

アジア・ハイ・イールド債券： 「平静を保ち、投資機会を注視せよ」

Leong Wai Mei

債券運用部門、ポートフォリオ・マネジャー、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

中国債券市場で生じている不確実性が、2021年のアジア・ハイ・イールド債券市場の重荷となっています。

魅力的な利回り、管理可能な水準にあるデフォルト率、デュレーションが短い、といった特徴を備えるアジア・ハイ・イールド債券は、アジア地域のコロナ後の経済回復から恩恵を享受することが期待でき、利回りを求める投資家にとって魅力的なアセットクラスであると考えています。

2021年は、アジア・ハイ・イールド債券市場にとって厳しい年となっています。1月に発生した中国の不動産会社のデフォルト（債務不履行）によって、投資家の懸念が高まったため、同債券の年初来パフォーマンスは米国、欧州のハイ・イールド債を下回る結果となっています。（図表1参照）

しかし、中国に端を発する固有のリスク、アジアのデフォルト件数の増加に対する懸念、金利上昇のリスクにもかかわらず、アジア・ハイ・イールド債市場には投資妙味があり、利回りを求める投資家にとっては依然として、魅力的なアセットクラスであることに変わりはないと私たちは考えています。

中国の現況について

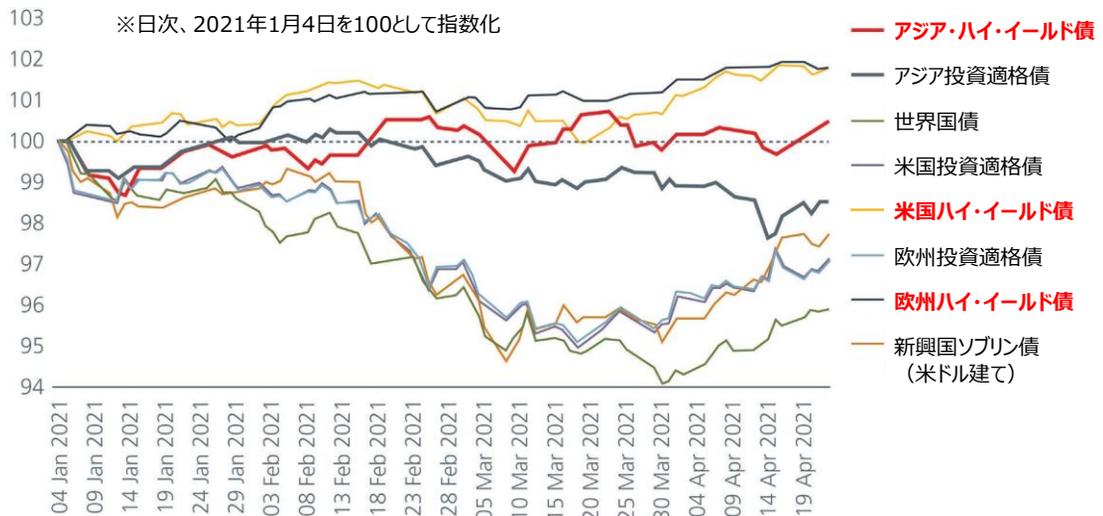
中国政府が改革に取り組み、金融システムのデレバレッジ（債務抑制）を考えていることから、中国ではオンショア債（本土債）のデフォルト件数が増加すると思われる。

2020年に発生した数々のデフォルトや、中国国有の不良債権受け皿会社である中国華融資産管理をめぐる最近の信用不安の高まりは、“企業が苦境に陥れば中国当局が救済する”というこれまで投資家の間では前提となっていた「暗黙の政府保証」に疑問を投げかけています。同社を巡る債務再編やデフォルトの可能性についての市場の憶測により、同社の債券は売られ、中国の他の国有企業（SOE）が発行する米ドル建て債券にも悪影響が波及しました。

中国政府はSOEへの支援を状況に応じて個別に見直し、金融システムリスク（金融基盤の崩壊のリスク）を回避したいと考えているものと思われます。

一方、中国の不動産セクターがアジア・ハイ・イールド債券市場の大半を占め、リターン源泉となっていることを忘れてはなりません。

図表 1: 債券市場インデックスの年初来のパフォーマンス



出所：Bloomberg L.P.、JP Morgan、ICE BofA、FTSEインデックスのデータ（2021年4月22日）に基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

同セクターは中国のGDPと相互に密接に関連しているため、政府は不動産価格の上昇が比較的安定していることを保証する動機となっています。さらに、中国の不動産会社の透明性は高く、売上実績値、先行売上値などのデータは毎月公表されていますが、この事実は一部の投資家には過小評価されているかもしれません。

また、中国の不動産市場は、2020年に政府が新たな規制「三条紅線（3つのレッドライン）」*を示して不動産開発業者のバランスシートに対する監視を強化したことにより、おそらく世界で最も規制の厳しい市場の一つになっていることを、投資家は理解していないかもしれません。

