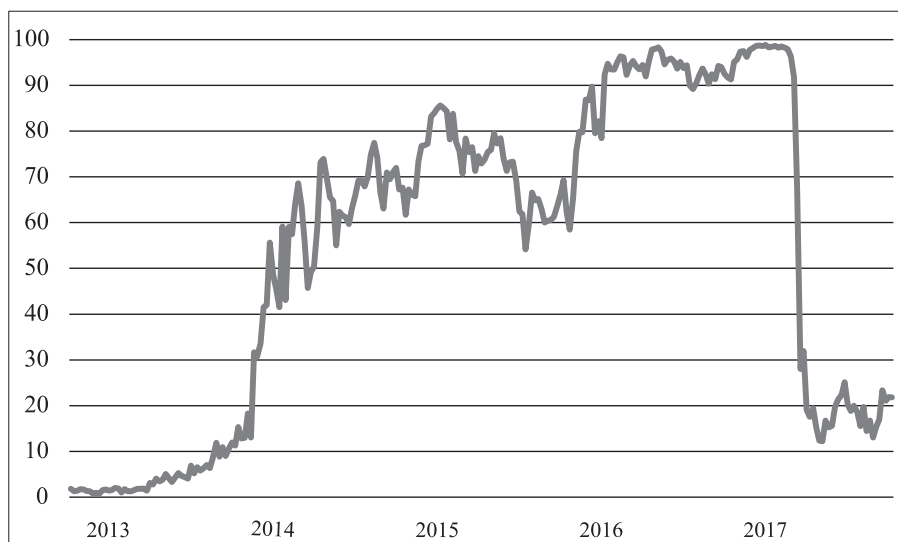
меры не по всей стране, а по регионам либо по конкретным городам. С одной стороны, это усложняет задачу контроля рынка и создает дополнительные риски возникновения локальных пузырей, бороться с которыми будет непросто. С другой — более равномерное распределение средств по регионам создаст условия для поддержания роста экономики в ближайшие годы.

4. Новый рынок — биткойны

В 2014–2016 годах внимание китайцев привлек еще один рынок — рынок криптовалюты, а именно биткойна. Говорить о перегреве рынка приходится сейчас, а не в предыдущие годы: ведь цена биткойна в 2014–2016 годах ни разу не достигла даже отметки 1000 долл. (по состоянию на декабрь 2017 года цена биткойна превышает 19 000 долл.). Однако мне кажется важным рассмотреть рынок криптовалюты, так как китайские игроки приняли заметное участие в его функционировании в рассматриваемый период (2014–2016 годы).

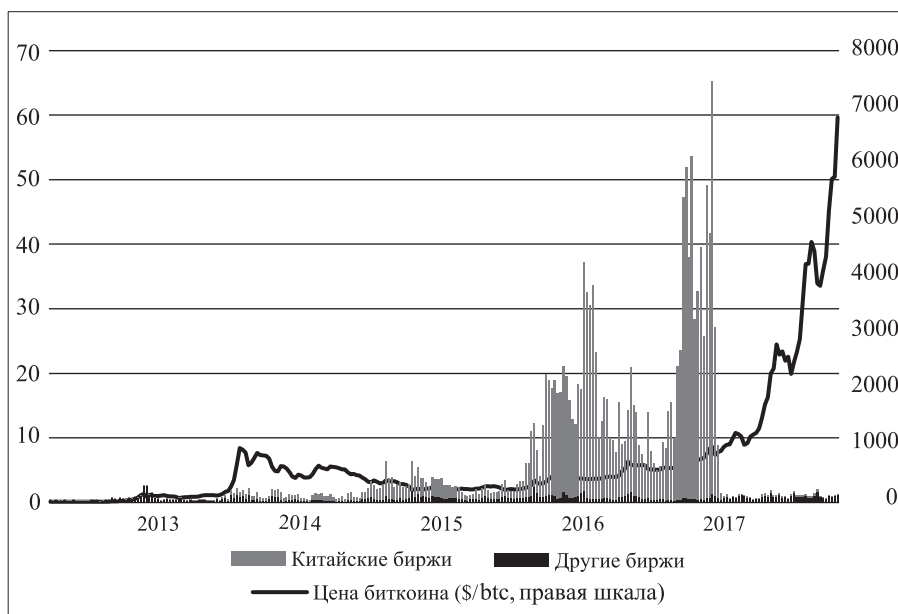
Несмотря на достаточно стабильную цену биткойна в предыдущие годы, объемы торгов тогда значительно превышали сегодняшние показатели. Это было обусловлено активностью игроков на китайских биржах. С начала 2014 года доля торгов в юанях (то есть доля торгов на биржах внутри Китая) не опускалась ниже 50% от общего объема торгов в мире, а в 2016-м — начале 2017 года доля торгов в Китае достигла почти 100% от общемировых (рис. 4).

