



中国債券のグローバル総合指数組み入れ： 投資家への実践的アドバイス

世界中の投資家が幅広く用いているグローバル債券指数に中国の債券が組み入れられる。ブルームバーグは2019年4月1日に、中国の人民元建て国債と政策銀行債をブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合指数に組み入れる。同社は20カ月の期間をかけて363銘柄を段階的に組み入れる計画で、それが完了すれば中国債券は時価総額54.1兆米ドルに上る同指数の6%強を占めることになる（2019年1月24日時点のデータに基づく）。

指数への組み入れは、資本市場の開放を通じて人民元に対する需要を拡大し、海外から投資を呼び込もうとする中国の取り組みにとって大きな節目となる。それは世界の債券市場にとっても重大な変化で、投資家にとっては世界で3番目に大きな国債市場へのアクセス拡大を意味する。

アライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）は2011年から中国の債券市場に投資しているが、海外投資家の中ではまだ少数派である。中国債券市場の規模は過去10年間に急成長を遂げているが、海外投資家はまだ存在感が小さい。中国の金融データ・サービス会社Windによれば、短期金融市場商品を除くと2018年12月31日時点における海外機関投資家の保有比率は債券市場全体の4%にとどまっている（図表1）。

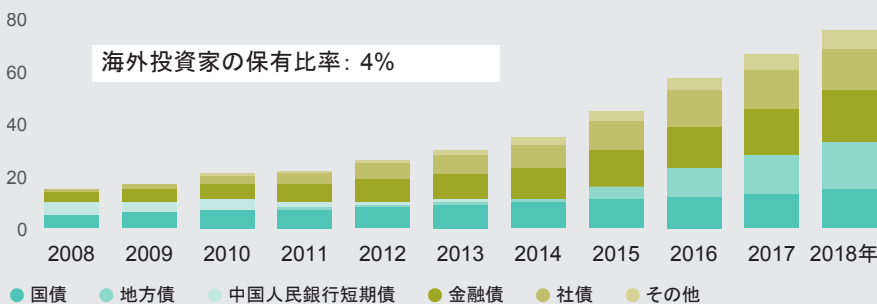


ブラッド・ギブソン

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

図表1： 海外投資家に見過ごされてきた中国債券市場の急成長

中国債券市場の規模*（兆人民元）



* 短期金融市場商品を除く
2018年12月31日現在
出所：Wind、AB

しかし、そうした状況は今まさに変わろうとしている。中国の債券がブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合指数に組み入れられれば、実質的に債券投資の世界地図が塗り替えられることになる。指数組み入れによって11兆米ドル（75兆人民元）の規模を持つ中国本土の債券市場に新たな投資家層が呼び込まれ、約1,110億米ドルに上る資産配分の移動が生じる見通しだ。

世界の債券投資家は、ベンチマーク指数としてグローバル総合指数を使い続けるか、それとも中国を除くグローバル総合指数（エックス・チャイナ指数）を採用するか、決断を下さざるを得なくなる。そして、どちらを選んだとしても、幾つかの実践的な措置を講じる必要が生じるだろう。

以下のFAQはその決定を下す上で参考にしていただくべく、中国への投資に伴う利点やリスク、グローバル債券指数に中国を組み入れることによる影響、人民元へのエクスポージャーをヘッジすべきかどうかなど、投資家から最も頻繁に寄せられる質問に答えたものである。さらに、税に関する問題や、取引システム、他のオペレーション上の疑問点についても取り上げている。

グローバル総合指数と中国を除くグローバル総合指数：どちらを使うべきか？

ABはグローバル総合指数をベンチマークとして用いている投資家に対し、魅力的な分散投資効果をもたらす（メリットの詳細については5ページの「中国に投資する利点は何か？」を参照）中国の債券を除外すべきではないと推奨している。完全に指数に組み入れられれば、中国の現地通貨建て債券は米ドル建て、ユーロ建て、円建てに次いで、指数に占める比率が第4位となる。

ベンチマークに中国が含まれていても、国別配分を適宜変化させたいと考える運用者は引き続き、中国の魅力度が低下している時にはいつでもアンダーウェイトにすることができるし、魅力度が高まった場面ではオーバーウェイトに変更することもできる。極端な場合、中国の国別ウェイトを0%に引き下げることを妨げる要因もない。

