



中国LGFV債市場の投資機会

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

私たちが実施した「アジア債券市場に関する投資家意識調査」では、中国が現在直面している大幅な規制変更や不動産発行体企業のデフォルトリスクの高まりにも関わらず、63%のグローバル投資家が「今後24か月間、中国債券ファンドへの投資は適切だと思いますか？」との問いに対して、「適切である」と回答しています。

中国債券の魅力は依然として高く、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マネジャーは恩恵を受けることが期待できます。

私たちは昨年（2021年4月）発行したレポート「[急成長を遂げる中国オンショア社債市場](#)」で中国のオンショア（本土）社債市場の投資機会について見解を述べました。その後の中国の資本市場では、各種規制強化、デレバレッジ（債務削減）、デフォルト懸念などに起因する動きとボラティリティーの高まりなどの影響により当然ながら投資家心理は悪化しています。しかし、私たちは引き続き中国のオンショア社債市場には投資機会があると考えており、今は銘柄選択による超過収益獲得の好機であると考えています。

中国のオンショア・クレジット債の市場規模は約50兆1,000億元¹で、国有企業（SOE）と地方政府傘下の投資会社である融資平台（LGFV）がこのセグメントの主要な発行体となっています。

LGFVは1990年代に誕生し、地方政府が予算外の公共投資を行うために国有企業の一部として設立されました。2008年の世界金融危機以降、LGFVは中国のインフラブームを支える重要な資金源となりました。LGFVには「地方政府からの暗黙の保証」があったため、多額かつ容易に借入を行うことができました。

LGFVの総負債額の増加は以前から懸念されており、中国当局はLGFVに対する監視を強化してきました。2021年初めには、銀行や保険会社に対して、地方政府が暗黙の保証をしているとされるLGFVへの新規融資を控えるよう、追加的な指針が示され、LGFVのリファイナンス（借り換え）能力に対する懸念が生じました。また、政府は多額の負債を抱えたLGFVの救済は行わないことを表明し、現在までに上場しているLGFV債のデフォルトは発生していませんが、オンショア（中国本土）市場ではボラティリティーが高まりました。

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。

LGFV債にはこのような問題がある一方で、潜在的な投資機会を秘めていることも見過ごせません。LGFVが発行するLGFV債の市場規模は無視できないほど巨大であり、LGFV債は政府関連の発行額の半分以上を占めているのが現状です²。

この市場に投資するには、発行体の信用力に基づいた格付け分析を活用し、現地の市場に関する深い知識を活用することが最善の方法です。

発行体のクレジット分析が重要

このような背景から、LGFV債を評価するためには、LGFV債の発行体であるLGFVの出資元となる地方政府の信用力や、政策目標（例：地方政府が住民の生活を向上させるために住宅を提供したり、交通の便を良くしたりすること）を見極めることが重要です。LGFVは通常、公共インフラ、手頃な価格の住宅、公共交通、主要な土地開発、医療施設、社会サービスなどの公共政策プロジェクトを対象に融資を行います。こうしたLGFVは、一部で商業色の強い事業を行っているLGFVよりも公共性が高く、はるかに重要であると見られており、LGFVの設立主体であるそれぞれの地方政府からの支援を引き続き受けるものと考えられています。

そのため、LGFVに対する地方政府の支援能力が重要になります。中国は中央集権的な政府体制であるため、地方政府の行政区分の階層は、中央政府との政治的、経済的、財政的なつながりを決定し、これによってLGFVを支援する能力が左右されます。（図表1参照）

さらに、地方政府の財政状況、債務負担、金融部門の健全性、能力なども、LGFVを支援する能力を決定します。また、階層（ティア・レベル）の高い地方政府ほど債務負担が少ない傾向にあります。（図表2参照）

2020年11月以降、地方政府は、デフォルトの深刻な影響を考慮して、主要なLGFVを支援する意思を強めています。この動きは、2020年11月の河南省の国有石炭会社のデフォルト発生に端を発しています。当時、中国オンショア（本土）債券の投資家は、LGFVや国有企業（SOE）でデフォルトが発生した場合、その地方政府のLGFVセクター全体に対する政府支援が打ち切られる可能性があるのでは、と危惧しました。これにより、河南省のLGFVは資金調達に大きな支障をきたし、同地域での金融危機を引き起こしました。

図表 1: 中国の行政区分の階層

階層	行政の区分	数
ティア 0: 中央政府	中央政府	1
ティア 1: 省級政府	省、自治区、直轄市 ⁽¹⁾	31
	計画単列市 ⁽²⁾	5
ティア 2: 地区級政府	省都（準省レベル） ⁽³⁾	27
	地区級市	300 以上
ティア 3: 市轄区/県級政府	市轄区、県	2,800 以上

