



مرکز پژوهش‌های اتاق ایران

هوالعلیم

خلاصه گزارش پایش بازارهای نوظهور

(پیش‌بینی برخی متغیرهای اقتصادی در کشورهای منتخب: چین)



ناشر:

فیچ سلوشنز

فیچ سلوشنز در سال ۲۰۱۴ موسسه بیزنس مانیٹور را خریداری و از آن سال به بعد گزارش‌های BMI تحت این عنوان منتشر می‌شود.

تاریخ انتشار:

۲۰ آوریل ۲۰۲۰

مرکز پژوهش‌های اتاق ایران

خرداد ماه ۱۳۹۹

چین: بار بدهی تأمین مالی دولت‌های محلی به عنوان یک محدودیت کلیدی سیاست‌گذاری

دیدگاه اصلی

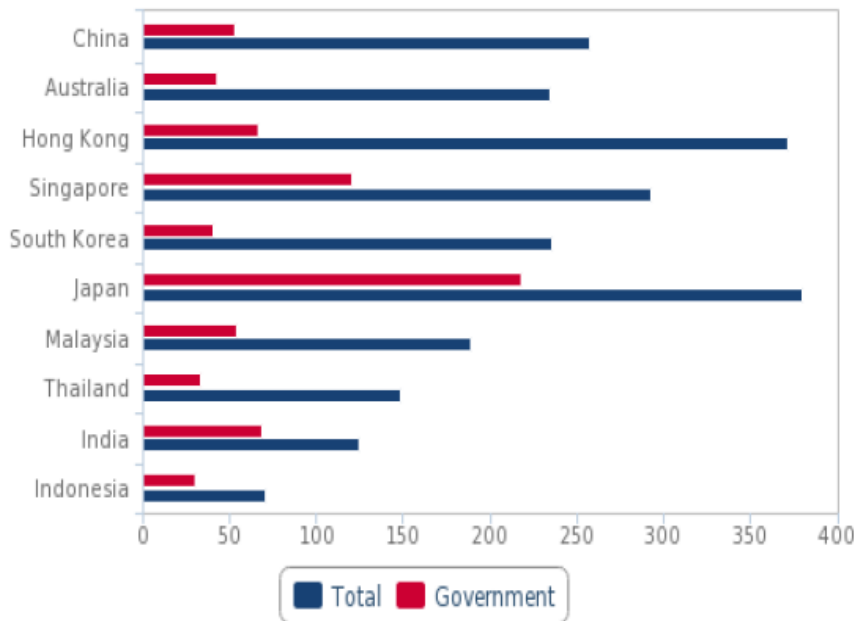
- ما در مؤسسه فیچ سلوشنز^۱ بر این باوریم که در میان همه نگرانی‌ها، با توجه به سطوح بالای بدهی‌ها، پکن علی‌رغم کندی رشد اقتصادی، از انجام هزینه‌های مالی کلان خودداری خواهد کرد.
- با توجه به اینکه رقم گزارش شده، بدهی خارج از ترازنامه دولت‌های محلی و مرکزی را نادیده می‌انگارد، بار بدهی دولتی چین در حقیقت بالاتر از رقم رسمی گزارش شده است.
- ما شاهد تداوم گسترش بار بدهی تأمین مالی دولت‌های محلی هستیم، چرا که از سال ۲۰۲۰ شامل بهره کمتری می‌شود و احتمالاً مادامی که تلقی ضمانت ضمنی دولت در میان باشد، از این تخفیف‌ها بهره‌مند خواهد ماند.
- دسترسی‌های ترجیحی به اعتبارات واسطه‌های تأمین مالی دولت‌های محلی، خطر حذف بازیگران بخش خصوصی به دلیل کمبود اعتبارات (برونرانی)^۲ را به دنبال دارد و بهره‌های کمتری که به اعتبارات دولتی اختصاص داده می‌شود، خطر فزاینده سرمایه‌گذاری‌های غیربهرینه را تقویت می‌نماید؛ روندهایی که آسیب‌زا بودن افزایش تأثیر نیروهای بازار در اقتصاد و رشد اقتصادی طولانی‌مدت چین را برای پکن به اثبات خواهد رساند.

