

変わる外債ベンチマーク

# 中国国債が利回り押し上げ WGBI追隨に制度の壁も GPIFは「除く中国」公表

11月からFTSE世界国債インデックス（WGBI）に中国国債が組み入れられる。中国国債は相対的に利回りが高く、インデックス全体のリターン引き上げが見込めるほか、分散効果への期待も集まる。ただ、実際の投資には中国当局への申請が受理されることが前提となり、組み入れと同時にインデックスに追隨した運用ができるのかを懸念する声が聞かれる。人民元で為替ヘッジを行った場合のコストの高さや取引の煩雑さも指摘される。年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が、中国国債に投資しない方針を公表するなかで、日本の確定給付企業年金基金（DB）は中国国債投資にどのような姿勢で臨むべきか。メリットと注意点を整理する。

（鈴木良英）

## 主要債券指数では3番目 36カ月かけ段階的組み入れ

確定給付企業年金（DB）の多くが、外国債券のベンチマークとして採用する「FTSE世界国債インデックス（WGBI）」に中国国債が組み入れられる。指数を算出、公表するFTSEラッセルは、「資本規制の問題が解消し、中国当局が急速に市場の改革を進めた結果、採用基準を満たした」とし、指数への中国国債組み入れを決定した。

中国の債券発行残高はこの10年で5倍の規模に成長し、2020年12月時点で106兆人民元（約1800兆円）に上る（5ページグラフ）。世界的に見ても、米国（46兆ドル）に次いで2番目に大きい債券市場だ。WGBIは現在、世界22カ国の国債を対象に算出しており、中国が加わると対象国は23になる。日本の投資家は外国債券投資ではWGBIから日本を除いたベースの指数がベンチマークとするのが

一般的だ。現時点の試算ではWGBI（除く日本）の中国国債の組み入れ割合は6.6%で、英国を上回り、米国、フランス、イタリア、ドイツに次ぐ5位の水準になる。

11月からは、3年間の組み入れ調整期間に入り、6.6%水準に向け、毎月36分の1ずつ（0.18%程度）割合を高めていく。FTSEラッセルでは、その理由を「これまで新規に採用した国の割合はいずれも1%に満たなかった。一度に組み入れると市場のかく乱要因となるため、市場参加者と対話を重ね、比較的長期のスパンを採用する」と説明する。

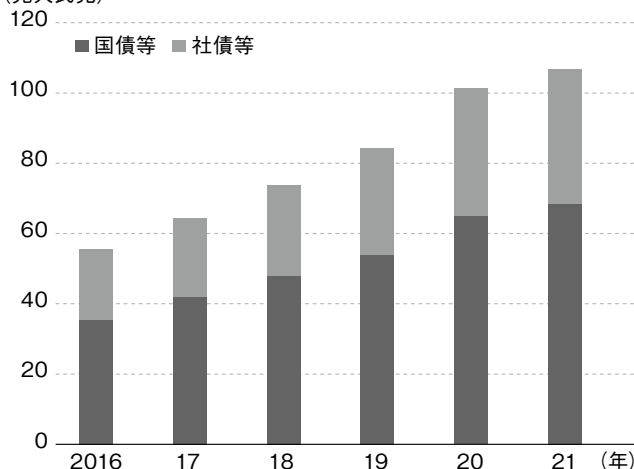
世界の機関投資家がベンチマークとして利用している主要債券指数において、中国国債を組み入れるのはWGBIが初めてではない。ブルームバーグが債券指数として算出している「グローバル総合指数」（BG総合）では19年4月に中国国債と、国債同等の信用力を有する政策銀行債を加えた。新興国国債の指数として用いられるJPモルガンの「GBI-EMグローバル・ダイバーシファイド」も、20年2月から中国国債を組み入れている。いずれも6%、10%の組み入れ比率を目指していたこともあり、それぞれ20カ月、10カ月の調整期間を設け、段階的に組み入れを行った。世界的にはこの2指数を利用する投資家は少なくないが、国内DBではWGBIの存在感が圧倒的

主要な債券指数と中国債券の組み入れ状況

指数算出会社	ブルームバーグ	JPモルガン	FTSEラッセル
指数	グローバル総合	GBI-EM Global Diversified	世界国債 インデックス
組み入れ債券	中国国債 政策銀行債	中国国債	中国国債
組み入れ開始時期	2019年4月	2020年4月	2021年11月
ウェイト	6%	10%	6%
調整機関	20カ月	10カ月	36カ月

