

28 февраля 2019

Структурные особенности рынков облигаций Китая и РФ.....	2
Открытость и деофшоризация.....	4
Весомая роль государства.....	6
Краткосрочность долговых отношений.....	8
Факторы ценообразования облигаций.....	10

Сходства и различия китайского и российского рынков облигаций

Попытка сравнительного анализа

- **Проведение прямого сравнительного анализа российского и китайского рынков облигаций — очень непростая задача.** Следует понимать, что типы облигаций, экономическая ситуация и финансовые институты двух стран различаются. Кроме того, облигационные рынки РФ и Китая существенно отличаются по размеру как в абсолютном выражении, так и с точки зрения масштабов экономики. При этом они могут сталкиваться с одними и теми же трудностями, учитывая практически одинаковый возраст, активное государственное регулирование и неустойчивую систему оценки рисков.
- **В обеих странах внешние финансовые рынки играют важную роль в заимствовании.** При этом в России — даже более важную, учитывая большую степень открытости трансграничных потоков капитала. Что касается Китая, то он принимает меры, направленные на обеспечение открытости к внешним инвесторам и кредиторам. В России проблема деофшоризации и неконтролируемых потоков капитала (в связи с санкциями) более актуальна.
- **Облигационные рынки Китая и РФ отличаются высокой степенью государственного влияния.** Большинство облигаций в обращении или непосредственно выпущены органами власти разных уровней, или имеют явные либо неявные государственные гарантии (эмитентом являются государственные или системно значимые предприятия). Это касается порядка 80% бумаг. Важную роль во влиянии государства на рынок облигаций играет регулирование выпуска, обращения и владения облигациями.
- **Общей проблемой для Китая и России является относительно краткосрочный характер рынков облигаций и кредитования в целом.** В Китае ожидаемое замедление экономического роста снижает интерес корпораций к долгосрочным инвестициям, а у коммерческих банков с этим же связано падение аппетита к риску. Недостаток долгосрочных облигаций в России, вероятно, связан с менее предсказуемой процентной и валютной конъюнктурой, а также в целом низким уровнем доверия населения к финансовым институтам и инвестициям.
- **Существуют устойчивые различия между доходностью к погашению по облигациям разных эмитентов,** что тем не менее нельзя полностью отнести к разнице в восприятии риска. Такие факторы ценообразования облигаций, как налогообложение, ликвидность и государственная политика, как минимум в равной степени значимы, как и кредитное качество. Отсутствие единообразия налогообложения в Китае, вероятно, формирует как минимум половину *g*-спреда высококачественных корпоративных облигаций, что не так актуально для России, налогообложение которой более унифицировано.

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

Дмитрий Куликов
 Заместитель директора группы суверенных рейтингов и прогнозирования, АКРА
 +7 (495) 139-0492
 dmitry.kulikov@acra-ratings.ru

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

Чжу Нинди
 +86-10-62299833
 zhuningdi@coamc.com.cn

Структурные особенности рынков облигаций Китая и РФ

На протяжении последних пяти лет китайский и российский рынки облигаций демонстрировали довольно быстрый органический рост, не без поддержки государства. Облигационные рынки обеих стран молодые, и поэтому могут сталкиваться с рядом одинаковых трудностей, касающихся регулирования и оценки кредитного риска. В *табл. 1* приведен краткий сравнительный анализ основных особенностей облигационных рынков Китая и России, а наиболее примечательные из них разъясняются далее по тексту.

Облигационный рынок Китая значительно больше российского в абсолютном и относительном выражении. Учитывая, что оба они начали развиваться сравнительно недавно, основная причина такого неравенства, вероятно, заключается в том, что Китай за последние два десятка лет находился в условиях непрерывного бескризисного экономического роста, чего нельзя сказать о России.

В Китае доминирующим рынком для облигаций является межбанковский (внебиржевой). Он лидирует по выпуску, объему торгов и т. д., тогда как на биржевой рынок приходится меньшая доля. В России же основная торговля (95%) ведется на бирже, при этом значительная доля эмиссий проводится по закрытой подписке.