注：

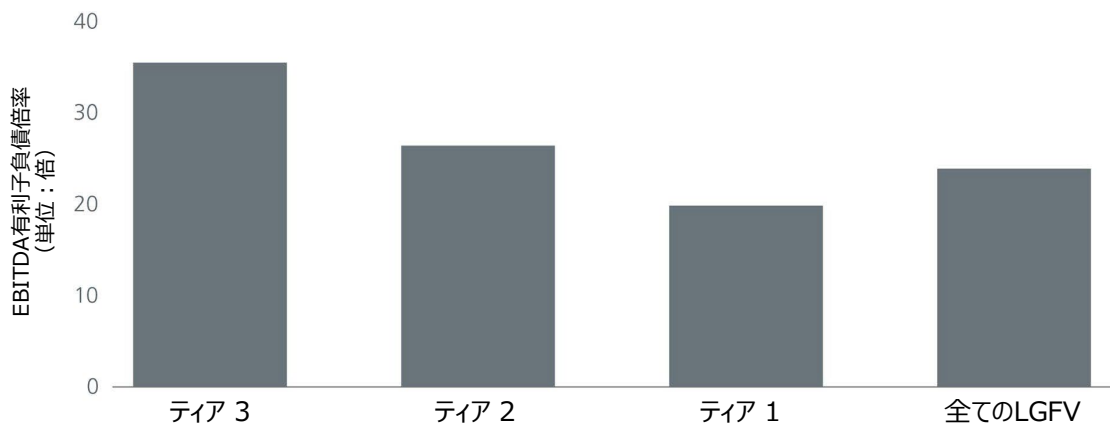
(1) 直轄市には北京市、天津市、上海市、重慶市の4市が含まれ、中央政府が直轄統治しています。

(2) 計画単列市には、大連市、青島市、寧波市、アモイ市、深圳市などが含まれます。
計画単列市は、中央政府と各省政府の両方が管轄しているため、ティア1の中でも階層的にやや下位にあります。

(3) 省都は、ティア2の中でも階層的にやや上位にあります。
省都は、GDP寄与度がその省内で最も高い割合を占め、省政府からの債券発行で得た調達金額を多く配分される傾向にあります。

出所：CreditSights のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

図表 2: LGFVの債務状況（2019年時点）は行政区分の階層によって異なる



※ LGFV（融資平台）の有利子負債とEBITDAは、Wind社がLGFVに分類した事業体のデータに基づいています。高度に商業的で財政的に自立している企業（すなわち非LGFV SOE）は除外しています。

出所：Wind Info、CreditSightsのデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

なお、LGFVを支援する“ティア3”の「市轄区/県級政府」の支援能力が、階層の異なる“ティア1”の「省級政府」と直接的に連動しているとは考えにくく、また同じ階層内でもその支援能力には“ばらつき”があるのが現状です。なお、たとえ同じ省内でも都市によって経済状況や信用力は異なり、さらに最も豊かな省においても所得水準が全国平均以下の都市があります。

もう一つのポイントは、地方政府の資金調達能力です。銀行が不良債権を抱えていたり、国営企業の債務水準が高かったり、さらには国営企業がデフォルトを起こしたことがあるような地方政府は、LGFVのための緊急時の資金調達が困難になります。

LGFV債への影響

今後、中国の銀行はLGFVへの融資やLGFV債への投資に、より慎重な姿勢（承認プロセスの長期化など）を取ることが想定され、その結果、一部のLGFV債においては発行市場における供給量の減少や発行コストの上昇につながる可能性があります。実際、2021年に入ってから、オンショア（中国本土）LGFV債のネット発行額はやや減少しています。（図表3参照）特に財政力の弱い地方政府は、規制強化の影響によりLGFV債の新規発行ができていません。

なおLGFV債間でのクレジットスプレッドの差異については、相対的に財政力の強い上海、広東、北京などの地方政府のLGFV債のクレジットスプレッドはゼロに近い一方で、財政力の弱い地方政府のLGFV債では300ベースポイントを超える水準にあります。

こうした状況にもかかわらず、現在のLGFV債の利回り水準は過去5年間の平均を下回っており（価格は上昇）、市場のLGFV債セクターへの継続的な選好姿勢を反映しています。一方で、この利回り水準は、中国国債を上回る高い利回りを提供している唯一のクレジットセグメントでもあります。（図表4参照）

LGFV債のリスク面に関しては、私たちは現時点での同セグメント全体の大規模なデフォルトは予想しておらず、また主要な特定のLGFV債のデフォルトも想定していません。しかし、規制強化や、銀行や政府レベルでの承認期間の長期化などの影響により、一部のLGFV債についてはリファイナンス（借り換え）のプロセスが長期化する可能性があります。

そのため各LGFV債のクレジット分析は個別に行う必要があります。これには私たちのファンダメンタル分析が奏功すると考えています。

私たちの強み

LGFV債投資の差別化を図るためには、その発行体であるLGFVやLGFVを設立する各地方政府の特性を深く理解する必要があります。私たちの債券チームは、アジアで最大級かつ経験豊富なクレジット・アナリスト・チームを擁し、その専門知識を活用して中国のオフショア（本土外）およびオンショア（本土）債券市場において積極的な投資を行っています。

