

TOKIO MARINE
ASSET MGT

中国債券市場と金融政策について

中国の債券市場は近年急速に拡大しており、発行残高は米国に次ぐ世界第2位の規模を誇る。2021年10月にはFTSEラッセル世界国債インデックスへの組み入れが開始されるなど投資対象としての中国債券への注目度はますます高まっており、今後も更なる市場規模の拡大が予想される。

1. 中国債券市場について

【中国債券市場の概況】

債券運用部 ファンドマネージャー
足立 康輔

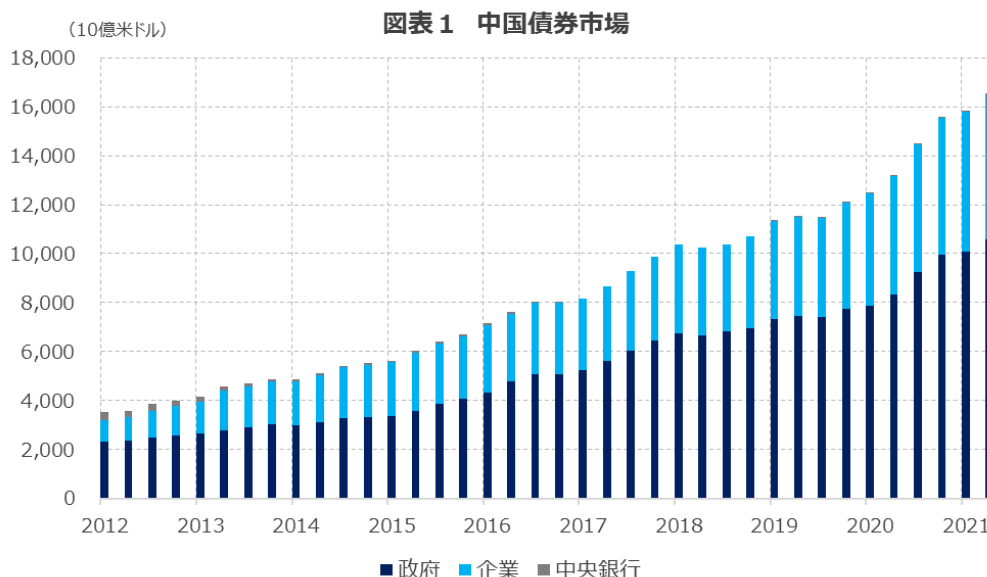


中国の債券市場は、2021年6月時点で約16.5兆ドルの発行（図表1）と米国に次ぐ世界第2位の発行残高を誇っている。市場は以下の4種類に分類される。

- ① オンショア市場：国内の発行体が人民元建て債券で発行
- ② オフショア市場：国内の発行体が外貨建てで発行
- ③ 点心債：中国本土以外（香港など）で発行・流通するオフショア人民元（CNH）建て債券
- ④ パンダ債：国外の発行体が中国市場で発行する人民元建て債券

ほとんどはオンショア市場が占めており、市場規模は急速に拡大し直近5年で倍増するなどその動きは顕著である。特に中国国債については、ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合指数（2019年）とJPモルガン新興国政府債指数（2020年）へ組み入れられたことに加え、2021年10月以降FTSEラッセル世界国債インデックスに組み入れが決定されており、市場の国際化が進んでいる。先進国国債の大半は利回りがゼロ近辺で推移している中で、中国国債の利回りは比較的高く、10年国債利回りは2.86%である

（2021年7月末時点）。格付も「A」と日本と同程度であることに加え、近年の中国の規制緩和などを背景に中国国債への資金流入が引き続き見込まれていることから、今後も力強いペースでグローバルな投資対象としての地位を確立していくことが予想される。



