

アナリストの眼

海外投資家の視点でみる人民元建て債券市場と人民元の国際化

【ポイント】

1. 人民元の国際化は紆余曲折を経ながらも、段階的な資本取引の自由化により、着実に進んでいる。
2. 資本取引の自由化に伴い、中国債券の市場規模は世界第2位となった。規模拡大の背景には社債市場の規制緩和とオンショア市場の国際化が挙げられる。
3. しかし人民元建て債券市場全体における海外投資家の保有割合は依然限定的である。同市場に関するリスク要因は多く、リスク判断は難しい。

1. 中国の「人民元の国際化」に関する動向の整理

中国は当初、「国際金融のトリレンマ（独立した金融政策、安定した通貨、自由な資本移動の3つ全てを満たせないとする説）」の観点から、国内の金融政策の独立性や通貨の安定を確保するため、資本移動の自由を諦め、クロスボーダー取引における人民元の使用を制限してきた。しかし2008年の世界金融危機後に、世界金融市場で米ドルの流動性が枯渇し、国際決済に支障をきたすリスクや米ドル対人民元レート的大幅下落に伴う外貨準備資産の価値棄損が意識された。これを機に中国は、海外で人民元の利用を拡大させる「人民元の国際化」の方向へ舵を切った。換言すると、中国はクロスボーダー取引における人民元利用率を向上させ、資本取引の自由化を進めると共に、人民元の為替レートの柔軟性を高める（通貨の安定を諦める）方向を目指した。

中国は2009年以降、人民元建て貿易取引の段階的解禁および人民元建て直接投資の解禁など、人民元の国際化に向けた施策を実行した。他方、国境を跨ぐ資本取引については急激な変化は避けて、着実に規制緩和や自由化を進めた。これらの努力により、2016年10月に人民元は、国際通貨基金（IMF）の特別引き出し権バスケットの構成通貨に組み入れられ、IMFの定義する公的準備通貨となった。

順風満帆に見えた「人民元の国際化」は2015年8月に転機を迎えた。中国は突如、人民元売買の基準となる、対ドル基準レート算出方法の変更を発表し、大幅に人民元を切り下げ、金融市場を混乱させた。そして2016年にかけて米国が金融政策の引き締めを本格化すると、中国から逃避的に資金が大量流出し、株安と通貨安が連動する悪循環に陥った。そのため中国は金融市場への積極介入を余儀なくされ、市場開放とは真逆の、資本規制を強化することとなった。人民元の国際化のため積極的に金融市場を開放したことが裏目に出て、国際化は後退した。

人民元の国際化をめぐる国際情勢は、トランプ米大統領就任後に急変した。中国では2018年以降の米中貿易戦争など米中対立の激化を背景に、米ドル依存からの脱却を図るため、再び国際化を加速させるべきという声が高まった。そのような中、中国人民銀行国際局の朱局長は2020年10月、人民元の国際化に向けた戦略を再検討していることを明らかにし、「資本取引の自由化を着実に進め、人民元の為替レートの柔軟性を向上、債券市場の流動性を改善させながら、当局は人民元の国際化を阻む障害を取り除く」と述べた。

