

# アジアのクレジット投資について

## 目次

- I. はじめに
- II. アジアクレジット市場の概況
- III. 米国社債との比較
- IV. 国内投資家の目線からみた投資機会
- V. アクティブ運用の可能性
- VI. おわりに

シンガポール支店 シニアファンドマネージャー 能瀬 憲二  
ファンドマネージャー 鴻丸 靖弘  
ファンドマネージャー 宇野 武紀

## I. はじめに

アジア圏の経済成長と歩調を合わせる形で、同地域の「クレジット市場」は拡大基調で推移しており、その存在感は年々増してきている。国内の投資家においても、円建て債券プロダクトが全般に低利回りであることを背景に、米ドル建てのアジアクレジットを中心に少しずつではあるが投資対象としての認知度が高まっている。そこで本稿では、アジアのクレジットプロダクトの中でも相対的に流動性が高く、アジア各国の現地通貨建てに比べて投資を行いやすい主要通貨・米ドル建ての「アジアクレジット市場」に焦点を当てて話を進めていく。

まず、同市場全体の規模感や国ごとの時価ウェイトのほか、信用力の状況などの概要を整理する。その上で、グローバルクレジット市場における代表的なアセットクラスである米国社債市場との比較を、利回り推移やリスク・リターン特性といった観点から行う。また、国内の投資家にとっての投資機会という観点から、為替ヘッジコストを踏まえたパフォーマンス状況などを紹介しつつ、カントリーリスクとの付き合い方の一例を挙げる。

加えて、アジアクレジット市場における主要ベンチマーク対比でのアクティブ運用の可能性について、マーケットデータを用いた定量的な分析を通じて検証するほか、アジア企業についてリサーチを行う際の留意点なども紹介する。

<sup>1</sup> クレジット市場とは、社債をはじめとした信用リスクを内包する商品を取引する市場の総称。一般にクレジット市場の参加者は信用リスクのある商品へ投資することで、同通貨の無リスク資産(国債等)以上の投資利回りを享受することを狙う。

<sup>2</sup> 現地通貨建てアジアクレジット市場へのアクセスは、中国を中心に改善傾向にあるものの、為替変動や企業の情報開示水準などの問題から、依然として海外投資家にとっての投資ハードルは高い。

## II. アジアクレジット市場の概況

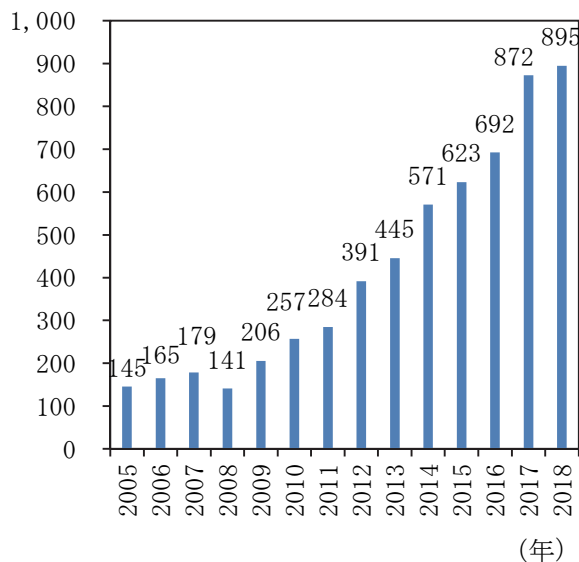
### 1. 規模拡大が続くアジアクレジット市場

アジアクレジット市場は、リーマンショック以降、市場規模の拡大が続いている。図表1はアジアの米ドル建てクレジット市場<sup>3</sup>の代表的ベンチマークであるJ.P. Morgan Asia Credit Index(以下 JACI)の時価総額の推移を示したものであるが、順調に拡大を続け、過去5年では約2倍にまで規模が拡大していることが分かる。

アジアの米ドル建てクレジット市場が順調に拡大してきた背景には、アジア圏が他の地域と比べてこれまで高い経済成長を遂げてきたことが挙げられる。IMF(国際通貨基金)が定期的に更新している世界経済成長率見通し(図表2)をみると、2017年のアジア圏のGDP成長率(実績)は5%を超えており、2%台に留まる先進国は勿論、他の新興国地域と比較しても高い経済成長率となっていることが分かる。2019年の予想値についても同様の傾向であり、アジア圏への注目は今後も高まり続けるとみられる。このような環境下、アジア地域に対する投資家の投資意欲は高く、また、同地域における発行体の資金調達ニーズも当面の間、旺盛であると想定されることから、引き続きアジアクレジット市場は拡大していく可能性が高い。

