



# Portfolio Insights

## アジア社債: 魅力的な「アジア・プレミアム」

2019年5月

## 概要

2018年に大きく調整したアジア社債市場は、2019年に入り、堅調な経済成長見通しと健全なファンダメンタルズを背景に回復してきており、魅力的な投資機会をもたらしています。中でもハイイールド債は、魅力的なバリュエーションや相対的に高い利回り（「アジア・プレミアム」）を提供しています。

マニユライフ・アセット・マネジメントは、弊社ならではの強みを活かし、投資家の皆様が、こうしたアジア社債の魅力的な投資機会を活かせるよう、お手伝いしています。弊社は、アジア各地に展開する広範な現地ネットワークと、独自のマクロ分析と信用リスク分析を活かし、長期にわたって競争力のある運用力をご提供しています。

## 目次

### なぜ今、アジア社債なのか？ P04

- ▶ アジア社債には、堅調な経済成長見通しや、バランスシートの相対的な健全さ、デフォルト率の相対的な低さ、アジア地域の安定的な投資家基盤、魅力的なバリュエーションなどに加え、「アジア・プレミアム」が期待できるというメリットがあります。
- ▶ こうした魅力的な投資機会がある一方で、リスクについても十分に認識しておく必要があります。コーポレート・ガバナンス問題や流動性に対する懸念は、過去10年で大きく改善してきたとは言え、依然として残っています。

### マニユライフ・アセット・マネジメントの優位性: 銘柄選択 P09

- ▶ 弊社は、リスク管理を重視した銘柄選択を行うことによって、優位性を発揮してきました。また、経験豊富なクレジット・アナリスト・チームが独自のクレジット分析プロセスを活用することによって、投資家の皆様に付加価値をご提供してきました。
- ▶ マニユライフ・アジア・クレジット委員会（MACC）による意思決定プロセス、およびアジアの地域のクレジット・アナリスト・チームによる社債のモニタリングに係る2つの事例をご紹介します。

2018年に大きく調整したアジア社債市場は、2019年に入り、米連邦準備制度理事会（FRB）がハト派的な姿勢を強めていることや、投資家心理の改善などによって回復してきています。

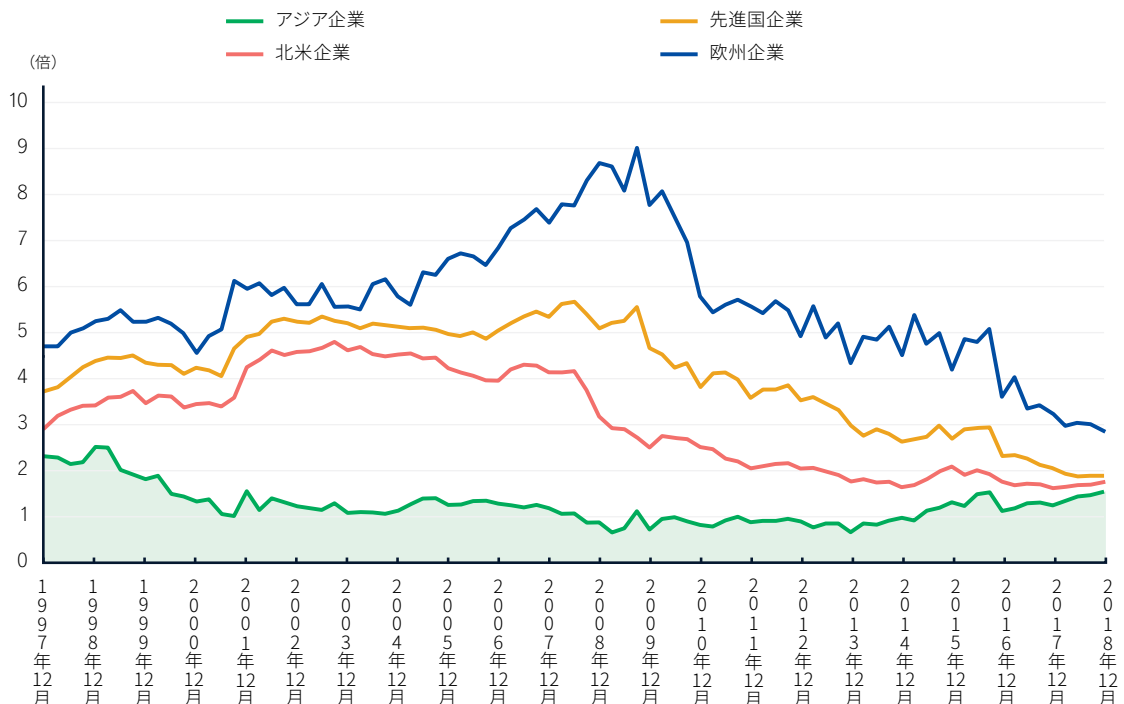
こうした有利なマクロ環境を踏まえ、アジア社債市場、特にハイイールド債は、一段の上昇が期待できると弊社では考えています。プラス材料になると思われるのは、1) 相対的に健全なバランスシート、2) 相対的に低いデフォルト率、3) アジア地域の安定的な投資家基盤、4) 魅力的なバリュエーションと相対的に高い利回り（「アジア・プレミアム」）、などです。

