Долговой рынок Японии

Анастасия ДЕНИСОВА,
руководитель группы по рынку локальных облигаций Developed Markets, группа компаний Cbonds

С июня 2021 года, в дополнение к существующей базе по государственным и корпоративным облигациям Японии, Cbonds начал покрывать локальный рынок муниципального долга Японии. На текущий момент на сайте доступно около 9 тысяч японских выпусков. Кроме того, по ряду облигаций доступны котировки внебиржевых торговых площадок и участников рынка, а также индикативные котировки Cbonds Estimation. Мы подготовили обзор долгового рынка страны и его особенностей.

Из-за высокой зависимости от банковского кредитования основная часть торгов по долговым инструментам Японии осуществляется на межбанке, а не на рынках, регулируемых биржами

Пока в США активно идет обсуждение снижения уровней QE, Банк Японии не планирует отказываться от программ покупок корпоративного долга и государственных облигаций. Низкорискованный керри-трейд с японскими гособлигациями давно в ходу и активно влияет на прирост иностранных инвесторов в японские облигации, и, кажется, с текущими планами Банка Японии с нами еще надолго. Мы проанализировали текущее состояние рынка облигаций Японии: госдолг, муниципальный сектор, структуру первичного выпуска в целом и политику Банка Японии о стимулировании «зеленых».

МЕСТО ДОЛГОВОГО РЫНКА ЯПОНИИ В МИРЕ

Долговой рынок Японии — один из крупнейших в мире. По данным Банка международных расчетов на конец 2020 года в обращении находилось долговых инструментов на сумму $14.678 млрд. Таким образом, Япония является третьей страной в мире по размеру долга (Таблица 1).

Большинство облигаций в обращении составляют локальные выпуски — около 97% от всей суммы. Сравнимая концентрация существует только в Китае, где на локальный долг приходится 96% от общей суммы в обращении.

Основная часть торгов по долговым инструментам Японии осуществляется на межбанке, а не на рынках, регулируемых биржами ценных бумаг, таких как TSE. Исторически это связано с высокой зависимостью от банковского кредитного финансирования. Японские локальные инвесторы, как правило, держат облигации до погашения.

Страна	Изменение 10Y, %	Общий размер долга, $ млрд, 2020 ⬇	Общий размер долга, $ млрд, 2015	Общий размер долга, $ млрд, 2010
США	56.37	47.237	35.317	30.209
Китай	505.42	18.556	7.752	3.065
Япония	**0.51**	**14.678**	**10.639**	**14.604**
Великобритания	37.66	7.172	5.891	5.210
Франция	33.72	5.532	3.984	4.137

