



صدا و سیما جمهوری اسلامی ایران

معاونت سیاسی

اداره پژوهش‌های سیاسی

گزارش پژوهشی؛

چشم انداز بازار بدهی در سال ۱۴۰۰



فرآورده‌های خبری و تولیدات پژوهشی در بخش‌های زیر قابل دسترس است:

– وب سایت خبرگزاری صدا و سیما (سرویس پژوهش) <http://www.iribnews.ir>

پژوهشگر: محمود نانکلی

## فهرست مطالب

عنوان

صفحه

۱	مقدمه
۱	الف) نگاهی اجمالی به میزان تحقق برآوردهای گزارش سال قبل در خصوص بازار بدهی (اوراق تامین مالی دولت)
۱	➤ طرف عرضه
۱	➤ طرف تقاضا
۲	ب) نگاهی اجمالی به میزان تحقق برآوردهای بازار بدهی در شش ماهه دوم سال ۱۴۰۰
۳	ترکیب بازار اوراق
۶	ارزش جذب و تجهیز منابع به تفکیک سرمایه ای و بدهی
۷	ارزش کل تامین مالی از طریق اوراق بدهی
۹	مقایسه ارزش معاملات اشخاص حقیقی و حقوقی در اوراق بدهی
۱۰	نتایج بررسی ترکیب بازار اوراق تامین مالی
۱۲	چشم انداز بازار بدهی تا پایان سال ۱۴۰۰
۱۳	جمع بندی

## مقدمه

بازار بدهی یکی از بخش‌های مهم در بین بازارهای مالی کشور است که تحلیل آن در چند سال اخیر برای سیاستمداران، دولتمردان و فعالان بازار سرمایه و سرمایه‌گذاران حقیقی از اهمیت بسیار بالایی برخوردار شده است. از این رو بازار بدهی یکی از مهم‌ترین ابزارهای دولت برای جبران کسری بودجه به روش غیرتورمی است. دولت با ابزارسازی و ابزارهای جدیدی که سازمان بورس ایجاد کرده مانند اوراق مرابحه عام توانسته است تامین مالی خوبی از این بازار داشته باشد.

مومن زاده، از کارشناسان بازار سرمایه در گزارشی<sup>۱</sup> به بررسی متغیرهای مهم این بازار که هم ارزش تایید کنندگی دارد و هم ارزش پیش بینی، بازیگران جدید در طرف تقاضا بازار بدهی و نقش بازار بدهی در حمایت از بورس و متغیرهای مهم آن در شش ماهه دوم سال ۱۴۰۰ با توجه به بازیگران و ذینفعان مختلف و حجم انتشار اوراق و وضعیت این بازار تا پایان سال جاری تحت عنوان «چشم انداز بازار بدهی در سال ۱۴۰۰» پرداخته و در پایان نیز پیشنهادهایی برای بهره‌مندی بهتر بخش خصوصی از ظرفیت های این بازار ارائه نموده است.

## الف) نگاهی اجمالی به میزان تحقق برآوردهای گزارش سال قبل در خصوص بازار بدهی (اوراق تامین مالی دولت)<sup>۲</sup>

### ➤ طرف عرضه

در همایشی در سال گذشته عنوان شد در صورت عدم تغییر جدی در شرایط کلان و مولفه‌های طرف عرضه و تقاضای اوراق و با در نظر گرفتن مفروضاتی نظیر کاهش تدریجی نرخ تورم تا محدوده ۲۰ درصد در پایان سال ۱۴۰۰، رسیدن نرخ رشد نقدینگی به محدوده ۲۵ درصد، رشد اقتصادی حدود ۳ تا ۵ درصد و افزایش میزان سرمایه‌گذاری در اقتصاد ایران، انتظار می‌رود که خالص انتشار اوراق تامین مالی دولت در سال ۱۴۰۰ (انتشار منهای سررسید) معادل ۱۰۰ تا ۱۲۰ هزار میلیارد تومان باشد. البته در صورتی که بخش‌های دارای پتانسیل رشد بالا نظیر نفت و گاز (برای رسیدن به سطوح تولید قبل از تحریم) بخواهند تامین مالی گسترده از بازار اوراق انجام دهند، این رقم می‌تواند تا ۱۵۰ هزار میلیارد ریال نیز افزایش یابد.

### ➤ طرف تقاضا

در سمت تقاضا نیز به نظر می‌رسد از ناحیه تقاضا برای جانشینی اوراق سررسید شده، تقاضای مربوط به صندوق‌های درآمد ثابت و تقاضای مربوط به بانک‌ها، حدود ۱۱۰ هزار میلیارد تومان تقاضای جدید ایجاد گردد. به این ترتیب، عدم تعادل جدی در بازار اوراق وجود نخواهد داشت و تنها رشد آرام در نرخ بازده و رسیدن به محدوده میانگین‌های بلندمدت (بین ۲۱ تا ۲۲ درصد) مورد انتظار خواهد بود. البته باید توجه داشت که تمامی این ارقام و برآوردها با فرض عدم تغییر جدی در متغیرهای اقتصاد کلان است و تغییراتی نظیر کاهش نرخ سود بانکی (که زمزمه‌های آن نیز مطرح است) می‌تواند این تحلیل‌ها را متاثر سازد. لازم به ذکر است هرچند که به نظر می‌رسد تامین مالی دولت از بازار اوراق در سال ۱۴۰۰ با مشکل چندانی مواجه نخواهد بود اما توجه به مسائلی نظیر پایداری بدهی‌های دولت و ارائه برنامه منظم انتشار اوراق، حتماً باید مورد نظر سیاستگذاران و مجریان قرار گیرد.

۱ - «همایش بازارها در آیین دولت سیزدهم»، موسسه نیکان بازار سرمایه <https://www.sedayebourse.ir>، ۳۰ شهریور ۱۴۰۰

۲ - «همایش ملی چشم‌انداز بورس در سال ۱۴۰۰»، موسسه نیکان بازار سرمایه، ۱۷ اسفند ۱۳۹۹

## جمع بندی : انتظار عدم توازن محسوس بین طرف عرضه و تقاضا در سال ۱۴۰۰ نخواهیم داشت.

- برآورد ؛ خالص انتشار اوراق در سال ۱۴۰۰ تا ۱۲۰ همت
- واقعیت ؛ خالص انتشار اوراق تا پایان مرداد امسال معادل ۵۶ همت

پیش‌بینی می‌شود این روند که دولت تقاضا و انتظار از بازار بدهی مبنی بر انتشار اوراق دارد، اتفاق بیفتد. پیش‌بینی دیگری که اسفند سال گذشته مطرح شد رشد آرام در نرخ بازدهی است. این نرخ بازدهی یک نرخ مهم در رشد اقتصاد کشور است چون بسیاری از نرخ‌های دیگر را تحت تاثیر قرار خواهد داد. پیش‌بینی شد بین ۲۱ تا ۲۲ درصد نرخ بازدهی اوراق در سال ۱۴۰۰ ثبت خواهد شد که هم اکنون نرخ بازدهی اوراق تا پایان مرداد ماه امسال ۲۱.۱۵ درصد ثبت شده است.

