

Кризис фондового рынка Китая 2015–2016 гг.: факторы возникновения и политика противодействия

© 2016

И.В. Вахрушин

В статье выявлены ключевые факторы, приведшие к очередному глубокому кризису рынка акций Китая в 2015–2016 гг. Помимо замедления экономического роста, давления со стороны валютного рынка и ухудшения общеэкономической ситуации, ответственность за кризис лежит на Комитете по ценным бумагам Китая, проводившем политику чрезмерного стимулирования рынка в предкризисный период.

Ключевые слова: фондовый кризис в Китае, рынок акций КНР, Шанхайская фондовая биржа, Шэньчжэньская фондовая биржа, Комитет по ценным бумагам Китая.

Стремительный рост рынка акций в Китае, сменившийся столь же резким падением в июне 2015 г., в очередной раз привлек к нему пристальное внимание в мире. Инвесторы традиционно воспринимают национальные фондовые рынки, включая китайский, как барометр общего состояния экономики страны. Однако несмотря на значительную капитализацию фондовых бирж КНР необходимо учитывать, что рынок акций в Китае исторически образовался, развивается и функционирует в рамках модели финансового рынка, близкой к континентальному (германскому) типу, в которой банковское кредитование доминирует в финансировании экономики, в отличие от англо-американской модели, в которой финансирование через акции играет решающую роль.

Так, в Китае коэффициент отношения годового объема акционерного финансирования к общей сумме выданных в течение года банковских кредитов в 2014 г. был равен 4,76%, однако по итогам 2015 г. с учетом резкого роста объема повторных размещений акций (см. табл. 1) этот показатель вырос до 14%. Максимального значения данный показатель достигал в рекордном для фондового рынка КНР предкризисном 2007 г. — 21,2%, в 2010 г. — 11,2%, среднее значение за период 1996–2014 гг. — 7%.

Еще одним показателем, косвенно отражающим значение фондового рынка в национальной экономике, является отношение совокупной рыночной капитализации обращающихся на биржах акций к объему ВВП. В 2014 г. он составил 58,5%, а исторический максимум также приходится на 2007 г. — 131% в значительной мере за счет эффекта «пузыря», приведшего к краху рынка в 2008 г., когда показатель снизился до 40,3%. Для сравнения, в 2014 г. данный показатель в России — 33%, в США — 151%.

Свободная рыночная капитализация фондового рынка (то есть капитализация китайских акций, доступных для торговли на бирже, рассчитывается как общая капитализация публичных компаний за вычетом пакетов акций государства и стратегических

долгосрочных инвесторов) составляет 40,5 трлн юаней (по данным Шанхайской и Шэньчжэньской бирж на конец июля 2015 г.), или около 60% ВВП Китая в 2014 г., что является значительной величиной для финансового рынка континентального типа¹.

Развитие фондового рынка КНР находится под жестким контролем государства в лице специального регулирующего органа — Комитета по ценным бумагам Китая (далее — регулятор), который располагает исчерпывающим набором инструментов воздействия на рынок.

Отличительной особенностью фондового рынка Китая является структура инвесторов, в которой преобладают розничные инвесторы (фактически широкие слои населения). Ввиду традиционно низкого уровня ставок по банковским депозитам рынок акций воспринимается как единственный источник существенного дохода на инвестиции. Однако подавляющая часть розничных инвесторов не обладает элементарными финансовыми знаниями, поэтому они становятся главной жертвой всевозможных рыночных манипуляций. Их сделки в большинстве своем носят спекулятивный, экономически не обоснованный, рискованный характер; решения принимаются бессистемно, под воздействием рыночных слухов, мнения друзей, рекомендаций в СМИ.

Как только рынок начинает расти под воздействием благоприятных макроэкономических факторов, миллионы частных инвесторов, движимые биржевым азартом и неспособностью остановиться на достигнутой прибыли, создают крайне нездоровый ажиотаж, «разогревают» рынок до предельных значений, что в конечном счете ведет к образованию «пузыря», то есть биржевые котировки отрываются от реальности и многократно превышают экономически обоснованные показатели. Прорыв «пузыря» неизбежен и может начаться под воздействием малозначительного события или рыночного слуха, в итоге начинается кризис фондового рынка.

Так в общих чертах выглядит самовоспроизводящийся механизм возникновения кризиса фондового рынка КНР, имевшего место как в 2008 г., так и в 2015–2016 гг. Подобные финансовые потрясения в Китае носят циклический характер (еще ранее в 2001 г., также в середине 1990-х гг.), так как описанная выше модель поведения частных инвесторов порождает системную проблему рынка и его уязвимость к образованию «пузырей» в периоды роста. Осознавая это, в последние годы регулятор прилагает большие усилия для повышения роли институциональных инвесторов, и эта тенденция отчетливо проявляется на спокойном рынке. Однако с началом рынка «быков» активность частных инвесторов многократно возрастает, они полностью задают тон на рынке, соответственно удельный вес финансовых институтов резко снижается, делая их практически неспособными влиять на рынок.

Несмотря на то, что за минувшее десятилетие инвестиционная активность на фондовом рынке Китая кардинально выросла, до сих пор менее 7% городского населения Китая располагает инвестициями в акции. Владение акциями в стране, где насчитывается более 90 млн индивидуальных инвесторов, по-прежнему не правило, а исключение (в отличие, например, от США, где более половины населения инвестирует в фондовый рынок).

В частности, кризис фондового рынка Китая 2008 г. был в первую очередь связан с внутренними факторами — массовыми спекуляциями и образованием «пузыря» и в меньшей степени — с мировым финансовым кризисом. В докризисный период 2005–2008 гг. композитный индекс Шанхайской фондовой биржи (ШФБ) вырос в 6 раз с 1012 п. в 2005 г. до 6124 п. к ноябрю 2007 г. Однако уже к ноябрю 2008 г. индекс упал до минимума в 1708 п., в результате чего снижение в течение года составило 72% (на тот момент — второй худший результат в мире после Украины в тот же период).

Прорыв «пузыря» начался 5 ноября 2007 г. после новостей о переносе листинга крупнейшей китайской корпорации PetroChina с Гонконгской фондовой биржи на ШФБ. Инвесторы в массовом порядке выводили деньги с фондового рынка, переводя их в бан-

ковские депозиты, что катастрофически отразилось на объеме биржевых торгов. Котируемые ряды крупнейших корпораций, в том числе PetroChina и China Railway, опустились ниже уровня цены размещения (т.е. цены, по которой акции продаются в ходе IPO).

