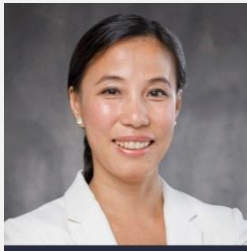


2020 アウトルック・シリーズ: アジア・クレジット



フィオナ・チャン
アジア・クレジット・ヘッド (除く日本)

2019年のアジア社債市場は、良好な投資環境を背景に、高いリターンを示しました¹。グローバルな低利回り環境が相対的に利回りの高いアジア地域への資本流入を促したことで、堅調な起債、健全な企業ファンダメンタルズがプラス材料となりました²。2020年にクレジットの状況が著しく悪化することは考えにくいものの、相対的に脆弱な非公開企業や戦略的重要性が低い中国国有企業（SOE）に対する圧力は厳しさを増す可能性があります。本稿では、2020年も慎重な投資姿勢を崩さず銘柄選択に努めるべき理由について、アジア・クレジット・ヘッド（除く日本）のフィオナ・チャンが考察します。

金融緩和と投資家の旺盛な需要が 2019 年のアジア債券のパフォーマンスを牽引

2019年のアジア社債市場は良好なマクロ経済要因を背景に上昇し、信用スプレッドは縮小しました。

- 「低金利の長期化」が続く世界の金利環境：米連邦準備制度理事会（FRB）は2019年を通じて徐々にハト派的姿勢を強め、欧州中央銀行（ECB）も量的金融緩和を再開したことから、債券価格は大幅に上昇しました。米国債は不安定な値動きとなり、2019年末に向けて10年物米国債利回りは大幅に低下しました³。
- 膨らんだ資本流入：多くの先進国の債券利回りは相対的に低いかマイナスで⁴、投資家はエマージング市場により高いリターンを求めようになっています。アジアは資本流入増加の恩恵を最も大きく受け、特に社債発行がその受け皿になっています。
- 金融緩和の強化：世界的な利回り低下、インフレ圧力の後退、世界経済の成長鈍化を背景に、アジアでは多くの中央銀行が積極的に利下げを行いました。最も積極的な動きを示したのはインド、インドネシア、フィリピンで、インドネシアとフィリピンの2カ国は貸出水準を高めるため利下げと銀行の預金準備率引き下げに踏み切りました。

アジア社債：健全なファンダメンタルズと成長格差の拡大が 2020 年の鍵

2020年は先進国経済の低迷が続く一方で、アジア経済はインフレ圧力が弱まり、比較的堅調に推移すると見られます⁵。また、2018年以降、積極的な金融緩和の動きが広がったものの、インドネシアやインドなどには景気浮揚のために追加緩和を講じる余地があります。サプライ・チェーンの製造拠点が中国からその他のアジア諸国等へ移転している点も、アジア市場のプラス材料になると思われます。米中貿易摩擦が著しく悪化しないという当チームの基本ケースシナリオを前提とすれば、アジアとその他地域との成長格差が引き続きアジア社債市場を下支えすると思われます。

供給面では、起債額は若干増加する一方、償還は少ない見込みで、市場を下支えすると思われます⁶。アジアに拠点を置く機関投資家のアジア社債（特にハイールド債）への需要は2020年も引き続き増加する見通し⁷、安定した「ホーム・ベース」として市場のボラティリティが上昇する局面でも価格を下支えすると思われます。アジア地域のデフォルト率は、クレジットのクオリティを示す遅行指標であり、世界経済の減速を追う形で徐々に上昇することが予想されます⁸。そのため、特に銘柄固有のリスクが高まる局面においては、銘柄選択とボトムアップ・リサーチが重要であると考えます。

以上の要因から、アジア社債市場はその他市場との成長格差の拡大に伴い、2020年は一段の上昇を示すと当チームでは予想しています。インドネシアに関しては、不動産や石炭採掘といった主要セクター

でクオリティの高い社債をポジティブに見ています。インドについては、鉄鋼や再生可能エネルギーといったセクターに魅力的な利回りと安定したクレジット状況を見込んでいます。

中国の社債： リスクがある中、投資機会も

中国経済は 2020 年も貿易摩擦の逆風を受ける可能性があるものの、当チームでは 5.5%~6%の経済成長を予想しています。中国政府は的を絞った財政政策と金融緩和により経済の下支えを継続すると見られますが、市場の流動性は潤沢で、インフレ圧力も生じつつあることから、2008~2009 年のような本格的な信用拡大を実施することはないと見ています。経済面の課題と資金流出圧力を背景に、人民元は 2020 年も閾値とする 1 ドル=7 元を超えて下落すると見られます。

中国市場全体のファンダメンタルズについては、パフォーマンスはやや低下する可能性があるものの、クレジットの状況が著しく悪化することはないと見ています。当チームは、融資と財政政策を通じた政府による継続的な下支えの恩恵を受ける、戦略的重要性の高い国有企業 (SOE) と地方政府の資金調達事業体である「融資プラットフォーム (Local Government Financing Vehicles: LGFV)」の社債に投資妙味があると考えています。具体的には有料道路運営会社、鉄道会社、あるいは国家レベルの戦略的プロジェクトに参画している企業などです。

ハイイールド債市場の発行額のかなりの割合を占め、GDP に占める比率も高い不動産セクターのほか、銀行セクターもポジティブに見ています。報告されている銀行の不良債権は改善され、自己資本比率は健全な水準を維持しており⁹、銀行の信用が著しく悪化することはないと考えています。資本財などの景気循環セクターについては、2020 年に満期が到来する多額の債券があるため、当チームではやや弱気の見方をしています。とはいえ、このセクターでも、2019 年に売られすぎた可能性のある、質の高い銘柄には注目しています。

