

28 февраля 2019 года

Краткая история развития  
китайского рынка облигаций.....2Как организован китайский  
рынок облигаций.....3Структура эмитентов и  
инвесторов на рынке облигаций  
Китая.....5Регулирование китайского рынка  
облигаций.....8Что происходит на первичном  
рынке?.....11Что происходит на вторичном  
рынке?.....15Оценка кредитного риска в Китае  
с использованием кредитных  
рейтингов.....19Оценка кредитного риска в Китае  
с использованием спреда  
доходности облигаций.....20Оценка кредитного риска в Китае  
путем анализа дефолтов.....21Повышение открытости  
китайского рынка облигаций...24Повышение открытости  
инвестиционной стороны  
рынка.....29

Фэн Линь  
Аналитик департамента  
исследований и развития  
+86-10-52725431  
fenglin@coamc.com.cn

Ли Лэй  
Аналитик департамента рейтингов  
финансовых институтов  
+86-21-6881-8922  
lilei@coamc.com.cn

Лю Чжоу  
Аналитик департамента рейтингов  
промышленных и коммерческих  
компаний  
+86-10-8343-9879  
luzhou@coamc.com.cn

**Контакты для СМИ**

Алексей Чурилов  
Младший менеджер по внешним  
коммуникациям  
+7 (495) 139-0480, ext. 169  
alexey.churilov@acra-ratings.ru

**Краткое описание китайского рынка облигаций****Текущая структура, прошлое и будущее**

- По своему размеру китайский рынок облигаций занимает **третье место в мире**, а его объем составляет около 95% ВВП. На фоне быстрого экономического роста, стабильности финансовых условий и государственной поддержки развивающегося рынка капитала китайский рынок облигаций растет высокими темпами, как по объему эмиссий, так и по объему торгов, при этом разнообразие видов облигаций, число эмитентов и инвесторов постоянно увеличивается. В настоящее время эмиссия облигаций является основным каналом прямого финансирования корпоративных заемщиков в Китае.
- **Раздробленность – одна из характерных черт китайского рынка облигаций.** Среди китайских рынков облигаций доминирует межбанковский (внебиржевой); биржевой играет второстепенную роль. Ввиду отсутствия тесных связей облигационные рынки Китая обособлены; на них используются различные торговые системы, отличаются состав участников рынка и финансовых инструментов. Соответственно, регулятивная среда также фрагментирована. Это отражается в том, что правовые системы построены на различных концепциях и операционных механизмах на различных торговых площадках.
- **Основными эмитентами являются государственные учреждения, а основными держателями – коммерческие банки.** Доля облигаций, выпущенных государственными органами и агентствами, составляет около 57% от общего объема. Среди инвесторов на рынке преобладают коммерческие банки. Это одна из основных причин недостаточной ликвидности вторичного рынка, так как они склонны держать облигации до их погашения.
- **Объем эмиссии облигаций на первичном рынке быстро растет, но его структура меняется.** В последние годы доминировали эмиссии краткосрочных облигаций и облигаций с высоким рейтингом. Около 25% долга по облигациям будет погашено в течение одного года, а более половины долга будет погашено в течение трех лет.
- **Первоначальные кредитные рейтинги облигаций и эмитентов, как правило, находятся на уровне от AAA до AA по национальной шкале,** — они присваиваются национальными рейтинговыми агентствами с учетом ограничений по регулированию и эмиссии.
- **Китайский рынок облигаций недостаточно открыт.** Стремление к открытости с эмиссионной стороны возникло раньше с появлением рынка панда-бондов, однако уровень открытости инвестиционной стороны рынка выше. В то же время иностранные инвесторы занимают лишь 2,3% рынка и в основном инвестируют в казначейские облигации с низким уровнем риска.

## Краткая история развития китайского рынка облигаций

Рынок облигаций Китая был создан в 1981 году, когда после длительного перерыва возобновился выпуск казначейских облигаций. За 30 лет развития, особенно начиная с 2015 года, благодаря рыночной реформе процентных ставок и улучшению системы регулирования, разнообразие участников рынка и видов облигаций существенно выросло, как и объемы эмиссий и торгов. С 2016 года рынок облигаций Китая по своему объему занимает третье место в мире, уступая только США и Японии. В конце 2018 года общий объем находящихся в обращении облигаций на рынке облигаций Китая достиг 85,7 трлн юаней (около 12,5 трлн долларов США<sup>1</sup>), что составляет 95,2% ВВП Китая. Облигационный рынок является важным компонентом финансового рынка Китая и основным каналом прямого финансирования для корпоративных заемщиков.

Рисунок 1. Этапы развития китайского рынка облигаций

**1981-1986 ( Начальный этап )** : Отсутствие легальных торговых площадок; невозможность передачи или торговли облигациями.

- ✓ Эмиссия казначейских облигаций возобновилась в 1981 г.
- ✓ Облигации госпредприятий появились в 1984 г.
- ✓ Государственные коммерческие банки начали выпускать финансовые облигации в 1985 г.

**1997-2004 (Регулирование и созревание)** : Постепенное формирование рынка облигаций с ведущим межбанковским сегментом.

- ✓ Учреждение национального межбанковского рынка облигаций в 1997 г.
- ✓ Создание среднесрочных облигаций центрального банка в 2003 г. В том же году инвестиционные компании и фонды получили право работать на межбанковском рынке облигаций.

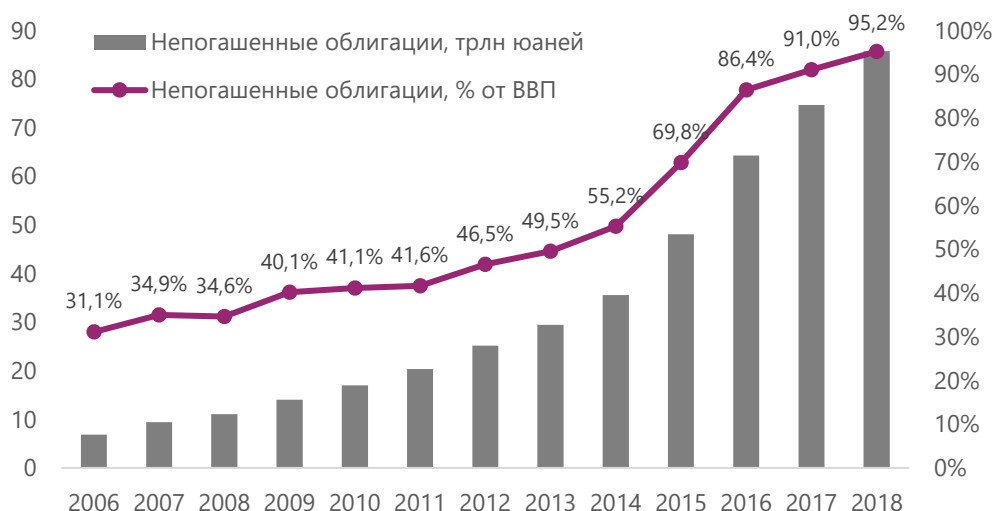
**1987-1996 (Становление)** : Биржевые рынки доминируют на рынке облигаций.

- ✓ Начало формирования вторичного рынка казначейских облигаций в 1988 г.
- ✓ Учреждение Шанхайской и Шэньчжэньской фондовой бирж в 1990 г.
- ✓ Первичный рынок казначейских облигаций сформировался в 1991 г.

**С 2005 года (Ускоренное развитие)** : Растущее разнообразие облигаций.

- ✓ Появление краткосрочных облигаций нефинансовых компаний в 2005 г.
- ✓ Появление корпоративных облигаций нефинансовых компаний в 2007 г.
- ✓ Запуск среднесрочных нот в 2008 г.

Рисунок 2. Облигации в обращении, % ВВП (на конец года)



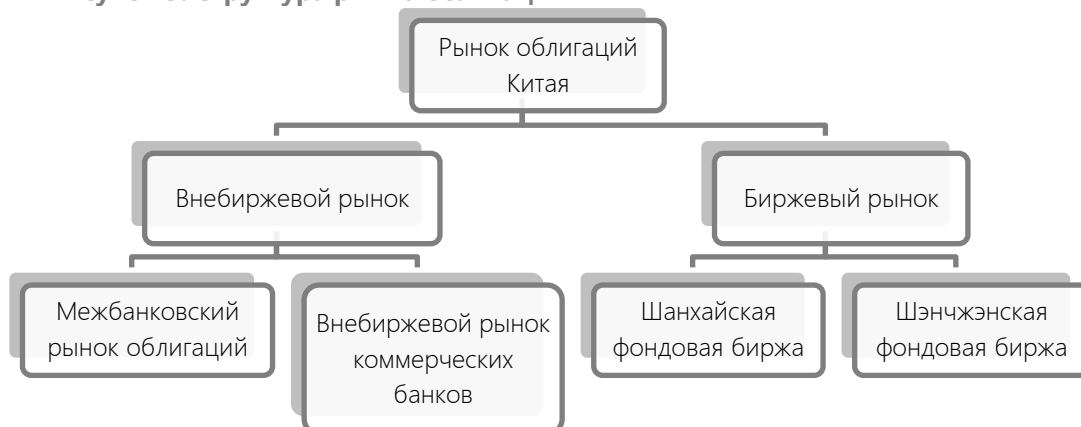
Источник: WIND, Golden Credit

<sup>1</sup> По состоянию на 28 декабря 2018 года обменный курс юаня к доллару США составлял 6,8632.

## Как организован китайский рынок облигаций

Рынок облигаций Китая состоит из внебиржевых и биржевых рынков. Внебиржевыми являются межбанковский рынок и внебиржевой рынок коммерческих банков, а биржевыми – Шанхайская (SSE) и Шэньчжэньская фондовые биржи (SZSE). Национальный межбанковский облигационный рынок был создан в 1997 году, после чего он пережил стадию бурного роста. В 2001 году объем эмиссий, торгов и депозитарных операций с облигациями на межбанковском рынке облигаций превысил объем биржевого рынка облигаций. С тех пор в Китае сформировалась система облигационного рынка, в которой доминирует межбанковский рынок, а второстепенную роль играют биржевые рынки и внебиржевые рынки коммерческих банков.

Рисунок 3. Структура рынка облигаций



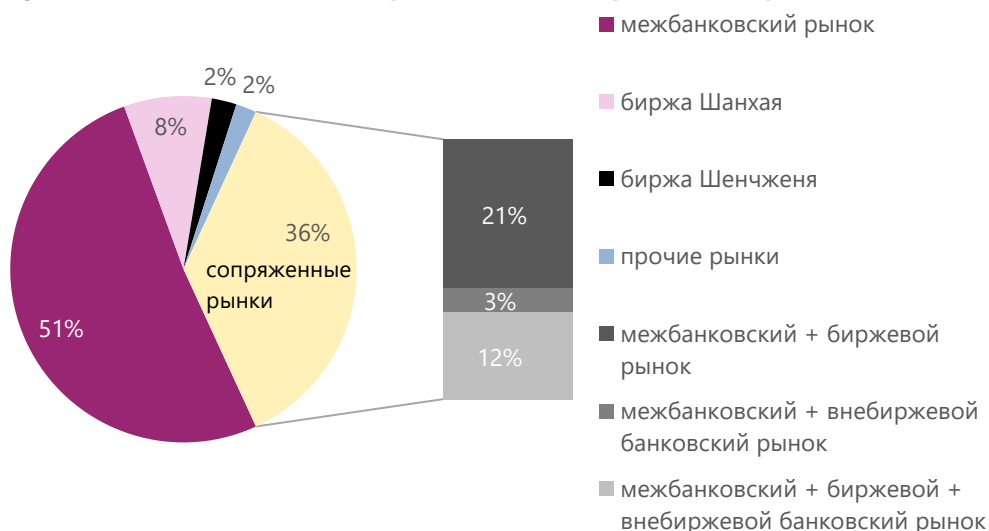
Источник: Golden Credit

**Межбанковский рынок облигаций** представляет собой оптовый рынок, участниками которого являются институциональные инвесторы. Участие коммерческих банков делает его основной частью рынка облигаций Китая. На конец 2018 года доля облигаций, размещенных на межбанковском рынке, составила 51,3% от общего объема. **Биржевой рынок** – это не только розничный рынок, на котором осуществляется централизованный поиск контрагентов, но и оптовый рынок, состоящий из платформы для инструментов с фиксированной доходностью и системы оптовой торговли. Поскольку доступ к нему разрешен только официально зарегистрированным коммерческим банкам<sup>2</sup>, а некоторые виды облигаций могут продаваться только на межбанковском рынке облигаций, то объемы эмиссий и торгов на биржевом рынке значительно отстают от межбанковского рынка. **Внебиржевой рынок коммерческих банков** является розничным рынком, на котором обращаются казначейские облигации и облигации местных органов власти, и его размер очень мал.

