



Банк России

# ОБЗОР ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ЗА 2025 ГОД

Аналитический материал

# ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткие выводы.....	2
1. Замедление роста экономики и снижение инфляции .....	3
2. Трансформация валютного рынка .....	4
3. Рынок ОФЗ: рост рынка в ожидании смягчения ДКП.....	6
4. Рынок корпоративных облигаций: компании вернулись к фиксированным купонам.....	11
<i>Врезка. Динамика корпоративных дефолтов</i> .....	17
5. Рекордные объемы секьюритизации в 2025 году.....	20
6. Рынок ЦФА растет за счет краткосрочных долговых выпусков.....	25
7. Рынок акций: между геополитикой и макроэкономикой.....	28
<i>Врезка. Капитализация фондового рынка</i> .....	34
Список сокращений.....	36

Материал подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования.

Авторы: А. Морозов, В. Азарина, А. Ахметов, А. Васютина, Т. Кузьмина, О. Мухаметов, А. Поршаков, Д. Чернядьев.

Настоящий обзор отражает личную позицию авторов. Содержание и результаты обзора не следует рассматривать, в том числе цитировать в каких-либо изданиях, как официальную позицию Банка России или указание на официальную политику или решения регулятора. Любые ошибки в данном материале являются исключительно авторскими.

107016, Москва, ул. Неглинная, 12, к. В

Официальный сайт Банка России: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

© Центральный банк Российской Федерации, 2026

## КРАТКИЕ ВЫВОДЫ

- Динамика финансовых рынков в условиях действия внешних ограничений продолжала опираться прежде всего на изменение внутренних условий.
- Валютный рынок сохранял курс на адаптацию к внешним ограничениям. Рубль укрепился по итогам года. Спрос населения и компаний на валюту в целом оставался сдержанным, что привело к снижению объема торгов на валютном рынке.
- 2025 г. стал позитивным для рынка ОФЗ. Ожидания смягчения ДКП в начале года и начавшееся в июне снижение ключевой ставки по мере замедления инфляции способствовали заметному изменению формы кривой доходностей, преимущественно за счет более быстрого снижения краткосрочных ставок.
- Максимальный объем размещений Минфина России традиционно пришелся на четвертый квартал года. Несмотря на расширение первоначального плана заимствований, интерес инвесторов позволил Минфину России без особых сложностей выполнить план. Ликвидность на вторичном рынке выросла. Ключевыми инвесторами остаются банки, однако их доля постепенно снижается, при этом растет доля институциональных инвесторов и физических лиц.
- Корпоративные эмитенты продолжили активно выходить на рынок публичного долга. При этом в 2025 г. бóльшая часть размещений пришлось на бумаги с фиксированным купоном. В то же время сроки облигаций продолжили сокращаться, а купоны стали чаще выплачиваться на ежемесячной основе. Экспортеры разместили рекордный объем квазивалютных облигаций<sup>1</sup>, которые инвесторы стали использовать вместо еврооблигаций как инструмент защиты от возможного ослабления рубля.
- Объемы секьюритизации выросли. Как и в предыдущие годы, основной объем секьюритизации обеспечили однотраншевые ипотечные облигации. В то же время неипотечный сегмент также заметно увеличился за счет секьюритизации потребительских кредитов. Отдельные эмитенты тестируют секьюритизацию новых для российского рынка активов.
- Рынок ЦФА продолжает активно расти. Основную часть размещенного объема ЦФА составляют долговые выпуски, схожие с облигациями. Лидерами по объему размещенных ЦФА являются крупные банки, которые выпускают их на ОИС, входящих в состав группы. Однако среди эмитентов ЦФА также растет число небольших компаний, которые ранее не выходили на рынок публичного долга.
- Настроения на рынке акций в течение года были смешанными. Если в начале 2025 г. объем торгов был повышенным в связи с позитивными ожиданиями инвесторов в отношении изменения геополитической ситуации, то в мае – декабре он значительно снизился. Доля розничных инвесторов на рынке акций достигла минимума с марта 2022 года. Количество IPO сократилось, основной объем привлек один крупный эмитент. Объем выплаченных в 2025 г. дивидендов снизился, при этом дивидендная доходность акций несколько увеличилась.

<sup>1</sup> Инвестирование и выплаты по бумагам производятся в рублях, но в привязке к курсу иностранной валюты.

## 1. ЗАМЕДЛЕНИЕ РОСТА ЭКОНОМИКИ И СНИЖЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ

Российская экономика в 2025 г. возвращалась на траекторию сбалансированного роста в результате действия жесткой денежно-кредитной политики (ДКП) после сильного расширения в 2023–2024 годах. ВВП в 2025 г. вырос на 1,0% после 4,9% в 2024 году. Расширение внутреннего спроса замедлилось во всех его основных компонентах: потребительском, государственном и инвестиционном. Внешний спрос оставался под давлением из-за ужесточения санкционных ограничений, хотя некоторые отрасли смогли нарастить экспортные поставки.

Инфляция в 2025 г. замедлилась до 5,6%, минимального уровня с 2020 года. Рост совокупного спроса приблизился к возможностям расширения предложения, что привело к снижению устойчивого инфляционного давления. Рост цен дополнительно сократился под влиянием временных дезинфляционных факторов (прежде всего хорошего урожая и теплой погоды в конце года).

Банк России в июне начал постепенное снижение ключевой ставки по мере замедления роста цен. К концу года ключевая ставка составила 16,00%, что на 500 б.п. ниже уровня начала года. Тем не менее денежно-кредитные условия (ДКУ) сохранялись жесткими. Инфляционные ожидания населения и бизнеса оставались высокими и слабо отреагировали на замедление роста цен в 2025 году. В начале 2026 г. реализовался временный проинфляционный эффект от повышения ставки НДС и других сборов, а в конце года дополнительный вклад в рост цен внесет плановая индексация тарифов на коммунальные услуги. ДКП пока должна оставаться жесткой, чтобы минимизировать проявление вторичных эффектов от временных и разовых факторов на инфляцию и обеспечить ее снижение и последующее закрепление на целевом уровне.

Динамика российских финансовых рынков в 2025 г. продолжала складываться под воздействием изменений ключевых макропоказателей, решений и коммуникации по денежно-кредитной и бюджетной политике. Также значительное влияние в течение года оказывали сильные изменения геополитического фона, при этом влияние динамики мировых финансовых рынков на внутренний российский рынок оставалось слабым.

## 2. ТРАНСФОРМАЦИЯ ВАЛЮТНОГО РЫНКА

- По итогам года рубль рекордно укрепился к иностранным валютам основных торговых партнеров.
- Сдержанный спрос населения и компаний на валюту привел к снижению объемов торгов. В структуре валютного рынка продолжала расти доля валют дружественных стран.
- Доля кредитных организаций в структуре валютных торгов оставалась высокой.
- Спрос населения на валюту несколько увеличился в конце года, при этом в целом интерес физических лиц к валютному рынку оставался сдержанным.

В 2025 г. валютный рынок продолжал адаптироваться к санкционным ограничениям. Степень фрагментации рынка снизилась по сравнению с 2024 г., когда были введены санкции против Группы «Московская Биржа». Снижение спроса на валюту привело к уменьшению объемов операций.

Жесткие ДКУ и низкий спрос на валюту из-за ограничений на импорт способствовали укреплению рубля в 1п25. Экспортеры продавали валютную выручку, не дожидаясь наступления очередного налогового периода, и размещали средства в рублевые активы с высокой доходностью. При этом спрос импортеров на валюту был сдержанным. В 3к25 наблюдалось временное ослабление рубля, вызванное сезонным ростом спроса на валюту со стороны импортеров и населения, а также погашениями валютных обязательств отдельными крупными заемщиками. По итогам 2025 г. рубль укрепился к иностранным валютам основных торговых партнеров на 27,9% – это максимальный рост более чем за 20 лет наблюдений.

Резкое укрепление рубля в начале года привело к временному росту волатильности (рис. 1), однако впоследствии она снижалась по мере стабилизации курса. Колебания цены на нефть в течение года в условиях действия бюджетного правила не оказывали ощутимого влияния ни на сам курс, ни на его волатильность. Объемы продаж валюты экспортерами были значительно выше нормативов ее обязательной продажи. Как следствие, обнуление нормативов продажи экспортной выручки в августе 2025 г. не оказало большого влияния на курс.

ВОЛАТИЛЬНОСТЬ ИЗМЕНЕНИЯ КУРСА ДОЛЛАРА США К РУБЛЮ  
(%)

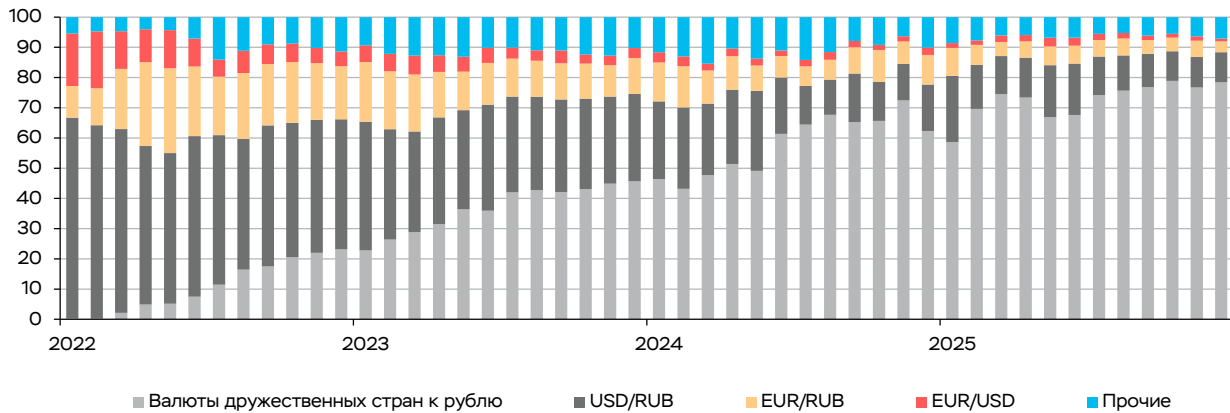
Рис. 1



Примечание. Волатильность рассчитывалась как аннуализированное стандартное отклонение дневных изменений официального курса на заданном горизонте.  
Источник: Банк России.

СТРУКТУРА ОБОРОТОВ ПО СДЕЛКАМ НА ВАЛЮТНОМ РЫНКЕ В РАЗРЕЗЕ ВАЛЮТНЫХ ПАР  
(%)

Рис. 2



Примечание. Обороты представляют собой сумму сделок покупок и продажи. Учитывались биржевые и внебиржевые сделки «спот» (без сделок «своп» и «форвард»).  
Источники: Банк России, форма отчетности 0409701.

В структуре валютного рынка продолжала снижаться роль валют недружественных стран. Доля валютных пар, связанных с дружественными государствами, в декабре 2025 г. составляла 78% от объема валютных операций (годом ранее – 62%) (рис. 2). При этом выросла диверсификация в структуре валют дружественных стран. Доли валютных пар USD/RUB и EUR/RUB снизились до 10 и 4% соответственно. Доля прочих валютных пар, не включающих российский рубль, снизилась с 10 до 7%, что свидетельствует о росте роли рубля в международных расчетах российских резидентов.

Основную часть операций на валютном рынке совершали кредитные организации. Доли нерезидентов и населения существенно не изменились. При этом, в отличие от периода до середины 2024 г., когда были введены санкции в отношении Группы «Московская Биржа», кредитные организации преимущественно продавали валюту на нетто-основе. Вероятно, это связано с возросшими рисками хранения активов в иностранной валюте.

Интерес населения к операциям на валютном рынке оставался сдержанным: доля физических лиц в объеме валютных операций на протяжении 2025 г. складывалась в районе 3%. Число розничных инвесторов на биржевом валютном рынке снижалось. В частности, количество физических лиц, которые заключали хотя бы одну сделку в месяц на валютной секции ПАО Московская Биржа, в среднем за 2025 г. составило 90 тыс. ед. (годом ранее – 171 тыс. ед. в месяц).

Динамика спроса населения на валюту складывалась ниже уровней прошлых лет. Нетто-покупки иностранной валюты за рубли (включая безналичные биржевые и внебиржевые, а также наличные операции) физическими лицами за 2025 г. составили 1,12 трлн руб. (годом ранее – 1,07 трлн руб.).

### 3. РЫНОК ОФЗ: РОСТ РЫНКА В ОЖИДАНИИ СМЯГЧЕНИЯ ДКП

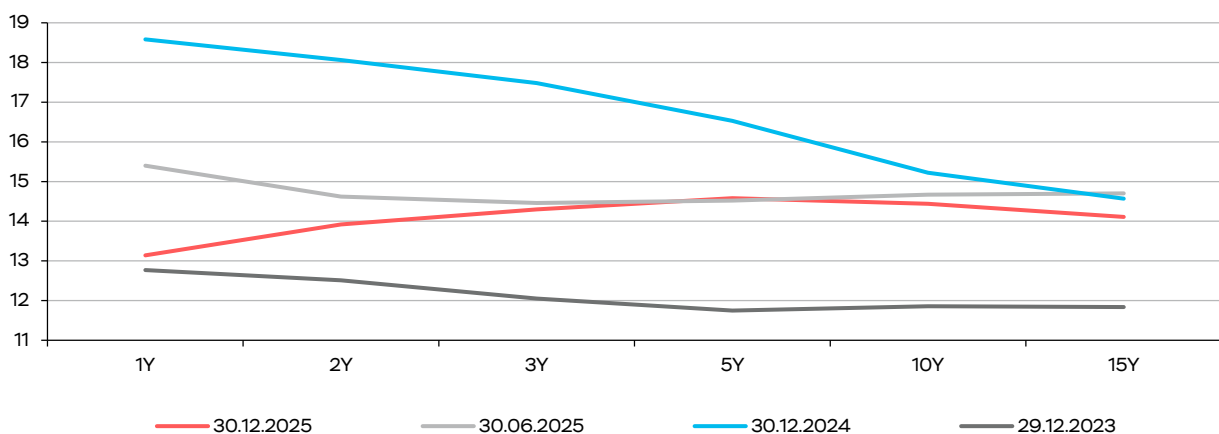
- Динамику рынка в течение 2025 г. определяли шаги Банка России по снижению ключевой ставки и ожидания относительно дальнейших действий по ДКП.
- Форма кривой доходностей изменилась с инвертированной в начале года на нормальную в 2п25. Изменение наклона кривой происходило за счет более быстрого снижения краткосрочных ставок, которые наиболее чувствительны к текущему уровню ключевой ставки и ожиданиям по ее динамике на горизонте действия ДКП.
- Выполнить увеличенный в течение года план заимствований Минфину России уже традиционно помогли ОФЗ с плавающим купоном. Максимальный объем размещений пришелся на четвертый квартал года. При этом выполнение первоначального плана шло достаточно равномерно в течение года.
- Ликвидность на вторичном рынке выросла. Ожидания снижения ключевой ставки способствовали росту интереса к вложениям в ОФЗ. Ключевыми инвесторами остаются банки, однако их доля постепенно снижается, при этом растет доля институциональных инвесторов и физических лиц.

Прошедший год стал достаточно позитивным для рынка ОФЗ. После снижения цен в течение 2023–2024 гг. они перешли к росту. Основную роль сыграли сформировавшиеся в начале года ожидания начала смягчения Банком России ДКП и постепенное снижение ключевой ставки с июня.

В начале года кривая доходностей была сильно инвертированной, отражая высокую жесткость ДКУ. По мере формирования ожиданий постепенного снижения ключевой ставки кривая доходностей стала уплощаться и к середине 2025 г. (после первого снижения Банком России ключевой ставки) на отрезке 10 лет – 2 года стала плоской, а к концу 2025 г. наклон кривой оказался положительным и превысил 50 б.п. (рис. 3).

