

Обзор рынка облигаций Китайской Народной Республики

В.А. ЛАПШИН, кандидат физико-математических наук, Национальный исследовательский университет Высшая школа экономики, Москва.
E-mail: vlapshin@hse.ru

ВАН ЦЗЯН, Национальный исследовательский университет Высшая школа экономики, Москва. E-mail: wangjiang.1984@gmail.com

В статье рассмотрены особенности китайского рынка облигаций. В ней приводится обзор западных исследований, дан краткий очерк истории развития китайского рынка облигаций, а также анализируются структура, инфраструктура, регулирование, участники, торгуемые инструменты сегодняшнего рынка облигаций.

Ключевые слова: Китай, рынок облигаций, структура рынка, инфраструктура, регулирование

Особенности финансового рынка Китая

Двадцать лет назад, говоря о финансовых рынках, подразумевались в первую очередь западные. Сейчас ситуация изменилась: с вступлением Китая в ВТО экономика КНР стремительно развивается, прирастая примерно на 10% в год в течение многих лет. А вместе с ней активно развиваются финансовые инструменты, в том числе облигации, которые стали неотъемлемой частью социальной и экономической жизни в современном китайском обществе.

Государственные облигации в Китае пользуются большой популярностью из-за фиксированного размера купона, приносящего гарантированный доход. Домохозяйства в Китае не склонны к риску, поэтому они предпочитают банковские вклады, золото или надёжные финансовые инструменты, такие как государственные облигации. Спрос на них среди населения чрезвычайно высок: при их выпуске люди выстраиваются в гигантские очереди и стоят в них не один день.

Индивидуальные инвесторы составляют заметную часть на рынке государственных облигаций КНР (таблица).

Объемы и структура рынка облигаций КНР

Тип инвестора	Объемы, 100 млн CNY (китайских юаней)	%
Государственные банки и другие государственные финансовые организации	17018,27	7,16
Коммерческие банки	157641,78	66,36
Небанковские финансовые институты	802,82	0,34
Инвестиционные компании	1689,8	0,71
Страховые компании	22097,25	9,30
Фондовые организации (Funds Institutions)	23643,82	9,95
Индивидуальные инвесторы	7638,72	3,22
Нефинансовые организации	279,14	0,12
Другие	6757,51	2,84
Всего	237569,11	100,00

Источник: Китайский депозитарий государственных ценных бумаг и клиринговая компания (CCDC).

Аналитики Международного валютного фонда¹ рассматривают различные аспекты развитости рынков, такие как доля корпоративных облигаций на рынке (занижена на развивающихся рынках), доля капитализации рынка от ВВП (38,1% в среднем на развивающихся рынках, в Китае – 29,3%, в то время как в европейских странах данный показатель составляет 93,3%, в Японии – 182,9% и в США – 163,5%), выпуск секьюритизированных активов (есть в некоторых азиатских странах, отсутствует в Китае).

Аналитики рейтингового агентства Standard and Poor's² отмечают следующие особенности финансового рынка Китая. Большая часть торгов облигациями сосредоточена на межбанковском рынке, но биржевой также развивается довольно быстро. По номиналу основными эмитентами на рынке Китая являются правительство и Центральный банк, по количеству выпусков – корпорации и политические банки. Основные инвесторы – коммерческие банки. Исследуя азиатские рынки облигаций, М. Спиджель отмечает³, что эти

¹ Development of corporate bond markets in Emerging market countries: Global Financial Stability Report. Market developments and issues // International Monetary Fund. – 2005. – September.

² Chinese Bond Markets. An Introduction // Standard and Poor's. – 2009.

³ Spiegel M.M. Developig Asian Local Currency Bond Markets: Why and How // ADBI Working Paper Series. – 2009. – № 182.

рынки характеризуются низкой ликвидностью, высокой долей банковского финансирования, отсутствием качественной системы присуждения кредитных рейтингов. Тем не менее объем азиатского рынка облигаций за 1998–2007 гг. почти удвоился.

Недавнее открытие финансового рынка Китая для иностранных компаний обозначило заинтересованность инвесторов и эмитентов. Но исследований в этой области недостаточно, обзор литературы⁴ показал ограниченность доступной для иностранных исследователей информации.

