

DOI: 10.24411/2221-3279-2020-10017

АЗИАТСКИЙ РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ В НАЦИОНАЛЬНЫХ ВАЛЮТАХ И КИТАЙ

Валентина Вильевна Кузнецова

*Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова,
Москва, Россия*

<p>Информация о статье:</p> <p><i>Заявлено к публикации:</i> 21 октября 2019</p> <p><i>Поступила в редакцию:</i> 10 февраля 2020</p> <p><i>Принята к печати:</i> 5 марта 2020</p>	<p>Аннотация: В статье рассмотрен процесс реализации усилий правительств стран-членов АСЕАН+3 по развитию регионального облигационного рынка. Показано, какие инициативы и меры выдвигались на разных этапах продвижения Инициативы по развитию азиатских облигационных рынков в национальных валютах. Постепенный и гибкий подход позволил странам-участницам сформировать гибкие институциональные основы Инициативы, позволяющие учитывать разный уровень финансового развития вовлеченных экономик. В статье показана двойственная роль Китая в развитии регионального рынка облигаций в национальных валютах: как центра притяжения и как конкурент.</p>
<p>Об авторе: к.и.н., доцент, кафедра мировой экономики и управления внешнеэкономической деятельностью, факультет государственного управления, МГУ имени М.В. Ломоносова</p> <p>e-mail: vkuz_55@mail.ru</p>	
<p>Ключевые слова: АСЕАН+3; Китай; облигационный рынок; финансовая инфраструктура; финансовая интеграция</p>	

В период после глобального финансового кризиса (ГФК) экономики азиатского региона растут быстрее, чем в других регионах мира. В то же время экономики региона сталкиваются с рядом серьезных проблем структурных, инфраструктурных, экологических, социальных проблем¹, для решения которых требуются значительные инвестиции. Азиатский финансовый (1997-1998) кризис вскрыл риски, обусловленные чрезмерной зависимостью национальных экономик от краткосрочного долга, номинированного в иностранной валюте. Одним из важных вариантов привлечения необходимых инвестиций политики стран-членов

АСЕАН+3 признали развитие регионального облигационного рынка. Первоначально предполагалось, что развитие рынков облигаций в национальных валютах позволит странам-членам организации получить альтернативный источник фондирования по сравнению с банковскими кредитами, номинированными в иностранной валюте; снизить уязвимости платежных балансов в случае неожиданных и значительных изменений в трансграничных потоках капиталов; а также будет способствовать региональному финансовому сотрудничеству и интеграции. За прошедший период объем регионального рынка долговых инструментов, номинированных в национальных валютах, многократно вырос: за 2000-2018 гг. доля совокупного объема облигационных рынков в национальных валютах в КНР, Гонконге, Индии, Южной Корее, Малайзии, Филиппинах, Сингапуре, Таиланде и Вьетнаме в

¹ Asia and the Pacific SDG Progress Report 2019 / UN, ESCAP (Economic and Social Commission for Asia and Pacific), 2019, 73 p. Mode of access: https://www.unescap.org/sites/default/files/publications/ESCAP_Asia_and_the_Pacific_SDG_Progress_Report_2019.pdf

региональном ВВП увеличилась более чем в 2 раза².

В то же время формирование единого регионального облигационного рынка сдерживает множество факторов, включая сильную дифференциацию стран-участниц по уровню социально-экономического и финансового развития, медленная унификация правового регулирования и стандартов эмиссий, отставание развития инфраструктуры рынка³.

В статье суммируются основные направления по продвижению региональной финансовой интеграции, выделены ограничители развития рынка, показана роль Китая в этом процессе.

Формирование азиатского облигационного рынка

Инициатива по развитию азиатских облигационных рынков (ИАОР) была запущена в декабре 2002 г. в рамках АСЕАН+3. Для реализации ИАОР Азиатский банк развития (АБР) был наделен широкими полномочиями. Он стал выполнять функции Секретариата инициативы; а также органа: осуществляющего текущий мониторинг ситуации на облигационных рынках в регионе; обеспечивающего информационное сопровождение для участников рынка; оказывающего техническую поддержку странам-участникам; проводящего регулярные обследования в целях выявления барьеров и ограничений, мешающих развитию облигационных рынков в местных валютах⁴.

Период, прошедший с момента начала реализации ИАОР, можно подразделить на три этапа. В течение первого этапа (2002-2008 гг.) страны-участницы основное внимание уделяли созданию основ национальных облигационных рынков и строительству соответствующей инфраструктуры. В частности, на этом этапе для стимулирования спроса на облигации в национальных валютах был запущен специальный информационный сайт. Эксперты АБР проводили исследования, целью которых было выявление наиболее значимых ограничителей трансграничных сделок с облигациями в национальных валютах, включая валютно-обменные сделки и расчеты.

На втором этапе (2008-2012 гг.) были выделены четыре основных направления развития ИАОР, которые затем детализировались в среднесрочных дорожных картах по следующим направлениям:

- 1) стимулирование эмиссии номинированных в национальных валютах облигаций, т.е. создание условий, способствующих увеличению предложения суверенных и корпоративных облигаций, номинированных в национальных валютах;
- 2) поощрение спроса на такие облигации, т.е. формирование условий, способствующих притоку инвесторов, прежде всего, региональных;
- 3) повышение эффективности правового регулирования и надзора;
- 4) улучшение инфраструктуры облигационного рынка.