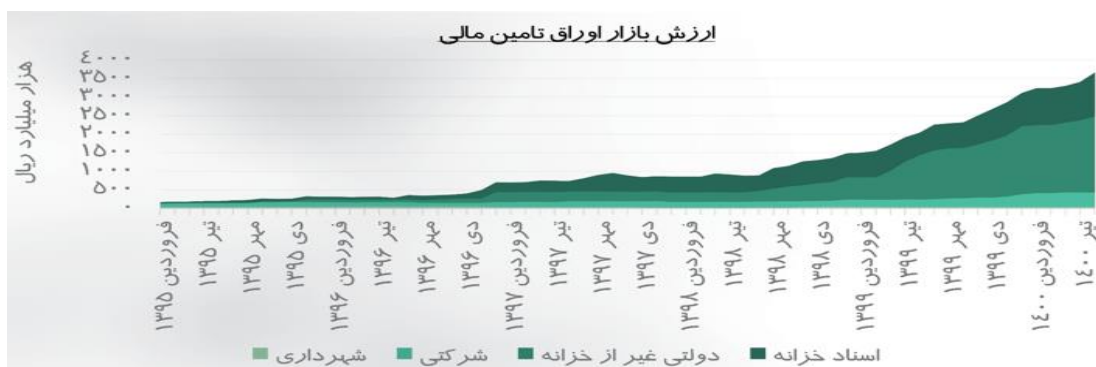
نمودار شماره ۱



## ب) نگاهی اجمالی به میزان تحقق برآوردهای بازار بدهی در شش ماهه دوم سال ۱۴۰۰ تصویر بازار اوراق ( بدهی )

ارزش بازار اوراق در مردادماه امسال به رقم ۳۶۶ هزار میلیارد تومان رسیده است. ارزش بازار اوراق در بازه یکساله، دو ساله و پنج ساله به ترتیب ۸۰، ۳۱۵ و ۱۷۵۰ درصدی را تجربه کرده است. به طوری که در سال ۱۳۹۲ ارزش بازار بدهی چیزی حدود ۱۵۰۰ میلیارد تومان بود و رشد ۲۴۰ برابری را در ارزش بازار شاهد هستیم. این رشد البته مبتنی بر اعداد اسمی و ارقام اسمی پولی کشور است و اگر آن را با ارزش حقیقی و براساس یک سال خاص در نظر بگیریم چیزی حدود ۴۲ برابر بازار بدهی رشد کرده است.

نمودار شماره ۲



## ترکیب بازار اوراق

همان طور که در جدول شماره و نمودار شماره سه، مشاهده می شود ۳۷۵ هزار میلیارد تومان عدد اسمی انتشار اوراق کشور است که بخش عمده بازار در اختیار دولت است و در بخش دولتی اوراق مرابحه بیشترین سهم را به خود اختصاص داده است.

جدول شماره ۱: ترکیب بازار اوراق

میلیارد ریال				نوع اوراق	ناشر
درصد از کل	پایان سال ۱۳۹۹	درصد از کل	پایان مرداد ۱۴۰۰		
۴۳.۴٪	۱.۴۵۰.۰۳۹	۴۲.۳٪	۱.۵۸۹.۱۸۴	اوراق مرابحه	دولتی
۲۶.۷٪	۸۹۱.۰۰۰	۳۱.۵٪	۱.۱۸۱.۹۸۶	اسناد خزانه اسلامی	
۱۰.۲٪	۳۴۰.۰۰۰	۹.۱٪	۳۴۰.۰۰۰	اوراق منفعت	
۱.۳٪	۴۳.۵۷۹	۱.۲٪	۴۳.۵۷۹	اوراق سلف موازی استاندارد	
۱٪	۳۲.۰۰۰	۰.۹٪	۳۲.۰۰۰	اوراق مشارکت	
۸۲.۶٪	۲.۷۵۶.۶۱۸	۸۴.۹٪	۳.۱۸۶.۷۴۹	مجموع	شهرداری
۱.۷٪	۵۷۵.۰۰	۱.۸٪	۶۶.۱۰۰	اوراق مشارکت	
۱.۷٪	۵۷۵.۰۰	۱.۸٪	۶۶.۱۰۰	مجموع	
۶.۵٪	۲۱۷.۵۶۰	۶.۱٪	۲۲۹.۰۱۰	اوراق اجاره	شرکتی
۶.۵٪	۲۱۸.۵۰۰	۴.۴٪	۱۶۵.۰۰۰	اوراق سلف موازی استاندارد	
۱٪	۳۴.۰۰۰	۰.۹٪	۳۴.۰۰۰	اوراق منفعت	
۱٪	۳۲.۰۰۰	۱.۴٪	۵۳.۵۰۰	اوراق مرابحه	
۰.۵٪	۱۵.۰۸۷	۰.۳٪	۱۲.۰۰۰	اوراق رهنی	
۰.۲٪	۶.۹۴۰	۰.۲٪	۶.۹۴۰	اوراق مشارکت	
۰٪	۰	۰٪	۱.۰۰۰	اوراق خرید دین	
۱۵.۷٪	۵۲۴.۰۸۷	۱۳.۴٪	۵۰۱.۴۵۰	مجموع	
۱۰۰٪	۳.۳۳۸.۲۰۵	۱۰۰٪	۳.۷۵۴.۲۹۹	جمع کل بازار اوراق	

نمودار شماره ۳: ترکیب بازار اوراق



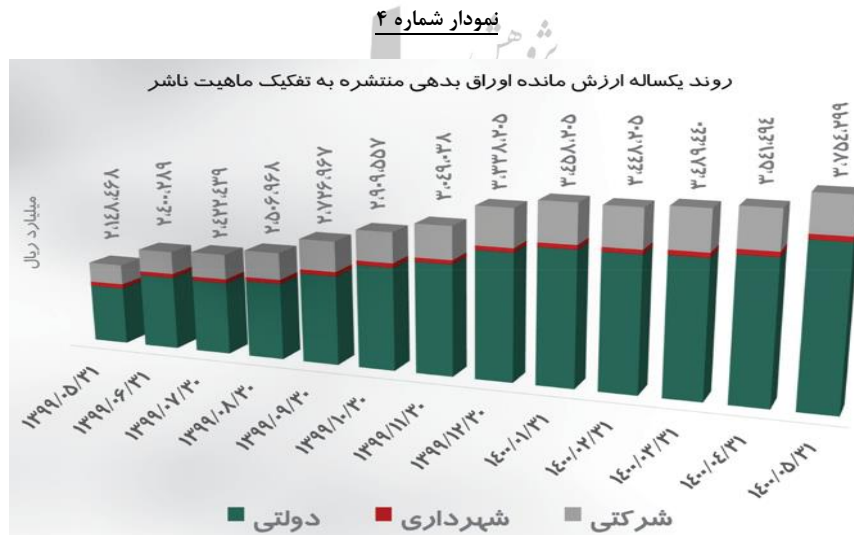
دو اتفاق در بازار بدهی افتاد یکی در سال ۱۳۹۴ و دیگری در سال ۱۳۹۹ که مسیر بازار را تغییر داد. در سال ۱۳۹۴ ما شاهد انتشار اسناد خزانه اسلامی به منظور تامین مالی دولت برای پیمانکاران و در سال ۱۳۹۹ نیز انتشار اوراق مرابحه عام با نام آراد بودیم که سبب شد بازار بدهی شکل جدیدی به خود بگیرد که اکنون شاهد گسترش اوراق مرابحه هستیم. اوراق مرابحه به قصد تامین هزینه های جاری است و دولت از طریق بازار بدهی به دنبال اجرای سیاست های پولی خود است به همین دلیل بازار بدهی اهمیت دو چندانی پیدا کرده است. مسئله این است که دولت از بازی مستقیم در بازار پول به سمت بازی غیر مستقیم رفته است و به جای تغییر در حجم پول به تغییر در عرضه و تقاضای پول در بازار بین بانکی رجوع کرده که این موضوع سبب شده بازار بدهی اهمیت پیدا کند. اما بازار بدهی چه موقع می تواند نقش اساسی خود را ایفا کند؟ چیزی که از تغییر رویکرد تامین کسر بودجه غیر تورمی از آن یاد می کنیم. زمانی این موضوع اتفاق می افتد که انتشار اوراق منجر به محو پول شود اگر قرار باشد دولت، بازار بدهی را هزینه تامین کسری بودجه خود کند بازار بدهی به هدف اصلی خود یعنی تامین مالی، کنترل سیاست های پولی و کنترل تورم نمی رسد زیرا با این اقدام دولت پایه پولی و حجم نقدینگی افزایش پیدا می کند.

