

Торговые войны не стали помехой росту экономики и фондовых рынков Китая

Асан Курманбеков
Игорь Савченко

Июль 2025 г.

31 июля 2025 г.

Экономика Китая сохраняет устойчивость на фоне внешних шоков с показателями роста, превышающими ожидания второй квартал подряд. Запущенные в прошлом году фискальные стимулы в сочетании с продолжающимся смягчением денежной политики на фоне практически нулевой инфляции оживили потребительскую активность домохозяйств. Сфера недвижимости пока остается проблемной зоной, однако масштабная экономика Китая сумела найти новые точки роста – высокотехнологичные сектора, которые помогают закрепить конкурентные преимущества компаний, в том числе на внешних рынках. Во второй половине года мы ожидаем оживления инвестиций, включая внешних, что в итоге положительно отразится на экономическом росте на уровне 5% с учетом уже достигнутых показателей 1П 2025 г. выше 5%. Высоковероятно, что власти предпримут свежие меры поддержки внутреннего спроса и модифицируют действующие для повышения положительного эффекта для бизнеса и населения. Во втором полугодии 2025 года китайские фондовые рынки, по нашему мнению, представляют благоприятные инвестиционные возможности: ожидается, что Гонконгский рынок продолжит опережать материковый благодаря притоку капитала и привлекательным оценкам, особенно в финансовом и потребительском секторах. Несмотря на возможную краткосрочную консолидацию из-за сезонных факторов, мы ожидаем последующее восстановление, где катализаторами станут потенциальная деэскалация в торговых переговорах между США и Китаем, государственная поддержка и приток капитала с материка.

Динамика экономики вновь превзошла ожидания

Вопреки негативным ожиданиям, связанным с последствиями торговых войн и геополитической напряженностью экономика Китая в текущем году сумела удержать темпы роста выше 5%. Влияние новых тарифов пока носило ограниченный характер – если в первом квартале 2025 года рост ВВП составил 5.4% в годовом выражении, то по итогам второго квартала он незначительно замедлился до 5.2%. Учитывая, что в первом квартале расширению деловой активности способствовал фактор увеличения внешних поставок, в особенности в США, заблаговременно перед вводом повышенных тарифов. Умеренно сдержанные результаты второго квартала свидетельствуют о том, что экономика находится в хорошей форме, хотя все еще испытывает трудности со стороны сектора недвижимости. Кроме того, сам бизнес также гибко реагирует на торговые ограничения используя поставки в другие страны для реэкспорта в США, либо открывая сборочные производства за пределами Китая во избежание повышенных тарифов.

Рис. 1. Китайская экономика сохраняет набранный в начале года темп

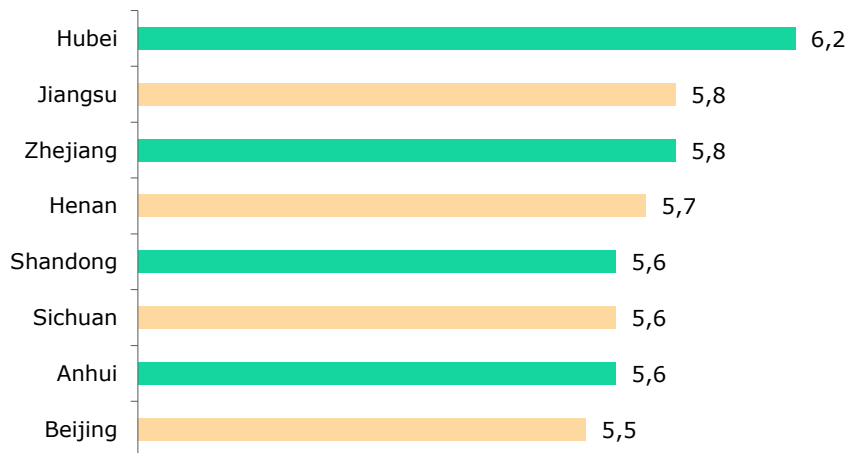


Источник: NBS China, *целевой показатель Правительства

По имеющимся данным, на региональном уровне большинство провинций Китая отличились существенной экспансией, превысившей страновой показатель – наиболее высокий рост экономики продемонстрировала провинция Hubei с показателем в 6.2% г/г в 1П 2025 г. Расширение регионального ВВП было достигнуто за счет таких ключевых сфер, как промышленное производство (+7.9% г/г), с 14.4%-м подъемом выпуска в секторе хайтек, при этом объемы внешнеторгового товарооборота в регионе выросли сразу на 28.4% г/г.

Общей чертой динамики китайской экономики в текущем году можно выделить относительно высокий спрос со стороны мировой экономики, который транслировался в расширение выпуска промышленности. К примеру, в Пекине так же, как и в других частях страны отмечен рост промпроизводства на внушительные 7% г/г. В производственном секторе верхнего кластера наблюдался опережающий рост активности, при этом резко возросло производство литий-ионных аккумуляторов, электромобилей, а также медицинских приборов и оборудования. В сфере услуг, как крупнейшей составляющей ВВП существенный подъем наблюдался в секторе телекоммуникаций и IT – на 11.1% г/г. В финансовом посредничестве был достигнут не менее значимый результат с показателем в +8.1% г/г.

Рис. 2. ВВП в 1П2025 г., % г/г



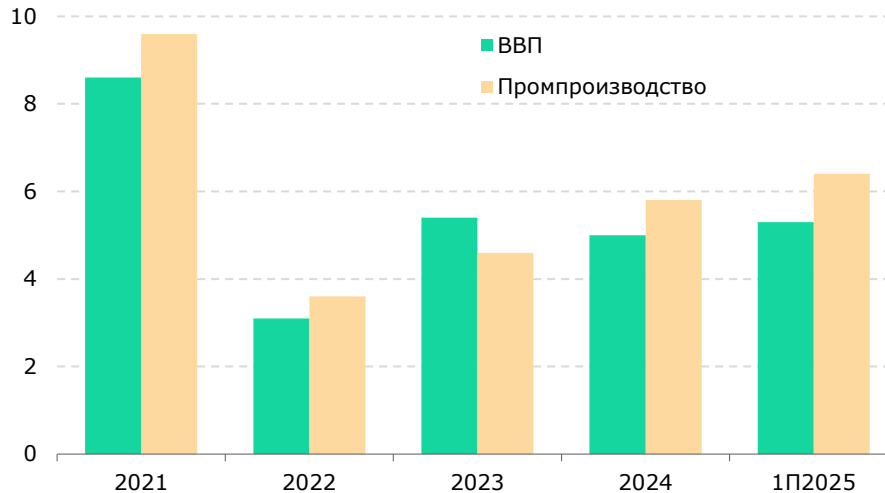
Источник: NBS

Китайские власти начали презентовать отчеты о выполнении задач 14-й пятилетки (2021-2025 гг.). По оценкам властей, за указанную пятилетку номинальный размер ВВП увеличится на 35 трлн юаней или около \$5 трлн, а объем ВВП по итогам текущего года приблизится к 140 трлн (\$19.5 трлн). Среднегодовой темп роста экономики страны сложится на уровне 5.5%. За первые четыре года пятилетки энергоёмкость ВВП снизилась на 11.6%. Такие показатели как: экономический рост, производительность труда и инвестиций в НИОКР находятся в рамках запланированных. Добавленная стоимость обрабатывающей промышленности с 2021 года увеличилась более чем на 30 трлн юаней (\$4.2 трлн).

По сообщению официальных лиц, Китай успешно выполнил задачу по фактическому использованию прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в рамках 14-й пятилетки. По данным на конец июня 2025 года, объём фактически использованных ПИИ в Китае составил почти \$709 млрд, что превышает целевой показатель в \$700 млрд, и сложился выше совокупного значения, зафиксированного в 13-й пятилетке (2016-2020 гг.). За указанный период было создано около 229 тыс. новых предприятий с участием иностранного капитала, на 25 тыс. больше показателя предыдущей пятилетки. Предприятия с участием иностранного капитала обеспечили треть всего внешнеторгового оборота страны и 25% добавленной стоимости в промышленности. Благодаря иностранным инвестициям было создано более 30 миллионов рабочих мест. При этом в 2024 году на высокотехнологичные отрасли пришлось более трети от всех привлечённых иностранных инвестиций, что больше, чем в 2020 году.

