УДК 336.763.3:336.761.6:339.72 DOI 10.21777/2587-554X-2026-3-72-82

КРИВЫЕ ДОХОДНОСТИ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ В США И ВЬЕТНАМЕ: ПРОБЛЕМЫ РЕАГИРОВАНИЯ НА НЕГАТИВНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ФАКТОРЫ

Фам Тхань Дат[1],
e-mail: phamtdat03@gmail.com
Ле Нгок Кхань[1],
[1]Университет экономики и бизнеса, Вьетнамский национальный университет, г. Ханой, Вьетнам

В статье исследуются различия в реакции кривых доходности государственных облигаций США и Вьетнама на негативные макроэкономические факторы. Цель исследования состоит в выявлении того, как структура и степень ликвидности рынка определяют скорость и масштаб изменения доходностей государственных облигаций. Эмпирическая часть объединяет сопоставление спот- и форвардных ставок на 1 декабря 2025 года и событийный анализ публикации данных о занятости в США на 2 августа 2024 года. Результаты показывают, что американская кривая быстро отражает ухудшение макроэкономического сигнала через пересмотр ожиданий денежно-кредитной политики, тогда как изменения вьетнамской кривой в краткосрочном периоде остаются ограниченными и в большей степени зависят от внутренней ликвидности, структуры инвесторов и сегментации рынка. Полученные результаты уточняют ограничения межрыночного хеджирования и условия применения стратегий carry и roll-down на рынке государственных облигаций Вьетнама.

Ключевые слова: кривая доходности, государственные облигации, спот-ставки, форвардные ставки, макроэкономический шок, процентный риск, рыночная сегментация, Вьетнам

US AND VIETNAMESE GOVERNMENT BOND YIELD CURVES: CHALLENGES IN RESPONDING TO NEGATIVE MACROECONOMIC FACTORS

Pham Thanh Dat[1],
e-mail: phamtdat03@gmail.com
Le Ngoc Khanh[1],
[1]University of Economics and Business, Vietnam National University, Hanoi, Vietnam

The article examines differences in the response of US and Vietnamese government bond yield curves to negative macroeconomic factors. The aim of the study is to identify how market structure and liquidity determine the rate and scale of changes in government bond yields. The empirical part combines a comparison of spot and forward rates as of December 1, 2025, and an event analysis of the publication of employment data in the United States as of August 2, 2024. The results show that the US curve is rapidly reflecting a deteriorating macroeconomic signal through a reassessment of monetary policy expectations, whereas changes in the Vietnamese curve in the short run remain limited and more dependent on domestic liquidity, investor structure, and market segmentation. Investor structure and market segmentation. The results clarify the limitations of cross-market hedging and the conditions for use of carry and roll-down strategies in the Vietnamese government bond market.

Keywords: yield curve, government bonds, spot rates, forward rates, macroeconomic shock, interest-rate risk, market segmentation, Vietnam

Введение

В современных условиях государственные облигации выполняют не только функцию инструмента заимствования, но и являются важным индикатором ожиданий инвесторов относительно инфляции, денежно-кредитной политики, экономического роста и финансовой стабильности. Особое значение в этом контексте имеет кривая доходности, поскольку ее форма отражает восприятие рынком будущей динамики процентных ставок и уровня макроэкономических рисков. Для развитых рынков, прежде всего, США, кривая доходности традиционно рассматривается как один из ключевых ориентиров при анализе состояния финансовой системы. Для формирующихся рынков, включая Вьетнам, исследование динамики кривой доходности также становится все более актуальным в связи с ростом роли рынка государственных облигаций, усилением внешних финансовых связей и чувствительностью к глобальным процентным шокам.

Актуальность настоящего исследования определяется тем, что изменения доходностей государственных облигаций США могут оказывать влияние не только на американский финансовый рынок, но и на рынки развивающихся стран через каналы процентных ожиданий, потоков капитала, валютных рисков и переоценки финансовых активов. В периоды публикации важных макроэкономических данных, например, статистики занятости в США, реакция рынка облигаций может быть особенно выраженной. Такие события позволяют оценить, насколько быстро и в каком направлении меняются ожидания инвесторов, а также отличаются ли реакции развитого и формирующегося рынков.

Исследования временной структуры процентных ставок показывают, что форма кривой зависит от процентной и денежно-кредитной неопределенности [1]. Влияние ожидаемого предложения облигаций на срочную структуру анализируют M. Billio и соавторы [2], а срочную структуру неопределенности денежно-кредитной политики – B. Bundick и соавторы [3]. Международная передача решений Федеральной резервной системы на формирующиеся рынки рассматривается P. Cheng и Y. You [4]. Влияние различий в составе инвесторов на силу трансмиссии исследуют E. Faia и соавторы [5]. Вместе с тем краткосрочная реакция кривых доходности США и Вьетнама на один и тот же негативный макроэкономический сигнал остается недостаточно изученной.

Проблема исследования заключается в том, что формирующиеся рынки государственных облигаций могут демонстрировать более слабую, запаздывающую или структурно отличающуюся реакцию на глобальные макроэкономические события. P. Cheng и Y. You показывают, что масштаб внешней трансмиссии зависит от природы американского шока и особенностей принимающей экономики [4]. Поэтому простое сопоставление уровней доходности не позволяет полностью оценить характер рыночной реакции: необходим анализ изменений по срокам погашения и формы кривой вокруг конкретного события.

