

HSBC投信株式会社
2017年8月30日



当レポートの要旨

▶ **トピックス**：海外投資家による「ボンドコネク」を通じた売買は、中国債券市場を取り巻く懸念材料が依然重しとなり、事前予想を下回る取引量となっている。しかし、当社では過剰な懸念には及ばないと考える。

ボンドコネクを通じた債券取引は緩やかにスタート

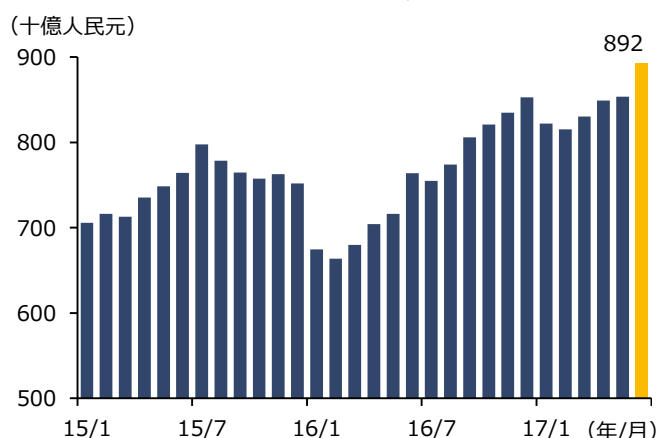
I. 中国債券市場参入への投資家懸念は間違いか？

今年7月から開始された香港と中国本土間の債券相互取引制度「債券通（ボンドコネク）」は、海外投資家が香港経由で中国本土の債券市場にアクセスできる最短ルートであるにも拘わらず、ボンドコネクが始動した7月以降の投資家の参入は予想を下回っている。これまでのところ、海外投資家の反応は鈍いように見えるが、参入をためらうハードルはそう高いものではなく、今後越えられるに連れ、資金流入は徐々に加速すると思われる。

ボンドコネクの登録手続きは、作成書類が少なく、手続きに係る時間も短縮され、またカウンターパーティーリスクの管理も容易である。但し、ボンドコネクの利用には、唯一の取引プラットフォームである「トレードウェブ（Tradeweb）」を導入する必要があり、この導入がハードルとなっている。

トレードウェブの導入が完了し、投資家がボンドコネクを通して中国本土の債券市場にアクセス可能となるまでには、数週間、場合によっては数ヶ月を要することがある。

図表1 海外投資家による中国債券保有高は過去最高



出所：中国人民銀行（中央銀行）（2017年8月現在）

1 当資料の「留意点」については、巻末をご覧ください。

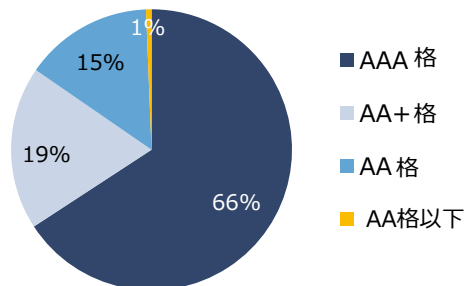
但し、こうした業務上のハードルは、ブルームバーグなどの取引プラットフォームを追加採用することで解消されると見られており、今後はボンドコネクトを通じた債券売買高が徐々に増加するであろう。なお、過去数ヶ月間の海外投資家による債券保有高は増加傾向を辿っている（前ページ図表1参照）。

Ⅱ. 向上が期待される信用格付制度

国内格付機関による信用格付の過大評価問題の影響は予想よりも軽微となるであろう

中国本土市場では99%の債券の格付けがAA以上であり、国内格付機関により過大評価された信用格付けは、海外投資家間で長らく懸念材料となってきた。こうした信用格付けへの懸念は、海外格付会社が付与していない社債に顕著で、海外投資家の多くは政府機関や政府系銀行などが発行した債券のみを保有している。これらの債券は海外格付会社から高格付けを付与されており、HSBCグローバル・アセット・マネジメント独自の信用格付システムに基づく投資適格格付けでも妥当と評価している。こうした中、海外格付会社は、中国本土での合併会社設立や支店開設を行い、中国債券の格付けへの関与を強めていることから、海外投資家の本土市場に対する信頼は高まると思われる。従って、国内格付機関の問題の影響は予想より軽微となるであろう。

図表2:国内格付機関による中国本土債券の信用格付け



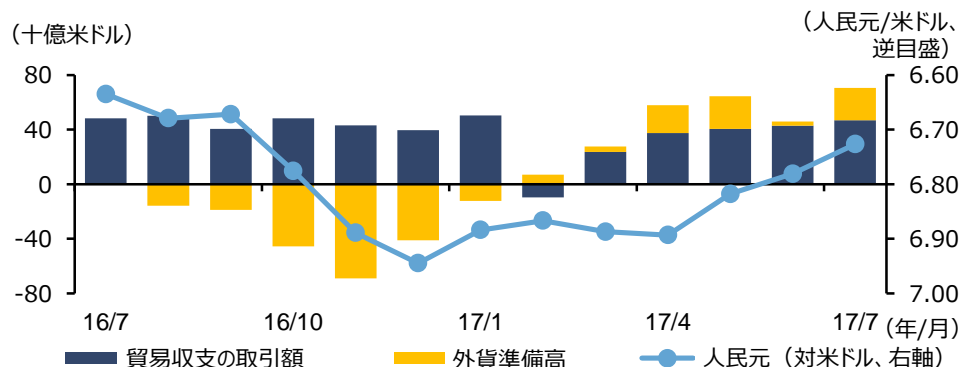
出所：HSBC ジントラスト（2017年8月現在）

Ⅲ.大きく後退した通貨安圧力

人民元は当面、対米ドルで安定的な推移あるいは上昇が予想される

海外投資家が挙げるもう1つの懸念点は、人民元安である。人民元は昨年、対米ドルで下落したものの、他の主要通貨に対しては安定的に推移している。また、2017年初来の人民元は対米ドルで約4%上昇しており、足元では米連邦準備制度理事会（FRB）による利上げペースの減速が見込まれていることから、人民元安圧力は後退している（8月18日時点の市場が織り込む9月の米連邦公開市場理事会（FOMC）での利上げ確率は0%）。（次ページに続く）