История рынка облигаций КНР

Китайский рынок облигаций начал развиваться еще в 1911 г., но в современном понимании этого слова был создан в 1981 г., когда китайское правительство возобновило выпуск облигаций. Поначалу невозможно было перепродать облигации на вторичном рынке или передать другому лицу, после покупки инвесторы могли лишь держать их до погашения. Естественно, это стимулировало развитие чёрного рынка, что негативно влияло на рынок. Чтобы укротить чёрный рынок облигаций, с 1985 г. предпринимались попытки цивилизовать его, и постепенно была сформирована нынешняя организационная структура торговли облигациями. Процесс формирования рынка можно разделить на следующие основные этапы.

Первый этап (1980-е гг.). В этот период появились зачатки вторичного рынка. В 1985 г. Народный банк Китая опубликовал «Правила казначейских векселей КНР»⁵. Согласно этим правилам инвесторы могли продать казначейские векселя за наличные средства в некоторых определённых государством банках по их рассчитанной текущей приведённой стоимости. Это немного увеличило ликвидность государственных облигаций, но до открытого ликвидного вторичного рынка облигаций было ещё далеко.

⁴ Вахрушин И.В. Рынок ценных бумаг КНР: состояние, развитие, перспективы. – М., 2009. – 174 с.

⁵ He Zhigang. Survey of China Bond Market Microstructure // China economic publishing house. – 2011. – March. – P. 1–81.

В 1988 г. под руководством Министерства финансов КНР и Народного банка Китая начали создавать так называемые общественные рынки облигаций.

Второй этап (1990-е гг. – начало XXI в.). В декабре 1990 г. облигации в Китае начали торговаться на фондовой бирже. Была совершена первая сделка на Шанхайской фондовой бирже, где стали обращаться казначейские облигации. На Шэньчжэньской фондовой бирже, которая начала работать в 1991 г., торговля облигациями началась только в 1994 г., и до сих пор дневные обороты на ней значительно меньше, чем на Шанхайской.

На этом этапе большая часть сделок по облигациям постепенно переходит с внебиржевого рынка на Шанхайскую фондовую биржу, которая становится основным центром торговли государственными облигациями.

С 1992 г. различные местные органы создали свои центры торговли ценными бумагами, которые по своей сути не являлись биржами. Количество этих центров достигло 27, и главной их функцией была организация торговли государственными облигациями. Из-за отсутствия надлежащего контроля и низкой эффективности эти центры стали постепенно закрывать, и торговля облигациями снова вернулась на Шанхайскую биржу.

В целях предотвращения поступления кредитных средств на фондовый рынок Народный банк Китая в июне 1997 г. запретил коммерческим банкам торговать на бирже. В то же время для торговли облигациями между коммерческими банками была создана специальная площадка – Национальный межбанковский рынок облигаций. В феврале 1999 г. Банк Китая впервые опубликовал котировки по облигациям. Система входа на рынок стала значительно проще и свободнее. После этого межбанковский рынок стал самой крупной площадкой Китая с наибольшими количеством участников и объёмами торгов облигациями.

С июня 2002 г. государственные облигации снова торгуются на внебиржевом рынке. В 2007 г. на нем появляются облигации с широким спектром сроков до погашения: 1, 3, 5, 10 и 15 лет. Но масштаб внебиржевого рынка остаётся несравнимо меньше, чем межбанковского.

В конце 2006 г. суммарный оборот по облигациям на межбанковском рынке достиг 8,84 трлн юаней (96,1% от общего оборота). Для сравнения: оборот на бирже составил лишь 0,36 трлн юаней (3,9%). Поэтому, чтобы сделать биржевую торговлю привлекательной и соединить биржевой и межбанковский рынки, 25 июля 2007 г. на биржевом рынке была создана электронная платформа торговли ценными бумагами с фиксированным доходом. В долгосрочной перспективе планируется формирование новой рыночной системы для инструментов с фиксированным доходом, параллельной и независимой от фондового рынка⁶.

Современный рынок облигаций КНР

С 1997 по 2012 гг. было эмитировано около 7518 выпусков облигаций общей стоимостью около 64 трлн юаней. Облигации торгуются на Шанхайской фондовой бирже (SSE)⁷, Шэньчжэньской фондовой бирже (SZE)⁸ и на внебиржевом рынке.

Структура вторичного рынка облигаций представлена на рисунке.

