

中国現地通貨建て債市場へのアクセス

THE BLUEBAY GLOBAL MACRO INVESTMENT TEAM



2020年2月にJPモルガンは、エマージング現地通貨建て債の代表的な指数であるGovernment Bond Index – Emerging Markets Global Diversified (GBI-EM)に中国を加え始めました。構成比率は1%からスタートし、毎月1%ずつ増やしていき、最終的には11月に1カ国あたりの上限である10%に達する予定です。中国は20カ国目の構成国となります。2019年4月には、バークレイズ・グローバル総合インデックスにも中国は加えられており、2020年末にその構成比率は6%を超える見込みです。

中国が構成国に加わることになった背景と投資家への潜在的な影響について見ていきます。

ゼンボ・ホウ

エマージング債ソブリン・ストラテジスト



中国の債券市場の開放は、資本規制の緩和を意味するのか

中国の債券市場の開放は、より幅広い資本の自由化戦略の一環であると考えていますが、その道筋はゆっくりとしており、順次実施され、ペースはバラつきがあるでしょう。IMF予想（WEO 2019年9月）によれば、輸出から消費への経済の健全なリバランスと海外旅行者による消費の増加といったことを反映して、中国のGDP対比の経常黒字は2007年の10%近い水準から、2020年には1%程度まで下落するとされています。

中国の経常収支が今後数年間で、黒字から均衡状態に移行していくなかで、中国の債券市場の発展と海外投資家の市場参入は不可欠であると考えています。長期的に中国政府は、市場主導の改革を推し進め、金融セクターを中心とした市場の混乱を回避することに強い意欲を持っているとみています。

中国の債券市場の開放は、より幅広い資本の自由化戦略の一環であると考えています

ブレント・デビッド

シニア・ポートフォリオ・マネジャー

カスパー・ハンス

シニア・ポートフォリオ・マネジャー

アレクサンドリア・サン

ポートフォリオ・マネジャー



エマージング市場及び先進国市場の投資家にとって、インデックス構成国になることで、バリュエーション面からはどのような影響があるのか

エマージング市場

エマージング投資家からの目線でバリュエーションを考える際、GBI-EMインデックスに中国を含めることによって、インデックスのリターンにどのような影響があるかを考えますが、その点において資産クラスの魅力は増すと見ています。

下の表1の通り、中国の国債利回りは2.93%であり、これは元々のインデックスの利回りである4.99%を大幅に下回ることから、中国が加わることによってインデックスの利回りは18bps低下して4.82%となります。

デュレーションについては、インデックスよりは中国のデュレーションはやや長いものの、インデックス全体に及ぼす影響は大きくないとみられます。インデックスにおいて、比率を大きく削減されるのは、デュレーションの長い市場となっているからです。

通貨の観点からは、人民元のベータ値は低い方で、同水準にある通貨はペルー・ソル、それよりもベータ値が低い通貨はフィリピン・ペソ、マレーシア・リンギット、タイ・バーツしかありません。そのため、インデックスでは分散がさらに増しながらも、通貨がもたらすボラティリティは抑制されることにつながるとみています。

先進国市場

長きに亘って、中国債券市場で投資をすることは、グローバルな投資家にとって、あれば良い選択肢という位置付けでした。しかし、もうその限りではなくなりました。取引可能な中国債券市場の規模は4兆米ドルに上ります。ちなみに米国債券市場は26兆米ドル、欧州債券市場は17兆米ドル、英国債券市場は3兆米ドルの規模となっています。

さらに、ここ数ヶ月で中国はグローバル債券インデックスにおいて重要な立ち位置になってきています。2020年末までに、中国の中央銀行及び財務省が発行する債券は、54兆米ドルのバークレイズ・グローバル総合インデックスで6%を占めることになると推定されています。中国国債の算入についてはFTSE世界国債インデックスでも検討されています。

流動性及び格付けの付与に改善が見られれば、社債についても主要グローバル指数に算入される可能性があり、構成比率も高まっていくかもしれません。

相対価値の面からは、中国債券市場には特有の価値があると考えています。

流動性及び格付けの付与に改善が見られれば、社債についても主要グローバル指数に参入する可能性があり、構成比率も高まっていくかもしれません

表1：GBI-EMに中国が加わる前と後の変化

	構成比率 (%)	利回り (%)	変化 (%)	デュレーション (年)	変化 (年)
前	0	4.99		5.44	
後	10	4.82	-0.18	5.43	-0.01

それは、グローバル・ポートフォリオにおける分散効果で、主要債券インデックスとの相関が非常に低くなっています。過去10年間の週次リターンで見ると、中国のオンショア債券市場と米国債市場の相関はわずか0.1で、バークレイズ・グローバル総合インデックスとの相関もおよそ0.2に留まります。さらに魅力的な点は、通貨ヘッジ前での利回りの高さと様々なセクターに投資機会が存在していることです。

