



ポーラ・チャン

アジア債券（除く日本）チーム  
シニア・ポートフォリオ・マネージャー



アイザック・メン

アジア債券（除く日本）チーム  
ポートフォリオ・マネージャー

直近で、債券市場のボラティリティは異例となる水準まで上昇し、グローバル債券市場では一時10%超の下落となっています。一方でこうした逆風にもかかわらず、中国債券市場は底堅さを保っており、年初来で他の債券市場をアウトパフォームしています。本稿では、ポーラ・チャン（アジア債券担当シニア・ポートフォリオ・マネージャー）とアイザック・メン（同ポートフォリオ・マネージャー）が、中国債券のファンダメンタルズが依然として良好である理由と、今後も中国債券市場を支え続けると考える理由を解説します。また、中国債券にとって追い風となりうる今後の政策転換の可能性についても取り上げます。

## 中国債券：リスク分散のための底堅い投資対象

2022年も第4四半期（10～12月期）に入った今、中国債券市場を振り返って年初来のパフォーマンスを見直すことは、投資家にとって有益でしょう。本稿では、私たちのこれまでの中国債券ポートフォリオのポジションのほか、年末にかけて注視していく市場の重要なテーマについても取り上げます。

2022年の市場は、ボラティリティの異例の高まりが特徴と言えます。欧州では第2次世界大戦以降初めて大規模な紛争が勃発し、ユーロ圏や他の主要国は軒並み2桁台のインフレに見舞われました。これを受け、世界各国の中央銀行は、インフレリスクを抑え込むために金融引き締めを急ぎました。その筆頭である米連邦準備制度理事会（FRB）は、年初から300ベースポイント（bps）の利上げを含む金融引き締めを行っています。しかし急速な利上げによって市場の混乱は一段と拡大し、世界的なリセッション（景気後退）のリスクが高まりました。こうした不安定な環境の中で、グローバル債券は前例のない2桁台の下落を記録しました。

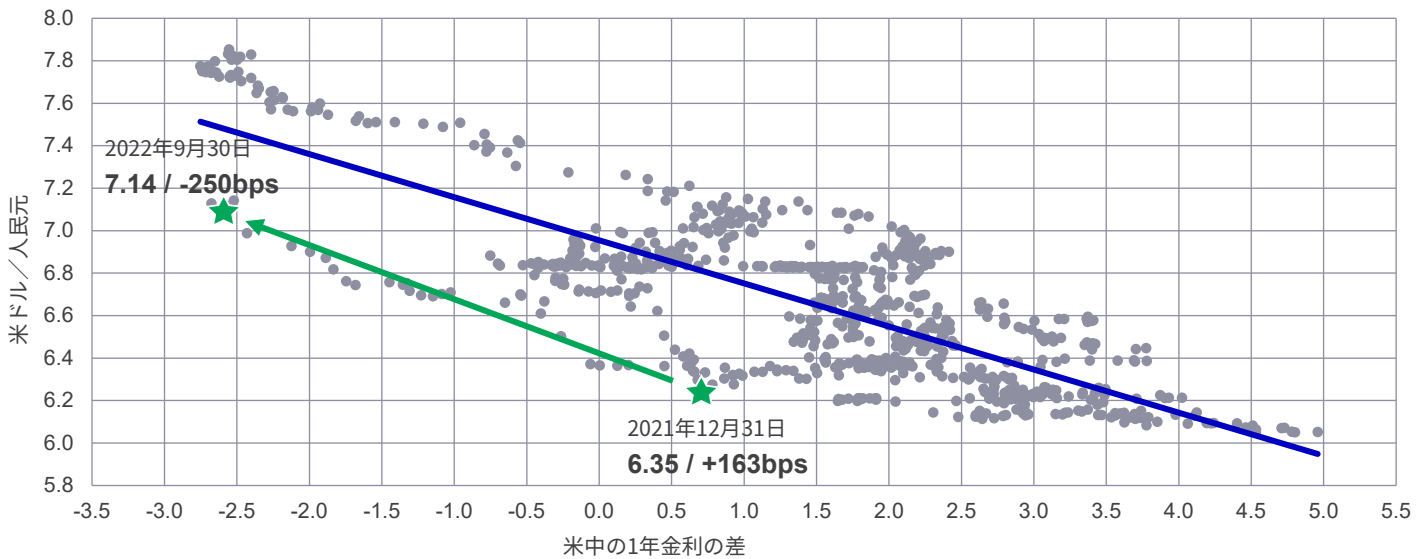
中国でも、オミクロン株に関連してロックダウン（都市封鎖）が敷かれ、景気回復に混乱が生じたことで、第2四半期にマクロ経済の下押し圧力が強まりました。中国人民銀行（PBOC）は、悪影響を和らげるために第1四半期と第3四半期にそれぞれ10bpsの利下げを行いました。中国政府が不動産セクターに対する支援策を打ち出し、住宅ローンの規制緩和や民間不動産開発企業への財政支援などを行ったにもかかわらず、中国

