

## **Проблема долга в экономике Китая: подходы к оценке, сценарии, варианты решения**

© 2016

*И.В. Вахрушин*

В статье затрагиваются различные аспекты долговой проблемы в экономике Китая. Анализируются подходы к оценке совокупного долга с точки зрения его структурных компонентов, абсолютных и относительных показателей. Рассматриваются возможные сценарии развития китайской экономики с учетом фактора возрастающей долговой нагрузки. Особое внимание уделяется проблеме долга местных правительств и комплексу мер, направленных на ее решение.

*Ключевые слова:* государственный долг Китая, долг местных правительств, финансовые фонды местных правительств (LGFV), совокупное общественное финансирование (COF), продукты по управлению благосостоянием (WMP), «плохие» кредиты.

В последнее время финансовая система Китая столкнулась с целым рядом одновременных вызовов и угроз, в числе которых долгосрочное замедление темпов экономического роста, сокращение экспорта и импорта, периодические потрясения на фондовом рынке, ухудшение ситуации с международным платежным балансом вследствие давления на валютном рынке, сокращения золотовалютных резервов, усиливающегося оттока капитала. Все это вызывает у значительной части международных экспертов и инвесторов опасения относительно долгосрочной финансовой стабильности в Китае.

Одним из ключевых потенциальных факторов нестабильности является постоянно возрастающая долговая нагрузка на китайскую экономику. Если по показателю уровня долга центрального правительства экономика КНР представляется вполне благополучной (в частности, в 2009–2013 гг. этот показатель снизился с 29 до 25% ВВП), то тенденция стремительного роста задолженности местных правительств на протяжении последних лет выглядит угрожающей.

Еще в марте 2013 г. экономистами Nomura, ведущей инвестиционной компании в азиатском регионе, был опубликован доклад, в котором обосновывалось наличие серьезных угроз для китайской экономики и допускалась высокая степень вероятности ее полномасштабного кризиса. Стремительному росту долговой нагрузки на экономику в докладе отводилась роль ключевого потенциального кризисного фактора.

В первую очередь аналитики Nomura указывали, что соотношение выданных кредитов (банковских кредитов, а также корпоративных и государственных облигаций на руках у банков) к ВВП достигло своей самой высокой точки за всю историю измерений. Показатель вырос с 121% ВВП в 2008 г. до 155% ВВП в 2012 г.<sup>1</sup>

Рассмотрим близкие по содержанию показатели долговой нагрузки с позиции сегодняшнего дня. По итогам 2015 г. отношение совокупной задолженности по всем видам кредитов финансовых институтов Китая (99 трлн юаней) к ВВП (67,7 трлн юаней) со-

---

*Вахрушин Иван Владимирович*, кандидат экономических наук, старший научный сотрудник ИДВ РАН. E-mail: ivmarin14@mail.ru.

ставляет 146% ВВП. Если добавить задолженность по всем видам корпоративных облигаций, показатель долговой нагрузки возрастет до 168%. Таким образом, тревожная тенденция сохраняется и, возможно, даже усиливается<sup>2</sup>. Определенную тревогу экспертов также вызывает значительно возросшая нагрузка на ВВП в части процентных расходов — с 7,2% ВВП в 2009 г. до 13% ВВП в 2015 г.

Долговая нагрузка будет значительно выше, если рассматривать ее исходя из концепции совокупного общественного финансирования (СОФ), принятой Народным банком Китая (НБК) в 2011 г. и включающей банковское и все виды небанковского кредитования реального сектора экономики (нефинансовых предприятий и домохозяйств). По итогам 2015 г. показатель отношения объема задолженности СОФ (138 трлн юаней) к ВВП составил 204%. По данным МВФ и Банка международных расчетов, соотношение кредитного долга (в юанях и иностранной валюте) к ВВП выросло со 107% в декабре 2008 г. до 133% в марте 2012 г., а соотношение СОФ к ВВП выросло со 127% до 194% за аналогичный период. Таким образом, за прошедшие четыре года правительство достаточно успешно сдерживало рост долговой нагрузки в части СОФ (+10%), в то время как кредитная нагрузка в условиях более низкой базы выросла существенно (+13%).

Доля небанковского кредитования в общем объеме СОФ выросла с 5% в 2002 г. до максимального уровня 42% в 2012 г., затем снизилась до 31% по итогам 2015 г. Такая динамика вполне укладывается в русло политики финансовых регуляторов, которые рассматривают чрезмерный рост небанковского кредитования как существенный риск для финансовой системы и в последние годы стараются его сдерживать.

Что касается структуры небанковского финансирования, то по итогам 2015 г. накопленная задолженность по корпоративным облигациям составила 14,6 трлн юаней, кредитам под поручительство (entrusted loans) — 11 трлн юаней, банковским акцептам — 5,8 трлн юаней, трастовым кредитам (trust loans) — 5,4 трлн юаней, акционерное финансирование — 4,5 трлн юаней<sup>3</sup>.

Таблица 1

**Показатели долговой нагрузки в экономике КНР (в % к ВВП)**

|                                                                                                  | 2008 | 2010 | 2012 | 2014 | 2015 |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|------|------|------|
| Совокупная долговая нагрузка центрального и местных правительств                                 | н/д  | 43,2 | 47,7 | 57   | н/д  |
| Совокупный объем выданных кредитов и задолженность по государственным и корпоративным облигациям | 121  | н/д  | 155  | н/д  | 168  |
| Долговая нагрузка в рамках совокупного общественного финансирования                              | 127  | н/д  | 194  | н/д  | 204  |
| Золотовалютные резервы                                                                           | 42,6 | 47,4 | 39   | 36,8 | 30,3 |
| Совокупный внешний долг (всех видов)                                                             | 8,5  | 9,1  | 8,7  | 8,6  | 14,3 |

Источник: рассчитано автором по: China Statistical Yearbook 2015.