Власти Китая на протяжении 2015–2016 годов не создавали помех для функционирования рынка криптовалюты. Вновь, как и в случае с фондовым рынком и рынком недвижимости, регуляторы не мешали образованию пузыря на рынке. Народный банк Китая отреагировал лишь в начале 2017 года. НБК договорился с крупнейшими биржами криптовалюты в Китае о временном закрытии (сначала речь шла о закрытии на месяц, но, по сути, биржи открылись лишь в конце мая). Целью было приведение работы бирж к новым требованиям регулятора, которые касались главным образом верификации при входе на биржу. Официально НБК говорил о необходимости усиления контроля за рынком для борьбы с отмыванием средств, однако очевидно, что основная причина заключалась не в этом. Власти Китая вновь, как и в случае с фондовым рынком и рынком недвижимости, позволили образоваться ажиотажу вокруг инвестиционного продукта, а после этого путем ограничительных мер практически закрыли рынок. Как и ожидалось, объемы торгов после открытия бирж не вернулись к показателям последних лет, потому что китайские инвесторы не стали возвращаться на рынок, опасаясь возможных негативных последствий верификации (рис. 5). Образование пузыря в 2017 году уже не имеет прямого отношения к рынку Китая — объемы торгов



Источник: data.bitcoinity.org.

Рис. 4. Доля Китая в общемировом объеме торгов биткоина, 2015–2017 годы
(недельные объемы торгов в юанях, % от общемировых)



Источник: data.bitcoinity.org.

Рис. 5. Сравнительная динамика цены биткоина и объемов торгов на биржах Китая
(недельные объемы торгов, млн биткоинов)

значительно ниже, чем в 2014–2015 годах, а курс вырос более чем в 19 раз. Более того, в начале сентября НБК заявил о запрете ICO (аналог IPO для криптовалют) и о запрете местных «нелегальных» криптовалютных бирж. Теперь китайцы могут торговать биткоинами преимущественно на зарубежных площадках, но для этого нужна валюта, купить которую в Китае непросто.

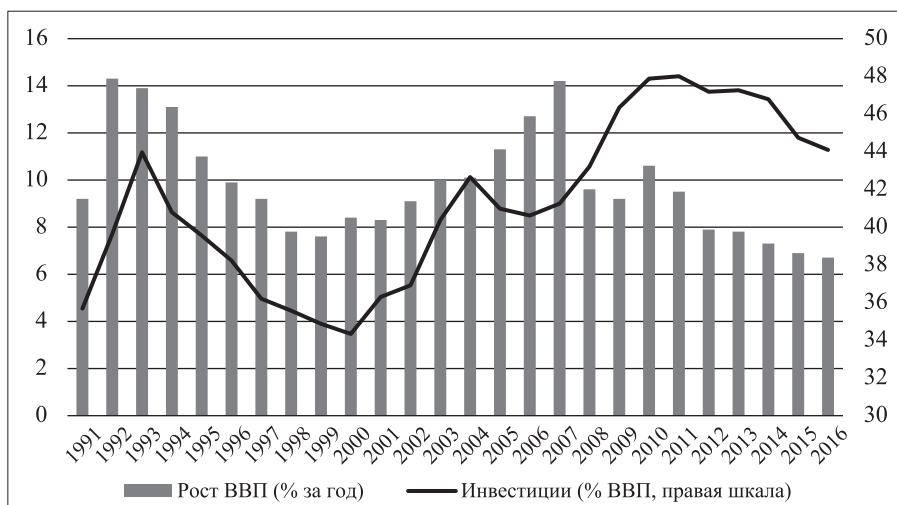
5. Экономическая политика

Как показано выше, пузыри, регулярно возникающие на рынках Китая, в значительной мере поддерживаются выбранной регуляторами политикой. Действия регуляторов зачастую направлены на создание и стимулирование ажиотажного спроса на инвестиционные товары, будь то ценные бумаги, недвижимость или криптовалюта. НБК долгое время не вмешивался в функционирование рынка биткоинов, хотя еще в 2015–2016 годах было очевидно, что спрос на криптовалюту со стороны китайцев предъявлялся аномально высокий.