* 不動産開発業者を負債水準などで分類し、レッドラインに抵触した場合は融資枠を制限する規定。

業界再編の可能性や、住宅購入者に対する住宅ローンの審査が厳しくなることによる不動産開発業者への影響を考えると、資本力のある不動産開発業者の方が、今後のパフォーマンスが向上する可能性が高いと考えています。

現時点では、中国の不動産セクターに対しては、特に懸念は抱いていません。また、戦略的に重要な省レベルや主要な第2級都市**のSOEや地方政府系の投資会社「融資機関（LGFV）」が発行する債券にも注目しています。

** 中国の都市をそのレベルに応じた等級（1～5級）によって分類した。1～2級は上級都市とされる。

アジアにおけるデフォルト問題について

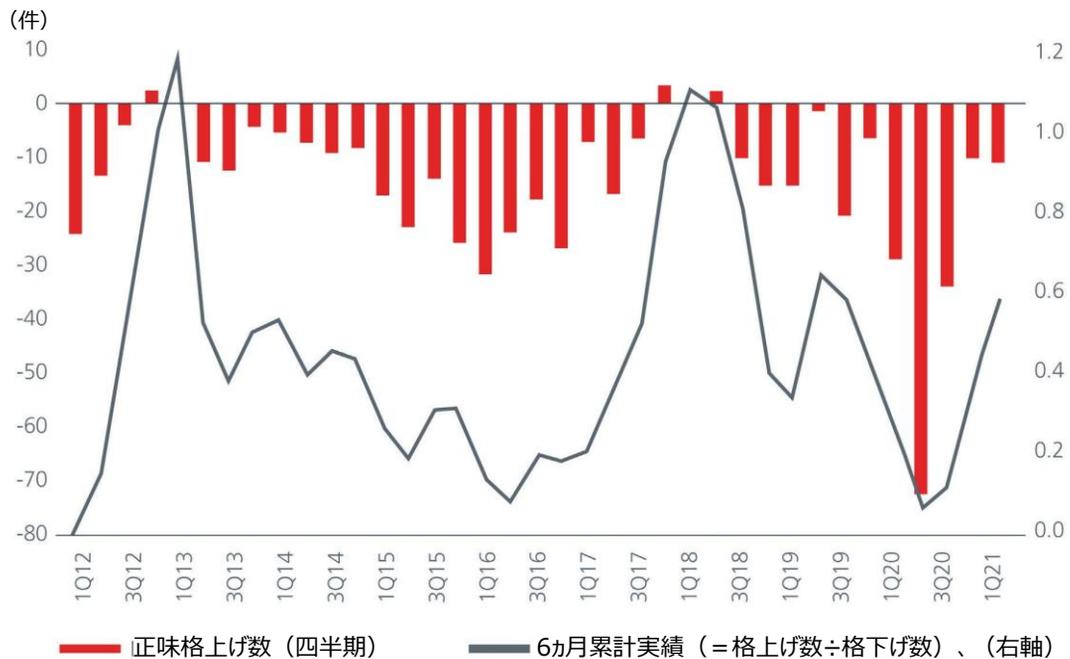
各国政府が景気刺激策を縮小していることから、アジアのデフォルト率は上昇する可能性があるものの、引き続き管理可能な水準にあるとみています。2021年のアジア・ハイ・イールド債券の平均デフォルト率は2～4%の間になると私たちは想定しています。突発的な個別企業の固有リスクの上昇は避けられませんが、総じて2020年を底に回復に向かっている模様です。（図表2参照）

また、アジア・ハイ・イールド債の発行体の多くは、企業業績がコモディティ価格の影響を受けやすく、直近のコモディティ価格の上昇を考慮すると、先行き見通しに対して楽観的な見方もあります。また、アジア・ハイ・イールド債の市場規模と多様性（市場の厚み）は、デフォルト率の抑制に働くものと思われれます。

別の見方をすれば、“潜在的な債務不履行に対する根拠のない懸念”によるスプレッドの拡大は、経験豊富な投資家にとってアルファ（超過収益）を獲得する好機となります。しかし、東南アジアの銀行については、不良債権が増加する可能性があるため、慎重な見方をしています。ただし、これは東南アジアの銀行業全体の危機という訳ではなく、混同してはなりません。

アジアでは、投資適格の債券が、発行体の財務状況の悪化によりハイ・イールド債に転落する「フォーリン・エンジェル（墮天使）」が生じる可能性があります。

図表 2: アジア・ハイ・イールド債の格下げ件数は減速傾向（四半期別で集計）



出所：JP Morganのデータ（2021年4月）に基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

実際、インドをはじめとするアジア地域には、パンデミックがインド経済に与えている悪影響に起因するリスクが存在しています。今後、インドの国債等のソブリン債格付けが引き下げられれば、インドの企業や準ソブリン債の発行体の格付けにもマイナスの影響を与えることになります。これが現実のものとなった場合、アジア・ハイ・イールド債券市場で債券の発行額が増加すると、さらにボラティリティの上昇を引き起こす可能性があります。現在のところ、当社ではその可能性は低いとみています。

