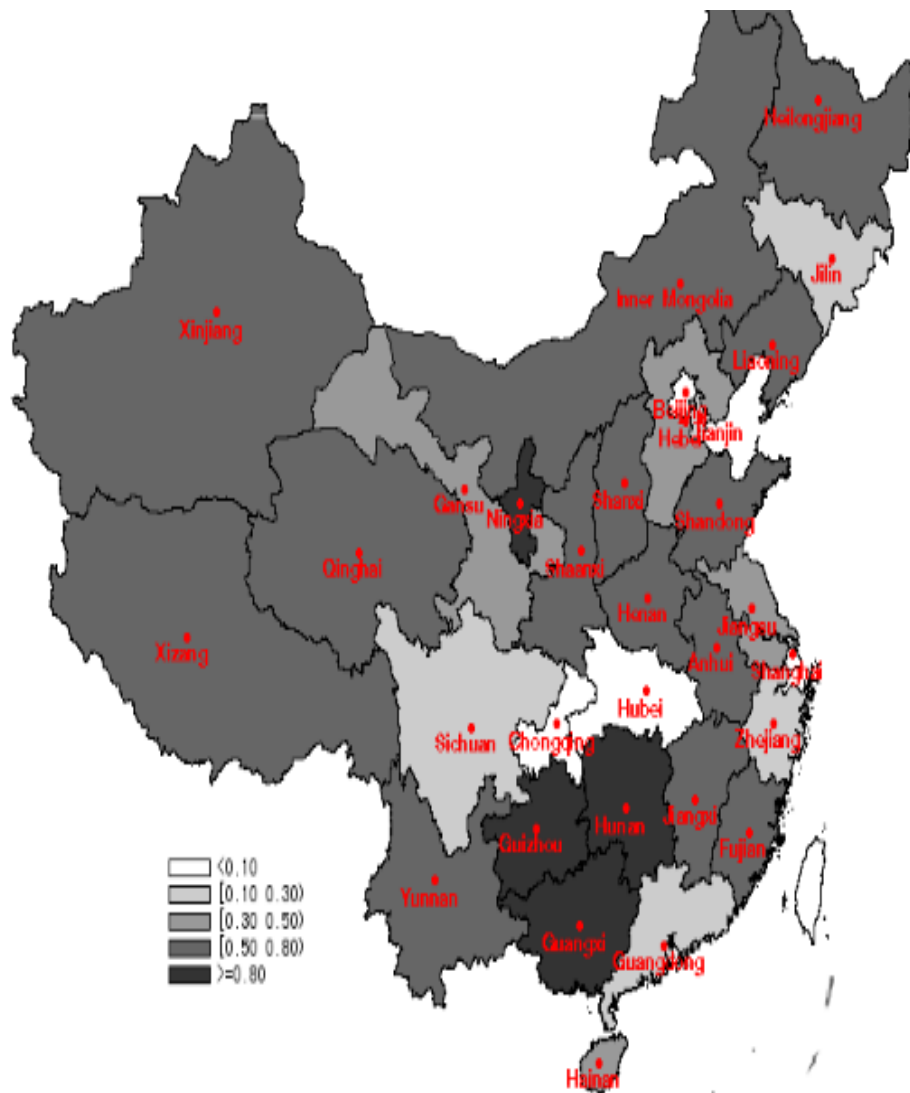


Рынки облигаций местных правительств в КНР

Кузнецова В.В.,
МГУ им. М.В.Ломоносова

Рост потребности местных правительств в финансировании



На долю местных правительств приходится около половины совокупных доходов и более 80% расходов широкого правительства КНР. Средний разрыв между доходами и расходами оценивают в 32%. Особенно быстро долги стали расти после первой волны оттока из страны трансграничных капиталов. За 2013-2017 гг. долги местных правительств возросли до более 20% ВВП, превысив запас официального суверенного долга в 2017 г.