Чем обусловлена такая нетипичная политика регуляторов? Для ответа на этот вопрос принципиально важно понимать, какие экономические вызовы встают перед Китаем в последние семь — десять лет. С 1991 по 2007 год ВВП Китая вырос в 5 раз. Высокие темпы роста (в среднем за год на 10,6%) были обеспечены экспортом и инвестициями, которые подпитывали друг друга. Инвестиции в основной капитал позволяли производить больше товаров и больше продавать на внешние рынки, а экспортные доходы создавали условия для наращивания инвестиций. Замедление роста в конце 1990-х годов стало дополнительным стимулом для вступления Китая в ВТО в 2001 году. Открытие внешних рынков и снятие множества барьеров привели к новому витку роста в рамках экспортно ориентированной модели.

Финансовый кризис 2007–2008 годов оказал прямое влияние на финансовые рынки развитых и развивающихся стран. Коснулся он и Китая. Экономики США и еврозоны — крупнейших потребителей китайских товаров, на долю которых в то время приходилось почти 40% экспорта КНР, значительно снизили спрос на китайские товары. По мере экономического восстановления развитых стран спрос на товары из Китая рос, но не такими темпами, как до кризиса. Отчасти сработал также эффект определенного насыщения спроса западных потребителей.

Рост объемов экспорта Китая стал недостаточным для обеспечения ставших привычными высоких темпов роста. Самым простым и очевидным способом ускорить рост экономики является наращивание инвестиций. Однако агрессивное наращивание инвестиций в основной капитал (до 48% ВВП в 2011 году) не привело к устойчивому ускорению роста (рис. 6). Для властей Китая стало очевидно,



Источник: МВФ.

Рис. 6. Кратковременный эффект от наращивания инвестиций в посткризисный период

что сохранение высоких темпов роста теперь может быть достигнуто лишь за счет роста внутреннего потребления.

Однако добиться роста потребления не так просто, как увеличения инвестиций, особенно в Китае, где существует исторически обусловленная проблема аномально высокой склонности населения к сбережению. В 2008 году доля сбережений в экономике Китая достигла 52,3% ВВП. Причиной высокой склонности населения к сбережению является проводившаяся с конца 1970-х и вплоть до 2016 года политика «Одна семья — один ребенок». Даже постепенные послабления этой политики, осуществлявшиеся и в 1980-х, и в 1990-х, и даже в 2000-х годах, не остановили стремительный процесс старения населения. Вкупе с отсутствием всеобъемлющей пенсионной системы это привело к тому, что каждый гражданин Китая предпочел усиленно копить «на старость».

К 2010 году в пенсионную систему Китая, по официальным данным, было включено лишь 17% населения (235 млн человек). За следующие 3 года охват пенсионной системы вырос с 17 до 58% (до 788 млн). По данным, озвученным в конце 2016 года министром трудовых ресурсов КНР Инь Вэймином, охват пенсионной системы достиг 68% населения. В целом за 2010–2017 годы охват пенсионной системы вырос почти в 4 раза (рис. 7). В настоящее время пенсию получают более 100 млн китайцев (хотя, по признанию того же Инь Вэйминя, претендовать на нее могут минимум в два раза больше человек). В основном пенсию получают городские жители — этим и объясняется недостаточный охват пожилого населения.

Однако одних лишь обещаний светлого будущего и достойной старости недостаточно для изменения привычек населения. Несколько поколений китайцев привыкли полагаться только на себя и свои накопления. Создание пенсионной системы — необходимое, но не достаточное условие для роста внутреннего потребления.

