

УДК 338.1 DOI: 10.14451/1.256.522

# Теоретические основы принятия инвестиционных решений при выборе облигаций: доходность, риск, дюрация и кредитное качество

© 2026 Красичев Евгений Романович

Студент. Финансовый университет при Правительстве РФ, Москва.

E-mail: 223171@edu.fa.ru

© 2026 Герасимова Елена Борисовна

Профессор кафедры бизнес-аналитики Факультета налогов, аудита и бизнес-анализа, доктор экономических наук, профессор. Финансовый университет при Правительстве РФ, Москва.

E-mail: egerasimova@fa.ru

**Ключевые слова:** облигации, инвестиционное решение, доходность к погашению, дюрация, процентный риск, кредитный риск, ликвидность, инвестиционная стратегия.

В статье рассматриваются теоретические основы принятия инвестиционных решений при выборе облигаций. Показано, что корректный выбор долгового инструмента не сводится к сопоставлению купонной ставки или доходности к погашению. Для содержательной оценки облигации необходимо учитывать структуру денежных потоков, чувствительность цены к изменению процентных ставок, кредитное качество эмитента, ликвидность выпуска и инвестиционный горизонт. Предлагается логика принятия решения, в которой выбор облигации трактуется как последовательность этапов: от постановки цели и первичного отбора по ограничениям до сравнительного анализа и последующего мониторинга.

## Введение

Российский рынок облигаций остается одним из крупнейших сегментов финансового рынка и одновременно становится все более «розничным». По данным Московской биржи, в 2025 г. совокупный объем торгов облигациями, включая размещение и вторичное обращение, достиг 42 трлн руб., а вложения частных инвесторов в облигации превысили 2,1 трлн руб. [5]. В январе 2026 г. сделки с долговыми бумагами на вторичных торгах совершали 710,8 тыс. частных

инвесторов, а объем вторичных торгов на рынке облигаций составил 0,93 трлн руб. [1].

Дополнительную сложность выбору облигаций придает процентная среда. Банк России указывает, что средний уровень ключевой ставки в 2025 г. составил 19,2%, а в 2026 г. ожидается ее формирование в диапазоне 13–15% годовых [6]. 20 марта 2026 г. Совет директоров Банка России снизил ключевую ставку на 50 б.п., до 15,00% годовых [2]. В такой среде инвестор уже не может воспринимать облигацию как «аналог депозита»:

изменение ставки влияет и на доходность новых вложений, и на рыночную цену уже приобретенных бумаг.

Цель настоящей статьи состоит в том, чтобы систематизировать теоретические основы принятия инвестиционных решений при выборе облигаций и показать, что корректный выбор долгового инструмента представляет собой многокритериальную задачу. В центре внимания находятся доходность, процентный риск, кредитное качество и ликвидность, а также роль цифровых аналитических инструментов в поддержке такого выбора.

### **Теоретические основы принятия инвестиционных решений на рынке облигаций**

Облигация представляет собой долговое обязательство: приобретая корпоративную облигацию, инвестор фактически предоставляет заем эмитенту и получает право на купонные выплаты и возврат номинала в установленный срок [8].

Однако практический смысл облигации как инвестиционного актива шире простой конструкции «дал деньги – получил проценты». В классической литературе по fixed income облигационный рынок рассматривается как пространство, в котором одновременно решаются задачи оценки денежных потоков, измерения доходности, процентного и кредитного риска, а также построения портфельной стратегии в соответствии с целями инвестора [10].

Поэтому инвестиционное решение на рынке облигаций не может быть сведено к поиску бумаги с максимальным купоном или самой высокой доходностью к погашению. В теории управления портфелем исходной точкой выступают постановка целей, фиксация ограничений и последующее построение структуры портфеля в соответствии с ними. В материалах CFA Institute подчеркивается значение письменной инвестиционной политики и указывается, что при выборе активов необходимо учитывать риск-доходность, ликвидность, временной горизонт, налоговые, правовые и иные ограничения [7].

Из этого следует важный вывод: выбор облигации всегда встроен в более широкую инвестиционную стратегию. Если таких ориентиров нет,

даже подробная рыночная информация быстро превращается в набор несопоставимых показателей.

На практике используются разные стратегические подходы: удержание бумаги до погашения или даты оферты, распределение процентного риска через «лестницу» сроков, согласование денежных потоков с будущими обязательствами. В обзоре CFA Institute по управлению облигационными портфелями отдельно выделяются liability-based mandates, cash flow matching и laddered bond portfolio [11].

