



## Юань: текущая ситуация и перспективы

Китайский юань - это одна из ключевых валют развивающихся экономик, подкрепленная как сильным торговым балансом Китая, так и поддержкой со стороны НБК. В сравнении с валютами BRICS, волатильность юаня является наименьшей (за последний год у юаня – 4,2%, у реала – 18,9%, у рубля - 36,8%, у рупии – 4,4%, у ранда – 16%). При этом, волатильность индекса DXY (доллар к 6-ти развитым валютам) также была заметно выше – 6,4% за последний год. Мы полагаем, что по окончании 2 кв 2022 г. юань может выступить неплохим инструментом для хеджирования средств в условиях заметно растущей глобальной инфляции, а также увеличивающихся геополитических конфликтов. По нашим оценкам, USD/CNY поднимется до 6,7-6,8 во втором-третьем квартале, а затем начнет обратное движение в направлении 6,5 к концу этого-в начале следующего года.

### ЭКОНОМИКА КНР. ТЕКУЩАЯ СИТУАЦИЯ И ПЕРСПЕКТИВЫ

**Экономика Китая уверенно растет на протяжении последних 30 лет и способна сохранить рост в ближайшие годы.** Экономика КНР является второй по величине после США и, по прогнозам крупнейших инвестиционных банков США, займет первенство уже к концу этого десятилетия. Способствуют уверенному росту китайской экономики лидирующие роли, занимаемые страной в мировой торговле в первую очередь промышленной продукции, а также высокая инвестиционная активность, связанная с продолжающейся урбанизацией (в 2016 году в городах проживало 50% населения, когда в 2022 уже все 64%) и политикой страны по модернизации промышленности и развитию научно-технического потенциала. На КНР приходится около половины мирового производства стали, алюминия и цемента. Страна лидирует в мире по добыче угля, марганцевых, свинцово-цинковых, сурьмяных и вольфрамовых руд.

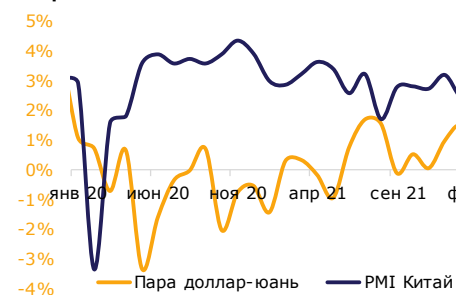
В последние годы сдерживающими факторами экономического развития Китая выступают некоторое ослабление внешнего спроса и активно выросший строительный сектор, что обусловило, в условиях экономического давления со стороны США, тенденцию к замедлению темпов роста ВВП. Впрочем, постепенному - в стране высока роль государства, большие ресурсы которого смягчают циклические колебания деловой активности и сдерживают развитие проблем в секторе финансов и строительства, а также обеспечивают невысокие темпы инфляции. Что позволяет стране решать задачи как по расширению зарубежных инвестиций для укрепления экономических связей на ключевых направлениях, так и по постепенному развитию внутреннего потребления и экономического потенциала западной части страны. Китай, благодаря диверсификации экономики и высокому промышленному потенциалу, способен сохранить, по оценкам МВФ, в ближайшие 5 лет темпы роста ВВП на уровне 4-5% в год, выше, чем мировая экономика (3,3 -3,6% г/г).

**В 2022 году ключевым негативом, определяющим временное снижение прогнозируемого роста экономики КНР и китайской валюты, становится вспышка COVID-19.** С начала весны страна столкнулась с резким ростом



заболеваемости коронавирусом, что вынудило власти к введению локдаунов. В настоящее время масштабы полных/частичных карантинных ограничений в текущей волне (сейчас охватывает 33 города, или около 24% национального ВВП) кажутся меньшими, чем в начале 2020 года. Однако уже отражаются в спаде ключевых экономических показателей: динамика розничной торговли уже отрицательна, композитный индекс PMI, отражающий уровень деловой активности в промышленности и секторе услуг, с марта опустился ниже 43 пунктов, в зону выраженного спада.

