

ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ  
НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ

*С.Г. Афолина, Ван Цзян, В.А. Лапшин*

**ОБЩИЙ ОБЗОР  
КИТАЙСКОГО РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ**

Препринт WP16/2013/01  
Серия WP16

Финансовая инженерия,  
риск-менеджмент и актуарная наука

Москва  
2013

УДК 336.763.3(510)  
ББК 65.262.2(5Кит)  
А94

Редакторы серии WP16  
«Финансовая инженерия,  
риск-менеджмент и актуарная наука»  
*С.Н. Смирнов, А.Г. Шоломицкий*

**Афонина, С. Г., Ван Цзян, Лапшин, В. А.** Общий обзор китайского рынка облигаций [Электронный ресурс] : препринт WP16/2013/01 / С. Г. Афонина, Ван Цзян, В. А. Лапшин ; Нац. исслед. ун-т «Высшая школа экономики». – Электрон. текст дан. (1,05 МБ). – М. : Изд. дом Высшей школы экономики, 2013. – 40 с. – (Серия WP16 «Финансовая инженерия, риск-менеджмент и актуарная наука»).

Работа посвящена общему описанию китайского рынка облигаций. В ней содержится обзор западных исследований и история развития китайского рынка облигаций, а также приводится описание структуры, инфраструктуры, регулирования, участников и торгуемых инструментов сегодняшнего рынка облигаций Китая.

УДК 336.763.3(510)  
ББК 65.262.2(5Кит)

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

**Afonina, S., Wang Jiang, Lapshin V.** A general review of the Chinese bond market [Electronic resource] : Working paper WP16/2013/01 / S. Afonina, Jiang Wang, V. Lapshin ; National Research University "Higher School of Economics". – Electronic text data (1,05 MB). – Moscow : Publishing House of the Higher School of Economics, 2013. – 40 p. – (Series WP16 "Financial Engineering, Risk-Management and Actuarial Science") (in Russian).

The paper presents an outline of the Chinese bond market. It gives an overview of the Chinese bond market history and western research on this topic. The paper also gives a description on the market structure, infrastructure, regulation, participants and trading instruments of the today's Chinese bond market.

Key words: China, bond market, market structure, infrastructure, regulation

**Препринты Национального исследовательского университета  
«Высшая школа экономики» размещаются по адресу: <http://www.hse.ru/org/hse/wp>**

© Афонина С. Г., 2013  
© Ван Цзян, 2013  
© Лапшин В. А., 2013  
© Оформление. Издательский дом  
Высшей школы экономики, 2013

## **Введение**

Актуальность исследования обусловлена непрерывно растущей ролью Китая в мировой экономике. Недавнее открытие рынка для иностранных компаний привело к заинтересованности в рынке инвесторов, эмитентов и аналитиков. Кроме того, практически отсутствуют попытки изучения рынка со стороны российских исследователей. Напротив, обзор литературы показал, что зарубежные авторы проявляют интерес к данному вопросу, однако доступная для иностранного исследователя информация ограничена.

В разделе 1 описываются западные и российские исследования для китайского финансового рынка. В разделе 2 приводится краткая история развития китайского рынка государственных и корпоративных облигаций. В разделе 3 описывается структура рынка облигаций и его регулирование. В разделе 4 представлены все инструменты китайского рынка облигаций и их характеристики. В разделе 5 представлена классификация инвесторов на китайском рынке и их особенности. В разделе 6 описываются свойства и особенности конкретных торгуемых облигаций.

### **1. Обзор литературы**

Изучению рынка посвящен ряд исследовательских работ. Ксиаочуан (2006) выявляет проблемы развития корпоративного рынка облигаций Китая: административное распределение квот на размер эмиссий, отсутствие адекватной рейтинговой системы, непрозрачность рынка, отсутствие развитого законодательства, относительная закрытость рынка для иностранных участников и т.д.

Аналитики рейтингового агентства Standard and Poor's (2009) рассматривают структуру рынка по различным признакам, макроэкономические показатели экономики Китая. Большая часть торгов облигациями сосредоточена на межбанковском рынке, в то время как биржевой рынок также довольно быстро развивается. По номиналу основными эмитентами на рынке являются правительство и Центральный банк, по количеству выпусков – корпорации и политические банки. Основными инвесторами являются коммерческие банки.

Гутенберг, Ма и Ремолон (2006) в исследовании азиатских рынков облигаций сравнивают размеры рынков корпоративных облигаций, основных эмитентов, микроструктуру рынков, проблемы их развития. По объему непогашенного номинала китайский рынок находится на третьем месте после Японии и Кореи, однако несоизмеримо

мал по сравнению с американским рынком. Авторы отмечают, что развитие рынка корпоративных облигаций в значительной степени зависит от размера экономики, степени её развития, конкуренции с другими способами финансирования (банковское финансирование, эмиссии акций). Как и в других азиатских экономиках, доступность этих источников финансирования в Китае низкая. Квазигосударственные компании (частично принадлежащие государству или имеющие существенную государственную гарантию) доминируют среди других корпоративных эмитентов в Китае, Индии и Японии. В Китае, Индии, Индонезии, Корее, Малайзии и Таиланде доля иностранных эмитентов очень низка или они вовсе отсутствуют. За исключением Австралии, рынки характеризуются низкой ликвидностью по нескольким причинам: низкая диверсификация инвесторов, недостаточность микроструктуры рынков, непрозрачность рынка, ограниченность своевременной информации об эмитентах.

Дала и Хатхате (1996) исследуют развивающиеся азиатские рынки облигаций. Основным эмитентом на этих рынках является государство. По причине усиленного регулирования, недостаточной защиты инвесторов, налоговой дискриминации рынки корпоративных облигаций недостаточно развиты. Доступ иностранных инвесторов ограничен. На некоторых рынках, в том числе в Китае, государственные облигации размещаются путем административного распределения, что приводит к ценовой асимметрии. Рынками, характеризующимися большей ликвидностью, являются Корея и Гонконг.

Спиджель (2009) исследует азиатские рынки облигаций, выпущенные в местных валютах. Автор отмечает, что азиатские рынки облигаций характеризуются низкой ликвидностью, высокой долей банковского финансирования, отсутствием качественной системы присуждения кредитных рейтингов. Тем не менее объем азиатского рынка с 1998 г. по 2008 г. увеличился почти вдвое. Для успешного дальнейшего развития рынков странам необходимо предпринять следующие шаги: снизить валютный риск, поддерживать рейтинговые агентства, способствовать установлению макроэкономической стабильности, строить финансовую инфраструктуру, устойчивую и безопасную финансовую систему, привлекать иностранных эмитентов облигаций и иностранных инвесторов.

Аналитики Международного валютного фонда (2005) рассматривают различные аспекты развитости рынков: 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 данный показатель составляет 93,3% в европейских странах, 182,9% в Японии и 163,5% в США), выпуск секьюритизированных активов (есть в некоторых азиатских странах, отсутствует в Китае). Необходим ряд

мер для поддержания рынков облигаций, в первую очередь – формирование макроэкономической стабильности за счет налоговой консолидации и таргетирования инфляции. Страны должны развивать базу институциональных инвесторов, включая инвестиционные компании, страховые компании и паевые фонды, а также установить требования по кредитному качеству эмитентов и прозрачности их отчетности. Финансовые посредники должны развивать систему риск-менеджмента. Кроме того, необходимо построение законодательной основы, обеспечивающей защиту инвесторов и рыночную целостность. Законодательство должно четко определять условия банкротства, права и обязанности эмитентов и заемщиков, продвигать лучшие практики корпоративного управления и раскрытие своевременной и точной финансовой информации.

Галина Хале (2006) в своем исследовании анализирует зависимость уровня развития банковского кредитования и рынка корпоративных облигаций. Используя в качестве показателя развитости рынка долю капитализации рынка от ВВП и долю банковского кредитования корпоративного сектора к ВВП, Хале отмечает отставание китайского рынка корпоративных облигаций от среднего показателя по другим странам почти в 23 раза. Во-первых, недостаточно развиты финансовые институты – держатели корпоративных облигаций: страховые компании, пенсионные фонды, инвестиционные фонды и т. д. Во-вторых, рынок корпоративных облигаций недоразвит в силу недостаточной конкурентоспособности банковской системы. Государственное назначение кредитов при низком качестве кредитного анализа не позволяет компаниям построить кредитную историю, способствующую улучшению репутации, необходимой при заимствовании на рынке облигаций. Кроме того, цены на рынке облигаций также не отражают кредитоспособность компаний из-за низкой ликвидности рынка.

Вахрушин (2009), анализируя рынок ценных бумаг Китая, также отмечает, что роль заемного финансирования посредством выпуска облигаций невелика (34,5% от ВВП в 2008 г.) в силу распространенности банковского финансирования (104,9% от ВВП в 2008 г.), в этом аспекте Китай значительно уступает другим странам (доля облигационного финансирования в США составляет 177%, в Японии – 161%, в Малайзии – 87%, в Корее – 76%). Особенностью рынка является его усиленное государственное регулирование. Стимулом к развитию рынка послужила политика налоговых льгот, после запуска которой количество и объем выпусков значительно увеличились. Вахрушин также анализирует структуру рынка по типу облигаций, срокам погашения, инвесторам.