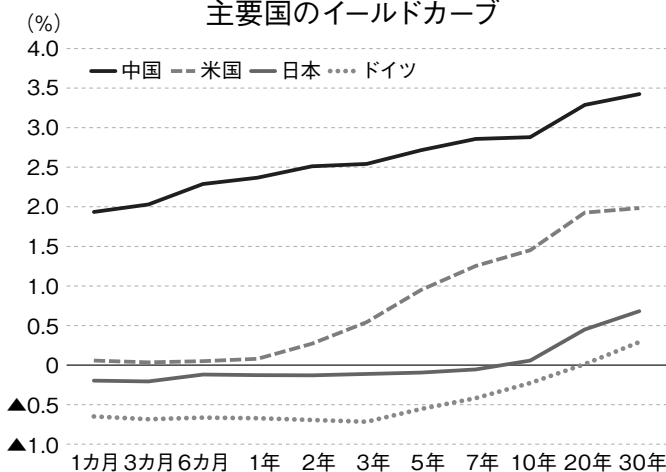
（注）ウェイトは組み入れ決定時に想定した割合

(兆人民幣) 中国債券市場 (人民元建て)



(出所) Asian Bonds Online  
 (注) 各年12月時点、2021年は6月時点。国債等には、政策銀行債や地方債などを、社債には国有および民間企業や中期債、コマーシャルペーパー、金融機関発行債を含む

主要国のイールドカーブ



(出所) ブルームバーグ

だ。採用する戦略も同指数をベンチマークとしたファンドが多いため、インパクトは今回の方が大きいものとなりそうだ。

## 中国国債の利回り突出 金融政策でも分散効果

投資家にとって、中国国債が指数に加わるメリットは何か。ニューバーガー・パーマンで中国債券戦略のリード・ポートフォリオ・マネージャーを務めるピーター・ルー氏は、「中国国債は人民元ベースの利回り水準が高い。指数全体の利回り引

き上げに役立つ」と、第一に利回りの高さを挙げる。

左に主要な先進国と中国のイールドカーブを示した。中国国債は3カ月で2%、10年で3%近い利回り水準となっている。直近では米国も長期金利を中心に上昇傾向にあるが、それでも中国とは水準に開きがある。

WGBIの現在の組み入れ状況を6ページの表にまとめた。表には8月末時点をもとに中国国債の組み入れが完了したと想定した試算値も合わせて載せている。表を見ていくと、組み入れ上位国のなかで、中国の利回りが2.73%と突出していることが分かる。格付投資情報センター (R&I) による中国国債の格付はダブルAマイナス。組み入れの多い米国、フランス (共にトリプルA) や日本 (ダブルAプラス) より低いものの、組み入れ比率が4番目に高いイタリア (トリプルBプラス) より高い水準だ。

表中の「WGBI+中国」と「WGBI」を見比べると、中国組み入れの有無により、指数全体の利回りは0.59%となり0.13%上がる。修正デュレーションは8.58と0.17下がり、金利変動に伴う感応度がその分和らぐ。これは日本を含んだ値のため、「除く日本」であれば、利回りはより高く、デュレーションはより低くなる。数値は試算であり、この通りになるかは今後の市場の状況次第だが、現時点では小幅ながらリターンが向上し、金利変動への耐性も若干高まるようだ。

中国組み入れのメリットとして、運用会社が利回り水準の高さと合わせて注目するのが、分散効果だ。投資対象国が1つ加わるという単純な面だけでなく、中国という金融政策上で特殊な特徴を持つ国が組み入れられることのメリットが大きいという。

米債券運用大手ルーミス・セイレスでシニア・クレジット・ストラテジストを務めるトゥ・ハ・チョウ氏は、「中国当局は債券市場や資本市場が経済にシステミック・リスクをもたらさないよう見張っている。市場原理を優先する欧米との考え方の違いが金融政策に表れ、債券投資の分散効果の向上につながる」と指摘する。

