

中国人民幣建て債券について

～中国の債券市場とインデックスへの組み入れ～

目次

- I. はじめに
- II. 中国の債券市場について
- III. 主要な債券インデックスへの組み入れ
- IV. 投資対象としての人民幣建て債券
- V. 終わりに

資産運用部 ファンドマネージャー 関 良太
ファンドマネージャー 佐藤 雄太

I. はじめに

中国の債券市場は近年急速に拡大しており、その発行残高は、米国・日本に次いで世界第3位の規模となっている。来年4月には、外国債券の主要インデックスであるブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合インデックスへの組み入れも予定されているなど、人民幣の国際化と併せて、中国人民幣建て債券は投資対象としての地位を一段と高めていく可能性が高い。

本稿では、まず、前半部分(第II章)において、中国の債券市場の概況を確認する。後半部分(第III～IV章)では、インデックスへの組み入れに関する動向について述べたうえで、本邦投資家が人民幣建て債券への投資を検討する際に必要と思われる材料を提供すべく、その特性について他国と比較しながら考察する。人民幣建て債券と聞くと、ハイリスク・ハイリターンというイメージを抱きがちであるが、その特性はリターンの大幅な向上よりも、分散効果の向上にありそうである。

II. 中国の債券市場について

中国政府は近年、2015年の人民幣レート切り下げなどの為替市場への介入や2016年の資本規制強化といった、およそ市場の自由化とは逆行する行動をとってきた。

その一方で、債券市場については海外投資家に対して段階的な開放を進めている。その一環として2017年7月には「ボンドコネクト」と呼ばれる中国債券市場に対する投資スキームが新たに導入された。これまで海外投資家にとって中国債券市場への参入は当局等の各種規制により容易ではなかったが、本制度によってその障壁は大きく改善したようである。

後述する規制緩和や市場開放が前提となるものの、今後の成長が見込まれる中国債券市場について、まず本章で市場概況や海外投資家動向などをみていく。

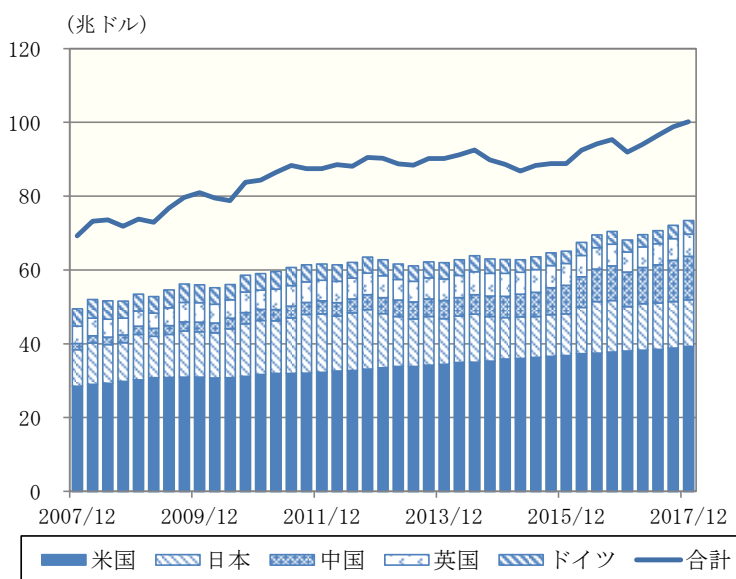
1. 市場概況

(1) 市場規模

BIS(国際決済銀行)によると、世界の債券市場は2017年12月末時点で初めて100兆ドルを超えた(図表1)。中でも中国債券市場の拡大は目覚ましく、日本に迫る世界第3位の規模まで拡大している。

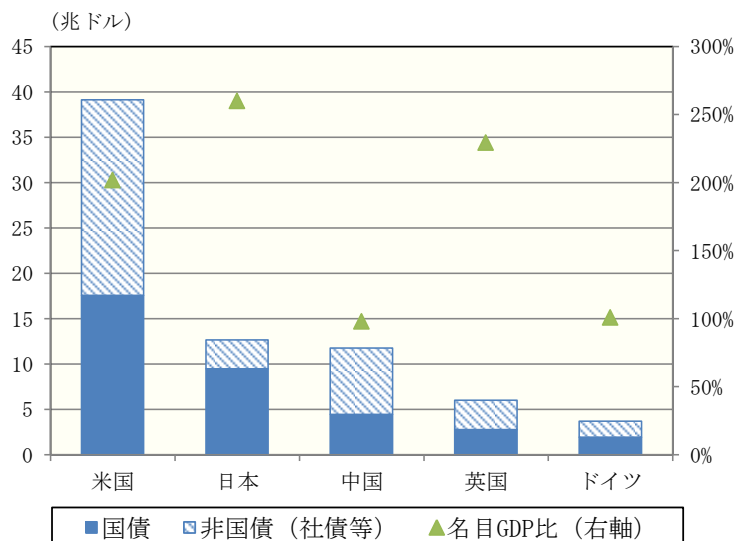
その内訳をみると、国債は日本の方がより多く発行しているが、非国債(社債等)の発行規模では中国が日本を上回っている(図表2)。中国は日本以外の先進国と同様の社債比率となっており、むしろ日本の国債への偏重ぶりが際立つ。

図表1：市場規模の比較



出所：BIS データを基に三菱UFJ信託銀行作成

図表2：発行体別発行残高の比較
(データ基準：2017年12月末)



