

Expert Conversations Series

BlackRock®

中国の債券市場

パンデミック後のグローバル投資家のニーズに対応



Eric Liu, CFA, FRM
Portfolio Manager, Director
BlackRock Asian Fixed
Income and Credit team



Corwin Huang
Product Strategist, Director
BlackRock Asian Fixed
Income and Credit team



Lisa Li
Product Strategist, VP
BlackRock Asian Fixed
Income and Credit team

背景

過去数十年間に亘って、投資家はインカムと利回り不足という共通課題に直面してきましたが、この状況は、今後改善するというよりも、おそらく悪化していくでしょう。人々の寿命は延び、資産運用に老後資金を頼る人の数は過去最高を記録する一方、コロナ禍の影響で先進国の債券利回りの多くはゼロ近くに低下しました。現在17兆ドルを超える債券*がマイナス利回りとなっており、数年前には考えられなかった状況にあります。この額は、世界第二位の規模を誇る中国の債券市場全体の規模に相当します。逆にグローバルに2.5%の利回りを超える債券を見ると、中国の債券がその半分以上を占めています（下図参照）。最近の潤沢な中国債券への純資金流入がその魅力を証明していると言えますが、この流れは今後さらに続くと思われています。

グローバル投資家の多くは、市場の整備が不十分であり、オンショア市場へのアクセスが制限されることを理由に、中国の債券への投資を新興国（EM）市場への配分のごく一部にとどめてきました。しかし、状況は急速に変化しており、世界の代表的なインデックスに含まれる中国債券の比率が高まる中、足元の資金流入は顕著に拡大しております。中国市場は成熟段階に入り、グローバル投資家にとって、魅力的かつ重要な資産クラスになりつつあります。その背景と主な要因を以下に示します。

魅力的な利回り水準 — 先進国の国債の大半は、現在の利回りでは安定的なインカムの源泉という役割を果たせなくなっています。中国の債券はその役割を補う一助となります。

分散効果 — 中国債券はグローバル債券と相関が低く、相対的に高い分散効果が期待できます**。

良好なファンダメンタルズ — 力強い経済回復に加え、中国の発行体間の差別化が進み、クレジット市場では銘柄選択による収益機会が増えています。

相対価値 — オフショアの米ドル建て債券とオンショアの人民元建て債券の値動きは時として乖離するため、両市場にアクセスすることにより、相対価値戦略に基づく収益機会があると考えます。

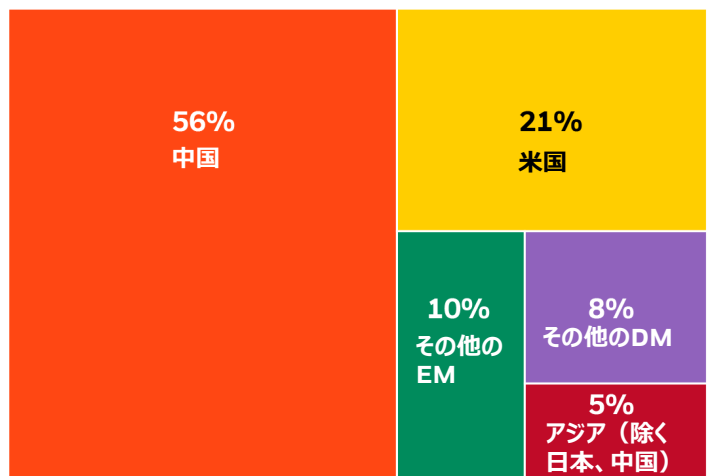
* 出所：BlackRock、2020年12月31日時点、データはBloomberg Barclays Multiverse Indexに基づく。 ** 出所：BlackRock、2020年12月31日時点

本資料中のすべての意見、予想は特定の時点における市場環境の評価を示すものであり、将来の事象の予想あるいは将来の結果の保証を意図したものではありません。本資料中の情報は、調査、投資アドバイス、または推奨として読者が依拠すべきものではありません。