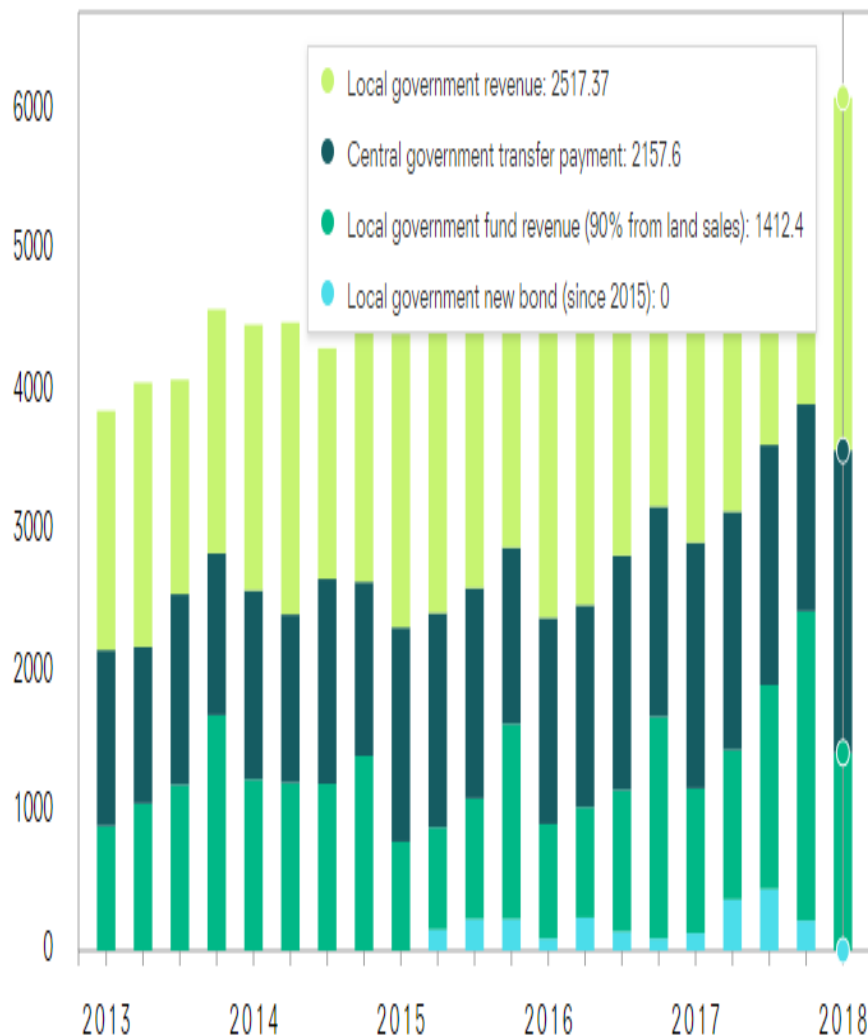
В 2018 г. местные правительства привлекли 4,17 трлн. жмб посредством выпуска облигаций.

Роль забалансовых каналов финансирования местных правительств

Для фондирования бюджетных расходов местные правительства создавали внебюджетные трасты (LGFVs) для заимствований от банков и с рынков капиталов – так называемые *chengtou*.

LGFVs – особый тип организаций; формально они регистрируются как коммерческие корпорации, а функционируют как трасты, бенефициарами которых выступают местные правительства.

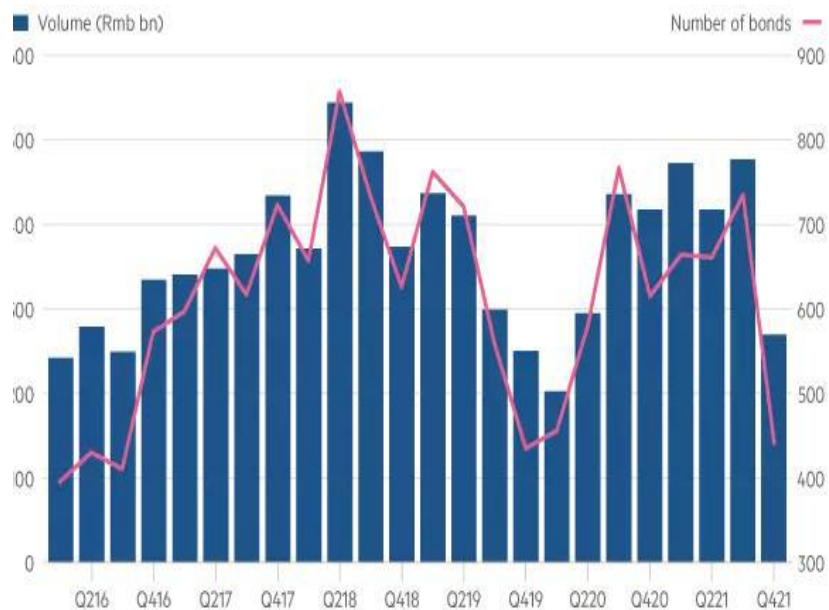
В период 2009-2014 гг. местным правительствам было запрещено эмитировать от своего имени долговые инструменты, за исключением специальных (экспериментальных) выпусков, решение по которым принимал Госсовет КНР.



Основные источники доходов местных правительств

Программа по ограничению внебюджетного финансирования местных правительств

В 2015 г. на весенней сессии ВСНП был одобрен план по эмиссии облигаций министерством финансов КНР в объеме 1,6 трлн. жмб. Из них 600 млрд. было предназначено для привлечения нового финансирования, а 1 трлн. жмб – для рефинансирования долга LGFV, переводимого в долг широкого правительства в соответствии с трехлетней программой долговых свопов.



Выпуск облигаций местных правительств, 2016-2021 гг.