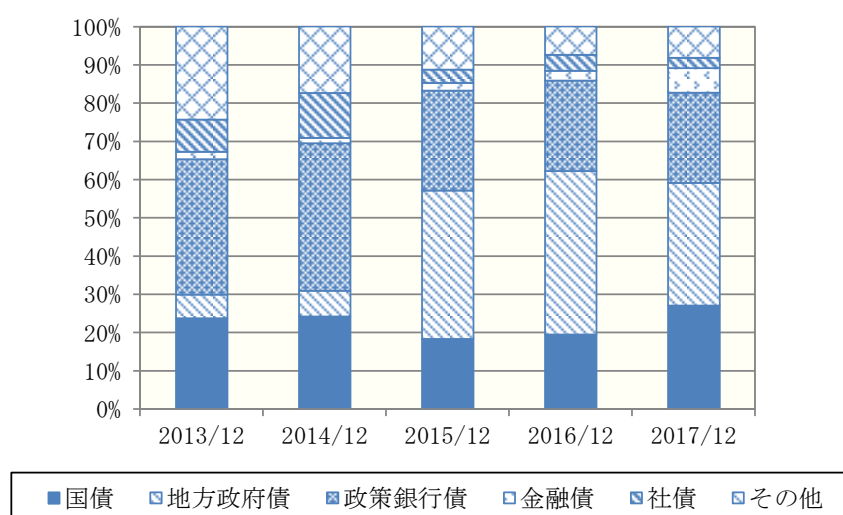
出所：BIS データを基に三菱UFJ信託銀行作成

また、2017年12月末時点における名目GDPに対する債券市場規模の割合をみると、中国は100%弱程度に留まっている。200%を大きく超過している日本を筆頭に、先進国においては債券市場規模がGDP比100%を大きく上回る国もあることから、中国の債券市場は成長余地が大きいと考えられる。

(2) 発行体別の債券発行額

各年の債券発行額を発行体別にみると、地方政府による発行が急増していることがわかる(図表3)。これは、シャドーバンキングと呼ばれる銀行の帳簿外融資を通じて資金を調達してきた地方政府が、近年の中央政府によるシャドーバンキング規制強化を受け、2015年に解禁された地方政府による地方債の直接発行へと資金調達手段を変更したことが主要因であるとみられる。

図表3：中国債券市場における発行体別の債券発行額比率



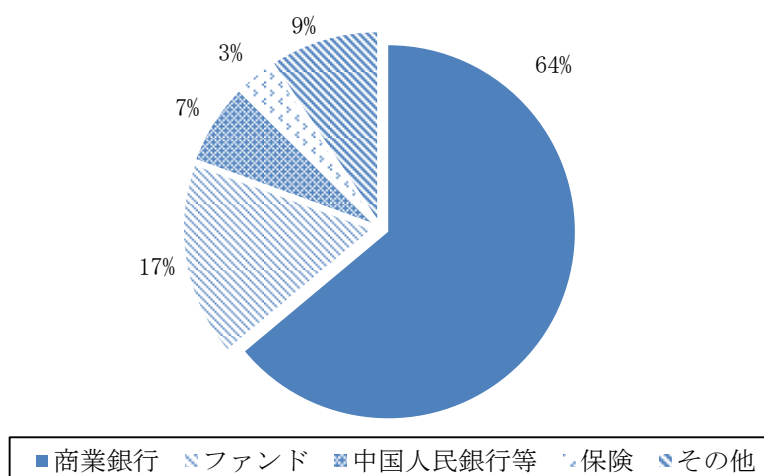
出所：中国人民銀行データを基に三菱UFJ信託銀行作成

(3) インターバンク市場

中国の債券市場は大きく2つに分かれている。それぞれ「インターバンク(銀行間取引)市場」、「取引所市場」と呼ばれているが、中国人民銀行によれば、2018年第1四半期における取引量は前者が全体の90%以上を占めており、インターバンク市場が主要なマーケットといえる。なお、後述する中国債券市場に対する投資スキームもこのインターバンク市場に参入するためのものとなっている。

インターバンク市場における投資家別の国債保有比率をみると、全体の6割以上を商業銀行が占めている(図表4)。これは、中国国内の預金者から集めた潤沢な資金を主に国債に再投資しているためとみられる。また、保険セクターや海外投資家(その他に含まれる)の保有比率は日本と比較すると低いですが、今後、市場が成熟していく中で保有者の分散も図られていくことだろう。

図表 4 : 国債の投資家別保有比率
(データ基準 : 2017 年 12 月末)



出所 : Asian Bonds Online データを基に三菱 UFJ 信託銀行作成

(4) 格付け

中国国債(自国通貨建て長期債)の格付けは、Moody's および S&P よりそれぞれ A1、A+ を付与されており、主要国と比較しても遜色ない水準にある(図表 5)。ただし、国内債務の拡大や経済成長に対する先行き懸念などを背景として、2017 年に Moody's および S&P より共に一段階格下げされている点には留意されたい。

なお、社債については、これまで中国国内の格付け機関が格付けを付与してきたが、発行された債券の 90%以上に AA 格以上を付与しているというデータもあり、社債に対する格付けの信頼性には疑問が残る。実際、2018 年に入ってから、2016 年に記録した年間ベースでの過去最悪の 207 億元(約 3,300 億円)に迫るペースで社債のデフォルトが発生していることもあり、社債への投資にはより一層の注意が必要である。

図表 5 : 主要国との格付け比較
(データ基準 : 2018 年 6 月末)

