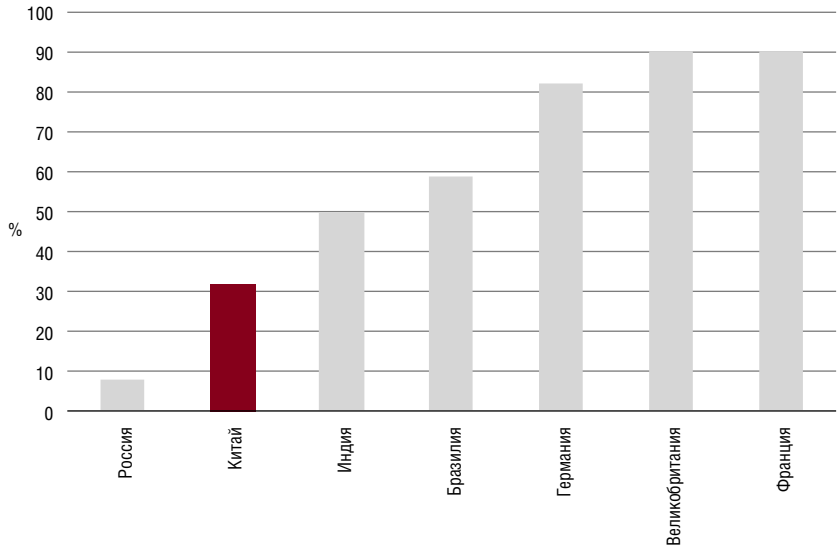
Евгений ПУНДРОВСКИЙ,
менеджер проекта
по развивающимся рынкам, Cbonds

Китайская кухня

Темпы роста экономики Поднебесной в последние два десятилетия сделали этот рынок одним из самых больших в мире. Потребность в капитале заставляет местные корпорации и банки предлагать весьма привлекательные доходности инвесторам, а политика китайского правительства облегчает доступ на рынок иностранным покупателям, ищущим возможности в развивающихся экономиках.

Одно из основных преимуществ Китая среди других азиатских стран — его высокий кредитный рейтинг Aa3/AA–/A+ при достаточно низком уровне долга по отношению к ВВП (см. рис. 1). Другой немаловажный плюс — это исторически сложившиеся более высокие (по сравнению с другими рынками) доходности, которые предлагают китайские облигации, несмотря на уверенный суверенный рейтинг инвестиционного уровня.

Рисунок 1
Соотношение госдолга к ВВП в отдельных странах



Источник: Cbonds

ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК

В наши дни китайские власти разрешили использовать ограниченный объем национальной валюты за рубежом с целью облегчения торговли и инвестиций в развивающийся офшорный рынок облигаций. И сегодня валютный рынок Китая делится на два основных сегмента: внутренний и внешний, так называемый офшорный рынок. Курсы валют на этих рынках различаются незначительно, а вот разница между краткосрочными и долгосрочными доходностями весьма существенна.

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Китайский денежный рынок достаточно развит и обладает хорошей ликвидностью. Однако он не доступен для зарубежных инвесторов, включая центральные банки.

Сейчас КНР находится в процессе упрощения сложной структуры многочисленных процентных ставок. Либерализация уже привела к сокращению разновидностей ставок с 200 до 34. На сегодняшний день в Китае существуют рыночные процентные ставки (межбанковская, доходности облигаций) и регулируемые (розничное кредитование и депозиты).

Одна из основных ставок китайского денежного рынка Shibor (Shanghai Interbank Offered Rate) ежедневно рассчитывается, исходя из процентных ставок шанхайского межбанковского рынка. В основе лежат ставки кредитов, предлагаемые 16 крупнейшими банками с высоким кредитным рейтингом. Ставки Shibor делятся на 8 разновидностей, исходя из срока погашения: overnight, 1 неделя, 2 недели, 1 месяц, 3 месяца, 6 месяцев, 9 месяцев и 1 год.

Кривые доходности ставок межбанковского рынка Shibor продемонстрировали огромный скачок вверх в период между маем и июлем 2013 года. Это было связано с действиями правительства, снизившими ликвидность на денежном рынке. Центробанк начал ужесточать монетарную политику с конца весны, пытаясь остановить перегрев экономики и излишнее расширение кредитования в стране. Несмотря на превентивные меры, в июне рост денежной массы (агрегат M2) в Китае ускорился до 15.9% в годовом выражении, а инфляция достигла максимальных за три года 6.4% в годовом исчислении по сравнению с 5.5% в мае. Действия регулятора по уменьшению кредитования привели к сокращению ликвидности в финансовой системе и тем самым к снижению спроса на облигации со стороны крупных институциональных инвесторов.