Одновременно центральное правительство частично признало (включило в бюджет) долги LGFVs примерно на 22% ВВП от его величины в 2015 г. Трех летняя программа включала постепенное замещение высоко доходного и краткосрочного долга местных правительств (в форме кредитов банков, облигаций LGFVs, трастов и др.) облигациями провинциальных правительств. Объем программы – 18 трлн. жмб, или 25% от ВВП. Срочность новых обязательств варьировалась от 2 до 20 лет, в среднем – 4,5 года

Понятие облигаций местных правительств

В литературе и на практике используются разные понятия:

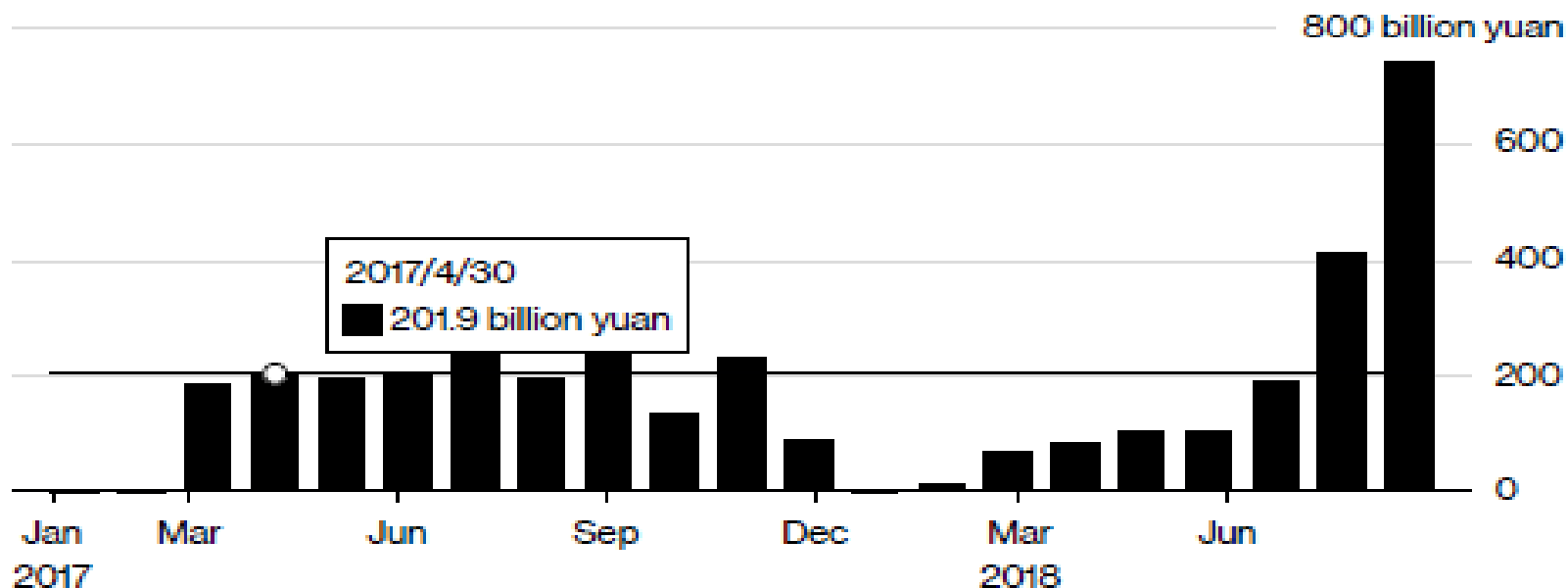
- «Чэн-Тоу-Чжай» или «городские инвестиционные облигации». Такой перевод представлен в описании индекса «Чэн-Тоу-Чжай», который рассчитывает China Securities Index Company Limited (CSI) – ведущий поставщик индексов в КНР (например, CSI300 index). Компанией совместно владеют Шэньчжэньская и Шанхайская фондовые биржи.
- облигации местных правительств [Huang Yi, Pagano M., Panizza U., 2016. – <https://ideas.repec.org/p/gii/giihei/heidwp10-2016.html>]
- облигации «чэнтоу» [Ang A., Bai J., Zhou Hao, 2017. – <http://gcfp.mit.edu/wp-content/uploads/2017/08/Ang-Bai-Zhou.pdf>]
- инвестиционные облигации [Gao Haoyu, Ru Hong, Tang D.Y., 2018. – https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2801878]
- облигации LGFV.

Т.к. LGFV формально регистрируются как корпорации, то выпускаемые ими облигации часто на практике относят к корпоративным облигациям [Chen Zhuo, He Zhiguo, Liu Chun. The Financing of Local Government in the People's Republic of China: Stimulus Loan Wanes and Shadow Banking Waxes // ADBI Working Paper Series, 2018, № 800]

Динамика роста чистых эмиссий специального долга

Хотя облигации местных правительств официально эмитируются с 2015 г., Народный Банк Китая раскрывает данные только с начала 2017 г.

■ Net issuance of special government debt



После начала реформы «закрытия черного входа» (2015) рынок государственных облигаций КНР быстро рос, став крупнейшим в мире, включающим облигации центрального правительства, местных правительств и политических банков.

