

НАУЧНАЯ МЫСЛЬ

СЕРИЯ ОСНОВАНА В 2008 ГОДУ

ОБЛИГАЦИОННЫЙ РЫНОК

АНАЛИЗ ТЕНДЕНЦИЙ И ПЕРСПЕКТИВ

МОНОГРАФИЯ

Под научной редакцией доктора экономических наук,
профессора *Т.В. Тепловой*

Спонсор издания «Томсон Рейтер»

ЭЛЕКТРОННО-
БИБЛИОТЕЧНАЯ
СИСТЕМА
znanium.com

Москва
ИНФРА-М
2016

УДК 336.7
ББК 65.262.2

О16

Рецензенты:

Дубинин С.К., д-р экон. наук, профессор, зав. кафедрой финансов и кредита экономического факультета Московского государственного университета им. М.В. Ломоносова;

Пенкин А.Ф., д-р экон. наук, профессор, профессор кафедры экономики и финансов общественного сектора Института государственной службы и управления РАНХиГС при Президенте Российской Федерации, научный руководитель магистерской программы «Регулирование финансовых рынков и институтов»

О16 **Облигационный рынок: анализ тенденций и перспектив** : монография / под науч. ред. Т.В. Тепловой. — М. : ИНФРА-М, 2016. — 317 с. — (Научная мысль).

ISBN 978-5-16-012081-2 (print)

ISBN 978-5-16-104800-9 (online)

В коллективной монографии профессорско-преподавательского состава Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики» и специалистов-практиков российского финансового рынка, аналитиков Московского филиала АО «Томсон Рейтер (Маркетс) СА» впервые в российской литературе раскрыты на эмпирическом исследовательском поле закономерности развития, дисбалансы по секторам и тенденции, которые складываются на глобальном и отечественном облигационных рынках после финансового кризиса 2008 года. Данные по российскому рынку всесторонне исследованы в сравнении с данными рынков БРИК, рынков европейского сообщества (ЕС) и быстрорастущих азиатских стран. Межстрановые сопоставления и эмпирические исследования особенностей принятия решений российскими эмитентами облигаций позволили выявить специфические особенности российского рынка, показать перспективы привлекательности этого сегмента финансового рынка с точки зрения рыночного инвестора (глобального и национального).

Монография богата статистическим материалом, обзором исследований, проведенных на зарубежных рынках, и будет полезна специалистам-практикам, начинающим инвесторам, а также будущим преподавателям и исследователям, так как показывает актуальные области научного интереса, а также методы и приемы проведения исследований с использованием современного инструментария.

ISBN 978-5-16-012081-2 (print)
ISBN 978-5-16-104800-9 (online)

УДК 336.7
ББК 65.262.2

© Коллектив авторов, 2016

Подписано в печать 10.05.2016.

Формат 60×90/16. Печать цифровая. Бумага офсетная.

Гарнитура *Newton*. Усл. печ. л. 19,82. Тираж 500 экз. Заказ № 00000

Облигационный рынок: анализ тенденций и перспектив

Коллективная монография под ред. д.э.н., профессора Т.В. Тепловой

СОДЕРЖАНИЕ

	Раздел	Авторы
	Введение	Т.В. Теплова
1.	Мировой долговой рынок: новые тенденции после кризиса 2008-2009 гг.	Т.В. Теплова
2.	Тенденции облигационного рынка РФ. Облигационный рынок РФ до и после кризиса 2008-2009 гг.	Т.В. Теплова, Т.В. Соколова
3.	Факторы, определяющие динамику облигационных рынков в национальной валюте	Т.В. Теплова, Т.В. Соколова
4.	Российский облигационный рынок на фоне растущих азиатских конкурентов. Азиатские облигационные рынки. Возможности диверсификации капитала для российских и глобальных инвесторов	Т.В. Теплова, Т.В. Соколова
5.	Особенности формирования кратосрочного и долгосрочного уровня доходности государственных ценных бумаг в странах БРИК	А.В. Родионова
6.	Применение EGARCH моделей для анализа спредов российских корпоративных еврооблигаций.	Е.А. Сулицкий
7.	Оценка ставки восстановления при дефолтах облигаций	Н.И. Берзон, Е.Н. Антонова
8.	Сопоставление индикаторов ликвидности на облигационном рынке	Т.В. Теплова, Т.В. Соколова
9.	Муниципальные облигации	А.И. Столяров
10.	Определение вмененной вероятности дефолта на основе кривых доходностей рискованных облигаций	Л. Сопотницкий, Р. Гусейнов
11.	Инфраструктурные и проектные облигации	С.Б. Савин

Глава 4. Азиатские облигационные рынки. Возможности диверсификации капитала для российских и глобальных инвесторов

Т.В. Теплова, Т.В. Соколова

В настоящей работе рассматривается развитие облигационных рынков девяти азиатских стран (Вьетнам, Индонезия, Китай, Малайзия, Сингапур, Таиланд, Филиппины, Южная Корея, Япония) в сопоставлении с российским рынком с позиции глобальных инвесторов. Период анализа - с 2005 по 2015 гг., который захватывает и глобальный финансовый кризис, и посткризисные валютные войны. Азиатские страны продолжают процесс либерализации долговых рынков, что с точки зрения диверсификации капитала создают новые возможности для глобальных инвесторов, включая российских.

Цель нашей работы – оценить азиатские облигационные рынки по инвестиционной привлекательности с позиции «риск-доходность». Для достижения этой цели решается ряд задач: выявить дисбалансы в развитии облигационных рынков азиатских стран, определить факторы, которые в наибольшей степени влияют на развитие рынка корпоративных облигаций в национальной валюте в азиатском регионе в сопоставлении с российским рынком. Тестируются гипотезы о влиянии на рынок облигаций в национальной валюте темпа роста ВВП, интеграции в глобальные цепочки стоимости (ГЦС), структуры инвесторов. Рассматривается также вопрос развития организованного биржевого рынка облигаций, возможностей выхода на него частных рыночных инвесторов.

Введение

Слабое посткризисное восстановление и борьба за деньги инвесторов для стимулирования экономического роста приводят к валютным войнам, использованию различных инструментов денежно-кредитной политики. Следуя политике США и ЕС азиатские страны также пошли по пути смягчения монетарной политики (например, Китай в июле 2015г на 1,9% ослабил юань после почти 15 лет устойчивого курса, реализуется и политика снижения ключевой ставки). Эти процессы не могли не сказаться на облигационном рынке развивающихся стран. Облигации девяти азиатских стран будут рассмотрены в данной работе.

Снижение купонных ставок и доходности к погашению по облигациям развитых рынков капитала породило интерес инвесторов к региональным и муниципальным облигациям, корпоративным облигациям в национальной валюте. Хотя на развивающихся рынках преобладают облигации, номинированные в иностранной валюте (их доля составляет свыше 80% от общего объема выпущенных облигаций), в последние годы наметилась

тенденция к увеличению доли облигаций в национальных валютах: доля последних в общем объеме выпущенных облигаций по миру возросла с 3% в 2005 г. до 15% в 2009-2011 гг.

Значимым структурным фактором развития рынка облигаций Азии становится усиление экономических связей, осуществление совместных инфраструктурных и других крупномасштабных проектов.

В последнее десятилетие азиатские облигационные рынки развиваются очень динамично. Только за 2015 г. совокупный объем рынков облигаций в национальной валюте развивающихся стран Восточной Азии увеличился на 17,8% и достиг \$9105 млрд в декабре 2015 г., что составляет 63,9% совокупного ВВП данных стран¹ Китайский рынок облигаций стал третьим в мире после США и Японии. Объем китайского рынка облигаций в национальной валюте в декабре 2015 г. составил \$6150 млрд. (что составляет 67,5% от совокупного объема рынка облигаций развивающихся стран Восточной Азии).² Глобальные инвесторы стремятся войти на китайский облигационный рынок и другие азиатские, и ограничениями служат не только законодательные нормы (например, в Китае – необходимость получения разрешения на работу на межбанковском рынке, возможность доступа только для институциональных инвесторов), но и слабое понимание особенностей этих рынков, их динамики и факторов, определяющих развитие.

В настоящей работе рассматривается развитие облигационных рынков девяти азиатских стран (Таблица 1), включая Вьетнам, Индонезию, Китай, Малайзию, Сингапур, Таиланд, Филиппины, Южную Корею и Японию. Период анализа - с 2005 по 2015 гг.

Таблица 1. Размер облигационных рынков стран Азии (на 31.12.2015)

Страна	Объем рынка корпоративных облигаций в национальной валюте		Объем рынка корпоративных облигаций в иностранной валюте		Совокупный объем рынка государственных и корпоративных облигаций (в национальной и иностранной валютах)	
	\$ млрд.	% ВВП	\$ млрд.	% ВВП	\$ млрд.	% ВВП
Япония	656,0	15,8	160,8	4,7	9 176,8	221,1
Китай (материковый)	2 083,0	20,0	338,5	3,2	6 507,9	62,4
Малайзия	118,0	43,9	29,1	10,8	297,9	110,6
Сингапур	91,0	32,2	56,2	19,8	276,2	97,3
Таиланд	70,0	18,6	14,6	3,9	295,1	78,6
Индонезия	18,1	2,2	33,3	4,0	207,0	24,7

¹ Asia Bond Monitor, March 2016. Emerging East Asian Local Currency Bond Markets: A Regional Update. Asian Development Bank.

² Asia Bond Monitor, March 2016. Emerging East Asian Local Currency Bond Markets: A Regional Update. Asian Development Bank.

Страна	Объем рынка корпоративных облигаций в национальной валюте		Объем рынка корпоративных облигаций в иностранной валюте		Совокупный объем рынка государственных и корпоративных облигаций (в национальной и иностранной валютах)	
	\$ млрд.	% ВВП	\$ млрд.	% ВВП	\$ млрд.	% ВВП
Ю. Корея	1 000,0	77,1	117,1	9,0	1 834,5	141,3
Филиппины	17,0	6,1	12,7	4,5	143,1	50,5
Вьетнам	1,3	0,7	1,4	0,7	42,0	22,5

Источник: Asian Bonds Online, расчеты авторов

В последнее десятилетие азиатские рынки привлекли пристальное внимание глобальных инвесторов. Особый интерес вызывал рынок Китая, но на нем явно надувались два спекулятивных пузыря – недвижимости и акций. Рынок облигаций до последнего времени был очень закрытым, сильно регулируемым, хотя по своему объему вполне мог удовлетворить спрос глобальных инвесторов на диверсификацию вложений. На первую половину 2015 г. китайский облигационный рынок был третьим в мире по размеру: его объем составлял 35,9 трлн. юаней или \$4,24 трлн. (по другим оценкам - \$6 трлн.). Одной из ключевых причин, почему китайское правительство хочет увеличить рынок внутренних облигаций, является желание уменьшить концентрацию кредитного риска в банковской системе, так как китайские корпорации, в основном, полагаются на банковские займы. Вторая причина – необходимость инвестировать в инфраструктуру. Рынок облигаций может быть отличным инструментом для достижения цели привлечения инвестиций в инфраструктурные проекты. Китайские облигации, так сложилось исторически, приносят большую доходность, чем облигации других стран. Доходы от государственных облигаций Китая – 4% на срок 30 лет, в то время как американских – 2% в аналогичный промежуток времени, облигаций Японии и ЕС – 1%³.

В то же время, в Китае существуют барьеры вхождения на рынок для иностранных инвесторов, и действуют две программы, позволяющие получить доступ на этот рынок. Первая программа – Квалифицированный Иностранный Институциональный Инвестор (QFII). Она позволяет работать как на межбанковском рынке, так и на более крупном рынке Внутреннего банка. Программа появилась в 2002 г. и позволила лицензированным инвесторам покупать и продавать номинированные в юанях акции и облигации на биржах в Шанхае и Женьшене. До этого рынок был закрыт для иностранцев из-за регулирования капитала. QFII позволяет инвестировать в: 1) публично размещенные акции на Шанхайской и Женьшеньской фондовой бирже, а также в другие акции класса В, 2) облигации, торгуемые

³ Reuters Jan15, 2015.

на фондовом рынке и рынке Внутреннего банка, 3) открытые и закрытые фонды, 4) другие финансовые инструменты, подтвержденные CSRC. Вторая программа появилась в 2010 г. Она предоставляет три оффшорных способа инвестиций в закрытый, по большей части, внутренний облигационный рынок Китая. Возможность инвестиций предоставлена: иностранным центральным банкам, кредиторам в Гонконге и Макао, которые уже совершали клиринг в юанях, и зарубежным банкам, вовлеченным в программу по обмену юанями.

В 2014-2015 гг. на американском рынке инвесторам доступны два ETF фонда на облигации китайского рынка: ETF PowerShares Chinese Yuan Dim Sum Bond Portfolio (котируется фонд на NYSE Arca с 18 ноября 2014 г. и строится на 92 облигациях) и Global X GF China Bond (тиккер CHNB, Блумберг тикер CHNBIV, котируется на NYSE Arca с 18 ноября 2014 г., чистые комиссионные затраты 0,5%). Лежащий в основе фонда ETF PowerShares Chinese Yuan Dim Sum Bond Portfolio индекс - Offshore Dim Sum Bond Index, провайдером которого является CityGroup, 15% вложений - в государственные облигации. Global X GF China Bond вкладывается на 21,1% в государственные облигации, 31% - облигации агентств, остальная доля приходится на корпоративные облигации, из которых 3,5% - финансового сектора. На 31 декабря 2014 г. по котировкам акций фонда инвесторы зафиксировали убыток: падение доходности на 1,63%, при падении бенчмарка S&P China Composite Select Bond Index на 0,19%.

По итогам 2014 г. ВВП Китая вырос на 7,4%; это самые низкие темпы за последние 24 года и первый раз с 1998 г., когда результат оказался ниже прогноза (до 2010 г. ВВП в течение более чем 30 лет рос в среднем более чем на 10% в год, в 2012 и 2013 гг. - на 7,7%). Прогноз роста ВВП на 2015 год не превышает 7%. Китай приближается к странам со средним уровнем дохода на душу населения и его экономика замедляется, это становится новой нормой. Несмотря на либерализацию облигационного рынка Китая, глобальные инвесторы начали изучать и другие азиатские рынки, сопоставлять их по инвестиционной привлекательности (доходность и риск, с учетом риска ликвидности и открытости для иностранных инвесторов) с развитыми облигационными рынками.

Сингапур обладает одним из самых развитых облигационных рынков в Азии. Он полностью открыт для эмитентов и инвесторов со всего мира, на нем не установлено строгих ограничений, высоких налогов или жесткого контроля капитала. Объем рынка облигаций Сингапура вырос в три раза: с чуть более чем 100 млрд. сингапурских долларов до чуть более чем 350 млрд. за 11 лет с 2000 по 2011 гг.⁴ Капитализация ценных бумаг Сингапура выросла более чем в 6 раз: с 21,9 до 138,5 млрд. сингапурских долларов. Кредитный рейтинг Сингапура – AAA, как в национальной, так и в иностранной валютах. Такой рейтинг

⁴ 9 Based on MAS' annual Singapore Corporate Debt Market Review

присвоили Сингапуру три самые известные рейтинговых агентства: Moody's, S&P и Fitch. «AAA» означает, что кредитоспособность имеет самый высокий уровень надежности. Данный рейтинг подкреплен стабильной политической средой, сильной экономикой и благоразумной налоговой политикой. Такой рейтинг создает благоприятную инвестиционную среду и приток капитала в страну.