По данным за неполный год достижения по отдельным показателям уже превосходят плановые, это касается уровня урбанизации, средней продолжительности жизни и т. д. Таким образом, Китаю пока удается удерживать опережающие темпы роста в сравнении со среднемировыми, сочетая рыночные механизмы с руководящей ролью партии, при этом реформы постоянно активно адаптируются, в том числе на экспериментальной основе, фокусируясь на конечный результат.

Рис. 3. Рост ВВП и промышленности Китая, %



Источник: NBS

Промышленность выступает драйвером экономики

Динамика производственного PMI продолжала восстанавливаться после апрельского спада и повысилась на 0.2 пп до 49.7 в июне. Структурно наиболее слабые показатели отмечались среди малых и средних предприятий, тогда как крупные предприятия находились в зоне расширения на уровне 51.2. Непроизводственный PMI также прибавил 0.2 пп до 50.5 – самое высокое значение с начала года, исключая март, и соответствовал показателю июня прошлого года. Тем самым бизнес-климат в сфере услуг, по мнению менеджеров по закупкам, отличался более позитивным настроением.

В сфере промышленного производства в первом полугодии 2025 г. сохранялась позитивная динамика. Драйвером роста оставалась обрабатывающая промышленность (+7% г/г), темп расширения в добывающей отрасли сложился на более умеренных уровнях (+6% г/г). Прирост добавленной стоимости в производстве оборудования составил 10.2% г/г по сравнению с предыдущим годом. В свою очередь, рост в высокотехнологичных производствах составил 9.5% г/г, что заметно превышало общие показатели по промышленности, сигнализируя об ускоренной трансформации китайской промышленности в сторону хайтек секторов. В частности, объемы производства устройств 3D печати увеличились на 43.1% г/г, транспортных средств на новых источниках энергии (NEV) (+36.2% г/г), промышленных роботов (+35.6% г/г).

На общем позитивном фоне стоит отметить проблемы с насыщением рынка и перепроизводством в отдельных секторах. Так, производители солнечных панелей объявили о коллективном сокращении производства на 30% со второй половины этого года. Кроме того, ассоциации сталелитейной, цементной и строительной отраслей также заявляли о планируемых корректировках, которые помогут нормализовать ситуацию, к примеру, уже отмечено повышение отпускных цен на солнечные панели. Выпуск стали в 1П 2025 г. сократился на 3% г/г до 514.8 млн т., а объем производства чугуна составил 434.7 млн т. (-0.8% г/г).

Некоторую поддержку местным производителям металлопродукции оказывают внешние поставки. Так, общий объем экспорта готового проката и труб по итогам 1П 2025 г. увеличился на 9.2% г/г до 58 млн т. Тогда как импорт стальной продукции продолжает сокращаться – за первое полугодие завоз проката снизился на 16% по сравнению с тем же периодом прошлого года до 3 млн т.

Рис. 4. Выпуск в промышленности в 1П 2025 г., % г/г

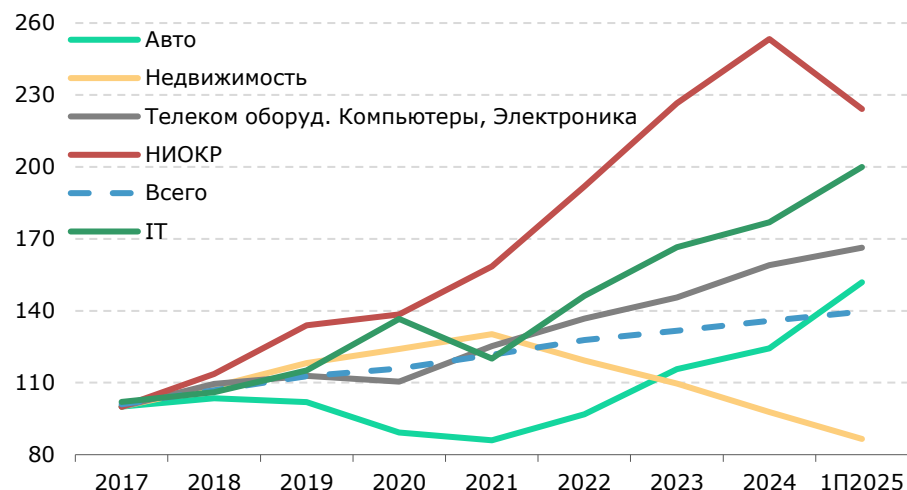


Источник: NBS China

Инвестиции – ускорение внешних и замедление внутренних

Инвестиции в основной капитал во втором квартале снизили темпы роста с 4.2% г/г в 1 квартале и 3.2% г/г в конце 2024 г., составив 2.8% г/г. Замедление темпов отмечалось в широком спектре секторов экономики. При этом в сфере недвижимости в первом полугодии спад достиг двузначного значения (-11.5% г/г). Тем не менее, стимулируемая государством модернизация промышленности Китая с опорой на инновации поддерживала перспективные отрасли. К примеру, спад в секторе недвижимости не привел к остановке всей экономики, так как диверсифицированная индустрия изначально была экспортоориентированной и конкурентоспособной. Этому способствовали инвестиции в автомобилестроение, где они росли двузначными темпами в последние годы. Еще более динамичный рост наблюдался в производстве хайтек продукции, в сфере ИТ и НИОКР. Таким образом, вложения в новые востребованные сектора позволяют экономике Китая сохранять устойчивость – вначале на этапе их освоения и далее на этапе непосредственно выпуска продукции.

Рис. 5. Инвестиции в основной капитал, (2017=100)



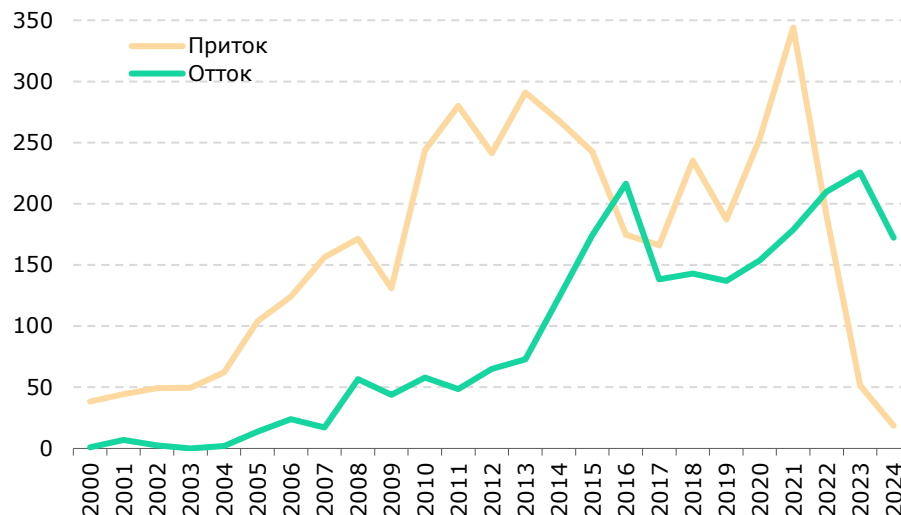
Источник: NBS

Упавшие до минимума в прошлом году прямые иностранные инвестиции (ПИИ) в Китай в первом квартале этого года продемонстрировали резкий рост почти на 31% до \$14.5 млрд, безусловно, эффект низкой базы играл в этом подъеме не последнюю роль, учитывая, что на пиках в 2021-2022 гг. они достигали порядка \$100 млрд в квартал. На этом фоне сохраняется тренд на увеличение

инвестиций самих китайских компаний зарубеж. За 1 кв. 2025 г. они также существенно выросли на 28.3% г/г до свыше \$48 млрд. Таким образом, Китай продолжает удерживать статус нетто инвестора на международном уровне с совокупными инвестициями в размере почти \$1 трлн с 2020 г. Рост китайских инвестиций за границу обуславливается как необходимостью обеспечения диверсифицированных поставок сырья, так и экспансией компаний на внешние рынки. Внешние инвестиции компаний, в особенности экспортоориентированных, являются возможностью избежать тарифных барьеров, которые в связи с недавней эскалацией становятся ощутимым препятствием для ведения бизнеса. Кроме того, выход за пределы Китая может отчасти сгладить давление инволюционной конкуренции между компаниями, которые ограничены местным рынком, в частности это касается автомобильной промышленности, металлургии и зеленой энергетики.

