

中国債券：

注目される市場

中国債券市場への注目

中国オンショア債券市場は、弊社による [2018 年の入門レポート](#)以降、大幅な進歩を遂げた。投資可能な証券の種類、および、市場規模はともに拡大し、現地の規制当局も、グローバルに投資家からの資金の受け入れを増やすための措置を講じている。しかしながら、海外投資家は、依然として中国資産に対する投資比率を低位にとどめている。中国株式については、弊社では[直近、中国特化型の投資枠の設定を推奨している](#)。一方、本レポートでは、グローバル投資家にとっての中国債券への投資意義を考察する。

中国のオンショア債券は、存在感は低いものの、独自のリスク特性を有しており、ポートフォリオ構築にあたっては分散効果が期待できる。しかし、為替ヘッジ後で見ると、ディフェンシブな運用では、先進国市場のオルタナティブ投資に比べて、ポートフォリオの利回り上昇への寄与はわずかにすぎない。主な収益要因が通貨エクスポージャーとなるため、中国元のエクスポージャーをどの資産クラスへの投資で賄うかを評価する必要がある。弊社では、中国元のロング・ポジションを保持するにあたり、株式ポートフォリオ、特に中国 A 株への投資による実行を推奨している。他の選択肢であるオンショアもしくはオフショア市場社債などの中国債券については、低すぎる流動性に加えて、格付けや財務内容の透明性に関する問題もあり、単独で議論することは難しい。今後、これらの問題点の改善が期待される。

議論の枠組み

中国債券へのエクスポージャー確保を提唱するにあたり、以下の 3 つの主要な論点を整理する必要がある：

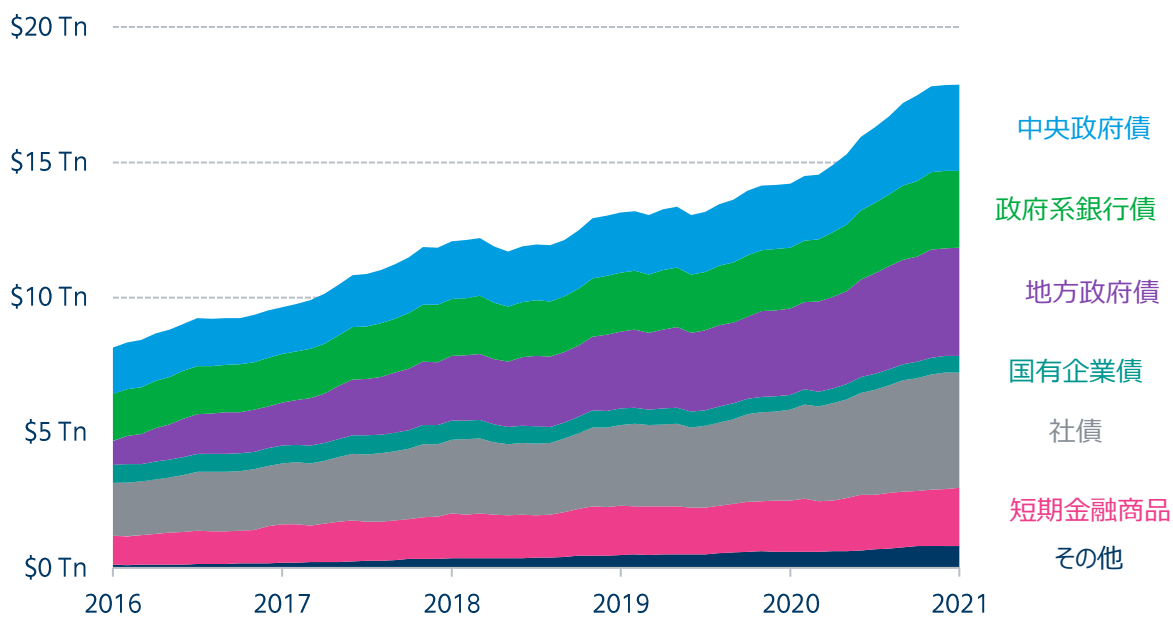
- **未だ低い存在感** ベンチマーク構成がポートフォリオ内の投資比率に与える影響
- **独自性** 固有のファンダメンタルズ特性、もしくは、ファクター・エクスポージャーの提供
- **投資魅力度の高さ** ポートフォリオのリスク調整後リターンへの改善（たとえエクスポージャーに独自性がなかった場合でも）

