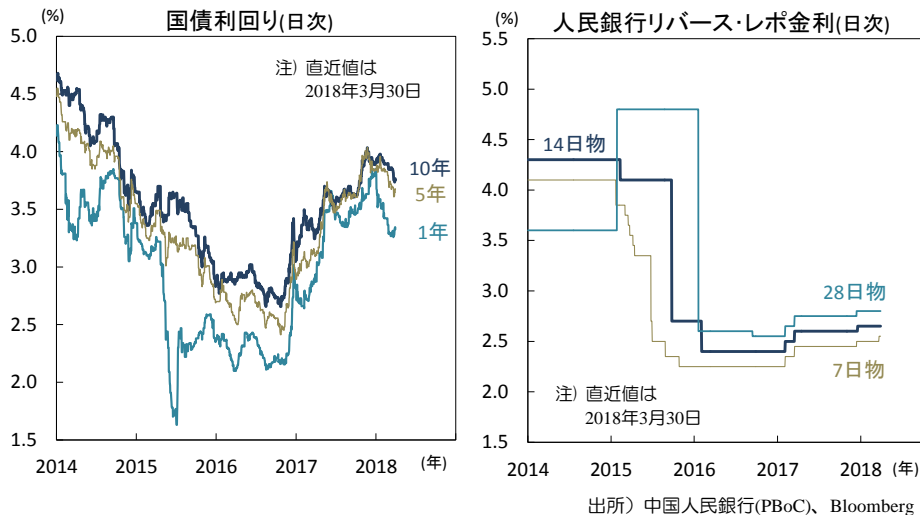


中国：主要債券指標への人民元建て国債の採用は資本流入を加速させるのか

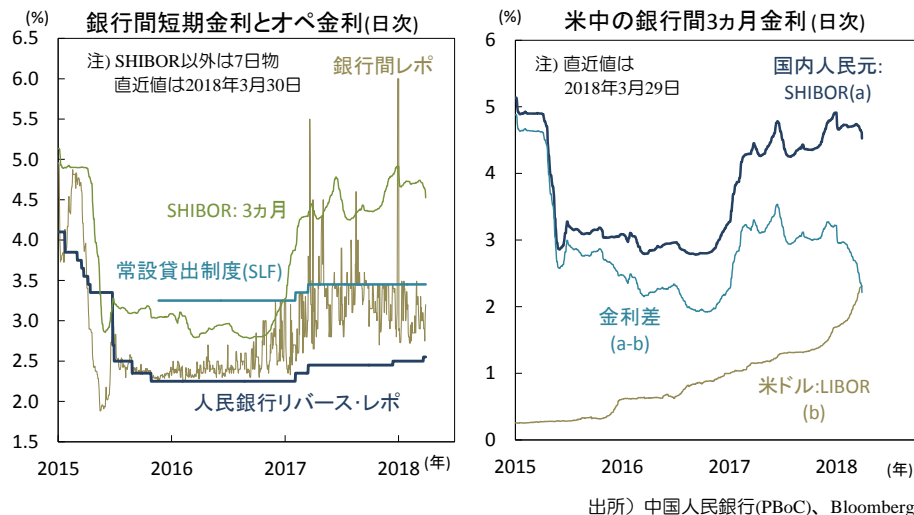
【図1】 昨年末にかけて上昇した国債利回りは今年初より低下 (左)



先月23日、ブルームバーグが主要債券指標(Bloomberg Barclays Global Aggregate Index: GAI)に中国の人民元建て国債と政策銀行債を採用することを公表。海外資本流入の連想から、海外人民元(CNH)は一時1米ドル6.3068元と前日比0.5%上昇しました。

指標への採用は来年4月より20ヵ月かけて段階的に行われ、組入れ完了時には386銘柄の債券が採用され、指数の時価総額53.7兆ドルの5.5%を占める見込みです(今年1月末の市場データによる試算)。中国の債券市場残高は昨年末時点で8.7兆ドルと、米国と日本に次ぐ世界3位の規模(ADB集計)。しかし、資本取引規制などのために海外投資家による投資が難しかったため、主要な債券指標には採用されずにいました。今回の決定は、同国が近年取組んできた市場開放の努力を評価したものとみられます。当局は2013年3月に適格海外機関投資家(QFII)による銀行間債券市場への投資を解禁し、2016年2月には銀行間債券市場適格機関計画(CIBM方式)による市場参入を解禁。2017年7月には、香港と本土間の債券相互取引制度(ボンド・コネクト)を稼働させました。