В рамках стимулирования притока внешних инвесторов 30 июня Министерство финансов Китая объявило о новой льготной налоговой политике, направленной на поощрение иностранных инвесторов к реинвестированию прибыли. Инвесторы могут получить налоговый вычет по корпоративному подоходному налогу, эквивалентный 10% от суммы квалификационных реинвестиций, с переносом неиспользованных налоговых вычетов для будущего использования. Гибкость данному новшеству придает тот факт, что инвесторы могут подать заявку, в том числе ретроактивно, на квалификационные реинвестиции, осуществленные в период с 1 января 2025 года до даты объявления политики. В дальнейшем иностранные инвесторы должны удерживать свои реинвестиции в Китае не менее пяти лет и могут продолжать претендовать на любой неиспользованный налоговый вычет после 31 декабря 2028 года, пока баланс не станет нулевым.

Рис. 6. Прямые инвестиции Китая, \$ млрд



Источник: SAFE

Увеличение доходов и trade-in «подогрели» розницу

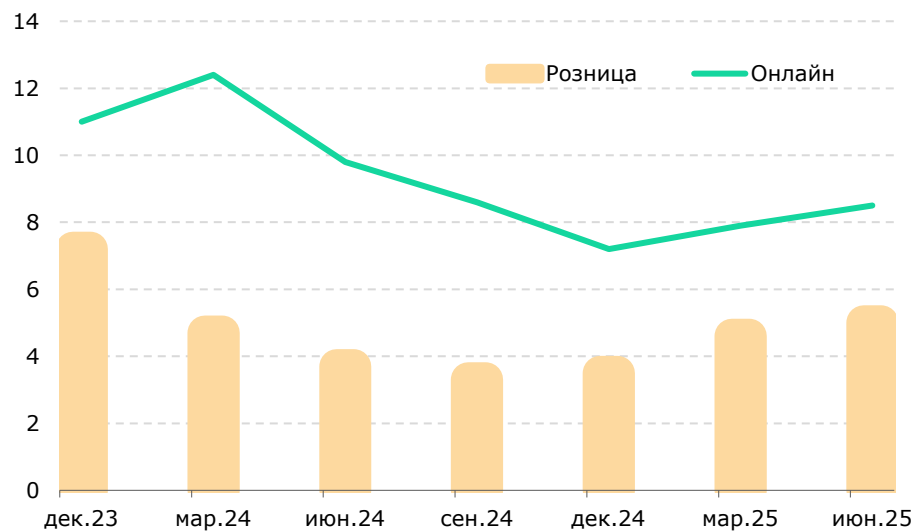
Стабильная ситуация на рынке труда, наряду с увеличением подушевых располагаемых доходов на 5.3% в номинальном выражении в 1 полугодии до 21.8 тыс. юаней (\$3 тыс.), а также trade-in благоприятствовали обороту розничной торговли.

Розничные продажи в 1 полугодии 2025 г. выросли на 5% г/г, ускорившись с 4.6% г/г в первом квартале до \$3.4 трлн (\$3.3 трлн за 1П2024 г.). Онлайн продажи также продемонстрировали расширение с ростом на 8.5% г/г до \$1 трлн, чему, в том числе, способствовал более ранний запуск шопинг-фестиваля 618. Программа trade-in, запущенная осенью прошлого года, безусловно, стала ключевым драйвером подъема потребительской активности в стране. Реализация бытовой техники подскочила до 30.7% г/г, аудиовизуальной техники (+25.4% г/г), товаров культурно-бытового и канцелярского назначения (+24.1%), средств связи и мебели (+22.9% г/г). Повышение продаж отмечалось и по продуктам питания, товарам для спорта и отдыха, золота, серебра и ювелирных

изделий, т. е. очевидно, что инициатива простимулировала общее увеличение потребления населения, которое начало сжиматься в последние три года. Отдельно можно отметить, что в первой половине года продажи автомобилей на новых источниках энергии (NEV) превысили отметку в 5 млн, а прирост за год составил 33%.

Дальнейшие перспективы розничной торговли остаются пока сдержанными, учитывая, что большая часть квоты на программу trade-in в текущем году была уже использована, хотя она по планам будет продолжена в следующем году. Учитывая стойкость дефляционных тенденций, у потребителей нет стимула спешить с покупками, но положительным моментом можно отметить рост туристического потока. Так, в прошлом году страну посетило 132 млн туристов, потративших \$94 млрд. В первом квартале этого года количество туристов выросло почти на 20% г/г до 35 млн, а число стран с односторонним безвизовым режимом приближается к 50-ти. Внутренний туризм также переживает бум. По прогнозу World Travel and Tourism Council (WTTC), объем локального туристического рынка достигнет примерно \$1 трлн в текущем году с ожидаемым ростом на 20%. Таким образом, потребители частично сместили свои предпочтения с потребления товаров в сторону сферы услуг, что в конечном счете позитивно для всей экономики.

Рис. 7. Динамика розничных продаж, % г/г



Источник: NBS

Дефляция пока не отступает

Несмотря на устойчивый рост китайской экономики и меры ее стимулирования как со стороны фискальной, так и монетарной политик, дефляция пока не отступает. Естественно, в таких условиях потребители не торопятся спешить осуществлять покупки. Уровень инфляции на протяжении почти всего первого полугодия находился в отрицательной зоне, едва достигнув 0.1% г/г в июне. Ситуация с ценами производителей была в еще более сложном положении и опустилась к отметке в -3.6% г/г по итогам 1 полугодия. Таким образом, «липкая» дефляция в промышленности сохраняется уже на протяжении довольно продолжительного времени, начиная с осени 2022 г.

Стоит отметить, что в дополнение к торговым войнам, раскручиванию дефляции способствуют и внутренние факторы китайской специфики. Так, жесткая конкуренция в сфере производства электромобилей, солнечных панелей и в других секторах за счет ценовых войн уже подняли данный вопрос на государственный уровень. Вследствие чего госорганы выступают против избыточно агрессивной конкуренции в виде "rat race". Этому должны помочь интеграция национального рынка с устранением барьеров между провинциями, стандартизация, инфраструктура и унификация рынка труда, земли, капитала и других ресурсов. Более того, в настоящее время разработан законопроект, вносящий изменения в закон о ценах в стране, который направлен на то, чтобы предотвратить продажу товаров и услуг по цене ниже себестоимости. Также он направлен на то, чтобы компании