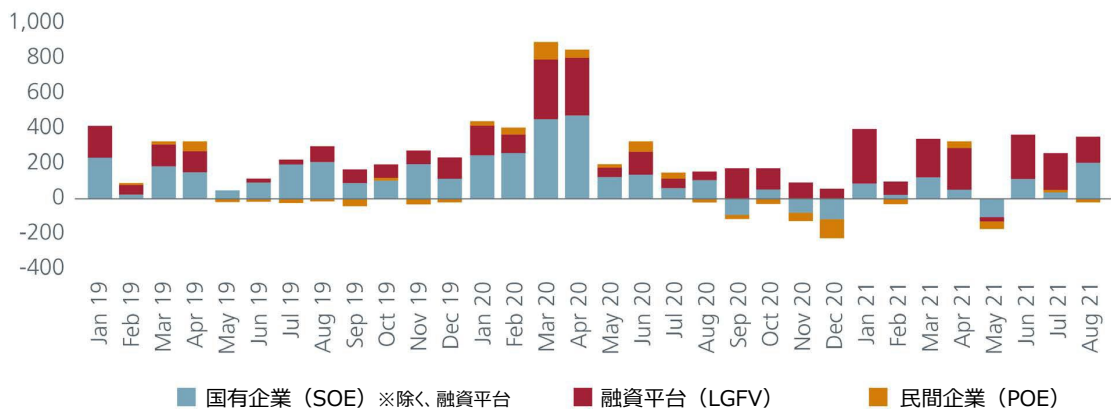
また、私たちは上海にも拠点を有しており、中国債券市場での豊富な経験と中国のクレジット投資やマクロ経済を専門とする実績を持つ中国人アナリストのチームを含む、中国現地のスペシャリストの知識も活用しています。クレジット間で生じる差別化の高まりは債券価格にも反映されています。私たちのクレジットの銘柄選択プロセスでは、国債に対して魅力的な利回り水準にあるLGFV債セクターを投資対象として、中長期的にポートフォリオの利回りを高めることが期待できます。

LGFV市場は今後も再編が進み、弱小の発行体は淘汰されていくことでしょう。

最終的には、中国政府は市場の健全化を目指し、これまでのようなLGFVに対する「地方政府からの暗黙の保証」に終止符を打ち、「LGFV」と「地方政府」の間で、信用の分離を目指しています。これにより、LGFVは、LGFVとしての信用力をベースに国有企業（SOE）や民間企業（POE）と並列で扱われることとなります。最終的には、以前の記事で述べたことの繰り返しとなります。中国政府には、市場を穏やかな状態に戻すための政治的意思と政策立案能力があります。これまでの経験から、中国政府にはシステミックリスクを抑制し、市場全体の金融安定性を維持する能力があることがわかっていきます。

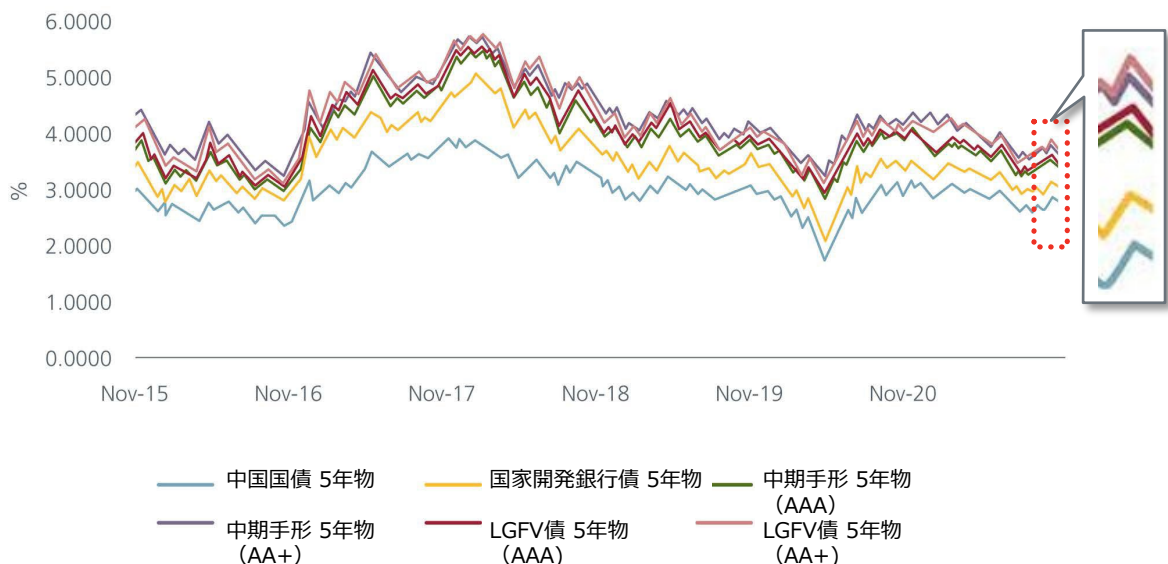
図表 3: 中国オンショア債券のネット発行額 (月次、2019年1月～2021年8月)

(10億人民元)



出所：Fitch Ratings、Wind Info のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

図表 4: 中国オンショア債券の利回り推移 (日次、2015年11月2日～2021年10月29日)



出所：イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。（2021年11月9日時点）

データ出所

1. WIND (2021年6月)
2. BofA Global Research (2021年7月)

＜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。