Таблица 1
Топ-5 стран по размеру долга

Источник: BIS.org

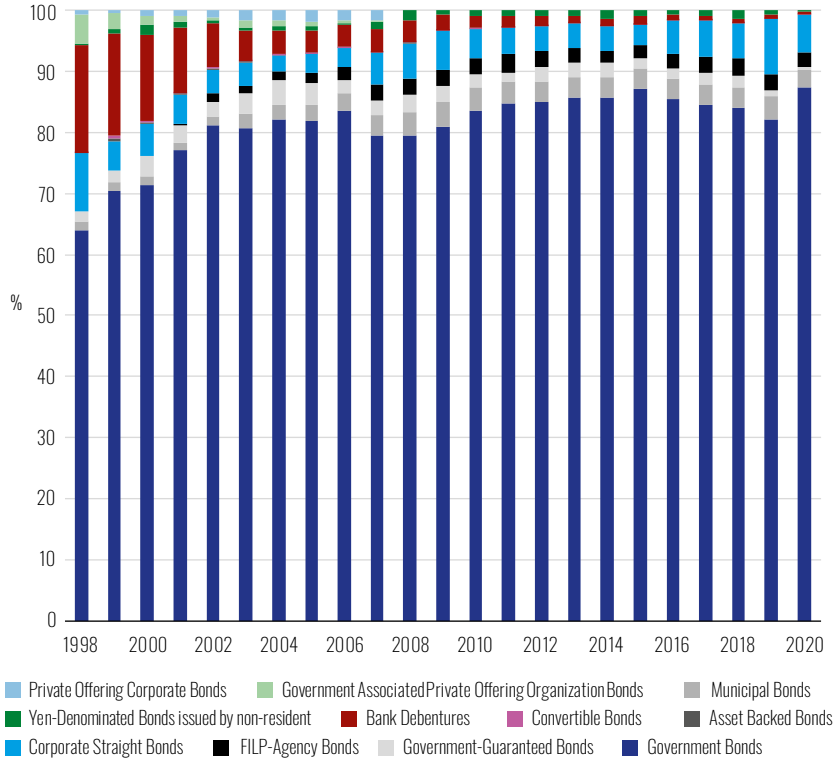


Рисунок 1
Структура новых размещений в Японии с 1998 по 2020 год

Источник: JSDA

СТРУКТУРА ПЕРВИЧНОГО РЫНКА

На протяжении последних 20 лет в структуре новых размещений Японии от 65 до 80% составляет государственный долг (в денежном выражении), доля государственных облигаций в структуре растет каждый год (Рисунок 1). В целом структура новых выпусков долгового рынка значительно менялась за прошедшие два десятилетия, так, например, секьюритизации в структуре выпуска практически отсутствуют — за 2019 и 2020 годы не было произведено ни одного размещения.

В период 2006–2008 годов выпуск JGB хоть и сокращался по мере улучшения финансового положения правительства Японии, но экономический спад, последовавший за кредитным кризисом 2008 года, привел к ухудшению состояния государственных финансов и увеличению выпуска. Так, объем находящихся в обращении государственных облигаций Японии значительно увеличился за последнее десятилетие (Рисунок 2).

Несмотря на рекордно низкие ставки, в структуре спроса JGB стабильно растет доля иностранных инвесторов (увеличилась более чем вдвое с 2010 года). Так, в 2019 году около 13% всех государственных облигаций Японии принадлежали нерезидентам. Такая структура спроса может показаться на первый взгляд удивительной

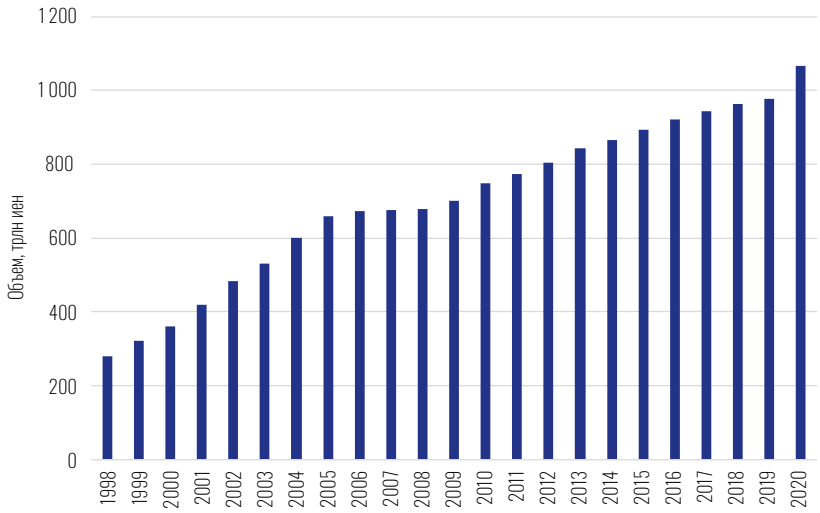


Рисунок 2
Объем государственных облигаций Японии, находящихся в обращении с 1998 по 2020 год

Источник: JSDA

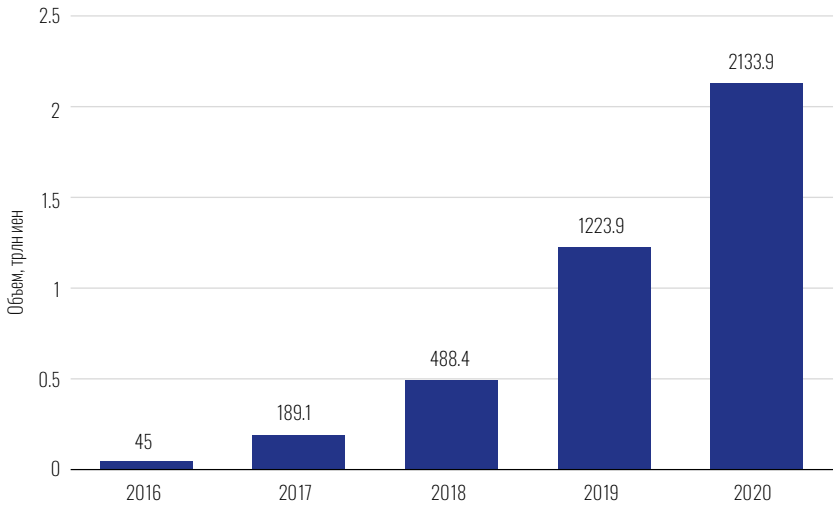


Рисунок 3
Размещения ESG-облигаций в Японии с 2016 по 2020 год

Источник: JSDA

Несмотря на рекордно низкие ставки, в структуре спроса JGB стабильно растет доля иностранных инвесторов — в 2019 году около 13% всех гособлигаций принадлежали нерезидентам

при нулевых доходностях, но объемы кросс-валютных свопов USD-JPY и растущий спрос японских институциональных инвесторов на доллары обычно проясняют ситуацию. Таким способом инвесторы-нерезиденты вкладывают в безопасные JGB из-за той премии, которую готовы платить японские государственные банки за поставку долларов в обмен на иены.