ハイライト

- 中国債券は、グローバル投資家にとって、利回りと分散効果の観点から、魅力的な資産クラスとなっています。
- 主要インデックスへの組み入れに伴い、中国の国債、政策銀行債及び地方債には既に資金流入が見られていますが、その他中国国内のオンショア債（“クレジット債”）には、まだ多くの収益機会が手つかずに残されています。
- オンショアの“クレジット債”市場においては、信用力格差の広がりや収益機会につながるものとみえており、現状システムリスクに至る要因は限定的と考えます。
- 地政学的緊張は今後も持続するリスク要因と考えます。その中で中国債券は、2018年と2020年に見られたリスクオフの局面でも、ポートフォリオの安定化に寄与する資産クラスとして有効に機能したのは記憶に新しいところです。

利回りが2.5%を超える債券の割合（地域別）



出所：BlackRock、Wind、2020年12月。Bloomberg Barclays Multiverseとすべての適格中国オンショア債券に基づく（金利債券、クレジット債券）（規模は10億人民元以上、残存期間は1年以上）。DMは先進国、EMは新興国を示しています。

Q

主要インデックスへの組み入れは、グローバル投資家による中国債券全体へのアクセスに繋がるのでしょうか？

中国は、米国に次いで世界で2番目に大きい債券市場です。

主要インデックスに組み入れられたことで、中国国債及び政策銀行債への資金流入はたしかに加速しましたが、インデックス組み入れの対象となっていない、その他の発行体によるオンショア債券についてはその限りではなく、魅力的な投資機会が多く残されています。

A

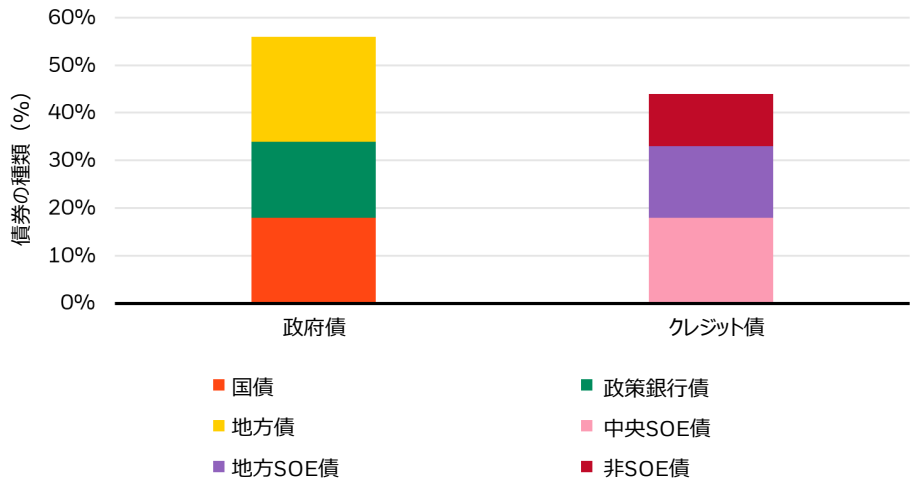
中国の債券市場は約17兆米ドルの規模を持ち、それを上回る債券市場は46兆米ドルの規模を持つ米国だけです。主要インデックスへの組み入れは、グローバル投資家の中国債券への投資を促進すると考えられます。グローバル債券の最も代表的なインデックスであるBloomberg Barclays Multiverse Indexにおいて、中国債券は2020年末時点で約6%を占めています。しかし、中国国債と政府銀行債、それに地方債以外の発行体による債券（“クレジット債”）は、組み入れの対象ではありません。“クレジット債”への投資にはいくつかの障壁が伴いますが、同時に、中国債券の中で最も大きなリターンを創出できる可能性を持っているユニバースと考えます。

