

China Insights

中国市場を見る眼～現地からの報告

HSBC投信株式会社

2021年9月10日

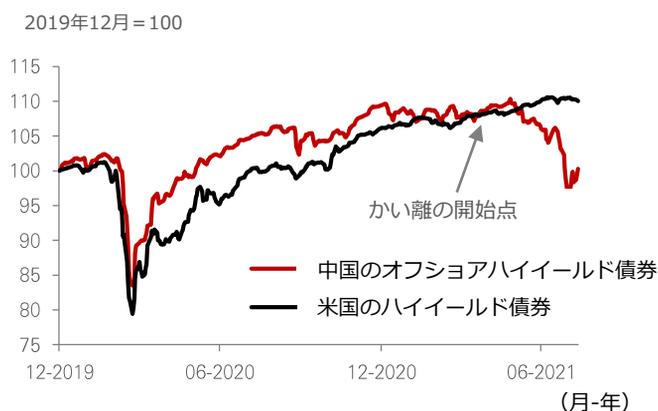
トピックス：急落後のハイイールド債、投資のチャンス

- ◆ 最近、2つの異なる市場に、かい離する2つの動きが見られる。米国のハイイールド債の価格上昇が続いている一方で、中国の同じ資産クラスはここ数ヶ月、低迷している。中国政府が昨年導入した「3つのレッドライン」政策により、中国の不動産業界に対する規制が強化されていることもあり、中国の一部の不動産会社が社債の返済に支障をきたすのではないかと懸念が高まっているからである。おびえる投資家は無差別に行動することがある。罰されるべき企業もあるが、多くの財務的に健全な発行体も影響を受けており、結果的に非常に魅力的なバリュエーションが出現している。

なぜパニックになったのか？

- ◆ 中国と米国のハイイールド債は、新型コロナウイルス感染症の危機からの回復が見られ始めて以来、世界的な金融緩和策と低利回り環境の下、少しでも高い金利を求める投資家の動きを背景に、徐々に価格が上昇していた。
- ◆ しかし、6月初めに中国の大手民間デベロッパーに資金繰り悪化のニュースが流れたことで、投資家は不動産デベロッパー全般に対して恐怖感を抱くようになった。また、「3つのレッドライン」をはじめとする規制当局の監視が強化されたことで、財務的に脆弱な一部の不動産デベロッパーが債務返済を履行できるかどうか疑問視されるようになった。そして「3つのレッドライン」によって、レッドラインを越える財務内容の悪いセクターの企業の新たな資金調達手段を制限する当局の措置は、さらなる懸念材料となっている。
- ◆ 不動産会社は発行体として、中国のオフショアハイイールド債市場の約80%を占めているため、この資産クラスは6月初旬から約10%価格が下落した（図表1参照）。

図表1：米中のハイイールド債のパフォーマンス



出所：ブルームバーグ、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ、2021年8月10日現在
 注：中国のオフショアハイイールド債の指標は、ICEバンク・オブ・アメリカの中国ジャンク債（ドル建て）指数、米国のハイイールド債の指標はICEバンク・オブ・アメリカ米国ジャンク債指数を使用

図表2：中国オフショア不動産ハイイールド債：格付け毎のオプション調整後のスプレッドの変化



出所：HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグ、2021年8月10日現在

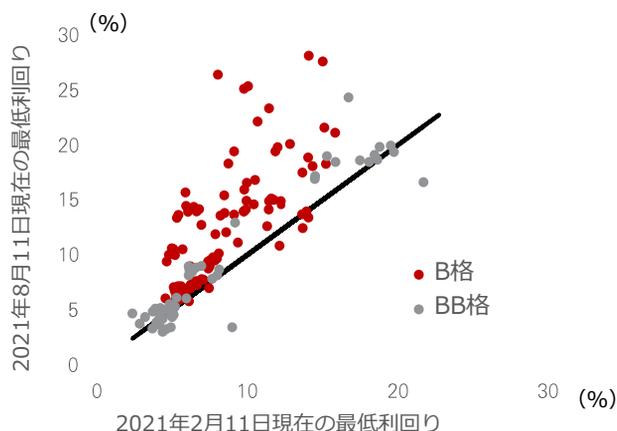
クレジットの差別化が進む

- ◆ ほとんどの不動産デベロッパーが、今回の騒動でマイナスの影響を受けたにもかかわらず、投資家は決してすべてに平等な反応を示したわけではない。図表2を見ると、オフショア市場では、国際的な格付けが最も低いハイイールド・ドル債の時価総額加重のオプション調整後スプレッドが、5月末から5,500ベース・ポイントも急上昇している。格付けが上がると、同時期にシングルBとダブルBのスプレッドはそれぞれ500ベースポイントと70ベースポイント上昇している。つまり、中国のハイイールド債市場では、クレジットの差別化が進んでおり、市場のプライシングには、クレジットのクオリティの違いが反映されるようになっている。これは、成熟した健全な債券市場の特徴であり、市場の長期的な発展という面では、ポジティブな兆候であるとも考えられる。