<sup>2</sup> В 1997 году по требованию руководства КНР коммерческие банки покинули биржевой рынок облигаций, поэтому они могли оперировать только на межбанковском рынке облигаций. В 2010 году официально зарегистрированным коммерческим банкам было разрешено вернуться на биржевой рынок облигаций для участия в торгах и совершения операций РЕПО с облигациями.

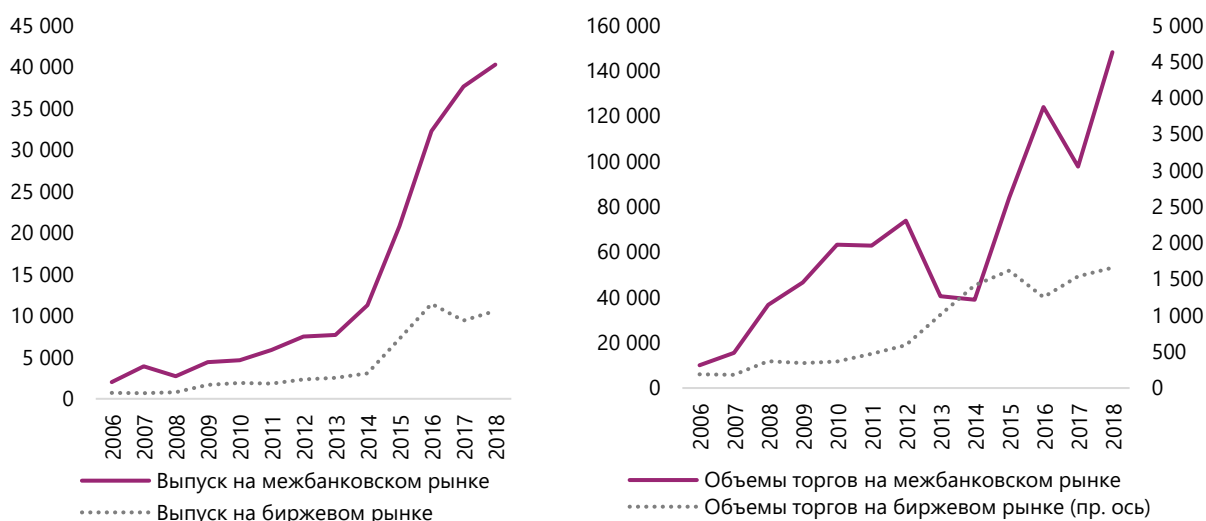
Рисунок 4. Доли облигаций, обращающихся на различных рынках, 31.12.2018

Некоторые виды облигаций, например, казначейские, могут обращаться на двух или трех рынках посредством механизма депозитарной передачи (формируя сопряженные рынки).



Источник: WIND, Golden Credit

Рисунок 5. Сравнение объемов облигационных эмиссий и торгов на межбанковском рынке и биржевом рынке, млрд юаней



Источник: WIND, Golden Credit

Ввиду отсутствия эффективных систем связи и взаимодействия китайский рынок облигаций **фрагментирован**. Межбанковский рынок облигаций и биржевой рынок облигаций изолированы друг от друга; они отличаются механизмами торговли, участниками рынка и разновидностями облигаций. Они регулируются отдельно, при этом учреждения, ответственные за регистрацию, депозитарную деятельность и расчеты, также различаются. Фрагментация рынка приводит к низкой ликвидности, а также ограничивает глубину и эффективность рынка. В этом контексте регулирующие органы приняли меры по содействию связности рынка облигаций в последние годы. Ожидается, что регулирующие органы продолжат корректировку политики с целью повышения уровня согласованности и взаимодействия участников рынка, видов облигаций, расчетных и депозитарных систем, и в конечном итоге создания рынка облигаций, охваченного единым регулированием и способствующего скоординированному развитию.

## Структура эмитентов и инвесторов на рынке облигаций Китая

В качестве эмитентов на рынке облигаций Китая выступают органы власти и правительственные учреждения, финансовые учреждения и нефинансовые корпорации. Виды облигаций, классифицированные по эмитентам, перечислены в таблице 1. Что касается видов облигаций, классифицированных по форме выплат, существуют бескупонные облигации, дисконтные облигации, облигации с фиксированной процентной ставкой, облигации с плавающей процентной ставкой и облигации с выплатой процентов при погашении. Для удовлетворения разнообразных потребностей в финансировании в последние годы было выпущено много новых видов облигаций, таких как «зеленые» (или экологические) облигации, облигации компаний, участвующих в реализации инициативы «Один пояс – один путь», а также специальные облигации высокотехнологичных компаний. Зеленые облигации были впервые выпущены в Китае в 2016 году, а общий объем эмиссий, осуществленных китайскими эмитентами внутри страны и за рубежом в том же году, достиг 238 млрд юаней (около 35,8 млрд долларов США), заняв первое место в мире.

**Квазигосударственные ценные бумаги** (на китайском рынке облигаций) – это облигации, выпускаемые правительствами и государственными органами, включая казначейские облигации, облигации местных органов власти, векселя центрального банка, облигации государственных банков и облигации агентств с государственной поддержкой

В настоящем документе **кредитные облигации** включают финансовые облигации минус облигации институциональных банков плюс корпоративные кредитные облигации. Существуют различные способы определения кредитных облигаций. В некоторых источниках, к кредитным облигациям относятся только корпоративные кредитные облигации, выпускаемые нефинансовыми компаниями

Таблица 1. Виды облигаций на рынке Китая, классифицированные по эмитентам

Виды облигаций	Эмитенты	Рынки
<b>Государственные облигации</b>		
Казначейские облигации	Министерство финансов	Все
Облигации местных органов власти	Местные органы власти	Межбанковский + биржи
Векселя центрального банка	Народный банк Китая	Межбанковский
Облигации центральных агентств с государственной поддержкой	Китайская железнодорожная корпорация, Центральная инвестиционная компания «Хуэйцзинь»	Межбанковский
<b>Финансовые облигации</b>		
Институциональные облигации	Институциональные банки и институты развития	Межбанковский
Облигации коммерческих банков	Коммерческие банки	Межбанковский
Облигации небанковских финансовых учреждений (в т.ч. облигации страховых компаний, инвестиционных компаний и других финансовых учреждений)	Небанковские финансовые учреждения	Межбанковский
<b>Корпоративные кредитные облигации</b>		
Облигации госпредприятий	Нефинансовые предприятия	Межбанковский + биржи
Инструменты долгового финансирования нефинансовых предприятий (в т.ч. краткосрочные векселя, среднесрочные ноты, коллективные ноты малых и средних предприятий, облигации, размещаемые по закрытой подписке, и обеспеченные активами ноты)	Нефинансовые предприятия	Межбанковский

Корпоративные облигации	Компании, внесенные в биржевой реестр, или публичные компании, не внесенные в листинг биржи	Биржи
Конвертируемые облигации	Компании, внесенные в листинг биржи	Биржи
Обмениваемые облигации	Компании, внесенные в листинг биржи	Биржи
<b>Ценные бумаги, обеспеченные активами</b>		
Кредитные ценные бумаги, обеспеченные активами	Трастовые компании	Межбанковский или сопряженные
Корпоративные ценные бумаги, обеспеченные активами	Инвестиционные компании	Биржи
<b>Прочие</b>		
Межбанковские оборотные депозитные сертификаты	Депозитарные финансовые организации	Межбанковский
Панда-бонды	Иностранные организации	Межбанковский + биржи

Источник: ChinaBond

По состоянию на конец 2018 года квазигосударственные облигации составляли 40,4% от общего объема находящихся в обращении облигаций, включая 17,4% казначейских облигаций и 21,1% облигаций местных органов власти. Между тем, доли корпоративных кредитных и финансовых облигаций составили 20,9% и 23,7%, соответственно.

**Таблица 2. Состав обращающихся облигаций по состоянию на конец 2018 года**

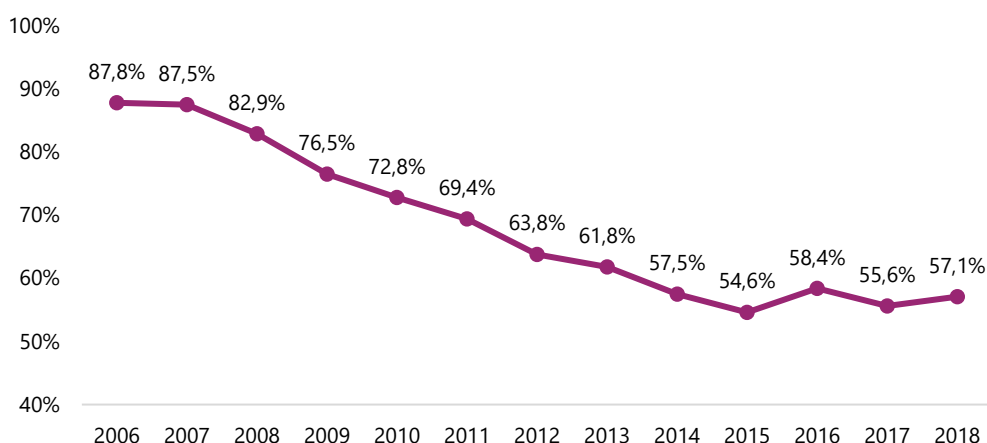
	<b>Виды облигаций</b>	<b>Доли</b>
Государственные облигации	Казначейские облигации	17,4%
	Облигации местных органов власти	21,1%
	Облигации агентств с государственной поддержкой	1,9%
Финансовые облигации	Институциональные облигации	16,8%
	Финансовые облигации, кроме институциональных	6,9%
Корпоративные кредитные облигации	Облигации госпредприятий	3,0%
	Корпоративные облигации	6,8%
	Краткосрочные векселя	2,3%
	Среднесрочные ноты	6,6%
	Облигации, размещенные по закрытой подписке	2,3%
Межбанковские оборотные депозитные сертификаты		11,5%
Ценные бумаги, обеспеченные активами		3,1%
Прочие <sup>3</sup>		0,5%

Источник: WIND, Golden Credit

В конце 2018 года доля квазигосударственных ценных бумаг составила 57,1%, а кредитных облигаций – 27,8%. Поэтому в настоящее время на облигационном рынке Китая по-прежнему преобладают квазигосударственные ценные бумаги. Однако в связи с постоянным увеличением разнообразия кредитных облигаций и ослаблением ограничений, действующих в отношении эмитентов, доля квазигосударственных ценных бумаг имеет тенденцию к снижению.

<sup>3</sup> К прочим относятся конвертируемые облигации, обмениваемые облигации и облигации иностранных организаций.

**Рисунок 6. Доля квазигосударственных ценных бумаг в общем объеме облигаций (по состоянию на конец года)**



Источник: WIND, Golden Credit

В последние годы состав инвесторов на облигационном рынке Китая неуклонно расширялся. Однако на данный момент на рынке по-прежнему доминируют коммерческие банки.

Подробная информация о QFII и RQFII приведена на стр. 31-32

- Инвесторы на межбанковском рынке облигаций: квалифицированные небанковские финансовые учреждения, нефинансовые предприятия, коммерческие банки, институциональные банки и институты развития, а также квалифицированные иностранные институциональные инвесторы (QFII/RQFII), имеющие разрешение Народного банка Китая (далее, НБК) на доступ к межбанковскому рынку.
- Инвесторы на биржевом рынке облигаций: небанковские финансовые учреждения, нефинансовые предприятия, коммерческие банки, внесенные в биржевой реестр, квалифицированные иностранные институциональные инвесторы (QFII/RQFII), имеющие разрешение НБК на доступ к межбанковскому рынку, а также индивидуальные инвесторы.



Рисунок 1. Состав инвесторов по состоянию на конец 2018 года (на всех рынках)

**«Неинкорпорированные держатели»** включают фонды инвестиций в ценные бумаги, национальные фонды соцобеспечения, фонды доверительного управления, фонды дополнительного пенсионного страхования предприятий, страховые продукты банков, системы управления активами инвестиционных компаний, специальные портфели управления активами фондовых компаний, отдельные продукты коммерческих банков и т.д.