## 1. 相対的に健全なバランスシート

アジア企業は、アジア地域の相対的に安定した経済成長を背景に、高い収益力を有しています。実際、アジア地域の経済成長率は世界平均を上回っており<sup>1</sup>、そのため、世界的な景気減速にもかかわらず、アジア企業は比較的高い収益水準を維持しています。

つまり、アジア社債の発行企業には、総じて債券などの負債の返済余力が十分にあると考えられます。また、米国企業や欧州企業と比べ、アジア企業のレバレッジ比率は低い水準になっており、アジア企業は相対的に健全なバランスシートを有しています（図1参照）。

図1：レバレッジ状況(EBITDA純有利子負債倍率)<sup>2</sup>  
(1997年12月末～2018年12月末、月次)



※上記は次の各インデックス構成銘柄のEBITDA純有利子負債倍率を示しています。アジア企業：MSCI ACアジア・インデックス（除く日本）、欧州企業：MSCIヨーロッパ・インデックス、北米企業：MSCI北米インデックス、先進国企業：MSCIワールド・インデックス

<sup>1</sup> 出所：IMF、2019年1月7日現在。<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2019/01/11/weo-update-january-2019>

<sup>2</sup> 出所：ブルームバーグ、MSCI、2018年12月末現在

## 2. 相対的に低いデフォルト率

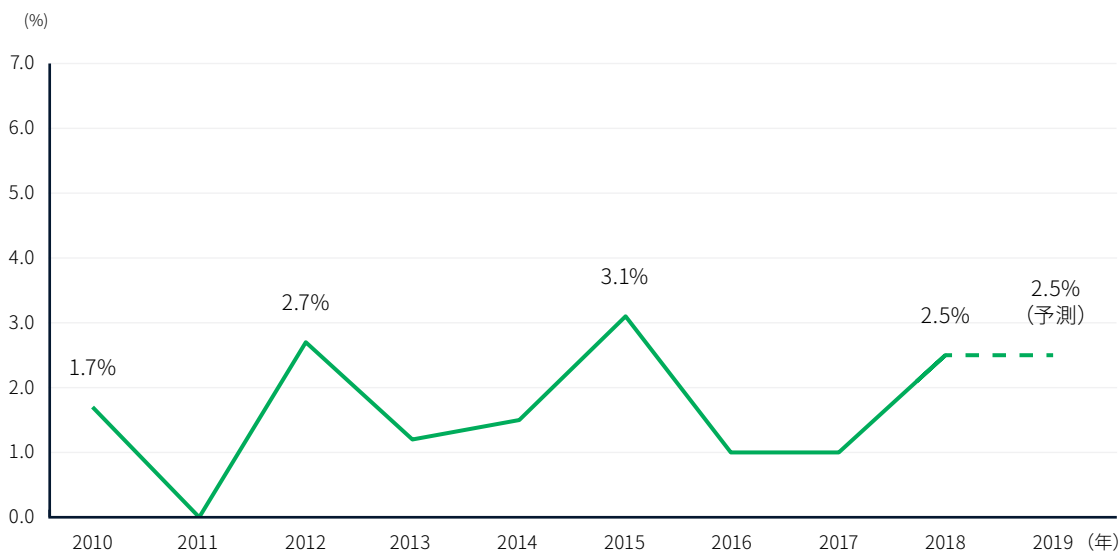
2018年には、中国の債務削減（デレバレッジ）に向けた取り組みを背景に、アジア・ハイイールド債のデフォルト率が上昇しました（図2参照）。2019年のデフォルト率は2018年と同程度に留まると予想されますが、依然として他のエマージング市場を下回っています。2019年のアジア・ハイイールド債の予想デフォルト率は2.5%であるのに対し、エマージング・ヨーロッパ・ハイイールド債では3.5%、ラテンアメリカ・ハイイールド債では3.4%となっています<sup>3</sup>。

