

拡大する香港人民元建て債券市場

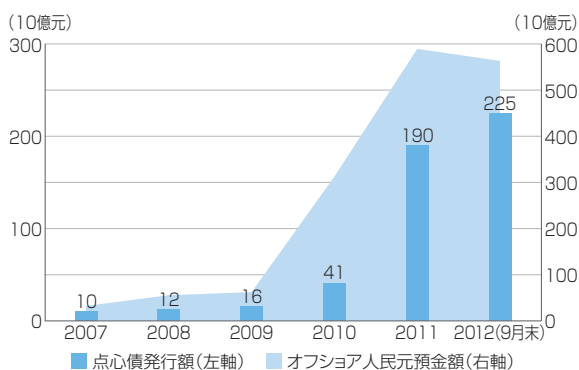
中国政府によるオフショア人民元市場の拡大への取組みにより、香港の人民元建て債券（点心債）市場が拡大している。人民元建て投資商品としての人気や、国内に比べて低い発行コストなどの魅力により、中長期的にはさらなる拡大が予想される一方、最近では発行体の信用度などの懸念が指摘される。

中国政府による人民元の国際化・資本取引の自由化に向けた政策のもと、香港は、人民元の預金、為替、送金などが可能な人民元オフショア市場として拡大している。2011年末時点で、香港における人民元預金は、5890億元であり、2010年末時点から87%もの上昇を示した。人民元預金の拡大を背景に、香港における人民元建て投資商品の育成が求められるようになり、2007年に初の人民元建て債券が香港で発行された。一般に「点心債」と言われる債券市場の誕生である。

点心債の誕生とその発展

2007年、中国国家発展改革委員会が政府系銀行や国内商業銀行の点心債発行を認め¹⁾、同年、政府系金融機関である中国国家開発銀行による初の点心債発行が実現した。しかし当初、発行市場はまだ小規模なものにとどまり、2007年で100億元、2008年で120億元であった（図表1）。2009年になってHSBCなど外資系金融機関の中国国内現地法人による発行が認められた。同年、中国政府による点心債市場への意気込みを示す象徴的な事例として、中

図表1 点心債発行額およびオフショア人民元預金高



(出所) Bloomberg, 香港金融管理局

国財政部による初の起債が実現した。

その後点心債の発行は、2010年まで急激な拡大は見られなかったが、多国籍企業や多国籍金融機関による起債が2010年に認められるようになり、2011年に、中国国内の一般事業法人による起債も可能となったことで拡大のきっかけをつかむこととなった。2010年7月、香港の上場企業である合和公路基建有限公司²⁾が、14億元の点心債を発行、8月にマクドナルド（2億元）、11月にキャタピラ（10億元）が発行した。10月には多国籍金融機関であるアジア開発銀行による12億元の起債も実現した。2011年11月には、中国国内の事業法人として初めて、国営企業・宝鋼集団が36億元の点心債を発行した。同年3月には、オリックスが日本企業として初の起債を行っている。

点心債の発行体タイプの拡大に加えて、2011年には、点心債により調達された人民元の中国本国への送金に関する規制内容に変化がみられた。それ以前は、点心債調達による人民元の本国送金は、中国当局による個別の判断にゆだねられていた。2011年に、中国人民銀行と商務省が、外国資本による人民元を用いた対内直接投資に関するルールを設定、点心債により調達された人民元を中国国内に還流させることが認められ、その結果、2011年の点心債の発行額は、1900億元へと大きく拡大した。

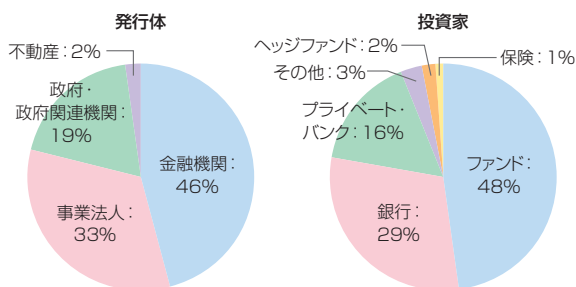
発行体と投資家の特徴

点心債の発行体の内訳は、金融機関や事業法人が80%、残りの20%は政府や政府関連機関となっている（図表2左）。中国系および外資系事業法人による点心債の平均年限は3年未満が多く、政府関連機関は3年以上