Целью статьи является выявление особенностей изменения кривых доходности государственных облигаций США и Вьетнама вокруг публикации данных о занятости в США в августе 2024 года. Для достижения указанной цели в статье поставлены следующие задачи: во-первых, обосновать значение кривой доходности как индикатора рыночных ожиданий и финансовых рисков; во-вторых, рассмотреть краткосрочные изменения доходностей государственных облигаций США и Вьетнама по различным срокам погашения; в-третьих, сопоставить реакцию развитого и формирующегося рынков на внешний макроэкономический сигнал; в-четвертых, определить, какие элементы кривой доходности – уровень, наклон или кривизна – наиболее чувствительны к рассматриваемому событию.

Эмпирическая часть исследования основана на открытых данных о доходностях государственных облигаций США и Вьетнама. Методический подход включает сравнительный анализ изменений спот-доходностей по срокам погашения, а также оценку ключевых характеристик кривой доходности: уровня, наклона и кривизны. Такой подход позволяет не только зафиксировать направление изменения доходностей, но и выявить различия в структуре рыночной реакции двух стран.

Научная значимость статьи состоит в уточнении характера реакции развитого и формирующегося рынков государственных облигаций на внешний макроэкономический шок. Практическая значимость исследования заключается в том, что его результаты могут быть полезны инвесторам, аналитикам и регуляторам при оценке процентного риска, чувствительности рынка облигаций к внешним событиям и устойчивости финансового рынка Вьетнама в условиях глобальной неопределенности.

Для раскрытия поставленной проблемы необходимо различать котируемые доходности, спот-ставки и форвардные ставки. Спот-ставка относится к бескупонному денежному потоку конкретного срока и позволяет последовательно дисконтировать будущие платежи облигации. Форвардная ставка выводится из спот-кривой и показывает подразумеваемую компенсацию за инвестирование в будущем периоде.

Форвардные ставки не следует трактовать как чистый прогноз будущих краткосрочных ставок. Ожидаемое предложение облигаций способно изменять форму срочной структуры [2]. Модель предпочтительной среды сроков показывает, что сегментация и неоднородные предпочтения инвесторов также влияют на форвардные ставки [6]. Кроме того, ликвидность и удобство владения казначейскими бумагами формируют отдельную компоненту доходности [7]. Это особенно важно при сравнении глубокого рынка резервной валюты с развивающимся локальным рынком, отдельные сегменты которого могут сильнее зависеть от внутреннего спроса.

Подход предпочтительной среды сроков объясняет, почему инвесторы не всегда свободно арбитражируют по всей кривой [6]. Банки, страховые компании, пенсионные фонды и иностранные инвесторы имеют разные регуляторные ограничения, *balance-sheet* цели и предпочтительные сроки вложений. При концентрированной инвесторской базе одни участки кривой поддерживаются устойчивым внутренним спросом, тогда как другие требуют дополнительной доходности. Поэтому форма кривой Вьетнама может отражать не только макроэкономические ожидания, но и институциональную структуру рынка.

Международная трансмиссия политики Федеральной резервной системы является одним из механизмов глобального финансового цикла [8]. P. Lastauskas и A.D.M. Nguyen показывают, что шоки неопределенности денежно-кредитной политики США имеют глобальные последствия [9]. S. Bhattarai и соавторы фиксируют влияние американского количественного смягчения на экономики формирующихся рынков [10]. Эффективность интервенций Федеральной резервной системы на корпоративном кредитном рынке исследуют S. Gilchrist и соавторы [11]. Спрос на долларовые безопасные активы влияет на обменный курс и относительную стоимость финансовых активов [12], а роль долларовой безопасности в глобальном финансовом цикле раскрыта Z. Jiang и соавторами [13]. В периоды стресса реакция доходностей дополнительно зависит от рыночной ликвидности: нарушения на долговых рынках анализируют V. Haddad и соавторы [14], а ухудшение ликвидности корпоративных облигаций документируют M. Kargar и соавторы [15]. D. Elliott и соавторы показывают, что небанковские кредиторы могут частично поглощать международные шоки [16].

Для компактного сравнения применяются три параметра кривой: уровень, наклон и кривизна. Такой подход позволяет отделить общий сдвиг кривой от изменений ее формы и используется при исследовании связи процентной неопределенности с кривой казначейских облигаций США [1]. В настоящей статье уровень аппроксимируется 10-летней спот-ставкой (1), наклон – разностью 10-летней и 2-летней ставок (2), а кривизна – соотношением 5-летней, 2-летней и 10-летней ставок (3):

$$L = s_{10}; \quad (1)$$

$$S = s_{10} - s_{2;} \quad (2)$$

$$C = 2s_5 - s_{2-s_{10}}. \quad (3)$$

Представленная параметризация позволяет комплексно сопоставить общую высоту кривых, их крутизну и степень нелинейности срочной структуры, создавая сопоставимую аналитическую базу для оценки реакции развитого и формирующегося рынков на макроэкономические возмущения.

Методика сравнительного анализа реакции рынков государственных облигаций США и Вьетнама

Информационная база исследования включает открытые данные по доходностям казначейских облигаций США[1], данные рынка государственных облигаций Вьетнама,[2] отчет о занятости в США за

[1] U.S. Department of the Treasury. Daily Treasury Par Yield Curve Rates. – URL: https://home.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates (дата обращения: 30.06.2026). – Текст: электронный.

