



ALLIANCEBERNSTEIN®

知の広場
Knowledge Forum

開かれる中国投資への道



2018年8月23日



ブラッド・ギブソン

アライアンス・バーンスタイン・香港・リミテッド
アジア太平洋債券 ポートフォリオ・マネジャー



ジョン・リン

アライアンス・バーンスタイン・香港・リミテッド
中国株式運用 ポートフォリオ・マネジャー



投資家なら誰でも中国への投資を考えているだろうが、具体的な計画を持っていることは稀だ。中国はすでにアジア地域だけでなく、新興国市場や世界経済全体においても巨大な存在となっている。株価はこのところ低迷しているが、それは長期的な見通しを変えるものではない。中国における投資機会は今後も間違いなく拡大し、投資家は資産配分の見直しを余儀なくされるだろう。

アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)が最近実施した調査によると、中国のこうした高い潜在能力にもかかわらず、世界の機関投資家の8割以上は中国の株式や債券を本格的にポートフォリオに組み入れる計画を持っていない。そして、機関投資家の3分の1は、判断を運用委託先に任せる計画のようだ(リサーチ・ペー

パー『[世界の投資家は中国に投資する準備ができてくるか?』](#)ご参照)。

1つ明らかになったのは、機関投資家が中国への投資を任せたい運用機関はアクティブ運用マネジャーだということである。前述の調査では、86%の機関投資家がアクティブ運用を選好する考えを示した。中国市場においてはアクティブ運用が非常に効果的であることから、この結果は理にかなっている。

では、中国をポートフォリオに組み入れるアプローチについてはどうだろうか? これには基本的に2つの方法がある。1つはグローバル戦略あるいは新興国市場戦略の一部として中国に投資する方法で、もう1つは中国の株式や債券に特化したスリーブを追加する方法だ。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。
<https://www.alliancebernstein.com/sites/library/The-Road-to-Investing-in-China.htm>

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもABポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスの過去のパフォーマンス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。

当資料は、2018年6月26日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

中国に投資する上で正解はあるのだろうか？ 以下にABの見解を示してみたい。

大半の投資家は中国株式をアンダーウェイトしている

ABの経験や顧客との対話から判断する限り、大半の機関投資家は中国株式に特化した運用戦略に資産配分を行う体制を整えていない。調査した機関投資家の8割以上はグローバル戦略や新興国市場戦略を通じて中国株式に投資している。そして、残念ながら、それは最善のアプローチではないかもしれない。なぜなら、大半のベンチマーク指数において中国のウェイトは著しく低く抑えられているからだ。

例えば、中国株式は現在、時価総額に基づけばMSCI エマージング・マーケット(EM)指数の34%を占めている。だが、国内総生産(GDP)に応じた比率にすれば半分以上を中国が占めることになる。GDP成長率を基準にすればさらに比率が高まる。しかも、主要な株価指数における中国へのアロケーションは、より幅広い投資機会を網羅する本土市場上場銘柄(A株)ではなく、香港市場に上場している銘柄(H株)や米国など他の市場に上場している銘柄が中心となっている。

中国A株が超過収益獲得機会を拡大

MSCI は最近になって中国A株をMSCI EM指数に組み入れ始めたばかりで、同指数に占めるA株の比率は今のところ0.4%にすぎない。9月にはその比率が0.8%前後に引き上げられる予定だが、それでも市場規模を完全に反映させた場合に比べるとウェイトはまだ低い。

中国A株市場は、オフショア市場に上場している銘柄では得られない多くの投資機会にアクセスを提供している。例えば、本土市場にはめざましく成長しているヘルスケア企業が数多く上場している。深セン市場で取引されているテクノロジー企業の多くも、オフショア市場では投資できない。さらに、爆発的な成長を遂げている中国の消費市場や、拡大を続ける中間所得層の間で人気を博している国産ブランドなどへの投資機会も豊富である。

A株への投資には、分散効果を高めるメリットもある。2018年3月31日までの5年間におけるMSCI中国A株指数とMSCI ワールド指数の相関度は、わずか0.30だった。対照的に、S&P 500指数とMSCI ワールド指数の相関度は0.95、MSCI EM指数とMSCI ワールド指数では0.75であった。

A株市場にはアルファ(超過収益)獲得機会が満ち溢れている。市場の効率性が比較的低いほか、企業のファンダメンタルズに関する重要な情報を持たない個

人投資家が多く、情報の伝達も完全にはほど遠い。長期的に見れば株価はファンダメンタルズに収れんされていくだろうが、短期的な非効率性は株価とファンダメンタルズのかい離を招き、投資機会を生み出す要因となる。

中国のプレゼンス拡大を先取りする

中国への資産配分をしっかりと管理し、投資機会へのエクスポージャーを拡大したいと考える投資家は、中国特化型戦略をポートフォリオに追加することを検討すべきである。そうすれば、中国がもたらす投資機会をよりの確に反映したポートフォリオを構築できるほか、今後予想される新興国株式及びグローバル株式ベンチマーク指数における中国株のウェイト引上げに先んじて中国株式への配分を高めることができる。

