

## オフショア人民元債券市場の動向について

- 中国政府は段階的に規制緩和を進めており、人民元の国際化が図られています。
- これを受けて、香港における人民元建て債券市場も急拡大を見せています。2011年も中国政府を初めとして本土の金融機関や国際機関、海外事業会社の起債が相次ぎました。
- 中国のファンダメンタルズが良好であることやインフレ圧力が強いことなどを受けて、引き続き人民元の対米ドルでの上昇基調が続くと思われます。

### ◆国際化進む人民元—人民元の規制緩和

中国政府は自国通貨である人民元について通貨規制を行っているため、通常、海外の投資家は中国本土(オンショア)市場で流通する人民元建て債券を自由に売買することができません。しかし、2007年に中国政府は香港において人民元建て債券の発行を認可し、その後も規制緩和を進めてきた結果、中国本土外(オフショア)の人民元債券市場は拡大を続けています。

特に2010年7月に行われた規制緩和において、香港での自由な人民元口座間の資金移動や人民元建ての金融商品の取引が可能となりました。これにより、資金調達と運用のニーズが一気に高まったといえます。

中国経済が拡大し、グローバル化が進むなか、人民元は中国政府によって国際化が図られています。一般的に通貨の国際化には、貿易決済通貨と投資通貨という2つの側面があると考えられます。中国政府が段階的に進めてきた規制緩和について、最近の動向をまとめてみました。

年	貿易決済通貨	投資通貨
2002年	-	・適格外国機関投資家(QFII)制度スタート
2004年	-	・香港で人民元建て預金解禁
2006年	-	・適格国内機関投資家(QDII)制度スタート
2007年	-	・香港で人民元建て債券の発行解禁
2009年	・中国5地域とASEAN(東南アジア諸国連合)・香港・マカオとの人民元による貿易決済を解禁	-
2010年	・中国20省と全ての国・地域との人民元による貿易決済を解禁	・外資系銀行に中国本土での人民元建て債券の運用解禁
2011年	・人民元によるODI(対外直接投資)およびFDI(対内直接投資)を解禁 ・事業会社に通貨オプション取引を解禁	・香港取引所で人民元建て株式・リートの上場解禁 ・銀行間の通貨オプション取引を解禁 ・人民元建て金取引開始 ・人民元適格外国機関投資家(RQFII)制度スタート

(出所:各種報道よりDIAM作成)

### DIAMアセットマネジメント株式会社

商号等 / DIAMアセッ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324号

加入協会/(社)投資信託協会、(社)日本証券投資顧問業協会

120125情報発信人民元債券-1

### ◆急拡大するオフショア人民元債券市場

オフショア人民元の規制緩和を受けて、香港における人民元建て債券市場も急拡大を見せています。2011年の発行額は前年比4.2倍の1,500億元に達し、中国政府を初めとして本土の金融機関や国際機関、海外事業会社の起債が相次いでいます。

年月	オフショア人民元債券市場に関する動き
2007年6月	中国の銀行が香港で人民元建て債券を発行
2009年9月	中国政府が香港で人民元建て国債を発行
2010年7月	香港でのオフショア市場を活用した人民元預金や人民元建て債券等の金融商品の取引を解禁
2010年10月	マクドナルドが香港で外資系初の人民元建て社債を発行
2011年3月	オリックスが香港で日本企業初の人民元建て社債を発行
2011年11月	宝鋼集団が香港で中国本土企業初の人民元建て社債を発行

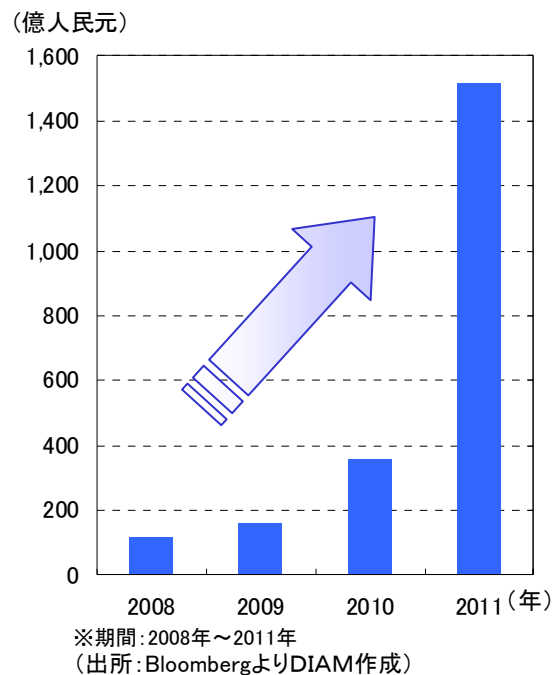
(出所: 各種報道よりDIAM作成)