عدم استفاده از ظرفیت بازار بدهی موضوعی که در ابتدای امسال اتفاق افتاد نشان می‌دهد که دولت قصد استفاده از منابع بانک مرکزی به صورت استقراض یا تنخواه دارد و در نتیجه می‌تواند محرکی برای افزایش تورم باشد. چیزی که در نمودار بالا مشاهده می‌شود انتشار اوراق مرابحه به منظور تامین هزینه‌های جاری می‌تواند، بازار بدهی را از مسیر درست خود در بلندمدت خارج کند.

جدول شماره ۲: ارزش بازاری و اسمی اوراق بدهی

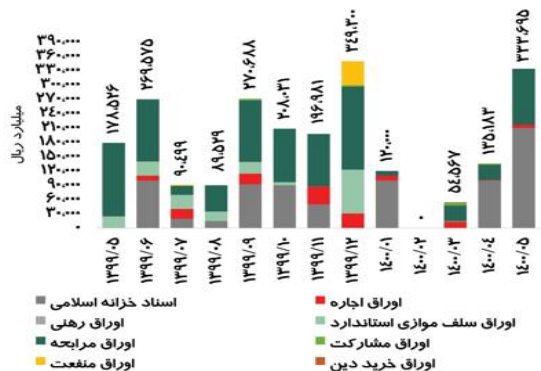
نام بورس	نام بازار	ارزش بازار			درصد تغییرات	
		۱۴۰۰/۰۵/۳۱	۱۴۰۰/۰۴/۳۱	۱۳۹۹/۱۲/۳۰	نسبت به ماه قبل	نسبت به پایان سال ۱۳۹۹
بورس تهران فرا بورس ایران	بازار اوراق بدهی	۲۶۱.۵۵۳	۲۵۶.۴۳۰	۲۵۲.۲۱۹	% ۲.۰۰	% ۳.۷۰
	بازار ابزارهای نوین مالی	۲.۷۰۶.۲۴۶	۲.۶۷۱.۶۲۱	۲.۳۷۷.۱۲۳	% ۱.۳۰	% ۱۳.۸۵
	مجموع	۲.۹۶۷.۷۹۹	۲.۹۲۸.۰۵۱	۲.۶۲۹.۳۴۲	% ۱.۳۶	% ۱۲.۸۷

در جدول شماره دو، همان‌طور که مشاهده می‌شود ارزش بازاری اوراق با ارزش اسمی متفاوت است و رشد خوبی در بازار بدهی را شاهد هستیم.

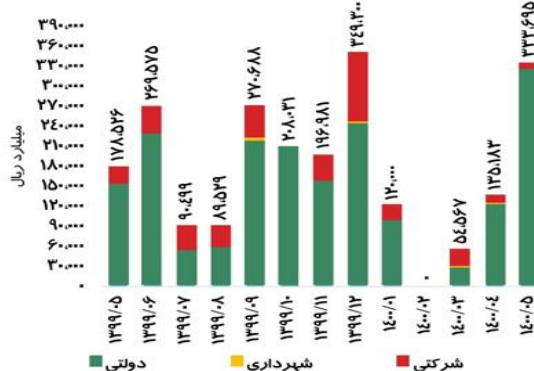


نمودار شماره ۴ نیز گویای رشد مناسب بازار بدهی اگرچه درصد حجم اوراق شرکتی نسبت به حجم بازار نه تنها تغییر نکرده بلکه کاهش هم داشته است. در سال ۱۳۹۲ حدود ۹۰ درصد اوراق در بازار شرکتی و ۱۰ درصد دولتی بود در حالی که هم اکنون این نسبت عکس شده است و اگر به همین ترتیب ادامه پیدا کند سبب خروج بخش خصوصی از بازار بدهی خواهد شد.

رشد یکساله ارزش اوراق بدهی منتشر شده به تفکیک نوع اوراق



رشد یکساله ارزش اوراق بدهی منتشر شده به تفکیک ماهیت ناشر

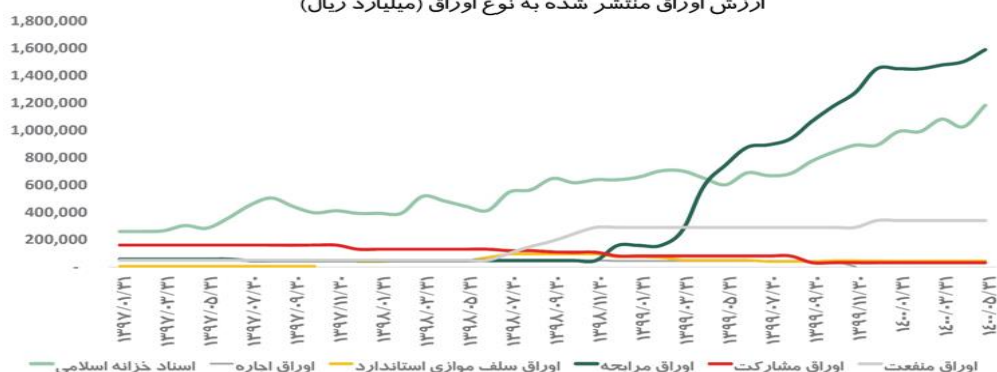


نمودارهای شماره ۵ و ۶ نشان دهنده آن است که:

- نمودار سمت راست: تا پایان مردادماه امسال نزدیک ۳۳ هزار میلیارد تومان اوراق منتشر شده که بخش عمده آن دولتی بوده است
- نمودار سمت چپ بخش عمده اوراقی که منتشر شده اسناد خزانه است که در مقایسه با سال ۱۳۹۹ که بیشترین حجم اوراق منتشر شده اوراق مرابحه بود حکایت از انفعال دولت در ماههای ابتدایی سال جاری در انتشار اوراق دارد.

