

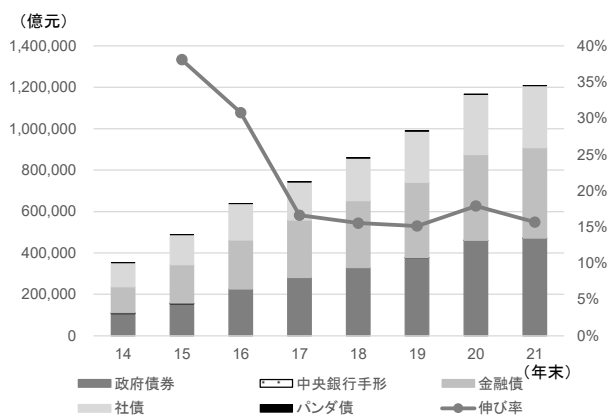
中国社債市場について

2020年、中国債券市場は、世界第2位の規模に達しました。社債市場では発行規制が緩和され、外国人投資家による債券市場への参入も進んできましたが、今後は、投資に伴う税制制度や格付け市場の整備が期待されます。

世界第2位の債券発行残高に

2020年7月3日、中国人民銀行は、自行のSNSで、同年6月末時点の中国債券市場の発行残高が108兆元となり、世界第2位になったと発表しました。その後の同行の統計発表によりますと、2021年4月末時点の中国債券市場の発行残高は120兆8,693億元で、前年同月比15.7%増となりました。また、発行残高のうち、事業会社が発行する社債は29兆8,054億元と全体の24.7%、非居住者が発行するパンダ債は1,537億元と同じく0.1%、となっています(図表1)。

図表1 中国債券市場の発行残高推移



(注) 2021年は4月末時点の数値。
(出所) 中国人民銀行、CEIC より野村資本市場研究所作成

社債の発行動向

次に、2020年の中国債券市場の発行金額は56兆9,396億元(前年比26%増)となっており、そのうち社債は14兆2,012億元が発行されています(前年比32.6%増)。中国の債券市場で、事業会社が資金調達する社債市場には、歴史的な経緯により、銘柄毎、かつ種類毎に複数の官庁によって管理されてきた中国固有の制度体系があります。

1. 企業債及び公司債

中国では国家的プロジェクトの資金調達を念頭に、国家計画委員会(当時、現在の国家発展改革委員会)による発行審査・認可制度の下、1987年から企業債(Enterprise Bond)が導入されています。続いて、2007年からは上場会社が発行する公司債(Corporate Bond)が新たに導入されています。

企業債・公司債とも、公募債で、原則、中国证券監督管理委員会(証監会)が管理する証券取引所で流通・売買されます。また、企業債・公司債ともに、改正された証券法の施行に合わせて、2020年3月より発行審査・認可制度から、発行登録制度に移行し、発行規制緩和が行われています。

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され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。

2. 銀行間債券市場で発行される社債

他に、中国には、中国人民銀行が管理する銀行間債券市場(China Interbank Bond Markets、略称CIBM)があり、金融機関が発行する金融債のほか、企業が発行する社債(「非金融企業債務融資工具」と命名)もあります。後者のうち、コマーシャルペーパー(CP、発行期間1年以内)に相当するのが2005年に導入された「短期融資債券」であり、ミディアムタームノート(MTN、発行期間3~5年)に相当するのが2008年に導入された「中期手形」です。

また、2008年のMTNの導入を機に、銀行間債券市場での社債発行は、中国人民銀行による審査・認可制度から、自主規制機関である中国銀行間市場取引者協会(NAFMII)が発行登録を行う仕組みに規制緩和が行われています。

非居住者が発行するパンダ債

パンダ債とは、非居住者が発行する人民元建て債券で、東京市場のサムライ債(非居住者が発行する円建て債券)に相当します。2020年は554億元が発行されています(前年比18.3%増)。パンダ債は、債券発行市場の対外開放の一環として、2005年10月に国際開発金融機関が初めて発行認可を受けています。その後、人民元国際化の進展等に応じて、発行体も、国際開発金融機関から、外国政府や、外国の事業会社・金融機関に拡大してきました。

外国人投資家への投資開放

中国当局が海外との資本移動を段階的に緩和している中で、中国債券市場への外国人投資家による投資は、機関投資家を対象に、ライセンスや登録制度が創設されてきています。

1. QFII及びRQFII

中国金融当局は、2001年の中国のWTO加盟後、2002年11月、外国人投資家による中国証券

市場への投資を認めるQFII(適格外国機関投資家、Qualified Foreign Institutional Investorsの略称)制度を創設しています。

続いて、2009年7月から中国本土で始まった人民元建て貿易決済により、香港等に蓄積している人民元を、中国国内に還流し、そのまま投資できるルートとして、2011年12月、RQFII(人民元建て適格外国機関投資家、RMB Qualified Foreign Institutional Investorsの略称)制度が導入されました。

その後、2020年5月には、QFII・RFIIともに、個別機関投資家の運用枠上限が撤廃され、同年9月には、参入条件・投資対象等に関するQFII・RQFIIの規則が統合されました(同年11月1日施行)。