2011年12月に中国政府は人民元適格外国機関投資家(RQFII: RMB Qualified Foreign Institutional Investors)制度をスタートさせました。本土系資産運用会社と証券会社の香港子会社に対し、200億元を上限として、中国国内に証券投資できる投資枠を割り当てています。2002年にスタートしたQFII制度が外貨で証券投資するのに対し、RQFII制度では中国本土外(オフショア)で保有する人民元をそのまま投資に利用できるため、オフショア人民元の利便性向上につながると期待されています。

また、同じく2011年12月、日本と中国が協調して貿易取引と金融取引における人民元と円の役割を推進していくことで合意したと報じられました。この中で、日本は先進国で初めて人民元建て債券を外貨準備として保有するとされており、人民元債券市場の拡大に寄与するものと考えられます。

中国政府も国債を発行するなど、市場の拡大を後押ししていることから、今後も市場拡大が期待されています。

### 香港の人民元債券発行額の推移

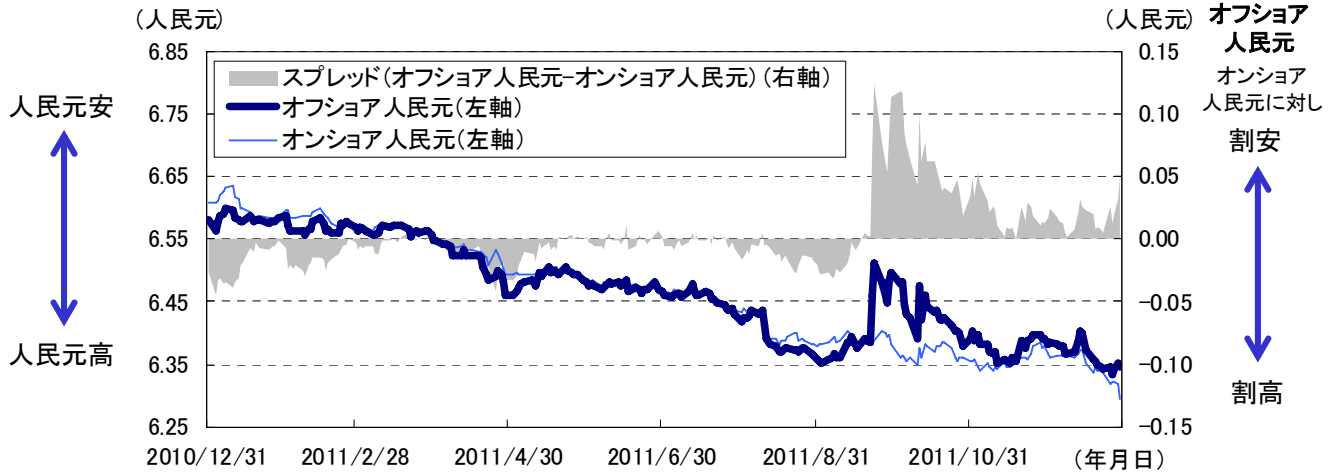


### ◆上昇が期待されるオフショア人民元相場

人民元は中国本土(オンショア)と中国本土外(オフショア)で別々に取引されるため、オフショア人民元債券に投資する場合は、オフショア人民元レートによる為替取引が行われています。ただし、オンショア人民元とオフショア人民元は交換可能であることから、通常はほぼ連動した動きとなっています。

最近のオンショア人民元とオフショア人民元の対米ドルレートの推移を見ると、2011年9月頃、オフショア人民元が大きく下落したため、オンショア人民元と大きく乖離しました。これは欧州債務懸念の拡大によって、それまでオフショア人民元に投資していた海外投資家がリスク回避のために売却したためだと考えられます。しかし、その後はオンショア人民元とオフショア人民元が再び収れんする動きとなっているように、今後も一時的にかい離する局面があったとしても、中長期的には連動する動きとなることが予想されます。