Столь глубокое падение фондового рынка совершенно не коррелировало с показателями экономического роста страны (9% в 2008 г.). Вместе с тем, индекс ШФБ демонстрировал высокую степень корреляции с фондовыми рынками США и ЕС. Так, осенью 2008 г. он ощутимо реагировал на все значимые события, происходившие в западном финансовом мире.

Представляется, что значительная доля ответственности за кризис 2015–2016 гг. лежит на регуляторе, так как его решения, направленные на стимулирование рынка, во многом носили избыточный характер.

Во-первых, в отличие от 2008 г. новым фактором давления на рынок, ускорившим прорыв «пузыря», стали маржинальные сделки (торговля «с плечом») — возможность осуществлять сделки на заемные средства, полученные от брокера, что значительно повышает как масштабы, так и риски торговли. Они были разрешены регулятором в 2012 г. сначала в качестве эксперимента в крайне ограниченном объеме, однако стоимость открытых маржинальных сделок к середине января 2015 г. выросла до 1,08 трлн юаней с 400 млрд юаней в июне 2014 г.

Столь стремительный рост маржинальных позиций воспринимался регулятором как существенный рыночный риск образования «пузыря». В качестве базовой меры по охлаждению рынка было избрано сокращение маржинального кредитования. Ряду крупных компаний по ценным бумагам предписали приостановить открытие новых маржинальных счетов, в том числе крупнейшим CITIC Securities, Haitong Securities, Guotai Junan Securities запретили открывать новые маржинальные счета сроком на 3 месяца в связи с выявленными нарушениями — регулятивно запрещенной пролонгацией маржинальных контрактов. Еще 9 компаний получили предупреждения. В результате 19 января 2015 г. фондовый рынок испытал крупнейшее дневное падение со времен кризиса 2008 г. — 7,7%.

К маю 2015 г. количество маржинальных счетов выросло до 7,2 млн, удвоившись за год. Объем заемных средств, используемых для игры на фондовом рынке, увеличился до 2,3 трлн юаней (370 млрд долл.), что составляло около 9% от общей капитализации рынка. В среднем на торги «с плечом» приходилось около 16% рынка, что делало его крайне неустойчивым. Пиковое значение в 22% зарегистрировано 18 июня.

Некоторые аналитики проводят параллели между нынешним кризисом рынка акций Китая и американским 1929 г., когда катализатором биржевого краха послужило лавинообразное закрытие маржинальных сделок на фоне снижавшегося рынка. Обоснованность такого сравнения подтверждается заявлением Министерства общественной безопасности КНР о том, что некоторые компании манипулировали при торговле фьючерсами на фондовом рынке, а предумышленное закрытие коротких маржинальных позиций стало одной из причин биржевого кризиса в Шанхае. Однако в случае Китая это важный, но не единственный фактор развития кризиса.

Механизм маржинальной торговли позволял в период рыночного роста финансировать инвестиции за счет брокерских кредитов под залог покупаемых акций. При снижении цен акций стоимость залога падает, брокеры закрывают позиции и их продажи вызывают дальнейшее падение цен. Этот замкнутый круг приводит к обвалу рынка.

Данные об изменениях объема маржинального долга позволяют приблизительно оценить величину маржин-коллов на китайском рынке летом 2015 г. Только по биржевым кредитам эта величина составила около 175 млрд долл. и еще примерно столько же по внебиржевым сделкам. То есть на китайском рынке было продано ценных бумаг на сумму примерно 350 млрд долл. Вероятно, именно этот механизм и привел к такому сильному падению китайских индексов².

Во-вторых, приток избыточной ликвидности на рынок акций произошел по таким каналам, как паевые инвестиционные фонды, фонды взаимных инвестиций, внебиржевой рынок или взаимное кредитование физических лиц (так называемое peer-to-peer кредитование). По оценкам экспертов, из этих источников на рынок могло поступить до 1,4 трлн юаней (225 млрд долл.).

В-третьих, одним из важнейших событий на рынке ценных бумаг Китая в 2014 г. и каналом значительного притока ликвидности стало начало реализации программы по инвестиционному взаимодействию между Шанхайской и Гонконгской фондовыми биржами (Shanghai — Hong Kong Stock Connect program) — открыт прямой торговый канал между двумя биржами, позволяющий инвесторам в КНР приобретать ценные бумаги, зарегистрированные на Гонконгской фондовой бирже (ГФБ), и соответственно гонконгским инвесторам — на биржах КНР. Реализацию этой схемы в определенной мере можно также рассматривать в качестве фактора образования кризиса.

На начальном этапе развития данный инвестиционный механизм подлежит количественным ограничениям. Ежедневно международные инвесторы из Гонконга имеют право покупать ценные бумаги на Шанхайской фондовой бирже в объеме не более 13 млрд юаней. В свою очередь зарегистрированные в Шанхае участники рынка могут приобретать акции и облигации, торгующиеся в Гонконге, на сумму, не превышающую 10,5 млрд юаней.

Всего через режим объединения двух торговых площадок из Гонконга в Китай разрешено инвестировать около 49 млрд долл. Инвесторы из КНР могут приобрести ценные бумаги в Гонконге на 41 млрд долл.

В день открытия торгов 17 ноября 2014 г. еще во время аукциона международные инвесторы из Гонконга выбрали весь лимит, превысивший 1 млрд долл. Вполне объясним интерес международных инвесторов, проявленный к этой схеме. Ранее их возможности были ограничены приобретением акций китайских компаний, обращающихся на Гонконгской бирже. В основном на ней представлены предприятия, находящиеся в собственности центрального правительства КНР или провинциальных властей. После либерализации торгового режима с помощью Stock Connect гонконгские инвесторы получили возможность покупать акции китайских компаний, занятых в сфере здравоохранения, промышленности и ритейла.

Немаловажно также, что в отличие от гонконгских к шанхайским инвесторам для участия в торгах предъявляется требование минимального остатка на брокерском счете в размере 500 тыс. юаней. Количественный перечень доступных финансовых инструментов для инвестирования представлен 568 видами акций, обращающихся на ШФБ, для гонконгских инвесторов и 268 видами акций, обращающимися на ГФБ, для шанхайских инвесторов.

В-четвертых, в апреле 2015 г. китайским инвесторам разрешено открывать до 20 инвестиционных (брокерских) счетов. Ранее допускалось наличие только одного счета. Теперь не потребуется затрачивать усилия и дополнительные средства для перерегистрации своего счета при смене брокера. Достаточно открыть новый счет, данные о котором в автоматизированном режиме будут переданы в Китайскую депозитарно-клиринговую корпорацию. Представляется, что данная мера пошла на пользу в первую очередь крупным игрокам-спекулянтам, позволяя резко увеличить масштаб спекуляций и в то же время сделать их менее прозрачными.

