

# هل تنفذ الصين من مساحة السياسة للتغلب على التحديات الاقتصادية المستقبلية؟

هنتر إل كلارك

مستشار السياسة الدولية في الدراسات الدولية في مجموعة الأبحاث والإحصاءات التابعة لبنك  
الاحتياطي الفيدرالي بنيويورك

جيفري ب. داوسون

مستشار السياسة الدولية في الدراسات الدولية في مجموعة الأبحاث والإحصاءات التابعة لبنك  
الاحتياطي الفيدرالي بنيويورك

بعد<sup>1</sup> إحراز تقدم في إبطاء وتيرة تراكم الديون قبل الوباء، شهدت الصين ارتفاعاً في مستويات ديونها في عام ٢٠٢٠ حيث استجابت الحكومة للتباطؤ الاقتصادي الحاد من خلال التحفيز القائم على الائتمان. مع دخول الصين حالياً في خضم انخفاض حاد آخر في النشاط الاقتصادي بسبب تراجع العقارات واستراتيجية التخلص من فيروس كورونا المستجد، استجابت السلطات الصينية مرة أخرى من خلال دفع الائتمان لتخفيف الانكماش على الرغم من المستويات المرتفعة بالفعل للديون على الشركات والأسر والحكومة.

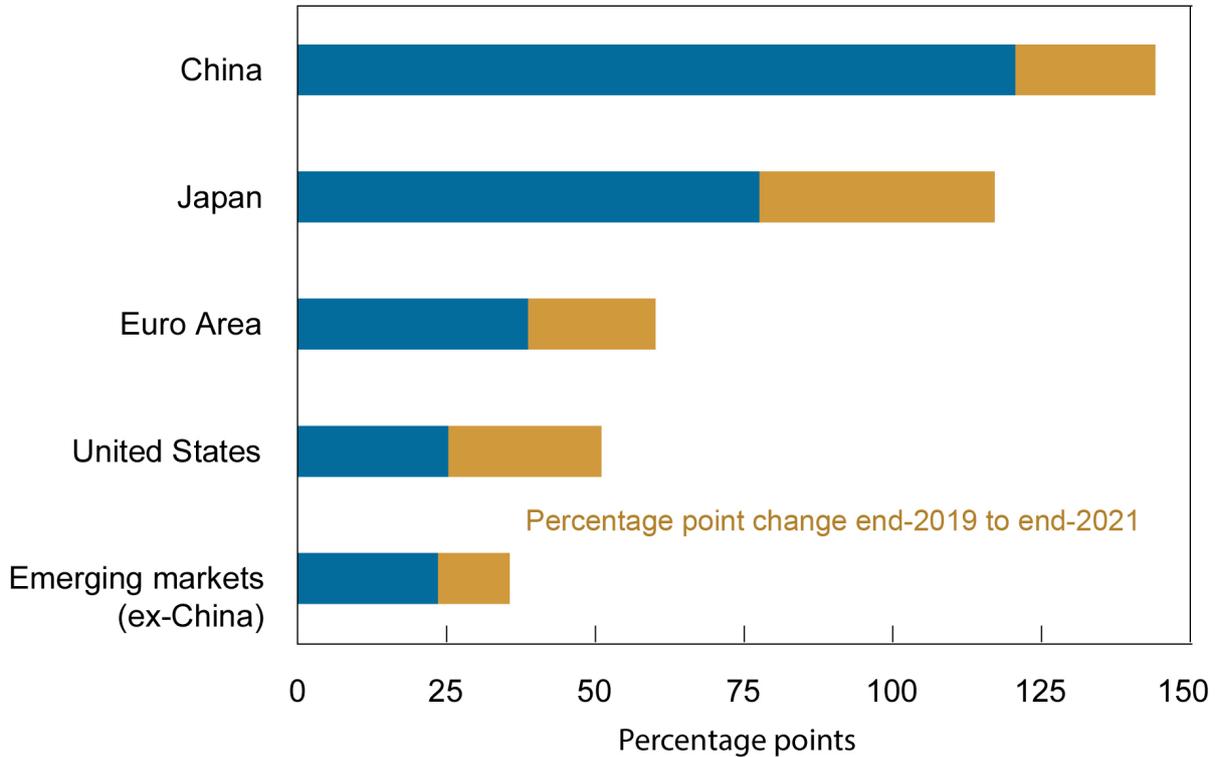
## موجات الديون الصينية

استكشفت الوظائف السابقة طفرة الائتمان في الصين وارتفاع ديون الأسر. أطلقت استجابة سياسة الصين للأزمة المالية العالمية في عام ٢٠٠٩ العنان لما يقرب من عشر سنوات من النمو المستمر للديون، مع انفجار الائتمان للقطاع غير المالي بما يقرب من ١٥٠٪ من إجمالي الناتج المحلي، وفقاً لبيانات بنك التسويات الدولية، وهي إحدى أكبر الزيادات في التاريخ الحديث. لم تكن السلطات الصينية قادرة حتى عام ٢٠١٨ على تثبيت نسب الديون لفترة وجيزة من خلال "حملة تخفيض المديونية" التي خاضتها بشق الأنفس.