2. 海外政府系機関投資家向け投資制度

2010年8月、(人民元を外貨準備として運用できることを念頭に)海外の中央銀行と通貨当局に対し、中国人民銀行は銀行間債券市場での投資制度を創設しました。

その後、2015年7月には、(人民元の国際通貨基金(IMF)・特別引出権(SDR)への採用を念頭に)対象投資家に国際開発金融機関と政府系ファンドを加え、運用枠上限も撤廃され、登録制に移行しました。

3. 海外一般機関投資家向け投資制度(CIBM Direct)

2016年2月、中国人民銀行は、海外の商業銀行、保険会社、証券会社、基金管理会社(運用会社)等を対象に、運用枠に特段制限を設けず、銀行間債券市場で、直接、投資できる制度を創設しました。この投資制度は、同市場の略称を使ってCIBM Directと呼ばれています。

4. 債券通(ボンドコネクト)

2017年7月には、(前述の1~3のように)銀行

間債券市場に参加して口座を開設することを容認されている海外の機関投資家を対象に、香港経由、中国本土の銀行間債券市場で売買を行う新たな制度として債券通(ボンドコネクト)が始まりました(ノースバウンド)。

ボンドコネクトの下では、QFII等の既存の制度とは異なり、投資家は、中国本土ではなく香港の決済機関(CMU)に債券口座を開設し、英文表示の海外電子取引プラットフォームを通じて、中国本土のマーケットメーカーと直接売買が行えることが特徴です。制度創設当初、QFII等に課せられていたような運用枠上限もありません。

ボンドコネクトの下でのノースバウンドの債券売買に際し、海外の機関投資家は、事前に中国人民銀行に投資家登録を行います。CMUは、中国本土の決済機関に債券口座を開設し、自社の名義で、海外の機関投資家のために債券を保有します。債券売買に伴う通貨は、海外の機関投資家が保有する人民元でも、外貨を購入して人民元転しても可能です。2021年には、中国本土から香港債券市場向けに投資を行うサウスバウンドの制度創設も検討されています。

外国人投資家の保有動向と課題

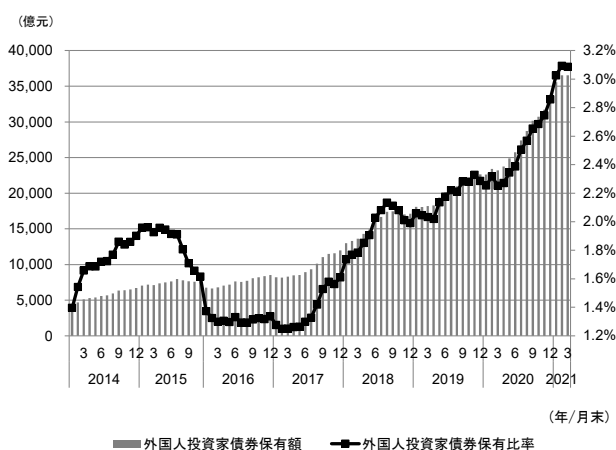
中国債券市場における外国人投資家の保有動向を見ますと、2021年3月末時点の中国本土の債券発行残高118兆3,289億元のうち、外国人投資家の保有金額は3兆6,521億元、保有比率は3.09%となっています(図表2)。2021年10月29日に発効するFTSEラッセルの世界国債インデックス(WGBI)への中国国債の組み入れも、保有金額の上昇に寄与していくことでしょう。

これまで、外国人投資家による中国債券市場への投資制度の利便性の向上が図られる一方、投資をさらに促進していくためには課題もあります。課題の一つ目が、投資に伴う税制制度の整備です。ボンドコネクトの始動後の2018年11月7日、海外機関投資家が中国債券市場で取得する

利息収入について、2018年11月7日から2021年11月6日までの3年間、企業所得税と増徴税を免除される通知が出ましたが、あくまで3年間の時限措置です。今後も、定期的にロールオーバーされるのかどうか、また過去に遡って課税されないかが注視されます。

課題の二つ目が、発行体や銘柄に対して適切な格付けが行われ、投資家の投資判断に資するような市場となっていくかという点です。中国人民銀行は、2019年以降、米S&Pグローバルの全額出資子会社やフィッチ・レーティングスの全額出資子会社の設立登録を認め、銀行間債券市場での債券格付けライセンスを取得しています。2020年の社債市場でのデフォルト金額は1,501億元と過去最高を記録しています。社債デフォルト時の処理手順は、同年から新たに整備・実施されていますが、今後、信用履歴が適切に格付けに反映されていくことも重要です。同時に、外国格付会社の参入により、中国国内の格付けとグローバルな格付けの間の評価の違いがいずれ収斂していくことが期待されます。

図表2 中国本土債券市場における外国人投資家の債券保有動向



(注) 2015年12月末時点の外国人投資家債券保有額が情報開示されていないため、2015年12月はn.a。

(出所) 中国人民銀行、CEICより野村資本市場研究所作成

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。

— 次号のお知らせ —

次号は

7月12日(月)

発行予定です。

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1.43%(税込み)(20万円以下の場合は、2,860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、年金基金運用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。年金基金運用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。