

*П.М. Мозиас**

Экономика Китая: новые тревоги

АННОТАЦИЯ: В статье анализируются особенности современной макроэкономической ситуации в Китае. Показано, что нынешнее замедление экономического роста связано как с действием фундаментальных, структурных факторов, так и с накоплением государственной и корпоративной задолженности в результате проведения в 2008–2010 гг. антикризисной политики. Описаны основные направления осуществляемых в настоящее время в Китае институциональных реформ. Выделены группы рисков, способных породить кризисные явления в китайской экономике.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: экономический рост, инфляция, «инвестиционные платформы», «теневой» банкинг, реформы.

Экономическая ситуация в Китае в 2014 г. развивалась в русле тех тенденций, которые проявились ещё двумя — двумя с половиной годами ранее. Последний по времени инфляционный «перегрев» китайской экономики, стимулированный антикризисной политикой 2008–2010 гг., был непродолжительным, и уже с конца 2011 г. темпы экономического роста стали замедляться (рис. 1).

* Мозиас Пётр Михайлович, к.э.н., Кафедра мировой экономики Национального исследовательского университета Высшая школа экономики, Москва, Россия; E-mail: pmozias@hse.ru



Рис. 1. Темпы прироста ВВП Китая в годовом выражении (по кварталам), %. Источник: [13].

Некоторое дополнительное торможение прироста ВВП в 2014 г., очевидно, не является существенным: скорее, можно говорить о стабилизации поквартальных темпов прироста на уровне 7,5% в годовом исчислении. Тем более, что в 2012–2014 гг. обозначился контур краткосрочных (в пределах календарного года) циклических колебаний экономического роста. В первой половине года прирост ВВП замедляется, но затем вследствие пополнения товарных запасов предприятиями, а также благодаря мерам поддержки экономики со стороны властей хозяйственная конъюнктура несколько улучшается.

Но при этом приходится делать существенные оговорки. Статистика темпов прироста ВВП компилируется на основании данных, представляемых местными властями. В ситуации, когда центральным правительством ставится задача удержания экономического роста на уровне 7,5% в год, чиновники, особенно на местах, могут проявить склонность к приукрашиванию действительности, ибо от соблюдения установленных количественных ориентиров зависят их благополучие и карьерные перспективы. Поэтому вполне можно допустить, что реальные показатели хозяйственной динамики на 1–2 п.п. ниже, чем это явствует из официальных данных.

Предположить, что замедление экономического роста в течение 2014 г. было более существенным, чем показывает официальная статистика ВВП, побуждает ряд косвенных признаков. На протяжении 2014 г. в КНР устойчиво снижались объёмы грузовых железнодорожных перевозок (по итогам первого полугодия — на 2,5% в годовом исчислении). Впервые за более чем десять лет ведущие китайские нефтяные компании столкнулись с сокращением продаж дизельного топлива, а на него приходится до 1/3 внутреннего потребления нефтепродуктов (в первом полугодии у CNPC реализация дизтоплива сократилась на 5,0%, а у Sinopec — на 5,1%). Потребление электроэнергии во втором квартале выросло на 6,5%, а по итогам первого

полугодия — на 5,3% в годовом исчислении, но в июле темп прироста генерации сократился до 3,3% (см. [23, 5.08.2014, 8.08.2014, 14.08.2014]).

Синхронным с замедлением экономического роста в последние годы было снижение инфляции. Прирост индекса потребительских цен (CPI) в середине 2011 г. достигал 6,5% в годовом исчислении, но уже в первой половине 2012 г. он не превышал 2,5–3% и оставался в этом интервале и в 2014 г. при установленном властями целевом показателе в 3,5% (рис. 2). Что же касается прироста индекса цен производителей (PPI), то он ещё с начала 2012 г. ушёл в область отрицательных значений. Дефляционное давление на рынках товаров производственного назначения свидетельствует о сохранении и углублении в соответствующих отраслях ситуации перепроизводства. По официальным оценкам, в наибольшей степени избыток производственных мощностей и превышение товарного предложения над спросом свойственны в настоящее время сталелитейной, алюминиевой, стекольной, цементной, химической, целлюлозно-бумажной промышленности, судостроению, производству оборудования для солнечной энергетики (см. [23, 26.12.2013]).

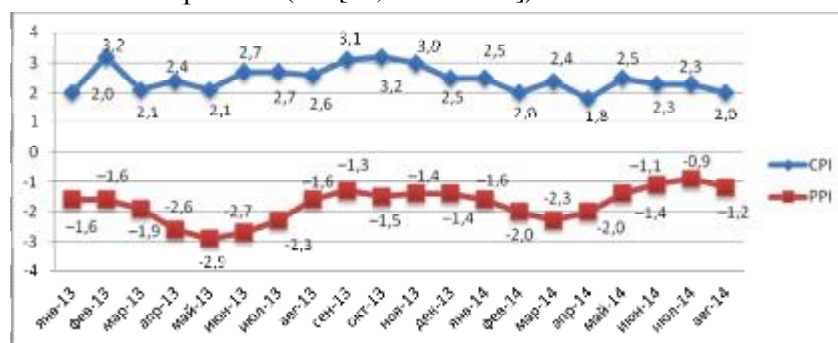


Рис. 2. Темпы прироста потребительских цен (CPI) и оптовых цен производителей (PPI) в годовом исчислении, %. Источник: [13].

Если говорить об отдельных составных частях совокупного спроса, то наиболее неблагоприятно на показателях прироста ВВП отражается ослабление инвестиционной активности: темпы прироста капиталовложений в основные фонды с конца 2013 г. составляют менее 20% в годовом исчислении, а в 2014 г. замедление стало ещё более выраженным (темпы прироста инвестиций сократились с 19,6% в январе–декабре 2013 г. до 16,5% в годовом исчислении в январе–августе 2014 г.). Самым существенным замедлением было в обрабатывающей промышленности, где в январе–августе 2014 г. прирост инвестиций составил 13,7% в годовом исчислении, тогда

как в «первичном секторе» (сельское хозяйство и добывающие отрасли) он достигал 26,3%, а в сфере услуг — 18,2% (см. [25]).

Впрочем, нет оснований оценивать эти тенденции как исключительно негативные. Скорее аномальной выглядела ситуация 2009 г., когда под влиянием антикризисной финансовой «накачки» экономики темпы прироста инвестиций превышали 30%, причём лидером нового инвестиционного бума был госсектор. Происходящие же сейчас изменения динамики и структуры инвестиций могут трактоваться и как признаки действительно начавшейся реструктуризации китайской экономики — отхода её от модели роста, основанной на безудержной (благодаря доступности государственных источников финансирования) инвестиционной экспансии.

Неоднозначно выглядит и происходившее с начала 2014 г. резкое замедление прироста инвестиций в сфере недвижимости (темпы их прироста снижались с 19,3% в январе–феврале до 13,2% в январе–августе 2014 г.) (см. [25]). Значение этого сектора для современной китайской экономики трудно переоценить. По данным за 2012 г., на строительство и операции с недвижимостью в совокупности приходилось около 15% ВВП страны, 25% всех капиталовложений, 14% рабочих мест в городах и поселках. Компании-девелоперы привлекали до 20% объёма банковского кредитования. Экспансия сектора недвижимости порождает ярко выраженные мультипликативные эффекты роста как в отраслях, производящих инвестиционные товары (металлы, цемент, строительное оборудование и т.д.), так и в отраслях, обслуживающих потребительский спрос, порождаемый самим ходом урбанизации. Совокупный удельный вес сферы недвижимости и сопряжённых с ней отраслей достигает, по оценкам, 33% китайского ВВП (см. [11]).

Сектор недвижимости всегда развивается волнообразно, и в Китае эти циклические тренды проявляются весьма наглядно. О формировании на китайском рынке недвижимости «мыльного пузыря» стали говорить ещё в середине 2000-х годов. С тех пор тенденция быстрого роста цен и инвестиций в жилую и офисную недвижимость прерывалась дважды: в 2008 г. — из-за общего ослабления деловой активности в период мирового финансового кризиса и в 2011–2012 гг. — под влиянием ограничительной политики властей, не только ужесточивших условия ипотечного и другого кредитования этого сектора, но и введших прямые административные ограничения на покупки «второго и третьего жилья» (т.е. приобретение жилых помещений не в потребительских, а в инвестиционных целях).

Последний по времени инвестиционный бум в сфере недвижимости развернулся с середины 2012 г., т.е. ему не помешало общее

ухудшение хозяйственной конъюнктуры. Но в начале 2014 г. появились признаки охлаждения рынка: во многих провинциальных городах цены на жильё стабилизировались. А в мае 2014 г. индекс цен на недвижимость, отражающий ситуацию в 100 крупных и средних городах, впервые за два года зафиксировал некоторое снижение (на 0,32%), и эта тенденция оставалась в силе в последующие месяцы (в июле индекс снизился на 0,81%).

Падение объёмов продаж гораздо более существенно. По итогам первых восьми месяцев 2014 г. общая площадь реализованных помещений составила 649,9 млн. кв. м., что было на 8,3% меньше, чем в аналогичный период 2013 г. Продажи жилой недвижимости снизились на 10,9%, офисной — на 19,5%, а производственных помещений — на 7,5%. О сопутствующем ослаблении инвестиционной активности свидетельствует сокращение числа новостроек: в январе–августе 2014 г. совокупная площадь вновь заложенных объектов уменьшилась по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года на 10,5%, в том числе жилых зданий — на 14,4% (см. [23, 4.06.2014, 2.08.2014]).

В любом случае коррекция рынка недвижимости объективно назрела: спекулятивный бум привёл к образованию ценового «нароста» и многочисленных структурных дисбалансов. Но многие китайские эксперты полагают, что нынешний поворот событий на рынке недвижимости — это не просто конъюнктурное замедление, а начало нового длительного этапа, в течение которого цены будут иметь тенденцию к понижению. Аргументы в обоснование такой позиции состоят в следующем:

- обеспеченность жилплощадью в расчёте на душу населения в КНР уже превысила 30 кв. м., при этом миграционные потоки, особенно в города «третьего уровня» (т.е. не мегаполисы и не провинциальные центры), замедлились, что ослабляет остроту жилищной проблемы;

- во многих провинциальных городах, особенно в центральных и западных провинциях Китая, благодаря строительному буму последних лет, во многом инициированному политикой местных властей, предложение и жилой, и офисной недвижимости превысило спрос на неё;

- объёмы продаж на первичном и вторичном рынках недвижимости сблизились, это тоже свидетельствует о насыщении спроса;

- котировки рынков ценных бумаг свидетельствуют о снижении рентабельности компаний-девелоперов (см. [18, 9.06.2014]).

Прирост розничного товарооборота — главного индикатора состояния потребительского спроса, который на пике экономического

подъёма середины 2000-х годов был близок к 20%, в последние годы тоже стал существенно меньше. В 2013 г. он составил 13,1%, а в течение 2014 г. балансировал у отметки 12% (в августе прирост составил 11,9% в годовом исчислении). При этом темп прироста розничных продаж на селе (13,2%) в первой половине 2014 г. был выше, чем в городах (12,0%). Можно расценить это как результат ускоренного (на 12,0% в первом полугодии) прироста чистых доходов крестьян по сравнению с располагаемыми доходами городских жителей (они увеличились на 9,6%), но с той оговоркой, что потребительский спрос деревни в последние годы поддерживается не только спонтанными рыночными силами, но и государственным стимулированием роста крестьянских доходов и субсидированием поставок товаров длительного пользования на село.