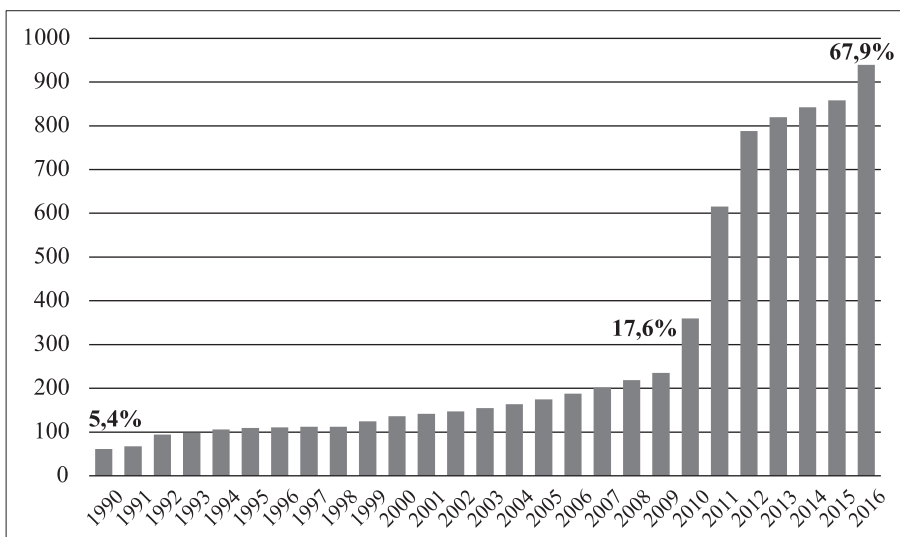


Рис. 7. Рост охвата пенсионной системой населения Китая, 1990–2016 годы (млн чел.)

Китайцы привыкли хранить деньги на банковских депозитах или «под матрасом». Для того чтобы заставить население достать деньги «из-под матраса», необходимо предложить не менее доходные и, в идеале, столь же безрисковые активы, а после — спровоцировать ажиотаж на рынке. Именно так и возникают пузыри то на одном, то на другом рынке.

6. Цель властей Китая — приучить китайцев тратить деньги, а не копить

Образование пузырей в Китае, как показано выше, — во многом рукотворное явление. По мнению автора, руководство Китая, провоцируя перегрев на рынках, преследует четкую цель. Исчерпав прежние источники роста экономики, власти страны стремятся задействовать новые, а именно — частное потребление. Поэтому они ведут борьбу с высокой склонностью китайцев к сбережению и стараются стимулировать частное потребление через создание и подогрев ажи-

отажного спроса на инвестиционные товары — бумаги и недвижимость. Наличие на рынках актива, более доходного, чем привычные людям депозиты, и почти столь же безрискового (на ранних стадиях зарождения пузыря), заставляет людей сокращать долю дохода, которая идет на сбережение.

Инвестиционные товары обычно рассматриваются экономистами как средство сбережения. Однако, как свидетельствует динамика сбережений в экономике КНР (снижение с 52% ВВП в 2008 году до 45,8% в 2016 году), полученный от инвестиционных товаров доход не уходит в полном объеме в сбережения. Китайцы пускают большую часть этого дохода на потребление, и поддержание такого тренда крайне важно для будущего стабильного роста экономики страны.

Как было отмечено ранее, одновременно со стимулированием спроса на инвестиционные активы руководство страны развивает пенсионную систему, и доверие населения к ней постепенно растет. По утверждению министра трудовых ресурсов Китая, пенсию получают более 100 млн человек. По официальным данным Национального бюро статистики, всего в Китае 149 млн граждан старше 65 лет (пенсионный возраст). Учитывая, что показатель урбанизации в Китае составляет 57%, можно говорить о том, что в городах, которые являются основным источником потребительского спроса, почти все достигшие этого возраста получают пенсионные выплаты. Разумеется, это оказывает влияние на пенсионную стратегию молодежи, которая видит, что теперь накопления перестают быть единственным средством к существованию после выхода на пенсию.

Распространенное мнение, что возникающие в Китае пузыри являются следствием постоянного процесса накачивания экономики дешевыми кредитами, безусловно, верно. Однако, на мой взгляд, поддержка экономики через кредитование является средством, а не целью. Без постоянного притока новых денег в экономику Китай давно столкнулся бы с серьезным замедлением роста. Постоянное движение капитала, в том числе заемного, поддерживает рост экономики. Но заявленный еще в начале эпохи Си Цзиньпина отказ от политики «бесконечного кредитования» постепенно начинает действовать, в том числе в отношении госкомпаний. В начале 2017 года комитет Госсовета КНР по контролю и управлению государственным имуществом отчитался о ликвидации в 2016 году 398 «зомби-компаний»³. В 2017 году цифра ликвидированных «зомби-компаний» будет ниже — основной задачей руководства страны в этом году была максимальная стабильность экономики накануне съезда компартии. Есть все основания ожидать 2018 году продолжения борьбы с «зомби-

³ «Зомби-компания» — традиционное название для компании, находящейся на грани банкротства и не имеющей возможности осуществлять свою деятельность без дополнительной финансовой поддержки.

компаниями». В конце октября 2017 года была приватизирована одна из крупнейших «зомби-компаний» в сталелитейной отрасли — *Dongbei Special Steel*, а доля государства в ее собственности снизилась со 100 до 10%. Более того, в рамках своей программной речи на открытии XIX съезда компартии Китая Си Цзиньпин говорил о том, что частный сектор будет играть ключевую роль в экономике, хоть и сохранится «доминирование государственных компаний». Так Си Цзиньпин обозначил свое намерение дать рынку больше свободы, при этом создав государственных «национальных чемпионов», что позволит обеспечить максимальную стабильность всем секторам экономики.