[2] Hanoi Stock Exchange. Bond market information and government bond yield data. – URL: https://www.hnx.vn/en-gb/trai-phieu.html (дата обращения: 30.06.2026). – Текст: электронный.

июль 2024 года[3] и обзорные материалы по вьетнамскому рынку облигаций[4]. Базовой датой для сопоставления кривых является 1 декабря 2025 года. Событийное окно включает день до публикации данных о занятости в США, день публикации и следующий торговый день.

Подразумеваемая форвардная ставка между сроками t_1 и t_2 рассчитывается из безарбитражного соотношения между инвестированием на длинный горизонт и последовательным реинвестированием на более короткие сроки:

$$f_{t_1,t_2} = \left[\frac{(1+s_2)^{t_2}}{(1+s_1)^{t_1}} \right]^{\frac{1}{t_2-t_1}} - 1, \quad (4)$$

где s_1 и s_2 – спот-ставки для сроков t_1 и t_2 соответственно;

t_1 и t_2 – сроки до погашения, выраженные в годах.

Формула (4) обеспечивает внутреннюю согласованность срочной структуры, однако полученные форвардные ставки интерпретируются с осторожностью, поскольку они могут включать срочную и ликвидностную премии, а также эффекты сегментации рынка.

Информационная база и направления сравнительного анализа рынков США и Вьетнама представлены в таблице 1.

Таблица 1 – Информационная база и направления сравнительного анализа рынков США и Вьетнама[5]

Компонент	Аналитическая задача
Доходности казначейских облигаций США	Бенчмарк-сроки от 1 до 30 лет; анализ кривой на базовую дату и реакция на внешний шок
Доходности государственных облигаций Вьетнама	Бенчмарк-сроки от 1 до 30 лет; построение сопоставимой кривой в национальной валюте
Базовая дата	1 декабря 2025 года; сопоставление структуры кривых после стандартизации сроков
Событийное окно	День до публикации, день публикации и следующий торговый день вокруг отчета о занятости в США за июль 2024 года
Параметры кривой	Уровень (10-летняя ставка), наклон (разница 10- и 2-летней ставок) и кривизна (соотношение 5-, 2- и 10-летних ставок)

Сравнительная реакция кривых доходности государственных облигаций США и Вьетнама

На базовую дату две кривые имеют одно заметное внешнее сходство: 10-летние спот-ставки близки. Спот-ставка Вьетнама на срок 10 лет составляет 4,15 %, тогда как аналогичная ставка США составляет 4,09 % (таблица 2). Однако близость уровней не означает эквивалентность процентного и рыночного риска. Американская ставка формируется на глубоком глобальном рынке государственных облигаций, тогда как вьетнамская ставка в большей степени зависит от внутреннего спроса, ликвидности и институциональной структуры держателей облигаций.

[3] U.S. Bureau of Labor Statistics. The Employment Situation – July 2024, release of 02.08.2024. – URL: https://www.bls.gov/news.release/archives/empsit_08022024.pdf (дата обращения: 30.06.2026). – Текст: электронный.

[4] Vietnam Bond Market Association. Monthly Bond Market Report, December 2025. – URL: https://vbma.org.vn/en/research/reports/monthly-bond-market-report-december-2025 (дата обращения: 30.06.2026). – Текст: электронный.

[5] Составлено авторами по данным Казначейства США, Hanoi Stock Exchange, U.S. Bureau of Labor Statistics и Vietnam Bond Market Association: U.S. Department of the Treasury. Daily Treasury Par Yield Curve Rates. – URL: https://home.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates (дата обращения: 30.06.2026). – Текст: электронный; Hanoi Stock Exchange. Bond market information and government bond yield data. – URL: https://www.hnx.vn/en-gb/trai-phieu.html (дата обращения: 30.06.2026). – Текст: электронный; U.S. Bureau of Labor Statistics. The Employment Situation – July 2024. – URL: https://www.bls.gov/news.release/archives/empsit_08022024.pdf; Vietnam Bond Market Association. Monthly Bond Market Report, December 2025 (дата обращения: 30.06.2026). – Текст: электронный. – URL: https://vbma.org.vn/en/research/reports/monthly-bond-market-report-december-2025 (дата обращения: 30.06.2026). – Текст: электронный.

Таблица 2 – Сопоставление спот- и подразумеваемых форвардных ставок США и Вьетнама на 1 декабря 2025 г.[6]

Срок, лет	Спот Вьетнам, %	Форвард Вьетнам, %	Спот США, %	Форвард США, %
1	3,01	3,01	3,62	3,62
2	3,05	3,09	3,54	3,46
3	3,13	3,28	3,55	3,57
5	3,34	3,65	3,67	3,85
7	4,05	5,85	3,86	4,34
10	4,15	4,38	4,09	4,63
20	4,20	4,24	4,71	5,33
30	3,58	2,36	4,74	4,80

Спот-кривая Вьетнама повышается с 3,01 % на сроке один год до 4,15 % на сроке десять лет, а затем снижается до 3,58 % на сроке тридцать лет. Рост от короткого конца к 10-летней точке согласуется с компенсацией за срок и ликвидность. Снижение на 30-летнем участке следует интерпретировать осторожно: оно может отражать ограниченную глубину сделок или устойчивый спрос со стороны инвесторов, управляющих долгосрочными обязательствами, а не чистое ожидание снижения долгосрочной инфляции.