Исторически, сингапурский доллар контролировал весь азиатский облигационный рынок. JP Morgan Emerging Local Markets Asia и JP Morgan Emerging Local Markets Singapore sub index демонстрируют корреляцию: если посмотреть на представленный ниже график, то можно увидеть, что эти индексы накладываются друг на друга. Один зависим от другого.⁵ Таким образом, облигации Сингапура являются эффективным инструментом для воспроизведения всего облигационного рынка Азии.

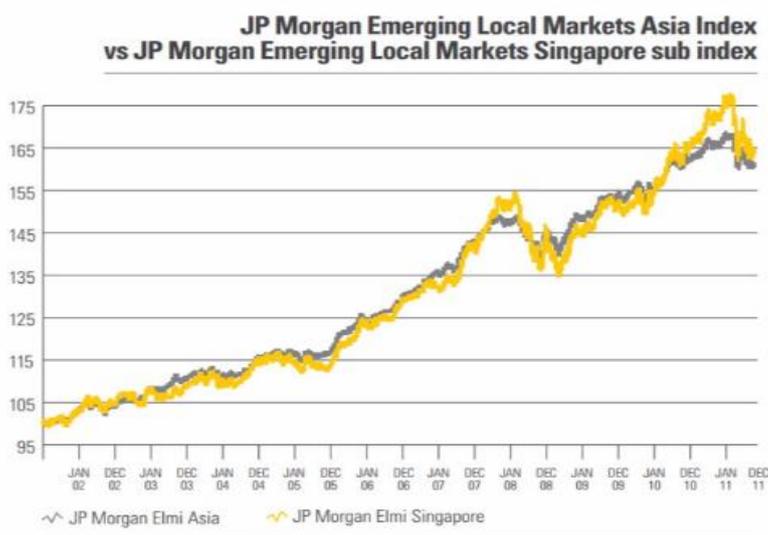


Рис. 1. Сопоставительная динамика индексов JP Morgan Emerging Local Markets Asia Index и JP Morgan Emerging Local Markets Singapore sub index

Источник: Singapore Bond Market Guide, page 31

Как было сказано выше, на облигационном рынке Сингапура нет ограничений, мировые инвесторы свободны в своих действиях. Они могут покупать, продавать, хеджировать облигации, номинированные в сингапурском долларе. Сингапурский рынок – второй, после Токио, по иностранной валюте.

В декабре 2011 г. рынок долговых обязательств Сингапура был на уровне 357 млрд. сингапурских долларов (с учетом облигаций - 247 млрд., государственных акций - 138 млрд., корпоративной задолженности - 94 млрд. сингапурских долларов). Международные займы охватывают широкий кредитный спектр: от долгов рейтинга AAA наднациональных агентств

⁵ Singapore Bond Market Guide, page 31.

до высокодоходных облигаций корпораций и компаний специального назначения, SPVs (Special purpose Vehicles). Выручка, получаемая финансовыми институтами в Сингапуре от торговли ценными бумагами, облагается налогом в 10%, для корпоративных облигаций налог составляет 5%. Четверть облигационного рынка Сингапура составляют частные облигации зарубежных эмитентов, что подтверждает значимость этого рынка на мировой арене.

В настоящей работе проводится исследование тенденций на российском и азиатских облигационных рынках в национальной валюте, выявляются факторы, влияющие на их развитие. Кроме того, проводится анализ инвестиционной привлекательности российского и азиатских облигационных рынков в сопоставлении с рынком акционерного капитала. В качестве ключевого показателя инвестиционной привлекательности используется коэффициент «реальная доходность - волатильность».

1. Обзор работ по теме исследования

В работе Dongheon & Baeho (2015) исследуется влияние глобального финансового кризиса на детерминанты спредов корпоративных облигаций. Особое внимание уделяется анализу влияния риска ликвидности и кредитного риска на спреды доходности с использованием данных о финансовых и нефинансовых компаниях – эмитентах облигаций, обращающихся на Корейской бирже. Авторы приходят к выводу, что факторы ликвидности объясняют относительно большую часть вариации спредов доходности до и во время кризисного периода, тогда как влияние компонента кредитного риска на спред доходности усиливается после финансового кризиса. Таким образом, инвесторы на корейском рынке корпоративных облигаций требуют большую премию за риск дефолта в посткризисный период, в ответ на увеличение неопределенности на финансовом рынке.

Chantapacdepong & Shim (2015) исследовали влияние мер по регулированию потоков инвестиций в облигации на коэффициенты корреляции недельных потоков в фонды облигаций на различных рынках и коэффициенты корреляции дневной доходности облигаций для 12 стран АТР в 2004-2013 гг. В качестве контрольных переменных были выбраны глобальные, региональные и локальные факторы. Результаты показывают, что предпринимаемые в какой-либо стране меры по регулированию притока средств в облигации приводят к усилению корреляции потоков инвестиций в облигации в данной стране с потоками инвестиций в других странах АТР. Интересно отметить, что политика страны, направленная на увеличение притока средств в облигации, приводит к значительному росту коэффициентов корреляции потоков средств в облигации в разных странах, тогда как противоположные меры не оказывают влияния на коэффициенты корреляции. Также авторы

пришли к выводу, что меры по регулированию притока средств в облигации увеличивают коэффициенты корреляции между доходностью облигаций в долгосрочном периоде. Полученные результаты могут быть объяснены посредством гипотезы о сигналах: глобальные инвесторы ожидают, что если в одной стране приняты меры по регулированию потока средств в облигации, то и в других странах АТР будут приняты аналогичные меры, и одновременно принимают решение об увеличении или уменьшении инвестиций в облигации для всех стран АТР.

В работе Chien et al. (2015) с применением метода рекурсивного коинтеграционного анализа изучается процесс конвергенции международных фондовых рынков в Китае и странах ASEAN-5. Результаты показали, что для шести рассматриваемых фондовых рынков существует не более одного коинтеграционного вектора на отрезке с 1994 по 2002 гг. В целом, региональная финансовая интеграция между Китаем и АСЕАН-5 постепенно увеличивалась. Кроме того, оценки коэффициентов модели коррекции ошибок статистически значимы и отрицательны для Китая и Индонезии, тогда как для других стран данные коэффициенты не значимы.

В работе Shim & Zhu (2014) исследуется вопрос о том, как введение в обращение кредитных дефолтных свопов (CDS) повлияло на развитие облигационных рынков азиатских стран. Авторы оценивают влияние торгов CDS на расходы на выпуск долговых обязательств и ликвидность, а также выявляют, какие эмитенты выиграли в большей мере от появления CDS. Кроме того, изучается вопрос о том, изменилось ли влияние CDS на облигационный рынок во время недавнего финансового кризиса. В отличие от облигационных рынков США и Европы, которые уже были развитыми в момент появления CDS, азиатские рынки в момент начала обращения CDS были относительно небольшими и менее развитыми. Авторы приходят к выводу, что в отличие от рынка США, выпуск CDS в Азии способствовал снижению издержек на размещение и улучшению ликвидности новых выпусков. Компании с меньшим размером, нефинансовые компании и компании с более высоким уровнем ликвидности CDS в наибольшей степени выиграли от появления данного инструмента.

В работе Rughoо & You (2015) исследуются процессы глобальной и региональной финансовой интеграции рынков стран Юго-Восточной Азии в 2004-2012 гг. Авторы изучают процесс интеграции на денежных и облигационных азиатских рынках с помощью меры финансовой интеграции, основанной на покрытом паритете процентных ставок. Особое внимание уделяется влиянию финансового кризиса 2008 г., также как и недавних инициатив по интеграции региональных денежных и облигационных рынков азиатских стран. В эмпирической части исследования интеграционных процессов впервые применяется метод конвергенции, разработанный Philips & Sul (2007). Rughoо & You (2015) выявили наличие

глобальных и региональных интеграционных процессов на денежном рынке до 2008 г., но после кризиса процесс глобальной интеграции прекратился. В то же время, процесс региональной интеграции продолжился и в посткризисный период, хотя и с меньшей скоростью. В отношении облигационных рынков авторы выявили наличие процессов и глобальной, и региональной интеграции, причем последний в большей степени является конвергентным в период с 2008 г. Региональная интеграция проявляется более сильно, если рассматривать процентные ставки для длительных сроков.

В работе Cui & Zhao (2015) используют новый непараметрический метод (Bollerslev, Todorov and Li, 2013) для анализа размера и длительности высокочастотных колебаний цен на рынке государственных облигаций Китая. Авторы исследуют влияние макро новостей на скачки цен. Результаты показали, что интенсивность скачков цен на рынке государственных облигаций Китая может быть представлена в форме «W»-кривой. Кроме того, новости об индексе потребительских цен, индекс цен производителей, торговый баланс, ВВП и M2 значительно влияют на вероятность и размер скачков цен облигаций. Для большинства макропоказателей позитивные новости оказывают большее влияние на размер колебаний цен, чем негативные новости.

2. Результаты анализа факторов, определяющих развитие азиатских облигационных рынков

Проанализируем складывающиеся тенденции на азиатских облигационных рынках и действие факторов, которые определяют их динамику.

Среди источников финансирования на внутреннем рынке в странах Азии в 2012-2013 гг. (Рис. 1) преобладали либо банковское кредитование (Китай, Ю.Корея, Япония, Тайланд), либо акционерный капитал (Индонезия, Филиппины, Малайзия, Сингапур). Доля облигаций в национальной валюте составляла от 13% (Индонезия) до 40% (Япония).

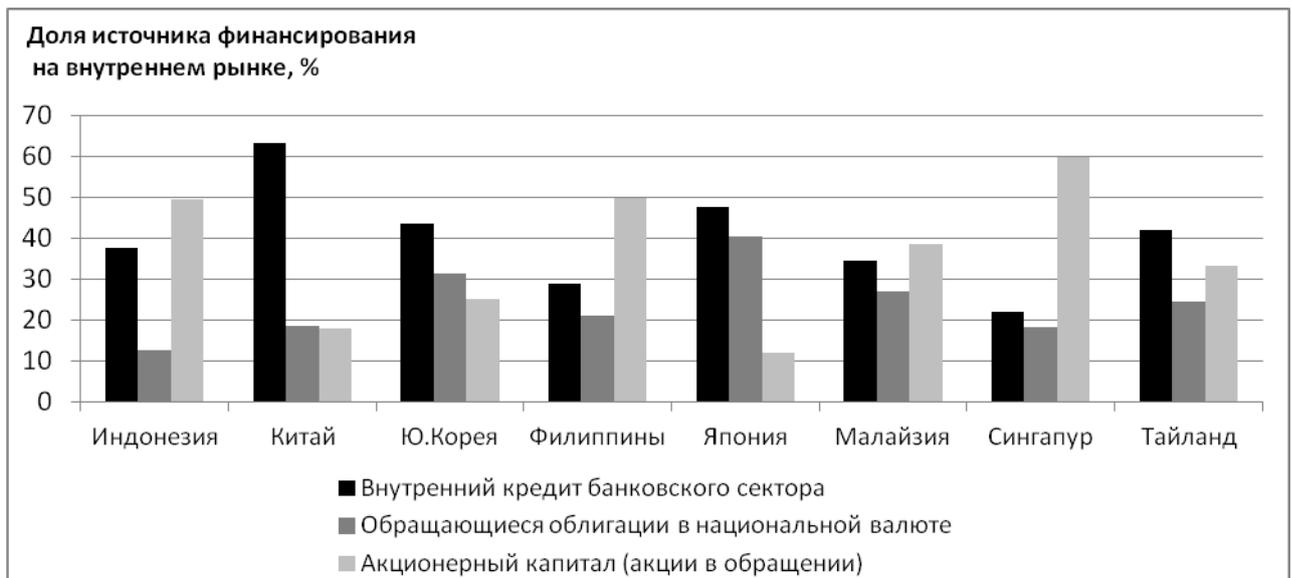


Рис. 1. Доля различных источников финансирования на внутреннем рынке стран Азии, % (средние значения за 2012-2013 гг.). Источник: Asian Bonds Online

Наиболее крупными рынками корпоративных облигаций в национальной валюте среди рассматриваемых стран являлись рынки Ю. Кореи (объем облигаций в обращении составлял 77% ВВП на 2015 год), Малайзии (44% ВВП) и Сингапура (32% ВВП), менее развитыми – рынки Индонезии и Вьетнама (2,2% и 0,7% ВВП соответственно). Для Китая, Таиланда и Ю. Кореи характерно значительное увеличение объема рынка корпоративных облигаций в национальной валюте с 2005 по 2015 г. (Рис. 2). Особенно впечатляющий рост продемонстрировал Китай, где объем корпоративных облигаций, номинированных в юанях, возрос с 2,8% до 20,0% ВВП.

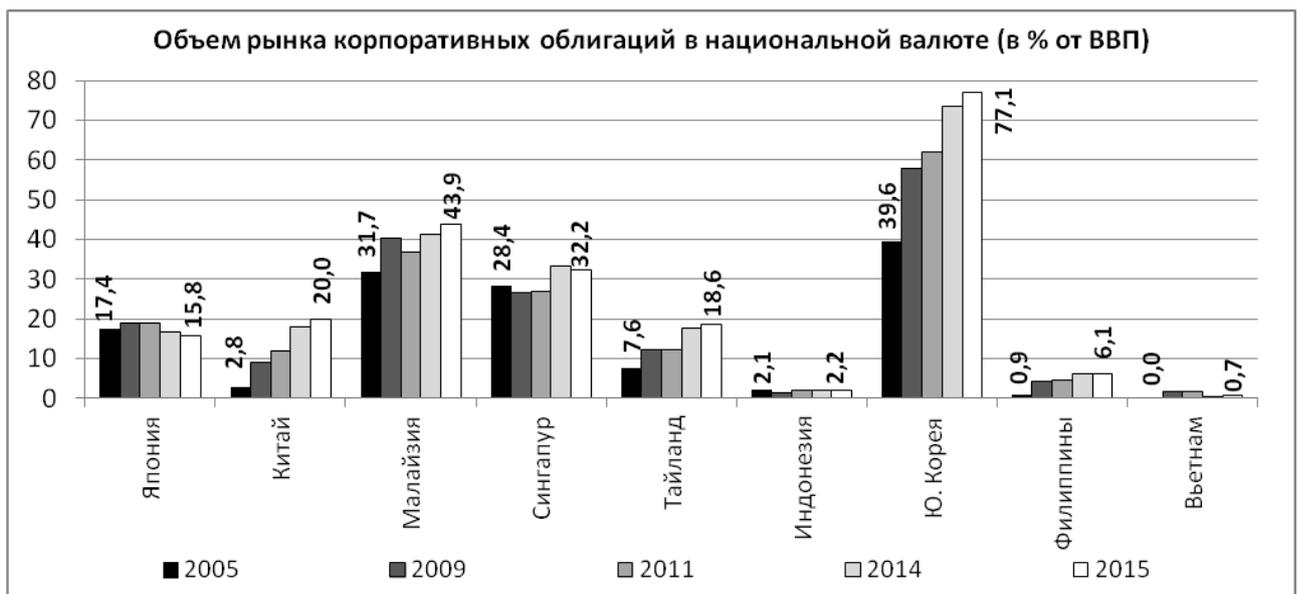


Рис. 2. Объем рынка корпоративных облигаций в национальной валюте (в % от ВВП) в 2005-2015 гг. (декабрь соответствующего года). Источник: Asian Bonds Online

На Рис. 3 сопоставлены объемы рынков государственных и корпоративных облигаций в национальной валюте (в % от ВВП) на 31.12.2015 г. Практически во всех рассматриваемых странах объем рынка государственных облигаций значительно превышает рынок корпоративных облигаций в национальной валюте, исключением является лишь Ю. Корея. Наиболее развит рынок государственных облигаций в национальной валюте в Японии (объем рынка – 199,4% ВВП).