Хуанг и Зу (2007) рассматривают историю развития рынка облигаций, его настоящие задачи и дальнейшие перспективы. Низкая ликвидность рынка обусловлена

ограниченностью доступа инвесторов к рынку. Ограничения на процентные выплаты по облигациям и кредитный рейтинг выпусков, налог в размере 20% на доходы от корпоративных облигаций (доход от государственных и финансовых облигаций не облагается) ограничивают гибкость рынка. Большая доступность банковского финансирования и выпусков акций также не оказывает положительного влияния на количество эмиссий облигаций. Законодательная и политическая среды существенно влияют на рынок. Для стимулирования роста рынка в этих областях необходимы реформы.

Тондкар, Пенг и Хондгон (2003) изучают развитие рынка с точки зрения регулятора биржевого рынка – Chinese Securities Regulatory Commission (CSRC, Китайская комиссия по регулированию ценных бумаг). В начале 1990-х годов государство нечетко сформулировало стратегию развития рынков ценных бумаг, что отрицательно сказалось на их развитии и поставило под сомнение целесообразность существования CSRC. Тем не менее за время своего существования китайская система регулирования рынков значительно улучшилась. Требования по обязательному раскрытию информации стали более продвинутыми, стандарты отчетности – более качественными. Таким образом, инвесторы стали более защищенными от мошенничества. Действия CSRC способствуют сокращению числа незаконных операций на рынке, развитию рынка, улучшают качество раскрытия информации. Тем не менее CSRC существенно отстает от регуляторов развитых рынков, например U.S. SEC, в области раскрытия информации и защиты инвесторов.

Джиянг и Макколей (2004) исследуют азиатские рынки облигаций: их размер, ликвидность, доходность облигаций и волатильность цен. Азиатские рынки характеризуются малой долей от ВВП (в среднем 48%), но высокими темпами роста, большой долей государственных облигаций (в среднем 44%). Значения показателей ликвидности варьируются от рынка к рынку. Доходность облигаций в среднем выше доходности облигаций на развитых рынках.

## **2. История развития китайского рынка облигаций**

### **2.1. Развитие рынка государственных облигаций**

До установления республики в Китае выпускались исключительно государственные облигации внешнего займа.

Внутренний рынок облигаций начал развиваться с 1911 г., когда правительство было вынуждено финансировать расходы с помощью выпуска как внешних, так и внутренних облигаций. Период 1920–1930-х годов характеризовался серией дефолтов по

гособлигациям, с 1940 г. их выпуск был приостановлен, финансирование дефицита государственного бюджета осуществлялось за счет денежной эмиссии. После установления коммунистического режима в 1949 г. и последующих войн для восстановления экономики вновь были выпущены государственные облигации (302 млн RMB). До конца 1950-х годов правительство проводило регулярные эмиссии. Вторичный рынок не существовал. Далее в течение 20 лет выпусков не было. С конца 1970-х годов выпуск государственных облигаций возобновился. Небольшие эмиссии (10 млрд RMB) выпускались ежегодно и распределялись между инвесторами в административном порядке.

Отличительной чертой китайского рынка является наличие теневого рынка (Жиганг, 2011). Предпосылкой для его возникновения стало отсутствие вторичного рынка облигаций и нежелание инвесторов держать бумаги до погашения.

С 1987 по 1997 г. рынок подвергся значительным изменениям.

Вторичный рынок облигаций открылся в 1988 г. В 1990 г. и 1994 г. открылись два биржевых рынка – на Шанхайской и Шэньчжэньской биржах. В 1997 г. появился межбанковский рынок облигаций. В 1991 г. появился первый синдикат, выполняющий функции андеррайтера. В 1996 г. была организована Китайская правительственная депозитарная и клиринговая компания (China Government Securities Depository Trust & Clearing Co. Ltd, CDC), с 1997 г. осуществляющая функции центрального депозитария. Развитие инфраструктуры рынка позволило увеличивать объемы выпусков. В 2008 г. выпуск государственных облигаций составил 796,5 млрд RMB, в то время как в 1981 г. этот показатель составлял 4,87 млрд RMB (S&P, 2009; Хуанг, Зу, 2007).

## **2.2. Развитие корпоративного рынка облигаций**

В 1984 г. предприятиям, находившимся в государственной собственности, было разрешено выпускать облигации. Рынок практически не регулировался, но для эмиссии было необходимо разрешение Китайского народного банка (People's Bank of China, PBOC).

Высокие купоны способствовали увеличению инвестиционного спроса на эти инструменты, несмотря на высокий уровень кредитного риска. Большое количество дефолтов по бумагам выявило необходимость установления регулирования на рынке корпоративных облигаций. С этой целью была учреждена Государственная комиссия по планированию. Был установлен ряд ограничений на эмитентов: только крупные компании, находящиеся в собственности государства, имели возможность выпускать облигации, размер эмиссии также был ограничен. Кроме того, для эмиссии необходима стопроцентная

банковская гарантия, поэтому все выпуски имели рейтинг AAA. Ставка купона устанавливалась на уровне 150–250 б.п. выше процентной ставки по банковским годовым депозитам вне зависимости от срока до погашения облигации. В результате действия квот первичный рынок сузился. Вторичный рынок, тем не менее, получил значительный стимул к развитию после открытия торгов облигациями на Шэньчжэньской фондовой бирже в 1994 г. Снижение квот на эмиссию ускорило развитие первичного рынка, чему также поспособствовал переход на бездокументарную форму корпоративных облигаций в 1998 г. В 2004 стала возможной торговля корпоративными облигациями на межбанковском рынке. С 2005 г. вошло в силу требование об обязательности наличия рейтинга у всех выпусков долговых бумаг. С 2007 г. регуляторами в области выпуска корпоративных облигаций стали Национальная комиссия развития и реформ (NDRC, National Development and Reform Commission) и Китайская комиссия по регулированию рынка ценных бумаг (CSRC, China Securities Regulatory Commission) (S&P, 2009).

Усиленное регулирование рынка корпоративных облигаций в 1990-х годах привело к замедлению его развития (Ксиаочуан, 2005). В частности, к ошибкам регуляторов относят:

1. Административное распределение квот на размер эмиссии и количество эмитентов передавалось от центрального правительства локальным органам управления. В результате квоты часто использовались для поддержки предприятий с крайне плохим финансовым состоянием.

2. Отсутствие системы присуждения кредитных рейтингов и недостаточное раскрытие информации лишало инвесторов возможности оценить принимаемые риски. Отсутствие адекватной информации для инвесторов существовало по причине некачественной финансовой отчетности предприятий и неудовлетворительных стандартов внешнего аудита.

3. Цены на корпоративные облигации устанавливались административно, что привело к их неинформативности с точки зрения риск-менеджмента.

4. Выпуски облигаций были предназначены ритейловым инвесторам, а не институциональным. Последние обладают большей способностью оценивать риски.

5. Роль андеррайтера не была четко определена. Он признавался ответственным при дефолте эмитента. Происходило смешение ролей андеррайтера, агента по продаже и агента по изъятию. При наступлении дефолта андеррайтер был обязан выпустить свои собственные облигации для погашения корпоративных облигаций.

6. До настоящего времени для выпуска корпоративных облигаций требуется банковская гарантия. Это требование было продиктовано отсутствием раскрытия информации, рейтингов, административным назначением цен. В результате корпоративные облигации представляют собой инструмент, близкий к высокодоходному депозиту коммерческого банка.

7. Уровень финансового образования инвесторов очень низкий. При наступлении дефолтов по облигациям они часто обращались к государственным органам для погашения облигаций.

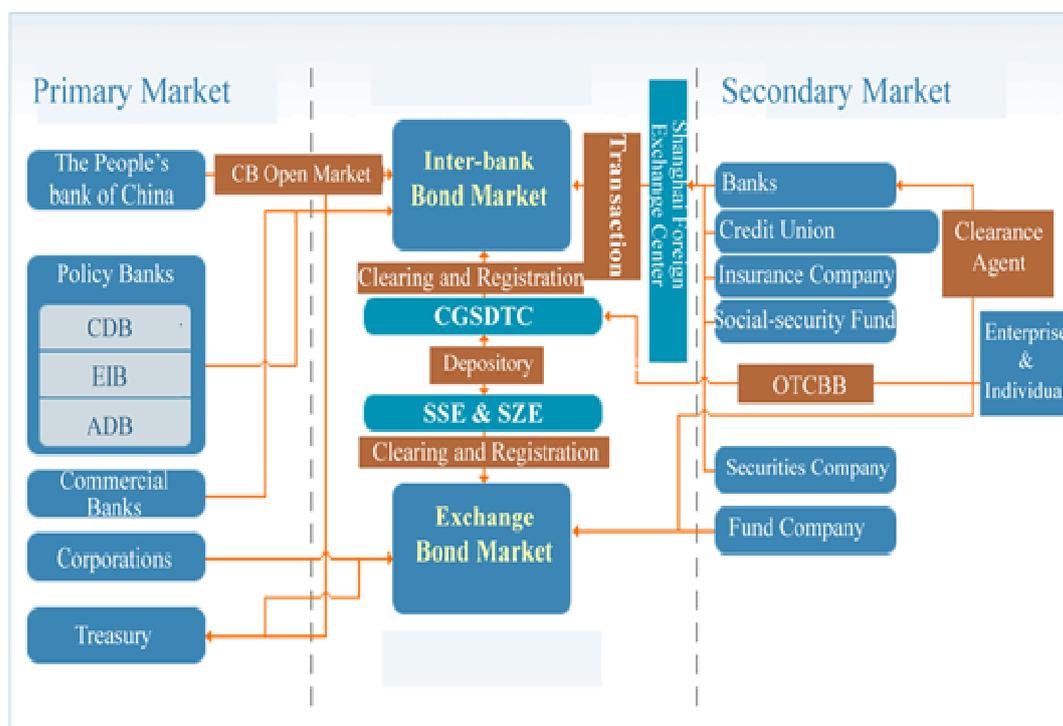
8. Отсутствует законодательное определение банкротства. Нередко при наступлении банкротства остаточные активы, так же как и сам эмитент, могли бесследно исчезнуть без каких-либо юридических процедур. Таким образом, кредиторы не имеют достаточной законодательной защиты.