Дорожные карты отражают консенсусный подход стран-участниц по развитию ИАОР в течение 3 лет. Дорожные карты не содержат конкретных показателей, которых странам-членам следовало бы достичь к определенному времени, они лишь рекомендуют правительствам стран-участниц реализовать зафиксированные в документах меры. Каждые 3-4 года секретариат ИАОР проводит обследования для оценки степени реализации дорожных карт. На основе полученных результатов принимаются решения о том, какие меры следует включить в новую дорожную карту.

На третьем этапе (с 2012 г.) страны-участницы детализировали меры, какие пред-

² Amamiya, M. Development of Asia's Capital Markets: Roles and Challenges / Bank of Japan, October 2019, p. 1. Mode of access: <https://www.bis.org/review/r191010b.pdf>

³ Asia and the Pacific SDG Progress Report 2019 / UN, ESCAP (Economic and Social Commission for Asia and Pacific), 2019, 73 p. Mode of access: https://www.unescap.org/sites/default/files/publications/ESCAP_Asia_and_the_Pacific_SDG_Progress_Report_2019.pdf

⁴ The Asian Bond Markets Initiative Policy Maker Achievements and Challenges / Asian Development Bank, 2017, p. 1-2. Mode of access: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/322536/asian-bond-markets-initiative.pdf>

стоит осуществить по указанным выше четырем направлениям. С 2012 г. ответственность за реализацию мер дорожной карты закреплена за 4 разными группами экспертов и также была создана группа технической поддержки и координации. В результате были заложены институциональные основы развития регионального облигационного рынка (см. Рис. 1).

Рисунок 1

Текущая институциональная структура ИАОР⁵



Fig. 1. The Current Institutional Structure of the Asian

Примечания:

Группа экспертов¹, отвечающая за увеличение предложения облигаций, номинированных в местных валютах. Ее работу возглавляют представители КНР и Таиланда;

Группа экспертов², уполномоченная за стимулирование спроса на облигации, номинированных в местных валютах. Ее работу возглавляют представители Японии и Сингапура;

Группа экспертов³, ответственная за улучшение регулирования. Ее работу возглавляют представители Японии и Малайзии;

Группа экспертов⁴, отвечающая за совершенствование инфраструктуры рынков облигаций, номинированных в местных валютах. Ее работу возглавляют представители Южной Кореи и Филиппин;

Группа экспертов⁵, оказывающих техническую поддержку правительствам стран-членов: группа также выполняет координирующие функции. Ее работу возглавляют представители Брунея, Лаоса и Вьетнама.

Группы экспертов несут ответствен-

ность за конкретные направления развития регионального облигационного рынка (см. Табл. 1)⁶.

С 2012 г. закрепление за конкретными странами руководства групп экспертов оставалось неизменным, а смена общего руководства ИАОР происходит ежегодно. Такая институциональная структура закрепляет, с одной стороны, коллективную ответственность стран-участниц за достижение целей ИАОР, а с другой, позволяет главам отдельных групп экспертов осуществлять непосредственный контроль за реализацией согласованных мер в течение продолжительного периода времени.

Таблица 1

Распределение сфер ответственности за группами экспертов

Номер Группы	Общие задачи	Текущие приоритеты
1	– развитие гарантийных операций в целях повышения доверия инвесторов к региональным облигациям в местных валютах; – разработка и предложение инновационных схем финансирования инфраструктуры облигационных рынков; – развитие, углубление и повышение эффективности рынков производных инструментов в целях снижения рисков эмитентов и инвесторов.	– расширение возможностей регионального гарантийного фонда; – диверсификация его операций, в т.ч. совместно с другими наднациональными финансовыми институтами и частным сектором; – расширение использования «зеленых» облигаций, доходы от размещения которых могут использоваться для финансирования масштабных инфраструктурных проектов.
2	– развитие рынков суверенных облигаций в валютах стран-участниц ИАОР, рынков РЕПО с такими облигациями, а также кредитования данными инструментами; – расширение перечня потенциальных инвесторов, включая региональных институциональных инвесторов; – поощрение трансграничных сделок с региональными облигациями в местных валютах.	– поддержка операций информационного портала <i>AsianBondOnline</i> ; – продолжение реформ, нацеленных на стабилизацию региональных облигационных рынков; – развитие рынков суверенных облигаций; – стимулирование притока региональных сбережений в облигации в местных валютах; – развитие рынков обеспеченных облигаций, доходы от размещения которых могут направляться на финансирование жилищного строительства.