Composite PMI Китая и юань



Источник: ПСБ Аналитика

Китай промпроизводство и торговля, %



Источник: ПСБ Аналитика

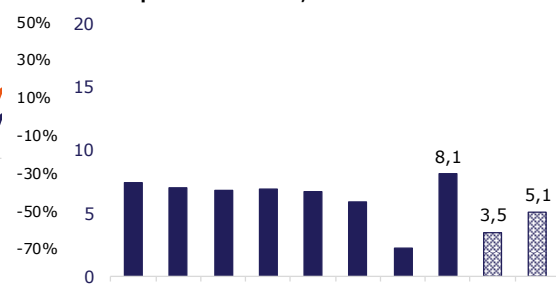
**На этом фоне оценки экспертов по сокращению экономической активности в КНР в этом году уже достаточно негативны.** Причем, учитывая нулевую терпимость властей к Covid, негативное влияние на экономику из-за нарушений в цепочках поставок может быть более длительным, чем в 2020 году, и затронуть не только 2, но и 3 квартал. Оживления китайской экономики стоит ожидать, скорее, с четвертого квартала, когда уровень вакцинации людей в возрасте 80+ (наиболее уязвимая возрастная группа) достигнет достаточно высокого уровня. К тому времени завершится и XX съезд партии (2-е полугодие 2022 г.), по итогам которого будут скорректированы планы по поддержке экономики (мы ждем, что она расширится). Наблюдаемое ослабление внешней торговли (в марте экспорт: +14,7% г/г; импорт: -0,1% г/г, - минимумы с осени 2020 года), как мы рассчитываем, в 3 квартале прекратится. Причем сальдо торгового баланса способно восстановиться к концу года при поддержке госцелей по сокращению импортной продукции на 30% в 2022 году, необходимых для стимулирования отечественного производства.

Торговый баланс Китая



Источник: ПСБ Аналитика

Темпы роста ВВП Китая, %



Источник: ПСБ Аналитика

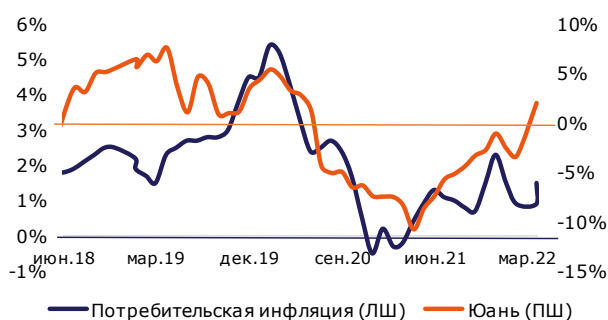
Отметим, что пандемия не позволит реализоваться планам Правительства КНР по экономике на 2022 год (ВВП: +5,5% г/г; инфляция: 3% г/г). Результаты, по нашим оценкам, будут хуже, в том числе и на фоне глобальных дисбалансов из-за ситуации в Украине. Наш прогноз по росту ВВП КНР в этом году: рост на 3,5% по итогам года, при



спаде экономики во 2 квартале и незначительном росте - в 3 квартале. **После нормализации ситуации с Covid-19 экономика КНР сможет, по нашему мнению, вернуться к естественной траектории роста и достичь в 2023 году 5,1% г/г.**

**Инфляционный фон в стране преимущественно невысокий (около 2% г/г), вследствие сильного влияния госрегулирования, ослабляемого лишь в кризисные периоды.** В настоящее время инфляционный фон начинает повышаться: в марте темпы потребительской инфляции в Китае достигли трехмесячного максимума и составили 1,5% г/г. Наибольший рост цен был обеспечен бытовыми товарами и услугами и ростом цен на жилье. Вследствие карантинных ограничений и глобальных инфляционных процессов темпы роста потребительских цен в стране могут ускориться в дальнейшем до 5-6% г/г и даже локально быть выше. **По нашим ожиданиям, ИПЦ лишь в 2023 году сможет вернуться к привычному для доковидных лет уровню (2%-3%).**