また、中国社債市場のデフォルトに投資家の注目が集まっています。中国のデフォルトは主に民間セクターに集中していましたが、特に銀行および LGFV セクターの経営難に陥った SOE への中国政府の対応姿勢に顕著な変化が生じています¹⁰。中国政府

は、規律を引き締め、中国国内の社債投資家のモラル・ハザードを防ぐ手段として、重要性の低い営利企業の破綻を意図的に容認する姿勢を強めると当チームでは考えています。

ESG 要因の重要性が高まる

ESG のトピックは目新しいものではありませんが、アジアではその重要性が認識されるようになってきています。当クレジット・チームでは様々な手法により ESG リサーチの充実を図っています。また、マニユライフ・インベストメント・マネジメントは国連の責任投資原則 (PRI) に署名しています。

当チームでは、ESG の視点を投資分析と意思決定プロセスに組み込んでいます。銘柄毎に伝統的なリサーチ・財務分析を行うほか、クレジット・アナリストは ESG 専門のリサーチ・チームと協力して ESG 要因についての評価・分析を行います。また、ESG インテグレーションの進捗状況を確認するため、アジア債券ポートフォリオの ESG タスクフォースを設置しています。アジア地域に堅固な地盤と 20 名超のクレジット・アナリストから構成されるチームを擁している点は、欧州に注力する競合他社とは一線を画する、マニユライフ・インベストメント・マネジメントの強みとなっています。

ESG の 3 つの要素 (環境・社会・ガバナンス) を把握する上で、アジア地域に 10 拠点を有することは大きな強みです。ESG の真のリスクは、徹底した現地調査と定量的な評価プロセスを経て初めて特定できるケースが多くあります。こうしたアプローチを通じて、リスクに関する長期的な見通しに基づき「ノッチ」単位での社内格付の引き上げと引き下げが可能になります。

また、2020 年前半にはソブリン債についての新たな調査体制をスタートする予定です。これにより、私たちはアジア地域のソブリン債および社債について、特にガバナンス面の評価においてより優位性を発揮することが可能になると考えています。アジア市場は、銘柄保有の集中度が高いことから、企業評価においてガバナンス要因の重要性がますます高まると考えています。

- ¹ JACI Investment grade インデックスは 10.85% 上昇し、スプレッドは 28.6 bps 縮小しました。JACI HY インデックスは 11.61% 上昇し、スプレッドは 38.9 bps 縮小しました。2019 年 12 月 5 日時点。
- ² 2019 年初来の新規発行額は 2,650 億米ドルで、2007 年以降、2 番目に多い発行額となりました。JP モルガン、2019 年 11 月時点。
- ³ 2019 年 11 月 29 日時点、米国債 10 年物の利回りは 1.77% で、2018 年 12 月 31 日時点は 2.69% です。
- ⁴ マイナス金利の債券の残高合計は約 11 兆 5,000 億米ドルで、債券発行残高の 20% を占めています。フィナンシャル・タイムズ、2019 年 11 月 19 日時点。
- ⁵ 国際通貨基金の Global Outlook、2019 年 10 月時点。
- ⁶ 2019 年（年初来 2019 年 10 月 31 日まで）の発行額は 2,650 億米ドルで、投資適格債が 1,520 億米ドル、ハイイールド債が 1,090 億米ドル。JP モルガン、2019 年 11 月時点。償還額は約 1,900 億米ドルで、2020 年もほぼ同等額が償還される見通し。パークレイズ、2019 年 10 月時点。
- ⁷ 投資家種別では、2019 年のハイイールド債新規発行分のうち保険／年金に配分される比率は平均 65%（2018 年は 48%）。JP モルガン、2019 年 11 月時点。
- ⁸ ムーディーズによると、2019 年 7 月末現在、アジアの過去 12 カ月間の非金融企業ハイイールド社債のデフォルト率は 1.8% で、2018 年末の 2.9% から低下しています。ムーディーズは、過去 12 カ月間のデフォルト率は 2020 年 1 月に 0.8% の底をつけた後、次第に上昇し、2020 年 6 月に 1.6% に達すると予想しています。
- ⁹ マニユライフ・インベストメント・マネジメント、2019 年 11 月。
- ¹⁰ Baoshang Bank と Bank of Jinzhou の両行に対し、政府は救済措置を行わず、実質的に破綻を容認しました。2019 年 11 月には天津物産集団の事実上の債務不履行が国内で 20 年ぶりの事実上の債務不履行となりました。また、12 月には、政府の強力な支援を受けている企業とみなされていた北大方正集団が、中国国内の債権者への返済を期日通りに履行できませんでした。

ディスクレマー

■本資料は、海外グループ会社の情報を基にマニユライフ・アセット・マネジメント株式会社（以下「当社」といいます。）が作成した情報提供資料です。■参考として掲載している個別銘柄を含め、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。■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。■本資料に記載された見解・見通し・運用方針は作成時点における当社の見解等であり、将来の経済・市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。■本資料で使用す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。

商 号：マニユライフ・アセット・マネジメント株式会社

登 録 番 号：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

※マニユライフ・インベストメント・マネジメントは、マニユライフ・ファイナンシャル・コーポレーションにおける資産運用ビジネス部門の新しいグローバル・ブランドであり、従来のブランド名であるマニユライフ・アセット・マネジメントから変更しております。また、各国拠点の社名についても順次変更を行っております。