### **Ключевые критерии выбора облигаций: доходность, дюрация, кредитное качество и ликвидность**

Первым и наиболее очевидным критерием выбора облигации является доходность. В самом общем виде цена облигации определяется как приведенная стоимость будущих денежных потоков, а доходность к погашению выступает такой ставкой дисконтирования, при которой приведенная стоимость купонов и погашения совпадает с текущей ценой бумаги [10]. Однако сама по себе доходность не дает исчерпывающего ответа на вопрос об инвестиционной привлекательности выпуска: высокий показатель может отражать и возросший риск.

Обратная связь между ценой и доходностью хорошо видна даже в официальных разъяснениях TreasuryDirect: если доходность к погашению выше купонной ставки, цена бумаги оказывается ниже номинала; если ниже – выше номинала [12].

При этом сама категория доходности в облигациях не всегда однородна. Для выпусков без опциональных особенностей обычно используется доходность к погашению, но для облигаций с офертой или встроенными call-условиями экономически значимым становится уже не только финальный срок обращения. Московская биржа прямо указывает, что при наличии даты оферты доходность и дюрация в системе торгов рассчитываются к ближайшей, еще не наступившей дате оферты [3].

Вторым ключевым критерием выступает дюрация как мера чувствительности облигации к изменению процентных ставок. В прикладном

смысле она помогает понять, насколько сильно рыночная стоимость бумаги отреагирует на изменение доходности.

В материалах Школы Московской биржи отмечается, что модифицированная дюрация показывает, насколько изменится цена облигации при изменении ее доходности на 1%; например, при модифицированной дюрации 2,0 рост доходности на 1 п.п. означает приблизительное снижение цены на 2,0% [4].

Стандартная модифицированная дюрация лучше работает для бумаг с заранее определенными денежными потоками. Для облигаций со встроенными опционами, когда будущие потоки могут измениться, CFA Institute рекомендует использовать *effective duration* и *effective convexity*, поскольку обычная модифицированная дюрация уже не отражает всей асимметрии ценовой реакции [9].

Третий блок – кредитное качество эмитента. Высокая доходность не является преимуществом, если она выступает лишь компенсацией за повышенную вероятность ухудшения финансового положения эмитента или дефолта.

Investor.gov указывает, что *non-investment grade bonds*, которые также называют *high-yield* или *speculative bonds*, обычно предлагают более высокие процентные ставки именно как компенсацию инвестору за больший риск [8].

Четвертый критерий – ликвидность. Даже бумага с привлекательной доходностью может оказаться неудобной для покупки и продажи, если рынок по ней узкий, а спреды широкие. В обзоре CFA Institute по *fixed-income portfolio management* ликвидность облигационного рынка выделяется как самостоятельный фактор, который влияет на управление портфелем и различается по подсекторам рынка [11].

Итак, инвестиционная привлекательность облигации формируется не одним показателем, а системой взаимосвязанных критериев. Доходность отвечает на вопрос о потенциальном уровне результата, дюрация – о чувствительности цены к ставкам, кредитное качество – о надежности денежных потоков, а ликвидность –

о гибкости управления позицией.

### **Модель принятия инвестиционного решения при выборе облигации**

С учетом сказанного инвестиционное решение по облигации целесообразно представить как последовательность нескольких этапов.

На первом этапе инвестор формулирует цель и ограничения: горизонт вложения, допустимый уровень кредитного и процентного риска, потребность в ликвидности, желаемый диапазон доходности и общий тип стратегии [7].

На втором этапе проводится первичный отбор по жестким ограничениям: из рабочей выборки исключаются бумаги ниже требуемого кредитного уровня, выпуски со слишком длинной дюрацией, низкой ликвидностью или неудобным горизонтом до погашения или оферты.

На третьем этапе проводится сравнительный анализ оставшихся выпусков. Инвестор сопоставляет облигации по доходности, дюрации, кредитному качеству и ликвидности, а затем принимает итоговое решение и задает логику последующего мониторинга. Даже после покупки бумаги изменение процентной среды, кредитного качества эмитента или ликвидности может потребовать повторной оценки.

Такая модель соединяет теорию и практику: она не требует сложной математизации на каждом шаге, но дисциплинирует процесс выбора и позволяет рассматривать облигацию как инструмент, место которого в портфеле должно быть содержательно объяснено.

