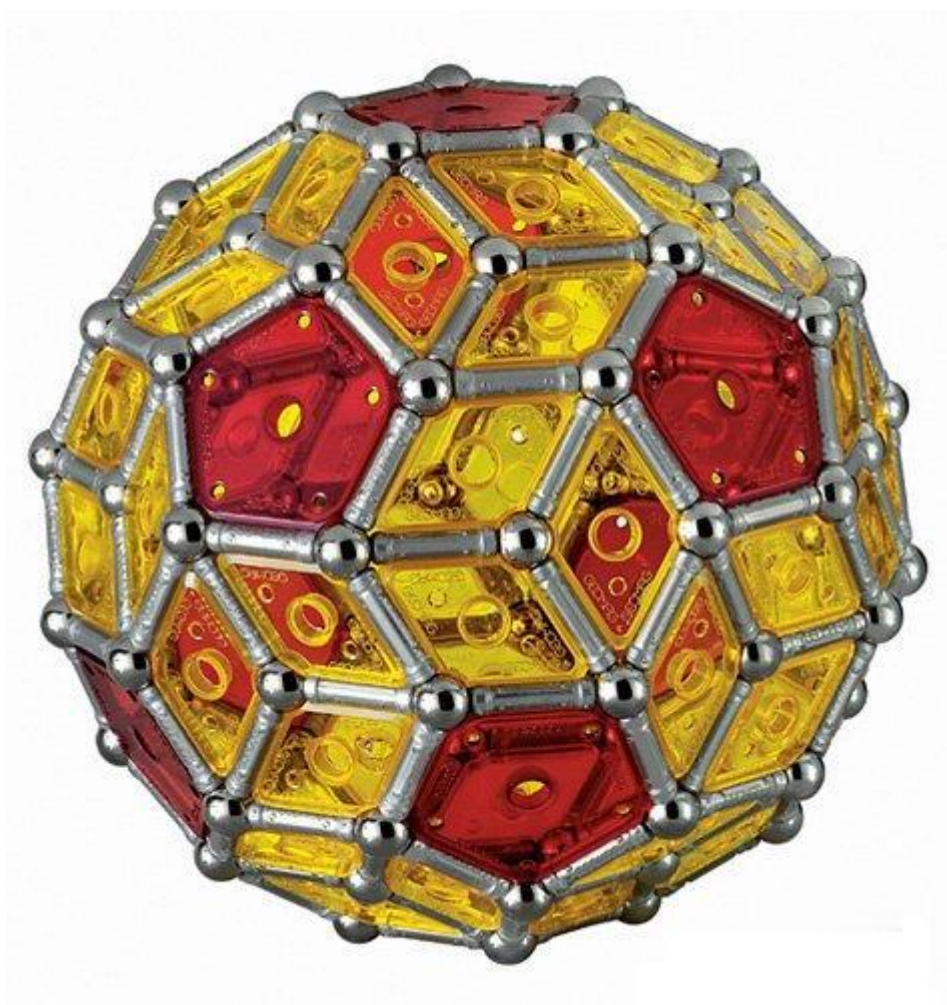


Китайский трансформер



Оглавление

Перспективность китайского рынка для российских инвесторов	3
Метод по экономике КНР	4
Китай: макроэкономический срез.....	5
Дисбалансы Китая.....	16
Резюме.....	23
Перспективность гонконгского рынка для российских инвесторов	24
Метод по экономике Гонконга	24
Гонконг: макроэкономический срез	25
Финансовая система Китая и Гонконга	29
Валютный рынок Гонконга и Китая	43
Резюме.....	47
Энергетический профиль Поднебесной.....	50

Перспективность китайского рынка для российских инвесторов

Несмотря на то, что экономика Китая больше не растет двузначными темпами, мы ожидаем стабилизацию в районе 7-7,2% в перспективе ближайших лет за счет подъема сектора услуг, роста урбанизации и точечных мини-стимулов (инвестиции в инфраструктурные проекты, строительство социального жилья, льготы для малого и среднего бизнеса и т.д.). Риски по китайской экономике (теневое кредитование, спад на рынке недвижимости и т.д.) представляются нам вполне управляемыми. Главная задача для китайского правительства - стабилизация и переориентация модели экономического развития с инвестиционной на потребительскую.

Китай может быть интересен для России не только как экономика со все еще высокими темпами роста (особенно по сравнению с остальным миром), но и как страна, активно работающая в плане повышения открытости своей экономики. Мы видим несколько путей для взаимовыгодного сотрудничества:

- ✓ **Заключение контрактов на поставку сырьевых товаров (нефти, нефтепродуктов, газа, угля, металлов, леса и др.) из России в Китай в юанях с предоплатой и привлечение торгового финансирования в юанях.** Россия в настоящее время обеспечивает примерно 10% потребностей Китая в сырой нефти. Учитывая, что в Китае сделан акцент на развитие внутреннего потребления, а сама страна является одним из крупнейших в мире потребителей данного сырья, расширение поставок из России представляется вполне реальным. Особенно в условиях текущей переориентации России на Азию.
- ✓ **Наращивание импорта из Китая тех товаров, которые Россия раньше закупала в Европе или США (реэкспорт - например, нефтегазового оборудования, подпавшего под санкции), или замещение их китайскими аналогами (также относится к оборудованию).** Хотя Китай и делает ставку на развитие внутреннего потребления, тем не менее, он все равно остается одним из крупнейших экспортеров в мире. Что касается нефтегазового оборудования - Китай достаточно неплохо преуспел в этой сфере, т.к. сам занимается добычей, в т.ч. сланцевого газа. Россия является для китайского экспорта бурового оборудования четвертым по величине рынком после США, Сингапура и Казахстана.
- ✓ **Открытие российских компаний в зоне свободной экономической торговли в Шанхае.** Это прямая возможность выхода на китайский рынок с минимальными бюрократическими процедурами. Для Китая на фоне некоторого торможения экономики крайне важен приток средств иностранных инвесторов. В этой связи китайское правительство делает все больше попыток «открыть» свою экономику. Создание шанхайского кластера - первый опыт.
- ✓ **Расширение участия китайских компаний в ключевых инвестпроектах России.** Например, Роснефть предлагает Китаю войти в проект по разработке Ванкорского нефтегазового кластера. Для России присутствие Китая в ключевых проектах - это, прежде всего, получение финансирования, для Китая - возможность выхода на внешние рынки.
- ✓ **Организация выхода российских компаний на китайский рынок через размещения на Гонконгской бирже.** В условиях все большей ориентации России на Азию может быть интересно размещение облигаций или выход на IPO, но через гонконгскую биржу, как наиболее открытую для иностранных инвесторов. В то же

время, размещение на бирже актуально в основном для компаний, ориентирующихся на Китай - в противном случае интереса со стороны «местных» инвесторов может не быть. Также, например, проведение IPO на Гонконгской бирже при всей ее открытости достаточно затруднительно, т.к., например, Россия не входит в список разрешенных юрисдикций для листинга. Однако с учетом планов Китая, можно рассчитывать на некоторые послабления для иностранных инвесторов в будущем.

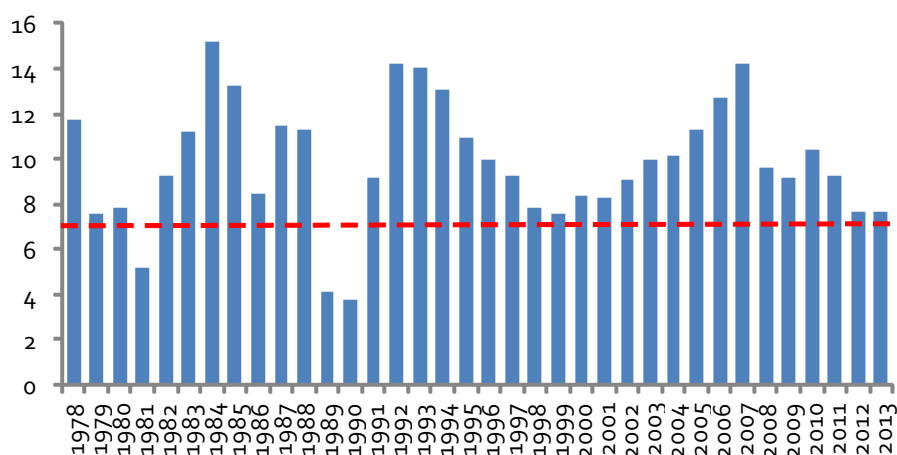
Мето по экономике КНР

- Китай - 2 в мире экономика по объему ВВП, а еще в 1990 г. не входила даже в топ-10.
- Темпы роста китайской экономики замедляются с 2010 г. из-за глобального кризиса и смены модели экономического развития. Мы не ждем «жесткой посадки» китайской экономики. Урбанизация, сектор услуг и мини-стимулы правительства будут способствовать стабилизации темпов экономического роста в Китае на уровне 7-7,2% в ближайшие 3-5 лет.
- Китайское правительство больше не готово к масштабным стимулам экономики, т.к. это порождает множество дисбалансов. Главное для властей КНР - эффективность и стабилизация экономики, а не двузначные темпы роста.
- Стратегия нового правительства Китая - точечные мини-стимулы только там, где необходимо. Это - инфраструктурные проекты (железные дороги, проекты в сфере энергетики, водных ресурсов), льготы для малого и среднего бизнеса, строительство социального жилья и т.д.
- Риски по китайской экономике (теневое кредитование, спад на рынке недвижимости), на наш взгляд, управляемы: китайское правительство взяло под жесткий контроль все проблемные зоны.
- Промышленный сектор в Китае замедляется, а перспективы восстановления его роста к уровням выше 8-10% г/г весьма туманны. Т.к. Китай постепенно перестает быть самой дешевой рабочей силой, предпочтения фирм смещаются в сторону Индонезии и Вьетнама.
- Сектор услуг Китая, напротив, набирает обороты. Правительство активно этому способствует, в том числе запустило Шанхайскую зону свободной экономической торговли. Иностранные инвесторы с 2010 г. все больше вкладывают в сектор услуг, чем в промышленность Китая. Они заинтересованы в таких отраслях как логистика, страхование и др.
- В течение ближайших лет уровень урбанизации в Китае будет расти темпами порядка 3% в год. В городах спрос на рабочую силу превышает предложение, а реформа системы прописки ускорит миграцию населения из села в город.
- В целом, Китай представляется привлекательным для инвестирования, особенно с учетом плановых шагов правительства по открытию его экономики, развития сектора услуг и постепенного повышения жизненного уровня населения.

Китай: макроэкономический срез

В настоящее время, несмотря на стартовавшее с 2010 г. замедление Китая, его экономика характеризуется высокими темпами роста, а ВВП занимает 2 место в мире по объему (9,2 трлн долл. в 2013 г., уступает только США). Мы считаем, что **из-за смены модели экономического развития** (переход от инвестиций к внутреннему потреблению) основная задача для правительства Китая - это, прежде всего, **удержание стабильных темпов роста**, и прогнозируем, что в ближайшие несколько лет (горизонт 2-3 года) экономика Китая будет расти на **7%-7,2% в год**.

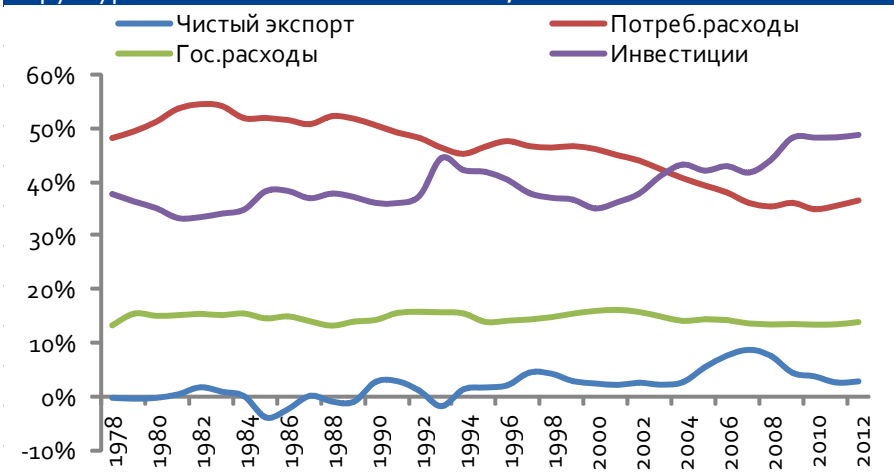
Темпы роста ВВП Китая, в %, г/г



Источник: Bloomberg

Как известно, за последние 36 лет экономика Китая, за исключением 3 кризисных лет (1981, 1989-1990 гг.), в среднем росла на 10% ежегодно. С 2004 г. стартовала инвестиционно-ориентированная модель развития экономики (на графике ниже видно, что доля инвестиций в ВВП превышает долю потребительских расходов). Однако она породила ряд ненужных дисбалансов (разгон инфляции, «пузырь» на рынке недвижимости, развитие теневого кредитования и т.д.), в результате чего правительство Китая приняло решение **стимулировать внутреннее потребление, отказавшись от нерациональных инвестиций**.

Структура ВВП Китая по компонентам, в %

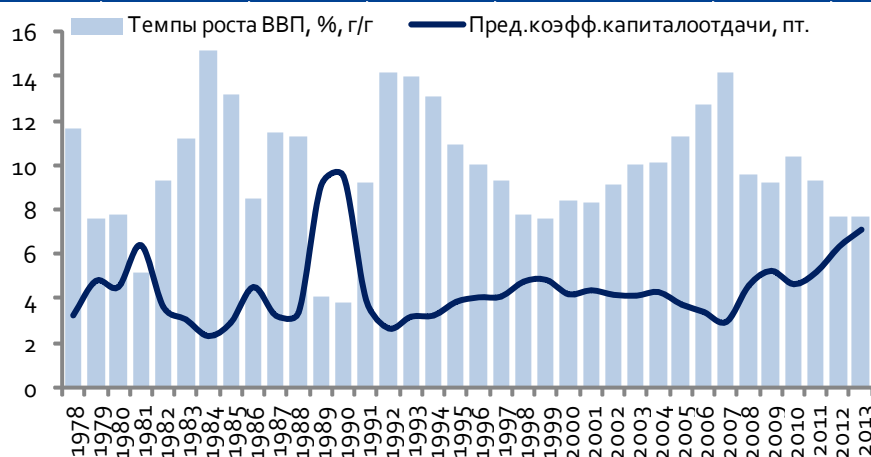


Источник: Bloomberg

В целом, темпы роста экономики Китая даже после мирового финансового

кризиса оставались довольно внушительными, по крайней мере, по сравнению с другими странами. Тем не менее, необходимо понимать, что для поддержания высоких темпов роста Китай использовал большой объем инвестиций. Причем все больше капитала было необходимо на поддержание все более низких темпов роста: по сравнению с докризисным периодом рост ВВП Китая снизился более чем на 3 п.п., а предельный коэффициент капиталоотдачи поднялся до максимального уровня с 90-х гг.

Необходимо все больше капитала на все более низкие темпы роста...



Источник: Bloomberg

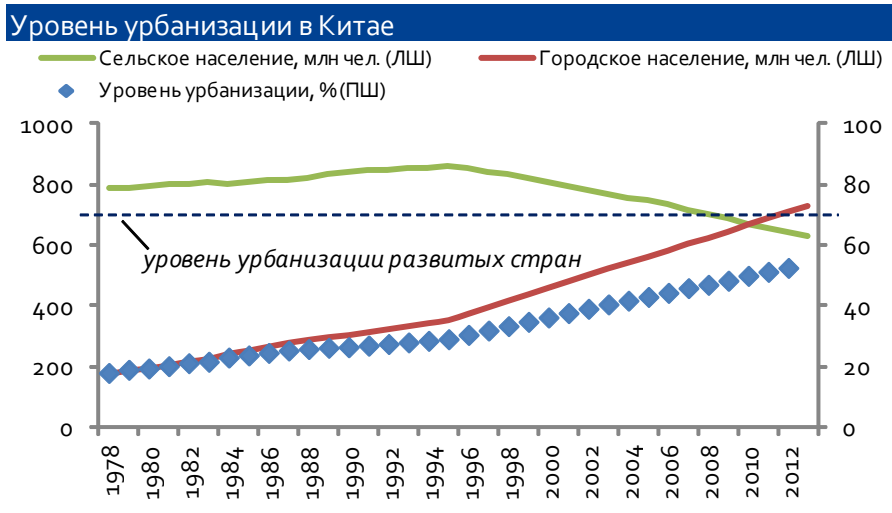
Несмотря на то, что на прежние двузначные темпы роста китайской экономики уже можно не рассчитывать, это не означает, что Китай остановится в своем развитии и теперь его экономику ждет «жесткая посадка» (резкое торможение темпов экономического роста ниже 5%, что, при текущих соц.-эк. процессах, идущих в китайском обществе, равносильно рецессии в развитых странах). **Мы выделяем как минимум 3 ключевых области, на основании которых экономика Китая в ближайшие 2-3 года сможет удержать темпы роста на уровне 7-7,2%, что представляется вполне хорошим результатом:**

1. Урбанизация
2. Сектор услуг.
3. Мини-стимулы.

Рассмотрим каждую из областей подробнее.

1. Урбанизация.

Структура населения КНР (городские и сельские жители), на наш взгляд, становится ключевым драйвером экономического роста и определяет позитивные перспективы сектора услуг. На сегодняшний момент **уровень урбанизации в Китае уже составляет немногим больше 50%** (доля городских жителей от совокупного населения страны): в 2010 г. количество людей, проживающих в городах, впервые за историю превысило количество людей, проживающих в селах. **Для развитых стран нормой является 70% уровень урбанизации.**



Источник: Bloomberg

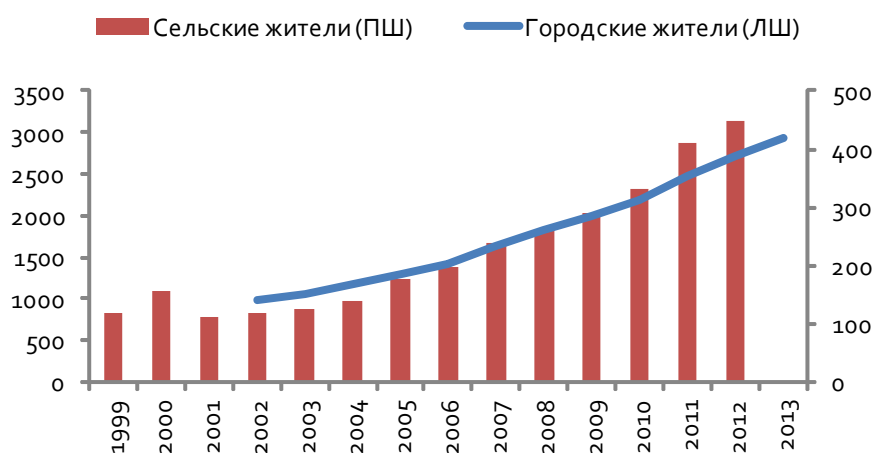
С учетом того, что в Китае проживает более 600 млн чел. в селах, потенциал для развития потребительского сектора представляется значительным. Мы ожидаем, что **в перспективе ближайших нескольких лет уровень урбанизации в Китае будет расти темпами порядка 2,7% год**: таргет правительства Китая довести уровень урбанизации до 60% к 2018 г. При этом, по данным городских бюро занятости, **в Китае спрос на рабочую силу в последние несколько лет превышает предложение** - т.е. наблюдается явная нехватка работников, что в перспективе может компенсироваться как раз за счет миграции сельского населения в города. Не забудем и сопутствующие урбанизации процессы улучшения качества городской трудовой силы: переехавшие в город граждане неизбежно повышают свой профессиональный и образовательный уровень, претендуя на более высокую зарплату и постепенно «передавая» низкооплачиваемые рабочие места вновь приезжающим.



Источник: CEIC, Capital Economics

Колоссальный разрыв между уровнем расходов городских и сельских жителей (на 2012 г. в 6 раз), на наш взгляд, поддерживает процесс урбанизации.

Расходы на душу населения в год, в долл.