最初の2つの論点（**未だ低い存在感および独自性**）では、ある資産もしくはサブ資産クラスが、ポートフォリオ内で独立した配分として見られるに値するか否かを論じる。新しい投資対象候補が、これら2つの基準を満たす場合、最後の論点（**投資魅力度の高さ**）において、その投資対象に戦略的な配分を実施すべきか否かを検討する。

特化型の投資枠を設定すべきか否か

まず、**未だ低い存在感**については、大半の機関投資家は、グローバル総合¹（中国債券のウェイトは7%）、もしくは、現地通貨建て新興国債券²（中国債券のウェイトは10%）のいずれかへと投資している場合に限り、中国のオンショア債券市場へのエクスポージャーを有することになる。グローバル国債の標準的な市場指数³に中国国債が組み入れられるのは、2021年後半になると見られる。これらのベンチマークにおける中国の比率は、その経済的重要性（世界のGDPの16%、新興国のGDPの44%を占める）⁴だけでなく、中国オンショア債券の市場規模が世界第2位であるという事実とも対照的だ。実際、中国国債市場における外国人投資家の保有割合は10%にとどまり、オンショア市場全体では3%に過ぎない。⁵

図 1. 中国のオンショア債券市場



出所: WIND。2021年3月時点。

¹ Global Aggregate; Bloomberg Barclays Global Aggregate Index

² Local Currency Emerging Market Debt; JP Morgan GBI-EM Global Diversified Index

³ FTSE WGBI

⁴ World Bank

⁵ CCD, PBOC

GDP や市場規模は、特に債券運用においては、必ずしも資産配分を決定する際の目安とはならないが、標準的な債券ベンチマークは、中国の経済や債券市場の規模を反映していない。後述する**独自性**および**投資魅力の高さ**に基づいて、中国債券へのエクスポージャーの拡大を正当化するのであれば、ベンチマークおよび一般的なポートフォリオにおける構成比率の低さについては、中国債券特化型の投資枠を確保することが、問題の解決となるだろう。