オフショア人民元とオンショア人民元の対米ドルレートとスプレッドの推移



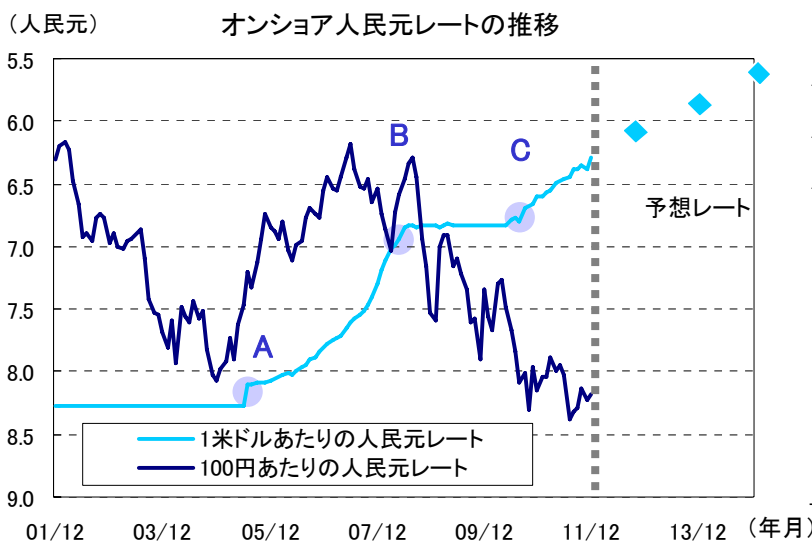
※期間: 2010/12末～2011/12末  
 (出所: BloombergよりDIAM作成)

オンショア人民元は2010年6月から対米ドルで切り上げが再開され、昨年末まで概ね年率5%程度のペースで切り上げられてきました。今後も中国のファンダメンタルズ(経済の基礎的条件)が良好であることやインフレ圧力が強いことに加えて、2011年10月には米上院で2011年為替相場監視改革法案が可決されるなど米国の政治的な圧力が強まっており、引き続き人民元の対米ドルでの上昇基調が続くと思われます。

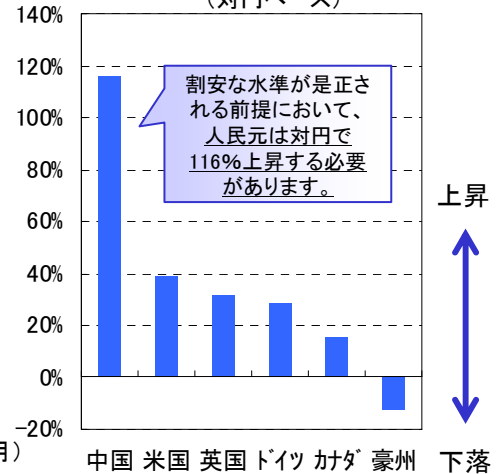
一方中国政府は輸出企業に大きな影響を与える人民元の上昇を望んでいないと見られるほか、消費者物価指数の上昇率が落ち着いてきたこともあり、人民元の切り上げに対するインセンティブが低下したことなどを踏まえると、切り上げペースが鈍化する可能性もあります。

シンガポールの大手運用会社であるフルトン・ファンド・マネジメントによると、人民元は2012年に対米ドルで3～5%の上昇が見込めるとしています。また、エコノミストによる見通しにおいても、今後3年間で約12%の人民元高が予想されています。

人民元レートの推移と相対的価値



為替レートが購買力平価と等しくなった場合の変化率 (対円ベース)



**A. (2005年7月)**  
 為替制度を米ドル連動制から管理フロート制に転換。緩やかな人民元高を容認。

**B. (2008年7月)**  
 金融危機を受けて、対米ドルの上昇圧力を警戒。米ドルとの連動性高める。

**C. (2010年6月)**  
 人民元相場の弾力化により、緩やかな人民元高を容認。

(出所: Bloomberg、IMFよりDIAM作成)