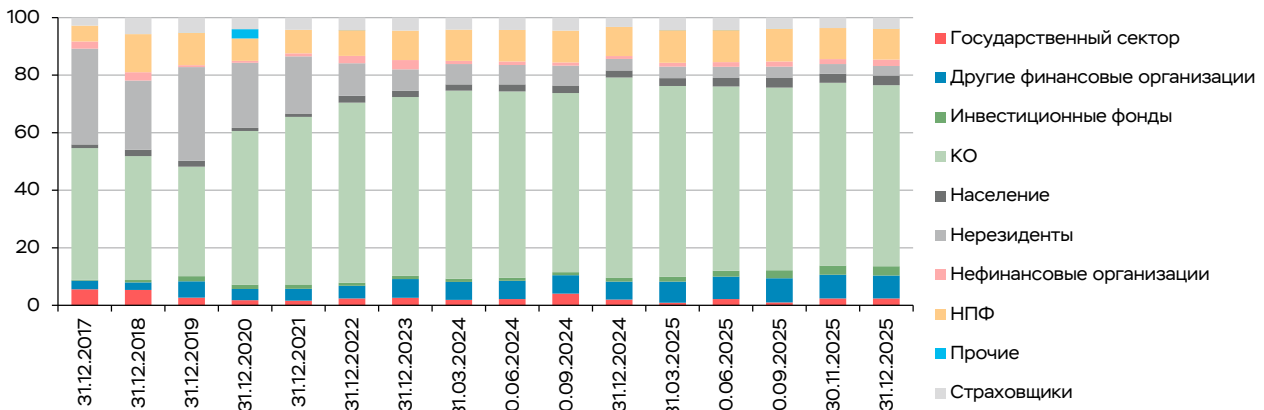
КРИВЫЕ ДОХОДНОСТЕЙ ОФЗ  
(%)

Рис. 3



ДОЛИ ИНВЕСТОРОВ В ОФЗ  
(%)

Рис. 4

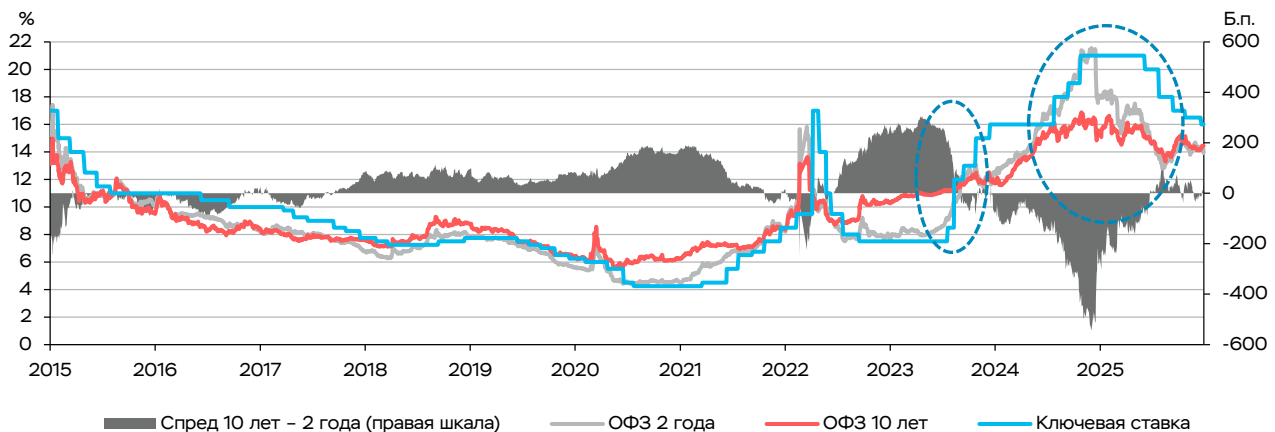


Примечание. Объем вложений включает бумаги, переданные по операциям репо с Банком России и Федеральным казначейством и биржевым репо с другими участниками. Категория «государственный сектор» включает собственные вложения Банка России, государственных финансовых корпораций и нефинансовых государственных организаций.

Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа, НКО АО НРД, формы отчетности 0409711 и 0420415.

## ДОХОДНОСТИ ОФЗ И СПРЕД К КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ

Рис. 5



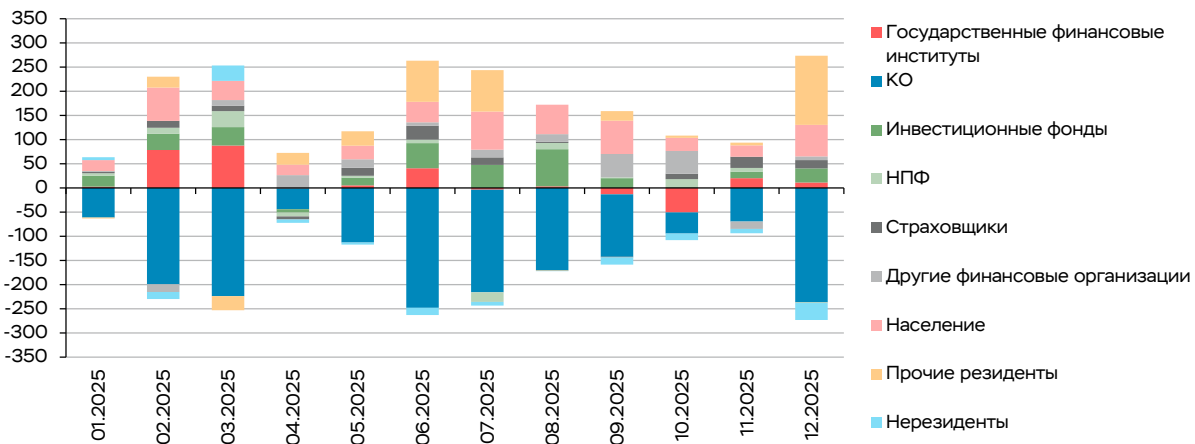
Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

Ближний конец кривой доходности ОФЗ наиболее чувствителен к текущему уровню ключевой ставки и ожиданиям ее динамики на горизонте 1–2 лет. Сильное снижение краткосрочных ставок (на 540–320 б.п. на сроках 1–3 года) в 2025 г. происходило благодаря снижению ключевой ставки с 21 до 16% и ожиданиям дальнейшего постепенного смягчения ДКП. Доходности в среднесрочном сегменте (от 3 до 10 лет) снизились примерно на 200 б.п., а долгосрочные (сегмент 10 лет и выше) – лишь на 80–50 б.п. в течение прошедшего года. Средний и дальний сегменты кривой доходностей ОФЗ в большей степени чувствительны к ожиданиям по инфляции и премии за риск. Инфляционные ожидания в 2025 г. оставались на высоком уровне, несмотря на снижение фактического роста цен, а опасения относительно устойчивого расширения дефицита бюджета и роста госдолга в долгосрочной перспективе увеличивались.

Исторически наклон кривой на участке 2 года – 10 лет в районе 50 б.п. можно было наблюдать в середине прошлых периодов снижения ключевой ставки Банком России (рис. 5). При этом в предыдущие периоды в целом у рынка не было существенных расхождений ожиданий относительно направления будущих решений Банка России по ставке, а также скорости смягчения ДКП.

**НЕТТО-ПОКУПКИ ОФЗ НА БИРЖЕВОМ РЫНКЕ**  
(МЛРД РУБ.)

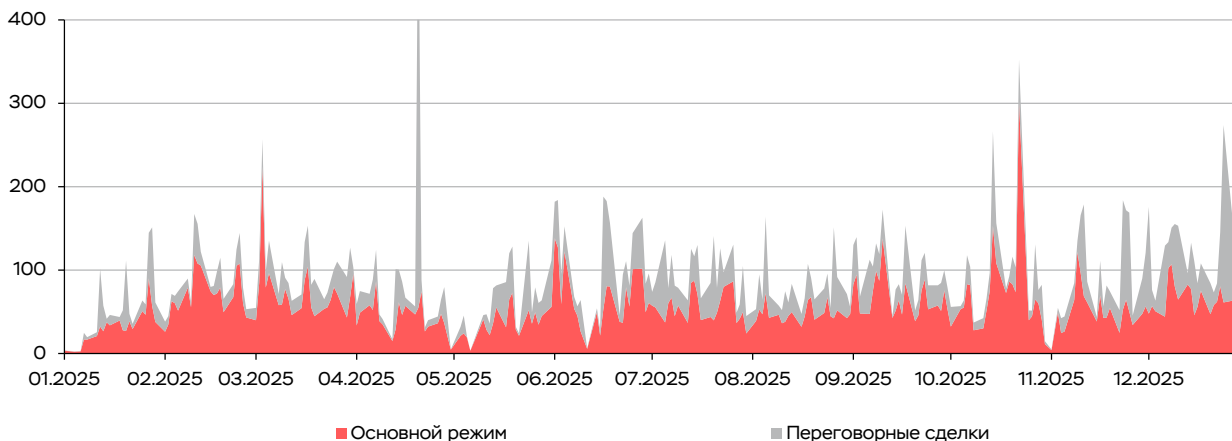
Рис. 6



Примечание. Данные по вторичному рынку, без учета аукционов.  
Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

**ОБОРОТЫ НА БИРЖЕВОМ РЫНКЕ ОФЗ**  
(МЛРД РУБ.)

Рис. 7



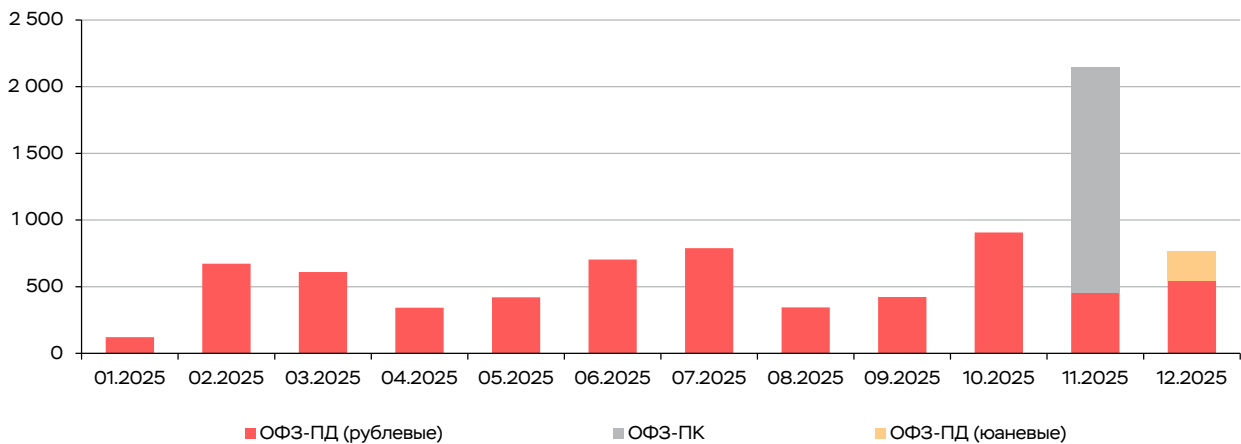
Примечание. Данные по вторичному рынку, без учета аукционов.  
Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

Кроме того, после 2022 г. повысилась реакция доходностей (и, соответственно, угла наклона кривой) на решения по ДКП. Мы уже отмечали в наших обзорах ранее, что после 2022 г. в связи с уходом нерезидентов и изолированностью российского рынка выросла степень реакции доходностей ОФЗ на внутренние факторы (решения Банка России, выход данных по инфляции и так далее). При этом в отсутствие иностранных инвесторов на решения по ДКП сильнее реагировали доходности краткосрочных облигаций, а долгосрочные, напротив, менялись медленнее (что вызывало более значительное изменение угла наклона кривой).

В сентябре Минфин России увеличил запланированный дефицит бюджета на 2025 г. до 5,6 трлн руб. (+1,8 трлн руб.), в результате годовой план заимствований был повышен до 7,0 трлн с 4,8 трлн рублей. Большая часть заимствований была произведена за счет бумаг с фиксированным доходом. Лишь в ноябре Минфин России разместил два выпуска флоатеров общим объемом 1,7 трлн руб. (по номиналу) (рис. 8), или 21% от общего объема заимствований за 2025 г. (в номинальном выражении). В результате за 2025 г. объем рынка ОФЗ (по номинальному объему долга) вырос с 23,1 трлн до 30,0 трлн руб. (14% от ВВП).

ПЕРВИЧНЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ ОФЗ ПО ТИПАМ БУМАГ  
(МЛРД РУБ.)

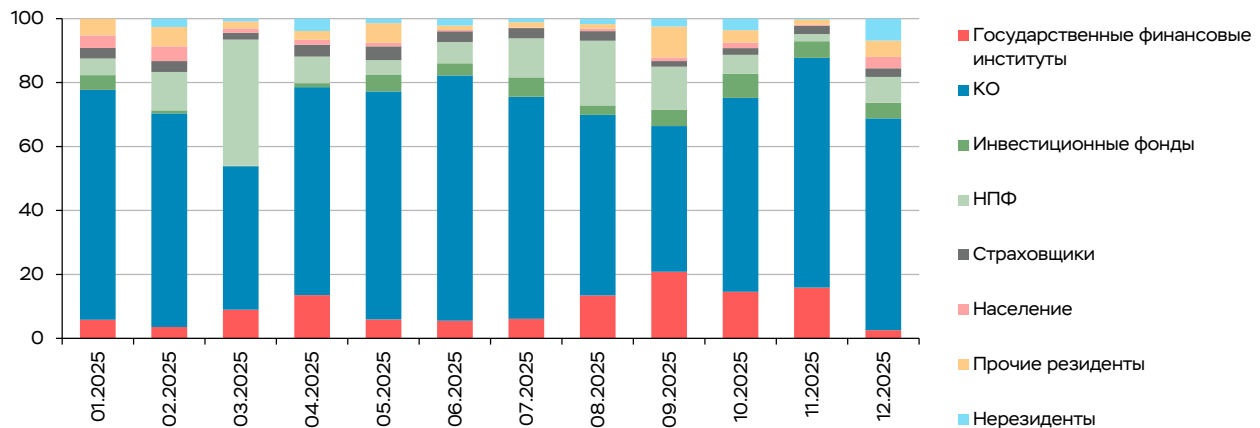
Рис. 8



Источник: Минфин России.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ПОКУПАТЕЛЕЙ НА АУКЦИОНАХ ОФЗ  
(%)

Рис. 9



Примечание. Кредитные организации и профучастники (ПУ) принимают участие в аукционах напрямую; остальные участники – через брокеров или УК.  
Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

Также в 2025 г. Минфин России разместил два дебютных выпуска гособлигаций в юанях (совокупным объемом 20 млрд юаней, или примерно 220 млрд руб.). При этом расчеты по данным выпускам (включая погашение и выплату купонов) могут осуществляться в рублях или юанях – по выбору инвестора.

Постепенно происходит некоторая диверсификация инвесторской базы (рис. 4). Банки продолжают оставаться основными держателями ОФЗ, однако доля их вложений в ОФЗ снизилась с 70 до 63%. Институциональные инвесторы увеличивали свои вложения в ОФЗ. Так, доля инвестиционных фондов выросла с 1 до 3%, негосударственных пенсионных фондов (НПФ) – с 10 до 11%, страховых организаций – с 3 до 4%. По номинальному объему долга их портфели выросли на 0,7 трлн, 0,9 трлн и 0,4 трлн руб. соответственно.

Население также проявляло достаточно активный интерес к рынку ОФЗ, в результате чего доля его вложений увеличилась с 2 до 3%. Ожидания снижения ключевой ставки делали инвестиции в ОФЗ с фиксированным купоном более привлекательными, особенно при постепенном снижении

ставок по банковским депозитам. Тем не менее в номинальном выражении вложения населения в ОФЗ остаются невысокими (1 трлн руб. на 01.01.2026).

В прошедшем году более чем в 2 раза выросли среднедневные обороты на рынке (с 45 млрд руб. в 2024 г. до 92 млрд руб. в 2025 г.). При этом обороты достаточно ровно распределялись в течение года с некоторым ростом в декабре. Практически все участники с начала года увеличили активность на рынке с тенденцией к небольшому росту в течение года.

## 4. РЫНОК КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ: КОМПАНИИ ВЕРНУЛИСЬ К ФИКСИРОВАННЫМ КУПОНАМ

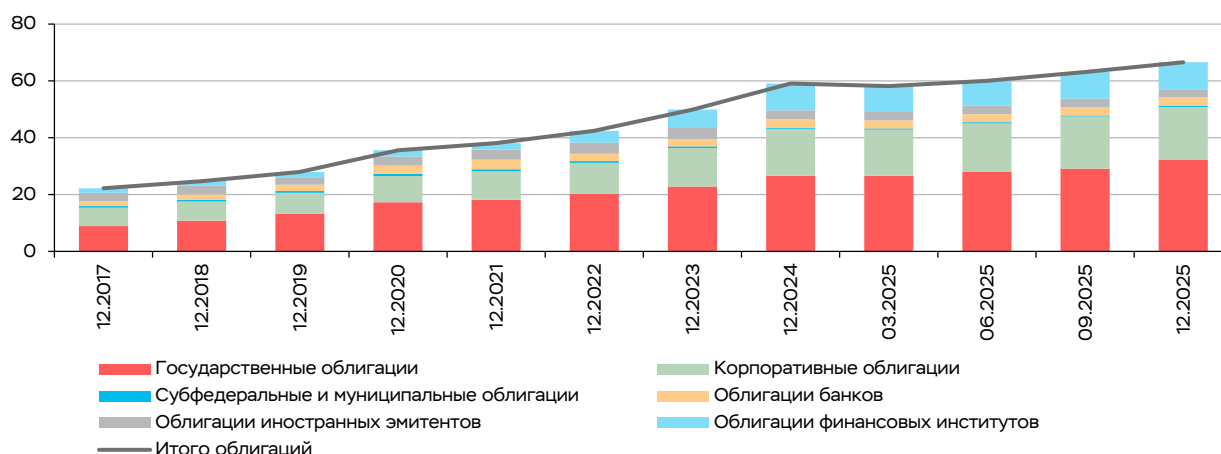
- Снижение стоимости заимствований и сокращение кредитных спредов поддержали интерес компаний к рынку публичного долга.
- Активнее всего эмитенты размещали рублевые бумаги с фиксированным купоном. При этом сроки облигаций продолжили сокращаться, а купоны стали чаще выплачиваться на ежемесячной основе.
- Экспортеры разместили рекордный объем квазивалютных облигаций, которые пользовались спросом среди инвесторов как инструмент защиты от возможного ослабления рубля.
- Банки остаются основными держателями корпоративных облигаций, однако постепенно растет интерес к бумагам со стороны инвестиционных фондов, населения, страховщиков и государственных финансовых институтов.

В 2025 г. российский рынок облигаций продолжил расти благодаря постепенному снижению доходностей и сокращению кредитных спредов. Общий номинальный объем облигаций вырос на 13% и достиг 67 трлн руб. (рис. 10), однако динамика в разрезе основных сегментов была неоднородной. Наиболее заметно вырос объем государственных бумаг, основными держателями которых остаются банки (рис. 11). В то же время прирост объема корпоративных облигаций и бумаг прочих эмитентов немного замедлился.