#### نمودار شماره ۷

ارزش اوراق منتشر شده به نوع اوراق (میلیارد ریال)

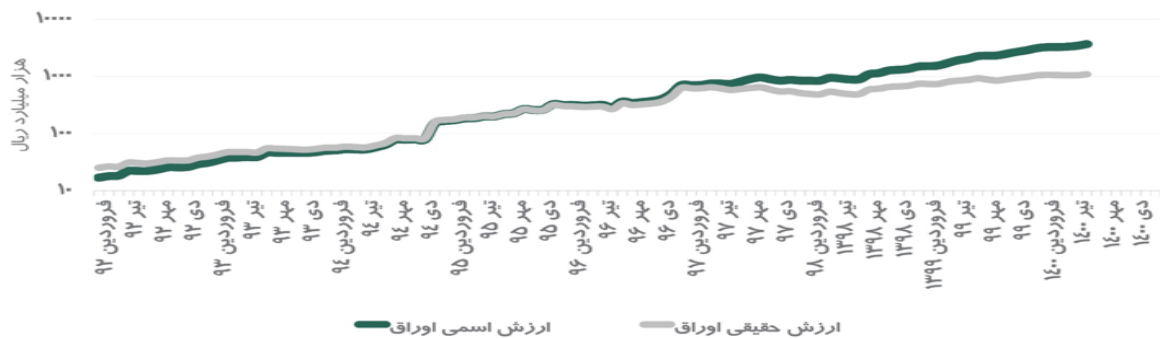


در نمودار شماره ۷، مشاهده می‌شود با آمدن اوراق مرابحه در سال ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ تغییر اساسی در ترکیب بازار به وجود آمد و بخش مهمی از بازار را هم به خود اختصاص داد اما در ماههای ابتدایی امسال شیب انتشار اوراق مرابحه که شیب تند و صعود داشت تقریباً ملایم و بعضی جاها به یک خط مستقیم تبدیل شده است.

نکته: دولت به منظور تامین منابع خودش نیازمند انتشار اوراق بود و با وجود این، متأسفانه برنامه زمان بندی مشخصی برای انتشار اوراق ندارد و عملاً دولت در دو ماه ابتدایی سال جاری فرصت را از دست داد و شرایط بدتر هم شده است. به جای اینکه از خرداد با یک توان بیشتر نسبت به انتشار اوراق اقدام کند صبر کرد و در مرداد بود که شاهد انتشار مقداری اوراق در بازار بین بانکی بودیم و در این ماهها هم بیشتر اسناد خزانه منتشر کرد؛ زمانی که دولت اوراق منتشر نمی‌کند مجبور است منابع مالی خود را از طریق منابع غیراوراق تامین کند در نتیجه به سمت منابع بانک مرکزی می‌رود و اتفاقی که امسال افتاد سبب شده خالص بدهی دولت به بانک مرکزی نزدیک ۵۵ هزار میلیارد تومان افزایش پیدا کند و چیزی نزدیک به ۵۳ هزار میلیارد تومان دولت چاپ پول و افزایش نقدینگی از این محل ایجاد کرده است که افزایش تورم در چندماه اخیر نتیجه این اقدام دولت قبل است.

نمودار شماره ۸: رشد ارزش اسمی و ارزش حقیقی اوراق طی سالهای اخیر

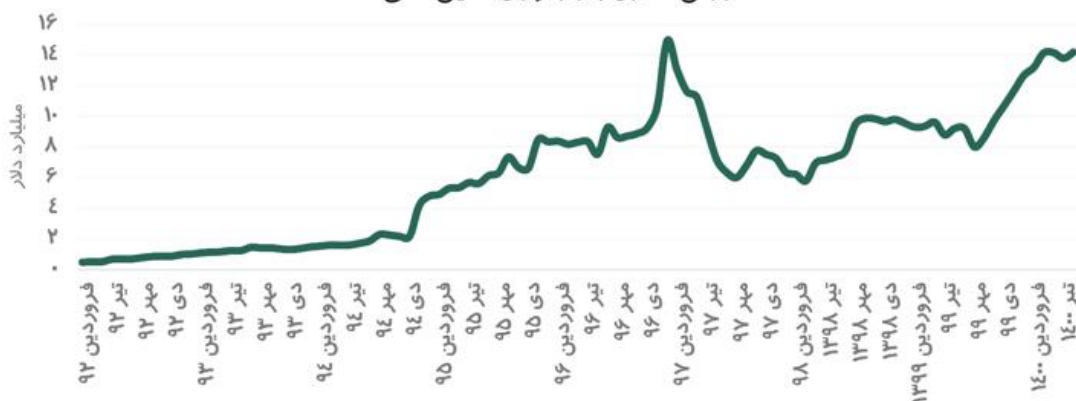




در نمودار شماره ۸، ملاحظه می‌کنیم که با وجود رشد محسوس ارزش اسمی اوراق، ارزش حقیقی اوراق طی سال‌های اخیر رشد چندانی نداشته و نشان‌دهنده این است که بازار نسبت به سطح اقتصاد کشور کوچک است به شکلی که رشد حقیقی ارزش بازار اوراق تامین مالی در بازه یکساله تنها ۲۵ درصد بوده است. طی پنج ماه اخیر نیز ارزش حقیقی بازار اوراق تقریباً ثابت بوده است. بازار بدهی تقریباً ۹ درصد نقدینگی، ۸ درصد سپرده‌های بانکی و ۴.۵ درصد ارزش بورس و ۸.۵ درصد تولید ناخالص داخلی است و می‌تواند رشد زیادی را تجربه کند و ارزش آن تقریباً در حال حاضر حدود ۱۴ میلیارد دلار است که در مقایسه با ارزش ۳۰۰ میلیارد دلاری بازار سهام و ۲۲۰ میلیارد دلاری تولید ناخالص داخلی عدد بزرگی محسوب نمی‌شود.

نمودار شماره ۹

ارزش دلاری بازار اوراق تامین مالی

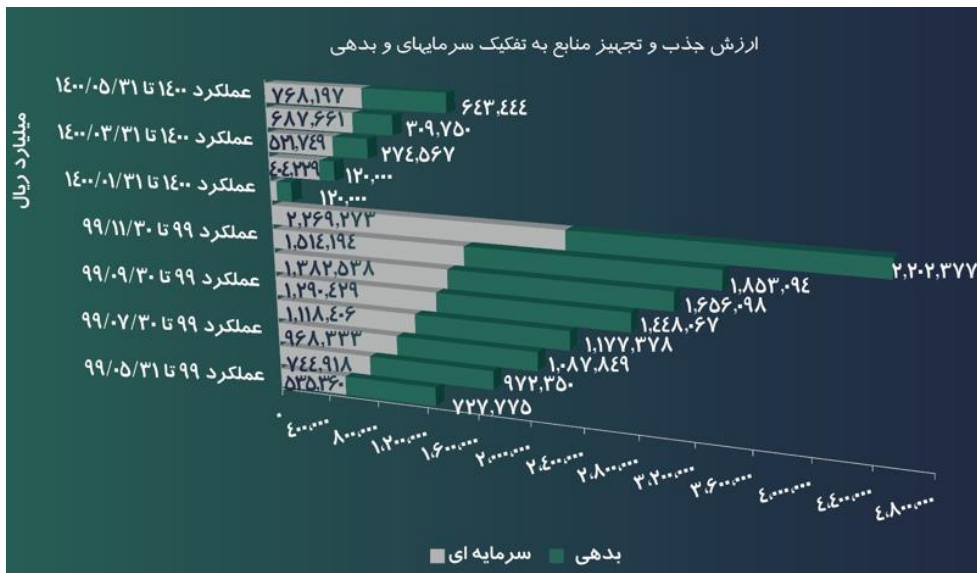


### ارزش جذب و تجهیز منابع به تفکیک سرمایه ای و بدهی

در نمودار زیر (شماره ۱۰) در ۵ ماه ابتدای امسال اوراق سرمایه‌ای برعکس سال گذشته نقش بیشتری داشته و به عبارتی سهم تامین مالی از طریق ابزارهای بدهی کمتر بوده در حالی که در طول سال‌های مختلف بیشتر بوده و این نشان‌دهنده انفعال دولت در ابتدای سال در بهره‌جستن از ابزارهای تامین مالی اوراق بوده است.