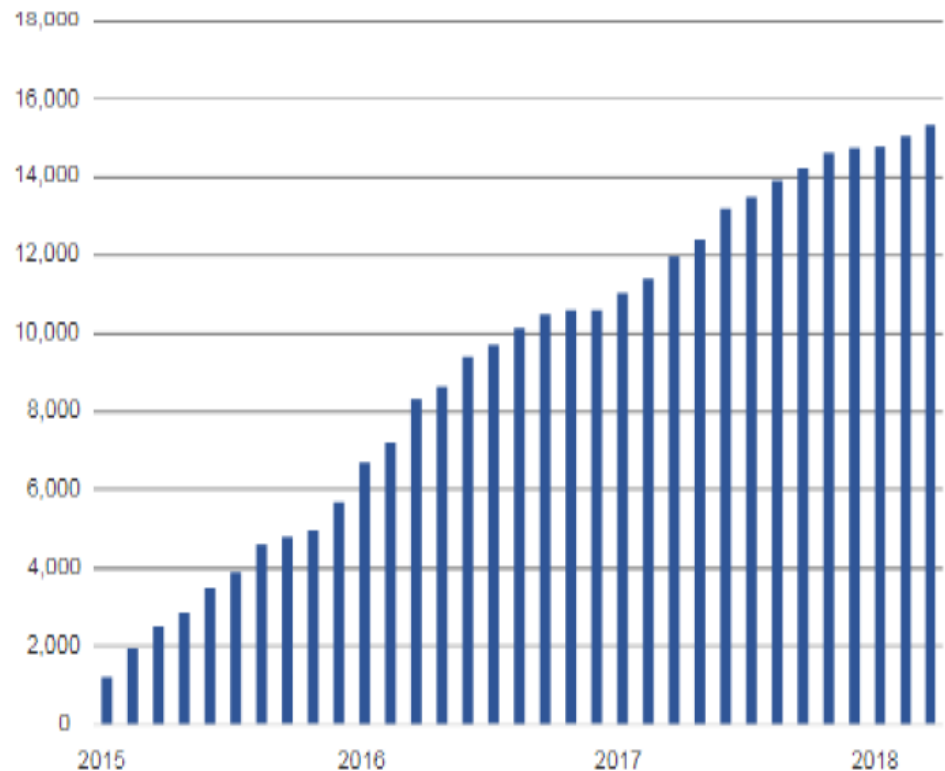
В 2018 г. на долю облигаций местных правительств приходилось около 20% китайского рынка инструментов с фиксированной доходностью. Его объем достиг 80 трлн жмб (12 трлн. долл.), или более 90% ВВП. По объему китайский долговой рынок вышел на третье место в мире после США и Японии.

Облигации местных правительств и динамика их эмиссий

LGFVs эмитируют облигации в пяти формах, включая: корпоративные облигации; облигации предприятий; среднесрочные ноты; векселя краткосрочного финансирования; ноты для частного размещения.

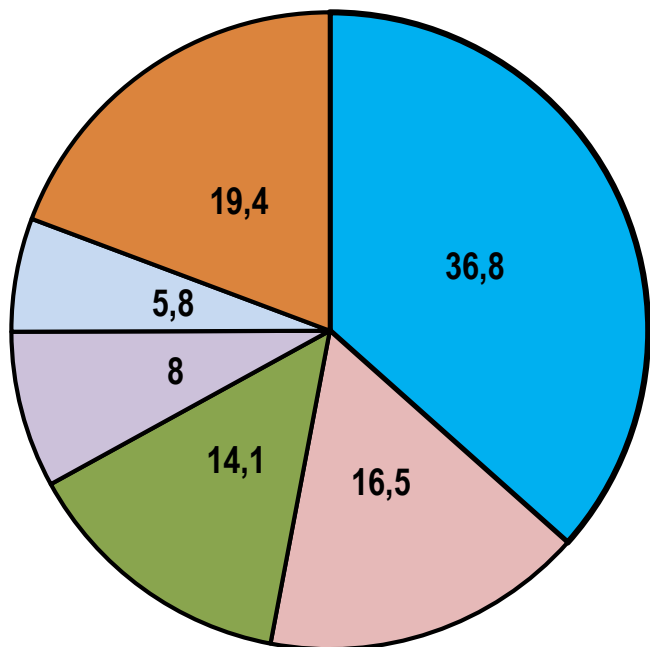
Часто под облигациями местных правительств понимаются все выше перечисленные долговые обязательства, публично торгуемые на разных торговых площадках.

В проспектах эмиссии облигаций местных правительств содержится информация о фактическом объеме выпуска, дате эмиссии, срочности долговых инструментов, провинции-эмитенте, рейтинге облигаций, рейтинге эмитента и цели наращивания фондов.



Динамика выпусков облигаций местных правительств, млрд. жмб

Цели выпуска облигаций местных правительств (%)