の不動産市場は一段と低迷しました。一方、人民元は第3四半期に対米ドルで更に6%下落し、節目となる1ドル＝7.00円を上回る場面もありましたが、その後はPBOCの介入により1ドル＝7.25円を上回ることなく安定して推移しています。PBOCの利下げに対してFRBは利上げを実施し、両者の金融政策の乖離が拡大したことで、人民元の米ドルとの金利差は低下し、ほんの1年前のプラス200bpsから逆転してマイナス約250bpsとなりました。こうした状況が重石となり、中国の株式市場および債券市場からは資金が流出しました。

### マクロ環境の逆風にもかかわらず、中国債券は底堅さと流動性において他をアウトパフォーム

9月末までの数週間には、英ポンドと英国債利回りの急激な変動を受けて、世界の金利および為替市場に動揺が走り、投資家心理は極端なリスクオフに傾きました。市場のボラティリティの大幅な上昇や不利なマクロ環境にもかかわらず、中国債券市場は突出した底堅さと高い流動性を発揮しました。中国債券市場は、新興国およびアジアの債券市場と欧米の主要国債市場の両方をアウトパフォームしました。年初から9月30日までの中国のオンショア国債のリターンは、グローバル総合指数の-19.9%に対して-7.2%となりました。為替ヘッジベースで見ると、中国債券指数（ブルームバーグ中国国債トータル・リターン指数（ヘッジあり、米ドル））では、PBOCによる合計20bpsの2回の利下げが追い風となり、2.3%のプラス・リターンを上げました。

図表 1：人民元の米ドルとの金利差の低下を受けて人民元が下落



出所：マニュライフ・インベストメント・マネジメント、ブルームバーグ、2022年10月3日現在。青色の線はトレンド線を表す。緑色の線は年初来（2021年12月～2022年9月）の金利差の変動を表す。灰色の点は米ドル／人民元相場と米中の金利差のこれまでの関係（2006年11月～2022年10月までの週次データ）を表す。

多くの投資家のポートフォリオでは、中国のオンショア債券指数（ブルームバーグ中国国債トータル・リターン指数（ヘッジあり、米ドル））は、リターンがプラスの唯一の資産クラスであると同時に、市場が大きなストレスに晒されていた局面で流動性バッファを提供しました。ボラティリティ調整後ベースで見ても中国債券は突出したパフォーマンスを上げており、他の債券市場とは低相関を保っています。これは、米国国債（-13%）、米国総合（-14.6%）、ハード・カレンシー建てエマージング市場債（-24%）、ユーロ建て債（-27.8%）、日本債券（-22.9%）などの指数が2桁の下落を記録したのとは対照的です。

### ファンダメンタルズが良好な中国国債は他とは一線を画す

私たちは、特に市場が不安定な局面では、中国国債市場へのオーバーウェイトは世界の投資家にリターンをもたらさだろうと予測してきました。私たちは2022年の世界的な混乱を踏まえ、以下に挙げる中国債券の良好なファンダメンタルズを改めて強調しておく意味があると考えています。