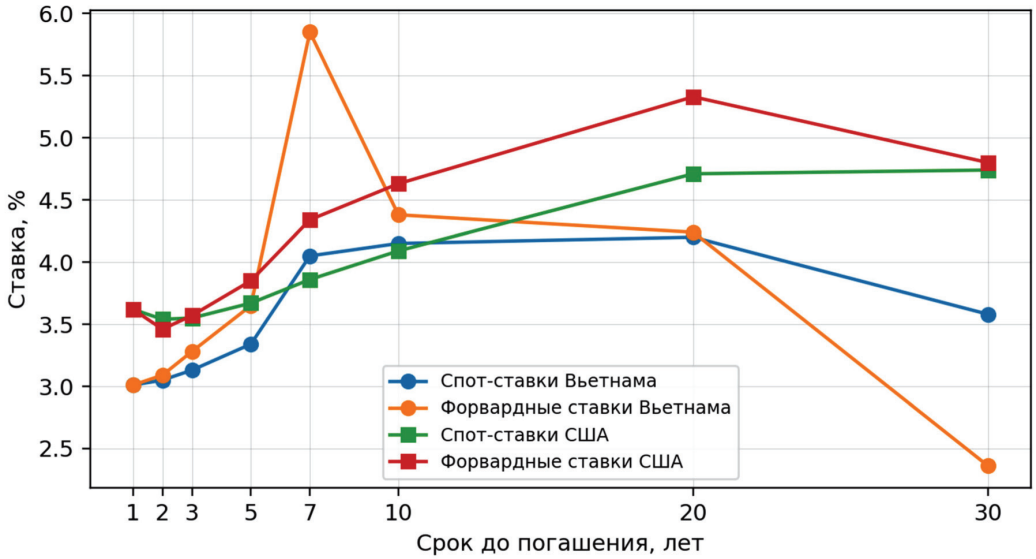


Рисунок 1 – Спот- и форвардные кривые государственных облигаций США и Вьетнама на 1 декабря 2025 г.[7]

Кривая США выглядит более гладкой (рисунок 1). Это соответствует глубине рынка казначейских облигаций и их роли в качестве глобального обеспечения. Форвардная кривая Вьетнама, напротив, более нерегулярна и достигает пика в районе 7-летнего сегмента. Такой всплеск может быть связан с рыночной сегментацией, ограниченной ликвидностью или требованием дополнительной компенсации за удержание конкретного срока.

[6] Расчеты авторов по данным Казначейства США, Hanoi Stock Exchange и Vietnam Bond Market Association: U.S. Department of the Treasury. Daily Treasury Par Yield Curve Rates. – URL: https://home.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates (дата обращения: 30.06.2026). – Текст: электронный; Hanoi Stock Exchange. Bond market information and government bond yield data. – URL: https://www.hnx.vn/en-gb/trai-phieu.html (дата обращения: 30.06.2026). – Текст: электронный; Vietnam Bond Market Association. Monthly Bond Market Report, December 2025. – URL: https://vbma.org.vn/en/research/reports/monthly-bond-market-report-december-2025 (дата обращения: 30.06.2026). – Текст: электронный.

[7] Расчеты авторов по данным таблицы 2.

Таблица 3 – Различия уровня, наклона и кривизны кривых доходности США и Вьетнама[8]

Параметр	Казначейские облигации США, %	Государственные облигации Вьетнама, %	Спред США – Вьетнам, б.п.
Уровень (L)	4,09	4,15	−5,80
Наклон (S)	0,55	1,09	−54,50
Кривизна (C)	−0,29	−0,53	23,90

Фактор наклона показывает более сильное различие, чем фактор уровня. Наклон кривой Вьетнама составляет 1,09 процентного пункта, что почти вдвое превышает наклон США (таблица 3). В случае Вьетнама такая крутизна лучше объясняется сочетанием компенсации за ликвидность, риска срока и предпочтительной среды инвесторов, а не только ожиданиями повышения будущих краткосрочных ставок.

Для оценки реакции на негативный макроэкономический фактор используется публикация данных о занятости в США за июль 2024 года, состоявшаяся 2 августа 2024 года. В день публикации рынок получил сигнал о замедлении рынка труда: прирост занятости вне сельского хозяйства составил 114 тыс. человек, а уровень безработицы вырос до 4,3 %. B. Bundick и соавторы показывают, что неопределенность денежно-кредитной политики имеет собственную срочную структуру [3]. M. De Pooter и соавторы связывают реакцию финансовых рынков с неожиданными изменениями денежно-кредитной политики [17]. E.T. Swanson документирует чувствительность финансовых рынков к коммуникации и покупкам активов Федеральной резервной системы [18], а M.D. Bauer и E.T. Swanson рассматривают информационный эффект Федеральной резервной системы [19].