とりわけ2019年に入り、中国人民銀行（中央銀行）がより緩和的な金融政策に舵を切っていることを踏

まれば、中国企業のデフォルト率は安定すると見られます。このことは、中国国内（オンショア）における人民元建て借入コストの低下につながり、企業体力が維持あるいは強化され、ひいてはオフショアの米ドル建て社債市場の安定化にもつながることになると考えられます。

とは言え、社債に関しては、銘柄選択が非常に重要であることに変わりはありません。割安かつ質の高い銘柄への投資機会を見出すと同時に、質の低い社債を回避するためには、ボトムアップによる銘柄選択がカギとなります。

図2: アジア・ハイイールド債のデフォルト率の推移<sup>4</sup>



<sup>3</sup> 出所：JPモルガン、ブルームバーグ、2019年1月現在

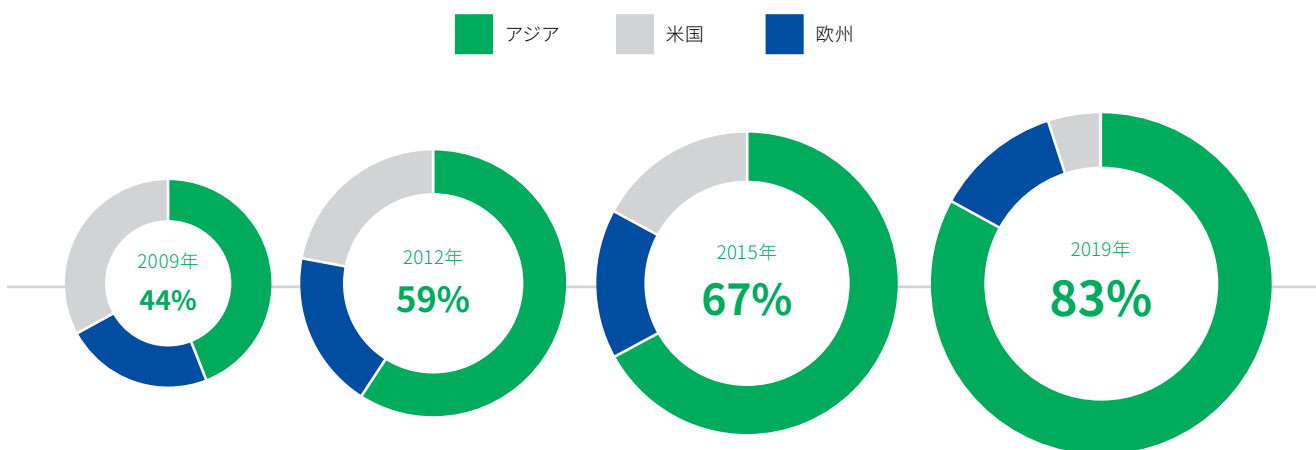
<sup>4</sup> 出所：JPモルガン、ブルームバーグ、2019年1月現在

### 3. アジアの安定的な投資家基盤

アジア社債の投資家層は大きく変化してきています。ここ数年間、アジア社債市場では、アジア地域の投資家が増加してきた一方で、欧米の投資家は減少傾向をたどってきました。このことは、新発債の地域別新規発行状況にも

表れています（図3参照）。投資家層の変化は、市場混乱時の資金流出リスクを減少させ、アジア社債（米ドル建て）をより安定したアセットクラスにしていると考えられます。

図3: アジア社債(米ドル建て)地域別新規発行状況<sup>5</sup>



### 4. 魅力的なバリュエーションと相対的に高い利回り（「アジア・プレミアム」）

2018年には、米国金利の上昇と、その影響がエマージング市場に波及するのではないかと懸念から、アジア社債市場が大きく影響を受け、ハイイールド債や投資適格社債のスプレッドが拡大しました。