На фоне инвестиционного бума только за одну неделю в апреле 2015 г. было открыто 4,4 млн новых брокерских счетов. Всего же с января по май в стране было открыто 33 млн брокерских счетов. Однако образовательный уровень пришедших на рынок инвесторов крайне низок: по некоторым данным, большая их часть даже не окончила школу, а около 6% не умеют читать и писать.

На частных инвесторов в течение года рыночного бума приходилось около 90% дневного торгового оборота. В основном они совершали сделки, основываясь на собственной интерпретации намерений государства, слухов, краткосрочных настроений. Большинство из них потеряли деньги в ходе кризиса.

Благодаря большому профессионализму и непосредственной близости к центру биржевой торговли, рынок «быков» 2014–2015 гг. в наибольшей мере позволил обогатиться шанхайским розничным инвесторам. В январе-апреле 2015 г. их средний доход от инвестиций в акции составил 156,4 тыс. юаней, в то время как для пекинских инвесторов этот показатель равен 80,2 тыс., жителей экономически развитой провинции Чжэцзян — 36,9 тыс., в среднем по стране — всего 14 тыс. юаней³.

В январе-марте 2015 г. акции 99,5% листинговых компаний выросли в цене: из общего числа 2547 компаний котировки 397 выросли вдвое, 1163 — более чем на 50%⁴. По оценкам инвестиционного банка UBS, на фоне стремительного роста котировок акций в первом квартале 2015 г. в Китае появилось около 15 новых долларовых миллиардеров, главным образом в секторе интернет-технологий⁵.

В большом выигрыше оказались крупные инвесторы — мажоритарные акционеры и топ-менеджеры компаний: за первые пять месяцев 2015 г. на растущем рынке они продали акций на 360 млрд юаней (58 млрд долл.), что почти в два раза больше, чем за весь 2014 г. Очевидную выгоду также получили компании, проводившие IPO в январе-мае 2015 г. (до обвала рынка) в объеме 529 млрд юаней (89 млрд долл.), что на 77% больше, чем за аналогичный период прошлого года.

В мае 2015 г. важными новостными факторами взлета котировок послужили: 1) публикация первой «Белой книги» оборонной стратегии Китая, провозгласившей курс на объединение сил стратегической обороны и оперативно-тактического нападения, в результате чего 14 публичных оборонных компаний преодолели 10-процентный дневной лимит роста котировок; 2) объявление Государственным комитетом по делам развития и реформ деталей по 1043 планируемым к реализации проектам на базе государственно-частного партнерства в сфере развития инфраструктуры, охраны окружающей среды, водосберегающих технологий⁶; 3) публикация Госсоветом КНР программы «Сделано в Китае — 2025», направленной на кардинальное повышение роли и конкурентоспособности на мировом рынке ряда отраслей промышленности; 4) 10-летний план Госсовета КНР по оказанию мер поддержки 10 наиболее перспективных отраслей, включая информационные технологии, робототехнику, новую энергетику, аэрокосмическую отрасль, медицинское оборудование, энергетическое и сельскохозяйственное машиностроение⁷; 5) снижение Министерством финансов КНР импортных таможенных пошлин по ряду востребованных товаров класса премиум (костюмы, обувь, меха — в среднем на 50%) с целью стимулирования внутреннего потребления; 6) решение о начале реализации программы по открытию прямых торгов паями взаимных фондов между материковым Китаем и Гонконгом с 1 июля 2015 г.; первоначальная инвестиционная квота составляет 300 млрд юаней для каждой из сторон; к сделкам допускаются около 100 гонконгских и 850 материковых взаимных фондов со сроком работы не менее одного года и стоимостью активов более 200 млн юаней.

В ходе нараставшего рынка «быков» 27 мая дневной объем торгов на Шанхайской и Шэньчжэньской биржах достиг рекордных 2,15 трлн юаней (352,4 млрд долл.). Однако уже на следующий день котировки снизились на 6,5% в результате ужесточения рядом крупных брокеров правил маржинального кредитования, а также массовой фиксации прибыли в ожидании серии предстоявших IPO⁸.

Аналитики инвестиционных банков Black Rock, Credit Suisse и Bank of America в июне 2015 г. заявили, что на китайском рынке образовался «пузырь», предупредив о предстоящей длительной коррекции. В то же время в середине мая финансовые эксперты Нью-Йоркского университета оценивали показатели роста и волатильности на рынке ак-

ций КНР в пределах нормы, а также как адекватное отражение фундаментальных факторов и, в первую очередь, активно разворачивающегося нового этапа экономической реформы и ожидания кардинальных преобразований в финансовой системе⁹.

По оценке Bloomberg, до начала кризиса в июне 2015 г. китайский фондовый рынок рос рекордные 935 дней, а за последний год шанхайский индекс увеличился на 150%. К 12 июня 2015 г. композитный индекс ШФБ достиг максимального значения за последние 8 лет — 5166 п., а рыночная капитализация рынка акций превысила 10 трлн долл. Затем менее чем за месяц индекс и, соответственно, капитализация обрушились на 35%.

С началом кризиса финансовые регуляторы оперативно задействовали широкий перечень антикризисных мер, в том числе был принят ряд достаточно жестких решений нерыночного характера. 27 июня Народный банк Китая (НБК) объявил о снижении резервных требований и базовой процентной ставки на 0,25 п.п. до 4,85%, ставка по годовым депозитам снижена до 2%. Брокерам разрешено выпускать краткосрочные облигации для финансирования выданных ими маржинальных кредитов. 1 июля Шанхайская и Шэньчжэньская фондовые биржи на одну треть снизили гербовый сбор на операции с ценными бумагами.

С целью пресечь дальнейшие массовые продажи акций со стороны корпоративных инсайдеров, 8 июля введен шестимесячный мораторий на продажу акций публичных компаний акционерами (включая топ-менеджеров) с пакетом более чем 5%. В результате значительная часть инвесторов оказалась заблокирована, более 1,3 тыс. компаний приостановили свои котировки на биржах, что способствовало заморозке акций на 2,6 трлн долл. (40% рыночной капитализации).

Решением Государственного комитета по контролю и управлению государственным имуществом подведомственным ему государственным компаниям также запрещено продавать свои акции на фондовых биржах на период аномальных рыночных колебаний.