<sup>1</sup> Hunter Clark and Jeff Dawson, Is China Running Out of Policy Space to Navigate Future Economic Challenges?, SEPTEMBER 26, 2022, The Federal Reserve Bank of New York's Research and Statistics, [Link](#).

استأنفت نسبة الديون في الصين اتجاهها التصاعدي في عام ٢٠١٩، لكنها انفجرت مرة أخرى في عام ٢٠٢٠ حيث كانت الصين أول دولة في العالم تستجيب للوباء. بلغ إجمالي الزيادة في الائتمان في الصين في عام ٢٠٢٠ ما يقرب من ٢٩ نقطة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي ولكنها لم تدم طويلاً، حيث تقلصت نسبة الائتمان بشكل متواضع في عام ٢٠٢١. ومع انتشار كوفيد ١٩ على مستوى العالم، ارتبطت استجابات السياسات في البلدان الأخرى أيضاً بارتفاع نسب الديون، مع زيادة الصين مقارنة بالمدول الأخرى، كما هو موضح في الرسم البياني أدناه. ومع ذلك، في حين أن الاقتضادات الكبرى الأخرى في العالم تعمل الآن على تشديد سياساتها النقدية، فإن التوقعات تشير إلى ارتفاع إجمالي الدين في الصين مرة أخرى في عام ٢٠٢٢ لتحقيق الاستقرار في النمو.

#### Change in credit-to-GDP (2007-2021)



المصدر: بنك التسويات الدولية عبر CEIC

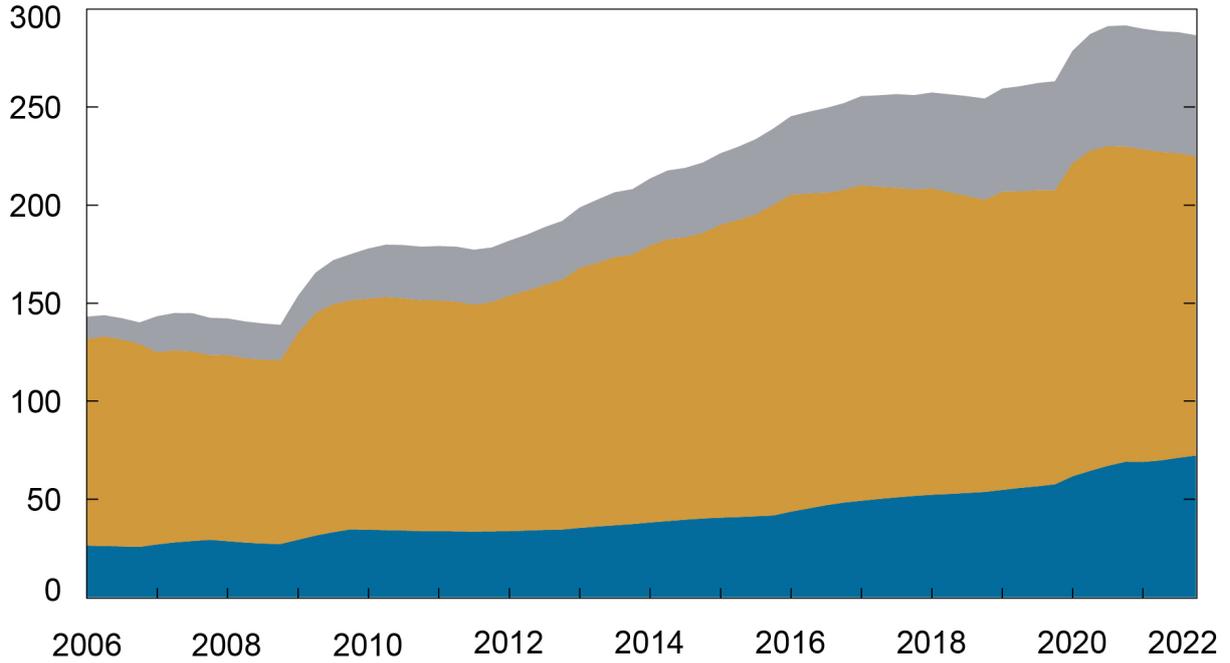
#### خطوة واحدة إلى الأمام، خطوتين إلى الوراء