図表1：JACIの時価総額推移

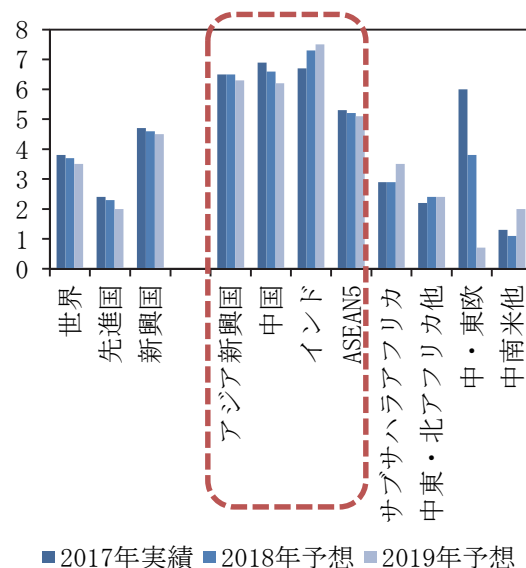
(10億米ドル)



出所) J.P. Morgan Markets より三菱 UFJ 信託銀行作成

図表2：IMFの世界経済成長率見通し

(%)



出所) IMF「World Economic Outlook Update, January 2019」より  
三菱 UFJ 信託銀行作成

<sup>3</sup> アジアの米ドル建てクレジット市場の債券種別を大まかに分類すると、アジアの国そのものが発行するソブリン債、国との結びつきが非常に強い企業が発行する準ソブリン債、一般の企業が発行する社債、の3つに分けられる。

図表3では、アジアクレジット市場が黎明期にあった2005年12月末時点と、足もとの2018年12月末時点におけるアジア主要国の米ドル建て債券時価総額(JACIベース)と米ドル建てのソブリン格付<sup>4</sup>を比較した。

図表3：アジア主要国の債券時価総額(JACIベース)と格付の変化

	05/12末		18/12末		時価総額 増加額 (10億米ドル)	格付 変化
	時価総額 (10億米ドル)	ソブリン格付 (Moody's)	時価総額 (10億米ドル)	ソブリン格付 (Moody's)		
中国	12.1	A2	455.2	A1	+443.1	↑
香港	27.6	A1	72.7	Aa2	+45.1	↑
インド	4.0	Baa3	51.5	Baa2	+47.5	↑
インドネシア	7.0	B2	96.7	Baa2	+89.7	↑
マカオ	0.4	A1	9.9	Aa3	+9.5	↑
マレーシア	16.5	A3	23.5	A3	+7.0	→
フィリピン	20.4	B1	39.0	Baa2	+18.6	↑
シンガポール	15.4	Aaa	24.5	Aaa	+9.1	→
韓国	35.9	A3	85.6	Aa2	+49.6	↑
台湾	1.7	Aa3	1.9	Aa3	+0.3	→
タイ	3.2	Baa1	13.3	Baa1	+10.2	→

出所)J.P. Morgan Markets より三菱UFJ信託銀行作成

まず、アジア地域に属する国のソブリン格付の変化をみると、その経済成長と政治的安定度の向上を背景に長期に亘り格上げ方向で推移しており、例えば、2005年12月末時点では投機的格付(BB格以下)、所謂ジャンク級とされていたインドネシアやフィリピンのソブリン格付が当該期間において投資適格級(BBB格以上)へと格上げされている。続いて、アジア主要国の米ドル建て債券の時価総額をみると大部分の国で大幅に増加しており、アジア各国の信用力改善がアジアクレジット市場における規模拡大の一因となっている様子を窺うことができる。

また、アジア地域が順調に経済成長を続けていることで、2019年におけるアジア地域の経済規模は米国と同程度となることが見込まれている(図表4)。一方で、図表5をみるとクレジット市場の規模では依然として米国とアジア地域の格差が大きいことが分かるが、これはアジアの米ドル建てクレジット市場に関する今後の拡大余地を示しているとも考えられる。