Источник: WIND, Golden Credit

На рынке облигаций Китая преобладают банки, поскольку банковский сектор является основой финансовой системы Китая. В конце 2018 года доля облигаций во владении коммерческих банков составляла 55,5% от общего объема находящихся в обращении облигаций на облигационном рынке Китая. Это одна из важнейших причин низкой ликвидности вторичного рынка, поскольку коммерческие банки более охотно держат облигации до погашения; в некоторой степени это также препятствует трансферу рисков из банковского сектора в другие сектора. Однако с постепенным открытием внешнему миру рынка облигаций и появлением других типов инвесторов доля облигаций, находящихся в руках коммерческих банков, имеет тенденцию к снижению. В настоящее время крупнейшими держателями кредитных облигаций стали фонды, которые, как правило, торгуют на рынке активнее других инвесторов.

## Регулирование китайского рынка облигаций

Нормативно-правовая база рынка облигаций Китая также фрагментирована. Рынок облигаций Китая развивался от государственного планирования к рыночным отношениям и от неорганизованного к регулируемому. В этом процессе правительство взяло на себя роль координации интересов и создания фундаментальных систем. Появление различных облигационных рынков и разновидностей облигаций стимулировалось различными государственными ведомствами, что привело к фрагментации нормативной базы.



Таблица 3. Система регулирования китайского рынка облигаций

Регуляторная категория		Регуляторы
Регулирование первоначальной эмиссии	Казначейские облигации, облигации местных органов власти	Министерство финансов
	Векселя центрального банка	Народный банк Китая (НБК)
	Институциональные облигации	
	Облигации небанковских финансовых учреждений	НБК, Комиссия по регулированию банковской и страховой деятельности Китая
	Облигации коммерческих банков	
	Краткосрочные коммерческие векселя инвестиционных компаний	НБК, Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг Китая
	Облигации инвестиционных компаний	
	Облигации страховых компаний	Комиссия по регулированию банковской и страховой деятельности Китая
	Облигации госпредприятий	Государственный комитет по делам развития и реформ
	Среднесрочные ноты	НБК. Нефинансовые облигации регистрируются Китайской национальной ассоциацией институциональных инвесторов финансового рынка и обращаются на основе принципа самоорганизации управления.
	Краткосрочные коммерческие векселя	
	Сверхкраткосрочные коммерческие векселя	
	Коллективные облигации малых и средних предприятий	
	Коллективные ноты малых и средних предприятий	НБК, Комиссия по регулированию банковской и страховой деятельности Китая, Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг Китая
	Ценные бумаги, обеспеченные активами	
	Конвертируемые облигации	Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг Китая
	Гарантийные облигации	
	Корпоративные облигации	
	Облигации иностранных эмитентов (панда-бонды)	НБК, Государственный комитет по делам развития и реформ, Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг Китая,

Регулирование торговых площадок	Биржевой рынок	Министерство финансов
	Межбанковский рынок	Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг Китая
	Внебиржевой рынок коммерческих банков	НБК
Регулирование клиринговой, расчетной и депозитарной деятельности	Депозитарно-клиринговая корпорация по ценным бумагам Китая	НБК, Комиссия по регулированию банковской и страховой деятельности Китая
	Центральная депозитарно-клиринговая корпорация Китая	НБК, Министерство финансов, Комиссия по регулированию банковской и страховой деятельности Китая
	Шанхайская клиринговая палата	НБК

Источник: SSEBOND, Golden Credit

*Регулирование эмиссии:* За регулирование эмиссии разных категорий эмитентов и видов облигаций отвечают несколько регуляторов. Способ выдачи разрешений был преобразован из системы подачи документов, проверки и утверждения в систему верификации и регистрации.

**Таблица 4. Регулирование эмиссии основных видов корпоративных кредитных облигаций**

Регулятор	Виды облигаций	Выдача разрешений	Эмиссионный рынок
Национальная ассоциация институциональных инвесторов финансового рынка (NAFMII)	Краткосрочные коммерческие векселя	Регистрационная система	Межбанковский
	Сверхкраткосрочные коммерческие векселя	Регистрационная система	Межбанковский
	Среднесрочные ноты	Регистрационная система	Межбанковский
	Облигации, размещаемые по закрытой подписке	Регистрационная система	Межбанковский
Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг Китая (CSRC)	Корпоративные облигации	Система верификации	Биржевой
Государственный комитет по делам развития и реформ (NDRC)	Облигации госпредприятий	Система верификации	Межрыночный

Источник: Golden Credit

*Регулирование торговых площадок.* Регуляторами межбанковского рынка облигаций и биржевого рынка облигаций являются Народный банк Китая и Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг Китая, соответственно. На обоих рынках установлены особые требования в отношении раскрытия информации с точки зрения времени раскрытия, раскрытия основных событий и т. д. Раскрытие информации об облигациях госпредприятий регулируется Государственным комитетом по делам развития и реформ.

*Регулирование клиринговой, расчетной и депозитарной деятельности:* существуют три депозитария, которые регулируются различными регуляторами. Открытие счетов в ценных бумагах для инвесторов на межбанковском рынке облигаций осуществляется Центральной депозитарно-клиринговой корпорацией Китая или Шанхайской клиринговой палатой, в то время как Китайская депозитарно-клиринговая корпорация по ценным бумагам отвечает за хранение и осуществление расчетов на биржевом рынке облигаций. Механизм клиринга и расчетов, применяемый на межбанковском рынке, включает в себя полный двусторонний клиринг и централизованный неттинг. В первом, как правило, используется метод расчетов DVP, в то время как во втором – метод «центрального контрагента».

*Регулирование деятельности рейтинговых агентств:* Регулирование рейтинговой деятельности также фрагментировано, что в некоторой степени приводит к несогласованности рейтинговых стандартов на разных субрынках. В целях содействия единому регулированию отрасли кредитных рейтингов в сентябре 2018 года Народный банк Китая и Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг Китая объявили о содействии постепенной унификации рейтинговых квалификаций на разных рынках. Вместе с Национальной ассоциацией дилеров по ценным бумагам они сформируют единый орган для регулирования деятельности рейтинговых агентств, показывая, что кредитно-рейтинговая индустрия Китая официально вступила в эру единого регулирования.

Нормативно-правовая база рынка облигаций Китая вместе с соответствующими системами сыграла позитивную роль в предотвращении рыночных рисков и ускорении развития рынка. Но существующая система регулирования также имеет ограничения, в основном состоящие в отсутствии единообразия механизмов работы и способов регулирования разными регуляторами на разных торговых площадках. Это препятствует эффективному распределению финансовых ресурсов и унификации контроля рисков, а также снижает уровень открытости рынка облигаций внешнему миру. Рынок облигаций Китая будет постепенно стремиться к единообразному регулированию, и недавние изменения в политике подтвердили эти тенденции.

### Что происходит на первичном рынке?

- Объем эмиссии облигаций на первичном рынке быстро растет, а доля кредитных облигаций<sup>4</sup> увеличивается.

<sup>4</sup> Определение кредитных облигаций приведено на странице 6.

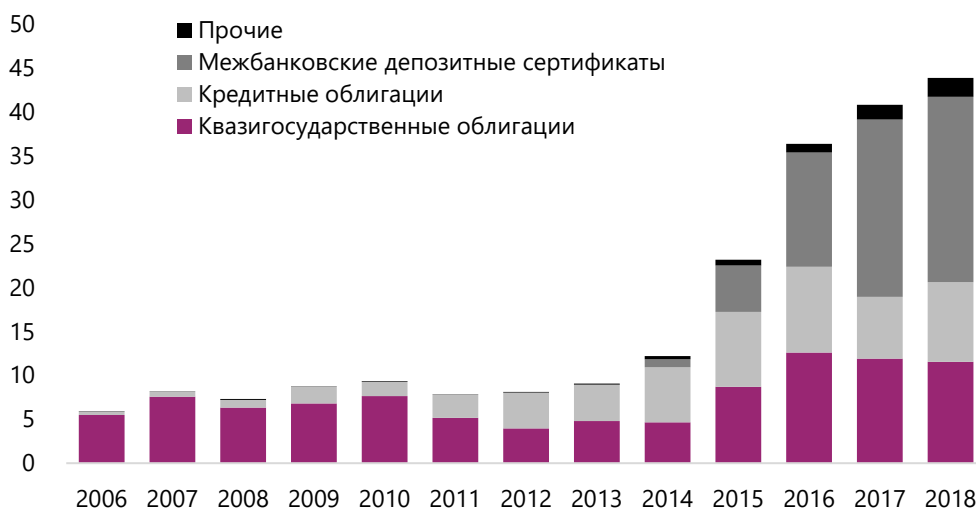
DVP – поставка против платежа

На фоне ужесточения контроля за долговой нагрузкой финансового сектора и усиления надзора в сфере межбанковских операций довольно трудно поддерживать высокие темпы роста объемов эмиссии межбанковских оборотных депозитных сертификатов

Первичный рынок облигаций Китая – это то место, где эмитенты получают прямое финансирование путем выпуска облигаций. За исключением 2008 и 2011 годов, когда в связи с финансовым кризисом и жесткой монетарной политикой наблюдались падения объемов эмиссии, за последние тринадцать лет этот объем увеличился с 5,9 трлн юаней 2006 году до 43,8 трлн юаней в 2018 году.

Доля кредитных облигаций в общем объеме эмиссии до 2013 года увеличивалась. При этом основной рост в последние годы показала эмиссия межбанковских оборотных депозитных сертификатов (основного источника средств для забалансовой деятельности<sup>5</sup> банков). В 2018 году общий объем эмиссии облигаций на китайском рынке составил 43,8 трлн юаней, из которых 26,3% приходится на квазигосударственные ценные бумаги, 20,6% – на кредитные облигации и 48,1% – на межбанковские оборотные депозитные сертификаты.

Рисунок 8. Эмиссия облигаций на китайском рынке облигаций, трлн юаней



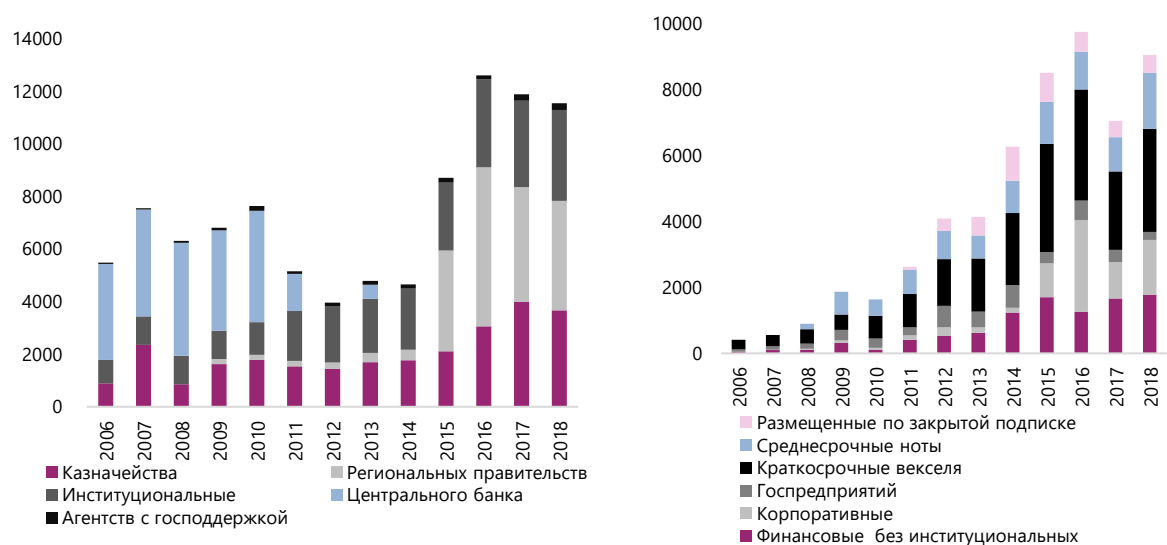
Источник: WIND, Golden Credit

Последние десять лет объем выпуска квазигосударственных ценных бумаг колебался. Поскольку в 2013 году выпуск векселей центрального банка прекратился, в 2014 году объем эмиссии квазигосударственных ценных бумаг оказался на самом низком уровне за десятилетие. Затем, в результате проведения реформ, касающихся облигаций местных органов власти в Китае (в мае 2014 года Министерство финансов опубликовало «Предварительные меры по самостоятельной эмиссии и самостоятельной оплате облигаций местных органов власти»), эмиссия облигаций местных органов власти существенно выросла и, как следствие, увеличился объем эмиссии квазигосударственных ценных бумаг.

В последнее десятилетие объем выпуска кредитных облигаций в целом демонстрировал тенденции роста. В 2017 году из-за ужесточения денежно-кредитной политики и контроля за финансовым сектором объем выпуска кредитных облигаций снизился. В 2018 году на фоне незначительного смягчения денежно-кредитной политики ликвидность денежного рынка оставалась достаточно высокой, а объем эмиссии кредитных облигаций восстановился.