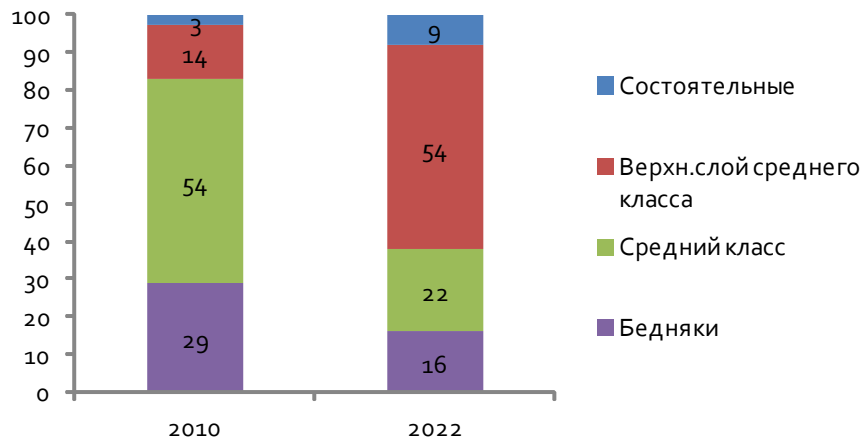
Источник: Bloomberg

В особенности если учесть, что в Китае **идет реформирование системы прописки «хукоу»**, согласно которой все население разделено на городских и сельских жителей и прописано в определенном регионе. Бюрократические проволочки делали переезд из деревни в город практически невозможным, по крайней мере, на легальной основе. На Третьем Пленуме (прошел в конце 2013 г.) новое китайское правительство поставило реформу системы «хукоу» в список приоритетных на текущий год. В рамках этого примерно 100 млн сельских жителей уже в этом году будет предоставлена регистрация в городах. На наш взгляд, эти меры будут способствовать опережающему росту **внутреннего потребления в Китае**.

Не стоит забывать, что для правительства Китая одной из приоритетных задач является **сокращение колоссального неравенства между доходами населения**. Коэффициент Джини, который как раз измеряет разницу в доходах населения, в Китае составляет 0,47 - это уже практически критическое значение (0,50). Правительство КНР **планирует к 2020 г. удвоить среднедушевые доходы сельского населения**, которые в настоящее время составляют порядка 1300 долл. в год и в 3 раза ниже, чем доходы городского населения. На наш взгляд, сокращение неравенства между доходами жителей КНР поддержит внутреннее потребление в КНР.

Также поддержать рост экономики КНР может средний класс. По оценкам консалтинговой компании McKinsey, доля совокупного среднего класса в КНР (средний класс - годовой доход от 9 до 16 тыс. долл.; верхний слой среднего класса - годовой доход от 16 до 34 тыс. долл.) с 4% в 2000 году увеличилась до 68% в 2012 г., а к 2022 г. составит уже 74%. При этом если на сегодняшний день порядка 54% семей принадлежат к среднему классу и лишь 14% – к верхнему слою, то уже через 8 лет количество последних может повыситься до 54%. Таким образом, по паритету покупательной способности Китай выйдет на уровень Бразилии и Италии. И если раньше годовой доход 16-34 тыс. долл. считался прерогативой только наиболее обеспеченных семей среднего класса, то в будущем подобные зарплаты ждут большее количество жителей Китая.

Структура городского населения в КНР, %

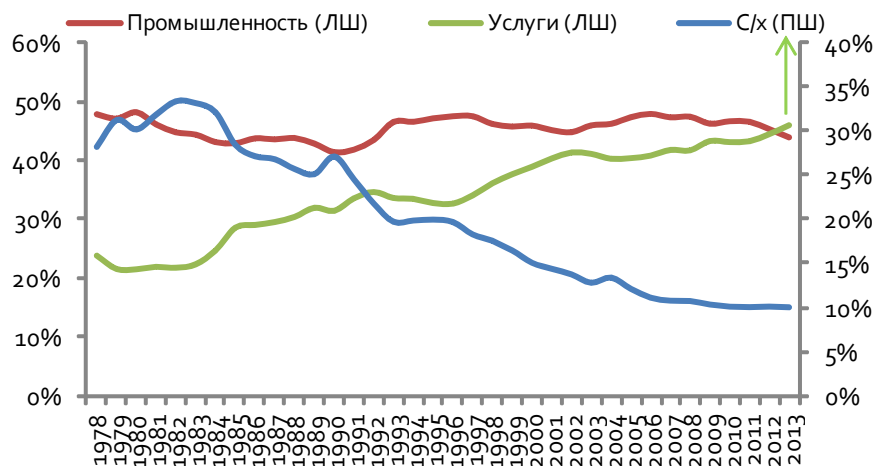


Источник: McKinsey

2. Сектор услуг

Китайская экономика многие годы развивалась как исключительно индустриальная страна, однако **в 2013 г.** произошел перелом: **доля сектора услуг в ВВП Китая впервые за всю историю превысила долю промышленного сектора.**

Вклад секторов в ВВП Китая, в %

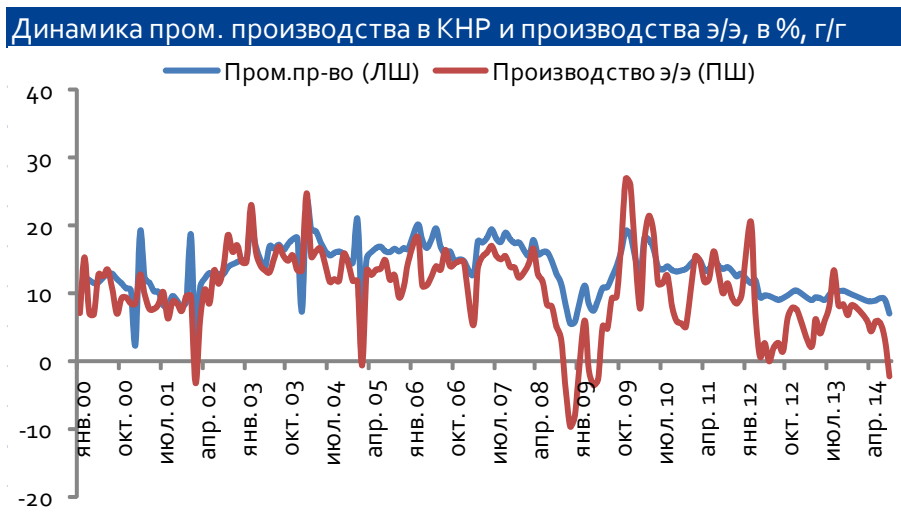


Источник: Bloomberg

Мы считаем, что **именно сектор услуг станет для Китая основой для дальнейшего развития экономики**, превратив ее в постиндустриальную, по нескольким причинам:

- а) **Промышленный сектор чувствует себя достаточно слабо.** Если взглянуть на статистику по промышленному производству и, в особенности, на показатель производства электроэнергии (считается наиболее актуальным показателем состояния промышленного сектора в КНР), то мы увидим, что после пиков 2009 г. в промышленности Китая наметилась нисходящая динамика. Промышленное производство постепенно снижается, в настоящее время составляет около 9% г/г. А темпы роста производства электроэнергии, если исключить периодические выплески, не превышают и 10% в год, а в последнее время и вовсе

демонстрируют околонулевую динамику.



Источник: Bloomberg

Опережающие индикаторы деловой активности в промышленном секторе (индексы PMI) также не демонстрируют ярко выраженной тенденции на улучшение. Хотя официальный индекс PMI, рассчитываемый Национальным бюро статистики КНР с октября 2012 г. ни разу не опустился за пограничный уровень в 50 пунктов (свидетельствует о спаде экономики), тем не менее, его зажатость между 50 и 52 пунктами уже 2 год подряд лишь подтверждает тезис о невысоких темпах роста промышленного сектора, но не говорит о тренде на улучшение. Индекс PMI в промышленности, рассчитываемый банком HSBC (отличается от официального меньшим числом компаний в выборке, а также охватывает преимущественно компании частного сектора), более волатилен и также подтверждает относительную слабость промышленного сектора в Китае.

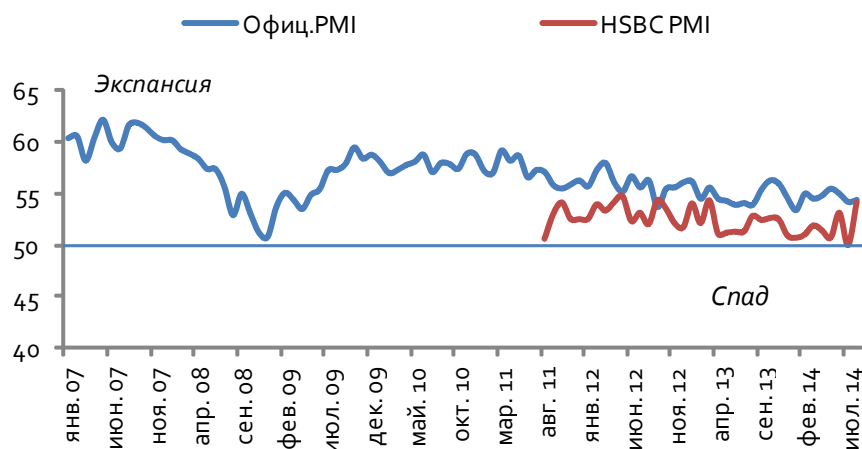


Источник: Bloomberg

Опережающие индикаторы деловой активности (PMI) в секторе услуг при этом демонстрируют лучшую картину, по крайней мере, официальный. Отрадным фактом является то, что оба публикуемых индикатора, как официальный, так и от HSBC, за 7

лет ни разу не опустились за пограничный уровень в 50 пунктов. На наш взгляд, это подтверждает более сильные позиции сектора услуг.

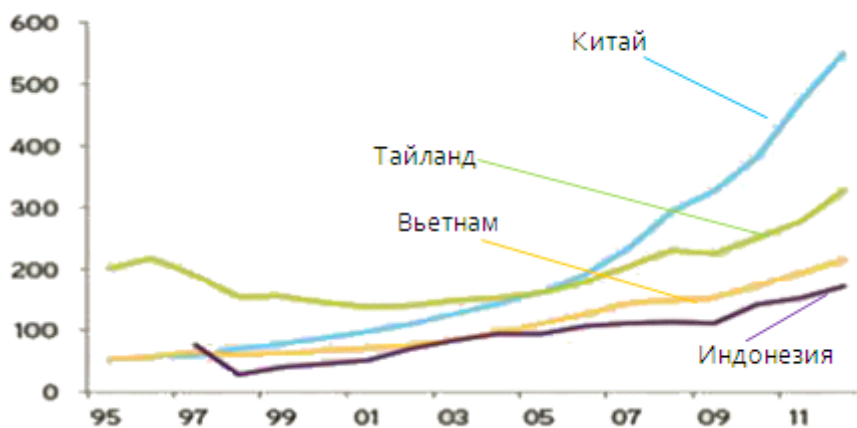
Динамика индексов PMI в секторе услуг, пт



Источник: Bloomberg

- б) Китай как дешевая производственная площадка уже изживает себя. Статистика по уровню заработной платы в азиатских странах в промышленном секторе показывает, что в Китае уже далеко не самая дешевая рабочая сила.

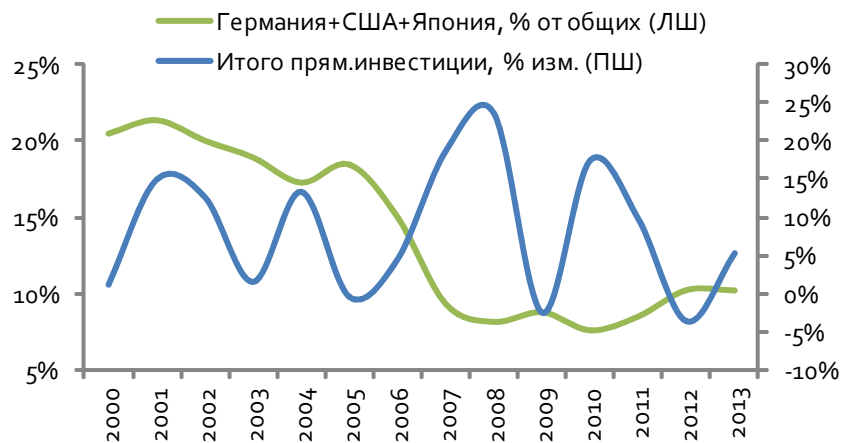
Средняя зарплата в промышленном секторе, долл./мес.



Источник: BofA Merrill Lynch Global

Привлекательность Китая как страны для переноса производственных мощностей постепенно снижается. Среди основных причин выступают как **увеличившиеся расходы на оплату труда рабочих при не очень высокой квалификации**, так и несовершенство законодательной системы вместе с **недостаточной защитой интеллектуальной собственности**. Если посмотреть на страновую разбивку по прямым иностранным инвестициям в Китай, то этот тренд достаточно четко виден: за последние 10 лет доля инвестиций из ключевых стран (Германия, США, Япония) снизилась в 2 раза - с 20% от совокупных инвестиций, до 10%.

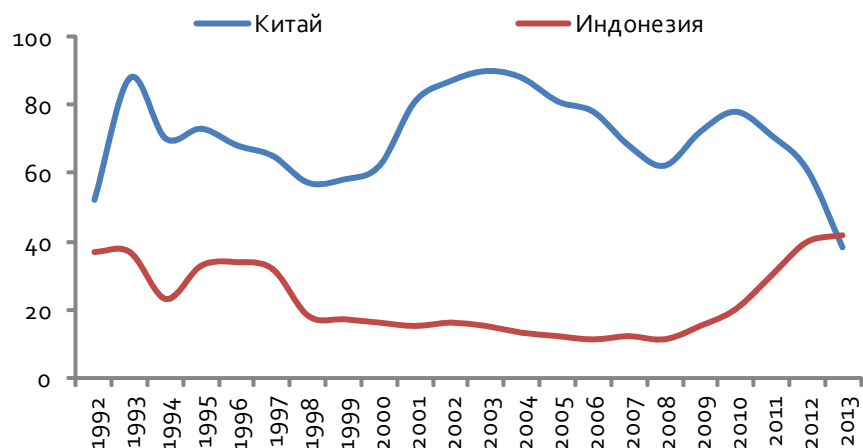
Динамика прямых иностранных инвестиций в Китай



Источник: Bloomberg

Достойным конкурентом Китая в плане новой производственной площадки может стать, например, Индонезия: опрос японских компаний, проводимый с 1989 г. Японским банком международного сотрудничества (JBIC), показал, что в 2013 г. она впервые обогнала Китай по доле респондентов, планирующих вести бизнес в этой стране в течение ближайших 3 лет.

Доля респондентов, планирующих вести бизнес в теч. 3 лет в этих странах



Источник: JBIC

Тем не менее, несмотря на то, что **Китай стоит на пути к тому, чтобы стать постиндустриальной страной**, это не означает, что теряется его привлекательность для иностранных инвесторов. Просто их **предпочтения смещаются в сторону сектора услуг**, а китайское правительство достаточно плотно работает в этом направлении (см.подробнее Мини-стимулы). Так, по статистике, **в 2011 году сектор услуг КНР впервые за всю историю привлек больше иностранного капитала, чем промышленный сектор** (сектор услуг - 47% всех прямых иностранных инвестиций, промышленный сектор - 45%, с/х – 8%), и мы считаем, что это - новая реальность для экономики Китая. Так, на графике ниже достаточно четко виден тренд на снижение привлекательности промышленного сектора для потоков иностранного капитала.

Доля прямых иностранных инвестиций в промышленный сектор КНР



Источник: China Statistical Yearbook

Среди привлекательных отраслей сектора услуг Китая для иностранных инвесторов в настоящее время выделяются такие как:

- **логистика**: Global Logistic Properties (Сингапур) планирует создать инвестиционный фонд для вложений в логистические и складские проекты в Китае - это будет крупнейший в мире фонд объемом 3 млрд долл. Планируются инвестиции в новые проекты в течение ближайших 3 лет, также планируются объединения с другими институциональными инвесторами.

- **страхование** (китайский рынок страхования жизни – 5й в мире по объему, однако проникновение чрезвычайно низкое): швейцарская компания Swiss Reinsurance Co Ltd в конце 2013 г. приобрела 4,9% в китайской компании New China Life Insurance Co Ltd (3 крупнейший в Китае страховщик жизни и здоровья) за 3 млрд юаней или 493 млн долл. Мы считаем, что теперь с замедлением промышленного сектора в Китае и естественным охлаждением к нему иностранных инвесторов (причины указаны выше), **куда больше возможностей для аккумуляции иностранного капитала открывается в секторе услуг**. Кроме того, этому достаточно активно способствует и само правительство Китая - например, в конце 2013 г. запустило **Шанхайскую зону свободной торговли**, где ключевыми выбраны как раз отрасли сферы услуг: финансы, транспорт и логистика, культура и развлечения, социальная инфраструктура и т.д.

Шанхайская зона свободной торговли

Территория: 28 кв.км

Запуск: сентябрь 2013 г.

Цель: повышение конкурентоспособности Китая и его национальной валюты на мировом рынке.

Ключевые отрасли: финансовые услуги, транспортировка и логистика, коммерческая торговля, профессиональные услуги (юридические или инженерные), культура и развлечения, социальная инфраструктура (включая образование и медицинское обслуживание).

Отрасли, куда либо нельзя инвестировать иностранный капитал, либо инвестиции возможны только после одобрения правительством (Negative list): сельское хозяйство, животноводство, добыча полезных ископаемых, энергетика, производство, строительство, оптовая и розничная торговля и т.д.

Для иностранных инвесторов: разрешается открывать банки и инвестиционные компании; иностранным страховым компаниям разрешено учреждать дочерние компании для оказания услуг медицинского страхования; для компаний, занимающихся финансовым лизингом, отменены требования по минимальному уставному капиталу; разрешается регистрация логистических предприятий со 100% иностранным участием; процедура регистрации иностранной компании ничем не отличается от процедуры регистрации китайской компании - проходит в формате «одного окна» - сроки регистрации от 4 дней до 1 месяца.

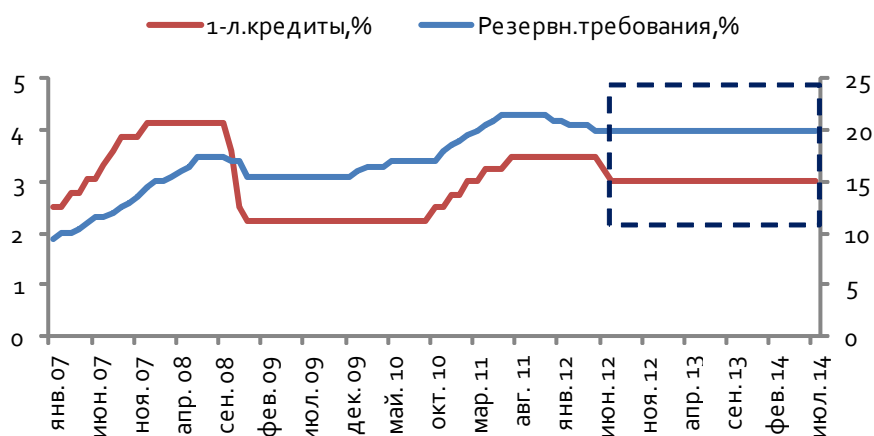
На текущий момент: зарегистрировано более 7000 новых предприятий, более 600 - с иностранным капиталом. В среднем уставный капитал каждой из компаний с иностранными инвестициями составил более 4,5 млн долл.

Резюме: В целом, Шанхайская зона свободной торговли - это эксперимент китайского правительства, нацеленный на привлечение, прежде всего, иностранных инвесторов, заинтересованных в торговых отношениях с Китаем. На сегодняшний момент идет «обкатка» зоны, в будущем возможны еще большие послабления для иностранных инвесторов.

3. Мини-стимулы.

После стартовавшего замедления темпов экономического роста в Китае в 2012 г., весь мир ждал, что власти пойдут по стопам ФРС или ЕЦБ - т.е. будут проводить активное смягчение монетарной политики. Тем не менее, последнее снижение ставок и резервных требований было только в конце 2012 г. (в 2013-2014 г. были исключения только для коммерческих банков занятых в с/х), а новая власть (сменилась в 2013 г.) и вовсе не спешила вернуться к прежним двузначным темпам роста, ставя во главу угла **эффективность и стабилизацию**, а также опасаясь повторения дисбалансов прошлых лет.