Moody's		S&P	
米国、ドイツ、オーストラリア、オランダ、カナダ、シンガポール、スイス、スウェーデン、デンマーク、ノルウェー	Aaa	ドイツ、オーストラリア、オランダ、カナダ、シンガポール、スイス、スウェーデン、デンマーク、ノルウェー	AAA
オーストリア、フィンランド	Aa1	米国、オーストリア、フィンランド	AA+
英国、フランス	Aa2	英国、フランス、ベルギー	AA
ベルギー	Aa3		AA-
日本、中国	A1	日本、中国、アイルランド	A+
アイルランド、ポーランド	A2	マレーシア	A
マレーシア、メキシコ	A3	スペイン、ポーランド、メキシコ	A-
スペイン	Baa1		BBB+
イタリア	Baa2	イタリア	BBB
南アフリカ	Baa3		BBB-
	Ba1	南アフリカ	BB+
	Ba2		BB
	Ba3		BB-

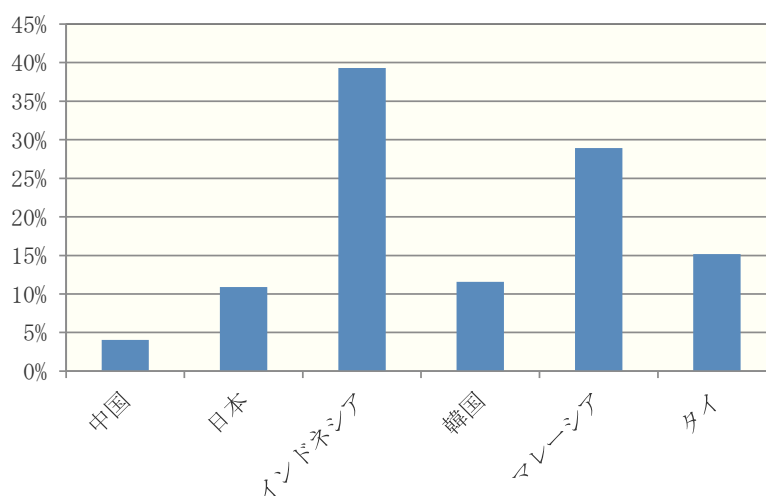
出所 : Bloomberg データを基に三菱 UFJ 信託銀行作成

2. 海外投資家動向など

(1) 海外投資家動向

前述のとおり、中国債券市場の発展は目覚ましいが、海外投資家による中国国債の保有比率は日本およびその他のアジア諸国と比較しても低い(図表6)。中国債券市場は段階的に海外投資家へ開放されてきたものの、現在も存在する取引規制が保有比率の低さの一因と考えられる。

図表6：国債の海外投資家保有比率
(データ基準：2018年3月末)



出所：Asian Bonds Online データを基に三菱UFJ信託銀行作成

(2) 取引規制

中国債券市場への参入は以下の3スキームのうちいずれかを利用する必要がある(図表7)。このうち「ボンドコネクト」が最も新しいスキームであり、中国債券投資のためのハードルは他のスキームと比較して低い。

各スキームの主な制約として、例えば、「QFII/RQFIIスキーム」では投資家資格の取得に当局の認可が必要であることや投資枠の取得が必要であること、さらに投資枠そのものにも金額の上限が定められていることなどが挙げられる。また、「CIBMダイレクトスキーム」では、投資枠の取得こそ不要であるものの、中国の中央銀行たる中国人民銀行への届出や取引の際に利用しなければならない決済代理人との個別契約が必要であり、さらに中国本土の保管振替機関に対して直接に口座開設をしなければならないといったハードルがある。投資におけるこれらの制約が海外投資家の中国債券投資を妨げている可能性がある。

一方、「ボンドコネクト」では、投資を行うための申請書類はBond Connect Company¹への提出で完了し、投資枠の取得や決済代理人との契約、中国本土への口座開設も不要と

¹ 「ボンドコネクト」スキームによる取引をサポートする合弁会社。中国外国為替取引システムおよび香港証券取引所により設立。

なっている。

なお、近年においても、中国政府が自国債券の取引拡大を企図し、従来の「CIBMダイレクトスキーム」および「ボンドコネクト」で必要とされていた投資予定額の記載を不要としたり、本邦投資家に対して「RQFIIスキーム」の投資枠を付与したりするなど、引き続き市場開放の取り組みを進めている。

ただし、「ボンドコネクト」においても為替ヘッジ等についてはサポートされていないことから、いずれのスキームにも中国債券投資に関する制約は残存する点に留意が必要である。

図表 7：中国債券投資スキーム
(データ基準：2018年6月末)

	概要	主な制約
QFIおよびRQFIIを通じた投資スキーム	適格投資家資格を通じて投資するスキーム	・投資家資格の取得や維持管理の手続きが煩雑 ・投資枠の取得が必要
CIBMダイレクトスキーム	QFIおよびRQFIIを取得せずに中国本土債券市場に直接参加するスキーム	・参加に際して中国人民銀行への申請が必要 ・決済代理人との契約が必要
ボンドコネクト	香港と中国本土の相互市場開放による投資スキーム	・DVP決済(資金・証券同時決済)不可 ・為替ヘッジ不可

QFI:Qualified Institutional Investor (適格機関投資家制度)

RQFII:Renminbi Qualified Institutional Investor (人民元適格機関投資家制度)

CIBM:China Interbank Bond Market (中国銀行間債券市場)

出所：三菱UFJ信託銀行作成

(3) SDR(特別引出権)²構成通貨への組み入れ

人民元は、中国政府などによるこれまでの市場開放に対する取り組みが奏功し、2016年10月にIMF(国際通貨基金)が定めるSDRの構成通貨入りを果たした(図表8)。