図 2. 債券市場の規模比較

国	市場規模 (兆米ドル)
米国	\$46
中国	\$17
日本	\$14
英国	\$7
フランス	\$5
ドイツ	\$4
カナダ	\$4

出所: BIS。2020 年 11 月末時点。

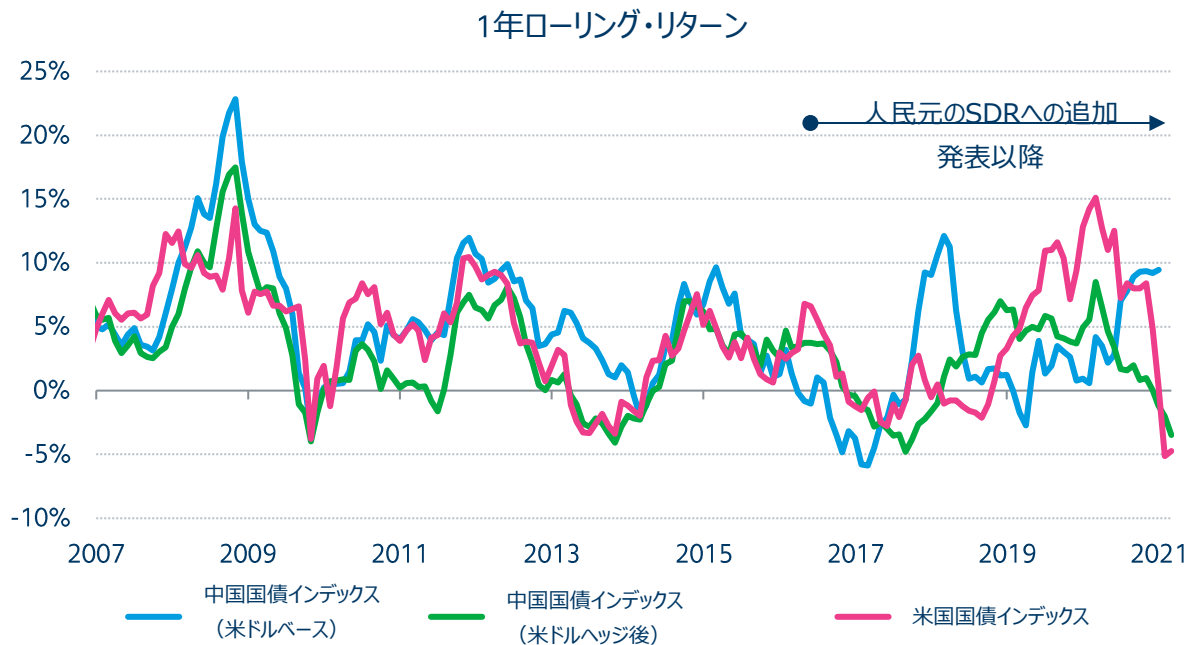
独自の世界

中国のオンショア債券市場⁶は、少なくとも歴史的には、広範な債券市場に対して**独自性**を示している。現地通貨建て新興国債券市場と比較すると、中国と他国の平均的な相関係数は、わずか 0.2 にすぎない。これは、中国の通貨ならびに債券市場が、他の新興国市場よりも低い景気循環性を有する低いためと思われる。大規模な先進国と同様、中国は、グローバルなリスク資産の動きからは幾分独立した、あるいは逆に、独自の反景気循環的な特性を生み出すことができる。言い換えると、市場の下落局面において、中国の債券市場は、先進国市場に似た動きを見せ、通常、金利は低下する。

ただし、中国は、他の新興国市場と差別化されているように見えるが、先進国として扱われているわけでもない。新型コロナウイルスの感染拡大が生み出した市場の歪みが解消されると、先進国市場の実質政策金利は 0~-2.25%となるのに対し、中国では+1%程度となる。さらに、中国国債の収益率は、先進国市場との相関において、さらに一貫性をなくしてきている。当然のことながら、これは、中国による為替管理および資本勘定の段階的な自由化の推進に起因している。

⁶ オフショアの米ドル建て中国社債は、共通の金利エクスポージャーを有し、他のクレジット関連商品との相対価値に応じて取引される機会がより多いことから、オンショアよりもそうした関連商品に近い形で取引がなされる。

