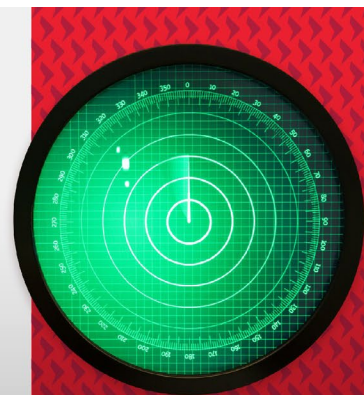


invested in insights.

eastspring
investmentsA Prudential plc (UK) company 

今なぜアジア・ハイ・イールド 債券が投資家から再注目 されるのか？ 7つの理由



Wai Mei Leong

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）

アジア・ハイ・イールド債券は、デフォルト率のピークアウト、アジア経済の回復力、安定したクレジット・ファンダメンタルズから、見通しが改善することが予想されます。中国の不動産セクターにおける債務再編の成功は、さらなるポジティブなカタリスト(きっかけ)となる可能性があります。また同アセットクラスの魅力的なバリュエーション水準は、長期投資家にとって良好なトータル・リターン創出の可能性を高めてくれることでしよう。

インフレ率の上昇とともに、米国10年債利回りが2022年に4.2%の高水準に達するなど、投資家の間では『利回り上昇により債券はようやくインカムを提供するようになった』という声が聞かれるようになりました。こうした投資家の声は、これまでは相対的に魅力的な水準のインカムを提供してきたものの昨年大幅下落となったアジア・ハイ・イールド債券にとっては、少々耳の痛いものであったかもしれません。しかし2000年12月末から2022年12月末までの期間の分析では、アジア・ハイ・イールド債券は他の主要な債券セクター、および株式セクター(世界株式、米国株式、アジア株式(除く日本))¹と比べた場合、同じリスク量でより高いリターンを提供してきました。

昨年アジア・ハイ・イールド債券セクターの大幅下落の背景には、中国の不動産市場の低迷、米連邦準備制度理事会(FRB)の利上げ、インフレ率の上昇、投資家のリスク志向の低下など、それなりの理由がありました。

しかし現時点(2023年4月)、アジア・ハイ・イールド債券は徐々にではありますが、投資家から再注目されるようになっており、その7つの理由を以下に説明いたします。

アジア・ハイ・イールド債券が再注目される7つの理由

1. ピークを打ったデフォルト率

アジア・ハイ・イールド債券のデフォルト率は2022年にピークを打ったと私たちは考えています。アジア・ハイ・イールド債券の信用格付けの格下げ件数は、2021年末から減少傾向にあります(図表1参照)。アジア・ハイ・イールド債券の現在のバリュエーションは、今年のデフォルト率の低下を織り込んでいるため、2023年にデフォルト率がさらに予想以上に低下した場合、アジア・ハイ・イールド債券へのポジティブなカタリストとなる可能性があります。

2. 中国経済の再開

中国のゼロコロナ政策の終了と中国人観光客の回復は、シンガポール、香港、マカオに恩恵をもたらすと予想されます。こうした動きはアジア・ハイ・イールド債券の中でも厳選されたマカオのカジノ関連企業、中国の資本財企業、航空会社といった銘柄を下支えするものと思われれます。中国のコロナ対策への姿勢、経済成長復活に向けた経済面・規制面での支援的な政策はリスク性資産を下支えするはずで

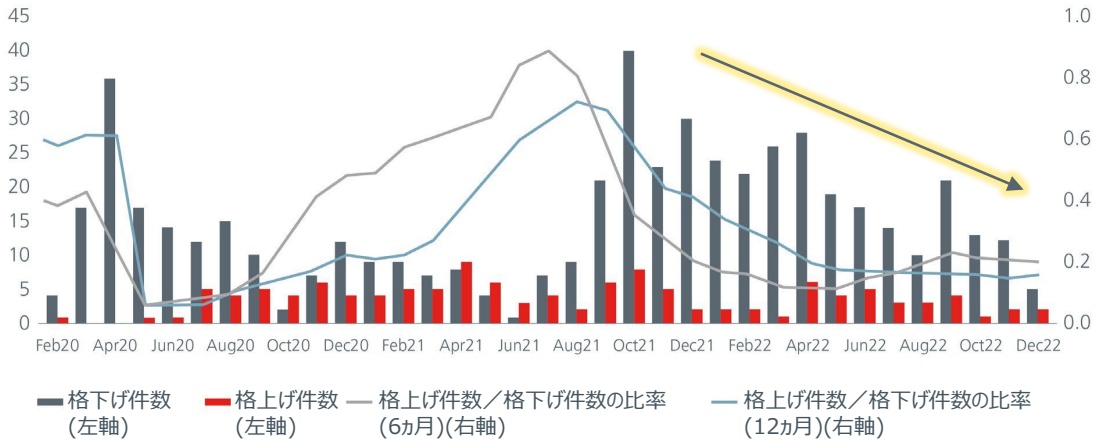
英国ブルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。

最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルーデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシュアランス社とは関係がありません。

※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

invested in insights.