<sup>5</sup> Забалансовая деятельность – деятельность коммерческих банков, не отражаемая в балансе, но видная в отчете о прибылях и убытках.

**Рисунок 9. Эмиссия квазигосударственных ценных бумаг (слева) и кредитных облигаций (справа), млрд юаней**



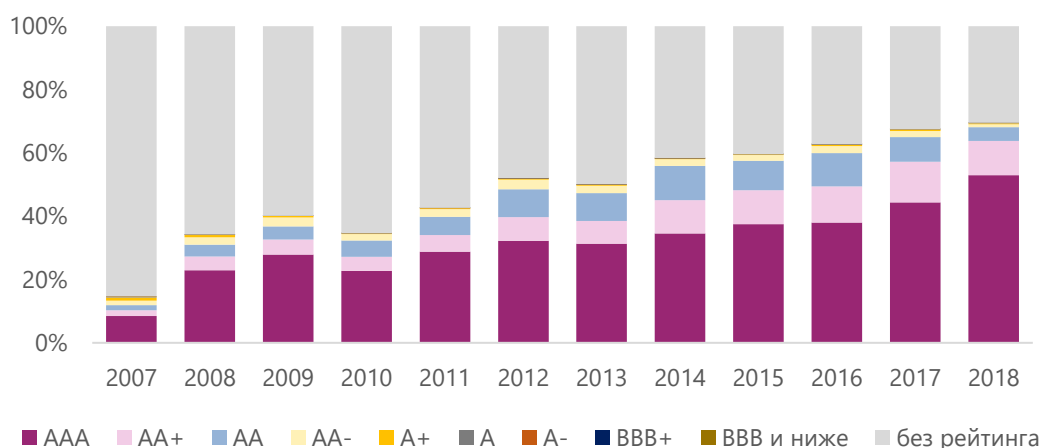
Источник: WIND, Golden Credit

- Наибольший объем эмиссии приходится на облигации с высоким рейтингом и краткосрочные облигации.

Объем эмиссии отрейтингованных облигаций увеличился с 0,6 трлн юаней в 2007 году до 30,5 трлн юаней в 2018 году, а его доля в общем объеме эмиссии облигаций становится все больше, что свидетельствует о том, что уровень покрытия кредитными рейтингами с каждым годом увеличивается. Из-за нормативных и эмиссионных ограничений кредитные рейтинги выпущенных облигаций в основном находятся в категориях AAA и AA.

В последнее десятилетие доля облигаций с высокими кредитными рейтингами в эмиссии продолжала увеличиваться. После возникновения первого дефолта по облигациям в 2014 году пересмотр уровня кредитного риска инвесторами привел к снижению аппетита к риску. В последние годы доля объема эмиссии эмитентов с рейтингом AAA значительно увеличилась, в то время как доля эмитентов с низким рейтингом снизилась.

**Рисунок 10. Доли облигаций, выпущенных эмитентами с различными кредитными рейтингами<sup>6</sup>**



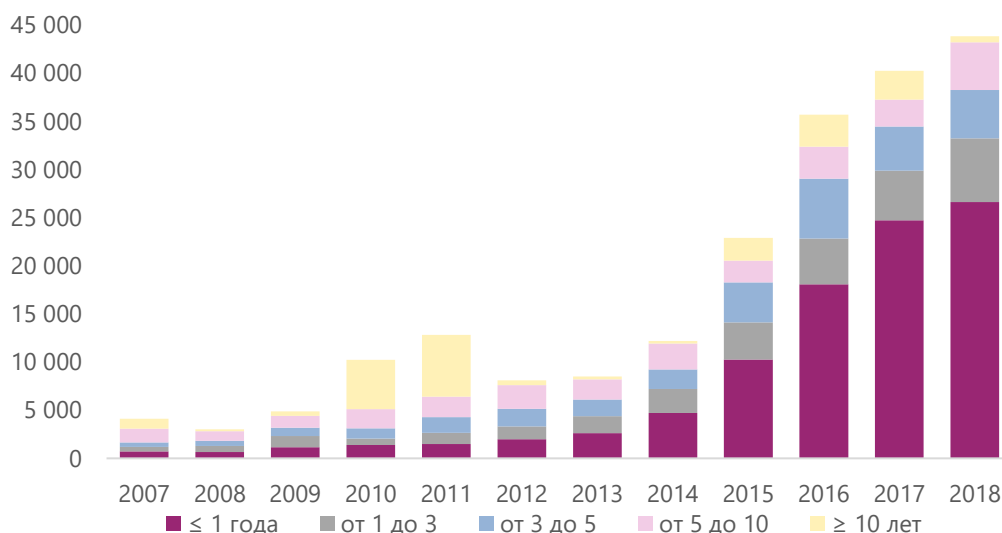
Источник: WIND, Golden Credit

<sup>6</sup> Для всех видов облигаций на китайском рынке облигаций.

В последнее десятилетие средние сроки погашения выпускаемых облигаций имеют тенденцию к сокращению. В 2007 году доля выпущенных облигаций со сроком погашения до одного года (включительно) составила 17,6%, увеличившись до 60,8% в 2018 году. В то же время доля выпущенных облигаций со сроком погашения более пяти лет снизилась с 59,8% в 2007 году до 12,8% в 2018 году.

Стремление эмитентов к долгосрочным инвестициям снижается на фоне замедления экономического роста в Китае, поэтому выпуск краткосрочных облигаций больше всего соответствует потребностям эмитентов. В то же время инвесторы более склонны держать краткосрочные облигации ввиду переоценки общего уровня кредитного риска. С 2015 года выпуск межбанковских оборотных депозитных сертификатов (срок погашения обычно не превышает одного года) также усугубил тенденцию к сокращению средней срочности облигаций.

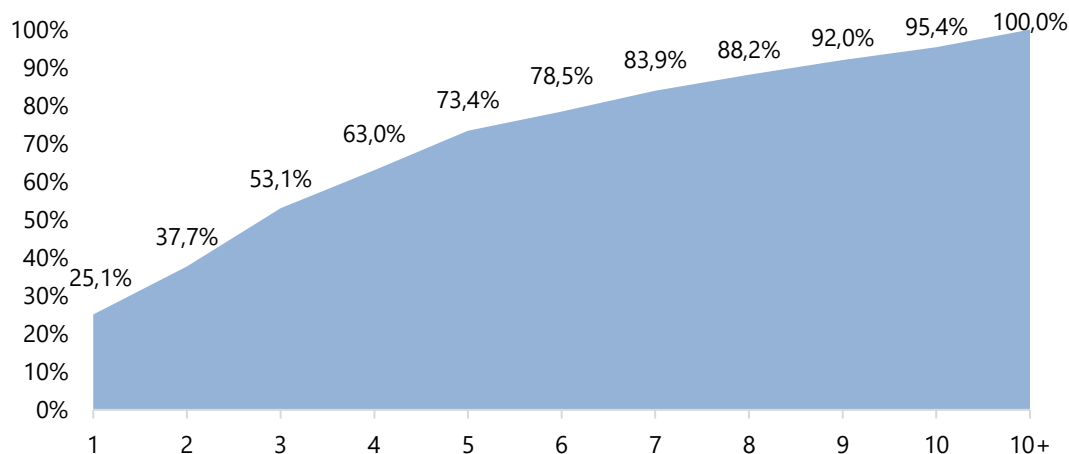
**Рисунок 11. Объем эмиссии облигаций с различными сроками погашения, млрд юаней**



Источник: WIND, Golden Credit

По графику погашения почти четверть облигаций будет погашена в течение одного года, а половина долга будет погашена в течение ближайших трех лет.

**Рисунок 12.2 График погашения долга (по дате опциона), по состоянию на 31 декабря 2018 г.**



Источник: WIND, Golden Credit

## Что происходит на вторичном рынке?

- Объем торговли облигациями в целом увеличивается, однако наблюдаются значительные колебания, а уровень ликвидности вторичного рынка низок.

Объем торгов на вторичном рынке облигаций тесно связан с объемом эмиссии и конъюнктурой рынка. В последние годы на фоне продолжающегося роста объема эмиссии облигаций объем торгов на облигационном рынке Китая в целом увеличился. Однако этот объем подвержен значительным колебаниям, связанным с такими факторами, как процентные ставки и регуляторные требования.

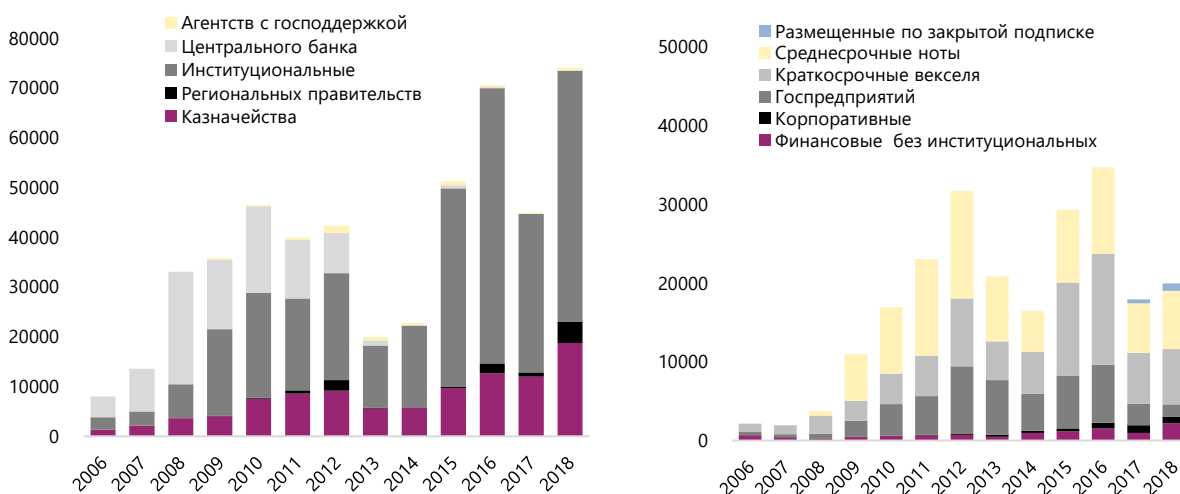
**Рисунок 13. Объем торговли облигациями, млрд юаней**



Источник: WIND, Golden Credit

Институциональные облигации составляют наибольшую долю объема торгов квазигосударственными ценными бумагами, в то время как объем торгов облигациями местных органов власти относительно невелик, причем, начиная с 2016 года, он ежегодно сокращается из-за усиления регуляторных требований. Торговля кредитными облигациями сосредоточена на облигациях с высоким рейтингом, а ликвидность облигаций с низким рейтингом на вторичном рынке недостаточна.

**Рисунок 14. Объем торговли квазигосударственными ценными бумагами (слева) и кредитными облигациями (справа)<sup>7</sup>, млрд юаней**



Источник: WIND, Golden Credit

<sup>7</sup> Определения квазигосударственных ценных бумаг и кредитных облигаций приведены на стр. 6.



Недостаточная ликвидность является одной из основных проблем, с которыми сталкивается рынок облигаций Китая. Для этого есть три основные причины. Во-первых, коммерческие банки, которые доминируют на рынке, демонстрируют низкую частоту торгов, что приводит к тому, что большое количество облигаций удерживается в течение длительного времени, не поступая в оборот на вторичном рынке. Во-вторых, первый дефолт произошел на рынке облигаций Китая в 2014 году, поэтому инвесторам все еще трудно точно оценивать облигации, используя статистику дефолтов, что заставляет их покупать и держать облигации вместо того, чтобы торговать ими на вторичном рынке. В-третьих, система маркет-мейкеров на рынке межбанковских облигаций неэффективна.