図表 8：SDR 構成比

(%)

	2016年9月まで	2016年10月以降
米ドル	41.90	41.73
ユーロ	37.40	30.93
人民元	-	10.92
日本円	9.40	8.33
英ポンド	11.30	8.09

出所：IMF データを基に三菱UFJ信託銀行作成

² IMF加盟国に配分される国際準備資産。保有者はSDRと引き換えに自由利用通貨(SDR構成通貨)を得ることが出来る。

なお、およそ5年ごとに構成通貨の見直しがなされる。

中国政府は人民元の国際化、ひいては基軸通貨³化を目指しているものとみられる。その過程においてSDR構成通貨への組み入れは、世界各国から国際通貨であるとお墨付きを得たという象徴的な出来事であり、基軸通貨化への第一歩であったと考えられる。なお、今年3月にも、通常はドル建て決済で行われている原油取引について、人民元建てで決済される原油先物が中国において上場されていることから、基軸通貨化を目指した歩みは続いているようである。

しかし、人民元の国際化は現在でもそれほど進んでいないのが実態といえる。例えば、SDR構成通貨への組み入れを受けても、世界各国の中央銀行などが保有する外貨準備資産のうち、人民元の構成比率は現在も上昇していない(図表9)。人民元の国際化には通貨としての信認を高めていくことが必要であるが、資本規制の存在や為替市場が中国政府による介入を受けることなどが、その信認を高める妨げになっているとみられる。

図表9：世界全体の外貨準備資産 通貨別構成比
(%)

	2016年12月	2018年3月
米ドル	64.7	62.5
ユーロ	19.3	20.4
人民元	1.1	1.4
日本円	4.5	4.8
英ポンド	4.3	4.7
その他	6.2	6.2

出所：IMF データを基に三菱UFJ信託銀行作成

人民元を広く流通させるには、資本規制の緩和や為替市場の変動相場制への移行など市場のさらなる自由化を図るとともに、投資対象となる債券市場の整備や成長も必須であろう。ただし、本章および次章にて述べるとおり、海外投資家に対する中国債券市場の自由化はまだ道半ばである。

³ 基軸通貨とは、国際為替市場や貿易決済において中心的な役割を果たす通貨を指す。現在の基軸通貨は米ドルとみなされている。基軸通貨国のメリットとして、自国の活動主体が為替リスクを負わないことや国際的な地位の向上に繋がることなどが挙げられる。

Ⅲ. 主要な債券インデックスへの組み入れ

ブルームバーグ社は2018年3月23日、条件付きではあるものの(後述)、外国債券の主要インデックスであるブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合インデックスに2019年4月から人民元建て債券(中国国債および政策銀行債)を組み入れることを公表した。

1. インデックスについて

本邦の年金運用においては、外国債券のベンチマークとして主要国の国債のみを組み入れた「FTSE 世界国債インデックス(以下 WGBI)」を用いることが一般的であるが、リーマンショック以降の各国の金融緩和政策を受けて債券利回りが世界的に低下する中、高い利回りを求めて投資対象を国債から社債などに拡大する動きが強まっている。近年では、国債以外に政府関連債や社債を組み入れた「ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合インデックス(以下 BBG 総合)」の存在感が高まっており、両インデックスを参考指標とするファンドの運用残高は、いずれも全世界において2.5兆ドル程度で拮抗しているとみられる。

図表 10：インデックス比較

(データ基準：2018年6月末、いずれも除く日本円)

		FTSE世界国債インデックス	ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合インデックス
投資対象		国債のみ	国債/政府関連債/社債/資産担保債
時価総額(億円)		18,961,343	46,030,664
通貨数		14	23
国数		22	71
銘柄数		767	20,641
最終利回り(%)		1.83	2.37
クーポン(%)		2.58	2.99
主な基準	市場規模	インデックス適合銘柄の額面総額合計が500億米ドル、400億ユーロ、5兆円を上回る	個別銘柄の残存額面金額が基準相当額以上 ※通貨により基準相当額は異なる
	最低格付	S&P/Moody'sの双方でA-/A3以上	S&P/Moody's/FitchでBBB-/Baa3/BBB-以上 ※3社の中間格付
	その他	市場参入障壁がないことなど	ソブリン格付(長期自国通貨建て)が投資適格、通貨が自由に取引・交換可能など

出所:各種ディスクロージャーを基に三菱UFJ信託銀行作成

BBG 総合(除く日本円)に人民元建て債券が組み入れられた場合のウエイトは6月末基準で7%程度と、英ポンドを上回り、米ドル・ユーロに次ぐ3番目の地位を占めることになる(図表 11)。なお、インデックスへの組み入れは2019年4月以降、20ヵ月かけて徐々に(毎月5%ずつ)行われる見込みである。

図表 11 : BBG 総合インデックスプロファイル
(データ基準 : 2018 年 6 月末、除く日本円)