ブラックロック・ジャパンの番場悠マネージン

## WGBIの国債市場別ウエート

	銘柄数	修正 デュレ ーション	利回り	ウエート (除く中国)	ウエート (含む中国)	ウエート差	ウエート (除く中国、 日本)	ウエート (含む中国、 除く日本)	ウエート差
WGBI+中国	1,146	8.58	0.59	-	100	-	-	100	-
WGBI	1,098	8.75	0.46	100	-	-	100	-	-
米国	256	6.98	0.85	38.08	35.95	▲ 2.13	45.75	42.71	▲ 3.04
日本	258	12.06	0.15	16.77	15.83	▲ 0.94	-	-	-
フランス	48	9.24	▲ 0.16	8.55	8.07	▲ 0.48	10.27	9.59	▲ 0.68
イタリア	83	7.6	0.41	7.88	7.44	▲ 0.44	9.47	8.84	▲ 0.63
ドイツ	57	8.38	▲ 0.50	6.25	5.9	▲ 0.35	7.51	7.01	▲ 0.50
中国	48	5.7	2.73	-	5.58	5.58	-	6.63	6.63
イギリス	51	13.72	0.74	5.2	4.91	▲ 0.29	6.25	5.83	▲ 0.41
スペイン	47	8.29	0.08	4.97	4.69	▲ 0.28	5.97	5.57	▲ 0.40
ベルギー	30	10.23	▲ 0.11	1.99	1.88	▲ 0.11	2.39	2.23	▲ 0.16
カナダ	35	7.17	0.91	1.64	1.55	▲ 0.09	1.97	1.84	▲ 0.13
オランダ	21	9.49	▲ 0.35	1.57	1.48	▲ 0.09	1.88	1.76	▲ 0.13
オーストラリア	27	7.64	0.90	1.55	1.46	▲ 0.09	1.86	1.73	▲ 0.12
オーストリア	27	11.12	▲ 0.25	1.25	1.18	▲ 0.07	1.5	1.4	▲ 0.10
アイルランド	18	8.95	▲ 0.14	0.69	0.65	▲ 0.04	0.83	0.77	▲ 0.05
メキシコ	13	5.4	6.67	0.6	0.57	▲ 0.03	0.73	0.68	▲ 0.05
ポーランド	21	8.42	▲ 0.35	0.51	0.48	▲ 0.03	0.61	0.57	▲ 0.04
フィンランド	15	4.32	0.98	0.49	0.46	▲ 0.03	0.59	0.55	▲ 0.04
デンマーク	9	9.19	▲ 0.20	0.42	0.4	▲ 0.02	0.51	0.48	▲ 0.03
マレーシア	31	7.15	3.13	0.4	0.38	▲ 0.02	0.48	0.45	▲ 0.03
イスラエル	15	6.93	0.73	0.38	0.36	▲ 0.02	0.46	0.43	▲ 0.03
シンガポール	19	7.57	1.06	0.37	0.35	▲ 0.02	0.45	0.42	▲ 0.03
スウェーデン	8	6.63	0.00	0.24	0.23	▲ 0.01	0.29	0.27	▲ 0.02
ノルウェー	9	4.81	1.01	0.2	0.19	▲ 0.01	0.24	0.23	▲ 0.02

(注) 2021年8月末時点。含む中国は同時点のプロファイルに基づいた試算。「銘柄数」「修正デュレーション」「利回り」は日本を含んだ値  
(出所) FTSEラッセル

グディレクターは、「債券投資はリスク資産との分散効果を目的として投資する側面も強い。その上で、中国の景気動向が世界の株式をはじめとしたリスク資産に与える影響は非常に大きく、リスク資産と中国経済の関連性の強さを考えると、リスク資産へのヘッジ機能、保険機能として中国金利をポートフォリオに組み入れるメリットは大きい」と有効性を強調する。

### BG総合「含む中国」が優位 政策銀行債組み入れも寄与

WGBIに先行して中国債券を組み入れた指数では、組み入れ有無によってパフォーマンスにどのような違いが見られたのか。19年4月に中国債券と同国の政策銀行債の組み入れを開始したBG総合指数の実績を見てみよう。

7ページに示したグラフはBG総合(除く日本)の推移だ。中国債券の組み入れが始まる前の19年1月を100とし、「含む中国」と「除く中国」のパフォーマンスをグラフに示した(いずれも円ベース)。