Таблица 4 – Изменение спот-доходностей США и Вьетнама вокруг публикации данных о занятости на 2 августа 2024 г.[9]

Срок	США: день события, б.п.	США: следующий день, б.п.	Вьетнам: день события, б.п.	Вьетнам: следующий день, б.п.
1 год	−29,0	13,0	0,0	0,0
2 года	−28,0	11,0	−0,1	0,0
3 года	−26,0	6,0	0,0	−0,2
5 лет	−22,0	11,0	0,0	−1,6
7 лет	−21,0	11,0	−0,1	−2,8
10 лет	−19,0	10,0	1,9	−3,1
20 лет	−16,0	9,0	0,0	−0,5
30 лет	−16,0	7,0	0,0	0,0

Результаты показывают резкое снижение доходностей казначейских облигаций США по всей кривой в день события (таблица 4). Снижение составило 29 базисных пунктов для 1-летнего срока, 28 базисных пунктов для 2-летнего срока и 22 базисных пункта для 5-летнего срока; длинный конец снизился менее резко. Такой профиль соответствует пересмотру ожиданий по будущей траектории денежно-кредитной политики. Связь рыночных движений с неожиданными изменениями политики анализируют M. De Pooter и соавторы [17]. Чувствительность финансовых рынков к сигналам Федеральной резервной системы также подтверждается результатами E.T. Swanson [18].

[8] Расчеты авторов по данным таблицы 2.

[9] Расчеты авторов по данным Казначейства США, Hanoi Stock Exchange и U.S. Bureau of Labor Statistics; отрицательные значения означают снижение доходности: U.S. Department of the Treasury. Daily Treasury Par Yield Curve Rates. – URL: https://home.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates (дата обращения: 30.06.2026). – Текст: электронный; Hanoi Stock Exchange. Bond market information and government bond yield data. – URL: https://www.hnx.vn/en-gb/trai-phieu.html (дата обращения: 30.06.2026). – Текст: электронный; U.S. Bureau of Labor Statistics. The Employment Situation – July 2024. – URL: https://www.bls.gov/news.release/archives/empsit_08022024.pdf (дата обращения: 30.06.2026). – Текст: электронный.

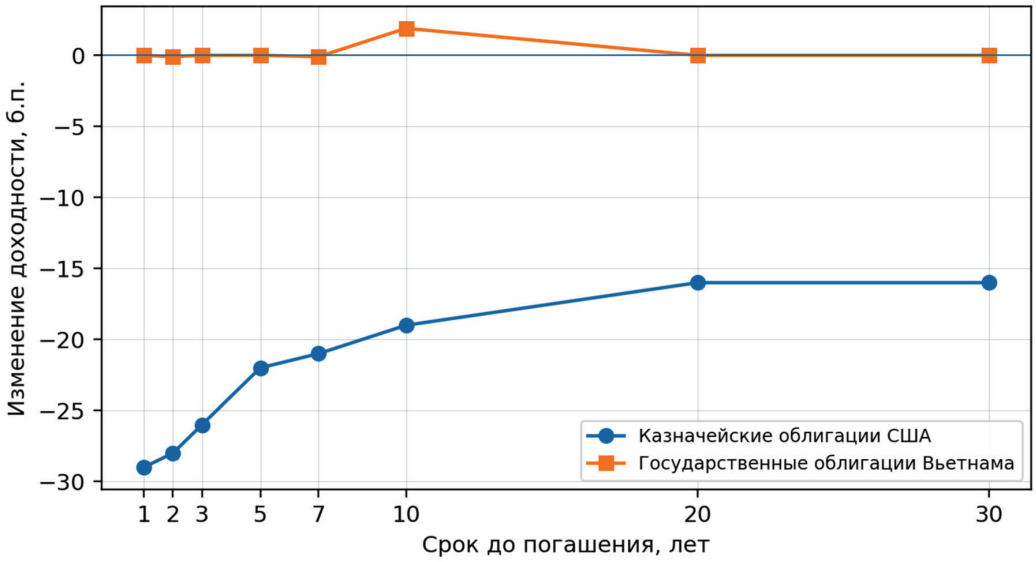


Рисунок 2 – Изменение спот-доходностей государственных облигаций США и Вьетнама в день публикации данных о занятости 2 августа 2024 г.[10]

Реакция Вьетнама в сравнении с США почти плоская (рисунок 2). Большинство сроков не изменилось в день события, за исключением небольшого повышения на 1,9 базисного пункта в 10-летней точке. На следующий день наблюдаются умеренные изменения, но они значительно меньше реакции рынка США. Это означает, что ежедневная бета государственных облигаций Вьетнама к казначейским облигациям США является неполной мерой процентного риска в национальной валюте.

Слабая краткосрочная трансмиссия не означает изоляцию Вьетнама от глобальных финансовых условий. Она показывает, что ежедневное ценообразование на рынке государственных облигаций Вьетнама в большей степени определяется локальными факторами: банковской ликвидностью, операциями центрального банка, календарем выпуска, мандатами внутренних инвесторов и ограничениями доступа к рынку. Значение различий между инвесторами для внешней трансмиссии подтверждают E. Faia и соавторы [5]. Роль срочных премий и кредитного риска на формирующихся рынках анализирует P. Solis [20]. Различия реакции на американские шоки рассматривают P. Cheng и Y. You [4], а глобальный характер воздействия денежно-кредитной политики США – S. Miranda-Agrippino и H. Rey [8].

Инвестиционные последствия различий в реакции рынков

Сопоставление динамики кривых доходности США и Вьетнама позволяет сформулировать ключевые инвестиционные последствия и выявить практические проблемы управления портфелем суверенных облигаций формирующегося рынка при макроэкономической нестабильности. Основные эффекты и аналитические выводы систематизированы в таблице 5.