※5ページの投資信託に係るリスクと費用、ご注意事項を必ずご覧ください。

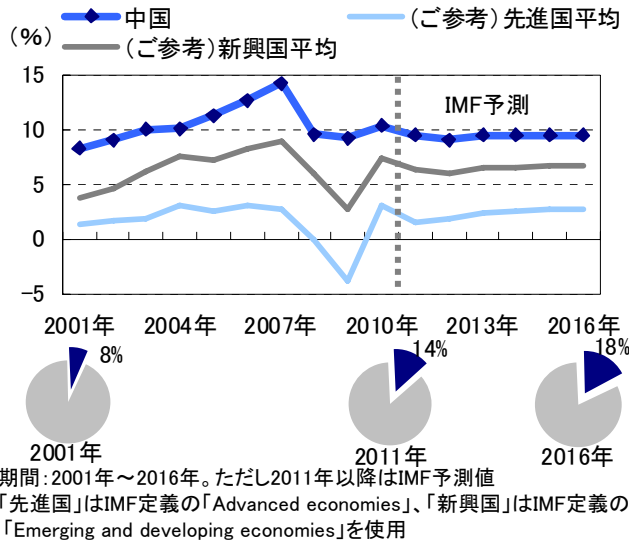
■左グラフ  
 ※データ期間: 2001/12末～2014/12末 (2012年末以降は予測値)  
 ※予想値は2011年12月末時点でのBloombergが集計したエコノミスト予想の中央値(左から2012年末、2013年末、2014年末)

■右グラフ  
 ※購買力平価: 2011年IMFの予想値。各国対円為替レートは2011年12月末時点。

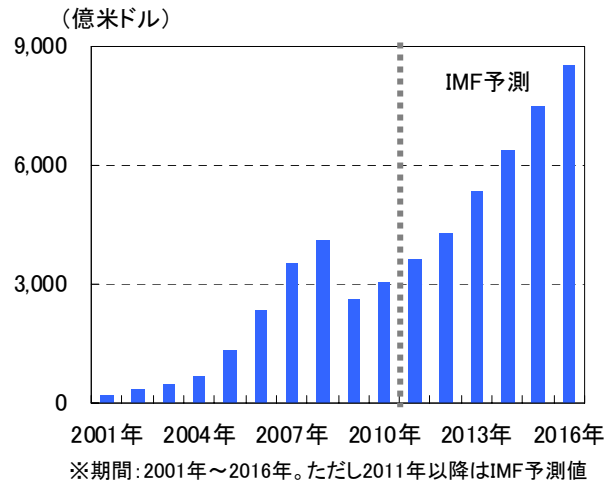
## 《ご参考》中国のファンダメンタルズ

中国は2001年12月にWTO(世界貿易機関)に加盟し、その後、北京オリンピックや上海万博といったイベントなどによりインフラ投資が活発に行われ、中国経済は急成長を遂げてきました。こうした中、中国の経常収支は黒字を続け、世界一の外貨準備高を誇り、対外債務や政府債務残高の対GDP比は先進諸国と比べて低い水準にあります。その結果、米大手格付会社による中国の国債格付けは格上げが続き、人民元や人民元債券に対する投資魅力が高まっています。