URL: <http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2015/indexeh.htm>; IMF World Economic Outlook Database; URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/weodata/index.aspx>.

Из табл. 1 видно, что практически все рассчитанные показатели свидетельствуют об устойчивом росте долговой нагрузки начиная с 2008 г., за исключением внешнего долга, который оставался на стабильном уровне, но резко вырос в 2015 г. Также очевидна тенденция стремительного сокращения золотовалютных резервов (как относительного, так и абсолютного), что может привести к снижению финансовой устойчивости китайской экономики уже в среднесрочной перспективе.

По оценке агентства Fitch, многие элементы небанковского кредитования тесно связаны с теневой экономикой Китая. Прежде всего, это развитие инвестиционных про-

дуктов, связанных с управлением благосостоянием (wealth management products, WMP). Однако, несмотря на тесную связь, СОФ отличается от теневой банковской системы.

Аналитики J.P. Morgan Chase Bank отмечают, что понятие теневой банковской системы различается в отдельных странах, но в Китае она в большей степени состоит из трастовых фондов, продуктов управления благосостоянием (WMP) и подпольных кредитов (underground lending). Последние не входят в расчет СОФ, которое учитывает также средства, находящиеся в активах балансов банков и финансовых организаций. Теневая экономика, в свою очередь, включает в себя различные небанковские финансовые операции, многие компоненты которых могут пересекаться между собой. К примеру, WMP иногда выступают источниками фондирования (обязательствами) для трастовых фондов, из-за чего размер теневой банковской системы может быть преувеличен.

Еще одно различие заключается в том, что СОФ фокусируется на поддержке реального сектора экономики, в то время как теневая экономика представляет собой куда более широкий набор инвестиционных опций. К примеру, по оценкам China Trust Association, активы под управлением в трастовой индустрии выросли на 2,66 трлн до 7,47 трлн юаней в 2012 г., в то время как статистика СОФ показывает, что трастовые кредиты увеличились лишь на 1,29 трлн юаней. Дело в том, что СОФ учитывает только кредиты трастовых фондов, но не их финансовые активы (владение облигациями и акциями финансовыми организациями учитывается в отдельных категориях в рамках СОФ)<sup>4</sup>.

В последние годы НБК пытается повлиять на рынок WMP. Сегодня китайские банки (в особенности, небольшие) предлагают своим клиентам альтернативу банковским депозитам, которая дает более высокий процент (в 2015 г. — до 6% годовых). WMP осуществляют инвестиции в более рискованные активы. По оценкам JP Morgan, объем WMP в китайских банках достиг 7,1 трлн юаней по итогам 2012 г., что составляло 7,5% от всех банковских депозитов. К концу 2014 г. банками было выпущено 6539 продуктов WMP, а их общая стоимость достигла 12,7 трлн юаней<sup>5</sup>.

По оценкам МВФ, в 2014 г. объем теневого банковского сектора в Китае составлял 19,9 трлн юаней (35% ВВП). Оценки инвестиционных банков UBS и JP Morgan намного выше и лежат в диапазоне 50–80% ВВП<sup>6</sup>.

В 2015 г. заметно осложнилась ситуация с международным платежным балансом. По данным Государственного управления валютного контроля (ГУВК) КНР, по итогам 2015 г. положительное сальдо по текущим операциям увеличилось на 37,5%, составив 293,2 млрд долл. (против положительного сальдо в размере 213,1 млрд долл. в 2014 г.), по капитальным операциям и операциям с финансовыми инструментами дефицит увеличился на 67,8%, составив 161 млрд долл. (90 млрд долл. в 2014 г.).

Увеличение дефицита платежного баланса по капитальным операциям и операциям с финансовыми инструментами подтвердило, что Китай ускорил темпы вывоза капитала, оказав тем самым долгосрочную валютную поддержку предприятиям в процессе выхода на зарубежный рынок.

В 2015 г. также существенно уменьшились валютные резервы Китая — на 512,6 млрд долл. Согласно данным ГУВК, по состоянию на конец 2015 г. валютные резервы Китая составили 3,33 трлн долл., сократившись на 13,3%. Значительную часть валютных резервов НБК направил на стабилизацию ситуации на валютном рынке, сложившейся вследствие девальвации национальной валюты. При этом до 70% валютных резервов Китая номинированы в долларах США. По оценкам различных экспертов, около 2 трлн долл. валютных резервов Китая представлены качественными и высоколиквидными активами.

Внешний долг КНР вырос на 78,6% — до 9731,8 млрд юаней (1 527,75 млрд долл.). Коэффициент задолженности (или доля внешнего долга в ВВП страны) достиг 14,29% против 8,64% в 2014 г.<sup>7</sup>

По данным инвестиционного банка Goldman Sachs, положительное сальдо по текущему счету платежного баланса Китая по итогам 2015 г. составило 337 млрд долл.,

что эквивалентно 3,6% ВВП (разночтение с данными ГУВК может, в частности, объясняться снижением валютного курса юаня по отношению к доллару), включая чистые прямые иностранные инвестиции — 74 млрд долл. Прогнозные значения этих показателей для 2016 г. предусматривают некоторое снижение — 324 млрд долл. (3% ВВП) и 48 млрд долл. соответственно. По оценкам Goldman Sachs, в перспективе до 2019 г. ресурсов текущего счета и чистого притока иностранных инвестиций будет достаточно, чтобы пополнять валютные резервы качественными активами и не допустить «жесткой посадки» экономики.