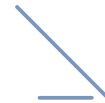
一方、中国に投資することが望ましい時にそうできる能力を持っていることは重要である。例えば、中国の国債の人民元ベースでのパフォーマンスは、2018年は世界の国債市場でも最も高いものの1つだった。運用ガイドラインに中国へのエクスポージャーを特定して禁じる項目がないならば、投資家は世界第2位の経済規模を持つ中国の債券市場を除外したグローバル指数に自らを限定することは再考すべきであろう。たとえ中国がすぐにグローバル総合指数に組み入れられる予定でなかったとしても、中国の債券市場は魅力的な超過収益や分散投資効果をもたらしてくれる可能性があるため、アクティブ運用を行う投資家は中国債券への投資を検討することが望ましいと考える。

指数組み入れは市場の流動性にどう影響するのか？どのような海外投資家が投資を行い、どのような行動をとるのか？

中国の国債市場は発行済み残高ベースで世界第3位の規模を持つが、米国や日本などの他の主要市場ほど流動性は高くない。最近まで、市場は様々な規制上の理由から、国債の購入及び保有を求められている中国の銀行によって支配されていた。昨年は海外からの投資が活発化し、国債市場に限れば足元では8%を海外投資家が占めている。しかし、既存の海外投資家の多くは中央銀行や政府系ファンドで、彼らの投資は外貨準備を分散することが主な目的である。そのため、流通市場の出来高は低水準にとどまっている。

指数に組み入れられれば、中国債券市場のそうした状況にも変化が生まれそうだ。保険会社やグローバルな資産運用会社など様々な機関投資家が幅広く市場に参加すれば、多様性が広がり、市場の保有構造が変化すると思われる。異なるタイプの投資家がそれぞれ異なる理由で、異なる期間に渡って債券を保有すれば全般的な流動性が改善し、出来高も増加することが予想される。特に、機動的な投資配分を行うことが多いアクティブ運用のポートフォリオ・マネジャーは、その投資手法の性質上流動性に寄与することになろう。

さらに、市場の出来高を押し上げる要因は海外投資家の参加だけではないであろうことも付け加えておきたい。国内投資家の保有構造も急速に変化しつつあるのだ。中国の債券を



グローバル総合指数に中国債券が組み入れられれば、実質的に債券投資の世界地図が塗り替えられる

最も多く保有しているのは依然として銀行だが、保険会社や資産運用会社、証券会社の参入拡大が市場の動きに影響を与える見通しだ。それは、中国の金融市場の厚みが増し、より洗練された市場になりつつあることを示す証しだと考えられる。

一方、中国市場に資金が流入すれば、米国、欧州、英国、日本など、すでに指数に組み入れられている他の主要国債市場には逆風となる可能性がある。そうした市場の流動性や短期的なパフォーマンスに大きな影響がおよぶとは考えにくい。特にアジアの債券市場など、規模の小さな市場はある程度の影響を受ける可能性がある。例えば、海外投資家は韓国、マレーシア、オーストラリア、タイなどの債券市場への資産配分を縮小するかもしれない。

中国の国債市場では、時おりその一部において流動性が枯渇するような事態は生じないだろうか？おそらく生じるだろう。例えば、海外投資家は直前に発行された「オン・ザ・ラン」と呼ばれる指標銘柄を好むとみられるため、そうした銘柄は活発に取引される可能性が高いが、既発の「オフ・ザ・ラン」銘柄は相対的に流動性が低くなるかもしれない。これは、ベンチマークに沿った運用を目指そうとする投資家に困難な問題をもたらす可能性がある。

中国債券市場への参加を計画している投資家は、取引コストについても考慮する必要がある。インターバンク債券市場における中国国債のブロック取引の標準的な取引単位は1,000億人民元（約150万米ドル）である。もっと小さな単位で売買したい海外投資家にとっては、取引コストが膨らむ可能性が高い。取引コストの高さによって海外投資家の取引が困難になれば、市場全体の流動性が時おり低下する可能性がある。もっとも、出来高や市場参加者が増加すれば、こうした取引コストはいずれ低下すると予想される。

海外投資家は中国の国内投資家に比べ中国本土市場へのエクスポージャーを頻繁に修正するとみられるため、海外からのポートフォリオ投資が拡大すれば、人民元のボラティリティが押し上げられる可能性もある。

為替リスクの重要性は？ 人民元をヘッジすべきか否か？

すでにグローバルな債券ポートフォリオにおいて為替リスクをヘッジしている投資家は、人民元についてもヘッジすることができる。しかし、中国でのヘッジコストは予測が難しい。これは、中国では投資家が人民元のエクスポージャーをヘッジする際に支払うコストである「インプライド・フォワード・レート」が先進国市場に比べ不安定なためである。投資家はヘッジに関する全体的な方針を変えるべきではないが、そのコストが膨らむ可能性があることを考慮しなくてはならない。