Изменение инфляции и юаня г/г, %



Источник: ПСБ Аналитика

Вероятность дефолта Китая, %

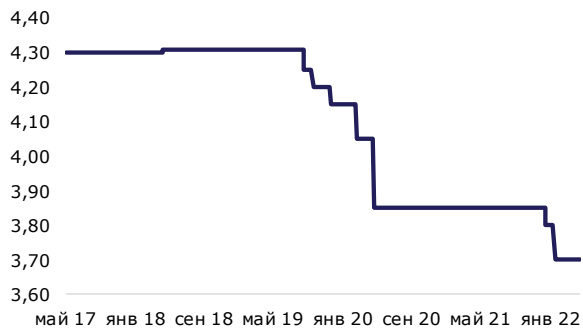


Источник: ПСБ Аналитика

**Текущая денежно-кредитная политика Китая ориентирована на поддержание стабильного роста экономики, а также выполнения поставленных задач компартией.** Так, с 2021 года китайский ЦБ, реагируя, в том числе на проблемы в отдельных сегментах финансового рынка и строительной отрасли, вновь начал смягчать свою политику. Вместе с тем, с 2019 года НБК придерживается политики по выстраиванию более рыночно-ориентированной процентной ставки, а также обменного курса. С осени прошлого года начали постепенно и снижаться требования по норме резервирования, чтобы увеличить объем долгосрочных средств для банков. С декабря – ключевые ставки. В настоящее время базовая ставка по годовому кредиту (LPR) составляет 3,7%, по пятилетнему – 4,6%. В апреле Народный банк Китая сохранил базовые процентные ставки, хотя некоторые инвесторы делали ставку на снижение ставок. Но призвал финансовые учреждения усилить поддержку сектора услуг и малых предприятий, пострадавших от COVID-19. Заметим, что риск дефолта Китая остается очень низким на горизонте 3-х и 5-ти лет. Так, в апреле вероятность дефолта КНР составляет менее 7%.

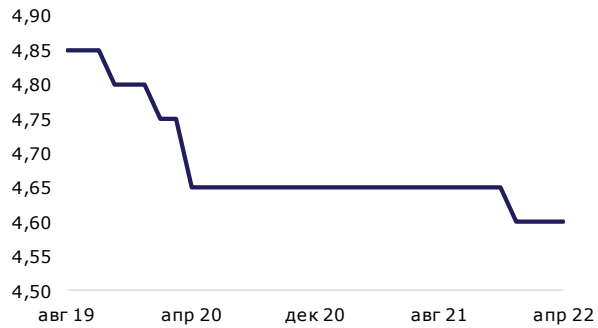


Китай базовая процентная ставка (LPR) на один год



Источник: ПСБ Аналитика

Китай базовая процентная ставка (LPR) на пять лет



Источник: ПСБ Аналитика

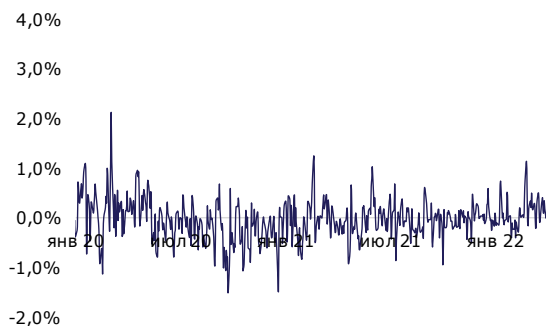
Мы полагаем, что постепенное смягчение ДКП, несмотря на некоторое ускорение инфляции, получит развитие в ближайшие кварталы, что позволит сохранить управляемость финансового сектора.