出所：Asian Bonds OnlineよりTMAM作成

【中国債券の種類】

中国債券は大きく分けて「利率債」と「信用債」2つのカテゴリーに分類される。

利率債は、いわゆるソブリン債のことでデフォルトの可能性が極めて小さい債券のことを指す。利率債は主に国債、地方政府債、政策銀行債（国家開発銀行債、中国農業発展銀行債、中国輸出入銀行債）から構成されており、そのうち約6割を中央政府に返済義務がある国債、政策銀行債が占め、残りの4割を地方政府に返済義務のある地方政府債が占めている（図表2）。国債と政策銀行債については、中国債券の中で極めて流動性が高く、信用力も高いことから、市場慣行として同等の扱われ方をする。一方、地方政府債については中央政府によるシャドーバンキング規制強化を背景に近年発行が急増しているものの、流動性については国債や政府機関債に劣る。尚、FTSEラッセル世界国債インデックスに組み入れられるのは国債のみである。

図表2 中国利率債の種類 (2021/2月末時点)

分類	英名	日本語名	返済義務	発行残高 (10億人民元)	構成割合
利率債 (ソブリン債)	China Government Bond (CGB)	国債	中央政府	19,398	30.7%
	Policy Bank Bond (PBB)	政策銀行債	中央政府	18,019	28.5%
	Local Government Bond (LGB)	地方政府債	地方政府	25,846	40.8%
	PBoC Bill	人民銀行手形	中央政府	20	0.0%

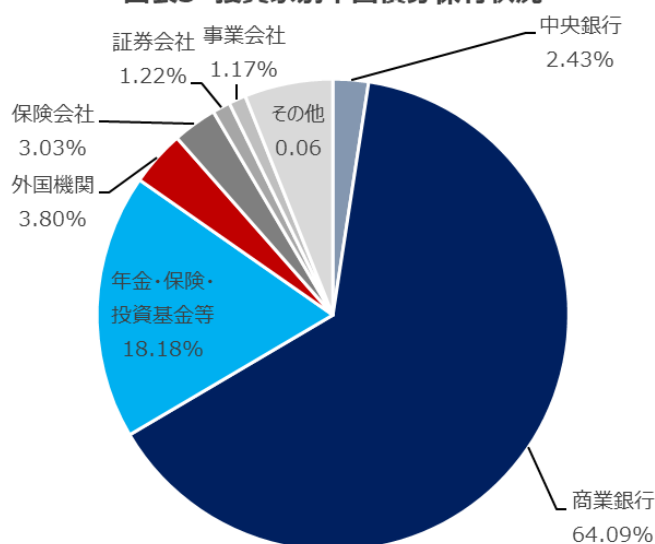
出所：China BondよりTMAM作成

信用債は、いわゆる社債のことで主に金融機関債と非金融機関債から構成される。信用債についてはデフォルトの可能性があり、流動性も乏しいことから外国機関からの投資は限定的である。

【投資家動向】

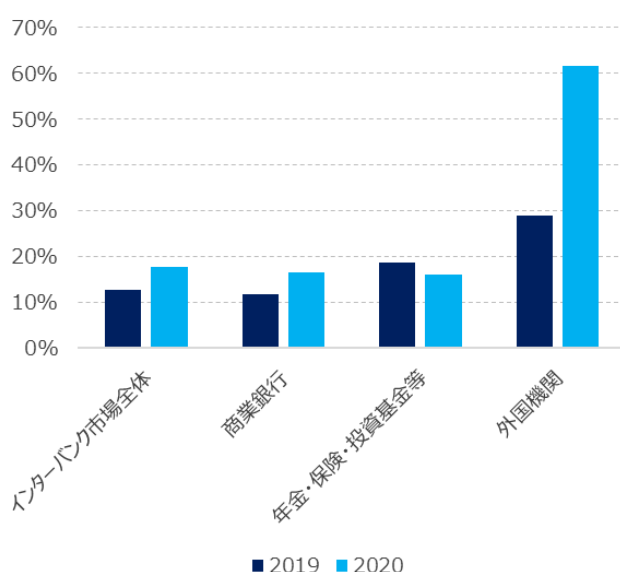
中国債券に占める投資家別の割合を見ると、商業銀行が64.0%と最も多く、次いで年金・保険・投資基金等が18.2%を占めている（図表3）。外国機関による割合は3.8%と小幅にとどまるものの、保有割合は年々増加傾向にあり、主要なマーケットであるインターバンク市場における2020年の外国機関の保有額は前年対比+60%を上回る成長となっている（図表4）。