**Таблица 5.1 Оборачиваемость на рынке облигаций Китая в 2018 году**

Виды облигаций	Оборачиваемость (объем торгов в 2018/облигации в обращении на конец 2018)
Квазигосударственные ценные бумаги	1,51
<i>Казначейские облигации</i>	1,26
<i>Институциональные облигации</i>	3,50
<i>Облигации местных органов власти</i>	0,24
Кредитные облигации	0,84
<i>Кредитные облигации нефинансовых компаний</i>	0,99
<i>Финансовые облигации, кроме облигаций институциональных банков</i>	0,37
Межбанковские оборотные депозитные сертификаты	5,55
<b>Рынок облигаций, всего</b>	<b>1,75</b>

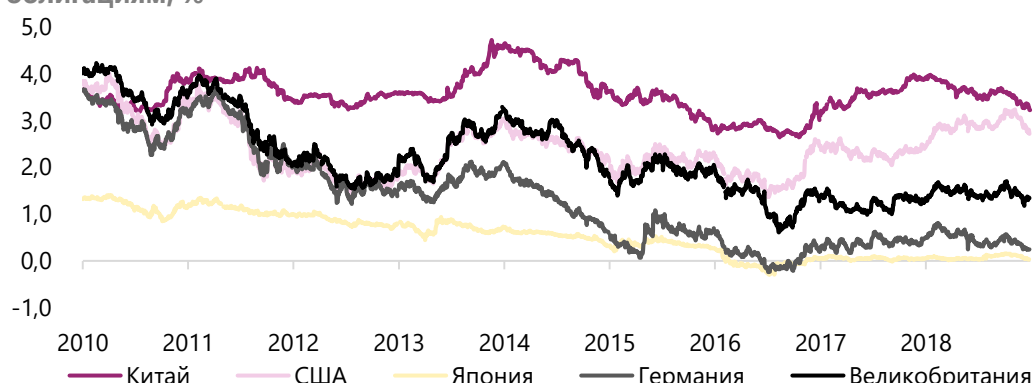
Источник: WIND, Golden Credit

- Китайский рынок квазигосударственных ценных бумаг привлекателен относительно высокими доходностями.

В последние годы доходность по десятилетним казначейским облигациям Китая колеблется недалеко от 3,5%. Для сравнения, доходность к погашению десятилетних казначейских облигаций США находилась в диапазоне от 1–3% с 2011 года. Банк Японии установил отрицательные процентные ставки в 2016 году, и, таким образом, доходность десятилетних казначейских облигаций Японии снизилась до текущего уровня в 0%. Доходность казначейских облигаций крупнейших европейских стран, таких как Германия и Великобритания, также относительно малы после мирового финансового кризиса.

С 2018 года доходность к погашению десятилетних казначейских облигаций США продолжала расти благодаря росту краткосрочных процентных ставок, сильным экономическим показателям и увеличению предложения казначейских облигаций. Между тем, доходности по казначейским облигациям Китая показали тенденцию к снижению из-за смягчения денежно-кредитной политики, и, следовательно, спрэд между доходностью по китайским и американским десятилетним казначейским облигациям сократился.

Рисунок 15. Сравнение доходностей к погашению по 10-летним казначейским облигациям, %



Источник: WIND, Golden Credit

Эмитентами институциональных облигаций являются финансовые институты развития (Банк развития Китая - БРК) и институциональные банки (Экспортно-импортный банк Китая и Банк развития сельского хозяйства Китая). Их статус близок к суверенному, но доходность выше, чем у казначейских облигаций, поскольку процентный доход по казначейским облигациям освобождается от налогообложения.

Таблица 62. Налоговые ставки для инвестиций в китайский рынок облигаций

	НДС		Налог на доход	
	Счета до погашения	Торговые счета	Процентный доход	Прирост капитала
Казначейские облигации	-	6%	-	25%
Облигации местных органов власти	-	6%	-	25%
Институциональные облигации	6%	6%	25%	25%
Финансовые облигации	6%	6%	25%	25%
Корпоративные облигации	6%	6%	25%	25%

Источник: обобщенные данные Golden Credit

Инвестиционные фонды и иностранные инвесторы освобождаются от налогов при инвестировании в институциональные облигации (см. табл. 7). Это и другие исключения осложняют анализ динамики их доходностей к погашению (и *g*-спредов, соответственно), так как для правильного понимания динамики требуется знание структуры владения. Совокупность факторов, объясняющих *g*-спред институциональных облигаций объединяется концепцией «вмененной налоговой ставки» (см. *рис. 16* и комментарий слева от него).

Таблица 7. Ставки налогов, взимаемых с инвестиционных фондов и иностранных инвесторов, инвестирующих средства на китайском рынке облигаций

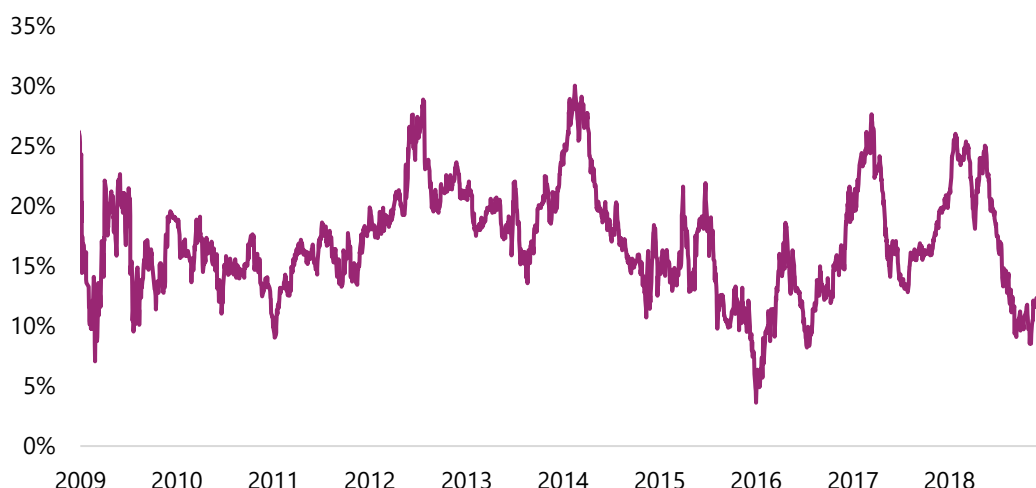
	НДС		Налог на доход	
	Счета до погашения	Торговые счета	Процентный доход	Прирост капитала
Инвестиционные фонды	-6%	-	-	-
Иностранные инвесторы <sup>8</sup>	-	-	-	-

Источник: обобщенные данные Golden Credit

<sup>8</sup> В ноябре 2018 года Министерство финансов и Государственное управление налогообложения объявили, что процентный доход иностранных инвесторов, вкладывающих средства на китайском рынке облигаций, освобождается от НДС и налога на доход на период с 7 ноября 2018 года по 6 ноября 2021 года.

Вмененная налоговая ставка =  $1 - (\text{Доходность по казначейским облигациям} / \text{Доходность по институциональным облигациям})$ . Вмененная налоговая ставка – это ставка, которая бы объяснила итоговую разницу между доходностями институциональных и казначейских облигаций при отсутствии влияния других факторов. Вмененная налоговая ставка тесно связана с рыночной ликвидностью и структурой владения

**Рисунок 16. Вмененная налоговая ставка, рассчитанная по спреду между 3-летними облигациями БРК и 3-летними казначейскими облигациями**

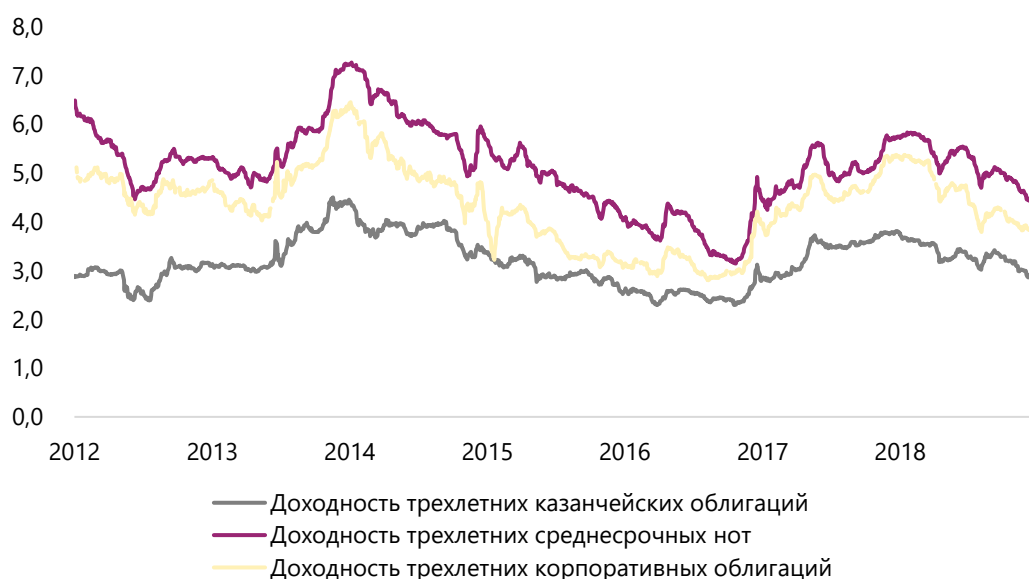


Источник: WIND, Golden Credit

- Доходности по кредитным облигациям, как правило, следуют за доходностями по квазигосударственным облигациям, однако диапазон колебаний шире.

На рынке кредитных облигаций Китая не существует единой общепринятой кривой доходности. Доходности по среднесрочным нотам (межбанковский рынок) и корпоративным облигациям (биржевой рынок) сильно коррелируют и, как правило, следуют доходности по казначейским облигациям, но имеют большую волатильность. Впрочем, в определенные периоды доходность по кредитным облигациям может идти в противоположном направлении по сравнению с доходностью по казначейским облигациям из-за таких факторов, как, например, резкое изменение аппетита инвесторов к рыночному риску.

**Рисунок 17. Сравнение доходностей по кредитным облигациям с доходностями по казначейским облигациям, %**



Источник: WIND, Golden Credit

## Оценка кредитного риска в Китае с использованием кредитных рейтингов

Из-за регуляторных и эмиссионных ограничений кредитные рейтинги облигаций и эмитентов при присвоении, как правило, находятся в диапазоне от АА до ААА (возможность выпуска связана с рейтингом). В среднем в Китае для одного и того же пула компаний-эмитентов кредитные рейтинги, присвоенные национальными рейтинговыми агентствами, на 5 ступеней выше, чем рейтинги, присвоенные международными агентствами (хотя сравнивать их напрямую некорректно, так как используются разные шкалы).

**Таблица 8. Распределение кредитных рейтингов компаний (по национальной шкале) по состоянию на 31 декабря 2018 г.**

	Кол-во компаний	Доля (%)	Непогашенный кредит (млрд юаней)	Доля (%)	Кол-во облигаций	Доля (%)
<b>AAA</b>	761	16,07	24 624	67,38	13 068	36,03
<b>AAA-</b>	21	0,44	243	0,66	122	0,34
<b>AA+</b>	976	20,62	5 955	16,30	9 101	25,09
<b>AA</b>	2 040	43,09	4 239	11,60	9 718	26,79
<b>AA-</b>	484	10,22	710	1,94	2 088	5,76
<b>A+</b>	202	4,27	312	0,85	1 142	3,15
<b>A</b>	114	2,41	215	0,59	562	1,55
<b>A-</b>	55	1,16	103	0,28	234	0,65
<b>BBB+ и ниже</b>	81	1,71	142	0,39	234	0,65
<b>Всего</b>	4 734	100	36 543	100	36 269	100

Источник: WIND, Golden Credit

Разница в уровне рейтингов, присваиваемых национальными и иностранными рейтинговыми агентствами, объясняется следующими факторами:

- Наличие «суверенного потолка» кредитных рейтингов. В соответствии с распространенной международной практикой рейтинги корпораций, как правило, не должны превышать уровень суверенного рейтинга страны их регистрации. Таким образом, тот факт, что национальные и зарубежные рейтинговые агентства присваивают Китаю разные суверенные рейтинги, является важным фактором, лежащим в основе различий между кредитными рейтингами китайских корпораций, присвоенных национальными и зарубежными рейтинговыми агентствами.
- Различия в шкалах. При оценке кредитного риска корпорации по национальной шкале национальные рейтинговые агентства присваивают кредитный рейтинг на основе его ранга среди всех корпораций в стране, в то время как международные рейтинговые агентства, в случаях использования международной шкалы, пытаются присвоить кредитный рейтинг на основе его ранга среди всех корпораций в мире.

- Пороговые требования к выпуску и инвестированию в облигации по открытой подписке. Кредитные рейтинги эмитентов на рынке облигаций Китая в основном оцениваются национальными рейтинговыми агентствами на уровне AA или выше по национальной шкале. В итоге, реально внутри используется даже меньше ступеней, чем остается для оценок международных агентств, ограниченных суверенным потолком. Этому способствует, в частности то, что в январе 2015 года Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг Китая выпустила «Правила выпуска и торговли для корпоративных облигаций», установив требование, чтобы корпоративные облигации имели рейтинг AAA, если они размещаются по открытой подписке.

