

中国オンショア社債 の利回り低下の背景



Janet Lu

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

最近の中国株式市場のボラティリティの高い展開、世界の債券市場の下落にもかかわらず、中国のオンショア（本土）社債市場の利回りは過去平均に比べて大幅に低下（価格は上昇）した水準にとどまっています。

中国の債券市場に潜むリスクを十分に認識しつつ、現地市場の動きをより深く理解することは、投資家が中国債券市場ならではの魅力的な投資機会をつかむことにつながります。

中国の不動産市場と不動産債券が直面している継続的な問題は、中国の地方政府が所有するインフラ投資会社である融資平台（LGFV）が発行する債券である“LGFV債”に対する投資家の懸念を高めています。LGFVは地方政府によって設立され、主に地方の公共インフラや社会福祉プロジェクト（公共政策プロジェクト）への融資、投資、運営に従事しています。LGFV債は社債の一種に分類されますが、投資家は通常、「地方政府からの暗黙の保証」といった支援に期待しています。

不動産市場の低迷は、歴史的に地方財政の90%以上を占め、これまで地方政府の重要な財源となっていた土地譲渡料の減少を招いています。また、一部のLGFVは、直接または民間の不動産開発業者と共同で、不動産開発プロジェクトに参加しており、不動産販売不振の影響も受けています。

中国の不動産市場の低迷は、地方政府の財政赤字を増大させ、地方政府によるLGFV支援の能力を弱めています。このことから、投資家は財政力の異なる地方政府のLGFVが発行する債券を見極め選別する必要があります。

中国の不動産市場の問題や全体的な成長懸念を背景に、LGFV債と中国の社債市場のスプレッドが拡大することが予想されていましたが、実際はその逆の現象が起きている模様です。ここ数か月間、中国10年国債の利回りは一定のレンジ内で推移していますが、より格付けの高いLGFV債や政府系債券（例：中央国営企業債、地方国営企業債）の利回りは低下する傾向にあります。（図表1参照）全体として、中国のオンショア（本土）社債の利回りは過去平均と比べて低下した水準にあります。（図表2参照）こうした市場環境が中国オンショア社債市場のパフォーマンスを下支えています。

この現象は、銀行が民間企業への融資に消極的な上に、信用力のある借り手側の企業が融資の受け入れに慎重であるため、中国の銀行間システム内に過剰な流動性が滞留していることを反映しています。また、世界の主要中央銀行が金融引き締めに躍起になっている中、中国人民銀行が金融緩和政策を続けていることもこうした動きを後押ししています。

英国ブルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメント株式会社の最終親会社です。

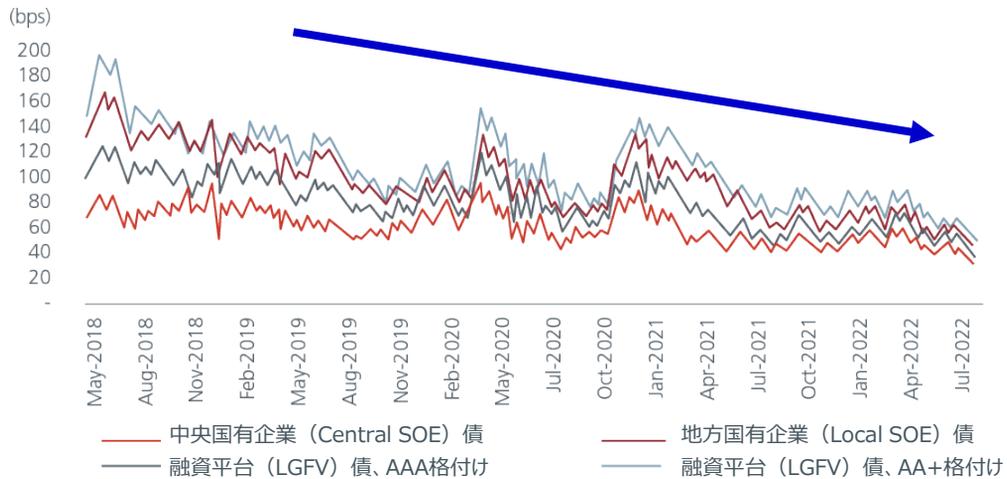
最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルーデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシュアランス社とは関係がありません。

※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・インベストメント株式会社

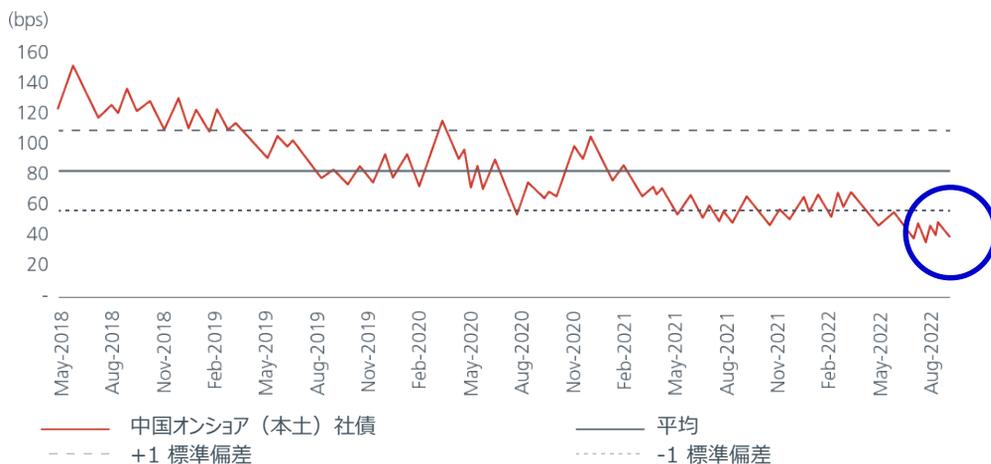
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第379号／加入協会 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