通貨	組み入れ前					組み入れ後				
	銘柄数	構成比 (%)	利回り (%)	デュレーション (年)	格付	銘柄数	構成比 (%)	利回り (%)	デュレーション (年)	格付
Total	20641	100.00	2.369	6.58	AA2/AA3	21017	100.00	2.472	6.50	AA2/AA3
United States Dollar	12477	53.40	3.365	5.93	AA2/AA3	12477	49.78	3.365	5.93	AA2/AA3
European Euro	4781	30.19	0.677	6.86	AA3/A1	4781	28.15	0.677	6.86	AA3/A1
Chinese Yuan						376	6.79	3.885	5.45	A1
Pounds Sterling	1070	6.10	1.647	10.73	AA2/AA3	1070	5.69	1.647	10.73	AA2/AA3
Canadian Dollar	894	3.02	2.599	7.75	AA2/AA3	894	2.82	2.599	7.75	AA2/AA3
Australian Dollar	364	1.60	2.558	5.63	AAA/AA1	364	1.49	2.558	5.63	AAA/AA1
Korean Won	130	1.47	2.315	6.83	AA2/AA3	130	1.37	2.315	6.83	AA2/AA3
Swiss Franc	427	0.71	0.074	8.15	AA1/AA2	427	0.66	0.074	8.15	AA1/AA2
Swedish Krona	75	0.50	0.158	4.58	AAA/AA1	75	0.46	0.158	4.58	AAA/AA1
Malaysia Ringgit	72	0.37	4.137	5.79	A3	72	0.34	4.137	5.79	A3
Thai Baht	42	0.36	2.532	8.09	BAA1	42	0.33	2.532	8.09	BAA1
Danish Krone	24	0.35	0.252	8.06	AAA	24	0.32	0.252	8.06	AAA
Mexican Peso	16	0.35	7.658	5.29	A3/BAA1	16	0.32	7.658	5.29	A3/BAA1
Indonesia Rupiah	48	0.31	7.947	6.02	BAA2	48	0.29	7.947	6.02	BAA2
Poland Zloty	20	0.27	2.280	4.27	A2/A3	20	0.25	2.280	4.27	A2/A3
Singapore Dollar	57	0.22	2.418	6.39	AAA/AA1	57	0.21	2.418	6.39	AAA/AA1
Russia Ruble	18	0.16	7.379	4.96	BAA3	18	0.15	7.379	4.96	BAA3
Israel Shekel	12	0.13	1.513	6.48	A1	12	0.12	1.513	6.48	A1
New Zealand Dollar	34	0.13	2.465	5.01	AAA/AA1	34	0.12	2.465	5.01	AAA/AA1
Czech Koruna	17	0.12	1.645	5.77	A1	17	0.11	1.645	5.77	A1
Norwegian Krone	28	0.12	1.447	4.98	AAA/AA1	28	0.11	1.447	4.98	AAA/AA1
Hungary Forint	15	0.09	2.382	4.53	BAA3	15	0.09	2.382	4.53	BAA3
Hong Kong Dollar	14	0.02	2.226	2.99	AA1/AA2	14	0.02	2.226	2.99	AA1/AA2
Chile Peso	6	0.01	3.602	2.28	AA3/A1	6	0.01	3.602	2.28	AA3/A1

利回り：最低利回り

デュレーション：オプション調整後デュレーション

出所: Barclays Point データを基に三菱UFJ信託銀行作成

図表 12 : 中国国債および政策銀行債
(データ基準 : 2018 年 6 月末)

	銘柄数	構成比 (%)	利回り (%)	デュレーション (年)	スプレッド (bp)	格付
合計	376	100.00	3.885	5.45	40.2	A1
国債	156	46.47	3.531	6.62	0.1	A1
政策銀行債	220	53.53	4.192	4.43	75.0	A1
農業発展銀行	64	15.61	4.184	4.08	76.4	A1
国家開発銀行	105	28.42	4.203	4.82	73.9	A1
輸出入銀行	51	9.50	4.174	3.86	76.1	A1

出所: Barclays Point データを基に三菱UFJ信託銀行作成

なお、BBG 総合における人民元建て債券は、国債よりも利回りの高い政策銀行債のウェイトが大きい。

また、中国国債は WGBI の定量基準も満たしていることから、市場への参入規制のような定性面さえクリアすれば、そう遠くない将来、WGBI にも新たに組み入れられる可能性が高い。WGBI(除く日本)およびその参考市場インデックス(中国など)を 2018 年 6 月末基準で合算すると、中国国債のウェイトは 6% を上回り、米国・フランス・イタリアに次ぐ 4 番目の地位を占めることから、その影響は無視できない。なお、新たに組み入れる際には、少なくとも 6 ヶ月以上前にアナウンス⁴される。

2. インデックス(BBG 総合)組み入れの課題

人民元建て債券は、ソブリン格付けや為替ヘッジ、資本規制の有無といった定量基準を満たしているものの、実務面でいくつかの課題が残されており、以下に示す主な課題が解決されない場合には BBG 総合への組み入れは延期されることになっている。

(1) DVP 決済の導入

デリバリー・バーサス・ペイメント(Delivery Versus Payment)とは、債券の受け渡し(Delivery)と資金決済(Payment)のタイミング差により発生する不履行リスクを回避するための仕組みであり、株式・債券を問わず広く取り入れられている。

取引プラットフォームとなる「ボンドコネクト」では決済システムの制約により、人民元建て債券については受け渡しと資金決済が同時に履行されず、資金決済後にはじめて受け渡しの処理が開始されることから、カウンターパーティ・リスク⁵を抱えることになる。そのため、人民元建て債券においても、受け渡しと資金決済の同時履行を担保する DVP 決済の導入が不可欠である。

(2) 複数ファンドによるブロック取引の自由化

「ボンドコネクト」への登録はファンド毎に行われることから、ブロック取引⁶で購入した債券を、複数のファンドに分割する仕組みが整備されておらず、対応が求められる。

なお、(2)は7月中旬の解消を目指すとの報道もあったが、本稿執筆時点では解消されていない。また、(1)は8月中の解消を目指すとされているが、予定通りに実現するかは不透明である。