Облигационный рынок Китая имеет гораздо больше видов облигаций, чем российский, включая «зеленые», а также корпоративные облигации, ориентированные на инновационные компании и малый бизнес. С одной стороны, это отвечает финансовым требованиям различных эмитентов, но с другой — очень затрудняет их анализ и регулирование. На российском рынке выделяется два основных типа облигаций, что недостаточно гибко по меркам большинства развитых стран.

Что касается структурных особенностей, то у облигационных рынков Китая и РФ есть некоторые сходства: состав эмитентов более или менее похож, государства (и государственные институты) в обеих странах играют весомую роль, а основными держателями облигаций являются коммерческие банки. Кроме того, бумаги в основном номинированы в национальной валюте.

По сравнению с развитыми рынками, уровень ликвидности рынков облигаций Китая и России относительно низкий. Это, возможно, связано с тем, что в структуре инвесторов обеих стран доминируют коммерческие банки, которые, как правило, предпочитают держать облигации до погашения, а не торговать ими. При этом у российского рынка облигаций уровень ликвидности в среднем даже ниже, вероятно, в связи с небольшим общим доверием населения к финансовым институтам и инвестициям. В Китае население инвестирует более активно — инвестиционные облигационные фонды стали важным средством сбережения, что положительно сказывается на объеме торговли на вторичном рынке.

Как в России, так и в Китае доля облигаций в общем объеме финансирования реального сектора экономики невелика, что, среди прочего, объясняется наличием очень крупных банков, которые по отдельности могут удовлетворять потребности в финансировании практически любого потенциального кредитора. В связи с этим у компаний может не возникать потребность иметь множество кредиторов (и публичную кредитную историю).

Таблица 1. Сходства и различия китайского и российского рынков облигаций

	Китай	Россия
Абсолютный размер (объем облигаций в обращении)	86 трлн юаней ≈ 840 трлн руб. (3-й по величине в мире)	2,2 трлн юаней ≈ 21 трлн руб. (20-30-й в мире)
Общий объем выпуска в 2018 году (без учета облигаций со сроком погашения < 1 недели)	44 трлн юаней ≈ 428 трлн руб.	0,6 трлн юаней ≈ 5,6 трлн руб.
Относительный размер (% к ВВП) и оценка устойчивого потенциала	95% / нд	21% / 70-75%
Средние темпы роста в 2013-2018 годах	9,1% ВВП в год	1,7% ВВП в год
Средняя доля облигаций в структуре финансирования (облигации/банковские кредиты/акции)	12 / 84 / 4%	7 / 39 / 54%
Валюта выпуска	100% юани	85-90% руб. и 10-15% долл. США
Средняя доходность к погашению 5-летней государственной облигации в национальной валюте	3-4%	7-8%
Типичный срок погашения облигации, выпущенной нефинансовой компанией	<=1 года и 3-5 лет	4-6 лет
Типичный срок погашения облигации, выпущенной финансовой компанией	<=1 года, 2-3 года и 9-10 лет	3-6 лет и <1 месяца
Доля облигаций в обращении со сроком погашения в течение года	1/4	1/5
Основные держатели	Коммерческие банки — 56%	Коммерческие банки — 67%
Коэффициент оборачиваемости (объем торговли /объем облигаций в обращении на конец года) в 2014-2017 годах	1,4	0,7
Фактический уровень открытости структуры владения: доля облигаций, держателями которых являются нерезиденты	2-3%	10-15%
Фактический уровень открытости структуры владения: доля государственных облигаций в национальной валюте, держателями которых являются нерезиденты	8%	20-25%
Эмитенты (государство/ финансовые институты / нефинансовые контрагенты)	57 / 20 / 23%	50 / 20 / 30%
Фактический уровень открытости внутреннего выпуска: выпущенные нерезидентами	0,3%	0,5%
Первичный доминирующий рынок	Межбанковский рынок облигаций	Московская биржа
Вторичный доминирующий рынок		
Регулирование эмиссии	Народный банк Китая, Комиссия по регулированию банковской и страховой деятельности КНР, Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг КНР, Государственный комитет по делам развития и реформ КНР	Банк России
Регулирование биржевой деятельности	Народный банк Китая, Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг КНР	
Отдельные сегменты	«Зеленые» облигации, корпоративные облигации под проект «Один пояс — один путь», инновационные компании и малый бизнес	-