図表3 投資家別中国債券保有状況



出所：China Bond、CCDCよりTMAM作成

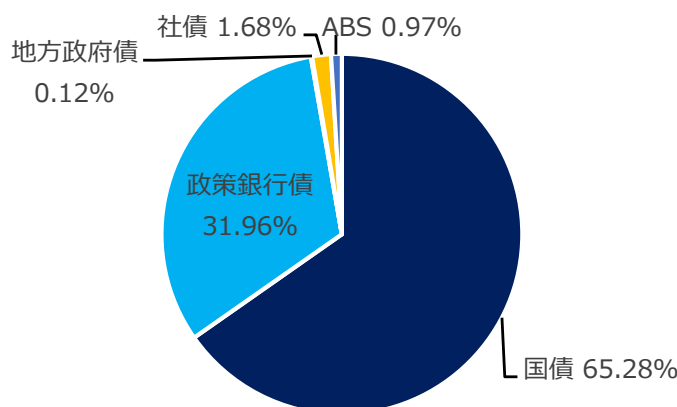
図表4 中国債券保有額の成長率



出所：China BondよりTMAM作成

外国機関が保有する中国債券の構成を見ると、先述の通りほぼ利率債への投資となっている（図表5）。その中でも国債と政策銀行債が97.3%（それぞれ65.3%、32.0%）と大半を占めているのに対し、地方政府債は0.1%とほぼ投資されていない。外国機関にとっての投資先は流動性の高い国債と政策銀行債が大宗を占めているといえる。

図表5 外国機関の中国債券保有割合



■ 国債 ■ 政策銀行債 ■ 地方政府債 ■ 社債 ■ ABS

出所：China BondよりTMAM作成

2. 中国の金融政策について

運用戦略部 エコノミスト
箱守 晃佑



中国人民銀行（PBOC）の主な金融政策手段としては、公開市場操作（オペレーション）、預金準備率（RRR）操作があげられ、公開市場操作は日常的な金融調節の役割、RRRは金融政策手段としてそれぞれ注目されている。

【公開市場操作】

PBOCの公開市場操作で使用されるツールは、①レポおよびリバースレポ（売却条件付き債券購入）のオペ、②常設貸出ファシリティ（Standing Lending Facility）、③中期貸出ファシリティ（Medium-term Lending Facility）などがある。

①レポおよびリバースレポのオペ

短期金融市場への資金を供給or吸収するオペレーションとして位置づけられ、リバースレポを通じた資金供給は、定例のオペレーションとして原則毎営業日実施している。特に7日物のリバースレポレートは短期金融市場の政策金利として位置づけられている。

②常設貸出ファシリティ（SLF）

SLFはPBOCが金融機関からの要請に応じて流動性を供給するツールである。短期金融市場の調達金利がSLFの貸出基準金利を上回る場合、金融機関はSLFの金利でPBOCから資金を調達できるため、SLFの貸出基準金利は金利コリドー*の上限となっている。

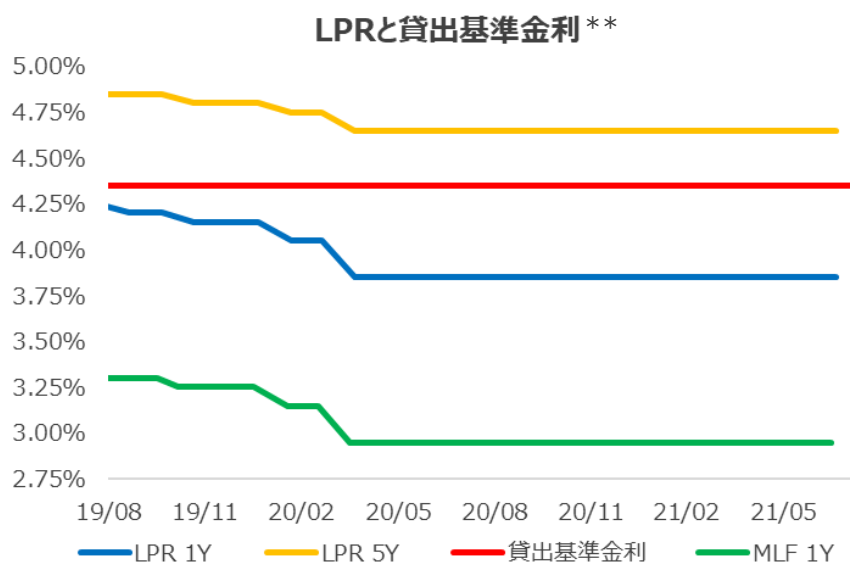
PBOCは短期金融市場の金利の安定化を図るために、預金受入銀行間でのレポ金利（7日物銀行間レポレート）を誘導対象とした金利コリドーを導入している（下図参考）。コリドーの上限はSLFの貸出基準金利、コリドーの下限は超過預金準備に対する付利金利、中央値は7日物リバースレポレートとなっている。