【図2】 米ドル短期金利の上昇とともに米中金利差は縮小 (右)



一連の自由化によって同国債券市場への投資は従来より容易になったものの、未だに複数の技術的な問題が残ります。今回の債券指標への採用は、当局が市場アクセスの改善に向けた措置を行うことを条件にしたものであり、同措置の遅延は採用の遅れにつながります。当局に求められているのは、(a)証券資金同時受渡(DvP決済)の実施、(b)複数のポートフォリオによるブロック取引の自由化、(c)取引に関わる税制の明確化などです。中国人民銀行(PBoC)はCIBM方式による国債と地方政府債への投資は課税対象外であると2017年11月に通達。しかし、ボンド・コネクトによる投資の扱いや課税対象外とならなかった政策銀行債への投資にかかわる徴税方法は不明です。

GAIを参照指標とする運用資産は2.5兆ドル程度とみられており、その5.5%は1,375億ドルに相当。もし、GAIと同規模の参照運用資産を持つとみられるシティの世界国債指標(WGBI)や、代表的な新興国債券指標(JPM-GBI-EM-GD、同資産規模推計:2,500億ドル前後)などにも採用された場合、多額の海外資本が同国に流入すると予想されます。

● 資本流入に伴う債券価格と為替相場の変動は限定的か

もっとも、同国債券市場の投資環境に対する懸念もあり、指標への採用後も同国債券への投資をしない海外投資家も少なくないでしょう。ブルームバーグは、こうした投資家のために中国を除くGAIの算出を開始する予定です。また、組入れ開始まで12ヵ月、組入れ完了までさらに20ヵ月の時間があり、一部の投資家は採用に先立って投資を開始するとみられます。同国市場への投資は時間をかけて行われるため、資本流入に伴う債券価格や為替相場の短期的な変動は抑制されたものになると予想されます。

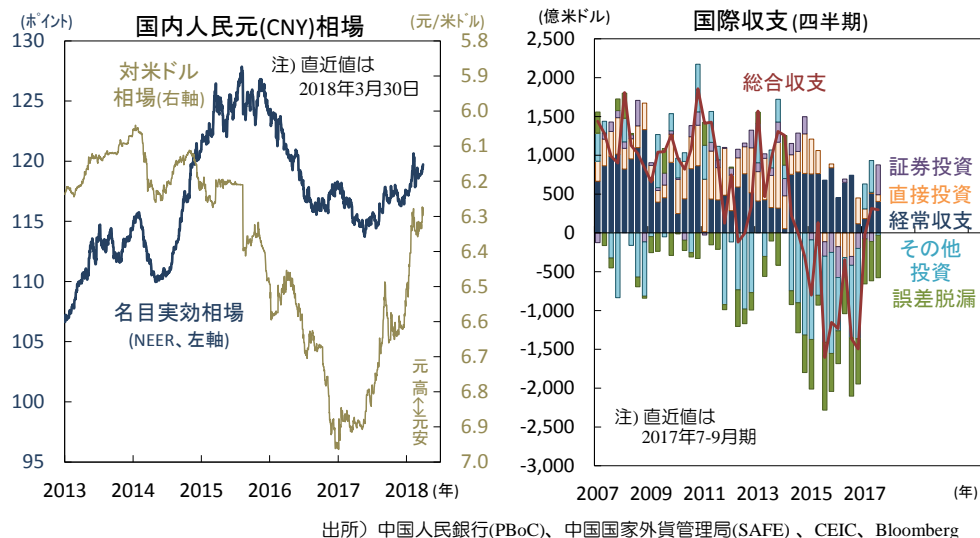
同国の10年国債利回りは先週30日時点で3.751%と11月下旬の3.9~4.0%台より低下(図1左)。2016年11月より始まった同利回りの上昇は一巡した模様です。先月23日には米中の貿易摩擦の深刻化が懸念され上海総合株価指数が3.4%下落した一方、上記利回りは前日の3.783%から3.754%へ低下。国内資金が安全資産とされる国債に流入しました。PBoCは、先月3月22日に7日ものリバース・レポ金利を2.5%から2.55%に引上げ(図1右)。昨年2月初以降の累積引上げ幅は0.3%ポイント(pt)であり、米利上げ直後の引上げは昨年12月に次ぐ2回目です。PBoCは、短期市場金利とオペ金利の格差をせばめることで政策の波及を改善させることなどが引上げの理由と説明しました。