国内の政府機関（エージェンシー）債で見ると、海外投資家にとって有利な税制が適用されることから、国有開発銀行は国債に対して魅力的な上乗せ利回りを提供しています。エージェンシー・セクターは国債に対して約50bpsのスプレッドを提供しています。欧州及び米国のエージェンシー債を見た場合、国債に対して得られる上乗せスプレッドはほとんどありません。

さらに、中国の金融市場は活況で、クレジット・リサーチの専門性を持つ投資家には投資機会があります。堅固な経済基盤を持つ信用力の高い州や地方政府が発行する地方政府債は、国債の代替投資となり得ます。国債と比較すると流動性は低下しますが、20～25bpsの上乗せスプレッドが得られます。

さらに、良く知られたソブリンや国債機関が発行体となるパンダ債（中国外の発行体が発行する人民元建て債）市場においても投資機会を見いだしています。例えば、2019年にポルトガルはユーロ圏の国として、人民元建て債を初めて発行しました。ユーロ建て債と比較して人民元建て債は80bps程度の上乗利回りを提供しています。その他にも、ポーランド、ハンガリー、韓国などもパンダ債を発行しました。

さらに魅力的な点は、通貨ヘッジ前での利回りの高さと様々なセクターに投資機会が存在していることです



ベン・トンソン
シニア・トレーダー

アレクサンドリア・サン
ポートフォリオ・マネジャー



市場規模、流動性、今後の課題という面からの他資産との比較

エマージング現地通貨建て債市場において、中国は最も流動性が高い国の一つです。一取引あたりの標準サイズは50～100百万人民元となっています。この取引サイズに対する、通常のビッド・オファー・スプレッドは0.25～0.5bpsとなっています。最も流動性が高い銘柄で考えれば、200～300百万人民元のサイズでも簡単に取引できるとみています。この取引サイズに対するビッド・オファー・スプレッドは1bps程度であると考えています。

伝統的な先進国市場と比較して、ビッド・オファー・スプレッドや月間の売買率は妥当な水準と考えています。

課題

先進国市場と比較して、**金利ヘッジの手法**が確立されていません。オンショアの債券先物市場で海外投資家が投資をすることはまだ出来ません。オフショアのノンデリバブル金利スワップ市場も理想的な代替とはなりません。しかし、市場の発展とともに、海外投資家が投資できるヘッジ手法は確立されていくとみています。

米国と比較すると、**中国の国内格付けはAAAとAAに偏っています**。中国のクレジット債の約40%がAAA格で、55%がAA+もしくはAAとなっています。格付けの分類が限定されていることは中国債券市場の投資のもう一つの制約となっており、グローバル債券指数への算入の妨げとなっています。グローバルな格付け機関の使用を通じてより透明性が高まれば、中国債券市場の魅力は一段と高まると考えています。

あらゆる年限において、**オンザラン銘柄とオフザラン銘柄によって大きな差**があります。そのため、直近の発行銘柄に投資をし、流動性管理を行うことが取引コストを軽減するために重要になると考えています。

表2：国債の流動性

	ビッド・オファー・スプレッド	月間売買率
中国	1-4bps	0.2
米国	0.05-0.1bps	0.8
ドイツ	0.1-0.2bps	0.3
英国	0.1-0.2bps	0.4
日本	1-2bps	0.6

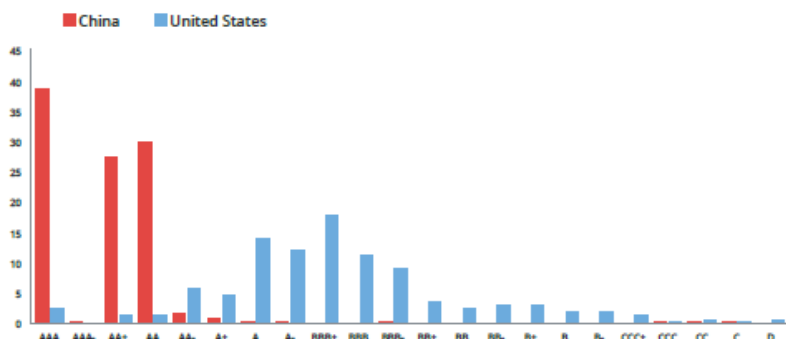
出所：BlueBay estimate, IMF, UK DMO, ESMA, AFME, BIS, SIFMA, JSDA 2020年1月

さらにイールドカーブの年限によって流動性も変わり、例えば7年債の流動性は低く、5年債や10年債よりもビッド・オファー・スプレッドは大きくなっています。

市場の発展とともに、海外投資家が投資できるヘッジ手法は確立されていくとみています

管理業務（アドミニストレーション）は改善余地があります。アジア各国は異なる決済プロセスを取っており、同じプロセスを取る国はほんの一部です。ブルーベイでは、中国債券市場へは中国インターバンク債券市場（CIBM）を通じてアクセスしています。CIBMへのアクセスには中国外貨取引センター（CFETS）のマッチング・システムが必要となり、ロンドン時間午前9:00という厳格なカットオフ・タイムが設けられています。