*金利コリドー：中央銀行の誘導目標である金利（政策金利）などに、上限と下限を定め一定水準の範囲内で推移するよう誘導する仕組み

③中期貸出ファシリティ（MLF）

レポが短期的な資金を調節するオペであるのに対して、MLFは比較的期間の長い（3ヶ月～1年）流動性の供給手段であり、金融機関の流動性の安定度を高めている。MLFに適用される金利水準に資金調達コストなどを上乗せして算出されるLPR*1年物は貸出市場の政策金利として位置づけられており、MLF金利はLPRの金利を大きく左右するため、市場参加者からの注目度も高いといえる。このLPR制度は、PBOCが金融政策を貸出金利に反映させる手段として、2019年8月に発表したものである。優良企業への貸出金利の目安となる1年物と住宅ローン金利の目安となる5年物が毎月20日に発表されている。



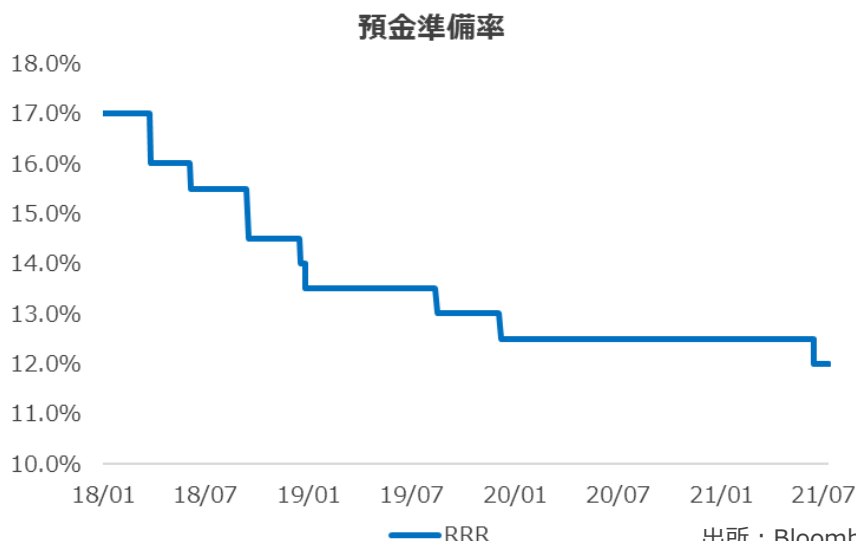
*LPR：ローンプライムレート、現在の貸出金利の参照指標

**貸出基準金利：従来の貸出金利の参照指標

出所：BloombergよりTMAM作成

【預金準備率（RRR）操作】

PBOCはRRRを調整することによって、長期的な市場の流動性をコントロールしている。PBOCがRRRを引き下げると、金融機関がPBOCに預け入れる資金が減少し、貸し出しなどに回す資金が増えるため、市場に流動性が供給されて、（実体）経済を刺激する効果が期待される。逆にRRRを引き上げると、市場の資金が吸収されて、市場の流動性が逼迫するため、（実体）経済は抑制されることになる。このようにRRRは、PBOCの金融政策に対する姿勢を見極めるうえで非常に重要な指標となっている。