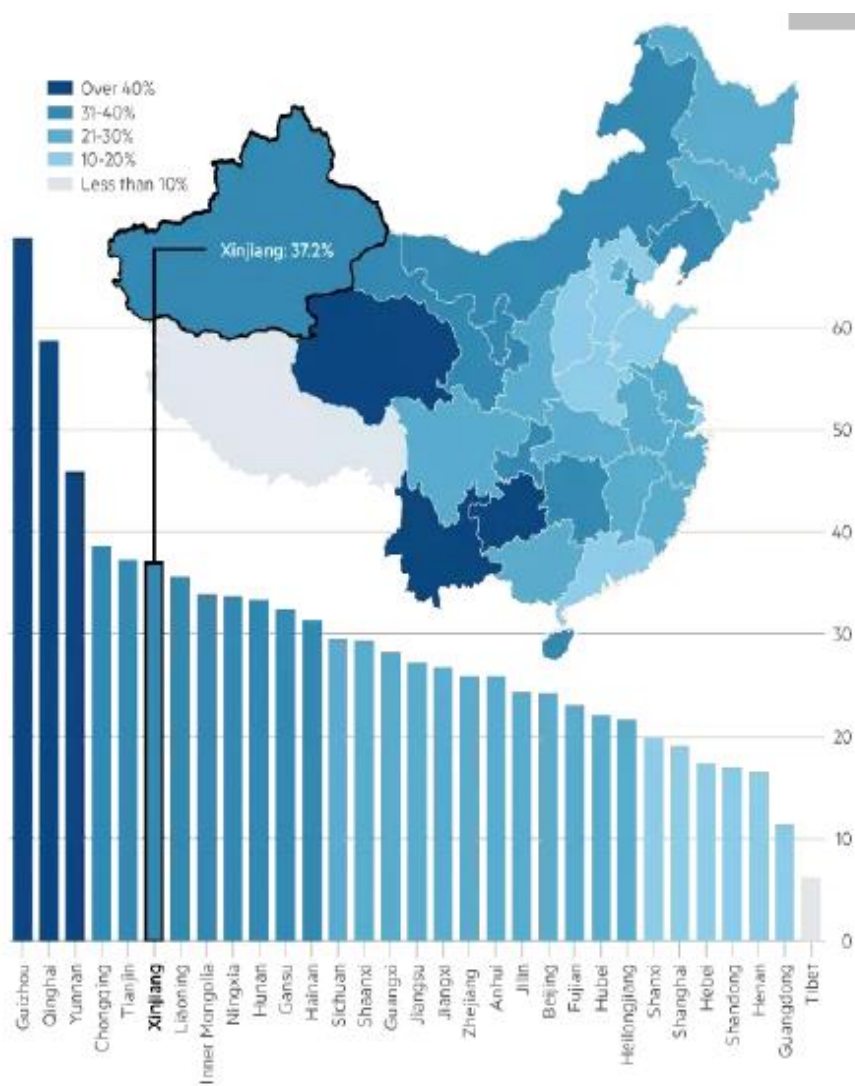
- социальное жилье
- резервирование земли
- инфраструктурные проекты
- экологические проекты
- муниципальное строительство
- другие цели

Привлекаемое LGFVs, например, за счет эмиссии собственных облигаций, финансирование местные правительства направляют на реализацию инфраструктурных проектов, строительство социального жилья и другие цели в рамках делегированных им мандатов. Но раскрываемые в проспектах цели выпуска облигаций могут не совпадать с фактическим использованием привлекаемых средств.

По сути, LGFVs выступают механизмом, замещающим прямые бюджетные ассигнования.

Местные правительства в большинстве случаев несут ответственность по долгам LGFVs, обслуживая их обязательства и предоставляя гарантии.

Региональная вариация эмиссий облигаций местных правительств



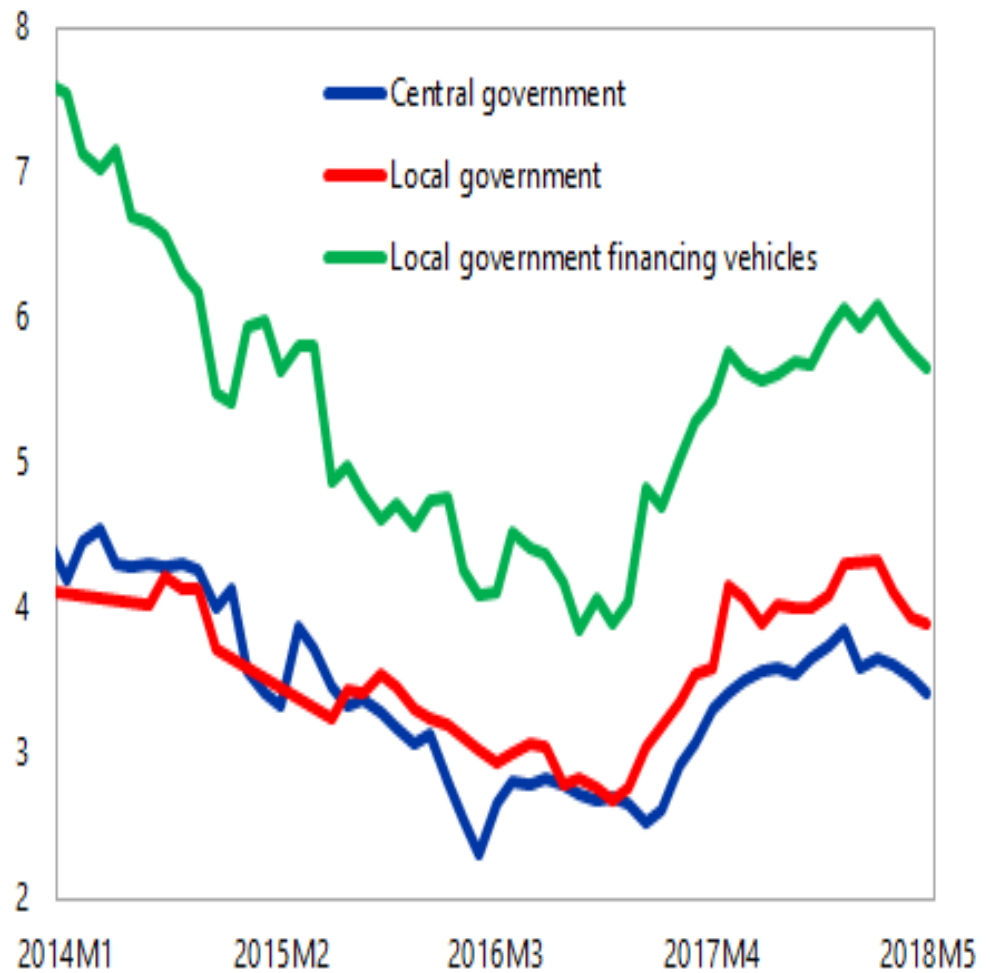
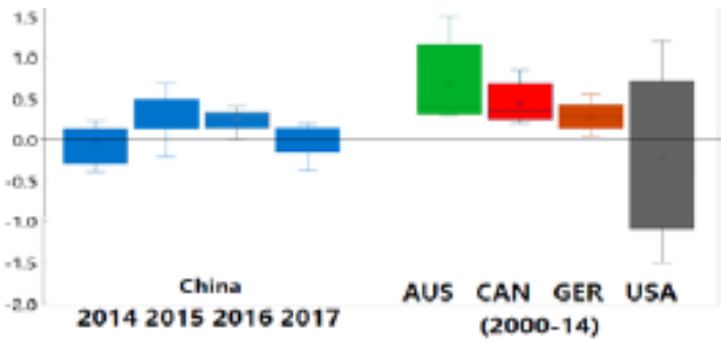
Около 90% официального долга местных правительств представлено в форме долговых ценных бумаг. В целом, программа долговых свопов помогла местным правительствам удлинить срочности, снизить процентные расходы и стандартизировать долговые инструменты.