Всего в 2025 г. компании разместили на валовой основе облигации на общую сумму 13,3 трлн руб.<sup>1</sup>, что на 12% выше уровня 2024 года. Наибольший объем корпоративных облигаций был размещен в 2к25 и 3к25, когда инвесторы рассчитывали на относительно быстрое снижение ключевой ставки. Основной спрос они предъявляли на бумаги с фиксированным купоном, стремясь зафиксировать высокую доходность, в то время как популярность флоатеров заметно снизилась (рис. 12).

ОБЪЕМ ОБЛИГАЦИЙ НА СЧЕТАХ В РОССИЙСКИХ ДЕПОЗИТАРИЯХ  
(ТРЛН РУБ.)

Рис. 10

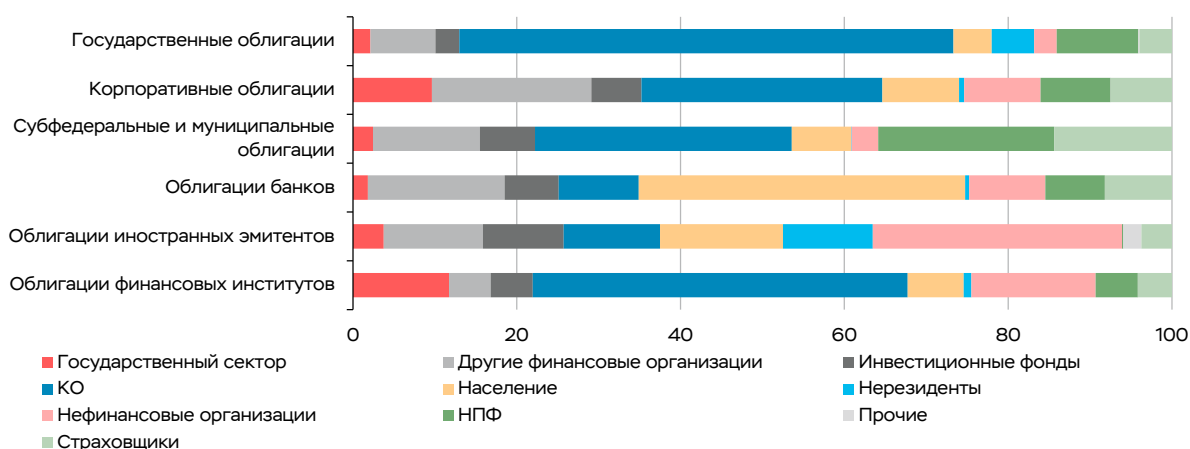


Источники: формы отчетности 0409711 и 0420415.

<sup>1</sup> Без учета замещающих облигаций и выпусков со сроком до погашения менее 1 месяца. Валютные выпуски конвертированы с использованием официального курса Банка России на дату размещения и погашения.

СТРУКТУРА ДЕРЖАТЕЛЕЙ ОБЛИГАЦИЙ НА 31.12.2025  
(% ОТ НОМИНАЛЬНОГО ОБЪЕМА)

Рис. 11

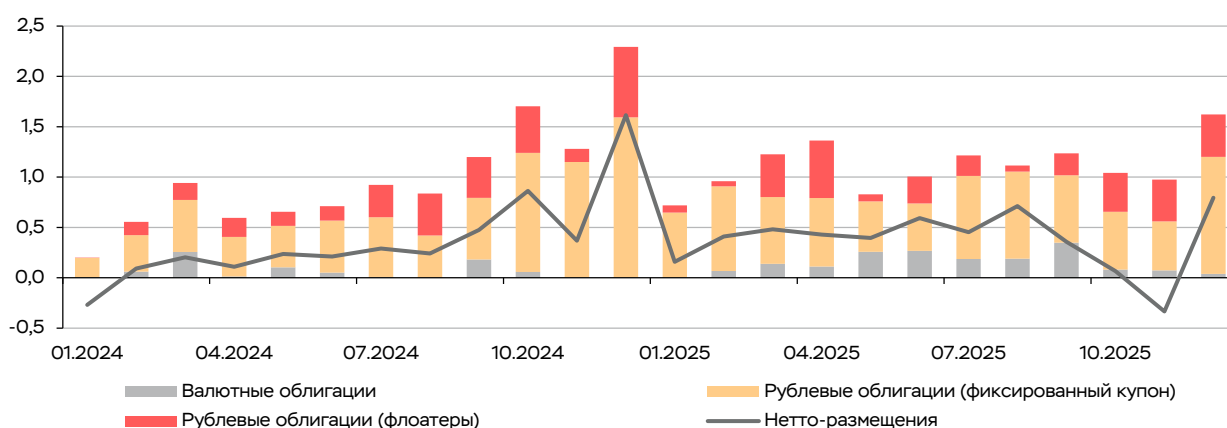


Примечание. Объем вложений включает бумаги, переданные по операциям репо с Банком России и Федеральным казначейством и биржевым репо с другими участниками. Категория «государственный сектор» включает собственные вложения Банка России, государственных финансовых корпораций и нефинансовых государственных организаций.

Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа, НКО АО НРД, формы отчетности 0409711 и 0420415.

ОБЪЕМ ПЕРВИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ  
(ТРЛН РУБ.)

Рис. 12



Примечание. Расчеты на основе данных Cbonds без учета замещающих облигаций и выпусков со сроком до погашения менее 1 месяца. Валютные выпуски конвертированы с использованием официального курса Банка России на дату размещения и погашения.

Источники: Банк России, Cbonds.

Отраслевая структура корпоративных облигаций не претерпела значительных изменений, основной объем по-прежнему размещали институты развития, нефтегазовые и металлургические компании. При этом в структуре первичных размещений заметно выросла доля нерыночных выпусков<sup>2</sup> (43% в 2025 г. против 32% в 2024 г.). Среди таких бумаг преобладают краткосрочные бумаги отдельных институтов развития, однако их также размещали и компании реального сектора. Они использовали нерыночные выпуски преимущественно как форму внутригруппового финансирования.

Интерес компаний к рынку облигаций стимулировало снижение стоимости заимствований и кредитных спредов, однако этот процесс протекал неоднородно (рис. 13). Наиболее заметно спреды во всех рейтинговых эшелонах сокращались летом, когда среди инвесторов преобладали ожидания быстрого снижения ключевой ставки. В то же время уменьшение кредитных спредов замедлилось в сентябре, а в 4к25 они преимущественно увеличивались из-за роста числа дефолтов и объема проблемной задолженности у отдельных эмитентов (см. врезку «Динамика

<sup>2</sup> Нерыночные выпуски размещаются среди небольшого круга инвесторов.

ДИНАМИКА КРЕДИТНЫХ СПРЕДОВ  
(Б.П. ГОДОВЫХ)

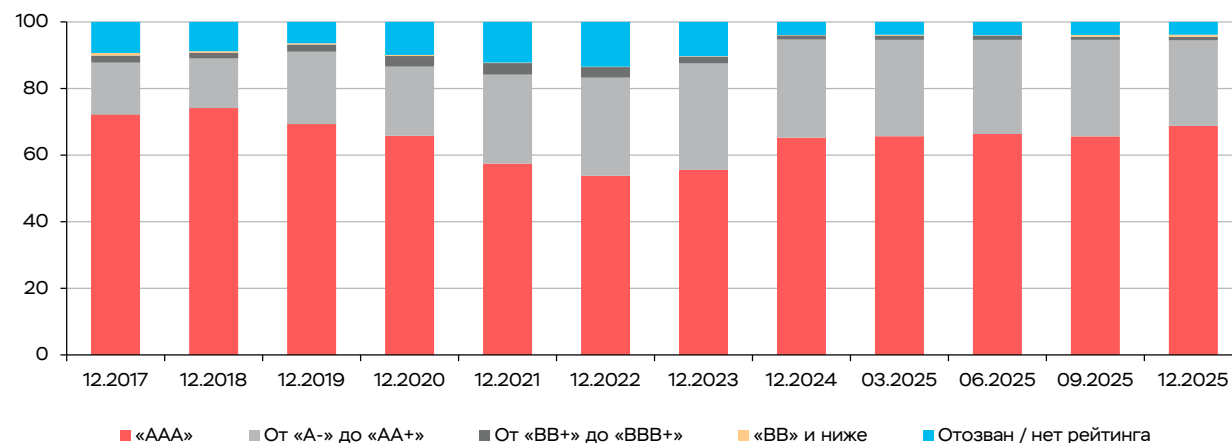
Рис. 13



Источник: Sbonds.

РЕЙТИНГОВАЯ СТРУКТУРА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В РУБЛЯХ  
(% ОТ НОМИНАЛЬНОГО ОБЪЕМА)

Рис. 14



Источники: формы отчетности 0409711 и 0420415, Sbonds.

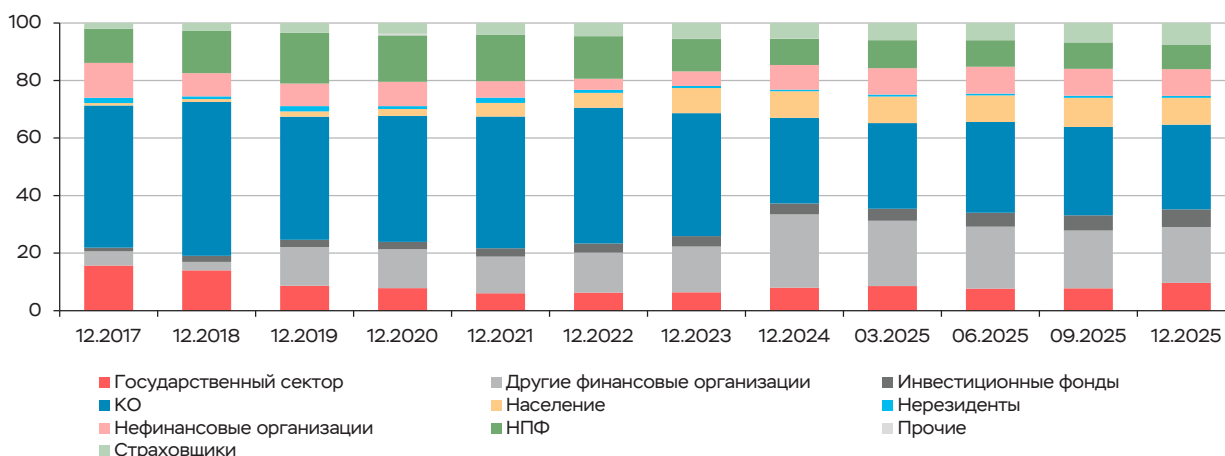
корпоративных дефолтов»). В результате в конце 2025 г. спреды остались на высоком уровне и были сопоставимы с уровнями октября – ноября 2024 года.

На этом фоне основной объем облигаций по-прежнему размещали крупные эмитенты высокого кредитного качества, в то время как другие компании не готовы были привлекать долг по сложившимся ставкам. Как и годом ранее, две трети от всего объема корпоративных облигаций пришлось на компании с наивысшим кредитным рейтингом (по состоянию на декабрь 2025 г.). В то же время доля нерейтингованных бумаг осталась вблизи 4%, хотя еще в 2023 г. она была более чем вдвое выше (рис. 14).

Ввиду сохранения доходностей и кредитных спредов на достаточно высоком уровне усилилась и тенденция к сокращению сроков корпоративных облигаций. Несмотря на то что за год доля бумаг с погашением до 1 года снизилась с 41 до 39%, это по-прежнему заметно выше уровня 2023 года. Кроме того, резко подросла доля облигаций со сроком до погашения от 1 года до 3 лет (с 26 до 36%). При этом для привлечения спроса эмитенты все чаще предлагают инвесторам ежемесячные выплаты купонов. В 2025 г. бумаги с ежемесячными купонными

СТРУКТУРА ДЕРЖАТЕЛЕЙ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ  
(% ОТ НОМИНАЛЬНОГО ОБЪЕМА)

Рис. 15

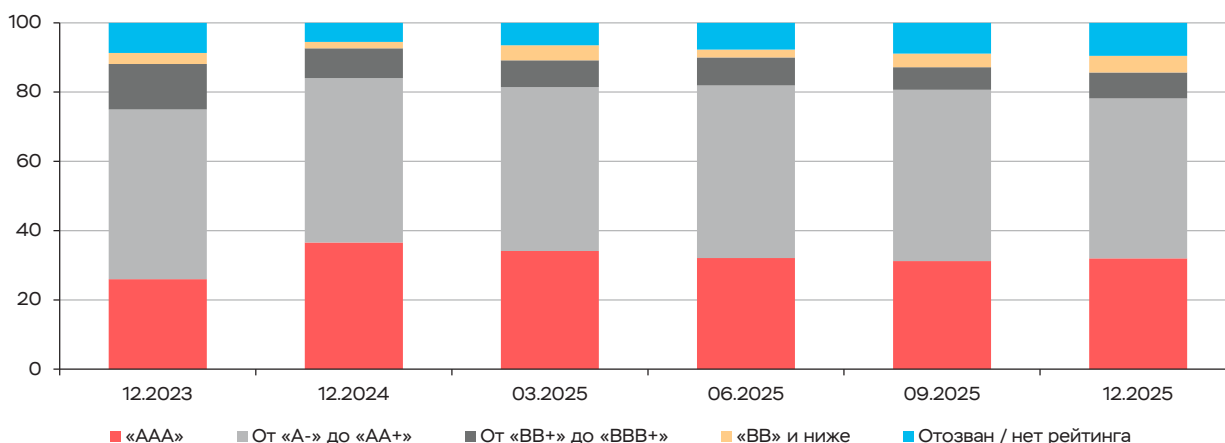


Примечание. Объем вложений включает бумаги, переданные по операциям репо с Банком России и Федеральным казначейством и биржевым репо с другими участниками. Категория «государственный сектор» включает собственные вложения Банка России, государственных финансовых корпораций и нефинансовых государственных организаций.

Источники: формы отчетности 0409711 и 0420415.

РЕЙТИНГОВАЯ СТРУКТУРА ПОРТФЕЛЯ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В РУБЛЯХ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ  
(%)

Рис. 16



Источники: формы отчетности 0409711 и 0420415, Cbonds.

выплатами составили 46% от размещенного объема корпоративных облигаций, что заметно выше их доли в 2023–2024 гг. (12 и 28% соответственно).

Банки остались крупнейшими держателями корпоративных облигаций, однако их доля продолжила постепенно снижаться и составила 29%, при этом еще в 2023 г. она составляла 43%. В то же время вложения государственного сектора, инвестиционных фондов, физических лиц и страховщиков постепенно увеличивались (рис. 15). При этом если институциональные инвесторы наиболее существенно нарастили вложения в облигации высокого кредитного качества, то физические лица были ориентированы преимущественно на бумаги из высокодоходного сегмента. По итогам 2025 г. доля облигаций эмитентов с наивысшим кредитным рейтингом в портфелях населения снизилась с 37 до 32%, в то время как наиболее заметно подросли доли нерейтингованных бумаг и облигаций с рейтингом «BB» и ниже. Их совокупная доля в облигационном портфеле физических лиц достигла 14%, в то время как годом ранее она составляла только 7% (рис. 16). Таким образом, подверженность розничных

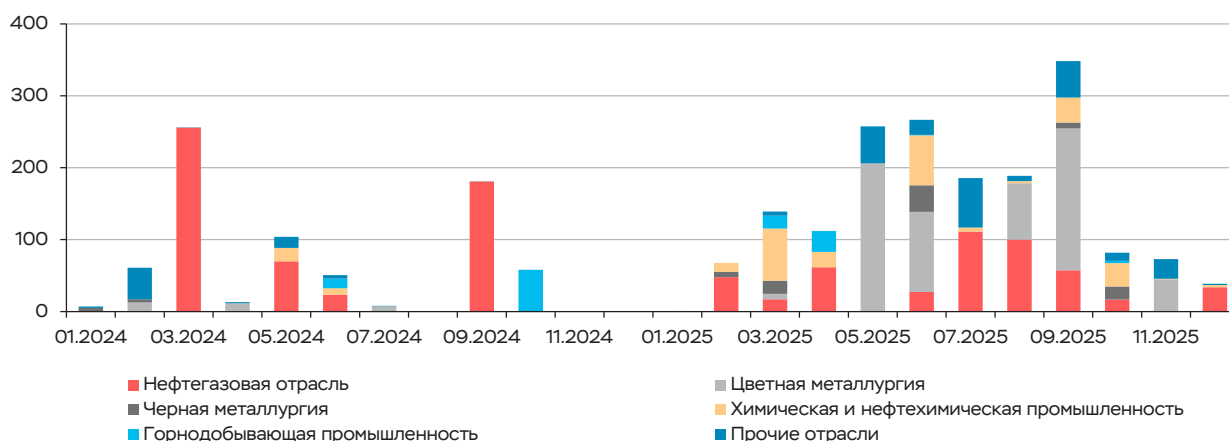
инвесторов кредитному риску усилилась на фоне сохраняющихся на повышенном уровне кредитных спредов.

Одним из трендов 2025 г. стало активное размещение экспортерами квазивалютных облигаций, так как стоимость валютных заимствований была существенно ниже в сравнении с доходностями рублевых бумаг. Объем размещенных валютных облигаций составил 1,8 трлн руб., что более чем вдвое выше уровня 2024 года. Наиболее активными в этом сегменте были нефтегазовые и металлургические компании (рис. 17), при этом более половины от всего размещенного объема обеспечили три крупнейших эмитента.