こうした調整は、魅力的な投資機会をもたらすことになりました。とりわけアジア・ハイイールド債の利回りは約7.6%程度（2019年4月末現在）<sup>6</sup>と、魅力的な水準にあります。銘柄を慎重に選択し、デフォルトを回避すれば、アジアの社債市場において、魅力的な利回りを得ることが可能です。

さらに、アジア債券の主な魅力は、「アジア・プレミアム」と言われる上乗せ金利が存在することです。アジア投資適格社債の利回りは、米国投資適格社債と比べて平均で75bps（0.75%）程度高い水準となっています（図4参照）。アジア・ハイイールド債と米国ハイイールド債の間にも同様の傾向が見られます。ただし、ハイイールド債の利回り格差は、投資適格社債の利回り格差に比べて、変動幅が大きくなっています。最近、アジア・ハイイールド債と米国ハイイールド債の利回り格差は107bps（1.07%）程度（2019年4月末現在）となっています<sup>7</sup>。

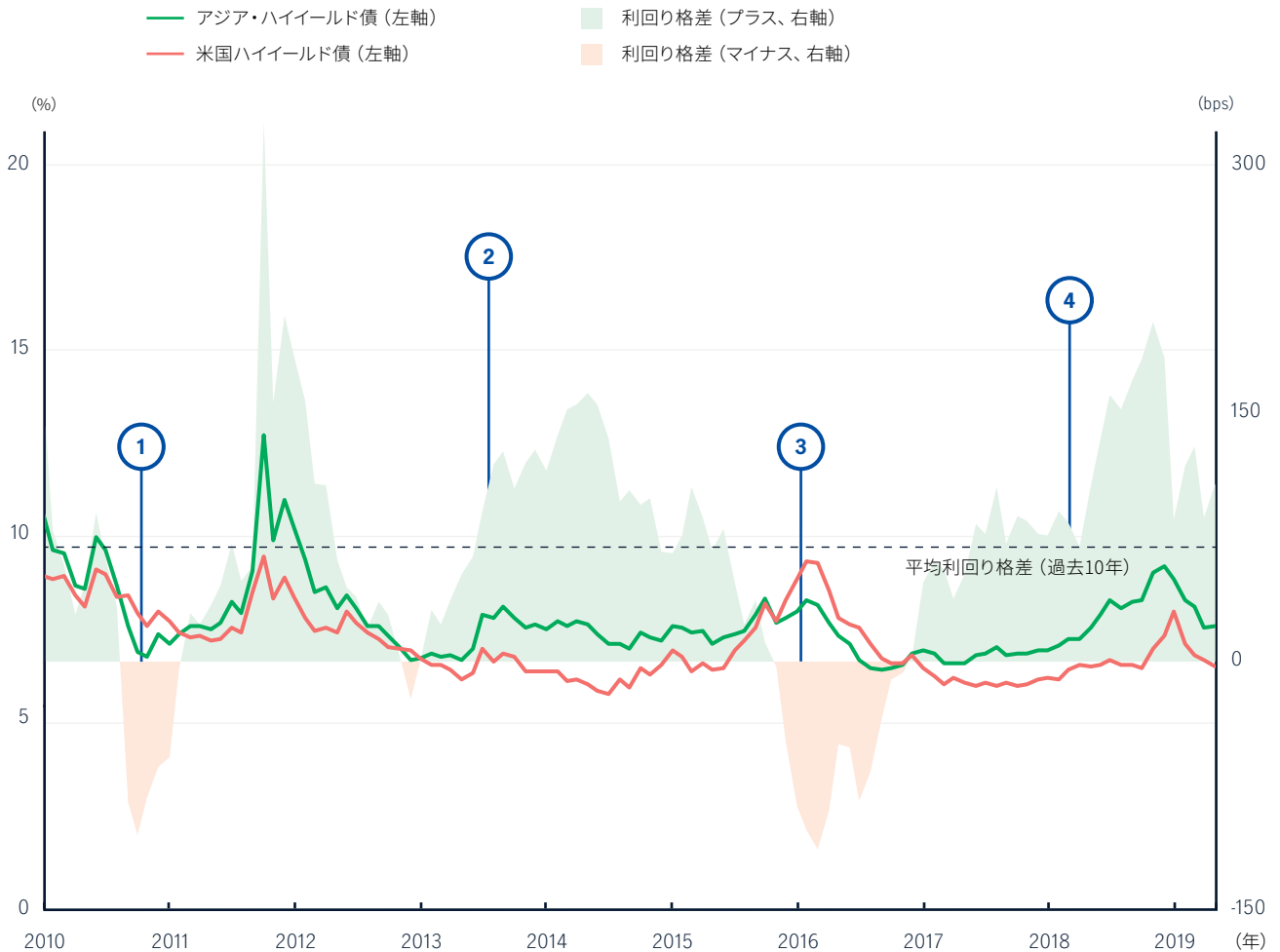
この「アジア・プレミアム」は、投資家にとってアジア社債への投資が、米国社債への投資と比べて、同等のリスクに対して高いインカム収益が期待できることを意味しています。