Пока Китай достаточно успешно наращивает внутреннее потребление. В реальных ценах частное потребление в 2016 году выросло на 10% (самый высокий показатель с 2011 года). Доля частного потребления в ВВП достигла максимального значения с 2005 года и составила 39,2%. На мой взгляд, в ближайшие годы есть все основания ожидать сохранения такого тренда. Более того, доля потребления в экономике будет расти. После 2017 года, ставшего «годом стабильности» в преддверии XIX съезда компартии Китая, Пекин может пойти на постепенное замедление экономики. Первыми шагами такой политики будут снижение роли государства (заккрытие убыточных предприятий, приватизация госкомпаний и т. д.) и замедление темпов роста кредитования. При реализации такого сценария у Китая будет шанс добиться заметного снижения закредитованности экономики и перейти к модели роста, основанного на потребительском спросе.

Ekonomicheskaya Politika, 2017, vol. 12, no. 6, pp. 24-41

Vasilii D. NOSOV. Center for Macroeconomic Research, Sberbank of Russia (19, ul. Vavilova, Moscow, Russian Federation, 117997).
E-mail: VDNosov@sberbank.ru

China in the 2010s: The Economy of Overheating

Abstract

In recent years, the word “overheating” is very often used regarding to China’s economy. Indeed, over the past 8 years equity market bubble of 2014–2015, real estate bubbles of 2010–2011, 2012–2013 and 2015–2017 and bitcoin market bubble of 2016 were in the spotlight. Upon close analysis it is found that the bubbles were provoked by the policy of the authorities. The formation of a bubble forces regulators to implement restrictive measures, but at the same time the authorities stimulate the emergence of a rush demand on another market. Investors’ funds flow into another market, which leads to the formation of a new bubble. Maintenance of markets in overheating condition is a very atypical policy. It is necessary to clarify what mechanisms are used by the Chinese authorities for markers’s overheating and cooling. It is also important to understand the

goals of such a policy in order to analyze China's economy and to make predictions of further PRC development. It is illustrated in this article that the main reason to push the authorities to create conditions for bubble emergence is the necessity to stimulate private consumption. In China, there is a historically determined problem of the abnormally high propensity to save. The creation of bubbles is an attempt to overcome population habits, an effort to "accustom" the Chinese not to put all the money into a deposit or "under the mattress". Investing part of the funds in investment goods with almost guaranteed high yield, the Chinese receive additional income, and, as statistics show, they increase consumption.

Keywords: China, equity market, real estate market, economic policy, consumer demand.

JEL: E21, E44, E60.

References

1. *A Goring Concern. The Economic Dangers of China's Manic Bull Market.* <https://www.economist.com/news/finance-and-economics/21652337-economic-dangers-chinas-manic-bull-market-goring-concern>.
2. Erken H., Giesbergen B., Every M. *How Serious Is China's Housing Market Bubble?* <https://economics.rabobank.com/publications/2016/november/how-serious-is-chinas-housing-market-bubble/>.
3. Orlik T. *China's Trouble with Bubbles.* <https://www.bloomberg.com/view/articles/2016-08-03/don-t-expect-china-to-handle-its-next-bubble-better>.
4. Pettis M. *Avoiding the Fall: China's Economic Restructuring.* Washington, DC, Carnegie Endowment for International Peace, 2013.
5. Pettis M. *The Great Rebalancing: Trade, Conflict, and the Perilous Road ahead for the World Economy.* Princeton, NJ, Princeton University Press, 2013.
6. Pettis M. *The Limit to Beijing's Financial Guarantee.* <https://www.wsj.com/articles/the-limit-to-beijings-financial-guarantee-1436806376>.
7. Pettis M. *Will China's New "Supply-Side" Reforms Help China?* <http://carnegieendowment.org/chinafinancialmarkets/62601>.
8. Rothman A. *What Next? A China Housing Crash?* <https://www.ft.com/content/8d3c2752-3b54-11e5-bbd1-b37bc06f590c>.
9. Yuan Yang. *China's Housing Boom Ends as Prices Fall in Top Cities.* <https://www.ft.com/content/0ae22064-dd5a-11e6-9d7c-be108f1c1dce>.
10. Yukon Huang. *Cracking the China Conundrum: Why Conventional Economic Wisdom Is Wrong.* N. Y., Oxford University Press, 2017.