どこに投資チャンスがあるか？

- ◆ 最近の債券価格急落後、投資家はどこに投資チャンスを求めるべきか。相当の理由がない限りC格の債券は敬遠されるだろう。それでは投資チャンスはシングルB格またはダブルB格の債券にあるのだろうか。図表3は、中国オフショア不動産ハイイールド債の現在の利回りと半年前の利回りを比較したものだ。現在の利回りが45度のトレンドラインの上であればあるほど、この債券の利回りの獲得が期待できる。もちろん、正当な理由があっても価格が下がることもあるが、これだけの規模の売却が出るといことは、正当な理由なく価格が下がった（利回りが上がった）ケースが少なからずあるはずだ。売られすぎた、財務的に健全な発行体を見極めるのは、投資家にかかっている。図表3は、ダブルB格よりもシングルB格の方が、そのようなチャンスが多いことを示している。

図表3：中国の不動産ハイイールド債



出所：HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグ、2021年8月10日現在

- ◆ 最後に、米国と中国のハイイールド債の当初からの比較をもう一度見てみよう。米国ハイイールド債は2020年の年初から10%のリターンを得ているのに対し、中国ハイイールド債はかろうじて収支均衡を保つにとどまる。
- ◆ 米国ハイイールド債は確かにこれまで着実に上昇してきたが、今後の上昇余地は不透明と言える。ICE バンク・オブ・アメリカ米国ジャンク債指数はわずか4%の利回りに過ぎない。一方、ICEバンク・オブ・アメリカの中国ジャンク債（ドル建て）指数の今の利回りは15%である。
- ◆ 複雑な中国ハイイールド債の世界をナビゲートするのは大変な仕事かもしれないが、落とし穴を注意深く避けることができれば、実りあるものとなるだろう。対照的に、米国のハイイールド債への投資は、ストレスが少ないように見えるが、バリュエーションは明らかに魅力を欠いている。

当資料の「留意点」については、巻末をご覧ください。

留意点

【当資料に関する留意点】

- ◆ 当資料は、HSBC投信株式会社（以下、当社）が投資者の皆さまへの情報提供を目的として作成したものであり、特定の金融商品の売買、金融商品取引契約の締結に係わる推奨・勧誘を目的とするものではありません。
- ◆ 当資料は信頼に足ると判断した情報に基づき作成していますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、データ等は過去の実績あるいは予想を示したものであり、将来の成果を示唆するものではありません。
- ◆ 当資料の記載内容等は作成時点のものであり、今後変更されることがあります。
- ◆ 当社は、当資料に含まれている情報について更新する義務を一切負いません。

<個人投資家の皆さま>

投資信託に係わるリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象としており、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し損失が生じる可能性があります。従いまして、投資元本が保証されているものではありません。投資信託は、預金または保険契約ではなく、預金保険機構または保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関でご購入の投資信託は投資者保護基金の保護の対象ではありません。購入の申込みにあたりましては「投資信託説明書（交付目論見書）」および「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」を販売会社からお受け取りの上、十分にその内容をご確認いただきご自身でご判断ください。

投資信託に係わる費用について

購入時に直接ご負担いただく費用	購入時手数料 上限3.85%（税込）
換金時に直接ご負担いただく費用	信託財産留保額 上限0.5%
投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用	運用管理費用（信託報酬） 上限年2.20%（税込）
その他費用	上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。「投資信託説明書（交付目論見書）」、「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」等でご確認ください。

- ◆ 上記に記載のリスクや費用につきましては、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、HSBC投信株式会社が運用するすべての投資信託のうち、ご負担いただくそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。
- ◆ 投資信託に係るリスクや費用はそれぞれの投資信託により異なりますので、ご投資される際には、かならず「投資信託説明書（交付目論見書）」をご覧ください。

HSBC投信株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第308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/日本証券業協会



ホームページ

www.assetmanagement.hsbc.co.jp



電話番号 03-3548-5690

（受付時間は営業日の午前9時～午後5時）