¹ Fitch Solutions

² crowding out

بار بدهی‌ها در چین در حال حاضر بالا است

آسیا؛ کل بدهی‌های مؤسسات غیرمالی و بدهی دولت - درصد از تولید ناخالص داخلی



ما در مؤسسه فیچ، کماکان بر موضع دیرینه خود پایبند هستیم که بعید است چین هزینه‌های مالی کلانی در مقیاسی مشابه آنچه در خلال بحران مالی جهانی^۱ مشاهده شد، را معرفی نماید؛ اگرچه برخی از اقدامات محرک اقتصادی در سطوح موارد سال ۲۰۱۸ و ۲۰۱۹ محتمل است. چین با بدهی معادل ۲۵۷,۳ درصد تولید ناخالص داخلی تا سه ماهه سوم سال ۲۰۱۹، در حال حاضر نیز نسبت به اکثر اقتصادهای دیگر منطقه دارای بدهی بسیار بالایی است. علیرغم رقم نسبتاً پایین بدهی دولتی معادل ۵۲,۵ درصدی تولید ناخالص داخلی، خاطرنشان می‌کنیم این رقم صرفاً شامل بدهی دولت مرکزی و بدهی آشکار دولت‌های محلی می‌شود، و دربرگیرنده اوراق قرضه غیررسمی دولت‌های محلی که به واسطه واسطه‌های تأمین مالی دولت‌های محلی منتشر شده، نیست. یک لایحه مالی^۲ کلان، افزایش بدهی دولت را باز هم بیشتر می‌کند و پایداری بدهی میان مدت و درازمدت را با خطر مواجه می‌سازد. پکن هنوز هیچ بسته محرک قابل توجهی اعلام نکرده است، که از نظر ما، نمایانگر نگرانی‌های این دولت در خصوص سطوح بالای بدهی‌ها از میان سایر ملاحظات نظیر تورم بالا و خطر بالقوه برای بازارهای مالی است.

افزایش بدهی دولتی به واسطه بسته محرک مشابه بسته دوران بحران مالی جهانی

علیرغم اینکه میزان بدهی‌های دولت چین در مقایسه با سایر اقتصادهای منطقه در حال حاضر منطقی به نظر می‌رسد، پیش‌بینی ما بر آن است که یک بسته محرک، مشابه بسته دوران بحران مالی جهانی، بدهی‌های دولت را حداقل به میزان ۱۵ درصد و به بالای ۶۰ درصد تولید ناخالص داخلی افزایش خواهد داد. پکن در مواجهه با بحران مالی جهانی در خلال سال‌های ۲۰۰۸-۲۰۰۹ یک بسته محرک ۴ تریلیون یوانی (۱۲,۵ درصد تولید ناخالص داخلی سال ۲۰۰۸) معرفی

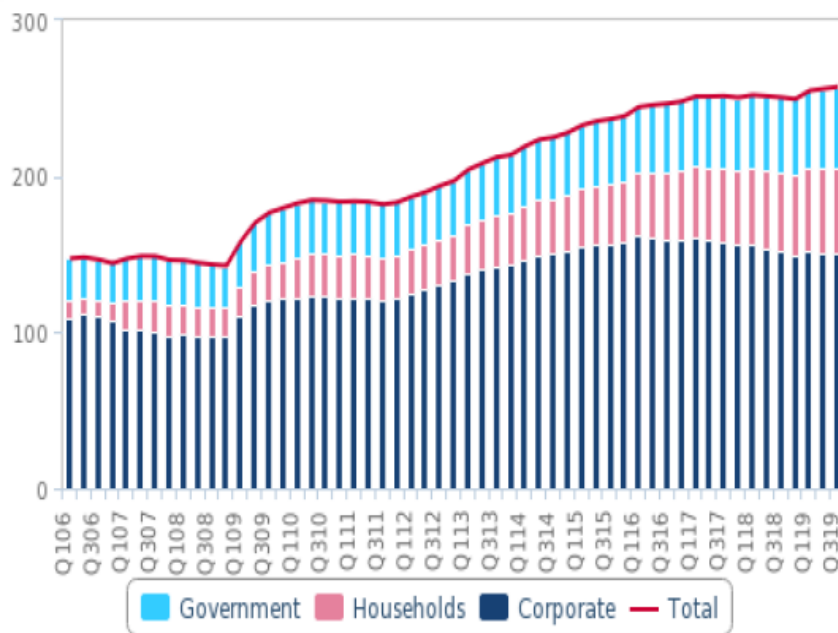
¹ global financial crisis (GFC)

