

Эволюция российского долгового рынка

Андрей Кулаков, CFA, FRM

18 июня 2026 г.

Пик рекордно высоких ставок позади

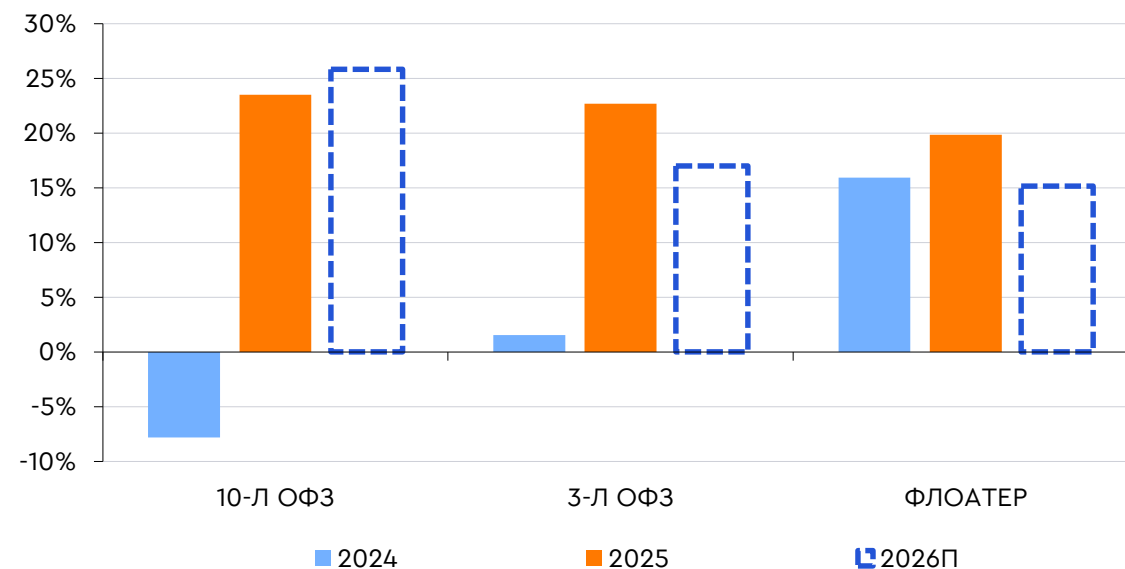
- В 2025 г., в ответ на переход Банка России к циклу снижения ставки, вложения во все классы ОФЗ принесли инвесторам высокий **совокупный доход (TR), сопоставимый между разными классами (18-23%)** – заметно лучше итогов 2024 г., когда высокий TR был зафиксирован лишь по флоатерам.
- **Цикл смягчения денежно-кредитной политики продолжается**, однако пространство для снижения ставки сдерживается масштабным предложением ОФЗ (~6,8 трлн руб. в 2026 г., по нашим оценкам).
- Мы ожидаем, что к концу 2026 г. ключевая ставка опустится до 12% и продолжит снижаться в 2027 г. В этих условиях **доходности длинных ОФЗ могут консолидироваться в диапазоне 12,5–13,0%**, что транслируется в совокупный доход на уровне ~26% – выше по сравнению с другими активами.