中国のオンショア債券市場を、発行体の信用リスクが限定的といえる国債、政策銀行債及び地方債によって構成される“政府債”と、信用リスクを伴う“クレジット債”に分けた時、政府所有企業（State Owned Enterprise、以下SOE）によって発行された債券は、その“クレジット債”市場において大きな割合を占めています（図を参照）。中央政府や地方政府にとってのSOEの重要性には大きな幅があり、それらの発行体の最終的な債務返済能力を判断するにあたっては、政府にとっての各SOEの重要度を適切に評価することが、それぞれ単体の財務ファンダメンタルズを理解すると同時に重要となります。また、投資を難しくする別の問題として、中国国内とグローバルな格付機関が格付に用いる手法と基準に大きな隔りがある点が、挙げられます。特にSOE市場は、グローバルな機関による格付が付与されていない場合が大半です。

つまり、地場に深く根差したリサーチ体制があつてこそ、“クレジット債”発行体の信用リスクを正しく評価することができ、中国のオンショア債券市場における投資機会を享受することができると考えます。

2種類の債券

中国のオンショア債券市場の構成、2020年



出所：Wind、2020年12月。政策銀行債は中央政府が所有し、政策機能を果たします。地方政府債は省が提供しています。

* 出所：国際決済銀行、2020年9月30日時点

すべての意見、予想は特定の時点における市場環境の評価を示すものであり、将来の事象の予想あるいは将来の結果の保証を意図したものではありません。本資料中の情報は、調査、投資アドバイス、または推奨として読者が依拠すべきものではありません。

Q

グローバル投資家は、中国債券に分散投資をすることで、どのようなメリットを享受することができるでしょうか。

中国の債券投資は、ポートフォリオの安定化に寄与し、魅力的なインカムを提供、また高い分散効果をもたらすと考えます*。

* プラスの運用成果が達成されるという保証はありません。リサーチ能力がプラスの投資結果に貢献する保証はありません。分散と資産配分により完全に市場リスクを免れるとは限りません。

関連の低いリターンの事例

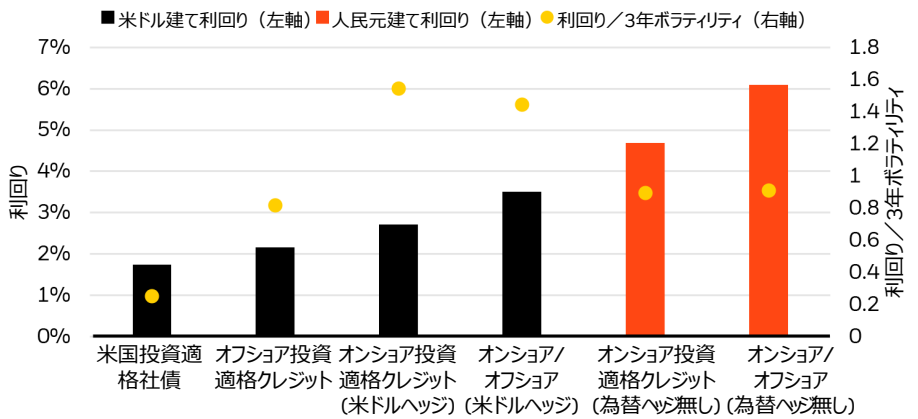
2017年	国内でのレバレッジ縮小によりオンショア市場がアンダーパフォーマンス
2018年	米中貿易摩擦の中での金融緩和によりオンショア市場がアウトパフォーマンス
2019年	2018年のリスク資産下落後には、世界的なクレジット市場の上昇、魅力的なバリュエーションにより、オフショア市場がアウトパフォーマンス
2020年 1-3月期	世界的にクレジット市場が下落する中でオンショア市場は底堅さを示す
2020年 4~12月	各国中央銀行の前例のない金融緩和とコロナ・ショック後の魅力的なバリュエーションにより、オフショア市場がアウトパフォーマンス