出所：BloombergよりTMAM作成

内外債券運用、内外株式運用に係るリスク

内外債券運用、内外株式運用は、主に国内外の債券・株式、に投資する複数の投資証券を投資対象としますので、組入れている債券、株式、通貨等の価格下落、発行者の信用状況や倒産、財務状況の悪化等の影響により、資産価額が下落し、損失を被ることがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。したがって、お客様の投資元本は保証されているものではなく、資産価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。当運用プロダクトの資産価額の変動要因としては、主に「金利変動リスク」「株価変動リスク」「為替変動リスク」「信用リスク」「カントリーリスク」「流動性リスク」「デリバティブ取引のリスク」等があります。詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

内外債券、内外株式の運用報酬

受託資産残高に1.65%（税抜き、1.5%）を乗じたものが年間運用報酬（固定報酬部分）の上限となります。

※お客様との契約内容によって料率は異なりますので、あらかじめ具体的な提示をすることはできません。

また、成功報酬が掛かるプロダクトもありますが契約内容により算出方法は異なりますので、あらかじめ具体的な提示をすることはできません。

その他費用として、有価証券売買、デリバティブ取引時の売買委託手数料等、また私募投信等を組み入れる場合には、私募投信等の管理等に関する費用についてもお客様口座にてご負担いただきますが、実際の取引や私募投信等の残高に応じて決まる費用であるため、その金額を事前に表示することはできません。同じくそれらを含む手数料等の合計金額についても、同様に表示しておりません。

詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

会社概要

会社名：東京海上アセットマネジメント株式会社

＜登録番号等＞

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第361号

宅地建物取引業者：東京都知事(2)第98773号

取引一任代理等の認可：国土交通大臣認可第110号

＜加入協会＞

一般社団法人日本投資顧問業協会

一般社団法人投資信託協会

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

一般社団法人不動産証券化協会

公益社団法人東京都宅地建物取引業協会

当資料のお取り扱いにおけるご注意

当資料は情報提供を目的に東京海上アセットマネジメント株式会社が作成した資料ですが、その正確性、完全性、および将来の市況の変動等について保証するものではありません。当資料における見解等は作成した時点のものであり、今後の金融情勢・社会情勢等の変化により、その内容が変更となる可能性があります。掲載されたデータは過去のものであり、将来の運用成果等を保証するものではありません。当資料の全部もしくは一部を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

～無登録格付に関する説明について～

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告知する義務が課されております。（金融商品取引法第38条第三号）

以下は、同法に基づいた無登録格付業者に関する説明です。

当社からご提供する格付情報につきましては、JCR（株式会社日本格付研究所）、R&I（株式会社格付投資情報センター）は金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けた信用格付業者ですが、その他の格付機関の格付情報については、以下の説明事項をご確認いただけますようお願いいたします。

1. 登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

2. 無登録の格付会社の例について

当社がご提供する格付情報を付与している格付会社のうち、下記の格付会社グループは金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けておりません。

【スタンダード&プアーズ】

■格付会社グループの呼称について

S&Pグローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）

■同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

同グループの下記日本法人は当該登録を受けております。

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）、S&PグローバルSFジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第8号）

■信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（https://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/home）の「信用格付業務」欄の「ライブ러리・規制関連」をクリック

した後に表示されるページの「無登録格付け情報」に掲載されております。

■信用格付の前提、意義及び限界について

S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものではありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&Pは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

【ムーディーズ】

■格付会社グループの呼称について

ムーディーズ・インベスターズ・サービス（以下「ムーディーズ」と称します。）

■同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

同グループの下記日本法人は当該登録を受けております。

ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）、ムーディーズSFジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第3号）

■信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の

格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

■信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行いません。

ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズに

とって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について

常に独自の検証を行うことはできません。

【フィッチ・レーティングス】

■格付会社グループの呼称について

フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

■同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

同グループの下記日本法人は当該登録を受けております。

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

■信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（<https://www.fitchratings.com/site/japan>）の「規制関連」セクションに掲載されております。

■信用格付の前提、意義及び限界について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

この情報は、2020年12月末に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。