نمودار شماره ۱۰

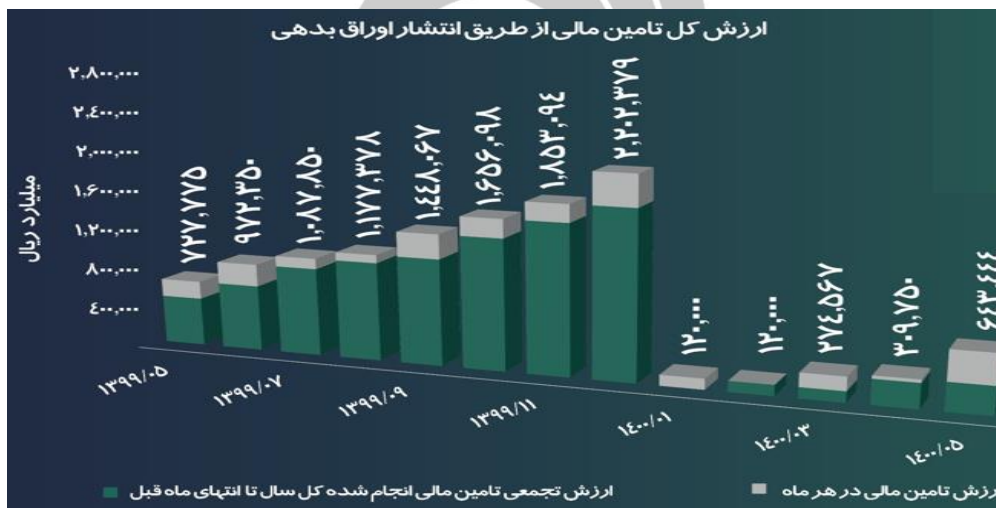




## ارزش کل تامین مالی از طریق اوراق بدهی

بر اساس اطلاعات نمودار زیر (نمودار شماره ۱۱)؛ رشد ارزش اوراق در سال‌های اخیر نیز متوازن نبوده و بیشتر متکی به تامین مالی دولت از بازار اوراق بوده‌است؛ به طوری که در یک بازه ۸ ساله سهم دولت از این بازار از ۱۰ درصد به ۹۰ درصد رسیده‌است. به این ترتیب می‌توان گفت دولت بازیگر اصلی بازار اوراق تامین مالی است و با توجه به چشم انداز تداوم شرایط نامناسب درآمدی دولت، انتظار داریم این روند وجود داشته باشد.

نمودار شماره ۱۱

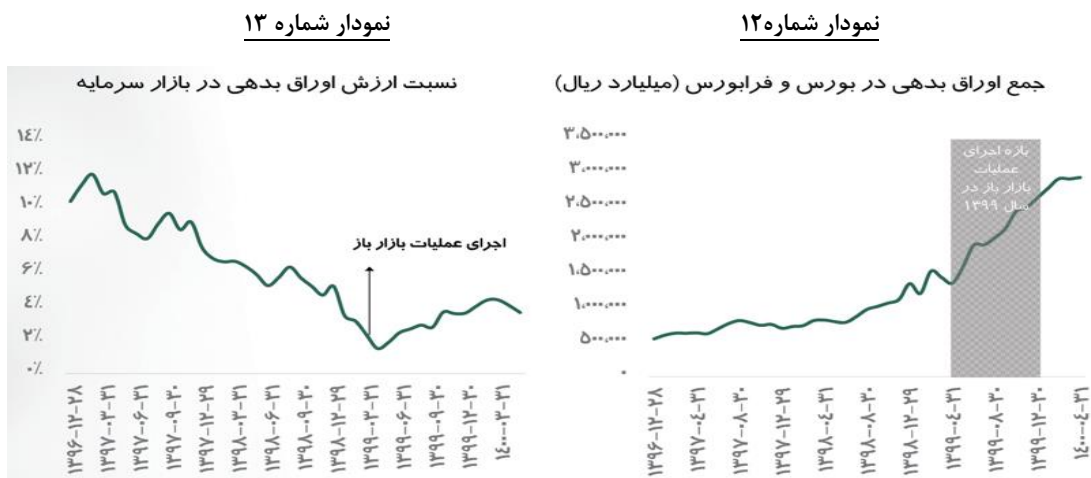


اگر از منظر تغییر ارزش بازار بدهی ماهانه نگاه کنیم یا رشد ارزش بازار را به صورت درصدی در نظر بگیریم تقریباً از تیرماه سال گذشته تا تیرماه امسال بازار روند نزولی داشته به جز در اسفندماه که اوراق بیشتری منتشر شده و دلیل آن هم این است که قبلاً در دو مقطع زمانی انتشار اوراق داشتیم اما حالا در سه زمان اوراق منتشر می‌شود که حالت موزون و متعادل بازار به هم خورده‌است: اول در ماه ابتدای سال که دولت اقدام به انتشار اوراق می‌کند که سال گذشته در تیرماه بود اما در سال ۱۴۰۰ در مردادماه بود دوم در شهریور و مهر سال گذشته و سوم در اواخر بهمن و اسفند که دولت به منظور تامین مالی خود فشار زیادی به بازار بدهی می‌آورد و حجم انتشار اوراق بیشتر می‌شود که افزایش حجم انتشار در این ماه‌ها موجب افزایش نرخ اوراق بدهی می‌شود و افزایش نرخ در این ماه‌ها سبب می‌شود هزینه تامین مالی بخش خصوصی از بازار

بدهی هم بیشتر شود؛ به عبارتی دولت می‌تواند با برنامه‌ریزی در ماه‌هایی غیر از این ماه‌ها نسبت به تامین مالی بخش خصوصی از بازار بدهی اقدام کند.

