



アジア社債投資はアクティブ運用で



花井 ゆき子(写真)

アライアンス・バーンスタイン株式会社
執行役員 債券運用調査部担当 クレジット・アナリスト



2015年10月30日

ヘイデン・プリスコ

アライアンス・バーンスタイン・香港・リミテッド
アジア太平洋債券運用 ディレクター

アジア経済は、足元では米国の利上げ観測による新興国からの投資資金の流出や、中国の景気減速の影響などが心配されているが、アジアの社債市場はこの10年で大きな成長を遂げてきた。アジア企業の資金調達をサポートする社債市場の規模や特徴を整理し、ダイナミックに市場をまたぐアクティブ運用の有効性について考えてみた。

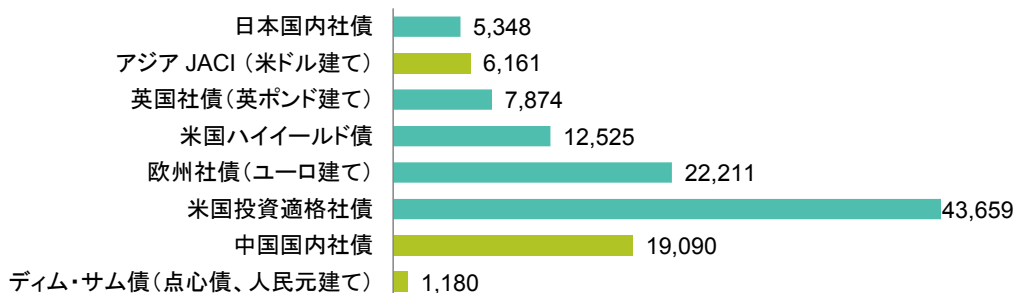
中国企業による発行が市場規模を拡大

米ドル建てアジア社債市場の代表的な指数であるJPモルガン・アジア・クレジット指数(JACI)の2015年9月末時点の時価総額は6,161億米ドルで、10年間で5倍以上に

なった。これは米国社債市場の1割前後に過ぎないが、すでに日本の国内社債市場を超え、英ポンド建て社債市場に追いつく勢いである(図表1)。

JACIは投資適格債が約8割を占める指数であり、平均格付はBBB上位で欧米の社債指数よりも1ノッチ程度低い。産業では金融セクターのウェイトが21%、準ソブリン債が20%、不動産セクターが14%で突出している。国別では中国企業(ソブリン債を含む)の時価総額が全体の40%と高く、韓国の12%、香港の11%がこれに続いている。10年前は中国企業(ソブリン債を含む)の割合は7%と低く、24%の韓国と22%の香港が主導していたのに比べ、中国の発行増が顕著である。中国企業は、規

【図表1】 主要社債指数の時価総額(2015年9月30日現在、億米ドル)



過去の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。日本国内社債: NOMURA BPI (事業債・金融債)、アジアJACI: JPモルガン・アジア・クレジット指数、英国社債: パークレイズ英ポンド建て総合指数(国債含まず)、米国ハイイールド債: パークレイズ米国ハイイールド指数、欧州社債: パークレイズ汎欧州総合指数、米国投資適格社債: パークレイズ米国社債総合指数、中国国内社債: 2015年3月末時点、アジア開発銀行のデータ、ディム・サム債(点心債): 2015年6月末時点、スタンダード・チャータード・リサーチのデータ。出所: アジア開発銀行、パークレイズ、JPモルガン、野村證券、スタンダード・チャータード・リサーチ

当資料は、2015年10月20日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン株式会社が作成した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は今後予告なしに変更することがあります。当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、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)はアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社はABの日本拠点です。

制によりこれら海外で調達した資金を自由に国内に持ち込むことができないが、それでも米ドル建てアジア社債市場からの調達がコスト面で魅力的であったために増加してきた。

中国では、2007年頃から国内社債市場の発行が増加し、2015年6月末時点で、銀行債やコマーシャル・ペーパーなどを含め約12兆元(約2兆米ドル)の社債残高がある(アジア開発銀行調べ)。中国では金融市場の自由化が徐々に進んでおり、将来的には、中国企業は国内社債市場と米ドル建て社債市場を比較しながら、最適な調達方法を選ぶようになるものと考えられる。

