

A kínai kötvénypiac főbb jellemzői*

Sütő Zsanett – Tóth Tamás

A tanulmány a kínai kötvénypiacok főbb jellemzőit mutatja be kibocsátói és befektetői oldalról. A szerzők vizsgálják a kínai kötvénypiac onshore és offshore szegmensét, részletesen elemezve mind a keresleti, mind a kínálati oldalt, az elérhető instrumentumok körét, főbb jellemzőit, a kötvénypiacra vonatkozó szabályozást és a piacok alapvető jellemzőit. A kötvénypiacot a RMB nemzetközivé tételét előtérbe helyező kínai politika kontextusában élénk tárva megállapítják, hogy ez a politikai törekvés elősegítheti a külföldi befektetők nagyobb arányú megjelenését a kínai kötvénypiacon.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: F65, G15, O16

Kulcsszavak: Kína, kötvénypiac, dim sum, onshore piac, renminbi

1. Bevezetés

Kína a 21. századra a mennyiségi tényezők alapján nemcsak reálgazdasági, hanem pénzügyi tekintetben is a világ élvonalába tartozik. A világ legnagyobb exportőre és a világ egyik legnagyobb gazdasága. A mind reálgazdasági, mind pénzügyi értelemben hatalmas piachoz a külföldi szereplők fokozatosan, a kínai szabályozók által meghatározott ütemben és mértékben férhetnek hozzá. Az utóbbi időszakban egyre gyorsuló ütemben nyíló onshore és a jövőre 10 éve létező offshore kötvénypiac még új területnek számíthat a pénzügyi intézmények számára. A piacra lépést segítheti a piac jellemzőinek megismerése. Kína kötvénypiac az elmúlt 15 év során gyakorlatilag a semmiből a világ harmadik legnagyobb piacává nőtte ki magát. Ennek ellenére az ország GDP-hez viszonyított államadóssága még mindig relatív alacsonynak tekinthető, az adósság növekedése igazán a privátszféra eladósodottságán látszik. Kína több okból kifolyólag is tudatosan törekedett kötvénypiacának kiépítésére és annak folyamatos fejlesztésére. Egyrészt, mivel a kínai vállalatok körében még mindig a részvénykibocsátás, illetve a bankhitel a leggyakoribb finanszírozási forma, a vállalatok áttérése a kötvénypiacra segíthet *diverzifikálni a bankrendszerben koncentrált hitelkockázatot*. Másrészt a gazdasági növekedés (eddigi) motorjának számító infrastrukturális és építőipari beruházások finanszírozásához is további forrásokra van szükség (Goldman 2015).

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Sütő Zsanett, FRM a Magyar Nemzeti Bank munkatársa. E-mail: sutozs@mnbb.hu.
Tóth Tamás, CFA a Magyar Nemzeti Bank Pénz-és devizapiaci igazgatóság Befektetési főosztályának portfóliókezelője. E-mail: tothtam@mnbb.hu.

A kézirat első változata: 2016. március 29-én érkezett szerkesztőségünkbe.

A kínai renminbi világpiacon betöltött szerepe az elmúlt 5 évben ugrásszerűen megnőtt. A kínai fizetőeszköz mára a *második leggyakrabban használt deviza a kereskedelemfinanszírozásban*, illetve a fizetési tranzakciókat tekintve is az első 5-ben szerepel (Horváth–Teremi 2015). A jegybankok devizatartalékaiban is egyre nagyobb arányban szerepel a renminbi, aminek további lendületet adhat az IMF 2015. novemberi döntése, melynek értelmében 2016 októberétől *a kínai renminbi az SDR-kosár¹ része lesz. Magyarország 2015 júniusában kapott 50 milliárd renminbi nagyságrendű RQFII-kvótát, amelynek keretében magyarországi pénzügyi intézmények számára megteremtődött a lehetősége annak, hogy kínai onshore piaci befektetésekhez férjenek hozzá* (MNB közlemény, 2015. június 27).

A kínai deviza teljes konvertibilitásának hiánya, illetve a kínai tőkekontrollok miatt kétféle kötvénypiac alakult ki: *onshore*, illetve *offshore*. A panda kötvény az onshore kötvénypiacon külföldi szereplő által onshore renminbiben (CNY) kibocsátott kötvények elnevezése, míg a hongkong-i offshore piacon külföldi szereplők által kibocsátott offshore renminbiben (CNH) denominált kötvények elnevezése a dim sum. *Előbbi piac korlátozottan hozzáférhető* – bár a kínai hatóságok igyekeznek puhítani a korlátokat –, míg utóbbi könnyen elérhető a befektetők számára.

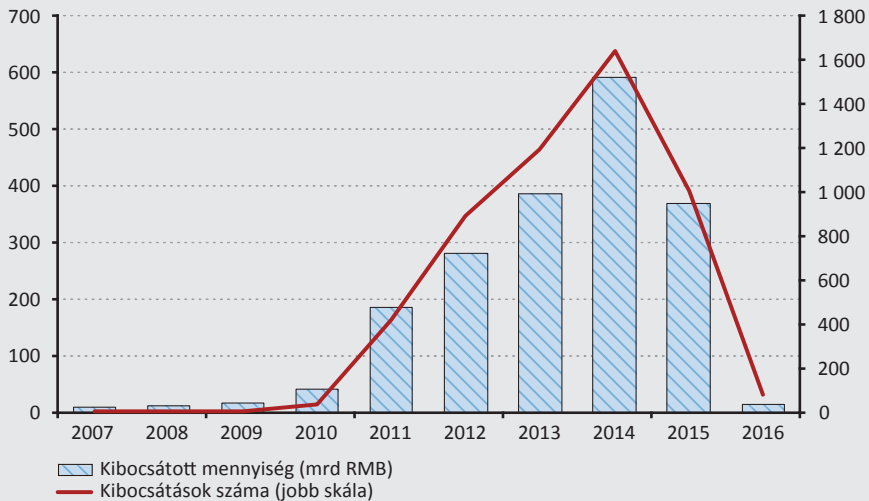
2. A dim sum piac

Az offshore renminbi (CNH) kötvénypiac – vagy más néven dim-sum piac – 2007 második felében alakult ki, viszont a kibocsátások számának ugrásszerű megnövekedése 2010 végéig váratott magára. A piac létrejöttét és fejlődését elsősorban *a renminbi külkereskedelemben betöltött szerepének növekedése, a hongkong-i renminbi betétek felhalmozódása, a pénzügyi és nem pénzügyi intézmények renminbi-finanszírozási és -forráskihelyezési igényeinek megnövekedése, valamint a kínai kormány renminbit népszerűsítő törekvései támogatták*. A befektetők körében az volt a konszenzus, hogy *a kínai deviza erősödő trendje* folytatódik, így a nem rezidensek is egyre nagyobb érdeklődést mutattak a renminbi-befektetések iránt. Mivel az onshore kötvénypiachoz való hozzáférés a kínai tőkekontroll miatt erősen korlátozott volt – mely korlátok később kezdtek felpuhulni –, a külföldi befektetőknek kezdetben az offshore renminbi-piac volt az elérhető alternatíva. A dim sum-piac népszerűségét a *meglehetősen laza szabályozás* is növelte mind kibocsátói, mind pedig befektetői oldalról. Gyakorlatilag bármely kibocsátó szabadon bocsáthat ki offshore renminbiben denominált kötvényt Hong Kongban, csak akkor szükséges a kínai szabályozóktól engedély, ha az így bevont forrást az onshore-piacon szeretnék használni.

¹ Az SDR (Special Drawing Rights) az IMF által használt elszámolási-és tartalékdeviza. Az SDR értéke az SDR-kosárban szereplő devizák értéke alapján határozódik meg. Az SDR-kosárban a következő devizák szerepelnek: amerikai dollár, euró, japán jen, angol font és az IMF 2015. november 30-i döntése alapján az SDR-kosár része 2016. október 1-től a kínai renminbi.

1. ábra
Offshore renminbi-kibocsátások

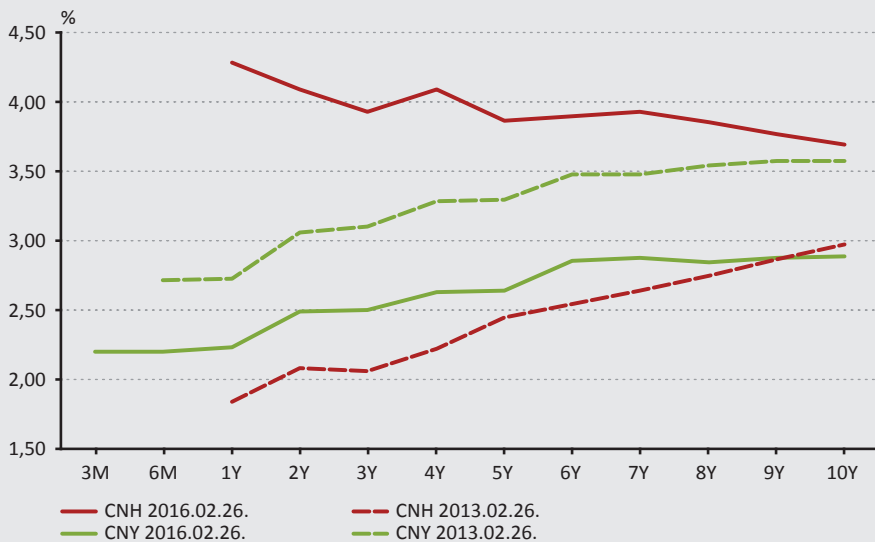
(CD és kötvény)



Forrás: Bloomberg, 2016. március

2014-ig megfigyelhető volt, hogy az offshore piaci hozamszintek jóval az onshore piaci szintek alatt voltak, így *jelentősen olcsóbb volt forrást bevonni az offshore piacon*. Ezt mind kínai, mind pedig nemzetközi kibocsátók kihasználták, hogy csökkentsék

2. ábra
CNY és CNH állampapír-hozamgörbe



Forrás: Bloomberg, 2016. február 26.

kamatfizetési kiadásait. A lényeges hozamkülönbség elsősorban az onshore piac korlátozott hozzáférése miatt állt fenn: azok a befektetők, akik nem fértek hozzá az onshore piachoz, hajlandók voltak alacsonyabb hozam mellett is megvenni az offshore kötvényeket, hogy részesüljenek a kínai devizától várt erősödésből.