### Оценка кредитного риска в Китае с использованием спреда доходности облигаций

На g-спред доходности кредитных облигаций влияют средний уровень ставок, настроения и ожидания рынка о будущих краткосрочных ставках и экономической ситуации, восприятие кредитного риска и т. д. Кроме того, избыточное предложение некоторых типов облигаций также может увеличивать спред в краткосрочной перспективе. Например, крупный выпуск среднесрочных нот привел к значительному увеличению спреда в 2009 году. Спред доходности по кредитным облигациям вырос до рекордно высокого уровня в 2012 году, что было вызвано сочетанием растущих базовых процентных ставок и опасений по поводу возможных дефолтов. В 2018 году увеличение спреда связано в основном с участвовавшими случаями дефолтов.

**Рисунок 18. Спред доходности 3-летних среднесрочных нот с рейтингом AAA и 3-летних облигаций БРК, б.п.**

Данный спред – ближайший аналог g-спреда для корпоративных облигаций. Облигации Банка развития Китая используются вместо гособлигаций, так как считаются аналогичными им по риску, но по налогообложению сопоставимы с корпоративными



Источник: WIND, Golden Credit

Факторы, которые влияют на спреды доходности облигаций с различными рейтингами, аналогичны тем, которые влияют на спреды облигаций БРК, и поэтому они имеют тенденцию двигаться в одном и том же направлении. В первой половине 2018 года спреды доходности облигаций с различными рейтингами значительно выросли, поскольку негативные последствия таких событий как снижение кредитных рейтингов и дефолты снижали аппетит инвесторов к риску. Ликвидность облигаций с низким рейтингом сократилась, что привело к увеличению премий за ликвидность, что, в свою очередь, обусловило рост их доходности.

**Рисунок 193. Спред доходности между 3-летними среднесрочными нотами с различными рейтингами AAA и AA, б.п.**



Источник: WIND, Golden Credit

## Оценка кредитного риска в Китае через статистику дефолтов

После дефолта по облигациям компании Chaori Solar в марте 2014 года (самый первый дефолт на китайском рынке облигаций) число дефолтов по китайским кредитным облигациям возрастало, как и средняя величина неисполненных обязательств. Относительное количество дефолтов также постепенно увеличивается.

**Рисунок 20. Число дефолтов на облигационном рынке Китая**



Источник: WIND, Golden Credit

В 2018 году число новых не исполнивших обязательства эмитентов и дефолтных облигаций достигло 43 и 161, соответственно, достигнув рекордного уровня. В Китае 2018 год иногда рассматривается как вторая «волна дефолтов» после 2016 года, но основные триггеры дефолтов различаются. В 2016 году основной причиной дефолтов стали пессимистичные ожидания и избыточные мощности в некоторых отраслях, в то время как в 2018 году основной причиной стали сложности, с которыми сталкиваются корпорации при рефинансировании долга из-за роста строгости регулирования финансового сектора (в том числе контроля долговой нагрузки).

По состоянию на конец 2018 года на рынке облигаций Китая было 23 отрасли<sup>9</sup>, в которых произошел хотя бы один дефолт по облигациям. В основном это коммерческая торговля, строительство и отделка, горнодобывающая промышленность, металлургия. При этом связь между большинством случаев дефолтов слаба. Поскольку дефолтные триггеры различаются, то отрасли, демонстрировавшие высокую частоту дефолтов в 2018 году, отличаются от отраслей 2016 года. В связи с изменениями в экономических условиях высокая частота дефолтов по облигациям теперь наблюдается в отраслях с высокой конкуренцией, в то время как ранее она была характерна для отраслей с избыточными мощностями.

**Таблица 9.3 Распределение дефолтов по отраслям (2014-2018)**

	Кол-во облигаций с неисполненными обязательствами	Общая сумма неисполненных обязательств (млрд юаней)	Кол-во эмитентов, не исполнивших обязательства
Всего	205	174,9	84
Коммерческая торговля	31	42,2	8
Многопрофильная деятельность	22	18,0	9
Горно-добывающая	20	20,6	4
Машиностроение	18	7,2	7
Строительство и отделка	17	23,9	6
Химическая промышленность	12	6,3	8
Черные металлы	12	9,7	3
ЖКХ	11	6,5	5
Транспорт	11	8,8	4
Пищевая промышленность	7	3,9	3
Одежда и текстиль	6	2,7	5
Цветные металлы	6	3,2	3
Недвижимость	6	3,3	3
Электрооборудование	6	4,7	3
Стройматериалы	5	5,5	1
ВПК	4	1,5	2
Сельское хозяйство	3	1,7	2
Электроника	2	2,2	2
СМИ	2	0,5	2
Легкая промышленность	1	0,1	1
Небанковские финансы	1	0,5	1
Рекреационные услуги	1	0,0	1
Фармацевтика	1	1,7	1

Источник: WIND, Golden Credit

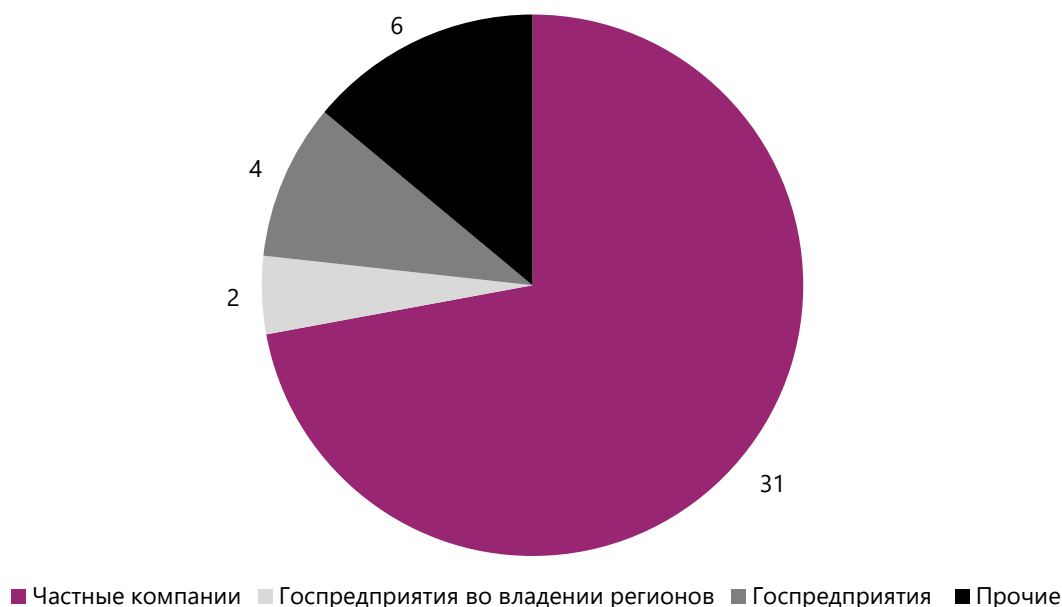
<sup>9</sup> На основе стандарта классификации отраслей ShenWan.



К дефолтным эмитентам в основном относятся частные компании. Среди них со временем появляется все больше компаний с высокими кредитными рейтингами.

- Причина в том, что по сравнению с государственными предприятиями частные предприятия находятся в невыгодном положении с точки зрения доступа к каналам финансирования и его стоимости. Повышение уровня финансового стресса в первую очередь влияет на возможности получения финансирования частными предприятиями. Если аппетит инвесторов к риску снижается, их спрос на облигации с высоким уровнем риска падает, они, как правило, вкладывают средства в облигации, гарантируемые государством или имеющие высокий рейтинг.

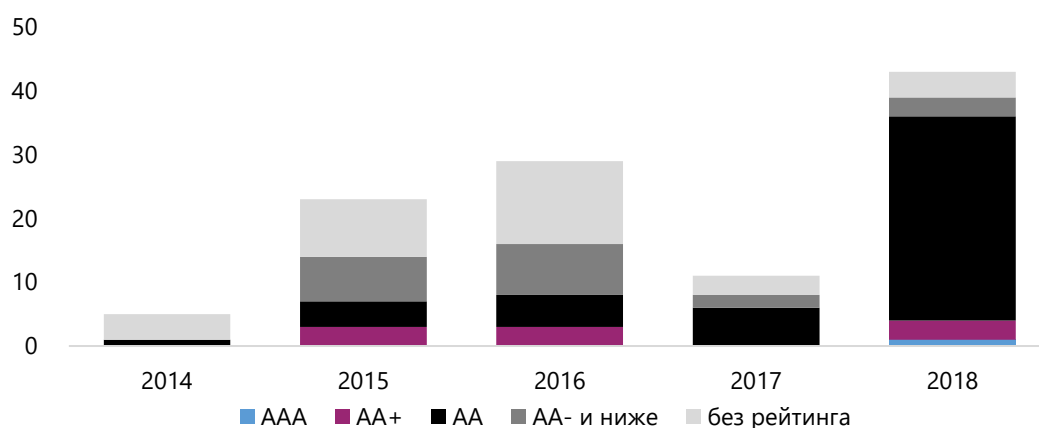
Рисунок 21. Число дефолтных предприятий различных форм в 2018 году



Источник: WIND, Golden Credit

- В 2014 году 80% дефолтных предприятий имели рейтинг AA- или ниже. В 2015 году наблюдались случаи дефолта предприятий с рейтингом AA+. В 2018 году впервые компания с рейтингом AAA объявила о дефолте. Это свидетельствует о том, что даже предприятия с высокими кредитными рейтингами могут допускать дефолт, а средний уровень кредитного риска, вероятно, постепенно увеличивается.

**Рисунок 22.4 Распределение новых дефолтных эмитентов по кредитным рейтингам<sup>10</sup>**



Источник: WIND, Golden Credit

Несмотря на то, что в период с 2014 года произошел ряд дефолтов, по сравнению с другими странами реализованный уровень кредитного риска на рынке облигаций Китая все еще остается низким. Учитывая большой объем рынка облигаций Китая, общее количество дефолтных облигаций является небольшим. К концу 2018 года доля неисполненных обязательств на рынке облигаций Китая составляла в среднем всего 0,61%, что ниже, чем суммарный коэффициент просроченной задолженности коммерческих банков Китая (1,87%<sup>11</sup>). Тем не менее, поскольку число дефолтов невелико, данные цифры могут довольно сильно колебаться во времени.

### Повышение открытости китайского рынка облигаций

Рынок облигаций Китая начал открываться в 2005 году, и этот процесс ускорился в 2015 году благодаря продвижению инициатив «Один пояс – один путь» и интернационализации юаня. Стабильный экономический рост Китая, улучшение системы финансового рынка и либерализация механизма формирования обменного курса китайского юаня повысили привлекательность китайского финансового рынка. Правительство постепенно снимает соответствующие ограничения и оказывает содействие иностранным инвесторам и эмитентам. Эмиссионная сторона рынка начала «открываться» внешнему миру раньше, но в настоящее время уровень открытости с инвестиционной стороны выше.

#### Эмиссионная сторона рынка

Возникновение рынка панда-бондов сигнализировало о начале открытия эмиссионной стороны рынка внешнему миру. Панда-бонды – это номинированные в юанях облигации, выпущенные иностранными эмитентами (включая компании из Гонконга, Макао и Тайваня) на рынке облигаций материкового Китая. В 2005 году Народный банк Китая и Министерство финансов опубликовали «Временные административные правила деятельности международных институтов развития», регулирующие эмиссию юаневых облигаций, которые разрешают международным институтам развития выпускать облигации в юанях в Китае.

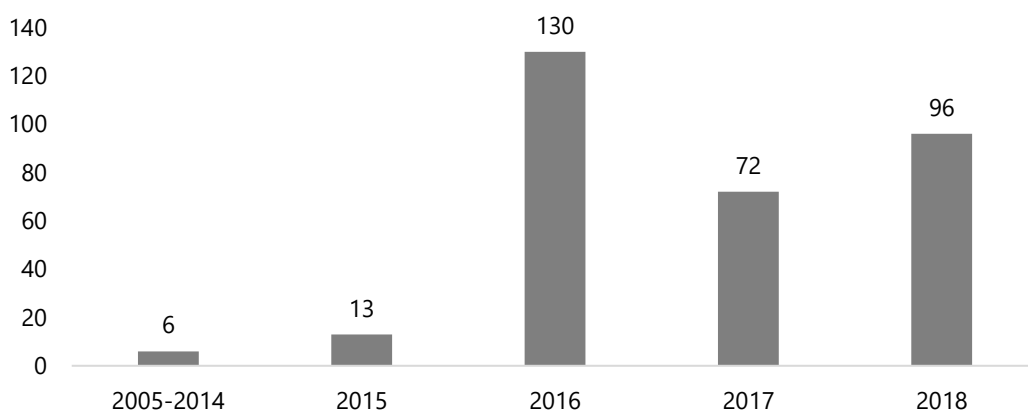
<sup>10</sup> Кредитные рейтинги на момент эмиссии облигаций.