Таблица 5 – Инвестиционные последствия различий в реакции рынков государственных облигаций США и Вьетнама[11]

Вывод	Интерпретация
Стратегия *carry* и *roll-down* во Вьетнаме	Более крутая кривая может поддерживать доход на участках 7–10 лет, однако убытки могут доминировать при сдвиге кривой вверх
Межрыночное хеджирование	Инструменты на казначейские облигации США не являются полным хеджем процентной экспозиции во Вьетнаме, поскольку событийная трансмиссия слаба
Валютный риск	Иностранные инвесторы должны учитывать возможное обесценение вьетнамского донга и стоимость валютного хеджирования

[10] Расчеты авторов по данным таблицы 4.
[11] Составлено авторами по результатам исследования.

Диверсификация	Низкая краткосрочная совместная динамика может добавлять диверсификацию, но ограничения ликвидности и доступа к рынку снижают масштабируемость
Мониторинг внутренней политики	Следует отслеживать ликвидность банковской системы, операции Государственного банка Вьетнама и потребности финансирования государственных инвестиций, а не только данные США

Полученные результаты имеют прямые последствия для стратегий с фиксированным доходом. Более крутая кривая Вьетнама может поддерживать позиции *carry* и *roll-down*, если ее форма остается стабильной. Однако изменение ожидаемого предложения облигаций способно смещать срочную структуру и снижать результат стратегии [2]. Опыт стрессовых периодов на рынке казначейских бумаг показывает, что ликвидностная компонента доходности может быстро изменяться [7]. Поэтому рост инфляции, ужесточение внутренней ликвидности или увеличение предложения облигаций могут привести к потерям от дюрации.

Во-вторых, инструменты рынка казначейских облигаций США не полностью хеджируют процентный риск Вьетнама. Различия в составе инвесторов изменяют силу международной трансмиссии [5]. Шоки неопределенности денежно-кредитной политики США распространяются глобально, но их воздействие неодинаково по странам [9]. На формирующихся рынках к этому добавляются срочные премии и кредитный риск [20]. Спрос на долларовые безопасные активы [12] и роль доллара в глобальном финансовом цикле [13] дополнительно усиливают *basis risk* между инструментом хеджирования и базовой экспозицией.

В-третьих, валютный риск должен рассматриваться как центральный элемент инвестиционного решения. Локальная доходность во Вьетнаме может быть привлекательной, но она может быть частично или полностью нейтрализована ослаблением валюты либо затратами на хеджирование. Следовательно, государственные облигации Вьетнама не являются простой высокодоходной заменой казначейских облигаций США.

Наконец, низкая краткосрочная совместная динамика может создавать диверсификационные преимущества, однако они имеют ограничения. Нарушения ликвидности долговых рынков в стрессовые периоды могут распространяться быстро [14]. Резкое ухудшение ликвидности отдельных сегментов рынка документировано M. Kargar и соавторами [15]. Кроме того, низкая корреляция в одном событийном окне не гарантирует защиты при широком ухудшении глобальных финансовых условий [8].

Заключение

Проведенное исследование выявило ключевые особенности и проблемы реагирования кривых доходности государственных облигаций США и Вьетнама на негативные макроэкономические факторы. Близость 10-летних спот-ставок двух стран на базовую дату (4,09 % в США и 4,15 % во Вьетнаме) создает лишь видимость конвергенции, скрывая фундаментальные различия в ликвидности, институциональной структуре держателей и природе ценообразования процентного риска.

Событийный анализ реакции на публикацию негативных данных по занятости в США (2 августа 2024 г.) продемонстрировал принципиальное расхождение в поведении рынков. В то время как американская кривая мгновенно отразила макроэкономический сигнал падением доходностей по всей срочной структуре (до −29 б.п. на коротком конце) из-за пересмотра ожиданий монетарной политики, реакция кривой Вьетнама в рамках краткосрочного окна оставалась практически плоской (колебания около нуля с запоздалой умеренной коррекцией на следующий день). Это подчеркивает проблему изолированности и запаздывания ценообразования локального рынка облигаций относительно глобальных процентных импульсов.

Практический результат для инвесторов и регуляторов заключается в том, что вьетнамский рынок государственных облигаций в большей степени реагирует на факторы внутренней банковской ликвидности, операции Государственного банка Вьетнама и регуляторные мандаты, чем на разовые внешние макроэкономические шоки. Высокая крутизна вьетнамской кривой поддерживает привлекательность стратегий *carry* и *roll-down*, однако сопряжена со специфическими рисками локальной неликвидности

и дюрации. При этом инструменты U.S. Treasuries не могут служить эффективным прямым инструментом хеджирования вьетнамских суверенных позиций ввиду существенного базисного и валютного рисков.

Ограничением работы является фокус на единственном макроэкономическом событии и коротком событийном окне. В качестве направлений дальнейших исследований целесообразно выделить анализ реакции кривой на решения ФРС США и Государственного банка Вьетнама, оценку трансмиссии инфляционных шоков и валютной волатильности, а также микроструктурное моделирование *bid-ask* спредов для количественного разделения чистого процентного риска и премии за рыночную сегментацию.

Авторы выражают благодарность д-ру Ву Тхи Лоан за научное руководство. Все возможные ошибки и неточности остаются ответственностью авторов.