نمودارهای شماره ۱۲ و ۱۳ نشان دهنده این است که:

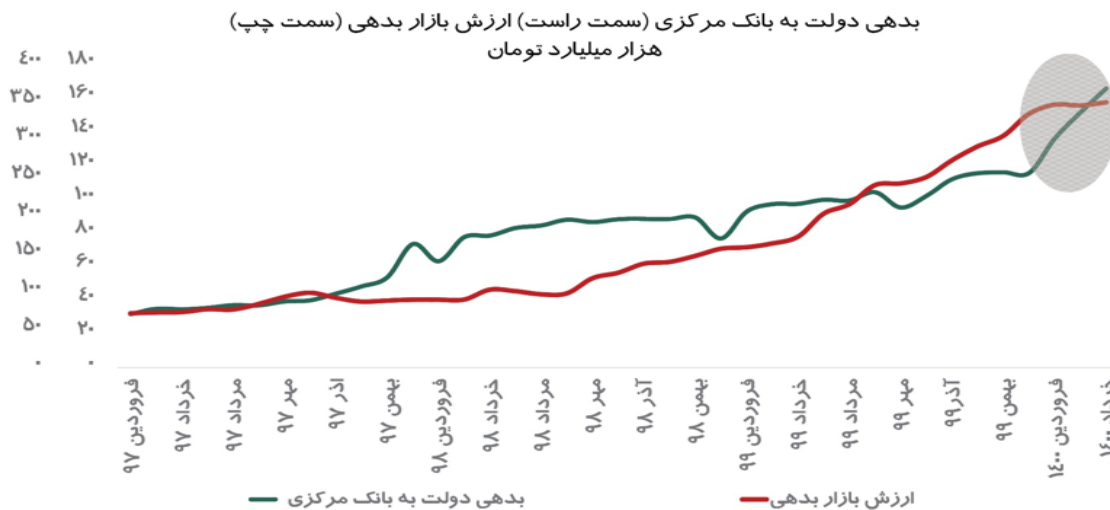
- نمودار سمت راست (۱۲): زمانی که دولت اقدام به اجرای بازار باز<sup>۱</sup> کرد بازار بدهی با یک شیب خیلی خوبی و افزایش حجم همراه بود، اما این عملیات بازار باز عملاً در ماه‌های ابتدایی امسال ضعیف شده و آنقدر نرخ گذاری بازار غیرواقعی بود که در بعضی از مواقع، حراج‌های بانک مرکزی با استقبال روبرو نمی‌شد و عملیات حراج بدون فروش اوراق به پایان می‌رسید.
- نمودار سمت چپ (۱۳): رشد بازار بدهی نسبت به بازار سرمایه سنجیده شده و در طول ماه‌های گذشته به دلیل ریزش بازار، بازار بدهی کوچک شده و بین ۲۵ تا ۳۰ درصد در نوسان بوده است.



در نمودار شماره ۱۴، ارزش بازار بدهی به نسبت بدهی دولت به بانک مرکزی نزدیک شده است یعنی نسبت بدهی دولت به بانک مرکزی رشد کرده اما ارزش بازار بدهی تقریباً ثابت است و نشان می‌دهد در انتهای نمودار بدهی دولت به بانک مرکزی بیشتر شده و دولت از طریق استقراض یا استفاده از تنخواه نسبت به تامین مالی استفاده کرده اما از بازار بدهی استفاده نکرده و این بازار که پیشران و محرک اصلی آن اوراق دولتی است دارای یک شیب ثابتی است.

#### نمودار شماره ۱۴

۱- عملیات بازار باز سیاست پولی دولت است که کمک می‌کند هم در تامین کسری بودجه و هم کنترل تورم و شناسایی و کشف نرخ بهره در اقتصاد کشور موفق عمل کند.



### مقایسه ارزش معاملات اشخاص حقیقی و حقوقی در اوراق بدهی

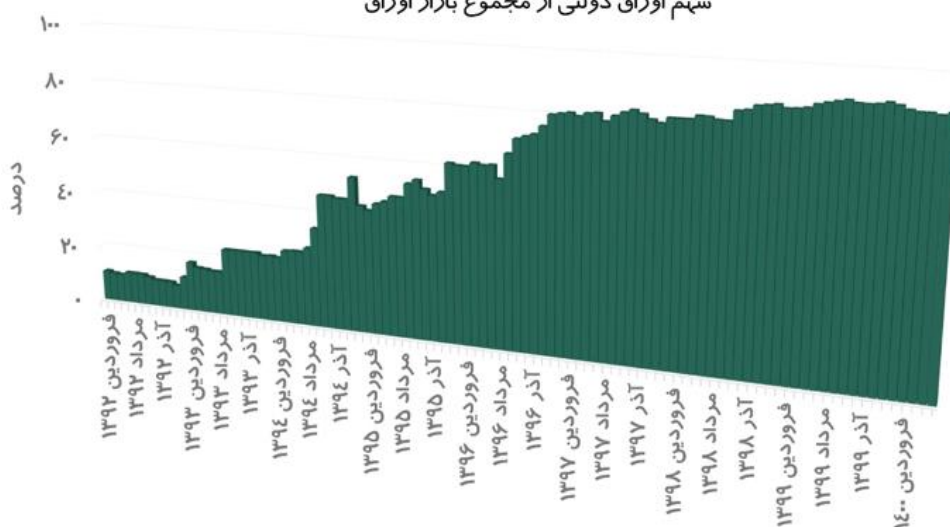
سال‌ها فعالان بازار سرمایه به این موضوع می‌پرداختند که بازار بدهی به دلیل اثر جایگزینی منابع، می‌تواند رشد بازار سهام را تحت تأثیر قرار دهد، اما در جدول زیر (شماره ۳) نشان می‌دهد اولا سرمایه‌گذاران حقیقی در بازار سهام، بازار بدهی را می‌شناسند و مواقعی که بازار سهام از رشد بیشتر و بهتری برخوردار بوده میزان معاملات حقیقی‌ها در اوراق بدهی هم بیشتر بوده و این یعنی وقتی معامله‌گران حقیقی سهام خود را می‌فروختند برای اینکه نقدینگی از بورس خارج نشود به ابزارهای با درآمد ثابت رجوع می‌کردند اعم از صندوق‌ها یا اوراق بدهی و این موضوع به بازار سرمایه کمک می‌کرد که منابع پایدار فراهم شود.

ماه	حقوقی	درصد از کل	حقیقی	درصد از کل	مجموع
۱۳۹۹/۰۵	۱۸۲,۵۰۷	% ۹۷.۴۰	۴,۸۷۸	% ۲.۶۰	۱۸۷,۳۸۴
۱۳۹۹/۰۶	۱۹۴,۸۰۶	% ۹۶.۹۵	۶,۱۱۹	% ۳.۰۵	۲۰۰,۹۲۴
۱۳۹۹/۰۷	۱۰۸,۱۷۵	% ۹۶.۲۴	۴,۲۲۹	% ۳.۷۶	۱۱۲,۴۰۳
۱۳۹۹/۰۸	۵۷۰,۸۷۴	% ۹۹.۱۰	۵,۱۶۶	% ۰.۹۰	۵۷۶,۰۳۹
۱۳۹۹/۰۹	۵۵۱,۹۷۳	% ۹۹.۲۱	۴,۳۹۵	% ۰.۷۹	۵۵۶,۳۶۸
۱۳۹۹/۱۰	۸۰۱,۵۰۵	% ۹۹.۴۰	۴,۸۱۲	% ۰.۶۰	۸۰۶,۳۱۷
۱۳۹۹/۱۱	۱,۳۱۶,۶۹۲	% ۹۹.۵۸	۵,۴۹۱	% ۰.۴۲	۱,۳۲۲,۱۸۳
۱۳۹۹/۱۲	۳,۱۳۴,۳۳۲	% ۹۹.۸۳	۵,۲۰۴	% ۰.۱۷	۳,۱۳۹,۵۳۶
۱۴۰۰/۰۱	۲,۱۶۴,۳۲۶	% ۹۹.۸۳	۳,۷۳۴	% ۰.۱۷	۲,۱۶۸,۰۶۰
۱۴۰۰/۰۲	۱,۳۰۶,۸۹۰	% ۹۹.۶۵	۴,۶۴۵	% ۰.۳۵	۱,۳۱۱,۵۳۵
۱۴۰۰/۰۳	۱,۱۱۳,۳۲۳	% ۹۹.۶۱	۴,۳۳۸	% ۰.۳۹	۱,۱۱۷,۶۶۱
۱۴۰۰/۰۴	۱,۹۰۹,۲۳۱	% ۹۹.۷۸	۴,۲۳۱	% ۰.۲۲	۱,۹۱۳,۴۶۲
۱۴۰۰/۰۵	۱,۰۶۹,۸۴۴	% ۹۹.۵۴	۴,۹۷۰	% ۰.۴۶	۱,۰۷۴,۸۱۳