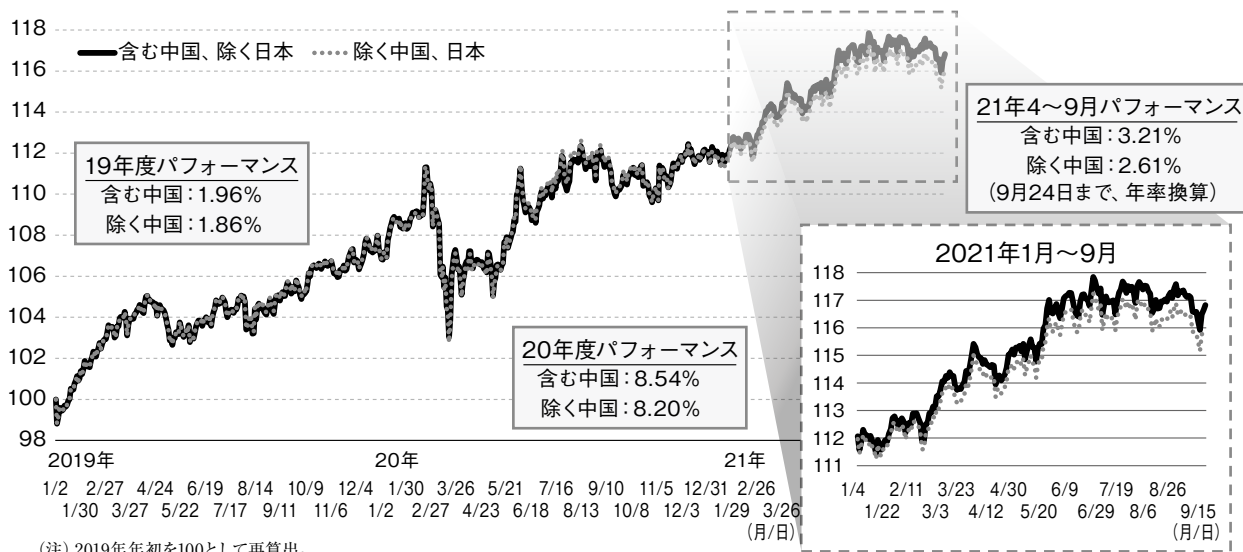
20カ月の調整期間内で組み入れ途上の19年度のリターンは、含む中国が1.96%、除く中国が1.86%。20年度は8.54%と8.20%。組み入れ調整期間を完全に終えた21年度は3.21%と2.61%となっている(4月1日から9月24日までを年率換算)。いずれの期間も含む中国がパフォーマンス上では優位に立った。

この間は新型コロナウイルスの感染拡大を受けて世界的に大規模な金融緩和が行われるなど、特異な環境下にあった。今後も、全ての局面で、含む中国が優位な状況が続くとは限らない。中国と欧米では、新型コロナ感染が深刻化したタイミングに違いがあったことから、金融政策の違いがより顕著に出た面もある。

8ページに主要国の長期金利の推移を示した。中国と米国を比べると、19年度以降は金利の大きなトレンドは似通っているものの、金利の上昇、低下のタイミングに若干のずれが見られる。それが分散効果としてうまく機能した可能性もある。

BG総合の結果をWGBIに引き直して考える際には考慮したい点もある。BG総合では組み入れる

中国組み入れに伴うパフォーマンス差  
—ブルームバーグ・グローバル総合指数—



中国債券の半分を政策銀行債が占める点だ。「政策銀行債は国債と同程度の信用力を持ちながら、中国の国内投資家への利子所得の課税対象の債券である点もあり、40ベースポイント（0.4%）程度、国債より利回りが高い。現在、外国人投資家は非課税であり、その分、パフォーマンスが良くなる可能性が高い」（ニューバーガー・バーマンのルー氏）。

### 手続き遅れに警戒感 BG総合では1年遅れも

WGBIの中国国債組み入れには懸念点もある。運用会社にヒアリングすると、「指数に組み入れが始まる11月までに、中国国債に投資できる環境が整うのか。それが最大のリスク」（運用会社の営業担当者）という。

中国以外の海外投資家が中国の債券に投資する場合、現在は一般的に2つの方法を取る。「CIBMダイレクト」と「ボンドコネクト（債券通）」だ。CIBMダイレクトは中国本土の金融機関、並びに決済機関に口座を開き債券市場にアクセスする。ボンドコネクトは香港の金融機関、決済機関の口

