

国際通貨基金アジア太平洋地域事務所
東京
アルフレッド・シプケ、張龍梅
2019年7月17日

中国債券市場の未来

ロードマップ

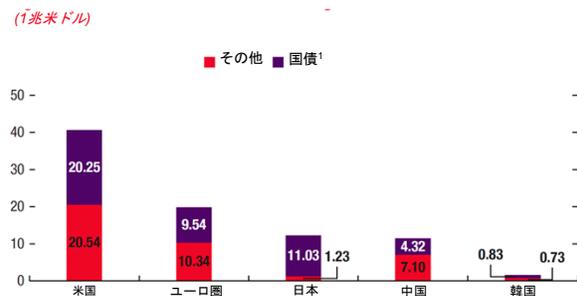
- 背景
- 債券市場の特徴、国債、LGFV債
- クレジット市場、最新動向、改革
- 結論

背景

3

資本市場の動向およびその開放

- 過去には、高度経済成長、貿易統合および製品統合がみられた
- ...同様に、金融セクターの急速な成長が続いた
 - 世界最大規模の銀行
 - 世界第2位の株式市場
 - 債券市場はすでに世界第3位
- **しかし...**



出所: 日本銀行、大韓民国金融監督院、欧州中央銀行、中国人民銀行、米証券業金融市場協会。

注:

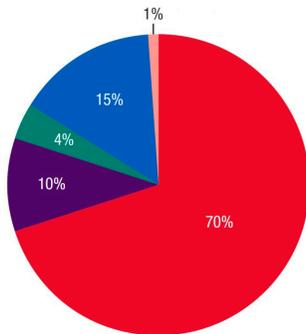
¹国債には、一般政府（中央政府・州政府・地方政府勘定、社会保障基金、政府組織が管理し主に政府組織から資金提供を受ける非市場機構および非営利機構）が発行する債券を含む。

4

...銀行中心で、グローバルな統合が進んでいない金融システム

企業金融（全体に占める割合）

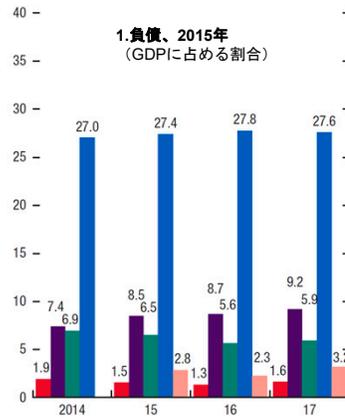
■ローン ■債券 ■株式 ■シャドーバンキング ■その他



出所：中国人民銀行、2017年。

■中国 ■日本 ■韓国 ■米国 ■インド

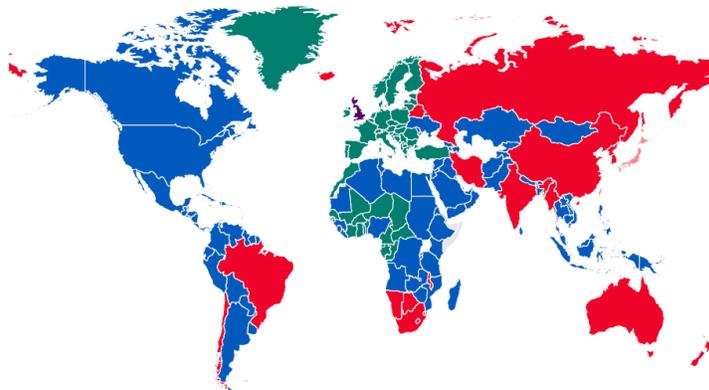
2.債券市場²
(債券発行残高の総額に占める保有割合)



5

...しかし、為替レート間の連動性は、通貨システムが三極化を強めていることを示している

■ユーロ ■英ポンド ■円 ■米ドル ■人民元



出所：Tovar and Nor 2018年

6

今後の債券市場動向

- 金融セクターの開放（習近平国家主席、2018年4月）
- 債券市場のさらなる発展と開放（李克強首相 2018／19年3月）
- 債券市場のグローバルインデックスへの組み入れ
 - ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合インデックス、2019年4月
- 今後10年間における中国の金融セクター統合

7

マクロ金融および世界情勢

国内：

- 長年のレバレッジ解消政策
- 債券デフォルトの増加
- 信用スプレッドの拡大
- 最近の政策調整

国外：

- グローバル金融サイクル

(ベースポイント)