В концепции МВФ, как и в большинстве других западных источников, помимо собственно государственного долга (так называемого долга общего правительства, включающего долг центрального правительства и облигации местных правительств) активно используется показатель расширенного государственного долга (дополнительно включающего все собственные источники финансирования местных правительств, прежде всего привлеченные кредиты и выпущенные облигации).

По прогнозу МВФ, сделанному в рамках методики анализа долговой устойчивости Китая, к 2020 г. долг общего правительства составит чуть более 20% ВВП, в то время как расширенный государственный долг вырастет с 57 до 71% ВВП, а в случае сочетания ряда неблагоприятных макроэкономических факторов — до 78% ВВП.

Также аналитиками фонда произведен стресс-тест с использованием стресс-фактора всплеска условных обязательств (в данной методике это ситуация, в которой 10% совокупных банковских активов обращаются в обязательства правительства, а в КНР активы банков достигали 205% ВВП в 2014 г.), что в случае Китая может быть связано с необходимостью масштабной рекапитализации банковской системы, например, в результате кризиса «плохих» кредитов. Результаты теста по заданному параметру показывают, что уровень долга общего правительства вырастет с 19% ВВП в 2015 г. до 41% ВВП в 2016 г., а в перспективе до 2020 г. при прочих равных условиях будет на уровне 44% ВВП. При этом расширенный госдолг к 2020 г. вырастет до 100% ВВП.

Куда более устойчивой финансовая система Китая оказалась в отношении другого стресс-фактора — резкого замедления темпов роста ВВП (в соответствии с методикой, падение темпов роста на 2 проц. пункта в 2016 и 2017 г. по сравнению с базовым прогнозом). В данном сценарии к 2020 г. долг общего правительства составит 25% ВВП в сравнении с 22% ВВП в базовом прогнозе<sup>8</sup>.

Аналитики Goldman Sachs разработали два сценария экономического развития Китая в период с 2015 до 2022 г. Первый сценарий предполагает сохранение темпа роста ВВП на среднем уровне в 6,5%, предусмотренном 13-м пятилетним планом социально-экономического развития страны. При этом валовые инвестиции в основные фонды снизятся с 45% ВВП в 2015 г. до 40% ВВП в 2022 г., конечное частное потребление в отношении к ВВП вырастет с текущих 38% на 8,5 проц. пункта, показатель общей факторной производительности<sup>9</sup> увеличится с текущих 1,6% до 2,5%, совокупный долг<sup>10</sup> возрастет с 218% до 257% ВВП.

Второй сценарий предусматривает замедление средних темпов роста ВВП до 4,8%. При этом инвестиции, как и в первом случае, снижаются до 40% ВВП, общая факторная производительность уменьшается вследствие низкой эффективности проводимых реформ, совокупная долговая нагрузка достигает 285% ВВП к 2022 г. и 300% ВВП к 2024 г.<sup>11</sup>

Аналитики Goldman Sachs также проанализировали показатель прироста совокупной долговой нагрузки в отношении к ВВП для Китая и еще пяти стран, в разное время переживших глубокий финансовый кризис (США, Великобритания, Япония, Южная Корея, Таиланд), и пришли к выводу, что, за исключением Таиланда, за последние восемь лет прирост данного показателя в Китае (на 79%) был больше, чем в предкризисный восьмилетний период для рассматриваемых стран. Так, в Таиланде в 1990–1997 гг.



совокупная долговая нагрузка в отношении к ВВП выросла на 102%, в Японии в 1983–1990 гг. — на 54%, в США в 2000–2007 гг. — на 45%.

С другой стороны, высочайший уровень сбережений в Китае среди всех значимых экономик мира (47,5% ВВП в 2015 г.), а также низкая зависимость от внешнего финансирования служат определенным защитным барьером от возможного финансового кризиса. Однако в случае Южной Кореи данный барьер не сработал: в кризисном для нее 1998 г. уровень национальных сбережений был также на очень высоком уровне — 38%, а показатель ВВП в расчете на душу населения был на 45% больше, чем в сегодняшнем Китае.

В настоящее время около половины совокупного долга Китая, рассчитанного по методике Goldman Sachs, составляет задолженность нефинансового корпоративного сектора. Существуют два теоретических подхода к частичному решению проблемы долгового бремени корпораций.

Первый подход предполагает кардинальное снижение ключевых процентных ставок в рамках инструментов денежно-кредитной политики. Начиная с 2015 г. НБК принял серию таких снижений с целью стимулирования экономического роста. Однако, по оценкам финансовой исследовательской компании Autonomous Research, для достижения корпорациями долговой устойчивости масштаб снижения ключевой процентной ставки к концу 2016 г. должен достигнуть 4%, в настоящее время средний уровень ставки по совокупному корпоративному долгу, включая облигации, составляет 6,4%<sup>12</sup>.

Однако такое резкое снижение имеет целый ряд отрицательных последствий: возрастает давление на валютный рынок и курс юаня, что в свою очередь может привести к новой волне оттока капитала; значительно сокращается рентабельность банковского сектора; наносится серьезный удар по росту потребления в силу резкого сокращения процентных доходов на сбережения домохозяйств.

Второй подход столь же противоречив и заключается в том, что правительство может побудить банки активно списывать заведомо недействующие кредиты. Однако такая политика невозможна без учета риска полномасштабного банковского кризиса или кризиса корпоративных дефолтов. По оценкам Autonomous Research, в настоящее время совокупный объем избыточного, экономически неэффективного кредитования в Китае достиг 73 трлн юаней (11 трлн долл.). В перспективе это может привести к росту доли «плохих» кредитов в банковской системе до 20%, а также к падению рентабельности крупнейших банков на 35%.