Источник: Golden Credit, АКРА

Открытость и деофшоризация

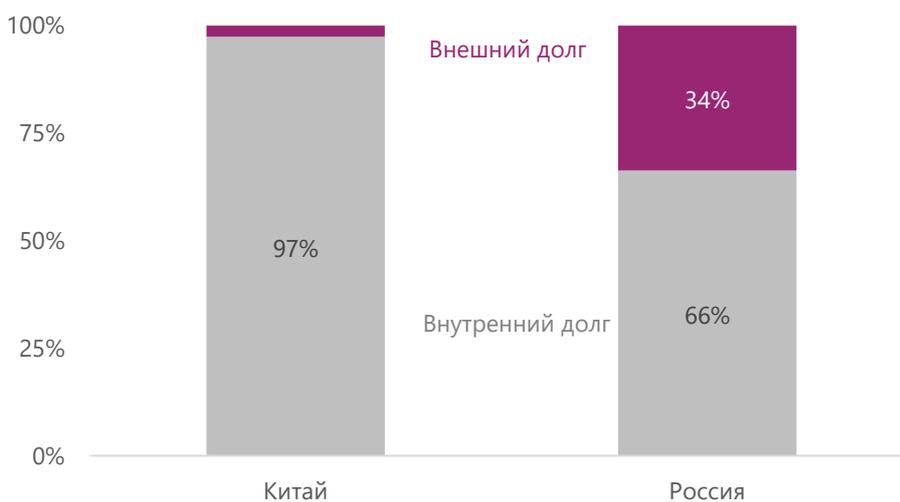
Заимствования на международном рынке — очевидная альтернатива внутреннему заимствованию. Компании, привлекающие средства за рубежом, как правило, характеризуются:

- значительным объемом валютных затрат и доходов;
- более крупным размером в масштабах страны.

Первое свойство обеспечивает естественное хеджирование валютного риска, что может быть не столь важно, в случае если центральный банк страны придерживается режима фиксированного валютного курса. Вторая особенность данных компаний обеспечивает им узнаваемость, а также объясняет большую потребность в публичной кредитной истории, так как снижается вероятность того, что найдется достаточно крупный банк, способный удовлетворить их нужды.

В целом чем больше таких компаний, тем сильнее реакция внутреннего рынка облигаций на изменение внешних условий. И в Китае, и в России значительное количество крупных компаний, занимающихся трансграничной деятельностью. В то же время российские нефинансовые компании охотнее привлекают заемные средства за рубежом (см. рис. 1). Это отчасти объясняется тем, что разница во внутренних и внешних процентных ставках в РФ значительно больше, чем в Китае (5-6% по сравнению с 2-3% соответственно). Вероятно, менее жесткое регулирование международной деятельности российских компаний также играет важную роль.

Рисунок 1. Российские нефинансовые компании в целом охотнее привлекают заемные средства за рубежом, чем китайские (объем облигаций в обращении и кредитов на 30.06.2018)



Источник: WIND, Блумберг, Банк России, Golden Credit, АКРА

Для китайских компаний выпуск офшорных облигаций является способом привлечения внешнего долга, как и финансирования в других формах, а также выстраивания репутации на международном уровне. С 2015 года регуляторы приняли ряд мер, нацеленных на стимулирование выпуска офшорных облигаций китайских компаний, в том числе за счет ослабления ограничений на процедуру согласования и клиринга операций в иностранной валюте, а также отмены квот.

Специальные административные районы Китая, такие как Гонконг, Тайвань и Макао считаются офшорными зонами и в статистике в основном представлены как отдельные страны. Показатель внешнего долга Китая на рис. 1 учитывает статистику по облигациям, выпущенным в офшорных зонах

Компания специального назначения (SPV) — как правило, дочерняя структура местной компании, тогда как «красные фишки» напротив владеют существенной долей в местной компании

На 13.11.2018 объем офшорных облигаций в обращении, выпущенных китайскими компаниями (включая коммерческие финансовые институты и нефинансовые корпорации), составил около 2 трлн юаней, из которых 89% — облигации, номинированные в долл. США.