Однако такая доля включенности иностранного капитала в локальный долг наблюдается только в государственном сегменте, в 2010-х годах иностранцы владели менее чем 1% от всех корпоративных облигаций в обращении в Японии. Исторически это связано с тем, что только в 2013 году в целях привлечения иностранных инвесторов и либерализации рынка Япония отменила налоги на процентный доход, что с учетом падения ставок не оказало значительного влияния на интерес нерезидентов.

Невзирая на продолжающуюся пандемию и связанную с ней волатильность и нестабильность, наблюдавшиеся в течение 2020 года, японский рынок показал рост по отношению к 2019 году: объем новых размещений за 2020 год вырос на 45% год к году (по всем типам долговых инструментов) и на 2% год к году по всем типам инструментов, за исключением размещений государственных облигаций.

Тенденции, характеризующие рынок облигаций Японии, во многом соответствуют тому, что происходило среди всех стран, относящихся к развитым рынкам: эмитенты получили выгоду от гибкой политики Центрального банка и низкой стоимости заемных средств, а также стремительно набирают популярность «зеленые» и социальные долговые инструменты.

Так, с 2016 по 2020 год в Японии было выпущено 283 облигации, относящиеся к сектору ESG, темпы размещения и объемы перманентно растут (Рисунок 3).

Пандемия повлияла и на решения эмитентов о срочности долга: эмитенты чаще ориентируются на заимствования с более коротким сроком: по комментарию представителя Mizuho, около 66% облигаций выпуска 2020 года имели срок обращения пять лет или менее, по сравнению с 51% в предыдущем году, что связывают с возросшей волатильностью на рынке.

Ведущими андеррайтерами по всем типам долговых инструментов, эмитированных в иене, по итогам первого полугодия 2021 года стали Nomura (20%), Mizuho (19.4%), Sumitomo Mitsui (18.2%), Daiwa (17%) и Morgan Stanley (15.3%): на их доли пришлось около 90% суммарного объема размещений за квартал. Так, несколько организаторов покрывают более половины рынка, что является нормальной, привычной степенью концентрации для данного сектора, и здесь пандемии ничего кардинально изменить не удалось (Рисунок 4).

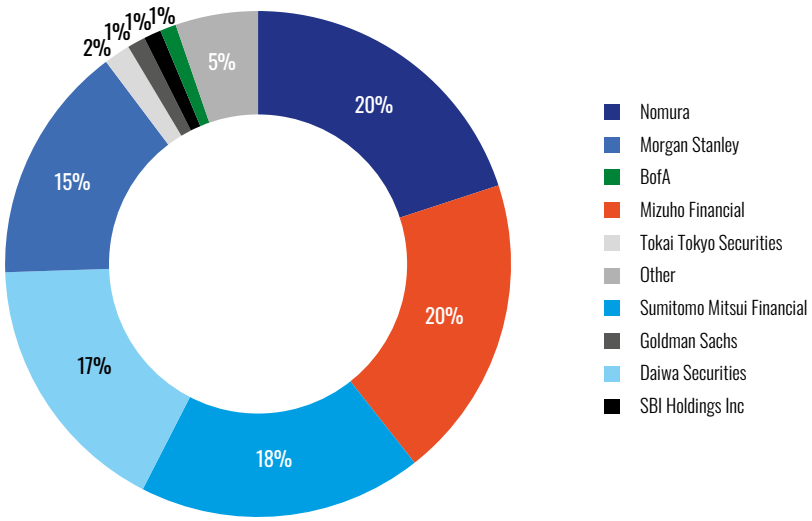
МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ ЯПОНИИ

С 2002 года происходил активный рост муниципальных размещений в стране (Рисунок 5). Сегодня это второй по величине рынок муниципальных облигаций в мире после США.

Типы муниципальных облигаций, которые можно встретить на локальном японском рынке, достаточно разнообразны и глубоко развиты. Например, если на российском рынке муниципальная облигация — это бумага, выпущенная муниципальным образованием или субъектом РФ, то на рынке Японии, с одной стороны, есть инструменты, выпущенные префектурами, городами, районами городов

Рисунок 4
Десять крупнейших андеррайтеров Японии за I–II кв. 2021 года

Источник: JASDEC



и малыми населенными пунктами, а с другой стороны — существует понятие Local governments agency bond. Такие облигации эмитируются только The Japan Finance Organization for Municipalities, основанной абсолютно всеми муниципальными образованиями Японии (от префектур до районов городов).