A

中国の債券市場には、魅力的な利回り以外にも投資意義があると考えられます。下図「高い利回りに留まらない」は、中国クレジットへの投資のメリットとして、米国投資適格社債と比較すると、単に利回りが高いだけでなく、リスク対比での利回り水準も高いことを示しています。さらにリスクが高い為替ヘッジをしない人民元建てにおいても、同様のことが言えます。中国債券と他の主要債券市場との間の相関が低く、そして同じ中国「クレジット債」においても、オンショア人民元建て市場とオフショア米ドル建て市場の間では相関が低いことが要因です。下図「投資配分変更に基づくリターン創出の機会」で示されている通り、中国では、同一発行体であっても、米ドル建てオフショア市場と人民元建てオンショア市場ではパフォーマンスが大きく異なることがあり、双方へのアクセスがある市場参加者は、クレジット・リスクを変えることなく、その差異を活用してリターンを創出する機会を享受できます。このような差異が生じる背景の一つとして、オンショア人民元建て市場は、中国の金融情勢やその他の国内要因に敏感に反応する一方、オフショア米ドル建て市場は、世界的なリスク要因の影響を受けやすいことがあげられます。

高い利回りに留まらない

米国社債と中国クレジットの利回り比較、2020年末時点

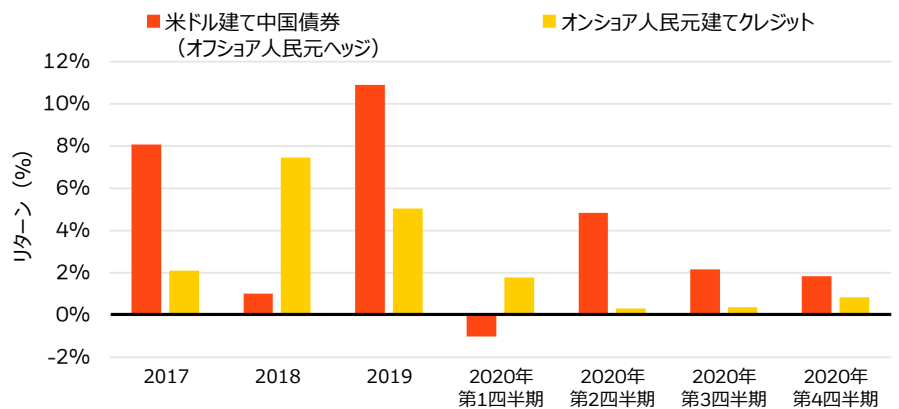


出所：Bloomberg、2020年12月。Bloomberg US Corporate Index（米国投資適格社債）、JP Morgan JACI China IG Index（オフショア投資適格クレジット）、China Bond New High Grade Index（オンショア投資適格クレジット）、BlackRock Cross-Border Strategy（オンショア/オフショア - HY含む）。

過去の運用実績は現在または将来の成果を示唆するものではありません。指数は運用されておらず、指数に直接投資することはできません。

投資配分変更に基づくリターン創出の機会

中国クレジットの年率リターン、2017年～2020年



出所：BlackRock、2020年12月。米ドル建て中国債券はJ.P. Morgan Asia Credit Index（中国オフショア人民元ヘッジ）、オンショア人民元建てクレジットはChina Credit Bond Indexを使用しています。過去の運用実績は現在または将来の成果を示唆するものではありません。指数は運用されておらず、指数に直接投資することはできません。

すべての意見、予想は特定の時点における市場環境の評価を示すものであり、将来の事象の予想あるいは将来の結果の保証を意図したものではありません。本資料中の情報は、調査、投資アドバイス、または推奨として読者が依拠すべきものではありません。

Q

デフォルトのリスクについてはどう考えますか。それはポートフォリオ構築にどのように反映されていますか。

個々の発行体の信用力を掘り下げて分析することが、デフォルト・リスクの回避とリターンへの追求に繋がると考えます。また、中国のデフォルト・リスクの高まりがシステミック・リスクに直結するという指摘がありますが、必然性はないと考えます。