Существует как минимум три универсальных подхода к выпуску облигаций за рубежом, используемых китайскими компаниями. Первый — прямая эмиссия, когда они самостоятельно размещают бумаги за рубежом. Второй способ — эмиссия через посредника, когда эмитентами являются зарубежные подразделения или филиалы китайских компаний (SPV, компании специального назначения), которые, как правило, имеют гарантии, договоры-оферты или договоры о поддержке. В Китае компании, использующие третий подход, получили название «красные фишки». «Красные фишки» — это компании, учрежденные и зарегистрированные за рубежом (преимущественно на Каймановых островах, Бермудских островах или Британских Виргинских островах) и которые проходят листинг и размещают ценные бумаги на зарубежных биржах (как правило, в Гонконге, Нью-Йорке, Лондоне, Франкфурте или Сингапуре), при этом их производственные активы и бизнес в основном расположены в материковом Китае. В данном случае материнская компания размещается в интересах дочерней. Листинг на зарубежных площадках для китайских компаний может быть привлекательным за счет более низких процентных ставок, а также потому, что требования к размещению там могут быть более гибкими.

В отличие от Китая, в России офшорные дочерние и материнские компании чаще рассматриваются в контексте налогообложения и контроля. Российский аналог китайской «красной фишки» зачастую воспринимается как средство защиты собственности или оптимизации налогообложения, нежели структура, ориентированная на финансирование. В 2015 году российское правительство внесло изменения в законодательство, чтобы корректно определять конечных бенефициаров компаний и стимулировать их к регистрации внутри страны. Тем не менее пока внесенные поправки мало влияют на выбор того, где они будут привлекать заимствования — за рубежом или внутри страны (это и не заявлялось как цель закона). В то же время новое законодательство может изменить будущую структуру задолженности (внешней по сравнению с внутренней). Продолжающийся регуляторный процесс «деофшоризации» включает в себя планы по созданию специальных зон на территории России с более мягким налоговым законодательством, которые, как правило, называют «внутренними офшорами».

Российский и китайский облигационные рынки также существенно различаются по объемам инвестиций нерезидентов. В Китае трансграничные потоки капитала контролируются в рамках денежно-кредитной политики, вследствие чего регулирование структуры владения и заимствований очень жесткое и подлежит согласованию, поэтому только 2,3% держателей облигаций на внутреннем рынке являются нерезидентами. В России этот показатель близок к 10% и в большей степени зависит от внешних факторов, таких как санкции США и ЕС против держателей госдолга РФ или спреда процентных ставок.

Весомая роль государства

Облигационные рынки России и Китая отличаются высокой степенью государственного влияния. Большинство облигаций или непосредственно выпущены органами власти разных уровней, или имеют явные либо неявные государственные гарантии (эмитентом являются государственные или системно значимые предприятия). Это касается порядка 80% облигаций (см. Рисунок 2) и 60-70% облигаций, выпущенных нефинансовыми компаниями (значительно больше по сравнению с развитыми рынками облигаций), что во многом связано с исторически высоким уровнем вмешательства государства в экономику, в частности с целенаправленным контролем над крупнейшими промышленными предприятиями.

Рисунок 2. В Китае и России большинство облигаций в обращении связаны с государством (на середину 2018 года)¹



Источник: Golden Credit, АКРА

Контроль и поддержка со стороны государства в каких-то случаях может создавать ситуацию «мягких бюджетных ограничений», которая, вероятно, повлияла на поведение региональных правительств и ряда госкомпаний Китая (особенно после реализации плана стимулирования экономики 2009 года). Как минимум с 2014 года для России, как и для Китая, долговые последствия мягких бюджетных ограничений менее весомы, поскольку центральные власти двух стран значительно усилили контроль над долговой нагрузкой региональных правительств и связанных компаний, регулируя их для обеспечения более самодостаточного бюджетного планирования.

Термин «мягкие бюджетные ограничения» характеризует ситуацию, когда даже в рыночных условиях, постоянно генерирующие убытки организации не банкротятся. Они всегда получают финансовую поддержку в виде субсидий или других инструментов (от государства либо крупных частных структур). На фоне ожиданий предоставления гарантированной поддержки данные организации менее склонны к достижению финансовой стабильности, сосредотачиваясь вместо этого на других задачах, что, как правило, приводит к увеличению расходов и повышенной долговой нагрузке

¹ Облигации региональных государственных финансовых компаний (LGFV) не являются частью прямого долга региональных правительств: в 2014 году центральное правительство Китая запретило давать гарантии по их долгу. Приведенный выше график предполагает, что нефинансовая компания обладает определенной государственной гарантией или контролируется, если соответствующий фактор поддержки используется при оценке ее кредитного рейтинга (РФ) или если речь идет о госкомпании (Китай).