● 米中对立懸念等の中でも底堅く推移する人民元相場

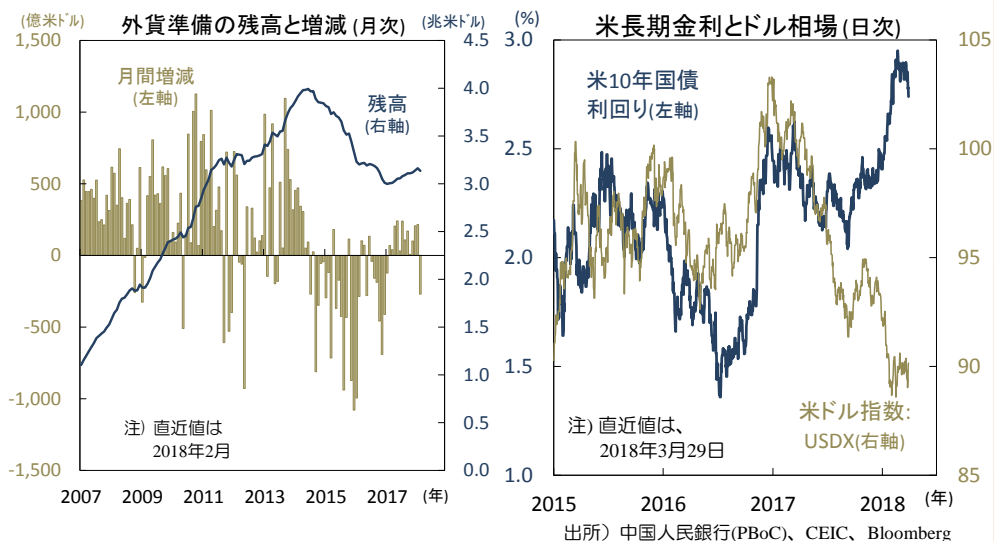
緩やかな景気鈍化と落ち着いた物価の下で、長期金利は今後も安定的に推移するでしょう。一方、納税期の4月には流動性の水準が低下し資産運用商品(AMP)関連の規制導入も予想されるため、短期金利が上昇し利回り曲線は平坦化すると予想されます。

国内人民元(CNY)は今年初より先週30日にかけて対米ドルで3.7%上昇しました(図3左)。2015年8月の為替相場制度の改革を契機に始まった資本流出とCNY相場の下落は、2017年初には収束。資本流出の一巡とともに国際収支が黒字に転じ(図3右)、外貨準備の減少も止まりました(図4左)。今年1月9日にはCNY基準値の算出方法も変更され(本レポート1月15日号参照)、名目実効相場(NEER)の安定が重視されます。先月22日には米政府が中国への報復関税適用の方針を公表。米中間の摩擦激化の懸念は当面の相場の重しとなるでしょう。しかし、中国政府が報復手段としてCNYの切下げを行う可能性は低く、相場の変動が増した場合には市場介入等による安定化が図られるとみられます。昨年末より米長期金利が上昇した一方で、米ドルの実効相場は低下(図4右)。NEER安定化方針の下でCNYの対ドル相場には上昇圧力も加わります。黒字化した国際収支の下で、CNYは中期的には上昇基調を保つと予想されます。(入村)

【図3】安定化した人民元相場(左)、黒字に転じた国際収支(右)



【図4】年初より米長期金利が上昇する一方、米ドル相場は下落(右)



・本資料に関してご留意頂きたい事項

- 本資料は、投資環境等に関する情報提供のために三菱UFJ国際投信が作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成したものではありません。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 本資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況または作成時点での見通し・分析であり、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。また、税金・手数料等を考慮しておりません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の三菱UFJ国際投信戦略運用部経済調査室の見解です。また、三菱UFJ国際投信が設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。



三菱UFJ国際投信

三菱UFJ国際投信株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404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