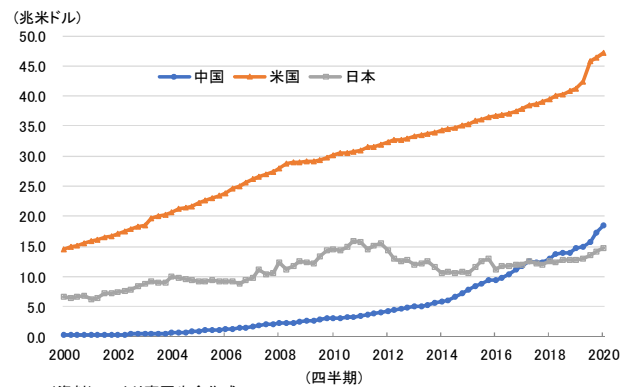
2. 人民元切り下げ後も着実に進行していた資本取引の自由化

2015年の人民元切り下げ以降、一旦は後退を余儀なくされた国際化の流れは、その後段階的な資本取引の自由化によって着実に進行した。中国人民銀行が公表している「2020年人民元の国際化報告」によると、中国のクロスボーダー取引決済金額は、2016年の10兆元弱を底に、2019年には約2倍の19.7兆元まで拡大した。貿易取引、サービス取引を含む経常取引に伴う決済金額は、2015年をピークに伸び悩んだが、他方人民元建て証券投資決済金額は、2016年以降大幅に増加した。奇しくも朱局長のコメント以前に、着実に資本取引の自由化が進んでいたことが伺える。この証券投資決済金額が急増した背景には、人民元建て債券市場の拡大と国際化が密接に関わっている。

3. 人民元建て債券市場の拡大と国際化

中国債券の市場規模（図表1）については2010年の3.1兆ドルから拡大を続け、2018年には市場規模で日本を抜き、米国に次ぐ世界第2位となり、2020年末には18.4兆ドルと、10年前の6倍以上に拡大した。グローバル債券投資家にとって無視できない規模にまで発展した背景には、同国の力強い経済成長に加え、社債市場の規制改革がある。2015年に中国証券監督管理委員会は、非上場企業でも債券が発行できるよう、発行要件を緩和した。従来は上場企業しか債券発行が出来ず、企業の資金調達には銀行借入に依存していたが、規制緩和により社債発行残高が急増した。

図表1. 米国・中国・日本債券市場規模



また同市場の国際化については、中国人民銀行をはじめとする金融規制当局が、市場規模の拡大に伴い海外投資家に対し門戸を開放した。中国の債券市場は、中国本土で発行されるオンショアと、香港など中国本土外で発行されるオフショアの2種類に分類されるが、オンショア債券（人民元建て債券）が中国債券市場全体の95%以上を占める。従って資本取引の自由化にとって大切なことは、海外投資家に対してオンショア市場への取引利便性を向上させることである。金融規制当局は2011年以降、海外投資家がオンショア市場で取引できるよう、様々なプラットフォームと規制を整え、徐々にオンショア市場の開放を進めていったが、2017年の債券通（ボンドコネクト）という中国本土と香港間の債券相互取引システムの導入が大きな転機となった。

海外投資家はボンドコネクトを利用することにより、普段から利用している電子取引プラットフォームを利用し、中国外貨取引センター（CFETS）の取引プラットフォームにリンクさせることで取引することができる。また証券決済に関しては、中国本土に口座がなくても、香港の決済機関に口座を有するグローバル・カストディアン（複数国の有価証券の保管・管理業務を一括して行う金融機関）を介して決済が可能となり、取引の利便性が大幅に向上した。そのためボンドコネクトを介した海外投資家の市場参加者数および取引量は、右肩上がりに増加している。

海外投資家はボンドコネクトを利用することにより、普段から利用している電子取引プラットフォームを利用し、中国外貨取引センター（CFETS）の取引プラットフォームにリンクさせることで取引することができる。また証券決済に関しては、中国本土に口座がなくても、香港の決済機関に口座を有するグローバル・カストディアン（複数国の有価証券の保管・管理業務を一括して行う金融機関）を介して決済が可能となり、取引の利便性が大幅に向上した。そのためボンドコネクトを介した海外投資家の市場参加者数および取引量は、右肩上がりに増加している。

今後は、ボンドコネクトをはじめとするオンショア債券取引プラットフォームの簡素化および合理化により、利便性が益々向上する見込みである。対外開放については、中国当局が新たに本土から香港への債券投資を認める方針である。また近年世界の主要債券指数に組み入れられた中国国債に対する海外投資家からの資金流入も継続するだろう。