⁵ Good Practices for Developing a Local Currency Bond Market: Lessons from the ASEAN+3 Asian Bond Markets Initiative/Asian Development Bank, May 2019, p. 134. Mode of access: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/499671/developing-lcy-bond-market.pdf> Bond Markets

⁶ The Asian Bond Markets Initiative Policy Maker Achievements and Challenges/Asian Development Bank, 2017, pp. 5-8. Mode of access: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/322536/asian-bond-markets-initiative.pdf>

Номер Группы	Общие задачи	Текущие приоритеты
3	<ul style="list-style-type: none"> – разработка и внедрение унифицированной программы эмиссий облигаций; – стандартизация процедур заключения сделок с облигациями в местных валютах и обмена информацией о них; – расширение информационной прозрачности операций и доступа к общей информационной платформе; – повышение эффективности и унификация процедур банкротств 	<ul style="list-style-type: none"> – стимулирование увеличения трансграничных сделок с облигациями в местных валютах; – интеграция национальных облигационных рынков; – переход на подготовку финансовой отчетности по международным стандартам ISO 20022;
4	<ul style="list-style-type: none"> – развития инфраструктуры рынка облигаций в местных валютах; – формирование региональной системы кредитного рейтингования; – повышения финансовой грамотности участников. 	<ul style="list-style-type: none"> – улучшение инфраструктуры трансграничных операций; – расширение перечня возможных обеспечений сделок; – унификация практик национальных рейтинговых агентств
5	Оказание правительствам стран-участниц технической поддержки в развитии национальных облигационных рынков, включая помощь в разработке норм национального регулирования облигационного рынка.	

Table 1. Distribution of Responsibilities for Expert Groups

Дополнительные инициативы по продвижению ИАОР

Фонд кредитных гарантий и инвестиций (ФКГИ). Для стимулирования инвестиций в облигации, номинированные в валютах стран-членов ИАОР, в 2010 г. был создан ФКГИ в форме трастового фонда АБР, назначение которого гарантировать инвесторам погашение займа в случае дефолта эмитента. Создание ФКГИ преследовало несколько целей: 1) расширение доступа фирм с инвестиционным кредитным рейтингом на азиатские облигационные рынки и удлинение срочности облигационных эмиссий; 2) усиление связей между национальными облигационными рынками для формирования общего регионального рынка; 3) снижение зависимости региональных эмитентов от краткосрочных банковских кредитов, номинированных в иностранных валютах;

4) минимизация уязвимости региона от неожиданных и масштабных изменений в потоках трансграничных капиталов. ФКГИ, предоставляя большую кредитную защиту региональным эмитентам, не имеющим инвестиционного кредитного рейтинга, позволяет региональным институциональным инвесторам инвестировать в соответствующие инструменты. Первоначальный капитал ФКГИ составлял 700 млн долл. В декабре 2017 г. был утвержден план по наращиванию капитала ФКГИ до 1,2 млрд долл. К сентябрю 2019 г. 7 участников ИАОР, включая АБР, полностью оплатили свои взносы. В результате капитал ФКГИ достиг 1,0583 млрд долл.⁷

На начальном этапе деятельности ФКГИ при выделении гарантий исходил из уровня леввереджа 1:1. По мере расширения операций уровень леввереджа был повышен до 1:1,25, т.е. ФКГИ способен предоставлять гарантии в объеме 1,75 млрд долл. ФКГИ проводит взвешенную гарантийную политику: по облигационным выпускам, номинированным в местных валютах, региональных компаний-эмитентов, не имеющих инвестиционного кредитного рейтинга, ФКГИ предоставляет гарантии в объеме 100% выпуска, а компаниям, получившим инвестиционный кредитный рейтинг, – в объеме 50-70%⁸.

В 2016 г. ФКГИ совместно с АБР предоставил кредитные гарантии под выпуск Первого проекта климатических облигаций (*Climate Project Bond*), сертифицированных *Climate Bond Initiative* для Восточной Азии на сумму в 10,7 млрд долл. сроком на 10 лет. Облигации были выпущены *AP Renewables Inc.* для развития геотермальных энергетических мощностей на Филиппинах. Реализация данного проекта преследовала двоякие цели: оказание поддержки развитию рынка облигаций Филиппин и продвижение

⁷ CGIF Raises Capital from the Asian Development Bank / Credit Guarantee and Investment Facility (CGIF), September 2019. Mode of access: <http://www.cgif-abmi.org/wp-content/uploads/2019/09/Paid-in-Capital-Increase-Press-Release-12-September-2019-ADB.pdf>

⁸ 2020 Credit Guarantee and Investment Facilities / Credit Guarantee and Investment Facility (CGIF). Mode of access: <http://www.cgif-abmi.org/guarantee-portfolio-table/>

зеленых облигаций в местных валютах как источника финансирования развития инфраструктуры с тем, чтобы ЮВА стала регионом с низким выбросом углерода.

Для поддержки схем привлечения финансирования с облигационных рынков для строительства инфраструктуры в странах-участницах ИАОР, правительство Таиланда приняло нормативные акты, позволяющие суверенным эмитентам, не имеющим инвестиционного суверенного кредитного рейтинга, размещать свои облигации на национальном рынке. Это сделало возможным, например, для Лаоса эмитировать суверенные облигации для финансирования его внутренних инфраструктурных проектов. Первый выпуск суверенных трансграничных облигаций был проведен в 2013 г. На конец 2015 г. правительство Лаоса разместило 4 подобных транша облигаций. Последний из них выпуск был на 12 млрд батов и стал первым, получившим суверенный рейтинг.