座を通してアクセスする。いずれも各指数が対象にする中国本土発行の人民元建て債券を、金額に上限なく取引できる。CIBMダイレクトは16年に、ボンドコネクトは17年に金融当局によって解禁された比較的新しい仕組みだ。運用会社では、香港が中国本土に比べてなじみがあり英語の書類や資料が充実していること、利用申請から口座の開設までの時間も比較的小さいことから、ボンドコネクトを選択するケースが多い。

CIBMダイレクトでも、ボンドコネクトでも、運用会社とファンドの登録申請を行う必要がある。ボンドコネクトを利用する場合は、サービスを提供するボンドコネクトカンパニーを通じ、中国人民銀行へ申請、受理されれば、香港のカストディ銀行の口座で取引可能となる。登録申請は通常、1～2カ月程度で認可が受理されるという。

19年に組み入れを開始したBG総合でも、各社はファンドごとに、ボンドコネクトの利用申請を行ったが、「指数組み入れが始まった19年4月に間に合わなかった」（信託銀行担当者）という。「十分に余裕をもって準備していたにもかかわらず、登録までに1年以上の時間を要した」（同）。口座開設が完了したのは早いファンドで、指数への組み



(8ページから続く)

## 中国の社債市場

海外投資家の資金は1%未満  
恒大ショックの影響軽微

中国の社債市場も600兆円と、国債の半分を超える規模を有する。直近では中国不動産大手・中国恒大集団のデフォルト懸念で揺れており、国内の年金運用では年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が投資していたことが話題となった。「恒大集団への投資状況の報告を求められた」「エマージングに投資しない戦略についても確認しろと言われた」など運用会社に対する金融庁の動きも慌ただしいという。

マニュライフ・インベストメント・マネジメントが提供するアジア・太平洋諸国の債券を投資対象とした戦略は投資先の3割が中国だ。社債についてもオンショア、オフショア双方に投資しており、現在、複数の企業年金が採用している。

「恒大集団が社債を初めて発行したのが2010年。当時から投資禁止リストに入れていた。貸借対照表の不透明さ、キャッシュフローの不安定さ、企業統治にも問題があり、割安でも投資に値しない先だった」（八十歩憲作ディレクター）。同戦略は恒大ショック後も安定したパフォーマンスを上げているという。

中国社債市場において、日本を含む海外投資家の資

金は多くない。香港上海銀行東京支店の古谷幸士・機関投資家部長によれば、「外国人投資家の保有割合は国債で12%弱、政策銀行債では6%程度。社債は1%にはるかに及ばない」と言う。

理由は何か。中国本土の状況に詳しい金融関係者は「中国ではほとんどの社債がトリプルAだ。そしてそのトリプルAがいきなり破綻する。低い格付をつけた格付機関は追い出されてしまうこともあった」と話す。そこは投資判断を下すための物差しが役目を果たしていない市場だ。

中国社債の戦略を持つニューバーガー・バーマンは自社で独自基準を持つ重要性を強調する。「中国企業でオンショア市場と併せ、オフショアでも社債を発行する企業は200社程度ある。国際基準にのっとった格付のある企業をサンプルに、独自に基準を設けている」（債券運用部の野村莉佳シニアアソシエイト）。

ある運用会社は「中国の社債市場は発展途上。その分、超過収益の機会が潤沢にある」と意気込む。運用会社にとってはチャレンジ精神をくすぐられる市場でもあるようだ。

TEには拡大リスク  
関係機関がフィー徴収

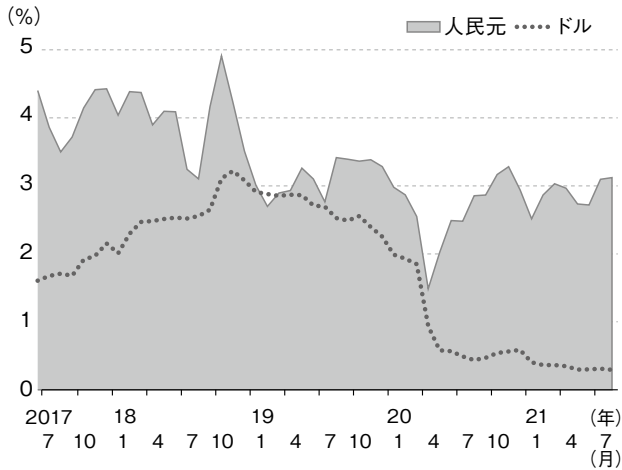
ボンドコネクットの登録が完了し、中国国債の組み入れがスタートした後はどうか。債券取引に掛かるビッド・オファー・スプレッド（買値と売値の差額）は、指標銘柄については他の先進国に比べて大きな違いはないという。ただ、流動性の低い銘柄については、5ベースポイント（0.05%）程度までスプレッドが広がる場合がある。