Как бы то ни было, доля конечного потребления в ВВП, которая в 2010 г. достигла минимального за весь период реформ значения в 48,2%, в последующие годы стала повышаться — до 52,4% по данным за первую половину 2014 г., и это тоже свидетельствует о реальном начале долгожданной ребалансировки китайской экономики — об относительном ослаблении роли инвестиций как главного её локомотива и растущем вкладе потребления в экономический рост (см. [7, с. 35; 23, 14.08.2014; 25]).

У этого процесса реструктуризации есть и внешнеэкономическое измерение. Вклад чистого экспорта в ВВП в середине 2000-х годов достигал 7,5–8%, т.е. он был аномально высоким для такой крупной экономики, как китайская. Но в посткризисный период он снизился до 2,7% в 2012 г., 2,8% в 2013 г. и 2,3% в первой половине 2014 г. Со второго квартала 2013 г. по первый квартал 2014 г. включительно вклад чистого экспорта в прирост ВВП был отрицательным (см. [11, 16]). В первые месяцы 2014 г. спорадически фиксировались отрицательные показатели прироста экспорта и импорта товаров, а в феврале внешнеторговый баланс был сведён с дефицитом. Но к середине года ситуация выправилась. В июне прирост экспорта достиг 7,2%, в июле — 14,5%, в августе — 9,4%, а по итогам первых восьми месяцев — 3,8%. Очевидно, такому развитию событий способствовали как меры властей по поощрению товарного вывоза, так и «отложенный» эффект произошедшей в феврале–марте 2014 г. некоторой девальвации юаня, а также оживление спроса на американском и европейских рынках (поставки из Китая в США увеличились в июле на 12,3% в годовом исчислении, а поставки в страны ЕС — на 17,0%). Импорт после прироста на 5,5% в июне затем сократился в июле на 1,6%, а в августе — на 2,4%, за январь — август 2014 г. он увеличился на 0,6% (см. [23, 9.08.2014, 15.08.2014; 25]).

В любом случае прирост внешнеторгового оборота по итогам первых восьми месяцев 2014 г. на 2,3% выглядит весьма скромным, и не соответствует анонсированным весной на сессии ВСНП планам властей выйти по итогам года на показатель прироста в 7,5%. Впрочем, и установив для себя такую планку, правительство уже признало, что наблюдавшихся ещё совсем недавно 20-процентных темпов прироста внешней торговли больше не будет — как из-за уже достигнутых её масштабов (Китай в 2013 г. впервые обошёл США и стал первой по объёмам внешней торговли державой мира), так и из-за исчерпания прежних ценовых преимуществ китайского экспорта.

«Вклад» Китая в формирование глобальных дисбалансов, приведших к возникновению финансового кризиса, обычно связывали с огромным положительным сальдо по счёту текущих операций, являвшимся воплощением узости внутреннего спроса в китайской экономике, её «перекошенности» в сторону экспортного сектора и поддержки товарного вывоза властями «на грани фола» (в том числе с помощью манипулирования курсом национальной валюты). Но за посткризисные годы профицит по текущему счёту в существенной мере выправился: он снизился с 10,1% ВВП в 2007 г. до 2,1% ВВП в 2013 г., а в первом квартале 2014 г. положительное сальдо составляло только 0,3% ВВП (см. [11]). Правда, произошло это не столько благодаря сокращению профицита в товарной торговле (он в 2010–2013 гг. колебался в пределах 150–250 млрд. долл., а по итогам первого полугодия 2014 г. составил 102,9 млрд. долл.), сколько из-за увеличения дефицитов по счетам торговли услугами и движения инвестиционных доходов, что, очевидно, связано с растущим спросом на услуги на внутреннем рынке КНР и продолжающимся активным притоком в страну иностранного капитала.

Сдвиги в платёжном балансе уже нашли отражение в динамике валютного курса юаня. После отказа в июле 2005 г. от жёсткой фиксации курса юаня по отношению к доллару США совокупная ревальвация китайской валюты составила к концу 2013 г. 34%, и даже в некоторых западных изданиях стали высказываться мнения о том, что юань не только достиг равновесного уровня, но даже несколько переукрепился (см. [23, 1.03.2014; 24, 15.06.2013, с. 47–48]). На таком фоне отмеченный в феврале 2014 г. дефицит торгового баланса стал для Народного банка Китая (НБК) удобным поводом для того, чтобы несколько ослабить национальную валюту, в том числе и за счёт расширения в марте 2014 г. лимита дневных колебаний курса юаня к доллару с 1 до 2%. Монетарные власти, очевидно, стремились не только поддержать национальный экспорт в условиях общего замедления экономики, но и повлиять на ожидания игроков финансовых рынков, убедить их в том, что ревальвация юаня не будет

бесконечной, и тем самым ослабить мотивацию к совершению сделок carry trade. На протяжении второго–третьего кварталов 2014 г. валютный курс юаня незначительно укрепился, но в целом оставался стабильным, а официальные представители настаивали на том, что теперь он может колебаться в любую сторону в зависимости от изменений фундаментальных показателей и ситуации на рынках.

Замедление экономического роста в КНР стало, таким образом, устойчивым. Для его характеристики китайские комментаторы уже всю используют позаимствованный у англоязычных коллег термин «новая нормальность». У торможения хозяйственной динамики есть структурные причины. По мнению многих экспертов, китайская экономика приближается к «поворотному пункту» по У. Льюису или даже миновала его¹, т.е. излишек трудовых ресурсов в традиционном, преимущественно аграрном секторе хозяйства близок к исчерпанию, и рост производства в современном, городском секторе экономики всё больше будет теперь сдерживаться ограничениями со стороны предложения рабочей силы².

Они усугубляются произошедшими демографическими изменениями. Проводившаяся с 1970-х годов политика «планового деторождения» быстро привела к резкому снижению показателя фертильности (среднее число рождений на одну женщину репродуктивного возраста уменьшилось с 5,0 в начале 1970-х годов до 1,2 в начале 2000-х годов). Но на этапе реформ 1980–2000-х годов Китай мог воспользоваться «демографическим дивидендом» — благоприятными условиями для экономического роста, которые возникают, когда фертильность уже упала (а вместе с ней и число иждивенцев), но численность трудоспособного населения продолжает расти (см. [22, 2011, № 2, с. 32–35]). Однако в 2012 г. впервые было отмечено абсолютное сокращение (на 3,45 млн. чел.) числа людей трудоспособных возрастов (15–64 лет), а в 2013 г. оно уменьшилось ещё на 2,44 млн. чел. Уже в ближайшие годы начнут сказываться отсроченные во времени негативные эффекты «планового деторождения» в виде быстро прогрессирующего старения населения. Доля людей

¹ Инициатором дискуссии на эту тему был ведущий китайский социолог и демограф Цай Фан, высказавший мнение, что китайская экономика прошла «поворотный пункт» ещё в первой половине 2000-х годов (см. [20, 12.08.2013]).

² По данным Всемирного банка, приток сельских мигрантов в города и посёлки Китая сократился с 12,5 млн. чел. в 2010 г. до 6,3 млн. чел. в 2013 г. (см. [16]).

пожилых возрастов (65 лет и старше) в структуре населения в 2010 г. составляла 8,2%, но уже к 2020 г. она, по прогнозам, достигнет 17,0% (в абсолютном исчислении таких людей будет около 250 млн. чел.) (см. [23, 8.08.2014, 11.08.2014]).

Ситуация на рынке труда изменилась, в особенности это свойственно наиболее развитым восточным провинциям страны: конкуренция предприятий за рабочую силу способствует увеличению издержек на оплату труда. И рост зарплат, и эффект происходившей в течение многих лет ревальвации юаня ведут к утрате китайскими предприятиями былой ценовой конкурентоспособности. Те темпы экспортной экспансии, которые во многом обеспечивали в 2000-е годы быстрый прирост совокупного ВВП, теперь поддерживать уже невозможно.

Китайский экономический рост не станет в ближайшем будущем более интенсивным и инновационным. Согласно большинству оценок, вклад в прирост выпуска со стороны совокупной факторной производительности, т.е. эффективности использования хозяйственных ресурсов, не превышает 25–30%, и это является отражением относительной слабости национального научно-технологического потенциала. Но структурные параметры экстенсивного экономического роста меняются. Главным его драйвером становится не индустриализация (на самом деле рост занятости в китайской обрабатывающей промышленности прекратился ещё в конце 1990-х годов), а урбанизация и сопутствующее ей развитие сервисных отраслей. В 2013 г. официальная статистика зафиксировала символический факт: доля сферы услуг в китайском ВВП (46,1%) впервые оказалась больше, чем вклад «вторичного сектора» (обрабатывающей промышленности и строительства), который составил 43,9% (см. [21, 2014, № 5, с. 2]). Но известно, что производительность труда в сфере услуг существенно меньше, чем в промышленности, поэтому прогрессирующая сервисизация экономики тоже формирует предпосылки для замедления прироста совокупного выпуска³.

Предположения о падающей предельной производительности капитала в народном хозяйстве КНР пока не получили общепризнанно-

³ В то же время показательно, что нынешнее замедление экономического роста не только не привело к обострению проблемы занятости, но и сопровождалось ускорением создания рабочих мест в городах и посёлках с 11,7 млн. в 2010 г. до 13,1 млн. в 2013 г. (см. [17, 1.03.2011; 21, 2014, № 11]). Объяснением этого парадокса как раз и является структурный сдвиг в сторону трудоёмких сервисных отраслей.

го эмпирического подтверждения⁴. Многие китайские экономисты, ориентирующиеся на теории эндогенного экономического роста, вообще утверждают, что распространение научно-технических знаний, пусть даже, как в случае с Китаем, и связанное в основном с заимствованием зарубежных технологий, препятствует падению отдачи от используемых факторов производства. Но во всяком случае тревожной выглядит динамика показателя «соотношение прироста инвестиций и прироста выпуска (incremental capital/output ratio, ICOR)», который используется в международной практике для оценки эффективности инвестиционных процессов.

Согласно расчётам специалистов Всемирного банка, среднегодовое значение ICOR в 1991–2011 гг. составляло в Китае 3,6, но в 2009–2011 гг. оно достигало уже 4,7, а в 2012 г. — 5,4 (см. [16]). Иными словами, с течением времени для поддержания высоких темпов экономического роста в Китае требуются всё большие инвестиции. Но при этом нужно уточнить, что в современной китайской переходной экономике сама мотивация совершения инвестиций особая, она формируется под влиянием специфической институциональной среды. А учёт этого обстоятельства как раз и позволяет понять те причины замедления хозяйственной динамики, которые лежат в собственно макроэкономической области и которые делают нынешнюю ситуацию в китайском хозяйстве особенно сложной и противоречивой.

Китайскому экономическому росту в 1980–2000-е годы были свойственны не только высокие среднегодовые темпы, но и ярко выраженная неравномерность (рис. 3). Резкие ускорения прироста ВВП сопровождалась скачками инфляции, и для её обуздания власти вынуждены были осуществлять «урегулирование» экономики — ужесточать денежную политику и административный контроль над капиталовложениями. Периоды инфляционных «ускорений» и стабилизационных «урегулирований» следовали один за другим, формируя определённую циклическую тенденцию.

⁴ Тезис о том, что предельная производительность капитала стала снижаться в экономике КНР ещё во второй половине 1990-х годов, последовательно отстаивает выдающийся китайский экономист Чжан Цзюнь, оперирующий при этом традиционным инструментарием неоклассической производственной функции (см. [6, с. 309–342]). Квинтэссенция взглядов сторонников эндогенных теорий экономического роста по этой проблематике изложена в работах Вэй Фэна (см. [8, с. 165–180]).