図 3.中国金融市場の自由化によって薄れる米国債および中国国債の連動性



出所：JP モルガンのグローバル国債指数ファミリー。2021 年 4 月 30 日現在。

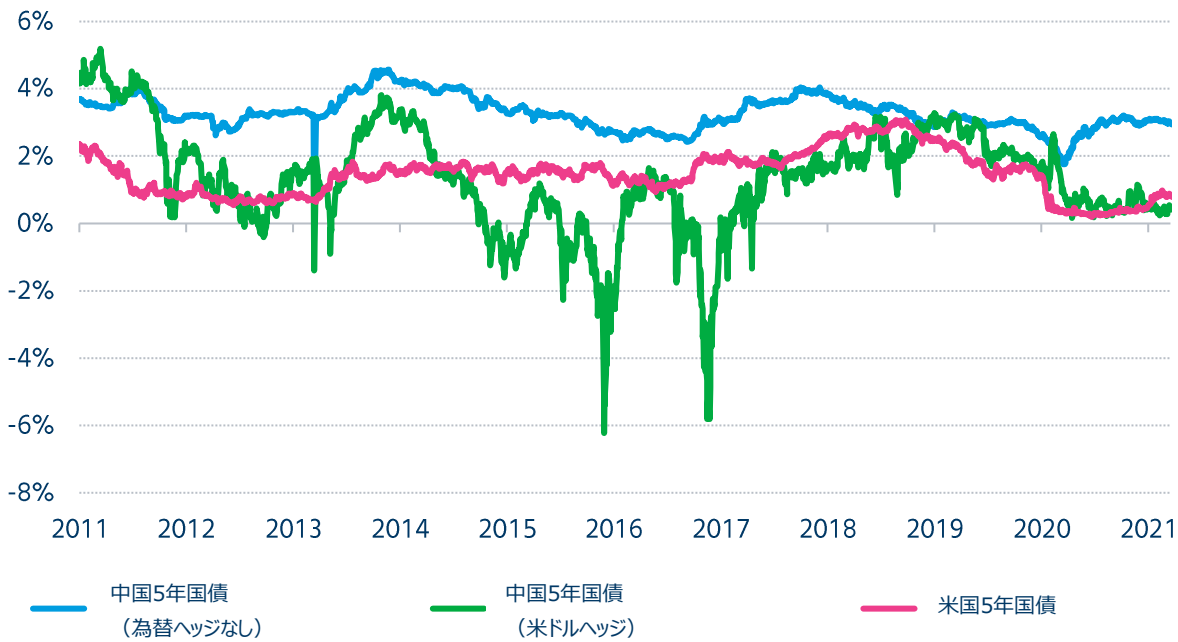
中国は、先進国と新興国の間に位置するというよりもむしろ、その中間に位置しつつ、それ自体がひとつの世界を形成している点で、独特な存在だ。規模が非常に大きく、比較的閉鎖的な経済であり、外部からの資本流入に大きく依存することなく機能しているため、一般的に外貨建て国債のリスク要因となる通貨と金利をより厳重に管理することができる。資本勘定の自由化、および、より大幅な変動を容認する通貨体制への移行を進めていることから、現在の状況が今後も継続するか否かは不透明だ。近年、中国株式ならびに債券市場における先進国投資家の保有割合が高まっていることから、これらの投資家は当然、通貨の変動がより景気循環的になることを懸念しているかもしれない。しかし、そうしたことを懸念する以前に、投資家の国際ポートフォリオにはまだ大きな拡大の余地がある。

これまで、中国債券の**未だ低い存在感**および**独自性**について論じてきた。ここで、投資家は最後の重要な質問に答える必要がある。それは本当に魅力的なのか？という問いである。

今がその時なのか？

中国のオンショア債券には、ディフェンシブなサブセクターと成長志向のサブセクターがある。現在、ディフェンシブ債（中国の国債および国有銀行債）の5年物利回りはおよそ3%で、特に中国の格付けが投資適格（A+/A1）であることを考慮すると、他の先進国市場の安全資産よりも魅力的な利回りが得られるように見える。しかし、この利回りの優位性は、右肩上がりのイールドカーブではなく、高い短期金利によってもたらされている。為替のヘッジコストは短期金利によって決まるため、為替ヘッジを行った場合、中国国債への投資による見かけ上の利回り優位性は消え、マイナスに転じてしまうこともありうる。

図 4. 中国国債および米国債の 5 年物利回り



出所: JP モルガン。2021 年 4 月 30 日現在。

図 5. 各国 5 年債利回りと為替ヘッジ後の中国国債利回り

弊社の中長期的な資本市場見通しでは、中国元に対して強気な見方をしているものの、長期投資家が中国元のリスクを取るのであれば、株式市場への投資を推奨している。⁷ 中国における技術革新、および、より内需重視の経済への全般的な転換といった変革シナリオは、変革から最も恩恵を受ける分野への投資が最適であろう。⁸

国	5 年債利回り	為替ヘッジ後の中国 5 年債利回り	利回り差
中国	2.99%	n/a	n/a
豪州	0.73%	0.31%	-0.42%
カナダ	0.95%	0.40%	-0.54%
ドイツ	-0.57%	-0.28%	0.30%
日本	-0.10%	0.16%	0.25%
英国	0.28%	0.37%	0.09%
米国	0.85%	0.46%	-0.39%