Одновременно функционирование ФКГИ способствует расширению базы региональных инвесторов, гармонизации стандартов и практик эмиссии облигаций в рамках АСЕАН+3, а тем самым и региональной интеграции финансового рынка.

Расширение информационной открытости. В целях расширения базы инвесторов, прежде всего региональных, на информационном портале *AsianBondsOnline*⁹ приводятся разнообразные данные о торговой динамике, кредитных рейтингах, результатах исследований, а также описана пошаговая процедура механизмов покупки и трейдинга ценными бумагами азиатских правительств. На портале представлена информация о кастодианах, рейтинговых агентствах, регистраторах и других организациях, образующих инфраструктуру облигационного рынка, правовых и регуляторных нормах, характеристиках внутренних облигационных рынков, торговой рыночной инфраструктуре на конкретных рынках.

Форум азиатского облигационного рынка (ФАОР). В мае 2010 г. был образован ФАОР. Его предназначение – ускорение стандартизации рыночных практик и регу-

лирования, регламентирующих трансграничные сделки с облигациями в регионе, а также поощрение и координация интеграции региональных рынков с мировыми рынками.

ФАОР состоит из двух площадок: назначение первой – разработка рекомендаций по правилам эмиссии облигаций в различных валютах (*Multi-Currency Bond Issuance Framework, AMBIF*), а второй – стандартизация потоков и типов финансовых сообщений о сделках, применение международных стандартов для взаимного обмена электронными данными между финансовыми институтами (*ISO 20022*). Благодаря работе первой был разработан механизм, позволяющий квалифицировать эмитентов из АСЕАН+3 для выпуска облигаций в любой стране-участнице ИАОР, а также стандартный набор документов и четко определенные процедуры эмиссии. Первый пилотный выпуск таких облигаций был размещен 28 сентября 2015 г. в Таиланде объемом 3 млрд батов, сроком на 3 года и купонной ставкой 2,33%.

В 2003 г. на встрече глав центральных банков¹⁰ было принято решение о создании Азиатского облигационного фонда 1 объемом в 1 млрд долл. Его создание позволило участникам ИОАР инвестировать в номинированные в долларах суверенные облигации стран-членов АСЕАН+3 за исключением обязательств Австралии, Японии и Новой Зеландии.

В 2005 г. был создан Азиатский облигационный фонд 2 для инвестирования в облигации в национальных валютах, выпущенных суверенными и квазисуверенными эмитентами. Его назначение: предоставить инвесторам низко затратный продукт в форме пассивно управляемых индексных облигационных фондов, расширить базу инвесторов, выявлять ограничения развития

¹⁰ Central Banks Executives' Meeting of East Asia-Pacific (EMEAP) – кооперативная организация ЦБ и органов денежного регулирования в АТР. Она состоит из ЦБ 11 стран: Reserve Bank of Australia, People's Bank of China, Hong Kong Monetary Authority, Bank Indonesia, Bank of Japan, the Bank of Korea, Bank Negara Malaysia, Reserve Bank of New Zealand, Bangko Sentral ng Pilipinas, Monetary Authority of Singapore, and Bank of Thailand.

облигационного рынка, выступать катализатором реформ регулирования и улучшения рыночной инфраструктуры в регионе. Как катализатор развития регионального облигационного рынка Азиатский облигационный фонд 2 призван способствовать:

- отмене налога на доход от вложений в облигации в местных валютах для инвесторов-нерезидентов;
- улучшению регулирования биржевых индексных фондов (*ETFs*);
- дальнейшей либерализации правил валютно-обменных операций;
- совершенствованию инфраструктуры облигационного регионального рынка;
- снижению риска трансграничных расчетов между странами-участницами ИАОР по облигационным транзакциям;
- поощрению принятия документации, соответствующей лучшей международной практике;
- введению набора обоснованных, репрезентативных и открытых облигационных индексов.

Стимулирование трансграничных сделок с облигациями в национальных валютах. Опираясь на европейский опыт, в 2008 г. была создана группа экспертов по развитию трансграничных сделок с облигациями в национальных валютах и проблемам расчетов. Цель ее деятельности – разрабатывать рекомендации правительствам стран-участниц ИАОР по проблемам клиринга и расчетов по развитию регионального облигационного рынка и интеграции национальных облигационных рынков. В сфере ее ответственности: 1) оценка возможных вариантов организации деятельности посредников в расчетах/поставках по сделкам с облигациями в местных расчетах; 2) выявление барьеров, сдерживающих развитие трансграничных облигационных сделок. В состав группы входят представители 17 региональных и 9 международных институтов-членов, включая институты инфраструктуры облигационного рынка. В качестве секретариата ИАОР АБР предоставляет группе техническую поддержку.