## ЮАНЬ. ОСОБЕННОСТИ И ОЖИДАНИЯ

**Существует два курса юаня, но для нерезидентов, не имеющих доступа к внутреннему китайскому рынку, особой разницы нет.** Первый, официальный, USD/CNY используется для внутренних операций и регулируется ЦБ страны, другой – «оффшорный» USD/CNH (обращающийся в Гонконге, Сингапуре и пр.), который как раз и приобретается нерезидентами: инвесторами и покупателями китайской продукции. То есть, например, при отправке плателем 100 CNH, бенефициар в континентальном Китае получит 100 CNY. Котировки зачастую не отличаются ввиду общей фундаментальной картины, однако ввиду того, что «оффшорный» юань не имеет ограничений на покупку и продажу и является более спекулятивным инструментом, между курсами иногда образуется арбитраж. Китайские инвесторы могут пользоваться керри-трейд стратегией для извлечения заработка на разнице курсов, однако для внешних игроков это фактически недоступно. Сейчас спрэд между CNY и CNH превышает среднемесячный показатель, что связано с фазой кризисной переоценки юаня. Но, по нашим оценкам, спрэд между валютами в ближайшее время сузится и преимущественно будет оставаться узким в 2022 году ввиду подстраивания внешнеэкономических ожиданий под складывающуюся конъюнктуру в Китае.

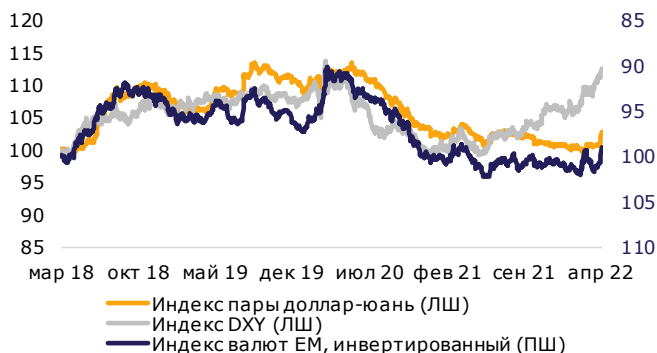
Спрэд "оффшорного" и материкового юаней



Источник: ПСБ Аналитика

**Динамика юаня преимущественно отражает основные тренды на валютных рынках.** Построенные нами индексы валют EM от MSCI, юаня и DXY демонстрируют до середины 2021 года в целом схожее поведение.

Юань и ключевые классы валют, пункты



С осени 2021 года юань, а вслед за ним и валюты EM продолжили крепнуть, несмотря на резкий рост доллара к 6-ти мировым валютам. Поддержку юаню оказывал относительно низкий уровень инфляции и крепость экономики – бенефициара

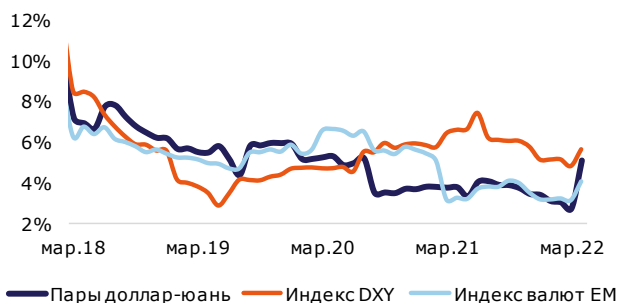


реализации отложенного после 2020 года спроса, а также подконтрольность китайской валюты государству. Противовесом укрепления юаня выступало смягчение денежно-кредитной политики НБК для поддержания реального сектора с конца 2021 года.

**Юань характеризуется невысокой волатильностью к доллару.**

Юань демонстрирует меньшую волатильность, чем у ключевых классов валют, что связано отчасти со спецификой организации торгов и меньшим влиянием спекулятивных факторов, - следствия госрегулирования. Мы полагаем, что к концу 2022 года, возникшая волатильность в паре доллар-юань снизится, вернувшись в привычные диапазоны на фоне нормализации ситуации с COVID-19.