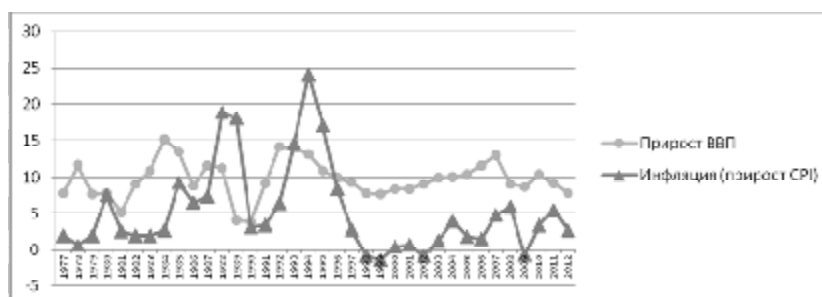


Рис. 3. Динамика показателей экономического роста и роста потребительских цен в народном хозяйстве КНР, %. Источник: [7, с. 22, 86; 21, 2014, № 11].

Причины такого рода цикличности связаны с незавершённостью системных преобразований в китайской экономике — непрояснённой структурой собственности, размытостью границ между государственным и частным секторами, неразделённостью финансов предприятий и государства (особенно местных властей), воспроизводством свойственным ещё командной экономике синдрома «мягких бюджетных ограничений» и, соответственно, минимизацией инвестиционных рисков. Гипертрофированный инвестиционный бум, периодически возникающий в экономике благодаря доступности государственного финансирования и перекладыванию на государство убытков от неудачных проектов, как раз и является главным двигателем инфляционных «перегревов».

В свою очередь, основу для поддержания очень высокой нормы накопления (в начале 2010-х годов она превышала 48% ВВП) обеспечивала ещё более высокая норма сбережения (в 2007–2012 гг. она составляла более 50% ВВП). А её поддержанию способствовала «предохранительная мотивация», обусловленная неразвитостью в стране базовых институтов социального обеспечения: из-за неполного охвата населения пенсионным страхованием, коммерциализации и дороговизны образовательных и медицинских услуг люди откладывают деньги на лечение, обучение детей, на жизнь в старости.

Инвестиционная экспансия и относительная узость потребительского спроса (доходы большинства китайского населения относительно невысоки, и значительная их часть не тратится на текущие нужды, а сберегается) закономерно ведут к формированию в экономике массы избыточных производственных мощностей и нереализованных товарных запасов. У Китая уже был прецедент достаточно длительного замедления экономического роста на рубеже 1990–2000-х годов, когда превышение совокупного предложения над спросом

погрузило экономику в состояние дефляции. Её преодоление начиная с 2003 г. было связано не столько с переломом тенденций на внутреннем рынке, сколько с новыми внешнеэкономическими обстоятельствами. После присоединения Китая к ВТО национальный экспорт стал расти очень высокими темпами, резко увеличились объёмы привлекаемого в страну иностранного капитала. Недостаток внутреннего спроса был, таким образом, на время компенсирован активной экспансией на зарубежных рынках и ещё большими инвестициями.

Более того, внешнеэкономические факторы стали в 2000-е годы оказывать основополагающее влияние и на макроэкономическую политику китайских властей. НБК ради недопущения резкой ревальвации юаня осуществлял валютные интервенции — выкупал с рынка часть поступающей в страну по торговым и инвестиционным каналам валютной ликвидности. Но тем самым он увеличивал юаневую денежную массу, и это способствовало дополнительной экспансии совокупного спроса, прежде всего — инвестиционного. А выбранный властями постепенный вариант укрепления юаня способствовал поддержанию ревальвационных ожиданий, в результате чего массивный приток в страну иностранного спекулятивного капитала («горячих денег») и соответствующее расширение внутреннего денежного предложения стали по существу самоподдерживающимся процессом (см. [4]).

Мировой финансовый кризис 2007–2009 гг. случился как раз тогда, когда китайская экономика снова достигла состояния инфляционного «перегрева», и властям пришлось в очередной раз прибегнуть к ограничительным мерам. Сочетание перелома внутренней циклической динамики и внешнего шока сделало замедление китайской экономики в 2008–2009 гг. особенно болезненным. Ответом властей на кризис стал обширный комплекс стабилизационных мероприятий, в китайских источниках его обычно называют «пакетом в 4 трлн. ю.». Но следует уточнить, что из этих финансовых инъекций, осуществлявшихся в 2008–2010 гг., на ассигнования из центрального бюджета приходилось только 1,18 трлн. ю., а остальное должны были обеспечить местные власти и государственные банки, причём пропорции их участия изначально определены не были.

В реальности ключевую роль в реанимации совокупного спроса сыграла кредитная эмиссия государственных банков, которая вышла далеко за рамки устанавливавшихся годовых ориентиров. В 2009 г. при годовом лимите в 5,0 трлн. ю. прирост кредитования составил 9,6 трлн. ю., и лишь в 2010 г. фактический показатель (7,9 трлн. ю.) стал сближаться с установленным НБК лимитом (7,5 трлн. ю.). При этом распределение кредитов на инвестиционные цели происходило

по традиционным стандартам «треугольных» взаимоотношений административных структур, опекаемых ими предприятий и госбанков, т.е. собственно коммерческая эффективность новых капиталовложений совсем не обязательно ставилась во главу угла (см. [3, 5]).

По идее кризис должен был бы способствовать расчистке экономики от избытка предложения, возникшего ещё во второй половине 1990-х годов. Но из-за массивной финансовой «накачки» и вызванного ею нового инвестиционного бума проблема избыточных мощностей не только не была смягчена, но и ещё больше усугубилась. Вполне логично поэтому, что, пережив в 2010–2011 гг. новое инфляционное ускорение, китайская экономика затем стала опять сбавлять обороты. Фундаментальной основой её нынешнего торможения является, таким образом, присутствующая уже более 15 лет в Китае ситуация перепроизводства.

Но и то, в каких конкретных формах осуществлялась антикризисная политика, тоже породило целую группу рисков для дальнейшего развития экономики. И безудержная раздача кредитов в 2008–2010 гг., и появление всё новых альтернативных вариантов заёмного финансирования привели к резкому росту задолженности хозяйствующих субъектов. Согласно официальным данным, совокупный долг корпоративного сектора увеличился с 92% ВВП в 2008 г. до 125% ВВП в 2013 г. Между тем по стандартам ОЭСР симптомом неблагополучия является уже преодоление отметки в 90% ВВП. В 2007–2013 гг. произошёл скачкообразный рост рынка корпоративных облигаций, его объём увеличился за это время десятикратно — с 800 млрд. ю. до 8,7 трлн. ю. (см. [23, 6.03.2014, 6.06.2014]).

О структуре корпоративной задолженности можно судить лишь по фрагментарным данным. Специалисты МВФ провели обследование финансового состояния около 2000 китайских предприятий, чьи акции включены в листинг фондовых бирж и на которые в совокупности приходится задолженность, эквивалентная примерно 35% ВВП. Был выявлен высокий уровень концентрации задолженности: почти половина её приходится на 50 компаний, и это в основном крупные предприятия базовых отраслей промышленности и инфраструктуры, в капиталах которых контрольные пакеты остаются за государством, а также частные компании, занимающиеся бизнесом на рынке недвижимости.

Среди акционерных обществ, специализирующихся на строительстве и девелоперской деятельности, около 80% всей корпоративной задолженности приходится на 60 компаний, у которых соотношение долговых обязательств и активов превышает 300%. В то же время у небольших частных предприятий обрабатывающей промышленности показатели долговой нагрузки в последние годы снижались (см. [11]).

По-видимому, бесполезно пытаться определить, какая из двух групп листинговых компаний более репрезентативна. Скорее, подобная дифференциация лишней раз подтверждает, что в результате антикризисной политики перекося деятельности государственных банков в пользу финансирования преимущественно госпредприятий и тесно связанных с местными властями девелоперов ещё больше усилился, а условия снабжения кредитом малых и средних негосударственных предприятий ещё больше ужесточились (китайские аналитики описывают такую ситуацию формулой «Государство приходит, частники уходят»).

В условиях замедления экономического роста из-за обострения проблемы избыточных мощностей усиливается дефляционное давление на компании, производящие товары производственного назначения, что затрудняет обслуживание ими накопленных долговых обязательств. Тем более в рискованном положении оказываются закредитованные компании-девелоперы, доходы которых сокращаются из-за перелома тенденции на рынке недвижимости.

Признаком нарастающего напряжения стал зафиксированный в марте 2014 г. первый в китайской практике дефолт по корпоративным облигациям. Его объявила шанхайская компания Chaogі, ведущая деятельность в «перегретой» отрасли производства солнечных батарей. В августе 2014 г. о неспособности осуществить платежи по своим облигациям объявила базирующаяся в пров. Шаньси компания Huatong, занимающаяся строительством дорог и мостов. То, что власти позволили этим событиям совершиться, само по себе знаменательно: в прошлом проблемные эмитенты корпоративных облигаций в последний момент получали финансовую поддержку от административных структур или госбанков, а теперь государство старается привить участникам рынка представления о жёсткой финансовой дисциплине (см. [23, 7.03.2014, 20.08.2014]).

Реальную величину корпоративной задолженности оценить трудно уже потому, что в китайской экономике практически невозможно определить, где заканчиваются долги предприятий и начинаются долги государства⁵. Когда в период мирового кризиса Пекин потребовал

⁵ По-видимому, отчасти именно с этим связано периодическое появление в СМИ алармистских оценок «совокупного долга» Китая, в которых суммируется задолженность государства, корпоративного сектора и домохозяйств. Характерно, что в качестве основы для таких оценок обычно берётся публикуемый НБК показатель «совокупное общественное финансирование» (total social financing). А он учитывает не только кредитные ресурсы, но и поступления от эмиссии акций. На его основе специалисты JPMorgan определили, что на конец 2012 г. «совокупный долг» достигал 194% китайского ВВП (см.

от региональных администраций поддерживать экономический рост на их территориях любой ценой, то почти всем провинциям и некоторым крупным городам впервые со времён бюджетно-налоговой реформы 1994–1995 гг. было официально разрешено привлекать заёмное финансирование. Правда, размещать облигации местные власти могли не напрямую, за них это делало общенациональное Министерство финансов. Однако по большей части средства для нового инвестиционного бума мобилизовались по гораздо более запутанным и непрозрачным схемам.

Инфраструктурное строительство на местах в Китае осуществляют главным образом не собственно региональные администрации, а созданные при их участии так называемые инвестиционные платформы. Речь идёт о государственных или смешанных государственно-частных компаниях, капитал которых формируется не только путём передачи туда активов, контролируемых местными властями (например, земельных участков или пакетов акций в госпредприятиях местного подчинения), но и за счёт кредитных ресурсов. Собственно говоря, эта организационно-правовая форма хозяйственной деятельности и была изобретена на местах ещё в 1990-е годы для того, чтобы обходить установленные законодательством прямые запреты на выдачу банковских кредитов местным правительствам. А в 2008–2010 гг., пользуясь официальными установками антикризисной политики, «платформы» могли без особых проблем инициировать новые проекты сомнительной нужности и получать под их реализацию кредиты государственных банков, а также разрешения на эмиссию корпоративных облигаций. Результатом стало строительство во многих китайских провинциях «мостов в никуда»; аэропортов, откуда почти не летают самолеты; «пустых городов» с нераспроданной жилой недвижимостью (см. [19, 2011, № 7, с. 144–156]).