По данным НБК, в 2015 г. объем недействующих кредитов вырос на 51% и достиг 1,27 трлн юаней, или 1,6% совокупного кредитного портфеля при совокупных активах банковского сектора 192 трлн юаней (30 трлн долл.)<sup>13</sup>.

Такой низкий официальный уровень «плохих» кредитов в Китае не должен вводить в заблуждение. В отчетности китайских банков активно используется термин кредиты «особого упоминания» (или кредиты на особом контроле), по которым заемщик в настоящее время в состоянии погасить основную сумму и проценты, в то время как существуют факторы, которые потенциально могут воспрепятствовать обслуживанию ссуды. Таким образом, эти кредиты являются потенциально «плохими». К концу 2015 г. общая задолженность по кредитам на особом контроле и «плохим» кредитам достигла 4,2 трлн юаней, что составляет 5,46% совокупного кредитного портфеля.

Ряд западных аналитиков подвергают серьезным сомнениям объективность данных официальной статистики относительно доли «плохих» кредитов в банковской системе Китая, приводя при этом собственные оценки. Так, в соответствии с экстремальной оценкой Кайла Басса, главы крупного американского хедж-фонда *Nauman Capital Management*, доля проблемных кредитов в действительности может достигать 30%, вследствие чего китайские банки могут потерять около 10% своих активов, что эквивалентно 3,5 трлн долл.

Более осторожный прогноз приводят аналитики китайской фондовой компании China International Capital. По их оценкам, реальная доля проблемных кредитов не превышает 10%. В случае, если кризис «плохих» долгов наступит в условиях «жесткой посадки» экономики, совокупные потери банков могут достичь 10 трлн юаней (1,5 трлн долл.), в то время как превышение порогового значения в 8 трлн юаней неизбежно приведет к сокращению собственного капитала банков<sup>14</sup>.

Для сравнения, в ходе мирового финансового кризиса 2008–2009 гг. доля «плохих» кредитов в банковской системе США достигала максимального значения в 5,64%, в еврозоне в результате кризиса суверенных долгов 2010–2013 гг. этот показатель вырос до 6,45%. При этом максимальный объем банковских активов в США составлял 12,4 трлн долл. против 30 трлн долл. в Китае.

Вероятно, в обозримой перспективе будет набирать обороты практика корпоративных дефолтов китайских компаний. Если в 2014 г. объем таких дефолтов составил 6,7 млрд юаней (1 млрд долл.), то в 2015 г. их масштаб достиг 28 млрд юаней (4 млрд долл.). Однако облегчению долгового бремени экономики в результате корпоративных дефолтов препятствует непрозрачность процедур и фактическое неравенство кредиторов в правах. По большинству компаний банкротство осуществляется в ручном режиме, в результате чего влиятельные кредиторы получают полное возмещение по своим требованиям, в то время как возмещение для рядовых кредиторов либо частичное, либо вовсе отсутствует. В качестве примера можно привести первый в Китае дефолт по корпоративным облигациям компании Shanghai Chaori Solar, состоявшийся в 2014 г. Объем эмиссии дефолтных облигаций составлял 1 млрд юаней. Новые владельцы компании в полном объеме выплатили возмещение держателям данных облигаций.

После того как Госсовет КНР в 1994 г. запретил местным правительствам осуществлять прямые заимствования, они стали активно создавать посреднические структуры — финансовые фонды местных правительств (local government financing vehicles, LGFV), аккумулирующие средства путем эмиссии корпоративных облигаций для финансирования муниципальных проектов.

По организационно-правовой форме LGFV мало чем отличается от обычных госпредприятий провинциального и муниципального уровня, поэтому в ряде случаев их достаточно сложно идентифицировать, однако по самым скромным оценкам их количество по всей стране превышает десять тысяч. LGFV в интересах местных правительств напрямую инвестируют в строительство объектов дорожной, транспортной, энергетической, водной и жилищной инфраструктуры. От органов местной власти они могут получать либо непосредственно денежные средства, либо земельные активы, которые затем используют в качестве залога при получении банковских кредитов или заимствованиях на рынке капитала.

В 2011–2013 гг. был проведен масштабный аудит с целью выявления объективного финансового состояния местных правительств. Первые проверки 2011 г. показали уровень финансовой непрозрачности: из общего числа провинциальных правительств (31) у 24 — отсутствовали какие-либо механизмы мониторинга финансовых рисков, у 14 — не были учреждены специальные фонды по обслуживанию долга, у 7 — отсутствовала система управления догом.

Результаты аудита были представлены следующими данными: по состоянию на конец 2012 г. совокупный накопленный долг центрального правительства составлял 11,8 трлн юаней, долги местных правительств достигли 15,8 трлн юаней. По состоянию на середину 2013 г. эти показатели составили 12,4 и 17,9 трлн юаней соответственно. Таким образом, за полгода накопленные долги местных правительств выросли на 13%, а с конца 2010 г. их прирост достиг 67%.

Доля правительств городского и районного уровней в совокупной структуре местного долга составляла около 40% и имела тенденцию к некоторому снижению, однако это могло быть результатом административной реформы, направленной на укрупнение

районов. Что касается структуры местного долга по типам заемщиков, то в 2013 г. на LGFV пришлось 39% общей задолженности. Несмотря на то, что вследствие усилившегося контроля над их заимствованиями удельный вес LGFV снизился (в 2010 г. — 46%), они по-прежнему остаются крупнейшими заемщиками на местном уровне.

В отличие от предыдущих проверок в аудите 2013 г. отражены данные по задолженности госпредприятий провинциального уровня, которая достигла 3,1 трлн юаней (17,5% местного долга). Доля госпредприятий на долговом рынке растет, и есть опасения, что через них будет компенсироваться недостаток местных заимствований, вызванный ограничениями в деятельности LGFV.