Более развитые приморские провинции номинально осуществляют наибольшие эмиссии облигаций, но их долговое бремя как доля ВРП меньше, чем у менее развитых провинций. У менее развитых провинций в среднем накопленный долг уже превышает 40% ВРП (в ряде случаев – более 80% провинциальных бюджетных доходов).

Динамика доходностей по обязательствам широкого правительства

Взвешенные средние доходности по облигациям местных правительств в 2018 г. достигали 4,3%, в 2019 – 3,9%. Это примерно на 140 б.п. ниже средних ставок по банковским кредитам.

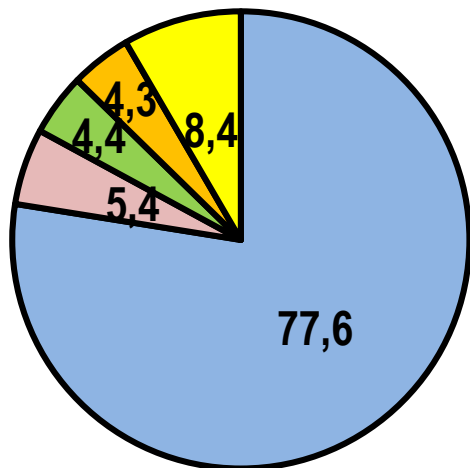
Спрэды между провинциями были минимальными – в рамках 10-20 б.п., что намного меньше, чем аналогичные спрэды в других странах.



Спрэды по субсуверенным облигациям как доля сверх доходностей по суверенным облигациям

Риски и ограничения рынка облигаций местных правительств

Состав держателей облигаций местных правительств



- коммерческие банки
- взаимные фонды
- страховые и фондовые компании
- розничные инвесторы
- спецюрлица

Низкая ликвидность и узкая база инвесторов. Ликвидность рынка облигаций местных правительств все еще очень низкая. Средний оборот составляет только 4,3% выпущенного объема. Низкая ликвидность снижает роль цен государственных ценных бумаг. В результате, суверенные облигации в КНР не формируют ликвидную базу кривой доходности.

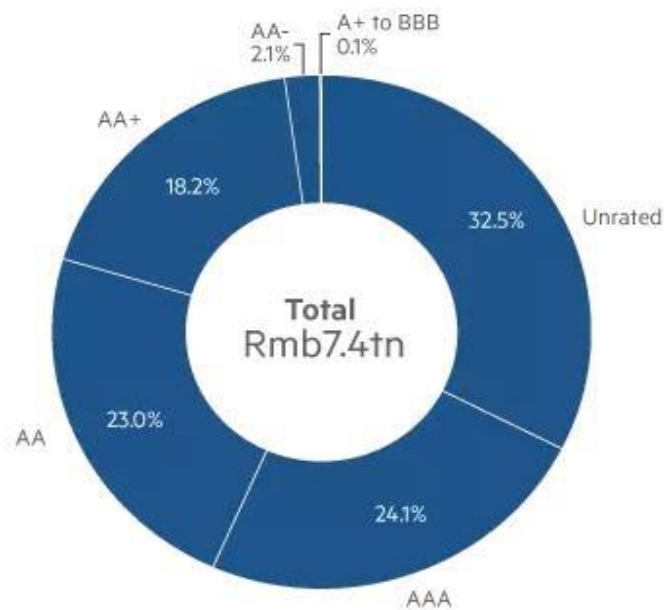
С 2017 г. внутренний рынок открыт для иностранных квалифицированных инвесторов через программу “Bond Connect”.