Быстрое нарастание задолженности «платформ» и курирующих их деятельность местных администраций уже в начале 2010-х годов стало вызывать озабоченность центральных властей. По данным обследования, проведённого Государственной администрацией аудита, на конец 2010 г. совокупная задолженность местных властей (на уровнях провинций, городов и уездов) составляла 10,71 трлн. ю. (28,6%

[15]). Эксперты МВФ считают, что на начало 2014 г. он составлял 207% ВВП (см. [11]), а экономисты банка Standard Chartered утверждают, что в середине 2014 г. он достиг 251% ВВП (см. [18, 4.08.2014]). Судя по всему, в таких оценках содержится значительный элемент «двойного счёта», и, кроме того, они вообще мало о чём говорят, так как у отдельных частей «совокупного долга» различаются и структура, и закономерности динамики.

национального ВВП), из них на долги «инвестиционных платформ» приходилось 4,97 трлн. ю. (46,6% региональной задолженности) (см. [18, 11.07.2011, 15.08.2013; 23, 11.01.2012]). Уже тогда обращалось внимание на то, что хотя формально «платформы» являются независимыми юридическими лицами, но в случае финансовых затруднений урегулировать их придётся местным правительствам.

Однако когда в 2012 г. китайская экономика снова затормозила, центральное правительство не стало препятствовать осуществлению провинциальными и городскими властями собственных стимулирующих мер. Главными проводниками такой политики снова стали «инвестиционные платформы», и прирост их капиталовложений происходил параллельно с дальнейшим наращиванием кредитной задолженности. В конце 2013 г. были опубликованы результаты нового обследования, проведённого Государственной администрацией аудита, согласно которым на середину 2013 г. долги местных администраций и связанные с ними обязательства достигли 17,89 трлн. ю. (31,5% ВВП), из них на «инвестиционные платформы» приходилось 6,97 трлн. ю. (39,0% всей задолженности). Общее число «платформ», в начале 2010-х годов оценивавшееся примерно в 8 тыс., теперь составляет около 13 тыс. (см. [23, 27.03.2014])⁶.

Главная проблема, связанная с местной задолженностью, — это не абсолютные её размеры (они не выглядят критичными), а структура. Одни и те же активы зачастую использовались в качестве залогов по кредитам разными «платформами», цепочки их долговых обязательств закольцованы, и возможные дефолты могут вызвать «эффект домино». К тому же налицо дисбаланс между короткими сроками, на которые по большей части привлекаются кредиты (а иначе и быть не может при финансировании по «серым» схемам), и длительными сроками окупаемости инфраструктурных проектов, куда эти деньги вкладываются. Иначе говоря, «инвестиционные платформы» сами по себе, без финансовой поддержки местных администраций не могут не испытывать проблем с мобилизацией ликвидности для обслуживания обязательств по кредитам.

Пиковый период платежей наступил во втором полугодии 2013 г., когда местные власти и «платформы» должны были вернуть в общей сложности 2,49 трлн. ю., а в 2014 г. соответствующая сумма составила 2,38 трлн. ю. (см. [23, 2.01.2014]). Между тем нынешняя

⁶ Существуют и другие оценки накопленной местными властями задолженности. По данным Академии общественных наук КНР, уже к концу 2012 г. она составляла 19,94 трлн. ю. Бывший министр финансов Китая Сян Хуайчэн в апреле 2013 г. заявил, что она достигла примерно 20 трлн. ю. (см. [23, 16.04.2013, 26.12.2013]).

макроэкономическая ситуация неблагоприятна для устойчивости местных бюджетов. Ослабление хозяйственной динамики сопровождается замедлением прироста налоговых поступлений (по итогам 2013 г. налоговые доходы консолидированного бюджета выросли на 9,8%, тогда как в период экономического бума середины 2000-х годов при среднегодовом приросте ВВП на 10% налоговые сборы увеличивались средним темпом в 20% в год) (см. [21, 2014, № 11]). Стагнация рынка недвижимости затрудняет местным властям мобилизацию средств путём продажи девелоперам «прав пользования» земельными участками, а такие сделки до сих пор, по оценкам, обеспечивали не менее половины совокупных доходов местных властей (они, как правило, поступают на специальные внебюджетные счета). Кроме того, «права пользования» на землю составляют весомую часть уставных капиталов многих «инвестиционных платформ»⁷. Сообщения о дефолтах «платформ» пока были единичными, но состояние этого сектора экономики не может не вызывать аналогий с тем, что происходило в середине 2000-х годов на рынке секьюритизированной ипотечной задолженности в США.

Накопленный долг центрального правительства (с учётом выданных правительством гарантий по кредитам) на конец 2013 г. достигал 12,9 трлн. ю. или 22,7% ВВП (см. [14, с. 5]). Удержанию его на невысоком уровне способствуют относительно скромные показатели бюджетных дефицитов, которые составляли 2,0% ВВП в 2013 г. и 2,1% ВВП в 2014 г. (см. [16])⁸. Ещё совсем недавно в заявлениях китайских официальных лиц долг центральных властей фактически отождествлялся с государственным долгом вообще, и его многолетние колебания вокруг отметки в 20% ВВП трактовались как свидетельство здоровья китайских государственных финансов. Но сейчас, когда острота проблемы местной задолженности признаётся не только экспертным сообществом, но и властями, изменились и официальные оценки.

⁷ В июле 2014 г. в 300 наиболее крупных городах Китая доходы властей от продажи «прав пользования» землёй составили 147,5 млрд. ю. — на 49% меньше, чем было в июле 2013 г. В январе–июле 2014 г. 20 крупнейших в стране девелоперских компаний потратили на покупку земельных участков 182,5 млрд. ю., это на 38% меньше, чем в аналогичном периоде 2013 г. (см. [23, 20.08.2014]).

⁸ Очевидно, что эти цифры, относящиеся только к центральному бюджету, не в полной мере отражают реальный фискальный дисбаланс. Специалисты МВФ, приняв во внимание состояние государственных финансов на местах, оценили величину дефицита консолидированного бюджета в 2013 г. в 7,4% ВВП (см. [11]).

Государственная администрация аудита в конце первого квартала 2014 г. констатировала, что государственный долг Китая с учётом задолженности местных властей составляет около 58% ВВП (см. [23, 24.03.2014]). Это близко к оценкам МВФ, согласно которым китайский государственный долг в конце 2013 г. достигал 54% ВВП (см. [11]), и к оценкам независимых исследователей. Например, японский экономист Дж. Сано определил величину китайского госдолга в 57,0% ВВП на конец 2013 г. и спрогнозировал его увеличение до 59,7% ВВП к концу 2014 г. (см. [14, с. 5]). На фоне нынешних долговых проблем западных стран эти цифры не выглядят угрожающими, но не вызывать беспокойство они не могут. Дело не только в том, что традиционно в оценках госдолга отметка в 60% ВВП считается «границей опасности», но и в институциональной незрелости китайского рынка долговых обязательств, а соответственно — в слабой предсказуемости развития событий.

Ситуация с квазигосударственными и корпоративными долгами усугубляется произошедшими за последние годы изменениями в структуре источников кредитного финансирования. После того, как во время «перегрева» экономики 2010–2011 гг. власти ужесточили денежную политику (не только подняв процентные ставки и нормативы обязательного резервирования, но и введя административное квотирование кредитной эмиссии банков, ужесточив требования по достаточности их собственного капитала и соотношению между кредитованием и привлечением средств на депозиты), весомая часть финансирования стала попадать в реальный сектор не по легальным, а по «теневым» каналам. И занимаются этим отнюдь не только подпольные банки по типу тех, что ещё с 1980-х годов существовали в знаменитом своей предпринимательской инициативой г. Вэньчжоу, но и официальные кредитные институты, включая крупнейшие госбанки «большой четвёрки». Методы «теневого» банкинга разнообразны, это не только забалансовые операции самих банков, но и происходящие под их эгидой межфирменное кредитование и выпуск корпоративных облигаций, выдача кредитов компаниями доверительного управления (трастами) и т.д. А фондирование для таких операций в значительной мере обеспечивается за счёт того, что банки и сотрудничающие с ними трасты размещают на рынке сберегательные финансовые продукты (wealth management products, WMP), выступающие альтернативой банковским депозитам.

Если по обычным депозитам рост процентных ставок до сих пор ограничивается административно, то ставки по WMP — плавающие, и они, как правило, на 1–2 п.п. выше ставок по депозитам. Клиенты склонны помещать в WMP свои сбережения не только из-за

повышенной доходности, но и потому, что банки — продавцы WMP остаются под государственным контролем, и тем самым создаётся эффект имплицитного (неявного) гарантирования такой деятельности государством. В свою очередь, банки до недавнего времени направляли значительную долю мобилизованных продаж WMP средств на кредитование госпредприятий, «инвестиционных платформ» и компаний-девелоперов, также рассчитывая на то, что за этими компаниями стоят власти, которые в любом случае не допустят неплатежеспособности своих протеев.

Число обращающихся на рынке WMP увеличилось с нескольких сотен во второй половине 2000-х годов до более 50 тыс. в 2014 г. (см. [18, 18.08.2014]). По данным инвестиционного аналитика Р. Чэня, в конце 2009 г. совокупная стоимость WMP, эмитированных банками, составляла 1,7 трлн. ю., что было эквивалентно 2,7% объёма средств, помещённых на банковские депозиты, а к концу 2013 г. этот показатель увеличился до 10,8 трлн. ю. (10,1% от суммы средств на депозитных счетах). Под управлением трастовых компаний в конце 2009 г. находились средства на 2 трлн. ю. (6% национального ВВП), а в конце 2013 г. — на 10,9 трлн. ю. (19% ВВП) (см. [10])⁹.

Что же касается масштабов «теневого» кредитования, то специалисты Всемирного банка считают, что на него приходится ¼ совокупного финансирования, причём в течение 2013 г. объём «теневых» операций увеличился на 31% (см. [16]). Эксперты МВФ также оценивают их ежегодный прирост в 2012–2013 гг. в 30% и полагают, что на конец марта 2013 г. доля «теневого» банкинга в ВВП достигала 53% (см. [11]). Впрочем, есть и более сдержанные оценки: бывший председатель Совета директоров Промышленно-торгового банка Китая Ян Кайшэн в марте 2013 г. говорил на сессии ВСНП, что операции «теневого» банковского сектора эквивалентны сейчас 10% национального ВВП (см. [23, 7.03.2014])¹⁰.

⁹ Аналитики рейтингового агентства Fitch ещё в конце 2012 г. оценили средства, помещённые в WMP, в 16% от объёма средств, размещённых на банковских депозитах (см. [23, 12.10.2012]).

¹⁰ С середины 2013 г. конкуренцию ставшему уже традиционным «теневому» банкингу стали создавать вновь возникшие фонды денежного рынка, базирующиеся на Интернет-платформах. Их преимущества — это низкие транзакционные издержки и возможности предлагать инновационные сберегательные продукты широкому кругу потребителей, имеющих доступ к Сети. Объём средств, находящихся под управлением таких фондов, увеличился с 304 млрд. ю. в конце июня 2013 г. до 1,4 трлн. ю. на конец февраля 2014 г., т.е. более чем в четыре раза (см. [11; 23, 26.03.2014, 2–3.08.2014]).