² fiscal bill

نمود که طی ۲۷ ماه (سه ماهه چهارم سال ۲۰۰۸ تا سه ماهه چهارم سال ۲۰۱۰) به اجرا گذاشته شد. طی این دوره، بدهی دولتی از ۲۷,۱ درصد در پایان سال ۲۰۰۸ به ۳۳,۷ درصد در پایان سال ۲۰۱۰ افزایش یافت. به علاوه، بار بدهی دولت چین بیشتر از آنچه در ظاهر به نظر می‌رسد است، چرا که رقم گزارش شده، وام‌های دریافتی دولت محلی را از واسطه‌های تأمین مالی دولت‌های محلی، خارج از ترازنامه، که تحت بدهی‌های شرکتی طبقه‌بندی می‌شوند، در نظر نگرفته است. اکثر این واسطه‌های تأمین مالی دولت‌های محلی به وجود آمده‌اند تا دولت محلی بتواند سقف استقراض تعیین شده دولت مرکزی را دور بزند و اهداف توسعه‌ای، نظیر پروژه‌های عمرانی زیرساخت حمل و نقل ریلی و جاده‌ای را تأمین مالی نماید. بر اساس داده‌های ویند^۱، تراز واسطه‌های تأمین مالی دولت‌های محلی که در اختیار عموم قرار گرفته است، تا پایان مارس ۲۰۲۰ معادل ۹,۴ تریلیون یوان (۹,۵ درصد از تولید ناخالص داخلی سال ۲۰۱۹) است، که بیش از ۴۰ درصد بدهی معوق^۲ دولت محلی (۲۲,۶ تریلیون یوان، ۲۲,۸ درصد تولید ناخالص داخلی سال ۲۰۱۹ تا پایان ماه مارس) است. این ارقام نمایانگر این است که بدهی دولت عمومی^۳ می‌تواند طبق تخمین ما بیش از ۶۰ درصد تولید ناخالص داخلی از سه ماهه سوم سال ۲۰۱۹ باشد.

پس از بحران مالی جهانی، بدهی‌های به سرعت روی هم انباشته شد

چین؛ ریز ارقام بدهی‌ها - درصد از تولید ناخالص داخلی



علیرغم تلاش‌های پکن جهت محدودسازی ضمانت آشکار دولت محلی در خصوص اوراق قرضه واسط تأمین مالی دولت‌های محلی، به باور ما چنانچه این واسطها در بازپرداخت بدهی‌های خود دچار مشکل شوند، پکن به دو دلیل مداخله خواهد نمود.

¹ Wind

² outstanding debt

³ general government debt

دلیل اول اینکه پیوند مستحکم میان این واسط‌ها و دولت‌های محلی، بیانگر این است که تأخیر یا شکست واسط‌های تأمین مالی دولت‌های محلی در خصوص عمل به تعهدات بازپرداخت، احتمالاً به اعتماد سرمایه‌گذاران به دولت و اقتصاد آسیب خواهد زد، مسئله‌ای که پکن، خصوصاً در مواقع رکود اقتصادی که تعداد بیشتری از واسط‌های تأمین مالی دولت‌های محلی در اجرای تعهدات بازپرداختی به مشکل خواهند خورد، مایل است از آن اجتناب ورزد.