ДИНАМИКА КС, 10-Л ОФЗ И КОРП. ОБЛИГАЦИЙ



Источник: ЦБ, Cbonds

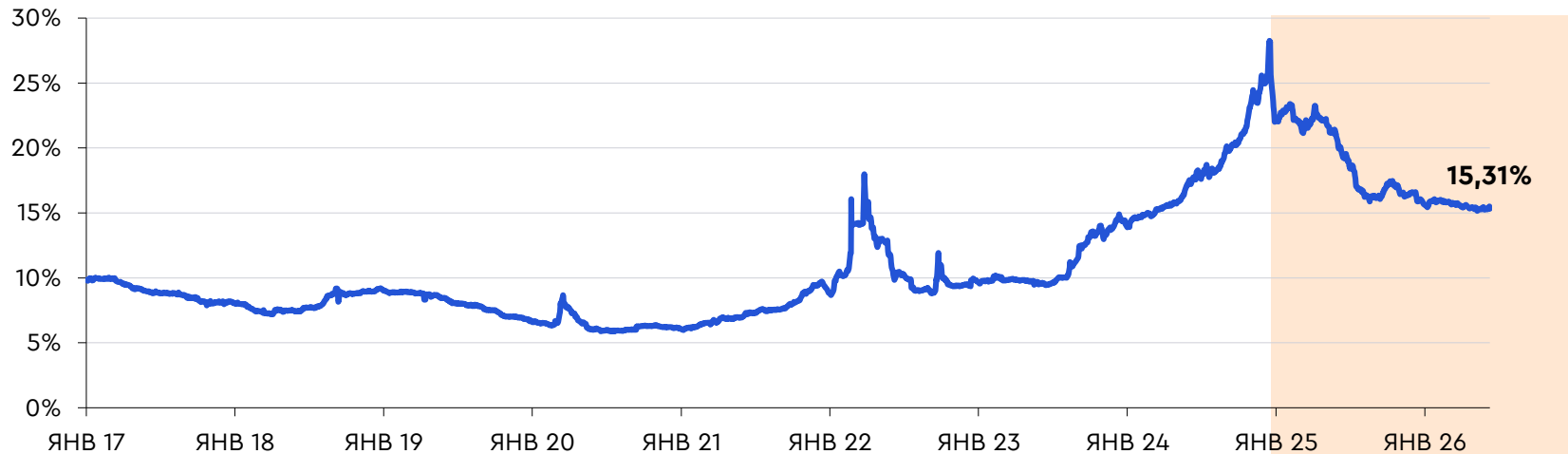
СРАВНЕНИЕ TR ПО КЛАССАМ ОФЗ



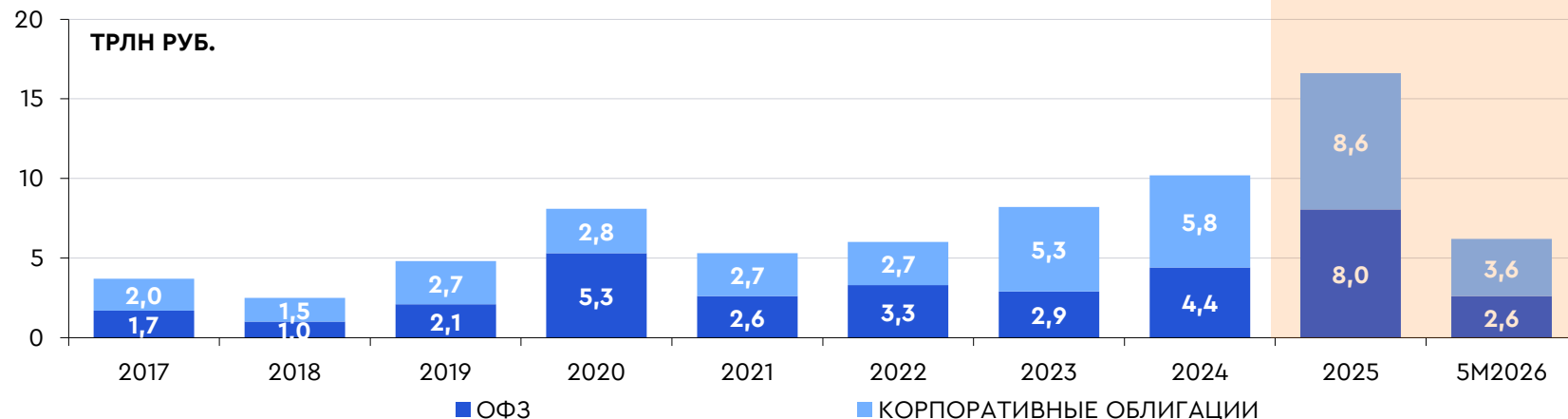
Источник: оценки Газпромбанка

Локальный рынок растет количественно...

ИНДЕКС ДОХОДНОСТИ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ (IFX CBONDS)



ОБЪЕМ ЭМИССИИ ОБЛИГАЦИЙ*



* только рыночные выпуски

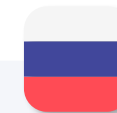
Источник: Cbonds, Минфин

РЫНОК КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ



2022

2026



ОБЪЕМ РЫНКА

9,8 трлн руб. **+135%** 22,9 трлн руб.

КОЛИЧЕСТВО ЭМИТЕНТОВ

~330 **+50%** 500+

СРЕДНЕДНЕВНОЙ ОБОРОТ (РУБ. СЕГМЕНТ)

7,2 млрд руб. **+323%** 23,3 млрд руб.