Недоразвитость инфраструктуры финансового рынка, в т.ч. неактивность маркет-мейкеров и дилеров. На рынке практически отсутствуют институциональные инвесторы.

Особенности рейтингования облигаций местных правительств

Сопоставление оценок глобальных и китайских рейтинговых агентств показывают:

- глобальные агентства обычно присваивают облигациям, размещаемым вне страны, более низкие рейтинги, чем национальные агентства, – в среднем примерно на 6-7 грейдов ниже;
- китайские агентства придают больший вес размеру эмитента как положительный фактор риска, а леввередж в большей мере учитывают как отрицательный фактор риска по сравнению с глобальными игроками;
- китайские рейтинговые агентства вне зависимости от фактического финансового положения местных правительств их облигациям, как правило, присваивают высший рейтинг – «AA» – «AAA».



Распределение рейтингов облигаций местных правительств

Облигации местных правительств могут торговаться на трех разных внутренних рынках: рынке ОТС; валютном рынке и межбанковском рынке, функционирование которых регулируется разными органами. Рейтинговые агентства должны быть аккредитованы и регулятором, и рынком.

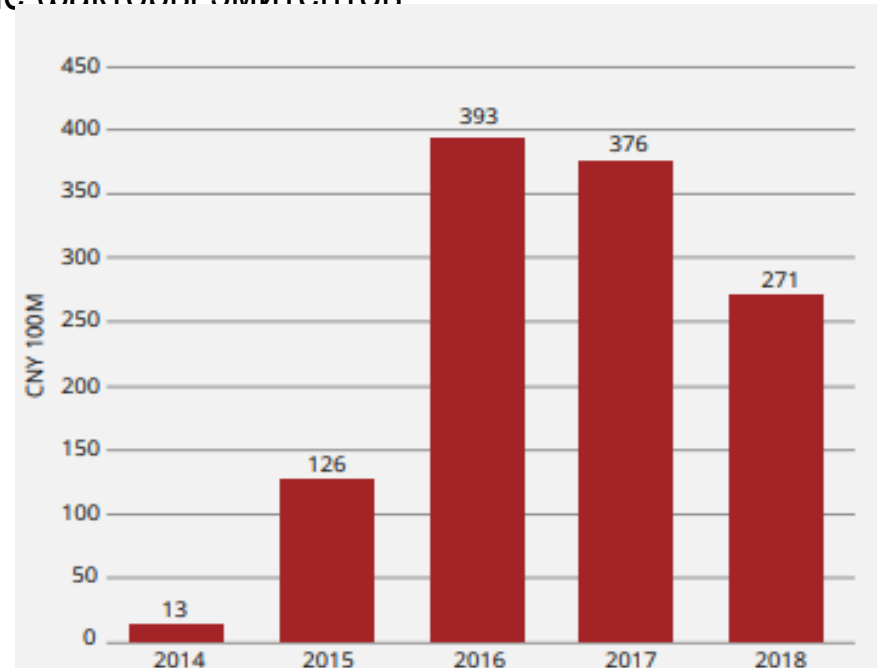
Основные рейтинговые агентства

Агентство	Межбанковский рынок	Валютный рынок	Рынок ОТС
China Chengxin Security Rating Co., Ltd.	–	1	–
Lianhe Rating Co., Ltd.	–	1	–
Shanghai Brilliance Investors Service Co., Ltd.	1	1	1
Shanghai Far-East Credit Rating Co., Ltd.	–	1	1
Dagong Global Credit Raing Co., Ltd.	1	1	1
Golden Credit Rating International Co., Ltd. (Orient)	1	1	1
Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.	–	1	1

Межбанковский рынок регулирует Народный Банк Китая (НБК); валютный рынок – Всекитайской комиссией по рынку ценных бумаг (ВКЦБ); рынок ОТС – Всекитайской комиссией по развитию и реформе (ВКРР). ВКРР аккредитовала Chengxin, Dagong, Brilliance, FarEast, Pengyuan, Orient; НБК – Dagong, ChengxinI, LianheI, Brilliance, Orient; ВКЦБ – ChengxinS, Brilliance, Dagong, Predecessor of LianheS, Orient, FarEast.

Неразвитая рыночная дисциплина

Кредитные рейтинги в КНР не дифференцируют провинции по финансовому положению, 2/3 облигационных выпусков получают рейтинг от «AA» до «AAA». Ценообразование и спрэды не учитывают фундаментальные фискальные факторы эмитентов