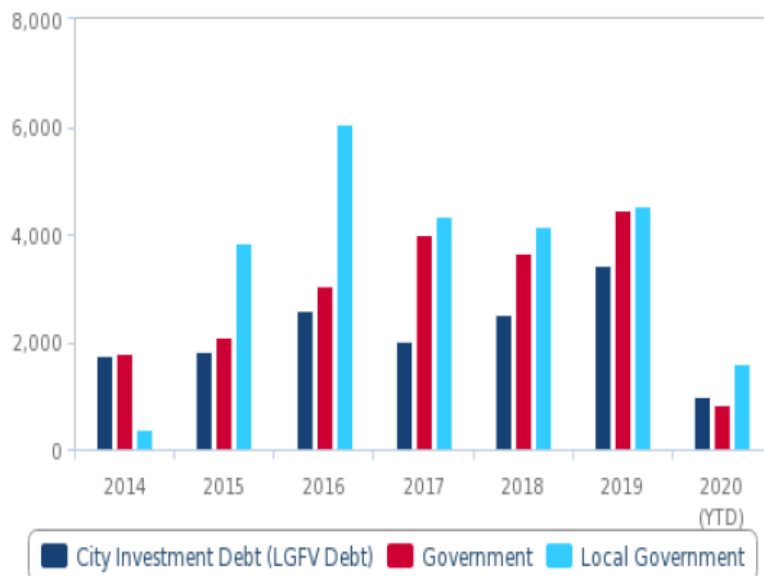
دلیل دوم اینکه شکست در بازپرداخت بدهی‌های تعهد شده، هزینه استقراض‌های بعدی را برای این واسط‌ها افزایش خواهد داد. با توجه به اینکه واسط‌های تأمین مالی دولت‌های محلی یک راه آسان برای جمع‌آوری بودجه بدون افزایش سقف استقراض برای دولت‌های محلی به شمار می‌رود، احتمالاً پکن بخواهد این کانال تأمین مالی را برای پروژه‌های زیربنایی باز بگذارد؛ تعداد مطلق واسط‌های تأمین مالی دولت‌های محلی که علنی شده است، و استمرار افزایش اوراق قرضه منتشر شده برای واسط‌های تأمین مالی دولت‌های محلی طی دو سال گذشته، در بحبوحه کند شدن رشد اقتصادی، علیرغم محدودیت‌های ظاهراً سخت‌گیرانه‌تر بر انتشار اوراق قرضه واسط‌های تأمین مالی دولت‌های محلی از سال ۲۰۱۴، گواهی بر این مدعا است.

بدهی‌های واسط‌های تأمین مالی دولت‌های محلی احتمالاً گسترش خواهد یافت

با توجه به بهره‌های تشویقی که واسط‌های تأمین مالی دولت‌های محلی در ازای انتشار اوراق قرضه دریافت می‌نمایند، ما در مؤسسه فیچ انتظار داریم کماکان طی فصول آینده بر میزان بدهی معوق واسط تأمین مالی دولت‌های محلی افزوده شود. اگرچه انتشار این اوراق، آهسته‌تر از آنچه در بحران مالی جهانی اتفاق افتاد پیش خواهد رفت، افزایش بدهی واسط تأمین مالی دولت‌های محلی، پیروی دولت از سیاست خودش مبنی بر عدم ضمانت این قبیل اوراق مربوط به بعد از سال ۲۰۱۶ را دشوار می‌سازد.

انتشار بدهی‌های واسط‌های تأمین مالی دولت‌های محلی در حال افزایش است

چین؛ انتشار اوراق –میلیارد یوآن



در اقدامی که احتمالاً با هدف حصول اطمینان از نقدینگی واسطه‌های تأمین مالی دولت‌های محلی صورت پذیرفت، مقامات به تدریج محدودیت‌های واسطه‌های تأمین مالی دولت‌های محلی را کاهش دادند، از جمله: لغو قانونی که واسطه‌های تأمین مالی دولت‌های محلی را که بیش از نیمی از درآمدشان را از منابع دولتی کسب می‌کردند، از انتشار اوراق قرضه جدید، منع می‌کرد. در واقع، طبق گزارش سی‌ان‌بی‌سی^۱ در سوم مارس، در اتفاقی حاکی از اینکه بازارهای اوراق قرضه چین ادعای دولت را باور ندارند که اوراق قرضه واسطه تأمین مالی دولت‌های محلی از این به بعد توسط ضمانت‌های دولت پشتیبانی نمی‌شود، سود تعدادی از اوراق قرضه واسطه تأمین مالی دولت‌های محلی که اخیراً در ماه فوریه منتشر شده بودند، کاهش یافت؛ از جمله: واسطه‌هایی با بالاترین رتبه‌ها^۲ که به طور متوسط از بیش از ۴۰ نقطه پایه^۳ تخفیف بهره می‌بردند. پکن به سهم خود پشتیبانی از تعدادی از واسطه‌ها را تمدید کرده است، مثلاً طبق همان گزارش از سی‌ان‌بی‌سی، گروه سرمایه‌گذاری صنعتی نینانگ^۴ مستقر در هنان^۵، ۵۰۰ میلیون یوان تسهیلات از بانک سیاستی دولت^۶، بانک توسعه چین^۷ دریافت نمود.