MSCI は、まだA株のウェイト引上げに関する具体的なスケジュールを明示していないが、今後数年のうちに実現する可能性が高い。全面的に組み入れられれば、A株やH株など全てのシェア・クラスを含めた中国株式は、MSCI EM指数の40%以上を占めると予想される。

MSCI EM指数をベンチマークとするアクティブ運用及びパッシブ運用を合わせた投資資金の規模を踏まえれば、中国のウェイト引上げは中国株式市場への多額の資金流入を意味する。

中国株式の完全な組入れを受け身で待っている投資家は出遅れることとなってしまい、魅力的な投資機会に関しアンダーウェイトの状態が続くことになる。グローバル株式や新興国株式に投資するすべてのマネジャーがこれだけ多数にのぼる中国A株市場の銘柄をリサーチし、ベンチマークに先んじて投資する能力を持っているわけではないからだ。中国A株市場には、ナスダック市場やニューヨーク証券取引所よりも多くの銘柄が上場しているのだ。

中国特化型戦略への2つのアプローチ

中国特化型戦略は2つの形態を採り得る。1つはA株に特化した運用で、もう1つはA株にH株などオフショア市場で取引される中国株を組み合わせた総合的な中国株式戦略である。

一部の年金基金などは、独立した中国A株戦略をすでに採用しているか、あるいは採用の検討を進めているが、これは依然として少数派である。他の機関投資家は、上場している市場を限定せずにマネジャーに中国株への投資を任せる、総合的なアプローチを検討している。どちらのアプローチにも利点がある。

大半の投資家は、グローバル株式あるいは新興国株式のポートフォリオを通じてすでにH株に投資していることから、それを補完するためにA株に特化した戦略を採用するのは重複投資を避けることにもつながり、理にかなっている。しかし、中国本土市場とオフショア市場が収れんするのに伴い、A株とH株のどちらにも投資する総合型の「オールチャイナ」戦略を取り入れるべき強い理由もある。例えば、多くの中国企業は双方の市場に上場しているため、裁定取引を行う機会が生まれている。また、A株とH株の垣根を取り払い双方の市場に投資すれば、より幅広い投資ユニバースから最も魅力的な投資機会を選択することができる。

「オールチャイナ」ポートフォリオを採用すれば、既存の新興国ポートフォリオと多少の重複が生じるかもしれない。しかし、それ以上に、中国の実体経済がより正確に反映される統合されたポートフォリオのもたらす恩恵の方が大きいと思われる。

なお、当然のことながら、中国特化型戦略を採用する場合は、それが既存のポジションを倍増させるのではなく補完する役割を果たすよう、既存の新興国株式戦略のエクスポージャーに留意しなければならない。新興国の株価指数やグローバル市場における中国のウェイトが拡大するのに伴い、そうした配慮がますます重要になることは間違いない。

このため、新興国株式ポートフォリオを2つに分けて考え始める投資家もいるかもしれない。「オールチャイナ」ポートフォリオと、中国を除く新興国のポートフォリオに分割した資産配分である。新興国株式ユニバースにおける中国のウェイトが拡大し続けるのに伴い、市場はそうした方向に進展していく可能性が高い。

どのアプローチを選ぶかにかかわらず、現在は今後の動きを先取りし、中国株式へのエクスポージャーを拡大する良い機会であろう。

中国本土の債券市場にも巨大な投資機会

中国の債券市場は世界第3位となる11兆米ドルの規模を持つが、海外の投資家に市場が開かれ始めたのはつい最近である。中国本土の債券市場が世界の投資家に膨大な投資機会をもたらしているのは、疑いの余地がない。

中国のソブリン債は、多くの先進国の国債よりも利回りが高く、主要な資産クラスとの相関度も低い。しかも、市場が全般的に急落する場面ではディフェンシブな性格が際立っている。2005年以降に「リスクオフ」志向が広がった場面では、S&P 500指数が平均で2.5%下落したのに対し、ブルームバーグ・バークレイズ・グローバ

ル・トレジャリー指数(米ドル・ヘッジ後ベース)は1.8%上昇、ブルームバーグ・バークレイズ・チャイナ・トレジャリー指数(同)は3.1%上昇した。

今のところ、海外投資家は中国の債券市場にそれほど活発に参加していない。2017年末時点で、中国本土債券市場における海外投資家の保有比率はわずか2%にすぎなかった。しかし、新興国及びグローバル債券指数に占める中国のシェアが高まるのに伴い、この比率も上昇すると予想される。例えば、JPモルガン、FTSE、ブルームバーグ・バークレイズの各指数が中国のウェイトを引き上げれば、3,000億米ドル近い資金が中国市場に流入すると見込まれる。そうした資金の流入だけでも、巨大な投資機会が生じることになる。

中国のソブリン債はスタンダード&プアーズからA+の格付を得ているが、多くの面で新興国市場よりも先進国市場と似た動きを示しており、国債や政策銀行の債券はディフェンシブな資産クラスとしての役割を果たしている。これは、他の新興国国債が多くの場合グロース資産とみなされており、株価下落局面で資産を防衛する役割をあまり果たしていないのとは対照的だ。