Список литературы

1. *Bayaa Y., Qadan M.* Interest rate uncertainty and the shape of the yield curve of U.S. Treasury bonds // Eurasian Economic Review. – 2024. – Vol. 14, No. 4. – P. 981–1003. – DOI 10.1007/s40822-024-00278-8.
2. *Billio M., Busetto F., Dufour A., Varotto S.* Bond supply expectations and the term structure of interest rates // Journal of International Money and Finance. – 2025. – Vol. 150. – Article 103217. – DOI 10.1016/j.jimonfin.2024.103217.
3. *Bundick B., Herriford T., Smith A.L.* The term structure of monetary policy uncertainty // Journal of Economic Dynamics and Control. – 2024. – Vol. 160. – Article 104803. – DOI 10.1016/j.jedc.2023.104803.
4. *Cheng P., You Y.* U.S. monetary policy spillovers to emerging market countries: Responses to cost-push and natural rate shocks // Economic Modelling. – 2025. – Vol. 143. – Article 106971. – DOI 10.1016/j.econmod.2024.106971.
5. *Faia E., Lewis K.K., Zhou H.* Do investor differences impact monetary policy spillovers to emerging markets? // Journal of International Economics. – 2025. – Vol. 156. – Article 104100. – DOI 10.1016/j.jinteco.2025.104100.
6. *Vayanos D., Vila J.-L.* A preferred-habitat model of the term structure of interest rates // Econometrica. – 2021. – Vol. 89, No. 1. – P. 77–112. – DOI 10.3982/ECTA17440.
7. *He Z., Nagel S., Song Z.* Treasury inconvenience yields during the COVID-19 crisis // Journal of Financial Economics. – 2022. – Vol. 143, No. 1. – P. 57–79. – DOI 10.1016/j.jfineco.2021.05.044.
8. *Miranda-Agrippino S., Rey H.* U.S. monetary policy and the global financial cycle // The Review of Economic Studies. – 2020. – Vol. 87, No. 6. – P. 2754–2776. – DOI 10.1093/restud/rdaa019.
9. *Lastauskas P., Nguyen A.D.M.* Global impacts of U.S. monetary policy uncertainty shocks // Journal of International Economics. – 2023. – Vol. 145. – Article 103830. – DOI 10.1016/j.jinteco.2023.103830.
10. *Bhattarai S., Chatterjee A., Park W.Y.* Effects of US quantitative easing on emerging market economies // Journal of Economic Dynamics and Control. – 2021. – Vol. 122. – Article 104031. – DOI 10.1016/j.jedc.2020.104031.
11. *Gilchrist S., Wei B., Yue V.Z., Zakrajsek E.* The Fed takes on corporate credit risk: An analysis of the efficacy of the SMCCF // Journal of Monetary Economics. – 2024. – Vol. 146. – Article 103573. – DOI 10.1016/j.jmoneco.2024.103573.
12. *Jiang Z., Krishnamurthy A., Lustig H.* Foreign safe asset demand and the dollar exchange rate // The Journal of Finance. – 2021. –Vol. 76, No. 3. – P. 1049–1089. – DOI 10.1111/jofi.13003.
13. *Jiang Z., Krishnamurthy A., Lustig H.* Dollar safety and the global financial cycle // The Review of Economic Studies. – 2024. – Vol. 91, No. 5. – P. 2878–2915. – DOI 10.1093/restud/rdad108.
14. *Haddad V., Moreira A., Muir T.* When selling becomes viral: Disruptions in debt markets in the COVID-19 crisis and the Fed's response // The Review of Financial Studies. – 2021. – Vol. 34, No. 11. – P. 5309–5351. – DOI 10.1093/rfs/hhaa145.
15. *Kargar M., Lester B., Lindsay D., Liu S., Weill P.-O., Zuniga D.* Corporate bond liquidity during the COVID-19 crisis // The Review of Financial Studies. – 2021. – Vol. 34, No. 11. – P. 5352–5401. – DOI 10.1093/rfs/hhab063.
16. *Elliott D., Meisenzahl R.R., Peydro J.-L.* Nonbank lenders as global shock absorbers: Evidence from U.S. monetary policy spillovers // Journal of International Economics. – 2024. – Vol. 149. – Article 103908. – DOI 10.1016/j.jinteco.2024.103908.

17. *De Pooter M., Favara G., Modugno M., Wu J.* Monetary policy uncertainty and monetary policy surprises // Journal of International Money and Finance. – 2021. – Vol. 112. – Article 102323. – DOI 10.1016/j.jimonfin.2020.102323.
18. *Swanson E.T.* Measuring the effects of Federal Reserve forward guidance and asset purchases on financial markets // Journal of Monetary Economics. – 2021. – Vol. 118. – P. 32–53. – DOI 10.1016/j.jmoneco.2020.09.003.
19. *Bauer M.D., Swanson E.T.* An alternative explanation for the Fed information effect // American Economic Review. – 2023. – Vol. 113, No. 3. – P. 664–700. – DOI 10.1257/aer.20201220.
20. *Solis P.* Term premia and credit risk in emerging markets: The role of U.S. monetary policy // Journal of International Economics. – 2025. – Vol. 154. – Article 104045. – DOI 10.1016/j.jinteco.2025.104045.