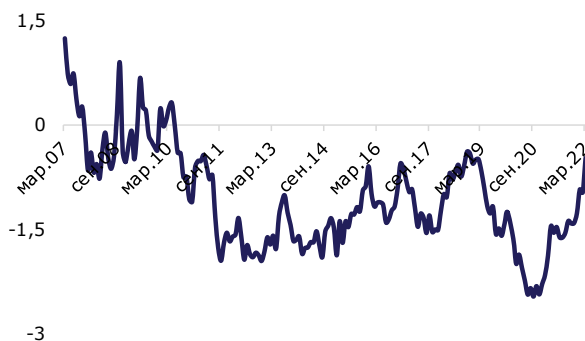
Месячная волатильность, %



Источник: ПСБ Аналитика

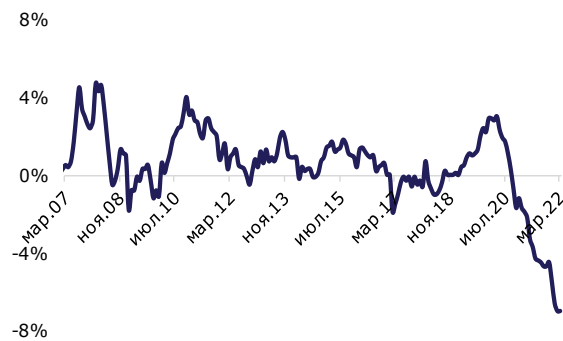
**По нашим модельным оценкам, низкая волатильность CNY исторически обусловлена и фундаментальными факторами - не очень сильными отклонениями разниц ставок по гособлигациям и потребительских инфляций в КНР и США, - ключевых ориентиров эластичности для валютного курса.**

Разница ставок КНР и США, %



Источник: ПСБ Аналитика

Разница инфляций КНР и США, %



Источник: ПСБ Аналитика

Исходя из наших расчетов, среднесрочно изменение разницы ставок КНР и США на 1-2% ведет к изменению пары доллар-юань на 1-1,3%, вклад изменения на 1-2% разницы инфляций в изменение курса юаня может составить 1-3%.

**С апреля 2022 году китайский юань начал слабнуть.** С начала года мы видим сильное расширение разницы инфляций за счет резкого всплеска ценового давления в США. Оно не отражалось в курсовой стоимости юаня, что мы связываем с ожиданиями



агрессивного ужесточения политики ФРС, способного в перспективе ослабить инфляцию в США. Более того, последнее время юань стал ослабляться, потеряв к доллару в апреле почти 5%, ввиду пандемии в КНР и, как следствие, перспектив заметного усиления и инфляционного давления в стране.

Для смягчения темпов обесценивания юаня НБК объявил, что снизит нормальную норму доходности банковских депозитов в иностранной валюте на 1 п.п., до 8%, тем самым увеличив спрос на юани в банковской системе.

По нашим оценкам, текущее ослабление юаня в значительной степени учло рост долларовых ставок, а также учитывает рост ИПЦ КНР на 3-4% (т.е. почти до наших прогнозных уровней на 2022 г.). Наши ожидания по ставкам и инфляционным процессам указывают на ограниченный потенциал ослабления юаня в случае отсутствия более сильных (или длительных) карантинных шоков в Поднебесной, а также негативных геополитических введений.