Увеличение объема размещений сопровождалось изменениями в предпочитаемой компаниями валюте номинала. Если в 2024 г. около 80% от объема пришлось на бумаги с юаневым номиналом, то в 2025 г. их доля снизилась до 41%, в то время как доля бумаг с номиналом в долларах США выросла с 19 до 57% (рис. 18). Изменения в валютной структуре связаны с тем, что в 2025 г. заметный объем квазивалютных облигаций размещался в преддверии погашения крупных выпусков еврооблигаций и замещающих бумаг с номиналом в долларах США.

ОБЪЕМ ПЕРВИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ ВАЛЮТНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В РАЗРЕЗЕ ОТРАСЛЕЙ  
(МЛРД РУБ.)

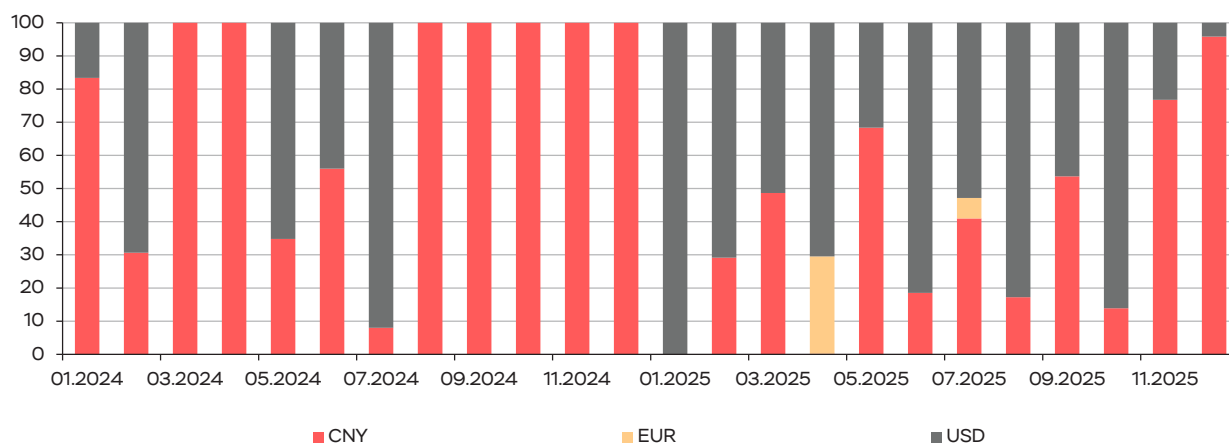
Рис. 17



Источники: Банк России, Cbonds.

СТРУКТУРА ВАЛЮТНЫХ ОБЛИГАЦИЙ, РАЗМЕЩЕННЫХ В 2024–2025 ГОДАХ  
(% ОТ НОМИНАЛЬНОГО ОБЪЕМА)

Рис. 18



Источники: Банк России, Cbonds.

Основной объем квазивалютных облигаций был размещен в 2–3к25 на фоне заметного укрепления рубля и преобладавших среди инвесторов ожиданий постепенного ослабления курса в будущем. Наибольшим спросом они пользовались среди банков, которые приобрели 47% от всего объема на биржевых размещениях квазивалютных облигаций. Также заметную часть бумаг выкупили ПИФ и физические лица (18 и 16% соответственно). Они приобретали квазивалютные облигации в том числе для хеджирования валютного риска и (или) диверсификации инвестиционных портфелей.

### Врезка. Динамика корпоративных дефолтов

- В 2025 г. наблюдался заметный рост числа дефолтов и объема проблемных обязательств у эмитентов. При этом доля дефолтов остается невысокой и не создает рисков для финансовой стабильности.
- Дефолты стали менее концентрированными: доля крупнейшего проблемного эмитента снизилась.
- Заметно выросло число дефолтов у эмитентов, имеющих кредитный рейтинг.
- Доля розничных инвесторов в структуре вложений в проблемные облигации в 2025 г. составила 45%.
- Количество инвесторов, совершающих сделки с проблемными облигациями, за год выросло в несколько раз.

В 2025 г. кредитные риски корпоративных заемщиков выросли, но без существенного влияния на уровень системных рисков для финансовой стабильности. Замедление роста экономики в совокупности с ухудшением внешних условий сказалось на заемщиках с высокой долговой нагрузкой. Эмитентам с низким кредитным качеством не всегда удавалось платить по займам, которые были привлечены по высоким ставкам в конце 2024 – начале 2025 года. В результате заметно выросло число дефолтов по корпоративным облигациям и были зафиксированы первые дефолты по ЦФА<sup>1</sup>.

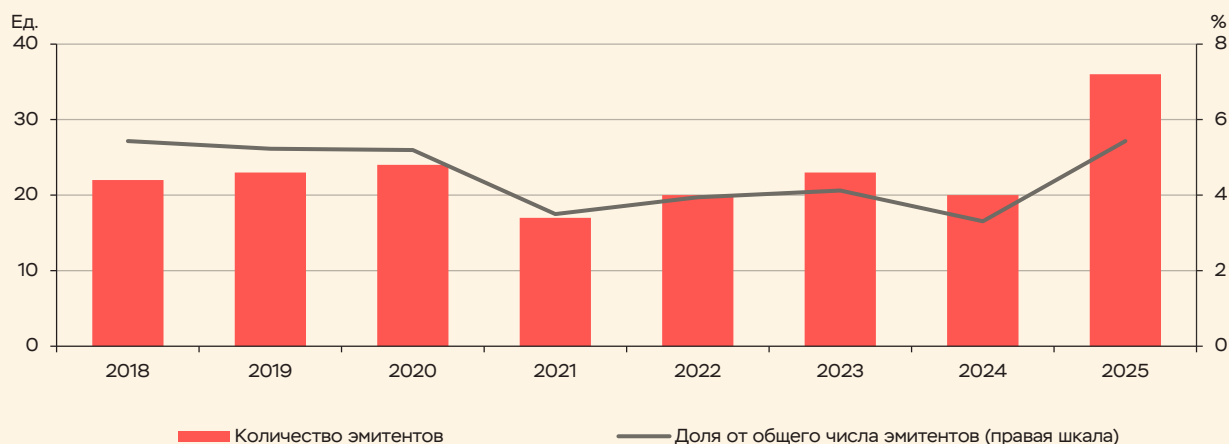
В 2025 г. 36 эмитентов допустили дефолт по выплатам купонов или погашению основного долга. Из них 28 компаний впервые допустили дефолт. Доля дефолтных компаний от общего числа эмитентов корпоративных облигаций достигла 5,4%, что близко к уровням 2018–2020 гг. (рис. 19).

Общий объем обязательств (облигаций и ЦФА в обращении) у эмитентов, которые впервые допустили дефолт, в 2025 г. составил 55 млрд руб., что вдвое выше, чем в 2024 г., но при этом ниже уровня 2023 г. (рис. 20). В отличие от предыдущих лет дефолты стали менее концентрированными: доля крупнейшего эмитента снизилась до 26% (42% в 2024 г. и 95% в 2023 г.). Основной объем проблемных обязательств приходился на эмитентов из отраслей строительства, недвижимости, финансов и оптовой торговли.

В 2025 г. выросло число дефолтов эмитентов, имеющих кредитный рейтинг. Кредитный рейтинг на момент первого дефолта в 2025 г. имели 8 эмитентов из 27, на них приходилось 45% от общего объема проблемных обязательств (рис. 21). Почти 40% общего объема – это облигации двух эмитентов,

КОЛИЧЕСТВО ЭМИТЕНТОВ, ДОПУСТИВШИХ ДЕФОЛТ, И ДОЛЯ ОТ ОБЩЕГО ЧИСЛА КОРПОРАТИВНЫХ ЭМИТЕНТОВ

Рис. 19

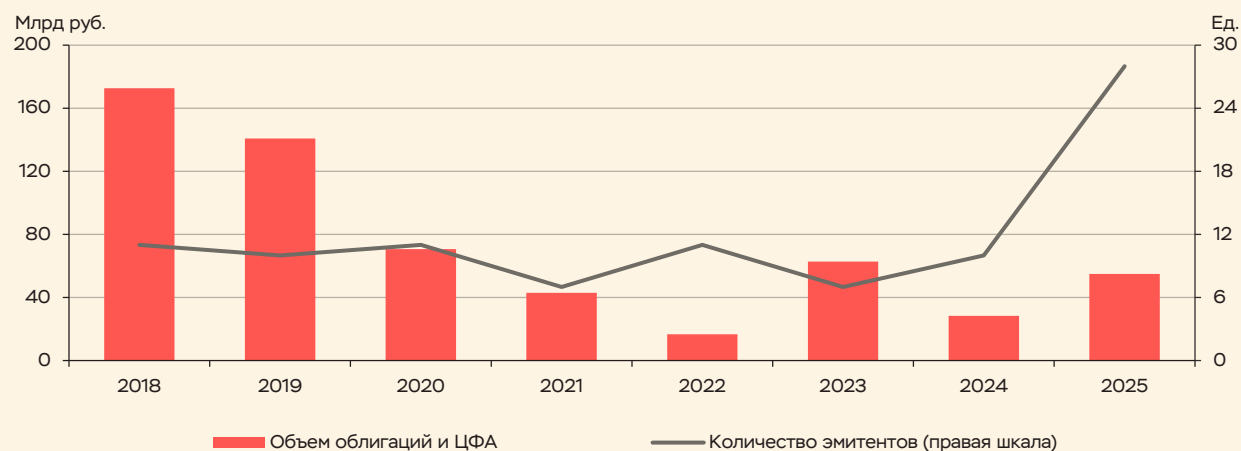


Примечание. Без учета технических дефолтов.  
Источники: Банк России, Сbonds.

<sup>1</sup> В данном разделе рассматриваются только внутренние корпоративные облигации и ЦФА без учета еврооблигаций. Из выборки исключались технические дефолты, обязательства по которым были урегулированы в рамках грейс-периода (10 рабочих дней или иной срок, указанный в эмиссионных документах).

ЭМИТЕНТЫ, ВПЕРВЫЕ ДОПУСТИВШИЕ ДЕФОЛТ, И ОБЪЕМ ИХ ОБЛИГАЦИЙ И ЦФА НА МОМЕНТ ДЕФОЛТА

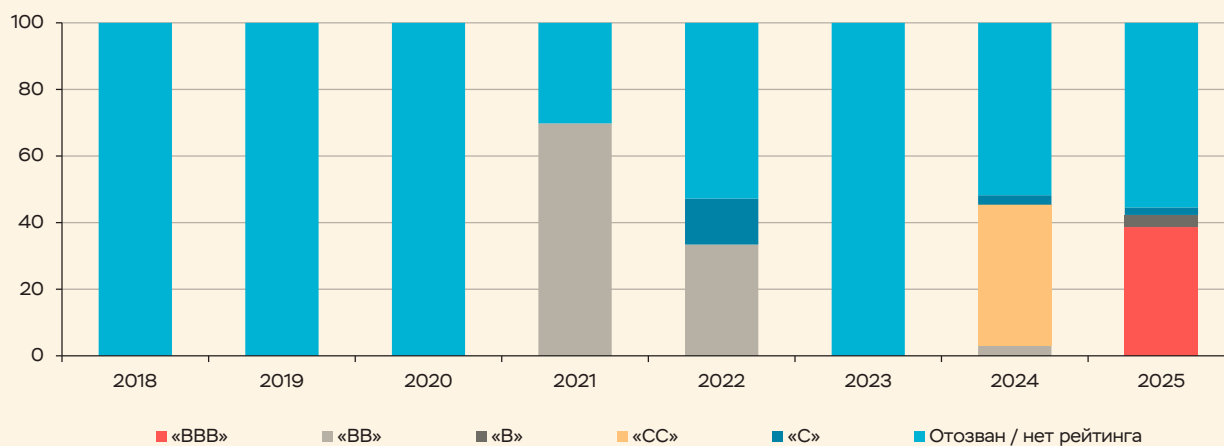
Рис. 20



Примечание. Без учета технических дефолтов.  
Источники: Банк России, Cbonds.

РЕЙТИНГОВАЯ СТРУКТУРА ОБЛИГАЦИЙ И ЦФА ЭМИТЕНТОВ, ВПЕРВЫЕ ДОПУСТИВШИХ ДЕФОЛТ  
(% ОТ ОБЪЕМА В ОБРАЩЕНИИ)

Рис. 21



Примечание. Без учета технических дефолтов. Использовались рейтинги эмитентов от российских рейтинговых агентств.  
Источники: Банк России, Cbonds.

которые на момент дефолта имели рейтинг «ВВВ». Дефолт эмитентов с таким достаточно высоким рейтингом от российского рейтингового агентства произошел впервые.

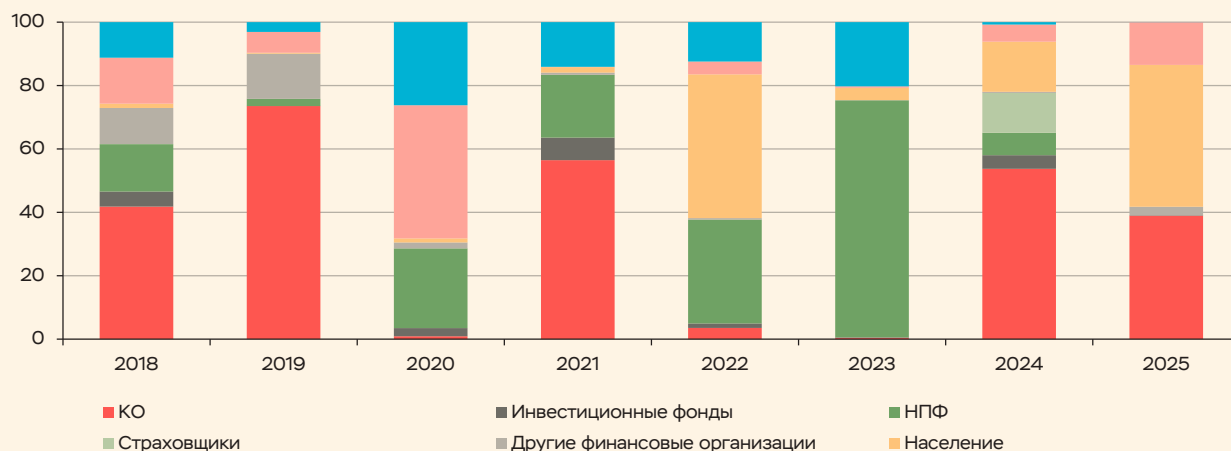
Реакция рынка облигаций на события технического дефолта была оперативной: резкий рост доходностей по бумагам данных эмитентов происходил либо в тот же день, либо на следующий. В ряде случаев доходность начинала расти за несколько дней до планируемой выплаты, если участники рынка сомневались в платежеспособности компании.

Еще одной особенностью 2025 г. стало большое количество розничных инвесторов, которые были затронуты дефолтами. Вложения населения в облигации эмитентов, которые впервые допустили дефолт в 2025 г., составили 22 млрд руб., или 45% от общего объема в обращении данных бумаг (рис. 22). В последний раз такая высокая доля розничных инвесторов в проблемных бумагах была зафиксирована в 2022 г. при значительно меньшем объеме вложений (8 млрд руб.). При этом сделки с проблемными бумагами на Московской Бирже в 2025 г. заключали 163 тыс. физических лиц (годом ранее – 48 тыс.<sup>2</sup>). Большинство рассматриваемых бумаг были доступны неквалифицированным инвесторам.

<sup>2</sup> Приведено количество клиентов с уникальными паспортными данными, которые заключали хотя бы одну сделку с облигациями, эмитенты которых впервые допустили дефолт в соответствующем году.

СТРУКТУРА ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ ЭМИТЕНТОВ, ВПЕРВЫЕ ДОПУСТИВШИХ ДЕФОЛТ  
(% ОТ ОБЪЕМА В ОБРАЩЕНИИ)

Рис. 22

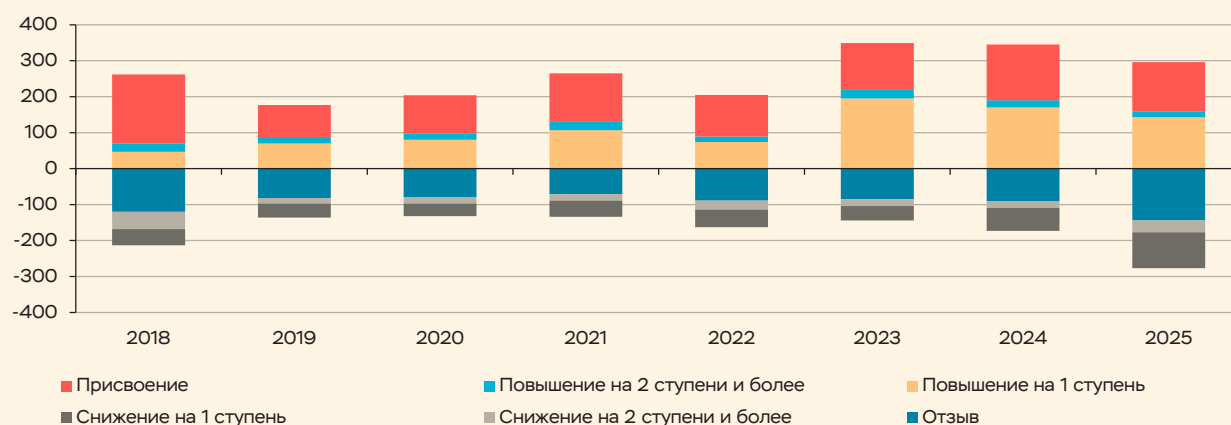


Примечание. Без учета технических дефолтов.