図表 1: 中国の高格付け社債の利回りは低下傾向



出所：Wind. (2022年9月)

図表 2: 中国オンショア（本土）社債の利回りは歴史的な低水準にある



※ ±1 標準偏差とは、当該期間中のデータの約68%の割合がその範囲内に収まっていたことを示すものです。

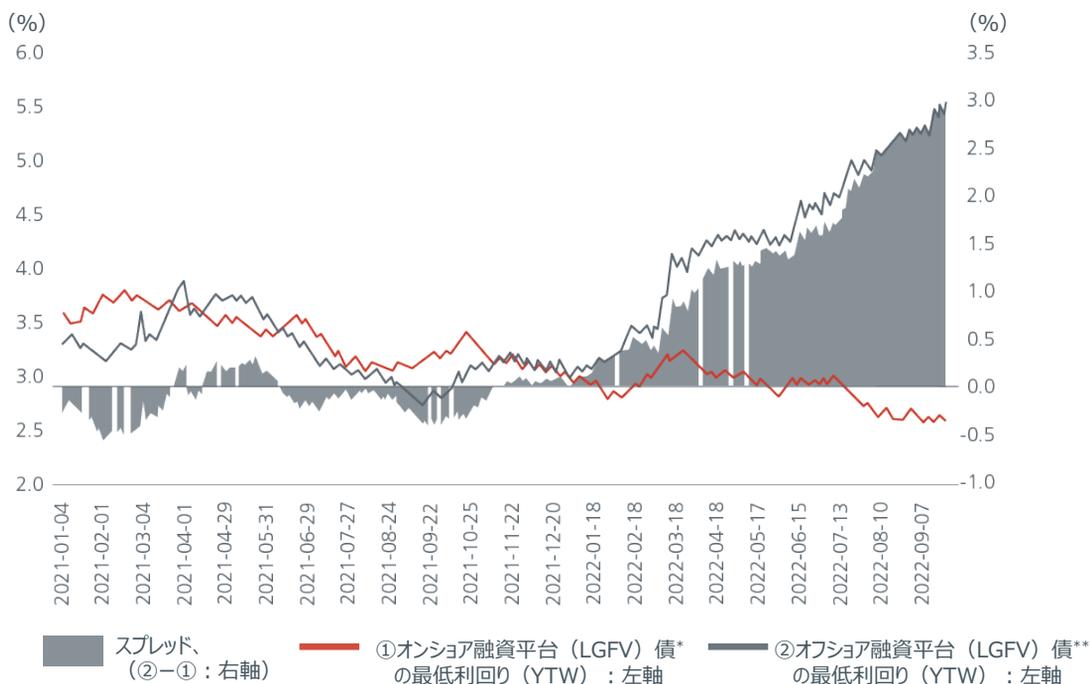
出所：Wind. (2022年9月)

オンショアLGFV債のスプレッド（ベースとなる国債金利に上乗せされる金利）が縮小する中、銀行の資産管理子会社や保険会社などの国内投資家は、現地通貨建て債券よりも高い利回りが享受できる米ドル建てのオフショア（本土外）LGFV債券市場に目を向けているようです。（図表3参照）

投資家からの好調な需要の中、米国の金利上昇に伴う資金調達コストの上昇により、米ドル建てのオフショアLGFV債券市場の供給は相対的にタイトであるのが現状です。供給がタイト化していることは、既に発行済みの債券価格にはプラスに働くことでしょう。

とはいえ、市場流動性が低く、発行体の多くが信用格付けされていない米ドル建てのオフショアLGFV債券市場に投資家がアクセスするためには、現地市場への深い理解やクレジットの優れた選別能力が重要となります。さらに、投資家はしばしば、市、省、中央政府などによる「暗黙の政府支援の可能性」について分析・判断する必要があり、これは債券価格に大きな影響を与えます。このような理由から、多くの外国人投資家は米ドル建てのオフショアLGFV債券市場での投資機会を見送るかもしれません。

図表 3: オフショアLGFV債（米ドル建て）は利回りが上昇中



出所：Haitong Securities. (2022年9月) *オンショア融資平台 (LGFV) 債、AAA格付け、3年物。**米ドル建て融資平台 (LGFV) 債、投資適格級、1-2年物。

前述の通り、中国のマクロ環境と政策面には不確実性が残っていますが、中国のオンショアおよびオフショア債券市場には、アクティブ運用担当者にとって投資機会が存在すると私たちはみています。

中国の金融政策は引き続き緩和的であることが予想されますが、今年中に再び政策金利が引き下げられる可能性は低下している模様です。中国経済の回復ペースが緩やかなままであれば、中国人民銀行（中央銀行）による預金準備率の引き下げの可能性が高くなると私たちはみています。

こうした市場環境下、金利上昇に伴う債券価格の下落リスクを抑えるべくデュレーションを短期化し、地方債の組入を引き下げ、新たな投資機会をうかがっています。

<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。