4. それでも低い人民元建て債券の海外投資家保有割合

海外投資家は、人民元建て債券市場の国際化に歩調を合わせて保有残高を増加させているが、人民元建て債券全体における海外投資家の保有割合は僅か 3%強に過ぎない。中国当局による市場開放が道半ばということもあるが、人民元建て債券投資を検討する上で、考慮すべきリスク要因は多い。ここでは直近で顕在化した人民元建て債券市場固有のリスクについて考察したい。

まず中国当局による特定セクターに対する昨今の規制強化は、海外投資家にとって投資を妨げる要因の 1 つであると考えられる。中国当局は 2020 年 11 月に大手フィンテック企業を独占禁止法違反で新規株式公開を中止に追い込んで以降、テック企業に対する規制を強化した。2021 年に入ると、大手テック企業などを対象とし、独占禁止法の遵守、利用者の保護、データ安全などの観点で調査を開始した。そして複数の企業に対し、買収の差し止め、独占禁止法違反による罰金の支払いなどペナルティを課した。また教育産業に対しては、家計の教育費負担を抑制するため、既存の学習塾を非営利団体として登記させるなどの施策を打ち出した。これら一見不特定で唐突に見える規制強化は、2021 年 3 月開催の全人代で掲げられた「不平等を減らす」「全人民が共に豊かになる (Common Prosperity)」というスローガンに沿ったものであり、中国のテクノロジー産業等を潰しにかかったものではないという解釈もできる。投資判断には常にこれら中国当局の政策方針を十分に理解する必要がある。また、規制が過度になった場合、民間企業のセンチメントを悪化させ、イノベーションに対する意欲を削がれるなど中長期的なリスクに繋がる可能性がある。規制強化にあたり、規制当局より透明性が高く合理的な説明がなされない場合も、海外投資家の不信感を誘い、中長期的に投資が敬遠されるだろう。

次にオンショア債券市場におけるデフォルト問題について考察したい。しかしこれは良し悪し両面あると考えている。2017 年以降、同市場のデフォルトが急増している。そして近年は市場で暗黙の政府保証が付されていると考えられていた国有企業のデフォルトが金額、件数共に増加し、市場のセンチメント悪化の要因となっている。更にこれら国有企業債の大半が国内の金融機関によって保有されているため、国有企業債のデフォルトからシステムリスクに繋がる可能性が連想されている。

中国当局が目指す「秩序ある社債および国有企業債のデフォルト」は、市場のシステムリスクに細心の注意を払いつつ、資本構造が脆弱な企業などに対し市場原理に基づいた債務処理を図り、モラルハザードを減少させるという、絶妙なバランスが求められる。中央政府はバブル懸念がある不動産セクターのレバレッジコントロール、ファンダメンタルズが脆弱な地方政府に対する予算削減、シャドーバンキングの削減を戦略的に進めている。そのため、今後デフォルト率の高止まりが予想される。しかしこのプロセスは人民元建て債券市場の価格決定権を市場へ委譲するという意味でポジティブと見る向きもある。また中国企業のデフォルトは実績が少なく、発生した場合の処理を巡る不透明感が高いことが投資家の懸念材料の一つとなっている。しかしこの問題に関しても、最近の国有企業デフォルト後を見ると、裁判所にて債務再編議論などが行われており、透明性は向上した。海外投資家にとって好ましい市場の変化だろう。

債券投資家の視点で同市場をみると、先進国債券対比での利回りの高さや相関の低さ、また成熟過程の巨大な市場は魅力的に映る。さらに中国当局主導による着実な「人民元の国際化」と人民元建て債券市場の拡大や自由化は今後も続くだろう。他方、上述のリスクに加え、人民元の国際化や資本取引の自由化に伴う市場のシステムリスク増加、そのバランスを図る中国当局による規制動向についてのリスクを海外から見るのは困難に思う。今後も「人民元の国際化」の進展と共に同市場の動向を注視したい。

(財務投資グループ 新谷 智昭)