⁴ ある市場が3ヵ月連続で採用基準を満たした場合、その3ヵ月後からインデックスに組み入れられる。

⁵ 取引の相手方が債務不履行などに陥り、契約によって定めた支払いが履行されないことで損失を被るリスク。

⁶ 複数ファンドの売買を合算して行う取引。

(3) 納税プロセスの明確化

海外投資家による人民元建て債券取引に係る税制は、①キャピタルゲイン課税、②所得税、③付加価値税で構成される(図表 13)。国債(および地方債)は、①～③いずれも非課税となる。一方、政策銀行債については②所得税(10%)および③付加価値税(6%)が課税されるにも拘らず、納税プロセスは不明瞭であることから徴税主体や税務処理のルールを明確にする必要がある。

図表 13 : 税制

	①キャピタルゲイン課税	インカムゲイン課税	
		②所得税	③付加価値税
国債	免除	免除	免除
地方債			
その他 (政策銀行債など)		10%	6%

出所:MUFG Bond Connect Seminar in JAPAN 2018 を基に三菱UFJ信託銀行作成

IV. 投資対象としての人民元建て債券

ポートフォリオにおいて債券に期待する効用は、(1)安定的なリターンの獲得、(2)株式との分散効果であろう。そこで本章では、人民元建て債券について上記2つの観点から考察する。なお、前提として、データ取得の制約から各国の国債のみを用いることとし、為替ヘッジコストには3カ月の為替先物予約にかかるコストを年率換算したものをを用いる⁷。

1. 安定的なリターンの獲得

債券投資のリターンは、以下3つの要因に分類できることから、要因別に各国の国債と比較しつつ中国国債の特性を確認する。

(1) キャリー：クーポンによる金利収入

中国国債の利回りは相対的に高く、一見すると魅力的な水準にみえる。しかし、日中間の短期金利差が大きいことから、為替リスクをヘッジした後の円ベース利回りは日本国債とほぼ変わらない(図表 14)。

(2) ロールダウン効果：保有債券の残存期間が短期化することに伴う債券価格の上昇

中期～長期ゾーンのロールダウン効果は日本国債よりも高いが、超長期ゾーンでは日本国債を下回っており、イールドカーブ⁸の形状が不変であれば、残存期間の短期化がもたらす債券価格の上昇は限定的といえる(図表 15)。

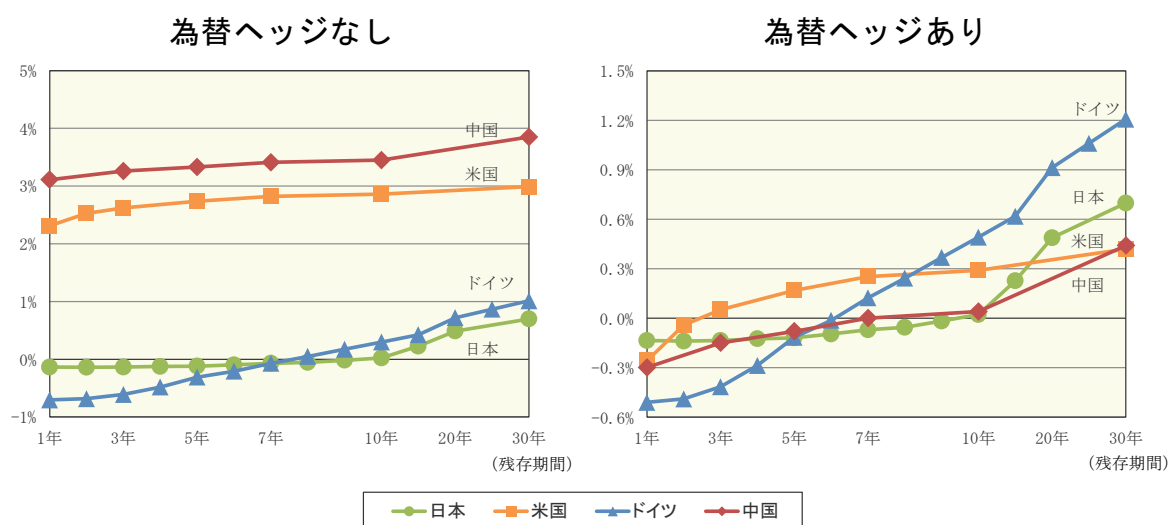
⁷ 為替ヘッジコストは、 $((3\text{カ月フォワードレート}/\text{スポットレート}) - 1) \times 4$ で算出。