Источники: Банк России, Сbonds, формы отчетности 0409711 и 0420415.

КОЛИЧЕСТВО РЕЙТИНГОВЫХ ДЕЙСТВИЙ В ОТНОШЕНИИ КОРПОРАТИВНЫХ ЭМИТЕНТОВ,  
ПО НАЦИОНАЛЬНОЙ ШКАЛЕ  
(ЕД.)

Рис. 23



Примечание. Положительные значения отражают количество событий присвоения и повышения рейтинга, отрицательные значения – количество отзывов и снижений рейтинга. Без учета событий подтверждения рейтинга и изменения прогноза.

Источники: Банк России, Сbonds.

Статистика по рейтинговым действиям в отношении корпоративных эмитентов свидетельствует о некотором ухудшении кредитного качества (рис. 23). В 2025 г. число событий отзыва рейтинга выросло на 58%, понижения рейтинга – на 62%. В то же время повышение рейтингов происходило на 17% реже, чем в 2024 году.

В 2026 г. кредитные риски, вероятно, останутся на повышенном уровне с учетом налоговых новаций и сохранения жестких ДКУ. Компаниям предстоит рефинансировать значительный объем облигаций. В целом кредитное качество компаний остается приемлемым.

## 5. РЕКОРДНЫЕ ОБЪЕМЫ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ В 2025 ГОДУ

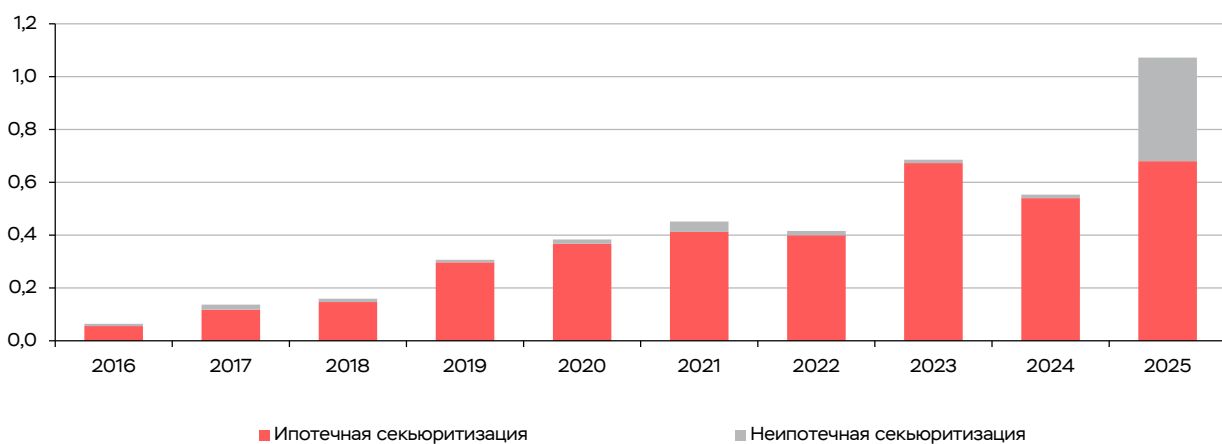
- Банки нарастили объемы секьюритизации для снижения нагрузки на капитал в условиях макропруденциальных ограничений.
- Как и в предыдущие годы, основной объем секьюритизации обеспечили однотраншевые ипотечные облигации.
- Неипотечный сегмент также заметно увеличился за счет секьюритизации потребительских кредитов. Отдельные эмитенты тестируют секьюритизацию новых для российского рынка активов, включая задолженность по кредитным картам.
- Основными покупателями выпусков ипотечной секьюритизации остались банки, в том числе непосредственно оригинаторы. В то же время выпуски неипотечной секьюритизации привлекательны также для физических лиц, инвестиционных фондов и НПФ.

В 2025 г. рост рынка секьюритизации ускорился как в ипотечном, так и в неипотечном сегментах<sup>1</sup>. В течение года эмитенты разместили 51 выпуск<sup>2</sup> общим объемом почти 1,1 трлн руб., что является историческим максимумом (рис. 24). Совокупный объем рынка секьюритизации вырос на 39% и достиг почти 2,6 трлн руб. (рис. 25).

Основной объем рынка секьюритизации по-прежнему представлен ипотечными облигациями. В 2025 г. их размещенный объем вырос на 26% и составил 680 млрд руб., при этом основная часть приходится на однотраншевые выпуски ипотечного агента ДОМ.РФ. Почти все размещенные ипотечные облигации являются нерыночными выпусками и были приобретены непосредственно оригинаторами (в основном банками-СЗКО), в то время как интерес НФО и физических лиц к этому инструменту растет медленно. По итогам 2025 г. доля банков в структуре держателей выпусков ипотечной секьюритизации осталась выше 90%, а вложения инвестиционных фондов и НПФ составили только 7 и 1% соответственно (рис. 26).

ОБЪЕМ РАЗМЕЩЕННЫХ ВЫПУСКОВ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ  
(ТРЛН РУБ.)

Рис. 24



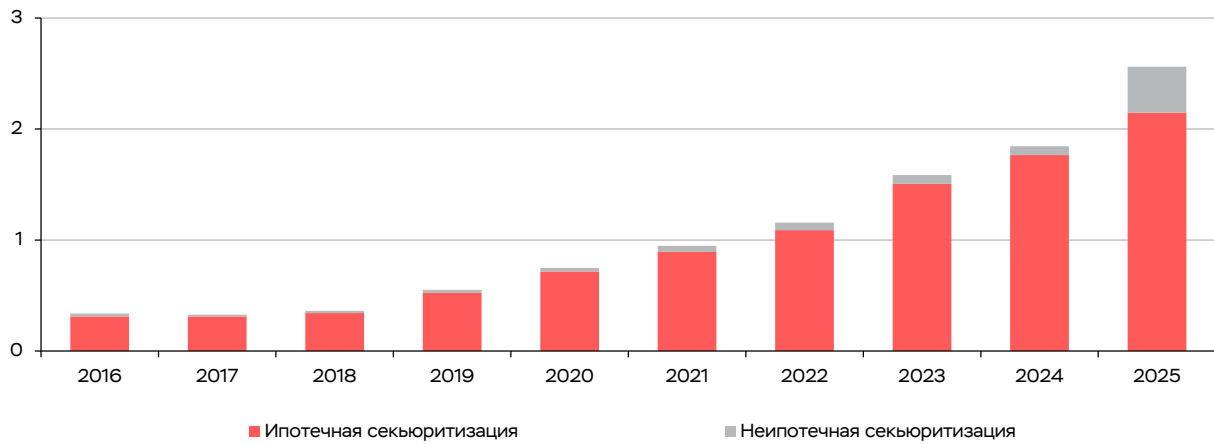
Источник: Sbondz.

<sup>1</sup> В последние годы в России используется только внебалансовая секьюритизация: оригинаторы продают активы ипотечным агентам или специализированному финансовому обществу, которые и размещают обеспеченные облигации.

<sup>2</sup> В рамках многотраншевой секьюритизации каждый транш учитывался как отдельный выпуск.

ОБЪЕМ РЫНКА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ПО НЕПОГАШЕННОМУ НОМИНАЛУ  
(ТРЛН РУБ.)

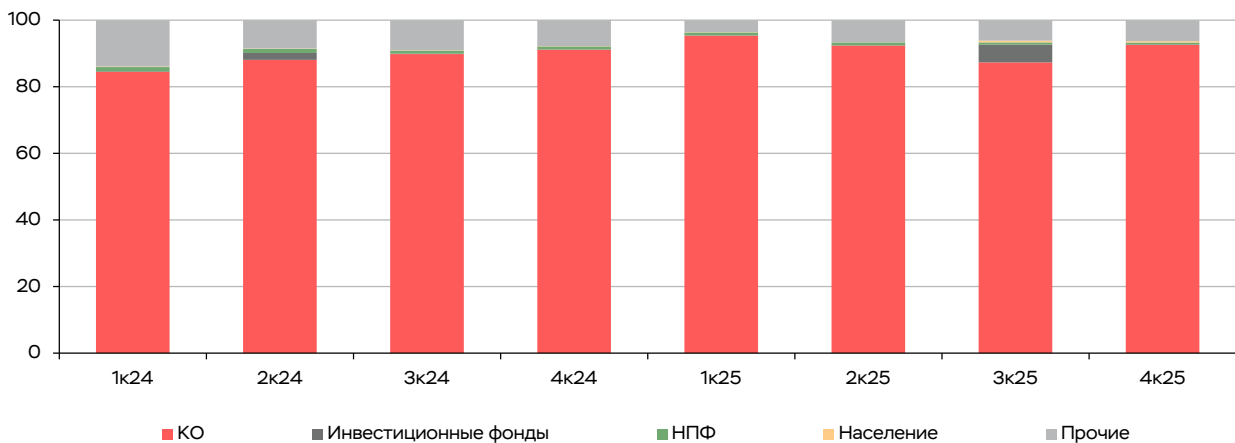
Рис. 25



Источник: Sbond.

СТРУКТУРА ДЕРЖАТЕЛЕЙ ВЫПУСКОВ ИПОТЕЧНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ  
(% ОТ ОБЪЕМА)

Рис. 26



Источники: формы отчетности 0409711 и 0420415.

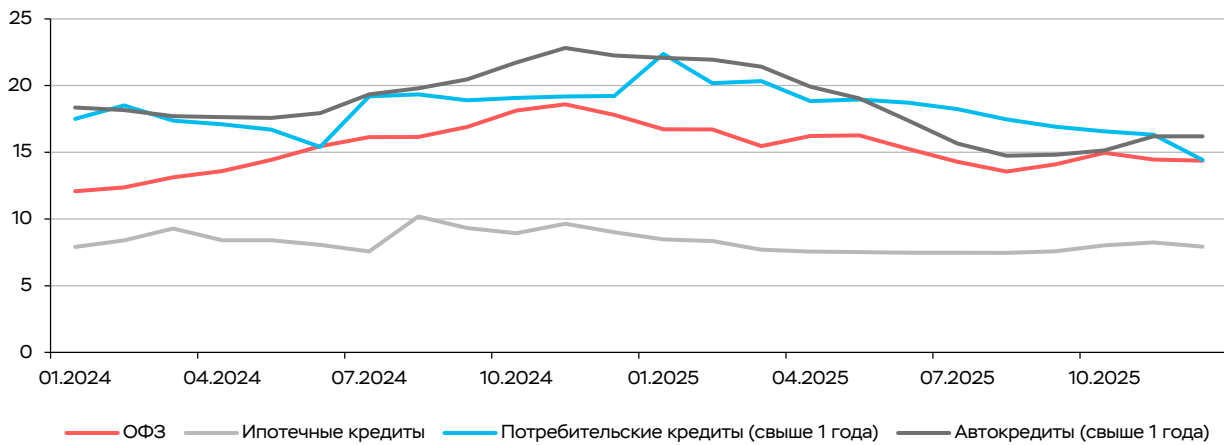
Главным мотивом внебалансовой ипотечной секьюритизации для банков является снижение нагрузки на капитал в условиях ужесточения макропруденциальных требований Банка России. В частности, в отношении коэффициентов риска по ипотечным кредитам сохранились макропруденциальные надбавки, поэтому для улучшения нормативов достаточности капитала банкам выгоднее замещать их на своем балансе на ипотечные ценные бумаги ДОМ.РФ с более низким коэффициентом риска<sup>3</sup>. Кроме того, банки использовали ипотечные бумаги для управления ликвидностью, предоставляя их в качестве обеспечения по сделкам репо.

Спрос НФО и розничных инвесторов на ипотечные облигации сдерживает невысокая ликвидность вторичного рынка и амортизационная структура погашения бумаг. Так как эмитент не докупает у оригинаторов дополнительные кредиты для поддержания залогового портфеля, инвесторы сталкиваются с риском досрочного погашения номинала облигации. Однако в 2025 г.

<sup>3</sup> Коэффициент риска для ипотечных кредитов составляет от 20 до 120% в зависимости от доли первоначального взноса и ПДН заемщика. С сентября 2025 г. надбавки к коэффициентам риска варьируются от 0 до 9 п.п. в зависимости от доли первоначального взноса и интервала ПДН. Коэффициент риска для ипотечных ценных бумаг ДОМ.РФ составляет 20%.

СРЕДНЕВЗВЕШЕННЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ ПО КРЕДИТАМ И ДОХОДНОСТИ ОФЗ  
(% ГОДОВЫХ)

Рис. 27



Источники: Банк России, Cbonds.

объем досрочно погашенных ипотечных жилищных кредитов был минимальным с 2019 г. и на 24% ниже в сравнении с 2024 годом. Высокие процентные ставки уменьшали стимулы для досрочного погашения и рефинансирования ранее взятых ипотечных кредитов (рис. 27).

Сегмент неипотечной секьюритизации, который ранее стагнировал в сравнении с ипотечными облигациями, заметно оживился. В 2025 г. эмитенты разместили неипотечные бумаги на 400 млрд руб., что является историческим максимумом. Около половины от этого объема обеспечили облигации под залог требований по потребительским кредитам, тренд на секьюритизацию которых сформировался в 2024 г., когда такие бумаги разместили три эмитента. В 2025 г. потребительские кредиты секьюритизировали уже семь банков, при этом на трех крупнейших оригинаторов пришлось около 83% от всего объема размещенных облигаций.

Другой зарождающийся тренд в сегменте неипотечной секьюритизации связан с выпуском облигаций под залог требований по кредитным картам. В 2025 г. оригинатором таких бумаг общим объемом 45 млрд руб. выступил один банк-СЗКО, при этом один из выпусков предусматривал размещение не только старшего и младшего траншей, но и двух мезонинных<sup>4</sup> выпусков. В рамках многотраншевой секьюритизации оригинатор приобрел младший и старший транши, то есть в рынок были размещены только мезонинные выпуски.

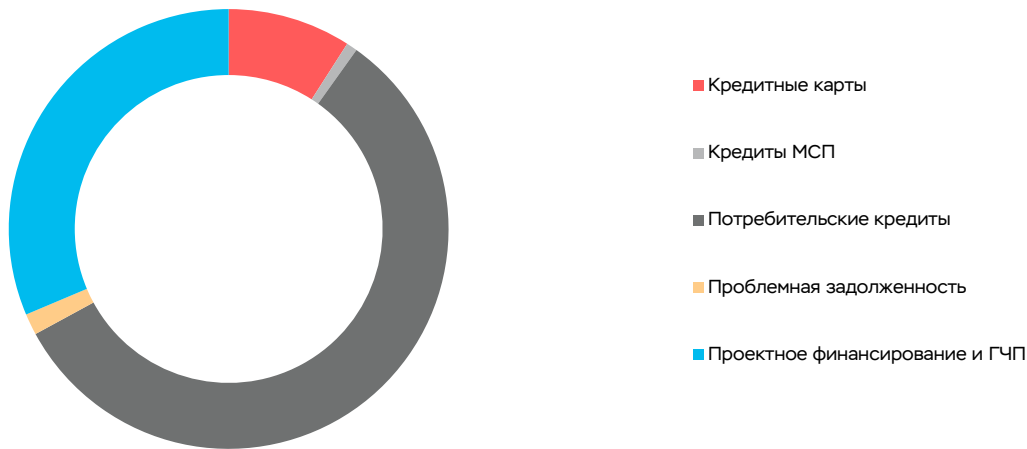
Помимо облигаций под залог задолженности по потребительским кредитам и кредитным картам, на рынке также обращаются выпуски секьюритизации проблемной задолженности, займов МСП и кредитов в рамках проектного финансирования и ГЧП (рис. 28). Как и в случае ипотечных облигаций, стимулы к неипотечной секьюритизации поддерживает жесткая макропруденциальная политика. В частности, в 2025 г. Банк России [сохранил](#) действие макропруденциальных лимитов и надбавок в отношении необеспеченных потребительских кредитов. Внебалансовая секьюритизация этих требований позволяет банкам-оригинаторам высвободить капитал для выдачи новых кредитов.

В отличие от ипотечных облигаций, выпуски неипотечной секьюритизации востребованы не только банками, но и розничными инвесторами и НФО. По итогам 2025 г. крупнейшими держателями выпусков неипотечной секьюритизации стали физические лица и НПО (31 и 25% соответственно), в то время как доля банков заметно снизилась и составила 13% (рис. 29).

<sup>4</sup> Мезонинные транши занимают промежуточное положение между старшим и младшим траншами по уровню кредитного риска и очередности выплат.