金利上昇の影響を受けにくい特性

2021年の世界の債券市場は、一般的にインフレ期待の高まりによる金利上昇懸念に大きく振り回されています。

米国のマクロ経済背景が改善されたとはいえ、市場の利上げ期待はやや早急すぎるように思われます。米連邦準備制度理事会（FRB）の“平均インフレーション”の枠組みでは、米国の中央銀行がしばらくの間、ゼロ金利政策を忍耐強く続ける姿勢であることを示唆しています。こうした長期にわたる低金利の環境下では、アジア・ハイ・イールド債の利回り上昇は魅力的です。

また、仮に米国の金利が上昇したとしても、アジア・ハイ・イールド債は他の債券セクターとの比較において、最もデューションが短く、金利上昇の影響を受けにくいという魅力があります。しかし、この点については投資家の間ではまだ広く認識されていないかもしれません。（図表3参照）

やがて迎える経済再開に備えて

2021年第2四半期にアジアで新型コロナウイルス感染が再拡大していることで、当面は“先行きばかりに気を取られることへの危険性”が浮き彫りになりました。様々な政策主導の刺激策が徐々に縮小に向かっていることから、アジア全体で個々の企業の信用力と長期的な持続可能性をより綿密に精査し注視する必要性が高まっています。また中国では、政府が債券市場において“最後は国が救済してくれるといったモラルハザード（倫理の欠如）”を低減させ、デフォルトを容認しようとしていることも、不確実性をもたらしています。

こうした状況を鑑みると、引き続き高い銘柄選択能力が重要となります。

パンデミックの影響が残っているため、短期的にはアジア経済の先行き見通しは悪化していますが、ファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）は堅調に推移しています。

図表 3: アジア・ハイ・イールド債の特性～高い利回り、短いデュレーション

	平均利回り* (%)	デュレーション (年)	平均格付け**
アジア・ハイ・イールド債	7.6	2.5	B+
50%:新興国社債+50%:新興国ソブリン債 (米ドル建て)	4.9	6.4	BBB-
米国ハイ・イールド債	4.3	4.1	B+
アジア債 (米ドル建て)	3.4	5.2	BBB+
アジア債 (現地通貨建て)	3.3	6.6	A
欧州ハイ・イールド債券	2.6	3.5	BB-
アジア投資適格債	2.4	5.3	A-
米国投資適格債	2.3	8.1	A-
先進国国債	1.0	8.2	AA
欧州投資適格債	0.4	5.4	A-

*平均利回りは債券のオプション性を考慮した上で投資家可以实现し得る最悪ケースの利回りであるイールド・トゥ・ワースト（期限前償還を考慮した利回り）を使用。
**平均格付けはS&P、Moody's、Fitchなどの国際的な格付機関による信用格付けに基づいています。

出所：Bloomberg L.P.、ICE BofA、Citigroup、Markit iBoxxのデータ（2021年3月31日）に基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

- 「アジア・ハイ・イールド債」:ICE BofA Asian Dollar High Yield Corp Index、●「50%:新興国社債+50%:新興国ソブリン債 (米ドル建て)」:JP Morgan EMBI Global Diversified Index + JP Morgan CEMBI Broad Diversified Index、●「米国ハイ・イールド債」:ICE BofA High Yield Index、
- 「アジア債 (米ドル建て)」:ICE BofA Asian Dollar Index、●「アジア債 (現地通貨建て)」:Markit iBoxx Asian Local Bond Index、
- 「欧州ハイ・イールド債券」:ICE BofA Euro High Yield Index、●「アジア投資適格債」:ICE BofA Asian Dollar Investment Grade Corporate Index、
- 「米国投資適格債」:ICE BofA US Corporate Index、●「先進国国債」:JP Morgan Government Bond Index – Broad、
- 「欧州投資適格債」:ICE BofA Euro Corporate Index

このことは、新型コロナウイルスの感染者数が再び抑制できるようになれば、経済成長が回復に向かうことを示しています。2021年のアジアにおける貿易額は、大幅に増える見込みです。また、米国経済の力強い成長は、輸出や投資の面でアジアにプラスの波及効果をもたらすと予想されます。

アジア・ハイ・イールド債の魅力的なバリュエーション、高い利回り、短いデュレーションを考えると、同アセットクラスはアジアの最終的な経済回復から利益を享受できると考えられます。

※ JP Morgan EMBI指数、CEMBI指数、GBI-EM指数は、J.P. Morgan Securities LLCが算出、公表しているインデックスであり、著作権、知的財産権はJ.P. Morgan Securities LLCに帰属します。

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。