كما هو موضح في الرسم البياني أدناه، بلغ إجمالي ائتمان القطاع غير المالي في الصين ما يقرب من ٢٩٠٪ من إجمالي الناتج المحلي في نهاية عام ٢٠٢١. ويعادل الافتراض من قبل قطاع الشركات - وهو الجزء الأكبر من إجمالي ديون الصين - حوالي ١٥٣٪ من إجمالي الناتج المحلي، وهو رقم من بين أعلى

المعدلات في العالم. كانت حملة تقليص المديونية الصينية فعالة في كبح النمو الجامح في ائتمان الظل، لكن النمو في نفوذ الشركات استؤنف مع التحفيز المرتبط بالوباء. في حين تختلف التقديرات، فإن الشركات المملوكة للدولة (SOEs) تمثل حوالي ٥٠-٦٠٪ من إجمالي ديون الشركات، والباقي محتفظ به في ميزانيات الشركات الصينية المملوكة للقطاع الخاص. يتم أيضاً تصنيف الكيانات المعروفة باسم أدوات التمويل الحكومية المحلية على أنها ديون الشركات في الصين، على الرغم من أن جزءاً كبيراً من هذه الديون يُفترض أنه دين حكومي ضمني، كما تمت مناقشته في القسم التالي. تتعلق مخاوف السداد المتعلقة بديون الشركات في الصين في المقام الأول بإقراض الشركات المملوكة للدولة غير الفعالة ومطوري العقارات المتعثرين، مع تركيز جهود السلطات على مدار العامين الماضيين لتقليل النفوذ في قطاع العقارات.

■ Government credit ■ Corporate credit ■ Household credit

Credit-to-GDP (percent)



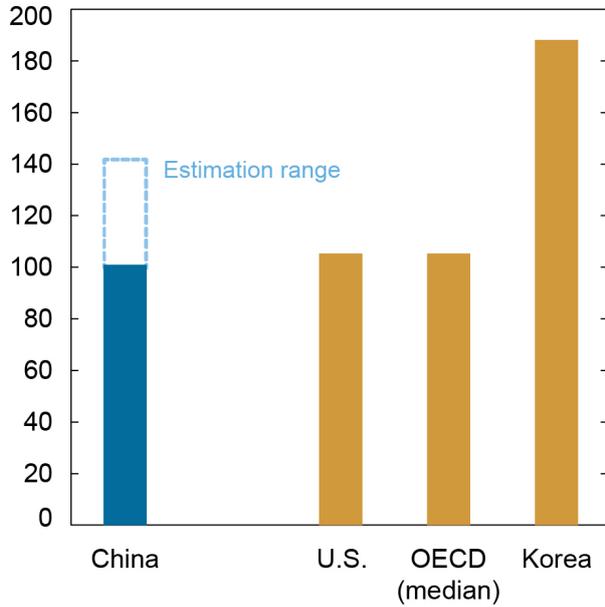
المصدر: بنك التسويات الدولية عبر CEIC

تمثل ديون الأسر المعيشية ٦٢٪ من الناتج المحلي الإجمالي في الصين، وقد نمت بسرعة في السنوات الأخيرة، مما أثار مخاوف بشأن الميزانيات العمومية للأسر الممتددة بشكل متزايد. ارتفعت ديون الأسر المعيشية في الصين إلى مستويات عالية جداً وفقاً لمعايير البلدان النامية ولكنها تظل قابلة للمقارنة على