ИНВЕСТИЦИИ ВО ВНУТРЕННИЙ РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ

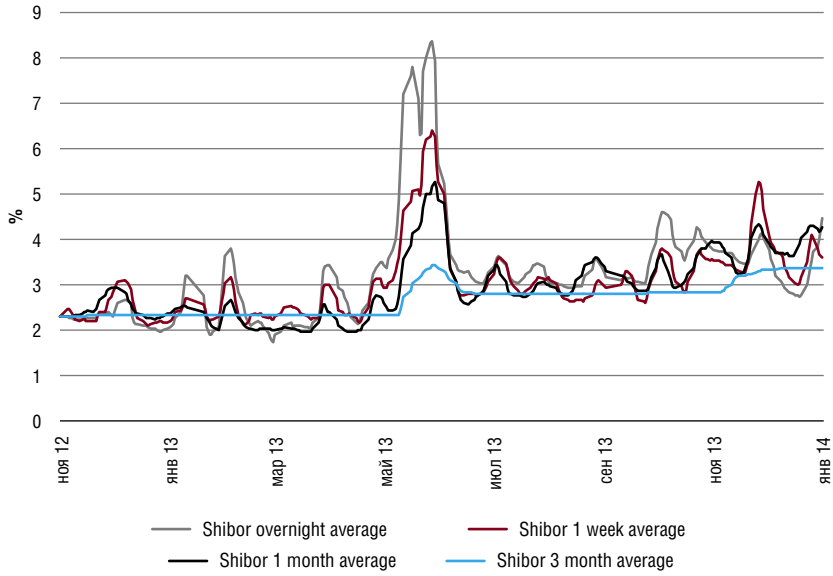
Китайский внутренний рынок облигаций вырос до четвертого по размеру в мире, уступая только рынкам США, Японии и Франции. Сегодня он превышает 26.4 трлн юаней ($4.3 трлн), здесь обращается более 2300 выпусков облигаций и работает 10 тыс. институциональных инвесторов. Еще несколько лет назад на рынке доминировали облигации правительства и государственных компаний, но теперь именно корпоративные выпуски формируют основной объем рынка.

Для иностранных инвесторов существует два способа получить доступ к китайскому рынку облигаций, номинированных в юанях. Первый: схема квалифицированного зарубежного институционального инвестора (Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor, RQFII) — один из главных каналов, используемых иностранными фирмами, чтобы осуществлять инвестиции в китайские финансовые рынки. По этой программе гонконгские филиалы китайских финансовых учреждений получают разрешение Китайского народного банка и Китайской комиссии по регулированию ценных бумаг (China Securities Regulatory Committee — CSRC) на привлечение средств, номинированных в юанях в Гонконге, и инвестирование таких средств в инструменты фондового рынка материкового Китая. State Administration of Foreign Exchange (SAFE) несет ответственность за утверждение разрешенной квоты для таких филиалов. Как правило, иностранные инвесторы подписываются на RQFII — фонд, учреждаемый владельцами квот.

Эта программа была запущена в декабре 2011 года, позволив небольшому количеству китайских финансовых фирм наладить использования офшорных юаней для инвестиций в материковые активы. Главная цель этой программы — разрешить иностранным инвесторам использовать денежные средства на офшорных вкладах для вложения во внутренние ценные бумаги.

Рисунок 2
Спред по курсам валют CNY и CNH к доллару США

Рисунок 3
Динамика ставок Shibor (пятидневная скользящая средняя)



В ПОСЛЕДНЕЕ ВРЕМЯ ВСЕ БОЛЬШЕ НЕ КИТАЙСКИХ ЭМИТЕНТОВ ИЗ АЗИИ РАЗМЕЩАЮТСЯ В ГОНКОНГЕ В ЮАНЯХ: KEXIM, SWIRE PACIFIC, HYUNDAI CAPITAL, KDB

В 2013 году программа была пересмотрена в сторону либерализации. Если первоначально квоты RQFII были доступны только гонконгским филиалам китайских компаний, управляющих фондами, то новые правила расширили сферу подходящих кандидатов в филиалы китайских коммерческих банков и страховых компаний, а также финансовых учреждений, работающих в Гонконге.

По старым правилам RQFII необходимо было инвестировать не менее 80% от утвержденной инвестиционной квоты в инструменты с фиксированным доходом (в том числе фонды облигаций) и не более 20% от квоты в акции и фонды акций. Сейчас эти ограничения устранены, и инвесторы вольны сами формировать свой портфель.