2015-ben az offshore piaci kibocsátások dinamikája megtörni látszott, ami mögött több tényező is állhat. A kínai jegybank jelentős mértékű monetáris lazítást hajtott végre, ami hozzájárulhatott az onshore kamatszintek csökkenéséhez, melynek következtében az offshore piac számára korábban tapasztalható hozamkülönbség eltűnt, és 2015 második félévétől az onshore piacokon tapasztalhatók alacsonyabb hozamszintek. A változáshoz hozzájárulhatott az is, hogy a Fed monetáris politikájának, az amerikai kamatpályára vonatkozó várakozásoknak a hatására a feltörekvő piacokon, így Kínában is, a tőkekiáramlás jelei mutatkoztak. A tőkekiáramlás Kínából az offshore piacokon keresztül volt leginkább érzékelhető, ami a növekvő hozamszinteken keresztül az offshore kibocsátások mérséklődése irányába hathatott. Míg az emelkedő hozamszintek a kibocsátói oldalon, addig a renminbi árfolyamának alakulására vonatkozó várakozások a befektetői oldalon hathattak kedvezőtlenül a kínai offshore kötvénypiacra. A piaci várakozások egyre inkább a renminbi leértékelődése irányába mutattak. Az onshore yuan 2015. augusztusi hirtelen leértékelése, ami egyben a piaci árfolyam-meghatározás felé tett lépésként is értelmezhető volt, felerősíthette a befektetők árfolyamgyengüléssel kapcsolatos aggodalmát az offshore piacokon is. Mindezek mellett további szabályozói intézkedések is hozzájárulhattak ahhoz, hogy az offshore piaci kibocsátások volumene csökkent. A kínai hatóságok 2015-ben és 2016 elején is több intézkedést hoztak, amellyel az onshore kötvénypiacokat még inkább megnyitották a külföldi szereplők előtt. Az onshore piac bővülő lehetőségei visszahathattak az offshore piaci kibocsátások dinamikájára is.

2.1. A piac karakterisztikája

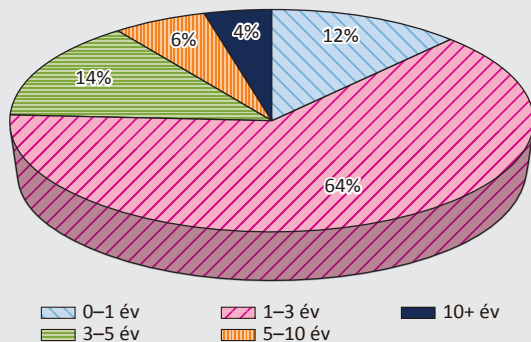
Az offshore renminbi kötvénypiac aktuális mérete 2016 márciusában 785 milliárd renminbi (kb. 120 milliárd USD). *Világviszonylatban ezzel nem számít kiemelkedően nagy piacnak*, nagyságrendileg a magyar kötvénypiachoz lehet hasonlítani. A piac igazi jelentőségét az mutatja, hogy az elmúlt 8 évben 35 országból több mint 500 különböző kibocsátó vont be forrást a dim sum piacon CD (certificate of deposit), vagy hagyományos kötvény formájában². A piac éréseinek kezdeti fázisában inkább a pénzügyi intézmények által kibocsátott CD volt a hangsúlyos instrumentum, ami mára egyre inkább a kötvény felé tolódott. 2007-től számítva az összes kibocsátás körülbelül fele CD volt, másik fele kötvény, míg a piacon jelenleg elérhető termékek körülbelül 75 százaléka kötvény, 25 százaléka CD.

² A CD (certificate of deposit) jellemzően rövid futamidőre kibocsátott, hitelviszonyt megtestesítő instrumentum, CD-t jellemzően bankok és egyéb pénzügyi intézetek bocsátanak ki. A kötvény éven túli futamidővel kibocsátott, hitelviszonyt megtestesítő instrumentum, a kibocsátók körébe állami szektor kibocsátói, pénzügyi és nem-pénzügyi intézmények és vállalatok tartoznak.

A piac 2007-es létrejöttét követően *több mint 5000 kibocsátás történt, összesen 1,9 trillió RMB (290 milliárd USD) értékben*. Az átlagos kibocsátási méret 360 millió RMB, ami a fejlett kötvénypiacok átlagos kibocsátási méretétől elmarad. A CD-k, kötvények kibocsátóinak körülbelül 80 százaléka rendelkezett legalább egy hitelminősítéssel a három nagy ügynökségtől (S&P, Moody's, Fitch). *A kibocsátások túlnyomó hányada a befektetésre ajánlott minősítéssel rendelkezett, azonban találunk példát spekulatív kategóriába sorolt kibocsátókra is* (elsősorban kínai ingatlanfejlesztő cégek).

Az offshore renminbi kötvénypiac elsősorban a rövidebb lejáratokra koncentrálódik. A kötvények túlnyomó hányada 3 év, vagy annál rövidebb futamidővel rendelkező kibocsátáskor, míg a CD-ket jellemzően 1 év, vagy annál rövidebb futamidővel bocsátották ki. A kötvények esetében a leggyakoribb és legkedveltebb tenor – az úgynevezett „sweet spot” – a 3 év, ami elsősorban a keresleti viszonyokhoz alkalmazkodva alakult így.

3. ábra
Offshore kötvények futamideje kibocsátáskor



Forrás: Bloomberg (2016) adatok alapján szerkesztve

2.2. Kibocsátók

A piac éréseével párhuzamosan vált *egyre heterogénebbé* a dim sum kötvénykibocsátók köre, mind a kibocsátók típusát, mind pedig azok regionális elhelyezkedését tekintve. Pénzügyi intézményektől kezdve vállalati kibocsátókon, kormányzati ügynökségeken át tartományokig mindent találunk, sőt *2014-ben állami kibocsátók* is megjelentek a piacon (Egyesült Királyság, Mongólia). A kibocsátók offshore renminbi kötvénypiacra lépése mögött több motiváció húzódhat meg attól függően, hogy kínai, vagy más székhelyű kibocsátóról van szó (Fung et al. 2014).

Az egyik fontos motivációt nevezhetjük *politikai célnak*: a kínai kormány 2009-ben hirdette meg a renminbi nemzetközivé tételének politikáját. A dim sum piac egyik

legnagyobb kibocsátója maga a kínai állam, mely rendszeres időközönként jelenik meg az offshore piacon annak érdekében, hogy hozzájáruljon a piac kiépítéséhez és kielégítse azon befektetők igényeit, akik offshore renminbiben denominált, biztonságos instrumentumot keresnek. Hasonló szándékkal vannak jelen a piacon kibocsátóként a legnagyobb, állami tulajdonban lévő gazdaságpolitikai célú bankok (policy bankok) is, mint például a Kínai Fejlesztési Bank (China Development Bank), vagy a Mezőgazdasági Fejlesztési Bank (Agricultural Development Bank).

Azon multinacionális vállalatok, amelyek *valamilyen operációval rendelkeznek Kínában, renminbi-kitettséget kötvénykibocsátással tudják fedezni*. Elsősorban azok számára vonzó alternatíva az offshore kötvénypiac, akik az onshore piacon nehezebben jutnának forráshoz.

Külföldi bankok dim sum kibocsátásai mögött *ügyféligenyek kielégítésének szándéka* is meghúzódhat. A bevont forrásokat ki tudják hitelezni elsősorban azoknak a vállalati ügyfeleknek, akik kínai operációval rendelkeznek, de maguk nem bocsátanak ki kötvényt.

Bár a kibocsátók között egyre több nem kínai hátterű, nemzetközi, illetve szupranacionális kibocsátó jelenik meg, a kínai és hongkongi kibocsátók még mindig dominálják a piacot, együtt közel 80 százalék a részesedésük. Mellettük német, francia, dél-koreai, ausztrál kibocsátók, illetve szupranacionális intézmények vannak jelen a piacon viszonylag nagyobb súllyal. A szektorális bontást tekintve 55 százalékos részesedésükkel még akkor is a pénzügyi intézmények dominálják a piacot, ha a CD-ket kihagyjuk az elemzésből.

1. táblázat

CNH-kötvények szektorális bontásban (CD-ket leszámítva), Mrd renminbi, 2016. március

Ország	Állami szektor	Pénzügyi szektor	Nem pénzügyi vállalatok	Összesen
Kína	103	167	72	342
Hong Kong	0	43	15	58
Dél-Korea	10	9	2	21
Németország	0	17	6	23
Franciaország	3	11	6	20
Ausztrália	0	17	0	17
Szupranacionális	15	0	0	15
Egyéb	10	48	14	72
Összesen	141	312	115	568

Forrás: Bloomberg (2016) adatai alapján szerkesztve

2.3. Befektetők

A dim sum piac keresleti oldalát az adatok korlátozott hozzáférése miatt valamivel nehezebb vizsgálni. A kibocsátókhhoz hasonlóan a befektetők is több okból jelennek meg a piacon (Wang et al. 2013). Egyrészt *nem sok alternatíva létezik* az offshore renminbi befektetésére. Részvényt piac gyakorlatilag nem létezik, a legtöbb megtakarítás bankbetétben van, így a valamivel magasabb hozamot kereső befektetőknek marad a kötvénypiac. Másrészt a *kínai deviza erősödését váró külföldi befektetők is ezen a piacon tudják felvenni a legkönnyebben* renminbi kitétszégüket. Néhány jegybank, illetve egyéb állami intézmények pedig az *onshore piac „előszobájának”* tekintik a dim sum piacot, amit relatíve könnyebb és gyorsabb elérni. Bár az onshore piac számukra már korlátozás nélkül hozzáférhető, a szükséges dokumentáció, illetve az operatív folyamatok előkészítése sok időt vehet igénybe.

A rövid lejáratú CD-k befektetői bázisa elsősorban privátbanki és lakossági ügyfelek, akik lejáratig tartják a papírokat. A hosszabb lejáratú, túlnyomó többségében fix kamatozású kötvények befektetői között a *privátbankokon kívül található biztosítók, kereskedelmi bankok, alapkezelők, illetve külföldi állami intézmények is* (Wang et al. 2013). Elmondható, hogy az úgynevezett végbefektetők, intézményi befektetők (real money) inkább azon kibocsátók kötvényeit keresik, amelyeknek legalább egy nemzetközi hitelminősítőtől van ratingje, valamint nem új szereplő a tőkepiacon. A minősítés nélküli, relatíve új kibocsátók kötvényei nagyobb valószínűséggel kötnek ki a privát banki befektetőknél és a kereskedelmi bankoknál.