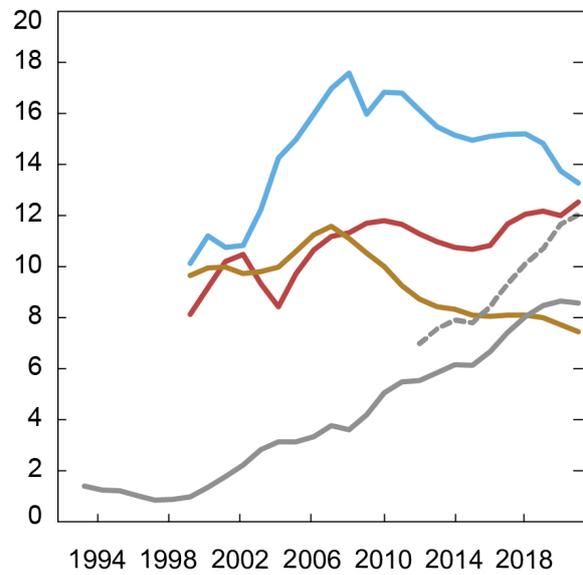
نطاق واسع مع تلك الموجودة في الاقتصادات المتقدمة، كما هو موضح في الرسمين البيانيين أدناه، فإن نسبة ديون الأسرة إلى الدخل في الصين تقدر حالياً بأنها في نطاق أعلى من متوسط الاقتصادات في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، في حين زادت معدلات خدمة ديون الأسر بشكل مطرد وتتجاوز الآن نظيرتها في الولايات المتحدة، حتى تقترب من كوريا.

— Australia — Korea — United States  
--- China (upper) — China (lower)

Household debt as a percentage of disposable income



Household debt service as a percentage of disposable income



المصدر: حسابات المؤلفين، استناداً إلى بيانات من منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية وبنك التسويات الدولية (BIS) عبر CEIC  
ملاحظة: يستخدم نطاق التقدير الموضح في اللوحة اليمنى ديون الأسرة كما ورد في تقرير BIS في البسط والدخل المتاح كما هو مذكور في مجموع تعويضات دخل العمل والممتلكات في تدفق الأموال (النطاق الأدنى) ومسح الأسرة (النطاق العلوي). تستخدم النطاقات الدنيا والعلوية الموضحة في اللوحة اليمنى الدخل المتاح المبلغ عنه في تدفق الأموال (تعويضات العمل ودخل الملكية) ومسح الأسرة، على التوالي.

تشكل قروض الرهن العقاري ما يقرب من ٦٣٪ من إجمالي ديون الأسر الصينية (٣٩٪ من الناتج المحلي الإجمالي). أدى تركيز السلطات الصينية مؤخراً على كبح التجاوزات في قطاع العقارات – والإغلاق المتقطع المرتبط بكوفيد ١٩ – إلى تباطؤ نمو الرهن العقاري بشكل ملحوظ، إلى أقل من ١٠٪ على مدار العام اعتباراً من يوليو بعد أن بلغ متوسطه أكثر من ضعف هذه الوتيرة على مدار السنوات الست الماضية. من المرجح أن محاولة مطوري العقارات إكمال بناء العقارات المباعة مسبقاً قد زاد من أعباء ديون الأسر

الصينية، التي تنتظر الانتقال إلى عقارات جديدة، ومع ذلك لا تزال تسدد مدفوعات الإيجار أو الرهن العقاري على المساكن الحالية. رداً على ذلك، هدد عدد متزايد من مشتري المنازل في الصين بتعليق مدفوعات الرهن العقاري على المنازل التي لم يتم تسليمها، مما زاد المخاطر المالية على البنوك والمطورين. دين الحكومة المركزية والمحلية المعترف به رسمياً في الصين معتدل وفقاً للمعايير الدولية، عند حوالي ٥٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي. ومع ذلك، فإن تقديرات الديون المالية "المتزايدة" أعلى بكثير، حيث تصل إلى ١٠٠٪ من إجمالي الناتج المحلي بنهاية عام ٢٠٢١، وفقاً لتقديرات صندوق النقد الدولي. الفجوة الكبيرة بين هذه الأرقام تمثل الديون التي تم إصدارها لأغراض مالية - تصنف عادة على أنها قروض الشركات - ومن المحتمل أن تتطلب مساعدة مالية ضمنية ليتم خدمتها أو سدادها، أو يمكن الاعتراف بها كدين رسمي في ظل بعض الظروف. تتحمل الحكومات المحلية بالكامل تقريباً هذا الدين الحكومي "الخفي"، والتي تعتمد بشكل كبير على قطاع العقارات للتمويل ولديها مرونة مالية أقل بكثير من الحكومة المركزية.