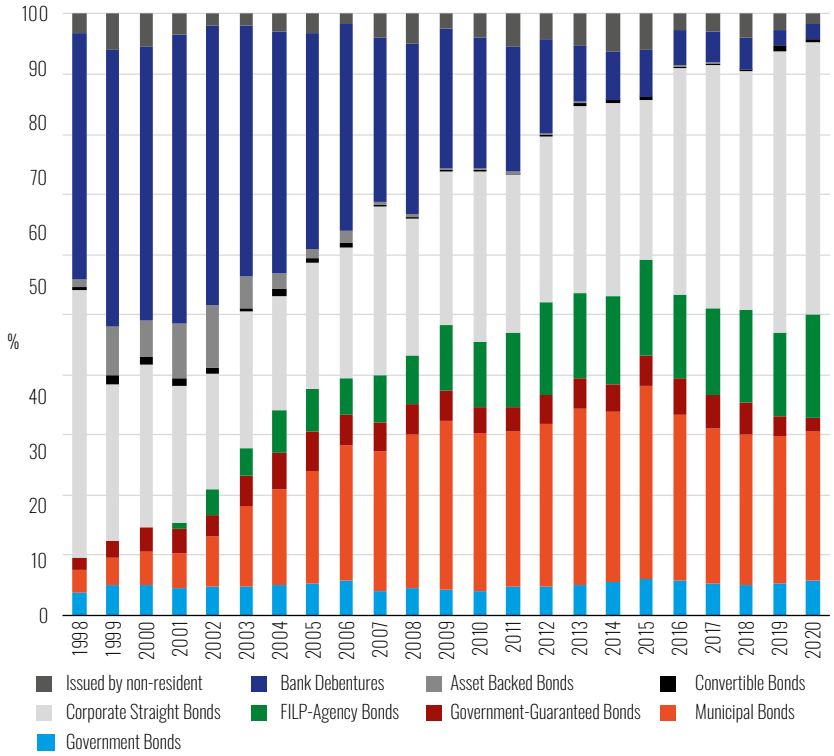
Долг в обращении The Japan Finance Organization for Municipalities — $176 млрд. Основная цель выпуска облигаций организацией — создание фонда для прямого кредитования всех муниципальных образований, а также создание резервного фонда для обслуживания долга (на случай волатильности в ставках).

Примечательно, что с начала пандемии города и префектуры Японии стали чаще привлекать денежные средства в USD (первое размещение в истории муниципальных облигаций в USD было только в 2018 году). Большинство долларовых выпусков местных органов власти Японии сейчас нацелены только на локальных инвесторов, чтобы избежать дополнительных затрат, необходимых для продажи ценных бумаг за рубежом.

В условиях падения налоговых доходов среди муниципалитетов Японии и необходимости увеличивать затраты на меры социальной поддержки и, как следствие, высокой необходимости занимать

Рисунок 5
Структура новых выпусков муниципальных облигаций Японии с 1998 по 2020 год