Новое правительство не использует теперь инструменты ДКП



Источник: Bloomberg

Поэтому новой политикой нового правительства стали так называемые мини-стимулы - точечные меры, небольшие по объему, но, как показывает последняя статистика, довольно эффективные. Мини-стимулы условно можно разделить на 3 блока:

1. Инфраструктурные проекты

Ключевым объектом инвестирования здесь выступают железные дороги. В 2014 г. планируется построить 6,600 км новых путей, инвестиции озвучены в размере 800 млрд юаней (128,9 млрд долл.). Кроме того создается **специальный фонд железных дорог**, куда ежегодно будет инвестироваться порядка 200-300 млрд юаней (32,2-48,3 млрд долл.). Также в правительстве обсуждаются проекты в сфере энергетики и водных ресурсов. Капвложения в последние проекты озвучены в районе 745 млрд юаней (120 млрд долл.).

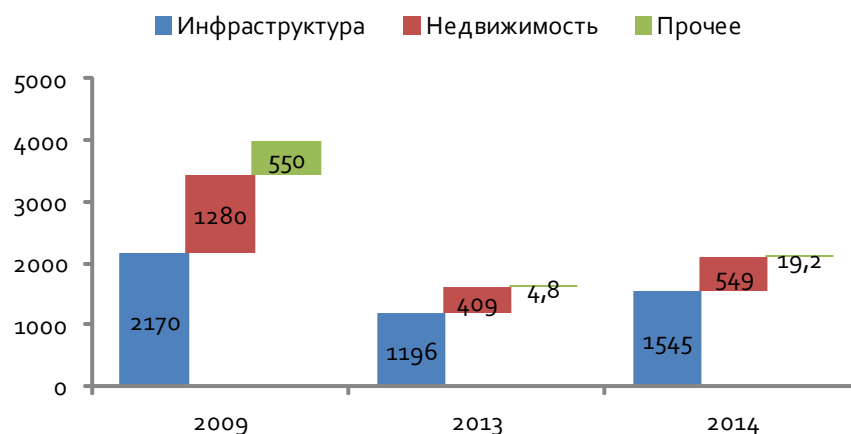
2. Недвижимость

В основном инвестиции направляются на **восстановление трущоб**. В 2014 г. планируется построить 419 млн кв.м площадей, инвестиции озвучены в 549 млрд юаней (88,5 млрд долл.). По директиве ЦБ банки упрощают и убыстряют процесс рассмотрения и выдачи ипотечных кредитов.

3. Малый и средний бизнес

Под льготы (отмена или снижение НДС, налога на прибыль) **подпадают около 3 млн предприятий МСБ**. Также вводится упрощенная система регистрация новых компаний, отменяется минимальный размер уставного капитала, вводится упрощенная система лицензирования предприятий.

Структура стимулов в КНР, млрд юаней



Источник: CEIC, Xinhua, UBS

В совокупности **на эти мини-стимулы в 2014 году китайское правительство потратит около 2 трлн юаней** (или 337,5 млрд долл.). Это на 30% больше, чем в 2013 г., когда на эти же цели было потрачено приблизительно 1,6 трлн юаней или 260 млрд долл. Для сравнения, пакет мер 2009 года был в 2 раза больше пакета 2014 г. Подчеркнем, что **примечательность новой стратегии правительства Китая** заключается в том, что **стимулирующий пакет - точечный и не способствует как усугублению, так и появлению дисбалансов в китайской экономике** (подробнее см. в Дисбалансы).

В целом, мы считаем, переориентация Китая на сектор услуг – естественный и оправданный процесс. Безусловно, этот переход может сказаться (и уже сказывается) в замедлении темпов роста экономики (особенно в связи с ограничением нерациональных инвестиций в промышленность). Однако мы считаем, что **грамотный подход новой власти в Китае (использование мини-стимулов) как раз сможет не допустить «жесткой посадки»** китайской экономики и стабилизировать темпы роста на уровне 7-7,2% в долгосрочной перспективе **за счет устойчивого роста сектора услуг.**

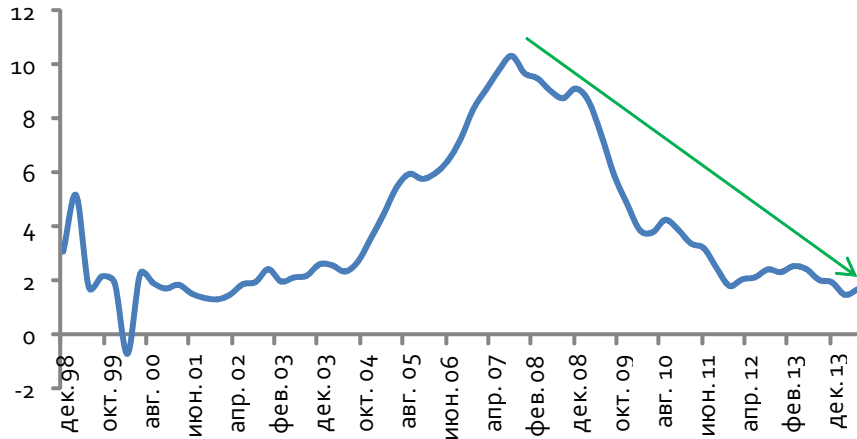
Помимо обозначенных мини-стимулов китайское правительство планирует активные меры в области увеличения доходов домохозяйств и потребления, а также сдерживание нерациональных инвестиций и устранение накопленных дисбалансов. В связи с тем, что **Китай постиндустриализуется, сектор услуг теперь должен стать более открытым.** Государственные предприятия по-прежнему доминируют в сфере услуг, однако план правительства по приватизации большего числа фирм, предоставляющих услуги, должен способствовать активному развитию сектора услуг.

Дисбалансы Китая

Как уже упоминалось выше, с 2004 г. в Китае стартовала инвестиционно-ориентированная модель развития, а после глобального кризиса 2008 г. и вовсе все больше инвестиций требовалось для поддержания все более низких темпов роста (кроме того был запущен большой стимулирующий пакет в 4 трлн юаней), заметно снизился спрос на китайские товары со стороны ЕС и США. В результате, с одной стороны, профицит счета текущих операций снизился до примерно 2% от ВВП, с другой стороны, из-за чрезмерного

наращивания инвестиций появились такие дисбалансы как: 1) высокая инфляция, 2) пузырь на рынке недвижимости, 3) усилилось теневое кредитование.

Счет текущих операций, % от ВВП



Источник: Bloomberg

1) Инфляция.

С одной стороны, китайское правительство не готово было жертвовать высокими темпами роста, поэтому вливало средства в экономику и смягчало ставки, с другой стороны, **все это способствовало неконтролируемому росту цен**, что в свою очередь заставляло ужесточать денежно-кредитную политику. Однако в последние 2 года китайское правительство сменило парадигму развития, **отойдя от необходимости поддержания высоких темпов экономического роста «во чтобы то ни стало»**. Поэтому оно вообще отказалось от инструментов денежно-кредитной политики, используя лишь точечные мини-стимулы, о которых написано выше. **По инфляции установлен таргет в 3,5% г/г, в текущем году он не менялся.**

Инфляционное таргетирование ЦБ Китая



Источник: Bloomberg

Т.к. Китай является крупнейшим в мире потребителем свинины (более половины всего мирового потребления в 2012 г.), хорошим опережающим индикатором его ИПЦ являются цены на свинину. Отрицательная или околонулевая динамика оптовых цен на свинину, наблюдаемая в последние годы в Китае, говорит о том, что **роста ИПЦ**

Китай в ближайшей перспективе не предвидится.

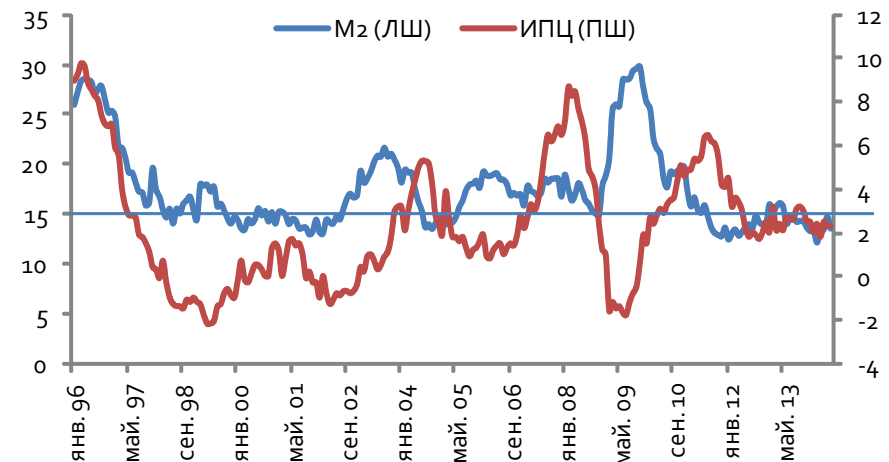
Динамика ИПЦ и оптовых цен на свинину в Китае, %, г/г



Источник: Bloomberg

Также этот тезис свидетельствует о том, что **ключевой источник роста потребительских цен в Китае немонетарный**. Если же анализировать взаимосвязь M2 (как монетарного фактора инфляции) и инфляции в Китае, то видно, что в целом инфляция реагирует на M2 с лагом примерно в 12-14 месяцев.

Темпы роста денежной массы M2 в КНР, в %, г/г



Источник: Bloomberg

2) Недвижимость.

Рынок жилья наравне с инфляцией стал одним из дисбалансов в китайской экономике. После глобального кризиса и смягчения денежно-кредитной политики в связи с активным процессом урбанизации, а также отсутствием широких инвестиционных возможностей (жители КНР не могут вкладываться в иностранную валюту и зарубежные ценные бумаги, а внутренний фондовый рынок не сильно развит) **недвижимость стала широко использоваться как объект инвестирования** (что привело к неконтролируемому росту цен). Кроме того, именно девелоперские проекты активно использовались в схемах теневого кредитования (см. далее), что породило не один город-призрак в Китае. И хотя в последние годы правительству удалось взять под контроль рост цен на жилье (путем ужесточения требований к покупателям объектов недвижимости, увеличением налогов и т.д.),

теперь на рынке жилья появился новый дисбаланс - чрезмерное замедление, что может стать одной из причин для сдерживания темпов экономического роста в Китае и ставит под угрозу качество кредитных портфелей китайских банков.

Мы не ожидаем коллапса на рынке недвижимости в Китае. Прежде всего, мы считаем, что рынок недвижимости переживает всего лишь циклическое замедление, что уже не раз наблюдалось за последние годы.

Динамика продаж и цен на рынке недвижимости, %, г/г



Источник: Bloomberg

Кроме того, мы отмечаем, что **пока нет и критичного спада в инвестициях в строительство.** Также необходимо учесть, что в рамках новых мини-стимулов планируются инвестиции в восстановление трющоб, что может в перспективе поддержать строительный сектор.

Динамика инвестиций в осн. капитал по ключ. секторам, 3 мес. ср., %



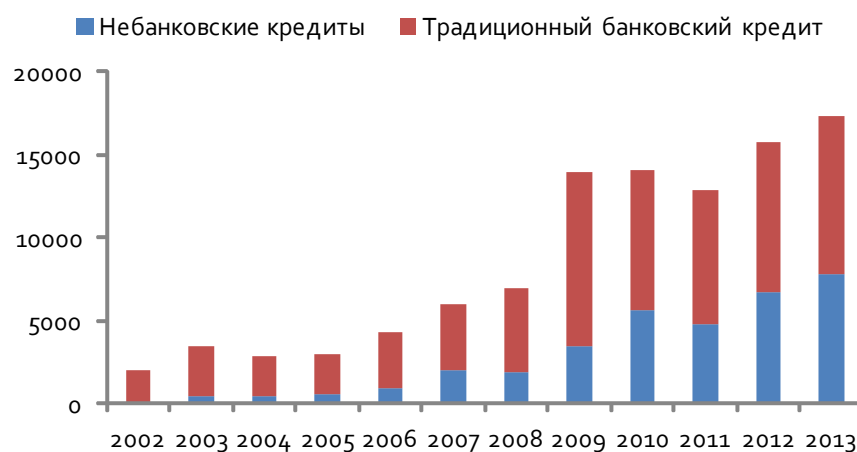
Источник: Bloomberg

3) Теневое кредитование.

Общая **неразвитость финансовой индустрии** в Китае (низколиквидные долговые и фондовые рынки, ограниченный доступ для иностранных инвесторов), а также низкие ставки по депозитам спровоцировали **активное развитие в Китае теневого кредитования.** Также дополнительным «стимулом» к развитию теневого кредитования стала серия жестких мер ЦБ, предпринятых с 2010 г. (увеличение резервных

требований, ставок по кредитам и т.д.), что привело к **появлению большого числа забалансовых инструментов у китайских банков**. Официальная статистика, публикуемая ЦБ Китая, не дает реального представления об объеме этого теневого сектора, что является еще одним поводом для спекуляций на тему дисбалансов китайской экономики. **Китайское правительство официально отслеживает только индикатор общего социального финансирования**, который является основным показателем ликвидности и уровнем кредитования в экономике. Оно подразделяется на традиционные инструменты (банковское кредитование) и нетрадиционные (банковские акцепты, трастовые кредиты, кредиты под гарантии и т.д.), которые служат официальной оценкой теневого кредитования. За последние годы **доля нетрадиционного кредитования** и в особенности доля наиболее теневого его сегментов (трастовые кредиты и кредиты под гарантии) **практически сравнялась с долей традиционного кредитования**.

Структура общего соц. финансирования в КНР, млрд юаней



Источник: Bloomberg

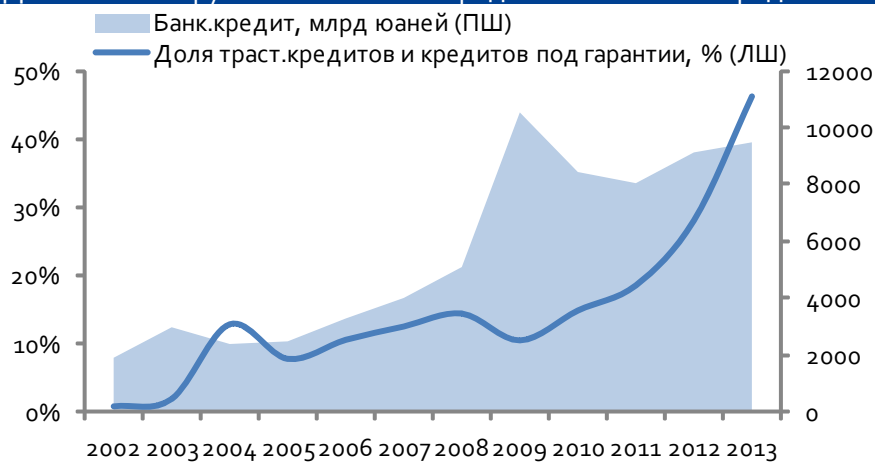
Кредиты траста и кредиты под гарантии являются наиболее теновыми сегментами, т.к. зачастую представляют собой сложно структурированные продукты управления благосостоянием клиентов (wealth management products). Они предлагаются небольшими китайскими банками как альтернатива банковскому депозиту с большим процентом. Зачастую схема с трастовыми кредитами осуществляется в несколько этапов:

1. Банк кредитует местные правительства под строительство.
2. ЦБ Китая инициирует «чистку» баланса банка, требуя убрать рискованные займы.
3. Банк продает займ трастовой компании, которая переупаковывает займ.
4. Банк предлагает переупакованный займ розничным клиентам как продукт wealth management.
5. Мелкие клиенты покупают такие продукты, а банк постепенно возвращает вложенные средства.

То есть, эта схема показывает, насколько сложно отследить реальный

объем теневого кредитования в Китае, что в общем-то и является одним из основных дисбалансов в его экономике в настоящее время. Также тревожным, на наш взгляд, моментом является тот факт, что доля этого теневого кредитования от традиционного банковского кредитования достаточно стремительно растет, достигая на конец 2013 г. практически половины.

Доля осн.инструментов теневого кредитования в банк.кредите



Источник: Bloomberg

Если же не опираться на официальную статистику, то ситуация выглядит куда серьезнее: **оценки объема теневого банковского сектора в Китае варьируются от 20 до 30 трлн юаней, т.е. порядка 35-53% от ВВП 2013 г.** (оценки глобальных банков и рейтинговых агентств). Это достаточно существенный объем, который в случае коллапса этого теневого сектора может серьезно ударить по экономике Китая. По нашим оценкам, если в ближайшее время китайское правительство не возьмет под жесткий контроль теневое банковское кредитование, это может привести к череде дефолтов по корпоративным облигациям, а также поставить под угрозу финансовое состояние топовых китайских банков. **В худшем случае это может привести к серьезному замедлению темпов роста экономики Китая,** которая в самом пессимистичном варианте может впасть в рецессию.

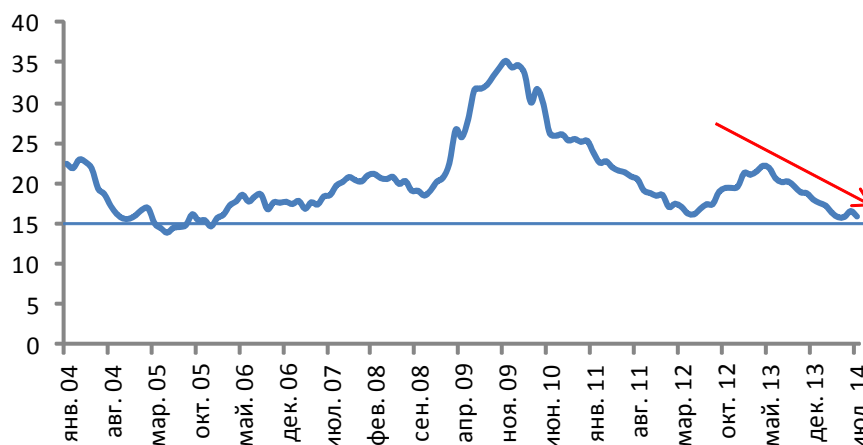
Впрочем, китайское правительство осознает, что активное развитие нетрадиционного кредита является серьезным дисбалансом. Помимо мини-стимулов, направленных на рост внутреннего потребления, **правительство разрабатывает и меры, направленные непосредственно на обуздание роста теневого сектора:** так, например, в начале 2014 г. были введены следующие ограничения для банков:

- 1) Запрет на выведение за баланс межбанковских кредитов.
- 2) Запрет на использование третьих лиц при получении кредита.
- 3) Необходимость создавать отдельные подразделения под продукты wealth management, формировать под них резервы и дополнительный капитал.

Мы не исключаем, что в теновом сегменте, точнее среди его «клиентов», **могут и в дальнейшем происходить дефолты** (как

минимум о двух уже в этом году известно - застройщик Zhejiang Xingrun Real Estate Co. и производитель солнечных батарей Shanghai Chaori Solar Energy Science and Technology). Это будет приводить к всплескам турбулентности на денежном рынке, и создавать угрозу восстановления китайской экономике. На фоне активной борьбы правительства с теневым кредитованием не исключено общее торможение кредитования в стране: собственно, такую тенденцию мы наблюдаем в последние годы. Однако, на наш взгляд, ситуация не является критичной, т.к. происходит в рамках «тонкой настройки».

Темпы роста кредитования в КНР, в %, г/г



Источник: Bloomberg

В целом, мы считаем риски по теневому кредитованию вполне управляемыми ввиду активного вмешательства государства и не ожидаем также серьезного спада в темпах роста общего кредитования. Ситуация с инфляцией не вызывает у нас беспокойства в долгосрочной перспективе, а замедление на рынке недвижимости мы связываем с циклической закономерностью. В любом случае, все эти дисбалансы - это «жертвы», принесенные в угоду трансформации экономической модели Китая и стабилизации темпов экономического роста.