### هل الصين تتجه نحو أزمة مالية؟

تشير التجارب الدولية إلى أن التراكم السريع للديون غالباً ما يتبعه أزمات مالية أو على الأقل فترات طويلة من النمو الاقتصادي الأبطأ بكثير. حتى الآن، تمكنت الصين من تجنب يوم حساس شديد، ولا يزال يُنظر إلى السلطات الصينية على أنها تمتلك أدوات سياسية كبيرة لإدارة اقتصاد البلاد والمخاطر المالية المرتبطة به.

تنبع هذه الأدوات من السمات الفريدة للنظام السياسي والمالي الصيني. على سبيل المثال، تحتفظ حكومة الصين بالسيطرة المباشرة وغير المباشرة على القطاعات المالية وغير المالية في البلاد على المستويين المركزي والمحلي، بما في ذلك ملكية معظم البنوك في النظام المالي وجزء كبير من الشركات غير المالية للشركات. بالإضافة إلى ذلك، فإن الاقتصاد المحلي للصين محمي من الصدمات الخارجية بفائض الحساب الجاري، والمخزون الكبير من احتياطي النقد الأجنبي، وضوابط رأس المال. أخيراً، تمتلك الصين مجالاً واسعاً لاستخدام السياسات المالية النقدية والائتمانية والحكومية المركزية لتخفيف التقلبات الاقتصادية، كما ينعكس في الاستجابة للوباء.

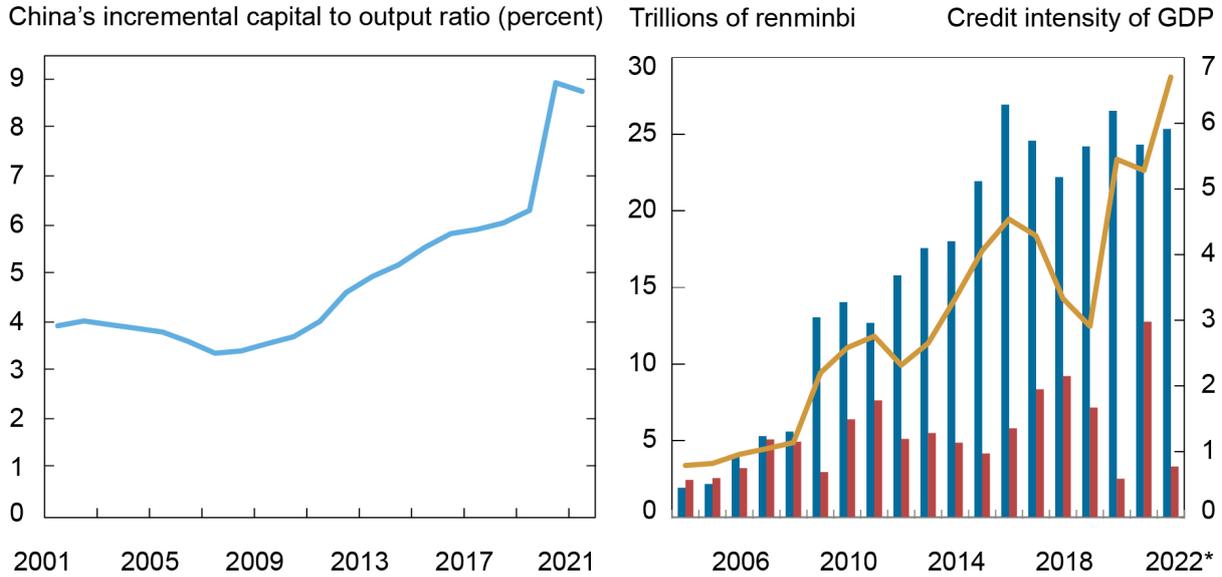
على الرغم من هذه المجموعة الفريدة من أدوات السياسة، لم تكن الصين محصنة ضد الاضطرابات المالية على مدى العقد الماضي. شهدت الصين أزمة سوق ما بين البنوك في عام ٢٠١٣، وانهيارات سوق الأسهم في عامي ٢٠٠٧ و ٢٠١٥، وتدفقات ضخمة لرؤوس الأموال في ٢٠١٥-٢٠١٦، وسلسلة من إخفاقات البنوك في عام ٢٠١٩، ومؤخراً أزمة في قطاع العقارات مصحوبة بضغط إضافي على أجزاء من القطاع المصرفي.