A befektetők földrajzi megoszlását tekintve talán nem meglepő módon Ázsia, azon belül is Hong Kong dominál, körülbelül 70–80 százalékos részesedéssel. A nemzetközi renminbi elszámoló központok, vagy „hub”-ok elterjedésével azonban a befektetők földrajzi diverzifikációjának növekedése várható. A nemzetközi befektetőket azonban kissé elriasztotta a 2015 során jelentkező volatilitás (mind a deviza, mind pedig a hozamok tekintetében), melyre addig nem volt példa, így néhányan elhagyták a piacot.

2.4. Likviditás

Az offshore renminbi kötvénypiac likviditása 2015 közepéig kifejezetten jónak mondható volt, tekintve a piac relatíve kis méretét. A vételi-eladási hozamkülönbség államkötvények és befektetési kategóriába sorolt vállalati/banki kötvények esetében körülbelül 5–10 bázispont volt, míg a spekulatív kategóriában 20–40 bázispont. Az átlagos ügyletkötési méret 5–10 millió renminbi volt, ami valamelyest elmarad az egyéb devizában megszokott nagyságtól. A 2015 során megugró hozamszintek és megnövekedett volatilitás azonban rontotta a piaci likviditást és tágította a vételi-eladási hozamkülönbséget.

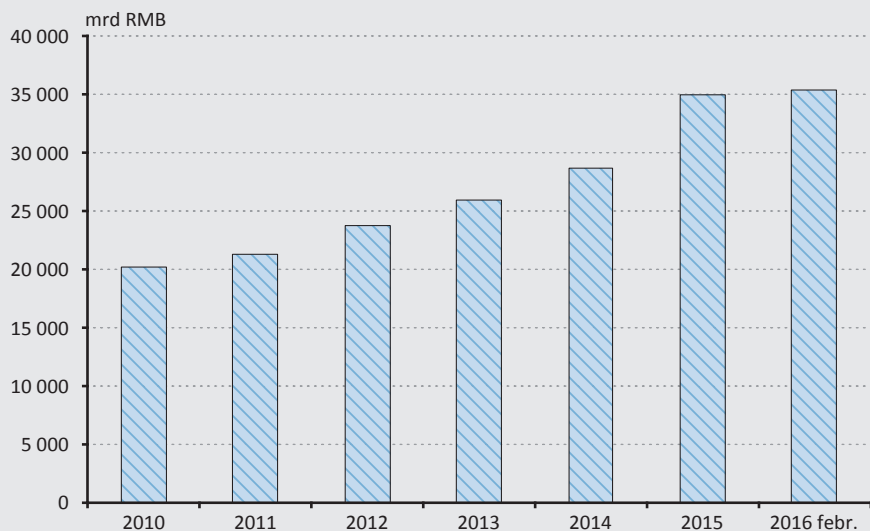
3. Az onshore kötvénypiac

Az onshore kötvénypiac sokáig a nemzetközi befektetőktől elzárva fejlődött. 1950-ben került sor az első államkötvény-kibocsátásra, majd 1958 és 1981 között egyáltalán nem történt ilyen. 1981-ben indult újra a kötvénypiac, akkor még csak az elsődleges piac létezett. Az államkötvényeket adminisztratív úton osztották el, és a kötvényekkel kereskedni nem lehetett. 1988-ban egyes városokban engedélyezték a kötvények adás-vételét, majd 1990-ben indult újra a másodpiaci kereskedés országszerte, amikor engedélyezték a tőzsdei kötvénykereskedést a shanghai-i és a shenzheni tőzsdéken. A másodpiac tehát először a tőzsdén indult, majd 1997-ben került sor a bankközi kötvénypiac létrehozására. Az árjegyzői rendszert 2001-ben vezették be. A bankközi kötvénypiac gyors fejlődésnek indult és átvette a vezető kötvénypiac szerepét (Bai et al. 2013).

A külföldi szereplők először a tőzsdei kötvénykereskedéshez férhettek hozzá 2002-től megfelelő engedélyeztetési eljárást követően. Ekkortól indult meg a kötvénypiaci instrumentumok körének bővülése, előbb a jegybanki kötvények, majd a pénzügyi és nem-pénzügyi vállalatok kötvényei jelentek meg a piacon, és 2005-ben sor került az első panda kötvény kibocsátásra is. 2010-ben a fokozatos nyitás jegyében engedélyezték a hozzáférést a bankközi kötvénypiachoz a jegybankok és szupranacionális intézmények valamint sovereign wealth fundok (szuverén vagyonalapok) számára. Szintén ekkor léphettek a piacra a hongkongi és makaói RMB klíringbankok és a ke-

4. ábra

Onshore RMB kötvényállomány piaci értéke (mrd RMB) 2010-2015



Forrás: CCDC (2016) adatai alapján szerkesztve

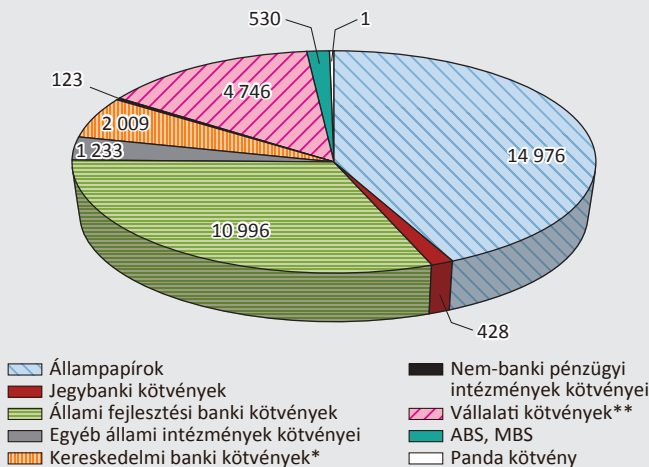
reszkedelmi tevékenységhez kapcsolódó offshore RMB-elszámolást végző bankok. 2011-től tették lehetővé külföldi intézményi befektetők meghatározott köre számára, hogy renminbi-forrást felhasználva – mennyiségi kvóták mellett – belépjenek az onshore kötvénypiacra.

3.1. Kibocsátók és kereskedett instrumentumok

A kínai onshore piacon az instrumentumok széles köre érhető el. A kötvényállomány legnagyobb részét az államkötvények teszik ki, ebbe a kategóriába sorolják a helyi kormányzatok által kibocsátott kötvényeket is. Emellett a kötvénypiac meghatározó szegmensét adják a három állami fejlesztési bank (ún. policy bankok) által kibocsátott kötvények. A kínai jegybank által kibocsátott kötvények 2013-ig a fennálló kötvényállomány és a másodpiaci kereskedés jelentős részét adták, azonban mára visszaszorultak, feltehetően annak hatására, hogy 2013 óta nem került sor kibocsátásra (IMF 2015). A kereskedelmi banki kötvények között az instrumentumok széles skálája megtalálható, beleértve a hibrid kötvényeket is. Az állami és a pénzügyi szféra kibocsátásai mellett a nem-pénzügyi szektor kibocsátásai is elérhetőek az onshore piacon. Mind az állami vállalatok, mind a magánszféra vállalatai számára engedélyezett a kötvénykibocsátás. A piac jelenleg elenyésző részét adják az eszköz-fedezetű értékpapírok és a külföldi intézmények által kibocsátott panda kötvények. A panda kötvények szerény részesedését leginkább szabályozási tényezők magyarázhatják. 2015-től külföldi pénzügyi intézmények számára is lehetővé tették panda kötvények kibocsátását, ami – a renminbi SDR-kosárba kerülése mellett – új lendületet adhat a piacnak.

5. ábra

Onshore kötvénypiaci instrumentumok (mrd RMB), 2015. decemberi állomány



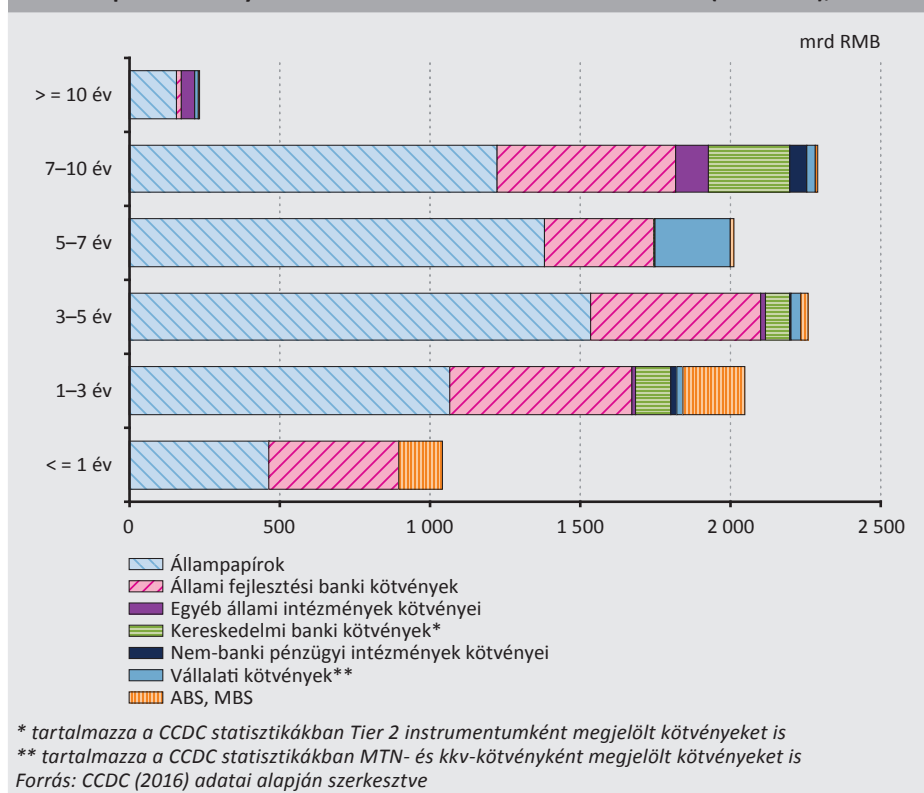
* tartalmazza a CCDC-statisztikákban Tier 2 instrumentumként megjelölt kötvényeket is