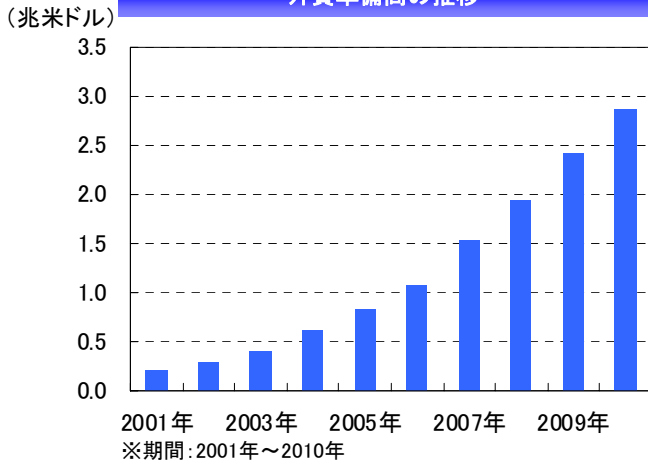
実質GDP成長率の推移と名目GDPの世界シェア



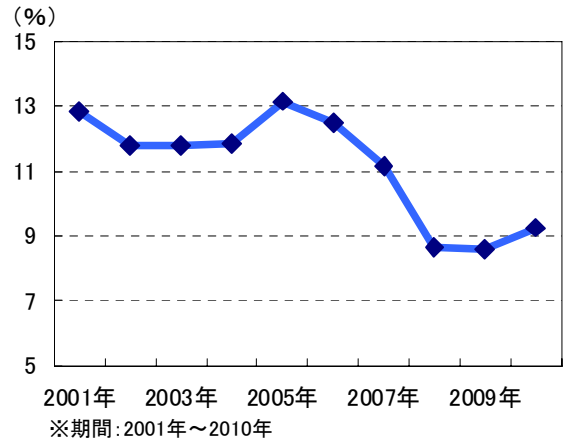
経常収支の推移



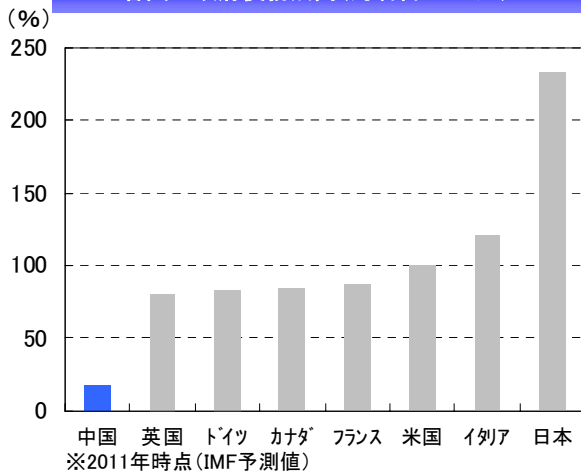
外貨準備高の推移



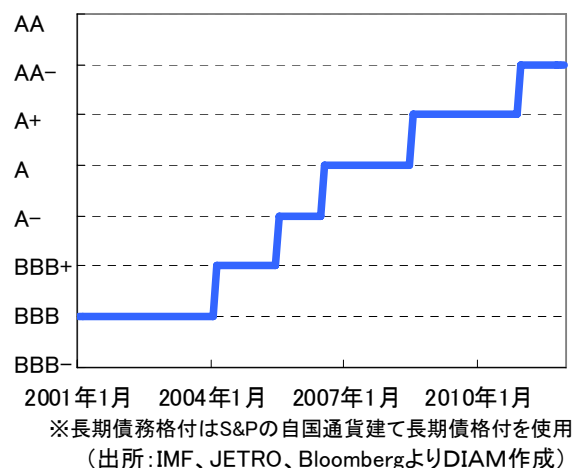
対外債務残高(対名目GDP比)の推移



各国の政府債務残高(対名目GDP比)



長期債務格付の推移



**【投資信託に係るリスクと費用】****投資信託に係るリスクについて**

投資信託は、株式や債券等の値動きのある有価証券(外貨建資産には為替リスクもあります)に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、購入金額について元本保証及び利回り保証のいずれもありません。

**投資信託に係る費用について**

[ご投資頂くお客様には以下の費用をご負担いただきます。]

■お客様が直接的に負担する費用……購入時手数料:上限3.675%(税込)

信託財産留保額:上限0.5%

■お客様が信託財産で間接的に負担する費用……運用管理費用(信託報酬):上限1.995%(税込)

■その他費用・手数料……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)等でご確認下さい。

※上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、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、DIAMアセットマネジメント(株)が運用するすべての投資信託のうち、徴収する夫々の費用における最高の料率を記載しております。

**【ご注意事項】**

- 当資料は、DIAMアセットマネジメント(株)が独自に作成した資料であり、金融商品取引法により義務づけられた資料ではありません。
- 当資料はあくまでも情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 投資信託は、株式や債券等の値動きのある有価証券(外貨建資産には為替リスクもあります)に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、購入金額について元本保証及び利回り保証のいずれもありません。
- 当資料は、DIAMアセットマネジメント(株)が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データはあくまでも過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容はあくまでも作成時点(2012年1月26日)のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

**投資信託は、**

1. 預金・金融債・保険契約ではありません。また、預金保険機構及び保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象にもなりません。
2. 金融機関の預金・金融債あるいは保険契約における保険金額とは異なり、購入金額について元本保証及び利回り保証のいずれもありません。
3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。