

アナリストの眼

国際化が進む人民元建債券市場

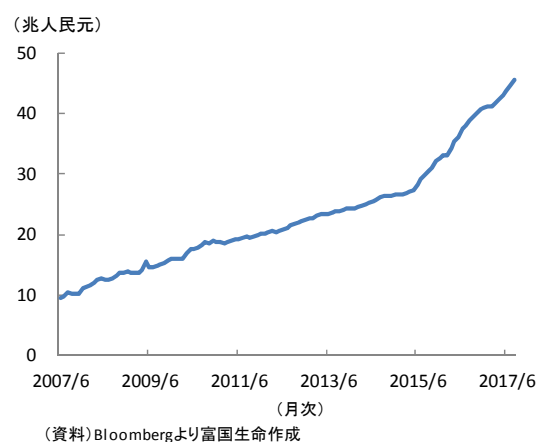
【ポイント】

1. 人民元の国際化が進展する状況下、これまでは開放が進んでいなかった中国本土の債券市場についても急速に国際化を進める動きが見られる。
2. 海外投資家から中国本土債券市場へのアクセスを容易にする債券通（ボンドコネク）がスタートしたことで、海外投資家への市場開放が進むことが期待される。
3. 債券インデックスへの組入れにより大規模な資金が中国本土の債券市場に流入するとの期待も高まっており、大きく国際化が進む可能性がある。

このところ、人民元建債券が注目を集めている。図表1は、中国本土債券市場の債券発行残高を示したものであり、ここ10年で中国の債券市場が

いかに急速に拡大したかが分かる。しかし、これまで海外投資家が中国本土の債券を保有するのは容易ではなく、その結果、これだけ規模が拡大した中でも、未だ海外投資家の保有比率は2%程度にとどまっている。ところが、2016年にIMF（国際通貨基金）のSDR（特別引出権）に組込まれるなど人民元の国際化が進む中で、中国政府が債券市場の国際化に向けた取組みを本格化させてきて

図表1. 中国の債券発行残高



いる。こうした動きを受けて、ドイツやフランスなど主要国の中央銀行が外貨準備に人民元を組み入れることを表明するなどしており、人民元建債券市場の国際化も急速に進むとの期待が高まってきている。また、主要な債券インデックスに中国本土債券が組み入れられるとの見方もあり、そうなれば、グローバルな債券に投資する投資家にとっては、実際に投資するか否かに関わらず、同市場の動向をフォローしていくことが必要になるだろう。本稿では、これまでの人民元建債券市場の国際化の流れや、2017年にスタートした新たな債券取引制度である債券通（ボンドコネク）などについて、国際金融論的な観点から簡単に説明したい。

1. 国際化が進む人民元と人民元建債券

人民元建債券市場の国際化の議論の前に、国際金融政策について簡単におさらいしたい。中国の国際金融政策について理解する上で重要なものとして、国際金融のトリレンマと言われるものがある。国際金融のトリレンマとは、自由な資本移動、通貨の安定、独立した金融政策の3つを同時に満たすことが出来ないというものである。過去に、3つを同時に実現しようとして失敗し、暴落を経験した通貨もある。日本を含めた主要先進国の多くは、この3つのうち、通貨の安定を断念する形で、自由な資本移動、独立した金融政策を行っている。一方、発展途上国などにおいては、資本移動を制限し、独立した金融政策を放棄することで、

自国通貨を米ドルにペッグするなどして通貨の安定を図る国が多い。そして、中国の国際金融政策は、通貨の安定と、独立した金融政策を実現する代わりに、資本移動に制限を加えてきた。

そうした中国の国際金融政策は、2008年以降、国際化へ向けて歩み始めた。背景には、金融危機により米ドルが基軸通貨として信頼を損なったことや、中国の経済発展と貿易額増加により、人民元の国際化を進めることで中国企業・金融機関が享受できるメリットが増えたことがあると考えられる。ただし、IMFによれば、加盟国の準備資産を補完する手段として設ける国際準備資産であるSDRに含まれる国際通貨は、自由な利用が条件となる。つまり、通貨の国際化を進めるには、資本移動の自由化を進めなければならないのである。しかし、成熟していない金融資本市場が急激に資本移動を自由化すれば、通貨の安定性が極端に失われる可能性が高まるなど多様なリスクが伴う。そのため、中国は資本移動の自由化に耐えられるよう構造改革を行いながら、資本移動の規制は維持しつつ、緩やかに人民元の国際化を進めてきたのである。

そして、人民元の国際化を進めるなかで、人民元による運用手段や流動性が確保できなければ通貨の利用価値が高まらないことから、オフショア市場の整備が同時に進められた。香港での人民元預金口座開設の自由化などからはじまり、中国本土商業銀行等による香港での人民元建債券（点心債）の発行により運用手段が債券へと拡大した。しかし、その後も、中国の厳しい資本規制の下、中国本土市場と香港などのオフショア市場は分断された状況が維持され、海外企業が中国国内で債券を発行することも、海外投資家が中国本土市場で発行される債券に投資をすることにも非常に高いハードルがあった。