СТРУКТУРА НЕИПОТЕЧНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ПО НЕПОГАШЕННОМУ НОМИНАЛУ В ОБРАЩЕНИИ  
ПО СОСТОЯНИЮ НА 31.12.2025  
(%)

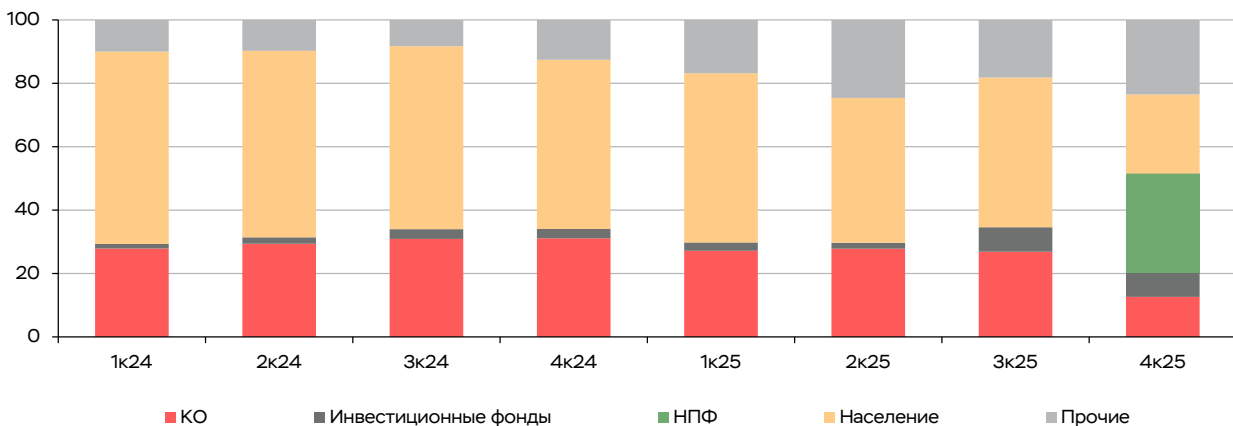
Рис. 28



Источники: Банк России, Cbonds.

СТРУКТУРА ДЕРЖАТЕЛЕЙ ВЫПУСКОВ НЕИПОТЕЧНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ  
(% ОТ ОБЪЕМА)

Рис. 29



Источники: формы отчетности 0409711 и 0420415.

Также постепенно растут вложения в неипотечные бумаги со стороны инвестиционных фондов. Интерес НФО и физических лиц к неипотечной секьюритизации поддерживается сочетанием существенной доходности и высокого кредитного качества этих бумаг, что обеспечивается мерами кредитного усиления, включая избыточный спред и переобеспечение. В частности, избыточный спред обусловлен более высокой средневзвешенной процентной ставкой по кредитам в залоговом портфеле в сравнении со ставкой купона облигаций (по выпускам с известной средней ставкой по портфелю спред варьируется от 7,4 до 32%). В то же время переобеспечение связано с тем, что залоговый портфель специализированного финансового общества превышает объем эмиссии обеспеченных облигаций. Благодаря указанным мерам кредитного усиления крупнейшие выпуски неипотечной секьюритизации получили наивысший кредитный рейтинг «AAA.sf» (на них приходится 84% от размещенного объема неипотечных облигаций в 2025 г., остальные выпуски не имеют рейтинга, часть из них не размещалась в рынок).

Кроме того, многие выпуски неипотечной секьюритизации предусматривают револьверный период, то есть эмитент может докупать новые кредиты для поддержания объема залогового портфеля. При этом размещенные выпуски секьюритизации потребительских кредитов

предусматривают и ускоренную амортизацию при увеличении доли дефолтов в залоговом портфеле и снижении его средневзвешенной процентной ставки.

В условиях макропруденциальных ограничений у банков сохраняются стимулы для дальнейшей секьюритизации как ипотечных кредитов, так и прочих активов. Несколько эмитентов уже анонсировали эмиссию облигаций под залог задолженности по потребительским кредитам в 2026 году. При этом отдельные выпуски уже зарегистрированы и получили наивысший ожидаемый кредитный рейтинг («AAA.sf»). Кроме того, отдельные originаторы обсуждают секьюритизацию автокредитов.

## 6. РЫНОК ЦФА РАСТЕТ ЗА СЧЕТ КРАТКОСРОЧНЫХ ДОЛГОВЫХ ВЫПУСКОВ

- Рынок ЦФА активно развивается: в 2025 г. в реестр ОИС были включены новые участники, размещенный объем ЦФА и количество выпусков заметно выросли.
- Основную часть размещенного объема ЦФА составляют долговые выпуски, схожие с облигациями. При этом чаще всего эмитенты размещают ЦФА сроком до 1 года и без промежуточных платежей.
- Лидерами по объему размещенных ЦФА являются крупные банки, которые выпускают их на ОИС, входящих в состав группы. Однако среди эмитентов ЦФА также растет число небольших компаний, которые ранее вовсе не размещали облигации.

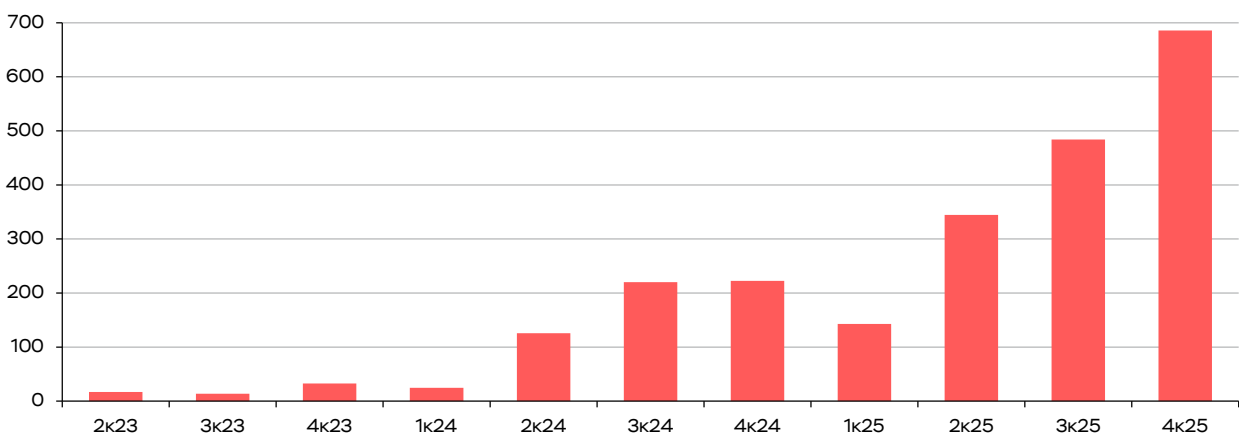
В 2025 г. рынок ЦФА продолжил развиваться с точки зрения расширения как инфраструктуры, так и объемов эмиссии. В реестр были включены 5 новых операторов ОИС, их общее число выросло до 19 участников. Также на рынок выходили новые эмитенты и увеличился объем размещенных ЦФА. Всего компании разместили ЦФА общим объемом 1,65 трлн руб., при этом крупнейшие объемы ЦФА были размещены в 3–4к25 (рис. 30).

На данный момент компании используют ЦФА преимущественно как инструмент привлечения краткосрочного долга. Около 98% от всего размещенного объема ЦФА в 2023–2025 гг. составили выпуски долговых ЦФА, которые предоставляют держателю право денежных требований и в этой связи сопоставимы с облигациями. При этом промежуточные платежи по аналогии с купонами облигаций реализованы лишь в небольшой части выпусков ЦФА, так как основная часть долговых выпусков имеют срок до 1 года и предусматривают выплату дохода и номинальной стоимости в конце срока.

Рынок ЦФА характеризуется высокой концентрацией и фрагментацией. Основными эмитентами ЦФА остаются крупные банки, которые размещают выпуски на связанных с ними ОИС (рис. 33). Около 60% всего объема ЦФА в 2023–2025 гг. разместили три банка, являющихся владельцами ОИС.

ПЕРВИЧНЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ ЦФА  
(МЛРД РУБ.)

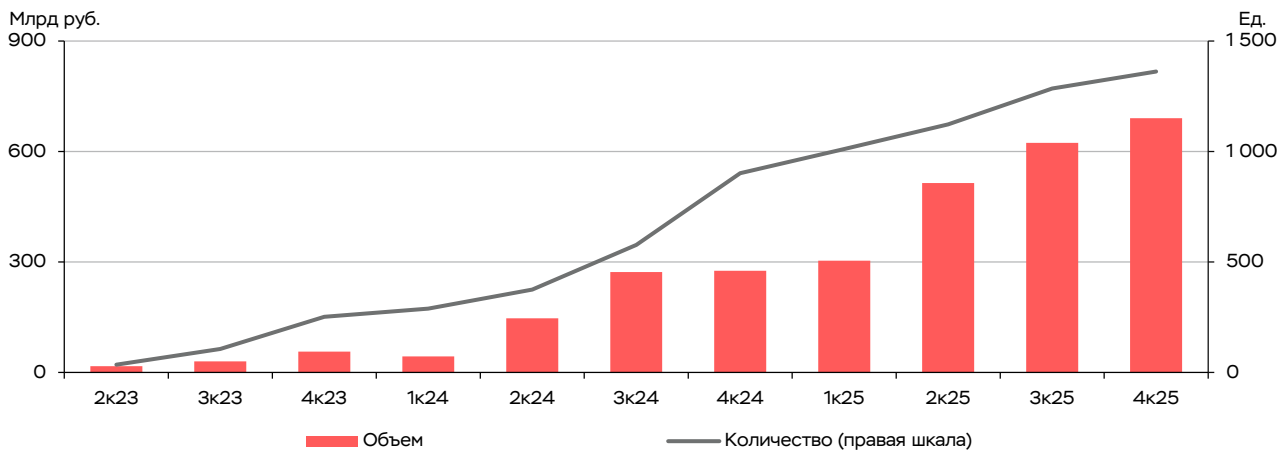
Рис. 30



Источник: форма отчетности 0420723.

## ОБЪЕМ РЫНКА ЦФА И КОЛИЧЕСТВО ВЫПУСКОВ

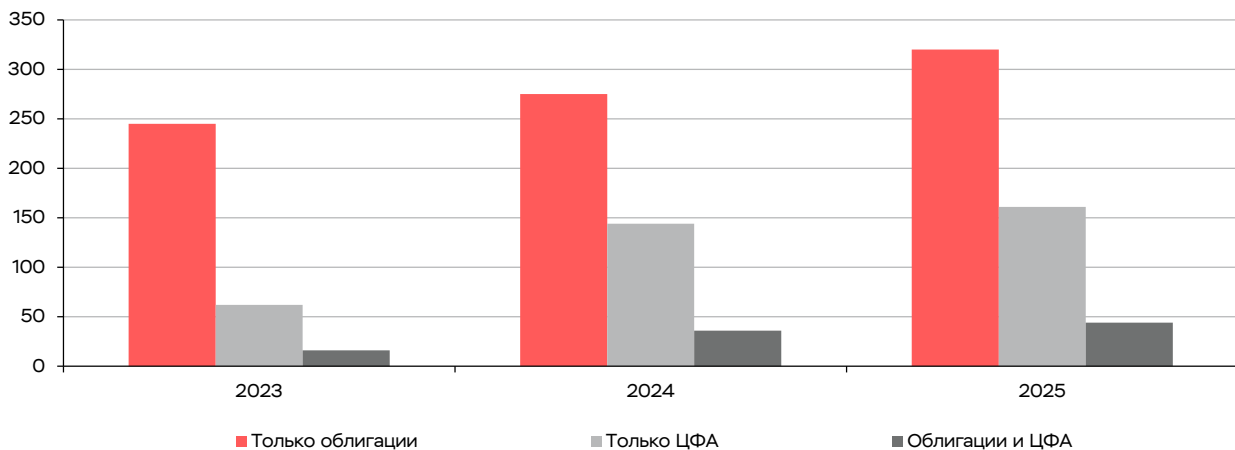
Рис. 31



Источник: форма отчетности 0420723.

КОЛИЧЕСТВО ЭМИТЕНТОВ ОБЛИГАЦИЙ И ЦФА  
(ЕД.)

Рис. 32



Источники: Банк России, Cbonds.

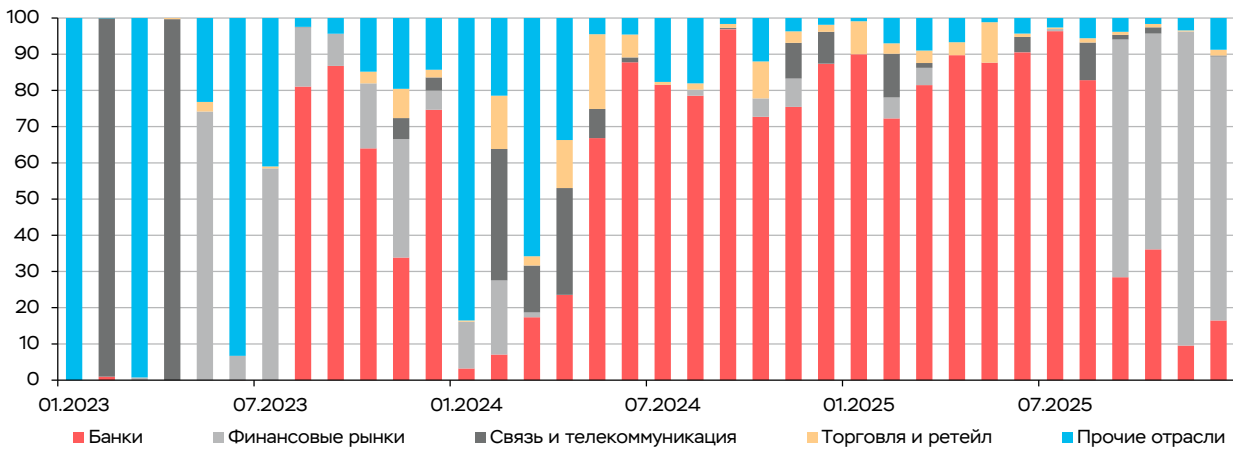
Тем не менее рынок ЦФА как источник краткосрочных заимствований важен и для небольших компаний, которые не могут разместить облигации и используют ЦФА ввиду меньших расходов на их выпуск. Если в 2023 г. размещали только ЦФА и не выходили на рынок облигаций 62 компании, то по итогам 2025 г. число таких эмитентов выросло до 161 ед. (рис. 32). Среди небольших эмитентов преобладают компании из отраслей пищевой промышленности, девелопмента и информационных технологий<sup>1</sup>.

При этом высокая доступность рынка ЦФА для небольших эмитентов сопряжена с повышенными кредитными рисками для инвесторов. В 2025 г. на рынке произошли первые дефолты: 11 эмитентов не смогли своевременно погасить 12 выпусков. Дефолты были объявлены по небольшим выпускам общим объемом около 1,4 млрд руб. (0,2% от объема рынка ЦФА), которые были размещены компаниями без кредитного рейтинга, ранее не выходившими на рынок публичного долга. Тем не менее постепенное увеличение числа дефолтов поднимает вопрос

<sup>1</sup> Информация об эмитентах и отраслевой структуре не учитывает выпуски ЦФА, информация о которых не размещена на сайтах ОИС и не предоставлена по информационному обмену.

ОТРАСЛЕВАЯ СТРУКТУРА ЭМИССИИ ЦФА  
(%)

Рис. 33



Источники: Банк России, Cbonds.

о необходимости проверки финансового положения эмитентов, в том числе с привлечением рейтинговых агентств.

Среди сдерживающих факторов для развития рынка ЦФА остаются его фрагментация и ограничения на вторичное обращение инструментов (сложности с реализацией ЦФА, размещенных в разных информационных системах), а также невозможность для компаний снизить базу налога на прибыль за счет расходов на выпуск и обслуживание ЦФА. В этой связи Банк России [обсуждает](#) с участниками допуск финансовых посредников на рынок ЦФА, а также гармонизацию регуляторных принципов классических финансовых инструментов и рынка ЦФА. Дополнительный спрос на ЦФА могут предъявить и ПИФ, так как [рассматривается](#) включение ЦФА в перечень инструментов, разрешенных для инвестирования ПИФ.

## 7. РЫНОК АКЦИЙ: МЕЖДУ ГЕОПОЛИТИКОЙ И МАКРОЭКОНОМИКОЙ

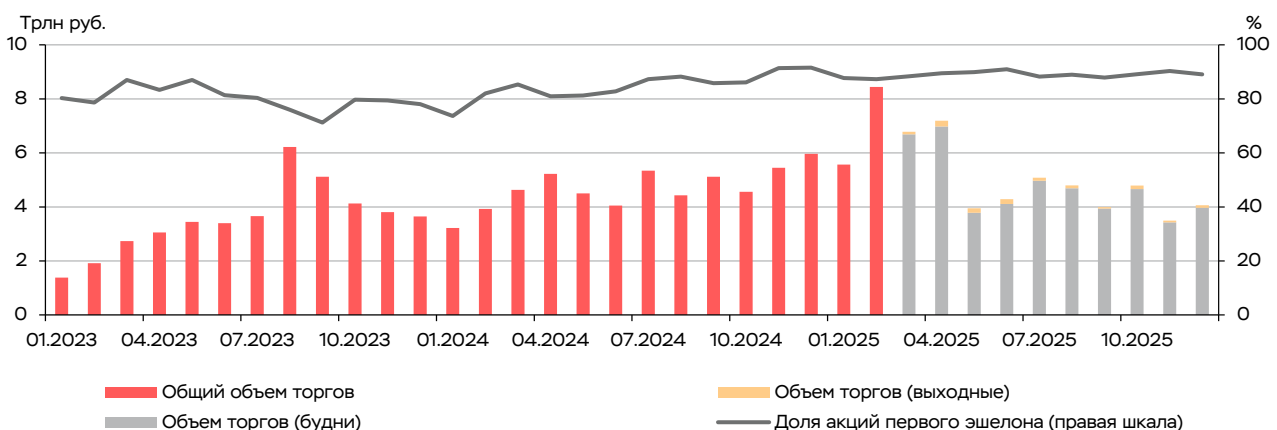
- Объем торгов на рынке акций в начале 2025 г. был повышенным в связи с позитивными ожиданиями инвесторов, однако значительно снизился в мае – декабре.
- Доля розничных инвесторов на рынке акций достигла минимума с марта 2022 года.
- Торги в выходные дни не пользовались спросом среди широкого круга инвесторов, в основном сделки заключали физические лица и маркетмейкеры.
- Количество IPO уменьшилось, основной объем привлек один крупный эмитент.
- Объем выплаченных в 2025 г. дивидендов сократился, при этом дивидендная доходность акций несколько увеличилась.

