



急成長を遂げる中国オンショア社債市場

William Xin

債券運用部門ヘッド、イーストスプリング・インベストメント・マネジメント（上海）カンパニー・リミテッド

中国の債券市場は、今や米国に次ぐ世界第2位の規模となっています。

中国オフショア（本土外）債券市場の成長は広く知られていますが、私たちが注目しているのは、目覚ましい成長を遂げる中国オンショア（本土）債券市場です。中国オンショア社債市場は急速な成長を遂げているだけでなく、ポートフォリオの分散と高い利回りを求める投資家にとって魅力的な投資機会となっています。

中国債券の市場規模は、2010年にはわずか20兆6,694億元（3.1兆米ドル）でしたが、2020年12月末時点では114兆3,105億元（17.2兆米ドル）を超え、10年前の5倍以上にまで拡大しています。また、その主な内訳は、地方債：22%、社債：20%、国債：18%、政策銀行債：16%となっています。（図表1参照）

なお、上述の114兆3,105億元のうち、中国オンショアのクレジット債*市場規模は約42兆8,000億元となっており、その内訳は22兆9,000億元が非金融の企業、19兆9,000億元が金融機関によって発行されています。双方は主に国有企業（SOE）と融資平台**（LGFV）となっています。

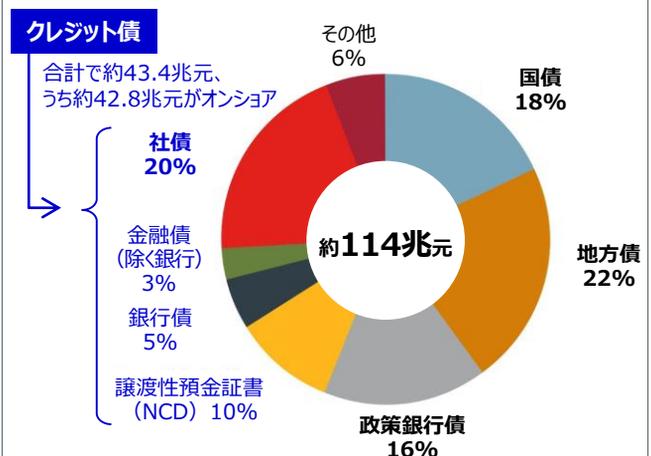
* ここでは社債、金融債（除く銀行）、銀行債、譲渡性預金証券を指します。

** 地方政府が出資する傘下の投資会社

政府による金融市場の改革・開放が中国オンショア社債市場の成長を後押し

中国オンショア社債市場は、2010年までは比較的未発達でした。これは、それまでの中国企業が主な資金調達手段として銀行借入に依存していたためです。

図表 1: 中国債券市場（オンショア+オフショア）の種別構成



出所：WINDのデータを基にイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成。（2020年12月31日）
その他については資産担保証券（ABS）等が含まれます。

英国ブルーデンシヤル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルーデンシヤル・ファイナンシヤル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシヤル・アシュアランス社とは関係がありません。

※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第379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

その後、金融市場の改革・開放の一環として、中国の規制当局は、経済の銀行システムへの依存度を引き下げるために様々な政策を打ち出しました。

2015年、中国証券監督管理委員会は、従来は上場企業しか債券発行ができなかったのに対し、非上場企業でも債券発行ができるように要件を緩和しました。これにより、企業の社債発行が急増し、それまでの銀行融資からの構造転換が進展しました。2010年末には6.8%だった負債に占める社債残高の割合は、2020年末には13.3%へと上昇しています。

さらに、規制の緩いシャドーバンキング（影の銀行）による資金調達に対する規制が強化されたことにより、企業の資金調達ニーズが社債市場へとシフトしました。その結果、債券をセクター別にみると社債は過去数年間、オンショアのクレジット債市場で最も急速に成長しています。

中国オンショア社債への外国人投資家の参加は依然として限定的

この2年間の海外投資家からの中国オンショア債券市場への資金流入額は目を見張るものがあり、中国オンショア債券の外国人投資家の保有額は2015年9月末の7,650億元から2021年9月末には3兆1,220億元へと大幅に増加しています*。しかし、外国人投資家の保有額の増加の内訳をみると、そのほとんどが国債と政策銀行債です。