もう1つ留意すべき点は、海外投資家は今のところ、中国本土における人民元のエクスポージャーをカスタディアン、あるいは決済仲介銀行を通じてヘッジしなくてはならないことである。それもコストを押し上げる要因となり得る。他の市場では、海外投資家は複数のカウンターパーティーを使うことが認められているため、最も有利なインプライド・フォワード・レートを探し求めることができるが、中国ではそれができない。これは克服できないほど重大な障害だとは考えていないが、投資家が認識しておくべき要素の1つである。

中国は、人民元の国際的な利用拡大を促すために2010年にオフショア人民元（CNH）市場を創設しており、投資家は人民元へのエクスポージャーをここでヘッジすることも考えられる。しかし、この市場は本土市場に比べ規模が小さく、流動性も乏しい。しかも、両市場のインプライド・フォワード・レートがかい離している場合もある。アクティブ運用によって機動的な投資を行っている投資家ならば、むしろこのかい離を利用できるかもしれないが、本土市場の人民元建てである指数に沿った運用を行いたい投資家は両市場のレートがかい離するリスクにさらされる可能性がある。

投資家によっては、他の通貨と同様に、人民元に対し機動的に小規模なエクスポージャーを取りたいと考えることもあるだろう。為替リスクを取るかどうかという方針の問題を別にすれば、そうした収益源泉の追求を妨げる要因はない。