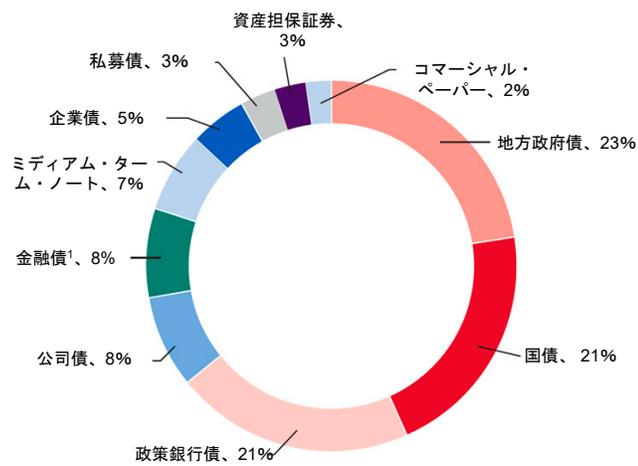
出所：WIND Economic Database (www.wind.com.cn)、著者推計。
注：CGB=中国国債。

8

債券市場の特徴、 国債、LGFV債

9

政府／準政府機関が大宗を占める（全発行額に占める割合）

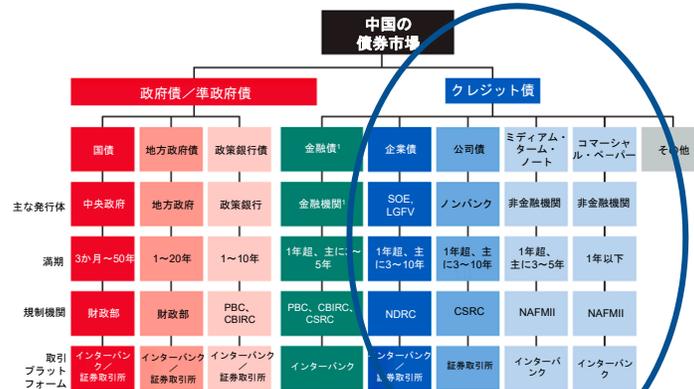


出所：WIND Economic Database (www.wind.com.cn)。

¹ 政策銀行債は除く。

10

債券市場のセグメンテーション



出所：著者。

注：CBIRC=中国銀行保険監督管理委員会、CSRC=中国证券監督管理委員会、LGFV=地方政府融資プラットフォーム、NAFMII=中国銀行間市場取引者協会、NDRC=中国国家發展改革委員会、PBC=中国人民銀行、SOE=国有企業。

¹政策銀行債は除く。

11

国債：市場規模は大きい、流動性が一部に集中

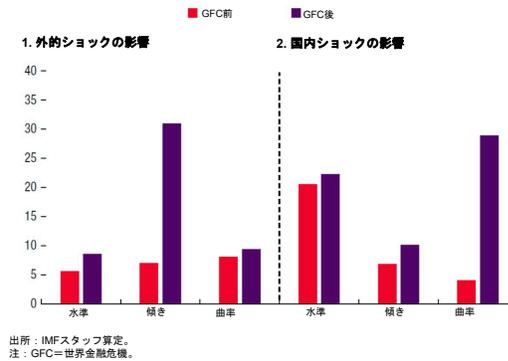
- 国内債券市場の20%を占める
- 3か月～50年満期
- イールドカーブのショートエンドに市場流動性が集中
- 銀行が70%を保有、流通市場の流動性は限定的
- より流動性の高い政策銀行債が事実上のベンチマークとなっている

12

国債：実際に起きている状況

- ソブリン債利回りはマクロ経済状況を織り込んでいる
- 政策金利から債券レートへの金融政策の伝達機能が強まってきた
- GFC以降、世界金融情勢、特にVIX指数との相関が強まる

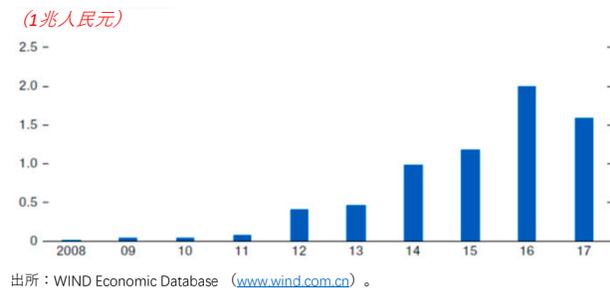
図3.12. 内的外的ショックがイールドカーブの諸要素の予測エラー分散に与えた影響（世界金融危機前後の比較）
（パーセント、12か月平均）



13

クレジット債：GFC後のLGFV債（城投債）

- LGFV（国有企業）により発行される特別なクレジット債
- 世界金融危機後、借入制約を回避するため急増
- 暗黙の保証に対する市場認識
- 規制強化
- 事実上LGFV債のデフォルトはない