<sup>5</sup> 出所：マニユライフ・アセット・マネジメント、JPモルガン、2019年3月末現在

<sup>6</sup> 出所：ブルームバーグ、JPモルガン・アジア・クレジット・インデックス（JACI） Non-investment Grade Total Return Index、2019年4月末現在

<sup>7</sup> 出所：ブルームバーグ、2019年4月末現在

図4: 「アジア・プレミアム」ハイイールド債の最終利回り比較  
(2009年12月末～2019年4月末、月次)<sup>8</sup>



① 2010年

投資家がFRBによる追加的な量的金融緩和政策(QE2)を予想する中、アジア・ハイイールド債が米国ハイイールド債よりも堅調に推移しました。

② 2013年

「バーナンキ・ショック」により、アジア・ハイイールド債が売られました。一般的に、リスクオフ環境ではエマージング市場が先進国市場よりも影響を大きく受ける傾向があるため、アジア・ハイイールド債は米国ハイイールド債よりも軟調な展開となりました。

③ 2015年/2016年

米国ハイイールド債の発行体にはエネルギー関連企業が比較的多く含まれていることから、エネルギー価格の下落に伴い、米国ハイイールド債が軟調な展開となりました。

④ 2018年

FRBによる金融引き締め政策への懸念、米中貿易摩擦、および悲観的な投資家心理が重石となり、アジア・ハイイールド債が軟調な展開を示しました。

<sup>8</sup> 出所: マニユライフ・アセット・マネジメント、JPモルガン、2019年4月末現在

## アジア社債のリスク

健全なファンダメンタルズや「アジア・プレミアム」の存在によって、アジアの米ドル建て社債は魅力的な投資対象となっています。ただし、アジア債券市場における以下のようなリスクが、「アジア・プレミアム」に反映されている点には留意が必要です。



### 相対的なコーポレート・ガバナンス水準の低さ

アジアの一部の国では、コーポレート・ガバナンスが引き続き改善の途上にあり、銘柄を選択する際はその点を考慮する必要があります。とは言え、アジア地域のコーポレート・ガバナンスは過去10年間で大きく改善を遂げており、多くの国では企業会計の透明性が高まり、少数株主の権利が強化されています。



### 相対的な流動性リスクの高さ

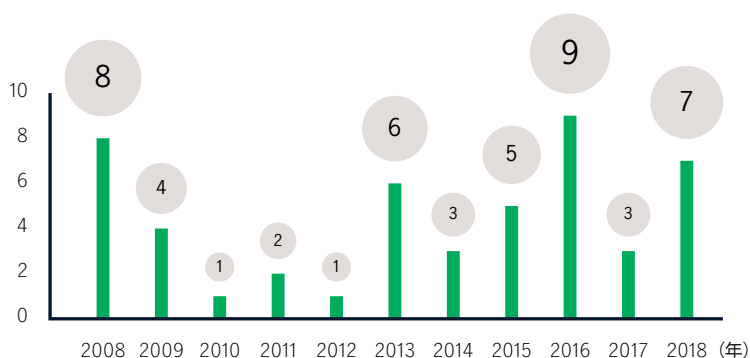
エマージング市場は先進国市場と比べて一般的に流動性が低く、アジアの米ドル建て社債市場も例外ではありません。歴史的に、アジアの米ドル建て社債市場は流動性リスクにさらされやすい傾向にあります。それは、知名度の低い企業によって少額発行され、限定的な投資家の間で取引されている銘柄が大半を占めるからです。しかし、知名度の高い大企業が市場に参入し、そうした状況も変わりつつあります。また、アジア社債を長期投資の対象と考えるアジア地域の機関投資家の増加は、アジア社債の投資家基盤の安定につながっていると考えられます。