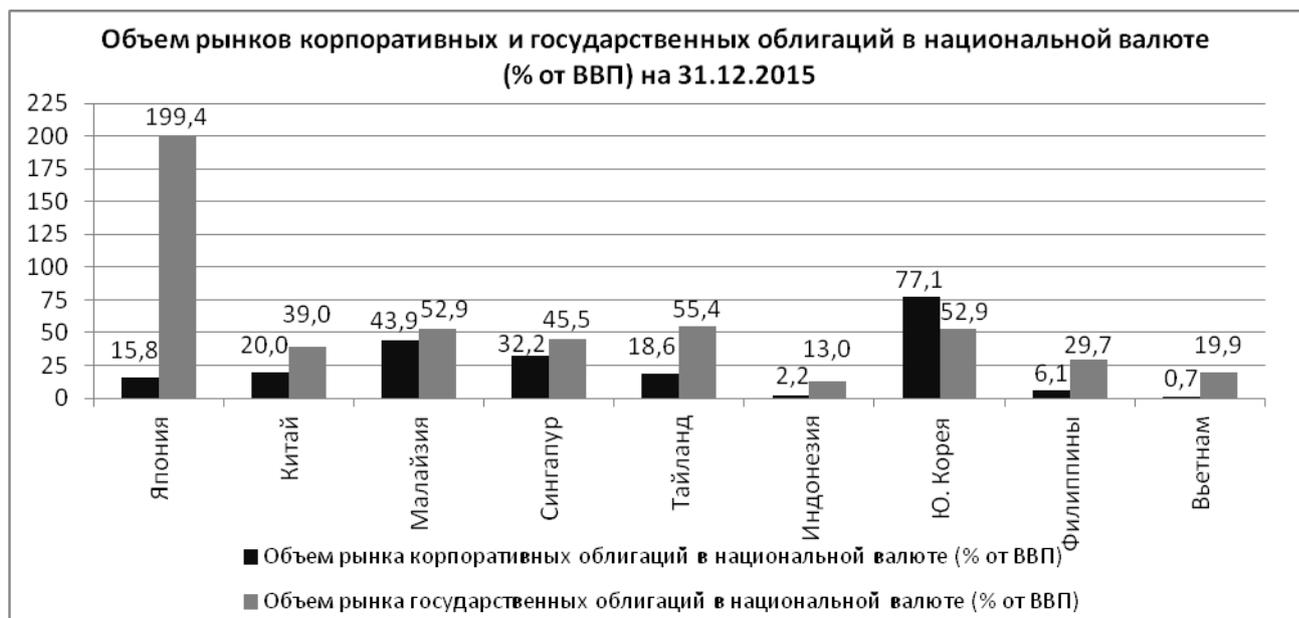


Рис. 3. Объем рынков государственных и корпоративных облигаций в национальной валюте (в % от ВВП), 31.12.2015 г.

Источник: Asian Bonds Online

Азиатские страны характеризуются существенной несбалансированностью долга. Например, по Малайзии и Таиланду долги домохозяйств в соотношении с доходами превысили традиционно высокие уровни США – Табл. 2. Особая ситуация сложилась на долговом рынке Китая. Активное развитие китайского рынка акций базировалось на маргинальном кредитовании как со стороны банков, так и небанковских финансовых организаций. Вторая особенность долгового рынка Китая – привязка ко второму (после акций) инвестиционному сегменту – рынку недвижимости. Почти половина общего долга Китая (40-45%⁶) связана прямо⁷ или косвенно⁸ с рынком недвижимости. Долги девелоперских компаний составляют 10-15% общего долга Китая.

Такой специфический спрос на долг в Китае поддерживает ситуацию, когда в структуре китайского общего долга превалирует банковский сектор (53% -

⁶ Оценки McKinsey Global Institute.

⁷ Ипотека, облигации девелоперских компаний, привлечение государственного финансирования на проекты социального жилья и т.п.

⁸ Связанные сектора - строительные материалы, металлоконструкции и т.п.

зарегистрированные банковские организации и еще 30% - теневой банковский сектор). Государственные заимствования составляют 13% (это государственные облигации и займы), корпоративные облигации составляют ничтожную долю в 4% общего долга (8% ВВП). Так как китайская экономика замедляется, снижаются темпы роста и рынка недвижимости, то высокая закредитованность этого сектора экономики может породить в будущем большие проблемы с невозможностью обслуживания ранее взятых долгов. Еще одна насущная проблема китайского долгового рынка – высокая доля забалансовых обязательств как компаний, так и муниципалитетов, большая доля кредитов, предоставляемых теневым банковским сектором.

Таблица 2. Соотношение долга и доходов по домохозяйствам четырех стран (доля долга в доходах)

Период	Малайзия	Тайланд	США	Великобритания
2007	139	93	113	150
2014 (полугодие)	146	121	99	133

Основными инвесторами на рынке государственных облигаций в национальной валюте выступают банки, страховые компании и пенсионные фонды: в 2014-2015 гг. их совокупная доля составляет от 47% (Ю. Корея) до 80% (Китай) привлеченных средств (Табл. 3). Кроме того, на рынках государственных облигаций Индонезии и Малайзии высока доля иностранных инвесторов (в 2014-2015 гг. - 37% и 32%, соответственно), на рынках Ю. Кореи и Японии – доля государственного сектора и центрального банка (22% и 32%, соответственно). Мы отмечаем тенденции к сокращению доли банков в структуре инвесторов в 2014-2015 гг. (по сравнению с 2010-2013 гг.) для Индонезии, Ю. Кореи, Японии, Тайланда. Для всех рассматриваемых стран в структуре инвесторов повысилась доля нерезидентов (Табл. 3).

Таблица 3. Структура инвесторов на рынке государственных облигаций в национальной валюте (доля в процентах от общего объема привлеченных средств, среднее за 2010-2013 гг. и 2014-2015 гг.)

Страна	Доля банков, %		Доля страховых компаний и пенсионных фондов, %		Доля иностранных инвесторов, %		Доля государственного сектора и центрального банка, %		Доля остальных инвесторов, %	
	2010-2013	2014-2015	2010-2013	2014-2015	2010-2013	2014-2015	2010-2013	2014-2015	2010-2013	2014-2015
Индонезия	39,1	29,7	19,4	15,9	32,6	37,3	2,1	5,0	6,8	12,1
Китай	72,9	75,4	7,1	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	20,0	19,6
Ю.Корея	19,0	16,4	24,6	30,9	9,9	10,6	26,0	21,8	20,5	20,3

Страна	Доля банков, %		Доля страховых компаний и пенсионных фондов, %		Доля иностранных инвесторов, %		Доля государственного сектора и центрального банка, %		Доля остальных инвесторов, %	
Япония	39,1	28,6	22,0	23,1	7,7	9,8	21,0	32,2	10,2	7,0
Малайзия	31,8	33,2	40,2	34,6	25,4	31,8	0,7	0,4	1,9	0,0
Тайланд	17,2	12,3	45,6	53,2	11,3	16,4	7,5	6,1	18,4	11,9

Источник: Asian Bonds Online, расчеты авторов

Для подавляющего большинства рассматриваемых стран (исключениями являются Вьетнам и Индонезия) характерна высокая доля корпоративных облигаций в национальной валюте в общем объеме корпоративных облигаций (Рис. 4). Для стран с наиболее развитыми рынками корпоративных облигаций (Табл. 1) – Японии, Китая, Малайзии, Сингапура, Южной Кореи – доля корпоративных облигаций в национальной валюте составляет от 62% (Сингапур) до 90% (Ю. Корея) в общем объеме корпоративных облигаций (на декабрь 2015 г.). Напротив, на слабо развитых облигационных рынках (Индонезия, Вьетнам) преобладают корпоративные облигации, номинированные в иностранной валюте.

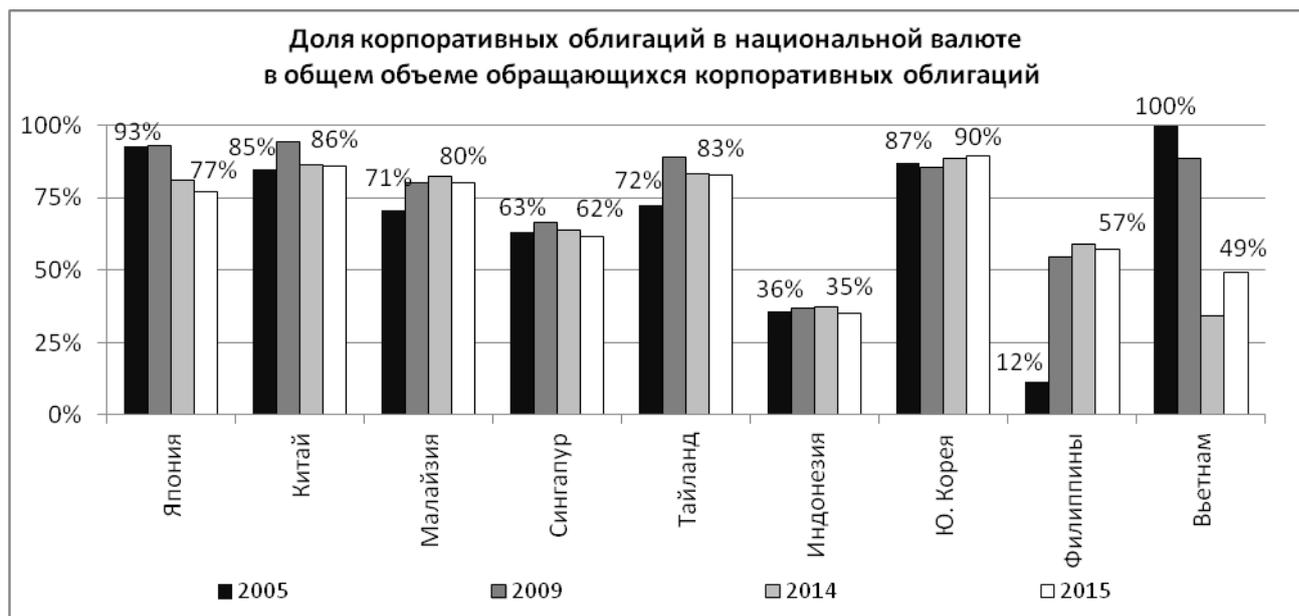


Рис. 4. Доля корпоративных облигаций в национальной валюте в общем объеме корпоративных облигаций (в национальной и иностранной валютах)

Источник: Asian Bonds Online, расчеты авторов

В Табл. 4 приведены основные макроэкономические показатели для России и девяти азиатских стран. Для подавляющего большинства стран, включая Россию, в посткризисный период (2010-2013 гг.) произошло замедление темпа экономического роста по сравнению с докризисным периодом (2005-2007 гг.). Процесс замедления темпа роста экономики

продолжился и в 2014-2015 гг., причем в России в 2015 г. реальный ВВП снизился на 3,8%, тогда как для всех рассматриваемых азиатских стран темп роста ВВП в 2015 г. был положительным.

Видно, что по сравнению с рассматриваемыми азиатскими странами в период 2010-2015 гг. Россия характеризуется одним из наиболее низких показателей темпа роста реального ВВП, высоким темпом инфляции (Россия занимала второе место после Вьетнама в 2010-2013 гг. и вышла на первое место в 2014-2015 гг.) и относительно высоким уровнем безработицы (третье место после Индонезии и Филиппин). По ВВП на душу населения в 2013 г. Россия была сопоставима с Малайзией (\$14,6 тыс. и \$10,5 тыс. соответственно) и значительно уступала развитым странам – Японии, Ю. Корею, Сингапuru. В связи со стремительной девальвацией национальной валюты и экономическим спадом в 2014-2015 гг., ВВП на душу населения (в долларах) в России существенно сократился и стал сопоставим с уровнем Китая (\$8,4 тыс в России и \$8,3 тыс в Китае в 2015 г. соответственно).

Таблица 4. Основные макроэкономические показатели сопоставляемых стран

Страна	Среднегодовой темп роста реального ВВП, %			ВВП на душу населения, \$			Среднегодовой темп инфляции, %			Среднегодовой уровень безработицы, %		
	2005-2007 гг.	2010-2013 гг.	2014-2015 гг.	2007 г.	2013 г.	2015 г.	2005-2007 гг.	2010-2013 гг.	2014-2015 гг.	2005-2007 гг.	2010-2013 гг.	2014-2015 гг.
Россия	7,7	3,4	-1,6	9 145	14 612	8 447	10,5	6,8	11,8	6,7	6,2	5,5
Китай	12,7	8,8	7,1	2 651	6 807	8 280	2,7	3,5	1,7	4,0	4,4	4,4
Япония	1,7	1,9	0,3	34 095	38 634	32 481	0,01	-0,2	1,7	4,1	4,5	3,6
Ю.Корея	4,9	3,9	3,0	23 101	25 977	27 513	2,5	2,6	1,0	3,4	3,4	3,6
Сингапур	8,5	6,9	2,6	39 224	55 182	53 224	1,2	3,7	0,5	3,6	2,9	2,0
Малайзия	5,7	5,7	5,3	7 218	10 538	10 073	2,9	2,2	2,8	3,3	3,2	2,9
Индонезия	5,8	6,2	4,9	1 871	3 475	3 416	10,0	5,3	6,6	10,2	6,5	6,0
Тайланд	4,9	4,3	1,7	3 738	5 779	5 426	3,8	3,1	0,5	1,2	0,8	0,8
Вьетнам	7,2	5,8	6,2	919	1 911	2 171	8,0	10,8	3,1	2,2	2,1	2,4
Филиппины	5,5	6,3	6,0	1 681	2 765	2 951	5,0	3,7	3,0	7,7	7,1	6,7

Источники: База Всемирного Банка, IMF World Economic Outlook (WEO) - October 2015 (прогнозные значения 2015 г.), расчеты авторов

Во всех рассматриваемых странах к 2014 г. по сравнению с 2007 г. произошел рост долговой нагрузки: увеличился объем внутреннего кредита частному сектору в ВВП (Табл. 5). Наиболее впечатляющий рост данного показателя (в 1,5 раза) произошел в Сингапуре и Индонезии. В посткризисный период (2012-2015 гг.) в большинстве стран (кроме Сингапура, Тайланда, Филиппин) существенно снизилась капитализация фондового рынка к ВВП. Лидерами снижения рыночной капитализации стали Китай и Россия. К середине 2015 года на рынке акций Китая надулся пузырь.