出所：JP Morgan。2021 年 4 月 30 日現在。

しかし、より債券志向のポートフォリオを有する投資家、および、現在の株式や債券市場への投資から得られる以上に中国元のエクスポージャーを求める投資家にとって、中国政府や国有銀行が発行する債券は、通貨リスクはあるものの、魅力的な実質利回りを提供し、信用リスクも最小限に抑えられている。

中国のオンショア債券に投資するもう一つの方法は、クレジット市場を利用することだろう。クレジット市場も、先進国において同等の格付けを有する企業より、大幅に厚い水準の信用スプレッドで取引されていることから、表面的な投資価値は高そうに見える。しかし、残念ながら、その見ために騙されてはいけない。

1. 中国国内の格付会社の間では、格付インフレが横行している。国内で AAA と評価されている会社が、海外ではハイイルドの評価を受けている可能性がある。2020 年に中国で最も注目されたデフォルトである永城煤電集団（Yongcheng Coal and Electricity）は、年初の時点では AAA 格が付与されていた。また、2020 年の国内のデフォルト率は 1.8%に過ぎなかったものの、当局が国有企業に付与する暗黙の保

⁷ 上場株式は右記リンクを参照：<https://www.mercer.com/content/dam/mercer/attachments/global/gl-short-em-and-china.pdf>
マーサーでは、今年中に中国のプライベート市場における投資機会を議論するレポートの発行を予定している。

⁸ 中国の現在（第 14 回）の五カ年計画では、「双循環」政策の実行を通じた国内消費主導での成長を掲げている。こうした変化は、内需拡大、輸入代替、および、技術的自給率の向上につながるだろう。

証を徐々に弱めていることから、デフォルト率は着実に上昇傾向にある。実際、2020 年は初めて国有企業のデフォルト件数が、民間企業のデフォルト件数を上回った年となった。

2. 中国のクレジット市場では、社債の買い手の多くが、満期まで保有を継続する傾向があり、比較的流動性が低い。中国社債市場の回転率（23%）は、米国の投資適格債の回転率（73%）の3分の1以下であり、米国ハイイールド債（154%）の6分の1以下である。⁹

図 6. よりディフェンシブなセクターへと集中する債券市場の流動性

債券種別	債券発行額 (10 億 中国元)	日次売買金額 (10 億 中国元)	回転率 (年率換算)
国有銀行債	17,600	500	713%
譲渡性預金証書	11,100	250	565%
他の金融債	4,000	10	63%
中期債	7,400	25	85%
コマーシャル・ペーパー	2,100	2	24%
社債	11,000	10	23%

出所: HSBC, Wind, CCDC, SCH, CSDCC via Ashmore。2019 年12 月時点。

3. 国による暗黙の保証が付与されていることから、クレジット・スプレッドは、ファンダメンタルズに対して歴史的に割高な水準で推移しており、機関化プレミアム（投資する機関投資家が少ない市場に対して、投資家が要求する上乗せ期待収益率）はほぼ、ないしは、まったく存在せず、非流動性プレミアムもほとんど見られない。
 - 中国の社債市場では、2020 年および 2021 年に、大規模な国有企業の多くがデフォルトに陥ったことを受けて、国による支援に対する認識が見直されており、信用リスクの再評価が進んでいる。

⁹ JPMorgan; TRACE

4. 中国債券市場、特にクレジット市場は、経済の将来的な状態よりも、過去の状態を反映する傾向があり、市場ユニバースの大部分を「古い」経済を代表する国営企業が占めている。中国経済の変化を考えると、敗色濃厚な分野よりも、成長を勝ち取る分野でのリスクを取るべきだろう。

こうした問題に対するアクティブ運用による解決策として、トータル・リターンを重視した戦略ユニバースも開発されている。同ユニバースに含まれる戦略は、オンショアの金利ならびにクレジット市場、および、オフショアのクレジット市場の両方へと投資を行う。これまで、同ユニバースは、機動的にエクスポージャーを管理しつつ、オンショア市場に残る非効率性を利用することで、超過収益を獲得する能力があることを示してきた。