نمودار زیر (شماره ۱۵) نشان می‌دهد رشد ارزش اوراق در سال‌های اخیر نیز متوازن نبوده و بیشتر متکی به تامین مالی دولت از بازار اوراق بوده است به شکلی که در یک بازه ۸ ساله، سهم دولت از این بازار از ۱۰ درصد به ۹۰ درصد رسیده است. به این ترتیب می‌توان گفت، دولت بازیگر اصلی بازار اوراق تامین مالی است و با توجه به چشم انداز تداوم شرایط نامناسب درآمدی دولت، انتظار تداوم این روند وجود دارد.

نمودار شماره ۱۵

سهم اوراق دولتی از مجموع بازار اوراق



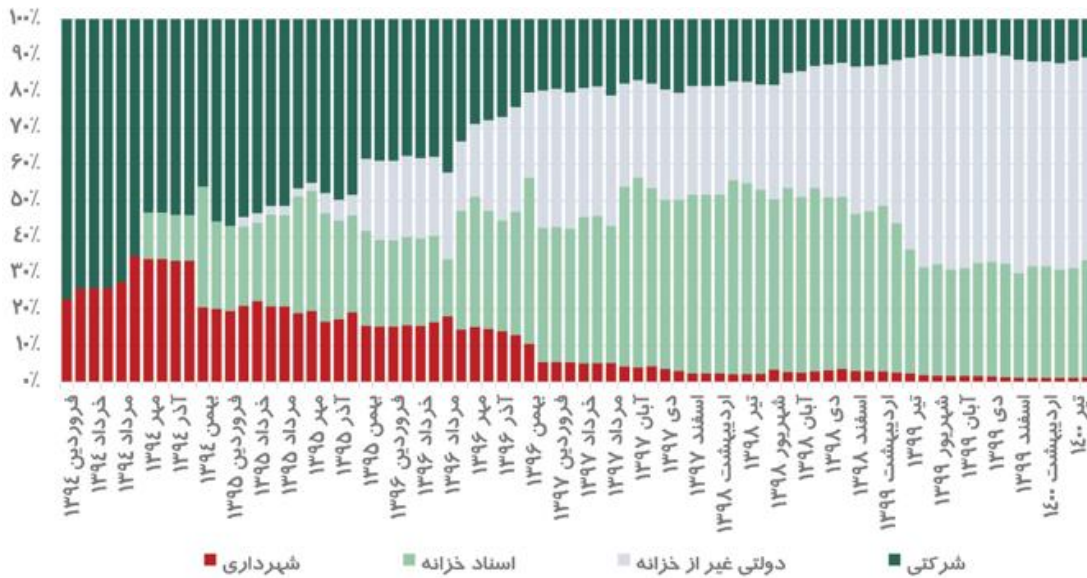
## نتایج بررسی ترکیب بازار اوراق تامین مالی

بررسی ترکیب بازار اوراق تامین مالی نشان می‌دهد که دو تغییر جدی طی سال‌های اخیر در این بازار روی داده است (نمودار شماره ۱۶):

- (۱) ابداع و ظهور اسناد خزانه اسلامی در مهرماه ۱۳۹۴
- (۲) آغاز حراج‌های هفتگی اوراق دولت در خرداد ۱۳۹۹

هر دو تغییر، منجر به افزایش سهم اوراق مذکور شده است و هر دو تغییر منبعث از کاهش درآمدهای دولت در دوره تحریم‌ها بوده است. در نمودار زیر تقریباً سهم شهرداری از بازار اوراق بدهی در سال‌های اخیر نزدیک به صفر یا یک تا دو درصد است که علت آن، نبود تضمین و نظم مالی مناسب از سوی شهرداری است.

نمودار شماره ۱۶: ترکیب بازار اوراق تامین مالی



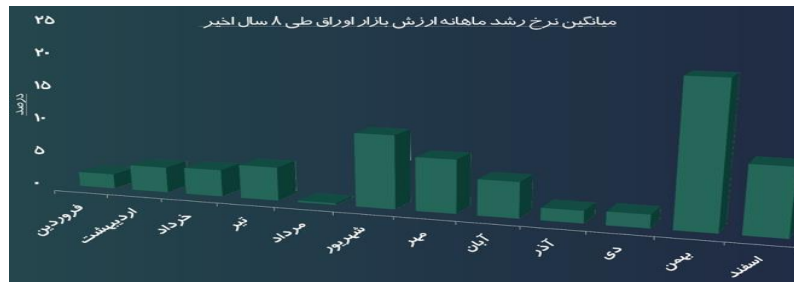
در نمودار زیر (شماره ۱۷) حضور گسترده دولت در بازار اوراق سبب شده تا تغییرات و رشدهای این بازار کاملاً وابسته به شرایط دولت باشد به شکلی که تلاش دولت در ماه‌های پایانی سال برای تراز نمودن بودجه سبب شده تا رشد بازار اوراق تامین مالی در ماه‌های بهمن و اسفند همواره در سطوح بالایی قرار گیرد که می‌تواند برای بخش خصوصی مشکلاتی به‌وجود آورد.

نمودار شماره ۱۷

میانگین موزون نرخ بازده اوراق تامین مالی



در کنار این موارد، سیاست‌های پولی دولت به ویژه تعیین نرخ سود سپرده بانکی نیز همواره بر بازار اوراق اثرگذار بوده به شکلی که با کاهش نرخ سود سپرده بانکی در شهریور ۹۶ و فروردین ۹۹، با کاهش نرخ بازده اوراق درآمد ثابت نیز روبرو بودیم. فعلاً نرخ حقیقی اوراق منفی است که این موضوع خودش باعث کاهش استقبال از اوراق بدهی می‌شود.