⁸ 債券の残存期間と利回りとの関係を示した曲線。イールドカーブの形状は一般には右上りとなる。

(3) キャピタルゲイン／ロス：金利上昇／低下に伴う債券価格の変化

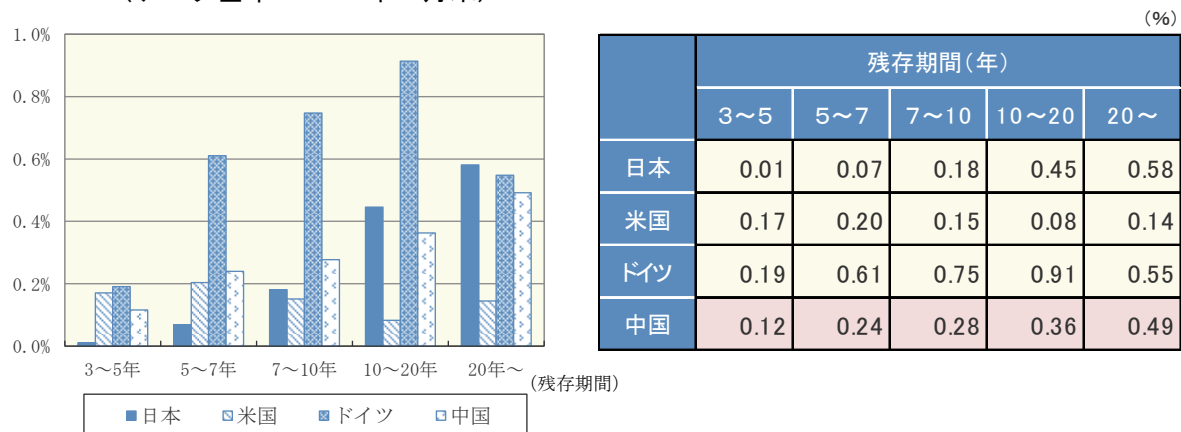
利回りが相対的に高いということは、金利の低下余地が残されているということであり、キャピタルゲインの期待値は日本やドイツよりも高いといえる。ただし、日本は日銀によるイールドカーブコントロール⁹によって金利にキャップが設けられており、足元でのキャピタルロスは限定的といえる。

図表 14：国債利回り
(データ基準：2018年6月末)



出所: Bloomberg データを基に三菱 UFJ 信託銀行作成

図表 15：ロールダウン効果¹⁰
(データ基準：2018年6月末)



出所：Citi Velocity データを基に三菱 UFJ 信託銀行にて作成

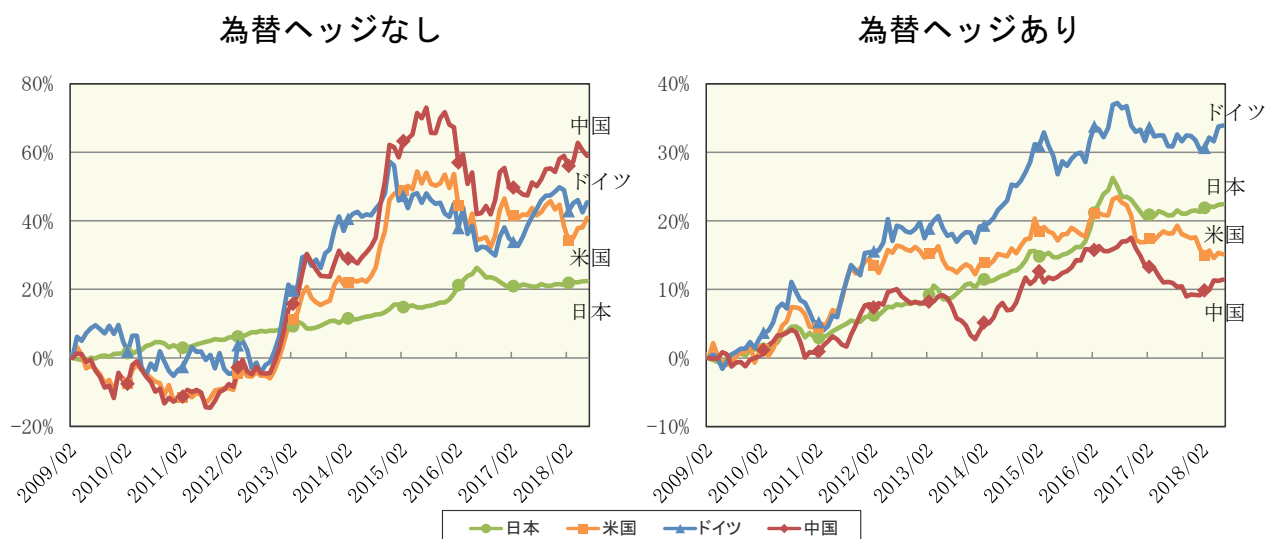
⁹ 日本銀行が 2016 年 9 月に導入した「長短金利操作付き・量的質的金融緩和」の枠組みの一つ。政策金利の誘導目標に加え、長期金利の誘導水準(10 年国債利回りを概ねゼロ程度に設定)を定め、その水準になるよう国債買入れを実施すること。

¹⁰ ロールダウン効果の測定においては、為替ヘッジの有無は影響しない。

(1)・(2)から、為替リスクをヘッジして日本国債の代替として見做すと、金利水準やイールドカーブの形状が不変という前提においては、必ずしも中国国債のリターンは日本国債を上回るものではないことがわかる。したがって、中国国債に「安定的なりターンの獲得」というかつて日本国債が担っていた役割を期待することには無理があろう。

一方で、為替リスクをヘッジせずに、相対的に高い利回りと人民元高による為替差益を享受する、もしくは(3)金利低下によるキャピタルリターンを狙うのであれば、日本国債ではおよそ得られないであろう高リターンを獲得できる可能性を秘めている。よって、外国債券のリターンの引き上げを意図するのであれば、為替ヘッジなしでの中国国債の組み入れを検討する価値はありそうだ。

図表 16：過去のパフォーマンス
(データ基準：2009年2月末～2018年6月末)



	為替ヘッジなし				為替ヘッジあり			
	日本	米国	ドイツ	中国	日本	米国	ドイツ	中国
①収益率(累積)	22.4%	40.8%	45.4%	59.0%	22.4%	15.1%	33.9%	11.4%
②収益率(年率)	2.2%	3.7%	4.1%	5.1%	2.2%	1.5%	3.2%	1.2%
③標準偏差	1.9%	8.5%	10.4%	9.8%	1.9%	3.5%	4.2%	2.8%
運用効率(②/③)	1.1	0.4	0.4	0.5	1.1	0.4	0.8	0.4