Форум инфраструктуры трансграничных расчетов (ФИТР). Основные направления деятельности ФИТР – создание

регионального расчетного посредника по трансграничным облигационным сделкам и унификация практик кредитного рейтингования. В 2006 г. 4 центральных банка стран-членов АСЕАН образовали Азиатскую платежную сеть (АПС) (*Asian Payment Network, APN*) в целях создания общей расчетно-платежной платформы¹¹. В настоящее время АПС объединяет 12 операторов карточных платежных систем из 11 стран: *PayNet* (Малайзия), *NETS* (Сингапур), *KFTC* (Южная Корея), *ITMX* (Таиланд), *Artajasa u Rintis* (Индонезия), *Bancnet* (Филиппины), *NAPAS* (Вьетнам), *NTT Data* (Япония), *UPI* (Китай), *Cuscal* (Австралия), *Paymark* (Новая Зеландия). Основным конкурентом только создаваемой платформы выступает китайская *AliPay*.

По первому направлению создания регионального платежного посредника был согласован подход, согласно которому центральным банкам и кастодианам стран-участниц в среднесрочном периоде предстояло перейти на валовые расчеты в режиме реального времени между центральными депозитариями ценных бумаг. В 2017 г. операторы ведущих платежных систем АСЕАН подписали меморандум о создании региональной системы трансграничных платежей в режиме реального времени (создании региональной платежной экосистемы) к 2025 г.¹²

Исследование, проведенное Банком Японии и Органом денежного регулирования Гонконга, показало, что расчеты по сделкам с облигациями в местных валютах, проводимые по корреспондентским счетам уполномоченных посредников в центральных банках, соответствуют международным стандартам «поставки против платежа».

Инфраструктура регионального рынка облигаций в местных валютах, прежде

¹¹ Payment Tie-ups between ASEAN Nations Are up for Discussions / ASEAN Today, January 2018. Mode of access: <https://www.aseantoday.com/2018/01/payment-tie-ups-between-asean-nations-are-up-for-discussions/>

¹² Bannister D. ASEAN Initiatives Seek to Leverage Real-Time Payments for Innovation / OVUM, 2018, 17 p. Mode of access: <https://www.aciworldwide.com/-/media/files/collateral/trends/asean-initiatives-seek-to-leverage-real-time-payments-for-innovation.pdf>

всего, расчетов/поставок, развивается по двум направлениям. Первое направление – совместные усилия центральных банков Индонезии, Малайзии и Таиланда по развитию в регионе расчетов в национальных валютах, в т.ч. по сделкам с облигациями. Двустороннее соглашение между Банком Малайзии и Банком Таиланда было заключено в 2016 г., между Банком Малайзии и Банком Индонезии, а также между Банком Таиланда и Банком Индонезии – в 2017 г. Центральные банки отбирают уполномоченные банки и гарантируют, что они будут проводить валютно-обменные операции на основе двусторонних котировок валют. Уполномоченные банки помимо широкого спектра посреднических услуг обязаны проводить обменные операции, выставляя котировки покупки/продажи региональных валют, а взаимные расчеты по требованиям и обязательствам в региональных валютах осуществлять по корреспондентским счетам в национальных центральных банках. К национальным расчетно-платежным системам также подключены депозитарии в данных странах. В результате формируется региональная сеть расчетов/поставок по сделкам с облигациями в национальных валютах.

Второе направление развивает КНР. КНР запустила систему Stock Connect, позволяющую проводить расчеты/поставки по сделкам с активами на трех биржах – Гонконгской, Шанхайской и Шэньчжэньской. Через данную платформу в 2018 г. заключались сделки с более 2 тыс. торгуемыми акциями. С 2017 г. функционирует система *Bond Connect*, позволяющая зарубежным инвесторам дистанционно инвестировать во внутренние китайские облигации без получения квоты для иностранного инвестора. Уже к концу года к платформе подключились 425 институциональных инвесторов¹³, на конец 2018 г. – 506, а на середину 2019 г. – 1038 из 29 стран, в т.ч. 62

¹³ Will China's Presence in Global Bond Markets Distinguish It from Fellow EMs? / Portfolio Adviser, July 3, 2019. Mode of access: <https://portfolio-adviser.com/will-chinas-presence-in-global-bond-markets-distinguish-it-from-fellow-em/>

из 100 ведущих глобальных управляющих активов¹⁴.

По результатам изучения региональных транзакционных потоков и расчетной инфраструктуры, проведенного экспертами Азиатского облигационного фонда 2, ФАОР разработал несколько рекомендаций странам-участницам ИФОР на предстоящий период:

1. улучшить процессинг прямых региональных сделок с облигациями через переход к общим стандартам операций;
2. следовать установленному Банком международных расчетов принципу «ставка против платежа» в расчетах по сделкам с ценными бумагами, номинированными в региональных валютах;
3. разработать дорожную карту стандартизации для операций с облигациями в региональных валютах;
4. ввести в обычную практику принятые международные стандарты функционирования финансовой инфраструктуры.

В 2001 г. в регионе была создана Ассоциация рейтинговых агентств Азии (АРАА). Ассоциация помогает странам-участницам применять лучшие практики и общие стандарты для улучшения качества рейтингования и сопоставимости рейтингов в регионе. В перспективе предполагается, что рейтинговые агентства стран-участниц ИАОР будут применять единые стандарты рейтингования.