Временный запрет распространяется на несколько десятков крупнейших корпораций КНР, среди которых авиастроительные, судостроительные, энергетические, телекоммуникационные, автомобильные, сталелитейные, химические, строительные, угледобывающие холдинги.

Более 20 крупнейших брокеров заявили о готовности учредить стабилизационный фонд в размере не менее 20 млрд долл. Они инвестируют в него сумму, равную 15% собственных чистых активов. Средства будут направлены на покупку паев биржевых фондов (ETF), инвестирующих в крупные компании.

Наиболее масштабным антикризисным направлением стало вливание ликвидности в специализированное государственное агентство China Securities Finance (CSF), в задачи которого входит финансовая поддержка брокеров, в первую очередь в сегменте маржинального кредитования. По сообщениям СМИ, в июле CSF получила от Народного банка Китая и крупнейших коммерческих банков до 3 трлн юаней (483 млрд долл.), которые будут направлены на пополнение ликвидности брокеров, а также массовую скупку акций и паев инвестиционных фондов на биржах.

Каждый из пяти крупнейших банков Китая предоставил CSF кредиты на сумму не менее 100 млрд юаней, всего к 13 июля 17 банков дали агентству межбанковские кредиты в объеме до 1,3 трлн юаней (209 млрд долл.). Крупнейший заем в 186 млрд юаней выдал шестой по размеру активов банк Китая — China Merchants Bank. Нераскрываемый объем кредитов получен агентством напрямую от НБК, также CSF активно выпускает и продает на рынке облигации и краткосрочные бумаги.

В ходе начальной фазы реализации антикризисного плана к середине августа индекс вырос на 18% с минимального уровня, достигнутого 8 июля, однако последняя декада августа ознаменовалась резким разворотом и очередным пятидневным падением рынка, рекордным по продолжительности с 1996 г. За два дня 24–25 августа композитный индекс ШФБ обвалился на 15%, в целом за пять дней снижение превысило 20%. В первую

очередь падение спровоцировали слухи об окончании интервенций со стороны государства. В агентстве CSF еще 14 августа заявили, что оно останется на рынке, но будет вмешиваться только в случае возникновения чрезмерной волатильности или угрозы системных рисков. Значительную лепту в первоначальную панику внесли обрушение американских индексов 21 августа и двухдневное невмешательство НБК в ситуацию на рынке.

Только 26 августа последовало решение об очередном снижении ставок, пятом по счету, начиная с ноября 2014 г., что позволило замедлить падение рынка. Ставки по годовым кредитам снижены на 25 базисных пунктов до 4,6%, ставка по годовому депозиту — на 25 базисных пунктов до 1,75%. Вступившие в силу ставки стали рекордно низкими для КНР. Вместе со снижением ставок Народный банк Китая прибег и к другому способу стимулирования кредитования, снизив нормы по обязательным резервам для большинства банков на 50 базисных пунктов до 18%. В совокупности эти меры приведут к увеличению ликвидности для китайских компаний, по оценке Wall Street Journal, на 105 млрд долл.¹⁰

За лето 2015 г. композитный индекс ШФБ упал относительно июньского максимума на 39%, в том числе на 20% за последние две недели августа. При этом в июне-августе китайское правительство потратило на поддержку фондового рынка 1,5 трлн юаней (236 млрд долл.). Только за август расходы составили почти 600 млрд юаней (более 94 млрд долл.).

По оценкам Goldman Sachs, общая сумма потраченных средств эквивалентна 9,2% совокупной стоимости акций, находящихся в Китае в свободном обращении, при этом опыт прошлых интервенций на фондовые рынки в Гонконге и США показывает, что инвесторы крайне озабочены тем, когда и каким образом правительство будет компенсировать эти расходы¹¹.

Таким образом, программа поддержки дала положительный результат только на самом старте, так как, по оценкам участников рынка, среди инвесторов по-прежнему преобладает желание выводить деньги вне зависимости от действий властей, доверие к рынку подорвано и сомнений в эффективности действующей политики становится все больше.

Несмотря на драматическое падение рынка, к концу августа 2015 г. ключевой коэффициент Р/Е (отношение биржевой цены акции к нераспределенной прибыли компании в расчете на одну акцию) превышал 60, что являлось самым высоким значением среди десяти крупнейших фондовых рынков. Таким образом, рынок был по-прежнему переоценен.

Новая волна падения рынка припала на середину сентября 2015 г., когда за два дня композитный индекс ШФБ снизился на 6%, в первую очередь в результате выхода неудовлетворительной статистики по промышленному производству — его рост в августе составил 6,1% при консенсус-прогнозе 6,5%. Давление также оказывала перспектива дальнейшего ослабления юаня. Небольшой рост котировок продемонстрировал лишь банковский сектор, а также индекс 50 крупнейших компаний. Индекс ШФБ вновь опустился ниже 3000 п., при этом обвал на Шэньчжэньской бирже был внушительнее — более 12%¹².

В период 8–14 октября 2015 г. после недельных биржевых каникул, связанных с празднованием Дня образования КНР, рынок уверенно восстанавливал позиции — рост котировок составил около 10%. Однако данный тренд не выдержал первого испытания в виде выхода неблагоприятных с точки зрения рынка данных по инфляции (показатели оказались ниже прогнозируемых, что вызывает дефляционные опасения), и уже 14 октября все ключевые индексы отреагировали падением¹³.

В конце ноября 2015 г. рынок испытал серьезное потрясение, когда регулятор объявил о начале проверок крупнейших брокеров страны по подозрению в участии в незаконных рыночных операциях, в том числе во время летнего биржевого кризиса. В скандале оказались замешаны системообразующие компании по ценным бумагам — Citic Securities, Guosen Securities и Haitong Securities.

В частности, Citic Securities подозревается в завышении данных о стоимости производных активов на сумму более 1 трлн юаней, в связи с чем президент компании покинул свой пост, еще нескольким топ-менеджерам предъявлены обвинения в инсайдерской торговле.

В рамках масштабной кампании по борьбе с незаконными рыночными операциями по подозрению в превышении служебных полномочий был арестован заместитель председателя Комитета по ценным бумагам Яо Ган. Примечательно, что по данным издания New York Times, под подозрением оказались двое предположительно российских граждан — конечных бенефициаров шанхайской брокерской компании Yishidun International Trading, сотрудники которой в свою очередь арестованы по подозрению в совершении незаконных операций с фьючерсами в объеме 2 млрд юаней. В период летнего биржевого кризиса Yishidun получила прибыль в размере более 500 млн юаней, из которых 200 млн юаней, вероятно, связаны с незаконными операциями¹⁴.