* Goldman Sachs

現時点での外国人投資家による社債への投資は、さまざまな課題から限定的なものにとどまっています。そもそも言語の壁があるため、特に新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の際には、社債の基本的な信用分析を行うことが困難でした。

さらに、中国では信用格付けシステムが一貫しておらず、また世界的な格付け機関がこれまで中国に存在していなかったため、先進国市場で使用されている基準と比較・分析することは困難でした。

現在、中国国内の格付け機関9社が提供するその信用格付けは、総じて高格付けに偏っており、各機関の間での差別化ができていません。実際、クレジット債の89.3%がAA以上の格付けで、そのうち65.3%がAAAの格付けを取得しています。

とはいえ、世界的な海外の格付け機関が中国市場に参入してきたことは注目すべき点です。そのうちの1社は、2020年に中国国内の信用格付けのライセンスを取得し、中国オンショア債券を対象に格付けサービスを開始しました。

2016年以降の企業のデフォルト（債務不履行）率の上昇や、デフォルト後の債務処理プロセスの不確実性も海外投資家からの中国オンショア社債への関心を妨げる結果となっています。

さらに、中国の国債や政策銀行債に比べて、社債の流動性が（改善しているとはいえ）低いことも大きな課題となっています。これは、一般的に市場の流動性が低く、ビッド・アスク・スプレッド（買い値と売り値の差）が広いことが反映されています。社債の流通市場（既発債の市場）での取引は、一般的に中央の大規模なSOEや省レベルの地方SOEやLGFVが発行する社債が対象となりますが、民間企業が発行する社債は、投資家が満期まで保有する傾向にあるため、流通市場での取引はあまり活発ではありません。

中国オンショア債券市場のデフォルト増加は健全な債券市場に向けた必然なのか？

近年、中国オンショア債券市場のデフォルトは大きな課題となっています。中国オンショア債券市場で社債のデフォルトが初めて発生したのは2014年のことでした。その後、デフォルト件数は上昇傾向にあります。（図表2参照）

図表 2: 中国オンショア債券市場のデフォルト状況



出所：WINDのデータを基にイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成。（2020年12月31日）

しかし、これはかつての先進国の債券市場が経験したように、健全な債券市場の成長に向けて避けては通れないプロセスの一部であると考えています。また、苦境に陥った発行体がデフォルトになる中、現地の専門知識と信用調査能力を備えた債券アクティブ運用の能力が必要であることを改めて示しています。

今後、中国企業のデフォルト発生率は、政策的支援、安定した経済成長、発行体企業への適切な規制導入などにより、世界市場と比較して妥当な水準へと収斂していくものと思われます。

なお、投資家にとっては、中国の債券市場の歴史がまだ浅いことから、デフォルトが発生した場合の実際の法的処理の行方などに関する不確実性も懸念材料となっています。図表3は、2014年以降に発生した121件の中国オンショア債のデフォルト後の解決状況について示しています。

私たちが中国オンショア社債市場にポジティブな理由

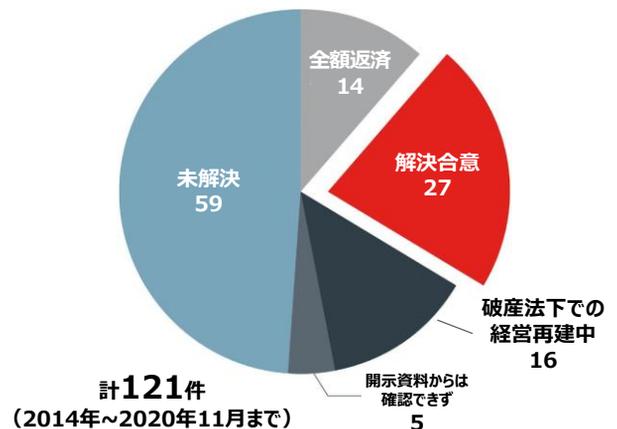
中国の社債市場に投資する最大の魅力として、中国の経済力が背景にあります。直近の中国の経済成長はやや鈍化はしているものの、今後5～10年は、引き続き力強い上昇軌道を維持するものとみられます。