### **3. Структура рынка и его регулирование**

#### **3.1. Структура рынка**

Таким образом, после более чем 20 лет развития и изменений на китайском рынке облигаций формируется два сегмента: биржевой и внебиржевой рынки, и две торговых площадки: Шанхайская фондовая биржа и Шэньчжэньская биржа, и одна электронная платформа торговли ценными бумагами с фиксированным доходом.

Немного статистики. С 1998 г. по 2012 г. было выпущено около 9477 наименований облигаций стоимостью 66,5353 трлн юаней. Облигации торгуются на Шанхайской фондовой бирже (SSE), Шэньчжэньской фондовой бирже (SZE) и на внебиржевом рынке. Структура рынка показана ниже.



Как можно видеть, на первичном рынке эмитентами облигаций являются, кроме Министерства финансов и ЦБ Китая, так называемые «политические банки»: Банк развития Китая (CDB), Экспортно-импортный банк Китая (EIB), Сельскохозяйственный банк Китая (ADB) и другие эмитенты: коммерческие банки и корпорации. Вторичный же рынок облигаций имеет следующую структуру.

### 3.1.1. Межбанковский рынок

Межбанковский рынок – это рынок, на котором сделки осуществляются на основе выставленных котировок. Регулятором выступает Народный банк Китая (PBOC). Основными игроками на рынке являются институциональные инвесторы. На межбанковском рынке Центральный банк осуществляет операции на открытом рынке. На межбанковском рынке торгуется три вида бумаг: векселя Центрального банка, корпоративные бумаги (CP) и среднесрочные векселя (mid-termnote (MTN)), которые являются наиболее ликвидными инструментами на китайском рынке облигаций (S&P, 2009).

По объему торгов межбанковский рынок – ключевой рынок облигаций (Хесс, 2010). Рынок создан в 1997 г. (Хуаипенг, 2006).

Возникновение и последующее развитие межбанковского рынка привело к развитию прямого финансирования и, соответственно, к оптимизации финансовой структуры экономики, увеличению рыночной эффективности. На основе цен на межбанковском рынке строятся кривые доходности, служащие основой (англ. benchmark) для ценообразования на первичном и вторичном рынках. Однако ликвидность рынка в настоящее время всё ещё недостаточна (см. сайт China Bond).

С 2004 г. на рынке действует поставочная система DVP (delivery versus payment). С 2005 г. начала действовать полностью автоматизированная система поставок (Хуаипенг, 2006).

### ***3.1.2. Биржевой рынок***

На биржевом рынке торги осуществляются в режиме непрерывного встречного аукциона. Контролируется китайская комиссия по регулированию рынка ценных бумаг (China Securities Regulatory Commission, CSRC). Облигации торгуются на двух биржах: Шанхайской и Шэньчжэньской. Основные участники рынка – малые, средние предприятия, а также индивидуальные инвесторы. Инвесторы имеют доступ к рынку за счёт брокерских услуг, предоставляемых инвестиционными компаниями. Коммерческие банки не имеют права торговать на биржевом рынке.

### ***3.1.3. Внебиржевой рынок***

На внебиржевом рынке (также называется «банковскими стойками» или “bank counters”) торги осуществляются посредством коммерческих банков. Инвесторами являются индивидуальные инвесторы и предприятия. Набор доступных инструментов ограничен: на рынке представлены государственные облигации в форме казначейских облигаций, облигаций локальных правительств и сберегательные облигации. Правила торгов на рынке вырабатывают РВОС и China Government Securities Depository and Trust Clearing Corporation. Инвесторы создают счета в банках, имеющих право быть участниками внебиржевого рынка. Допускаемые к торгам банки выбирает РВОС и Министерство финансов на основе законодательно выработанных критериев, касающихся риск-менеджмента, внутреннего контроля, активности банка на межбанковском рынке, квалификации сотрудников (Procedures for Trading Book-Entry National Bonds in the OTC-Market through Commercial Banks).

Торги осуществляются следующим образом: коммерческие банки выставляют свои котировки по акциям, спред при этом должен соответствовать спреду, установленному РВОС и Министерством финансов (Procedures for Trading Book-Entry National

Bonds in the OTC Market through Commercial Banks). 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 должна предоставляться банками CDC, которая обязана публиковать её на сайте China Bond.

Короткие продажи на рынке не разрешены.

### **3.2. Клиринговые дома**

На китайском рынке облигаций работают два клиринговых центра: China Securities Depository & Clearing Co (SD&C) и China Government Securities Depository Trust & Clearing Co (CDC) (Хесс, 2010).

SD&C создана в 2001 г. Она обслуживает биржи и является центральным контрагентом. К числу основных функций этой организации относятся: 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 принадлежит по 50% акций этой организации.

SD&C использует систему расчётов *delivery-versus-payment*. Кредитные риски страхуются расчётным резервным фондом. В дополнение к этому брокеры проверяют доступность ценных бумаг и денежных средств через назначенного депозитария до осуществления сделок. Сделка не осуществляется, если у клиента недостаточно средств. SD&C учредила 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. Изначально размер фонда составлял 20% от чистой прибыли клиринговой организации, в дальнейшем он пополнялся средствами, составляющими некоторый процент от торгов всеми инструментами. Верхний лимит размера фонда составляет 312 млн евро.

CDC обслуживает межбанковский рынок. Она образована в 1996 г. и находится в собственности государства. CDC осуществляет выпуски, регистрацию, депозитарную деятельность, расчёты, а также агентские услуги по перечислению номинала и процентных платежей по государственным облигациям, финансовым обязательствам, корпоративным облигациям и другим финансовым инструментам. Осуществляет 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. Также она предоставляет услуги по кросс-площадочным сделкам и международные бизнес-услуги для ценных бумаг с фиксированным доходом и иностранных валют (Chinabond).

На CDC не существует неттинга, применяется брутто-расчёт. Расчёты на основе T+0 для DVP расчётов и T+1 для других методов расчётов (если это необходимо для участников). Согласование условий сделки происходит в день её заключения. При заключении сделки через межбанковскую торговую систему условия передаются участникам для подтверждения автоматически.

### **3.3. Регуляторы**

На рынке существует 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. Вопрос их объединения находится в стадии обсуждения.

#### **3.3.1. Народный банк Китая**

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

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

Согласно закону КНР о Китайском народном банке, банк 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. Основными целями Китайского народного банка являются: обеспечение безопасности и эффективности, защита потребителей и формирование общественного доверия к системам. В числе основных задач и зон ответственности Банка:

- 1) обеспечение надежности и безопасности операций на основе платежных систем;
- 2) обеспечение межбанковских платежных, клиринговых и расчётных услуг;

- 3) надзор за платёжными и расчётными системами, платёжными инструментами, а также организациями, оказывающими платёжные услуги.

### **3.3.2. Китайская комиссия по регулированию ценных бумаг**

Китайская комиссия по регулированию ценных бумаг (China Securities Regulatory Commission, CSRC) – организация на уровне министерства, прямо подчиняющаяся Государственному Совету (State Council), выполняет функцию регулятора на рынках ценных бумаг и фьючерсов. Является регулятором на биржевом рынке облигаций (источник – сайт CSRC).

Комиссия выполняет следующие функции:

- Разрабатывает политику и планы развития на рынках ценных бумаг и фьючерсов. Разрабатывает 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 поведением рынков ценных бумаг и 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. Контролирует ассоциации, связанные с ценными бумагами и фьючерсами.
- Контролирует организации, бизнес которых связан с ценными бумагами и фьючерсами (securities and futures business institutions), управляющие компании, клиринговые и депозитарные компании, консалтинговые компании в сфере рынков ценных бумаг, кредитные рейтинговые агентства. Проверяет и подтверждает квалификацию депозитариев и их топ-менеджеров, контролирует их деятельность.
- Контролирует прямые и не прямые 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. Следит 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 рассмотрении подтверждения квалификации бухгалтерских фирм, организаций по оценке активов и их персонала для посредников по ценным бумагам и фьючерсам. Осуществляет надзор за юридическими фирмами, юристами и отвечающими требованиям бухгалтерскими фирмами, компаниями по оценке активов и их персоналом в сфере их деятельности.

- Изучает и налагает санкции за нарушения законодательства в области рынков ценных бумаг.

- Регулирует взаимодействие с иностранными биржами и международное сотрудничество.

## **4. Основные инструменты. Индексы**

### **4.1. Государственные облигации**

Существует три типа государственных облигаций: сберегательные облигации (electronic saving bonds), казначейские облигации и облигации местных правительств. *Сберегательные облигации* продаются в банках. Данный вид облигаций предназначен для привлечения средств домашних хозяйств и мелких предприятий для финансирования национальных фондов. *Казначейские облигации* 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 – основные участники рынка на первичном и вторичном рынках государственных облигаций. *Облигации местных правительств* являются относительно новым инструментом на рынке облигаций Китая. Впервые они были выпущены в 2006 г. Торгуются на межбанковском рынке.