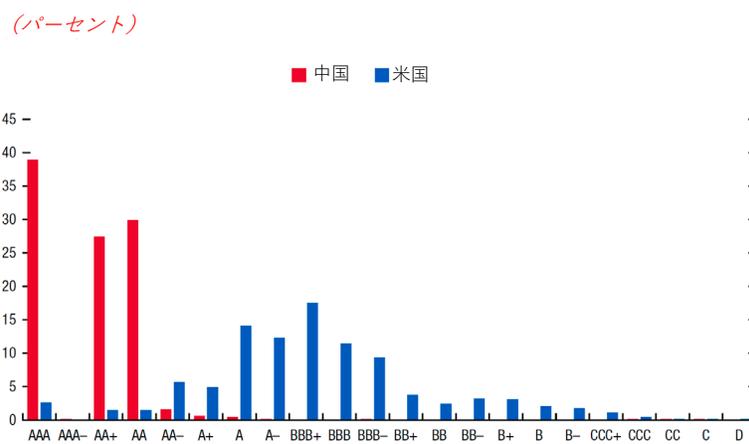


14

クレジット市場、最新動向、改革

15

クレジット債：偏った信用格付け

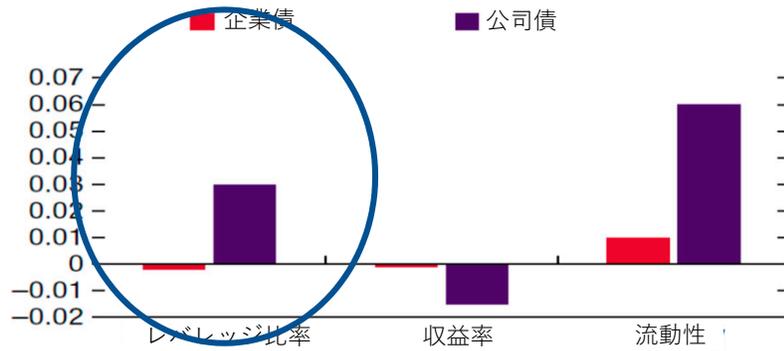


出所：Bloomberg L.P.、2017年

16

クレジット債：信用リスク／流動性の限定的プライシング

(パーセンテージポイント)



出所：著者推計

17

信用債：継続的に残る国有企業／非国有企業の信用スプレッド (ベーススポイント)