Важную роль во влиянии государства на рынок облигаций играет регулирование выпуска, обращения и владения облигациями. Регуляторы обеих стран пытаются найти разумный баланс между стимулированием развития рынка и предотвращением чрезмерной концентрации рисков.

Система регулирования рынка играла положительную роль в минимизировании рисков в Китае в период очень быстрого роста облигационного рынка страны, наблюдавшегося с 2006 года. Тем не менее, если говорить об обеспечении большей открытости внешним рынкам, то очевидно, что существующая система исчерпала себя. Ей не хватает целостности: многочисленные регулирующие органы и своды законов опираются на разные моральные принципы, механизмы и логику, оправдывая существование различных торговых площадок, каждая из которых в итоге страдает от недостатка ликвидности. Данная ситуация может препятствовать эффективному распределению внутренних финансовых ресурсов и унификации пруденциальных норм, а также обеспечению открытости рынка облигаций (в связи с отсутствием прозрачности в отношении внешних игроков).

Китайские регуляторы публично указывают на эту проблему, что, вероятно, говорит о возможном создании в будущем единой структуры регулирования. Так, в сентябре 2018 года Народный банк Китая и Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг КНР объявили о постепенной унификации принципов использования рейтингов в регулировании в различных сегментах облигационного рынка. В отличие от китайского, российский рынок облигаций, по сути, регулируется одним органом (Банк России), который законодательно обеспечивает и контролирует выпуск и оценку риска инвестиций в облигации финансовыми институтами. При этом операционный контроль за регистрацией и обращением по большей части делегирован Московской бирже.

Облигационные рынки очень восприимчивы к макропруденциальной и денежно-кредитной политикам. Так, в 2018 году рынок облигаций Китая демонстрировал противоречивую динамику. С одной стороны, из-за смягчения денежно-кредитной политики и обильной ликвидности на денежном рынке, на рынке облигаций в целом преобладали «бычьи» настроения и продолжалось снижение доходности к погашению по гособлигациям. С другой стороны, с введением мер по снижению долговой нагрузки в финансовом секторе у частных предприятий с более низкими рейтингами возникли трудности с привлечением финансирования (или рефинансированием существующей задолженности), что привело к значительному учащению случаев дефолта по облигациям. На этом фоне усилилась тенденция к снижению аппетита к риску у инвесторов. В итоге, если объемы выпуска и торговли высококачественными и квазигосударственными облигациями в прошлом году восстановились, то выпуск и торговля низкорейтинговыми бумагами, напротив, существенно усложнились.

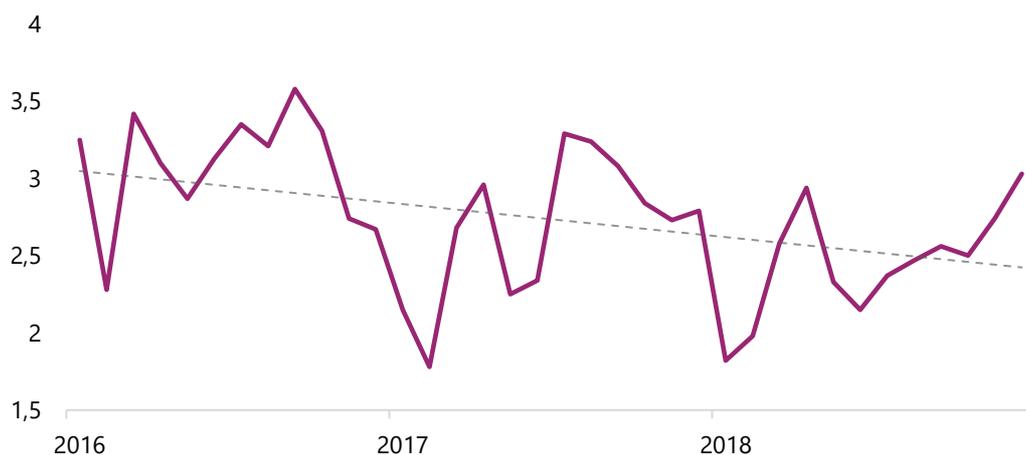
Краткосрочность долговых отношений

Общей проблемой для регуляторов Китая и РФ является относительно краткосрочный характер облигационных рынков и кредитования в целом. Половина облигаций должны быть погашены в течение пяти лет в России и трех — в Китае, тогда как в развитых странах срок погашения примерно 50% бумаг, как правило, составляет 7-8 лет.