Усилия регулятора также были направлены на недопущение финансирования биржевых операций с помощью производных внебиржевых инструментов, в первую очередь свопов, которые из инструмента страхования риска фактически превратились в кредитный ресурс. По состоянию на октябрь 2015 г. номинальная стоимость всех внебиржевых производных инструментов, которые находились на балансе 39 брокерских компаний КНР, составляла 279 млрд юаней. Из них на свопы в денежном выражении пришлось почти 45% этой суммы.

Проводится дальнейшее ужесточение регулирования в сегменте маржинального кредитования. В частности, Шанхайская и Шэньчжэньская биржи уже вдвое повысили уровень минимального залога по маржинальным кредитам.

Решительные действия регулятора были предприняты в крайне неблагоприятный для рынка момент, когда он находился в фазе уверенного восстановительного роста — 22,6% с минимального уровня, достигнутого в августе (что, тем не менее, на 30% меньше семилетнего максимума, зафиксированного в июне)¹⁵.

На фоне скандала вокруг компаний по ценным бумагам 20 ноября 2015 г. регулятор объявил о возобновлении рынка IPO после четырехмесячного перерыва. Разрешение на размещение акций в начале декабря получили 28 компаний, распределенных приблизительно поровну между Шанхайской и Шэньчжэньской фондовыми биржами. Данная серия IPO стала последней возможностью для рядовых инвесторов практически гарантированно и без риска получить прибыль, так как с 2016 г. введены новые правила проведения IPO, отменяющие предварительное депонирование средств при подписке на новые акции, что, вероятно, отрежет значительную часть инвесторов от рынка первичных размещений. Под давлением этого фактора 1 декабря на рынке прошла распродажа активов — инвесторы высвобождали средства для покупки новых акций в рамках IPO, что породило ощутимую волатильность и вызвало внутридневное падение индекса на 3,2%¹⁶.

Помимо этого, в начале декабря 2015 г. на фондовый рынок вышла очередная порция разблокированных необращающихся акций (3,92 млрд акций 30 компаний с общей стоимостью 52,8 млрд юаней) в рамках реформы акционерных капиталов листинговых компаний, причем из них 13,4 млрд юаней пришлось на одну компанию — Chaozhou Three-circle Group. Наряду с серией IPO это в значительной мере увеличило давление на рынок со стороны предложения акций, поддержанного лишь кратковременным спросом, что могло послужить одной из причин последовавшего в январе обвала рынка¹⁷.

Тем не менее, в первой декаде декабря, оправившись от потрясения, связанного с расследованием регулятора, рынок уверенно отыграл падение акций крупнейших компаний по ценным бумагам, что стало мощным драйвером роста акций других представителей финансового сектора на биржах — банков и страховых компаний, многие из которых в ходе роста котировок превышали разрешенный 10-процентный уровень колебаний.

Определенную психологическую поддержку рынку в начале декабря также оказало решение МВФ о включении юаня в корзину SDR (специальных прав заимствования). С одной стороны, это может послужить мощным фактором интернационализации и притока трансграничных инвестиций на рынок гособлигаций, с другой — способствовать включению рынка акций типа «А» в расчет международно признанной серии фондовых индексов MSCI, что является необходимым условием интернационализации рынка акций КНР.

Специфической тенденцией на рынке акций Китая в 2015 г. стал уверенный рост котировок акций убыточных госкомпаний: в среднем он составил 60%, что на 5% превосходит показатели роста в сегменте наиболее прибыльных компаний. Для сравнения, на фондовом рынке США в 2015 г. акции убыточных компаний в среднем потеряли 15% стоимости. В случае Китая данная особенность рынка связана с тем, что в большинстве своем убыточные листинговые компании являются объектом реформ и всевозможных преобразований со стороны как финансовых, так и отраслевых регуляторов. Таким образом, динамику их акций в первую очередь определяют новости и слухи, связанные со структурными преобразованиями, слияниями и поглощениями, передачей активов.

По состоянию на конец 2015 г. 452 листинговые компании являлись убыточными (с непрерывным убытком на протяжении 12 месяцев), что составляет 16% от общего числа листинговых компаний. В то же время опыт последних лет показывает, что только около 10% таких компаний в ходе структурных преобразований стали рентабельными. До последнего времени подобные компании интересовали инвесторов прежде всего как объект обратного поглощения, в качестве «клеточной» компании, посредством которой на фондовый рынок можно вывести рентабельные активы другой компании без проведения IPO.

В 2015 г. завершено 17 сделок по обратному поглощению, еще 26 находятся в стадии ожидания разрешения регулятора. В ряде случаев Комитет по ценным бумагам блокирует заявки, ссылаясь на различные нарушения участников сделки, в том числе на невыполнение принятых обязательств и информационное манипулирование рынком. В то же время популярность обратных поглощений на фондовом рынке Китая, вероятно, находится на излете, так как по мере либерализации первичного рынка акций и прежде всего после анонсированного властями перехода от разрешительной к заявительной системе регистрации IPO необходимость в «клеточных» компаниях постепенно уйдет в прошлое¹⁸.

По данным Financial Times, почти 6% акций, обращающихся на биржах материкового Китая, по состоянию на конец ноября находились в собственности госфондов КНР. Начиная с июля, они потратили на поддержку биржевого рынка по меньшей мере 252 млрд долл.¹⁹

Несмотря на летний обвал ключевых индексов, достигший 40% по итогам 2015 г., фондовый рынок Китая стал одним из наиболее успешных в Азии: композитные индексы ШФБ, Шэньчжэньской фондовой биржи (ШЧФБ) и индекс высокотехнологичных компаний ChiNext выросли соответственно на 9,3%, 15,2% и 85,9%. Для сравнения, американский индекс S&P 500 показал рост в 0,1%, британский FTSE 100 снизился на 4,7%. Все ключевые биржевые показатели и индикаторы рынка акций КНР также демонстрируют, что в сравнении с предшествующими годами он сохраняет инвестиционную привлекательность и потенциал²⁰.

В частности, в 2015 г. на ШФБ и ШЧФБ всего проведено 219 IPO общей стоимостью 158,6 млрд юаней, что практически в два раза превышает показатели 2014 г. — 125 IPO на 78,6 млрд юаней. А Гонконгская фондовая биржа по итогам года и вовсе заняла первое место в мире по общей стоимости осуществленных первичных размещений акций, которая достигла 215,7 млрд юаней (годовой прирост на 12%); фондовый рынок США на втором месте с показателем 211,6 млрд юаней²¹.