** tartalmazza a CCDC-statisztikákban MTN- és kvv-kötvényként megjelölt kötvényeket is

Forrás: CCDC(2016) adatai alapján szerkesztve

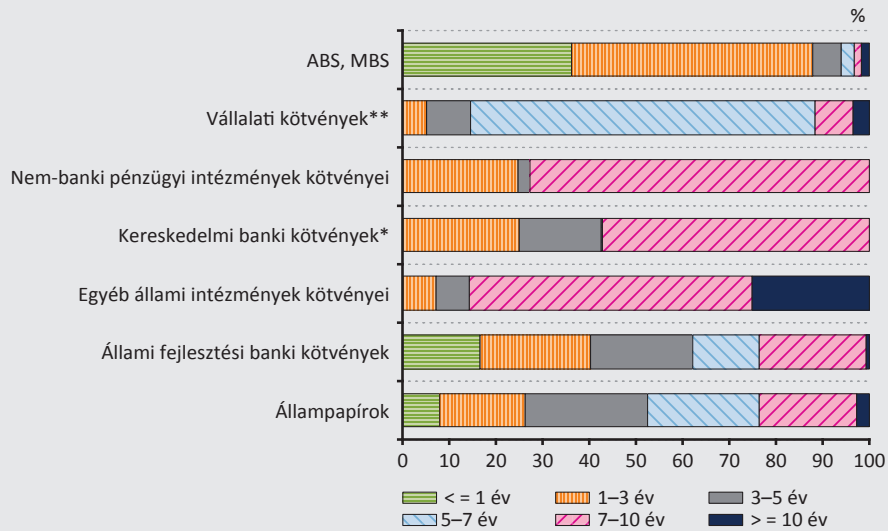
A kötvénypiac fejlesztése szempontjából kiemelkedő szempont, hogy valamennyi befektetési időtávon legyen megfelelő mennyiségű értékpapír, illetve minél több lejáratú szegmensben legyen elérhető instrumentum. Az onshore piacot ilyen szempontból vizsgálva elmondható, hogy jellemzően az 1–10 év közötti időtávban egyenesen tekinthető a kibocsátott mennyiség, a 10 éven túli szegmensben leginkább állami kibocsátók jelennek meg, míg az 1 évnél rövidebb időtávon szintén kisebb a kínálat az elsődleges piacon.

6. ábra
Onshore piaci kötvénykibocsátások futamidő szerinti bontásban (mrd RMB), 2015



A kötvénypiac építésében jelentős szerepet játszanak a kínai állam és a fejlesztési bankok. Ez a kör jelenik meg valamennyi futamidőn jelentősebb mennyiségű kibocsátással. Az egyes kötvénypiaci instrumentumokat jellemző futamidejük alapján vizsgálva a következő megállapítások tehetők. Az ABS-ek és MBS-ek jellemzően rövid távra (többnyire maximum 3 éves futamidőre) kibocsátott kötvények. A vállalati kötvények nagyobb része középtávú befektetést kínál (5–7 év), míg a kereskedelmi bankok és egyéb pénzügyi intézmények jellemzően hosszabb távra (7 éves időtávon túl) bocsátják ki a kötvények nagyobb részét.

7. ábra
Kötvénytípusok jellemző futamideje, 2015. évi onshore kötvénykibocsátások



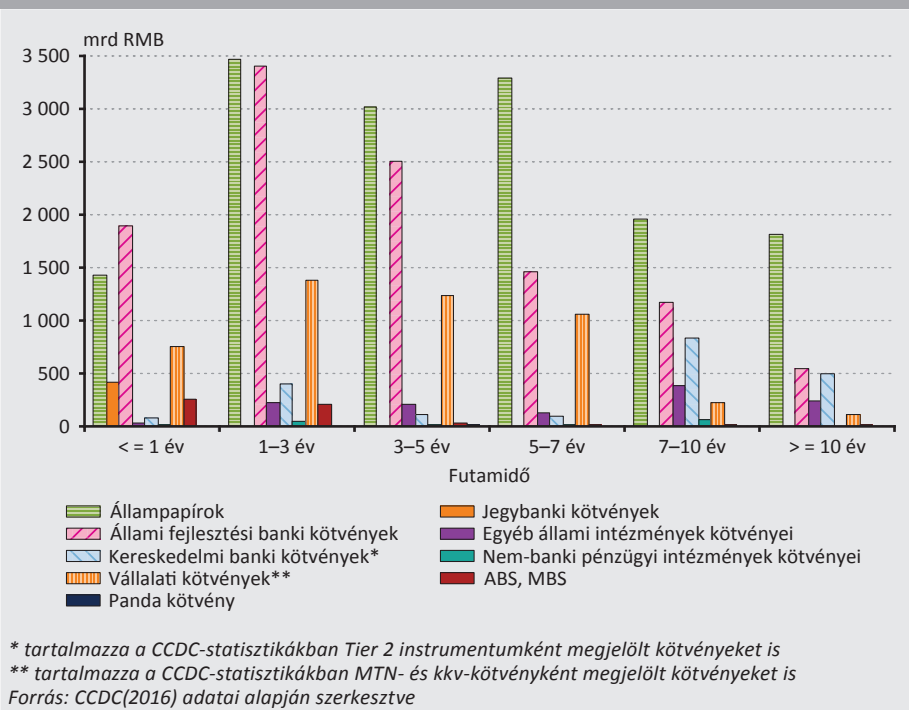
* tartalmazza a CCDC-statisztikákban Tier 2 instrumentumként megjelölt kötvényeket is

** tartalmazza a CCDC-statisztikákban MTN- és kkv-kötvényként megjelölt kötvényeket is

Forrás: CCDC(2016) adatai alapján szerkesztve

A másodpiaci lehetőségeket vizsgálva elmondható, hogy az 1–3 éves szegmens tekinthető meghatározónak, emellett nagy mennyiségű kötvény érhető el az 5–7 éves és a 3–5 éves szegmensben. A legnagyobb mennyiségben állampapírok és az állami fejlesztési bankok kötvényei érhetők el ezeken a futamidőkön. A magánszféra esetében az 1–3 éves lejáraton található a legnagyobb kínálat. Hosszú távú befektetők számára kiemelendő, hogy a 7 éven túli szegmensben az állami szektor mellett a kereskedelmi bankok kötvényei jelenthetnek leginkább befektetési alternatívát. A rövid távú befektetők (pl. pénzügyi alapok) számára kiemelendő, hogy a másodpiac 1 éven belüli szegmensében az állami fejlesztési bankok kötvényeiből a legnagyobb a kínálat.

8. ábra
Az egyes lejáratú szegmensekben elérhető kötvények állománya (mrd RMB), 2015. december



3.1.1. A vállalati kötvények piaca

A kínai vállalati kötvénypiac fejlesztése a kínai hatóságok egyik kiemelt célja. Jelenleg a vállalati finanszírozásban meghatározó szerepet tölt be a banki finanszírozás, azonban a kötvénypiaci forrásszerzés egyfajta védelmet jelenthet esetleges bankrendszeri problémák (pl. hitelezési kockázatok rendszerszintű súlyosbodása, NPL-ráta emelkedése) esetén.

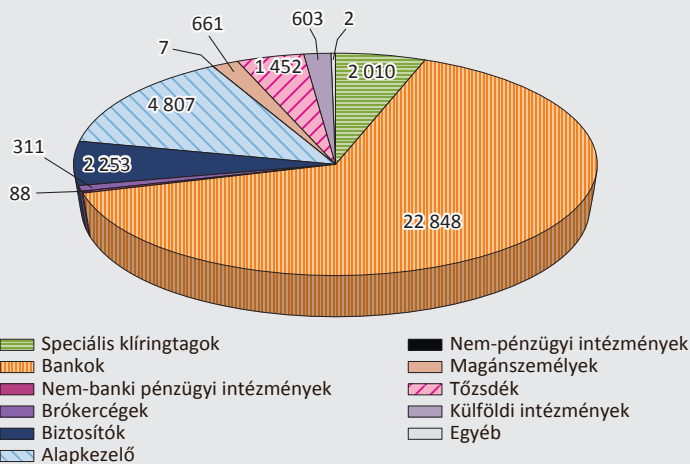
A vállalati kötvények piacának két jelentősebb szegmense az állami vállalatok által kibocsátott kötvények, valamint a nem állami háttérű vállalatok által kibocsátott középtávú kötvények (MTN). A vállalati kötvénykibocsátások jelentős részére az offshore piacon, illetve USD-ben denominálva került sor. (BIS 2014) Az onshore vállalati kötvénykibocsátások az utóbbi időben újabb lendületet kaptak, amiben szerepet játszhatott a mérséklődő onshore kamatszint, ami az offshore finanszírozáshoz képest olcsóbb finanszírozási forrást jelent a vállalatok számára. Az onshore vállalati kibocsátások kiemelendő jellemzője, hogy a kibocsátókat kínai hitelminősítőknél értékelniük. Az ő gyakorlatukban érdekesség, hogy a más piacokon megszokott, legjobb hitelminősítésnek számító AAA minősítés feletti besorolás (AAA+), ebbe néhány nagyobb kínai vállalat tartozik bele. Érdemes kiemelni, hogy a helyi

hitelminősítők a vállalati kötvénypiacon kibocsátó cégek 77%-ának AAA minősítést adtak (BNP 2015a).

3.2. Befektetők

Az onshore kötvénypiac jelenleg korlátozott mértékben férhető hozzá nem kínai rezidensek számára. Ezt tükrözi a kötvénypiac befektetői oldala is. A külföldi befektetők aránya egyelőre nem számottevő, mindössze 1,5–2% közötti. A kínai onshore kötvények legnagyobb részét a kereskedelmi bankok birtokolják. A fennálló kötvényállomány főbb tulajdonosai közé tartoznak a kínai alapkezelők és biztosítók is. Előbbiek közül a pénzügyi alapok szerepe nőtt meg az elmúlt 10 évben, 2015-ben már a teljes befektetési alapok által kezelt vagyon 35%-a volt pénzügyi alapban. A renminbi nemzetközivé válásával várható lehet a nemzetközi alapkezelők érdeklődése is, számukra – hasonlóan kínai társaikhoz – a fejlesztési banki kötvények lehetnek leginkább vonzóak (BNPb 2015).