図表 1: アジア・ハイ・イールド債券(社債)の信用格付けの推移 (過去6か月、および12か月)



出所: J.P. Morgan, Moody's, S&P, Fitch Ratingsのデータ(2023年1月31日)。

また、中国経済の再開は、米国の景気後退リスクが高まっているタイミングでもあり、アジア経済にとっては重要な相殺材料となります。

3. 中国不動産セクターのグリーンシュート(回復の兆候)

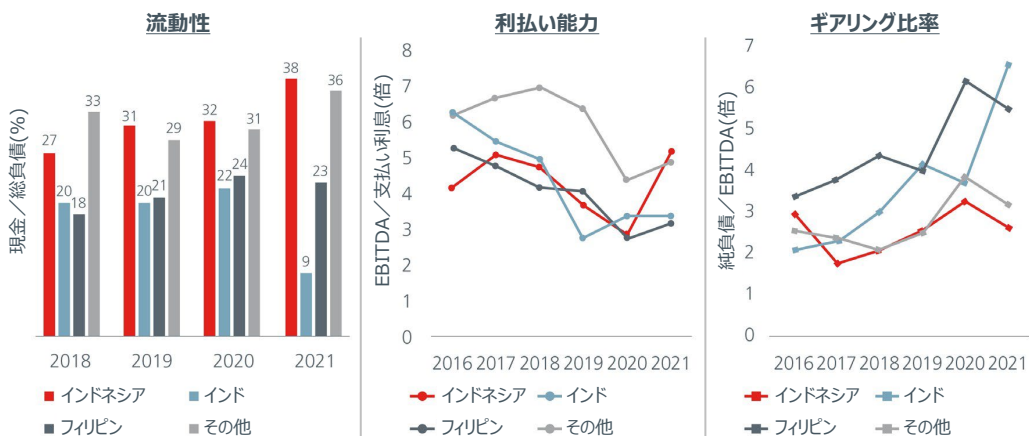
2022年11月以降、中国政府は不動産開発会社の流動性ポジションを改善し、同セクターの安定化に向けた一連の政策を展開しました。政策支援は2023年も継続しています。JPモルガン・アジア・クレジット非投資適格指数の約15%を占める中国の不動産セクターでは、住宅販売件数と価格の上昇が確認されており、心強い限りです。とはいえ、投資対象となるクレジット選択の差別化は依然として重要です。本稿執筆時点(2023年4月)では、国有企業の不動産関連銘柄と優良な民営企業の同銘柄を愛好しています。

デフォルト債または不良債権化したディストレスト債がその債務再編に成功すれば、アジア・ハイ・イールド債券への投資家の投資意欲を回復させる重要なカタリストとなる可能性があります。中国不動産セクターの見通しが明るくなれば、信用格付けの低い同セクター銘柄への投資を私たちは進める予定です。

4. クレジット・ファンダメンタルズは安定的

中国を除いたアジア・ハイ・イールド債券の発行体企業のクレジット・ファンダメンタルズは、比較的安定しています。インドネシア企業の流動性プロファイルは、バランスシート上の現金/総負債の比率で見ると、2018年以降上昇しています。またアジア・ハイ・イールド債券の発行体企業の利払い能力は十分な水準にありギアリング比率(純負債/EBITDA倍率)は管理可能な範囲内に収まっていると思われます(図表2参照)。

図表 2: アジア・ハイ・イールド債券(社債)の発行体企業のクレジット・ファンダメンタルズ



出所: J.P. Morganのデータ(2022年5月)。
※「その他」には香港、韓国、マカオ、マレーシア、モンゴル、シンガポールが含まれます。

invested in insights.