Активность участников рынка акций в 2025 г. отражала ожидания относительно будущей геополитической и макроэкономической картины. В начале года на рынке преобладали позитивные настроения, что выражалось в росте оборотов и ликвидности на вторичном рынке. Однако с мая инвесторы заняли выжидательную позицию, их аппетит к риску охладился: объем торгов снизился, сосредоточившись в наиболее ликвидных акциях первого уровня листинга, спрос на бумаги в рамках IPO был умеренным.

По итогам 2025 г. активность на рынке акций в целом выросла, однако была неравномерно распределена внутри года. Так, средневзвешенный объем торгов<sup>1</sup> с января по апрель составил 341 млрд руб., с мая по декабрь – 198 млрд рублей<sup>2</sup>. В отсутствие позитивных драйверов на фоне праздничных дней в мае объем торгов резко снизился (-39% к апрелю), так и не восстановившись затем до уровней начала года. Для сравнения: средневзвешенный объем торгов акциями в 2024 г. составил 224 млрд руб., в 2023 г. – 171 млрд рублей. В условиях сохраняющейся неопределенности инвесторы предпочитали более ликвидные акции известных эмитентов.

ОБЪЕМ ТОРГОВ НА ВТОРИЧНОМ РЫНКЕ АКЦИЙ И ДОЛЯ АКЦИЙ ПЕРВОГО ЭШЕЛОНА

Рис. 34



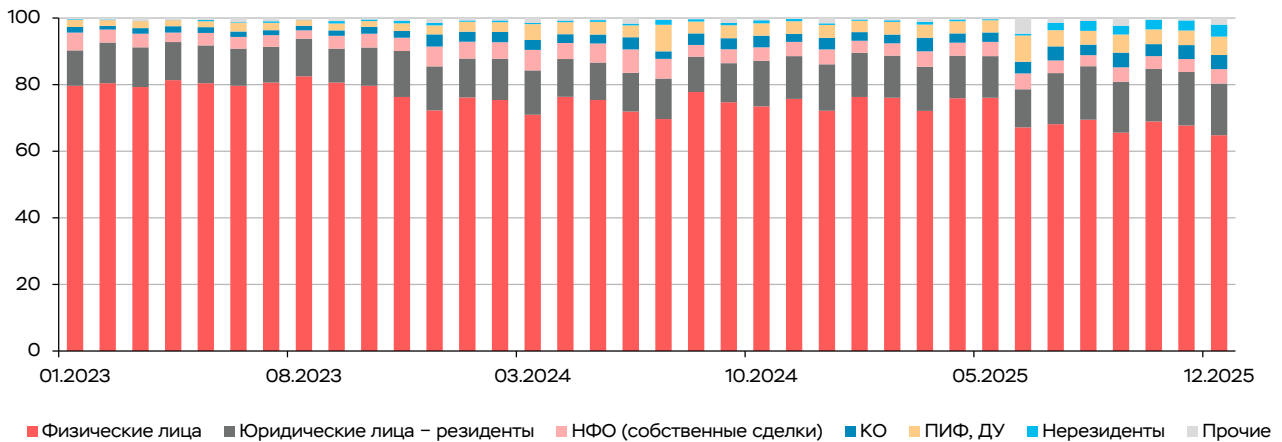
Источник: ПАО Московская Биржа.

<sup>1</sup> Определялся как сумма абсолютных значений покупок и продаж акций.

<sup>2</sup> Без учета торгов в официальные праздничные дни.

СТРУКТУРА ОБОРОТОВ НА РЫНКЕ АКЦИЙ В РАЗРЕЗЕ ТИПОВ УЧАСТНИКОВ  
(%)

Рис. 35



Источник: ПАО Московская Биржа.

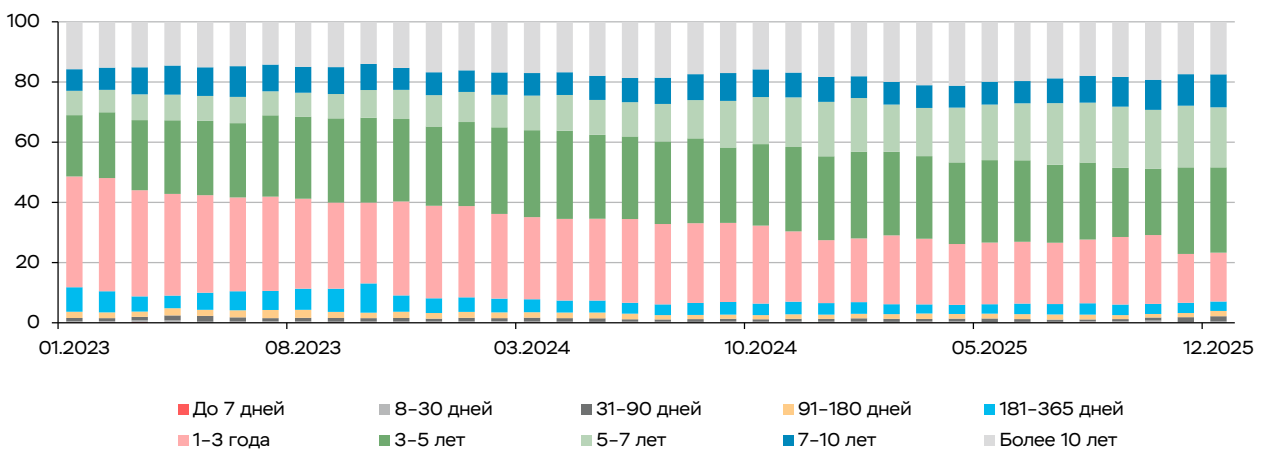
На это указывает стабилизация доли бумаг первого эшелона в объеме торгов на уровне около 90%, который был достигнут в конце 2024 г. (рис. 34).

Тренд на снижение активности в течение года сопровождался сокращением доли розничных инвесторов в торгах. В декабре она достигла 65% – минимума с марта 2022 года. Среднемесячное число активных клиентов – физических лиц также сократилось до 1,4 млн лиц в 2025 г. с 1,6 млн лиц годом ранее. Вместе с этим расширилось участие на рынке акций юридических лиц – резидентов и прочих инвесторов, включая нерезидентов (рис. 35).

По мере насыщения клиентской базы брокеров роль начинающих инвесторов на рынке акций постепенно снижалась. Основной объем сделок заключали инвесторы с опытом от 1 года<sup>3</sup>, в частности вышедшие на рынок в период бума розничных инвестиций<sup>4</sup>. На участников со стажем 1–3 года приходилось 21% от объема торгов акциями на вторичном рынке в 2025 г.,

СТРУКТУРА ОБОРОТОВ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ НА РЫНКЕ АКЦИЙ В РАЗРЕЗЕ СТАЖА  
(%)

Рис. 36



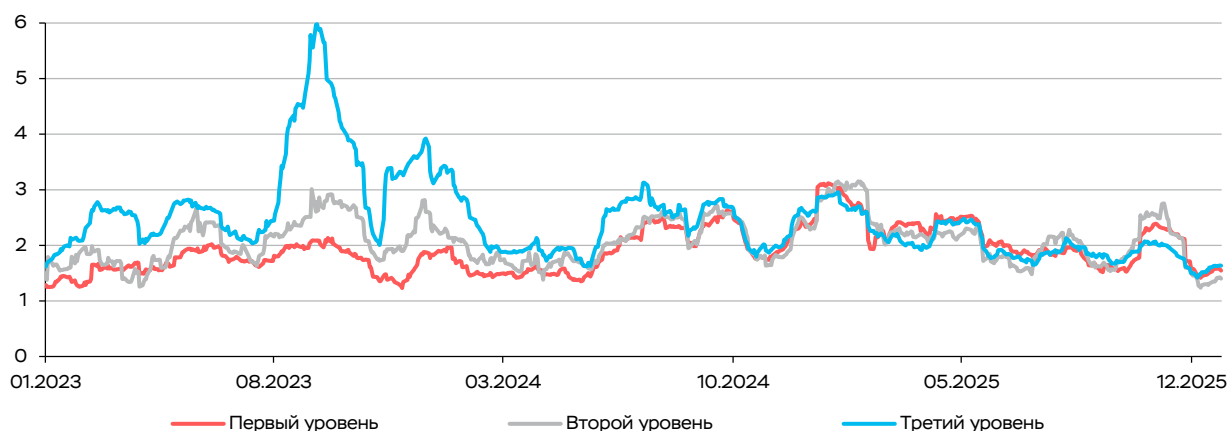
Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

<sup>3</sup> При наличии нескольких брокерских счетов у одного физического лица его стаж определялся с момента открытия первого счета.

<sup>4</sup> В 2019–2021 годах.

ВОЛАТИЛЬНОСТЬ ПО УРОВНЯМ АКЦИЙ  
(%)

Рис. 37



Примечание. Учитывались сделки только в основном режиме торгов в будни. Использовано скользящее медианное значение за 30 дней.  
Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

со стажем 3–5 лет – 27%, 5–7 лет – 18%. Сопоставимую активность показали наиболее опытные инвесторы, торгующие на Московской Бирже более 10 лет (19%). На начинающих инвесторов приходилось 6% оборотов, их активность была менее выраженной, чем в 2023–2024 гг. (7–10%). В течение года структура оборотов розничных инвесторов в зависимости от стажа была в целом стабильной, однако в ноябре – декабре опытные участники, вышедшие на рынок после структурного сдвига<sup>5</sup> 2022 г., резко сократили активность, что выразалось в снижении их доли до 16% (рис. 36).

Еще одной тенденцией 2025 г. стало снижение волатильности с повышенных уровней конца 2024 года. При этом в результате реакции рынка на геополитические события происходили временные всплески волатильности (рис. 37). Ввиду роста активности в начале года показатели ликвидности рынка улучшились: несколько сократились бид-аск спреды при росте оборачиваемости бумаг всех уровней листинга. Однако в октябре бид-аск спреды достигли локальных максимумов за последние 3 года, а оборачиваемость акций первого эшелона во второй половине года упала (рис. 38, 39).

В феврале – марте 2025 г. инвесторам стали доступны торги акциями<sup>6</sup> в выходные дни. Они характеризовались более низкими объемами сделок (9% от среднеедневного объема торгов в будни в марте – декабре), а также более высокой долей участников – физических лиц (90% против 70%) при меньшем числе активных клиентов (261 тыс. против 1372 тыс. лиц в среднем в месяц). Ввиду низкого объема торгов показатель оборачиваемости акций в выходные дни был в 5 раз ниже значения будних дней. Банк России [определил](#) условия проведения торгов в выходные, чтобы минимизировать риски для бирж и их клиентов. Благодаря узким ценовым диапазонам<sup>7</sup> и поддержанию ликвидности маркетмейкерами средний бид-аск спред в выходные дни был ниже, чем в будни. Волатильность<sup>8</sup> акций внутри сессий выходного дня в среднем также была ниже. Таким образом, благодаря политике Банка России и бирж такие риски в 2025 г. были в целом ограниченными.

<sup>5</sup> Речь идет об инвесторах со стажем 1–3 года.

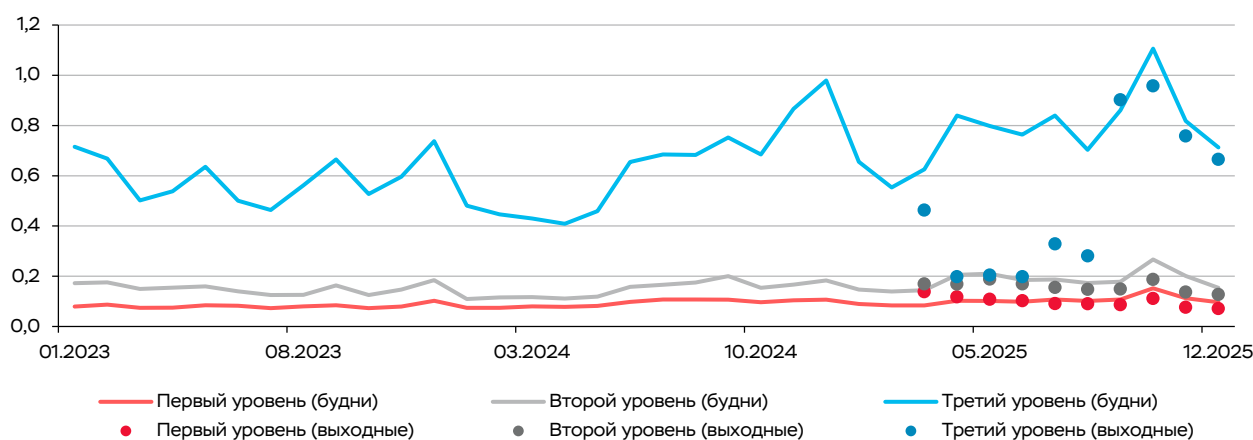
<sup>6</sup> В феврале 2025 г. были запущены торги акциями в выходные дни на ПАО «СПБ Биржа», а в марте – на ПАО Московская Биржа. Позднее – паями БПИФ и инструментами срочного рынка.

<sup>7</sup> +/-3% от последней текущей цены предыдущего торгового дня.

<sup>8</sup> Рассчитывалась как разница между максимальной и минимальной ценой в течение торгового дня относительно минимальной цены. В будние дни с марта по декабрь показатель составил 3,5% против 1,6% в выходные.

БИД-АСК СПРЕД ПО УРОВНЯМ АКЦИЙ  
(%)

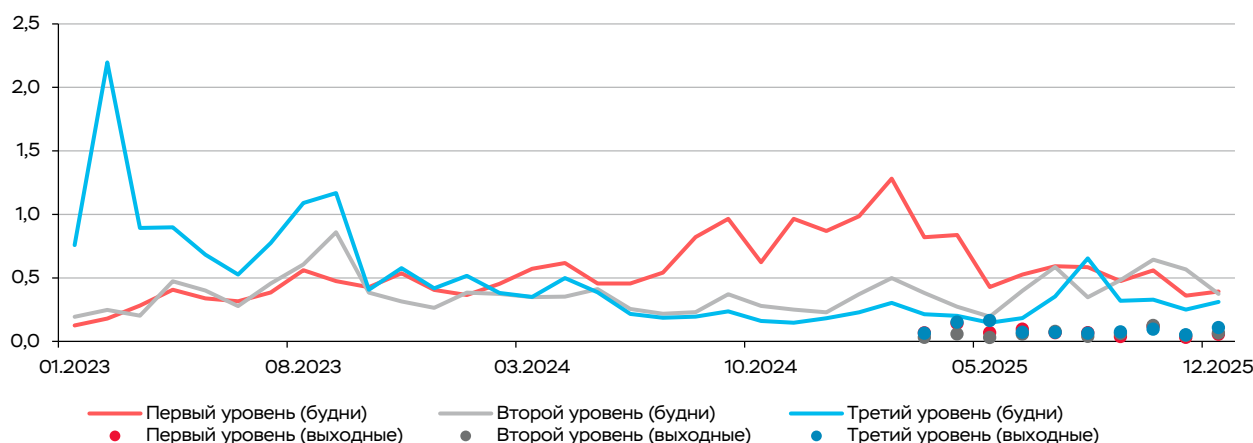
Рис. 38



Примечание. Учитывались сделки только в основном режиме торгов. Данные за предыдущие периоды были пересмотрены в связи с уточнением расчетов.  
Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

ОБОРАЧИВАЕМОСТЬ ПО УРОВНЯМ АКЦИЙ  
(%)

Рис. 39



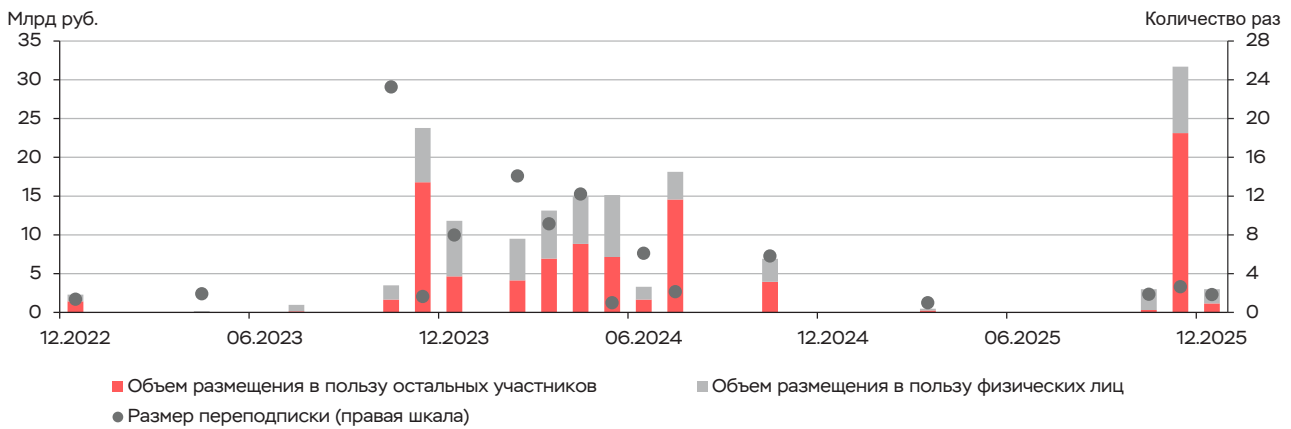
Примечание. Учитывались сделки только в основном режиме торгов. Данные за предыдущие периоды были пересмотрены в связи с уточнением расчетов.  
Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

Активность на первичном рынке акций была более сдержанной по сравнению с подъемом 2023–2024 годов. По сравнению с 2024 г. количество размещений в 2025 г. снизилось с 19 до 9, а объем немного увеличился – с 102 млрд до 125 млрд рублей<sup>9</sup>. В частности, в 2025 г. прошло 4 IPO общим объемом 37 млрд руб. (в 2024 г. – 15 IPO на сумму 81 млрд руб., в 2023 г. – 8 IPO на 40 млрд руб.). Основной объем привлечения пришелся на сделку крупного эмитента, остальные размещения были меньше 3 млрд рублей. Со стороны эмитентов интерес к IPO снизился главным образом из-за сокращения стоимости долговых заимствований и отсутствия достаточного уровня спроса, в том числе со стороны институциональных инвесторов. Спрос инвесторов на IPO охладился: объем поданных заявок в 2025 г. превышал размещенный объем в 3 раза, в то время как годом ранее – в 7 раз, 2 годами ранее – в 5 раз (рис. 40). Для повышения привлекательности рынка первичных размещений Банк России анонсировал [инициативы](#) по повышению качества IPO, которые касаются в том числе и ценообразования акций. Они включают, помимо прочего, раскрытие прогнозных финансовых показателей в документах эмитента, установление ответственности за недостоверную информацию в проспекте ценных

<sup>9</sup> Суммарно по IPO и SPO без учета размещения по преимущественному праву.