Таблица 5. Основные показатели развития фондового рынка и банковского сектора

Страна	Капитализация фондового рынка, % ВВП			Внутренний кредит частному сектору, % ВВП	
	2007 г.	2012 г.	2015 г.	2007 г.	2014 г.
Россия	115,6	40,9	31,8	38,7	59,3
Китай (материковый)	178,2	30,1	43,7	107,5	141,8
Япония	102,2	58,4	118,0	181,3	187,6
Ю.Корея	100,1	96,5	94,9	134,9	138,5
Сингапур	196,4	263,9	225,6	85,8	131,5
Малайзия	168,3	148,4	142,2	101,6	120,6
Индонезия	49,0	46,6	42,2	25,5	36,5
Тайланд	79,4	98,1	92,8	113,2	146,7
Вьетнам	25,2	21,1	27,8	85,6	100,3
Филиппины	69,1	91,7	84,3	28,9	39,2

Источники: База Всемирного Банка, Всемирная Федерация бирж, расчеты авторов

По суверенному кредитному рейтингу (Табл. 6) Россия отстает как от развитых стран (Япония, Ю. Корея, Сингапур), так и от ряда развивающихся (Китай, Малайзия, Тайланд). В 2015 г. суверенный кредитный рейтинг Moody's для России был снижен с Baa2 до Ba1. Кроме того, Россия занимает одно из самых низких мест по индексу экономической свободы Heritage Foundation.

Таблица 6. Показатели долгосрочного суверенного кредитного рейтинга в национальной валюте и индекса экономической свободы Heritage Foundation

Страна	Рейтинг Moody's (на конец года)			Индекс экономической свободы		
	2007	2014	2015	2007	2014	2015
Россия	Baa2	Baa2	Ba1	49,8	52,1	50,6
Китай	A1	Aa3		53,1	52,7	52,0
Япония	A1	A1		73,0	73,3	73,1
Ю. Корея	A2	Aa3	Aa2	68,6	71,5	71,7
Сингапур	Aaa	Aaa		87,3	89,4	87,8
Малайзия	A3	A3		63,9	70,8	71,6
Индонезия	Ba3	Baa3		53,2	58,1	59,4
Тайланд	Baa1	Baa1		62,3	62,4	63,9
Вьетнам	Ba1	Ba1		50,4	51,7	54,0
Филиппины	B1	Baa2		56,0	62,2	63,1

Источники: Heritage Foundation, Moody's

Так как доходность новых и уже обращающихся выпусков облигаций различна, то особое внимание в нашем исследовании мы обращаем на новые размещения. В период с 2005 по 2015 гг. в Сингапуре, Тайланде и Вьетнаме значительно вырос годовой объем новых размещений государственных облигаций в национальной валюте по отношению к ВВП (Рис. 5). Напротив, в Китае, Индонезии, Ю. Корее, на Филиппинах существует тенденция к снижению данного показателя в посткризисный период по сравнению с докризисным. В Малайзии наблюдался рост новых размещений государственных облигаций в период с 2005 по 2012 г., с последующим возвратом к докризисным уровням в 2014-2015 гг. (Рис. 5).

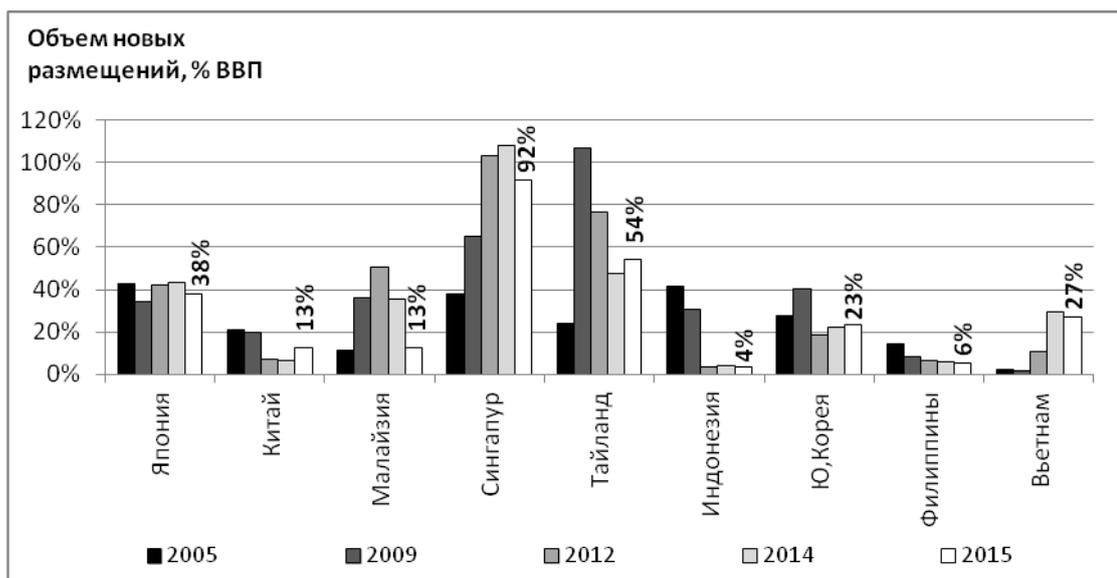


Рис. 5. Динамика объемов новых размещений государственных облигаций, номинированных в национальной валюте, в процентах от ВВП

Источник: Asian Bonds Online, расчеты авторов

Объем новых размещений корпоративных облигаций в национальной валюте по отношению к ВВП в период с 2005 по 2015 гг. увеличился в большинстве рассматриваемых стран (Рис. 6). Наиболее существенный рост данного показателя наблюдался в Таиланде, Китае, Ю. Корее. Напротив, объемы новых размещений корпоративных облигаций в национальной валюте в Индонезии, на Филиппинах, во Вьетнаме на всем рассматриваемом интервале 2005-2015 гг. оставались почти постоянными и не превышали 2% ВВП. Для Японии характерно постепенное снижение данного показателя (Рис. 6).

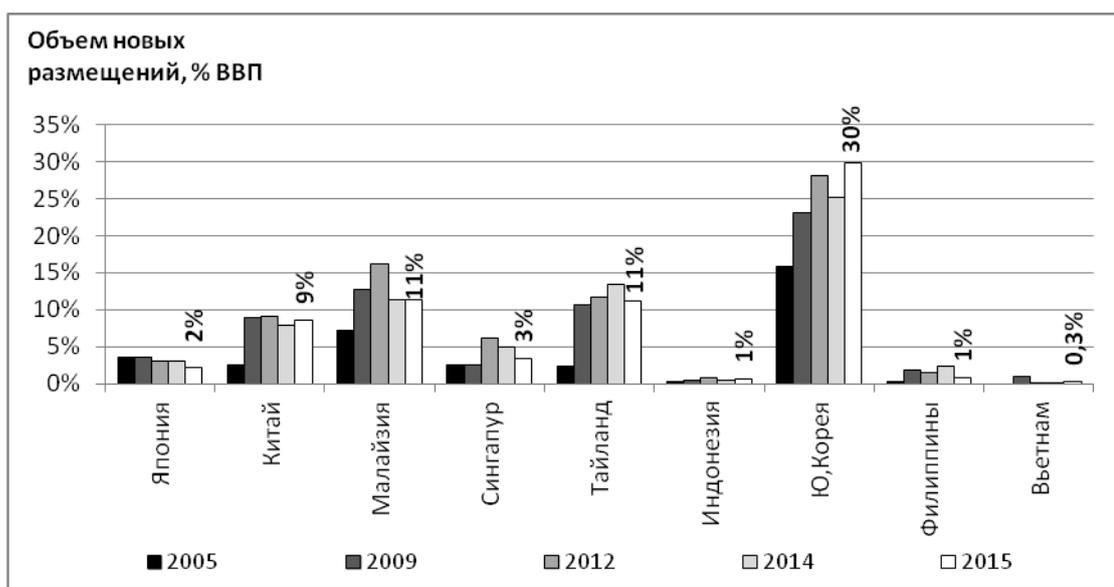


Рис. 6. Динамика объемов новых размещений корпоративных облигаций, номинированных в национальной валюте, в процентах от ВВП

Источник: Asian Bonds Online, расчеты авторов

В ряде стран Азии (Китай, Малайзия, Сингапур, Тайланд, Индонезия, Ю.Корея) используется такой инструмент денежно-кредитной политики как выпуск облигаций центральными банками (Табл. 7). Эти размещения направлены на абсорбцию избыточной ликвидности банковского сектора. С мировым финансовым кризисом 2008 г. эти размещения сокращались по всем странам рассматриваемой выборки (в России отсутствуют новые размещения с 2011 г.). Но если в Китае, Индонезии и Ю. Корее годовой объем новых размещений облигаций центральных банков (в национальной валюте) к ВВП в 2011-2015 гг. сократился по сравнению с периодом 2005-2010 гг., то в Сингапуре, напротив, произошел рост объема новых размещений облигаций центральных банков. В Малайзии наблюдалась тенденция к росту объема новых размещений облигаций центральных банков в 2005-2012 гг., в 2013-2014 гг. данный показатель постепенно снижался, а в 2015 г. произошло резкое сокращение объема размещений.

Таблица 7. Объем новых размещений облигаций центральных банков, номинированных в национальной валюте, в % от ВВП (2005-2015 гг.)

Год	Китай	Малайзия	Сингапур	Тайланд	Индонезия	Ю.Корея
2005	14,9	4,1	0,0	13,7	40,6	17,7
2006	16,6	8,3	0,0	12,2	63,3	15,2
2007	14,7	24,9	0,0	47,5	83,0	15,1
2008	13,5	29,8	0,0	105,5	49,8	15,7
2009	11,7	23,1	0,0	90,9	29,0	30,7

Год	Китай	Малайзия	Сингапур	Тайланд	Индонезия	Ю.Корея
2010	11,4	32,1	0,0	90,3	20,7	19,1
2011	2,9	37,9	24,4	105,3	2,9	15,3
2012	0,0	39,6	42,9	67,7	1,4	11,6
2013	0,9	28,1	74,9	41,8	1,1	11,8
2014	0,0	25,4	100,9	36,0	1,3	13,2
2015	0,0	2,1	85,3	40,8	0,6	12,7

Источник: Asian Bonds Online, расчеты авторов

Для реализации цели нашего анализа мы провели межстрановое сопоставление размеров рынков корпоративных облигаций в национальной валюте с рассмотренными выше макроэкономическими показателями, а также показателями развития рынков акций, банковского кредитования, интеграции в глобальную экономику.

3. Результаты анализа факторов, определяющих развитие азиатских облигационных рынков

Между относительным объемом рынка корпоративных облигаций в национальной валюте (в процентах к ВВП) и среднегодовым темпом роста реального ВВП не наблюдается статистически значимых взаимосвязей. Например, в Китае, являющемся лидером по темпам экономического роста в 2000-х и 2010-х гг., рынок корпоративных облигаций в национальной валюте менее развит, чем в Ю. Корее, где темпы экономического роста значительно ниже (Рис. 7).

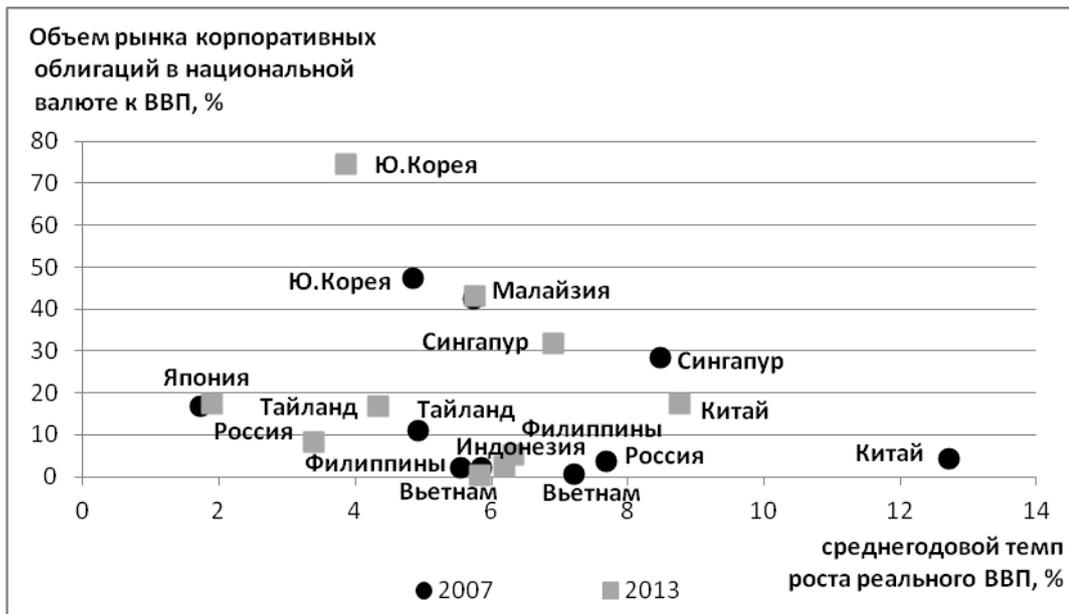


Рис. 7. Объем рынка корпоративных облигаций в национальной валюте к ВВП (в %) в 2007 и 2013 гг. и среднегодовой темп роста реального ВВП в докризисный (2005-2007 гг.) и посткризисный (2010-2013 гг.) периоды

Источники: Asian Bonds, База Всемирного Банка, расчеты авторов

На Рис. 8 сопоставлены размер облигационных рынков в национальной валюте и уровень инвестиционной активности (инвестиции в основной капитал, % ВВП). Между данными показателями не наблюдается статистически значимой взаимосвязи. Лидером по инвестициям в основной капитал является Китай, за ним следуют Индонезия и Ю. Корея.

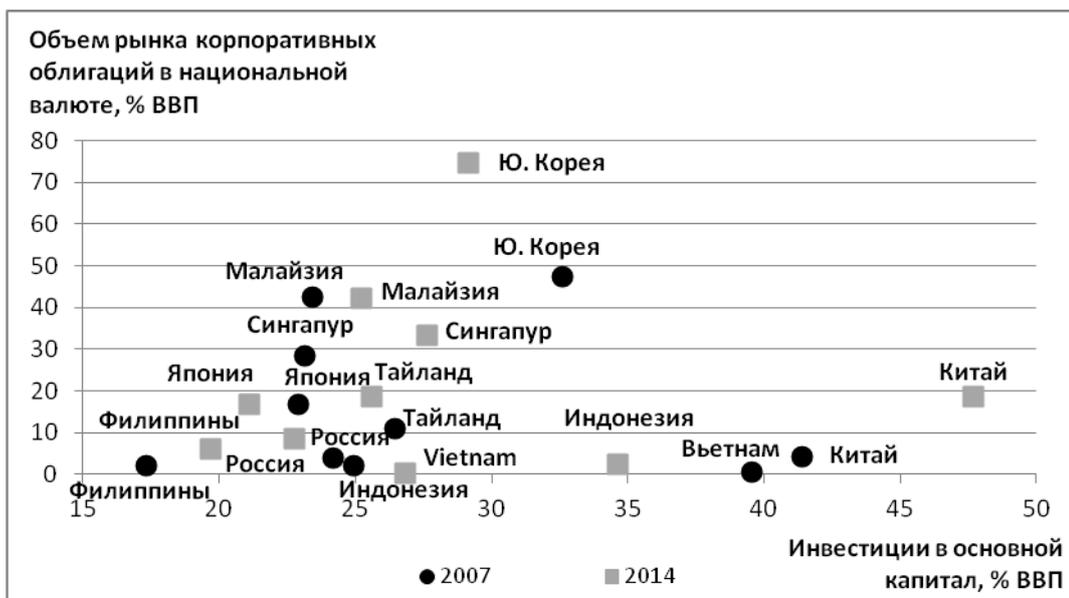


Рис. 8. Объем рынка корпоративных облигаций в национальной валюте (% ВВП) и инвестиции в основной капитал (% ВВП) в 2007 и 2014 гг.