中国債券市場のリスクを評価

しかし、投資機会と同時に潜在的なリスクもある。中国の債券市場は、米国や欧州、英国などの債券市場ほどの厚みがなく、流動性も低い。中国の国債市場は流動性の乏しさ、資本規制、アクセスの不便さなどにより、真に中核的な先進国市場であるとみなすことは難しい。

中国の資本勘定が完全に自由化されるまではある程度の警戒が必要だというのがABの見方である。大半の投資家は中国への投資について、アクティブなグローバル戦略や新興国市場戦略の一部として考え、中国の債券市場に関する必要な知識や能力を持ったマネージャーに運用を委ねるべきである。中国債券がいずれ主要指数に組み入れられるのに伴い、中国へのアロケーションはさらに拡大し、その持続性も高まると予想される。

中国債券へのエクスポージャー拡大を求める投資家も

しかし、中国へのエクスポージャーを、グローバル債券あるいは新興国債券のベンチマーク指数に現在組み入れられている水準よりも引き上げたいと考える投資家もいるかもしれない。その場合は、分散度の高い構造を持つ中国特化型債券ポートフォリオが検討に値すると思われる。

具体的には、金利への感応度が高い債券を含むバーベル型のクレジット戦略が利にかなっているだろう。金利上昇による循環的なストレスを受けにくい社債などのクレジットには優れた投資機会があるが、クレジット市場は国債市場に比べ透明性が低い。そのため、現地の債券市場やクレジットに関する綿密な分析が必要になる。

バーベル構造の金利側には、中国の国債と政策銀行の債券がある。中国最大の政策銀行である中国国家開発銀行が発行した債券は国債よりも流動性が高い。政策銀行の債券は国債よりも利回りが高いが、その主な理由は税の扱いに違いがあるためである。税要因を考慮したとしても、現在の環境においては中国の政策銀行債には魅力的な投資機会があると考えられる。

グローバル債券及び新興国債券のベンチマーク指数における中国債券のウェイトは今後も拡大が続く見通しで、それに応じてポートフォリオにおける中国債券への

のアロケーションも引き上げる必要が生じる。アクティブ運用を行うグローバル及び新興国債券マネジャーには、現時点で中国国債への資産配分拡大に着手すべき大きな理由があるのだ。

もちろん、中国への資産配分をさらに拡大したり、それを維持するには、依然として資本規制の緩和が最大のカギとなる。規制緩和が継続され、それに持続的な改革が伴えば、中国へのエクスポージャーをさらに引き上げるべきだとより強い確信を持って言えるようになる。

世界の株式市場や債券市場における中国のプレゼンスが引き続き拡大することは間違いなく、それはポートフォリオの構築や利用できる投資機会に大きな影響を及ぼす。しかし、機関投資家の4分の3以上はまだ中国への投資に関する具体的な計画を持っていない。今こそ、そうした議論を始めるべき時である。

無登録格付に関する説明書

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。これに伴い、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および登録の意図等をお客様に告知しなければならないこととされております。

登録の意図について

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格付方針等の作成および公表・説明書類の公開閲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。

	S&Pグローバル・レーティング	ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク	フィッチ・レーティングス
格付会社グループの呼称等について	+ 格付会社グループの呼称:S&Pグローバル・レーティング(以下「S&P」と称します。) + グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号: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)	+ 格付会社グループの呼称:ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク(以下「ムーディーズ」と称します。) + グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号:ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2号)	+ 格付会社グループの呼称:フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」と称します。) + グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号: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)
無登録格付について	格付会社グループ「S&P」の付与した信用格付のうち「S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社」以外の者が付与した信用格付が、金融商品取引法上の「無登録格付」になります。	格付会社グループ「ムーディーズ」の付与した信用格付のうち「ムーディーズ・ジャパン株式会社」以外の者が付与した信用格付が、金融商品取引法上の「無登録格付」になります。	格付会社グループ「フィッチ・レーティングス」の付与した信用格付のうち「フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社」以外の者が付与した信用格付が、金融商品取引法上の「無登録格付」になります。
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(http://www.standardandpoors.co.jp)の「ライブラリ」規制関連の「無登録格付付与情報」(www.standardandpoors.co.jp/unregistered)に掲載されております。	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(http://www.moody.co.jp))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。	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(http://www.fitchratings.co.jp)の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されております。
信用格付の前提、意図および限界について	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との十分な品質および重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り、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。常に、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と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政的損失と定額しています。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、いかなる保証も行っておりません。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、公表情報を基盤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安定性又は市場流動性について意見を述べた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確率の相対的順序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、発行体等情報に足ると判断する情報源から入手する事業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、合理的な範囲で行いますが、格付に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、当該情報に照ら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。



当情報は、2018年6月29日にアライアンス・バースタイン株式会社が発稿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・完全性を保証するものではありません。詳しくはS&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社、ムーディーズ・ジャパン株式会社およびフィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社の各ホームページをご覧ください。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】 一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<http://www.alliancebernstein.co.jp/>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

＋ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

＋ お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- ＋ 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限3.24%(税抜3.00%)です。
- ＋ 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- ＋ 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.0304%(税抜1.8800%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。