<sup>11</sup> По состоянию на третий квартал 2018 года.

### Эмиссия панда-бондов

К концу 2018 года иностранные организации осуществили 175 эмиссий панда-бондов в общем объеме 316,5 млрд юаней. С 2005 года по 2014 год общий объем эмиссии панда-бондов составил всего 6,0 млрд юаней. Затем, ввиду ослабления ограничений и снижения стоимости финансирования в Китае эмиссия панда-бондов начала ускоряться и в 2016 году ее объем составил уже 130,0 млрд юаней. Однако по сравнению с основным рынком облигаций Китая рынок панда-бондов все еще очень мал и гораздо сильнее зависит от рыночной конъюнктуры и регулирования.

Рисунок 235. Объем эмиссии панда-бондов, млрд юаней



Источник: WIND, Golden Credit

#### Ключевые факты о рынке панда-бондов:

- **Виды облигаций.** Облигации международных агентств, облигации с закрытой подпиской, финансовые облигации, корпоративные облигации, среднесрочные ноты, краткосрочные коммерческие векселя.
- **Сроки погашения.** По состоянию на конец 2018 года сроки погашения выпущенных панда-бондов составляли от 0,74 года до 10 лет; облигации со сроком погашения более 10 лет отсутствовали. Наибольшую долю в общем объеме выпущенных облигаций составляли бонды со сроками погашения<sup>12</sup> 3 года и 5 лет (45,4% и 20,7%, соответственно).
- **Эмиссия.** Может осуществляться как на межбанковском, так и на биржевом рынке. На межбанковском рынке эмиссии, как правило, осуществляются по открытой подписке, в то время как на биржевом рынке доминируют закрытые размещения, что обусловлено большей возможной гибкостью с точки зрения регуляторных требований.
- **Эмитенты.** По состоянию на конец 2018 года эмитентами панда-бондов являлись иностранные суверенные правительства, международные финансовые учреждения, иностранные финансовые учреждения, иностранные нефинансовые компании, иностранные дочерние предприятия китайских компаний и «красные фишки». Наибольшую долю по объему эмиссии занимают иностранные «дочки» китайских компаний и «красные фишки».
- **Кредитные рейтинги.** К концу августа 2018 года панда-бондам были присвоены рейтинги AAA, AA+ и AA по национальной шкале, причем наибольшая доля объема эмиссии приходилась на бонды с рейтингом AAA.

«Красные фишки» — это компании, учрежденные и зарегистрированные за рубежом (преимущественно на Каймановых островах, Бермудских островах или Британских Виргинских островах) и которые проходят листинг на зарубежных биржах (как правило, в Гонконге, Китае, Нью-Йорке, Лондоне, Франкфурте или Сингапуре), при этом их производственные активы в основном расположены в материковом Китае

<sup>12</sup> На момент эмиссии.

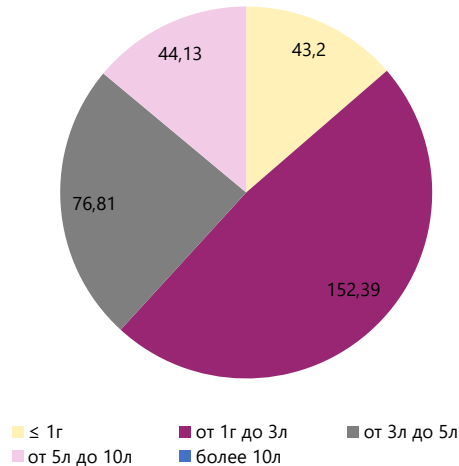
- **Стоимость.** С начала 2018 года средняя купонная ставка по облигациям на китайском облигационном рынке снижалась, однако разница между заимствованиями эмитентов с разными рейтингами увеличивается.

Рисунок 24. Ключевые показатели эмиссий панда-бондов

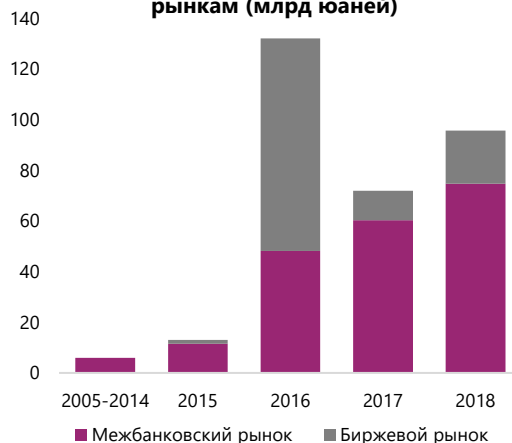
Распределение объемов эмиссии по типам облигаций (млрд юаней)



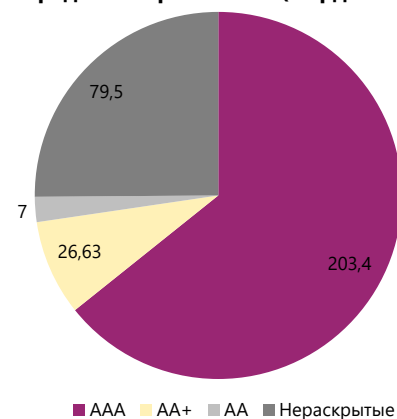
Распределение объемов эмиссии по срокам погашения (млрд юаней)



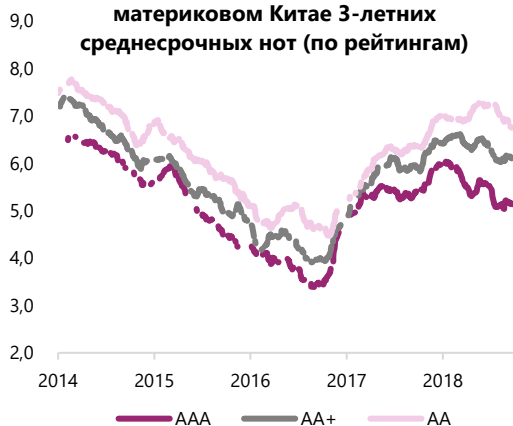
Распределение объемов эмиссии по рынкам (млрд юаней)



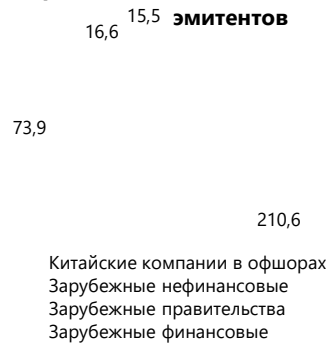
Распределение объемов эмиссии по кредитным рейтингам (млрд юаней)



30-дневное скользящее среднее купонной ставки по эмиссиям в материковом Китае 3-летних среднесрочных нот (по рейтингам)



Распределение объемов эмиссии по типам эмитентов



Источник: WIND, Golden Credit

## Регулирование эмиссии панда-облигаций

В настоящее время эмиссии регулируются следующими нормативными актами: *Временные административные правила эмиссии юаневых облигаций международными институтами развития* и *Временные меры администрирования эмиссий облигаций иностранными учреждениями на китайском межбанковском рынке облигаций*.

### Эмиссия на межбанковском рынке

Заявка на регистрацию эмиссии	<ul style="list-style-type: none"> <li>Эмиссия облигаций иностранными финансовыми учреждениями осуществляется с разрешения НБК.</li> <li>В случае эмиссии облигаций иностранными правительственными учреждениями и международными институтами развития или эмиссии нефинансовых корпоративных инструментов долгового финансирования иностранными нефинансовыми компаниями эмитенты должны направить заявку на регистрацию в Национальную ассоциацию институциональных инвесторов финансового рынка (NAFMII).</li> </ul>
Язык раскрытия информации	<ul style="list-style-type: none"> <li>Официально публикуемая эмиссионная документация иностранных учреждений должна быть составлена на упрощенном китайском языке или переведена на него.</li> </ul>
Бухучет и аудит	<ul style="list-style-type: none"> <li>Если раскрываемая финансовая отчетность не соответствует Китайским правилам бухучета для деловых предприятий (ASBE) или правилам бухучета, считающимся Министерством финансов эквивалентными ASBE на основе принципа взаимности, то одновременно публикуется отчет об основных отличиях применяемых правил бухучета и ASBE.</li> </ul>
Кредитный рейтинг	<ul style="list-style-type: none"> <li>Если при выпуске облигаций иностранными учреждениями рейтинговый отчет подлежит публикации, то он должен быть составлен рейтинговым агентством, признанным на межбанковском облигационном рынке Китая.</li> </ul>
Юридическое заключение	<ul style="list-style-type: none"> <li>При выпуске облигаций иностранными учреждениями юридические заключения должны быть составлены юридическими фирмами, имеющими соответствующую квалификацию и зарегистрированными в КНР или в стране регистрации эмитента. По внутренним вопросам юридические заключения должны составляться юристами, практикующими в соответствии с Законом о юридической деятельности КНР.</li> </ul>

Вышеуказанные правила в основном соответствуют *Временным мерам администрирования эмиссий облигаций иностранными учреждениями на китайском межбанковском рынке облигаций*, опубликованным НБК и Министерством финансов в сентябре 2018 года, которые регулируют эмиссию панда-облигаций в целом. В будущем ожидается появление более подробных правил.

### Эмиссия на биржевом рынке

- Процесс эмиссии на биржевом рынке отличается гибкостью; в основном, эмиссии осуществляются в форме закрытых размещений.
- Порядок эмиссии, торговли и передачи облигаций зарегистрированных иностранных компаний на облигационном рынке Китая определяется «Регуляторными правилами эмиссии и торговли корпоративными облигациями».
- Размещение облигаций путем открытой подписки должно соответствовать следующим требованиям: совокупный непогашенный долг не должен превышать 40% чистых активов, а средняя прибыль за последние три года должна быть не меньше, чем сумма процентов по выпущенным облигациям за один год.

Одной из ключевых задач развития рынка панда-облигаций является совершенствование правовой базы и институциональной системы регулирования рынка, а также повышение прозрачности регулирования

- Размещение облигаций путем закрытой подписки должно соответствовать регуляторным требованиям Ассоциации рынка ценных бумаг Китая и того рынка, где будут обращаться облигации.

Китайский рынок панда-бондов все еще находится на начальной стадии развития. Основными препятствиями на пути его развития являются недостаточная нормативная база и низкая прозрачность рынка. Поэтому одной из основных задач является повышение прозрачности. В связи с этим при планировании эмиссии на этом рынке рекомендуется обратиться в соответствующие ведомства и финансовые учреждения (такие как андеррайтеры и инвестиционные банки) для получения консультации по вопросам подготовки финансовой отчетности, использования вырученных средств, присвоения кредитного рейтинга, раскрытия информации и т.д.

### Пример эмиссии панда-облигаций – ОК РУСАЛ

В марте 2017 года российский производитель алюминия ОК РУСАЛ разместил панда-облигации на Шанхайской фондовой бирже, став первой компанией, зарегистрированной в стране, расположенной на территориях инициативы «Один пояс – один путь», осуществившей эмиссию облигаций в Китае.

#### Краткая информация об эмиссии

Эмитент	Объединенная компания РУСАЛ Плк (United Company RUSAL Plc)
Вид облигаций	Корпоративные (размещение по закрытой подписке только среди допущенных инвесторов)
Рейтинг эмитента/ облигаций	AA+/AAA
Гарантия	Полное обеспечение безусловными и безотзывными субсидиарными гарантиями, предоставленными China United SME Guarantee Corporation
Объем предложения	1,0 млрд юаней
Срок погашения	3 года, с пут-опционом в конце 2-го года
Ставка купона	5,50%
Цель использования вырученных средств	После вычета эмиссионных расходов вырученные средства планировалось полностью вывести из Китая через специальный счет и почти полностью использовать для пополнения оборотного капитала (в том числе, компаний в структуре корпорации для производства закупок у китайских поставщиков); оставшаяся часть предназначалась для погашения задолженности по процентам.