### **4.2. Облигации Центрального банка**

Облигации Центрального банка выпускаются РВОС и обращаются на межбанковском рынке. Облигации являются наиболее ликвидными долговыми бумагами на китайском рынке и основным инструментом операций Центрального банка на открытом рынке. Доходности по этим бумагам, вследствие их высокой ликвидности, служат бенчмарком для процентных ставок на китайском рынке.

### **4.3. Финансовые облигации**

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 облигациям относят облигации политических банков, облигации коммерческих банков и других финансовых институтов.

#### ***4.3.1. Облигации политических банков***

Облигации политических банков – основной тип финансовых облигаций в Китае. Эмитенты финансовых облигаций – 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 аналогичного показателя облигаций коммерческих банков. 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 одноимённой отрасли.

Наиболее крупным эмитентом среди политических банков является Китайский банк развития.

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

Выпуск облигаций политических банков регулируется Regulation for Policy Bond-issuance. Согласно данному положению, РВОС утверждает размер, условия, даты и спо-

соб эмиссии. Купон и доходность выпуска облигаций определяются в соответствии с котировками на рынке.

#### ***4.3.2 Облигации коммерческих банков***

В 2004 г. квалифицированные коммерческие банки получили право выпускать облигации для улучшения адекватности капитала. Банк может привлечь заёмный капитал посредством облигаций в размере не более 50% основного капитала. Средний срок до погашения при выпуске варьируется от 10 до 15 лет.

В 2005 г. был введен новый инструмент привлечения капитала коммерческими банками – гибридные облигации (hybrid capital bonds). Выплаты основной суммы долга и процентов могут откладываться на определённый срок. Выпуск гибридных облигаций может составлять не более 100% от основного капитала.

#### ***4.3.3. Другие финансовые облигации***

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

### **4.4. Облигации нефинансовых корпораций**

Нефинансовые организации выпускают следующие облигации: облигации предприятий (enterprise bonds), конвертируемые облигации, корпоративные бумаги и краткосрочные векселя нефинансовых организаций, облигации зарегистрированных на бирже компаний.

Облигации нефинансовых корпораций торгуются на межбанковском рынке с 2005 г.

#### ***4.4.1. Облигации предприятий***

Это первый тип облигаций нефинансовых организаций, появившийся в Китае. Первоначально выпуск таких облигаций контролировался NDRC, что привело к медленному развитию рынка этого инструмента. Облигации торгуются как на межбанковском, так и на биржевом рынке. Купоны этих облигаций ниже облигаций предприятий, зарегистрированных на бирже, так как они обеспечены банковской гарантией. Облигации предприятий преимущественно средне- или долгосрочные. Основными инвесторами в облигации предприятий являются страховые компании, коммерческие банки и паевые фонды.

Облигации средних и малых предприятий называют также объединенными или коллективными (collecting), так как они выпускаются совместно несколькими предприятиями. Малые и средние предприятия испытывают трудности при выпуске облигаций самостоятельно по причине небольших размеров эмиссий, низкой прозрачности отчетности, сложностей при получении банковской гарантии и высоких издержек. Таким образом, объединенные облигации – хороший инструмент заемного финансирования предприятий, способствующий улучшению их репутации и, как следствие, получению более дешёвых заимствований в будущем.

#### ***4.4.2. Конвертируемые облигации***

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 (stepped coupon rates). Впервые такие облигации были выпущены в 2000 г. Основные инвесторы на рынке облигаций предприятий – паевые фонды, страховые компании, иностранные инвесторы и инвестиционные компании.

#### ***4.4.3. Корпоративные бумаги (CP) и среднесрочные векселя (MTN)***

Корпоративные бумаги – облигации локальных и национальных корпораций.

Корпоративные бумаги CP и MTN выпускаются и торгуются на межбанковском рынке, регулируемом РВОС. Эмитентами выступают крупные корпорации с хорошим финансовым состоянием и стабильной кредитной историей, вследствие чего банковские гарантии не требуются.

Рынок CP и MTN развивался наиболее стремительными темпами. CP и MTN – два наиболее активных инструмента на китайском рынке облигаций. Основные инвесторы – коммерческие банки и паевые фонды.

#### ***4.4.4. Облигации зарегистрированных на биржах компаний***

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

#### 4.5. Ценные бумаги, обеспеченные активами (Asset Backed Securities)

Рынок данных инструментов находится в начальной стадии развития. В 2005 г. первые бумаги были выпущены Китайским банком развития (ABS) и Китайским строительным банком (MBS).

#### 4.6. 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 RMB и 1 млрд RMB соответственно).

#### 4.7. Сделки РЕПО и производные инструменты

Сделки РЕПО, обеспеченные залогом, впервые были заключены в 1993 г. на Шанхайской фондовой бирже. Правила, регулирующие данный вид сделок на межбанковском рынке, вступили в силу только в 2004 г. (Regulations on Bond Outright Repose in the National Interbank Bond Market), что стало предпосылкой для развития прямого РЕПО и производных. В 2008 г. оборот на межбанковском и биржевом рынках составил 58 трлн RMB и 2,4 трлн RMB соответственно. Сделки РЕПО, обеспеченные залогом, составили 97% оборота.

В 2005 г. на межбанковском рынке были введены форвардные контракты на облигации. В табл. 1 приведена резюмирующая информация о структуре рынка: типы рынков, регуляторы, торгуемые инструменты и инвесторы.

Таблица 1. Структура рынка

Рынок	Регулятор	Инструменты	Инвесторы
Межбанковский	РВОС	<ol style="list-style-type: none"><li>1. Облигации ЦБ</li><li>2. Государственные облигации</li><li>3. Облигации политических банков</li><li>4. Облигации малых и средних предприятий</li><li>5. Корпоративные CPs</li></ol>	<ol style="list-style-type: none"><li>1. Коммерческие банки (прямой доступ)</li><li>2. Страховые компании (прямой доступ, маркет-мейкеры и первичные дилеры)</li><li>3. Инвестиционные компании (прямой доступ, маркет-мейкеры и первичные дилеры), другие финансовые институты.</li><li>4. Иностранные инвесторы (прямой доступ или через других иностранных инвесторов)</li><li>5. Небанковские финансовые организации (прямой доступ)</li></ol>

Биржевой	CSRC	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Государственные облигации</li> <li>2. Облигации предприятий</li> <li>3. Облигации зарегистрированных на биржах предприятий</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Страховые компании (прямой доступ)</li> <li>2. Инвестиционные компании (прямой доступ, оказывают брокерские услуги)</li> <li>3. Небанковские финансовые организации (через брокеров)</li> <li>4. Частные инвесторы (через брокеров)</li> </ol>
Внебиржевой рынок	People's Bank of China	Государственные облигации (сберегательные облигации, казначейские облигации)	Частные инвесторы, малые и средние предприятия

#### 4.8. Индексы

На Шанхайской фондовой бирже в 2003 г. были созданы два индекса: SSE Government Bond Index (индекс государственных облигаций) и SSE Corporate Bond Index (индекс корпоративных облигаций). Позднее, в 2008 г., были запущены SSE Enterprise bond Index (индекс облигаций предприятий) и SSE Detachable Convertible Bond Index (индекс отзывных конвертируемых облигаций).

Кроме того, существуют *композиционные индексы*, учитывающие торги на обеих биржах. Так, в 2008 г. был запущен CSI Enterprise Bond Index (индекс облигаций предприятий).

Существуют *агрегированные индексы*, в базу расчета которых входят облигации, торгуемые на Шанхайской, Шэньдзэньской биржах и на межбанковском рынке. Список этих индексов приведен в табл. 2.

Таблица 2. Индексы Шанхайской фондовой биржи

Название индекса	Код индекса	Дата запуска	Базовая дата	Тип облигаций	Тип рынка	Срок до погашения
CSI 1 Bond Index	H11010	2008	31.12.2002	Казначейские облигации, финансовые облигации, корпоративные облигации	Межбанковский, SSE, SZSE	1–12 месяцев
CSI Aggregate Bond (1–3) Index	Н. д.	Н. д.	Н. д.	Казначейские облигации, финансовые облигации, корпоративные облигации	Межбанковский, SSE, SZSE	1–3 года
CSI Aggregate Bond (3–7) Index	H11002	2007	31.12.2002	Казначейские облигации, финансовые облигации, корпоративные облигации	Межбанковский, SSE, SZSE	3–7 лет
CSI Aggregate	H11003	2007	31.12.2002	Казначейские облигации, фи-	Межбанковский, SSE,	7–10 лет

Bond (7–10) Index				нансовые облигации, корпоративные облигации	SZSE	
CSI Aggregate Bond (10+) Index	H11004	2007	31.12.2002	Казначейские облигации, финансовые облигации, корпоративные облигации	Межбанковский, SSE, SZSE	Более 10 лет

Кроме того, существуют индексы агентства Standard and Poor's: S&P/CITIC Government Bond Index (Индекс государственных облигаций), S&P/CITIC Corporate Bond Index (Индекс корпоративных облигаций), S&P/CITIC Convertible Bond Index (Индекс конвертируемых облигаций), S&P/CITIC Inter-Bank Bond Index (Индекс облигаций, торгуемых на межбанковском рынке), S&P/CITIC Composite Bond Index (Композитный индекс облигаций).

Индексы носят информативный характер и отражают состояние рынка того или иного типа облигаций или всего рынка в целом в зависимости от индекса. Индексы являются хорошим показателем для выбора той или иной инвестиционной или спекулятивной стратегии.