Источник: Asian Bonds, база данных Всемирного Банка, расчеты авторов

Страны с наименьшими значениями ВВП на душу населения характеризуются и сравнительно низким размером облигационных рынков в национальной валюте (Филиппины, Индонезия, Вьетнам – Рис. 9). В то же время, азиатские страны-лидеры по ВВП на душу населения (Сингапур, Япония) не являются также лидерами по размеру рынков корпоративных облигаций в национальной валюте (к последним относятся Ю. Корея, Малайзия).

Быстрый рост ВВП не сопровождается идентичным ростом рынков корпоративных облигаций. Как первичные источники компании с государственным участием и частные компании рассматривают банковский сектор заимствования.

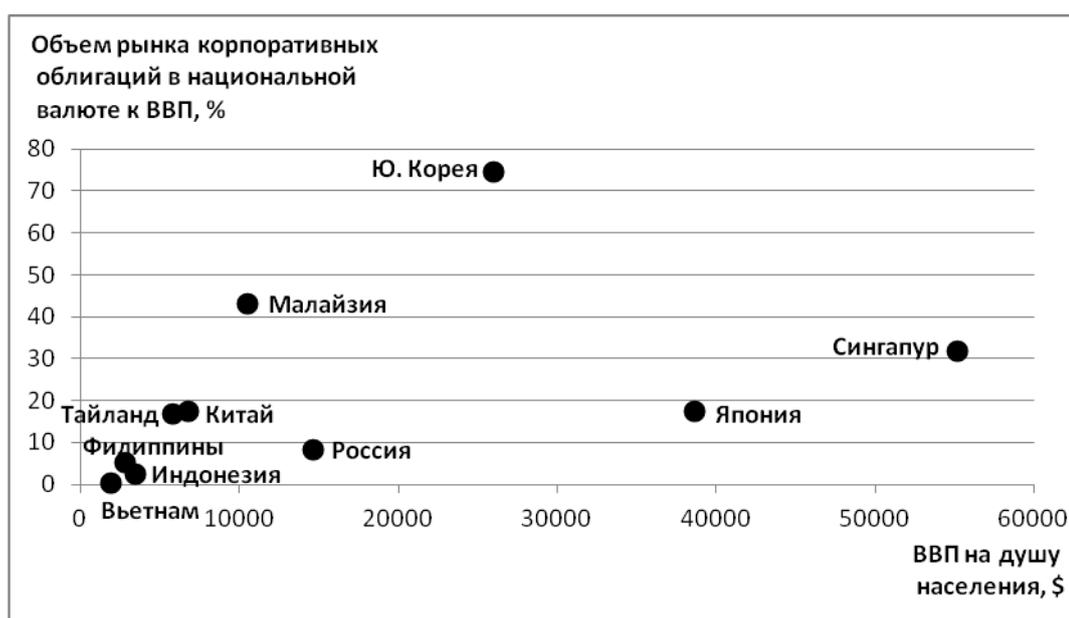


Рис. 9. Объем рынка корпоративных облигаций в национальной валюте к ВВП (в %) и ВВП на душу населения в 2013 г.

Источники: Asian Bonds, База Всемирного Банка, расчеты авторов

Для рассматриваемой выборки стран наблюдается положительная взаимосвязь между развитием рынков акций и корпоративных облигаций в национальной валюте (Рис. 10). Ю. Корея, Сингапур и Малайзия характеризуются наиболее высокими объемами рынков корпоративных облигаций и капитализацией фондового рынка (по отношению к ВВП), тогда как рынки Вьетнама, Индонезии, России значительно отстают от лидеров.

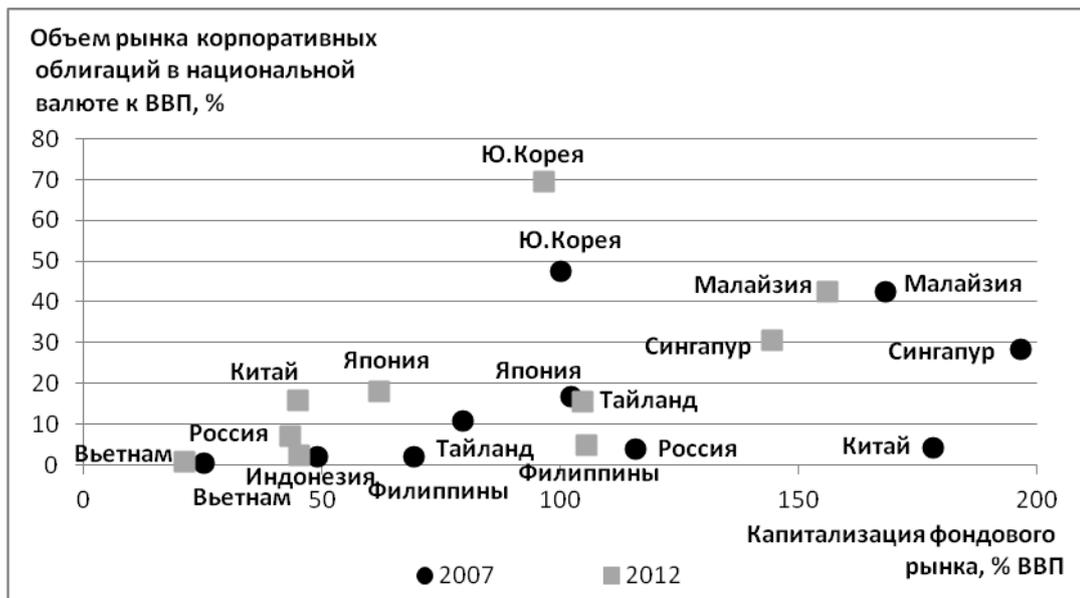


Рис. 10. Объем рынка корпоративных облигаций в национальной валюте (% ВВП) и капитализация фондового рынка (% ВВП), 2012 г.

Источники: Asian Bonds, База Всемирного Банка, расчеты авторов

В странах с относительно невысокими объемами внутреннего кредита частному сектору также наименее развиты рынки корпоративных облигаций в национальной валюте (Индонезия, Филиппины, Россия – Рис. 11). В странах с развитыми долговыми рынками (Япония, Сингапур, Малайзия, Ю.Корея) возможны различные соотношения между объемами заимствований на облигационных рынках и объемами банковского кредитования, но для всех рассматриваемых стран объемы банковских кредитов в несколько раз (как минимум, в два-три раза) превышают объемы рынков корпоративных облигаций в национальной валюте.

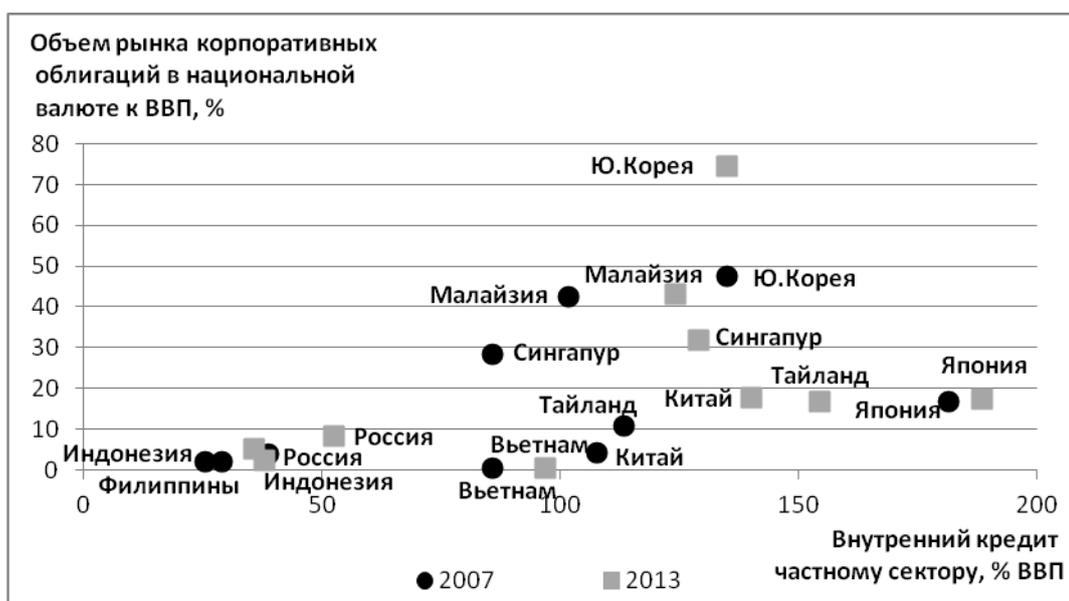


Рис. 11. Объем рынка корпоративных облигаций в национальной валюте (% ВВП) и внутренний кредит частному сектору (% ВВП), 2013 г.

Источники: Asian Bonds, База Всемирного Банка, расчеты авторов

Россия, как и многие азиатские страны, широко участвует в глобальных цепочках стоимости (ГЦС). Наиболее интегрированы в ГЦС Сингапур, Ю. Корея, Малайзия и Филиппины (Табл. 8). Абсолютным лидером по привлечению прямых иностранных инвестиций (ПИИ) среди рассматриваемых стран является Сингапур (в 2013 г. приток ПИИ составлял 21% ВВП), за ним с большим отрывом следует Вьетнам (приток ПИИ – 6% ВВП).

Таблица 8. Основные показатели интегрированности стран в глобальную экономику

Страна	Индекс участия в ГЦС, рассчитываемый ОЭСР		Среднегодовой приток ПИИ к ВВП, %	
	2005	2009	2005-2007 гг.	2010-2013 гг.
Россия	57,5	51,8	3,4	3,0
Китай	48,6	46,1	2,8	1,6
Япония	43,4	47,7	0,1	0,01
Ю.Корея	63,9	65,0	1,1	0,8
Сингапур	74,8	70,7	21,9	21,1
Малайзия	68,7	65,6	3,7	3,8
Индонезия	49,2	43,7	2,0	2,1
Тайланд	55,9	52,8	4,6	2,6
Вьетнам	52,9	51,3	5,3	5,8
Филиппины	74,3	66,6	1,9	1,0

Источники: база TIVA ОЭСР, База Всемирного Банка, расчеты авторов

Как потенциально значимый фактор в развитии рынка долга и, в частности, облигационного рынка нами рассматривается включенность страны в мировые интеграционные процессы. Нами выявлено, что интеграция в мировую экономику и широкое участие в глобальных цепочках стоимости (ГЦС) способствуют развитию облигационного рынка, включая рынок в национальной валюте. Для Ю. Кореи, Малайзии, Сингапура, которые лидируют по индексу участия в ГЦС характерны и высокие объемы рынков корпоративных облигаций в национальной валюте (Рис. 12).

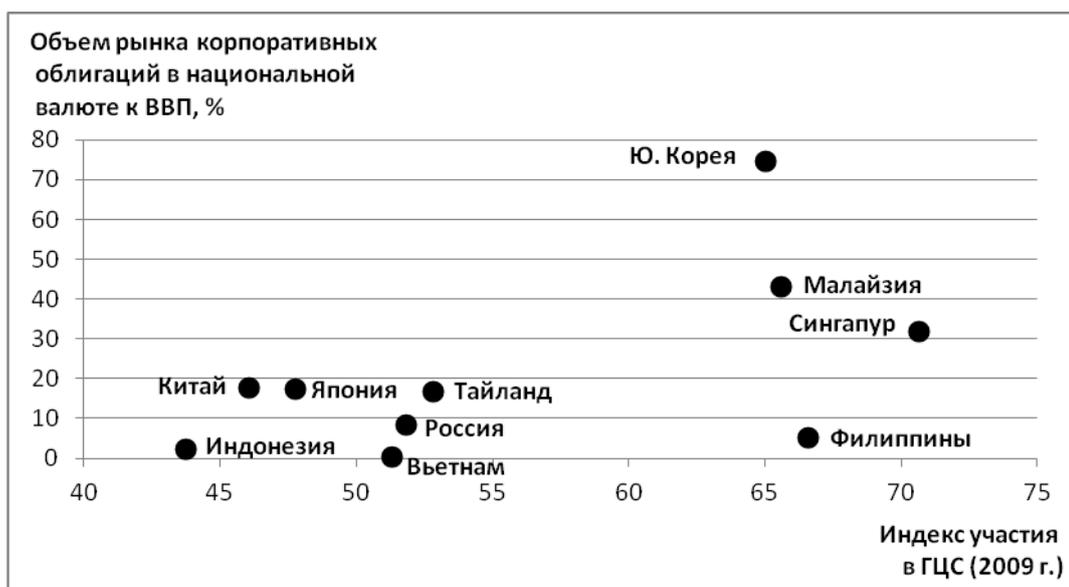


Рис. 12. Объем рынка корпоративных облигаций в национальной валюте (% ВВП) в 2013 г. и внутренний индекс участия в ГЦС (2009 г.)

Источники: Asian Bonds, база TIVA ОЭСР, расчеты авторов

Еще один интересный вывод нашего исследования - приток прямых иностранных инвестиций (ПИИ) не оказывает значимого влияния на размер облигационных рынков (Рис. 13). Так, например, Ю. Корея в 2010-2013 гг. уступала по среднегодовому притоку ПИИ Вьетнаму, России, Тайланду, где размер рынка корпоративных облигаций в национальной валюте значительно ниже.



Рис. 13. Объем рынка корпоративных облигаций в национальной валюте (% ВВП) и среднегодовой приток ПИИ (% ВВП)

Примечание. Среднегодовой приток ПИИ показан за периоды 2005-2007 гг. и 2010-2013 гг.

Источники: Asian Bonds, База Всемирного Банка, расчеты авторов

Мы отмечаем четкую зависимость (линейная связь) между суверенным кредитным рейтингом Moody's (в национальной валюте) и размером рынков корпоративных облигаций в национальной валюте (Рис. 14). Нами отмечается рейтинг именно агентства Moody's в оценке облигационных рынков. Отмечается нами и значимость такого показателя как индекс экономической свободы Heritage Foundation (Рис. 15), хотя зависимость не так четко выражена, как с кредитным рейтингом.

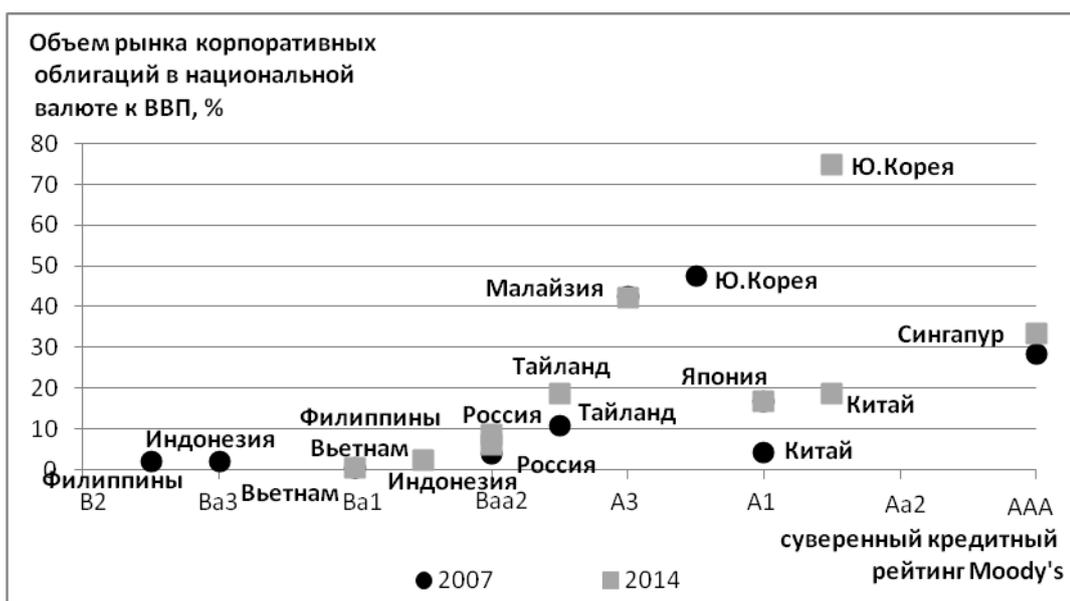


Рис. 14. Объем рынка корпоративных облигаций в национальной валюте (% ВВП) и суверенный кредитный рейтинг Moody's в национальной валюте (2007 и 2014 г.)