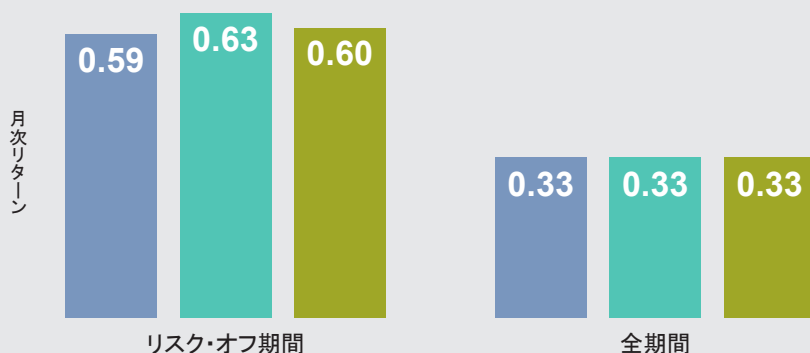


中国ではヘッジコストの
予測が難しい

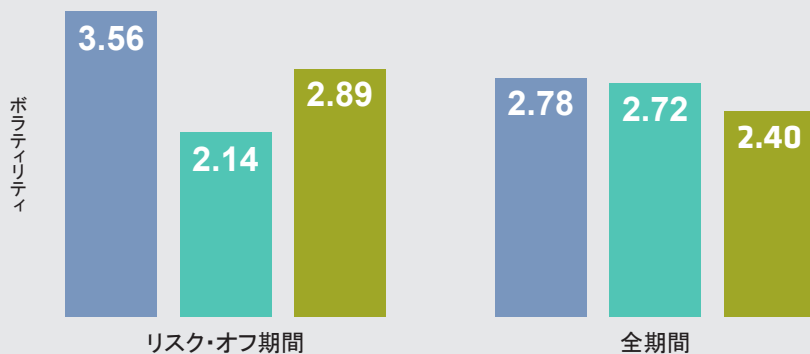
図表2： 中国国債はポートフォリオのリスク抑制に寄与する可能性

月次リターン (%)： 2005年1月1日～2018年12月31日

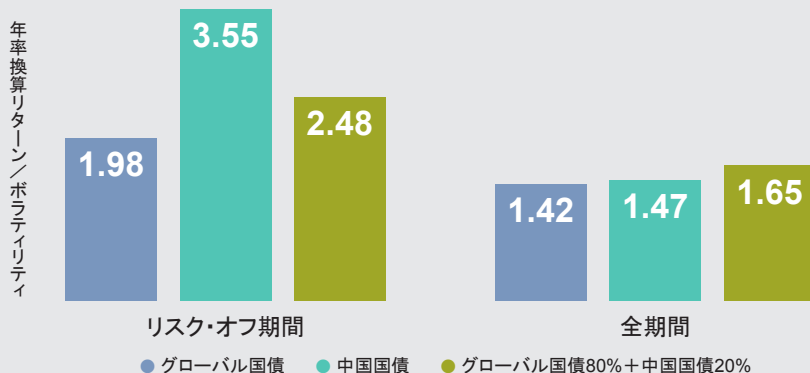
リターンはグローバル国債と同水準



ボラティリティはより低水準



リスク調整後リターンは良好



中国債券（米ドル・ヘッジ後ベース）は、リスク・オフ局面で優れたリスク調整後リターンの実績を有する

過去の分析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。

リスク・オフ期間には、S&P 500指数のリターンがマイナスだった次の期間が含まれます。2007年11月～2009年2月、2010年5月～2010年8月、2011年6月～2011年9月、2015年6月～2015年9月、2015年12月～2016年2月、2016年8月～2016年10月、2018年2月～2018年3月、2018年10月～2018年12月。グローバル国債はブルームバーグ/ブルームバーグ・パークレイズ・グローバル・トレジャリー・インデックス（米ドル・ヘッジ後ベース）、中国の政府債はブルームバーグ/ブルームバーグ・パークレイズ・チャイナ・トレジャリー・インデックス（米ドル・ヘッジ後ベース）。

2018年12月31日現在

出所：ブルームバーグ、AB

中国に投資する利点は何か？

中国国債は現在、名目・実質ともに比較的高い利回りを投資家に提供している。また、経済や金利に関するリスクを分散し、ポートフォリオ全体のボラティリティを引き下げることにも寄与し得る。中国は国内の貯蓄が大きい上に純債権国であるため、国債がディフェンシブな特性を帯びているというのがその大きな理由だ。したがって、市場や経済がストレスに見舞われた際には、投資家のポートフォリオを株価急落の影響から保護する役割を果たし得る。2018年の出来事を振り返ってみれば明らかだ。中国の成長鈍化は株式市場を圧迫したが、国債は力強いパフォーマンスを示した。

こうした動きは、数多くの市場サイクルを通じて観察されている。図表2が示すように、米ドル・ヘッジ後ベースの中国債券は、2005年から2018年までのリスク・オフ局面において優れたリスク調整後リターンを達成した。

このことは、資産の一部を中国債券に振り向けることによってグローバルなエクスポージャーを分散すれば、ポートフォリオ全体のリスク調整後リターンを改善できる可能性があることを物語っている。

実務上留意すべき点は？

まず税について見てみよう。現在、海外投資家は政策銀行債を含むすべての中国本土市場の債券について、付加価値税と源泉税を3年間免除されている（2018年11月7日–2021年11月6日）。政策銀行債、特に国家開発銀行債は、国債よりも流動性が高いケースが多い上、利回り水準に関しても、海外投資家と同様の税制優遇措置を受けられない国内投資家にとっても国内投資の基準で国債より高めの利回りで値付けされるため、海外投資家にとって魅力的な投資対象となっている。しかし、税制優遇措置が期限切れとなった後はどうなるか不透明で、中国政府はこの問題に対処する必要がある。

投資家は中国の数多くの異なる取引システムにも精通する必要がある。中国は投資家にとって、市場にアクセスする上で複数のルートを使うことのできる唯一の大型市場であり、このことは誰にとっても長所と短所がある。例えば、中国と香港の「債券コネクト」制度を使うために要する取引コストの管理及び処理は問題点の一つだが、これは市場参加者が増えるのに伴って解決されると予想される。一方、中国インターバンク債券市場ダイレクト・プログラムを用いる投資家は決済代理人を指名し、投資家自身及びカस्टディアン銀行を含めた3者で合意を結ばなくてはならない。それはオペレーションを一段と複雑にする要因となる。

どちらのシステムを使うかは、主に投資家のタイプ、優先課題、投資目的などに左右される。ABでは個々の顧客ニーズや要件に基づき、様々なルートで市場にアクセスしている。投資家にはどのルートが自分のニーズに最も適しているか、それぞれの運用会社やカस्टディアン銀行と相談することを推奨する。

まとめ

オペレーション上の問題を別にすれば、グローバル総合指数への中国国債の組み入れは、世界の投資家にとって歴史的な投資機会となる。中国の債券は利回りが名目ベースでも、実質ベースでも比較的高い上、魅力的な分散効果も得られる。さらに、指数への組み入れにより、世界第3位の規模を持つ国債市場および世界第2位の経済における投資機会に容易にアクセスすることが可能になる。

そうした理由から、ABは投資家に対し、中国を含むグローバル総合指数をベンチマークとするよう促している。市場へのアクセスが改善するのに伴い、投資家はますます中国を、米国、欧州、日本、他の先進国市場と並ぶ不可欠な投資先とみなすようになるだろう。

なお、中国を投資先に加えるかどうかの決定や、投資に必要な実践的手段に関する質問がございましたら、ABの担当者にご遠慮なくお問い合わせください。

当資料は、2019年2月現在の情報を基にAB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。アライアンス・バーンスタインおよびABには、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。

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1.880%）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。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、元金およ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。上記の個別の銘柄・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