Новый 2016 г. фондовый рынок Китая встретил очередной волной потрясений. Помимо общих опасений, связанных с совокупностью аспектов экономического замедле-

ния КНР, ключевым фактором давления на рынок стал истекавший 8 января полугодовой мораторий на продажу акций на бирже институциональными инвесторами — владельцами более 5% акций, введенный во время летней биржевой паники. По оценкам аналитиков, в случае снятия моратория на рынок могли дополнительно поступить акции общей стоимостью до 1,2 трлн юаней.

В результате этого 4 января стало самым неудачным началом года на биржах за последние 11 лет. Ключевой фондовый индекс ШФБ начал стремительное снижение, достигшее 5%, после чего был введен в действие недавно принятый автоматический биржевой механизм приостановления торгов на 15 минут. В результате короткого перерыва тренд не изменился, и после падения индекса на 6,9% торги были полностью остановлены. Вслед за этим появилась неофициальная информация, что в качестве экстренной меры поддержки рынка регулятор в ближайшее время примет решение о продлении моратория на продажу акций²². Акции 1400 компаний в ходе падения котировок превысили дневные 10-процентные лимиты колебаний.

По мнению значительного числа экспертов, обвал на китайских биржах во многом спровоцировал падение на американских и европейских рынках. Так, ключевой индекс Dow Jones 4 января, в первый в 2016 г. день торгов упал на 2,5%, что является худшим показателем с 1932 г.

Аналогичный сценарий биржевой паники повторился 7 января. На усилившихся опасениях, по-прежнему связанных с возможной отменой моратория, а также с очередным решением НБК о снижении курса юаня (до 6,56 за доллар, что стало минимальным уровнем с марта 2011 г.), композитный индекс ШФБ уже в первый час торгов начал стремительное падение. Биржа задействовала те же механизмы, что и 4 января — 15-минутное приостановление торгов после достижения 5% снижения, после перехода рубежа в 7% торги были окончательно остановлены на отметке -7,3%.

В период с 4 по 7 января курс юаня был снижен на 1,5%. Для участников фондового рынка такая динамика свидетельствовала, что правительство, вероятно, готово к более существенной девальвации, чем предполагалось ранее, что в совокупности с выходом неблагоприятной статистики по промышленному производству и показателей, указывающих на дальнейшее замедление экономического роста, послужило ключевыми факторами биржевой паники 7 января.

В тот же день было собрано экстренное заседание Комитета по ценным бумагам, в результате которого мораторий был практически продлен. Инвесторам и топ-менеджерам, владеющим более 5% акций, в течение трех месяцев разрешено продать не более 1% акций соответствующей компании, при этом они должны обнародовать свои планы не менее чем за 15 дней до фактической продажи²³.

Следуя этим правилам, по прошествии недели крупные акционеры только 9 компаний заявили о своих планах продажи акций, в то время как совладельцы 140 компаний намеревались, напротив, нарастить собственные пакеты, еще 100 компаний объявили о сохранении статус-кво. До конца января крупными акционерами было продано акций на 7,5 млрд юаней, что составляет всего 20% от объема аналогичных продаж в январе 2015 г.²⁴

Регулятором также было принято решение об отмене только что введенных правил по приостановлению и прекращению торгов. Вероятно, по мнению регулятора, данный механизм лишь ухудшил рыночную ситуацию, способствовал ажиотажу и панике, психологически стимулировал участников играть на понижение. Неудачной представляется идея приостанавливать торги на 15 минут после 5-процентного падения индексов, так как с возобновлением операций игроки массово стремятся продать свои бумаги во избежание больших финансовых потерь. По первоначальному замыслу, перерыв должен был длиться 30 минут, однако это могло создать на рынке серьезный ликвидный разрыв, и срок был со-

кращен до 15 минут. На следующий день после отмены ограничительного механизма в подтверждение правильности расчета регулятора ключевой индекс вырос на 2%.

Необходимо также отметить, что изначально на обеих материковых биржах действуют 10-процентные дневные ограничения колебаний по акциям отдельных эмитентов, при превышении которых торги по данным акциям приостанавливаются.

По мнению ряда экспертов, последние обвалы на фондовом рынке Китая в большей степени связаны с негативным эмоциональным восприятием инвесторами крайне неоднозначных и зачастую непоследовательных действий финансовых регуляторов, нежели чем с реальными экономическими факторами: это и регулярные снижения справочного курса юаня, противоречащие неоднократным заявлениям высших руководителей о том, что оснований для девальвации нет и курс будет оставаться стабильным; и указанные выше противоречивые решения по мораторию на продажу акций публичных компаний и правилам по ограничению биржевых торгов.

11 января на фондовых биржах произошло очередное резкое падение: композитный индекс ШФБ потерял 5,3%, ключевой индекс ШЧФБ — 6,2%. Негативный информационный фон был обусловлен выходом данных по инфляции, согласно которым рост индекса потребительских цен (CPI) в 2015 г. составил всего 1,4% (при целевом уровне, установленном правительством, в 3%), что усилило дефляционные опасения среди инвесторов, а также политически важным заявлением главы Центра исследования развития при Госсовете КНР Ли Вэя о том, что в период 2016–2020 гг. Китаю будет сложно обеспечить рост ВВП выше 6,5%²⁵.

13 января снижение индексов достигло 3% (на ШФБ пройдена психологически важная отметка в 3000 п.), что было обусловлено выходом неблагоприятных данных по экспорту из Китая: по итогам 2015 г. объем экспорта сократился на 1,8% впервые с 2010 г. и составил 14,1 трлн юаней (2,15 трлн долл.)²⁶.

14 января композитный индекс ШФБ снизился на 2,8%, обновив минимум, достигнутый летом 2015 г. В качестве ключевого фактора падения в тот день можно выделить резкое снижение цен на нефть — была пройдена отметка в 30 долл. за баррель. После достижения в декабре 2015 г. локального максимума снижение китайских индексов уже превысило 20%. По оценке Bloomberg, это худший результат среди 93 национальных фондовых рынков, отслеживаемых агентством.

15 января индекс потерял еще 3,55% и достиг отметки 2900.9 п., что стало 13-месячным минимумом. Основные опасения инвесторов в тот день были связаны с продолжившейся волатильностью курса юаня, а также с сообщениями о том, что некоторые шанхайские банки по распоряжению регулятора перестали принимать акции листинговых компаний малой капитализации в качестве залогового обеспечения по кредитам²⁷.