Риски, порождаемые «теневым» банкингом, по существу являются зеркальным отражением соответствующих проблем предприятий и местных властей. Операции с WMP непрозрачны, деньги вкладываются зачастую в сомнительные проекты, в низкокачественные активы. Существует дисбаланс между короткими (не более 6 месяцев) сроками действия WMP и более длительными периодами реализации финансируемых проектов, что чревато перебоями в денежных потоках. Поэтому для выполнения обязательств по WMP банки и трасты вынуждены эмитировать новые сберегательные продукты, создавая по существу «пирамиды», которые могут рухнуть, если клиенты откажутся покупать WMP новых выпусков. Кроме того, в 2010-е годы банки всё охотнее стали мобилизовывать фондирование для забалансовых операций на межбанковском кредитном рынке, используя WMP и финансовые продукты трастов в качестве залогов. В результате легальный и «теневой» банковские секторы переплетаются всё теснее; рискованные, потенциально «токсичные» активы распространяются по каналам денежного обращения¹¹.

Экспансию «теневого» банкинга нельзя расценивать как исключительно негативное явление: в условиях сохраняющихся «финансовых репрессий» (занижения процентных ставок по депозитам и зарегулированности кредитования корпоративных заёмщиков) таким образом реализуется объективная потребность в диверсификации финансовой системы и создаётся давление в пользу её либерализации. Но можно сказать и так, что достигшее огромных размеров «теневое» кредитование является ещё одним симптомом укоренившейся привычки китайской экономики к избытку ликвидности. Традиционно эта проблема проявлялась в накоплении на балансах банков «плохих долгов» — не обслуживаемой и не погашаемой кредитной задолженности, превращавшейся фактически в государственные субсидии предприятиям.

¹¹ По данным Р. Чэня, на 2014 г. пришёлся период погашения финансовых продуктов, выпущенных трастами, на общую сумму в 900 млрд. ю. Характерно, что он совпал с пиком платежей по долгам «инвестиционных платформ». Но наибольшие риски дефолтов, по мнению Р. Чэня, существуют всё же не у трастов, которые кредитовали квазигосударственный сектор, а у тех, кто финансировал частные компании в добывающих отраслях промышленности и энергетике, а также небольших, не прошедших биржевой листинг девелоперов в провинциальных городах «третьего уровня», где вероятность снижения цен на недвижимость особенно высока (см. [10]). По сведениям газеты China Daily, в течение 2014 г. перебои в поступлениях средств от заёмщиков испытывали эмитенты, как минимум, 15 трастовых финансовых продуктов (см. [23, 13.08.2014]).

В течение второй половины 2000-х годов долю «плохих долгов» в совокупных активах банковской системы удалось свести к менее 1%. По идее в связи с новой кредитной «накачкой» 2008–2010 гг. и последующим замедлением экономического роста проблема «плохих долгов» снова должна была выйти на первый план. Но официальные данные по этому поводу противоречивы: с начала 2012 г. Китайская комиссия по банковскому регулированию (ККБР) постоянно сообщает о новом нарастании абсолютных сумм просроченной задолженности, но одновременно утверждает, что относительная доля «плохих долгов» остаётся на уровне 1% (0,96% на конец июня 2013 г., 1,0% в конце декабря 2013 г., 1,04% в конце первого квартала 2014 г. и 1,08% в конце июня 2014 г.) (см. [21, 2014, № 20, с. 7; 23, 15.08.2014, 19.08.2014]). Мало кто из экспертов верит в достоверность этих цифр: американское рейтинговое агентство Moody's ещё в середине 2011 г. опубликовало доклад, согласно которому доля «плохих долгов» в китайских банках уже на тот момент достигала 8–12%, с тех пор ситуация могла только ухудшиться (см. [18, 11.07.2011]).

Возможно, правда, что часть «плохих долгов» в последние годы была аккумулирована не формальной, а «теневой» банковской системой, т.е. системные риски стали проявляться по-другому. Но в любом случае можно констатировать, что в последние годы синдром «мягких бюджетных ограничений» стал проявляться в китайской экономике по-новому — в виде нарастающей региональной и корпоративной задолженности и широкого распространения «теневой» банковской деятельности. Закредитованность агентов экономики сама по себе ограничивает их возможность увеличивать объёмы производства. Кроме того, новая ситуация создаёт дополнительные сложности для властей, когда они пытаются поддержать инвестиционный процесс и экономический рост мерами монетарного стимулирования.

Традиционные методы денежной политики были применены в самом начале нынешнего замедления экономики: с ноября 2011 г. по май 2012 г. трижды снижалась норма обязательных резервов, а в июне 2012 г. НБК дважды уменьшал процентные ставки. Но устойчивым трендом это не стало, так как власти понимали, что наращивание кредитной эмиссии приведёт к новому росту избыточных мощностей и задолженности местных администраций, т.е. проблемы не разрешатся, а только усугубятся.

Относительная жёсткость монетарной политики последних лет заключалась и в том, что несколько раз (в июне и декабре 2013 г.) НБК демонстративно не выполнял функцию «кредитора последней инстанции» в ситуациях, когда по сезонным причинам уменьшалось предложение ликвидности на межбанковском рынке. Результатами

были резкие скачки процентных ставок по овернайтным кредитам и краткосрочному (до 7 дней) репо, но, по-видимому, НБК допускал их, стремясь показать банкам и другим агентам экономики, что времена изменились, и теперь им придётся надеяться на себя, а не на государство. Впрочем, с начала 2014 г. НБК постепенно насытил финансовые рынки ликвидностью другим путём — через рефинансирование государственных банков, и это привело к ощутимому снижению процентных ставок на межбанковском рынке. Однако, как констатирует большинство китайских аналитиков, на кредитовании инвестиционных проектов в реальном секторе это сказывается мало; возникший изначально на межбанковском рынке «денежный голод» в течение последнего года распространился на промышленность (см. [18, 2.06.2014, 9.06.2014]).

В июле 2013 г. НБК полностью либерализовал процентные ставки по кредитам, по-видимому, рассчитывая на то, что происходящее из-за замедления экономического роста сжатие спроса на кредит поведёт к снижению ставок, а это окажет на экономику стимулирующее влияние. Но результат оказался противоположным. Росту цены кредитования способствовала высокая цена фондирования, связанного с размещением WMP: она толкает вверх процентные ставки и в «теневом», и в официальном банковском секторах. Сказывается и «эффект вытеснения» частных заёмщиков с финансовых рынков госпредприятиями, спрос которых на кредит неэластичен по цене, т.е. они заимствуют средства и при растущих процентных ставках, ибо соответствующие издержки всё равно покрываются государством. Повышению ставок способствуют и общая неопределённость экономической ситуации, и нарастание рисков, связанных с относительной вялостью совокупного спроса, со стагнацией рынка недвижимости, угрозами дефолтов и накоплением «плохих долгов».

В таких условиях банки избегают выдавать кредиты даже по повышенным процентным ставкам. К традиционным «изгоям» кредитования из числа малых и средних частных предприятий за последнее время добавились ставшие рискованными заёмщиками компании-девелоперы и «инвестиционные платформы». На предложении кредита сказывается и предпринимаемое властями ужесточение надзора, которое призвано ограничить масштабы забалансовых операций банков. Вообще, значительная доля WMP в структуре денежного предложения как раз и стала одной из причин того, что не срабатывает трансмиссионный механизм монетарной политики: импульсы снижения процентных ставок на межбанковском рынке не воплощаются в улучшение условий кредитования предприятий.

Но не только предложение кредита, но и спрос на него со стороны реального сектора ограничивается уже накопленной задолженностью.

В условиях замедления экономического роста риски сбытовой деятельности предприятий возрастают, они распространяются вдоль цепочек взаимных поставок, а из-за этого проблема дефицита банковского кредитования мультиплицируется, «загоняется вглубь» экономики. В целом, таким образом, перспективы экономического роста в КНР зависят не только от урегулирования проблемы избыточных мощностей, но и от разгрузки экономики от накопленных долговых обязательств (в англоязычной литературе это определяется словом *deleveraging*).

Итак, бороться с новым замедлением экономического роста путём принятия всеобъемлющей программы стимулирования (как это было в годы дефляции конца 1990-х годов и мирового финансового кризиса 2008–2009 гг.) центральное правительство не стало. Причины заключались не только в том, что подобная политика лишь усугубила бы имеющиеся дисбалансы, но и в ограниченности ресурсов. Пространство для маневра в фискальной области невелико из-за уже накопленной задолженности государственного и квазигосударственного секторов. А радикальное смягчение денежной политики если и может вызвать оживление инвестиций, то результатом его с большой вероятностью будет появление новых избыточных мощностей. Но скорее всего следствием масштабной монетарной экспансии стало бы заметное ускорение инфляции в тех секторах, где рост цен не сдерживается перепроизводством (это рынки продовольствия и капитальных активов).

В таких условиях курс, которого придерживается сформированное весной 2013 г. новое правительство во главе с Ли Кэцяном, в сфере собственно макроэкономического регулирования состоит в том, чтобы позволить экономике пройти через полосу спонтанного преодоления дисбалансов. К мерам же поддержки экономического роста власти прибегают, только если замедление его оценивается как чрезмерное, такие меры носят селективный характер, в китайских источниках их стало принято называть «мини-стимулированием».

Первый его «пакет» стал осуществляться с июля 2013 г., когда увеличились государственные расходы на железнодорожное строительство и защиту окружающей среды. В целях поощрения внешней торговли был упразднён ряд таможенных сборов; по 1507 товарным позициям была отменена процедура таможенного карантина для подтверждения качества экспортных товаров; активизировалось краткосрочное кредитование предприятий-экспортёров; была расширена практика субсидирования банковских процентов для импортёров. С августа 2013 г. малые предприятия (МП) с доходом от реализации менее 20 тыс. ю. в месяц были освобождены от уплаты НДС и взимаемого в отраслях сферы услуг налога на деловые операции (см. [18, 5.08.2013; 23, 13.08.2013, 15.08.2013]).

Второй тур «мини-стимулирования» стартовал в апреле 2014 г. Получила развитие линия на уменьшение фискальной нагрузки на малый бизнес. Была расширена сфера действия послаблений по корпоративному подоходному налогу для МП, введенных ещё в начале 2012 г. Тогда для предприятий с годовым доходом до 60 тыс. ю. ставка налога была снижена вдвое на период 2012–2015 гг. В апреле 2014 г. эта мера была распространена на предприятия с годовым доходом до 100 тыс. ю., а срок её действия был продлён до конца 2016 г. (см. [21, 2014, № 15, с. 7, № 16, с. 7]). Снова были увеличены государственные инвестиционные ассигнования, на этот раз — на развитие железнодорожного транспорта и строительство субсидируемого жилья, предназначенного для аренды семьями с низкими доходами (см. [23, 25.08.2014]).

По сравнению с первой очередью «мини-стимулирования» более заметной стала его монетарная составляющая, получившая теперь название «направленное смягчение» (targeted easing). НБК дважды выборочно снижал нормативы обязательного резервирования: в конце апреля — для деревенских коммерческих банков и кредитных кооперативов, а с 16 июня 2014 г. — для тех коммерческих банков, у которых определённая доля кредитов приходится на финансирование МП и сельского хозяйства (см. [23, 9.08.2014]). По каналам неформального воздействия банкам было также рекомендовано активизировать ипотечное кредитование, но не спекулянтов, а покупателей «первого жилья». Иначе говоря, в условиях общего «денежного голода» в реальном секторе власти пытаются направленным воздействием улучшить условия снабжения кредитом тех частей экономики, которые сами банки склонны кредитовать в последнюю очередь.

Но от общего пересмотра нормы обязательного резервирования, столь активно практиковавшегося в 2000-е — начале 2010-х годов, НБК в 2013–2014 гг. воздерживался, хотя многие китайские эксперты считают её нынешний уровень (20%) слишком высоким для ситуации замедления экономического роста (см. [18, 2.06.2014]). Похоже, что НБК делает сейчас осознанную ставку на более тонкие методы воздействия на денежное предложение, такие как регулирование уровня ликвидности путём рефинансирования Центробанком коммерческих кредитных институтов.