В структуре источников заимствований местных правительств в 2013 г. банковские кредиты по-прежнему занимали 1-е место, хотя их удельный вес с 2010 г. значительно снизился — с 80 до 57%. В то же время наблюдалась тенденция устойчивого роста облигационных займов: в 2012–2013 гг. объем эмиссий вырос с 2,1 до 3,2 трлн юаней<sup>15</sup>.

Необходимо отметить, что местный долг состоит из прозрачной части (банковские кредиты и облигационные займы), размер которой легко и достоверно прослеживается из финансовых отчетов LGFV и банков, и непрозрачной части (все формы небанковского и теневого кредитования), которая не подлежит сплошному учету и может быть оценена лишь экспертным путем на основании разрозненных данных. Прозрачная часть в период с 2010 г. до середины 2013 г. выросла всего с 1,5 до 2,1 трлн долл., снизившись при этом с 24 до 23% ВВП. Что касается непрозрачной части, то в период 2011–2013 гг. она увеличилась с 360 млрд долл. до 1,2 трлн долл. Таким образом, прирост местного долга происходит в основном за счет его непрозрачной части.

В части небанковского кредитования одним из ключевых источников финансирования LGFV выступают продукты управления благосостоянием (WMP), формально учреждаемые банками. Для частных инвесторов это более высокодоходная, но и куда более рискованная альтернатива обыкновенным банковским депозитам. Вкладчикам WMP, как правило, не гарантирован возврат даже основной суммы вклада (на них не распространяется система обязательного страхования вкладов). Минимальная сумма для участия в WMP обычно составляет от 50 тыс. юаней.

Объем выпускаемых банками WMP ограничен регулятором. Банки не обязаны начислять по ним резервы, так как в отчетности WMP отражаются на забалансовых счетах. Таким образом, все риски по WMP несут их инвесторы. Привлеченные в рамках WMP средства канализируются в сектор небанковских финансовых институтов (трастовые компании, компании по ценным бумагам) и затем инвестируются в ценные бумаги и небанковские ссуды. Как правило, стратегию инвестирования WMP определяют их банки-учредители, однако регулятором установлено, что на ссуды в инвестиционном портфеле WMP может приходиться не более 35%.

В частности, для компаний LGFV фонды WMP активно предоставляют ссуды для финансирования проектов в отраслях с избыточным инвестированием (с точки зрения регуляторов) и уже перенасыщенных банковскими кредитами, прежде всего это сфера жилищного строительства. При этом ставки по ссудам WMP, как правило, не отражают реальный уровень рисков в данных проектах.

Один из ключевых вызовов LGFV на текущем этапе развития — проблема с платежеспособностью в краткосрочной перспективе. Это связано с тем, что большинство обязательств в долговом портфеле LGFV представлено краткосрочными банковскими и небанковскими кредитами, в то время как выход на рентабельность по реализуемым инфраструктурным проектам возможен лишь в долгосрочной перспективе, что приводит к разрыву краткосрочной ликвидности. По оценкам Moody's и Nomura Securities, у половины всех LGFV уже в 2014 г. было недостаточно собственных денежных потоков для обслуживания долгов. Вместе с тем, по мнению Macquarie Capital, 29% новых заимствований LGFV используются для погашения наступивших долговых обязательств.

В то же время большинство LGFV располагают достаточными ресурсами для выплаты процентов, пеней и штрафов, что позволяет максимально отсрочивать погашение основной суммы долга. Однако растущие процентные ставки еще больше подрывают финансовое положение LGFV, так как им приходится в среднем рефинансировать долг раз в год, заключая новое соглашение с более высокими процентными расходами.

Что касается долгосрочных вызовов для деятельности LGFV, то они связаны с такими фундаментальными проблемами, как сохраняющаяся разбалансированность бюджетной системы, непрозрачность финансовых отношений на местном уровне, а также заинтересованность региональных правительств в избыточном инвестировании.

Ключевая проблема местных правительств заключается в том, что без привлечения новых заимствований их собственных ресурсов категорически недостаточно для текущего обслуживания долга и погашения обязательств с приближающимся сроком выплаты. Также значительный риск представляют условные обязательства<sup>16</sup>. По состоянию на конец 2013 г. совокупный объем обязательств местных правительств оценивался в 18 трлн юаней.

Наибольший риск представляет часть местного долга, сконцентрированная в проектах, реализуемых по инвестиционной схеме «строительство — передача». В среднем по провинциям доля таких проектов в структуре долга составляет 8%. Однако в наименее развитых и бедных провинциях она гораздо выше (например, в Гуйчжоу — 30%).

Схема «строительство — передача» (СП) представляет собой видоизмененный вариант классического концессионного соглашения «строительство — эксплуатация — передача» (СЭП) с изъятием фазы эксплуатации объекта. Договор по схеме СП заключается местными органами власти с частной или государственной компанией, которая с опорой на собственное (или заемное) финансирование строит объект в интересах местного правительства и передает его через 2–3 года после завершения строительства (в схеме СЭП объекты передаются через 20–30 лет эксплуатации). В свою очередь правительство осуществляет выплаты по проекту в течение 2–3 лет после передачи.

Рентабельность проектов СП для инвестора-застройщика составляет около 20%, значительно выше, чем для проектов СЭП (8–12%). Таким образом, проекты СП крайне привлекательны как для крупных частных, так и для государственных компаний, имеющих доступ к недорогим кредитным ресурсам. В то же время для органов власти использование схемы СП влечет серьезные риски, связанные с высокими издержками, коротким периодом выплат и недостаточным опытом эксплуатации объекта. Тем не менее объекты СП могут использоваться заказчиками в качестве залога по займам в течение всего периода их реализации.