9. ábra
Onshore kötvénypiaci befektetők piaci részesedése alapján (mrd RMB), 2015. december

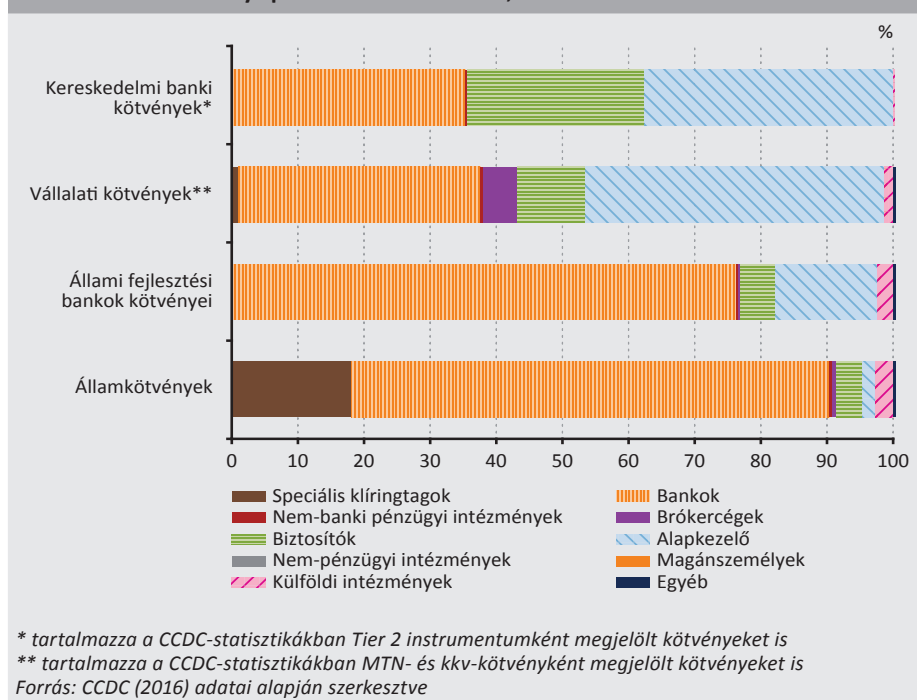


Forrás: CCDC (2016) adatai alapján szerkesztve

Az onshore kötvénypiac részpiacait vizsgálva megállapítható, hogy a bankok – bár valamennyi instrumentum esetében a nagyobb tulajdonosok közé tartoznak – főképp az állampapírok és az állami fejlesztési bankok kötvényeit birtokolják jelentős, 50%-ot meghaladó mértékben. Az állampapírok piacán olyan nagymértékű a kereskedelmi bankok tulajdonosi hányada, hogy szinte kiszorítják a többi szereplőt a világ hetedik legnagyobb államkötvénypiacáról.

A magánszféra kibocsátásai esetén azonban a legnagyobb befektetők a kínai alapkezelők, ők birtokolják a vállalati kötvények legnagyobb részét, emellett a kereskedelmi bankokhoz hasonló mértékben jelennek meg befektetőként a kereskedelmi banki kötvények piacán is. A brókercégek elsősorban a vállalati kötvények piacán vannak jelen jelentősebb befektetőként. A külföldi befektetők részesedése az állampapírok piacán a legnagyobb, de még így is elenyésző a piac méretéhez képest.

10. ábra
Főbb onshore kötvénytípusok befektetői köre, 2015. december



3.3. Likviditás

Az onshore piac – annak köszönhetően, hogy egyrészt nagyobb, másrészt több a kibocsátás – likvidebb, mint az offshore piac. Ugyanakkor a különböző típusú kötvények piaca eltérő likviditású és egyes kötvénytípusok esetén a másodpiaci likviditás növelése jelentheti a piacfejlesztés újabb lépcsőfokát.

A kötvények másodlagos piacán a kereskedési volumen közel háromnegyede a kereskedelmi bankokhoz köthető, mellettük az alapkezelők és brókercégek kereskedési tevékenysége mondható jelentősnek.

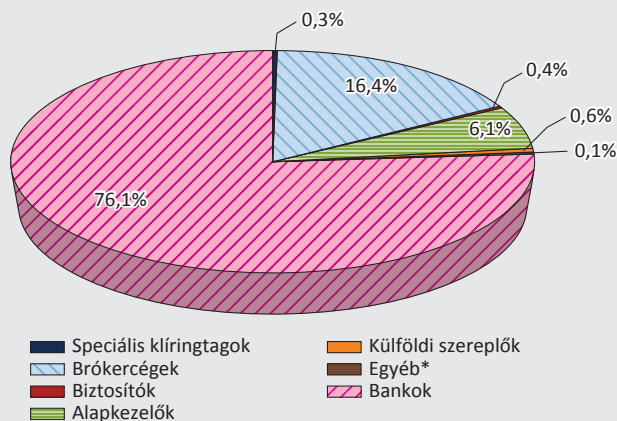
A kereskedett instrumentumokat vizsgálva elmondható, hogy a leglikvidebbek a fejlesztési bankok kötvényei, a rájuk szóló ügyletkötés több mint 50%-át adja a kötvénypiaci kereskedésnek. Mellettük az államkötvények és a vállalati kötvények tartoznak a likvidebb instrumentumok közé.

A fejlesztési banki kötvények állampapírokénál magasabb másodpiaci likviditása mögött *Ma és Yao (2016)* tanulmánya több tényezőt is azonosít. A fejlesztési banki kötvények kvázi-szuverén kibocsátások és a kibocsátások kapcsán a tőkepiaci igényeket is jobban figyelembe veszik. A fejlesztési bankok kötvényei esetén a kibocsátások gyakorisága nagyobb, ami növeli az általában is likvidebbnek tekinthető ún. on-the-run issue-k elérhetőségét. Emellett a fejlesztési banki kibocsátások nagyobb hányada koncentrálódik a hozamgörbe rövid végén, ami szintén nagyobb likviditás irányába mutat. Ezen túlmenően a fejlesztési banki kötvénykibocsátások között többféle kötvénytípus érhető el, mint államkötvények esetén. Végül a szerzők adózási tényezővel is magyarázzák az államkötvények alacsonyabb likviditását: az államkötvényekből származó kamatjövedelem adómentes, míg az árfolyamnyereség adóköteles, ami az államkötvények lejáratig történő tartását ösztönzi.

A New York-i Fed közgazdászai (*Bai et al. 2013*) tanulmányukban az állampapírok másodpiaci likviditását vizsgálva megállapították, hogy bár napi szinten folyik kereskedés a kötvényekkel, a kereskedési aktivitás még nem olyan mértékű, hogy az áralakulás a hatékony piac elmélete szerint tükrözze a legfrissebb információkat. A szerzők a kötvények egyes jellemzői és másodpiaci likviditásuk közötti összefüggést vizsgálva megállapították, hogy a minél magasabb kuponnal kibocsátott, minél nagyobb kibocsátott mennyiséggel jellemezhető, minél hosszabb futamidejű és minél újabb kibocsátások azok, amelyek magasabb másodpiaci likviditással jellemezhetők.

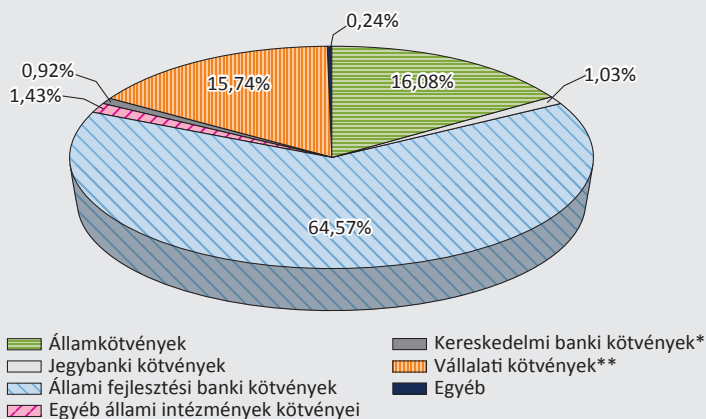
A jellemző ügyletméret az állampapírok és a fejlesztési banki kötvények piacán 10–100 millió RMB között van, a jellemző bid-offer spread 1–10 bázispont közötti. A napi átlagos másodpiaci forgalom az éven belüli állampapírok piacán 10–20 milliárd RMB, az államkötvények és a fejlesztési banki kötvények piacán 20–30 milliárd RMB (*Liu–Pihlman 2015*).

11. ábra
Onshore kötvénypiac főbb szereplői a kereskedési volumen alapján, 2015. december



Forrás: CCDC (2016) adatai alapján szerkesztve

12. ábra
Az onshore kötvénypiaci kereskedés megoszlása kötvénytípusok szerint, 2015. december



* tartalmazza a CCDC-statisztikákban Tier 2 instrumentumként megjelölt kötvényeket is

** tartalmazza a CCDC-statisztikákban MTN- és kkv-kötvényként megjelölt kötvényeket is

Forrás: CCDC (2016) adatai alapján szerkesztve

A kínai onshore állampapírpiac kapcsán megjegyzendő, hogy bár mérete alapján a hetedik helyen áll nemzetközi összehasonlításban, mégis több jellemzőjében elmarad a világ vezető kötvénypiacaitól. Egyrészt a másodpiaci aktivitás lényegesen alacsonyabb, ami feltehetően ahhoz köthető, hogy a piacon a buy-and-hold típusú befektetők vannak túlsúlyban (*Income Partners 2014*). Másrészt alacsony a nemzetközi befektetők aránya. A renminbi nemzetközivé tételét támogató kínai törekvések az utóbbi területen várhatóan változást hozhatnak. A külföldi intézményi befektetők kínai onshore piacon való megjelenését támogathatja az is, hogy 2016 elején a kínai hatóságok jelentősen lazítottak a rájuk vonatkozó piaci belépési szabályokon. Ez a magyarországi intézményi befektetők számára is további lehetőséget jelenthet.

3.4. Piaci infrastruktúra és szabályozás

Az onshore kötvénypiachoz a kínai rezidensek férhetnek hozzá korlátozásoktól mentesen, míg a külföldi szereplők közül a jegybankok, sovereign wealth fund-ok és szupranacionális intézmények számára biztosított a hozzáférés. A további szereplők különböző mennyiségi korlátozások mellett léphetnek be az onshore kötvénypiacra. A külföldi szereplők tehát még viszonylag újnak számítanak az onshore piacon, és számukra sokszor egyszerűbb lehet egy beföldi szereplő közreműködésével a piacra lépni, tekintettel a korlátozások fokozatos lebontása mellett fennálló adminisztrációs követelményekre.