A

中国の債券発行体によるデフォルト率は2021年に上がる可能性があると考えていますが、オンショア債券市場にシステミック・リスクをもたらすには至らないと考えています。コロナ禍に伴うストレスは存在していますが、中国におけるデフォルト率は世界各国と比べてかなり低水準にあります。例えば、米国のハイイールド市場での年間のデフォルト率は2020年には2倍近くに上昇し、今後コロナ・ショック前同等の水準に戻る事が予想されるものの、中国オンショア・ハイイールド債の2021年のデフォルト率は、その半分強にとどまることが予想されます（下図「事業の存続」を参照）。

中国におけるデフォルト・リスクが上昇するというストーリーは、多くのグローバル投資家の関心を引きつけてきました。同時にその盛り上がりによって、今後の投資リターンへの影響という、本来最も重要なテーマから着眼点がズレてきているように見受けられます。個々の発行体のデフォルトという単発的な事象よりも、デフォルト率上昇を伴いつつも進んでいる、中国の金融市場改革のスピードと有効性の方が、中長期的には重要な要素だと考え、投資リターンに影響を及ぼします。中国発行体のデフォルト増加は、中国金融市場発展という物語の一部ではあるものの、核ではないと考えます。

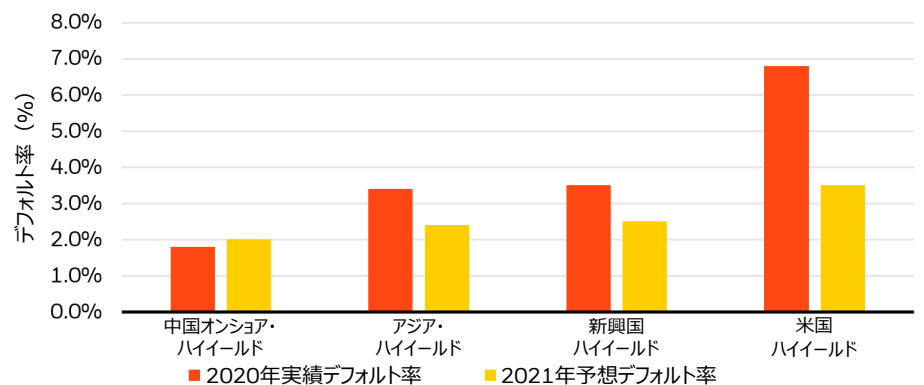
中国政府による過剰レバレッジの縮小を図る政策に伴い、デフォルトの最初の波は2018年にかけて訪れましたが、その後の米中貿易摩擦の激化によって政府のスタンスは軟化、更には2020年上半期のコロナ・ショックによって、政府のレバレッジ縮小の優先順位は下がっていました。しかし、中国経済のV字回復により、レバレッジ縮小に向けての取り組みは再開し、今年後半にかけてその勢いは強まると見ています。また、不動産市場の過熱化を防ぐ上でも、政策は引締めの方角にあると考えられます。

中国の規制当局は長い間、金融市場の透明性を高めようと努力し、クレジット・サイクルの成熟を目指してきました（例えば、SOEの過剰レバレッジ縮小や、みなし債務保証によるモラルハザードの排除）。“クレジット債”の市場では、発行体の一層の差別化と、信用力の債券価格への織り込みが進んでおり、これは市場参加者にとって良い兆しです。掘り下げたクレジット・リサーチや、地場の情報やプレゼンスの活用が、リターン創出の可能性を幾重にも増やすことができると考えます。

結論として、ブラックロックは、中国債券発行体によるデフォルトの緩やかな増加を見込んでいますが、システミック・リスクには至らず、むしろ発行体の差別化が進む中で、リターン創出の機会が提供されると見ています。ブラックロックは、個々の企業ファンダメンタルズの分析を徹底のうえ、中央政府や地方政府にとって戦略的・社会的に重要な企業を好みます。