Развитие национальных облигационных рынков. С этой целью эксперты группы технической поддержки ИАОР помогают правительствам развивающихся экономик-участниц ИАОР в развитии долгового рынка. К настоящему времени Камбоджа и Индонезия получили по 6 проектов технической поддержки, Лаос – 5, Мьянма – 2, Филиппины – 4¹⁵. Так, в Индонезии экспер-

¹⁴ Bond Connect Recognized Globally amid 2nd Anniversary / Global China Daily. July 2019. Mode of access: <http://global.chinadaily.com.cn/a/201907/05/WS5d1edd5ba3105895c2e7be57.html>

¹⁵ The Asian Bond Markets Initiative Policy Maker Achievements and Challenges / Asian Development Bank, 2017, p. 4. Mode of access: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/322536/asian-bond-markets-initiative.pdf>

Рисунок 2

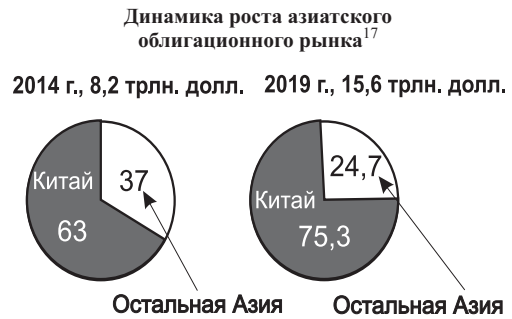


Fig. 2. The Growth Dynamics of the Asian Bond Market

ты группы помогали правительству разработать дорожную карту по развитию облигационного рынка, ввести систему первичных дилеров, укрепить систему расчетов по ценным бумагам, реструктурировать и повысить качество портфеля государственных ценных бумаг, усовершенствовать правовое регулирование эмиссии суверенных «сукук» (исламских облигаций) и развить трансграничный механизм для государственных облигаций и инструментов сукук. В Камбодже эксперты группы помогали правительству подготовить дорожную карту по развитию облигационного рынка, разработать нормативные акты, регламентирующие операции с государственными ценными бумагами и корпоративными облигациями, а также участвовали в разработке программ подготовки специалистов, ответственных за регулирование долгового рынка. В Лаосе эксперты группы консультировали правительство по разработке дорожной карты развития облигационного рынка, первичного и вторичного рынков государственных ценных бумаг (включая регулирование этих рынков), усилению системы расчетов по государственным ценным бумагам.

Роль Китая

На середину 2019 г. объем облигационного рынка стран-участниц ИАОР достиг 15 трлн долл., демонстрируя рост в 14% в год. Китай – региональный лидер по объему облигационного рынка, доля страны составляла 75,3% (см. Рис. 2).

На азиатском облигационном рынке доминируют государственные облигации (9,3 трлн долл.), в то время как объем корпоративного долга достиг 5,8 трлн долл. Облигационный рынок Таиланда является крупнейшим среди стран-членов АСЕАН (398,6 млрд долл.), а рынок исламских облигаций (сукук) в Малайзии – крупнейшим среди стран с формирующимися рынками Восточной Азии. Объем регионального рынка облигаций в местных валютах достиг 81,4% регионального ВВП¹⁶.

¹⁶ Asia Bond Monitor / ADB, June 2019, Mode of access: https://asianbondsonline.adb.org/documents/abm_jun_2019.pdf

Большая часть азиатских инвестиций в азиатские долговые портфели исходит из Гонконга, КНР, Японии и Сингапура, на их долю приходится 82,9% совокупных внутрирегиональных инвестиций в долг. Не смотря на потенциальный риск делевереджа в КНР, большая часть портфельных долговых инвестиций из Гонконга и КНР возвращается в КНР. Эмиссионная активность в 2018 г. была движима потребностью во внешнем финансировании китайских континентальных компаний и спросом иностранных компаний на фондирование в жэньминьби для поддержания их бизнеса и инвестиций в КНР.

Отраслевая структура эмитентов оффшорных облигаций, номинированных в жэньминьби, разнообразна – от ТНК до китайских компаний и компаний, ведущих бизнес в Гонконге. Оценки показывают, что на рынке сложилась четкая корреляция между эмиссией оффшорных облигаций, номинированных в жэньминьби, и зарубежными прямыми инвестициями китайских компаний.

Расчеты экспертов Банка международных расчетов показали, что влияние КНР на азиатские финансовые рынки сопоставимо с влиянием США в обычной ситуации. Но в кризисные периоды до последнего времени американская политика оказывала более

¹⁷ Mainland China-Hong Kong Bond Market Connect / Matthes Asia, March 2017. Mode of access: <https://us.matthewsasia.com/perspectives-on-asia/market-updates/matthews-asia-perspectives-view/article-1236/Mainland-China-Hong-Kong-Bond-Market-Connect.fs>

заметное воздействие¹⁸. Влияние политики США передается по нескольким каналам: процентный, принятие риска, ребалансировки портфелей, политические меры и ожидания инвесторов. Воздействие КНР проявляется через несколько иные каналы: ребалансировку портфелей, прямые инвестиции, торговые связи, кредитные программы, курсовую политику. Влияние ситуации на китайском рынке акций и колебаний жэньминьби на азиатские облигационные рынки постепенно растет, но при этом внутренний облигационный рынок КНР остается во многом изолированным от глобальных и регионального рынков. В целом, США остаются доминирующим фактором, вытесняющим инвестиции из региона, а КНР становится ключевым центром регионального притяжения¹⁹.