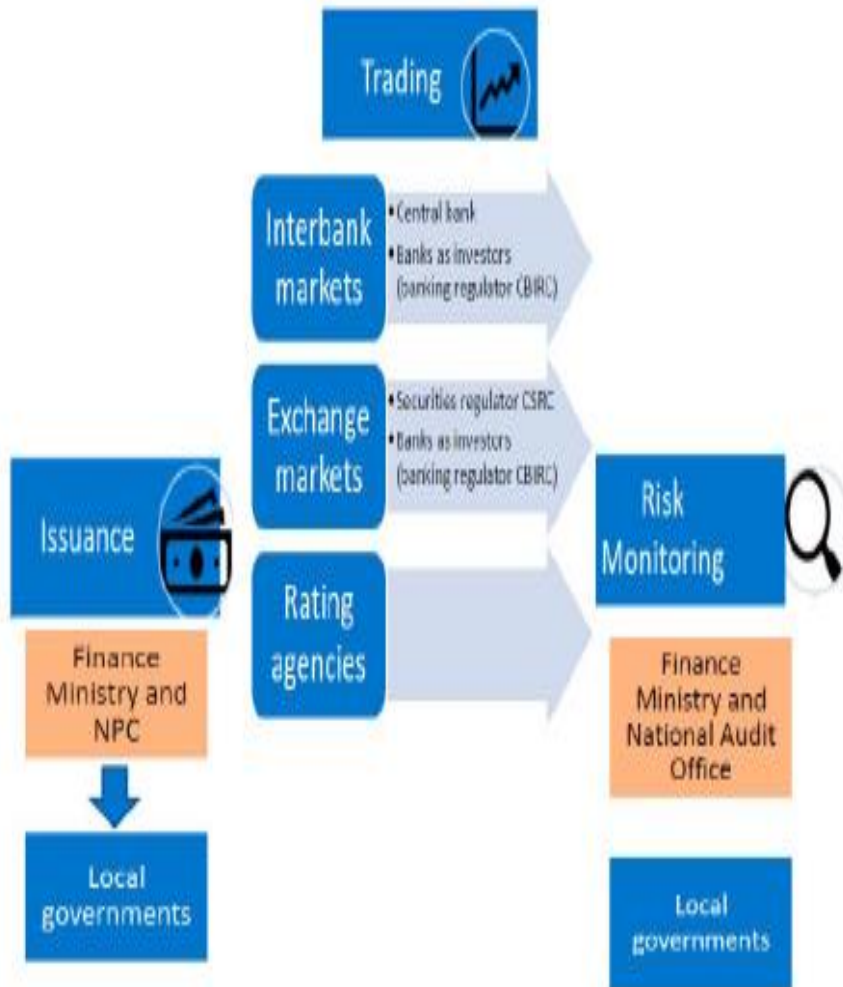


Ценообразование риска

Динамика дефолтов по облигациям

В августе 2018 г. произошел первый дефолт LGFV на рынке облигаций местных правительств – Sixth Agricultural State-owned Assets Management Co, входившей в состав Xinjiang Production and Construction Corp, – гигантской военно-промышленной группы, известной также как «бинтуань», которая длительное время была эффективным правительством на северо-западе Синьцзяна.

Фрагментарность регулирования



Фрагментарное регулирование. Ческолько министерств и агентств регулируют и осуществляют надзор над рынком облигаций местных правительств, каждое ведомство отвечает за свой аспект.

Отсутствие подробного раскрытия информации.

Инвесторы и рейтинговые агентства часто не в состоянии точно оценить кредитоспособность местных правительств. Например, проспекты эмиссий облигаций местных правительств в КНР типично состоят из 8-10 страниц по сравнению с 300 страницами по эмиссиям муниципальных облигаций в США.

Ограниченные возможности управления долгом

Возможности управления долгом у провинциальных правительств обычно ограничиваются эмиссией облигаций и мониторингом рисков, особенно они ограничены у финансовых управлений ниже стоящих правительств и в менее развитых провинциях. Это затрудняет для последних планирование и определение сроков выпуска долгосрочных облигаций на нужды развития. Особенно плохо развиты данные направления деятельности в местных правительствах, сталкивающихся со значительными разрывами в доходах и расходах и не имеющих среднесрочных бюджетных правил.



Динамика бремени рефинансирования долга

Меры Народного Банка Китая и правительства КНР по поддержке рынка облигаций местных правительств

Госсовет КНР разрешил местным правительствам осуществлять эмиссию облигаций до утверждения бюджетов на текущий год.

После объявления Sixth Agricultural State-owned Assets Management Co дефолта по облигационному выпуску через два дня регулятор полностью рассчитался со всеми инвесторами.

НБК снизил требования к обеспечениям для заимствований по программе среднесрочного кредитования и включил облигации местных правительств с рейтингом «А» в ломбардный список. Это – примерно 34% от находящихся в обращении данных облигаций.

НБК предоставило облигациям НБК безрисковый статус, чтобы стимулировать спрос финансовых посредников на данный актив.

ВКБисН в конце 2018 г. ослабила ограничения для банков на покупки облигаций местных правительств банками-андеррайтерами, отменив требование, впервые введенное в 2012 г., запрещавшее коммерческим банкам покупать более 20% от объема эмиссии облигаций, по которым они выступают андеррайтером.

Индивидуальным инвесторам разрешено инвестировать в облигации местных правительств, если их годовой доход более 500 тыс. жмб, обладают вложениями в финансовые активы в объеме не менее 3 млн. жмб, в течение как минимум 2 лет имели опыт операций в ценные бумаги. Граждане, не отвечающие данным критериям, могут инвестировать только в облигации местных правительств, имеющие рейтинг не ниже «АА».