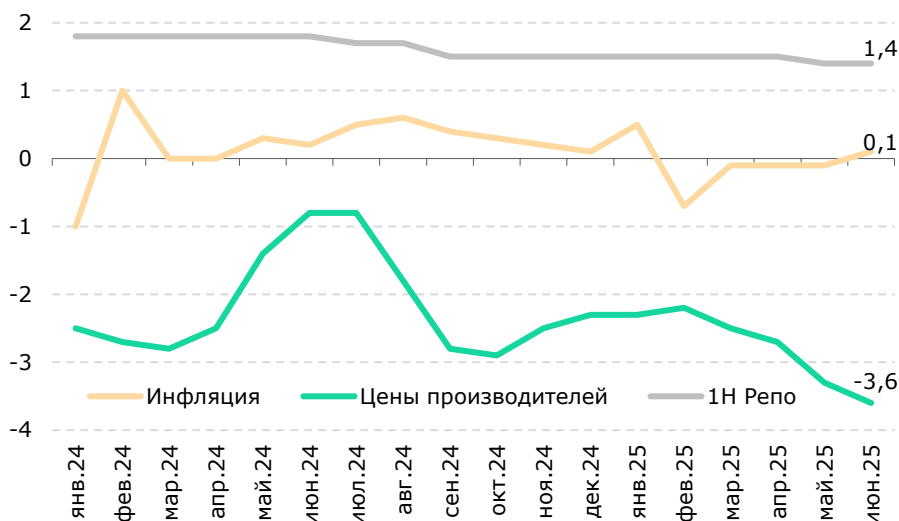
не могли использовать данные и технологии для установления цен, которые могут быть ниже себестоимости. В том числе, предлагается усовершенствование налогово-бюджетной системы, исключение субсидий и налоговых льгот на локальном уровне, для выравнивания конкурентного поля. В свою очередь, сами компании рассматривают варианты консолидации, сокращения устаревших мощностей и фокус на конкуренции за счет инноваций, однако данный процесс, очевидно, займет немало времени.

На рынке жилой недвижимости нисходящий тренд пока остается доминирующим. Так, в июне цены на жильё немного ускорили падение, где цены на первичное жильё подешевели на 0.3% за месяц, а на вторичном рынке на 0.6%. Отмечено снижение стоимости даже в Пекине и Гуанчжоу, что, возможно, связано с сезонными факторами. Среди крупнейших городов рост цен отмечается только в Шанхае (+5.8) и Тайане (+1.1%) и только на первичном рынке. Вторичный рынок полностью в минусе. При этом объемы реализации жилья сократились на 12.6% по сравнению с предыдущим годом, тогда как инвестиции в недвижимость упали на 11.2%.

Несмотря на общее охлаждение рынка недвижимости в Китае, по данным Shanghai E-House China, за 1П 2025 г. в Шанхае было реализовано свыше 1 тыс. новых домов и квартир стоимостью от 30 млн юаней – \$4.2 млн в эквиваленте. Общий объем продаж превысил 55 млрд юаней (\$7.7 млрд), увеличившись примерно в три раза по сравнению с 2023 г. Согласно данным China Real Estate Information, продажи элитных домов стоимостью от 50 млн юаней в Шанхае составили 80% этого сегмента по всей стране.

Как и ожидалось, в мае Народный Банк Китая снизил норматив резервных требований на 50 бп, что, по оценкам, увеличит ликвидность на 1 трлн юаней. Ставка по семидневному обратному репо была снижена на 10 бп до 1.4%, до минимума за последние пять лет, наряду со ставкой среднесрочного кредитования (LPR) с 3.1% до 3.0%. Кроме того, ЦБ запустил дополнительные меры поддержки экономики. В частности, создана программа рефинансирования в размере полтриллиона юаней для потребительского сектора, а также расширен фонд рефинансирования технологического сектора на 300 млрд юаней. Данные меры согласуются с общей политикой расширения внутреннего спроса, при этом новые экономические стимулы с модифицированным дизайном вполне вероятны в текущем году.

Рис. 8. Ставка Центробанка КНР и инфляция



Источник: NBS China

Слабость американского доллара в текущем году, ослабевшего примерно на 10% с начала года, позитивно влияла на валюты других стран и в том числе китайскую валюту, которая укрепилась на 2% за тот же период. Хотя тарифы заметно выросли на китайские товары, поставляемые в США, торговый баланс оставался в значительном плюсе, что нивелировало в конечном счете внешнюю неопределенность. Внешние счета, соответственно, позитивно отражались на резервах Китая,

которые с начала года выросли с \$3.2 трлн до \$3.3 трлн. В свою очередь курс USD/CNY в конце июня достиг отметки 7.17, сложившись ниже среднего значения в 7.2 в прошлом году. Учитывая определенное улучшение ситуации с тарифами и сохранение устойчивого спроса на внешних рынках, мы ожидаем закрепление курса юаня на текущих уровнях к концу текущего года.

Улучшение показателей бюджета

По данным Министерства финансов КНР, совокупные доходы консолидированного бюджета в 1П 2025 г. уменьшились на 0.3% в годовом выражении до 11 557 млрд юаней (1П 2024 г. -2.8% г/г). В общих поступлениях налоговые доходы снизились на 1.2% г/г до 9 292 млрд юаней (1П 2024 г. -5.6% г/г), а неналоговые доходы, напротив, выросли на 3.7% г/г до 2 265 млрд юаней (1П 2024 г. +11.7% г/г). В разбивке доходы центрального бюджета уменьшились на 2.8% г/г до 4 859 млрд юаней (1П 2024 г. -7.2% г/г), а доходы местных бюджетов возросли на 1.6% г/г (1П 2024 г. +0.9% г/г). При этом в большей части провинций – 27 из 31 наблюдался рост доходов.

Основное влияние на сокращение поступлений по налогам оказали: налоги на корпоративный доход со снижением на 1.9% г/г до 2 991 млрд юаней (1П 2024 г. -5.5% г/г), НДС и акцизов от импорта -6.1% г/г до 873 млрд юаней (1П 2024 г. +0.7% г/г) и таможенных пошлин -7.7% г/г до 109 млрд юаней (1П 2024 г. -5.2% г/г). В свою очередь, увеличение поступлений произошло по статьям: внутренний НДС +2.8% г/г до 3 639 млрд юаней (1П 2024 г. -5.6% г/г), налога на потребление +1.7% г/г до 898 млрд юаней (1П 2024 г. +6.8% г/г) и налогов на доходы физлиц +8% г/г до 795 млрд юаней (1П 2024 г. -5.7% г/г).

Доходы бюджетных правительственных фондов уменьшились на 2.4% г/г до 1 944 млрд юаней (1П 2024 г. -15.3% г/г), где фонды местных правительств упали на 3.2% г/г до 1 727 млрд юаней (1П 2024 г. -17.4% г/г).

Расходы бюджета в первом полугодии текущего года увеличились на 3.4% г/г до 14 127 млрд юаней (1П 2024 г. +2% г/г), из них расходы центрального бюджета выросли на 9% г/г до 1 991 млрд юаней (1П 2024 г. +9.6% г/г), а местных бюджетов прибавили 2.6% г/г до 12 136 млрд юаней (1П 2024 г. +0.9% г/г). Таким образом, экспансионистская направленность бюджетной политики в текущем году расширилась, что стимулировало устойчивый рост экономики.

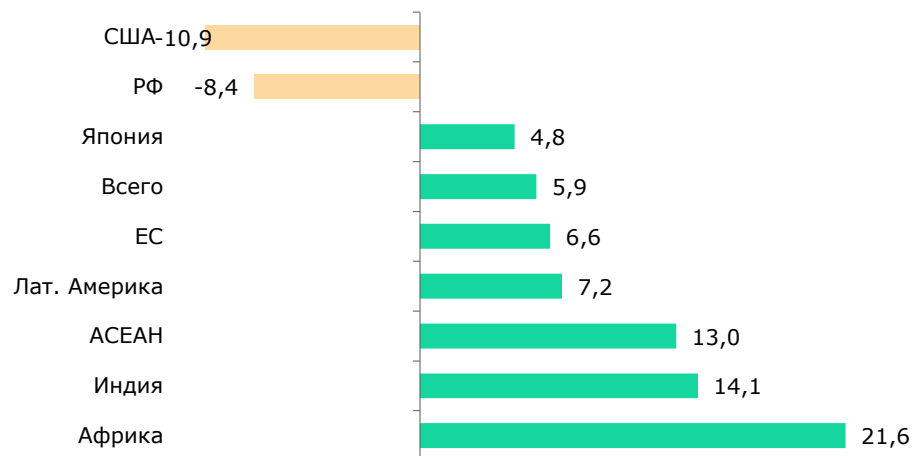
Внешняя торговля растет за счет экспорта

2 квартал текущего года в сфере внешней торговли для Китая умеренно улучшился вопреки давлению со стороны США, когда пошлины на китайские товары в моменте достигали 145%. Объем экспорта во 2 кв 2025 г. расширился до \$955 млрд (\$854 млрд в 1 кв 2024 г.). В целом за 1П 2025 г. внешние поставки Китая выросли на 5.9% г/г до \$1.8 трлн, что оказалось даже лучше показателей аналогичного периода прошлого года, когда экспорт вырос всего на 3.6% г/г. В свою очередь, объем импорта товаров продолжает сокращаться (-3.9% г/г), хотя и увеличился на 1.1% г/г в июне. Наиболее заметный рост экспорта Китая отмечался по развивающимся странам, где он увеличился двузначными темпами: АСЕАН (+13% г/г), Индия (+14.1% г/г), Африка (+21.6% г/г), также почти на 10% г/г выросли показатели по странам-участницам «Пояса и пути».