Пара доллар-юань

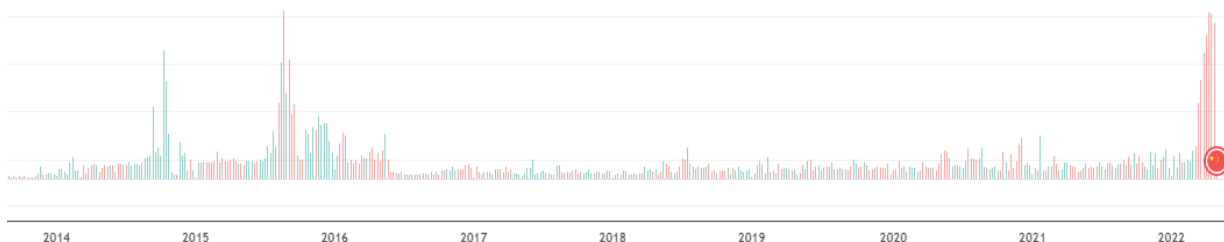


Источник: ПСБ Аналитика

Но пространство ослабления юаня к доллару сохраняется - **мы ожидаем, что пара USD/CNY поднимется до 6,7-6,8 во втором-третьем квартале, а затем начнет обратное движение в направлении 6,5 к концу этого-в следующем году на фоне постепенного восстановления китайской экономики и спрэдов ставок и инфляций с США.** Сценарий ухода пары в 7,0-7,20 возможен в случае затягивания карантинного режима.

**Юань на МосБирже.** Пара юань-рубль торгуется на валютном рынке с 2013 года и не пользовалась заметным интересом участников до начала текущих событий. Так, недельный оборот обычно не превышал 1 млрд юаней. Однако сейчас он превышает 5 млрд юаней. Мы ждем, что торговая активность в паре юань-рубль будет расти и дальше - экономика России из-за ощутимого давления со стороны европейских стран активно перестраивается на азиатские рынки, кроме того, крайне высоки риски инвестирования в валюты развитых стран, что в совокупности будет способствовать дальнейшему повышению ликвидности данной валютной пары.

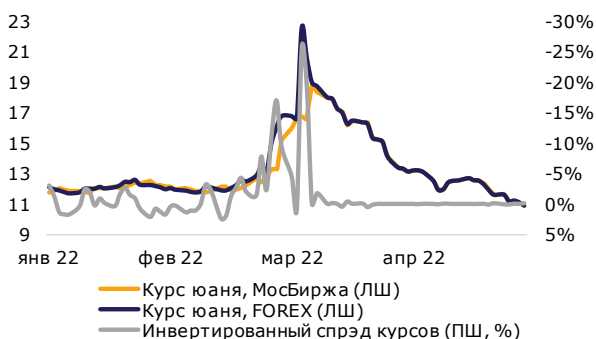
**Недельные объемы торгов парой юань-рубль с расчетами "завтра", млрд юаней**



Источник: trading view, ПСБ Аналитика



Спрэд курса юаня на МосБирже и FOREX, %



Источник: ПСБ Аналитика

Отметим, что повышение ликвидности и меры активного валютного контроля со стороны ЦБ (повышение ключевой ставки, установление норм реализации валютной выручки экспортерами и пр.), привели к нормализации спреда между курсом юаня на МосБирже и FOREX. Мы полагаем, что спрэд на протяжении 2022 года останется узким, ввиду отсутствия явных предпосылок для нового валютных шоков в РФ.

**Инвестиции в юань выглядят для инвестора хорошей альтернативой инвестициям в доллар.**

Если посмотреть исторические взлеты и падения, то можно констатировать, что юань может выступить более выгодной покупкой, чем доллары. Так, например, если взять кризис 2014 года рубль терял на пиках 139%, когда к юаню 130%. В пандемийный кризис рубль ослаб на 34,4%, когда к юаню на 27%. В случае, если бы инвестор приобрел юани в конце февраля и продал на мартовских пиках, то мог бы заработать больше, чем на долларе, ввиду того, что с китайской валютой образовался мультипликативный эффект.

**Снижение рубля в кризисы**

	Снижение рубля к доллару	Снижение рубля к юаню
Кризис 2008 года (июл - февр)	56,9%	-
Кризис 2014 года (июн - дек )	139%	130,0%
Кризис 2020 года (янв - мар)	34,4%	27%
Кризис 2022 года (февр - нач. мар)	57,0%	99%

Источник: ПСБ Аналитика

В то же время, в период восстановления экономики от шоков, укрепление рубля было преимущественно более явным в связке с юанем, нежели, чем с долларом.