また中国国債は、そのアクセスの特異性から、他国ではかからないコストが発生する。CIBMダイレクトとボンドコネクットのどちらであれ、中国外貨取引センター（CFETS）や決済機構が取引執行フィーを徴収するほか、カストディアンの手数料も米国に比べ総じて高い。

ボンドコネクットではさらに、香港金融監督局の証券決済機関（CMU）を経由する取引となるため、ボンドコネクットカンパニーへのサービス料と、CMUが残高に対して課すフィーが加算され、その分のコストが上乗せされる。もっとも、ボンドコネクットで発生する追加コストは1ベースポイント（0.01%）にも満たないため、パフォーマンスに大きな影響を与える水準ではないという。

香港上海銀行東京支店の古谷幸士・機関投資家部長は、「流動性の低い銘柄の売買にかかるスプレッドが広い点や、中国市場特有のコストが加算される点に加え、（銘柄の）入れ替え売買が同日決済できないことから、中国国債を組み入れるとTEが若干大きくなる」と指摘する。WGBIのパッシブファンドにおいて、運用会社はファンド全体のTEを0.1%台前後に抑えているものも少なくないが、

為替ヘッジコスト



(注) オフショア人民元 (CNH) のヘッジコスト、スポットレートと3カ月フォワードレートを基に算出  
(出所) ブルームバーグ

オンショア・オフショア人民元



(出所) ブルームバーグ

中国国債を組み入れに伴うコストによって、TEが大きくなる点については留意する必要がある。

## 為替ヘッジで逆ザヤに 人民元に2つの種類

16年の日銀によるマイナス金利政策の導入以降、為替ヘッジ付きのWGBIを円債の代替として採用するDBも多い。18年にかけての米利上げを受け為替ヘッジに掛かるコスト負担から、ヘッジ外債の運用が厳しくなることがあった。中国の場合の為替ヘッジコストはどうなっているのか。

為替ヘッジに掛かるコストは、直物為替レート(同日、数日内で通貨の受け渡しをする際のレート)と、為替フォワードレート(為替ヘッジの場合は1~3カ月物)の差だ。フォワードレートは通貨の金利差と、通貨の需要を基に計算される。現在の人民元のヘッジコストは3%前後となっている。WGBIの組み入れモデルでは、中国の利回りが2.73%のため、ヘッジ後では逆に利回りの面で足を引っ張る存在になる。

上に人民元とドルに対するヘッジコストの推移まとめた。大きなブレはあるものの、概して米国よりもヘッジコストは高い。短期金利の水準が日本に比べて大幅に高い点が背景にある。中国の短期金利の低下がなければ、為替ヘッジコストの大

幅な低下は見込めない。

今後の短期金利の見通しについて、ニッセイ基礎研究所の三尾幸吉郎 上席研究員は、「中国では短期金利を下げると資金が不動産に向かう傾向が続いている。不動産バブルを是正する流れのなかにあって、金利は動かしにくいだろう。物価上昇を考えても、豚の疫病拡大など一時的な事象を除けば、年2~3%程度の上昇で推移している。預金金利1.5%も妥当な水準であり、現状では短期金利を引き下げようとする政策は取らないだろう」と分析する。今のところ、日中の短期金利差が縮まる可能性は低くそうだ。

為替ヘッジにおいては、中国固有の問題もある。中国の通貨「人民元」には、中国本土の居住者や貿易等で使用するオンショア人民元(CNY)と、中国国外の投資家などが使用するオフショア人民元(CNH)がある。WGBIに組み入れられるのはCNY建ての国債のため、為替のヘッジではCNYが好まれるという。だが、受託銀行やカストディアンでは、CNYの対応ができず、CNHでヘッジせざるを得ないケースも少なくないという。