一方、アジアの経済と金融政策のファンダメンタルズは、インフレ鈍化と政策金利のピーク到達を背景に、改善する見通しです。国際通貨基金(IMF)は、2023年には先進国よりも新興国や途上国の方が良好な経済状況になると予測しています。こうした動きは、アジア企業のファンダメンタルズを下支えすることでしょう。

5.タイトな供給

2023年にオフショア(中国本土外)市場で米ドル建て債券の発行ができたのは、ごく少数の中国の不動産開発会社だけです。一方で一部のアジア・ハイ・イールド債券の発行体は、他のより安価な資金調達手段を求め活用しています。例えば、インドでは再生可能エネルギー関連企業の数社がオンショア債券市場を利用し、インドネシアではハイ・イールド債券を発行した数社が米ドル建て債券を買い戻し償還するために自国通貨での銀行融資を受けました。2023年のアジア・ハイ・イールド債券の純供給量が減少することは、同債券の価格維持に役立つと思われます。

6.魅力的なバリュエーション

2023年1月に価格が上昇したにもかかわらず、アジア・ハイ・イールド債券のバリュエーションは依然として非常に魅力的な水準にあります。他のハイ・イールド債券や投資適格債券と比較しても、アジア・ハイ・イールド債券のスプレッド(米国国債利回りに対する上乗せ金利)は過去10年間の平均を大きく上回っています²。アジア・ハイ・イールド債券市場は現在、2桁の利回りを提供し、平均信用格付けは『BB-』であり³、他の債券セクターと比較しても魅力的なリスク・リターンを提供しています。

7.デデュレーションが短期

私たちは、FRBは利上げサイクルの大半を終えたとみていますが、アジア・ハイ・イールド債券は他の債券セクターと比べてもデデュレーションが最も短く(2.7年)⁴、金利上昇に対する脆弱性が比較的強く(耐性は強く)なっています。しかし、金利上昇により、投資家が発行体の債務返済能力に懸念を抱いた場合、信用スプレッドが拡大する可能性があります。したがって、銘柄選択が重要であることに変わりありません。

改善に向かうアジア・ハイ・イールド債券

『アジア・ハイ・イールド債券はその最悪期は過ぎた』と私たちは考えています。中国経済の再開とアジア経済の回復を背景に、アジア・ハイ・イールド債券市場の見通しは改善されるはずで、予想を下回るデフォルト率や中国不動産セクターにおける債務再編の成功は、さらなるポジティブなカタリストとなる可能性があります。また、アジア・ハイ・イールド債券の魅力的なバリュエーション水準と短いデデュレーションは、市場環境が悪化した場合、投資家にある程度のバッファー(緩衝材)を提供するはずで、過去2年間に記録的な数の格下げが既に行われたことを考えると、大幅に価格の下がった一部のアジア・ハイ・イールド債券には回復の余地があると思われます。慎重かつ積極的に銘柄を選択することで、長期投資家は新たな投資機会を活用し、魅力的なインカム水準だけでなく、良好なトータル・リターンを享受できる可能性があるかと私たちはみています。

(データ出所)

1. Bloomberg L.P.のデータ(2000年12月~2022年12月、月次)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。使用したインデックスは全て米ドルベース。各アセットクラスのインデックスについては次の通り。〈債券〉「アジア・ハイ・イールド債券」: JP Morgan (“JPM”) Asia Credit Index (“JACI”) High Yield Index、「アジア米ドル建て債券」: JACI Asia Credit Index、「アジア現地通貨建て債券」: Markit iBoxx Asian Local Bond Index、「世界国債」: FTSE World Government Bond Index(WGBI)、「米国ハイ・イールド債券」: ICE BofA US High Yield Index、「グローバル新興国債券」: JPM Emerging Markets Bond Index、「米国国債」: FTSE US Broad Investment-Grade Treasury/Agency Index、〈株式〉「アジア株式(除く日本)」: MSCI Asia ex Japan Index、「世界株式」: MSCI AC World Index(ACWI)、「米国株式」: Standard & Poor 500 Index。
2. Bloomberg L.P.のデータ(2022年12月30日時点)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。各アセットクラスのインデックスについては次の通り。〈米国〉「米国投資適格債券」: ICE BofA US Corporate Index、「米国ハイ・イールド債券」: ICE BofA US High Yield Index〈欧州〉「欧州投資適格債券」: ICE BofA Euro Corporate Index、「欧州ハイ・イールド債券」: ICE BofA Euro High Yield Index、〈アジア(米ドルベース)〉「アジア投資適格債券」: ICE BofA Asia Dollar Investment Grade Index、「アジア・ハイ・イールド債券」: ICE BofA Asian Dollar High Yield Index、〈新興国ソブリン債(米ドルベース)〉、ICE BofA US Emerging Markets External Sovereign Index、〈新興国社債(米ドルベース)〉ICE BofA US Emerging Markets External Debt Sovereign & Corporate Plus Index。
3. Bloomberg L.P.、BofA、Citigroup、Markit iBoxxのデータ(2023年1月31日時点)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。ICE BofA Asian Dollar High Yield Corporate Indexを使用。
4. 3と同様

※ 各種インデックス・データを過去のパフォーマンスの指標として使用するには限界がある点に留意下さい。
 ※ 過去の実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。

invested in insights.

- ※ MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他の一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。
- ※ JP Morganの各指数は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。