Межбанковский рынок – рынок, где сделки осуществляются на основе выставленных котировок. Регулятором является Народный банк Китая⁹. Основные игроки – институциональные инвесторы, а Центральный банк осуществляет операции на открытом рынке. Торгуются три вида бумаг: векселя Центрального банка, корпоративные бумаги и среднесрочные векселя, которые, по данным S&P за 2009 г., – наиболее ликвидный инструмент на китайском рынке облигаций.

На *биржевом рынке* торги осуществляются в режиме непрерывного встречного аукциона. Контролирует их Китайская комиссия по регулированию ценных бумаг (CSRC¹⁰). Облигации торгуются на двух биржах: Шанхайской и Шэньчжэньской. Инвесторы имеют доступ к рынку за счёт брокерских

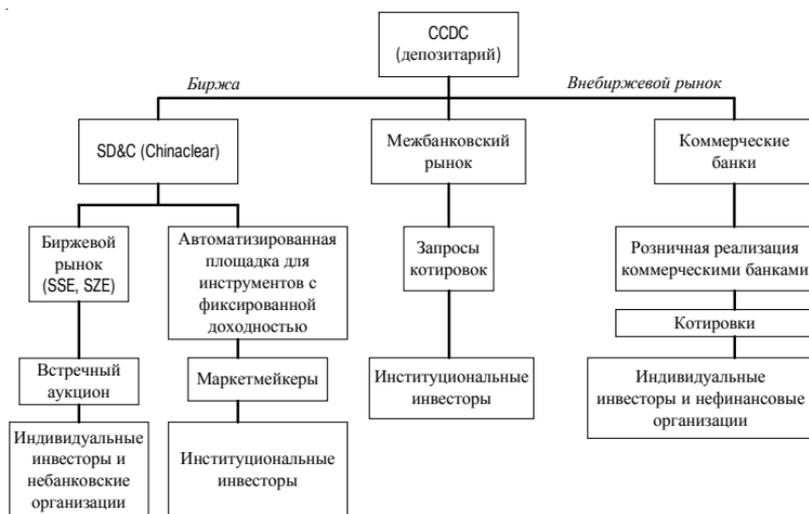
⁶ China's corporate bond market development: lessons learned // BIS papers. – 2006. – № 26. – P. 7–10 / Bank for International Settlements; Xiaochuan Zh.

⁷ Сайт Шанхайской фондовой биржи. URL: <http://www.sse.com.cn/sseportal/en/home/home.shtml>

⁸ Сайт Шэньчжэньской фондовой биржи. URL: <http://www.szse.cn/main/en/>

⁹ Сайт Китайского народного Банка. URL: <http://www.pbc.gov.cn/publish/english/963/index.html>

¹⁰ Сайт Китайской комиссии по регулированию ценных бумаг (CSRC). URL: http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/



Структура вторичного рынка облигаций КНР

Источник: Сайт China Central Depository & Clearing Ltd. URL: <http://www.chinabond.cn>

услуг, предоставляемых инвестиционными компаниями. Коммерческие банки не имеют права торговать на биржевом рынке.

На *внебиржевом рынке* торги (индивидуальные инвесторы и предприятия) осуществляются через коммерческие банки. Набор доступных инструментов ограничен: представлены государственные облигации в форме казначейских облигаций, облигаций местных правительств и сберегательные облигации. Правила торгов на рынке вырабатывают Народный банк Китая и CCDC (Китайский депозитарий государственных ценных бумаг и клиринговая компания). Инвесторы создают счета в банках, имеющих право быть участниками внебиржевого рынка. Допускаемые к торгам банки выбираются Народным банком Китая и Министерством финансов на основе законодательно выработанных критериев, касающихся риск-менеджмента, внутреннего контроля, активности банка на межбанковском рынке, квалификации сотрудников.

Торги осуществляются следующим образом: коммерческие банки выставляют свои котировки по акциям, спред при этом должен соответствовать уровню, установленному Народным

банком Китая и Министерством финансов. Инвесторы подают банкам письменные поручения на продажу или покупку облигаций. Банки обязаны немедленно исполнить поручение. Банки не дают инвестиционных советов инвесторам. Оценка рисков также производится ими самостоятельно. Информация о выставляемых котировках в обязательном порядке публикуется в Интернете.