В Китае с 2016 года наблюдается четкая тенденция к увеличению выпуска краткосрочных облигаций. Интерес эмитентов к долгосрочным инвестициям снижается с замедлением роста экономики Китая — выпуск более краткосрочных облигаций лучше отвечает нуждам эмитентов. Инвесторы, в свою очередь, предпочитают краткосрочные облигации в результате переоценки общего уровня кредитного риска и риска ликвидности.

Срок погашения получающих все большее распространение межбанковских оборотных депозитных сертификатов с фиксированной процентной ставкой с 2017 года не должен превышать 1 года, что также способствует укреплению тенденции падения средней срочности долговых бумаг. Другое измерение данной тенденции: рост доли краткосрочных кредитов в кредитах банков. Можно выделить две возможные причины. Во-первых, у коммерческих банков снизился аппетит к риску на фоне программы ограничения общей долговой нагрузки в финансовой системе. Во-вторых, регулирование рынка недвижимости, усложняющее доступ населения к долгосрочным кредитам на покупку жилья, стимулирует часть банков обслуживать эти цели с помощью краткосрочных потребительских кредитов.

Рисунок 3. Средневзвешенный срок погашения корпоративных облигаций в Китае



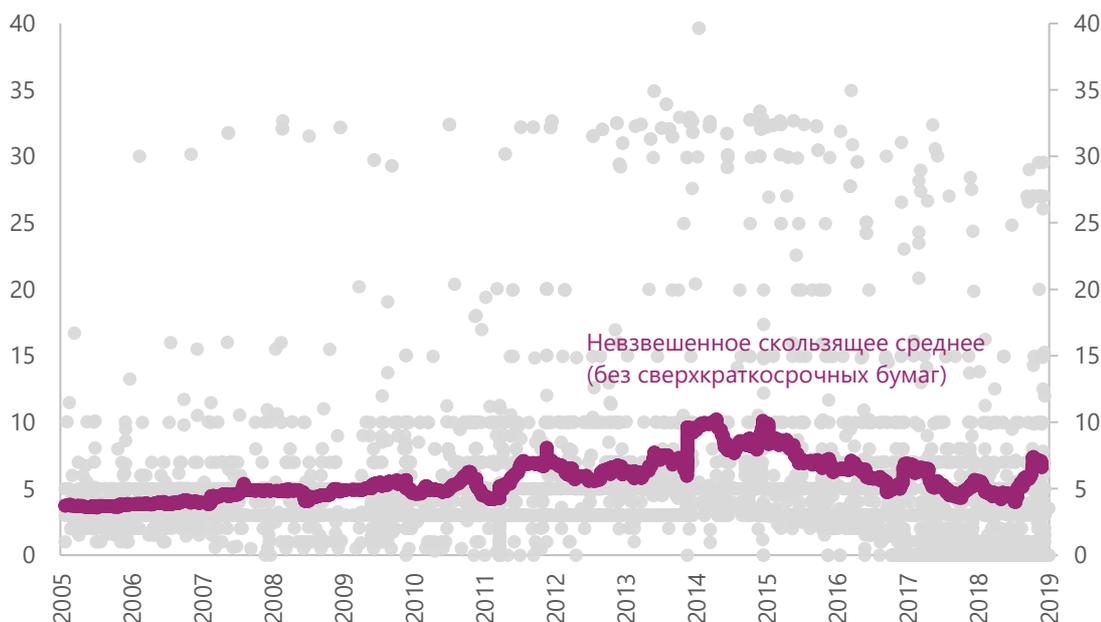
Источник: WIND, Golden Credit

Китай, напротив, стремится перейти к модели потребительно-ориентированного роста.