16 января представитель Комитета по ценным бумагам в своем заявлении указал на то, что риски, связанные с маржинальным кредитованием на биржевом рынке и банковскими кредитами, обеспеченными ценными бумагами, находятся под контролем. Большинство инвесторов сумели пополнить свои маржинальные счета, доведя уровень залога до приемлемого уровня. Объем открытых маржинальных кредитов, по оценкам регулятора, превышает 1 трлн юаней, при этом из них только 0,2% относятся к рискованным. Крупные акционеры, получившие банковские ссуды под залог своих акций, также сохраняют свои позиции на рынке. Объем высокорискованных кредитов, обеспеченных ценными бумагами, составляет всего 4,1 млрд юаней, а их доля в общей структуре рискованных ссуд не превышает 0,6%²⁸.

19 января фондовый рынок парадоксальным образом продемонстрировал максимальный рост за последние два месяца на фоне выхода крайне неблагоприятных макроэкономических данных по итогам 2015 г., свидетельствующих о замедлении темпов роста ВВП до 6,9%, промышленного производства — до 6,1%, инвестиций в основные фонды — до 10%. Инвесторы посчитали, что такая динамика ключевых макроэкономических

показателей побудит правительство к дальнейшим мерам стимулирования экономики, в частности к монетарному смягчению. Оптимистичными для рынка также стали данные, согласно которым доля сектора услуг в структуре роста ВВП впервые превысила 50%²⁹.

Несмотря на турбулентность рынка, 20 января регулятор дал разрешение на проведение IPO 7 компаний по новым правилам, согласно которым в ходе подписки на акции потенциальные инвесторы не обязаны предварительно депонировать средства для обеспечения своей заявки. Теперь заявки оплачиваются по факту удовлетворения в результате распределения акций. Также регулятор будет допускать проведение только одного IPO в день с целью избежать чрезмерного давления на рынок. При прежней системе значительные средства, замороженные на счетах в ходе подписки, создавали значительный дефицит ликвидности на рынке и, как следствие, его чрезмерную волатильность. Например, в июне 2015 г. в преддверии IPO 25 компаний, привлечших в результате размещения акций 41,4 млрд юаней, в ходе подписки на счетах было заморожено 5,7 трлн юаней.

При новом порядке заявки на подписку становятся необеспеченными, любой желающий при наличии даже пустого счета может выставить заявку. Таким образом, количество потенциальных инвесторов многократно возрастает. Наглядной иллюстрацией этого процесса стали фактические результаты IPO указанных выше 7 компаний. В процессе подписки в течение двух недель компаниями были собраны десятки миллионов заявок в общей сложности на 7,1 трлн юаней, что в среднем в 1800 раз превысило реальное предложение акций. Исходя из этих данных, вероятность удовлетворения заявки оценивается в 0,05% (при старой схеме в среднем она составляла 0,5%).

Огромное количество инвесторов, желающих поучаствовать в IPO, вполне объяснимо, так как при действующей системе регулирования сам факт покупки новых акций гарантирует инвесторам высокую прибыль в первые дни торгов. Это связано с тем, что регулятор ограничивает верхний предел цены размещения, исходя из коэффициента P/E, установленного на уровне не более 50% его среднего значения по рынку в целом. В настоящее время коэффициент P/E в целях проведения IPO зафиксирован на уровне 23, что в среднем обеспечивает месячный рост котировок новых акций на 383%. При этом в первый день биржевых торгов установлен лимит колебаний в 44%³⁰.

В рамках более масштабной реформы первичного рынка акций уже в 2016 г. ожидается переход к заявительной системе регистрации IPO, базирующейся на опыте западных рынков. К концу 2015 г. список компаний, подавших заявки на первичное публичное размещение акций, насчитывал более 700³¹.

В последней декаде января ключевые фондовые индексы продолжили падение, несмотря на масштабные вливания ликвидности в финансовую систему со стороны Народного банка Китая в преддверии Праздника весны. Одним из факторов давления стал мораторий для национальных страховых компаний на выпуск высокодоходных финансовых продуктов на срок менее трех лет. Эти инструменты служат значительным инвестиционным ресурсом для фондового рынка. Определенное влияние оказала также волатильность на основных зарубежных биржах.

Небольшую поддержку фондовому рынку в последней декаде января оказали сообщения о том, что правительство планирует выделить 100 млрд юаней на ликвидацию избыточных производственных мощностей в угольной и сталелитейной промышленности. Важные заявления относительно финансового рынка Китая прозвучали на Всемирном экономическом форуме в Давосе. В частности, заместитель председателя КНР Ли Юаньчао заявил, что правительство применит необходимое регулирование для предотвращения чрезмерной волатильности на валютном и фондовом рынках. В то же время заместитель председателя Комитета по ценным бумагам Китая Фан Синхай отметил, что рыночная волатильность станет частью «новой нормальности» в процессе перехода Китая от модели, базирующейся на экспорте и инвестициях, к модели, основной движущей

силой которой станет внутреннее потребление. При этом срок такого перехода он оценил в пределах 3–5 лет³².

Тем не менее, 26 января на фондовых биржах КНР произошел очередной обвал индексов. Композитный индекс ШФБ снизился на 6,5% и достиг 13-месячного минимума. С начала года масштаб его падения достиг 22%. Котировки акций более чем 1000 компаний в ходе падения превысили 10-процентный порог допустимых колебаний. Триггером массовой распродажи послужил обнародованный случай мошеннического обналичивания векселей в Сельскохозяйственном банке Китая на сумму 3,9 млрд юаней, что усилило опасения дефицита ликвидности в финансовой системе в преддверии Праздника весны, несмотря на регулярные вливания со стороны НБК. Масштаб падения увеличило массовое закрытие коротких позиций. Общим негативным фоном для инвесторов по-прежнему выступали неблагоприятные макроэкономические факторы³³.

В последних числах января на рынке было разнонаправленное движение. Композитный индекс ШФБ опускался ниже уровня 2700 п. на фоне опасений, связанных с падением рентабельности в корпоративном секторе и, как следствие, возможным сокращением рынка IPO.

Январский рынок «быков» 2016 г. по уровню падения оказался самым масштабным со времен кризиса 2008 г., при этом он также характеризуется резким падением биржевого оборота — в январе объем сделок с акциями составил всего одну треть от средне-статистического показателя для этого месяца. Несмотря на это, количество инвесторов в январе выросло на 1,3 млн и достигло 100,4 млн человек. Однако число инвесторов, совершавших сделки, уменьшилось с 21,7 до 16,6 млн человек³⁴.