На китайском рынке облигаций действуют два клиринговых центра: China Securities Depository & Clearing Co (SD&C) и China Government Securities Depository Trust & Clearing Co (CDC).

SD&C создан в 2001 г., обслуживает биржи и является центральным контрагентом. Основные функции – управление расчётными счетами и счетами ценных бумаг; депозитарная деятельность и передача собственности на ценные бумаги; регистрация держателей ценных бумаг и их прав; клиринг и расчёты; распределение прав на ценные бумаги и проценты со стороны эмитентов. Шанхайской и Шэньчжэньской биржам принадлежат по 50% акций этой организации.

Используется система расчётов *delivery-versus-payment*. Кредитные риски страхуются расчётным резервным фондом. В дополнение к этому брокеры проверяют доступность ценных бумаг и денежных средств через назначенный депозитарий до осуществления сделок. Сделка не проводится, если у клиента недостаточно средств. SD&C учредил расчётный гарантийный фонд, предназначенный для покрытия обязательств инвесторов в случае дефолта. Гарантийный фонд пополняется за счёт средств участников расчётов. Кроме того, существует Фонд риска расчётов по ценным бумагам, предназначенный для покрытия убытков в результате реализации операционных рисков. Размер фонда первоначально составлял 20% от чистой прибыли клиринговой организации и в дальнейшем пополняется средствами, составляющими некоторый процент от торгов всеми инструментами. Верхний лимит размера фонда – 312 млн евро.

CDC образован в 1996 г., обслуживает межбанковский рынок и находится полностью в собственности государства. CDC осуществляет выпуски, регистрацию, депозитарную деятельность, расчёты, а также агентские услуги по перечислению номинала и процентных платежей по госу-

дарственным облигациям, финансовым обязательствам, корпоративным облигациям и другим финансовым инструментам. Он предоставляет депозитарные услуги для всего рынка облигаций (включая биржевой), SD&C является его субдепозитарием, кроме того, четыре крупных коммерческих банка также являются его субдепозитариями на внебиржевом рынке. Компания проводит исследование рынка, осуществляет информационное консультирование, проводит тренинги, а также предоставляет медиауслуги для денежных рынков и рынков облигаций, услуги по кроссплощадочным сделкам и международные бизнес-услуги для ценных бумаг с фиксированным доходом и иностранных валют.

Регуляторы рынка

На финансовом рынке – два основных регулятора: Народный банк Китая и Китайская комиссия по регулированию ценных бумаг. Зоны их ответственности частично совпадают, что негативно сказывается на эффективности проводимых ими мер по совершенствованию рынков. Обсуждается вопрос об их объединении.

Народный банк Китая (People's bank of China, PBOC) образован в 1948 г., статус центрального получил в 1995.

Народный банк Китая является регулятором межбанковского рынка заимствований, межбанковского и внебиржевого рынков облигаций, денежного рынка и рынка золота.

Согласно Закону КНР о Народном банке Китая, он обеспечивает нормальное функционирование системы платежей и расчётов, а также совместно с Комиссией по регулированию банковской деятельности Китая (China Banking Regulatory Commission, CBRC) формулирует правила платежей и расчётов. Основные цели банка: обеспечение безопасности и эффективности, защита потребителей и формирование общественного доверия к системам. Основные задачи и зоны ответственности банка: обеспечение надежности и безопасности операций на основе платежных систем, а также межбанковских платежных, клиринговых и расчётных услуг, надзор за платёжными и расчётными системами, платежными инструментами, и организациями, оказывающими платёжные услуги.

Китайская комиссия по регулированию ценных бумаг (CSRC) – организация на уровне министерства, которая прямо подчиняется Государственному совету, выполняет функцию регулятора на рынках ценных бумаг и фьючерсов, а также на биржевом рынке облигаций.

Комиссия, помимо прочего, выполняет следующие функции.