في ظل هذه الخلفية، هناك أسباب قوية للانتظار لعلامات التدهور المستمر في النمط التاريخي للأداء الاقتصادي في الصين.

– أولاً، هناك دليل على أن نموذج النمو الصيني المدفوع بالائتمان يواجه عوائد متناقصة خطيرة، كما هو موضح، على سبيل المثال، في نسبة رأس المال المتزايدة بشكل مطرد إلى الناتج (كما هو موضح في الرسم البياني على اليسار أدناه) وزيادة كثافة الائتمان (كما هو موضح) في الرسم البياني على اليمين). يشير التراجع في "الناتج المحلي الإجمالي الضار لمكاسب الائتمان" إلى أن الدليل القديم المتمثل في تشغيل حنفيات الائتمان سيكون أقل فاعلية مما كان عليه في الماضي، بينما سيؤدي إلى احتمالية حدوث زيادات في الديون المعدومة. وقد كتب ماثيو هيغينز، بشكل مكثف أكثر عن طبيعة الحد الذاتي لتراكم رأس المال كمحرك للنمو في الصين.

هل نموذج النمو الصيني المدفوع بالائتمان يضغط الآن على سلسلة؟

■ Incremental increase in GDP (left scale) ■ Incremental increase in credit (left scale)  
— Credit intensity of GDP (right scale)



المصدر: حسابات المؤلفين، استناداً إلى بيانات من المكتب الوطني للإحصاء في الصين وبنك الشعب الصيني، عبر CEIC

ملاحظة: تُظهر اللوحة اليسرى المتوسط المتحرك لخمس سنوات. تُحسب نسبة رأس المال الإضافي إلى الناتج (ICOR) على أنها نسبة تكوين رأس المال الثابت الإجمالي إلى الناتج المحلي الإجمالي مقسومة على نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي. في اللوحة اليمنى، البيانات المعروضة لعام 2022 تمتد حتى يونيو. كثافة الائتمان للناتج المحلي الإجمالي هي نسبة الزيادة التدريجية في الائتمان إلى الزيادة المتزايدة في الناتج المحلي الإجمالي على متوسط متحرك لمدة ثلاث سنوات.

– ثانياً، يبدو أن السياسات المالية والنقدية تواجه قيوداً سياسية ومؤسسية قد لا تتضح بسهولة من البيانات. على الجانب المالي، على الرغم من أن مستويات الدين الرسمي تبدو قابلة للإدارة تماماً، إلا أن الحكومات المحلية تعاني من أعباء ديون متزايدة بسرعة لا تزال مخفية في الشركات والمؤسسات المالية التابعة للحكومة المحلية. استناداً إلى سابقة الصين التاريخية، من المرجح أن تستغرق معالجة هذه القضايا سنوات من الإصلاح والتشديد المالي، مما سيخلق عبئاً إضافياً على النمو. على الجانب النقدي، من المحتمل أن تواجه السلطات قيوداً على خفض أسعار الفائدة ومتطلبات الاحتياطي خوفاً من إثارة تدفقات رأس المال إلى الخارج أو إضعاف ربحية البنوك وتشجيع تراكم المزيد من الاقتراض المخوف بالمخاطر.

أخيراً، تواجه الصين تحديات مهمة أخرى ستمثل خروجاً حاداً عن الظروف التي مرت بها منذ أن أطلق دنگ شياو بينغ البلاد على طريق الإصلاح الاقتصادي قبل أربعة عقود تقريباً. والأهم من ذلك، أن الصورة الديموغرافية للصين تتقدم في السن بسرعة، مما سيزيد بشكل كبير من الاعتماد على كبار السن ويؤدي

إلى انخفاض في عدد السكان العاملين. علاوة على ذلك، مع توقف حصتها من التجارة العالمية عن الارتفاع، سيتحول محرك التصدير الصيني في النهاية إلى معدل نمو مماثل لمعدل نمو التجارة العالمية، أو ربما أقل. في ظل هذه الخلفية، من المرجح أن تعتمد التوقعات متوسطة إلى طويلة الأجل لاقتصاد الصين أكثر من أي وقت مضى على جودة سياساتها الاقتصادية والمؤسسية.