

中国債券の外国債券インデックスへの採用

中国債券は、世界有数の市場規模を持ちながらも、資本規制等の要件から、債券インデックスに組み入れられてきませんでした。しかし、2018年3月23日のBloomberg社の発表によると、2019年4月から段階的に、中国債券をBloomberg Barclays Global Aggregate Indexに組み入れていくことになりました。そこで、その他の債券インデックスにも今後影響が出ることを想定し、現状を整理したいと思います。

現状

2018年3月23日にBloomberg社は、Bloomberg Barclays Global Aggregate Index (BBGA Index)、Global Government Index、Emerging Markets Indexに中国人民元建ての中国国債と政策銀行債を採用することを発表しました。これらの債券は、2019年4月から20か月をかけて段階的に追加されていくとのことです。但し、DVP決裁¹の導入、ブロック取引が利用可能となることや徴税方針の明確化が改善事項に挙げられており、これらの改善が遅れた場合には、中国債券の追加が遅れることになるそうです。図表1の通り、BBGA Indexは一部の公的年金でもベンチマークとして採用されていることもあり、少なからず年金運用への影響があると考えられます。

一方、多くの公的年金がベンチマークとして採用しているFTSE World Government Bond Index (FTSE WGBI)には中国債券は採用されていませんが、採用された暁には更なる影響が

想定されるため、その影響を確認しておきたいと
思います²。

図表1 国内公的年金基金でベンチマークとして採用されている外国債券インデックス

年金積立金管理運用独立行政法人	FTSE WGBI (除く日本、円ベース)
国家公務員共済組合連合会	FTSE WGBI (除く日本、円ベース)
地方公務員共済組合連合会	FTSE WGBI (除く日本、円ベース)
日本私立学校振興・共済事業団	BBGA Index (除く日本、円ベース)
国民年金基金連合会	FTSE WGBI (除く日本、円ベース) FTSE WGBI (除く日本、円ヘッジベース)
企業年金連合会	FTSE WGBI (除く日本、円ベース)

(注) 国民年金基金連合会はアセットクラスとして、外国債券とヘッジ付き外国債券があります

(出所) 野村證券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

採用基準概要

1. BBGA Index

BBGA Indexの採用基準は、一年に一回見直しがあるとされています。その基準は、「投資適

¹ Delivery Versus Payment決裁のことで、債券の引き渡しと代金の支払いがほぼ同時に行われる決済方式です。

² WGBI参考市場インデックスには採用されている他、中国国債インデックスも存在します。

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

格級であること」、「十分な取引量があること」、「換金可能であること」、「ヘッジ可能であること」が挙げられています。2018年3月23日のプレスリリースでは、これらの点について、「中国人民銀行による継続的な改善により、人民元建て債券はインデックス適格の最低必要条件を満たしている」とされています。

図表 2 BBGA Index の採用基準

クーポンの種類	固定利付き (固定期間付は、その固定期間の間、ステップアップクーポンも可)
最低残存期間	1年 (固定期間付は、その固定期間が1年以上)
市場規模	-
最低残存金額	米国3億米ドル程度
最低格付け	Baa3もしくはBBB- ムーディーズ、S&P、フィッチの中心値

(出所) 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

2. FTSE WGBI

FTSE WGBIへの採用基準には、「その市場が3か月連続で全ての採用基準を満たした場合に、その3か月後から組み入れられる」、とあります。その採用基準は、最低残存期間や最低残存金額、最低格付けのほか、「海外投資家の参加を積極的に促し、その方針への一貫性が示されていること」です。また、除外基準として、「保有制限や資本規制などの政策によって、投資家が市場リターンを再現する機会を制限されてしまう場合」が挙げられています。

現状では、中国債券市場には制約が存在しているため、FTSE WGBIへの採用は見送られています。例えば、2016年2月に中国人民銀行は、インターバンク債券市場を中国外機関投資家に開放しましたが、債券取引と決済を取り扱うことができる中国国内の決済機関を代理人として採用しなければなりません。その後、2017年7月に開始した香港と中国本土間の債券相互取引シ

ステム(ボンドコネクト)³がありますが、このシステムを通じた取引ではDVP決済ができないことが採用を見送る要因となっていると考えられますし、ボンドコネクト下の債券売買に関する課税体系の明確化も課題だといわれています。また、中国本土におけるオンショア人民元(CNY)の中国外投資家による取引には制限があります⁴。さらに、中国外投資家がオンショア人民元の為替ヘッジを行うためには、NDF取引⁵を利用することが考えられますが、特殊なデリバティブ取引であるため、ハードルが高いと感じる投資家もいるでしょう。