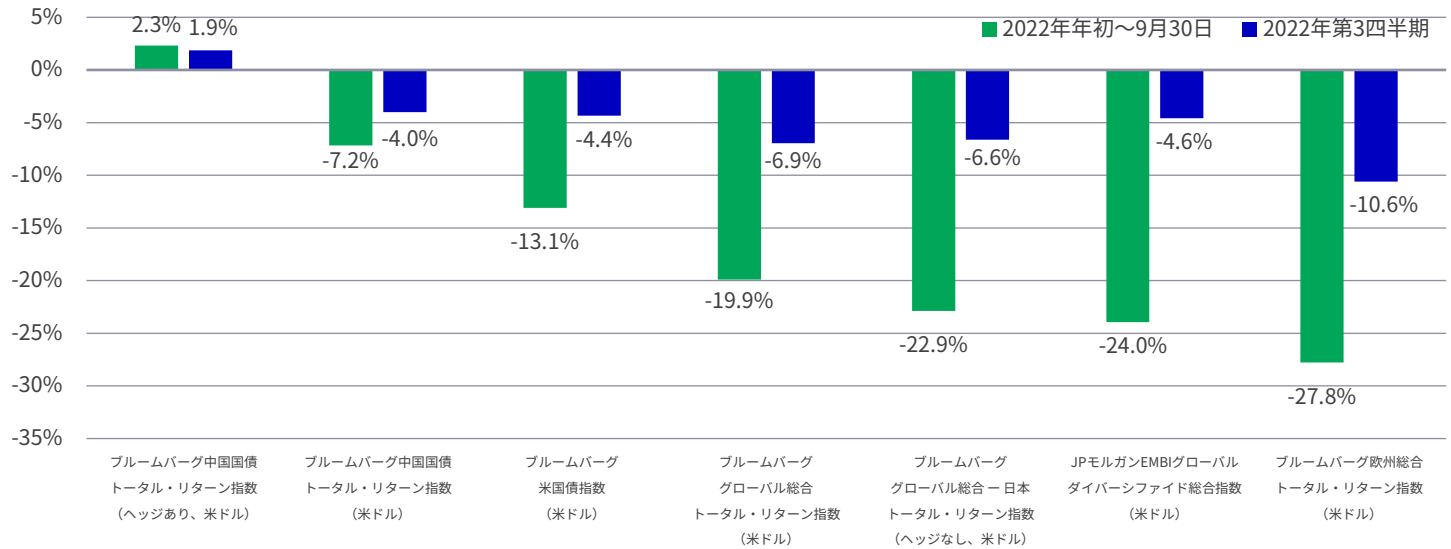
1. **低いインフレ率**：インフレは債券投資家にとって大きな脅威ですが、中国政府は2020年～2021年にコロナ禍に伴う景気刺激策を他国ほど積極的に行っておらず、またウクライナ紛争に起因するエネルギー・ショックからの影響が限られているため、インフレを抑制できています。

2. **PBOCの緩和サイクル**：G7各国の中央銀行による急速な利上げや量的引き締めとは対照的に、PBOCは段階的に利下げとバランスシートの拡大を実施しています。
3. **相対的に安定した通貨**：人民元は、大幅な経常黒字、輸出競争力、そしてウクライナ紛争による交易条件の悪化やサプライチェーンの混乱が少ないことに支えられ、相対的に安定して推移しています。
4. **米国や世界の金利との低相関**：中国債券の利回りは中国国内投資家の動向によって決まる側面が大きく、米国や世界の金利との低相関を保っています。

### 中国の米ドル建てハイイールド債は依然不安定だが一部銘柄のバリュエーションは魅力的

オンショア中国国債や高格付けの投資適格債は比較的安定的に推移しているものの、クレジットリスクの高い中国の米ドル建てハイイールド債（JPモルガンJACI中国ハイイールド・トータル・リターン指数）は、年初来で-37%と大幅に下落しています。中国の不動産セクターは過去30年で最も深刻な不況に陥っており、少数の保守的な経営を行ってきた企業を除き、多くの民間不動産開発企業は債務再編やデフォルトに追い込まれる可能性があります。