図1：中国と米国のクレジット債の格付け



出所：IMF 2019, Bloomberg 2017

ゼンボ・ホウ

エマージング債ソブリン・ストラテジスト



中国経済に対するファンダメンタルズ見通し

中国経済には以下の3つの特徴があると考えています。

1. GDP成長率が年率6～10%の高スピード成長モデルから、年率4～6%の経済成長率に鈍化しています。
2. 輸出及び投資主導から消費主導の経済成長モデルに移行しようと取り組んでいます。
3. 最も重要な点として、超過投資、住宅バブル、余剰生産力、デフレ、地方政府債のモラル・ハザードを生んだ、以前の景気刺激策による副作用を消化中です。

こうした国内の困難に直面しながらも、中国の政策ミックスは、経済のレバレッジを抑え、より持続可能な水準にすることで、2017年後半からシステミックな金融リスクの軽減に注力してきています。そしてこれは正しい方向性であると考えています。シャドー・バンキング・セクターを通じた過度なリスクを抑制するために、レバレッジを解消する政策が取られました。しかし、このことによる信用スウィーズが民間セクターに与える大きなインパクトについて政策当局は過小評価をしてしまったようです。

中国経済が直面する構造的な問題に関する政策当局の分析は間違っていないと思います。そのため、現時点においては需要を押し上げることよりも供給サイドの改革を行うことが、より有効な政策対応となるでしょう。過去40年間の中国で実施された改革を分析するとさらに理解が深まります。需要管理の政策は短期的な息継ぎを与えただけであり、中長期的な課題を解決するには至りませんでした。



エマージング市場においては、情報を得ることが難しく、中国もその例外ではありません。インターネット、スマートフォン、SNS、ビッグ・データの普及で、中国のデータの透明性と信頼性は格段に増しましたが、改善の余地は大きいと考えています。

そのため、政策当局及び国内市場参加者にコンタクトを取ることが必要不可欠です。私たちにとっても中国の政策当局とのやりとりは建設的で、市場参加者と定期的にコンタクトを取るように当局にブルーベイでは提言しています。

現時点においては需要を押し上げることよりも供給サイドの改革を行うことがより有効な政策対応となるでしょう

ベン・トンプソン

シニア・トレーダー

エイドリアン・ホール

アシスタント・ポートフォリオ・マネジャー



海外投資家にとって中国債券市場にアクセスする方法には、CIBMとボンド・コネクトがありますが、ブルーベイがCIBMを採用している理由

CIBMを通じた中国市場へのアクセスは2016年2月に海外投資家に開放されました。

ブルーベイは中国現地通貨建て債市場で早くから投資を行ってきた投資家として、CIBMの手続きをすぐさま始めました。

ボンド・コネクトは2017年7月に開設されましたが、その時点でCIBMの流動性は十分で、オペレーション上の社内プロセスも整っていました。そのため、ボンド・コネクトを使用するための追加手続きは取らないことにしました。

開設時のボンド・コネクトと比較すると、プラットフォームは強化されて流動性も増えています。そのため、中国市場へのアクセス方法については随時モニタリングをし、見直しを行っていく予定です。

取引量

2019年の海外投資家による取引量は5.3兆人民元でした。そのうちCIBMを通じた取引は2.7兆人民元、ボンド・コネクトを通じた取引は2.6兆人民元となりました。

オペレーション上、CIBMとボンド・コネクトの大きな違いは以下となります。

ボンド・コネクトは、現物債の取引のみが可能である一方、CIBMは金利スワップ、譲渡性預金（NCD）、コマーシャル・ペーパーの取引も可能です。

ボンド・コネクトの口座は香港（グローバルなカストディ銀行）にありますが、CIBMの口座は上海（現地のカストディ銀行）にあります。

ボンド・コネクトの取引は全て電子化（RFQ）されていますが、CIBMは伝統的な方法（電話やブルームバークのチャット）で完了します。

ブルーベイのようなアクティブに中国の現地通貨建て債を運用したい運用者にとっては、CIBMの方が、様々な投資商品の取引が可能でありコスト効率も良いことから、より魅力的なアクセス手法であると考えています。

一方で、口座開設プロセスが簡単なことや、取引からオペレーションのプロセスが合理化されていることを考えると、パッシブ運用のファンドにとってはボンド・コネクトを使う方が便利かもしれません。

ブルーベイのようなアクティブに中国の現地通貨建て債を運用したい運用者にとっては、CIBMの方が、様々な投資商品の取引が可能でありコスト効率も良いことから、より魅力的なアクセス手法であると考えています



ディスクレーム

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号
一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマーゼンゴソリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーゼン社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマーゼン総合債券戦略：年率 0.60%（税抜） / エマーゼン短期総合債券戦略：年率 0.60%（税抜） / エマーゼン債アンコンストレインド戦略：年率 1.00%（税抜） / ハイ・イールド債/ロン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / レバレッジド・ファイナンス・トータル・リターン戦略：年率 0.75%（税抜）

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国/地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではございませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面等の書面の内容を十分にお読み下さい。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家に相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上