## マニユライフ・アセット・マネジメントの優位性： 銘柄選択

アジア社債への投資には一定のリスクが伴うとは言え、弊社は、銘柄選択を厳格に行うことによって、アジア社債市場で高い実績を上げています。弊社のアジア債券ポートフォリオにおいては、過去10年間にデフォルトした銘柄は1件もありませんでした。また弊社は、2008年～2018年の期間にアジア（除く日本）債券市場で生じた49銘柄のいわゆる「フォーリン・エンジェル（投資適格から投機的格付けに引き下げられた債券）」のいずれにも投資していません（図5参照）。この実績は、銘柄選択を重視した債券のアクティブ・マネージャーとしての弊社の優位性を示していると考えています。

図5：アジア債券（除く日本）市場  
投資適格から投機的格付けに引き下げられた債券「フォーリン・エンジェル」の数<sup>9</sup>  
（2008年～2018年、年次）



# 49 銘柄

弊社は「フォーリン・エンジェル」49銘柄のいずれにも投資していません

（2008年～2018年）

<sup>9</sup> 出所：マニユライフ・アセット・マネジメント、スタンダード・アンド・プアーズ、ムーディーズ、JPモルガン・アジア・クレジット・インデックス（JACI）、2018年12月末現在。外部の3つの信用格付け機関のいずれかが発行体の信用格付けを非投資適格に引き下げた時点で計測しています。投資適格の定義は、個別の投資ガイドラインにより、異なる場合があります。

## 専任のクレジット・プロフェッショナルによる 独自のクレジット分析プロセス

弊社のパフォーマンスを支えているのは、独自のクレジット分析プロセスです。社債に関する投資判断は、アジア・クレジット・ヘッド（除く日本）のフィオナ・チャンが委員長を務める、マニユライフ・アジア・クレジット委員会（以下、MACC）が中心となって行っています。

MACC はアジア全域のシニア債券プロフェッショナルで構成される専門委員会であり、各銘柄の厳格な分析を徹底するために設置されています。アジア各拠点に配置された、現地リサーチ情報を提供する 21 名のクレジット・アナリスト・チームが、MACC を支えています。債券運用チームの調査対象ユニバースに含まれるすべての銘柄は、綿密に検討が行われます。

MACC は週 1 回ミーティングを開き、新発債を承認銘柄リスト（投資可能な銘柄ユニバース）に加えるかどうかを判断します。承認後、各ポートフォリオ・マネージャーは、当該銘柄が自らのポートフォリオに適しているかを判断します（図 6 参照）。

図6:MACCIによるクレジット評価プロセス<sup>10</sup>



<sup>10</sup> 出所：マニユライフ・アセット・マネジメント、上図は例示のみを目的としています。

ポートフォリオへの組入れ後は、スタンダード・アンド・プアーズやムーディーズといった外部格付機関と同様に、弊社独自の社内格付システムによって社債のモニタリングを行います。

## 格付カバレッジ

- ▶ 弊社クレジット・アナリスト・チームは、JP モルガン・アジア・クレジット・インデックス（JACI）を構成する銘柄の 90% 以上をカバーしています。JACI 構成銘柄のうち、外部格付機関が対象としない未格付銘柄は 82 銘柄ありますが、弊社ではそのうち 32% をカバーしています。
- ▶ 弊社がカバーしているアジア社債は500銘柄にのぼります。中国銘柄は180銘柄ありますが、そのうち30%は外部格付機関による格付が付与されていません<sup>11</sup>。

外部格付機関に依存するのではなく、弊社独自の社内格付システムを用いて社債のモニタリングを行うことには、以下のようなメリットがあります。



### 客観性

社内格付については、商業的なしがらみがなく、透明かつ客観的な評価が可能です。現地アナリストの中には、かつて大手格付機関に勤務していた者も多く、この違いを実感しています。



### スピード

社内格付は、情報をより迅速に格付に反映させることが可能です。現地拠点や豊富な人材を有することで綿密な調査を行うことができ、ポートフォリオ・マネージャーの投資判断に影響を与える可能性のある格付の見直しを迅速に行うことが可能です。

<sup>11</sup> 出所：マニユライフ・アセット・マネジメント、2019年4月末現在

## ケーススタディ： 弊社独自のクレジット・リサーチ分析

弊社独自のクレジット・リサーチ分析と、コーポレート・ガバナンスを重視する姿勢により、外部格付機関よりも早く、社債に関する重大な問題を察知できた以下のようなケースがあります。