事業の存続

各資産クラスのデフォルト率の実績および予想



予想は2021年1月時点での2021年に対する予想です。出所：Wind、J.P. Morgan。予想はJ.P. Morganによるものです。ただし、中国オンショア・ハイイールドはBlackRockの算出に基づきます。この図は例示を目的とするものであり、予想が現実のものになるという保証はありません。指数は運用されず、指数に直接投資することはできません。

すべての意見、予想は特定の時点における市場環境の評価を示すものであり、将来の事象の予想あるいは将来の結果の保証を意図したものではありません。本資料中の情報は、調査、投資アドバイス、または推奨として読者が依拠すべきものではありません。

展望：パンデミック後の環境における中国の債券

テーマ	コロナ・ショック前とコロナ・ショック中	パンデミック後
インカムの需要	<ul style="list-style-type: none"> インカムのニーズに対し、中国債券は相対的に高い利回りと安定性を提供していました。 銘柄選択による収益機会と、グローバル・クレジットとの低い相関性によって、中国債券は魅力的な分散投資の対象として注目を集めました。 	<ul style="list-style-type: none"> 人口の高齢化＝根強いインカムへの需要継続。 世界の多くの国で金利がゼロに近い状況で、利回り水準の違いは従来以上に差別化要因になると考えます。 世界の債券の中で利回りが2.5%を超えるものは、中国の債券が56%を占めています。
市場構造	<ul style="list-style-type: none"> オンショア人民元建て債券市場は、主要債券市場の中で、2020年1-3月期の流動性逼迫のダメージを回避できたほぼ唯一の市場であり、その組み入れは、グローバル・ポートフォリオにおける分散効果につながりました。 レバレッジ縮小に伴うデフォルトの増加は、コロナ危機前から始まっていました。 オンショア債券市場とオフショア債券市場は、ファンダメンタルズのリスクが同一でありながら、相関は限定的でした。 	<ul style="list-style-type: none"> 先手を打った政策により経済のV字回復が実現し、世界の成長エンジンとしての中国の潜在力が示されています。 中国債券発行体のデフォルト増加によって、信用リスクが適正に評価されるようになり、収益機会に繋がると考えます。
リスク	<ul style="list-style-type: none"> コロナ禍の打撃は、マクロ政策と社会政策によって効果的に緩和されました。 	<ul style="list-style-type: none"> 米中の競争の激化は、クロスボーダー投資に障壁や制限をもたらすと考えます。 中国の最近のデフォルトの流れは、クレジット・サイクルにおいて必然的なものであり、システムック・リスクの兆候ではないと考えます。
投資機会	<ul style="list-style-type: none"> 世界中の国債で見られた利回り急低下の流れは中国では生じておらず、V字型の経済回復によって同調する可能性は低くなりました。 中国国債の実質利回りが相対的に高く、主要インデックスへの組み入れもパフォーマンスの追い風と想定されていました。 	<ul style="list-style-type: none"> 主要インデックスへの組み入れは、オンショア債券市場において約3%の保有比率にすぎない外国人投資家の保有を促します*。 インカム需要は、中国債券への戦略的配分に繋がると考えます。 グローバル債券との相関の低さによる分散効果、人民元建て債券／米ドル建て債券の相関の低さによるアルファ獲得の機会をもたらします。 コロナ・ショック後の世界の経済回復を牽引していることは、その市場への参入意義に繋がります。

玉石混淆の中国債券における投資テーマ

債務返済能力の有無	共通項と固有性	国内格付とグローバル格付
オンショア「クレジット債」市場は政府所有企業が大半を占めていますが、これらの企業の政府にとっての重要性には差があります。期待される政府による支援体制をふまえた信用リスクを評価するためには、掘り下げた分析が必要です。	オンショア債券は、魅力的な利回りを提供します。一方、リターンの大部分は、セクター配分や銘柄選択によりもたらされると考えます。	主要なグローバル格付機関は、オンショア市場でのプレゼンスを高めていますが、依然として、グローバル機関による格付との比較が困難な国内格付機関による格付のみ付与されているケースが一般的です。国内格付では最高のAAA格は、グローバルな基準では投資適格級相当に過ぎません。