Важнейшим активом местных правительств является земля. Она, с одной стороны, служит фактором наращивания долга, так как инфраструктурные проекты реализуются благодаря промышленному освоению все новых земель, с другой — является определенной гарантией обслуживания долга, так как выступает главным объектом залога. В настоящее время земельный фонд только 34 крупнейших городов по стоимости покрывает 40% совокупного местного долга. Однако возможная коррекция на рынке земли и недвижимости может серьезным образом повлиять на платежеспособность местных правительств. Необходимо заметить, что доходы, генерируемые земельными ресурсами, в структуре доходов местных бюджетов в среднем составляют одну треть, а в некоторых провинциях они значительно весомее<sup>17</sup>. В 2013 г. доходы местных правительств от передачи земельных активов в сравнении с 2012 г. выросли на 45% и составили 25% совокупных доходов.

В целом долговая нагрузка местных правительств возросла с 26,7% ВВП в 2010 г. до 30,6% ВВП в 2012 г. и 33,2% ВВП в середине 2013 г. При этом необходимо учитывать, что структура местного долга, как и центрального, включает прямой долг правительства, правительственные гарантии и условные обязательства. В период с 2010 г. до середины 2013 г. прямой долг местных правительств относительно вырос —

с 16,7 до 20,2% ВВП; правительственные гарантии, напротив, несколько сократились — с 5,8 до 4,9% ВВП; условные обязательства увеличились — с 4,2 до 8,1% ВВП.

Осознавая всю серьезность сложившейся ситуации, 3-й пленум ЦК КПК 18-го созыва (ноябрь 2013 г.) принял ряд решений, призванных облегчить финансовое положение местных правительств. Часть местных социальных расходов было решено передать на центральный уровень, а доходную базу местных бюджетов расширить за счет увеличения налогообложения собственности. Также было продекларировано изменение подходов к оценке деятельности чиновников провинциального и местного уровней. Важным критерием оценки станет уровень долговой нагрузки вверенных им регионов. С одной стороны, руководством страны обозначена серьезность намерений в решении назревшей проблемы, с другой — принятые решения носят явно недостаточный характер, к тому же не предложено никаких мер повышения прозрачности местных бюджетов (за исключением запущенной в начале 2014 г. пилотной программы по облигационному финансированию ряда муниципалитетов, которая предполагает их аудит и присвоение кредитного рейтинга). Однако по некоторым оценкам, для участия в эксперименте были выбраны достаточно благополучные в финансовом отношении объекты, что не позволит распространить их опыт на большинство территориальных образований.

Совокупная долговая нагрузка правительства (центрального и местных) по состоянию на середину 2013 г. составила 56,2% ВВП. Оценка данного показателя МВФ за 2014 г. составляет 57% ВВП, что является вполне приемлемым уровнем в сравнении с рядом развитых и развивающихся стран. Так, у стран — партнеров Китая по группе БРИК — Бразилии и Индии этот показатель составляет около 65%, в Японии — более 200%, в США — 100%. В международной практике пороговым является уровень в 60%, при превышении которого финансовая система может быть признана неустойчивой.

Академия общественных наук Китая в 2014 г. проанализировала сценарий гипотетического дефолта по государственному долгу. По ее оценкам, одних только золотовалютных резервов на тот момент (около 4 трлн долл.) было достаточно для полного покрытия ожидаемой долговой массы. Весьма значительный ресурс представляют также земельные активы правительства и активы более 100 тыс. госпредприятий. По данным Минфина КНР, общие активы госпредприятий составляют 13 трлн долл., чистые активы (за вычетом обязательств) — 4,4 трлн долл.<sup>18</sup>

С 1978 г., начала проведения политики открытости и реформ, и до 1994 г. в силу резкого падения рентабельности госпредприятий доходы центрального правительства сократились с 30 до 12% ВВП, что вызвало необходимость в кардинальной реформе бюджетной системы. В результате реформы доходы правительства стали неуклонно расти и достигли 22% ВВП в 2014 г., однако на уровне местных бюджетов сформировался системный дисбаланс доходов и расходов. Местные бюджеты несут нагрузку в размере более 70% совокупных расходов, в то время как получают лишь 50% налоговых доходов. В отсутствие других источников доходов для покрытия этого дефицита местные правительства полагаются на трансферы из центрального бюджета и собственные заимствования.

Принимая во внимание, что долгие годы Китай опирался на модель экстенсивного экономического развития, главная задача местных правительств сводилась к поддержанию высоких темпов роста зачастую очень высокой ценой, что вело к наращиванию неэффективных инвестиций, образованию избыточных объектов инфраструктуры и производственных мощностей, а также непомерному росту долговой нагрузки.

В августе 2014 г. в Закон КНР о бюджете были внесены поправки, в соответствии с которыми начиная с 2015 г. провинциальные правительства получали большую самостоятельность в вопросе эмиссии облигаций. Теперь они осуществляют эмиссию самостоятельно в пределах установленной квоты и после утверждения займа Госсоветом КНР. Ранее эмитентом таких бумаг в интересах провинциальных правительств выступал Госсовет, действуя в качестве их агента. Таким образом, началась реализация долгосрочной стратегии по замещению краткосрочного и дорогого в обслуживании кредитного

долга долгосрочными и эффективными заимствованиями на рынке ценных бумаг. В настоящее время на долю банковского финансирования приходится более 50% совокупного местного долга.