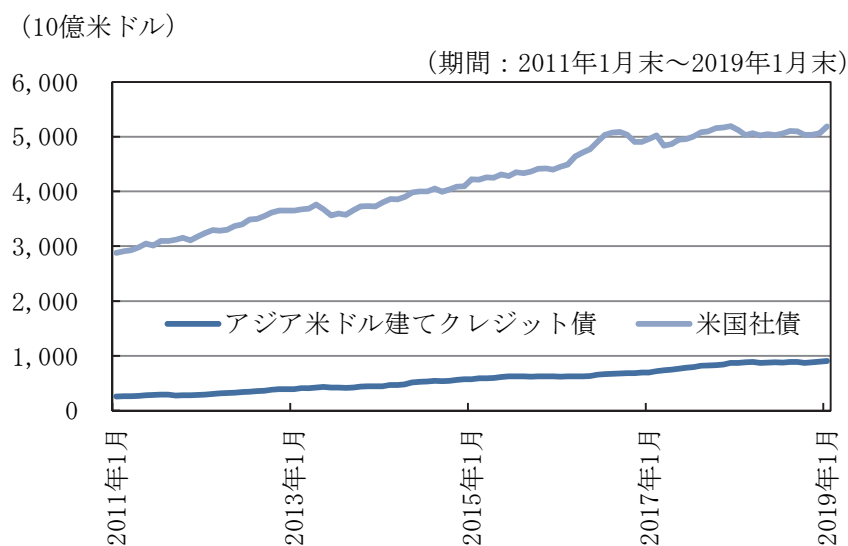
<sup>4</sup> 格付け会社が公表している国が発行する債券(国債)の信用力を示した指標。一般的には、ある国における信用力の高さは、ソブリン債 > 準ソブリン債 > 一般の社債 となることが多い。

図表4：アジア主要国と米国の経済規模

2019年予想値	名目GDP (億米ドル)	一人当たり 名目GDP (米ドル)
中国	14,172	10,099
香港	381	50,567
インド	2,958	2,188
インドネシア	1,067	3,971
マカオ	58	86,339
マレーシア	373	11,339
フィリピン	354	3,246
シンガポール	360	62,984
韓国	1,700	32,766
台湾	627	26,518
タイ	524	7,570
アジア新興国合計	22,573	-
米国	21,482	65,062

出所) IMF「World Economic Outlook Update, October 2018」より三菱UFJ信託銀行作成

図表5：アジア主要国と米国のクレジット市場規模



出所) Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

注：アジア米ドル建てクレジット債はJACI、米国社債はブルームバーグバークレイズ米国社債指数を使用

2. アジアクレジット市場の特性

続いて、アジアの米ドル建てクレジット市場の特性を把握するにあたり、前段同様に JACI を用いて基本属性や構成内容を確認してみる(図表6)。

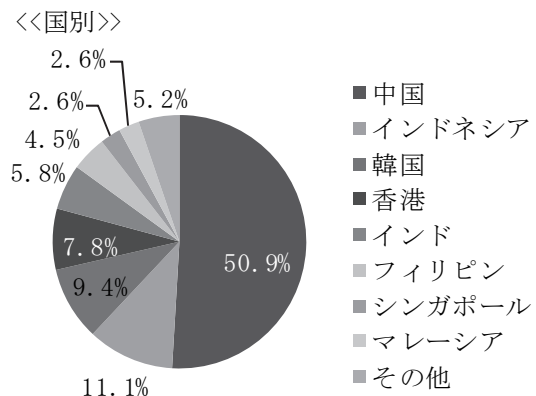
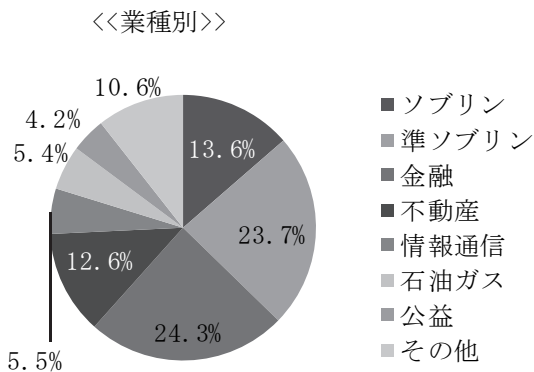
まず、投資対象の信用力の水準を表す格付の分布では、BBB 格以上である投資適格級のウェイトが8割弱となっており、中でもボリュームゾーンが A 格と BBB 格のゾーンとなっていることが分かる。これらのゾーンは、多くの投資家にとって馴染みがあり保有を検討しやすいと思われ、また、グローバルで主要なクレジット市場である米国社債も同様の傾向であることから、潜在的な投資家層の裾野が広い可能性がある。

次に業種別でみると、ソブリン・準ソブリンなど、その国そのもの、あるいは政府との結びつきが非常に強い企業群のウェイトが4割弱を占めているほか、金融や不動産、情報通信、石油・ガス等の業種がウェイト上位となっており、投資対象国の経済や生活インフラを支えるような、その国にとって重要な企業のウェイトが大きいことが窺える。