図表 3 FTSE WGBI の採用基準

クーポンの種類	固定利付き
最低残存期間	1年
市場規模	額面500億米ドル程度
最低残存金額	米国50億米ドル程度
最低格付け	S&PのA-格かつムーディーズのA3格

(出所) 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

インデックスへの採用による影響

1. BBGA Index

中国人民元建て債券の組み入れ比率は最終的に5.5%程度になると想定されており、アメリカ、ユーロ、日本円に続いて4番目に大きな投資対象国となります。ここまで、規模が大きな債券市場でありながら、資本規制のためインデックスに採用されていませんでしたが、今回の発表は他

³ 海外投資家は、中国本土ではなく香港の決済機関に債券口座を開設し、中国本土のマーケットメーカーと直接売買ができます。

⁴ 但し、香港におけるオフショア人民元取引(CNH)は、中国国内規制の対象外です。また、オフショア取引であれば、中国債券先物での金利リスクヘッジも可能です。

⁵ Non deliverable Forwardのこと、通貨の受け渡しを行わず差金決済をする取引です。

のインデックスの採用行動にも影響を与える可能性があります。

2. FTSE WGBI

FTSEの中国債券インデックスの時価総額からFTSE WGBIに占める割合を推計すると、5.4%となり、若干BBGA Indexとは比率は異なりますが、こちらも、アメリカ、ユーロ、日本円に続いて4番目に大きな投資対象国となります。

図表4 BBGAの予想上位投資対象国

1	アメリカ	40.77%
2	ユーロ	24.63%
3	日本	16.51%
4	中国	5.49%
5	イギリス	5.06%
6	カナダ	2.37%
7	オーストラリア	1.31%
8	韓国	1.16%
9	スイス	0.58%
10	スウェーデン	0.45%

(出所) 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

図表5 FTSE WGBIの予想上位投資対象国

1	アメリカ	32.28%
2	ユーロ	31.53%
3	日本	18.85%
4	中国	5.37%
5	イギリス	5.35%
6	オーストラリア	1.62%
7	カナダ	1.62%
8	メキシコ	0.65%
9	ポーランド	0.49%
10	デンマーク	0.47%

(出所) 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

また、格付けはA+であり⁶、WGBI全体と比較するとデュレーション対比で相対的に利回りが高い中国債券インデックスを、図表5の割合で導入すると、想定されるインデックスの特性は、利回り

⁶ FTSE WGBI全体では、AA格です。

が1.34%(中国債券採用前1.20%)、修正デュレーションが7.64年(中国債券採用前7.76年)となります。

図表6 FTSE WGBIの予想特性

	現状	中国採用後
クーポン	2.33%	2.39%
利回り	1.20%	1.34%
平均残存期間	9.01年	8.93年
修正デュレーション	7.76年	7.64年

(出所) 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

まとめ

FTSE WGBIは、BBGA Indexよりも採用基準が厳しく、すぐに採用が決定される可能性が低いとの見方もあります。一方で、今回の中国債券とは逆に、スイス国債が2018年9月にもFTSE WGBI から除外される可能性が高まっているように⁷、インデックスの改変は、大なり小なり、定期的に行われています。よって、インデックス関連イベントを定期的にチェックし、その影響がどの程度になるかを事前に確認しておくのが賢明です。また、中国債券については、実際に導入された際に、対応できる運用会社を確認しておくことも大切です。

— 次号のお知らせ —

次号は

6月25日(月)

発行予定です。

⁷ スイス国債2019年5月12日償還債が、最低残存年限である1年未満となるため、2018年6月にFTSE WGBIから除外されます。すると、市場規模基準に抵触し、2018年9月にインデックスから除外される見通しとなっています。但し、FTSE WGBIに占めるスイスの割合は0.14%程度あり、影響は軽微であると考えられます。

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

《MSCIデータの利用に関する注意事項》

本資料中に含まれるMSCIから得た情報はMSCI Inc. (「MSCI」)の独占的財産です。MSCIによる事前の書面での許可がない限り、当該情報および他のMSCIの知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

《FTSE世界国債インデックスに関する注意事項》

FTSE 世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLC により運営され、世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLC は、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利はFTSE Fixed Income LLC に帰属します。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
アーバンネット大手町ビル
TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981
Email: nenkin@jp.nomura.com

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。