В РФ принято считать, что проблема краткосрочного кредитования мешает экономическому росту быть более инвестиционно-ориентированным и приблизиться по темпам к среднему мировому уровню. В целом решение данной проблемы сейчас происходит по двум направлениям. Во-первых, Правительство стремится создать более предсказуемую процентную и валютную среду за счет комбинации политики инфляционного таргетирования и интервенций Минфина на валютном рынке (стерилизация нефтегазовых

доходов бюджета, получаемых за счет очень высоких цен на сырье). Теоретически предсказуемость условий ведет к увеличению горизонтов планирования. Во-вторых, идет поиск мер, приводящих к росту числа местных небанковских институциональных инвесторов, которым необходимы вложения в долгосрочные активы, так как они обеспечивают долгосрочные сбережения населения. Данный сектор все еще мало развит в России, потому что государственная пенсионная система является в основном распределительной, а страховые компании и негосударственные пенсионные фонды (НПФ) страдают от низкого уровня общего доверия населения к финансовым институтам. Оно преимущественно вызвано тем, что по меньшей мере половина экономически активного населения страны относительно недавно стала свидетелем двух эпизодов нарушения денежного обращения, приведших к абсолютному обесцениванию банковских сбережений. Наиболее надежным по-прежнему считается вложение сбережений в недвижимость. Регулирование, в свою очередь, направлено в основном на повышение доверия населения за счет более строгого надзора за страховщиками и НПФ (что, к сожалению, может иногда идти вразрез с их ориентацией на долгосрочный период).

Рисунок 4. Срок погашения выпущенных облигаций в России



Source: Cbonds, ACRA

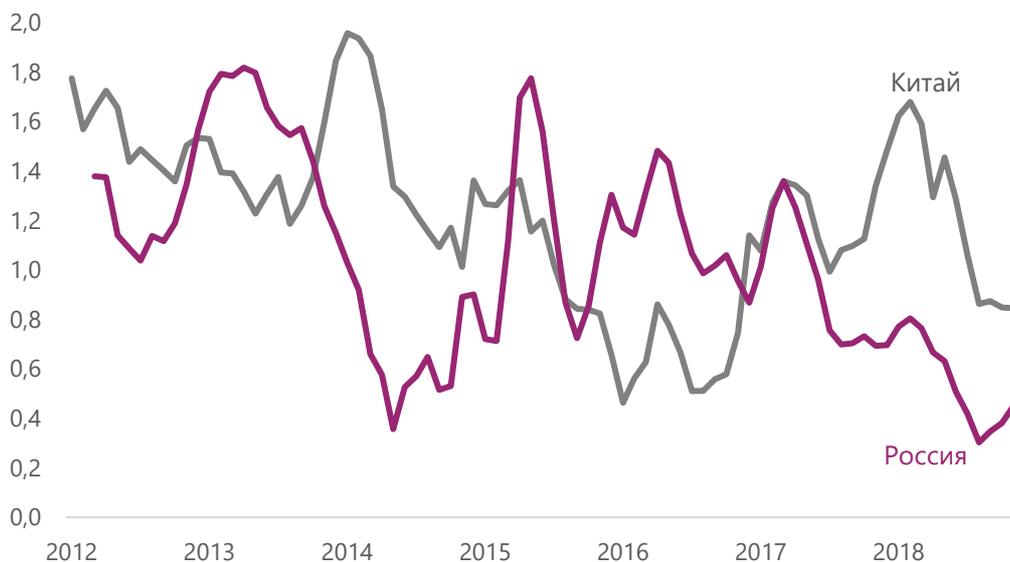
Факторы ценообразования облигаций

Китайский и российский облигационные рынки в среднем обладают достаточной ликвидностью, чтобы динамика рыночных цен облигаций позволяла сформировать представление о восприятии кредитного риска компаний, хотя прямое сопоставление их доходностей может ввести в заблуждение.

Существуют устойчивые различия между доходностью к погашению по облигациям различных типов эмитентов. Центральные правительства, как правило, берут в кредит под более низкий процент по сравнению с региональными, которые, в свою очередь, занимают под меньший или примерно тот же процент, что и институты развития, тогда как частные корпорации в среднем платят еще больший процент. Даже в рамках одной и той же категории кредитного рейтинга, как правило, можно увидеть такое же соотношение доходностей к погашению и значительные спреды (см. рис. 5).