現在これ以外に、「ディム・サム債(点心債)」と呼ばれる、オフショアのみで流通する人民元(CHN)建て債券を発行する市場があり、スタンダード・チャータード銀行の集計によると、2015年6月末時点の発行残高は銀行発行のCDも含み約7,500億人民元(約1,180億米ドル)に上り、その9割近くは中国ソブリンおよび中国企業の発行であると考えられる。将来的に、国内で流通する人民元(CNY)とオフショアで流通する人民元(CHN)が統合された場合には、日本のサムライ債市場や米国のヤンキー債市場のように、主に外国企業が人民元建て資金を調達する市場へと変化していくかもしれない。

ベンチマークに捉われないダイナミックな運用に妙味

JACIにはハイイールド債が約2割(時価総額は1,314億米ドル)含まれており、その約4割が不動産会社の発行で、分散度は低い。ハイイールド部分の2015年9月末の平均スプレッドは約641ベース・ポイント(bps)で、投資適格部分のスプレッド242bpsから大きくかい離しており、リスク・リターン特性の大きく異なる資産クラスにより成り立っていることが分かる(図表2)。一方、ディム・サム債市場は、前述のとおり時価総額が小さく、発行体に偏りがある。また、HSBCのアジア現地通貨債て指数(ALBI)もよく利用される指数であるが、8割強が政府債であり、

規制や流動性の面から外国人投資家には投資が難しい現地通貨債市場も含まれている。

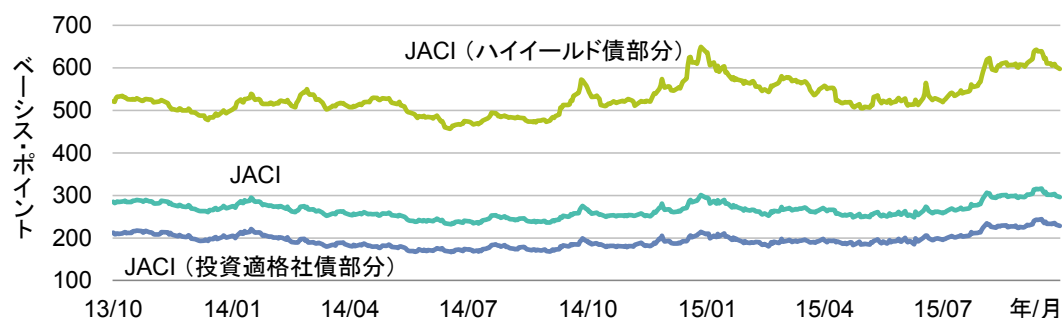
このように、アジアの社債市場が未だ発展段階にあり、近年のように市場の流動性が局地的に大きく変化する中にある場合は、ベンチマークに拘束されないダイナミックなアクティブ運用を行う効用は高い。運用機関にとっては、市場の特性を十分に理解し、その時々を生じている歪みをうまく捉えるスキルが試される。

グローバルなリサーチ体制の効用

社債アクティブ運用の鍵となるのはリサーチ体制である。アジアの多くの国々は発展段階にある新興国であり、企業の情報開示やコーポレート・ガバナンスは相対的に弱い。また、歴史の短い企業や、業績のボラティリティが高い企業も多いため、国境をまたいでファンダメンタルズ分析をボトムアップで行うリサーチ体制は欠かせない。先入観や地元バイアスに左右されずに、大きな産業構造の変化も視野に入れて将来を見据えた判断をすることが重要となろう。さらに、国の政策や経済発展が企業に大きく影響を与えるため、マクロ経済や政治状況の理解も重要であり、エコノミストとの協業体制が重要である。また、アジア社債(特に米ドル建て)は、個人投資家がファンドを通じて保有するケースが多いことから、個人投資家の資金フローに債券価格が左右される。

アジア社債は、地域諸国の経済や資本市場のダイナミックな発展により生じる投資機会を捉える絶好の資産クラスであると言える。このような市場では、グローバルな運用・リサーチ体制を擁し、世界の資金フローや、世界的な産業動向を把握する能力が非常に重要であり、これが個人投資家にとっては投資するファンドを見極めるポイントとなる。

【図表2】アジア社債指数のスプレッドの推移



過去の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。2015年10月19日まで
出所: ブルームバーグ、JPモルガン

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303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
<http://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

＋ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

＋ お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- ＋ 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.24%(税抜3.00%)です。
- ＋ 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- ＋ 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.0304%(税抜1.8800%)です。

その他費用…上記以外に保有期間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等でご確認ください。

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、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収する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。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。