- Разрабатывает политику и планы развития на рынках ценных бумаг и фьючерсов, а также законопроекты и поправки к законодательству. Выполняет меры регулирования на рынках.
- Осуществляет контроль над менеджментом и управляющими инвестиционных компаний.
- Контролирует выпуск, листинг, торги, хранение и расчёты по облигациям; утверждает листинг корпоративных облигаций; контролирует торги казначейскими облигациями и корпоративными облигациями.
- Наблюдает за рынками ценных бумаг и поведением компаний, котирующихся на биржах, а также их акционеров на предмет выполнения требований законодательства.
- Контролирует листинг, торги и расчеты по внутренним фьючерсам; осуществляет мониторинг сделок китайских организаций на зарубежных рынках фьючерсов.
- Контролирует фондовые биржи, их топ-менеджмент, а также ассоциации, связанные с ценными бумагами и фьючерсами.
- Контролирует организации, бизнес которых связан с ценными бумагами и фьючерсами, управляющие, клиринговые, депозитарные и консалтинговые компании в сфере рынков ценных бумаг, кредитные рейтинговые агентства. Проверяет и подтверждает квалификацию депозитариев и их топ-менеджеров и контролирует их деятельность.
- Контролирует прямые и непрямые эмиссии, листинг китайских компаний на зарубежных биржах, листинг конвертируемых облигаций компаний, зарегистрированных на иностранных биржах. Следит за размещением за рубежом ценных бумаг и фьючерсов китайскими инвестиционными компаниями, а также за размещением в Китае ценных бумаг и фьючерсов иностранными инвестиционными компаниями.

- Осуществляет надзор за передачей информации по ценным бумагам и фьючерсам; несёт ответственность за управление статистикой и информационными ресурсами на рынках ценных бумаг и фьючерсов.
- Взаимодействует с соответствующими органами власти при подтверждении квалификации бухгалтерских фирм, организаций по оценке активов и их персонала для посредников по ценным бумагам и фьючерсам. Осуществляет надзор за юридическими фирмами, юристами и бухгалтерскими фирмами, компаниями по оценке активов и их персоналом.
- Изучает и налагает санкции при нарушениях законодательства в области рынков ценных бумаг.
- Регулирует взаимодействия с иностранными биржами и международное сотрудничество.

Основные торгуемые инструменты

На рынке КНР присутствует множество разнообразных типов инструментов. Кратко опишем основные из них.

Государственные облигации. Существуют три типа государственных облигаций: сберегательные (electronic saving bonds), казначейские и облигации локальных правительств. *Сберегательные облигации* продаются в банках, они предназначены для привлечения средств домашних хозяйств и мелких предприятий для финансирования национальных фондов. *Казначейские* являются основным видом государственных облигаций. Они выпускаются преимущественно на межбанковском и биржевом рынках, привлекая институциональных инвесторов. Андеррайтинг проводится посредством аукциона среди назначенных казначейских дилеров. Цена выпуска определяется рыночными условиями. Коммерческие банки являются основными участниками на первичном и вторичном рынках государственных облигаций. *Облигации локальных правительств*, впервые выпущенные в 2006 г., – относительно новые инструменты на рынке облигаций Китая. Торгуются на межбанковском рынке.

Векселя Центрального банка обращаются на межбанковском рынке. Это наиболее ликвидные долговые бумаги и основной инструмент Центрального банка. Высокая ликвидность

инструмента позволила ему стать эталоном¹¹ на китайском рынке. Обычно векселя ЦБ выпускаются на короткие сроки и, как правило, являются бескупонными.

Облигации политических банков – основной тип финансовых облигаций в Китае, их эмитенты – Китайский банк развития (China Development Bank), Экспортно-импортный банк Китая (The Export-Import Bank of China), Банк сельскохозяйственного развития Китая (The Agricultural Development bank of China).

Политические банки находятся в собственности государства. Доходность облигаций этих банков ниже, чем у коммерческих. Привлеченный капитал используется в основном для финансирования национальных проектов, не спонсируемых за счет государственного бюджета.

Китайский банк развития предназначен для финансирования инфраструктурных проектов и ведущих отраслей экономики. Экспортно-импортный банк Китая финансирует экспортно-импортные операции по высокотехнологичным товарам, иностранные контракты по строительству и инвестиции за рубежом. Банк сельскохозяйственного развития Китая способствует развитию данной отрасли.

Наиболее крупным эмитентом среди политических банков является Китайский банк развития.

Облигации политических банков торгуются только на межбанковском рынке. Их ликвидность намного выше, чем у государственных облигаций. Так как бумаги характеризуются более высокой ликвидностью и низким кредитным риском, кривая доходностей может служить эталоном для анализа кредитных спредов облигаций коммерческих банков. Основными инвесторами в облигации политических банков являются коммерческие банки и страховые компании. Облигации политических банков торгуются только на межбанковском рынке.