ДОЛЯ ФЛОАТЕРОВ В ЭМИССИИ

<1% **▲▲▲** 38%

... и качественно

ОБЛИГАЦИИ В ЮАНЯХ



193 млрд CNY



>80 млрд долл.
РЫНОК ЛОКАЛЬНЫХ
ВАЛЮТНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

ОБЛИГАЦИИ В USD И EUR



16,0 млрд USD

ЗАМЕЩАЮЩИЕ КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ



36,6 млрд USD

КОРПОРАТИВНЫЕ ФЛОАТЕРЫ



5,6 трлн руб.

КОРПОРАТИВНЫЕ ДИСКОНТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ



214 млрд руб.

ИНСТРУМЕНТЫ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ



3,2 трлн руб.

ОБЛИГАЦИИ МИНФИНА В ЮАНЯХ



30 млрд CNY

НОМИНАЛ С ИНДЕКСАЦИЕЙ НА ПРИРОСТ ИНДЕКСА RUONIA



150 млрд руб.

ОБЛИГАЦИИ С ВОЗМОЖНОСТЬЮ ОБМЕНА НА АКЦИИ



1 млрд руб.

ПАРТНЕРСКИЕ ОБЛИГАЦИИ (СУКУК)



3,5 млрд руб.



**ПОТЕНЦИАЛЬНЫЕ
НОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ**

База инвесторов на локальном рынке

ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ИНВЕСТОРЫ*

29,8 трлн руб.

Вложения банков в ценные бумаги
в т.ч. в акции 0,5 трлн руб.

9,5 трлн руб.

Активы пенсионных фондов
в т.ч. в акциях 0,6 трлн руб.

6,8 трлн руб.

Активы страховых компаний
в т.ч. в акциях 0,2 трлн руб.

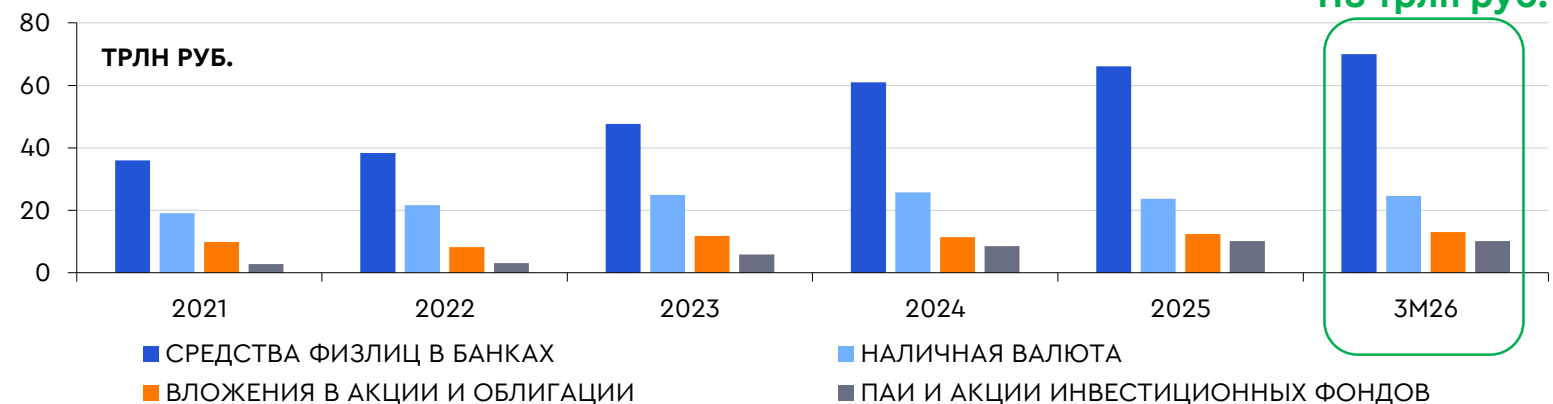
23,1 трлн руб.

Стоимость чистых активов ПИФ
в т.ч. в акциях 6,6 трлн руб.

* на последнюю доступную дату

ЧАСТНЫЕ ИНВЕСТОРЫ

СРЕДСТВА ФИЗЛИЦ В БАНКАХ И НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ



АКТИВНЫЙ ВЫХОД ФИЗЛИЦ НА ФОНДОВЫЙ РЫНОК



Последние инновации на рынке

ОФЗ в юанях



- **Для инвестора:** возможность зафиксировать высокую доходность в валюте на длительный срок; выплаты в иностранной валюте.
- **Для эмитента:** диверсификация инвесторской базы; замещение валютного долга; снижение давления на рублевые ОФЗ; создание ликвидных ценовых бенчмарков для корпоративных заемщиков.