A kínai kötvények elsődleges piaci értékesítése aukció vagy könyvépítés keretében történik. Az állampapírok, jegybanki kötvények és a fejlesztési bankok kötvényei

kerülnek aukció keretében kibocsátásra, míg a többi kötvény esetében könyvpítés történik (Liao 2011).

A kínai kötvények másodlagos piaci kereskedése a tőzsdén, illetve a tőzsdén kívüli piacon történik. Az utóbbi két további részpiacra, a bankközi és az OTC-piacra bontható. (Míg az OTC-piacot olykor a bankközi piac szinonimájaként használják, addig a kínai kötvénypiaci terminológiában OTC-piacként utalnak a tőzsdén kívüli piac azon részére, amely résztvevői közé tartoznak a nem pénzügyi intézmények (másodlagos OTC-piac), míg a bankközi piac a tőzsdén kívüli piac azon része, amelyhez csak a bankok férnek hozzá (elsődleges OTC-piac.) A tőzsdei kereskedés az onshore piacon a shanghai-i és a shenzeni tőzsdén zajlik.

A kínai kötvényekkel történő kereskedés meghatározó része (több mint 90%) a bankközi piacon zajlik, amihez sokáig csak a kínai bankok számára volt engedélyezett a hozzáférés. A csak a tőzsdei kereskedéshez hozzáférő pénzügyi intézmények tehát hátrányban voltak azon pénzügyi intézményekkel szemben, amelyek a bankközi piachoz is hozzáfértek. A bankközi piachoz történő hozzáférés biztosítása a kötvénypiaci szabályozás lazítását, a kötvénypiac (és ezzel a tőkemérleg) részleges nyitását jelenti. Ez a RMB-internacionalizálási törekvéseket is támogathatja, hiszen tágabb kör számára teszi elérhetővé a RMB-ben denominált kötvények szélesebb körét.

A bankközi piaci hozzáférést a kínai szereplőkön kívül első lépésben a központi bankok, valamint a sovereign wealth fund-ok és szupranacionális intézmények számára biztosították. Az egyéb külföldi pénzügyi intézmények számára a QFII (Qualified Foreign Institutional Investor) és RQFII (Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor) státusz és vonatkozó kvóták alapján lehetséges hozzáférés a kínai kötvénypiachoz (A QFII- és RQFII-státuszról bővebben ld. a 4.6.2. fejezetet).

A kötvénypiaci kereskedés a shanghai-i tőzsdén indult 1990-ben, majd 1997-ben került sor a bankközi kötvénypiac létrehozására azáltal, hogy a kereskedelmi bankok számára megtiltották, hogy a kötvényekkel a tőzsdén kereskedjenek. A QFII-státusszal rendelkező külföldi szereplők is első lépésben a tőzsdén kereskedhettek kötvényekkel, majd 2012-ben engedélyezték számukra a bankközi kötvénypiacon történő befektetést. Az RQFII-státusszal rendelkező befektetők 2013-ban kaptak hozzáférést a bankközi kötvénypiachoz (FTSE 2015).

A bankközi piacon bankok és intézményi befektetők (beleértve a központi bankokat, a QFII- és RQFII-kvótával rendelkezőket, a sovereign wealth fund-okat és szupranacionális intézményeket) kereskedhetnek, a kötvények mellett repo- és forward-ügyletek is elérhetőek. A tőzsdén kívüli piac nem bankközi piaci részén a kereskedelmi bankok jegyznek árat magánszemélyek és nem-pénzügyi intézmények (vállalatok) számára államkötvényekre. A tőzsdén bankok és magánszemélyek kereskedhetnek, az állampapírok és vállalati kötvények mellett repo és kötvény futures ügyletek érhetőek el (Li 2015).

Az onshore kötvénypiac bankközi piaci részének szabályozását és felügyeletét a kínai központi bank látja el (PBOC). A kötvénykereskedés a CFETS rendszerén keresztül zajlik, míg a kötvényügyletek elszámolását a Kínai Központi Értéktár és Elszámolóház (China Central Depository and Clearing – CCDC) vagy a Shanghai-i Elszámolóház (Shanghai Clearing House – SCH) végzi (Li 2015). A tőzsdei kötvénykereskedés felügyeletét a Kínai Értékpapírpiaci Felügyeleti Hatóság (China Securities Regulatory Commission – CSRC) látja el. A panda kötvénypiaci szabályozásban és felügyelésben részt vesz mind a négy szabályozó hatóság. A panda kötvények csak a bankközi piacon érhetők el.

3.5. A kínai onshore kötvénypiac szerepe a renminbi nemzetközivé válásában

A renminbi nemzetközivé tételét segíti a deviza nemzetközi kereskedelmi kapcsolatokban elszámolási devizaként történő használata és bekerülése az SDR-kosárba. A kínai deviza nemzetközivé válása a renminbi minél szélesebb körben történő használatát feltételezi. Ezt a célt támogathatja, ha minél több nemzetközi szereplő tart renminbi eszközöket, beleértve a renminbiben denominált kötvényeket. Ez történhet offshore és onshore eszközök felhasználásával. Az offshore kötvénypiac 2007. évi létrehozása tehát egy lépés volt a renminbi nemzetközivé tétele felé. Az onshore kötvénypiac minél nagyobb szegmensének, minél több nem kínai szereplő számára történő megnyitása szintén a renminbi globális szerepének növelését erősítheti. Ebbe az irányba már történtek lépések, azonban még nem minden piaci szegmens érhető el a nem kínai befektetők számára. Valamint mennyiségi korlátozások állnak fenn, amelyek a nem kínai befektetők kötvénypiaci részesedését behatárolják. A korlátozások fokozatos lebontása, a fokozatos piaci nyitás segítheti a renminbi globális devizává válását.

A szabályozás mellett Ma és Yao (2016) szerint a monetáris politika is hozzájárulhat ahhoz, hogy a kínai kötvénypiac támogassa a renminbi nemzetköziesedését. Jelenleg az onshore piaci kötvények több mint 60 százalékát birtokolják a kereskedelmi bankok. A bankok kötvénypiaci részesedését, a kötvények iránti keresletét magyarázza az RRR mértéke. Ahhoz, hogy megfeleljenek a tartalékkövetelménynek, a kínai bankok permanens, jelentős mértékű keresletet támasztanak a kínai onshore kötvények iránt. Az RRR³-ráta csökkenésével a kötvénypiaci kínálat egy jelentős része felszabadulna – kisebb RRR-ráta mellett a kereskedelmi bankok kötvénypiaci kereslete kisebb lenne – és ezáltal tér nyílna a nem kínai befektetők számára is.

Az, hogy a kínai kötvénypiacok mennyiben tudják támogatni a renminbi nemzetköziesedését, nemcsak a kínai szabályozás, hanem a nemzetközi befektetők keresletét befolyásoló egyéb tényezők függvénye is. Ilyen vonatkozásban három lényegesebb

³ RRR=reserve requirement ratio, a jegybankok által a kereskedelmi bankok számára előírt kötelező tartalékráta. Az RRR mértékén keresztül (többek között) a bankrendszerben elérhető szabad likviditás mértékét tudja a jegybank szabályozni.

tényezőket említenek (Luk–Chen 2015), ami támogathatja a külföldi befektetők keresletét az onshore kínai kötvénypiacon: Kína hitelminősítése jelentősen javult az utóbbi években (jelenleg AA- az S&P értékelése szerint), a kínai kötvények magasabb hozamszintet kínálnak, mint egyéb nagy, fejlett kötvénypiacok, továbbá a renminbi eszközök alacsony korrelációja a fejlett országok kötvénypiacával a nemzetközi portfóliókezelők számára diverzifikációs előnyt jelentenek. A JP Morgan elemzése szerint 2005–2015 közötti időszakra vizsgálva az amerikai, japán és német kötvénypiacok 10 éves államkötvények hozamai alapján számított korrelációs együtthatói rendkívül magas, 80% feletti értéket adnak. Ezzel szemben a kínai és amerikai hosszú kötvények hozama mindössze 12%, míg a kínai és német 10 éves állampapírok hozama 8% korrelációt mutatott, sőt a japán piaccal a korreláció negatív (–9%).

A finn jegybank tanulmánya (Ma–Yao 2016) a kínai kötvénypiac – elsősorban az állampapírpiac - nemzetköziesedésének feltételeit vizsgálják. A tanulmány rámutat a devizaárfolyam szerepére is. A szerzők azt vizsgálják, hogy milyen feltételek mellett válhat a jelenleg hetedik legnagyobb állampapírpiac a harmadik legnagyobb állampapírpiaccá világszinten. A tanulmány szerzői megállapítják, hogy az amerikai állampapírpiac méretéhez történő felzárkózás nem reális forgatókönyv 2020-ig. Ugyanakkor reális célkitűzés lehet a japán, angol vagy az Európai Unió nagy kötvénypiacainak utolérése. A 10 legnagyobb (kivéve a kínait) államkötvénypiacra éves 5 százalékos átlagos növekedést, a kínai állampapírpiacra pedig évi 10 százalékos növekedést feltételezve, továbbá éves szinten, az USD-hez képest 1,5 százalékkal felértékelődő renminbivel számolva a kínai állampapírpiac mérete 2020-ra a 2015. évi duplájára nőhet. Ekkor az állampapírpiac is a világ harmadik legnagyobb piacának számítana, azonban a fennálló kötvényállomány – a feltételezések szerint – a japán piac egyharmadát, míg az amerikai piac 16 százalékát tenné ki. A tanulmány állításait továbbgondolva feltehető a kérdés, hogy gyengülő renminbi esetén hogyan alakulnának ezek a számok? 2015 év vége óta a renminbi árfolyama volatilisen alakult és az USD-vel szemben jelentősen gyengült, bár az újonnan bevezetett CFETS indexszel⁴ szemben stabilabb maradt. A devizaárfolyam alakulása olyan kockázati tényező lehet, amely jelentősen befolyásolhatja a kínai kötvénypiac iránti nemzetközi befektetői érdeklődést, és ezáltal a kínai deviza nemzetközi pénzügyi tranzakciókban fennálló szerepére is hathat.