Из графиков значений индексов, приведенных в Приложении, видно, что в целом динамика рынков положительная, равномерная, за исключением рынка конвертируемых облигаций, индекс по которым (SPCBCV) достиг пика в середине 2007 г.

## 5. Основные инвесторы

Основные инвесторы на китайском рынке облигаций суть коммерческие банки, страховые компании, паевые фонды, инвестиционные компании, фонды социальной безопасности (National social security funds), негосударственные пенсионные фонды, небанковские финансовые организации, нефинансовые организации, иностранные инвесторы и индивидуальные инвесторы.

### 5.1. Коммерческие банки

Коммерческие банки являются основными игроками на первичном и вторичном рынке облигаций, но они имеют право торговать только на межбанковском рынке.

В настоящее время коммерческие банки могут вкладывать средства в государственные облигации, облигации политических банков, облигации предприятий высокого качества, облигации коммерческих банков, коммерческие бумаги и среднесрочные векселя.

Существуют ограничения на инвестиции в низкокачественные корпоративные облигации и другие кредитные продукты (сайт PBOC).

Банки используют рынок облигаций для управления ликвидностью. Коммерческие банки инвестируют в облигации преимущественно посредством участия в андеррайтинге на первичном рынке. Коммерческие банки – первичные дилеры для операций на открытом рынке и маркет-мейкеры на межбанковском рынке.

## **5.2. Страховые компании**

Страховые компании – вторые по величине институциональные инвесторы на китайском рынке облигаций. Они могут инвестировать напрямую на межбанковском и биржевом рынках. Страховые компании размещают средства в банковские депозиты в обращении (negotiable bank deposits), облигации и паевые фонды. Страховые компании могут инвестировать в инструменты, характеризующиеся низким уровнем риска: государственные облигации, векселя Центрального банка, облигации политических банков, субординированные облигации политических банков, а также номинированные в юанях облигации иностранных эмитентов. Кроме того, существуют ограничения на инвестирование в облигации коммерческих банков, корпоративные облигации и конвертируемые (сайт CIRC).

В силу инвестиционной консервативности страховые компании в основном вкладывают средства в облигации предприятий (рейтинг AAA и банковская гарантия). Обязательства страховых компаний в большинстве своем являются долгосрочными, эти организации – основные инвесторы в долгосрочные государственные облигации на биржевом рынке и вторые крупнейшие инвесторы в долгосрочные финансовые облигации на межбанковском рынке после коммерческих банков. Крупные страховые компании осуществляют инвестиции в облигации преимущественно на первичном рынке. Страховые компании, обладающие высокой платежеспособностью, имеют право стать маркет-мейкерами на межбанковском рынке. В 2009 г. четыре страховые компании являлись первичными дилерами для операций на открытом рынке на межбанковском рынке.

## **5.3. Паевые фонды**

Паевые фонды – новые инвесторы на китайском рынке. Они имеют прямой доступ к межбанковскому рынку и не прямой доступ к биржевому рынку через инвестиционные компании. Имея право инвестировать почти во все типы облигаций, паевые фонды выбирают в основном более ликвидные кратко- и среднесрочные инструменты (S&P, 2009).

#### **5.4. Инвестиционные компании**

Инвестиционные компании также играют важную роль в развитии китайского рынка облигаций. Высокая толерантность к риску и высокий уровень капитала позволяют им быть активными участниками рынков корпоративных облигаций.

Инвестиционные компании выступают как инвесторы, брокеры и маркет-мейкеры одновременно. Они инвестируют преимущественно в краткосрочные облигации для управления ликвидностью.

Инвестиционные компании являются участниками первичного и вторичного рынков, инвестируя почти во все виды облигаций.

Инвестиционные компании предоставляют брокерские услуги инвесторам, не имеющим прямого доступа к рынкам или ищущим возможность осуществлять анонимные сделки.

Оперируя на биржевом и межбанковском рынках, инвестбанки являются источником кросс-рыночного трейдинга и улучшения ликвидности.

Инвестиционные компании, имеющие хорошее финансовое состояние, могут стать первичными дилерами и маркет-мейкерами на межбанковском рынке. Осуществление деятельности первичных дилеров и маркет-мейкеров подлежит лицензированию РВОС. В 2009 г. 50 первичных дилеров осуществляли операции на открытом рынке, пять из них являются инвестиционными компаниями.

#### **5.5. Национальный фонд социального обеспечения**

Национальный фонд социального обеспечения был учреждён Государственным Советом в 2000 г. для решения проблемы старения населения. Резервы фонда предназначены для финансирования будущих расходов социального обеспечения.

Средства, размещённые в банковские депозиты и государственные облигации, должны составлять не менее 50% от всех активов. Корпоративные и финансовые облигации могут составлять не более 10% от всех активов.

#### **5.6. Негосударственные пенсионные фонды**

В 2004 г. Министерство труда и социальной безопасности обнародовало регулирование деятельности негосударственных пенсионных фондов, определяющее правила квалификации и ответственность депозитария, доверительных управляющих и менеджеров фонда.

В соответствии с регулированием, ликвидные инструменты, такие как депозиты до востребования, векселя Центрального банка, краткосрочные РЕПО с облигациями и фонды денежного рынка, должны составлять не менее 20% активов фондов. Общий вес инструментов с фиксированным доходом, инструментов с фиксированной доходностью должен составлять не более 50% от всех фондов, и 20% фондов должны быть размещены в государственные облигации. Акции, акционерные фонды и страховые инвестиционные продукты могут составлять не более 30%.

### **5.7. Небанковские финансовые организации**

Небанковские финансовые организации – активные участники китайского рынка облигаций: крупные финансовые компании, финансовые лизинговые компании. Они имеют прямой доступ к межбанковскому рынку и доступ к биржевым рынкам посредством инвестиционных компаний.

### **5.8. Нефинансовые организации**

Крупные предприятия имеют прямой доступ к межбанковскому рынку и доступ к биржевому рынку через инвестиционные компании. Общий объем государственных облигаций, облигаций политических банков, предприятий и коммерческих бумаг, составляющих активы нефинансовых организаций, в конце 2008 г. составил 29 млрд RMB

### **5.9. Индивидуальные инвесторы**

Индивидуальные инвесторы не имеют прямого доступа к межбанковскому рынку, однако они могут покупать государственные облигации на внебиржевом рынке через коммерческие банки и торговать через инвестиционные компании на биржевом рынке. В силу низкой ликвидности биржевого рынка наилучшим решением для инвесторов на рынке облигаций является инвестирование в паевые облигационные фонды и фонды денежного рынка. В конце 2008 г. частные инвесторы держали около 3,7 млрд RMB облигаций.

### **5.10. Иностранные инвесторы**

Для иностранных инвесторов существует два способа получить доступ к китайскому рынку облигаций. Первый – схема Qualified Foreign Institutional Investor (*квалифицированный зарубежный институциональный инвестор*, QFII) – один из главных каналов, используемых иностранными фирмами для осуществления инвестиций в китайские финансовые рынки. Второй – инвестировать через других иностранных инвесторов, которые имеют прямой доступ к рынку.

Согласно CSRC Decree No. 12 promulgated in 2002, квалифицированные инвесторы с квотой QFII могут инвестировать в А-акции, государственные облигации, корпоративные облигации, конвертируемые облигации и варранты, допущенные к листингу на китайских фондовых биржах, и другие инструменты (Сайт CSCR).

Китайские филиалы иностранных банков и основанные в Китае филиалы иностранных компаний могут инвестировать в государственные облигации и финансовые облигации на межбанковском рынке.

### **5.11. Первичные дилеры и маркет-мейкеры**

На межбанковском рынке облигаций первичными дилерами и маркет-мейкерами могут выступать коммерческие банки, страховые компании и инвестиционные компании с хорошим финансовым состоянием (S&P, 2009).

## **6. Характеристики облигаций**

### **6.1. Названия выпусков облигаций**

Код облигации состоит в основном из шести цифр. Первые две цифры соответствуют году выпуска облигации (например, 1999 г. – 99), вторые две обозначают тип эмитента и облигации, последние две – номер эмиссии эмитента в году. Если номер года начинается с нуля (например, 2009 г. – 02), то первый ноль может пропускаться в номере облигации.

Эмитентам китайских облигаций присвоены следующие номера: Министерство финансов – 00 для казначейских облигаций и 17 – для сберегательных облигаций, Народный банк Китая – 01, Китайский банк развития – 02, Экспортно-импортный банк Китая – 03, Агропромышленный банк Китая – 04.

Цифрами 05–16, 18–21, 23 обозначены коммерческие банки. Цифры 30–38 обозначают эмитентов ABS&MBS, 22 – небанковские финансовые организации, 50 – облигации инвестиционных компаний, 80 – эмитентов Notional corporate bonds, 81 – коммерческие бумаги (corporate papers). Данная информация представлена в структурированном виде в Приложении 2 «Коды облигаций» (источник: Chinabond, собственные расчёты).

### **6.2. Оферты к погашению**

Существуют облигации с типом оферты “Callable” и “Puttable”, т.е. отзывные облигации и облигации, держатели которых имеют право требовать досрочного погашения облигации. Тем не менее такие опции существуют лишь у некоторых видов облигаций:

облигаций политических банков (puttable, callable), облигаций коммерческих банков (puttable, callable), облигаций национальных корпораций (puttable, callable), облигаций локальных корпораций (puttable), среднесрочных векселей (puttable, callable), облигаций малых и средних предприятий (puttable, callable) (источник: Chinabond; см. Приложение 3 «Тип оферты по типу облигаций»).