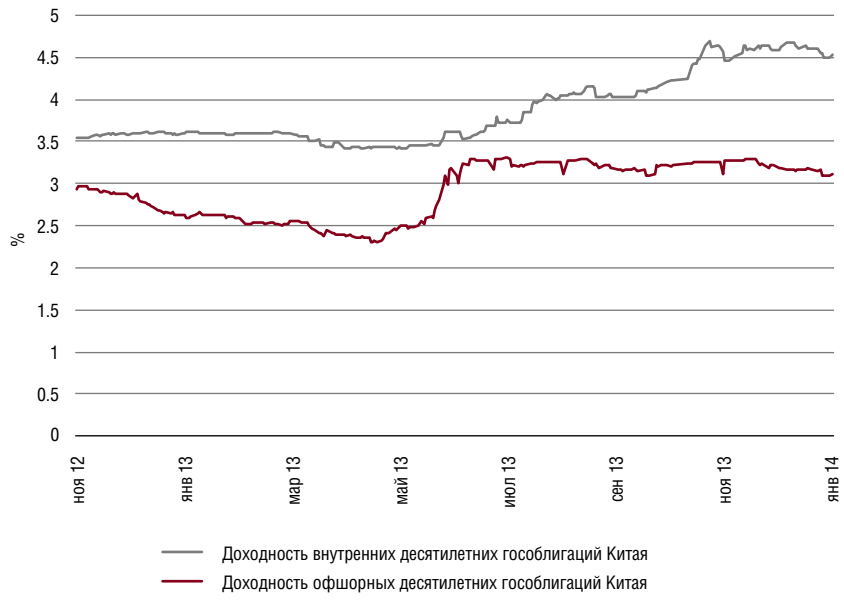
Однако некоторые ограничения все еще остаются. Новый регламент RQFII предусматривает, что максимальный совокупный размер доли участия иностранных инвесторов в акциях компании с рейтингом не ниже A не должен превышать 30%, а максимальный совокупный размер пакета акций одного иностранного инвестора в такой компании составляет 10%.

При этом возможности китайского рынка совсем не безрисковые. Международные рейтинговые агентства Moody's, S&P и Fitch в настоящее время не оценивают китайские внутренние облигации, так как они уже охвачены внутренними рейтинговыми агентствами. Это предполагает определенные трудности для иностранных инвесторов при оценке и сопоставлении уровней риска и доходностей китайских бумаг. Вследствие чего инвестиции через программу RQFII не подходят для чувствительных к риску пенсионных фондов. Кроме того, относительно короткая история деятельности национальных рейтинговых агентств ограничивает возможности соответствующего исторического анализа вероятности дефолта.

Помимо различий в законодательстве относительно ценных бумаг, инвесторы должны помнить и о разнице в режимах налогообложения на проценты и прирост капитала. Ставка налога может достигать 10–25% для определенных бумаг, торгуемых на межбанковском рынке и биржах.

Несмотря на то что большая конвертируемость капиталов и широкое трансграничное использование юаня установлены в качестве ключевых приоритетов китайского 12-го пятилетнего плана, внутренний рынок Китая по-прежнему остается закрытым для иностранных инвесторов. Поэтому второй способ инвестировать средства в Китай — это покупать облигации на офшорном рынке.

Рисунок 4
Доходности суверенных облигаций Китая



ОФШОРНЫЙ РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ

Можно считать, что офшорный рынок облигаций открылся летом 2010 года, когда китайские власти приняли закон, разрешающий выпуск долговых инструментов в офшорных юанях. В течение всего лишь трех лет с момента принятия закона рынок так называемых облигаций Dim Sum (от названия блюда традиционной китайской кухни) вырос почти в 10 раз, до 450 млрд юаней. Офшорный рынок облигаций доступен для всех иностранных инвесторов и имеет гораздо меньше ограничений, хотя если вырученные деньги будут использованы на внутреннем рынке Китая, то для перевода средств через границу придется получать специальное разрешение. Выбор облигаций для инвестирования на офшорном рынке также значительно шире — он включает не только суверенные долговые обязательства, выпущенные китайским правительством, но и облигации крупнейших мировых корпораций и финансовых учреждений, действующих в различных странах, включая материковый Китай. На нем представлены эмитенты с любым уровнем рейтинга: от мусорного до наивысшего AAA. Помимо правительства КНР, крупнейшие промышленные корпорации (Sinopec, CNPCC, Baosteel) и банки страны (Agricultural Development Bank of China,

Bank of China, China Construction Bank) стали регулярно привлекать финансирование на офшорном рынке облигаций. На рынке Dim Sum, где облигации доступны всем инвесторам, новые эмиссии обычно размещаются с многократным переспросом. В последнее время все больше не китайских эмитентов из Азии размещаются в Гонконге в юанях: KEXIM, Swire Pacific, Hyundai Capital, KDB и многие другие. Более того, сегодня облигации Dim Sum можно встретить у компаний из Латинской Америки и Ближнего Востока, например Banco Santander и EMIRATES NBD , а также таких гигантов, как McDonald's и Caterpillar.