出所：Citi Velocity、Bloomberg データを基に三菱UFJ信託銀行作成

2. 株式等との分散効果

一般的に外国債券と株式との関係は、為替リスクをヘッジしない場合は為替の影響(リスクオフ局面での円高進行)が大きく、株式と順相関となる一方で、為替リスクをヘッジした場合には株式と逆相関になるという特性を有しているといわれる。中国国債についても同様であるが、むしろ無相関に近く、株式との分散効果はありそうだ(図表 17)。

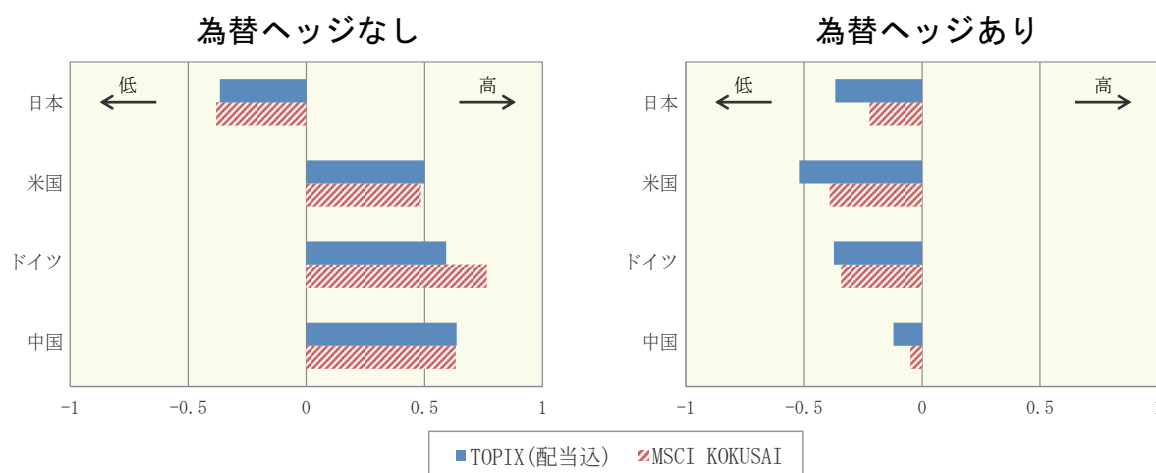
加えて、為替リスクをヘッジすると他国国債との相関は比較的 low、債券内での分散効果も期待できる(図表 18)。

また、中国国債の利回りは相対的に高く、日本やドイツに比べて金利の低下余地が残されていることから、リスクオフ局面において株式が大幅なマイナスリターンとなった際にポートフォリオのリターンを下支えする効果が相対的に大きいと考えられる。

これらの特性から、為替リスクをヘッジして日本国債の代替とするケース、為替リスクをヘッジせずに外国債券の投資対象を拡充するケースのいずれにおいても、中国国債をポートフォリオに組み入れる意義はあるといえよう。

なお、今後、各種規制緩和や市場開放が浸透し、元建て債券市場の成熟度の高まりや投資家層の広がりが実現した場合、これら相関等の特性がどのように変化するのかが注意が必要である。

図表 17：株式との相関
(データ基準：2009年3月～2018年6月)



出所：Citi Velocity、Bloomberg データを基に三菱UFJ信託銀行作成

図表 18：他国国債との相関マトリクス
(データ基準：2009年3月～2018年6月)

	為替ヘッジなし				為替ヘッジあり			
	日本	米国	ドイツ	中国	日本	米国	ドイツ	中国
日本	1.00				1.00			
米国	-0.27	1.00			0.47	1.00		
ドイツ	-0.23	0.60	1.00		0.48	0.73	1.00	
中国	-0.35	0.87	0.65	1.00	0.20	0.17	0.14	1.00

出所：Citi Velocity データを基に三菱UFJ信託銀行作成

V. 終わりに

足下では、米中貿易摩擦に対する懸念から人民元安が進んでいる。2015年のチャイナショック時とは異なり、外貨準備高の急速な減少などはみられず、資本流出に対する市場の警戒感はそれほど高まっていないものの、人民元安を嫌気して当面は債券価格が乱高下することも想定される。

だが、本稿前半で述べたとおり、中国債券市場の拡大という潮流そのものが変化すると考えにくい。人民元建て債券がグローバルに存在感を増していく中であっては、投資しないことのリスクをむしろ認識すべきかもしれない。

こうした中で、本邦投資家は人民元建て債券にどのように向き合うべきであろうか。月並みな表現にはなるが、組み入れの目的や位置づけ、その効用について様々な角度から検討したうえで判断することが望ましい。それは、本稿で述べたとおり、ハイリスク・ハイリターンといったイメージと異なり、リターンを大きく向上させるというよりも、むしろ株式との分散効果に期待できそうである。

仮に、運用知識やリソースの制約から主体的な判断を下すことが難しいのであれば、アクティブファンドを活用することも一つの解決策となり得るだろう。

本稿が人民元建て債券への投資を検討するにあたって、一助となれば幸いである。

(2018年8月20日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- ・三菱UFJ信託銀行編[2012] 進化する年金運用 日本経済新聞出版社
- ・三菱UFJ信託銀行 年金用語集
- ・MUFG Bond Connect Seminar in JAPAN 2018
- ・みずほフィナンシャルグループ[2017] 中国債券取引の実務

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 アセットマネジメント事業部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）