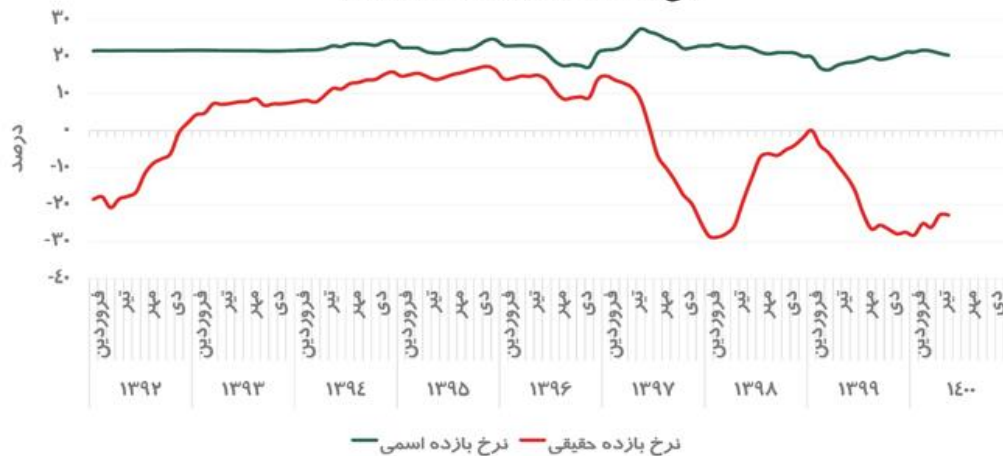


### چشم انداز بازار بدهی تا پایان سال ۱۴۰۰

سمت عرضه : ارزش مجموع اوراق فروش رفته دولت طی حراج‌های هفتگی در ۵ ماه ابتدایی سال ۱۴۰۰ کمتر از ۲۰ هزار میلیارد تومان بوده است که این رقم تنها یک سوم دوره مشابه سال قبل است. اوراق مذکور غالباً با نرخ ۲۱ تا ۲۲ درصد فروخته شده است. لازم به ذکر است که واگذاری قابل ملاحظه اسناد خزانه اسلامی و استفاده از تنخواه خزانه، میزان نیاز دولت به انتشار اوراق را کاهش داده است. با این وجود، انتظار می‌رود در ماه‌های پایانی سال (مشابه سال‌های قبل) میزان عرضه اوراق دولت باز هم افزایش یابد. انتظار می‌رود برای رسیدن به سقف قانونی ۱۳۰ هزار میلیارد تومانی انتشار اوراق در سال جاری، رقمی بین ۶۰ تا ۸۰ هزار میلیارد تومان اوراق دیگر توسط دولت تا پایان سال منتشر شود. برای اوراق شهرداری‌ها (سقف ۸ هزار میلیارد تومان در قانون بودجه) و اوراق شرکتی نیز انتظار بر آن است که حدود ۳۰ هزار میلیارد تومان اوراق تا پایان سال منتشر شود.

سمت تقاضا؛ نرخ بازده حقیقی اوراق تامین مالی همچنان در محدوده منفی ۲۵ درصد قرار دارد و این موضوع، استقبال از اوراق توسط سرمایه‌گذاران را دشوار نموده است.

نرخ بازده حقیقی اوراق تامین مالی



- بررسی وضعیت سپرده‌های بلندمدت: (به عنوان ابزار رقیب یا جایگزین اوراق تامین مالی برای سرمایه‌گذاران) نشان می‌دهد که در ماه‌های اخیر با توجه به بازده حقیقی منفی، وضعیت استقبال از این ابزار مالی به شکلی بوده که سهم آن ثابت مانده است. برای سایر ابزارهای درآمد ثابت نظیر اوراق نیز انتظار افزایش تقاضا وجود ندارد.
- جانمایی اوراق سررسید شده: در فاصله ابتدای شهریور ماه تا پایان سال ۱۴۰۰ حدود ۵۵ هزار میلیارد تومان اوراق تامین مالی سررسید شده و از بازار خارج خواهند شد. این بخش اولین مولفه تقاضای بازار تا پایان سال خواهد بود.



- تقاضای صندوق‌ها: صندوق‌های درآمد ثابت به صورت قانونی ملزم به رعایت نصاب حداقلی ۴۰ درصد اوراق در پورتفوی خود هستند. در صورت رشد ۳۵ درصدی ارزش صندوق‌های با درآمد ثابت در سال ۱۴۰۰ انتظار می‌رود که حدود ۲۵ هزار میلیارد تومان تقاضای جدید از ناحیه این صندوق‌ها در بازار اوراق ایجاد شود.
- تقاضای بانک‌ها: بانک‌ها نیز از سال ۱۳۹۹ ملزم به نگهداری ۳ درصد از سپرده‌های خود به صورت اوراق هستند. در صورت رشد ۴۵ درصدی سپرده‌های بانکی طی سال ۱۴۰۰ انتظار می‌رود که ۲۵ هزار میلیارد تومان تقاضای جدید در این بازار ایجاد شود.

## جمع بندی

- ✓ براساس برآوردها، انتظار بر آن است که تا پایان سال ۱۴۰۰ حدود ۱۰۵ هزار میلیارد تومان تقاضای جدید در بازار اوراق تامین مالی وجود داشته باشد. با توجه به برآورد تقاضای حدود ۹۰ تا ۱۱۰ هزار میلیارد تومانی در این بازار، انتظار عدم تعادل محسوس میان عرضه و تقاضا و تغییرات قابل ملاحظه نرخ بازده وجود ندارد.
- ✓ براین اساس، در صورتی که نیاز دولت به تامین مالی از بازار اوراق تامین مالی در سال ۱۴۰۰ به یکباره افزایش نیابد، انتظار تغییر محسوس در نرخ بازده وجود ندارد و حتی می‌توان به باقی ماندن نرخ بازده در محدود ۲۱ درصد امیدوار بود.

جدول شماره ۴: مولفه های ایجاد تقاضا

مولفه ایجاد تقاضا	ارزش (هزار میلیارد تومان)
سررسید اوراق و خروج از بازار	۵۵
تقاضای جدید از ناحیه صندوق‌های درآمد ثابت	۲۵
تقاضای جدید از ناحیه بانک‌ها	۲۵
جمع	۱۰۵

با توجه به نکات گفته شده اگر اوراق جدید دولت منتشر شود می‌تواند پیش‌بینی‌ها را دستخوش تغییر کند. البته باید توجه داشت بازار بدهی نقطه کانونی بازار سهام برای تغییر نهادهای بازار سرمایه است؛ بنابراین به شدت نیاز به تغییر در نهادهای بازار داریم چرا که با نهادهای فعلی بازار سرمایه نمی‌توان افقی که برای بازار بدهی مدنظر است را محقق کرد. همچنین به سهامداران توصیه می‌شود بخشی از منابع خود را در پرتفوی برای اوراق با درآمد ثابت و بازار بدهی اختصاص دهند به ویژه در شرایط نزولی بازار و زمانی که سپرده‌های بانکی به سایر بازارها ترجیح داده می‌شود. به خصوص اینکه زمانی که بازار سهام در اوج و رونق خود است، بازار بدهی از منظر معاملات حقیقی‌ها و سهامداران خرد رونق دارد و چنانچه معاملات حقیقی‌ها و حقوقی‌ها در بازار بدهی رشد یابد، اتفاقات خوب برای بازار سهام نیز دور از انتظار نیست. ضمن اینکه اگر نگاهی به بازدهی صندوق‌های مختلف شود متوجه می‌شویم که در صندوق‌های درآمد ثابت نزدیک به ۱۶۰ درصد، صندوق‌های سهامی ۳۲۰۰ درصد و در صندوق‌های مختلط نزدیک به ۱۵۰۰ درصد بازدهی داشته‌اند. در پایان لازم به یادآوری است اگر مسئولان و دست‌اندرکاران در خصوص بازار بدهی برای مردم صحبت کنند، شاهد اتفاقات خوب خواهیم بود چرا که بازار سهام، بازار ناشناخته‌ای است و بازار بدهی به مراتب ناشناخته‌تر است و کارشناسان باید با ارائه توضیحات فنی خود مردم را برای استفاده از این بازار تشویق کنند و این امر نیازمند پویایی ملی است.