В первых числах февраля, до наступления Праздника весны на рынке продолжились незначительные разнонаправленные движения. Композитный индекс ШФБ колебался на уровне выше 2700 п.

Таблица 1

Основные показатели развития биржевого рынка акций Китая в 2011–2015 годах

		2011	2012	2013	2014	2015
Количество листинговых компаний	Шанхай	931	954	953	995	1081
	Шэньчжэнь	1411	1540	1536	1618	1746
Капитализация рынка акций на конец года, млрд долл.	Шанхай	2357	2547	2497	3932	4549
	Шэньчжэнь	1054	1150	1452	2072	3638
Объем сделок с акциями, млрд долл.	Шанхай	3657	2599	3731	6085	21343
	Шэньчжэнь	2838	2369	3858	5941	19611
Объем проведенных IPO, млрд долл.	Шанхай	15,7	5,2	0	5	17,7
	Шэньчжэнь	27,9	11	0	5,8	9,7
Объем повторных размещений акций, млрд долл.	Шанхай	33,8	42,9	40,9	59,1	122,2
	Шэньчжэнь	45,8	21,3	29,2	62,2	98,4
Коэффициент P/E	Шанхай	13,4	12,3	11	16	17,6
	Шэньчжэнь	23,1	22	27,7	34	52,7
Количество активных инвестиционных счетов, млн		140,5	140,4	132,4	142	214,7

Источник: данные Международной федерации фондовых бирж (URL: www.world-exchanges.org) и Комитета по ценным бумагам Китая (URL: www.csrc.gov.cn).

Из табл. 1 следует, что в 2014–2015 гг. большинство рыночных показателей продемонстрировали уверенный рост. При этом, если динамика 2014 г. полностью соответствует рынку «быков», то в 2015 г. переломившийся в середине года тренд значительно снизил итоговые показатели капитализации, особенно на Шанхайской бирже. Необходимо отметить более чем трехкратно выросшие объемы сделок с акциями на обеих биржах в 2015 г., достигшие своего исторического максимума и выведшие Шанхайскую и

Шэньчжэньскую биржи по этому показателю на первые два места в мире. Проявляется также тенденция уверенного роста объема повторных размещений акций. По итогам 2015 г. коэффициент Р/Е на Шанхайской бирже в результате масштабной рецессии вернулся на уровень 2014 г., в то время как высокий уровень Р/Е Шэньчжэньской биржи свидетельствует о возможном сохранении «пузыря», так как ее акции по-прежнему оценены очень высоко.

В заключение заметим, что, по мнению ряда экспертов, рынок акций Китая в ходе рецессии уже достиг дна, однако, исходя из того, что текущие значения коэффициента Р/Е еще существенно выше своих исторических минимумов, в особенности на Шэньчжэньской бирже, представляется, что в краткосрочной перспективе понижительная тенденция здесь может сохраниться. Своеобразным подтверждением неблагоприятия на рынке акций Китая в последние месяцы стала замена 20 февраля 2016 г. Лю Шиюем Сяо Гана на посту председателя Комитета по ценным бумагам Китая.

1. URL: <http://www.rbc.ru/economics/26/08/2015/55dc958d9a7947dcaea42a7b>.
2. URL: <http://www.rbc.ru/opinions/economics/01/09/2015/55e558ce9a7947d803d401e9>.
3. URL: http://www.chinadaily.com.cn/business/2015-05/26/content_20816905.htm.
4. URL: http://www.chinadaily.com.cn/business/2015-05/27/content_20830349.htm.
5. URL: http://www.chinadaily.com.cn/business/2015-05/27/content_20828704.htm.
6. URL: http://www.chinadaily.com.cn/business/2015-05/26/content_20823941.htm.
7. URL: http://www.chinadaily.com.cn/business/2015-05/26/content_20816898.htm.
8. URL: http://www.chinadaily.com.cn/business/2015-05/28/content_20845876.htm.
9. URL: http://www.chinadaily.com.cn/business/2015-05/13/content_20702601.htm.
10. URL: <http://www.rbc.ru/finances/25/08/2015/55dc4a049a7947730f9c519e>.
11. URL: <http://www.rbc.ru/rbcfreenews/55eeb52c9a7947bdbb9310fc>.
12. URL: <http://www.rbc.ru/finances/15/09/2015/55f7d24d9a794742fedd2266>.
13. URL: <http://www.rbc.ru/economics/14/10/2015/561e30db9a79473791206d2a>.
14. URL: <http://www.nytimes.com/2015/11/03/business/international/xu-xiang-zexi-insider-trading-arrest-china.html>.
15. URL: <http://www.rbc.ru/finances/27/11/2015/565873619a79476f703ca243>.
16. URL: http://www.chinadaily.com.cn/business/2015-12/01/content_22595867.htm.
17. URL: http://www.chinadaily.com.cn/business/2015-12/07/content_22648077.htm.
18. URL: http://www.chinadaily.com.cn/business/2015-12/08/content_22654680.htm.
19. URL: <http://app.ft.com/cms/s/7515f06c-939d-11e5-9e3e-eb48769cecab.html>.
20. URL: http://www.chinadaily.com.cn/business/2015-12/29/content_22853710.htm.
21. URL: http://www.chinadaily.com.cn/business/2016-01/05/content_22936083.htm.
22. URL: <http://www.rbc.ru/rbcfreenews/568bacb49a7947a37287a14e>.
23. URL: http://www.chinadaily.com.cn/business/2016-01/07/content_22976473.htm.
24. URL: http://www.chinadaily.com.cn/business/2016-01/14/content_23089972.htm.
25. URL: <http://www.rbc.ru/finances/11/01/2016/569351119a794706366bbbe3>.
26. URL: http://www.chinadaily.com.cn/business/2016-01/13/content_23072276.htm.
27. URL: http://www.chinadaily.com.cn/business/2016-01/15/content_23108060.htm.
28. URL: http://www.chinadaily.com.cn/business/2016-01/16/content_23113096.htm.
29. URL: http://www.chinadaily.com.cn/business/2016-01/19/content_23149980.htm.
30. URL: http://www.chinadaily.com.cn/business/2016-02/03/content_23368085.htm.
31. URL: http://www.chinadaily.com.cn/business/2016-01/20/content_23166290.htm.
32. URL: http://www.chinadaily.com.cn/business/2016-01/23/content_23210414.htm.
33. URL: http://www.chinadaily.com.cn/business/2016-01/26/content_23262188.htm.
34. URL: http://www.chinadaily.com.cn/business/2016-01/30/content_23321991.htm.