NOTE

- 1) 中国国内金融機関による香港特別行政区での人民元建て債券発行に関する管理暫定弁法。
- 2) Hopewell Highway Infrastructure。
- 3) 2012年3月時点。
- 4) 外資系企業による起債は全体の約14%にとどまる。
- 5) 香港証券先物取引委員会 (Hong Kong Securities and Futures Commission)。
- 6) 2012年5月「国内非金融機構の香港特別行政区での人民元建て債券の発行に関する国家発展改革委員会による通知」。主な点心債発行の基準として、a) 良好なコーポレート・ガバナンスと3年間のコンプライアンス・トラック・レコード、b) 強い収益力、c) 調達資金は中国国内に送金される必要はないが、主として、固定資産投資プロジェクトに使用され、当該プロジェクトが中国の外資による投資政策に合致すること、が挙げられている。

図表2 点心債の発行体と投資家の内訳



(2012年3月末時点)
(出所) Bloomberg, Deutsche Bank

という傾向をもつ。点心債は、発行体にとって、香港でのドル建債券発行や中国国内での人民元建て債券発行に比べ、低コストの資金調達である点が魅力である。BBB格付けの点心債の平均利率は3.69%であり、中国国内3年ものローン下限金利5.99%³⁾と比較して低水準にとどまっている。また外資系企業にとっては、中国国内債券発行は中国当局の許可が必要である一方、点心債発行については許可が必要でない点が魅力となっている⁴⁾。

点心債の投資家は、資産運用会社、商業銀行、プライベート・バンク、保険会社、ヘッジファンドなどの機関投資家を中心となっている(図表2右)。リテール投資家への点心債販売は香港SFC⁵⁾の認可が必要であり、現状では限定的な規模に留まっている。中国国内への投資が制限されている状況下、今後も先高が期待される人民元への投資を可能にするプロダクトとして点心債への投資家の関心は高まっている。投資家は満期まで点心債を保有する傾向が強く、結果としてセカンダリー市場における流動性は低い。

点心債が直面する課題

欧州金融危機とグローバルな景気後退から、人民元の

先高期待をもつ投資家も、近年、点心債の信用リスクについて慎重な見方をするようになってきている。信用リスクの要因の一つは格付けのないことである。点心債では、発行体に関して監査報告資料以外の公開情報がほとんどなく、米国ハイイールド債などと比較しても極めて限定的な情報にとどまっており、それが格付けを困難なものにしている。また、発行体が3年未満の債券発行を好む傾向にある結果、10~15年の長期債が存在せず、点心債の価格付けに用いられるイールドカーブを構成することが難しい。さらに、セカンダリー市場の流動性が低く、投資家にとってはエグジットの機会が制限されていることも指摘されている。

投資家のリスクに対する見方の変化は、最近の点心債のイールドが上昇している点からも窺える。また、オフショア市場での発行コストの上昇と、中国国内での調達コストの相対的低下に伴い、点心債市場は、発行コストの観点からはその魅力を減少させているように見える。

ただ、中国政府も最近、点心債の拡大に向け、中国国内の発行体については、収益性や信用力を伴う発行体についてのみ点心債の発行を許可するとの方向を打ち出し、信用リスクに対処しようとしている⁶⁾。このような取組みも一つの要因として、今後も点心債市場が拡大するだろうとの見方が市場では一般的である。

Writer's Profile



ジェニー・ウォン Jenny Yee Wong

NRI香港
コンサルタント
専門は中国資本市場調査
focus@nri.co.jp