Китайская финансовая система – крупнейшая в регионе, но не смотря на ускоренное развитие рынков капитала в ней по-прежнему доминируют банки как финансовые посредники. Проводимая китайскими регуляторами политика на формирование «многоуровневого рынка капиталов»²⁰ выступает катализатором одновременно нескольких трендов:

1. «Идти вовне!». Привлекаемое с оффшорных рынков фондирование в жэньминьби китайские компании часто направляют на прямые зарубежные инвестиции, главным

образом, в страны, у которых сложились тесные экономические связи с КНР.

2. При формальном соблюдении международных стандартов внутри страны привлечение фондирования с оффшорных рынков позволяет национальным компаниям продолжать деятельность при «мягких» бюджетных ограничениях и не принимать чрезмерные валютные риски в условиях усиления волатильности на международных валютных рынках.

В апреле 2019 г. китайские государственные (суверенные) облигации и облигации политических банков, номинированные в жэньминьби, впервые были включены в *Bloomberg Barclays Global Aggregate Index*. Процесс их учета при расчете индекса растянут на 20 мес. После завершения переходного периода китайские облигации, номинированные в жэньминьби, станут четвертыми крупнейшими по объему в мире долговыми активами²¹. По оценкам экспертов, это может стать важным фактором как большей интеграции Китая в мировую финансовую систему, так и ускорения региональной финансовой интеграции²². Более того, если Китай завершит проводимые финансовые реформы, устранив валютные ограничения и откроет для зарубежных инвесторов внутренние финансовые рынки, то доходности по китайским суверенным облигациям, номинированным в жэньминьби, могут заменить *LIBOR* в качестве общепризнанного показателя доходности по безрисковому активу²³.

¹⁸ Asia and the Pacific SDG Progress Report 2019 / UN, ESCAP (Economic and Social Commission for Asia and Pacific), 2019, 73 p. Mode of access: https://www.unescap.org/sites/default/files/publications/ESCAP_Asia_and_the_Pacific_SDG_Progress_Report_2019.pdf

¹⁹ Chan E., et al. Local Currency Bond Markets and the Asian Bond Fund 2 Initiative // BIS Papers, 2012, № 63. Mode of access: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap63f.pdf>; Chang Shu, Dong He, Wang Honglin. Regional Pull vs Global Push Factors: China and US Influence on Asia-Pacific Financial Markets / BIS, June 2016, p. 8. Mode of access: https://www.bofit.fi/globalassets/bofit/tutkimus/konferenssit-ja-tyopajat/2016/china2016/financial_spillover_jun2016_final.pdf

²⁰ Li Keqiang. Report on the Work of the Government. 2018 / China.org.cn, March 2019. Mode of access: http://www.china.org.cn/china/NPC_CPPCC_2019/2019-03/16/content_74578930.htm

²¹ Will China's Presence in Global Bond Markets Distinguish It from Fellow EMs? / Portfolio Adviser, July 3, 2019. Mode of access: <https://portfolio-adviser.com/will-chinas-presence-in-global-bond-markets-distinguish-it-from-fellow-em/>

²² The Future of China's Bond Market. Ed. By A. Schipke, M. Rodlauer, Z. Longmei / IMF, 2019, 438 p. Mode of access: https://www.elibrary.imf.org/doc/IMF071/25402-9781484372142/25402-9781484372142/Other_formats/Source_PDF/25402-9781484393147.pdf

²³ Study on the Implications of Financial Benchmark Reforms / EMEAP, September 2019, 31 p. Mode of access: <http://www.emead.org/wp-content/uploads/2019/09/Study-on-the-Implications-of-Financial-Benchmark-Reforms.pdf>

Выводы

Регулярные обследования развития облигационных рынков выделяют несколько типов ограничителей, сдерживающих формирование интегрированного рынка. В качестве наиболее серьезных выделены два типа – регуляторные и расчетные барьеры. Список значимых регуляторных барьеров обширен: от мер прямого и косвенного валютного контроля, квотирования вложений иностранных инвесторов в местные активы до правил налогообложения. Отставание в развитии инфраструктуры облигационного рынка увеличивает риски и издержки инвесторов.

Страны-участницы ИАОР намерены продолжить усилия по формированию регионального облигационного рынка. В современных условиях, по мнению региональных политиков, его углубление необходимо не только для поддержания финансовой стабильности, но и для: повышения эффективности национальных монетарных политик; удовлетворения потребности растущего среднего класса в разнообразных финансовых услугах (включая продукты инвестиционных трастов, пенсионных фондов, страхования); направления «азиатских сбережений в азиатские инвестиции». Расширение перечней сделок, заключаемых на облигационных рынках, и торгуемых продуктов будет способствовать большей рыночной ликвидности. Диверсификация источников фондирования для региональных суверенов и компаний, что особенно актуально в стрессовых и волатильных условиях на мировых рынках, увеличит возможности привлечения дополнительного финансирования и снизит издержки заимствований.