Выпуск облигаций политических банков регулируется Regulation for Policy Bonds issuance. Согласно данному положению, Народный банк Китая утверждает размер, условия, даты и способ эмиссии. Купон и доходность выпуска облигаций определяются в соответствии с котировками на рынке.

¹¹ В английской литературе такие эталонные бумаги называются benchmarks.

Облигации коммерческих банков. Право выпускать их коммерческие банки получили в 2004 г. Средний срок до погашения при выпуске – от 10 до 15 лет.

Финансовые облигации. Выпускаются коммерческими банками и небанковскими финансовыми институтами для привлечения среднесрочного и долгосрочного заёмного капитала. Средства используются для финансирования различных проектов, достижения уровня достаточности капитала. К финансовым относят облигации политических и коммерческих банков, а также других финансовых институтов.

Другие финансовые облигации. С 2003 г. инвестиционные компании получили возможность выпускать краткосрочные облигации на межбанковском рынке.

Облигации нефинансовых корпораций. Торгуются на межбанковском рынке с 2005 г. Нефинансовые организации выпускают облигации предприятий (enterprise bonds), конвертируемые облигации, корпоративные бумаги и краткосрочные векселя нефинансовых организаций, облигации зарегистрированных на бирже компаний.

Облигации предприятий. Это первый тип облигаций нефинансовых организаций, появившийся в Китае. Первоначально их выпуск контролировался NDRC (Национальная Комиссия по развитию и реформам), что замедлило развитие рынка этого инструмента. Облигации торгуются как на межбанковском, так и на биржевом рынках. Их доходность ниже, чем облигаций предприятий, зарегистрированных на бирже, так как они обеспечены банковской гарантией.

Облигации средних и малых предприятий называют также объединёнными, или коллективными, так как они выпускаются совместно несколькими предприятиями.

Конвертируемые облигации. Выпускаются предприятиями и торгуются на биржах. Срок до погашения при выпуске в основном составляет пять лет, купон увеличивается по мере приближения даты погашения. Впервые такие облигации были выпущены в 2000 г. Основные инвесторы – паевые фонды, страховые компании, иностранные инвесторы и инвестиционные компании.

Корпоративные бумаги (облигации локальных и национальных корпораций) и среднесрочные векселя. Выпускаются

и торгуются на межбанковском рынке, регулируемом ЦБ. Их эмитенты – крупные корпорации с хорошим финансовым состоянием и стабильной кредитной историей, вследствие чего банковские гарантии не требуются.

Облигации зарегистрированных на биржах компаний.

Впервые были введены на рынок в 2007 г., выпускаются и торгуются на биржах. Обращение регулируется CSRC. Данный вид облигаций не требует банковской гарантии. Купонные выплаты по облигациям выше, чем по облигациям предприятий.

Ценные бумаги, обеспеченные активами (Asset Backed Securities). Рынок данных инструментов находится на начальной стадии развития. В 2005 г. первые бумаги были выпущены Китайским банком развития и Китайским строительным банком.

Облигации иностранных эмитентов. С 2005 г. иностранные эмитенты могут выпускать на китайском рынке облигации, номинированные в юанях. В 2005–2006 гг. всего две компании эмитировали еврооблигации на китайском рынке – Международная финансовая корпорация и Азиатский банк развития (2 млрд CNY и 1 млрд CNY соответственно).

Сделки репо и производные инструменты. Сделки репо, обеспеченные залогом, были впервые заключены в 1993 г. на Шанхайской фондовой бирже. Правила, регулирующие данный вид сделок на межбанковском рынке, вступили в силу только в 2004 г., что стало предпосылкой для развития прямого репо и производных. В 2005 г. на межбанковском рынке были введены форвардные контракты на облигации.

* * *

Китайская Народная Республика – одна из немногих стран мира, где облигации торгуются на бирже наравне с акциями. Так как Китай развивается стремительными темпами, его рынок облигаций представляет собой интересный и актуальный объект исследования. Изучение китайского рынка облигаций, в том числе его истории, структуры, механизма, инструментов, инвесторов и других особенностей очень важно для дальнейших финансовых исследований, касающихся, например, структуры процентных ставок, ценообразования облигаций и т.д.