Источники: Asian Bonds Online, Moody's

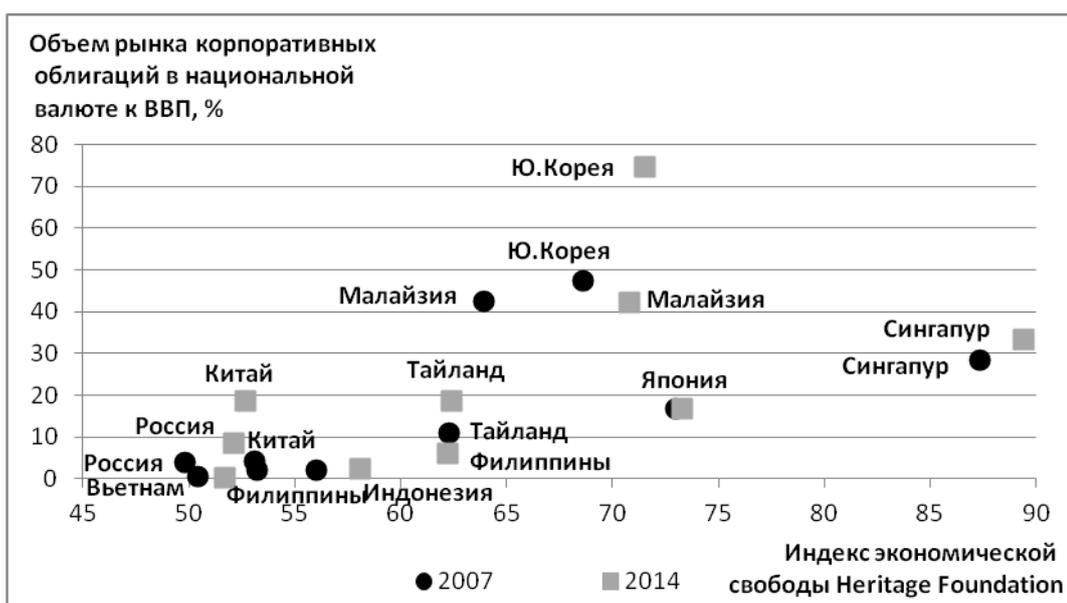


Рис. 15. Объем рынка корпоративных облигаций в национальной валюте (% ВВП) и индекс экономической свободы Heritage Foundation (2007 и 2014 г.)

Источники: Asian Bonds Online, Heritage Foundation

Еще один фактор, определяющий привлекательность облигаций для инвесторов – срок обращения облигации. Для сопоставления облигаций по сегментам (государственные и корпоративные) и по странам мы используем показатель дюрации.

На рынках государственных облигаций, номинированных в национальной валюте, по таким странам, как Япония, материковый Китай, Ю.Корея, Тайланд и Вьетнам преобладают облигации с дюрацией до 5 лет: их доля на конец 2014 г. составляла от 55% до 69% от общего объема рынка обращающихся государственных облигаций в национальной валюте (Табл. 9). Для рынков Индонезии и Филиппин характерно преобладание долгосрочных государственных облигаций (с дюрацией более 10 лет - 46% и 42% от общего объема обращающихся государственных облигаций в национальной валюте).

Таблица 9. Распределение объема обращающихся государственных облигаций, номинированных в национальной валюте, в зависимости от дюрации (сентябрь 2014 г.)

Страна	Доля облигаций с дюрацией (%)			
	1-3 лет	3-5 лет	5-10 лет	более 10 лет
Индонезия	14,2	11,4	27,4	46,0
Япония	34,9	20,8	19,6	24,7
Китай	34,9	22,0	30,6	12,5
Малайзия	25,4	21,1	36,8	16,7
Сингапур	24,1	21,0	33,0	21,9

Страна	Доля облигаций с дюрацией (%)			
	1-3 лет	3-5 лет	5-10 лет	более 10 лет
Тайланд	36,5	18,8	20,8	23,9
Ю.Корея	41,9	17,6	20,2	20,3
Филиппины	17,5	11,5	29,0	42,0
Вьетнам	69,3	19,7	11,9	4,1

Источник: Asian Bonds Online, расчеты авторов

Для корпоративных облигаций ситуация несколько иная. Для китайского рынка для отрезка с 2007 по 2014 г. характерно по рынку корпоративных облигаций в национальной валюте существенное возрастание доли краткосрочных облигаций (с дюрацией до 3 лет) и сокращение доли долгосрочных (Табл. 10). Напротив, на рынках Сингапура, Таиланда, Филиппин и Вьетнама растет доля корпоративных облигаций в национальной валюте с дюрацией свыше 5 лет.

Таблица 10. Распределение объема обращающихся корпоративных облигаций, номинированных в национальной валюте, в зависимости от дюрации (декабрь 2007 и сентябрь 2014 г.)

Страна	Год	Доля облигаций с дюрацией (%)			
		1-3 лет	3-5 лет	5-10 лет	более 10 лет
Китай	2007	7,8	11,2	56,9	24,1
	2014	32,1	28,5	26,4	13,0
Сингапур	2007	41,5	20,2	21,4	16,9
	2014	24,6	20,9	33,5	20,9
Тайланд	2007	48,9	23,4	22,0	5,7
	2014	36,0	23,5	35,0	5,5
Филиппины	2007	19,6	37,8	42,6	0,0
	2014	17,1	24,0	52,7	6,2
Вьетнам	2007	2,4	94,0	3,6	0,0
	2014	3,9	0,0	96,1	0,0

Источник: Asian Bonds Online, расчеты авторов

Интересна почти линейная зависимость ликвидности рынков облигаций от их объема. Страны с наибольшими объемами рынков обращающихся государственных облигаций в национальной валюте одновременно характеризуются и наибольшими объемами торгов (Япония, Китай, Ю. Корея). Для неразвитых рынков государственных облигаций в национальной валюте (Индонезия, Филиппины) объем торгов также сравнительно невелик (Рис. 16).

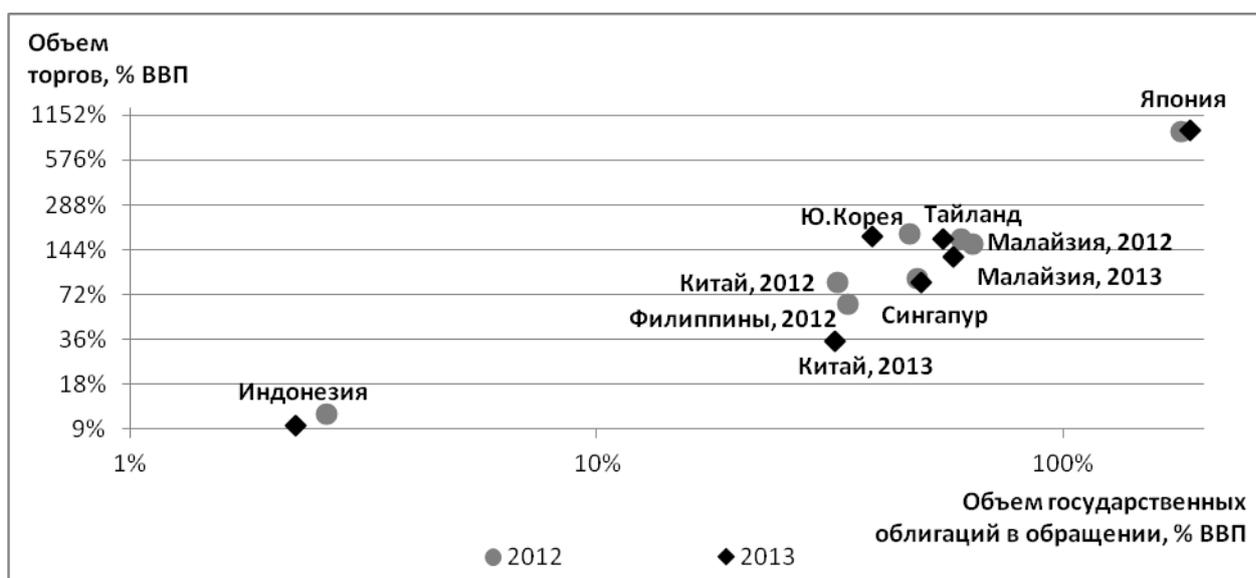


Рис. 16. Объем торгов (биржевых и внебиржевых) и объем обращающихся государственных облигаций, номинированных в национальной валюте (% ВВП) в 2012-2013 гг.

Примечание. На Рис. 16 и 17 показаны биржевые и внебиржевые торги облигациями, за исключением Японии (рассматривается только внебиржевой рынок) и Индонезии (рассматривается только биржевой рынок)

Источник: *Asian Bonds Online*

Если по размеру рынка и объему торгов государственных облигаций в национальной валюте лидирует Япония, то по размеру рынка и объему торгов корпоративными облигациями первое место из рассматриваемой выборки занимает материковый Китай (Рис. 17). Наименьшими показателями объема торгов характеризуются Малайзия, Индонезия и Тайланд.

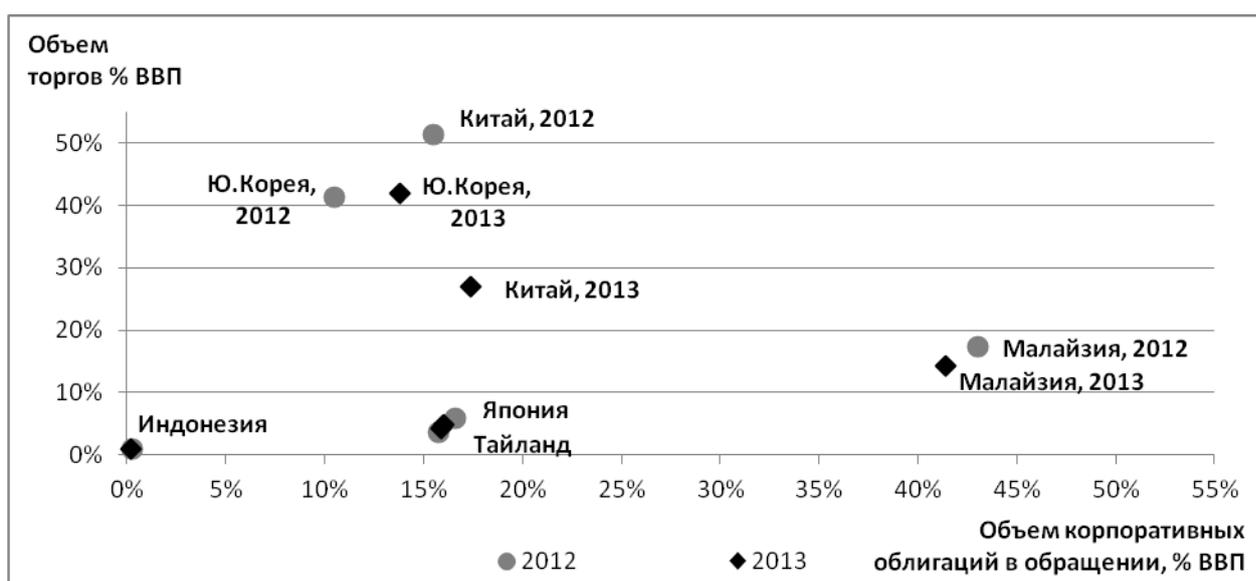


Рис. 17. Объем торгов и объем обращающихся корпоративных облигаций, номинированных в национальной валюте (% ВВП) в 2012-2013 гг.

Показатели доходности и риска по азиатским облигационным рынкам в сравнении с российским

Как показатели риска инвестирования в облигационные рынки мы рассматриваем волатильность доходности (Табл. 11-13) и риски ликвидности (транзакционные издержки, определяемые спрэдом между ценами спроса и предложения). Доходность инвестирования, как ключевой показатель, определяющий привлекательность облигации, оценивается нами по показателю общей доходности к погашению (YTM). Мы рассматриваем показатели номинальной и реальной доходности (с вычетом инфляции) – Табл. 11-13, а также спреды доходности по уровням кредитного рейтинга (Рис. 18-19).

На Рис. 18 и 19 представлена динамика кредитных спредов между доходностью трехлетних корпоративных и государственных облигаций рейтинга AAA и BBB в национальной валюте для Китая, Ю.Кореи, Японии и Малайзии в 2005-2013 гг. Кредитные спреды значительно выросли в период глобального финансового кризиса 2008-2009 гг., также существенный рост спредов был характерен для сентября-декабря 2011 г. в Китае и Японии, для второй половины 2013 г. в Китае и Малайзии. Можно отметить, что кредитные спреды в посткризисный период (2010-2013 гг.) в среднем выше, чем в докризисный (2005-2007 гг.). Например, в Ю. Корею и Японии средние значения кредитного спреда для корпоративных облигаций рейтинга BBB в 2005-2007 гг. составляли 233 и 67 базисных пунктов соответственно, а в 2010-2013 гг. – 504 и 204 базисных пункта.

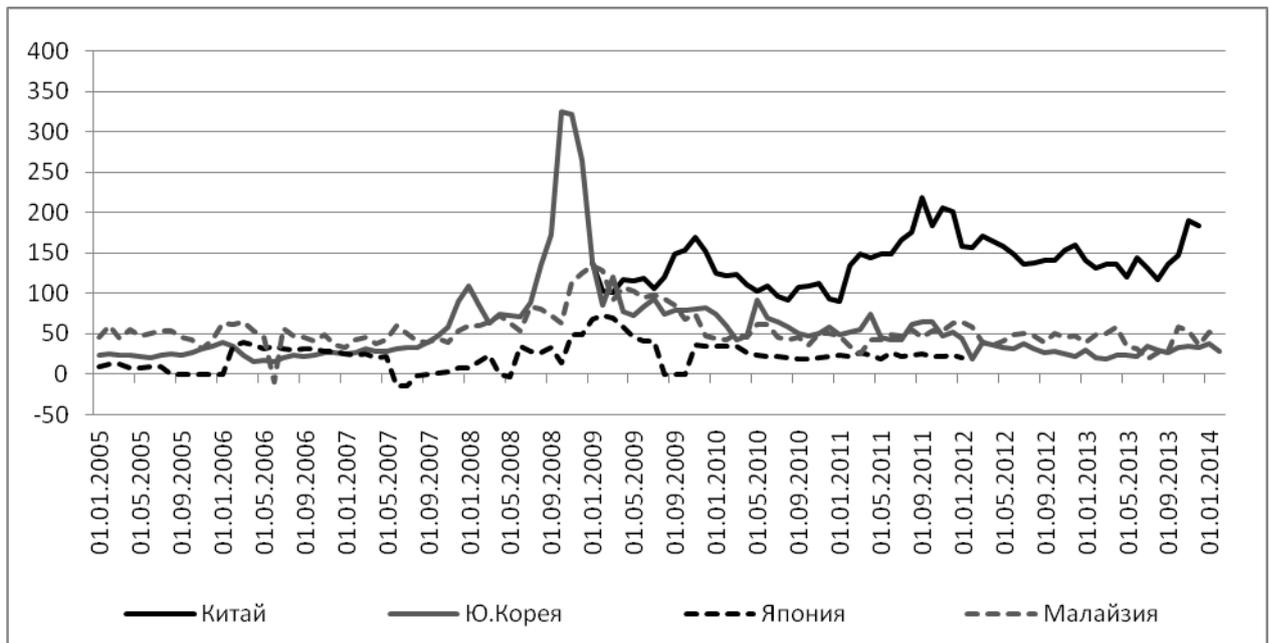


Рис. 18. Динамика кредитных спредов: разность доходности корпоративных облигаций AAA рейтинга и государственных облигаций. Национальная валюта, трехлетние облигации.