Новые тарифы, введенные США, привели к падению экспорта на данном направлении на 10.9% г/г, при этом общий рост поставок может говорить о реэкспорте части китайских товаров в США в обход пошлин. Среди пострадавших выделяется импорт одежды в США, который упал до минимума за последние более чем 20 лет. Так, по данным Комиссии по международной торговле (USITC), в мае США импортировали одежду на \$556 млн, в апреле \$796 млн, хотя в ожидании пошлин в январе объем их закупки достигал \$1.7 млрд. Снижение отмечалось четвертый месяц подряд. Дальнейшая судьба взаимной торговли США и Китая пока, видимо, откладывается, так, представители двух стран договорились о переносе сроков заключения торгового соглашения, которое ранее планировалось 12 августа. Учитывая важность и масштабы двусторонней торговли, неудивительно, что данный вопрос требует серьезного и скрупулезного подхода. Нельзя в полной мере исключать новые всплески торговой напряженности, включая более пристальное внимание США к реэкспорту китайских товаров из других стран. Тем не менее, учитывая, что 90% экспорта Китая является

обработанной продукцией с высокой добавленной стоимостью, ее конкурентные преимущества, по нашему мнению, помогут сгладить внешние ограничения.

Рис. 9. Показатели изменения экспорта за 1П 2025 г., %



Источник: Таможенная администрация КНР

Китайская экспансия в автомобильной отрасли продолжала набирать обороты. В первой половине текущего года объем экспорта автомобилей увеличился на 10.4% до 3.1 млн в сравнении с аналогичным периодом прошлого года. Лидерами по сбыту китайских автомобилей выступили такие страны, как Мексика, ОАЭ и Россия. Новые горизонты для Китая также открываются на перспективном рынке электрических летательных аппаратов вертикального взлета и посадки (eVTOL). Так, совсем недавно компания Shanghai TCab Technology заключила меморандум о поставке eVTOL общей стоимостью в \$1 млрд в ОАЭ. Данные аэромобили предполагается использовать как воздушные такси. На новом рынке, несмотря на его новизну, можно ожидать роста конкуренции, на данный момент, хотя XPeng Aeroht пока является явным лидером, но на перспективный рынок уже вступают новые игроки, включая крупного автопроизводителя Chery.

Обзор фондового рынка Китая за первое полугодие и прогнозы на 2П 2025 года

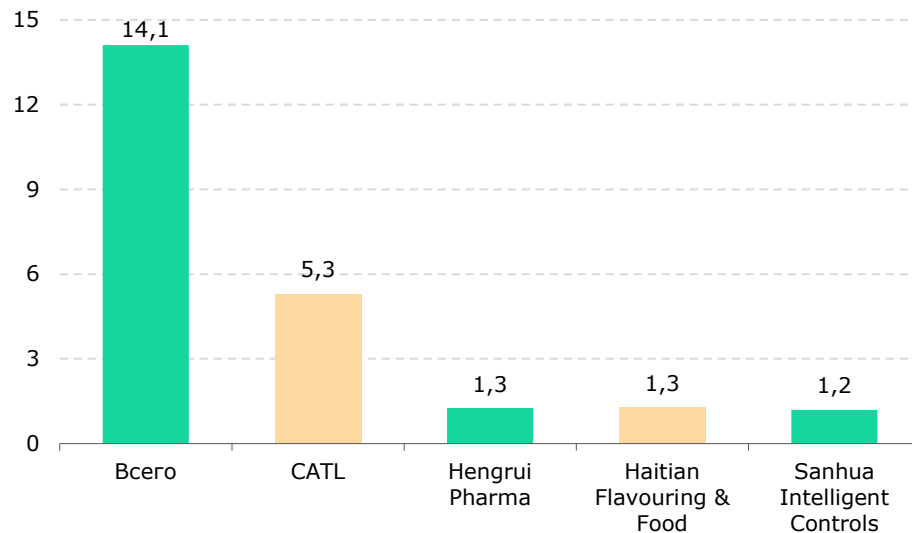
Всплеск IPO в Гонконге

В первой половине 2025 года на фондовом рынке Гонконга наблюдался значительный рост торговой активности, обусловленный позитивными настроениями инвесторов и стабильным притоком на рынок высококачественных компаний. Несмотря на неопределенную геополитическую ситуацию, индекс Hang Seng был одним из самых динамичных индексов в мире, увеличившись более чем на 20% за этот период. Среднедневной оборот также существенно увеличился, прибавив 82% в годовом выражении.

Объем привлеченных в ходе IPO средств в 1П 2025 года достиг \$14.1 млрд, что по величине IPO почти на \$5 млрд превысило результат площадки NASDAQ, согласно данным Dealogic. По сравнению с 1П 2024 года объем привлечения средств в ходе IPO в Гонконге вырос на 695% в годовом выражении, что значительно превысило 8%-й рост объема IPO по всему миру за тот же период.

Майское IPO CATL (Н серии) объемом \$5.3 млрд стало крупнейшим в мире с 2023 года, кроме того, были реализованы крупные IPO на сумму свыше \$1 млрд каждое таких компаний, как Hengrui Pharma, Haitian Flavouring & Food и Sanhua Intelligent Controls. Таким образом, 4 из 10 крупнейших IPO в 1П 2025 года были осуществлены в Гонконге.

Рис. 10. Показатели IPO на бирже Гонконга в 1П 2025 г., \$ млрд



Источник: HKEX

Первое полугодие 2025 года было отмечено V-образным восстановлением рынков: ралли, вызванное прорывами в области искусственного интеллекта, сменилось резким откатом в апреле из-за тарифных опасений, после чего последовало более широкое и устойчивое восстановление. Гонконгский индекс Hang Seng (HSI) значительно опередил материковый CSI 300, что было обусловлено оживлением рынка IPO и сильными показателями в секторах биотехнологий и «нового потребления».

Вторая половина 2025 года представляет собой диверсифицированный, но привлекательный ландшафт для китайских акций. Ожидается, что Гонконг извлечет выгоду из значительных притоков капитала и привлекательных оценок, в то время как акции материкового Китая (A-shares) будут испытывать воздействие перспектив долгосрочных структурных изменений, обусловленных политикой.

Во втором полугодии 2025 года прогнозируется краткосрочная консолидация фондового рынка из-за сезонной слабости и сохраняющейся неопределенности в торговых отношениях, что создает стратегическую возможность для покупки. Ключевыми катализаторами для второй половины года станут потенциальная деэскалация в торговых переговорах между США и Китаем, продолжающаяся

экономическая поддержка со стороны Пекина и устойчивый приток капитала с материка в Гонконг через программу Southbound Connect¹.

Ключевые тематические рекомендации на второе полугодие 2025 года:

- **Гонконг:** рекомендуется позиция «выше рынка» в финансовом секторе и секторе потребительских товаров выборочного спроса.
- **Материковый Китай:** рекомендуется позиция «выше рынка» в секторе информационных технологий и отдельных промышленных компаниях.