Резюме

Несмотря на то, что экономика Китая больше не растет двузначными темпами, мы считаем ее по-прежнему перспективной. Важным моментом является то, что **в стране происходит смена модели экономического развития (переход от инвестиций к потреблению)**, что неизбежно влечет за собой и некоторые дисбалансы, и естественное торможение темпов роста. Тем не менее, мы считаем, что **стабилизация в 7-7,2% по ВВП в ближайшие годы - это очень хороший результат для Китая**, учитывая какие непростые задачи стоят перед правительством. Мы видим, что промышленный сектор в Китае чувствует себя весьма плохо, в то же время теряется интерес иностранных инвесторов к Китаю как дешевой производственной площадке. С другой стороны, **на первый план выходит сектор услуг - он становится более интересен иностранным инвесторам**, которые уже планируют в ближайшие годы аллоцировать средства в такие сферы как логистика, страхование. Это вполне укладывается в новую модель развития экономики Китая с фокусом именно на внутреннем потреблении. Кроме того, правительство достаточно четко осознает **необходимость повышения «открытости» экономики** и предпринимает необходимые шаги - например, создает специальный кластер в Шанхае, чтобы стимулировать приход иностранных инвесторов. **В целом, китайская экономика все больше поворачивается лицом к внешнему сектору**, что создает достаточно хорошие инвестиционные возможности. Внутри страны правительство также проводит **реформы, ставя во главу угла стабилизацию и эффективность, а не двузначные темпы роста**. Поэтому масштабных стимулов больше не планируется, а правительство ограничивается точечными мини-стимулами (инфраструктурные проекты, льготы для малого и среднего бизнеса), однако этот метод вполне работает, по крайней мере, **мы не видим никакой «жесткой посадки» китайской экономики**. Риски по КНР, такие как рост теневого кредитования или спад на рынке недвижимости, мы считаем вполне управляемыми. **В целом, мы считаем, что с новой моделью экономического развития Китай не потеряет свою привлекательность.**

Перспективность гонконгского рынка для российских инвесторов

В отличие от Китая Гонконг является низконалоговой юрисдикцией с территориальным принципом налогообложения. В соответствии с ним прибыль, полученная гонконгской компанией за рубежом, не подлежит налогообложению в Гонконге (см. Кейс. Особенности регистрации компании в Гонконге). Некоторые виды деятельности в КНР остаются закрытыми для иностранных инвесторов, однако открыты для гонконгских компаний со статусом «поставщика услуг» в соответствии с Соглашением о тесном экономическом партнерстве (СЕРА). Таким образом, тем российским компаниям, которые в своем бизнесе ориентированы на Китай, работать выгоднее именно через Гонконг.

- ✓ **Оптимизация налогов** по экспортно-импортным операциям с Китаем. Прибыль от деятельности аккумулируется в Гонконге и не облагается налогом на прибыль, т.к. получена за пределами страны. Прибыль выводится в Россию (или в оффшорную страну) при помощи дивидендов. В Гонконге отсутствует налог на выплату дивидендов. НО: учитывая, что Минфин России причислил Гонконг к оффшорам (приказ от 13.11.07 № 108н), российские компании не смогут воспользоваться нулевой ставкой налога на полученные из этой страны дивиденды – они будут обложены по стандартной ставке 9%.
- ✓ **Привлечение долларового фондирования.** Российским компаниям, особенно с учетом последних санкций ЕС и США, может быть интересно выпустить долларовые евробонды, что позволит частично заместить спрос европейских и американских инвесторов.
- ✓ **Фондирование на рынке dim sum через валютный своп.** Рынок юаневых облигаций Гонконга становится хорошим источником дешевого фондирования для заемщиков из развивающихся стран: цена займа привлекательна даже с учетом стоимости конвертации юаней в доллары посредством валютных свопов.

Мето по экономике Гонконга

- В базовом сценарии мы ждем, что в течение 2-3 лет темпы роста ВВП Гонконга стабилизируются на текущих уровнях (в районе 2-2,5%). Это будет связано с достаточно сдержанными перспективами внешнего сектора в ближайшие годы и слабостью внутреннего потребления.
- Хотя Китай взял курс на повышение «открытости» своей экономики, Гонконг остается «плацдармом» для проникновения инвесторов в Китай. Сейчас более 60% прямых инвестиций в экономику КНР приходят через Гонконг (73,3 млрд долл. в 2013 г.). Мы ждем сохранения этой диспозиции, которая согласуется и с текущей политикой КНР.
- Преимущества Гонконга - в законодательной системе, созданной по британскому праву, а также в льготном налогообложении. В 5-летнем плане развития экономики Китая отдельная глава посвящена Гонконгу, в которой делается акцент на необходимость государственной поддержки этого региона и важность более тесного сотрудничества между Гонконгом и материковым Китаем. Планируется повышение его статуса в качестве мирового финансового, торгового и логистического центра, а также, в особенности, как оффшорного центра для китайского юаня.
- Именно тесная интеграция Гонконга с Китаем и перспективы еще большего сближения будут поддерживать темпы роста ВВП Гонконга на уровнях 2-2,5% г/г.

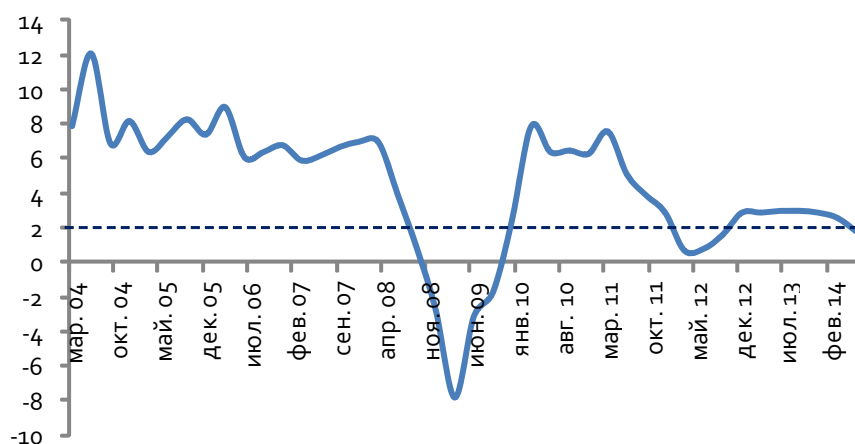
Гонконг: макроэкономический срез

Гонконг, несмотря на автономный статус (КНР отвечает только за вопросы внешней политики и обороны, всем остальным управляет правительство Гонконга), **достаточно тесно связан с материковым Китаем**, и именно эта **интеграция будет поддерживать его экономику** в перспективе ближайших лет.

Благодаря выгодному географическому положению Гонконг на протяжении почти всей своей истории был стратегически важным портом сначала для Англии, которая и превратила его в региональный торгово-финансовый центр, а потом и для Китая. После переноса своей промышленной базы на материк Гонконг начал специализироваться на финансовых и посреднических операциях, во многом связанных с реэкспортом продукции из КНР. Стремительный рост экономики Китая в период между 1990-2000 гг. сформировал Гонконг в качестве посредника между материком и внешним миром, а в особенности значение Гонконга усилилось после вступления Китая в ВТО в 2001 году. В 2003 г. Китай и Гонконг подписали Соглашение о тесном экономическом сотрудничестве (СЕРА). В настоящее время 98% экспорта Гонконга составляет реэкспорт, половина из которого идет обратно в Китай.

С точки зрения макроэкономической картины, Гонконг смотрится менее стабильно, чем материковый Китай. Темпы роста ВВП Гонконга после спада с начала 2011 г. смогли стабилизироваться около 2%.

Темпы роста ВВП Гонконга по кварталам, %, г/г

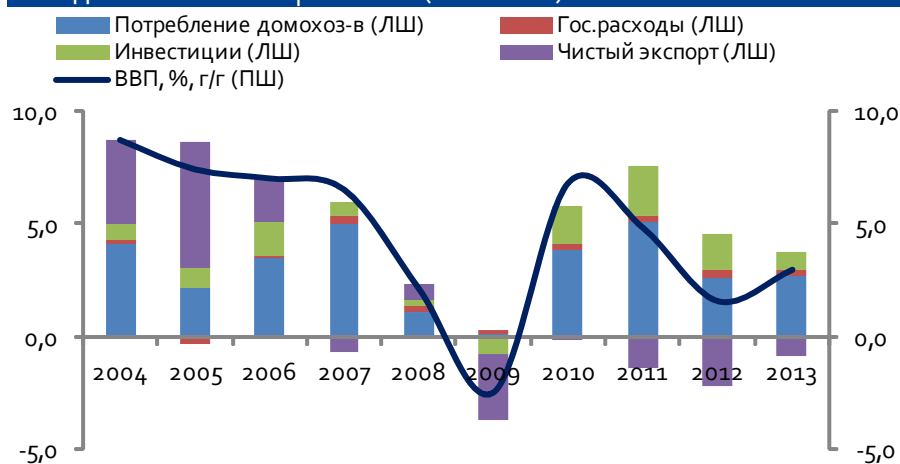


Источник: Bloomberg

Тем не менее, достаточно сдержанные перспективы внешнего сектора и слабость внутреннего потребления не будут способствовать серьезному наращиванию темпов роста гонконгской экономики. **Мы прогнозируем, что в перспективе ближайших лет (горизонт 2-3 года) ВВП Гонконга будет расти на 2-2,5% в год.**

Вклад чистого экспорта в ВВП Гонконга до глобального экономического кризиса был значительным, однако в последние несколько лет демонстрирует отрицательные значения.

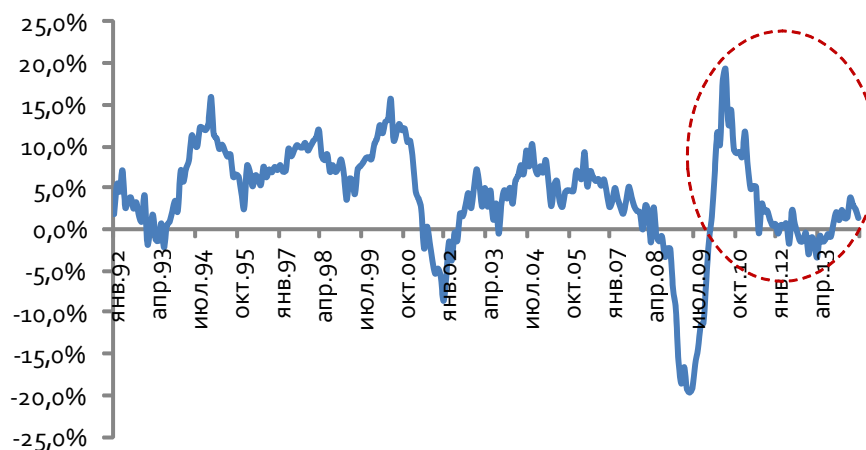
Вклад компонентов в рост ВВП (% от ВВП)



Источник: НК Census and Statistics Department

Это естественным образом связано со слабостью мировой торговли: импорт развитых стран (основных потребителей китайского экспорта - т.е. и гонконгского, т.к. идет реэкспорт товаров, произведенных в КНР) в последний год восстанавливается после серьезного спада в 2010 г., однако темпы его роста пока достаточно низкие - менее 5% г/г. Серьезного улучшения в перспективе ближайших 2-3 лет мы не ожидаем, поскольку основное «слабое звено», еврозона, - только вышла из рецессии, и восстановление внутреннего потребления займет ни один год. А США, хотя и демонстрируют высокие темпы роста экономики, все больше опираются на внутренние ресурсы.

Динамика импорта развитых стран, %, г/г

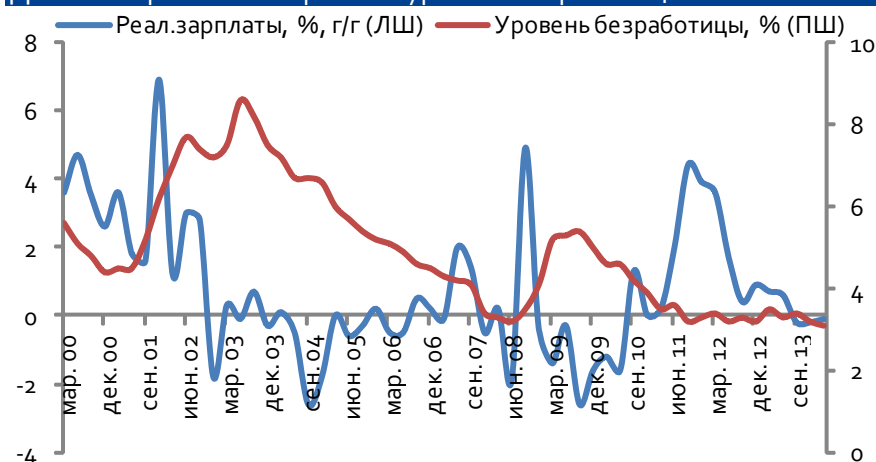


Источник: CPB World Trade Monitor

В Гонконге, ввиду тесных торговых и финансовых связей с Китаем, сильно развит сектор услуг - его доля в ВВП составляет 93% по данным на 2013 г. Этим определяется и значительный вклад потребления в ВВП (более 60% по данным на 2013 г.). Тем не менее, в последнее время потребительская экономическая модель Гонконга несколько «сбоит». Так, пик по динамике розничные продажи прошли в 2011 году, а с начала этого года этот показатель потребительской активности демонстрирует отрицательную динамику. Основным фактором негативной динамики розничных продаж, безусловно, являются невысокие темпы роста международной торговли и более высокий уровень оплаты труда по сравнению с КНР. Поэтому и зарплаты в реальном выражении населения

Гонконга не растут, хотя, впрочем, и уровень безработицы последние годы остается довольно низким.

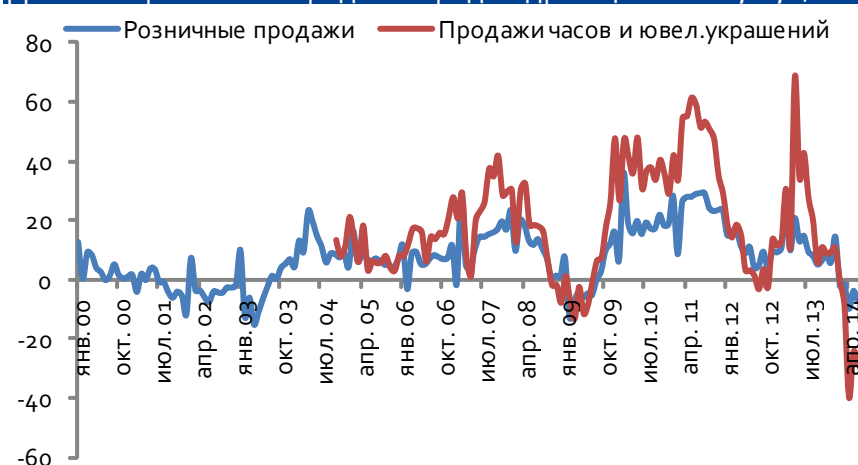
Динамика реальных зарплат и уровень безработицы



Источник: Bloomberg

Замедление розничных продаж в 2014 году может быть отчасти связано и со снижением туристического трафика (туризм - одна из основных отраслей экономики Гонконга, хотя прямой вклад отрасли в ВВП невелик, 5% по данным за 2013 г.) из материкового Китая (79% туристов Гонконга). Так, с 2013 г. **поток материковых туристов замедлился до 13% г/г**, тогда как в предыдущие годы рос с темпами порядка 25-30% г/г. Причиной снижения трафика туристов из КНР стала проводимая Пекином борьба с коррупцией: чиновники ездили в Гонконг за часами и ювелирными украшениями, предметами роскоши. В итоге, **продажи часов и ювелирных украшений** (вклад подсектора в общие розничные продажи - 20%) резко просели, что **неминуемо отразилось и на динамике общих розничных продаж**.

Динамика розничных продаж и продаж драгоценностей, %, г/г



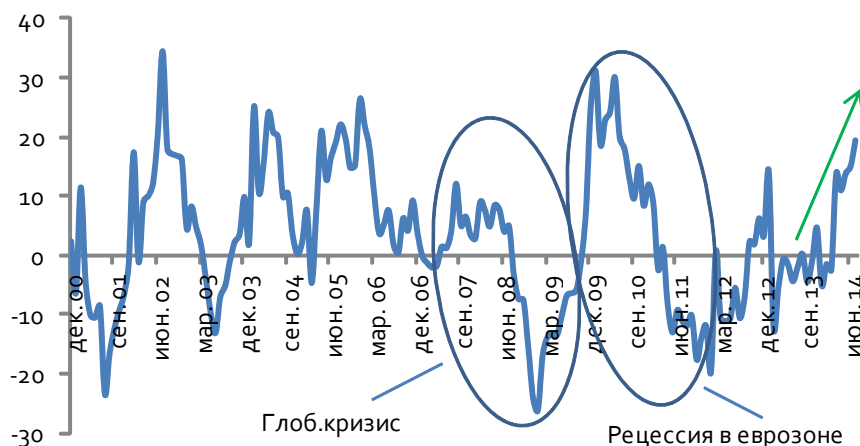
Источник: Bloomberg

Таким образом, с одной стороны, весьма сдержанная макроэкономическая картина по Гонконгу не делает его экономику привлекательным для инвесторов. С другой стороны, **необходимо учитывать его статус, прежде всего, как товарно-транспортного хаба Китая** (напомним, что 98% экспорта Гонконга - это реэкспорт товаров, произведенных в КНР), а также хорошее географическое расположение. И в этой связи Гонконг остается интересным.

Развита в стране и транспортная инфраструктура. Аэропорт Гонконга - крупнейший в мире по объемам грузооборота (более 4 млн т, 2013 г.). Благодаря широкой сети авиамаршрутов маршрутов и стратегическому местоположению аэропорт Гонконга является, по сути, основными воротами в материковый Китай.

Статистика по авиагрузоперевозкам в Гонконге показывает, что в текущем году наметился достаточно неплохой тренд на восстановление и можно ожидать, что темпы роста перевозок в ближайшей перспективе стабилизируются в пределах 10% г/г.

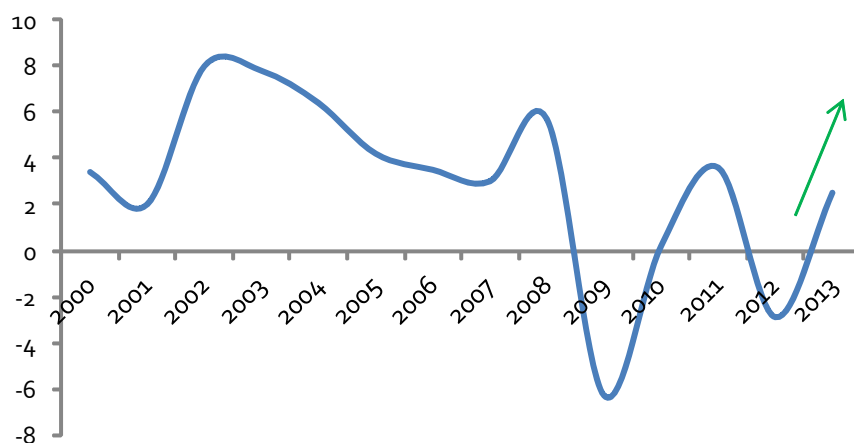
Динамика авиагрузоперевозок в Гонконге, %, г/г



Источник: Bloomberg

Также Гонконг является 4 в мире портом по грузопропускной способности - 22,3 млн TEU, по данным на 2013 г. Три четверти этого объема составляют грузы, перевозимые транзитом из материкового Китая. Пропускная способность порта Гонконга составляет свыше 450 тыс. судов в год. Несмотря на некоторый спад по пропускной способности в 2012 г., в настоящее время порт Гонконга набирает обороты. Мы ожидаем, что темпы роста пропускной способности в ближайшей перспективе будут расти на 4-5% ежегодно.

Динамика пропускной способности порта Гонконга, %, г/г



Источник: HK port development Council

Также Гонконг важен как финансовый центр КНР. Китай взял курс на повышение «открытости» своей экономики, но упор китайские власти делают именно на развитость Гонконга, который является необходимым звеном этой программы. Так как **именно Гонконг является необходимым «плацдармом» для**

проникновения инвесторов в материковый Китай, это продолжит стимулировать бизнес в стране и в перспективе - поддерживать его экономику.