### **Значение цифровых аналитических инструментов в поддержке инвестиционного решения**

Рост числа облигационных выпусков, усложнение структуры рынка и высокая чувствительность цен к изменению ставок делают ручной анализ все менее удобным. Даже при хорошем понимании теории инвестору приходится одновременно сопоставлять сроки, доходности, рейтинги, объемы торгов и даты оферт.

В этом смысле цифровые аналитические инструменты становятся не заменой инвестиционного

мышления, а способом сделать его более последовательным. Они повышают сопоставимость данных, позволяют быстро перейти от общего рынка к однородной группе выпусков и сократить время первичного отбора.

При этом важно сохранять границу между аналитической поддержкой и готовым советом. Цифровой сервис может ускорять поиск и мониторинг, но не подменяет собой инвестиционное суждение: лучшая облигация всегда зависит от горизонта, допустимого риска, потребности в ликвидности и представлений инвестора о процентной среде.

### Заключение

Принятие инвестиционного решения при выборе облигации представляет собой многокритериальную задачу, в которой доходность является лишь отправной точкой анализа. Содержательная оценка облигации требует одновременного

учета структуры денежных потоков, чувствительности цены к изменению ставок, кредитного качества эмитента и ликвидности выпуска, а также связи бумаги со стратегией конкретного инвестора.

Предложенная в статье логика показывает, что корректный выбор облигации строится как последовательный процесс: постановка цели, первичный отбор по жестким ограничениям, сравнительный анализ сопоставимых выпусков и последующий мониторинг. Такой подход помогает уйти от упрощенной модели выбора по одному показателю доходности.

Современные цифровые аналитические инструменты усиливают эту логику, поскольку делают рынок более обозримым и снижают операционные издержки анализа. Однако их ценность проявляется только тогда, когда они встроены в понятную инвестиционную методику.

### Библиографический список

1. Активность инвесторов на долговом рынке Московской биржи выросла в полтора раза / Московская биржа. – URL: <https://www.moex.com/n97608> (дата обр. 28.03.2026).
2. Банк России принял решение снизить ключевую ставку на 50 б.п., до 15,00% годовых / Банк России. – URL: [https://www.cbr.ru/press/pr/?file=20032026\\_133000key.htm](https://www.cbr.ru/press/pr/?file=20032026_133000key.htm) (дата обр. 29.03.2026).
3. Добавление доходности к дате оферты в системе фондового рынка / Московская биржа. – URL: <https://www.moex.com/n91370> (дата обр. 28.03.2026).
4. Как применять дюрацию на практике / Школа Московской биржи. – URL: <https://school.moex.com/manuals/kak-primenyat-dyuraciyu-na-praktike> (дата обр. 29.03.2026).
5. Объем торгов облигациями на Московской бирже достиг рекордных 42 трлн рублей в 2025 году / Московская биржа. – URL: <https://www.moex.com/n96847> (дата обр. 29.03.2026).
6. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2026 год и период 2027 и 2028 годов / Банк России. – URL: [https://www.cbr.ru/Content/Document/File/180751/on\\_2026%282027-2028%29.pdf](https://www.cbr.ru/Content/Document/File/180751/on_2026%282027-2028%29.pdf) (дата обр. 27.03.2026).
7. Basics of Portfolio Planning and Construction 2026. Curriculum CFA Program Level I / CFA Institute. – URL: <https://www.cfainstitute.org/sites/default/files/docs/programs/cfa-program/2026-l1-topics-combined.pdf> (visited on 03/30/2026).
8. Corporate Bonds / Investor.gov. – URL: <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/investment-products/bonds-or-fixed-income-products> (visited on 03/30/2026).
9. Curve-Based and Empirical Fixed-Income Risk Measures 2026. Curriculum CFA Program Level I / CFA Institute. – URL: <https://www.cfainstitute.org/insights/professional-learning/refresher-readings/2026/curve-based-and-empirical-fixed-income-risk-measures> (visited on 03/28/2026).
10. Fabozzi F. J., Fabozzi F. A. Bond Markets, Analysis, and Strategies. – 10th ed. – Cambridge, MA : MIT Press, 2021. – 936 p.
11. Overview of Fixed-Income Portfolio Management 2026. Curriculum CFA Program Level III / CFA Institute. – URL: <https://www.cfainstitute.org/insights/professional-learning/refresher-readings/2026/overview-fixed-income-portfolio-management> (visited on 03/30/2026).
12. Understanding Pricing and Interest Rates / TreasuryDirect. – URL: <https://treasurydirect.gov/marketable-securities/understanding-pricing/> (visited on 03/27/2026).