Рейтинги локальных агентств

Источник: Asian Bonds Online

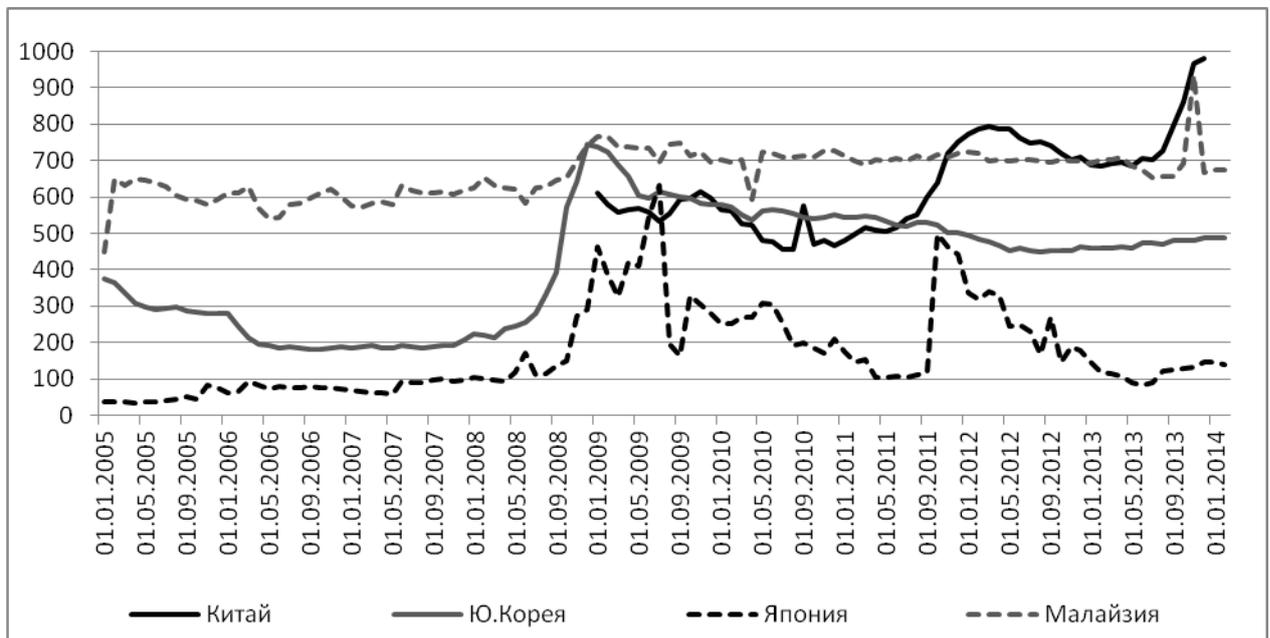


Рис. 19. Динамика кредитных спредов: разность доходности корпоративных облигаций BBB рейтинга и государственных облигаций (базисные пункты). Национальная валюта, трехлетние облигации. Рейтинги локальных агентств

Источник: Asian Bonds Online

Как показатели риска мы рассматриваем ликвидность облигации, учитывая объемы торгов и среднегодовые Bid-Ask спреды. На Рис. 20 представлена по странам выборки

динамика среднегодовых Bid-Ask спредов для государственных облигаций, номинированных в национальной валюте. Как следует из Рис. 20, в период глобального финансового кризиса 2008-2009 гг. в таких странах, как Филиппины, Вьетнам, Малайзия, Сингапур произошло значительное увеличение Bid-Ask спредов по сравнению с докризисным периодом. В то же время, для ряда стран – Индонезии, Китая, Ю.Кореи - пиковые значения Bid-Ask спредов наблюдались еще до кризиса в 2007 г. В Индонезии в посткризисный период существует устойчивая тенденция роста Bid-Ask спредов, причем в 2013 г. зафиксированы максимальные значения за восьмилетний период наблюдений. На крупных по объему рынках государственных облигаций в национальной валюте (Ю.Корея, Сингапур, Малайзия, Китай) Bid-Ask спреды существенно ниже, чем на менее развитых рынках (Индонезия, Вьетнам).

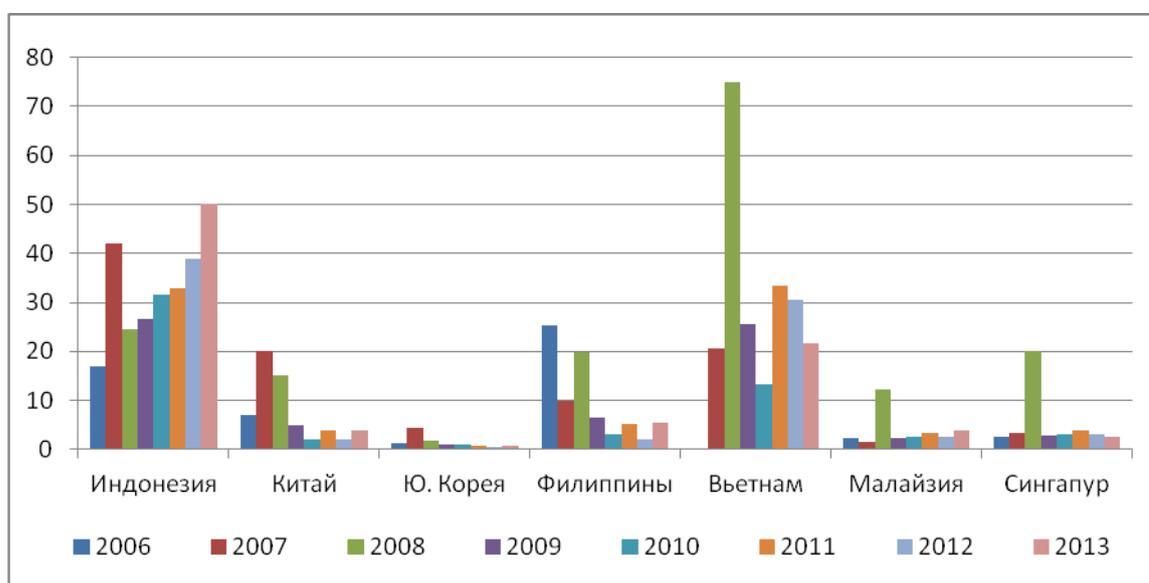


Рис. 20. Динамика среднегодовых Bid-Ask спредов для государственных облигаций в национальной валюте (базисные пункты)

Источник: Asian Bonds Online

На Рис. 21-23 представлена динамика усредненных за квартал спредов между доходностью десятилетних и двухлетних государственных облигаций, номинированных в национальной валюте. В период глобального финансового кризиса 2008-2009 гг. для всех стран наблюдалось увеличение крутизны кривой доходности государственных облигаций, которое для большинства стран (кроме Филиппин) сменилось уплощением кривой доходности в 2011 - первой половине 2013 г. Во второй половине 2013 г. – первой половине 2014 г. во многих рассматриваемых азиатских странах (кроме Японии, Индонезии) также наблюдался рост спреда короткого конца кривой доходности государственных облигаций.

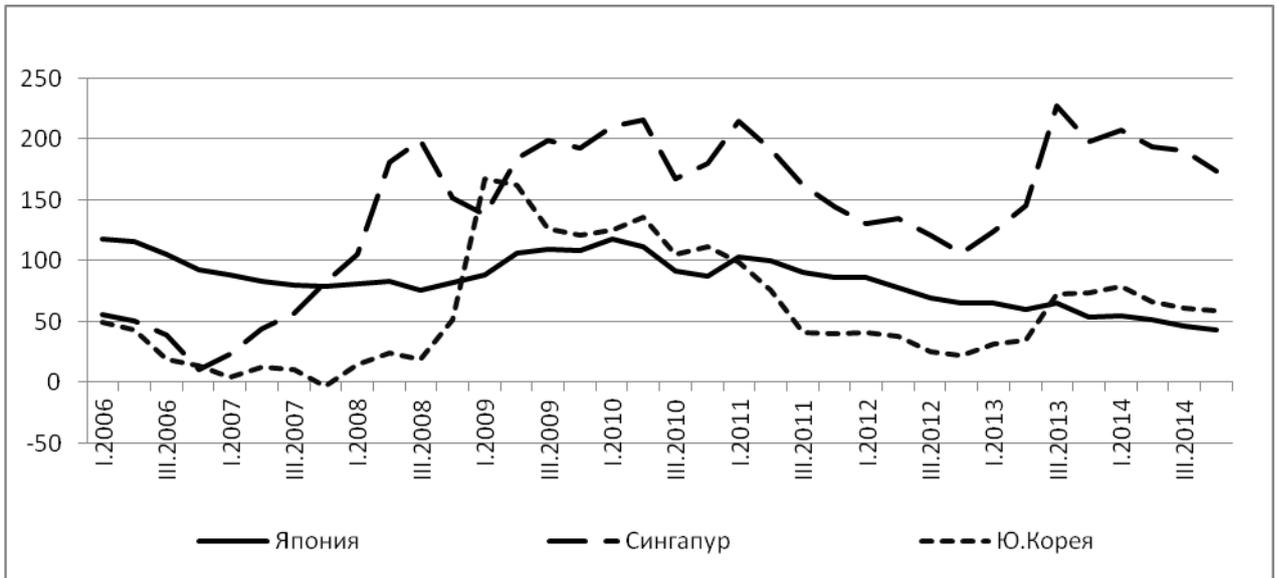


Рис. 21. Динамика спреда между доходностью десятилетних и двухлетних государственных облигаций, номинированных в национальной валюте (базисные пункты) на рынках Японии, Сингапура и Ю. Кореи

Источник: Asian Bonds Online

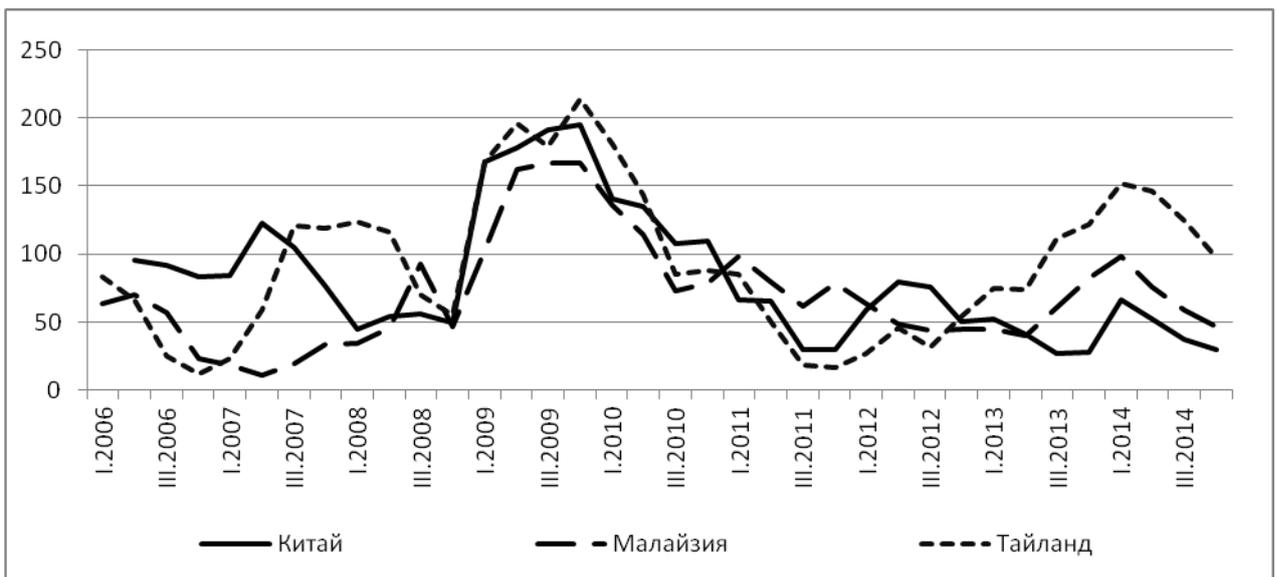


Рис. 22. Динамика спреда между доходностью десятилетних и двухлетних государственных облигаций, номинированных в национальной валюте (базисные пункты) на рынках Китая, Малайзии и Тайланда

Источник: Asian Bonds Online



Рис. 23. Динамика спреда между доходностью десятилетних и двухлетних государственных облигаций, номинированных в национальной валюте (базисные пункты) на рынках Индонезии, Филиппин и Вьетнама

Источник: Asian Bonds Online

4. Анализ инвестиционной привлекательности азиатских облигационных рынков

Представление об инвестиционной привлекательности азиатских облигационных рынков дает доходность линейки индексов HSBC (ALBI). Среднегодовая реальная доходность облигационного индекса HSBC Asian Local Bond Index⁹ в национальной валюте в период 2005-2013 гг. составила от 0,7% до 1,9% для Китая, Ю.Кореи, Малайзии, Сингапура и Тайланда (Табл. 11). Для менее развитых облигационных рынков Индонезии и Филиппин реальная среднегодовая доходность индексов HSBC Asian Local Bond Index в период 2005-2013 гг. была значительно выше: 5,6% и 4,3% соответственно. Для всех рассматриваемых стран, за исключением Ю. Кореи, характерно снижение среднегодовой доходности индексов HSBC в посткризисный период (2010-2013 гг.) по сравнению с периодом 2005-2013 гг. Так, в Китае и Сингапуре номинальная доходность инвестиций в облигации в национальной валюте не смогла обогнать инфляцию.

Реальная доходность индексов HSBC Asian Local Bond Index в 2013 г. снизилась по сравнению с 2012 г. для всех рассматриваемых рынков, причем для рынков Китая, Индонезии, Малайзии и Сингапура она оказалась отрицательной (Табл. 11).

⁹ В индекс HSBC Asian Local Bond Index входят высоконадежные и высоколиквидные государственные и корпоративные облигации, номинированные в национальной валюте.

В посткризисный период (2010-2013 гг.) для двух стран – Китая и Ю. Кореи - среднегодовая доходность облигационных индексов превысила доходность фондового индекса.

Таблица 11. Номинальная и реальная доходность облигационных индексов HSBC Asian Local Bond Index в национальной валюте и фондовых индексов, % годовых (2005 - первая половина 2014 гг.)