Основные риски включают усиление внутренних ценовых войн, устойчивую дефляционную потребительскую среду и непредсказуемый характер геополитических переговоров.

Возрождение Hang Seng в первой половине 2025 года

Индекс Hang Seng (HSI) продемонстрировал выдающиеся результаты в первом полугодии 2025 года, поднявшись примерно на 20% и став одним из ведущих мировых индексов. Это уверенное ралли характеризовалось резким восстановлением после апрельского отката, вызванного опасениями по поводу взаимных тарифов, что продемонстрировало базовую устойчивость рынка. Среднедневной оборот вырос на 82% в годовом исчислении до 240.2 млрд гонконгских долларов, что свидетельствует о значительном возвращении ликвидности и доверия инвесторов.

График 11: Движение индекса HSI с начала 2025 года



Источник: Bloomberg

Гонконг вернул себе позицию мирового лидера по объему привлеченных средств в ходе IPO в первом полугодии 2025 года, собрав \$14.1 млрд (107.1 млрд гонконгских долларов), что представляет собой ошеломляющий рост на 699% в годовом исчислении. Основной вклад внесли мега-IPO материковых компаний, таких как CATL (\$5.3 млрд), которые привлекли широкий интерес со стороны мировых инвесторов и продемонстрировали неизменную привлекательность Гонконга как международного центра привлечения капитала. Бум IPO в первом полугодии был не просто циклическим восстановлением рынка; он стал структурным укреплением стратегической важности Гонконга, обусловленным потребностями ведущих корпораций материкового Китая.

¹ **Southbound Connect** (буквально «связь в южном направлении» или «южный поток») — канал в рамках более крупной программы Stock Connect (фондовый мост), который позволяет квалифицированным инвесторам из материкового Китая покупать акции, котирующиеся на Гонконгской фондовой бирже (HKEX).

Привлекательные секторы Гонконга по итогам первого полугодия 2025 года

Биотехнологии и здравоохранение: премия за инновации. Сектор продемонстрировал впечатляющую, опережающую доходность, став явным лидером рынка. Рост был обусловлен как конкретными событиями, так и фундаментальными факторами. Основным драйвером стала серия знаковых лицензионных соглашений с мировыми фармацевтическими гигантами. Ярким примером является компания 3SBio (01530.HK), акции которой взлетели более чем на 390% после заключения многомиллиардной сделки с Pfizer. Это событие вызвало переоценку всего сектора, подтвердив глобальный коммерческий потенциал китайских биотехнологических инноваций. Другие компании, такие как Akeso (09926.HK) и Innovent Bio (01801.HK), также показали уверенный двузначный рост на фоне положительных данных клинических испытаний и расширения коммерческой деятельности в Европе.

Ралли биотехнологического сектора в первом полугодии знаменует собой кардинальный сдвиг в бизнес-модели сектора от ориентации на внутренний рынок к глобальной монетизации интеллектуальной собственности, что открывает новый и значительный источник стоимости. Рынок больше не оценивает эти компании исключительно по их потенциалу продаж на внутреннем рынке, а теперь учитывает вероятность успеха в глобальном масштабе.

Потребительские товары выборочного спроса: восход «нового потребления». Новая тематическая корзина потребительских акций значительно превзошла традиционные потребительские компании и рынок в целом. Это было не широкое восстановление, а целенаправленная ротация в конкретные подсектора. Тема была сосредоточена на «доступных удовольствиях» и расходах на впечатления. Это свидетельствует о поведенческом сдвиге в сторону потребления, основанного на интеллектуальной собственности и персонализации. Лидерами стали Pop Mart (09992.HK), которая выиграла от вирусных линеек продуктов Лабубу и зарубежной экспансии, и Laoru Gold (06181.HK), которую называют «Hermes в мире золота», успешно позиционирует себя в сегменте люкс, делая ставку на традиционное мастерство и культурную ценность. Компания достигла валовой маржи более 41%, что почти вдвое выше, чем у конкурентов, благодаря стратегии фиксированных цен и ориентации на состоятельных клиентов. Эти тренды оказали настолько сильный эффект, что стали одним из главных факторов роста после апрельского падения, несмотря на свой небольшой вес в составе индекса. Инвесторы с материка, через программу Southbound Connect, были ключевыми драйверами этой тенденции, постоянно увеличивая свои доли в этих компаниях.

Технологии: восстановление на волне ИИ. Технологические акции были в числе лидеров, особенно в начале года, благодаря ралли, вызванному искусственным интеллектом "DeepSeek". После апрельского тарифного шока сектор восстановился, хотя лидерство расширилось за пределы крупнейших технологических гигантов. Kuaishou (01024.HK) выделилась, показав рост более 76% с начала года, во многом благодаря своей платформе "Kling AI", которая создает новый источник монетизации. Xiaomi (01810.HK) выросла более чем на 65% на фоне более сильных, чем ожидалось, продаж смартфонов и электромобилей. Также производитель полупроводников SMIC (00981.HK) продемонстрировал значительный рост благодаря увеличению числа контрактов.

Прогноз и стратегические рекомендации на второе полугодие 2025 года

Прогнозы на конец 2025 года для гонконгского рынка повышаются. JPMorgan прогнозирует для HSI базовую доходность +2%, оптимистичную +10% и пессимистичную -14%. Ожидается краткосрочная консолидация из-за типичной летней слабости и сохраняющихся тарифных рисков, но это рассматривается как возможность для покупки.

Ключевые попутные ветры включают:

- **Значительные потоки капитала через Southbound:** чистый приток с начала года достиг 778 млрд гонконгских долларов (\$100 млрд), что является критически важным источником ликвидности. Так, Invesco прогнозирует, что потоки в 2025 году достигнут \$110 млрд. Этот поток носит структурный характер и обусловлен стремлением материковых инвесторов к доходности и диверсификации.

- **Счет HKD-RMB:** предстоящее включение в программу Stock Connect является значительным катализатором, который, как ожидается, снизит транзакционные издержки и еще больше увеличит спрос со стороны материковых инвесторов на акции H-класса.
- **Привлекательные оценки:** HSI торгуется с форвардным коэффициентом P/E около 14x, что ниже его 10-летнего среднего значения и оценок аналогов в регионе, создавая потенциал для роста оценок.

Потенциальные трудности: попутные ветры от слабого доллара США и низкого HIBOR в первом полугодии могут ослабнуть. JPMorgan прогнозирует, что 3-месячный HIBOR вырастет до 2.0-2.5% во втором полугодии (с недавнего минимума около 0%), что может сдержать ликвидность.

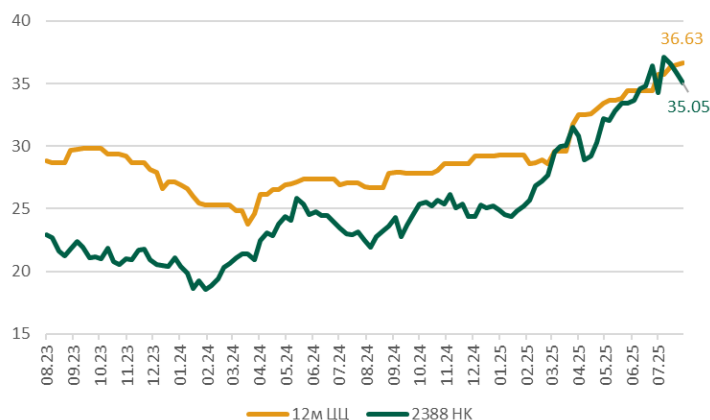
Наиболее перспективные секторы Гонконга на второе полугодие 2025 года

Финансовый сектор. Сектор является основным бенефициаром тенденций, формирующих рынок Гонконга. Он имеет самый высокий вес в индексе (52%) и был главным драйвером повышения прогнозов по прибыли на акцию (EPS) в первом полугодии. Устойчивая разница в доходности между материком и Гонконгом делает финансовые компании Гонконга, особенно банки и страховщиков с высокой дивидендной доходностью, привлекательными для капитала, поступающего через Southbound. Оживление на рынках IPO и капитала напрямую выгодно брокерам и самой бирже.