こうしたテーマに対するブラックロックの取組み

現地チームが1)それぞれの発行体単体の財務ファンダメンタルズ、2)発行体と発行体を保有している政府機関の関係、3)その政府機関の信用力、の分析/評価を行います。現地の政治経済の理解が重要なポイントとなります。	発行体の信用力はオンショア債でもオフショア債でも変わりませんが、テクニカルな要因でバリュエーションやパフォーマンスに違いが生じます。そのテクニカル要因の変遷から、裁定機会を見出します。	シンガポールと上海のチームが、投資を行う全ての発行体についてクレジット・リサーチを実施し、グローバル格付機関の基準に基づき社内格付を付与します。
--	--	--

すべての意見、予想は特定の時点における市場環境の評価を示すものであり、将来の事象の予想あるいは将来の結果の保証を意図したものではありません。

本資料中の情報は、調査、投資アドバイス、または推奨として読者が依拠すべきものではありません。

* 出所：中国人民銀行、Wind、2020年12月時点

ブラックロックを代表する債券ポートフォリオ・マネージャーの見方 「中国債券がそれぞれの戦略の中で果たす役割について」

Rick Rieder –グローバル債券CIO、マルチアセット戦略グループのグローバル・アロケーション戦略運用チームヘッド

「マルチセクター運用の旗艦戦略では、資産毎の相関を考慮しつつアルファの源泉を分散して、ポートフォリオの最適化を図ります。このアプローチが、多様な市場環境の変化への耐性を高め、安定したリターンの創出に繋がっていると考えます。」

「中国のソブリン債は、高い実質金利とポートフォリオにおける分散効果に投資意義を見出しています。また、市場の成長と進化により、他の新興国債券から抜きん出て、先進国債券市場の市場特性に近付いてきています。」

Michael Fredericks –ブラックロック・マルチアセット戦略グループのインカム運用戦略ヘッド、一連のインカム指向投資ソリューションのリード・ポートフォリオ・マネージャー

「グローバル・マルチアセット・インカム・ポートフォリオは、株式、債券、非伝統的資産に亘る幅広い投資機会を活用し、インカムとリスクの最適化を図ります。中国債券には多用なインカム獲得の機会があり、グローバルや特化型マルチアセット・ポートフォリオにおける分散効果も期待できるため、資産配分の有効なツール/構成要素となっています。」

「グローバル・マルチアセット・インカム・ファンドでは、オフショアの米ドル建て中国債券を利回り向上とリスク分散のために組み入れています。アジア・マルチアセット・インカム戦略では、オンショアの人民元建て債券とオフショアの米ドル建て中国債券の両方に投資をしています。これは、この2つの市場の相関が低く、分散効果に繋がるからです。」

Jeffrey Cucunato –ブラックロック・グローバル・クレジット・グループ内のマルチ戦略クレジット・プラットフォームのリード・ポートフォリオ・マネージャー

「グローバル・クレジットの旗艦戦略においては、米国への投資が引き続き中心となっていますが、米国以外で中国が占める割合は大きなものになってきており、中国クレジットへの配分は増えています。先進国における昨今の財政政策と金融政策の下では資金が民間セクターに直接流入し、クレジットのバリュエーションが大きく変化しました。その中で、中国クレジットのバリュエーションは先進国市場と比べて魅力的であり、グローバル・クレジットのポートフォリオの中で分散効果を得ながら利回りを高める役割を果たしています。」

「中国は、コロナ後の世界においても、世界の成長エンジンとしての役割を果たしていくでしょう。ファンダメンタルズが堅調で、デフォルト率が低位にとどまると予想される内需に依存するセクターを愛好します。一方、軟調な外需の影響を受け易い景気循環セクターには、慎重な姿勢を取っています。」