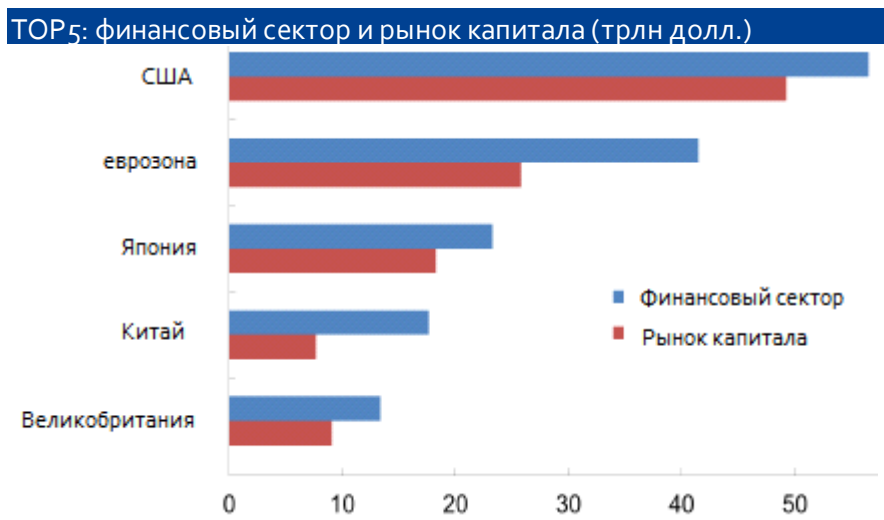
Таким образом, несмотря на то, что в целом мы считаем макроэкономическую картину по Гонконгу весьма слабой и не видим причин для существенного наращивания темпов роста его экономики в ближайшие 2-3 года, именно тесная интеграция с Китаем и перспективы еще большего сближения будут поддерживать темпы роста ВВП Гонконга на уровнях 2-2,5% г/г.

Финансовая система Китая и Гонконга

Несмотря на то, что Гонконг является частью Китая, его финансовая система заметно отличается от материковой, поскольку Гонконг является своеобразным «проводником» в Китай - прежде всего для иностранных инвесторов. В Гонконге иностранным инвесторам, в отличие от материкового Китая, позволено не только размещение акций, облигаций и прочих инструментов, но и свободное инвестирование средств в ценные бумаги, размещенные на его бирже. Так как Китай еще достаточно закрыт для иностранцев (например, на китайских биржах нельзя проводить IPO, инвестировать в рынок можно лишь на основании небольших квот и т.д.), единственной возможностью для вхождения в Китай становится Гонконг, где такие жесткие ограничения отсутствуют. Более того, только Гонконг позволяет инвестировать в закрытые китайские отрасли - на основании соглашения о тесном экономическом сотрудничестве (CEPA). Это является главным преимуществом Гонконга.

Китай

Финансовая система Китая по объему занимает 4 место в мире, уступая США, еврозоне и Японии. По структуре финансовая система разделена на 3 глобальных сектора: банковский кредит, долговой рынок, рынок акций.



Источник: Bloomberg, PSB Research

Банки играют ведущую роль в финансовой системе Китая как источники для фондирования частного сектора. Доля банковского кредитования оценивается более чем в 100% от ВВП КНР в 2013 году.

Глубина финансового рынка Китая (в % от ВВП)



Источник: Bloomberg, PSB Research

Долговой рынок, однако, недостаточно развит, его доля от ВВП КНР составляет примерно 40%. Аналогичная картина и по рынку акций.

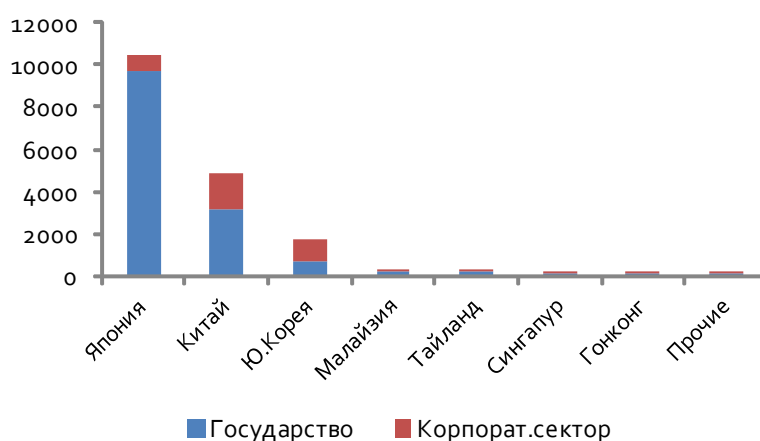
Банки в Китае регулируются непосредственно Китайской Комиссией по банковскому регулированию (CBRC), рынок ценных бумаг - Комиссией по регулированию ценных бумаг (CSRC). Функцию центрбанка в финансовой системе Китая выполняет Народный банк Китая (НБК), его основные зоны ответственности - регулирование финансового сектора и проведение денежно-кредитной политики.

Банковский сектор в Китае отличается высокой концентрацией: 5 крупных банков с госучастием фактически контролируют половину всех активов банковской системы. Банки могут самостоятельно устанавливать ставки по кредитам и депозитам, однако они ограничены жесткими лимитами НБК. **Иностранные банки играют достаточно небольшую роль в КНР, занимая всего 2% от рынка кредитования.** Это связано, в основном, с бюрократической системой КНР, а также с некоторыми ограничениями для иностранных инвесторов - например, ограничение по доле в уставном капитале банка - не более 20%. Тем не менее, в совокупности в Китае работают свыше 300 иностранных банков. С учетом планов КНР по все большему открытию экономики и привлечению иностранного капитала, можно ожидать, что бюрократическая система упростится, а также будут смягчены требования по участию иностранцев в акционерном капитале банков.

Долговой рынок

Рынок облигаций Китая, номинированных в юанях, - второй по размеру в Азии, уступает лишь рынку Японии. В долларовом эквиваленте объем бумаг в обращении в Китае по итогам I полугодия 2014 г. составил 4,87 трлн долл. (по данным Asian Development Bank). По структуре рынка **65% составляют суверенные выпуски облигаций, 35% - корпоративные.** Облигации обращаются на Шанхайской и Шеньчженьской фондовых биржах, а также на внебиржевом рынке (ОТС).

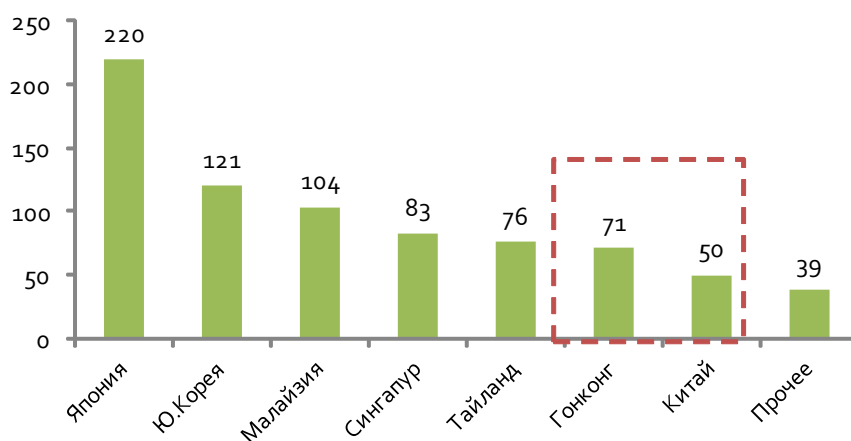
Объем азиатского долгового рынка, млрд долл.



Источник: Asian Bonds

Китайский долговой рынок демонстрирует устойчивый рост – среднеквартальный рост рынка с 2007 г. составляет чуть менее 5%. При этом в отношении к ВВП по итогам 2013 г. китайский долговой рынок далек от насыщения (в том числе за счет невысокой официальной долговой нагрузки страны).

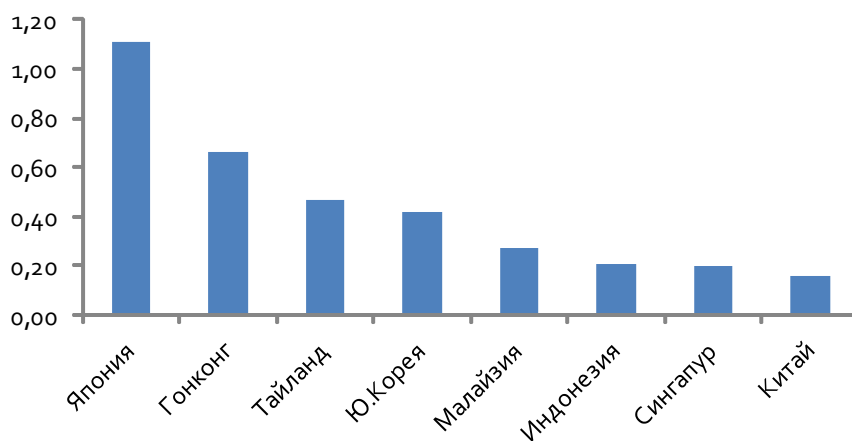
Объем долгового рынка (% от ВВП), 2013 г.



Источник: Asian Bonds

Ликвидность китайского долгового рынка относительно невысокая (на графике ниже представлен оборот относительно объема выпущенных бумаг), за счет того, что основными инвесторами в облигации выступают китайские банки, использующие бумаги в качестве «подушки ликвидности».

Квартальная оборачиваемость долговых бумаг



Источник: Asian Bonds

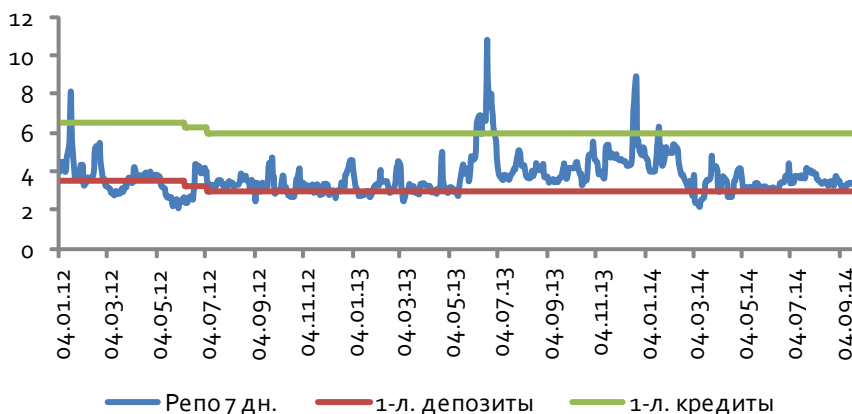
Так, в сегменте государственных бумаг коммерческим банкам принадлежит около 75% облигаций, тогда как основные владельцы облигаций самих коммерческих банков - страховые компании, которые также являются долгосрочными стратегическими инвесторами. Отметим, что большинство коммерческих банков Китая принадлежит государству, в результате чего диверсификация инвесторов в китайские облигации практически отсутствует.

Денежный рынок

Ключевыми ставками ЦБ Китая являются **депозитная ставка на 1 год** и **ставка предоставления ликвидности на 1 год**, установленные с середины 2012 г. на уровне 3% и 6% соответственно. Также инструментом регулирования ликвидности является уровень резервирования для крупнейших банков страны, установленный в размере 20%.

При этом **ключевой ставкой на денежном рынке выступает ставка 7-дневного РЕПО**. Объем заключенных процентных свопов на данную ставку по итогам 1 квартала 2014 г. составил 110 млрд. долл., что соответствует 84% китайского рынка процентных свопов.

Инструменты денежного рынка КНР, %

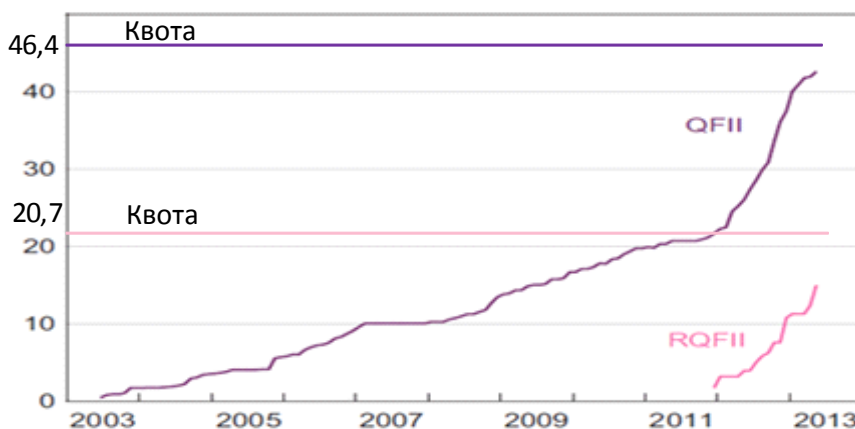


Источник: Bloomberg

Рынок акций

Рынок акций Китая является достаточно «закрытым»: иностранные компании не могут проводить IPO на Шанхайской и Шеньженьской фондовых биржах. И до недавнего времени иностранцам было запрещено инвестировать средства в китайский фондовый рынок. Однако в 2002 году правительство запустило программу квалифицированного иностранного институционального инвестора (QFII), которая позволяет иностранным инвесторам покупать и продавать номинированные в юанях акции на китайских биржах. **В 2011 г. была запущена программа юаневого квалифицированного иностранного институционального инвестора (RQFII),** которая позволяет через номинированные в юанях фонды, размещенные на бирже Гонконга, инвестировать в Китай. При этом по обеим программам устанавливаются квоты на инвестирование, которые повышаются по мере их «выбирания» инвесторами. В настоящее время квоты составляют 46,4 млрд долл. по QFII и 20,7 млрд долл. по RQFII и практически выбраны.

Иностранные инвестиции в китайский фондовый рынок, млрд долл.



Источник: CEIC, PSB Research

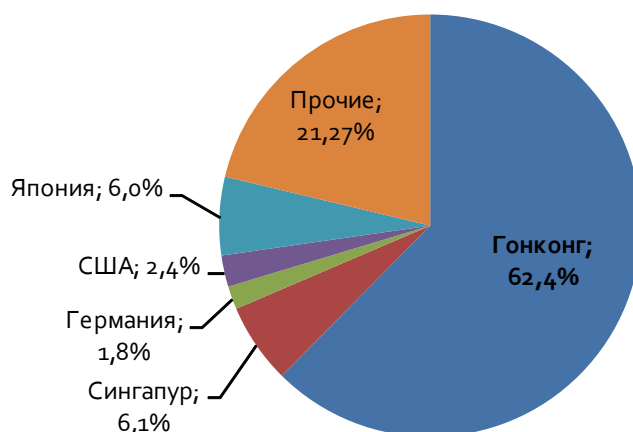
Доля иностранных участников на китайском рынке в рамках этих двух программ составляет около 2%, однако на фоне планов Китая по увеличению «открытости» своей экономики (планируется даже допустить иностранные компании к листингу в Шанхае) доля иностранных инвесторов в перспективе ближайших лет может возрасти, по нашим оценкам, до 6-8%.

Гонконг

В 5-летнем плане развития экономики Китая **Гонконгу посвящен целый раздел:** планируется повышение его статуса в качестве мирового финансового, торгового и логистического центра, а также в особенности как оффшорного центра для китайского юаня. На наш взгляд, тот факт, что **Гонконгу уделяется особое внимание в рамках развития экономики Китая,** только еще больше подтверждает его статус как важного китайского хаба. Гонконг, как мы ожидаем, сможет укрепить свои основные экономические сферы (финансовые услуги, торговля и логистика, консалтинг и образование, туризм) и расширить возможности развития других секторов как сертификация и тестирование, медицина, инновации и технологии, развлечения и культура, образование. По сути, **Гонконг станет полноправным представителем Китая в вопросах**

аккумуляции иностранных инвестиций, центром переговоров с западными партнерами. Уже сейчас более 60% прямых инвестиций в экономику КНР приходят через Гонконг (73,3 млрд долл. в 2013 г.) и эта цифра будет только увеличиваться. На наш взгляд, через несколько лет, по мере все большего открытия Китая и при условии, что его экономика серьезно не замедлится (по крайней мере, мы не ожидаем этого в базовом сценарии, скорее стабилизация в 7-7,2%), через Гонконг будет идти уже более 80% прямых иностранных инвестиций.

Страновая разбивка иностранных инвестиций в Китай, 2013 г.



Источник: Bloomberg

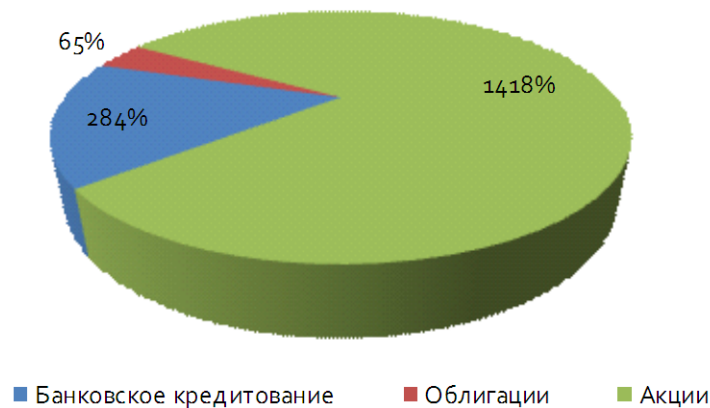
Важным моментом является то, что **только Гонконг позволяет иностранцам вкладываться в некоторые закрытые отрасли в Китае** (например, авиационная промышленность, сельское хозяйство, телекоммуникации и т.д.), - на основании Соглашения о тесном экономическом партнерстве (СЕРА) от 2003 г. Цель Соглашения – поддержка и усиление экономического сотрудничества и интеграции между Гонконгом и материковым Китаем. **У иностранных инвесторов, благодаря этому Соглашению, появляется возможность получить статус гонконгского поставщика услуг** и с его помощью пользоваться преимуществами при ведении деятельности на территории материкового Китая.

Таким образом, мы считаем, что преимущество Гонконга как финансового центра заключается глобально в 3-х областях:

- ✓ Возможность вкладываться в ряд отраслей КНР через Гонконг
- ✓ Законодательство - все законы заимствованы из британского права.
- ✓ Финансовая политика - низкие налоги (или вовсе их отсутствие), свободное движение потоков капитала, свобода информации.

Финансовая система Гонконга также как в Китае, подразделяется на 3 глобальных части: банковский кредит, рынок облигаций и рынок акций. Однако в отличие от материкового Китая, рынок акций является основным источником фондирования в Гонконге. Это объясняется тем, что многие китайские компании предпочитают размещаться в Гонконге, где процедура листинга значительно упрощена, кроме того, в Гонконге нет препятствий для доступа иностранных инвесторов на фондовый рынок.

Глубина финансового рынка Гонконга (в % от ВВП)



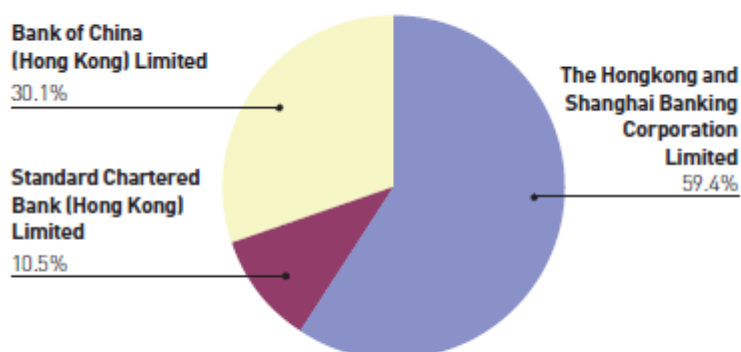
Источник: Bloomberg, HKEX, PSB Research

Банковская отрасль в Гонконге также, как и в Китае, отличается высокой степенью концентрации: на 3 банка приходится половина активов всей банковской системы. Выполняющий функции Центробанка Гонконга Hong Kong Monetary Authority (далее НКМА) является органом государственной власти и обладает высокой степенью автономии в вопросах монетарной политики. НКМА отвечает за сохранение стабильности денежно-кредитной и банковской системы Гонконга.