References

1. *Bayaa Y., Qadan M.* Interest rate uncertainty and the shape of the yield curve of U.S. Treasury bonds // Eurasian Economic Review. – 2024. – Vol. 14, No. 4. – P. 981–1003. – DOI 10.1007/s40822-024-00278-8.
2. *Billio M., Busetto F., Dufour A., Varotto S.* Bond supply expectations and the term structure of interest rates // Journal of International Money and Finance. – 2025. – Vol. 150. – Article 103217. – DOI 10.1016/j.jimonfin.2024.103217.
3. *Bundick B., Herriford T., Smith A.L.* The term structure of monetary policy uncertainty // Journal of Economic Dynamics and Control. – 2024. – Vol. 160. – Article 104803. – DOI 10.1016/j.jedc.2023.104803.
4. *Cheng P., You Y.* U.S. monetary policy spillovers to emerging market countries: Responses to cost-push and natural rate shocks // Economic Modelling. – 2025. – Vol. 143. – Article 106971. – DOI 10.1016/j.econmod.2024.106971.
5. *Faia E., Lewis K.K., Zhou H.* Do investor differences impact monetary policy spillovers to emerging markets? // Journal of International Economics. – 2025. – Vol. 156. – Article 104100. – DOI 10.1016/j.jinteco.2025.104100.
6. *Vayanos D., Vila J.-L.* A preferred-habitat model of the term structure of interest rates // Econometrica. – 2021. – Vol. 89, No. 1. – P. 77–112. – DOI 10.3982/ECTA17440.
7. *He Z., Nagel S., Song Z.* Treasury inconvenience yields during the COVID-19 crisis // Journal of Financial Economics. – 2022. – Vol. 143, No. 1. – P. 57–79. – DOI 10.1016/j.jfineco.2021.05.044.
8. *Miranda-Agrippino S., Rey H.* U.S. monetary policy and the global financial cycle // The Review of Economic Studies. – 2020. – Vol. 87, No. 6. – P. 2754–2776. – DOI 10.1093/restud/rdaa019.
9. *Lastauskas P., Nguyen A.D.M.* Global impacts of U.S. monetary policy uncertainty shocks // Journal of International Economics. – 2023. – Vol. 145. – Article 103830. – DOI 10.1016/j.jinteco.2023.103830.
10. *Bhattarai S., Chatterjee A., Park W.Y.* Effects of US quantitative easing on emerging market economies // Journal of Economic Dynamics and Control. – 2021. – Vol. 122. – Article 104031. – DOI 10.1016/j.jedc.2020.104031.
11. *Gilchrist S., Wei B., Yue V.Z., Zakrajsek E.* The Fed takes on corporate credit risk: An analysis of the efficacy of the SMCCF // Journal of Monetary Economics. – 2024. – Vol. 146. – Article 103573. – DOI 10.1016/j.jmoneco.2024.103573.
12. *Jiang Z., Krishnamurthy A., Lustig H.* Foreign safe asset demand and the dollar exchange rate // The Journal of Finance. – 2021. –Vol. 76, No. 3. – P. 1049–1089. – DOI 10.1111/jofi.13003.
13. *Jiang Z., Krishnamurthy A., Lustig H.* Dollar safety and the global financial cycle // The Review of Economic Studies. – 2024. – Vol. 91, No. 5. – P. 2878–2915. – DOI 10.1093/restud/rdad108.
14. *Haddad V., Moreira A., Muir T.* When selling becomes viral: Disruptions in debt markets in the COVID-19 crisis and the Fed's response // The Review of Financial Studies. – 2021. – Vol. 34, No. 11. – P. 5309–5351. – DOI 10.1093/rfs/hhaa145.
15. *Kargar M., Lester B., Lindsay D., Liu S., Weill P.-O., Zuniga D.* Corporate bond liquidity during the COVID-19 crisis // The Review of Financial Studies. – 2021. – Vol. 34, No. 11. – P. 5352–5401. – DOI 10.1093/rfs/hhab063.
16. *Elliott D., Meisenzahl R.R., Peydro J.-L.* Nonbank lenders as global shock absorbers: Evidence from U.S. monetary policy spillovers // Journal of International Economics. – 2024. – Vol. 149. – Article 103908. – DOI 10.1016/j.jinteco.2024.103908.

17. *De Pooter* M., *Favara G., Modugno M., Wu J.* Monetary policy uncertainty and monetary policy surprises // Journal of International Money and Finance. – 2021. – Vol. 112. – Article 102323. – DOI 10.1016/j.jimonfin.2020.102323.
18. *Swanson E.T.* Measuring the effects of Federal Reserve forward guidance and asset purchases on financial markets // Journal of Monetary Economics. – 2021. – Vol. 118. – P. 32–53. – DOI 10.1016/j.jmoneco.2020.09.003.
19. *Bauer M.D., Swanson E.T.* An alternative explanation for the Fed information effect // American Economic Review. – 2023. – Vol. 113, No. 3. – P. 664–700. – DOI 10.1257/aer.20201220.
20. *Solis P.* Term premia and credit risk in emerging markets: The role of U.S. monetary policy // Journal of International Economics. – 2025. – Vol. 154. – Article 104045. – DOI 10.1016/j.jinteco.2025.104045.

Статья поступила в редакцию: 29.06.2026
Статья принята к публикации: 10.09.2026

Received: 29.06.2026
Accepted: 10.09.2026