Методы оперативного воздействия власти применяют и для того, чтобы остановить нарастание сложившихся дисбалансов и способствовать их рассасыванию. В июле 2013 г. Министерство промышленности и информационных технологий (МПИТ) начало реализовывать план ликвидации избыточных мощностей в 19 отраслях промышленности, включая производства стали, цемента, ферросплавов, алюми-

ния, меди, химических волокон, бумаги и т.д. Примечательно, однако, что 9 из 19 отраслей, где должны были произойти сокращения, фигурировали и в аналогичном плане, принятом в апреле 2010 г., но выполнен тот план не был из-за сопротивления местных властей. Вполне логично поэтому, что и на этот раз МПИТ не обошлось своими силами. В октябре 2013 г. уже Госсовет КНР выпустил указание о сокращении производственных мощностей в пяти наиболее проблемных отраслях — сталелитейной, цементной, алюминиевой, стекольной и судостроении (см. [23, 15.08.2013, 26.12.2013]).

В новый план сокращений, заявленный МПИТ в конце июля 2014 г., был заложен принцип, согласно которому ввод новых мощностей в «перегретых» отраслях допускается только в случае замены ими устаревших мощностей в таком же или большем объёме. Предусмотрена возможность обмена квотами на сокращение между местными властями и предприятиями. Если в какой-либо провинции есть благоприятные условия для создания предприятия, но нет адекватного объёма устаревших мощностей, то она может купить часть квоты у другой провинции, где есть избыточные мощности, но нет новых проектов. Ещё в начале июля 2013 г. МПИТ опубликовало список из 1181 предприятий в 15 отраслях, которые должны были осуществить сокращения уже к концу сентября 2014 г., ожидается появление ещё целого ряда таких перечней (см. [23, 1.08.2014]).

Для того, чтобы сдерживать рост долгов местных властей и «инвестиционных платформ», в декабре 2013 г. кадровое управление ЦК КПК включило задолженность местных правительств в число показателей, по которым оценивается деятельность руководящих работников. Судя по результатам выборочного обследования, проведённого в середине 2014 г. Государственной администрацией аудита в 9 провинциях и 9 городах, прирост местной задолженности за последний год действительно замедлился. С июня 2013 г. по конец марта 2014 г. она увеличилась на 3,8%, это на 7 п.п. меньше темпа её прироста в первой половине 2013 г. (а в 2011–2012 гг. среднегодовой темп прироста местной задолженности составлял 21,9%). Но пока трудно сказать, насколько долговечным будет этот эффект и за счёт чего он достигнут — путём административного воздействия на чиновников или же происшедшего в течение последнего года массового изменения статуса «инвестиционных платформ»: они перерегистрируются в качестве госпредприятий, и накопленные ими кредитные обязательства перестают после этого считаться частью государственного долга (см. [23, 26.08.2014]).

По-видимому, следствием усилий властей по борьбе с «теневым» банкингом можно считать то, что во втором квартале 2014 г. резко

замедлился прирост совокупных активов трастовых компаний. Они увеличились на 6,4% — до 12,5 трлн. ю., тогда как в 2008–2013 гг. среднегодовые темпы их прироста достигали 50%. Но отчасти изменение динамики связано и с тем, что в условиях общей неопределённости в экономике всё больше инвесторов предпочитают вкладываться в менее доходные, чем трасты, но и в менее рискованные активы. Тем временем совокупная стоимость WMP, проданных банками, продолжает быстро расти: за первые пять месяцев 2014 г. она увеличилась на 3,8 трлн. ю. — до 14 трлн. ю. (см. [23, 13.08.2014]). По оценке специалистов Академии общественных наук КНР, совокупный оборот «теневого» банкинга (включая операции с WMP и трастовыми продуктами, деятельность денежных киберфондов и некоторые виды межбанковского кредитования) составлял в мае 2014 г. 27 трлн. ю., что было эквивалентно 19% всех банковских активов страны (см. [23, 16–17.08.2014]). На таком фоне осуществляемые властями одновременно ужесточение банковского надзора и «направленное смягчение» денежной политики можно истолковать так, что правительство пытается тем самым заместить дорогое «теневоe» финансирование официально выданными кредитами под более низкие процентные ставки и стимулировать тем самым инвестиционные процессы.

Но основным вектором экономической политики в течение последнего года, несомненно, стало другое — акцентированный курс на радикализацию структурных реформ. Предпосылкой для его осуществления стало осознание того, что и замедление экономического роста, и породившие его дисбалансы свидетельствуют об истощенности потенциала сложившейся в 1990–2000-е годы хозяйственной системы. Для того, чтобы решить поставленную ещё в середине 2000-х годов задачу — изменить модель экономического развития, сделать основными источниками хозяйственной динамики прирост внутреннего потребления и негосударственных инвестиций — нужны дальнейшие изменения самих институциональных механизмов. Политические условия для ускорения реформ возникли благодаря смене в 2012–2013 гг. высшего руководства КНР. Новые лидеры нуждались в обретении собственного политического «лица», и они сочли за благо выступить в роли поборников более решительных реформ, понимаемых как последовательное проведение в жизнь принципов рыночной экономики. Идеологическая санкция на ускорение преобразований была дана в ноябре 2013 г. на 3-м Пленуме ЦК КПК 18-го созыва. В качестве конкретизации его решений в том же месяце Госсовет КНР опубликовал план реформенных мероприятий, многие из них уже начали осуществляться.

Некоторые из реализуемых либерализационных реформ могут существенно поспособствовать расширению потребительского спроса,

но не в кратко-, а в среднесрочной перспективе. В ноябре 2013 г. Постоянный комитет ВСНП предоставил регионам право смягчать нормы «планового деторождения»: если раньше заводить второго ребёнка могли только семьи, где и муж, и жена были единственными детьми у своих родителей, то теперь такое право может быть предоставлено семьям, где только один из супругов не имеет родных братьев и сестёр. По состоянию на август 2014 г. новый порядок был введён уже в 29 провинциях, автономных районах и крупных городах. Право завести второго ребёнка без наложения штрафных санкций получили около 11 млн. супружеских пар (см. [23, 11.08.2014]). Ожидается, что с интервалом в несколько лет повышение рождаемости приведёт к росту спроса на товары для детей, на медицинские и образовательные услуги и т.д.

В декабре 2013 г. на Всекитайской конференции по работе в деревне было заявлено о готовности «сделать 100 млн. сельских мигрантов, уже работающих в городах, горожанами в полном смысле слова», т.е. предоставить им вид на жительство в городах и облегчить тем самым доступ к социальным услугам, финансируемым из местных бюджетов (медицинским, образованию для детей и т.п.) (см. [23, 26.12.2013]). До сих пор политика центральных властей заключалась в том, что вид на жительство предоставлялся мигрантам при наличии работы и постоянного жилья только в малых (до 300 тыс. жителей) городах. В некоторых более крупных городах и отдельных провинциях местные власти ещё в течение 2000-х годов принимали собственные нормативные акты с аналогичными условиями, но Пекином такие инициативы в открытую не поддерживались.

В марте 2014 г. ЦК КПК и Госсовет КНР опубликовали План урбанизации нового типа на 2014–2020 гг., согласно которому доля населения, живущего в урбанизированных районах, должна к 2020 г. достичь 60% (в 2013 г. она составляла 53,7%). Но при этом предусматривается, что в 2020 г. городскую регистрацию будут иметь только 40% населения (в 2013 г. — 35,7%), т.е. ещё 20% — это как раз и будут мигранты, прописанные на селе, но имеющие вид на жительство в городе (см. [23, 18.03.2014]). В любом случае ускорение социализации мигрантов должно содействовать и росту их доходов вследствие ослабления дискриминации со стороны работодателей, и увеличению той доли доходов, которая идёт на потребление: укореняясь в городе, бывшие крестьяне склонны тратить больше денег на обустройство жилья, на товары длительного пользования и услуги, у них ослабевает «предохранительная мотивация» к совершению сбережений.

В целях улучшения инвестиционного климата для негосударственного бизнеса Госсовет КНР в течение 2013 г. упразднил или передал

на местный уровень 416 административных полномочий, требовавших от предпринимателей согласований с государственными инстанциями. В 2014 г. то же самое предполагалось сделать ещё с 200 административными процедурами (см. [21, 2014, № 12, с. 2; 23, 6.03.2014]). Началась реформа системы регистрации предприятий. В постановлении 3-го Пленума говорится о том, что предварительно согласовывать с правительственными структурами нужно будет только проекты в отраслях, включенных в «негативный перечень» (т.е. список специально контролируемых видов деятельности), а в остальных сферах хозяйства регистрация будет происходить в уведомительном порядке. Соответствующий пилотный проект сейчас осуществляется в Шанхайской экспериментальной зоне свободной торговли, учреждённой в 2013 г. как раз для отработки институциональных инноваций. В декабре 2013 г. были внесены поправки в Закон КНР о компаниях, которые отменили требования о минимальном зарегистрированном капитале для вновь создаваемых предприятий.

Дополнительные возможности у инвесторов возникают и в распоряжении активами и защите прав на них. Земли в КНР до сих пор подразделяются на государственные (это в основном городские земли, «права пользования» на них в реальности уже несколько десятилетий являются объектами купли-продажи) и коллективные (земли в деревне, фактически поделённые между семейными подрядными хозяйствами). Но постановление 3-го Пленума призывает к созданию единого рынка земельных участков для реализации строительных проектов. Практическим шагом в этом направлении стало разрешение продавать, сдавать в аренду сельские земли, находящиеся в коллективной собственности и предназначенные для застройки, а также оплачивать доли капитала в акционерных обществах «правами пользования» на такие земли. А для компаний, инвестиции которых содержат в себе существенную технологическую составляющую, большое значение имеет происходящее сейчас (также с санкции 3-го Пленума) создание системы специальных судов по делам, связанным с правами интеллектуальной собственности.

О расширении доступа частных инвесторов на рынки, где до сих пор доминирующие позиции занимают госпредприятия, в Китае говорили ещё с середины 2000-х годов. В действительности же процесс этот шёл в разных отраслях с неодинаковой скоростью, а временами он и вовсе поворачивался вспять — под воздействием как перемен в макроэкономической политике, так и усилий директорско-чиновничьих лобби. Но в 2013–2014 гг. он активизировался, в частности, благодаря реформированию естественных монополий. В апреле 2013 г. было ликвидировано Министерство железных дорог,

его административные функции переданы Министерству транспорта, а хозяйственные — вновь созданной Китайской железнодорожной компании (КЖДК). В июле 2014 г. по решению центрального правительства при КЖДК был создан инвестиционный фонд, который будет на началах государственно-частного партнёрства привлекать предпринимателей к железнодорожному строительству (до сих пор подобные проекты ГЧП в этой отрасли реализовывались только на местном уровне) (см. [23, 12.08.2014]).

Развитие ГЧП активизируется и в электроэнергетике. Там новый этап реформ начался ещё в апреле 2011 г.: в рамках пяти генерирующих компаний, между которыми в 2002 г. были поделены государственные электростанции, происходит перераспределение полномочий. За головными организациями остаются контроль за безопасностью и общая координация инвестиционной деятельности, а принятие оперативных хозяйственных решений передаётся на уровень провинциальных подразделений, и те более склонны к контактам с негосударственным бизнесом (см. [18, 16.01.2012, 11.08.2014]).