Еще одно изменение в бюджетном законодательстве направлено на повышение прозрачности бюджетного процесса. Новые поправки предусматривают обязательную публикацию данных по всем четырем бюджетным счетам — общему счету, инвестиционному счету, счету социального обеспечения и счету госпредприятий. Общая концепция развития бюджетного процесса предполагает, что прямые финансовые транзакции государственных органов всех уровней должны в полном объеме отражаться на бюджетных счетах, в то время как все прочие заимствования будут рассматриваться как коммерческие и не подлежат государственным гарантиям (например, проекты в рамках государственно-частного партнерства).

Для провинциальных и местных бюджетов отменяется требование балансировать их каждый год, что требовало значительных усилий и дополнительных затрат. Заявлено о переходе на средне- и долгосрочное бюджетное планирование, базирующееся на прогнозировании ключевых макроэкономических показателей. Еще одно новое положение предусматривает, чтобы классификация и управление местным долгом осуществлялись строго в соответствии с укрупненной структурой бюджетных счетов. Так, задолженность по общим расходам должна отражаться на общем счете, обязательства по проектам — на инвестиционном счете.

В октябре 2014 г. Госсовет КНР принял специальное постановление об урегулировании задолженности местных правительств, в соответствии с которым им разрешалось конвертировать часть существующего долга в новые облигационные займы. Задолженность по краткосрочным дорогим кредитам подлежала рефинансированию посредством эмиссии долгосрочных низкодоходных облигаций. По заявлениям Минфина КНР, такая практика приведет не к наращиванию долга, а лишь к изменению его формы. Изначально разрешенный объем эмиссии составил 1 трлн юаней, вскоре квота была увеличена до 2 трлн юаней. Естественно, эта сумма покрывала лишь небольшую часть всех обязательств, однако по расчетам правительства, она составляла 53,8% совокупной задолженности, срок погашения которой наступал в 2015 г., что позволяло в полном объеме обслуживать долг до 2016 г.

Решение Госсовета также предусматривало снижение средней процентной ставки на 5%, что позволило бы облегчить бремя процентных выплат местных правительств приблизительно на 100 млрд юаней в год. Перенос акцента с эмиссии корпоративных облигаций LGFV на облигации местных правительств также позволяет существенно сэкономить на процентных расходах. В частности, в первом квартале 2015 г. ставка по семилетним облигациям местных правительств была в среднем на 3,5% ниже ставки по аналогичным облигациям LGFV (AA-).

В проекте бюджета на 2015 г. квота на эмиссию облигаций местными правительствами была увеличена на 50% — до 600 млрд юаней, из которых 500 млрд юаней составляли облигации общего финансирования и 100 млрд юаней — облигации целевого финансирования.

После того, как была отложена эмиссия облигаций провинции Цзянсу в связи с тем, что потенциальные инвесторы запросили слишком высокую доходность, в мае 2015 г. последовало более детальное регулирование эмиссии облигаций местных правительств в рамках плана конвертации долгов в облигационные займы. В частности, было указано, что облигации должны размещаться на специальных аукционах. Представители местных правительств имеют право напрямую вести переговоры с заинтересованными в данной эмиссии кредиторами об ее условиях и размерах процентных выплат. Однако процентная ставка не может быть ниже средней процентной ставки по казначейским облигациям с аналогичным сроком погашения, а также не может превышать ее более чем на 30%.

Посредством эмиссии облигаций с середины мая по середину июня 2015 г. местным правительствам удалось рефинансировать долг в объеме 700 млрд юаней. Большинство займов было размещено на аукционах. Лишь несколько провинций прибегли к прямому размещению. Срок погашения составил от 3 до 7 лет с процентной ставкой в интервале 2,89–3,56%. Предполагалось, что эти облигации будут приниматься НБК в качестве залога по сделкам репо и другим операциям на денежном рынке. Таким образом, параметры займов, близкие к казначейским облигациям, а также признание НБК в качестве залога придают облигациям местных правительств статус косвенно гарантированных государством.

Что касается финансовой деятельности LGFV после старта программы конвертации долга, то в первом квартале 2015 г. они привлекли всего 194 млрд юаней, на 45% меньше, чем в аналогичном периоде 2014 г. В последующие месяцы активность LGFV нарастала, так как были дополнительно сняты некоторые ограничения на их эмиссионную деятельность. Только в мае 2015 г. было выпущено облигаций на 121 млрд юаней. Вместе с тем Госсовет КНР активно пытается преодолеть прямую инвестиционную зависимость инфраструктурных проектов от долговых заимствований LGFV. И действительно, определенный успех заключается в том, что в последнее время рост инвестиций в основные фонды инфраструктуры перестал напрямую коррелировать с ростом задолженности LGFV<sup>19</sup>.

В мае 2015 г. Госсовет также разработал порядок дополнительного финансирования LGFV, которые не в состоянии погашать текущие долговые обязательства. В частности, в первую очередь местные правительства и заинтересованные банки могут достичь договоренности о пролонгации задолженности или внесении дополнительного залога. В случае если этих мер недостаточно, возможно привлечение финансирования со стороны политических банков или в рамках проектов государственно-частного партнерства. В последнюю очередь разрешается использование бюджетных депозитов и продажа активов.

По оценке МВФ, финансовые потребности LGFV в 2015 г. составляли 6 трлн юаней, из них 4,1 трлн — инвестиции в инфраструктурные проекты и 1,9 трлн — средства для погашения и обслуживания долговых обязательств. В структуре источников финансирования на программу конвертации долга в облигационные займы приходится 2 трлн юаней (в пределах квоты), эмиссию облигаций местных правительств — 0,6 трлн (в пределах квоты), эмиссию облигаций LGFV на межбанковском рынке — 0,5 трлн (по состоянию на середину 2015 г.), проекты государственно-частного партнерства — 0,2 трлн (всего заключено таких проектов на 2 трлн юаней с годовым инвестиционным потоком в размере 10%), финансирование со стороны политических банков (в основном в проекты строительства социального жилья) — 1 трлн юаней. По источникам финансирования оставшихся 1,7 трлн юаней нет информации, но очевидно, что большая часть пришлось на самостоятельно привлеченные LGFV банковские и небанковские кредиты.