Облигации с возможностью обмена на акции (конвертируемые облигации)



- **Для инвестора:** позволяют извлекать выгоду при росте рынка акций, не подвергаясь рискам инвестиций в акционерный капитал; возможность торговли волатильностью.
- **Для эмитента:** снижение стоимости долга за счет более низкого купона; возможность реализации квазиказначейского пакета акций с премией.

Облигации, номинал которых индексируется на прирост индекса RUONIA



- **Для инвестора:** эффективная защита от процентного риска; более доходная альтернатива фондам денежного рынка; минимизация рисков реинвестирования.
- **Для эмитента:** перенос процентных платежей на более поздние периоды; более низкая стоимость обслуживания долга.

Партнерские облигации (сукук)



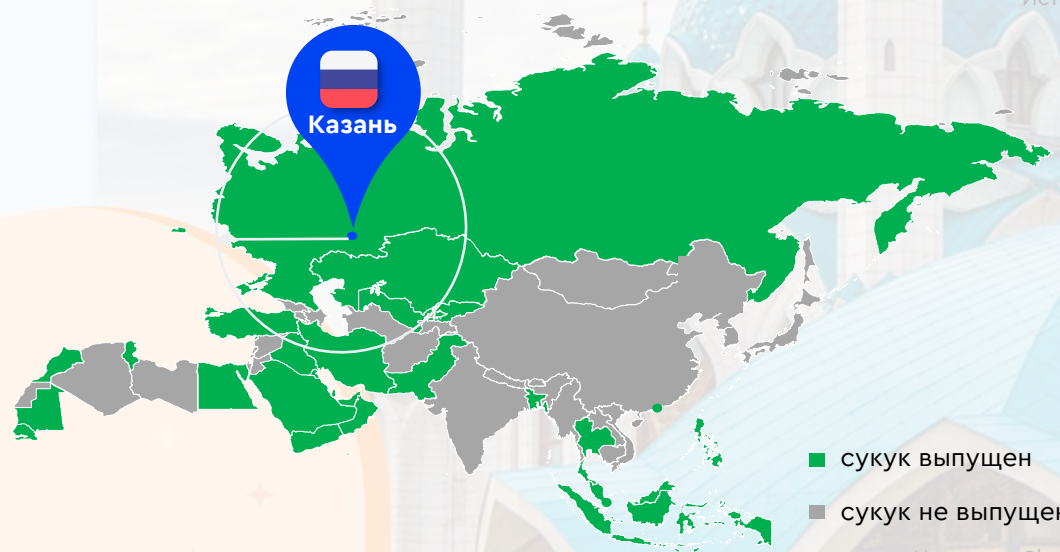
- **Для инвестора:** приобретение доли в реальном активе
- **Для эмитента:** диверсификация инвесторской базы, в частности привлечение средств от инвесторов, для которых традиционные финансовые инструменты недоступны; распределение рисков между инвестором и эмитентом.

Рынок партнерских финансов в мире и Центральной Азии

ДИНАМИКА ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА ПАРТНЕРСКИХ ФИНАНСОВ, ТРЛН ДОЛЛ.



Источник: LSEG



Источник: Cbonds

>1 трлн долл.
сукук в обращении в мире

~2 млрд
мусульман в мире

ХАРАКТЕРИСТИКА РЫНКА ПАРТНЕРСКИХ ФИНАНСОВ В СТРАНАХ ЦЕНТРАЛЬНОЙ АЗИИ И В РФ

- ✓ Объем партнерского финансирования в странах Центральной Азии превышает 0,8 млрд долл., а к 2033 г. может достичь 12 млрд долл.
- ✓ Ключевой драйвер рынка – высокая доля мусульманского населения в регионе (в среднем ~85%).
- ✓ Казахстан является абсолютным лидером партнерских финансов в регионе. Объем его рынка составляет ~0,6 млрд долл.
- ✓ Кыргызстан демонстрирует наиболее быстрый рост: так, только в 2025 г. его объем удвоился и достиг ~0,2 млрд долл.
- ✓ В России с 2023 г. действует эксперимент по партнерскому финансированию, недавно был размещен дебютный выпуск сукук.
- ✓ В Казани открыт первый зарубежный Представительский центр ААОIFI.

Спасибо
за внимание!



ПОДПИСЫВАЙТЕСЬ НА ТГ-КАНАЛ
«БЛОГ РЫНКОВ КАПИТАЛА»
ЗДЕСЬ ВСЕГДА ДЕРЖАТ РУКУ НА
ПУЛЬСЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