### ケース 1 MACCが有効に機能した事例： 中国の光学企業

2017 年前半、ムーディーズとフィッチからそれぞれ「Ba3」と「BB」の格付を付与されていた光学企業が債券を発行しました。MACC は同銘柄を承認銘柄リストには加えませんでした。それは、関係者間取引の割合が高く、顧客との関係が不透明であり、親会社が同社の株式を担保に融資を受けるなど、いくつかの深刻な問題を認識したためです。さらに MACC は、同社の利益率と現金残高の水準が不自然に高いことに強い疑問を抱きました。極めて競争の激しい業界において、同社に競争上の優位性がないことを考えればなおさらでした。

同社株式の取引停止が続いていたことや、親会社が同社株式の多くを担保に融資を受けていた結果、追証が発生する可能性が生じたことなどを背景に、ムーディーズとフィッチが 2018 年に同社の格付を数度にわたり引き下げたことで、MACC の見方が正しかったことが証明されました。また同社はバランスシートに多額の現金が計上されているにもかかわらず、2019 年 1 月に満期を迎えた国内債券を償還することができませんでした。ムーディーズとフィッチは最終的に、同社の格付をそれぞれ「Ca」と「RD」に引き下げました。

MACC が当該銘柄を非承認としていたことは、弊社のクレジット分析力の質の高さを証明する結果となりました。



投資事例は説明のための例示であり、当社が特定の有価証券等の取得勧誘または売買推奨を行うものではありません。また、将来の組入れを示唆または保証するものではありません。

## ケース 2

### 社内格付モニタリングが有効に機能した事例： 中国の食品・飲料メーカー

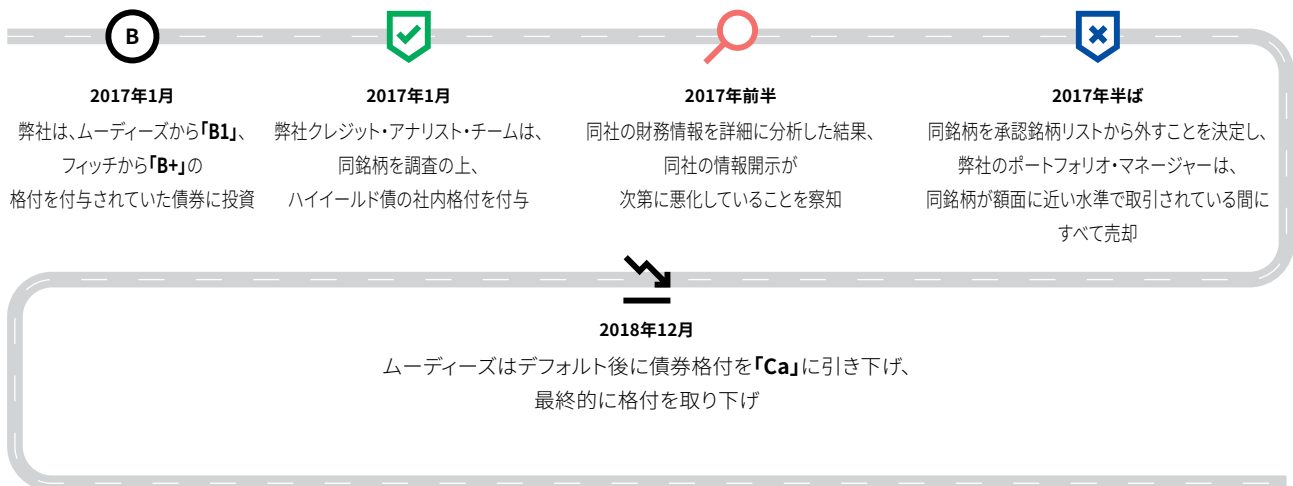
2017年1月、弊社は中国の食品・飲料メーカーが発行する債券に投資しました。同銘柄は当初、ムーディーズから「B1」、フィッチから「B+」の格付を付与されていました。また、弊社のクレジット・アナリスト・チームも、同銘柄にハイールド債の社内格付を付与し、承認銘柄リストに追加していました。