В большинстве случаев популярность офшорных заимствований связана с тем, что доходность облигаций Dim Sum ниже, чем у аналогичных бумаг на внутреннем рынке. Ставки офшорных бумаг сильно зависят от международных рынков капитала, ожиданий укрепления юаня и оттока-притока капиталов. Обычно купоны у облигаций Dim Sum на 100–150 б.п. ниже, чем у внутренних бумаг с таким же кредитным качеством. Это означает, что для любой крупной корпорации, уже имеющей облигационные займы и потребность финансирования в китайской валюте, офшорный рынок представляет собой весьма интересную альтернативу внутренним заимствованиям.

Из-за опережающего роста банковских депозитов в CNH разница процентных ставок между рынком Dim Sum и внутренним рынком облигаций в последнее время сокращалась. Однако сейчас доходности облигаций все еще ниже в Гонконге. Последние купонные ставки в облигациях Dim Sum колебались на уровне 3–4%, что выглядит вполне выигрышно на фоне банковских депозитов (основного источника финансирования на внутреннем рынке), ставка по которым находится в диапазоне 6–6,5%.

Несмотря на эти факторы, сегодня среди офшоров наиболее востребованы облигации высокорискованных заемщиков, предлагающих высокие доходности. Поэтому большинство бумаг имеет короткие сроки погашения. Это связано с тем, что компаниям с низким рейтингом очень сложно протолкнуть на рынок облигации длиннее трех лет.

Из-за прогнозов о грядущем сокращении программы количественного смягчения ФРС США мировой рынок капитала показал высокую волатильность, а некоторые из развивающихся рынков облигаций в период с мая по сентябрь упали на 10% в годовом выражении. Однако рынок Dim Sum не только не снизился, но и продемонстрировал небольшой рост — на 3.4%, показав относительную независимость от внешних факторов.

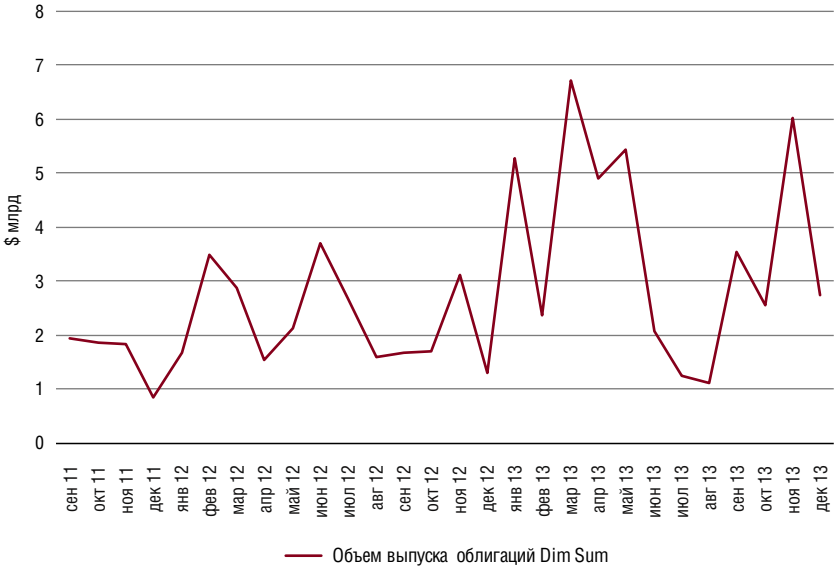


Рисунок 5
Динамика объема выпуска облигаций Dim Sum

Пекин уже одобрил схему инвестирования в офшорные облигации в Сингапуре и разрешил прямой обмен валюты между юанем и сингапурским долларом, следом за аналогичными пакетами соглашений с Тайванем и Великобританией.

Соглашения между Лондоном и Пекином, разрешающие прямой обмен юаней и фунтов стерлингов, были заключены 15 октября 2013 года. Они также позволили китайским эмитентам выпускать облигации, номинированные в юанях, в Лондоне, а у британских инвесторов появился доступ к внутреннему китайскому рынку через программу Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor (RQFII) с квотой 80 млрд юаней.

Вторая по величине в мире экономика Поднебесной не жалеет усилий, чтобы простимулировать более широкое использование своей валюты и дать ей новый статус наравне с долларом США. По данным SWIFT, юань уже сейчас занимает восьмое место среди наиболее торгуемых валют в мире. Его ликвидность на мировом рынке улучшается, так как китайская валюта постепенно находит новые точки опоры в Сингапуре, Тайване и Лондоне. Учитывая эти факторы, можно предположить, что объемы выпуска облигаций Dim Sum в 2014 году продолжат рекордные темпы роста, которые этот рынок показал в 2013 году.

КИТАЙСКИЙ ВНУТРЕННИЙ РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ ВЫРОС ДО ЧЕТВЕРТОГО ПО РАЗМЕРУ В МИРЕ, УСТУПАЯ ТОЛЬКО РЫНКАМ США, ЯПОНИИ И ФРАНЦИИ