References:

- Amamiya, M.* Development of Asia's Capital Markets: Roles and Challenges / Bank of Japan, October 2019. Mode of access: <https://www.bis.org/review/r191010b.pdf>
- Asia and the Pacific SDG Progress Report 2019 / UN, ESCAP (Economic and Social Commission for Asia and Pacific), 2019, 73 p. Mode of access: https://www.unescap.org/sites/default/files/publications/ESCAP_Asia_and_the_Pacific_SDG_Progress_Report_2019.pdf
- Bannister, D.* ASEAN Initiatives Seek to Leverage Real-Time Payments for Innovation / OVUM, 2018, 17 p. Mode of access: <https://www.aciworldwide.com/-/media/>

[files/collateral/trends/asean-initiatives-seek-to-leverage-real-time-payments-for-innovation.pdf](https://www.bis.org/collateral/trends/asean-initiatives-seek-to-leverage-real-time-payments-for-innovation.pdf)

Chan, E., et al. Local Currency Bond Markets and the Asian Bond Fund 2 Initiative // BIS Papers, 2012, № 63. Mode of access: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap63f.pdf>

Chang Shu, Dong He, Wang Honglin. Regional Pull vs Global Push Factors: China and US Influence on Asia-Pacific Financial Markets / BIS, June 2016. Mode of access: https://www.bofit.fi/globalassets/bofit/tutkimus/konferenssit-ja-tyopajat/2016/china2016/financial_spillover_jun2016_final.pdf

Li Keqiang. Report on the Work of the Government. 2018 / China.org.cn, March 2019. Mode of access: http://www.china.org.cn/china/NPC_CPPCC_2019/2019-03/16/content_74578930.htm

Mainland China-Hong Kong Bond Market Connect / Matthes Asia, March 2017. Mode of access: <https://us.matthewsasiasia.com/perspectives-on-asia/market-updates/matthews-asia-perspectives-view/article-1236/Mainland-China-Hong-Kong-Bond-Market-Connect.fs>

Study on the Implications of Financial Benchmark Reforms / EMEAP, September 2019, 31 p. Mode of access: <http://www.emcap.org/wp-content/uploads/2019/09/Study-on-the-Implications-of-Financial-Benchmark-Reforms.pdf>

The Asian Bond Markets Initiative Policy Maker Achievements and Challenges / Asian Development Bank, 2017. Mode of access: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/322536/asian-bond-markets-initiative.pdf>

The Future of China's Bond Market. Ed. By A. Schipke, M. Rodlauer, Z. Longmei / IMF, 2019, 438 p. Mode of access: https://www.elibrary.imf.org/doc/IMF071/25402-9781484372142/25402-9781484372142/Other_formats/Source_PDF/25402-9781484393147.pdf

Will China's Presence in Global Bond Markets Distinguish It from Fellow EMs? / Portfolio Adviser, July 3, 2019. Mode of access: <https://portfolio-adviser.com/will-chinas-presence-in-global-bond-markets-distinguish-it-from-fellow-ems/>

DOI: 10.24411/2221-3279-2020-10017

ASIAN BOND MARKET IN LOCAL CURRENCIES AND CHINA

Valentina V. Kuznesova

*Lomonosov Moscow State University,
Moscow, Russia*

<p>Article history:</p> <p><i>Declared:</i> 21.10.2019</p> <p><i>Received:</i> 10.02.2020</p> <p><i>Accepted:</i> 05.03.2020</p>	<p>Abstract: The article discusses the process of implementing the efforts of the governments of ASEAN+3 member countries to develop a regional bond market. It is shown what initiatives and measures were put forward at different stages of promoting the Initiative for the Development of Asian Bond Markets in national currencies. The gradual and flexible approach allowed the participating countries to form flexible institutional foundations of the Initiative, allowing to take into account the different levels of financial development of the economies involved. The article shows the dual role of China in the development of the regional bond market in national currencies: as a center of attraction and as a competitor.</p>
<p>About the author: Candidate of History, Associate Professor, Department of World Economy and Foreign Economic Activity Management, Faculty of Public Administration, Lomonosov Moscow State University</p> <p>e-mail: vkuz_55@mail.ru</p>	
<p>Key words: ASEAN+3; China; bond market; financial infrastructure; financial integration</p>	

Для цитирования: Кузнецова В.В. Азиатский рынок облигаций в национальных валютах и Китай // *Сравнительная политика*. – 2020. – № 2. – С. 36-46.

DOI: 10.24411/2221-3279-2020-10017

For citation: Kuznesova, Valentina V. Aziatskiy rynek obligatsiy v natsional'nykh valyutakh I Kitay (Asian Bond Market in Local Currencies and China) // *Comparative Politics Russia*, 2020, No. 2, pp. 36-46.

DOI: 10.24411/2221-3279-2020-10017