### 6.3. Общие характеристики

Облигации торгуются на межбанковском рынке, на Шанхайской фондовой бирже, на внебиржевом рынке, и некоторые торгуются одновременно на нескольких рынках. В настоящее время на рынке торгуются 5192 облигации.

	Рейтинг по количеству	Количество	Процентное отношение, %	Рейтинг по объему	Объем (100 млн юаней)	Процентное отношение, %
Межбанковский рынок	1	3833	73.83	1	179,482.9100	68,71
Кросс-рынок	2	811	15.62	2	65,064.7300	24,91
Шанхайская биржа	3	296	5.70	4	6,855.1300	2,62
Шэньчжэньская биржа	4	184	3.54	5	1,498.5300	0,57
ОТС	5	61	1.17	3	8,300.0000	3,18
Другие	6	7	0.13	6	31.0200	0,01

Источник: Китайский депозитарий государственных ценных бумаг и клиринговая компания.

Из таблицы видно, что межбанковский рынок (73,78% по количеству и 68,57% по объему) доминирует над другими рынками. На внебиржевом рынке количество облигаций (61 облигация) не очень велико, но их объем значителен (3,18%) и занимает третье место на китайском рынке в целом.

На рынке есть восемь типов инвесторов. Рассмотрим структуру рынка по типу инвесторов на основе номинала облигаций.

Структура рынка по типу инвестора	100 млн RMB	%
Всего	237569,11	
Специальные участники	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

Источник: Китайский депозитарий государственных ценных бумаг и клиринговая компания.

Наиболее крупными инвесторами являются коммерческие банки (134197,90 млн RMB, или 65,23% от рынка); страховые компании (22446,16 млн RMB, или 10,91%) и фондовые организации(19896,21 млн RMB, или 9,67%).

Однако коммерческие банки не торгуют на биржевом рынке, поэтому межбанковский рынок является наибольшим рынком в Китае.

На рынке торгуется приблизительно 19 типов рыночных инструментов. Рассмотрим статистику рынка на основе количества и объема каждого типа инструментов.

	Рейтинг по количеству	Кол-во	Процентное отношение, %	Рейтинг по объему	Объем, 100 млн юаней	Процентное отношение, %
Векселя Центрального банка	1	1476	28,43	3	28362,10	10,86
Корпоративные бумаги	2	1296	24,96	4	25167,64	9,63
Финансовые облигации	3	942	18,14	5	12485,17	4,78
Политические финансовые облигации	4	363	6,99	2	75260,63	28,81
Облигации предприятия	5	347	6,68	9	5268,10	2,02
Государственные облигации	6	223	4,30	1	78684,25	30,12
Облигации коммерческих банков	7	184	3,54	7	11818,80	4,52
Частное размещение облигации	8	72	1,39	16	65,43	0,03
Другое размещение облигаций	9	70	1,35	15	173,49	0,07
Облигации местных правительств	10	44	0,85	8	6500,00	2,49
Ценные бумаги, обеспеченные активами	11	43	0,83	14	181,04	0,07
Другие финансовые облигации	12	38	0,73	10	2544,00	0,97
Среднесрочные векселя	13	27	0,52	6	12260,00	4,69
Конвертируемые облигации	14	23	0,44	11	1279,48	0,49
Сепарабельные конвертируемые облигации	15	16	0,31	12	752,15	0,29
Облигации финансовых институтов	16	10	0,19	13	335,00	0,13
Облигации средних и малых предприятий	17	9	0,17	18	33,04	0,01
Векселя, обеспеченные активами	18	5	0,10	19	22,00	0,01
Облигации иностранных эмитентов	19	4	0,08	17	40,00	0,02

Источник: CCDC.

Видно, что гособлигация до сих пор является наиболее популярным инструментом.

На китайском рынке выпускаются как краткосрочные, так и среднесрочные и долгосрочные облигации. В таблице ниже приведена структура выпусков облигаций в 2012 г. на основе суммы количеств и номиналов. Большая часть облигаций была выпущена со сроком до погашения 3–5 лет (5735,6 млрд CNY, или 21,43%), а также от семи до девяти лет (5440,2 млрд CNY, или 20,8%). Выпуски среднесрочных и долгосрочных облигаций со сроком до погашения от семи лет составляют около 4363,5 млрд CNY, или 16,7%.

Срок до погашения	Рейтинг по количеству	Кол-во	Процентное отношение, %	Рейтинг по объему	Объем (100 млн юаней)	Процентное отношение, %
3–5 лет	1	1,297	24,88	1	57,356,82	21,93
5–7 лет	2	1,099	21,08	3	45,821,09	17,52
<= 1 год	3	998	19,14	6	17,519,02	6,7
1–3 года	4	894	17,15	4	42,756,05	16,35
7–10 лет	5	675	12,95	2	54,402,21	20,8
10–15 лет	6	157	3,01	5	21,821,91	8,35
15–20 лет	7	50	0,96	8	8,752,20	3,35
20–30 лет	8	27	0,52	7	10,656,67	4,08
>= 30 лет	9	17	0,33	9	2,405,03	0,92

Источник: CCDC.

### Заключение

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. В статье описывается китайский рынок облигаций, в том числе его история, структура, механизм, инструменты, инвесторы и другие особенности. Все эти пункты очень важны для дальнейших финансовых исследований, например исследований срочной структуры процентных ставок, ценообразования облигаций и т.д.

## Литература

1. Вахрушин И.В. Рынок ценных бумаг КНР: состояние, развитие, перспективы: Дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10. М., 2009.
2. Чайкун А.Н. Оценка уровня ликвидности облигаций на примере корпоративного и муниципального секторов: Дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10. М., 2010.
3. Шарп У.Ф. Инвестиции. М.: ИНФРА-М, 2006.
4. Alexander G., Edwards A.K., Ferri M.G. The Determinants of Trading Volume of High-Yield Corporate Bonds // *Journal of Financial Markets*. 2000. No 3. P. 177–204.
5. Amihud Y., Mendelson H. Liquidity, maturity and yields on U.S. Treasury securities // *Journal of Finance*. 1991. Vol. 46. No 4. P. 1411–1425.
6. Bond market development indicators: Financial Sector Indicators Note No 6. P. 1–10. World Bank, 2006.
7. China's corporate bond market development: lessons learned: BIS papers No 26, P. 7–10 / Bank for International Settlements / Zh. Xiaochuan. 2006.
8. Chinese Bond Markets. An Introduction / Standard and Poor's, 2009.
9. CSI Enterprise Bond Index Handbook/China Securities Index Co.
10. CSI Enterprise Bond Index Handbook/China Securities Index Co.
11. CSI maturity Classification Bond Indices/China Securities Index Co.
12. Dalla I., Khatkhate D. The Emerging East Asian Bond Market // *Finance and Development*. March 1996.
13. Developing corporate bond markets in Asia: BIS papers No 26: P. 13–26 / Bank for International Settlements / J. Gyntenberg, G. Ma, E. Remolona. 2006.
14. Development of corporate bond markets in Emerging market countries : Global Financial Stability Report. Market developments and issues / International Monetary Fund. September 2005.
15. Dimson E., Hanke B. The expected illiquidity premium: evidence from equity index-linked bonds // London Business School: Working paper, 2001.
16. Elton E., Martin J., Gruber M.J., Agrawal D., Mann C. Explaining the Rate Spread on Corporate Bonds // *Journal of Finance*. 2001. No 56. P. 247–277.
17. Emerging Europe Corporate Outlook for 2011: Fixed Income Research / Credit Swiss. 2011.
18. Fleming M. Measuring Treasury Market Liquidity // FRBNY Economic Policy Review. September 2003.

19. Gehr A.K., Martell T.F. Pricing Efficiency in the Secondary Market for Investment-Grade Corporate Bonds // *Journal of Fixed Income*. 1992. No 2. P. 24–38.
20. Guide to Russian Local Markets: Fixed Income Research / Credit Swiss. 2010.
21. Hasbrouck J., Seppi D. Common Factors in Prices, Order Flows and Liquidity // *Journal of Financial Economics*. 2001. No 59. P. 383–411.
22. Hess P. Securities Clearing and Settlement in China Markets, Infrastructures and Policy-Making // *European Central Bank Occasional Paper series*. July 2010. No 116.
23. Hong G., Warga A. An Empirical Study of Bond Market Transactions // *Financial Analysts Journal*. 2000. No 56. P. 32–46.
24. Huang H., Zhu N. The Chinese Bond Market: Historical Lessons, Present Challenges and Future Perspectives / *The Yale China Conference*. 2006.
25. Huberman G., Halka D. Systematic Liquidity // *Journal of Financial Research*. 2001. No 24. P. 161–178.
26. Longstaff F., Schwartz E. A Simple Approach to Valuing Risky Fixed and Floating Rate Debt // *Journal of Finance*. 1995. No 50. P. 789–821.
27. Procedures for Trading Book-Entry National Bonds in the OTC Market through Commercial Banks: People's Bank of China Laws.
28. Prospects for China's Corporate Bond Market: Annual Report: P. 12–15 / *Center for Pacific Basin Studies / G. Hale*. 2006.
29. Pu X. Liquidity Commnality Across the Bond and CDS Markets // *The journal of Fixed Income*. 2009. No 19. P. 26–39.
30. Regulations for Activities when Issuing Bonds in the Inter-Bank Bond Market: People's Bank of China Laws. 2007/04/21.
31. S&P/CITIC China Bond Indices. Index Methodology / *Standard & Poor's*. 2006.
32. Spiegel M.M. Developing Asian Local Currency Bond Markets: Why and How / *ADB Working Paper Series*. 2009. No 182.
33. SSE Indices Calculation & Maintenance: SSE Rules.
34. Strebulaev I. Many faces of liquidity and asset pricing: evidence from the US treasury securities market / *London Business school: Working Paper*, 2001.
35. The development of China's bond market: BIS Papers No 26 / *Bank for International Settlements / M. Huaipeng*. 2006.
36. Tondkar R.H., Peng S., Hodgdon S. The Chinese Securities Regulatory Commission and the Regulation of Capital Markets in China // *Advances in International Accounting*. 2003. Vol. 16. P. 153–174.