同社の財務情報を詳細に分析した結果、弊社クレジット・アナリスト・チームは、起債後の同社の情報開示が次第に悪化していることに気づきました。十分な財務情報にアクセスすることが次第に困難となり、同社は売上高の内訳と牛乳販売価格に関する最新のデータの公表を停止しました。弊社は広範囲にわたって調査を行い、同社から報告を受けた乳牛の飼育頭数および牛乳販売価格が政府データ等の各種情報源から得たデータと一致しないことを突き止めました。

経営陣に問い合わせても満足のいく説明を得られなかったため、2017年半ばには、同銘柄を承認銘柄リストから外すことを決定し、弊社のポートフォリオ・マネージャーは、同銘柄が額面に近い水準で取引されている間にすべて売却しました。

後に、弊社の判断は正しかったことが証明されました。同社の2018年12月満期の現地通貨建て社債はデフォルトし、その後、2020年満期の米ドル建て社債もクロス・デフォルト（1件の債務がデフォルトとなった場合、その他の債務もデフォルトになったと見なされること）しました。デフォルト後にムーディーズは債券格付を「Ca」に引き下げ、最終的には格付を取り下げました。

この事例は、弊社の社内格付に基づく適切なモニタリングの結果と言えます。



投資事例は説明のための例示であり、当社が特定の有価証券等の取得勧誘または売買推奨を行うものではありません。また、将来の組入れを示唆または保証するものではありません。

## まとめ

アジア社債には、堅調な経済成長見通しや、バランスシートの相対的な健全さ、デフォルト率の相対的な低さ、アジア地域の安定的な投資家基盤、魅力的なバリュエーションなどに加え、「アジア・プレミアム」が期待できるというメリットがあります。弊社は、アジア各地に展開する現地ネットワークを通じ、独自のマクロ分析と信用リスク分析を活用することにより、アジア債券投資において競争力のある運用力をご提供しています。

## ディスクレーム

■本資料は、海外グループ会社が作成した情報提供資料をマニユライフ・アセット・マネジメント株式会社（以下「当社」といいます。）が翻訳したものです。

■当社が特定の有価証券等の取得勧誘または売買推奨を行うものではありません。

■アジア社債投資は、値動きのある有価証券等に投資しますので、投資元本は保証されるものではなく、投資元本を割り込むことがあります。運用による利益および損失は、すべて投資者（受益者）の皆様へ帰属します。

主なリスク（リスクは下記に限定されるものではありません）

価格変動リスク	有価証券の価格は、市場における取引価格や評価価格の変動、為替相場の変動及び金利水準の変動等により上下しますので、投資元本を割り込むことがあります。債券については、期限前に償還される場合があり、これによって投資元本を割り込むことがあります。
信用リスク	有価証券等の発行者やデリバティブ取引の相手方の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込んだり、その全額を失ったりすることがあります。
為替変動リスク	投資対象の通貨の対円レートの変動により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。対円での為替ヘッジを行う場合は、為替リスクの低減を図ることができますが、為替ヘッジを行うにあたりヘッジコストがかかります。
流動性リスク	有価証券等を売却あるいは取得しようとする際に、市場に十分な需要や供給がない場合や取引規制等により十分な流動性の下で取引を行えない、または取引が不可能となる場合は、市場実勢から期待される価格で売れない可能性があります。この場合、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
カントリーリスク	外国における政治・経済・社会情勢の変動や天変地異等により投資対象である有価証券等の売買が制限されたり、売買や受渡等が不能になったりするおそれがあります。通貨不安が発生して大幅な為替変動が起こったり、円への交換が制限されたり、あるいはできなくなった場合があります。各資産の取り扱いには、それぞれの外国の市場制度や課税制度に準じますが、これらの制度等の変更が行われる場合があります。これらを通じ、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

■お客様にご負担いただく運用報酬その他の手数料等（以下「手数料等」といいます。）は、お客様との契約内容や運用状況等により異なるため、それぞれの金額や上限額、料率等をあらかじめ表示することはできません。このため、手数料等の合計額や上限額、料率等をあらかじめ表示することはできません。

■本資料は、信頼できると判断した情報に基づいておりますが、当社がその正確性、完全性を保証するものではありません。

■本資料の記載内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更される場合があります。

■本資料のいかなる内容も将来の運用成果等を示唆または保証するものではありません。

■本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、その開発元または公表元に帰属します。

■本資料の一部または全部について当社の事前許可なく転用・複製その他一切の行為を行うことを禁止させていただきます。

マニユライフ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 433 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