به باور ما، این تلقی که اوراق قرضه واسطه تأمین مالی دولت‌های محلی به طور ضمنی توسط دولت پشتیبانی می‌شود، با توجه به ترجیح سرمایه‌گذار برای ایمنی قابل تصور در خصوص این دارایی‌ها به ویژه در شرایط اقتصادی چالش‌برانگیز ناشی از همه‌گیری کووید-۱۹، عواقب ناگواری را برای تخصیص سرمایه به دنبال دارد. این امر موجب حذف بازیگران بخش خصوصی به دلیل کمبود اعتبار می‌شود و احتمالاً تأثیری منفی بر فشار دولت روی نیروهای بازار برای نقش‌آفرینی هرچه بیشتر در اقتصاد خواهد داشت. دسترسی ترجیحی بخش دولتی معمولاً کم‌بازده‌تر به اعتبارات، علاوه بر خطر افزایش سرمایه‌گذاری‌های غیربهرینه به دلیل بهره‌های کمتری که شامل حال واسطه‌های تأمین مالی دولت‌های محلی می‌گردد، کماکان برای رشد اقتصادی حتی در میان مدت و درازمدت عواقب ناگواری به دنبال خواهد داشت.

تغییرات ساختاری دلیل افزایش چالش‌ها

اگرچه ما معتقدیم که همچنان به نظر حجم بدهی‌های چین در حال حاضر قابل کنترل است، اما در عین حال ناپایداری افزایش چشم‌گیر بدهی‌ها در میان مدت تا درازمدت را خاطرنشان می‌نماییم. چین قبلاً روند کاهشی ساختاری را تجربه کرده است، که احتمالاً ادامه خواهد داشت و نشان دهنده افزایش دشواری بازپرداخت بدهی‌های تعهد شده طی سال‌های پیش رو است.

علاوه بر این، نرخ پس‌انداز ملی از قبل رو به کاهش بوده است، که از ۶۴٫۴ درصد در سال ۲۰۱۰ به ۶۱٫۴ درصد در سال ۲۰۱۸ رسیده است، و همزمان که چین اقتصاد خود را به سمت مصرف‌بازمی‌گرداند، کماکان با روند نزولی مواجه خواهد بود، که می‌تواند هزینه تسویه بدهی‌های دولتی را گزاف‌تر نماید. پس‌اندازهای داخلی، منبع اصلی تأمین بودجه

¹ CNBC

² AA-rated

³ 40 basis points

⁴ Nanyang Industrial Investment Group

⁵ Henan

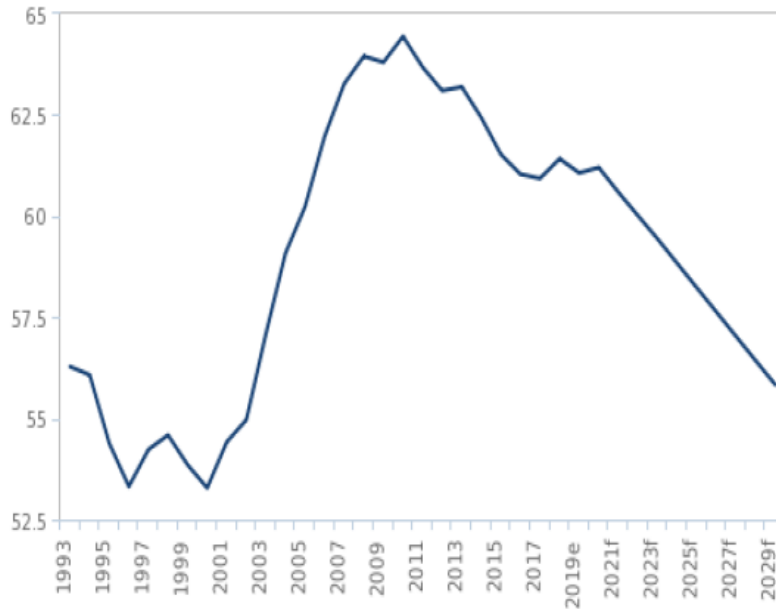
⁶ state policy bank

⁷ China Development Bank

بدهی‌های دولت بوده است، و عدم توانایی در تسویه این بدهی‌ها، می‌تواند چین را اجباراً به سوی بدهی‌های خارجی سوق دهد.

کاهش نرخ پس‌انداز در بحبوحه موازنه مجدد اقتصاد

چین؛ نرخ‌های پس‌انداز - درصد



منبع:

Emerging Markets Monitor

Fitch Solutions

April, 20, 2020