Основными функциями НКМА являются:

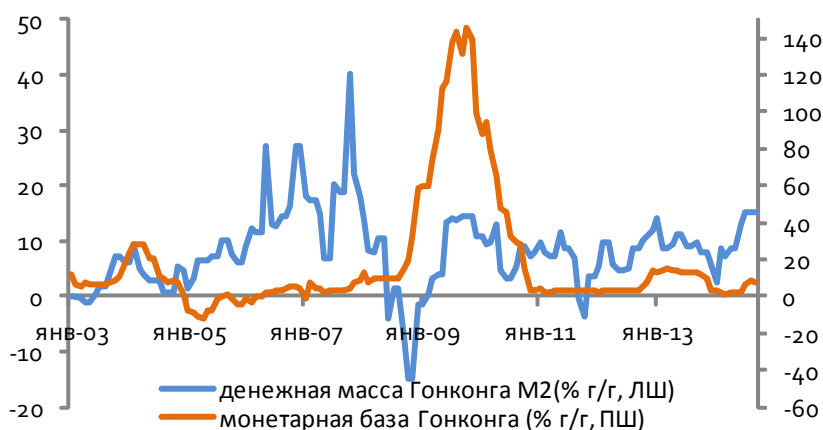
- поддержание стабильности системы связанного обменного курса в Гонконге, - гонконгский доллар может колебаться к доллару США в пределах HK\$ 7.75-7,85 за 1 долл. США (режим монетарной политики Currency board);
- осуществление надзора, содействие стабильности и целостности финансовой системы Гонконга, в том числе банковской системы одного из крупнейших банковских центров мира;
- поддержания статуса Гонконга как международного финансового центра, включая техническое обслуживание и развитие одной из самых передовых в мире финансовых инфраструктур;
- управление более чем 120 млрд. долл. в официальных резервах Обменного фонда (Exchange Fund).

Согласно правилам денежно-кредитной политике НКМА, **любое изменение в денежной базе Гонконга должно быть подкреплено соответствующими изменениями в валютных резервах.** Банк, который хочет эмитировать гонконгские доллары, депонирует в Специальном фонде валютного обмена соответствующее количество долларов или других валют по ограниченному перечню через соответствующие кросс-курсы к доллару. Эмиссия гонконгского доллара в основном осуществлена HSBC (59,4%), а также Bank of China (30,1%).

Эмиссия гонконгских долларов банками (на конец 2013 года)


Источник: Bloomberg, HKEX, PSB Research

По строению режим фиксированного валютного курса в Гонконге представляет собой систему регулирования денежного обращения через валютное управление. Объем денежной массы в обращении непосредственно привязан к накопленным валютным резервам. Резервы выступают в качестве обеспечения эмиссии гонконгской валюты.

Изменение денежных агрегатов Гонконга (% г/г)


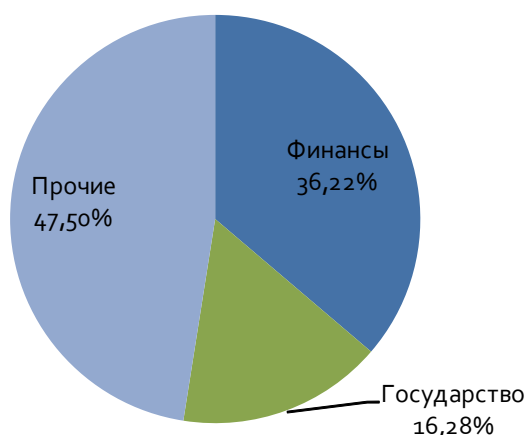
Источник: Bloomberg, PSB Research

Денежные агрегаты Гонконга испытывают достаточно значительные колебания в годовом выражении, что, однако, практически не отражается на стабильности валюты Гонконга по отношению к доллару США.

Долговой рынок

По состоянию на конец 2013 г. **объем долгового рынка составлял около 180 млрд долл.** По данным Bloomberg на сентябрь 2014 г., объем долгового рынка Гонконга с начала 2014 г. увеличился практически на треть - до 300 млрд долл. (объем размещений новых бумаг с начала года составил порядка 100 млрд долл.). По структуре рынка **16% бумаг в обращении приходится на государственные облигации, 36% - на финансовый сектор и оставшиеся 48% - на корпоративные бумаги.**

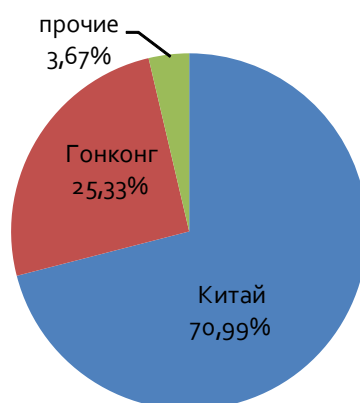
Структура долгового рынка



Источник: Bloomberg

В основном на рынке представлены эмитенты (без учета гособлигаций) из Китая и Гонконга. На иностранных эмитентов приходится менее 4% выпусков (ранжирование по «country of risk»).

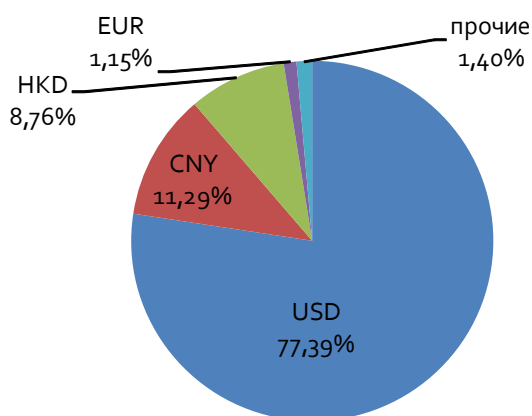
Страновая разбивка эмитентов



Источник: Bloomberg

Подавляющее большинство выпусков номинировано в долларах США (77%), затем следует китайский юань (11%) и гонконгский доллар (9%).

Валюта облигационных выпусков



Источник: Bloomberg

В целом, гонконгский рынок облигаций достаточно узок и на нем доминируют местные корпоративные заемщики (из Гонконга и Китая). В дополнение, согласно отчету биржи НКЕХ, **ликвидность облигаций на вторичном рынке крайне низка и ограничивается 5-10 бумагами.**

Кейс. Привлечение долларового фондирования.

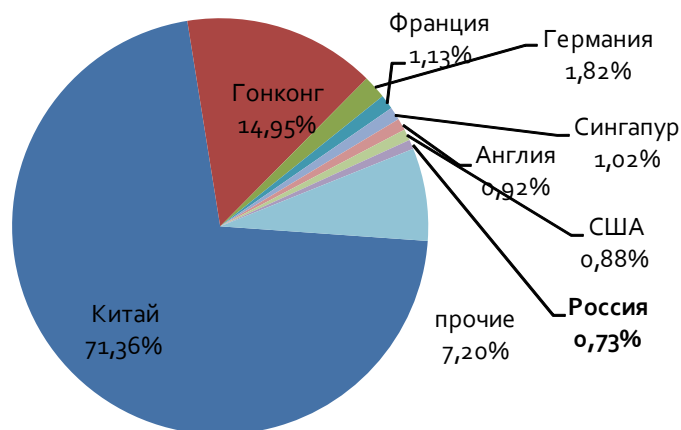
Учитывая структуру долгового рынка Гонконга, **российским эмитентам можно рассмотреть возможность его использования в качестве привлечения долларового фондирования** и частичного замещения спроса европейских и американских инвесторов. Для сравнения, за весь 2013 год российскими эмитентами было выпущено евробондов на 38 млрд долл. (с начала 2014 г. – всего 4,2 млрд долл.), что составляет 16% текущего объема в обращении на бирже Гонконга.

Рынок dim sum

Отдельно стоит упомянуть о рынке dim sum – облигации, номинированные в китайских юанях, но выпущенные за пределами материкового Китая. На текущий момент объем данных бумаг в обращении достиг 118 млрд долл.

Преимущественно на данном рынке привлекают финансирование также в основном компании из Китая и Гонконга (86%), **однако постепенно растет доля и зарубежных эмитентов** (на текущий момент представлено порядка 30 стран).

Страновая разбивка рынка dim sum



Источник: Bloomberg

Среди российских эмитентов опыт размещения облигаций dim sum есть у ВТБ, Газпромбанка, Русского стандарта и Россельхозбанка (общий объем бумаг в обращении 864 млн долл.).

Кейс. Фондирование на рынке dim sum через валютный своп.

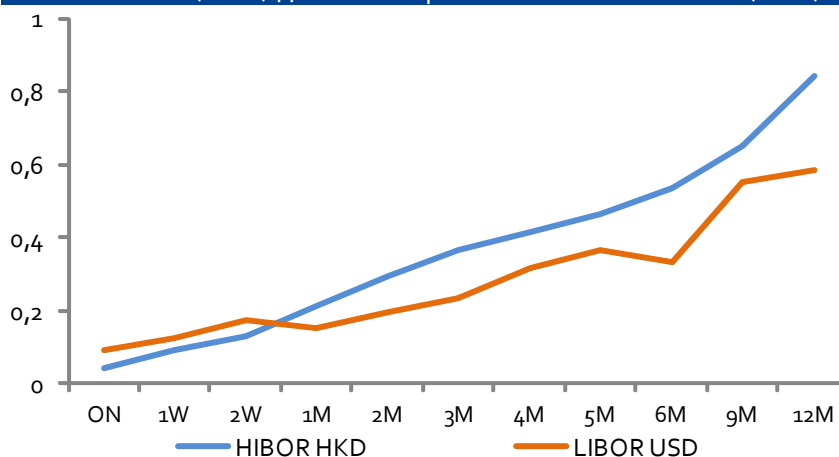
Текущая доходность выпуска GPB-16 CNY с погашением в феврале 2016 г. составляет 6,93% годовых. Стоимость валютный своп (CNH-USD) на данный срок составит примерно 2,4%, в результате чего долларовая доходность выпуска примерно будет равна 4,53% годовых. При этом долларовой выпуск GPB-16 торгуется с доходностью 4,64% годовых.

В результате привлечение средств в юанях по стоимости заимствования вполне может заместить долларские заимствования.

Денежный рынок

Поскольку гонконгский доллар фактически привязан к американскому, денежно-кредитная политика монетарных властей Гонконга следует за действиями финансовых властей США. Процентные ставки по гонконгскому доллару фактически привязаны к процентным ставкам в долларах США. Зависимость процентных ставок объясняется арбитражем: если бы ставки по гонконгскому доллару и доллару США существенно разнились, заимствование в регионе с дешевым капиталом и вложение средств в регионе с более дорогим капиталом гарантировало бы получение практически безрисковой прибыли при стабильном курсе гонконгского доллара к доллару США.

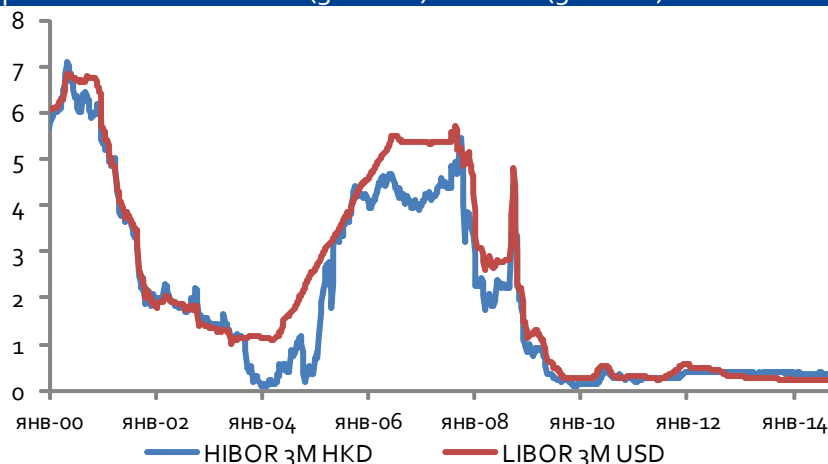
Ставки HIBOR (HKD) денежного рынка Гонконга и LIBOR (USD)



Источник: Bloomberg, PSB Research

Именно поэтому ставки денежного рынка Гонконга во многом следуют за динамикой ставок в долларах США.

Динамика ставок HIBOR (3M HKD) и LIBOR (3M USD)



Источник: Bloomberg, PSB Research

Поскольку в качестве участников денежного рынка Гонконга выступают крупнейшие мировые банки, а в настоящий момент процентные ставки в США находятся на уровне, близком к историческому минимуму, то и ставки денежного рынка в Гонконге также близки к своим историческим минимумам. Однако в перспективе они будут расти вслед за долларowymi ставками, если Федрезерв начнет ужесточать свою монетарную политику.

Рынок акций

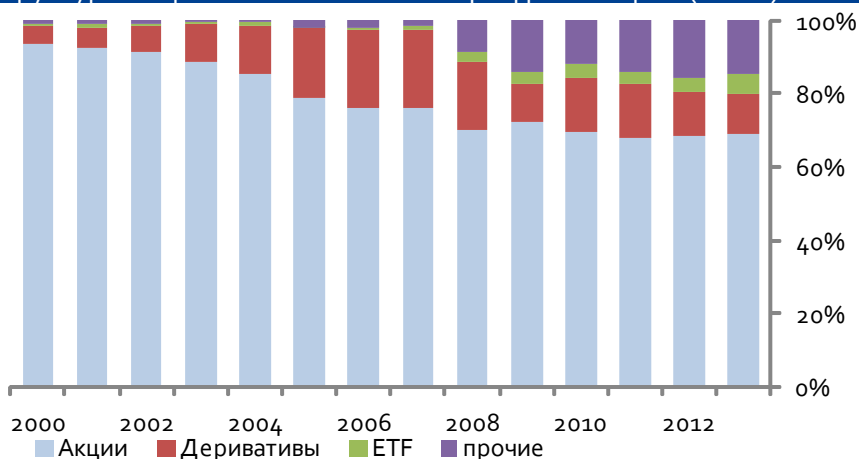
В настоящее время (по данным на сентябрь 2014 г.) Гонконгский фондовый рынок занимает 4-е место в мире по капитализации.

	Капитализация, трлн долл.	Доля от мир. капитал.
Мир	66,2	100%
США	23,8	36%
Япония	4,6	7%
Великобритания	3,9	5,929%
Гонконг	3,9	5,926%
Китай	3,9	5,879%
Канада	2,3	4%
Франция	2,1	3%
Индия	1,6	2%
Россия	0,6	1%

Источник: Bloomberg

Ценные бумаги, торгуемые на НКЕХ (Гонконгская фондовая биржа), включают в себя акции, варранты, деривативы, долговые ценные бумаги, бумаги ETF фондов и т.д. Причем именно **акции являются наиболее распространенным инструментом**, занимая более 60% совокупного оборота Гонконгской биржи (по данным на 2013 г.).

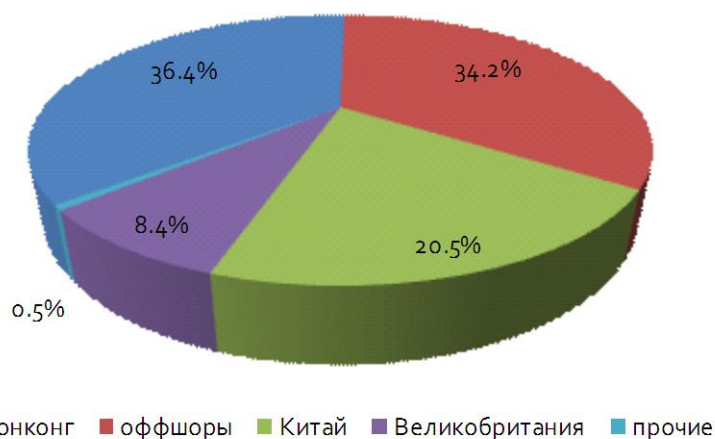
Структура оборотов на Гонконгской фондовой бирже (HKEX)



Источник: Bloomberg, HKEX, PSB Research

Статистика за 2013 г. по страновой разбивке рыночной капитализации гонконгской биржи HKEX показывает, что соотношение «местных» эмитентов по юрисдикции (здесь мы объединяем гонконгских и китайских) и иностранных (это иностранные компании и офшоры, возможно, с капиталом китайского происхождения) примерно одинаковое: 56,9% и 43,1%.

Страновая структура рыночной капитализации биржи Гонконга



Источник: Bloomberg, HKEX, PSB Research

Важным моментом является то, что, по требованиям HKEX, листинговаться могут только эмитенты, инкорпорированные в определенных юрисдикциях (Россия в их число не входит¹), - это объясняет **большую долю офшоров на Гонконгской бирже.**

Фондовая биржа Гонконга является одной из крупнейших бирж в мире по спектру торгуемых финансовых инструментов (включая деривативы), число которых приближается к 10 тыс. По состоянию на 1 сентября 2014 г. на бирже было листинговано 1716 компаний. **Среднедневной оборот торгов на фондовой бирже Гонконга достигает почти 10 млрд долл., на порядок превышая обороты торгов в фондовой секции Московской биржи.**

¹ Русал, размещенный на Гонконгской бирже, инкорпорирован в Джерси
Управление исследований и аналитики

Капитализация и обороты на Гонконгской фондовой бирже (HKEX)



Источник: Bloomberg, HKEX, PSB Research

Также HKEX - это одно из самых популярных мест в мире для проведения компаниями первичного размещения акций (IPO). Объем сделок по первичному публичному размещению акций (IPO) на Гонконгской фондовой бирже в 2013 г. вырос на 85% и достиг \$21,7 млрд. По данному показателю **гонконгская площадка заняла второе место в мире**, уступив только NYSE Euronext, на которой объем сделок составил в 2013 г. \$46,5 млрд.

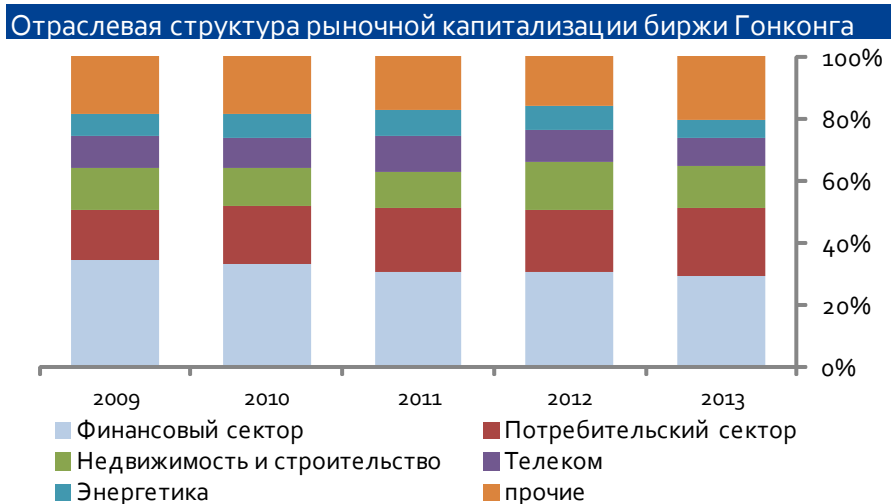
Объемы IPO и SPO на Гонконгской фондовой бирже (HKEX)



Источник: Bloomberg, HKEX, PSB Research

Крупнейшим IPO в прошлом году в Гонконге стало размещение акций банка China Everbright Bank, который привлек \$3 млрд. Несмотря на то, что Гонконгская биржа - достаточно популярное место для размещения бумаг, требования к листингу у нее достаточно строгие, что может затруднять выход на нее иностранных эмитентов, в особенности, российских (см. подробнее Кейс 1). Кроме того, необходимо, чтобы компания, планирующая IPO в Гонконге, была ориентирована на китайский рынок, в противном случае ее привлекательность для местных инвесторов может быть неочевидна.

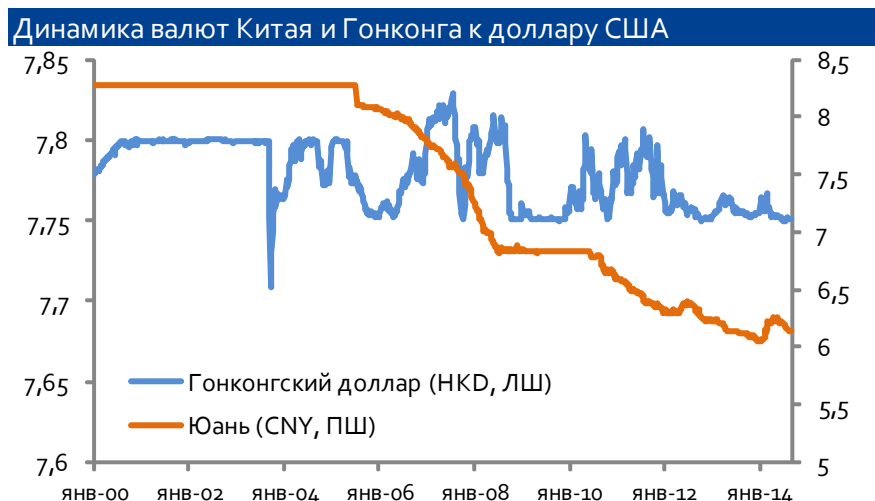
Так как Гонконг **представляет собой в основном сектор услуг** (занимает 93% от ВВП), отраслевая структура биржи соответствует экономике: основную долю занимают финансовый и потребительский сектора.