37. Сайт Китайского народного банка  
(<http://www.pbc.gov.cn/publish/english/963/index.html>).
38. Сайт Китайской комиссии по регулированию страховой отрасли (CIRC)  
(<http://www.circ.gov.cn/web/site45/>).
39. Сайт Китайской комиссии по регулированию ценных бумаг (CSCR)  
([http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc\\_en/](http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/)).
40. Сайт Шанхайской фондовой биржи  
(<http://www.sse.com.cn/sseportal/en/home/home.shtml>).
41. Сайт Шэньчжэньской фондовой биржи (<http://www.szse.cn/main/en/>).
42. Сайт Bloomberg (<http://www.bloomberg.com/>).
43. Сайт China Bond (<http://www.chinabond.cn>).

**Источники данных:**

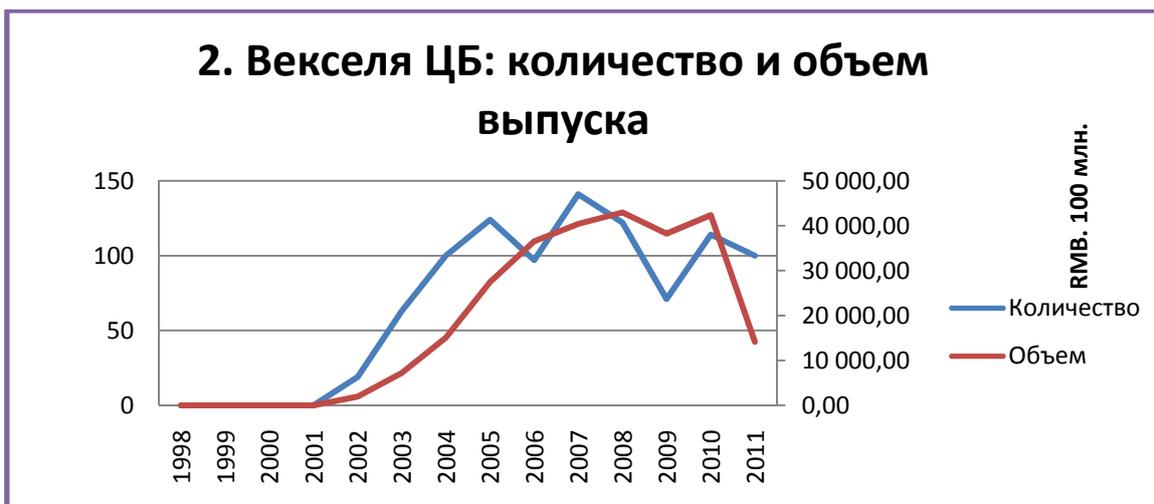
ChinaBond

Bloomberg

ММВБ

## Приложения

### Приложение 1. Динамика выпусков облигаций



#### 4. Облигации коммерческих банков: количество и объем выпуска



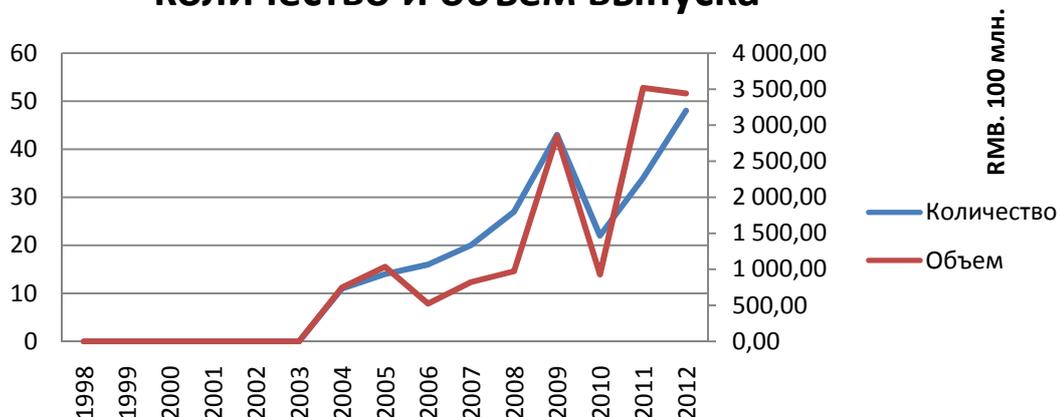
#### 5. Корпоративные облигации: количество и объем выпуска



#### 6. Облигации небанковских финансовых корпораций: количество и объем выпуска



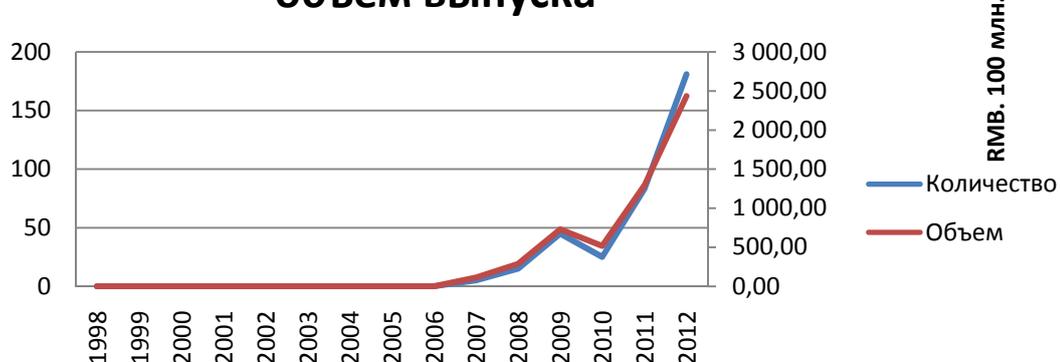
### 7. Облигации коммерческих банков: количество и объем выпуска



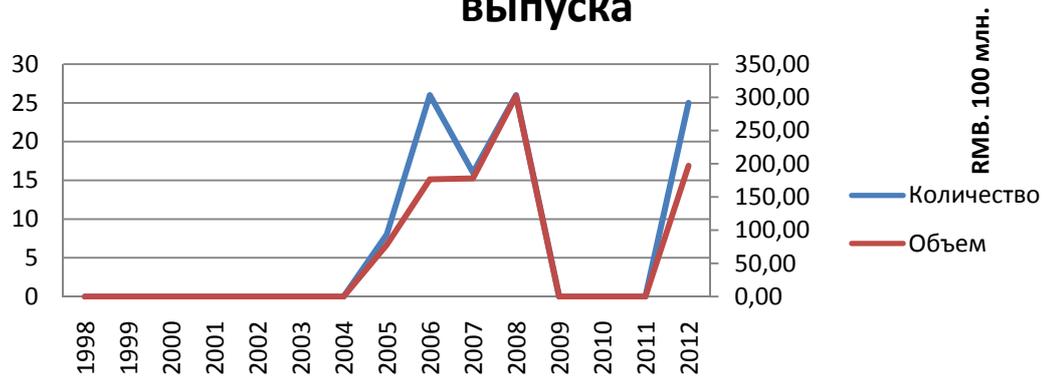
### 8. Облигации местных правительств: количество и объем выпуска



### 9. Облигации предприятия: количество и объем выпуска



### 10. ABS & MBS: количество и объем выпуска



### 11. Среднесрочные векселя: количество и объем выпуска



### 12. Коммерческие бумаги: количество и объем выпуска



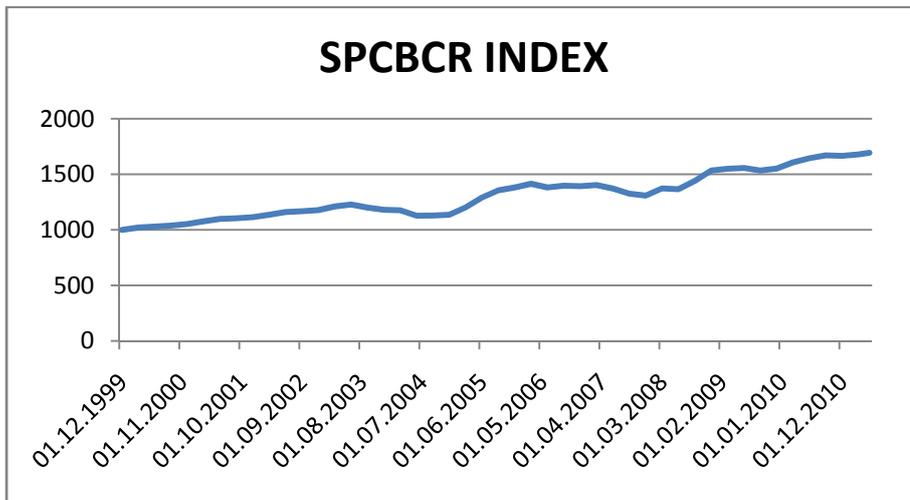
## Приложение 2. Коды облигаций

Код в номере облигации	Эмитент	Тип облигации
00	Министерство финансов	Казначейские облигации
01	Народный банк Китая	Векселя Центрального банка
02	Китайский банк развития	Облигации политических банков
03	Экспортно-импортный банк Китая	Облигации политических банков
04	Агропромышленный банк Китая	Облигации политических банков
05–16, 18–21, 23	Другие	Облигации коммерческих банков
17	Министерство финансов	Сберегательные облигации
22	Другие	Облигации небанковских финансовых организаций
30–38	Другие	ABS&MBS
50	Другие	Облигации инвестиционных компаний
80	Другие	Условные корпоративные облигации
81	Другие	Коммерческие бумаги