Регулирование стейблкоинов является скрытым катализатором для финансового сектора. Гонконг принял Постановление о стейблкоинах, и режим лицензирования начнется 1 августа 2025 года. Это создает регулируемую, безопасную и эффективную основу для транзакций с цифровыми валютами. Второстепенными бенефициарами являются устоявшиеся финансовые посредники. Регулируемая экосистема стейблкоинов требует надежных банковских партнеров для управления резервами, хранения и операций с фиатными валютами. Это открывает новые источники дохода для банков и брокеров и укрепляет репутацию Гонконга как передового финансового центра, привлекая больше инноваций и капитала в финтех, что в конечном итоге выгодно всему финансовому сектору.

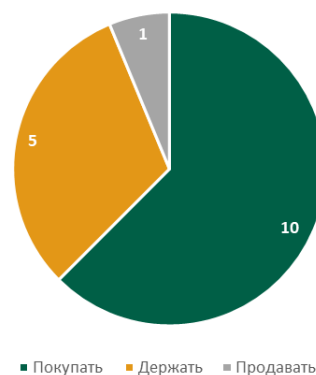
ВОС Hong Kong (02388.HK): Основная идея для ищущих доходность инвесторов через Southbound, предлагающая высокую дивидендную доходность и выигрывающая от деятельности в стабильной местной экономике.

График 12: Движение стоимости акции 2388 НК и ее 12-месячной целевой цены



Источник: Bloomberg

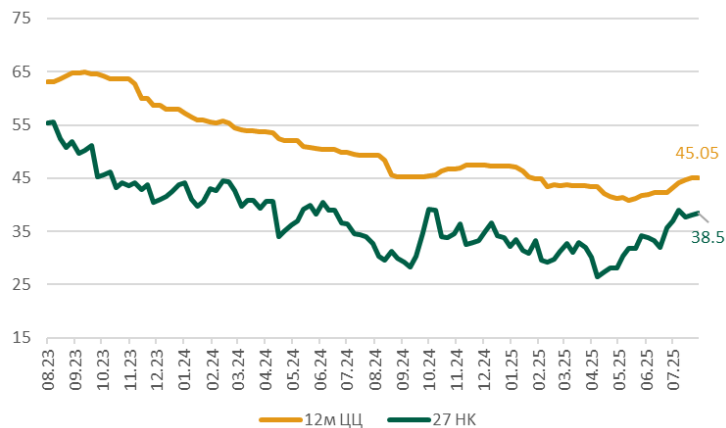
График 13: Рекомендации аналитиков по 2388 НК



Потребительские товары выборочного спроса. Тематический сдвиг от товаров к услугам и впечатлениям является устойчивой, многолетней тенденцией. Игровой бизнес Макао остается основной частью этого, при этом валовой доход от игр стабильно превосходит ожидания во втором квартале, что свидетельствует о сильном базовом спросе. Помимо азартных игр, более широкая тема «доступных впечатлений», охватывающая развлечения и путешествия, будет продолжать находить отклик у потребителей.

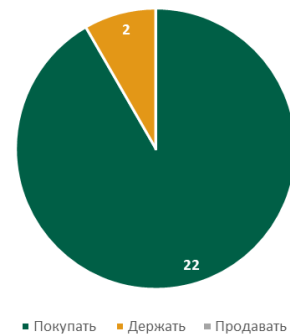
Galaxy Entertainment (00027.HK): Лидер рынка в Макао, хорошо позиционированный для захвата восстановления массового премиум-сегмента.

График 14: Движение стоимости акции 27 НК и ее 12-месячной целевой цены



Источник: Bloomberg

График 15: Рекомендации аналитиков по 27 НК



■ Покупать ■ Держать ■ Продавать

Фондовый рынок материкового Китая (CSI 300) – Структурные возможности, обусловленные политикой

Общая динамика рынка. Индекс CSI 300 пережил волатильное первое полугодие, но завершил его с положительной доходностью, поднявшись примерно на 0.8% к июню. Однако он заметно отстал от гонконгского рынка. Траектория рынка определялась стимулирующими мерами государства, которые обеспечивали поддержку в периоды волатильности. Эта поддержка в сочетании с постепенным перетоком сбережений домохозяйств из недвижимости и депозитов в акции помогла стабилизировать рынок.

График 16: Движение индекса CSI с начала 2025 года



Источник: Bloomberg

Несмотря на благоприятную глобальную обстановку для рискованных активов и сильное ралли в Гонконге, рост CSI 300 был сдержанным. Это расхождение объясняется тем, что CSI 300 имеет больший вес в секторах «старой экономики», таких как финансы, промышленность и потребительские товары первой необходимости, которые более уязвимы к внутренним проблемам, таким как спад на рынке недвижимости и избыточные мощности в традиционном производстве. Это показывает, что, в то время как Гонконг очень чувствителен к глобальной ликвидности и

международным настроениям, основным драйвером рынка A-shares является внутренняя политика и ликвидность.

Привлекательные секторы материкового Китая по итогам первого полугодия 2025 года

Информационные технологии. Сектор был явным лидером в ралли начала года, вызванном прорывами в области ИИ, такими как DeepSeek. Это было подкреплено ослаблением ограничений США на поставки чипов, что вдохнуло новую жизнь в эту тему. Основное внимание было сосредоточено на внедрении ИИ и многолетнем структурном тренде локализации производства полупроводников. Zhongji Innolight (300308.SZ), ключевой игрок в цепочке поставок для центров обработки данных ИИ.

Промышленность и передовое производство. Эта тема набрала обороты благодаря государственной политике, способствующей промышленной автоматизации и модернизации оборудования. Быстрый рост производства промышленных роботов, обусловленный как автоматизацией заводов, так и растущим спросом на гуманоидных роботов, стал ключевым моментом. Цепочка поставок электромобилей также оставалась в центре внимания. Contemporary Amperex Technology (CATL) (300750.SZ), крупнейший в мире производитель аккумуляторов для электромобилей, и Luxshare Precision (002475.SZ), ключевой производитель электроники и автокомпонентов.

Прогноз и стратегические рекомендации на второе полугодие 2025 года

JPMorgan прогнозирует базовую цель для CSI 300 на конец года на уровне 4150 пунктов, с оптимистичным сценарием 4420 и пессимистичным 3800. Прогноз подкрепляется ожиданиями продолжения экономической поддержки. Ключевые драйверы включают:

- **Достаточная внутренняя ликвидность:** ожидаются дальнейшие снижения ставок и норм обязательных резервов для обеспечения достаточной ликвидности в системе.
- **Политические попутные ветры:** приверженность правительства стратегическим целям, таким как технологическая самодостаточность и стимулирование потребления (например, программа trade-in), будет направлять капитал в приоритетные секторы.

Основные риски: существуют риски снижения консенсус-прогнозов по росту EPS из-за избыточных мощностей и циклов сокращения запасов в таких секторах, как электромобили, бытовая техника и возобновляемая энергетика. Интенсивные ценовые войны снижают маржинальность во многих отраслях.