データ：Wind Statistics

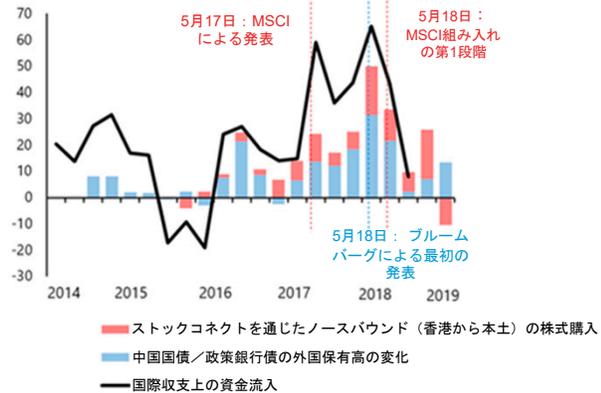
注：数値は発行体タイプ毎に残高加重で算出

18

最新動向：投資資金の堅調な流入

特に、ブルームバーク・バークレイズ・グローバル総合インデックスへの組み入れ期待を受けた投資資金流入の急増

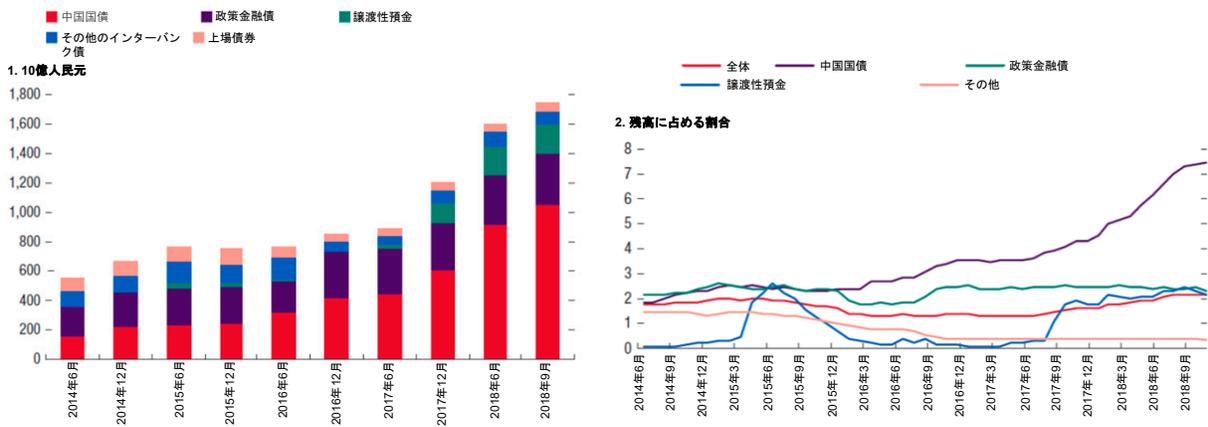
各国中央銀行による人民元建て保有高の増加（ECBに続く）



19

最新動向：外貨流入の増加

図11.2. 海外投資家によるオンショア債保有高、債券タイプごと、2014～18年

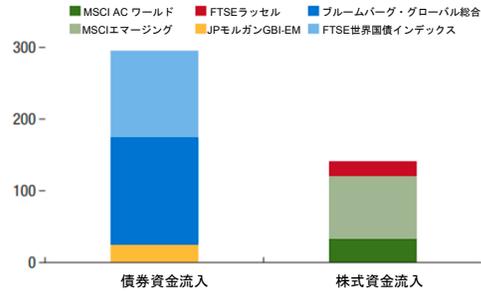


20

最新動向：インデックスへの組み入れがさらなる投資増加を促している

	ブルームバーグ・パークレイズ・グローバル総合インデックス	JPモルガン・ガバメント・ボンド・インデックス・エマーシング・マーケット・インデックス (GBI-EM)	シティ世界国債インデックス (WGBI)
トラッキング運用資産残高	2兆米ドル	2000億米ドル	2~4兆米ドル
予想潜在資金流入	約1200億米ドル	40~200億米ドル	約1590億米ドル
金融商品	投資適格ソブリン債および投資適格社債	投資適格国債	ソブリン債
満期	最短1年	13か月超	最短1年
潜在ウェイト	6.03%	7~10% (上限)	約5.3%

・インデックス関連資金流入 (10億米ドル)



出所：JP Morgan Chase & Co、IMFスタッフ推計

21

改革：障壁も存在

- ・税制の不明確性
- ・国債の流動性
- ・多様なアクセススキーム
- ・市場の分裂
- ・困難なクレジット分析
- ・効果的な外貨ヘッジおよび金利ヘッジ

図11.4. 世界の国債取引高、発行残高、売買回転率、世界・アジア各国、2017年 (左目盛：1兆米ドル、右目盛：パーセント)



出所：AsianBondsOnline、中央国債登記結算有限責任公司、Deutsche Finanzagentur、米国証券業金融市場協会、Standard Chartered Research、英国国債管理局。

22

改革：クレジット債に対する外資の需要は低い

- デフォルトの増加にもかかわらず、信用の差別化はなお不十分
- 信用格付けは高めに著しく偏っている

表11.4.

機関	市場シェア (%)		規制機関の承認			
	債券残高	発行体数	NAFMII	CSRC	NDRC	CIRC
中誠信用評級 (China Chengxin Securities Rating)				✓		✓
中誠信国際信用評級 (ChinaChengxinInternationalCredit Rating)	30	24	✓		✓	✓
聯合信用評級 (China United Ratings)	28	21		✓		✓
聯合資信評估 (China Lianhe Credit Rating)			✓		✓	✓
大公国際資信評估 (Dagong Global Credit Rating)	23	14	✓	✓	✓	✓
上海新世紀資信評估 (Shanghai Brilliance Credit Rating)	8	14	✓	✓	✓	✓
聯元資信評估 (Pengyuan Credit Rating)	8	20		✓	✓	✓
東方金城国際信用評估 (Golden Credit Rating)	3	6	✓	✓	✓	✓
中債資信評估 (China Bond Rating Corporation)		NA			NA	

出所：Standard Chartered Research、WIND Economic Database (www.wind.com.cn)。

注：CIRC=中国保険監督管理委員会、CSRC=中国証券監督管理委員会、NA=該当なし、NAFMII=中国銀行間市場取引者協会、NDRC=中国国家發展改革委員会。

23

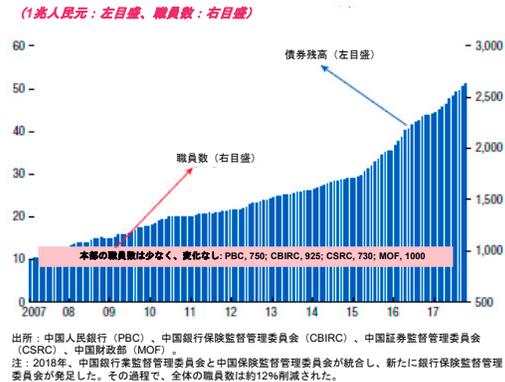
債券市場をさらに発展させるためには

- ルールおよび課税措置のさらなる明確化
- 具体的なガイドラインおよびケーススタディ（申請、投資、回金、ヘッジングのプロセス明示化）
- 障壁の除去（現実的な解決案／市場参加者との関与）
- 規制当局間のルールの調和
- 信用格付けの強化
- コーポレート・ガバナンスの強化
- 情報／データの整合性改善
- 暗黙の保証の段階的な排除／デフォルトの容認
- コミュニケーションの改善

24

改革：運営能力の強化

- 資本市場の高度化が継続
- 流動性向上のためにはヘッジ手段の発展が重要
- 規制強化と運営能力構築との間で密接な連携が必要



25

改革：最新動向

- 規制統一を目的とする、中国人民銀行が指揮する委員会（2017年9月）
- 海外の債券保有者に対する課税、3年間の課税免除の明確化（2018年8月）
- 海外格付け機関への市場開放（2019年1月）およびS&Pライセンス
- コミュニケーション改善、中国人民銀行英語版新ウェブページ、政策決定事項のタイムリーな翻訳（2019年1月）：

<http://www.pbc.gov.cn/en/3688006/index.html>

- 2019年全国人民代表大会：債券市場のさらなる開放と発展（2019年3月）
- 流動性向上のための措置（債券先物取引およびマーケットメイキング）

26

結論

- 中国債券市場のポテンシャルは大きい
- リーダーシップにより想定されるさらなる発展と開放
- 国際インデックス組み入れのさらなる増加
- 多大な恩恵（実体経済へのより一層の貢献、多様化の促進、人民元の国際化、「一帯一路」のための金融政策）
- 重要な改革：ルールの調和と明確化、暗黙の保証の排除、コーポレートガバナンスの強化、海外投資家の参加拡大、コミュニケーション改善の継続

27

パートI：概況および国際情勢

- | | | |
|---|---|----|
| 1 | 中国の債券市場：特徴、展望、開放
<i>Alfred Schipke, Markus Rodlauer, ZHANG Longmei</i> | 1 |
| 2 | 中国の債券市場と国際金融市場
<i>Eugenio Cerutti, Maurice Obstfeld</i> | 31 |

パートII：債券市場の特徴

- | | | |
|---|---|-----|
| 3 | ソブリン債市場：イールドカーブから分かること
<i>CHEN Sally, ZHANG Longmei, Kevin Chow, およびThomas Harjes, Nathan Porter</i> | 47 |
| 4 | 信用債
<i>ZHANG Longmei, WU Yuchen</i> | 95 |
| 5 | 地方政府債
<i>W. Raphael Lam, WANG Jingsen</i> | 119 |
| 6 | 国債先物
<i>FANG Xinghai</i> | 135 |
| 7 | グリーンボンド
<i>MA Jun, LIU Jialong, CHEN Zhouyang, XIE Wenhong</i> | 151 |
| 8 | 資産担保証券
<i>ZONG Jun, LI Bo, Laura E. Kodres</i> | 167 |

パートIII：中国債券市場の改革

- | | | |
|----|---------------------------------------|-----|
| 9 | 中国債券市場の開放：いくつかの考察
<i>GUO Kai</i> | 193 |
| 10 | 中国債券市場における金融安定性の強化
<i>MIAO Hui</i> | 207 |
| 11 | 海外投資家参入の障壁撤廃
<i>LIU Becky</i> | 225 |

- | | | |
|------------------------|---|-----|
| 12 | 中国債券市場における取引パターン
<i>Tobias Adrian, Henry Hoyle, Fabio M. Natalucci</i> | 253 |
| 13 | 債券市場における暗黙の保証の漸減
<i>ZHU Ning, DING Ding, ZHANG Chi</i> | 275 |
| 14 | 金融政策のコミュニケーション：枠組みと市場への影響
<i>Michael McMahon, Alfred Schipke, LI Xiang</i> | 291 |
| パートIV：オフショア債券市場 | | |
| 15 | オフショア人民元建て点心債
<i>Kevin Chow, Daniel Law</i> | 327 |
| 16 | 中国オフショアドル建て社債
<i>DING Ding, HUANG Yi, ZHOU Yue</i> | 351 |
| | 用語集 | 375 |

28

ありがとうございました