Источник: Bloomberg, HKEX, PSB Research

Валютный рынок Гонконга и Китая

Гонконгский доллар является не самой популярной на мировом рынке валютой, средние торговые обороты по нему на валютном рынке сопоставимы с оборотами по российскому рублю. Узкий диапазон, в котором удерживает гонконгский доллар валютное управление Гонконга по отношению к доллару США, отпугивает валютных спекулянтов, заставляя их искать другие торговые возможности. Большинство операций с участием гонконгского доллара сейчас совершается в реальных финансовых сделках или текущих торговых операциях. **По сути, гонконгский доллар представляет собой "прокси валюту" (проху currency), которая в унисон доллару США изменяет свою стоимость.** Феномен "прокси валюты" используется для подстраховки при проведении финансовых операций или в случае присутствия риска блокирования счетов в долларах США по политическим мотивам.



Источник: Bloomberg, PSB Research

Долгосрочные перспективы гонконгского доллара не выглядят многообещающими. Существует большая вероятность того, что роль и интерес к гонконгскому доллару начнут в перспективе снижаться по мере того, как юань в течение последующего десятилетия будет становиться мировой резервной валютой. Перспективы юаня как глобальной валюты неразрывно связаны с

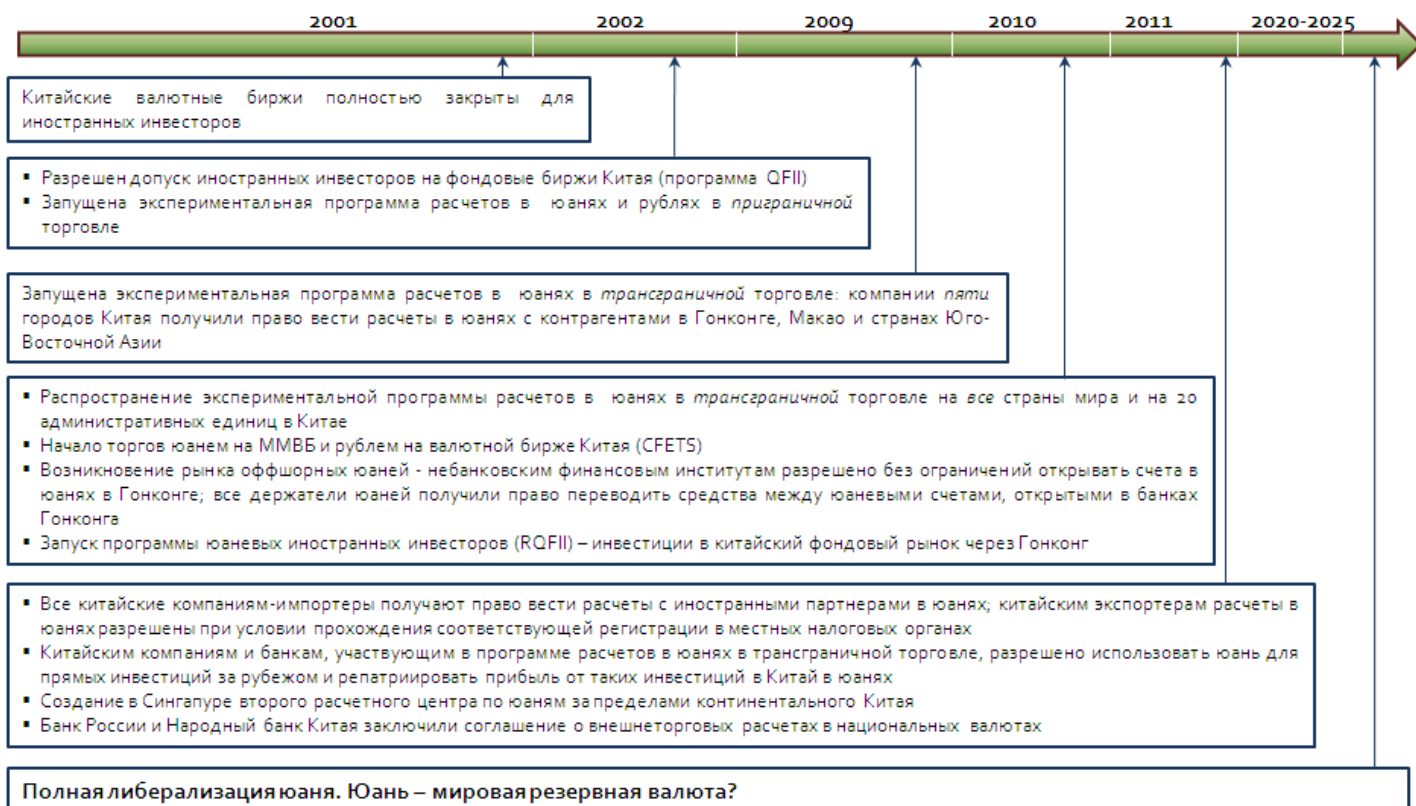
развитием его финансового рынка, гибкостью его валютного курса и либерализацией счета операций с капиталом. Пока же юань только теснит гонконгский доллар, но далеко ещё не способен полностью заменить его как полноценный инструмент для валютных операций и инвестиций.

Юань - оффшорный юань

Т.к. Китай идет по пути все большего «открытия» своей экономики, в планах правительства обязательным пунктом значится вывод юаня на международный рынок и достижение им статуса резервной валюты. Тем не менее, по нашим расчетам, это перспектива не ближайших лет. Для того чтобы юань стал резервной валютой, правительству Китая необходимо решить 2 задачи: 1) расширить использование юаня в международных торговых расчетах; 2) стимулировать использование юаня в качестве инвестиционной валюты. Пока решена только первая задача, вторая находится на стадии реализации, и мы ожидаем, что роль Гонконга как финансового центра Китая здесь будет значительной. По сути, Гонконг станет «тестовой» площадкой для популяризации и вывода юаня на международный рынок.

Если обратиться к истории, то первый этап (использование юаня в международных торговых расчетах) занял более 10 лет. Еще в 2002 году китайские валютные биржи были полностью закрыты для иностранных инвесторов, а уже в 2013 г. юанем активно торгуют в Гонконге, Сингапуре, Лондоне, Люксембурге и Москве.

Экспансия китайского юаня

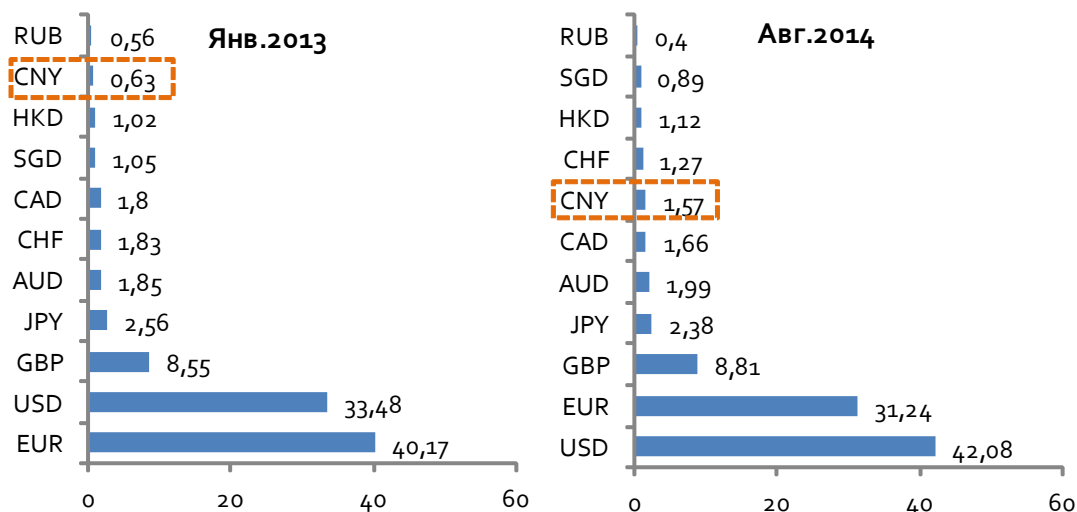


Источник: VTB Capital, PSB Research

По данным SWIFT на август 2014 г., юань входит в топ-10 наиболее часто используемых при торговых расчетах валют в мире, обогнав швейцарский

франк. В юанях выполняется 1,57% всех мировых платежей. А ведь еще в январе 2013 г. юань не входил в 10-ку валют и занимал менее 1% платежей!

Наиболее часто используемые при расчетах валюты, %



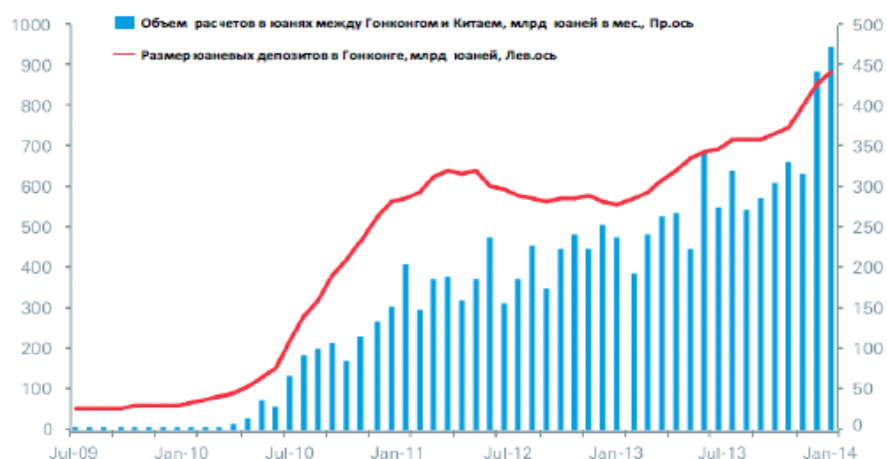
Источник: SWIFT

В самом Китае доля юаня как валюты, используемой при внешнеторговых расчетах, выросла с 3% в 2010 г. до 18% в 2013 г. По прогнозам правительства Китая, к 2020 году 28-30% всего внешнеторгового оборота страны будет идти в юанях. Таким образом, Китай идет достаточно четким путем к тому, чтобы сделать юань резервной валютой. К концу 2014 года Китай планирует завершить создание международной расчетной системы (CIPS), которая позволит оперировать юанями в международной торговле так же легко, как и долларами. Согласно опросу Standard Chartered, 73% корпоративных казначеев ожидают, что в следующем десятилетии юань станет, как минимум, третьей валютой международных расчетов.

Параллельно правительство решает также и вторую задачу - по приданию юаню статуса инвестиционной валюты. Первым этапом для этого стало открытие в 2010 г. так называемого рынка оффшорного юаня - когда финансовым институтам разрешили открывать счета в юанях в Гонконге. То есть, Гонконг, как обладающий необходимой инфраструктурой финансового центра и аккумулирующий внешние торговые потоки Китая хаб, вполне логично становится и центром притяжения иностранных инвесторов, решая тем самым задачу по приданию юаню статуса инвестиционной валюты. С точки зрения возможностей для инвестирования на оффшорном рынке Гонконга представлены депозиты, акции, облигации и т.д.

Статистика показывает, что с момента разрешения финансовым институтам открывать в Гонконге счета в банках (2010 г.) рынок депозитов показал достаточно существенный прирост. Так, по состоянию на январь 2014 г. на юаневых депозитах в Гонконге размещено уже более 800 млрд юаней (более 129 млрд долл.). Ставки по годовым депозитам - около 3% годовых.

Юаневые депозиты на оффшорном рынке активно растут

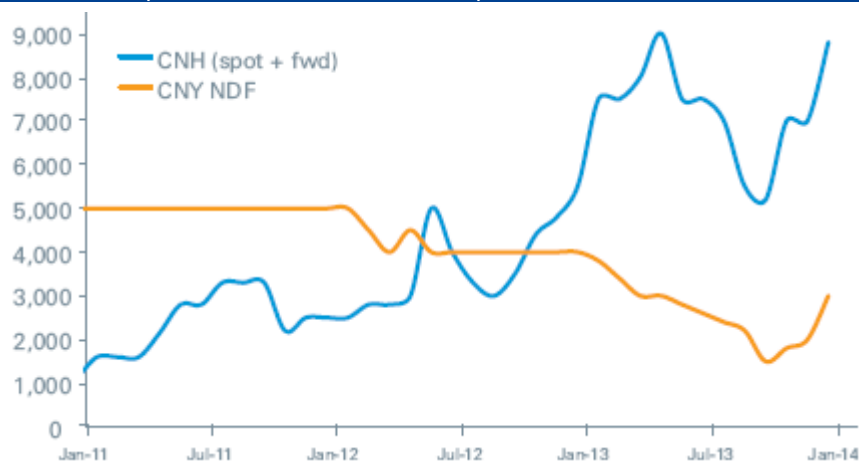


Источник: Deutsche Bank, PSB Research

Что касается рынка облигаций Гонконга, то он может быть интересен инвесторам в плане привлечения долларового фондирования, т.к. подавляющее большинство выпусков номинировано именно в этой валюте. Рынок акций Гонконга интересен в меньшей степени и в основном тем компаниям, которые ориентированы в своем бизнесе на Китай.

Таким образом, до того момента, когда юань станет именно инвестиционной валютой, еще достаточно далеко. Мы видим, что правительство Китая активно работает в этом направлении, причем путем явного «поощрения» оффшорного рынка. **Гонконг является наиболее естественным и наиболее конкурентоспособным оффшорным рынком юаней**, центром для испытаний новых продуктов и новых идей Китая, а теперь и полигоном для вывода юаня на международную арену. По объему торгов рынок оффшорного юаня сопоставим со среднедневным оборотом на фондовой бирже Гонконга - 8 млрд долл./день. **Мы ожидаем дальнейшего развития оффшорного рынка юаня**, что чрезвычайно важно, в том числе и для российско-китайского торгово-экономического сотрудничества.

Объемы торгов юанем на валютном рынке forex (млн долл./день)



Источник: Bloomberg, Deutsche Bank, PSB Research

Резюме

Сохраняющий высокие темпы роста и постепенно открывающий свою экономику Китай представляется перспективным рынком для инвестиций и ведения бизнеса. Однако напрямую «вложиться» в Китай затруднительно и обременительно, для этих целей существует (и будет существовать) Гонконг. **Гонконг имеет преимущества как максимально приближенный к материку и являющийся его финансовым и транспортным «хабом»,** обладающим совершенной законодательной базой, стабильной валютой, отсутствием препятствий для иностранных инвестиций, ограничений на движение капитала, низким уровнем налогообложения и малым вмешательством государства в экономику.

В Гонконге сформировался высокоразвитый и активный валютный рынок (оффшорный юань) со среднедневными оборотами торгов порядка 8 млрд долл./день, масштабный фондовый рынок с оборотами порядка 10 млрд долл./день. Бондовый рынок пока недостаточно развит, эмитенты - преимущественно китайские компании, тогда как на рынке акций Гонконга доля иностранных эмитентов составляет практически 50%. Гонконг является свободным портом, независимой таможенной зоной, информационным, финансовым, торговым, судородным центром.

Это делает Гонконг **удобным плацдармом для выхода на китайский рынок тех компаний и банков, которые планируют связать свой бизнес именно с Китаем.** При этом часть получаемого от бизнеса дохода может накапливаться и инвестироваться в Гонконге, как на долговом, так и на фондовом рынке, благодаря либеральному налогообложению.

Кейс. Особенности регистрации компании в Гонконге.

- Ставка налога на прибыль - 16,5%, обсуждается снижение до 15%.
- Необходимо иметь, по крайней мере, одного директора, акционера и секретаря, представляющего компанию в Гонконге.
- Директором и акционером может быть одновременно одно и то же физическое или юридическое лицо.
- Компания должна иметь по крайней мере одного директора в виде физлица.
- Секретарем должно быть иное физическое лицо - резидент Гонконга, либо юридическое лицо - компания, зарегистрированная в Гонконге.
- Директор и акционер не обязаны быть резидентами Гонконга.
- Желательный (но не обязательный) уставный капитал – 10 000 обыкновенных акций стоимостью 1 HKD.
- Фактически оплаченный акционерный капитал не должен превышать разрешенный.
- Нет ограничения на минимальный взнос в уставный капитал.
- Необходим зарегистрированный в Гонконге юридический адрес.
- Необходим банковский счет, который может быть открыт как в одном из банков Гонконга, так и за его пределами.
- Необходим аудит отчетности сертифицированными бухгалтерами Гонконга.
- Необходимость проведения ежегодного общего собрания акционеров (допускается письменное решение).
- Отсутствие НДС, налога на дивиденды, налога на процентный доход (если среди заемщиков нет гонконгских компаний).
- Прибыль, полученная вне территории Гонконга, не облагается налогом.

Особенности регистрации компании в Гонконге для иностранных клиентов:

Иностранный клиент имеет право быть единственным директором и акционером фирмы в Гонконге.

Физическое присутствие во время регистрации не требуется, но может быть необходимо для открытия банковского счета, в зависимости от выбранного банка.

Иностранный клиент, который не планирует переехать в Гонконг, имеет право управлять своей офшорной компанией в Гонконге из-за рубежа.

Иностранный клиент, который планирует переехать в Гонконг для управления офшорной фирмой, должен получить соответствующий тип визы.

В целом, некоторые особенности регистрации компании на территории Гонконга являются затруднительными, однако налоговые послабления это перекрывают с лихвой. Для сравнения в Китае базовая ставка налога на прибыль составляет 25%, для малых и малоприбыльных компаний - 20%, для высокотехнологичных предприятий на господдержке - 15%. В отличие от Гонконга, в Китае есть НДС. Ставки варьируются от 0% (экспортный НДС) до 17% (реализация товаров и услуг, импорт). Для малого бизнеса ставка НДС составляет 3%. Помимо перечисленных налогов, в Китае предусмотрен налог на

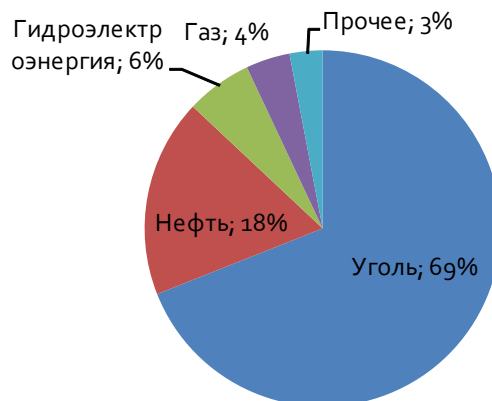
хозяйственную деятельность, который взимается с дохода от предоставления услуг, передачи прав собственности на нематериальные активы и продажи недвижимости на территории Китая. Ставка составляет 3–5% в зависимости от конкретного вида деятельности. Что касается представительств иностранных компаний, то они тоже являются налогоплательщиками налога на прибыль, налога на хозяйственную деятельность, а также выступают налоговыми агентами по НДС. Таким образом, наиболее оптимальным способом ведения бизнеса в Китае является модель построения сделок с использованием гонконгских компаний, что позволит эффективно оптимизировать налоговую нагрузку.

Энергетический профиль Поднебесной

Китай как самая густонаселенная страна в мире и быстрорастущая экономика играет ключевую роль на мировом энергетическом рынке, являясь одновременно и крупнейшим потребителем, и производителем в мире.

Основными источниками потребления энергии в Китае являются уголь, нефть, газ.