図表3:貿易黒字と外貨準備高の積上げは当面の人民元の下支えとなろう



出所：ブルームバーグ（2017年8月現在）

FRBは「比較的早期に」保有債券の償還時に再投資を停止し、バランスシート縮小に向けた計画を発表すると見られるため、引き続き利上げペースは緩やかと見込まれる。また、中国当局の資本流出規制の強化や2017年上半期の好調な景気を背景に、中国からの資本流出は減少傾向にある。こうした中、人民元は当面、対米ドルで安定的な推移あるいは上昇が予想される（前ページ図表3参照）。

IV. より協調的かつ統合的な政策変更

政府による市場介入等の政治リスクもまた、海外投資家にとり中国市場への投資を躊躇する理由の1つである。しかし、政府は中国本土市場の開放を進め、資本市場を国際水準まで引き上げることに注力する方針であることから、今後は政策変更の整合性と周知方法の改善が期待されよう。また、今秋には中国共産党第19回全国代表大会を控えており、中国市場は当面、安定的な推移が見込まれる。

V. 市場活性化に向けた重要な支援材料

ボンドコネクトや中国本土債券市場を取り巻く懸念は、大部分が近い将来に払拭されるであろう。中国債券市場への投資は、今後一段と重要性が増すと思われ、長期的に見て同市場には投資妙味があると考えられる。注視すべきは、中国本土債券市場への短期的な資金流入ではなく、今後1年以内にも中国債券が主要世界債券指数に採用される可能性である。中国A株のMSCI指数への組入れを促進した「株式市場相互乗り入れ制度（ストックコネクト）」と同様、ボンドコネクトは中国債券の主要債券指数への組入れを後押しする重要な支援材料であり、これが実現すれば、パッシブ運用の投資家などを中心に中国市場への資金シフトが急増する可能性が考えられる。

VI. 今後の見通し

ボンドコネクトは、「中国銀行間債券市場（CIBM）ダイレクト」などの他チャンネルとは役割が異なることから、共存していくことが期待される。CIBMダイレクトは例えば、ヘッジ取引を目的としたデリバティブ市場への幅広いアクセスを提供する他、国内ブローカーを通じた直接的な中国社債市場へのアクセスを可能にしている。

図表4: ボンドコネクトとCIBMの比較

	ボンドコネクト	CIBM
割り当て	制限なし	想定投資額を明記する必要あり
口座開設	オフショア保管銀行口座の利用が可能	上海清算所など中国本土で決済口座を開設
取引方式	海外投資家は電子決済システムを通じて中国本土のディーラーと直接取引が可能	中国本土の決済代理人を通じた間接的な取引

出所：香港証券取引所（2017年8月現在）

外国人投資家の債券保有比率は、米国が30%、新興国は20~30%であるのに対し、中国では3%にとどまっており、ボンドコネクトを通じた海外からの投資が増加する余地が大きいことを示唆している。ボンドコネクトは長期的に、中国本土の証券取引や決済インフラの国際化に寄与するとともに、中国本土とオフショア市場の融合を後押しすると期待される。

ボンドコネクトは中国債券の主要債券指数への組入れを後押しする重要な支援材料

外国人投資家の中国債券保有率は3%にとどまっており、ボンドコネクトを通じた海外からの投資資金の増加余地は大きい

留意点

投資信託に係わるリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象としており、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し損失が生じる可能性があります。従いまして、投資元本が保証されているものではありません。投資信託は、預金または保険契約ではなく、預金保険機構または保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関でご購入の投資信託は投資者保護基金の保護の対象ではありません。購入の申込みにあたりましては「投資信託説明書（交付目論見書）」および「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」を販売会社からお受け取りの上、十分にその内容をご確認頂きご自身でご判断ください。

投資信託に係わる費用について

購入時に直接ご負担いただく費用	購入時手数料 上限3.78%（税込）
換金時に直接ご負担いただく費用	信託財産留保額 上限0.5%
投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用	運用管理費用（信託報酬） 上限年2.16%（税込）
その他費用	上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。 「投資信託説明書（交付目論見書）」、「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」等でご確認ください。

※上記に記載のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

※費用の料率につきましては、H S B C投信株式会社が運用するすべての投資信託のうち、ご負担いただくそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※投資信託に係るリスクや費用はそれぞれの投資信託により異なりますので、ご投資される際には、かならず「投資信託説明書（交付目論見書）」をご覧ください。

※当資料は、H S B C投信株式会社が情報提供を目的として、H S B Cグローバル・アセット・マネジメント（香港）リミテッドが作成した“China Insights”を翻訳・編集したものです。

H S B C投信株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第308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



ホームページ

www.assetmanagement.hsbc.com/jp



電話番号 03-3548-5690

（受付時間は営業日の午前9時～午後5時）

【当資料に関する留意点】

- 当資料は、H S B C投信株式会社（以下、当社）が投資者の皆さまへの情報提供を目的として作成したものであり、特定の金融商品の売買を推奨・勧誘するものではありません。
- 当資料は信頼に足ると判断した情報に基づき作成していますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、データ等は過去の実績あるいは予想を示したものであり、将来の成果を示唆するものではありません。
- 当資料の記載内容等は作成時点のものであり、今後変更されることがあります。
- 当社は、当資料に含まれている情報について更新する義務を一切負いません。