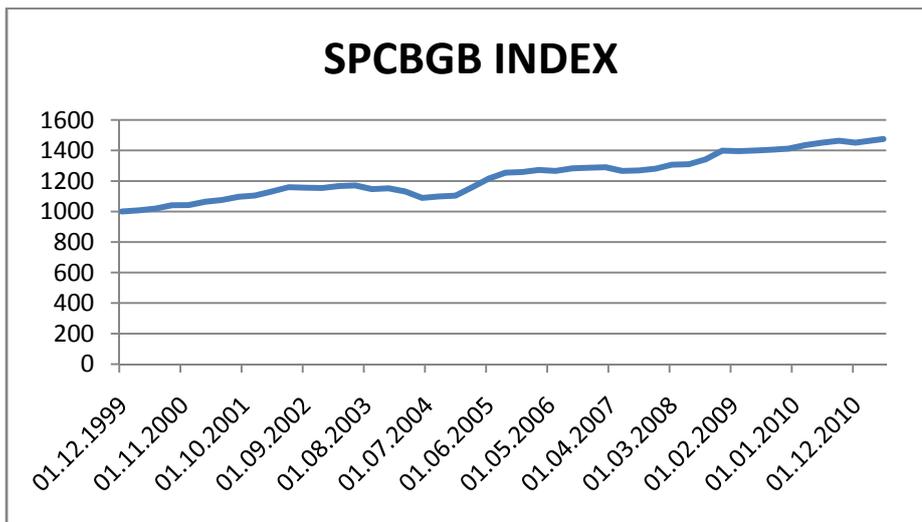
## Приложение 3. Тип оферты по типу облигаций

Тип облигации	Опционный тип/ тип оферты
Казначейские облигации	Нет
Облигации Центрального банка	Нет
Облигации политических банков	Callable
	puttable
Облигации коммерческих банков	Callable
	puttable
Облигации национальных корпораций	Callable
	Puttable
Облигации небанковских финансовых институтов	Нет
Облигации местных правительств	Нет
Облигации местных корпораций	Puttable
ABS MBS	Нет
Среднесрочные векселя	Callable
	Puttable
Облигации инвестиционных компаний	Нет
Сберегательные облигации	Нет
Облигации иностранных институтов	Нет
Объединённые облигации малых и средних предприятий	Puttable
	Callable

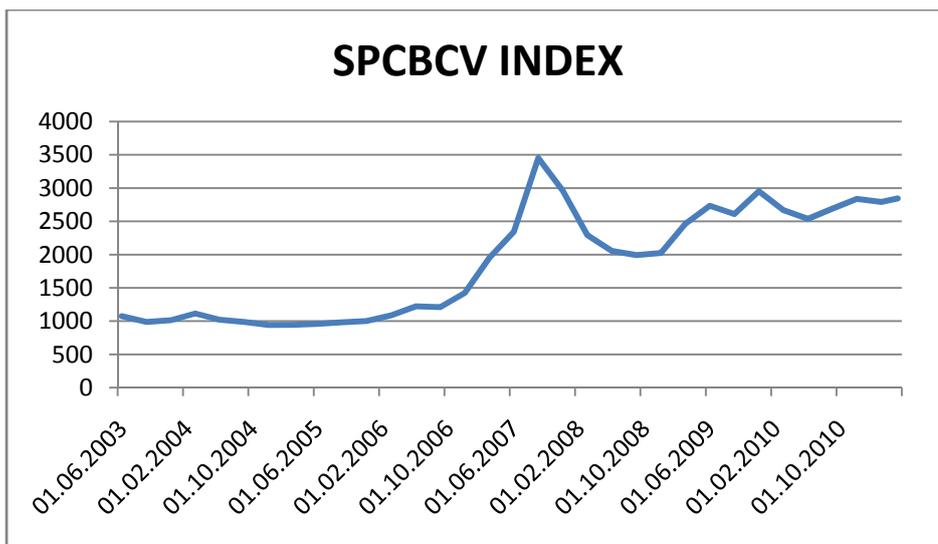
#### Предложение 4. Динамика индексов



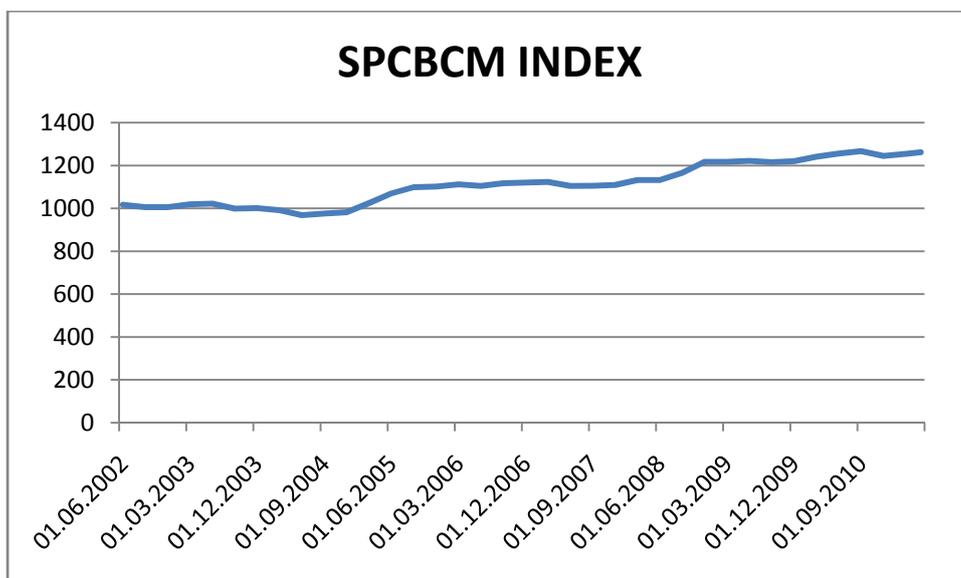
Индекс корпоративных облигаций S&P/CITIC Corporate Bond Index.  
Источник: Bloomberg.



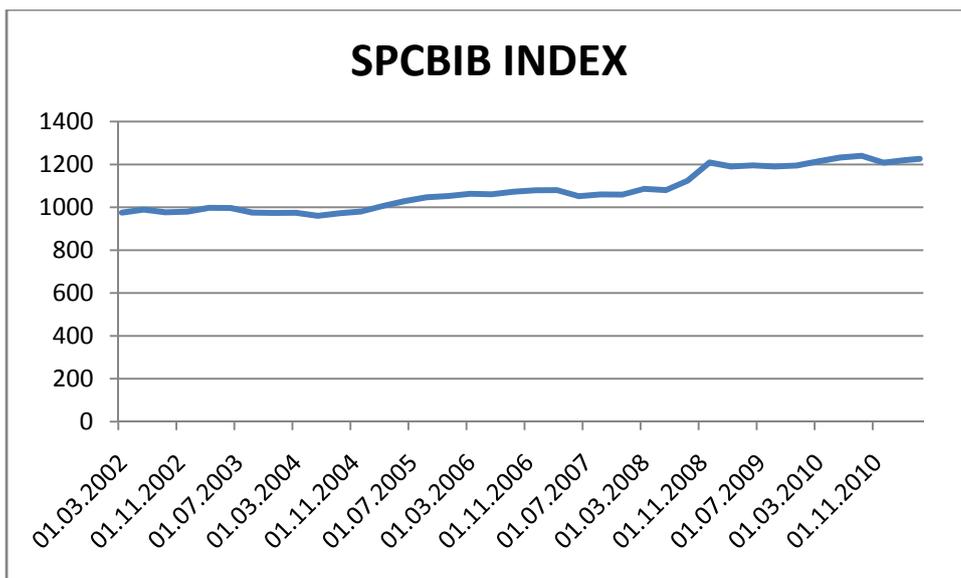
Индекс государственных облигаций S&P/CITIC Government Bond Index.  
Источник: Bloomberg.



Индекс конвертируемых облигаций S&P/CITIC Convertible Bond Index.  
 Источник: Bloomberg.



Композитный индекс облигаций S&P/CITIC Composite Bond Index.  
 Источник: Bloomberg.



Межбанковский индекс облигаций S&P/CITIC Inter-Bank Bond Index.  
*Источник: Bloomberg.*

*Препринт WP16/2013/01*  
*Серия WP16*  
*Финансовая инженерия,*  
*риск-менеджмент и актуарная наука*

Афони́на Светла́на Генна́дьевна, Ван Цзя́н,  
Лапши́н Викто́р Алекса́ндрович

**Общий обзор китайского рынка облигаций**