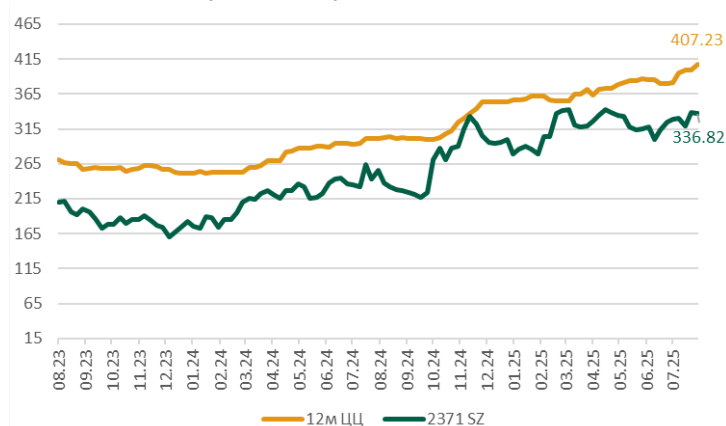
Наиболее перспективные секторы второго полугодия 2025 года

Информационные технологии. Это остается самой убедительной структурной историей роста на рынке A-shares. Акцент смещается с обучения ИИ на выводы (inference), что будет стимулировать устойчивый спрос на облачные сервисы и оборудование для периферийных вычислений. Цель правительства по созданию «автономно контролируемой» технологической экосистемы обеспечивает масштабные, долгосрочные инвестиции во всю цепочку поставок полупроводников, от оборудования до проектирования и производства, создавая траекторию роста, защищенную от внешних факторов. Этот тренд «локализации» является мощным, многолетним попутным ветром.

Стремление Китая к самодостаточности в производстве полупроводников создает «суперцикл» для отечественных производителей оборудования. Это редкая, гарантированная политикой возможность роста, которая в значительной степени не зависит от глобальных циклов в полупроводниковой отрасли. Цель достичь 82% самообеспеченности в GPU к 2027 году, по сравнению с 34% в 2024 году, подразумевает колоссальный внутренний инвестиционный цикл.

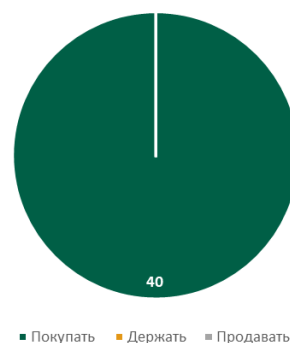
NAURA Technology (002371.SZ): Ведущий отечественный производитель полупроводникового оборудования, идеально позиционированный для извлечения выгоды из национального курса на локализацию и самодостаточность в производстве чипов.

График 17: Движение стоимости акции 2371 SZ и ее 12-месячной целевой цены



Источник: Bloomberg

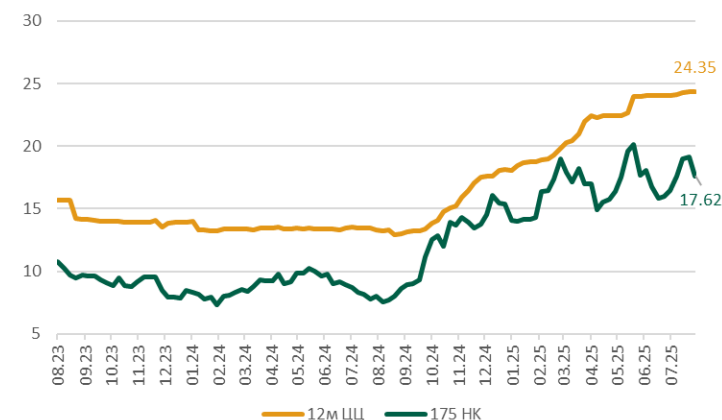
График 18: Рекомендации аналитиков по 2371 SZ



Потребительские товары выборочного спроса. Хотя общее потребление остается слабым, целенаправленные государственные стимулы создают конкретные возможности. Продление программы «trade-in» для автомобилей, бытовой техники и потребительской электроники является прямым попутным ветром для лидеров отрасли. Кроме того, наблюдается явный стратегический сдвиг в сторону потребления услуг (туризм, онлайн-игры) и «доступных впечатлений», которые менее подвержены макроэкономическим встречным ветрам из-за их внутренней направленности.

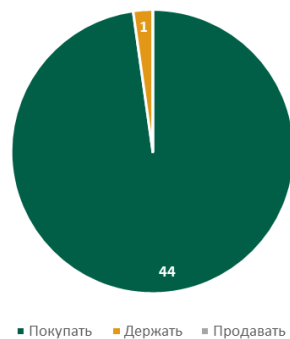
Geely Automobile (0175.HK): Несмотря на то, что акции котируются в Гонконге, компания является ключевым игроком на автомобильном рынке материкового Китая. Она выигрывает от политики trade-in и является лидером в конкурентном сегменте электромобилей, с растущим присутствием за рубежом.

График 19: Движение стоимости акции 0175 НК и ее 12-месячной целевой цены



Источник: Bloomberg

График 20: Рекомендации аналитиков по 0175 НК



Приложение 1: Мультипликаторы ключевых китайских компаний

Компания	Тикер	Капит., млрд HKD	P/E	Forw. P/E	P/B	P/S	ROE	ROA	Бета
Tencent Holdings	700 HK Equity	5068.6	23.3	16.6	4.5	6.8	21%	11%	1.1
Alibaba Group	9988 HK Equity	2219.3	15.88	11.5	2.0	2.1	13%	7%	1.3
ICBC	1398 HK Equity	2731.7	5.4	5.5	0.5	1.3	10%	1%	0.7
China Mobile	941 HK Equity	1893.1	12.2	11.1	1.1	1.6	10%	7%	0.5
China Construction Bank	939 HK Equity	2155.7	5.8	5.6	0.6	1.3	10%	1%	0.7
SMIC	981 HK Equity	516.9	98.0	50.6	2.6	6.3	3%	1%	1.2
PetroChina Co Ltd	857 HK Equity	1724.6	7.7	8.0	0.8	0.4	11%	6%	0.8
Xiaomi Corp	1810 HK Equity	1385.9	39.7	22.9	5.3	3.0	15%	8%	1.0
BYD Co Ltd	1211 HK Equity	1052.3	20.8	14.7	4.4	1.1	25%	6%	1.0
Xpeng	9868 HK Equity	136.4	Her.	53.7	3.3	2.5	Her.	Her.	1.3
Meituan	3690 HK Equity	743.6	17.1	12.8	3.7	2.0	24%	13%	1.4
Li Auto	2015 HK Equity	224.6	25.0	14.3	2.7	1.4	12%	5%	1.2

Источник: Bloomberg

Приложение 2: Основные макропоказатели Китая

	2022	2023	2024	2025П	2026П
ВВП, \$ трлн	18.3	18.3	18.8	19.3	20.1
ВВП на душу, \$	12 984	12 969	13 317	13 622	14 346
ВВП, % г/г	3.1	5.4	5.0	5.0	4.8
Промпроизводство, % г/г	3.6	4.6	5.8	4.9	4.1
Инвестиции, % г/г	5.1	3.0	3.2	3.9	4.2
Инфляция, % г/г	2.0	0.2	0.2	0.2	0.9
Государственный долг, % ВВП	77.4	84.4	88.2	95.4	100.9
Экспорт товаров, \$ млрд	3 544	3 379	3 577	3 597	3 636
Импорт товаров, \$ млрд	2 707	2 557	2 585	2 588	2 667
Текущий счёт, % ВВП	2.4	1.4	2.2	2.0	1.7
Международные резервы, \$ млрд	3 307	3 450	3 456	3 375	3 348
Обменный курс, USDCNY	6.73	7.08	7.19	7.24	7.21

Источник: Bloomberg, Focus Economics, Halyk Finance

© 2025 г. АО «Halyk Finance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

АО «Halyk Finance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана». Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала и (или) члены их семьи, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. АО «Halyk Finance» и (или) ее аффилированные лица осуществляют широкий спектр операций и предоставляют множество разных услуг на финансовых рынках, такие как услуги финансового консультирования, андеррайтинга, маркет-мейкера включая эмитентам, упомянутым в данном материале. Инвестиции в активы на финансовых рынках имеют высокую степень риска. При этом прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют. Инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2025 г., все права защищены.

А. Курманбеков

a.kurmanbekov@halykfinance.kz

И. Савченко

i.savchenko@halykfinance.kz

Департамент торговых идей

dti@halykfinance.kz

Департамент продаж

sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance

пр. Абая, 109 «В», 5 этаж

А05А1В9, Алматы, Республика Казахстан

Тел. +7 727 339 43 77

www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Refinitiv

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance