



## 世界的な低金利の流れに逆行する中国国債の利回り上昇の行方



2020年8月20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 共同ヘッド

新型コロナウイルスの感染拡大に対応すべく、各国中央銀行は大規模な金融政策を講じ、世界の債券価格は急上昇(利回りは低下)した。国債のイールドカーブは低位に抑えられ、マイナス金利も珍しいものではなくなった。金融市場と財政支援策を支えるため、政策金利は継続的に引き下げられ、量的緩和政策が導入または再始動され、多くの略語を用いた前例のない施策が数多く展開された。

しかし、中国の国債利回りはこの流れに逆行している。10年国債の利回りは2020年4月の安値である2.4%から3%まで上昇し、コロナ危機以前の水準に達している。これは、他国の債券利回りの動きを先取りしているのだろうか。それとも、世界の債券の「日本化」が中国国債を再び低い利回りに引き込むことになるのだろうか？

中国国債の今後を見極めるには、同国国債がどのようにしてここまで上昇してきたのか、詳しく見ていく必要がある。債券利回りが上昇する要因として、次の3つが考えられる。

### 1) 経済の安定化により株式市場へ資金が向かった。

中国は新型コロナウイルスを巡る経済封鎖からの回復が他の地域より早く、今のところ各国が苦しんでいる感染拡大の大規模な第2波は回避している。このことが中国の経済活動のより早い回復を可能にしている(次ページの図表1)。

ウイルスの感染がほぼ収束したことや、折からの報道で当局が株式市場の強化に意欲的であることが示唆されたことが強い動機となり、投資に積極的な中国の個人投資家が債券から株式への資金の流れを加速させた。

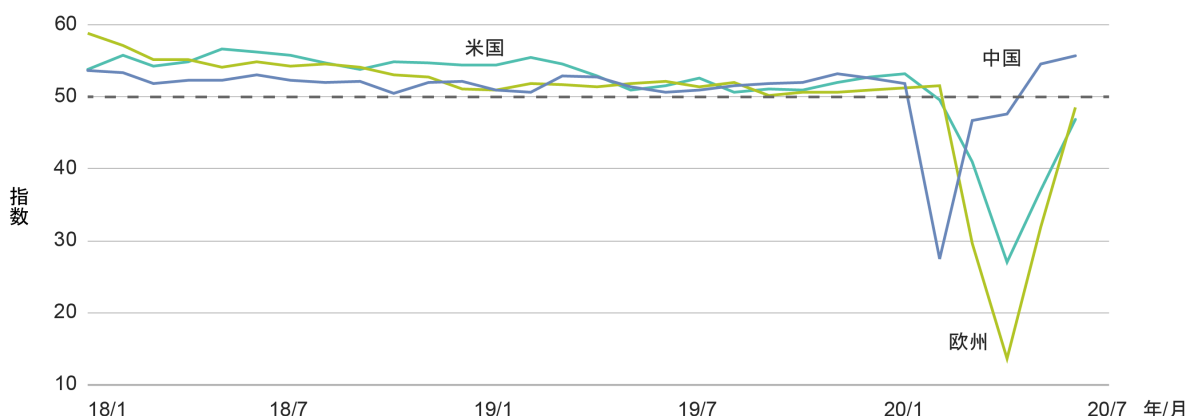
当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。

<https://blog.alliancebernstein.com/library/chinas-higher-bond-yields-buck-the-global-trend>

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)の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、2020年8月5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ABI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。

【図表1】 新型コロナウイルス感染拡大の抑制が中国の経済回復を支える  
購買担当者景気指数(総合)



過去のパフォーマンスは将来の成果等を示唆・保証するものではありません。  
2020年7月31日まで  
出所:ブルームバーグ、AB

**2) 市場は債券の供給圧力を織り込み済み。**中国政府は景気の回復に注力している。その規模は世界金融危機直後の景気刺激策には及ばないが、市場がその返済について懸念を抱くに足る規模である。中国の財政赤字が4-5%増加したことで、それを賄うために国債、政策銀行債、地方債の発行が比例して増加しているためだ。

中国債券市場は、この供給量の増加をただ傍観していたわけではない。先見の明のある投資家は、先んじて保有量を減らした。巨額の債券発行は少なくとも2020年10月までは続く予想されるが、債券市場はすでに追加的な供給を織り込んで見ている。

**3) 中央銀行は追加緩和は行わず、安定的・中立的なスタンス。**中国人民銀行(PBOC)は、追加的緩和政策には注力せず、米連邦準備制度理事会(FRB)や他の主要な中央銀行が金融政策で講じてきた「何でもやる」という姿勢はとっていない。

確かに、貸出金利は引き下げられ、1年物の中期貸出金利は2019年11月に3.30%から現在の2.95%に引き下げられた。しかし、FRBの1.5%の引き下げに比べれば、それは「慎重な」ペースのように見える。銀行システムにおける短期流動性の供給という点では、PBOCの公開市場操作はかなりバランスが取れており、流動性は若干引き締まったとさえ言える。

### 今後の中国債券市場の見通し

中国の国債利回りは主にこれら3つの要因を反映しているため、今後の債券市場の動きは、コロナ危機を経た経済回復の後、2021年にかけて中国経済の動向次第

となるだろう。アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)では、中国経済は2020年以降、追加緩和が必要になると考える。政策当局は今のところ「切り札を隠して」いるが、年末に向けて準備率(RRR)のさらなる引き下げとベンチマーク貸出金利の小幅な引き下げが行われると予想する。

生産者物価で測ったインフレ率は依然としてマイナスであり、失業率の高止まりと輸出量や小売売上高の低迷が続くと見ている。このことは、中国が強い国内消費や堅調な世界経済の回復をあてにすることができないことを示唆している。かかる状況下、中国の国債利回りは2020年4-6月期に上昇した利回りがある程度相殺し、そして追加の金融緩和策と流動性供給を織り込み始める可能性があるとしている。このシナリオが実現した場合、中国国債利回りは低下に転じ、世界の国債利回りにやや近づくことになるだろう。

### 人民元: 安定的に推移するが上昇余地を残す

PBOCは他の中央銀行の大規模な金融緩和策とは異なり、中小企業への貸出促進などターゲットを絞った政策を行っているため、他国との金利差が大幅に拡大し、人民元を支える要因となっている。人民元はこの魅力的な水準の金利差をまだ価格に織り込んでいないが、この状況は中国の金融市場への資金流入を促すことになるだろう。

このことは、人民元のさらなる上昇余地を示している。実際、人民元はこのところ貿易相手国通貨に対し弱含みが見られ、足元では世界の競合通貨に対して取引レンジの中位か下位に位置している。ABの長期的な評価

指標も人民元が過小評価されていることを示している(図表2)。つまり、人民元は、高い金利水準やコロナ危機

後の回復力が比較的強いという国内要因に加えて、グローバルな視点からも上昇余地があると考える。

【図表2】 人民元は割安で上昇余地がある  
人民元の実質実効為替レート(生産性の相対成長率で調整済み)



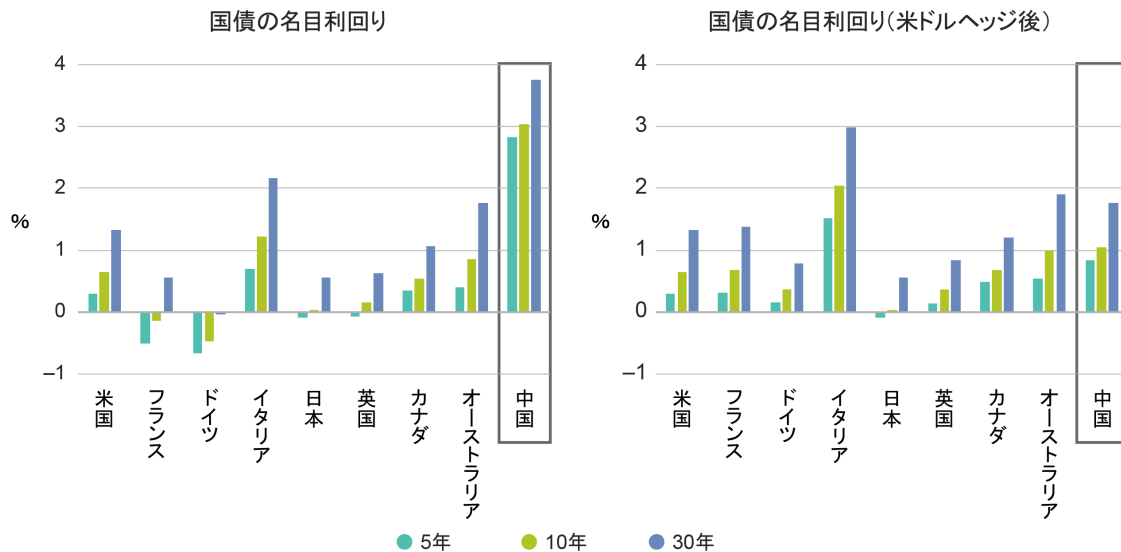
過去のパフォーマンスは将来の成果等を示唆・保証するものではありません。  
実質実効為替レートは、1992年から現在までの平均を100として指数化  
2020年7月31日まで  
出所: AB

### 中国国債の独自性は投資機会

歴史的に、中国国債への投資はグローバル債券運用におけるボラティリティを低減し、リスク調整後のリターンを向上させてきた。中国の債券市場は、主に国内の独自の要因に影響される。世界債券のトレンドからのかい離はその一例であり、投資機会でもある。さらに為替ヘッジコストを考慮してもなお投資妙味があると考えられる(図表3)。

ここ数カ月で外国人投資家による投資資金の流入が加速したとは言え、中国の債券市場は依然として外国人投資家の保有比率は低いとABでは見ている。外国人保有比率は約9%であるが、国内市場全体を考慮すると5%以下である。国債や政策銀行債は既にブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合債券指数の一部となっており、2021年以降も他の一般的なグローバル債券指数に加えられる可能性があるため、投資資金

【図表3】 中国国債の利回りはヘッジ後も魅力的な水準



過去の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。  
2020年7月31日現在  
出所: ブルームバーグ、HSBC、AB

の流入は一段と勢い付くだろう。

このような状況下、特に世界債券市場と比較した場合の足元のバリュエーションの魅力の高さ、そして国内経済に対する慎重なファンダメンタルズ見通しを考慮

すると、中国国債は長期的な投資機会を提供している  
と考える。ABでは、2020年以降中国の国債利回りは低下し、人民元は少なくとも安定的に推移しつつも上昇余地を残す可能性が高いと見ている。

## 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

<https://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、全て投資者の皆様へ帰属します。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3.3%(税抜3.0%)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2.068%(税抜1.880%)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、元金及び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。