Artur Piasecki –ブラックロックのアジア債券・クレジット・ファンドのポートフォリオ・マネージャー、グローバル債券、グローバル・クレジット、グローバル・マルチアセット・インカムのポートフォリオのアジア・クレジット・シニアポートフォリオ・マネージャー

「ブラックロックは、中国債券がグローバル・ポートフォリオにおいて、重要な役割を担うと考え、中国投資の最先端を走ってきました。2011年には、他社に先んじて人民元建て中国債券ファンドを立ち上げ、中国の資本市場が開放されたすぐ後に、オンショア投資を開始しています。」

「ブラックロックは、中国債券への需要の高まりと、グローバル債券、クレジット、マルチアセットのポートフォリオにおける有効性をふまえて、中国でのケーパビリティを大きく拡大させてきました。お客様による中国債券投資の有用性への理解は高まっており、これまでの運用経験を活かし、様々なニーズに、最適なりリスク・リターンを見出す形で応えることができると考えます。」

すべての意見、予想は特定の時点における市場環境の評価を示すものであり、将来の事象の予想あるいは将来の結果の保証を意図したものではありません。本資料中の情報は、調査、投資アドバイス、または推奨として読者が依拠すべきものではありません。

重要事項 必ずお読みください

本資料は、ブラックロック・グループ（以下、「ブラックロック」という。）が作成した英語版のレポートをブラックロック・ジャパン株式会社（以降「弊社」）が参考情報として提供するものであり、特定の金融商品取引の勧誘を目的とするものではありません。また、ブラックロック全体、ないし弊社が設定・運用するファンドにおける投資判断と本レポートの見解とは必ずしも一致するものではありません。

当資料は、ブラックロック及び弊社が信頼できると判断した資料・データ等により作成しましたが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、当資料中の各種情報は過去のもの、または、見通しであり、今後の運用成果等を保証するものではなく、当資料を利用したことによって生じた損失等について、ブラックロック及び弊社はその責任を負うものではありません。

更に、本資料に記載された市況や見通しは作成日現在のものであり、今後の経済動向や市場環境の変化、あるいは金融取引手法の多様化に伴う変化に対応し、予告なく変更される可能性があります。弊社が投資一任契約または投資信託によりご提供する戦略は、全て、投資元本が保証されておりません。弊社がご提供する戦略毎のリスク、コストについては、投資対象とする金融商品等がそれぞれの戦略によって異なりますので、一律に表示することができません。従いまして実際に弊社戦略の提供を受けられる場合には、それぞれの提供形態に沿ってお客様に交付されます契約締結前交付書面、目論見書、投資信託約款及び商品説明書等をよくお読みいただき、その内容をご確認ください。

弊社又は弊社のグループ会社が設定・運用するファンドを、投資一任契約に基づき組入れる場合、又は、弊社が金融法人のお客様へ勧誘する場合は、当該ファンドを組み入れたいとする誘因が潜在的にあるという理由から弊社又は弊社のグループ会社とお客様との間に金融商品取引法上の利益相反のおそれがある取引に該当致します。また、ファンドにより弊社又は弊社のグループ会社の自己投資、役員投資が含まれることがあり、この場合も同様の利益相反の状況が想定されます。弊社は、利益相反のおそれがある旨をこのようにお客様へ開示することが、お客様のご理解・ご判断に資するという点で、適切な対応方法であると考えております。詳細については、弊社ホームページに掲載の利益相反の管理に関する方針をご参照下さい。当資料は御社内限りとし、当資料の内容を複製もしくは第三者に対して開示することはご遠慮ください。

なお当資料は、適格機関投資家様、年金基金様、販売会社様のみを対象としています。個人投資家様への配布などはお控え頂きますよう、よろしくお願いたします。

ブラックロック・ジャパン株式会社

金融商品取引業者関東財務局長（金商）第375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、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

ホームページ<https://www.blackrock.com/jp/>

〒100-8217 東京都千代田区丸の内一丁目8番3号丸の内トラストタワー本館

BlackRock