Структура потребления энергии в Китае, % (по типу источников)



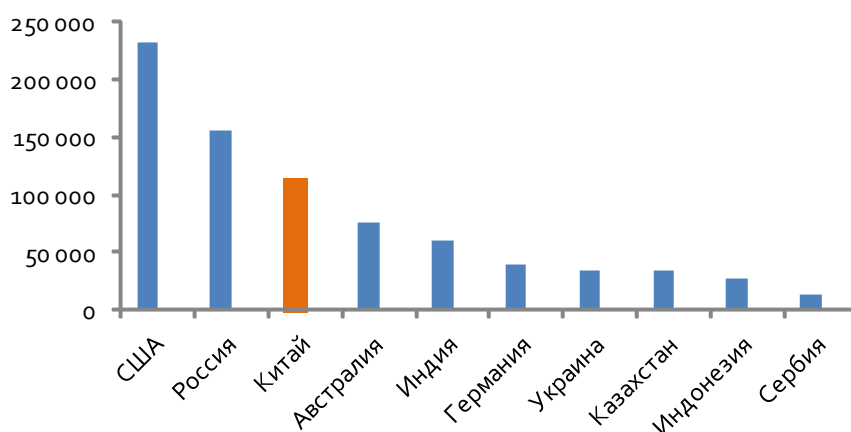
Источник: Министерство энергетики США

Тем не менее, по мере того как в Китае происходит трансформация модели экономического развития (уход от индустриализации и нерациональных инвестиций к росту, основанному на развитии сферы услуг и менее ресурсоемкой промышленности), можно ожидать и изменения в структуре потребления энергии - уход от угля в пользу более экологичных нефти, газа и других источников топлива. Так, если в настоящее время доля угля в энергопотреблении Китая составляет 69%, то к 2020 г. Министерство энергетики США прогнозирует ее снижение до 63%, а к 2040 г. - до 55%.

Уголь

Обширные запасы угля в Китае (3 в мире по объему, 13% от мировых запасов) способствовали тому, что этот вид топлива стал основным.

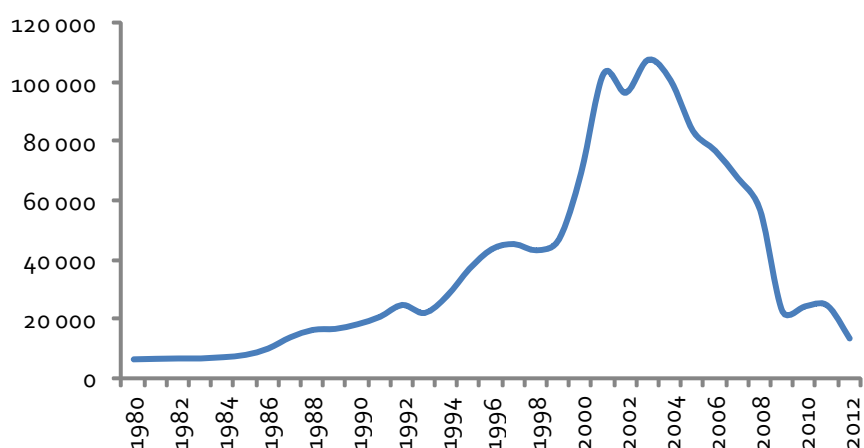
Топ-10 стран по запасам угля, млн т



Источник: Министерство энергетики США

Добыча угля (в основном каменный уголь, антрацит и бурый уголь) ведется в 28 провинциях Китая на примерно 12 тыс. шахтах. Полученный в результате энергетический уголь используется в основном для электричества и отопления в промышленности, коксующийся уголь - в производстве стали. Как уже упоминалось выше, уголь обеспечивает 69% совокупного энергопотребления Китая. В 2012 г. Китай потребил 3,6 млрд т угля - практически половину мирового потребления. До 2009 г. Китай обеспечивал свои потребности в угле самостоятельно, являясь, таким образом, чистым экспортером угля. Впрочем, объемы экспорта китайского угля были крайне небольшими - на пике 100 млн т.

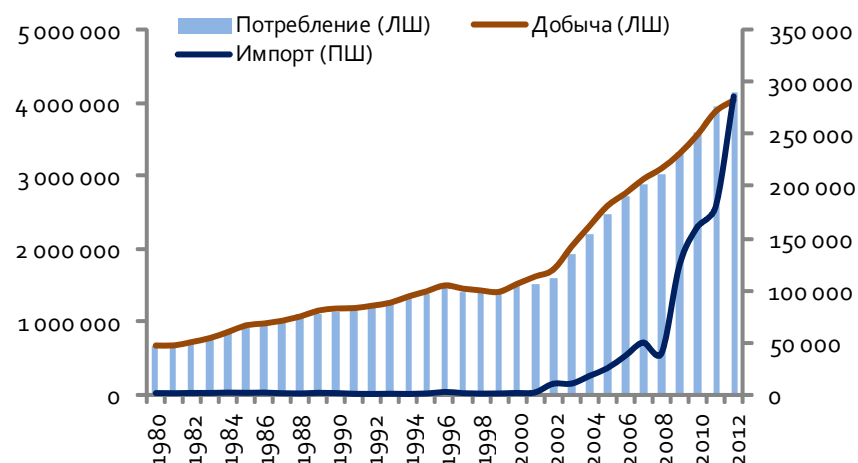
Динамика экспорта угля из КНР, тыс. тонн



Источник: Министерство энергетики США

Однако растущий спрос на уголь в последние несколько лет не удовлетворяется за счет собственной добычи, и Китай трансформировался в чистого импортера. Индонезия и Австралия обеспечивают более 60% потребностей Китая в импортном угле.

Рынок угля в Китае, тыс. т



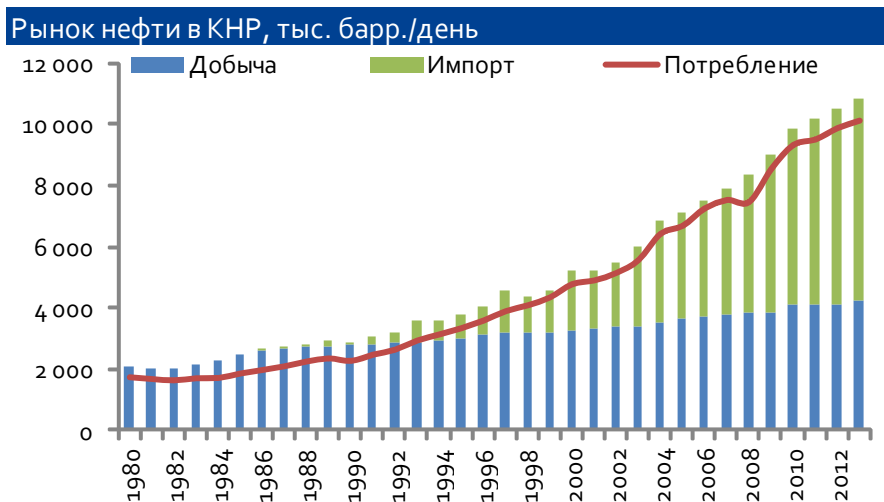
Источник: Министерство энергетики США

Тем не менее, с учетом планов Китая по улучшению экологической обстановки в стране и постепенной постиндустриализации, **темпы роста спроса на уголь в Китае будут замедляться**: если в 2000-2010 г. спрос рос на примерно 9% в год, то после 2020 г., по оценкам Министерства энергетики США, он замедлится до 1% и ниже.

Таким образом, ввиду сокращения внутреннего потребления угля, Китай может в перспективе снова стать чистым экспортером угля.

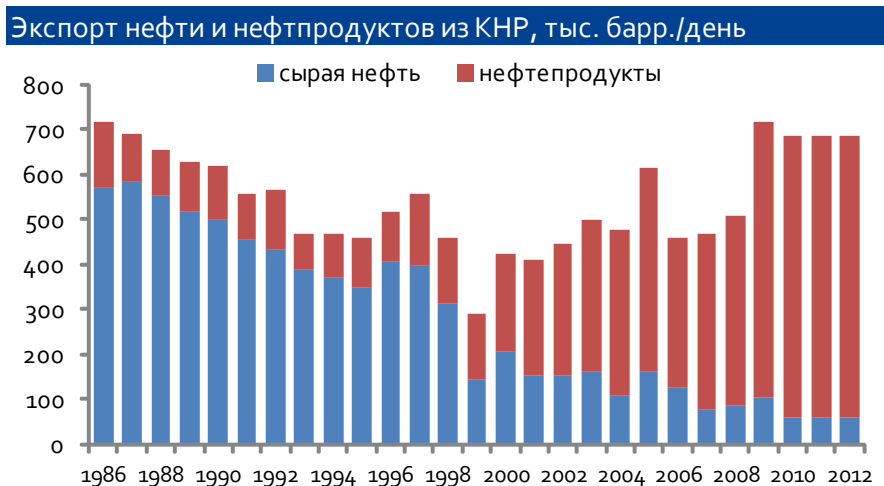
Нефть

Китай потребляет более 10 млн барр. нефти в день и является 2 в мире крупнейшим потребителем нефти (уступает только США), а в перспективе ближайшего года-двух может стать крупнейшим чистым импортером нефти. Однако и собственная добыча в Китае развита неплохо: у Китая самые крупные доказанные запасы нефти в Азиатско-Тихоокеанском регионе - 24,4 млрд барр. (2013 г.), а по уровню добычи нефти Китай занимает 4 место в мире. Тем не менее, вся добыча пока уходит на внутреннее потребление.



Источник: Министерство энергетики США

Впрочем, некоторые объемы сырой нефти Китай экспортирует - в основном в Японию, однако пик экспорта именно сырой нефти (400-500 тыс. барр./день) был пройден еще в 90-х г., а в последние 10 лет Китай фокусируется на экспорте нефтепродуктов - на фоне активного развития своей нефтепереработки. Тем не менее, объемы экспорта нефтепродуктов составляют менее 1 млн барр./день. По установленным мощностям нефтепереработки Китай занимает 3 место в мире (после США и Европы) - 13 млн барр./день, 2013 г.

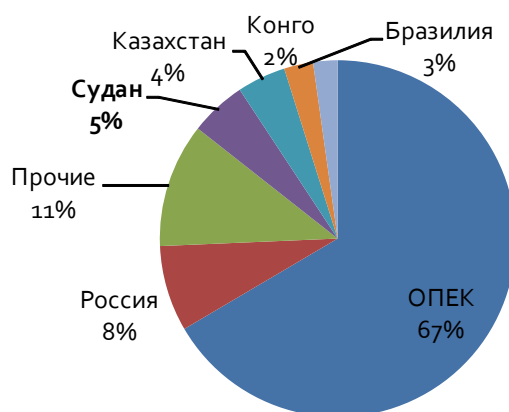


Источник: Министерство энергетики США

За последние 2 десятка лет среднегодовые темпы роста (CAGR) добычи нефти в Китае составили 2%. В настоящее время Китай добывает 4,5 млн барр./день. По прогнозам Министерства энергетики США, к 2020 г. Китай будет добывать 4,6 млн барр./день, к 2040 г. - 5,6 млн барр./день. Более 80% нефти в Китае добывается на суше, и лишь небольшая часть - на мелководье. Крупнейшие месторождения расположены на северо-востоке страны, характеризуются высокой степенью изношенности. Тем не менее, за счет богатого опыта Китая в области повышения коэффициента нефтеотдачи пластов добыча в стране не падает. **При этом по качеству китайская нефть не уступает российской ВСТО.**

В связи с тем, что собственная добыча полностью не может удовлетворить растущий спрос, Китай импортирует достаточно большой объем нефти: 5,6 млн барр./день. Для обеспечения своевременных поставок нефти и для нивелирования геополитической нестабильности Китай в последние несколько лет заметно диверсифицировал поставщиков. Тем не менее, основной объем поставок обеспечивают страны ОПЕК. **Россия является 2-м крупнейшим поставщиком нефти в Китай.**

Страновая разбивка импорта нефти в КНР, %



Источник: Министерство энергетики США

В перспективе ближайших 2 лет Китай может стать первым в мире чистым импортером нефти в связи как с растущей добычей в Штатах (т.е. снижается их зависимость от импорта), так и с собственным растущим потреблением (несмотря на замедление темпов эк.роста, потребление нефти растет, т.к. идет замещение угля в том числе). По прогнозам Министерства энергетики США, **потребление нефти в Китае в ближайший год-два превысит 11 млн барр./день, а чистый импорт достигнет 6,6 млн барр./день (против 5,5 млн барр. у США).**

Китай также обладает 3 в мире по объему запасами сланцевой нефти (расположены в основном на юге и западе страны), они оцениваются в 38 млрд барр. Тем не менее, пока основная добыча в стране приходится на традиционную нефть, т.к. геологический профиль сланцевых запасов достаточно сложный для освоения (по крайней мере, более сложный, чем, например, в США). Тем не менее, ввиду изношенности основных месторождений в перспективе 10 лет **Китай может начать более активную работу со сланцевыми месторождениями**; кроме того, технологии, которые используются для повышения нефтеотдачи пластов, схожи с технологиями для добычи сланцевой нефти.

Газ

Несмотря на то, что добыча и потребление газа в Китае растут достаточно высокими темпами, его доля в структуре энергопотребления Китая невелика - всего 4%. Тем не менее, **правительство Китая планирует нарастить долю газа в энергопотреблении страны до 10% к 2020 г.**

Запасы природного газа в Китае - крупнейшие в Азиатско-Тихоокеанском регионе, составляют 5,47 трлн куб. м, по данным на 2013 г. Основные месторождения сосредоточены на западе и в центральной части страны. При этом Китай стремится развивать и другие ресурсы - глубоководные запасы, сланцевый газ и т.д.

По запасам сланцевого газа Китай является номером 1 в мире, обладая 39,4 трлн куб.м. из примерно 188 трлн куб.м общих запасов в мире. При этом к 2020 г. правительство Китая планирует добывать более 30 млрд сланцевого газа в год, что представляется достаточно амбициозной задачей с учетом трудного геологического профиля сланцевых месторождений в Китае.

С 2007 г. Китай является чистым импортером газа - собственная добыча перестала обеспечивать ежегодно растущее потребление газа. Так, в последние 10 лет потребление газа в Китае растет с темпами порядка 17% в год. **К 2020 г. Министерство энергетики США прогнозирует, что Китай будет потреблять порядка 275 млрд куб. м в год - в 1,4 раза больше, чем в настоящее время. А к 2040 г. потребление газа в Китае утроится - до 600 млрд куб.м в год.**

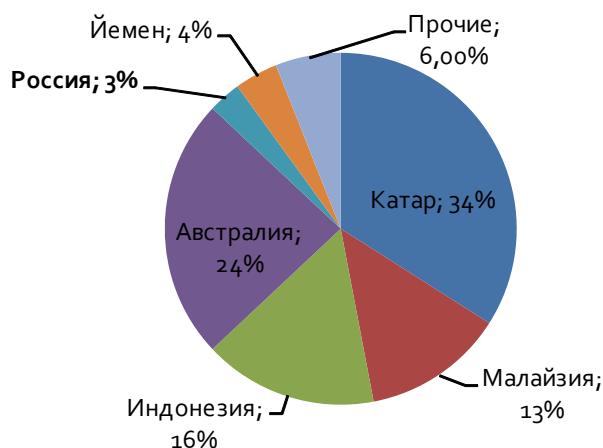


Источник: Министерство энергетики США

Китай импортирует и трубопроводный газ, и СПГ примерно в равных пропорциях. С учетом планов правительства по наращиванию доли газа в энергопотреблении страны, можно ожидать, что **в перспективе ближайших 3-5 лет Китай будет наращивать импорт газа, причем как по трубам, так и с помощью новых терминалов по регазификации СПГ (планируется двукратное увеличение текущих мощностей - 18 млрд куб.м к 2016 г.).**

Основными поставщиками СПГ в Китай являются Катар, Индонезия и Малайзия. **На Россию приходится 4% китайского импорта СПГ.**

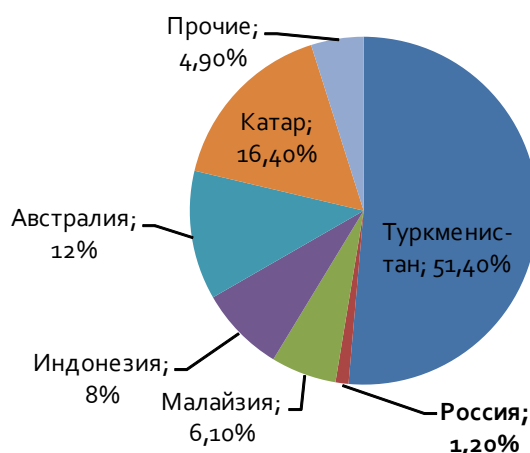
Поставщики сжиженного природного газа в Китай, %



Источник: Министерство энергетики США

Структура поставщиков трубопроводного газа в Китай несколько отличается: здесь лидирует Туркменистан, на который приходится более половины китайского импорта. Россия занимает всего лишь 1%.

Поставщики трубопроводного газа в Китай, %



Источник: ВР

Тем не менее, с учетом недавно заключенного эпохального контракта между Газпромом и китайской CNPC (на поставку трубопроводного газа на 30 лет объемом до 38 млрд куб. м в год с возможностью увеличения) **значимость России как поставщика трубопроводного газа в Китай может существенно возрасти.**

В целом, несмотря на то, что темпы роста экономики Китая замедляются (в базовом сценарии на горизонте 2-3 лет ожидаем 7-7,2% по ВВП), он сохранит за собой статус ключевого мирового потребителя энергоресурсов - главным образом, нефти и газа. Это будет связано, прежде всего, с тенденцией отказа от угля в пользу более экологичных видов топлива. Кроме того, урбанизация также увеличивает потребность Китая в энергоресурсах (см. *подробнее в материалах по экономике Китая*). Внутренние объемы газа и нефти не могут удовлетворить спрос страны, поэтому Китай продолжит наращивать их потребление. В настоящее время, учитывая вопрос энергической безопасности и диверсификации импорта, **для Китая Россия является хорошей альтернативой как в области нефти, так и газа.** В свою очередь, в условиях санкций Китай может быть интересен России как инвестор в крупные нефтегазовые проекты, а также как поставщик оборудования для работы

на труднодоступных месторождениях. Также может быть интересен опыт Китая по повышению нефтеотдачи на зрелых месторождениях - это основная проблема для Западной Сибири, где сосредоточены основные запасы российской нефтяной индустрии.

ОАО «Промсвязьбанк»**PSB Research**

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru><http://www.psbinvest.ru>**PSB RESEARCH****Николай Кашеев**

Директор по исследованиям и аналитике

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

Роман Османов

Управляющий по исследованиям и анализу глобальных рынков

OsmanovR@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-10

ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА**Евгений Локтюхов**

LoktyukhovEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

Илья Фролов

FroloviG@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

Олег Шагов

Shagov@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-34

Екатерина Крылова

KrylovaEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

Игорь Нуждин

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА**Игорь Голубев**

GolubevIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29

Елена Федоткова

FedotkovaEV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-16

Алексей Егоров

EgorovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

Александр Полютов

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

Алина Арбекова

ArbekovaAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-17

Дмитрий Монастыршин

Monastyrshin@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

Дмитрий Грицкевич

Gritskevich@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ****Пётр Федосенко**

FedosenkoPN@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

Богдан Круть

KrutBV@psbank.ru

+7 (495) 228-39-22

Иван Хмелевский

Khmelevsky@psbank.ru

+7 (495) 411-51-37

Ольга Целинина

TselininaOI@psbank.ru

+7 (495) 228-33-12

ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ**Юлия Рыбакова**

Rybakova@psbank.ru

+7 (495) 705-90-68

Евгений Жариков

Zharikov@psbank.ru

+7 (495) 705-90-96

Денис Семеновых

SemenovykhDD@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-14

Николай Фролов

FrolovN@psbank.ru

+7 (495) 228-39-23

Борис Холжигитов

KholzhigitovBS@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ**Андрей Скабелин**

Skabelin@psbank.ru

+7 (495) 411-51-34

Иван Заволоснов

ZavolosnovIV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

Александр Сурпин

SurpinAM@psbank.ru

+7 (495) 228-39-24

Виктория Давитиашвили

DavitiashviliVM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ**Алексей Кулаков**

KulakovAD@psbank.ru

+7 (495) 411-51-33

Михаил Маркин

MarkinMA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЕЛЯМИ**Сергей Миленин**

Milenin@psbank.ru

+7 (495) 228-39-21

Александр Бараночников

Baranoch@psbank.ru

+7 (495) 228-39-21

ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ**Павел Науменко**

NaumenkoPA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

Сергей Устиков

UstikovSV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

Александр Орехов

OrekhovAA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

Игорь Федосенко

FedosenkoIY@psbank.ru

+7 (495) 705-97-69

Виталий Туруло

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 411-51-39