Ключевые даты	Формирование книги заявок и ценовых запросов: 16 марта 2017 г. Дата начала размещения: 17 марта 2017 г. Дата производства расчетов: 20 марта 2017 г.
Рынок	Шанхайская фондовая биржа

Источник: CICC

### **Краткое описание мулан-облигаций, димсам-облигаций и облигаций проекта «Один пояс – один путь»**

*Мулан-облигации* – это облигации, номинированные в специальных правах заимствования (SDR) и выпускаемые иностранными эмитентами (включая компании из Гонконга, Макао и Тайваня) на китайском рынке облигаций. Первая эмиссия мулан-облигаций была осуществлена Всемирным банком в августе 2016 года. Преимуществом таких облигаций является то, что они позволяют хеджировать валютные риски дешевле, чем некоторые другие инструменты хеджирования, при этом инвесторы имеют возможность принимать валютные риски путем приобретения мулан-облигаций. К недостаткам этих облигаций для инвестора можно отнести низкую доходность и низкую ликвидность.

*Димсам-облигации* – это облигации, номинированные в юанях и выпускаемые в Гонконге. В отличие от панда-облигаций они являются офшорными юаневыми облигациями. В 2015 году объем эмиссии димсам-облигаций достиг рекордной величины 212,5 млрд юаней. Однако начиная с 2016 года, по мере обесценения юаня, ослабления господдержки и повышения интенсивности эмиссии панда-облигаций объем эмиссии димсам-облигаций существенно понизился. В 2018 году совокупный объем эмиссии составил всего 37,4 млрд юаней.

*Облигации проекта «Один пояс – один путь».* Эти облигации включают не только юаневые облигации, размещаемые на фондовых биржах Китая эмитентами стран, участвующих в реализации инициативы «Один пояс – один путь», но и корпоративные облигации, размещаемые на фондовых биржах Китая местными и иностранными корпоративными эмитентами с целью финансирования проекта «Один пояс – один путь». В марте 2018 года Шанхайская и Шэньчжэньская биржи объявили о реализации пилотной программы по облигациям «Один пояс – один путь», в рамках которой для повышения эффективности листинга таких облигаций будет назначена отдельная группа специалистов по рассмотрению эмиссионных заявок. Кроме того, будет образован специальный биржевой сектор, что позволит повысить эффективность механизма инвестирования и финансирования проектов инициативы.

### **Повышение открытости инвестиционной стороны рынка**

В 2010 году НБК разрешил некоторым иностранным организациям осуществлять инвестиции на межбанковском рынке облигаций, положив начало открытию инвестиционной стороны рынка.



**Таблица 10.4 Решения, направленные на открытие внешнему миру инвестиционной стороны рынка облигаций**

В августе 2010 г. НБК разрешил иностранным центральным банкам, финансовым органам и иностранным банкам-участникам системы расчетов в юанях совершать операции на межбанковском рынке облигаций.

В 2013 г. квалифицированным иностранным институциональным инвесторам (QFII) разрешили осуществлять инвестиции на межбанковском рынке облигаций в рамках утвержденного объема инвестиционной квоты. А юаневые QFII (RQFII) получили доступ ко всем продуктам с фиксированной доходностью на межбанковском рынке облигаций.

В июле 2015 г. было снято большинство ограничений на инвестиции иностранных ЦБ, международных финансовых институтов и суверенных фондов благосостояния, а также была введена система заявочной регистрации эмиссий.

В июне 2015 г. НБК разрешил иностранным банкам-участникам системы расчетов в юанях осуществлять инвестиции на межбанковском рынке облигаций для проведения операций РЕПО.

В феврале 2016 г. были отменены ограничения на инвестиционные квоты QFII на межбанковском рынке.

С июля 2017 г. используется система Bond Connect.

В период с 7.11.2018 по 6.11.2021 иностранные инвесторы освобождаются от налогов на прибыль и НДС (с операций с облигациями).

Темпы открытия инвестиционной стороны китайского рынка облигаций растут, но медленно

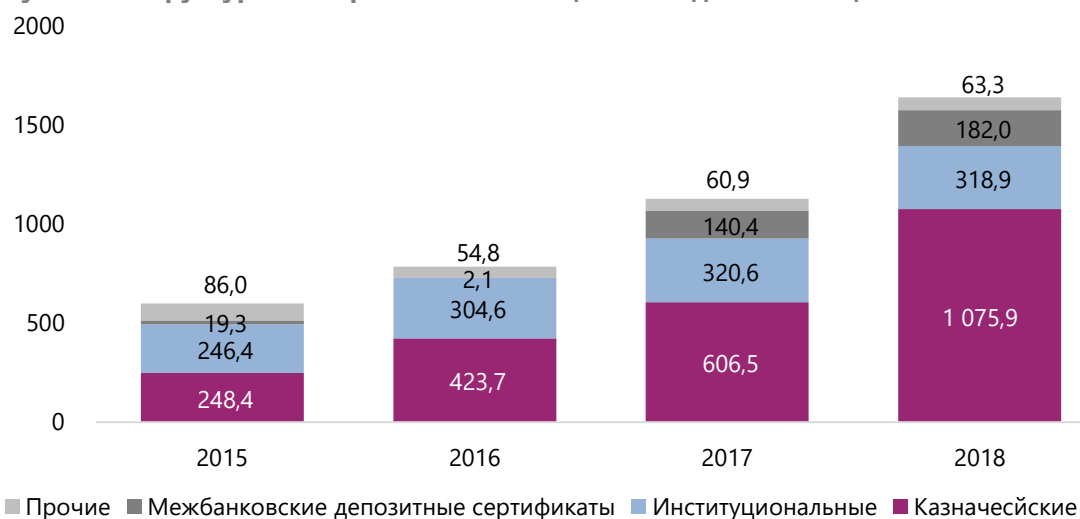
В 2018 году число иностранных учреждений, выходящих на рынок облигаций Китая, увеличилось на 380, достигнув в общей сложности 1 186. Их можно классифицировать как иностранные государственные инвесторы и иностранные коммерческие организации. К иностранным государственным инвесторам относятся центральные банки или органы денежно-кредитного регулирования, международные финансовые институты, суверенные фонды благосостояния, другие официальные агентства по управлению резервами и т. д., в то время как иностранные коммерческие организации включают коммерческие банки, небанковские финансовые учреждения и других институциональных инвесторов. Продукты, в которые могут инвестировать иностранные инвесторы, становятся все более многочисленными. В частности, межбанковский рынок почти полностью открылся. Зарубежные инвесторы могут инвестировать в денежные облигации, форварды и некоторые процентные деривативы. Рынок биржевых облигаций позволяет иностранным инвесторам (в основном, QFII и RQFII) вкладывать средства в казначейские облигации, корпоративные облигации, ценные бумаги с обеспечением активами и т. д. (ограничено репо с кредитными облигациями). Сообщается, что Народный банк Китая рассматривает возможность полностью открыть операции репо и производные инструменты для иностранных инвесторов, а также планирует запустить облигационный индексный фонд.

К концу 2018 года объем облигаций, находящихся у иностранных организаций, одобренных Народным банком Китая, достиг 1640 млрд юаней, что на 511,7 млрд юаней больше, чем в конце 2017 года. Тем не менее, эта сумма составила лишь 2,3% (1,8% на конец 2017 года) от общего объема, что свидетельствует о том, что рынок облигаций Китая по-прежнему открывается медленными темпами. Основные причины следующие:

- Открытие китайского рынка облигаций началось сравнительно недавно;
- Разрозненный характер китайского рынка облигаций, и высокая частота внесения изменений в нормативную базу;
- Отсутствие качественного рыночного дефолтного механизма;
- Низкая ликвидность вторичного рынка;
- Различия в стандартах бухучета, аудита, неттинга и рейтингования, применяемых в Китае и в других странах.

Иностранные инвесторы вкладывают средства в основном в казначейские облигации и институциональные облигации. Объем иностранных инвестиций в кредитные облигации гораздо меньше, что обусловлено несопоставимо более высокими кредитными рейтингами, присвоенными эмитентам национальными рейтинговыми агентствами по сравнению с международными, а также относительно низким аппетитом иностранных инвесторов к риску.

**Рисунок 25. Структура иностранных инвестиций по видам облигаций**



Источник: Wind, Golden Credit

### Что такое QFII, RQFII и Bond Connect?

**QFII:** QFII – это аббревиатура термина «Qualified Foreign Institutional Investors» (квалифицированные иностранные институциональные инвесторы). Таким инвесторам разрешается конвертировать иностранные валюты в местную валюту с целью инвестирования средств на местных рынках ценных бумаг через строго контролируемые специальные счета. Доходы, в том числе дивиденды и т.д., могут конвертироваться в иностранную валюту и переводиться за рубеж. Поэтому QFII способствуют ограниченному открытию рынка капитала. В Китае QFII могут инвестировать в акции класса А, казначейские облигации, конвертируемые облигации, предпринимательские облигации и другие финансовые инструменты, одобренные Комиссией по регулированию рынка ценных бумаг Китая.

**RQFII:** RQFII – это аббревиатура термина «RMB Qualified Foreign Institutional Investors» (юаневые квалифицированные иностранные институциональные инвесторы). Таким инвесторам разрешено инвестировать офшорные юани на материковом китайском рынке ценных бумаг. RQIFF могут быть гонконгские дочерние предприятия материковых компаний, управляющих фондами, компании, управляющих портфелями ценных бумаг, коммерческие банки и страховые компании, либо другие финансовыми учреждения, зарегистрированные или ведущие основную деятельность в Гонконге. RQFII разрешается инвестировать в акции, облигации и опционы, обращающиеся на фондовых биржах, продукты с фиксированным доходом на межбанковском рынке облигаций, инвестиционные фонды, биржевые индексные фьючерсы и другие финансовые инструменты, одобренные Комиссией по регулированию рынка ценных бумаг Китая.

В июне 2018 года Народный банк Китая и Государственное управление валютного контроля внесли изменения в нормативные акты, регулирующие деятельность QIFF и RQIFF, отменив ограничение на часть прибыли, которая может быть выведена в другие страны, а также требование о сроке запрета на продажу купленных бумаг, и разрешив операции валютного хеджирования.

**Bond Connect:** Bond Connect – это новая система взаимного доступа на рынки, позволяющая инвесторам, находящимся на материковом Китае и за рубежом, заключать сделки на рынках облигаций стран своих контрагентов с помощью соответствующих финансовых инфраструктурных учреждений, расположенных на материковом Китае и в Гонконге. Система Bond Connect состоит из двух компонентов: Северного направления и Южного направления.

Северное направление начало работать 3 июля 2017 года. Оно предназначено для иностранных инвесторов из Гонконга и других регионов, которые могут пользоваться общими торговыми, депозитарными и расчетными системами для осуществления инвестиций на межбанковском рынке облигаций Китая. Южное направление дает возможность инвесторам из материкового Китая осуществлять инвестиции на облигационном рынке Гонконга.

Таблица 11. Каналы поступления иностранных инвестиций на китайский рынок облигаций по состоянию на конец 2018 г.

	Bond Connect	QFII	RQFII	CIBM <sup>13</sup>
<b>Инструменты</b>	Облигации на спот-рынке	Облигации на спот-рынке, кредитование облигациями, облигационные форварды, процентные форварды, процентные свопы	Облигации на спот-рынке, кредитование облигациями, облигационные форварды, процентные форварды, процентные свопы	Облигации на спот-рынке, РЕПО с облигациями, кредитование облигациями, облигационные форварды, процентные форварды, процентные свопы
<b>Валюта торгов</b>	Иностранная валюта или юань	Иностранная валюта	Юань	Юань
<b>Котирование</b>	Система маркет-мейкеров	Голландский аукцион	Голландский аукцион	Голландский аукцион
<b>Режимы торгов</b>	Многоуровневый депозитарный учет	Одноуровневый депозитарный учет	Одноуровневый депозитарный учет	Одноуровневый депозитарный учет
<b>Торговые квоты</b>	Нет	Да	Да	Да
<b>Допуск</b>	Заявочная регистрация	Проверка и выдача разрешения	Проверка и выдача разрешения	Заявочная регистрация

<sup>13</sup> CIBM – это режим, предназначенный для участия иностранных центральных банков, международных финансовых учреждений и суверенных фондов благосостояния в межбанковском рынке облигаций Китая.

(С) 2019

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)

Москва, Садовническая набережная, д. 75

[www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru)

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные и некредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения, предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом.

Присваиваемые кредитные и некредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ представленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: [www.acra-ratings.ru/criteria](http://www.acra-ratings.ru/criteria).

Только в случае распространения информации о присвоенном кредитном рейтинге и прогнозе по кредитному рейтингу любым способом, обеспечивающим доступ к ней неограниченного круга лиц, данный кредитный рейтинг и прогноз по кредитному рейтингу входит в сферу регулирования Центрального банка Российской Федерации.

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — [www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru). Информация представляется на условии «как есть».

Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять, дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью.

АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.