A tanulmány ugyanakkor nem borúlátó a kínai kötvénypiac esélyeit illetően. A kötvénypiac forgalmi adatait nemzetközi kontextusban vizsgálva a szerzők megállapítják, hogy az állampapírokhoz képest kétszer akkora másodpiaci forgalommal jellemezhető fejlesztési banki kötvények hozzájárulhatnak a renminbi nemzetközi szerepének növekedéséhez. Ugyanakkor a szerzők arra is felhívják a figyelmet, hogy az államköt-

⁴ A kínai hatóságok által 2015 decemberében bevezetett index. Az onshore renminbi árfolyamára számolt érték Kína 13 legfontosabb külkereskedelmi partnerével folytatott adatok alapján. Az index értékéről előre nem meghatározott rendszerességgel a China Foreign Exchange Trade System (CFETS) tesz közzé információt.

vények másodpiacának fejlesztése, a piaci likviditás növelése fontos szempont kell legyen, mert likvid másodlagos állampapírpiac szükséges a megbízható kötvénypiaci benchmarkok kialakításához, amik támogathatják a további instrumentumok megfelelő árazását és ezen keresztül az irántuk megnyilvánuló keresletet.

3.6. Külföldi befektetők lehetőségei az onshore piacon

3.6.1. Jegybankok

A jegybankok megkülönböztetett státuszt élveznek a kínai hatóságoknál és *kiemelten fontos befektetőknek számítanak* az onshore piacon. Ennek háttérében az áll, hogy a kínai devizát népszerűsíteni igyekvő kormány egyik célja, hogy a renminbi globális tartalékdeviza szerepet töltsön be a jegybankok tartalékaiban.

A külföldi jegybankok két lehetőség közül választhatnak, ha az onshore piacon szeretnének befektetni. Egyrészt *direkt módon* léphetnek a piacra a kínai jegybanknál történő regisztrációs nyomtatvány kitöltése után, másrészt *indirekt módon*, a Nemzetközi Fizetések Bankján, a BIS-en keresztül szerezhetnek kitétséget az onshore kínai kötvényekben, amely leginkább egy jegybankok számára létrehozott nyíltvégű befektetési alap formájának felel meg. 2015 júliusáig a külföldi jegybankok számára is feltétel volt az előre engedélyezett kvóta megléte, hogy az onshore piacra tudjanak lépni, azonban ezt eltörölte a kínai jegybank, amivel egyszerűsödött a befektetés folyamata. A jegybankok választhatnak, hogy a kínai jegybank legyen a *kereskedési- és elszámolási ügynökük*, vagy egy kínai bankközi kötvénypiacon aktív kereskedelmi bank. A kereskedési ügynök feladata, hogy a megbízó nevében megkösse és rögzítse az ügyletet a kereskedési rendszerben (CFETS), ami aztán átkerül az elszámoló rendszerbe (CCDC/SCH). Az elszámolási ügynök feladata, hogy a megkötött ügyletek részleteinek ismeretében azokat összevesse a kereskedési rendszer adataival és bevigye az elszámoló rendszerbe, majd lebonyolítja a pénz- és értékpapírmozgásokat. A BIS befektetési alapjába fektető jegybankok tulajdonképpen a *BIS-nek allokált kvóta terhére fektetnek be a kínai onshore piacon*. Az alap előre meghatározott irányelvek szerint fekteti be az összegyűjtött tőkét, és a szolgáltatásért díjat számol fel. Elsősorban azon jegybankok élnek ezzel a lehetőséggel, amelyek még csak ismerkednek a kínai kötvénypiacal, de tartalékukban már szeretnének kitétséget vállalni.

3.6.2. Külföldi intézményi befektetők

A pénzügyi intézmények két különböző program keretében léphetnek be a kínai onshore kötvénypiacra. Mindkét esetben mind a tőzsdei, mind a bankközi értékpapírok piacához hozzáférést szerezhetnek (beleértve a kötvények mellett a részvényekre vonatkozó kereskedést is).

A hozzáférés módja QFII- vagy RQFII-státusz megszerzése lehet. A két lehetőség között alapvető különbség, hogy míg a QFII-státuszt bármely külföldi bank, illetve intézményi befektető (biztosítók, brókercégek, alapkezelők) igényelhet, addig az RQFII-program keretében offshore renminbi központok kapnak kvótát a kínai

jegybanktól (jellemzően országok), majd azok az intézmények, amelyek befektetőként kívánnak megjelenni ezen a piacon, ezen kvóta terhére jelezhetik befektetési szándékukat. Az RQFII-kvóták terhére 2011 óta van lehetőség belépni az onshore kötvénypiacra. Tekintettel arra, hogy Magyarország jelenleg RQFII-kvótával rendelkezik, a hazai pénzügyi intézmények számára az RQFII státusz kínálhat új lehetőséget a kínai értékpapírpiacon történő belépésre.

A QFII-kvótákat USD-ben, míg az RQFII-kvótákat RMB-ben állapítják meg. A QFII státusszal rendelkező befektetők USD-t utalnak az onshore piacra, majd ott átváltják renminbire és abból eszközölnék befektetést. Az RQFII státusszal bíró befektetők offshore renminbivel rendelkeznek és annak felhasználásával szereznek kitétséget az onshore piacon. Az utóbbi program tulajdonképpen az offshore piacon felhalmozott renminbinek a visszaáramoltatását is szolgálja az onshore piacra, míg az előbbi célja szintén tőkebeáramlás generálása, csak ezúttal külföldi devizában, amit az onshore piacon váltanak át renminbire. A 2015/2016 fordulóján felerősödött aggodalmak a Kínából történő tőke kivonás miatt, valamint azon törekvések, hogy a kínai kötvénypiac minél nagyobb eséllyel kerülhessen be a nagy nemzetközi alapkezelők által követett nemzetközi benchmark-indexbe hozzájárulhattak ahhoz, hogy 2016 elején több lépcsőben is enyhítettek az onshore kötvénypiacra történő belépés szabályain. Első lépésként a QFII státusszal rendelkezők számára engedélyezett maximális befektetési mennyiséget emelték meg egy milliárdról öt milliárd dollárra, majd a PBOC a pénzügyi intézményi befektetők tágabb köre számára tette lehetővé, hogy a bankközi kötvénypiacra beléphessenek kínai kereskedelmi bankokon keresztül. Nemcsak a befektetői kör bővítésére került ekkor sor, hanem az adminisztratív feltételeken is enyhítettek (*PBOC 2016*).

A kínai onshore értékpapírpiacon történő belépés egy letétkezelő (és kötvénypiaci befektetés esetén klíringre is jogosult) bankon keresztül történhet, ami a külföldi intézményi befektető számára intézi a szükséges engedélyek megszerzését, illetve a szükséges regisztrációt az illetékes kínai hatóságoknál. Ahhoz, hogy egy intézményi befektető az onshore kötvénypiachoz hozzáférhessen, többféle feltételt is teljesítenie kell, többek között azt is, hogy az onshore piaci befektetést megelőző három évben nem szabott ki rá büntetést kötvénypiaci tevékenységre vonatkozó jogszabály vagy egyéb szabályozás megsértése miatt az illetékes szabályozó hatóság (*PBOC 2016*). A feltételeket teljesítők számára korábban egy fix kvótát állapított meg a jegybank a QFII vagy RQFII státuszért és kvótáért folyamodó befektetők számára. 2016. eleje óta már nem egy fix kvóta, hanem alapkezelők esetében a kezelt vagyon százalékában megállapított összegben léphetnek a kínai piacra. Nemcsak a jegybank, hanem a State Administration of Foreign Exchange (SAFE) engedélye is szükséges. Emellett a tőzsdei kereskedéshez történő hozzáféréshez a China Securities and Regulatory Commission (CSRC) engedélyét kell beszerezni. A szükséges engedélyek birtokában kerül sor a számlanyitási folyamatra, majd ezt követően

történhet az ügyletkötés, a kötvénypiacon a kereskedésre jogosult kereskedelmi bankokon, a tőzsdén brókercégeken keresztül. Bár a folyamat első ránézésre bonyolultnak tűnhet, a befektetők tulajdonképpen egy pontos ügyintézés keretében, a megfelelő kereskedelmi bankon keresztül tudnak a piacra lépni.

4. Szuverén, ügynökségi, tartományi és szupranacionális kibocsátások a dim sum és a panda piacon

A dim sum piac *legnagyobb szuverén kibocsátója Kína*. Az ország a renminbi népszerűsítése, nemzetközivé tétele érdekében jelenik meg rendszeres időközönként az offshore piacon is, hogy likvid kötvényekből álló benchmark hozamgörbét építsen.

A dim sum piac 2007-es kialakulása óta Kínát leszámítva mindössze három állami kibocsátó használta ki az offshore renminbi finanszírozásban rejlő lehetőségeket. 2014 októberében az *Egyesült Királyság* bocsátott ki 3 milliárd RMB-t 3 éves lejáratú 2,7 százalékos hozamon a Bank of China, a HSBC és a Standard Chartered Bank közreműködésével. A kibocsátás a vártnál is nagyobb érdeklődést generált, 5,8 milliárd RMB értékben érkezett ajánlat 85 befektetőtől – melyek nagyobb része privát banki befektetőktől származott –, ami lehetővé tette, hogy egyrészt az eredetileg tervezett 2 milliárd RMB helyett 3 milliárdot bocsássonak ki, másrészt a tervezettnél kb. 20 bázisponttal alacsonyabb hozammal vonják be a forrást (*Tessa 2014*). A kibocsátásból befolyt összeg az Egyesült Királyság devizatartalékába került, *egyfajta gesztust mutatva ezzel Kínának, hogy ők tartalékdevizaként tekintenek a renminbire*.

2015 júniusában *Mongólia* bocsátott ki 3 éves offshore renminbiben denominált kötvényt 1 milliárd RMB értékben, 7,5 százalékos hozammal (*Borsuk 2015*). A magas hozamot az ország relatíve alacsony, spekulatív kategóriájú hitelminősítése (B2/B+/B+) indokolta, a befektetők jóval nagyobb felárat vártak el a nagyobb hitelkockázatért cserébe. A kibocsátás ugyan nem aratott akkora sikert, mint az Egyesült Királyságé, de így is 1,5 milliárd RMB értékben érkezett ajánlat 44 befektetőtől. A kötvények több mint 90 százaléka került ázsiai befektetőkhez, elsősorban alapkezelőkhöz és bankokhoz. Mongólia elsődleges célja a *befektetői bázisának diverzifikálása* volt kibocsátással.