図表 2：中国国債は年初から米国および世界の債券をアウトパフォーマンス



出所：ブルームバーグおよびJ Pモルガンの指数、2022年9月30日現在

記録的な下落を経て、一部の銘柄のバリュエーションは魅力的となっていますが、私たちは中国不動産セクターのハイイールド債が近いうちに完全に回復するとは考えていません。

## 起こりうる政策転換を注視

2022年には、私たちは中国債券戦略に関して概ねディフェンシブな姿勢を取っており、債券のベータを引き下げる一方で、ハイイールド債に関しては銘柄を厳選して投資してきました。私たちは、中国や米国などの国債に対するエクスポージャーを拡大することで、ポートフォリオの流動性バッファを引き上げました。また中国のデレシオンを構造的にオーバーウェイトとしているため、私たちのポートフォリオは中国の金利低下によって利益を上げることができました。また一部の米ドル建てポートフォリオに関しては、人民元の通貨リスクと米国金利のリスクに対してヘッジを行ってきました。こうしたリスク管理は、ポートフォリオ全体のボラティリティを抑制し、下落幅の抑制に役立っています。

今後は、中国債券の価格上昇につながる重要な政策転換を注視していく方針です。このような政策転換には以下が含まれる可能性があります。

1. **経済活動の再開**：中国がゼロコロナ政策を段階的に撤廃した場合、中国の景気回復はより安定したものとなるでしょう。

2. **包括的な大型景気刺激策**：景気の低迷や中国不動産セクターの業績不振に対処するため、政府が支援を強化した場合、中国関連のリスク資産の見通しが大幅に改善すると思われます。

3. **FRBによるハト派への転換**：米国のインフレが和らぎ、FRBが引き締めサイクルを反転させた場合、世界的に投資家心理が上向くことが期待されます。

4. **世界的なボラティリティと影響**：欧州、英国、および日本が、スタグフレーションや、為替、金利、およびクレジット債券市場の変調に対する対策を打ち出した場合、市場を下支えする可能性があります。

2022年には、市場が記録的な下落を見せた後、バリュエーションが改善しているため、投資家は、ポートフォリオをリスクオンにシフトすることで利益を上げられるかもしれません。運用方針としては、1) 政府の明示的・非明示的な支援を受ける発行体のハイイールド債を厳選してポートフォリオに組入れること、2) 大規模な景気刺激策の実施を見越して中国金利のデレシオンを短期化すること、3) (該当する場合) 人民元の為替エクスポージャーと米国金利の小幅なアンダーウェイトを維持することが挙げられます。

## まとめ

2022年には世界的にボラティリティが大幅に高まっており、市場は変調をきたしています。しかし中国債券はこのような環境下でも堅調に推移し、リスク分散のための投資対象としての魅力を証明しました。私た

ちは、中国債券のファンダメンタルズは依然として良好であり、今後も中国債券を支え続ける可能性が高いと見ています。政策転換の可能性や、今後予定されているイベントも、中国債券が他の債券を一段とアウトパフォームする追い風となる可能性があります。

## ディスクレーマー

■本資料は、海外グループ会社の情報を基にマニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社（以下「当社」といいます。）が作成した情報提供資料です。■参考として掲載している個別銘柄を含め、当社が特定の有価証券等の取得勧誘または売買推奨を行うものではありません。■本資料は、信頼できると判断した情報に基づいておりますが、当社がその正確性、完全性を保証するものではありません■本資料の記載内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更される場合があります。■本資料のいかなる内容も将来の運用成果等を示唆または保証するものではありません。■本資料に記載された見解・見通し・運用方針は作成時点における当社の見解等であり、将来の経済・市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。■本資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、その開発元または公表元に帰属します。■本資料の一部または全部について当社の事前許可なく転用・複製その他一切の行為を行うことを禁止させていただきます。

マニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 433 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 一般社団法人第二種金融商品取引業協会