CNYとCNHは取引市場が異なるとはいえ、為替相場(スポット市場)の動きに大きな差はない(上グラフ)。ただ、「中国リスクが意識されたときに、CNHは外国人の需給の影響を強く受けるため、ヘッジコストが跳ね上がりやすい傾向がある」(香

港上海銀行の古谷部長)。外国人を対象としたオフショアと、中国本土の投資家を対象としたCNYでは、一時的ながら為替フォワードレートの動き方が変わるため、為替ヘッジコストに差が出てくる。

では、CNYのヘッジに対応していればよいのかといえばこちらにも懸念点がある。ネックとなるのは、人民元に対してコントラクチャル決済（カスタディによる決済保証、現物の立て替え）を認めるカスタディアンが少ない点だ。このため為替ヘッジに掛かる手続きを1日で完了できず、ヘッジ水準に1日のタイムラグが生じる。CNHではコントラクチャル決済に対応するカスタディアンも出始めているが、CNYでは対応できるケースはまれという。いずれにしても現時点では人民元の完全なヘッジは難しい状況だ。

人民元の為替ヘッジのハードルの高さを受けて、「全通貨をフルでヘッジするのではなく、通貨によってヘッジの有無を個別に判断する姿勢も必要になる」（マニュアル・インベストメント・マネジメントの機関投資家営業部の八十歩憲作ディレクター）との声も聞かれる。

マニュアルは、WGBI（除く日本、円ヘッジ）に、中国債券の指数（iBoxx ALBI 中国オンショアトータルリターン指数、円ベース）を為替オープンで10%分を組み合わせたポートフォリオのパフォーマンスを試算した。過去5年リターン7.4%、同リスクが2.8%となり、WGBIのみ（リターン4.9%、リスク3.4%）に比べて優位性が見られたという。「10%ではなく5%であっても、為替オープンで持てばリスクリターンは改善する。WGBIの除く中国の指数を採用し、外付けの形で中国債券を為替オープンで組み入れるのも選択肢の1つ」と指摘する。

## DBの「除く中国」は少数派 資産運用委員会で決議も

WGBIの中国組み入れを受けて投資家はどうか。FTSEラッセルは中国国債の組み入れ開始後も、中国を除いた指数を並行して算出、公表する。先行して中国債券が組み入れられたBG総合やJPモルガンのGBI-EMグローバル・ダイバーシ

ファイドでも、中国債券を組み入れ後、サブインデックスとして中国を除いた指数を算出している。

GPIFではBG総合とGBI-EMについて、「海外投資家に対する規制があること等から、中国債券を除いたインデックスを採用」（GPIF）した。WGBIについても、「GPIFの投資規模と比較して中国国債市場の流動性が限定的であること、中国国債の先物取引は外国人投資家には認められていないこと等」（同）を背景に、「除く中国」を採用する方針を9月29日に公表した。

共済などの公的年金から受託する運用会社の担当者は、「検討中との回答を受けているため、両方で対応できるように準備している。中国国債は絶対投資しないというスタンスではないような印象だったが、GPIFの方針次第で変わる可能性もある」と、今回の公表を受け動向を注視する。

DBはどうか。三井住友信託銀行と三菱UFJ信託では現時点で合同口で「除く中国」ファンドを設定する予定はない。DBから除く中国の要望はほとんど聞かないという。

関西のDBの運用担当者は頭を悩ませている。「中国の学習塾株等に投資する戦略が20%もマイナスになった。本音では中国投資はもうこりごりで、できれば組み入れはしたくない」と漏らす。ただ指数で組み入れが決まった以上、「外す理由を理論的に説明できない。将来的にどうなったら中国を入れるのか判断も難しい。結局は中国を含めることになると思う」と打ち明ける。

R&I投資評価本部の川村孝之チーフコンサルタントは、「中国のウエートは相応に高い。中国を除いた指数を採用する場合、ベンチマーク対比でリターンが劣後する可能性もあるため、資産運用委員会でも方向性を決議した方がよい」と話す。

BG総合では組み入れ方針の発表時は6.7%だったウエートが、今年9月時点で8.28%に高まっている（除く日本）。中国債券市場の存在感が高まるにつれ、WGBIについても3年後のウエートが現在の想定より高まる可能性はありそうだ。中国を除く指数を採用する場合には、11月の組み入れ開始に間に合わなくても、組み入れ比率の低いうち論点整理しておく必要があるとみられる。