Процессы демонополизации и разгосударствления на глазах ускоряются и в банковском секторе. Легальное существование фактически частных кредитных институтов в КНР до сих пор прикрывалось эвфемизмами «компании, выдающие кредиты на небольшие суммы», «сельские кредитные институты нового типа» и т.п. Но в марте 2014 г. ККБР заявила, что в стране будут в экспериментальном порядке созданы пять частных банков: два в пров. Чжэцзян, по одному — в Шанхае, Тяньцзине и пров. Гуандун. У каждого из них должно быть не менее двух частных учредителей, и на эту роль Комиссией были отобраны 10 компаний. Характерно, что среди них присутствуют лидеры китайской электронной коммерции — Alibaba и Tencent, которые в 2013–2014 гг. были весьма активны на ниве создания фондов денежного рынка, действующих в Интернете (см. [21, 2014, № 13, с. 36–37; 23, 12.03.2014]).

Предполагается, что эти новые банки будут специализироваться на обслуживании малого бизнеса. В любом случае они вряд ли способны будут поколебать олигопольные позиции крупнейших универсальных банков, контрольные пакеты которых и после произошедшего в 2000-е годы акционирования остались за государством. Но и в сегменте рынка, контролируемом «большой четвёркой» и другими госбанками, тоже назревают перемены. В конце лета 2014 г. в официальных китайских изданиях появлялась информация о том, что как раз в банковском секторе может быть реализована прописанная в постановлении 3-го Пленума идея «смешанной собственности». На практике это будет означать распродажу определённых долей госпакетов в крупнейших банках (см. [23, 8.08.2014]).

После того, как в июле 2013 г. был устранён административный контроль над процентными ставками по кредитам, либерализация ставок по депозитам стала лишь вопросом времени. До сих пор те могут свободно изменяться только в сторону понижения, а их рост сдерживается административно, и если оставить всё как есть, то банки будут получать гарантированно высокие прибыли за счёт комбинации дешёвого фондирования и возможности устанавливать высокие ставки по кредитам, а это противоречит установке на стимулирование конкурентного начала в банковском секторе. Китайские официальные лица и эксперты, как правило, говорят, что ставки по депозитам можно будет освободить только после создания в стране системы страхования вкладов, что тоже является сейчас одним из приоритетов для властей. Но, по-видимому, в правительственных структурах обсуждаются и другие варианты действий. Об этом, в частности, свидетельствует сделанное в марте 2013 г. заявление управляющего Народным банком Китая Чжоу Сяочуаня: оговорившись, что это его личное мнение, он допустил возможность либерализации ставок по депозитам уже в ближайшие 1–2 года (см. [23, 12.03.2014]).

Значительные институциональные изменения происходят в настоящее время и на фондовом рынке Китая. Но ситуация там такова, что властям приходится искать труднодостижимый баланс. Стратегическая цель состоит в том, чтобы высвободить потенциал частного акционерного финансирования путём либерализации доступа предприятий на биржи. Но при этом нужно в краткосрочном плане избежать дополнительного депрессивного воздействия на цены фондового рынка, на котором и так наблюдается избыток низколиквидных акций. С целью ограничить предложение на рынке Китайская комиссия по регулированию рынка ценных бумаг (ККРРЦБ) в октябре 2012 г. в очередной раз установила мораторий на новые первичные размещения, он действовал до декабря 2013 г. (подобные меры уже действовали в 2005–2006 и 2008–2009 гг.). В ноябре 2013 г. ККРРЦБ опубликовала нормативный документ о реформе механизма IPO. Предусматривалось введение регистрационного порядка доступа предприятий к листингу (при соблюдении определённых нормативных требований к финансовым показателям) вместо прежнего порядка, когда эмиссия акций разрешалась только в пределах установленных регуляторами квот, которые «нарезались» между предприятиями-претендентами на проведение IPO (см. [21, 2013, № 50, с. 34–35]).

Первичные размещения после этого возобновились, но и в течение 2014 г. выход на биржу многих предприятий тормозился Комиссией. Отмечаются и случаи прямого вмешательства ККРРЦБ в процесс установления цен размещения. В последние месяцы представители

ККРРЦБ неоднократно заявляли, что переход к регистрационному механизму IPO сомнению не подвергается, но осуществляться он будет постепенно (см. [23, 12.03.2014, 26.03.2014]).

Возможности мобилизовывать дополнительный акционерный капитал без изменения структуры собственности появились у китайских компаний благодаря тому, что в ноябре 2013 г. и марте 2014 г. ККРРЦБ издала нормативные акты, разрешившие предприятиям эмитировать привилегированные акции¹². Выпускать их позволено прежде всего акционерным компаниям-лидерам по рыночной капитализации (чи акции учитываются при калькуляции индекса Shanghai Stock Exchange 50); компаниям, намеревающимся использовать привилегированные акции в качестве средства платежа при поглощении других предприятий; компаниям, которые в целях уменьшения своего зарегистрированного капитала будут осуществлять обратный выкуп собственных обыкновенных акций с рынка, используя для оплаты привилегированные акции. Но компаниям, чи акции включены в биржевые листинги, запрещено выпускать привилегированные акции, конвертируемые в обыкновенные; это сделано для того, чтобы предотвратить «разводнение» акционерного капитала и ущемление прав миноритарных акционеров. Ожидается, что к эмиссии привилегированных акций могут в первую очередь прибегнуть банки, для которых это шанс расширить капитальную базу в нынешней ситуации роста «плохих долгов» и угрозы корпоративных дефолтов (см. [21, 2014, № 15, с. 34–35; 23, 22.03.2014]).

Выдерживается регуляторами и курс на постепенную интернационализацию китайского фондового рынка. Согласно указанию, выпущенному в марте 2014 г. Шанхайской фондовой биржей, «лицензированные иностранные институциональные инвесторы» (QFII, а также участники схемы RQFII, инвестирующие в китайские финансовые инструменты осевшие за пределами КНР «оффшорные юани») могут теперь покупать акции, на которые приходится до 30% капитала китайского предприятия (прежний лимит составлял 20%) (см. [23, 21.03.2014]).

¹² Владельцам привилегированных акций выплачиваются заранее фиксированные суммы дивидендов, их интересы учитываются в первую очередь в случае банкротства компании. Но такие ценные бумаги обычно не обращаются на рынке, они не предполагают права голоса на собрании акционеров; величина дивидендов по ним не пересматривается в сторону повышения в тех случаях, когда фирма решает пустить на выплату дивидендов дополнительные суммы прибыли.

В апреле 2014 г. ККРРЦБ подписала соглашение со своим гонконгским аналогом о создании экспериментальной торговой системы, в которой инвесторы смогут оперировать и с китайскими акциями типа «А», котирующимися на Шанхайской фондовой бирже, и с акциями, обращающимися на гонконгском рынке. Иностранцы инвесторы тем самым получают дополнительный канал выхода на внутрикитайский рынок акций, а к сделкам с акциями, котирующимися в Гонконге, будут допущены китайские институциональные инвесторы и физические лица, имеющие на инвестиционных счетах не менее 500 тыс. ю. Арбитражные операции между двумя биржами будут фактически легализованы, и это должно способствовать выравниванию ныне существующего дифференциала цен на акции одних и тех же компаний, прошедших IPO на обеих биржах (см. [18, 2.06.2014; 23, 7.08.2014]).

Существенно изменилась за последние два года и политика в отношении рынка недвижимости. В середине 2013 г., когда спекулятивный бум ещё продолжался, центральное правительство отказалось от принятия дополнительных сдерживающих мер, по-видимому, надеясь на то, что рост цен угаснет тогда, когда рынок сам найдёт равновесную точку, а до тех пор его экспансия поддержит слабеющий экономический рост. А в 2014 г., когда цены и объёмы продаж стали снижаться, стимулирующих мер на общенациональном уровне не предпринималось, очевидно, в расчёте на то, что сдувание «мыльного пузыря» будет плавным и постепенным.

Дополнительным побудительным мотивом к большей ставке на рыночное саморегулирование, судя по всему, послужило осознание того, что ситуация с недвижимостью дифференцирована по регионам. Прежний единообразный подход приводил, по популярному выражению китайских аналитиков, к ситуации, когда «у одного лихорадка, а все пьют лекарство». Распространение ограничений, действовавших в мегаполисах, на провинцию приводило к возникновению там «городов-призраков», где люди не могли купить жильё не из-за дороговизны, а из-за административных запретов. Сейчас же в городах «первой линии» (Пекин, Шанхай, Гуанчжоу, Шэньчжэнь) сохраняется значительный спрос на жильё, и цены там продолжали расти вплоть до июля 2014 г. В городах же поменьше наблюдается значительный избыток предложения жилой недвижимости, цены там перестали расти ещё в начале 2014 г.

Проявлением нового подхода стало, в частности, то, что в 2014 г. Министерство строительства КНР впервые не стало требовать от местных правительств установления индикативных ориентиров изменения цен на недвижимость на подведомственных им рынках.

Между тем с конца весны 2014 г. власти в городах «второй и третьей линий» стали явочным порядком отменять или смягчать введённые ранее в целях ограничения спекуляций запреты на покупки жилья в инвестиционных целях, и к середине года центральное правительство перестало этому противиться. По состоянию на середину августа 2014 г., административные ограничения были ослаблены в 36 из 46 крупных городов, где действовали такие меры. Однако многие китайские аналитики полагают, что таким образом всё равно не удастся активизировать потенциальных покупателей, за исключением спекулянтов, и связано это с тем, что «денежный голод» затронул и ипотечное кредитование (см. [23, 14.08.2014]).

Вообще, в модели экономического роста 1990–2000-х годов подпитывавшийся избыточной ликвидностью рост цен на недвижимость играл по-своему незаменимую роль. Получая доходы путём продаж девелоперам «прав пользования» на землю, местные правительства могли предоставлять налоговые льготы инвесторам и субсидии патронируемым предприятиям, в том числе «инвестиционным платформам». И всё это несмотря на предусмотренный в Законе КНР о бюджетном процессе (1995 г.) запрет на дефицитное финансирование на уровне местных бюджетов. Иначе говоря, невозможность размещать на рынках собственные долговые обязательства местные правительства как раз и компенсировали доходами от реализации «прав пользования» землёй.

Но дальше так продолжаться не может: и потому, что непрозрачность местных финансов всё равно обернулась накоплением задолженности, и в связи с угрозой долговременного застоя на рынке недвижимости. Отсюда ещё одна новация последнего времени: официально объявлено, что именно эмиссия облигаций станет не только методом мобилизации недостающих местным властям финансовых ресурсов, но и средством реструктуризации задолженности «инвестиционных платформ». Соответствующая санкция содержится и в постановлении 3-го Пленума, и в документах ежегодной сессии ВСНП, и в Плане урбанизации. На экспериментальной основе самостоятельный (без посредничества Минфина) выпуск региональных облигаций с 2011 г. отработывался в провинциях Чжэцзян и Гуандун, городах Шанхай и Шэньчжэнь; в 2013 г. к этому перечню были добавлены провинции Шаньдун и Цзянсу (см. [14, с. 10]). Заявлено и о планах комплексной реформы региональных финансов, которая будет включать в себя ужесточение контроля за предоставлением налоговых льгот на местах; прояснение расходных полномочий местных органов власти; внедрение нового принципа выделения трансфертов из центрального бюджета (вместо субсидирования

конкретных инвестиционных проектов из Центра на места будут переводиться гранты на пополнение доходной части местных бюджетов) и т.д.