しかし、2016年に人民元がSDRへ組み入れられたことをきっかけに、内外から市場開放への期待が一層高まり、その動きが加速し始めた。2018年に入り、大手邦銀が立て続けに人民元建債券、いわゆるパンダ債（非居住者（海外企業）が中国で発行する債券）を発行し話題を呼んだが、海外企業による中国本土市場での債券発行が増加した。また、海外投資家が直接的に中国本土の債券市場へアクセスできる制度についても、新たにスタートした。これが、債券通（ボンドコネクト）である。

2. 債券通（ボンドコネクト）とは

債券通（ボンドコネクト）とは、香港と中国本土間の債券相互取引のことで、2017年7月にスタートした。海外投資家が香港の決済機関に設けた口座を通して、中国本土のディーラーと直接取引できるのが特徴である。これまで、海外投資家が中国本土の債券市場に参加するには、中国当局からの認可を複数取得する必要があった。一方、債券通では、そうした事前審査が必要なく、海外投資家が直接的に中国本土の債券を売買できるようになったという点で画期的と言える。債券通に参加する海外投資家は、電子取引プラットフォームを通して中国人民銀行の直轄機関である中国外国為替取引システム（CFETS）で取引を行うこととなる。また、決済については、グローバル・カストディアンを通じて、香港金融管理局の香港証券保管決済機関（CMU）で決済が行われる仕組みとなっており、市場インフラとしての利便性はこれまでに比べて極めて向上したと言える。

なお、債券通において、上記の通り、海外投資家が中国本土の債券を取引する制度「北行き（ノースバウンド）」は既に開始したが、将来的には、中国本土投資家が香港で債券売買を行う「南行き（サウスバウンド）」を創設する計画もあるとされており、そうなれば、一層市

場開放が進むこととなる。しかし、大規模な資本流出の懸念があることなどから、今のところ導入時期は未定とされている。同制度以外の分野においても、資本流出に対しては、現在も徹底した規制を設けている中国政府の動きをみる限り、サウスバウンドの実現は相当先になるのではないかとはいえ、ノースバウンドの拡大だけでも、これまで閉ざされていた中国本土債券市場の開放は、国際金融市場にとっても大きな変化と言えよう。

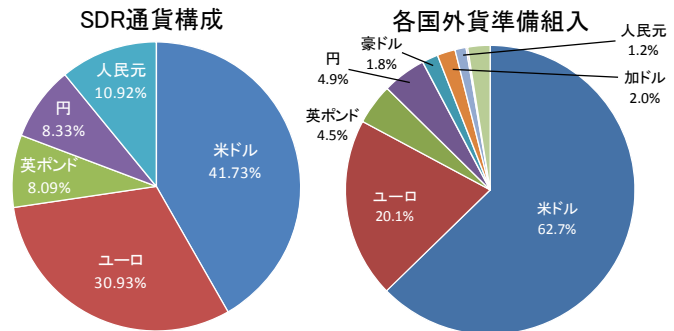
3. 今後の見通し

図表2の通り、SDRにおける人民元の構成比は10.92%となっているが、各国外貨準備に占める割合はまだ1.2%に留まっており、拡大の余地は大きい。また、債券通の登場による中国本土債券市場の開放を受け、世界の主要な債券インデックスに中国本土の債券が組み入れられるとの期待も高まっている。債券インデックスに組み入れられれば、それらの債券インデックスをベンチマークとする債券ファンドは、

一定の割合で人民元建債券を組み入れる必要性が生じるだろう。仮に組み入れないという選択をした場合でも、ベンチマークに組み入れられている以上、常に状況をウォッチすることが必要となろう。そうした観点から、とくにアセットマネジメント会社を中心に、債券通への関心が急速に高まっているとの話が聞かれる。また、こうしたファンドの資金に先回りする形で投資を検討する向きもみられる。結果として、世界の主要な債券インデックスへの組入れが行われれば、将来的に2,500億ドルを超える資金が中国本土の債券市場に流れると見る向きもあるようだ。

一方、こうした中国本土債券市場の開放は、世界の金融システムにとってリスクとなる可能性もあるだろう。中国の経済成長による貿易取引の増加に加え、トランプ政権の保護主義的な政策などにより、米ドルの基軸通貨としての地位が低下する一方、人民元のプレゼンスが相対的に高まる状況は続くと言われ、それに歩調を合わせる形で債券市場が国際化する流れも当面続くだろう。しかし、そうした貿易量の増加や、米ドルのプレゼンスの低下は、中国の金融システムが自由な資本移動に耐え得るかということとは別の問題である。中国の金融システムの耐久性は、中国国内の構造改革が進展するかに大きく依存する問題である。とはいえ、情報の透明性・信頼性が低い中国において、中国国内の構造改革の進展状況について、実体を把握する術は乏しい。政府による的確なコントロールに期待したいが、債券インデックスへの組入れなど、今後は中国政府の管理外で進められる動きも増えるだろう。そういう意味では、構造改革が進展する速度を超えて、市場の国際化への期待が高まりすぎるという危険をはらんでいるとも言えよう。人民元建債券へ投資をするか否かに関わらず、世界の金融システムにとっての大きな動きとして、我々機関投資家は動向を注視する必要があるだろう。

図表2. SDR通貨構成と外貨準備組入
(2017年12月末時点)



(資料)IMFより富国生命作成

(資金債券グループ 久守 匠太)