Год	Китай	Индонезия	Ю.Корея	Малайзия	Филиппины	Сингапур	Тайланд
Доходность облигационных индексов в национальной валюте							
2005	14,3 (12,2)	-1,1 (-10,5)	-1,8 (-4,5)	4,5 (1,5)	18,6 (11,3)	-0,7 (-1,1)	0,6 (-3,7)
2006	1,9 (0,5)	29,5 (14,5)	6,4 (4,1)	5,1 (1,4)	21,6 (15,2)	3,9 (2,8)	5,7 (1,0)
2007	-2,0 (-6,5)	10,1 (3,5)	2,3 (-0,3)	3,8 (1,7)	5,8 (2,8)	5,2 (3,0)	6,8 (4,4)
2008	11,1 (5,0)	3,2 (-6,0)	12,2 (7,2)	7,5 (2,0)	1,6 (-6,2)	6,6 (0,1)	18,4 (12,3)
2009	-0,2 (0,5)	22,3 (16,7)	2,1 (-0,6)	0,8 (0,2)	8,2 (3,8)	0,8 (0,2)	-2,8 (-2,0)
2010	1,4 (-1,9)	21,1 (15,2)	8,3 (5,2)	5,1 (3,3)	12,1 (8,0)	2,7 (-0,1)	5,3 (1,9)
2011	5,0 (-0,4)	21,5 (15,4)	6,4 (2,3)	4,9 (1,6)	12,8 (7,8)	6,5 (1,2)	5,0 (1,2)
2012	3,0 (0,3)	13,1 (8,4)	6,5 (4,3)	4,3 (2,6)	8,9 (5,6)	4,0 (-0,5)	3,0 (0,0)
2013	-0,5 (-3,0)	-13,2 (-18,5)	1,3 (0,1)	1,0 (-1,1)	5,2 (2,1)	-2,8 (-5,0)	2,3 (0,1)
январь-июнь 2014	4,4	5,9	3,8	2,3	3,2	2,5	3,2
Средняя годовая доходность за 2005-2013	3,8 (0,7)	11,8 (4,3)	4,8 (1,9)	4,1 (1,5)	10,5 (5,6)	2,9 (0,1)	4,9 (1,7)
Средняя годовая доходность за 2010-2013	2,2 (-1,3)	10,6 (5,1)	5,6 (2,9)	3,8 (1,6)	9,8 (5,9)	2,6 (-1,1)	3,9 (0,8)
Доходность фондовых индексов							
Средняя годовая доходность за 2005-2013	21,5 (18,6)	24,6 (16,3)	13,5 (10,5)	11,1 (8,5)	18,7 (13,7)	9,9 (7,3)	12,3 (9,3)
Средняя годовая доходность за 2010-2013	-9,9 (-12,8)	15,3 (9,6)	5,3 (2,6)	10,2 (7,9)	19,0 (14,8)	3,2 (-0,5)	17,2 (13,7)

Источник: Asian Bonds Online, Thomson Reuters Eikon, расчеты авторов

Примечание. В скобках приведена реальная доходность, рассчитанная путем коррекции номинальной доходности на величину инфляции:

$$\text{Реальная доходность} = (1 + \text{Номинальная доходность}) / (1 + \text{Инфляция}) - 1$$

Красным выделены отрицательные значения реальной доходности индекса, зеленым – положительные.

Если сопоставить среднемесячную доходность и волатильность доходности облигационных индексов в национальной валюте и фондовых индексов в период с января 2010 г. по июнь 2014 г. (Табл. 12), то для России, Ю. Кореи, Китая среднемесячная доходность облигационных индексов окажется выше доходности фондовых индексов, а волатильность доходности облигационных индексов – значительно ниже. Таким образом, облигационные рынки указанных стран в рассматриваемый краткосрочный период обладали более высокой инвестиционной привлекательностью, чем рынки акций.

Среди рассматриваемых стран Россия характеризуется наиболее высокой волатильностью курса национальной валюты на фоне ее обесценения по отношению к доллару США (Табл. 12). В Китае, напротив, в посткризисный период (2010-2014 гг.) происходило устойчивое укрепление юаня по отношению к доллару США (для страны характерна наиболее низкая волатильность валютного курса). Фактически Национальный Банк Китая таргетировал валютный курс, который был ослаблен только летом 2015 г. Также в рассматриваемый период укреплялись валюты Ю.Кореи, Сингапура, Малайзии, Таиланда и Филиппин.

Таблица 12. Сопоставление среднемесячной доходности и волатильности доходности облигационных индексов в национальной валюте, фондовых индексов и валютного курса (\$ за единицу национальной валюты) за период с января 2010 по июнь 2014 г.

Страна	Облигационный индекс*		Фондовый индекс		Валютный курс (\$ за единицу национальной валюты)	
	Средне-месячная доходность, %	Волатильность доходности, %	Средне-месячная доходность, %	Волатильность доходности, %	Средне-месячное процентное изменение, %	Волатильность доходности, %
Россия	0,7**	0,6**	0,3	5,2	-0,2	3,5
	0,6***	1,4***				
Китай	0,2	0,6	-0,7	5,5	0,2	0,6
Япония			0,8	5,5	-0,1	2,6
Ю.Корея	0,5	0,7	0,4	4,4	0,3	2,8
Сингапур	0,2	0,8	0,3	3,9	0,2	1,9
Малайзия	0,3	0,4	0,8	2,7	0,1	2,1
Индонезия	0,8	3,0	1,3	4,7	-0,4	2,0
Тайланд	0,3	0,9	1,4	5,0	0,1	1,8
Вьетнам			0,5	5,9	-0,3	1,1

Страна	Облигационный индекс*		Фондовый индекс		Валютный курс (\$ за единицу национальной валюты)	
	Средне-месячная доходность, %	Волатильность доходности, %	Средне-месячная доходность, %	Волатильность доходности, %	Средне-месячное процентное изменение, %	Волатильность доходности, %
Филиппины	0,8	2,0	1,6	4,8	0,1	1,7

Источники: база Thomson Reuters, AsianBondsOnline, база Cbonds, расчеты авторов

* Для стран Азии рассматриваются индексы HSBC Asian Local Bond Index, для России - индекс корпоративных облигаций MICEX CBI TR и индекс государственных облигаций RGBI.

** Индекс корпоративных облигаций MICEX CBI TR.

*** Индекс государственных облигаций RGBI.

С точки зрения оценки инвестиционной привлекательности облигационных рынков в национальной валюте представляет интерес межстрановое сопоставление реальной доходности и волатильности доходности облигационных индексов азиатских рынков и российского рынка (Табл. 13). Для каждого года на отрезке 2005–2014 гг. нами был рассчитан коэффициент (по аналогии с коэффициентом Шарпа), определяющий соотношение средней месячной реальной доходности (в процентах годовых) к годовой волатильности месячной доходности:

$$r = \frac{\bar{R} \cdot 12 - Inflation}{\sqrt{12} \cdot \sigma(R)},$$

где \bar{R} – средняя месячная доходность за год, $Inflation$ – темп инфляции (процентов годовых), $\sigma(R)$ – стандартное отклонение месячной доходности в данном году.

Из Табл. 13 видно, что по соотношению «реальная доходность - волатильность» в 2014 г. лидировали облигационные рынки Тайланда, Ю. Кореи и Китая, тогда как в 2012-2013 гг. наиболее высокие значения демонстрировал российский рынок корпоративных облигаций.

Кроме того, нами был рассчитан интегральный показатель, характеризующий соотношение «реальная доходность - волатильность» на отрезке 2005-2014 гг. (см. Табл. 13):

$$r' = \frac{\bar{R}_{real}}{\sigma(R_{real})},$$

где \bar{R}_{real} - среднегодовая реальная доходность индекса, $\sigma(R_{real})$ - волатильность реальной годовой доходности.

По интегральному показателю «реальная доходность - волатильность» (Табл. 13) в период 2005-2014 гг. лидировали облигационные рынки Малайзии и Филиппин (значения

показателя 1,07 и 0,92 соответственно), за ними следовали рынки Ю. Кореи и Тайланда. Аутсайдером по данному показателю можно признать российский облигационный рынок, на котором в период 2005-2014 гг. фиксировалась отрицательная среднегодовая доходность (тогда как все рассматриваемые азиатские рынки продемонстрировали положительную реальную доходность).

Таблица 13. Соотношение реальной доходности и волатильности доходности для облигационных индексов азиатских рынков (HSBC Asian Local Bond Index) и российского рынка (индексов корпоративных облигаций MICEX CBI TR и государственных облигаций RGBI TR) в национальной валюте, 2005-2014 гг.

Год	HSBC Asian Local Bond Index в национальной валюте							Россия, MICEX CBI TR	Россия, MICEX RGBI TR
	Китай	Индонезия	Ю. Корея	Малайзия	Филиппины	Сингапур	Тайланд		
2005	3,49	-0,83	-1,29	1,33	2,55	-0,42	-0,44	-5,15	-0,41
2006	0,33	2,69	2,46	0,63	1,48	1,63	0,26	-0,76	-1,85
2007	-3,58	0,50	-0,21	1,09	0,81	1,39	0,89	-1,38	-1,31
2008	1,61	-0,10	1,10	0,41	-0,63	0,02	1,12	-3,01	-4,99
2009	0,30	1,23	-0,21	0,08	1,74	0,14	-0,33	1,75	2,24
2010	-0,76	2,11	2,36	2,74	2,94	-0,04	0,56	1,99	0,95
2011	-0,25	1,53	0,93	1,67	1,46	0,53	0,32	-1,34	-0,90
2012	0,21	0,96	1,69	2,07	1,40	-0,31	0,01	2,03	2,10
2013	-1,79	-1,36	0,01	-0,44	0,22	-1,30	0,05	1,42	-0,45
2014	2,18	0,96	2,92	0,05	0,56	0,83	3,83	-3,17	-1,90
Интегральный показатель, 2005-2014 гг.	0,25	0,37	0,65	1,07	0,92	0,13	0,47	-0,20	-0,11

Источник: Asian Bonds Online, Thomson Reuters Eikon, расчеты авторов

Заключение

Проведенное исследование облигационных рынков девяти азиатских стран в сопоставлении с российским облигационным рынком позволило сделать ряд выводов.

Во-первых, азиатские рынки девяти рассматриваемых стран не демонстрируют единые тенденции к росту облигаций в национальной валюте, несмотря на растущую волатильность на финансовых рынках из-за прекращения сырьевого суперцикла, замедления экономического роста в Китае и ожидания повышения ставок в США. Во-вторых, к факторам, оказывающим прямое или косвенное влияние на развивающиеся рынки облигаций в национальной валюте, относятся: темп экономического роста, индекс экономической свободы Heritage Foundation, структура инвесторов, кредитный рейтинг страны. Фактором,

оказывающим наиболее выраженное влияние на облигационные рынки в национальной валюте, является кредитный рейтинг Moody's. При этом инвестиции в основной капитал не оказывают значительного влияния на облигационные рынки в национальной валюте.

Индонезия и Вьетнам характеризуются низким уровнем финансовой глубины, и в динамике доля облигаций в национальной валюте падает.

Зависимость размера национальных облигационных рынков от размера экономики в наличии, но соотношение темпов роста демонстрирует обратную зависимость: при снижении темпов роста ВВП растет размер облигационного рынка в национальной валюте (как % ВВП).

Рост облигационных рынков в национальной валюте по всем азиатским странам сопровождается снижением рыночной капитализации. Можно предположить, что капитал перетекает с рынка акций на рынок облигаций (Малайзия, Сингапур). В Китае облигационный рынок и рынок акций практически не связаны, в Ю. Корее рост облигационного рынка не сопровождается снижением капитализации рынка акций.

Отсутствует прямая зависимость роста облигационных рынков в национальной валюте от уровня экономической свободы. В то же время, страны с высоким уровнем экономической свободы демонстрируют более развитые облигационные рынки.

Дюрация рынков государственных и корпоративных облигаций в национальной валюте существенно различается по странам. Если в сегменте государственных облигаций по дюрации лидируют Индонезия и Филиппины, то в сегменте корпоративных облигаций – Китай и Сингапур.

Ни в одной из девяти азиатских стран облигационные рынки в структуре источников финансирования компаний не превышают банковское кредитование. Наиболее значителен разрыв между банковским кредитованием и относительно менее развитым облигационным рынком наблюдается в Китае и Индонезии. В Японии на фоне относительно слабого (как источника финансирования) рынка акций банковское кредитование и облигационный рынок присутствуют в паритете (доля в структуре финансирования примерно одинакова). Сингапур, Филиппины и Индонезия демонстрируют превалирование в структуре источников финансирования рынка акций над облигационным рынком и рынком банковского кредитования по отдельности. Только для Сингапура можно констатировать превалирование рынка акций над суммарным долговым финансированием.

Для государственных облигаций, как правило, больший объем рынка сопровождается и более высокой торговой активностью. Для корпоративных облигаций такой четкой зависимости не наблюдается.

Среди рассмотренных стран лидером по размеру рынка облигаций в национальной валюте (в % ВВП) и объему новых размещений является Ю. Корея. По объему новых размещений лидируют также Тайланд и Малайзия. Можно предположить, что это будущие крупные игроки рынка. В сегменте государственных облигаций в национальной валюте активный рост демонстрирует Сингапур.

Самым неразвитым облигационным рынком среди рассмотренных стран является рынок Вьетнама. Низки как объемы рынка, новых размещений, так и ликвидность (торговая активность и высокий бид-аск спрэд). На втором месте с конца рейтинга – Индонезия.

По соотношению реальной и номинальной доходности мы выделяем внутренний облигационный рынок Филиппин. По этому рынку снижается бид-аск спрэд по облигациям, растет торговая активность. Однако этот рост сопровождается повышением волатильности доходности облигационного индекса. За последние годы доля облигаций в национальной валюте в соотношении с ВВП существенно увеличилась на фоне увеличения рейтинга экономических свобод.

На отрезке с 2012 по 2013 гг. для российского облигационного рынка было характерно наиболее высокий коэффициент «реальная доходность - волатильность» среди рассмотренных стран. В то же время, по интегральному показателю «реальная доходность - волатильность» в период 2005-2014 гг. в целом российский рынок можно признать аутсайдером (фиксировалась отрицательная среднегодовая реальная доходность). Напротив, в 2005-2014 гг. по интегральному показателю «реальная доходность - волатильность» лидировали облигационные рынки Малайзии и Филиппин, за ними следовали рынки Ю. Кореи и Тайланда.

Литература

- 1 Chantapacdepong, Pornpinun and Ilhyock Shim (2015). Correlations across Asia-Pacific bond markets and the impact of capital flow management measures // Pacific-Basin Finance Journal, 34: 71–101.
- 2 Chien, Mei-Se, Chien-Chiang Lee, Te-Chung Hu, Hui-Ting Hu (2015). Dynamic Asian stock market convergence: Evidence from dynamic cointegration analysis among China and ASEAN-5 // Economic Modelling, 51: 84–98.
- 3 Cui, Jing and Hua Zhao (2015). Intraday jumps in China's Treasury bond market and macro news announcements // International Review of Economics and Finance, 39: 211–223.
- 4 Dongheon, S. and Baeho, K. (2015). Liquidity and credit risk before and after the global financial crisis: Evidence from the Korean corporate bond market // Pacific-Basin Finance Journal, 33: 38–61.

- 5 Rughoo, Aarti and Keifei You (2015). Asian financial integration: Global or regional? Evidence from money and bond markets // International Review of Financial Analysis.
- 6 Shim, Ilhyock and Haibin Zhu (2014). The impact of CDS trading on the bond market: Evidence from Asia // Journal of Banking & Finance, 40: 460–475.
- 7 База данных Asian Bonds Online. <http://asianbondsonline.adb.org/>
- 8 База данных Всемирного Банка.
- 9 База данных Thomson Reuters.
- 10 База данных Cbonds.