Magyarország 2016. április 14-én lépett be az offshore kötvénypiacra 3 éves futamidejű, 1 milliárd yuan névértékű kötvény kibocsátásával. A magyar kibocsátás iránt jelentős volt a befektetői érdeklődés, két és félszeres volt a túljegyzés. Ez hozzájárult ahhoz, hogy az eredeti hozamindikációnál 25 bázisponttal kedvezőbb szinten, 6,25%-os kuponnal jegyezték le a kötvényeket. A kötvénykibocsátás fő szervezője a Bank of China volt (*ÁKK 2016*). A kötvénykibocsátás nagyságrendje jelképesnek tekinthető, ugyanakkor nyitást jelent új, ázsiai befektetők irányába.

A Világbank-csoport tagja, az IFC (Nemzetközi Pénzügyi Társaság) úttörőnek számít a panda piacon: bár mindössze két kibocsátást hajtottak végre, már 2005-ben megjelentek az onshore piacon egy 10 éves kötvénnyel, melyet 2006-ban egy 7 éves kötvény követett (IFC 2005). Az offshore renminbi piacon azonban *rendszeres kibocsátónak számítanak* mind fix kuponú kötvényekkel, mind pedig rövid lejáratú diszkontkötvényekkel. A társaság Kínában elsősorban a klímaváltozás elleni küzdelmet, illetve vidékfejlesztést támogató befektetéseket finanszíroz. Ezenkívül az IFC *elköteleződött Kína pénzügyi szektorának és a helyi tőkepiacok támogatása és fejlesztése mellett*.

Dél-Korea az első szuverén kibocsátó volt az onshore renminbi, vagyis a *panda* piacon. 2015. december közepén 3 milliárd renminbi értékben bocsátottak ki kötvényt, 3 százalékos hozam mellett. A kötvények iránt óriási volt az érdeklődés, a tranzakció ötösztörös túljegyzés mellett sikerült lebonyolítani (Hughes 2015). A kibocsátás fontos mérföldkő mind a panda piac, mind pedig a koreai kibocsátók életében: a szuverén kibocsátás elsődleges célja a befektetői étvágy felmérése volt, és mivel kifejezetten jól sikerült, *megnyitotta az utat más koreai kibocsátók előtt is*, akik eddig a dim sum piacon vontak be renminbi forrást.

Brit-Kolumbia 2016. január 21-én lépett be a panda kötvénypiacra. A nyugat-kanadai tartomány 3 milliárd RMB értékű 3 éves kötvényt bocsátott ki 2,95%-on. A kanadai tartomány az onshore kibocsátást megelőzően az offshore piacon bocsátott ki RMB kötvényt, először 2013-ban – ezzel Brit-Kolumbiáé volt az első szuverén kötvénykibocsátás az offshore piacon –, majd másodsor 2014-ben. Az első brit-kolumbiai offshore kötvény futamideje 1 év, értéke 2,5 milliárd RMB volt, 2,25%-on történt a forrásbevonás. 2014-ben 2,85%-on került sor offshore RMB forrásbevonásra 3 milliárd RMB értékben, 2 éves futamidővel. Az offshore kibocsátásról azt követően tért át a tartomány az onshore kibocsátásra, hogy 2014 novemberében Kína Kanadát nevezte meg első észak-amerikai renminbi-központként.⁵

5. Összegzés

A cikkben bemutattuk a kínai kötvénypiac onshore és offshore szegmensét, részletesen elemezve mind a keresleti, mind a kínálati oldalt, az elérhető instrumentumok körét, azok főbb jellemzőit, a kötvénypiacra vonatkozó szabályozást és a piacok alapvető jellemzőit. A kötvénypiacot a RMB nemzetközivé tételét előtérbe helyező kínai politika kontextusában vizsgálva megállapítható, hogy ez a politikai törekvés a külföldi befektetők nagyobb arányú megjelenése irányába is mutathat a kínai kötvénypiacon.

⁵ A brit-kolumbiai kötvénykibocsátásra vonatkozó információk Brit-Kolumbia tartományi kormányzatának honlapjáról származnak.

Felhasznált irodalom

ÁKK (2016): *1,0 milliárd CNY összegű devizakötvény-kibocsátás*. ÁKK sajtóközlemény, április 14.
<http://www.akk.hu/hu/hirek/1-0-milliard-cny-osszegu-devizakotveny-kibocsatas>, letöltés ideje: 2016. április 14.

Bai, Jennie – Fleming, Michael – Horan, Casidhe (2013): *The Microstructure of China's Government Bond Market*. Staff Report No. 622, Federal Reserve Bank of New York.
https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr622.pdf, letöltés ideje: 2016. március 23.

BIS (2014): BIS Quarterly Review: *International banking and financial market development*. December.
http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1412.htm, letöltés ideje: 2016. március 23.

BNP Paribas (2015a): *All About RMB*. Bank and Investor Handbook v2.0
<http://securities.bnpparibas.com/files/live/sites/quintessence/files/Hot%20topics%20-%20marketing/Files/RMB-Investor-brochure-ASIA.pdf>, letöltés ideje: 2015. június 15.

BNP Paribas (2015b): *Expert Eye on China*. 2015 Q4

Brit-Kolumbia tartományi kormányzat hírei:

<https://news.gov.bc.ca/releases/2016FIN0002-000065>

<https://news.gov.bc.ca/releases/2015FIN0075-002009>

<https://news.gov.bc.ca/stories/bc-welcomes-establishment-of-canadian-rmb-hub>

<https://news.gov.bc.ca/stories/successful-second-renminbi-bond-reinforces-bcs-commitment-to-china>

<https://news.gov.bc.ca/stories/successful-renminbi-bond-signals-new-level-of-china-canada-relations>

Letöltés ideje: 2016. február 16.

CCDC (2016) statisztikák: www.chinabond.cn, letöltés ideje: 2016. február 10.

Fung, Hung-Gay – Ko, Glenn – Yau, Jot (2014): *Dim Sum Bonds: The Offshore Renminbi (RMB) Denominated Bonds*. Goldman Sachs Asset Management: FAQ: China's Bond Market, 2015

FTSE (2015): FTSE Russel Research Index Series: *The FTSE China Onshore Bond*. Május.
<http://www.ftse.com/products/downloads/China-Onshore-Bond-Paper.pdf>, letöltés ideje: 2016. február 2.

Horváth Dániel – Teremi Márton (2015): *Így neveld a sárkányodat*.

<https://www.mnb.hu/.../horvath-daniel-teremi-marton-igy-neveld-a-sarkanyodat.pdf>, letöltés ideje: 2016. február 22.

- IFC (2005): IFC Panda Bond Launch Opens Renminbi Bond Market to International Institutions, 10 October 2005 <http://ifcext.ifc.org/IFCExt/pressroom/IFCPressRoom.nsf/0/91457994C64BE729852570960051DCF3>
- IMF (2015): *Review of theme thod of valuation of the SDR*. IMF Policy Paper, november. <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/111315.pdf>, letöltés ideje: 2016.január 18.
- Income Partners (2014): *China's Onshore and Offshore RMB Markets*. http://www.incomepartners.com/sites/default/files/China's_Onshore_and_Offshore_Markets_0.pdf, letöltés ideje: 2016. jan. 8.
- Jennifer, Hughes (2015): South Korea „panda” bond five times subscribed, Financial Times, 15 December 2015 <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/9d97a2a6-a31a-11e5-bc70-7ff6d4fd203a.html#axzz43pFxyoH>, letöltés ideje: 2015. december 15.
- Liao, David (2011): *China Onshore and Offshore RMB Bond Market – A Foreign Bank Perspective*. Szeptember, HSBC. www.sifma.org, letöltés ideje: 2016. február 5.
- Li, Bing (2015): *Bond Market Evolution*. Budapest Renminbi Initiative Plenary Session, március 26. <http://www.rmbbudapest.hu/letoltes/issuers-and-investor-motivations-to-participate-in-rmb-business-boc-1.pdf>, letöltés ideje: 2016. március 23.
- Liu, Becky – Pihlman, Jukka (2015) *RMB in SDR – A Practical Guide*. Standard Chartered.
- Luk, Ben – Chen, Peggy (2015): *China onshore bond market: Kill two birds with one stone*. Market Bulletin, 13 August. https://www.jpmorganmf.com/GTMA/MI-MB_ChinaOnshoreBond_20150813.pdf, letöltés ideje: 2016. március 23.
- MNB közlemény 2015. június 27: *Renminbi kötvénybefektetésekről és elszámolási mechanizmus létrehozásáról szóló megállapodásokat irt alá a Magyar Nemzeti Bank és a Kínai Népköztársaság jegybankja Bázselban*. <http://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozlomenyek/2015-evi-sajtokozlomenyek/renminbi-kotvenybefektetesekrol-es-elszamolasi-mechanizmus-letrehozasarol-szolo-megallapodasokat-irt-ala-a-magyar-nemzeti-bank-es-a-kinai-nepkoztarsasag-jegybankja-bazelban>, letöltés ideje: 2015. június 27.
- People's Bank of China (2016): Public Notice No. 3 <http://www.pbc.gov.cn/english/130721/3037272/index.html>, letöltés ideje: 2016. március 23.
- Richard, Borsuk (2015): CNHTracker – Mongolian governmentmakesitsdebutindim sum market, Reuters, 25 June 2015 <http://www.reuters.com/article/markets-offshore-yuan-idUSL3N0Z92C220150625>, letöltés ideje: 2015. június 25.

Ma, Guonan – Yao, Wang (2016): *Can the Chinese bond market facilitate a globalizing renminbi?* BOFIT Discussion Papers Nr. 1. Bank of Finland, Institute for Economies in Transition. http://www.suomenpankki.fi/bofit_en/tutkimus/tutkimusjulkaisut/dp/Documents/2016/dp0116.pdf, letöltés ideje: 2016. március 23.

Wang, Ming – Yen, Jerome – KeungLai, Kin (2013): *China's Financial Markets*. Routledge-Taylor&Francis Group, UK.

Tessa, Wilkie (2014): UK's RMBdebutsetsceneforfurthersovereignRMBissuance, Global Capital, 16 October 2014
<http://www.globalcapital.com/article/nkvvmzx625mz/uk-debut-boosts-prospects-of-international-rmb-bonds>, letöltés ideje: 2014. október 16.