**Восстановление рубля после кризиса**

	Восстановление рубля к доллару	Восстановление рубля к юаню
Кризис 2008 года (мар'09 - нояб'09)	22%	-
Кризис 2014 года (дек'14 - май'15)	38%	37,3%
Кризис 2020 года (мар'20 - июн'20)	15,8%	17%
Кризис 2022 года (мар'22 - май'22)	43,2%	59%

Источник: ПСБ Аналитика

**Как итог - юань выглядит хорошим инструментом для хеджирования рисков ослабления рубля. Ввиду сильной экономики Китая юань менее подвержен санкционному и внешнеэкономическому давлению в отличии от рубля, а доходность по гособлигациям соизмерима с доходностью гособлигаций США, спрэд между которыми в 2022 году сужается. При этом, юань является**





**подконтрольной валютой НБК в отличие от доллара, что смягчает ее колебания, а нынешний глобальный курс на дедолларизацию делает юань ключевой альтернативой американской валюты.**

**Исходя из нашего прогноза доллара к рублю, мы полагаем, что национальная валюта ослабнет, что является дополнительным стимулом к покупке юаней. В базовом сценарии мы ориентируемся на средний курс юаня на МосБирже в 2022 году - 13,78 руб., а в 2023 году – 15,64 руб. В стресс-сценарии, в случае военной операции Китая на Тайване, стоимость юаня может опуститься под отметку 9,5 руб. к концу года, однако частично в котировках юаня это уже заложено.** Заметим, что для инвестора, помимо меньших рисков волатильности, юань является ликвидной валютой, которая не подвергалась ограничениям на покупку и продажу во время кризисов не со стороны Банка России, ни со стороны НБК, что добавляет дополнительного интереса китайской валюте.



**ПАО «Промсвязьбанк»**

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

e-mail: RD@psbank.ru

<https://www.psbank.ru/Informer>

<https://vk.com/psbresearch>

<https://t.me/macrosresearch>

**ПСБ Аналитика & Стратегия**

**Центр аналитики и экспертизы +7 (495) 777-10-20**

**Николай Кащеев**

Руководитель Центра

KNI@psbank.ru

доб. 77-47-39

**Отдел экономического и отраслевого анализа**

**Евгений Локтюхов**

Начальник отдела

LoktyukhovEA@psbank.ru

доб. 77-47-61

**Екатерина Крылова**

KrylovaEA@psbank.ru

доб. 77-67-31

**Владимир Лящук**

Lyaschukvv@psbank.ru

доб. 77-47-86

**Владимир Соловьев**

Solovevva1@psbank.ru

доб. 81-48-31

**Людмила Теличко**

Telichkole@psbank.ru

доб. 81-40-10

**Егор Жильников**

Zhilnikovev@psbank.ru

доб. 81-74-77

**Алексей Головинов**

Golovinovag@psbank.ru

доб. 81-75-84

**Отдел анализа банковского и финансового рынков**

**Илья Ильин**

Начальник отдела

Ilinio@psbank.ru

доб. 77-54-23

**Дмитрий Грицкевич**

Gritskevichda@psbank.ru

доб. 81-10-36

**Дмитрий**

**Монастыршин**

Monastyrshin@psbank.ru

доб. 77-47-10

**Денис Попов**

Popovds1@psbank.ru

доб. 81-09-13

**Максим Белугин**

Beluginma@psbank.ru

доб. 81-62-16

**Никита Мидони**

Midonins@psbank.ru

доб. 81-91-95

**Группа стратегического маркетинга**

**Павел Гвоздев**

Gvozdevpd@psbank.ru

доб. 81-71-56

**Екатерина**

**Гаврилова**

Gavrilovae@psbank.ru

доб. 81-11-23

**Екатерина Аликина**

Alikinaem@psbank.ru

доб. 81-55-40



**© 2021 ПАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.**

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ПАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ПАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора.

Содержащиеся в обзоре комментарии и выводы, в том числе, о действиях и политике ЦБ, отражают только позицию аналитиков ПАО «Промсвязьбанк». Комментарии подготовлены на основе данных, размещенных в открытых источниках, которые ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными.

Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски.

ПАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск. Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать



данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.