Что же касается фискальных нововведений, направленных на облегчение налоговой нагрузки на предприятия, то здесь, помимо льгот, предоставленных в последнее время малому бизнесу, стоит выделить последовательное расширение сферы эксперимента по замене в некоторых отраслях сферы услуг налога на деловые операции (НДО) на налог на добавленную стоимость (НДС). Выигрыш для плательщиков связан с тем, что НДО взимается с совокупного дохода, а НДС — только с разницы между ценой реализации и себестоимостью. Эксперимент осуществлялся с начала 2012 г. в Шанхае, с сентября 2012 г. он был распространён ещё на 10 городов и провинций, а с августа 2013 г. — на всю территорию страны. Изначально под его действие попадали перевозки по автомобильным дорогам, водным путям, воздуху, деятельность трубопроводного транспорта, информационные услуги, консалтинг, деятельность в сфере культуры. С 1 января 2014 г. к этому перечню были добавлены железнодорожные перевозки и почтовые услуги, а с 1 июня 2014 г. — телекоммуникационные услуги (см. [18, 1.08.2011, 30.07.2012; 21, 2013, № 50, с. 6, 2014, № 20, с. 7; 23, 14.08.2013]).

Влияние отдельных составных частей нынешнего реформенного «пакета» на экономический рост в краткосрочной перспективе будет дифференцированным. Налоговые послабления предприятиям, либерализация процедур инвестирования и внутренней миграции трудовых ресурсов способны оказать стимулирующее воздействие, тогда как финансовое дерегулирование и реструктуризация фискальной системы поначалу будут, напротив, ограничивать расширение совокупного спроса. В более общем плане перед властями стоит проблема выбора оптимальной скорости реформ и сочетания их с паллиативными мерами поддержки деловой активности.

Реформы необходимы для преодоления дисбалансов, но излишний радикализм в их проведении сам по себе может спровоцировать дальнейшее замедление экономики. Если же откладывать реформы и пытаться вновь взбодрить экономику за счёт ослабления финансовой политики, то ситуация окончательно может стать тупиковой, и выйти из неё без кризисных потрясений уже точно не получится. Стратегической целью реформ является ужесточение бюджетных ограничений, в том числе через прояснение прав собственности; излечение экономики от своего рода наркотической зависимости от кредитной эмиссии; допущение дефолтов и банкротств несостоятельных хозяйственных структур, включая финансовые и квазигосударственные;

общую разгрузку экономики от избыточных долговых обязательств. Но при проведении соответствующих мероприятий властям нужно думать, как бы не запустить неловкими действиями цепную реакцию финансового краха.

«Уязвимые места» китайской экономики очевидны: это перепроизводство и избыток мощностей во многих промышленных отраслях; накопленная благодаря непрозрачным схемам финансирования кредитная задолженность на корпоративном, муниципальном и квазигосударственном уровнях; рост «плохих долгов» в банковской системе и быстрая экспансия «теневого» банкинга; угроза долговременного застоя на рынке недвижимости. Возможный негативный сценарий развития событий заключается в том, что прорыв в одном из этих «слабых звеньев» практически гарантированно вызовет «эффект домино»: проблемные зоны будут влиять друг на друга, но как именно и с какой интенсивностью — это весьма сложно просчитать заранее.

В настоящее время наиболее часто обсуждается кризисный вариант, когда падение цен на недвижимость ускорится, и это повлечёт за собой дефолты девелоперов, в том числе по корпоративным облигациям и «теневым» кредитным продуктам, быстрое увеличение «плохих долгов» в официальных банковских структурах, которое, в свою очередь, может спровоцировать отток вкладов из небольших банков. Кредитные институты в такой ситуации будут ещё больше, чем сейчас, избегать выделения средств заёмщикам, и это послужит каналом передачи негативных импульсов в промышленность и другие отрасли реального сектора. Дальнейшее замедление экономического роста произойдёт и потому, что спад в строительстве будет распространяться на смежные с ним промышленные отрасли. Одновременно из-за падения спроса и цен на «права пользования» землёй местные власти окажутся не в состоянии обслуживать свои долговые обязательства, поддерживать финансово «инвестиционные платформы», осуществлять в нужных объёмах инфраструктурные и социальные расходы. Поскольку акции девелоперов занимают значительное место на рынке акций, то совокупные фондовые индексы будут падать, поступление иностранного спекулятивного капитала на рынки финансовых инструментов и недвижимости резко сократится, что усугубит дефицит денежной ликвидности.

Но резкое ухудшение общей макроэкономической обстановки может быть вызвано действием и других факторов:

– накопление убытков промышленными предприятиями, имеющими на балансах избыточные мощности, может привести к волне банкротств, которая, в свою очередь, резко усугубит негативные процессы в бюджетном секторе, финансовой сфере и на рынке недвижимости;

– слишком решительные меры по реструктуризации задолженности местных правительств и «инвестиционных платформ» могут вызвать общее сжатие инвестиционного спроса, которое в краткосрочной перспективе заведомо не будет компенсировано ростом потребительских расходов;

– вероятность перебоев в потоках ликвидности в настоящее время возрастает из-за того, что в условиях относительно вялой хозяйственной конъюнктуры предприятия испытывают трудности со сбытом продукции; цепочку дефолтов могут породить и риски, проистекающие из несоответствия коротких сроков, на которые размещаются WMP и предоставляются кредиты «теневым» банковским сектором, с одной стороны, и длительных сроков окупаемости инвестиционных проектов в реальном секторе, особенно реализуемых в инфраструктурных отраслях «инвестиционными платформами» — с другой;

– резкий перелом ревальвационных ожиданий и соответствующее ослабление притока капитала из-за рубежа могут вызвать шоковую коррекцию того механизма формирования денежного предложения, который сложился в китайской экономике в 2000-е годы, а это неизбежно скажется на динамике совокупного спроса и экономического роста.

В конечном счёте главной угрозой для макроэкономической стабильности является перепроизводство, возникшее под воздействием институциональных механизмов, основанных на «мягких бюджетных ограничениях». Трудно сказать, может ли эта проблема как-то быть решена без существенного замедления роста или даже сокращения производства в «перегретых» и сопряжённых с ними отраслях. Но, по-видимому, это всё же не означает, что китайская экономика обречена пройти через полосу глубокого спада. Вывод из оборота избыточных мощностей может и не привести к абсолютному сокращению ВВП, так как остаются в силе такие факторы поддержания хозяйственной динамики, как урбанизация и большой потенциал потребительского спроса на внутреннем рынке.

Есть у Китая и ресурсы для того, чтобы демпфировать возможные кризисные процессы в финансовой области: это огромные сбережения, которые и сейчас помещаются преимущественно на счета в контролируемых государством банках; колоссальные валютные резервы; сравнительно небольшой внешний долг; наличие значительных государственных активов, доходы от продажи которых могут быть использованы в антикризисных целях; сохранение множества ограничений в сфере валютного регулирования, препятствующих оттоку капитала. В случае необходимости (например, если под воздействием плохих новостей о состоянии экономики возникнет угроза

массового изъятия средств с банковских депозитов или перебоев в функционировании межбанковского кредитного рынка) власти всегда смогут прибегнуть для выправления ситуации к массивированным финансовым инъекциям.

В целом, набранная экономикой инерция роста позволяет прогнозировать продолжение нынешних тенденций без существенных изменений в перспективе ближайших 1–1,5 лет. Вероятность «жёсткой посадки» экономики может актуализироваться, скорее, в среднесрочной перспективе — в случае откладывания или неудачи реформ и/или серьёзных ошибок в макроэкономическом регулировании. Но соответствующие риски усилятся, если негативные внутренние процессы совпадут по времени с ухудшением внешнеэкономической конъюнктуры, например, из-за нового ослабления спроса на мировых товарных рынках или же усиления волатильности международного движения капитала вследствие изменения монетарной политики в развитых странах.

Литература

1. *Груздев А.* «Финансовые платформы» местных правительств и их роль в кредитном буме в Китае (2009–2010 гг.) // Вопросы экономики, 2011, № 11. С. 122–132.
2. *Мозиас П.М.* Взаимодействие государства и корпоративного сектора в современной экономике КНР // 44-я НК ОГК. М., 2014. С. 378–394.
3. *Мозиас П.М.* Китай в период мирового кризиса: бенефициар, жертва или виновник? // Вопросы экономики, 2010, № 9. С. 93–114.
4. *Мозиас П.М.* Экономика Китая в начале XXI в.: новые вызовы и поиски ответов на них // Национальная экономика в условиях глобализации. М., 2007. С. 379–417.
5. *Мозиас П.М.* Экономика Китая: до и после мирового финансового кризиса // 41-я НК ОГК. М., 2011. С. 228–242.
6. *Чжан Цзюнь.* Гайгэ, чжуаньсин юй цзэнчжан: гуаньча юй цзеши (Реформы, трансформация и рост: обобщение и объяснение). Пекин, 2010.
7. Чжунго тунци чжайяо 2013 (Краткий статистический ежегодник Китая 2013). Пекин, 2013.
8. Чжунго цзинци цзэнчжан юй цзинци чжоуци (2008). Лю Шучэн, Чжан Ляньчэн, Чжан Пин чжубянь (Экономический рост и экономические циклы в Китае (2008). Под ред. Лю Шучэна, Чжан Ляньчэна и Чжан Пина). Пекин, 2008.
9. Asian Development Bank. Local Public Finance Management in the People's Republic of China: Challenges and Opportunities: <http://www.adb.org/publications/local-public-finance-management-peoples-republic-china-challenges-and-opportunities>
10. *Chen R.* China's Credit Boom and Deleveraging: <http://carnegieendowment.org/2014/09/18/china-s-debt-dilemma-deleveraging-while-generating-growth>
11. IMF. People's Republic of China / 2014 Article IV: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2014/cr14235.pdf>

12. Kalish I. A Tough Balancing Act: <http://dupress.com/articles/global-economic-outlook-q2-2014-china/>
13. KPMG. Investment in China: Numbers and Trends: <http://www.kpmg.com/CN/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/Investment-in-China-Numbers-and-Trends-201311.pdf>
14. Sano J. Local Government Debt Structures in China and the Central Government's Response // RIM: Pacific Business and Industries, 2014, vol. XIV, № 52. P. 2–20.
15. Tam G., Hui I. China's Local Debt Problem — Calm Before the Storm, or Storm in a Teacup?: https://www.jpmorganmf.com/GTMA/MI-MB_ChinaDebt_20131206.pdf
16. World Bank. China Economic Update. June 2014: <http://www.worldbank.org/en/country/publication/china-economic-update-june-2014>
17. Жэньминь жибао (Ежедневная народная газета).
18. Цзинцзи гуаньча бао (Экономический обозреватель).
19. Цзинцзи яньцзю (Экономические исследования).
20. 21 шицзи цзинцзи баодао (Экономический вестник XXI века).
21. Beijing Review.
22. China Business Review.
23. China Daily.
24. Economist.
25. www.stats.gov.cn

*P.M. Mozias**

China's economy: new troubles ahead

ABSTRACT: The article analyzes the peculiarities of the China's current macroeconomic stance. It is shown, that perceived deceleration of economic growth has been caused by both fundamental, structural factors and accumulation of public and corporate debts as a result of the countercyclical policies of 2008–2010. Main directions of the institutional reforms pursued right now in China are also described. Those risks which could generate new crisis' phenomena in China's economy are outlined as well.

KEYWORDS: economic growth, inflation, “investment platforms”, shadow banking, reforms.

* Mozias Petr Mikhailovich, Candidate of Economic Sciences, Chair of World Economics, National Research University — Higher School of Economics, Moscow, Russia; E-mail: pmozias@hse.ru