В настоящее время Министерство финансов КНР осуществляет практику жесткого контроля уровня долга местных правительств с использованием инструментов бюджетного регулирования. Однако, как отмечается в докладе Минфина Всекитайскому собранию народных представителей, на действующие инвестиционные проекты будет распространяться льготный период, в частности, для их финансирования разрешат привлечь дополнительные банковские кредиты.

В заключение можно констатировать, что проблема долговой нагрузки на китайскую экономику, особенно в части задолженности местных правительств и корпоративного сектора, вышла на передний план социально-экономической повестки в качестве ключевого фактора потенциальной финансовой нестабильности. Очевидно, правящие круги в Китае отчетливо это осознают, о чем, в частности, свидетельствует провозглашение долгосрочного курса на облегчение долгового бремени местных правительств. Так или иначе, представляется, что уже в обозримой перспективе в ходе смены экономической модели Китая необходимо активно сдерживать рост совокупной долговой нагрузки

на экономику, постепенно снижать уровень инвестиций в основные фонды, способствовать росту конечного потребления и переходить к все более умеренным темпам экономического роста. В случае успешности необходимых структурных реформ приемлемые темпы роста ВВП будут обеспечены, в том числе за счет повышения общей факторной производительности.

1. URL: <http://www.interfax.ru/business/296610>.
2. Рассчитано автором по: URL: <http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/116219/116319/2161324/2161344/index.html>.
3. URL: <http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/resource/cms/2016/01/2016012711211873133.pdf>.
4. URL: <http://smart-lab.ru/tag/total%20social%20financing/>
5. URL: [http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working\\_papers/working\\_papers\\_351-400/WP375.pdf](http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_351-400/WP375.pdf).
6. Elliott D., Kroeber A., Qiao Yu. Shadow banking in China / The Brookings Institution. March 2015. URL: [http://www.brookings.edu/~media/research/files/papers/2015/04/01-shadow-banking-china-primer/shadow\\_banking\\_china\\_elliott\\_kroeber\\_yu.pdf](http://www.brookings.edu/~media/research/files/papers/2015/04/01-shadow-banking-china-primer/shadow_banking_china_elliott_kroeber_yu.pdf).
7. Экономика и внешняя торговля КНР / Торговое представительство РФ в КНР. URL: <http://www.russchinatrade.ru/assets/files/ru-about-torg/foreign-trade-2015.pdf>.
8. PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA / International Monetary Fund // IMF Country Report. August 2015. No. 15/234. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr15234.pdf>.
9. Общая факторная производительность (англ. total factor productivity) — экономическое понятие, обозначающее совокупность факторов, влияющих на выпуск продукции, за исключением затрат труда и капитала. Общая факторная производительность может рассматриваться как мера долгосрочных технологических изменений или технологической динамики.
10. В методике Goldman Sachs показатель совокупного долга в 2015 г. составил 218% ВВП. При этом он включает долг нефинансового корпоративного сектора — 121% ВВП, долг финансовых фондов местных правительств (LGFV) — 41% ВВП, долг домохозяйств — 37% ВВП, долг общего правительства — 19% ВВП.
11. Walled In: China's Great Dilemma / Goldman Sachs Investment Strategy Group. January 2016. URL: <http://www.goldmansachs.com/what-we-do/investment-management/private-wealth-management/intellectual-capital/isg-china-insight-2016.pdf>.
12. Charlene Chu. «China Roadmap: Suspension of Disbelief Receding» // Autonomous Research. 2015. July 28.
13. CBRC Supervisory Statistics Q4 2015. URL: <http://www.cbrc.gov.cn/EngdocView.do?docID=4770FF3885B44349972415DE0BB6E77F>.
14. URL: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-02-15/china-bad-loan-problem-not-as-bad-as-bass-makes-out-cicc-says.2016.02.15>.
15. Naito Jiro. China's Fiscal Position and Policy: Current Status of Local Government Debt Problems and Challenges // Public Policy Review. March 2015. Vol. 11. No. 1. URL: [https://www.mof.go.jp/english/pri/publication/pp\\_review/ppr027/ppr027c.pdf](https://www.mof.go.jp/english/pri/publication/pp_review/ppr027/ppr027c.pdf).
16. Условные обязательства (англ. contingent liability) — потенциальное обязательство, которое необходимо исполнить только при наступлении какого-либо события или совершении действия, зачастую не зависящих от компании. Как правило, имеются в виду гарантии в самых разных формах, а также судебные иски, апелляции, споры с контрагентами.
17. China. Overview // OECD Economic Surveys. March 2015. URL: <http://www.oecd.org/economy/surveys/China-2015-overview.pdf>.
18. Huang Y., Bosler C. China's Debt Dilemma: Deleveraging While Generating Growth / Carnegie Endowment for International Peace, 2014. URL: [http://carnegieendowment.org/files/Brief-Yukon-Chinas\\_Debt\\_Dilemma.pdf](http://carnegieendowment.org/files/Brief-Yukon-Chinas_Debt_Dilemma.pdf).
19. China Economic Update / World Bank Group. June 2015. P. 10–11. URL: [https://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/document/EAP/China/ceu\\_06\\_15\\_en.pdf](https://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/document/EAP/China/ceu_06_15_en.pdf).