コロナ禍においても、中国は、伝統的な金融政策を実施した数少ない主要国の一つであり、非伝統的金融政策を導入することはありませんでした。その結果、中国はプラス金利と順イールドのイールドカーブ（長期金利の方が短期金利よりも高い状態）を維持しており、これは持続的な経済発展につながるものです。また、長期的には人民元建て資産の国際競争力を維持するのに役立ちます。

また、中国のオンショア債は、オフショア債に比べ利回りが高い、という特徴があります。中国オンショア社債のうち中国社債5年物（AAA）*の利回りは2月末時点で3.8%と、オフショアの中国投資適格社債の利回り2.6%を大きく上回っています。中国政府がオンショアの金融引き締めにした2020年第2四半期以降、その差は大きく広がっています。国際的な格付け機関から「A-」以上の格付けを得た社債（SOE、LGFV）の場合、ヘッジコスト控除前では人民元建て社債と米ドル建て社債の利回り格差が200ベースポイント（2.00%）にも及ぶことがあり、より高い利回りを求める投資家にとって、高格付けの人民元建て社債は魅力的です。（図表4参照）

*ここでは図表4の「中期手形5年物（AAA）」と「融資平台5年物（AAA）」が該当します。

図表 3: 中国オンショア債のデフォルト後の解決状況



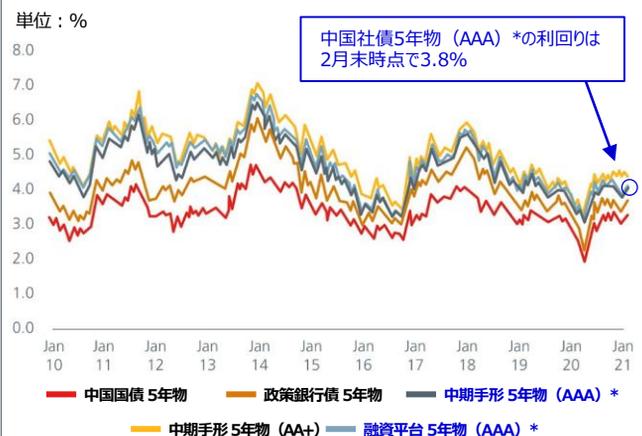
出所：WIND、各社の開示資料などデータを基にイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成。

中国の政策スタンスが緩和から正常化へと移行したことにより、オンショア債の利回りが上昇し、オフショア債の利回りとの格差が拡大していますが、目先の短期的な動きが落ち着けば、やがて利回り格差は過去に近い水準へと縮小し、リターンが向上すると考えています。

高い銘柄選定能力を持つ投資家が恩恵を得ることに

最近の中国の高格付け企業を含む一連のデフォルトは必然的に、“企業が苦境に陥れば中国当局が救済する”というこれまでは投資家の間では前提となっていた「暗黙の政府保証」に疑問を投げかけました。このような社債市場のニュースは市場心理に悪影響を与えていますが、債務不履行は、その影響が広範囲に及ばない限定的なものである限りは、健全な資本市場の証でもあります。

図表 4: 中国オンショア債の利回りの推移



出所：WIND、Chinabondのデータを基にイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成。（2021年3月）

最近、中国でSOE債のデフォルトが相次ぎましたが、これは中国当局が改革の一環として、実質は破綻しているのに政府や銀行の支援で存続する「ゾンビ企業」を一掃しようとしている努力を反映しています。デフォルトの増加は、成熟した金融市場を発展させようとする中国当局の意欲の現れでもあります。

中国ではオンショア企業のデフォルトが増加し、オンショアの金融市場の流動性が低下しているため、社債市場のボラティリティー（変動率）が上昇しています。このような傾向は、投資家の関心をファンダメンタル分析と銘柄選定へと引き戻す結果となり、高い銘柄選定能力を兼ね備えた長期投資家にとっては、チャンスであると私たちは考えています。実際、銘柄間での差別化が進み、それが債券価格に反映され始めています。

オンショア企業のデフォルトが懸念材料となったのは今回が初めてではなく、今後もこうしたことが起きる可能性があることに留意する必要があります。最終的には、中国政府には市場を穏やかな状態に戻したいという政治的意思と政策決定能力があります。これまでの経験で、中国政府にはシステミックリスク（金融システム不安）を抑制し、安定的な金融市場を維持する能力があることが示されています。

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として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。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。