次の展開は？

中国債券は、未だ低い存在感、および、独自性を有するものの、現在のところ、中国オンショア市場に投資する最適な方法ではないだろう。先進国では大規模な金融緩和が継続しており、中国国債および国有銀行が発行する社債の実質利回りには一定の投資妙味はあるものの、投資にあたっては為替リスクを受け入れる必要がある。

より高いリターンを求める債券投資としての選択肢もあるだろうが、オンショアのクレジット市場は、流動性の改善や機関投資家市場の拡大が進んでいる状況ではあるものの、早い段階での市場参加者が通常獲得できる非流動性プレミアムや機関化プレミアムは未だ見当たらない。

債券以外の選択肢としては、中国が推し進める国内消費型経済への転換に合わせて、中国 A 株に投資した方が、中国元のリスクをより適切に管理できると思われる。

しかしながら、こうした見方を覆す将来的な可能性は残されている。債券ならびに通貨市場ともに、市場機能をサポートするような規制改革が行われており、また、国による支援の弱まりも、短期的にはクレジット市場の収益率にマイナスとなるものの、長期的にはプラスに寄与するだろう。こうした変化によって、市場は信用リスクに対してより適切な追加的なリターンを求めるようになり、その結果、より効率的な資本配分が行われるようになるはずだ。中国の金融ならびに債券市場の継続的な発展は、機関投資家にとって、今後も重要なテーマとなるだろう。



Nathan Struempfler

Senior Strategic Research Specialist

重要事項

商号：マーサー・インベストメンツ株式会社

住所：107-6216 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー

電話：03-6775-6700

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第454号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

ご注意事項

- マーサーとは、当社、Mercer LLC、及び（又は）その関係会社を含むものとします。
- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売買の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資助言のご提案は記載されておりません。お客様ご自身の投資目的及び財務状況を考慮し、当該投資戦略のリスクや妥当性と十分にご検討ください。
- 本資料にはマーサーの秘密情報及び専有情報が記載されており、マーサーが定めた当事者以外は使用することはできません。本資料の内容の全部又は一部を、マーサーの書面による事前許可を得ることなく修正したり、販売したり、又は他の個人若しくは組織に提供したりすることはできません。
- 本資料で明示される所見、評価、及び（又は）意見は、マーサーの知的財産であり、予告なく変更される場合があります。これらは、検討対象の投資商品、資産クラス、又は資本市場の今後の運用実績に関し、何らかの保証を付与することを意図するものではありません。
- 過去の運用実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づいて作成されていますが、マーサーがその情報の正確性、信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に掲載されている内容は全て資料作成日以前のものであり、今後予告無しに変更される可能性があります。
- マーサーの利益相反に関する開示については、当社担当者にお尋ねいただくか、又は[Report \(Vertical\) \(mercer.com\)](https://www.mercer.com)をご覧ください。
- 本資料に掲載されている情報は法律、会計、税務、経営、投資その他にかかる助言を含むものではありません。
- 弊社はお客様との投資一任契約に基づき、お客様の口座に外国投資証券等を組み入れることにより運用戦略の提供を行います。組入対象となる外国投資証券等は金利、通貨、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を原因として価値が変動するため、投資一任契約に基づく投資の運用成果も変動します。投資一任契約に基づく投資は投資元本が保証されているものではなく、係る投資において生じた利益及び損失は全てお客様に帰属します。
- 投資一任契約に基づく投資顧問報酬として、原則として契約資産額及び契約期間に応じ定率の報酬をご負担いただきます。更に投資顧問報酬に加え、外国投資証券等に係る運用報酬及びアンダーライニング・マネージャーへの運用報酬その他の手数料等が外国投資証券等の資産から控除されます。これらの報酬や手数料等は、外国投資証券等により異なるため、その料率や上限額、合計額等を表示することはできません。