## ОБЪЕМ РАЗМЕЩЕНИЯ В РАМКАХ IPO И СРЕДНЕВЗВЕШЕННЫЙ РАЗМЕР ПЕРЕПОДПИСКИ

Рис. 40



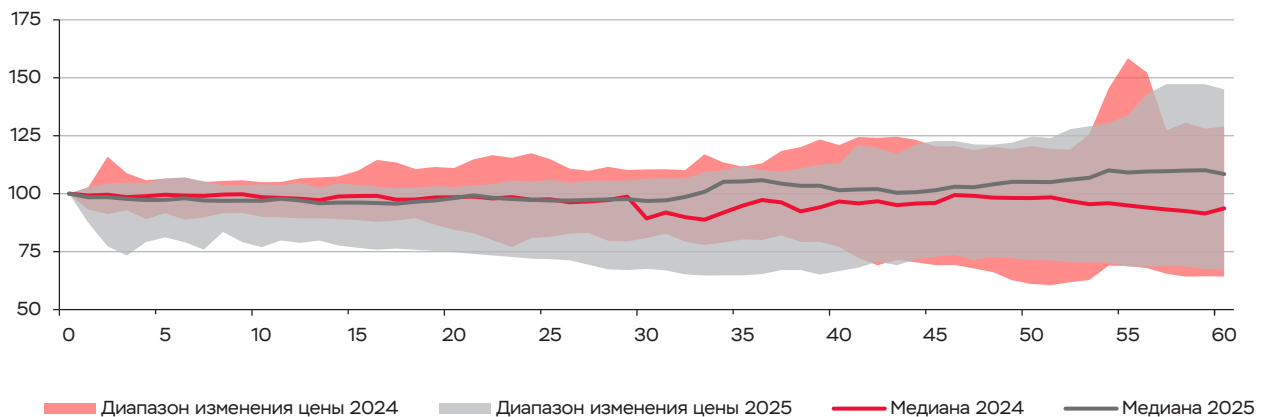
Примечание. Данные за ноябрь 2023 г. включают также размещение акций на внебиржевом рынке, которое отнесено к категории «Объем размещения в пользу остальных участников». По размещению в формате DPO данные по объему заявок отсутствуют.

Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа, данные эмитентов.

## КОТИРОВКИ АКЦИЙ ПОСЛЕ IPO

(100 = ЦЕНА В ДЕНЬ IPO)

Рис. 41



Примечание. Рассматривалась выборка из 19 IPO, прошедших в январе 2024 – декабре 2025 года. Данные по котировкам приведены по состоянию на 24.02.2026.

Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

бумаг, раскрытие сведений о механизме стабилизации цен после IPO и ограничении отчуждения акций (lock-up).

Объем выплаченных в 2025 г. дивидендов сократился, отражая негативную динамику прибыли эмитентов в 2024–2025 гг. после рекордного 2023 года. Так, уменьшились дивиденды по итогам 2024 г. и промежуточные выплаты в отчетном году. Сократилось и количество эмитентов, выплативших дивиденды, прежде всего за счет компаний металлургической отрасли. Финансовые результаты компаний находились под давлением из-за падения котировок на сырьевых рынках, новых санкционных ограничений, увеличения налоговой нагрузки, высоких процентных расходов. В то же время положительный вклад в объем дивидендов внесли игроки из финансовой отрасли, компании, завершившие редомициляцию в 2025 г., а также участники IPO 2024–2025 годов. Несмотря на снижение выплат в абсолютном выражении, дивидендная доходность повысилась относительно предыдущего года: среднее значение составило 6,01% против 5,31%, медиана – 4,30% против 3,89% (табл. 1).

ОПИСАТЕЛЬНЫЕ СТАТИСТИКИ ДИВИДЕНДНЫХ ДОХОДНОСТЕЙ РОССИЙСКИХ АКЦИЙ ЗА 2021–2025 ГОДЫ (%)

Табл. 1

Год	Число наблюдений	Число уникальных эмитентов	Среднее	Стандартное отклонение	Минимум	25%	50%	75%	Максимум
2021	172	101	4,75	6,87	0,00	2,29	3,97	5,65	65,12
2022	116	74	6,77	5,05	0,04	2,60	5,77	9,13	26,15
2023	146	85	4,44	3,05	0,00	2,01	4,22	6,20	12,85
2024	176	108	5,31	5,11	0,00	2,37	3,89	7,45	48,95
2025	155	91	6,01	6,32	0,00	2,05	4,30	8,46	59,70

Примечание. Значения не приведены к процентам годовых. При нескольких выплатах одним эмитентом в течение года каждый эпизод рассматривался отдельно.  
Источник: «Календарь дивидендов».

По итогам 2025 г. Индекс МосБиржи снизился на 4,0%, а Индекс МосБиржи полной доходности, учитывающий выплаты дивидендов, вырос на 2,9%. Это превышает прошлогодний результат<sup>10</sup>. Тем не менее такой результат остается ниже доходности более консервативных инструментов – депозитов, фондов денежного рынка или облигаций<sup>11</sup>, что сдерживает интерес инвесторов, прежде всего розничных, к рынку акций.

<sup>10</sup> По итогам 2024 г. Индекс МосБиржи снизился на 7,0%, Индекс МосБиржи полной доходности вырос на 1,6%.

<sup>11</sup> Доходность депозитов, открытых в конце 2024 г., на срок более 1 года составила 20,01%, среднее хронологическое значение индекса RUSFAR в 2025 г., отражающее доходность фондов денежного рынка, – 18,93%. Индекс государственных облигаций МосБиржи RGBITR за 2025 г. вырос на 23,09%, Индекс корпоративных облигаций МосБиржи RUCBTRNS – на 26,50%.

### Врезка. Капитализация фондового рынка

- Капитализация рынка акций с 2014 по 2025 гг. выросла более чем в 2 раза, однако ее доля от ВВП снизилась.
- Рост бюджетных расходов способствовал расширению сегмента государственных облигаций более чем в 3 раза.
- Совокупный объем государственных и корпоративных облигаций превысил капитализацию рынка акций.

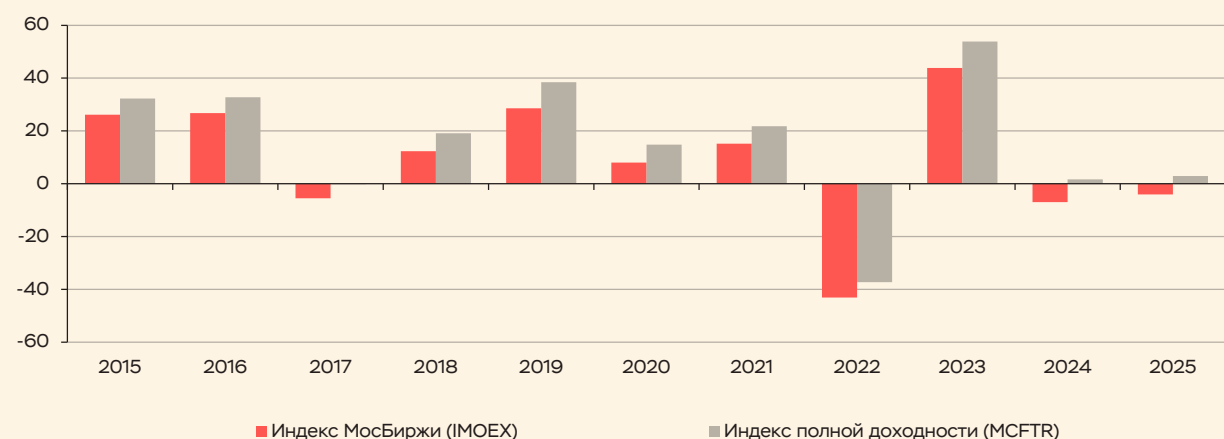
В 2025 г. российский рынок акций находился под давлением. Рост цен акций сдерживался сохраняющейся геополитической неопределенностью, укреплением рубля и снижением цен на нефть. Налоговые новации ухудшили перспективы в отношении будущих объемов прибыли компаний. В результате динамика доходности рынка акций с учетом дивидендов была слабоположительной (рис. 42).

Капитализация рынка акций<sup>1</sup> по состоянию на конец 2025 г. составила 53 трлн руб., или 25% от ВВП. За период с 2014 по 2025 гг. капитализация рынка в абсолютном выражении увеличилась более чем в 2 раза. Однако экономика выросла еще сильнее за этот же период, поэтому показатель капитализации в процентах от ВВП в конце 2025 г. находился ниже, чем в конце 2014 г. (29%), и почти вдвое ниже уровня 3к21 (51%).

Объем капитализации акций может вырасти за счет как роста котировок, так и первичных размещений. Снижение геополитической напряженности и нормализация ДКП будут способствовать росту котировок, а выход на IPO новых эмитентов, включая государственных, приведет к расширению возможностей для инвестирования. В этом случае привлекательность фондового рынка может вырасти, а часть средств с депозитов может быть инвестирована в акции. После 2022 г. средства физических и юридических лиц на депозитах в банках росли ускоренными темпами и достигли в совокупности 130 трлн руб. к концу 2025 года.

ДИНАМИКА ИНДЕКСОВ РЫНКА АКЦИЙ  
(%)

Рис. 42

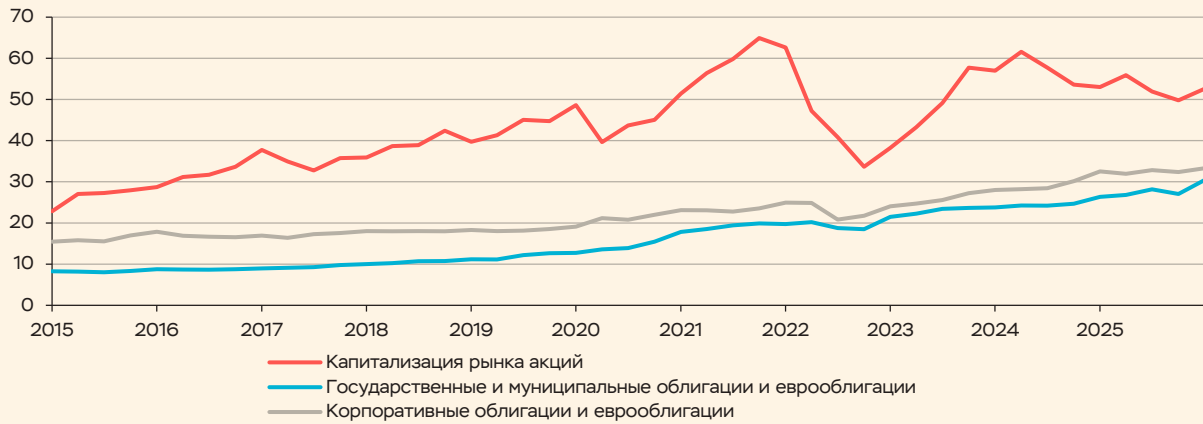


Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

<sup>1</sup> Капитализация рассчитана по данным ПАО Московская Биржа и ПАО «СПБ Биржа» как совокупная рыночная стоимость российских компаний, акции которых допущены к организованному торгам. Рыночная стоимость компаний определялась как произведение объема выпуска акций на рыночную цену 3 (MARKETPRICE3).

### ОБЪЕМ СЕГМЕНТОВ ФИНАНСОВОГО РЫНКА (НА КОНЕЦ ПЕРИОДА, ТРЛН РУБ.)

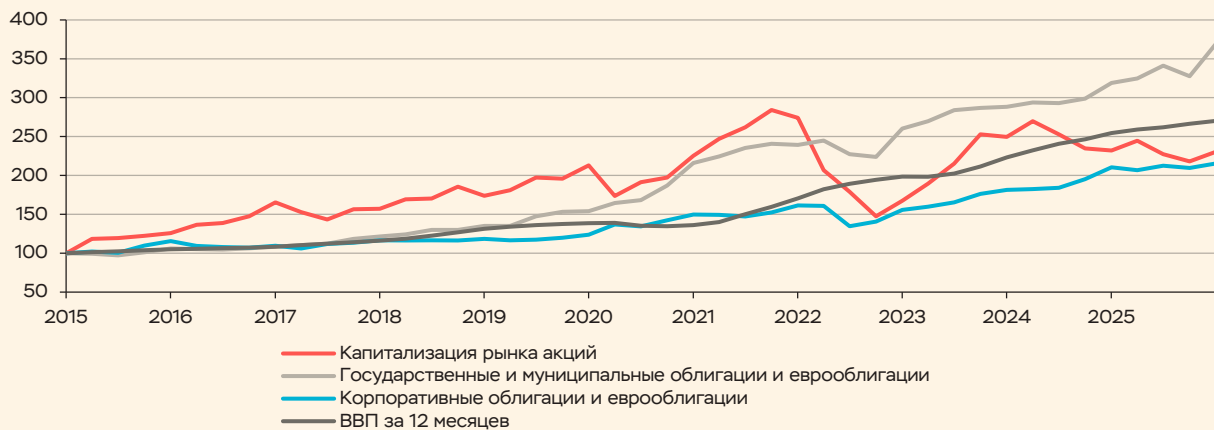
Рис. 43



Примечание. Капитализация рынка акций рассчитана по данным организаторов торгов. Начиная с 2025 г. из расчета капитализации исключены акции эмитентов-нерезидентов и акции, обращение которых ограничено в силу судебных решений.  
Источники: Банк России, Svonds, ПАО Московская Биржа, ПАО «СПБ Биржа».

### ТЕМПЫ РОСТА СЕГМЕНТОВ ФИНАНСОВОГО РЫНКА (31.12.2014 = 100%)

Рис. 44



Примечание. Капитализация рынка акций рассчитана по данным организаторов торгов. Начиная с 2025 г. из расчета капитализации исключены акции эмитентов-нерезидентов и акции, обращение которых ограничено в силу судебных решений.  
Источники: Банк России, Росстат, Svonds, ПАО Московская Биржа, ПАО «СПБ Биржа».

## СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

**БПИФ** – биржевой паевой инвестиционный фонд

**ВВП** – валовой внутренний продукт

**ГЧП** – государственно-частное партнерство

**ДКП** – денежно-кредитная политика

**ДКУ** – денежно-кредитные условия

**ДУ** – доверительное управление

**КО** – кредитная организация

**МСП** – малое и среднее предпринимательство

**НДС** – налог на добавленную стоимость

**НПФ** – негосударственный пенсионный фонд

**НФО** – некредитная финансовая организация

**ОИС** – оператор информационных систем

**ОФЗ** – облигации федерального займа

**ОФЗ-ИН** – облигации федерального займа с номиналом, индексируемым на инфляцию

**ОФЗ-ПД** – облигации федерального займа с постоянным купонным доходом

**ОФЗ-ПК** – облигации федерального займа с плавающим купоном

**ПИФ** – паевой инвестиционный фонд

**ПУ** – профессиональный участник рынка ценных бумаг

**СЗКО** – системно значимая кредитная организация

**УК** – управляющая компания

**ЦФА** – цифровой финансовый актив

**DPO** (от англ. Direct Public Offering) – прямое публичное предложение акций, в рамках которого неограниченному кругу инвесторов предлагаются бумаги текущих акционеров, не находящиеся в свободном обращении, без участия андеррайтеров

**IPO** (от англ. Initial Public Offering) – первичное публичное размещение акций акционерного общества

**SPO** (от англ. Secondary Public Offering) – вторичное публичное размещение акций акционерного общества, в рамках которого неограниченному кругу инвесторов предлагаются выпущенные ранее бумаги, не находящиеся в свободном обращении