Рисунок 5. G-спреды по корпоративной облигации компании с наивысшим кредитным рейтингом² с дюрацией выпуска в два-три года существенно выше нуля, процентных пунктов

G-спред — разница между ставкой доходности данной облигации и ставкой доходности по гособлигации



Источник: Golden Credit, АКРА

На разницу в ценах облигаций влияет внешнее субъективное восприятие кредитного качества потенциальными держателями, но такие факторы ценообразования, как налогообложение, ликвидность и государственная политика, могут быть не менее значимы.

² В расчетах для Китая использовались исключительно данные по корпорациям с кредитным рейтингом «AAA», тогда как для России учитывались компании с кредитными рейтингами «AA(RU)» и «AAA(RU)», что составляет 20-25% корпораций с наивысшим кредитным рейтингом (см. «Краткое описание российского рынка облигаций» и «Краткое описание китайского рынка облигаций»).

Таблица 2. Различия в налогообложении владельцев облигаций в России и Китае (компании)

	Прирост капитала		Купоны	
	Китай (НДС+ на доход)	Россия (подходный)	Китай (НДС+ на доход)	Россия (подходный)
Облигации центрального правительства	6%+25%	15%	-	15%
Облигации региональных правительств	6%+25%	15%	-	15%
Облигации институтов развития	6%+25%	15%	6%+25%	15%
Корпоративные облигации резидентов	6%+25%	15%	6%+25%	15%

Источник: Налоговый кодекс Китая, Налоговый кодекс РФ

Отсутствие единообразия налогообложения в Китае, вероятно, формирует как минимум половину η -спреда высококачественных корпоративных облигаций. Это можно проиллюстрировать, например, тем фактом, что η -спред облигаций финансовых институтов развития составляет около 50% η -спреда по корпоративным облигациям компании с рейтингом AAA (см. рис. 6 и табл. 2). Основная разница между облигациями финансовых институтов развития и государственными облигациями заключается именно в налогообложении (налогообложение по облигациям финансовых институтов развития аналогично налогообложению по корпоративным облигациям), поскольку они воспринимаются как суверенный долг и в среднем имеют сопоставимую ликвидность. Поэтому спред между их доходностями можно использовать, чтобы оценить эффект разницы в налогообложении между корпоративными и государственными ценными бумагами. Ликвидность облигаций финансовых институтов развития более восприимчива к рыночным условиям, что приводит к сужению ее η -спреда на «бычьем» рынке и расширению на «медвежьем». В России налогообложение в настоящее время унифицировано для большинства видов облигаций.

На обоих рынках динамика доходностей может в какой-то степени быть также вызвана стимулирующей или риск-ориентированной государственной политикой: например, снижением налога на купонный доход по корпоративным облигациям в России в 2017 году или освобождением нерезидентов от уплаты налогов на купонный доход в течение трех лет в Китае.

Рисунок 6. В отличие от России, в Китае отсутствие единообразия налогообложения, вероятно, формирует как минимум половину g-спреда высококачественных корпоративных облигаций



Источник: WIND, Golden Credit

Так как большая доля размещенных облигаций принадлежит коммерческим банкам, политика центробанка, направленная на регулирование аппетита банков к риску, существенно влияет на цены облигаций. Коэффициент риска по активам в России и Китае может использоваться для снижения относительной привлекательности облигаций, которые, по оценке регуляторов, потенциально являются слишком рискованными. Например, в Китае, как и в России, спред доходности по долгу регионов и гособлигациям обусловлен ненулевым коэффициентом риска (см. табл. 3), а также кредитным риском и премиями за ликвидность.

Таблица 3. Коэффициенты риска по облигациям коммерческих банков на 31.01.2019

	Китай	Россия
Облигации центрального правительства	0%	0%
Облигации региональных правительств	20%	20%
Облигации институтов развития	0%	20%/100%
Корпоративные облигации резидентов	100%	100%

Источник: Народный банк Китая, Банк России

(С) 2019

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)
Москва, Садовническая набережная, д. 75
www.acra-ratings.ru

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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