Источник: JSDA



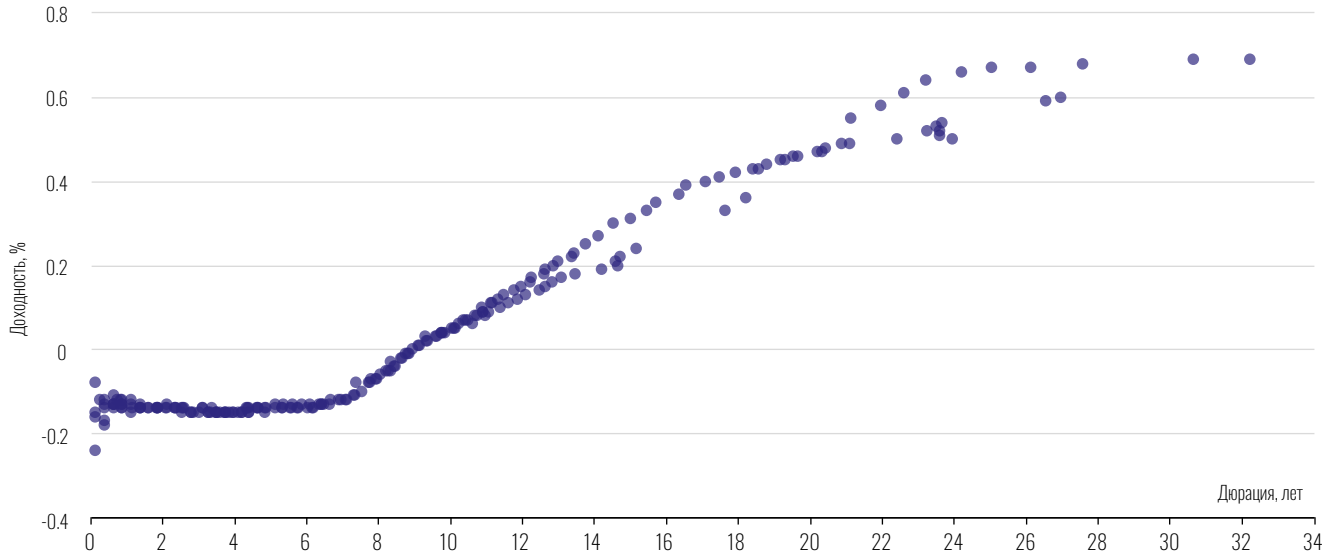


Рисунок 6
Показатели доходности государственных облигаций Японии

Источник: Cbonds
https://cbonds.ru/country/Japan-bond

представители муниципальной власти увеличивают спрос на новые размещения путем ухода от иены к доллару. Это помогает привлечь инвесторов, так как их долларовые ценные бумаги предлагают несколько более высокую доходность, чем сопоставимые выпуски, номинированные в иене.

ЭКОНОМИКА ЯПОНИИ: ТЕКУЩАЯ СИТУАЦИЯ И ПЕРСПЕКТИВЫ

На заседании 16 июля Банк Японии повысил прогноз инфляции до 0.6% (против 0.1%) на 2021 финансовый год и до 0.9% — на 2022 финансовый год. Это отражает рост цен на сырьевые товары во всем мире. Банк Японии сохранил учетную ставку на отрицательном уровне -0.1%, регулятор продолжит таргетировать доходность 10-летних гособлигаций на уровне, близком к нулевому. Как мы уже упоминали выше, высокие доходности — не то, чем славится Япония, доходности госов с погашением до 2030 года находятся в отрицательной зоне (Рисунок 6).

Банк Японии не планирует прекращать покупать неограниченное количество государственных облигаций. На последнем заседании также обозначены планы по дальнейшим покупкам коммерческих бумаг и корпоративных облигаций на сумму до 20 трлн иен (около $182 млрд) до марта 2022 года.

Многие аналитики (Daiwa, Deloitte, OECD) прогнозируют рост потребительских расходов в краткосрочной перспективе и пересматривают прогноз роста ВВП в 2022 году в Японии. Положительно влияют на прогноз текущие темпы вакцинации, которая растет в геометрической прогрессии, и взвешенные действия ЦБ. Таким образом, с учетом уже восстановившегося производственного сектора, если правительству удастся сдержать пандемию и провести успешно Олимпиаду в Токио, пересмотренные прогнозы по росту ВВП могут оправдаться. Банк Японии также 16 июля скорректировал свои прогнозы по ВВП, увеличив таргет на 2022 год до 2.7%.

Самая главная интрига сейчас сохраняется вокруг стимулирования Банком Японии сегмента «зеленых» облигаций. Текущий план «зеленого» кредитования Банка Японии предполагает очень осторожные действия с его стороны. Ожидалось, что ЦБ будет стимулировать «зеленое» кредитование путем доплаты 0.1% коммерческим банкам, которые занимаются кредитованием и инвестициями, связанными с улучшением климата, но на заседании 16 июля Курода подтвердил для банков только 0%, без дополнительного стимулирования. Это не дает отрасли особого стимула для увеличения объемов кредитования на борьбу с изменением климата. Участники рынка ожидают изменений в будущей политике ЦБ по этому вопросу.

Банк Японии также заявил, что будет покупать иностранные «зеленые» облигации, выпущенные правительствами, хотя он по-прежнему воздерживается от обязательств по ориентации на «зеленые» ценные бумаги, выпущенные в Японии и деноминированные в иене. Банк Японии имеет иностранные активы на сумму около $70 млрд по состоянию на март 2021 года.

По словам экономиста Масаки Кувахары из Nomura Securities, переход к покупке зарубежных «зеленых» суверенных бумаг не окажет большого влияния на рынок. Он указал, что на данном этапе более важны внутренние стимулы для «зеленого» кредитования.

Пандемия повлияла и на решения эмитентов о срочности долга: эмитенты чаще ориентируются на заимствования с более коротким сроком