また、国別のウェイトでは、中国が50%程度と突出して大きく、次いでインドネシア、韓国、香港、インドの順となっている。中国については、経済規模でも世界有数の大国となる中、世界的にみて大規模な企業が数多く存在しており、アジアの米ドル建てクレジット市場においても高いプレゼンスを有していることが分かる。

図表6：JACIの概要(基本属性、格付け、業種、国別ウェイト)

JACI		格付け	ウェイト	(2019年1月末時点)
時価総額(億USドル)	9,028	AAA	0.5%	
銘柄数	1,464	AA	6.7%	
発行体数	550	A	32.3%	
平均残存年数	7.67	BBB	39.4%	
修正デュレーション	4.44	BBB以上	78.9%	
最低利回り	4.84	BB以下	21.1%	
スプレッド	220	合計	100.0%	
平均格付け(S&P)	BBB+			
平均格付け(Moody's)	Baa1			



出所)J.P. Morgan Markets より三菱UFJ信託銀行作成

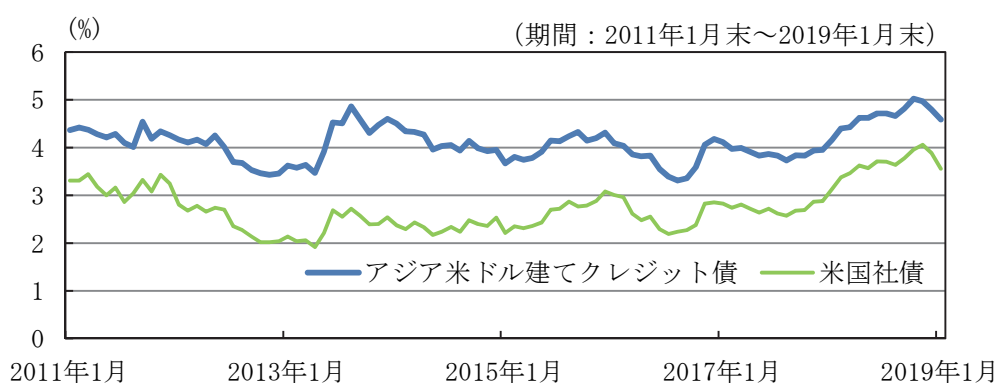
### Ⅲ. 米国社債との比較

本章では、リーマンショック後のクレジット市場が落ち着いてきた 2011 年以降において、同じく米ドル建て債券プロダクトである米国社債と、アジアの米ドル建てクレジット債<sup>5</sup>との比較を通じて、アジアの米ドル建てクレジット債に関するリターン特性等を確認したい。なお、アジアの米ドル建てクレジット債については JACI の採用銘柄の中でも時価総額が大きく、流動性の高い投資適格銘柄のみで構成されるインデックス (JACI Investment Grade、以下 JACI IG) での比較とする<sup>6</sup>。

#### 1. 米国社債よりも高い利回りを享受できるアジアの米ドル建てクレジット債

米ドル建ての債券の利回りは、残存年限に応じた米国債の金利をベースとして、個別債券の特性に応じたスプレッドが上乗せされ形成されている。スプレッド幅は発行体の信用力に因るところが大きく、信用力が高ければスプレッド幅は小さくなり、逆に信用力が低ければスプレッド幅は大きくなる。アジアの米ドル建てクレジット債も基本的には同様の構成となるが、過去 8 年の米国社債とアジアの米ドル建てクレジット債の利回りについて、概ね同水準の信用力・残存期間で比較すると、アジアの米ドル建てクレジット債の利回りが一貫して上回っている様子が確認できる (図表 7)。この背景としては、アジアの米ドル建てクレジット債には信用力に応じたスプレッドに加え、米国社債対比で相対的に見劣りする流動性のリスクプレミアムなどが利回りに上乗せされていることが考えられる。

図表 7 : 各資産の利回り推移



出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

注 : アジア米ドル建て社債は J.P.Morgan Asia Credit Index Investment Grade (平均格付け A-, 2019 年 1 月末)

米国社債はブルームバーグバークレイズ米国中期社債指数 (平均格付け BBB+~A-, 2019 年 1 月末) を使用

- <sup>5</sup> アジアの米ドル建てクレジット債とは、アジアの一般企業が発行する社債のほか、ソブリン債・準ソブリン債も含む。
- <sup>6</sup> 投資適格銘柄に対して投機的格付銘柄 (ハイイールド債) は一般的にハイリスク・ハイリターンのアセットクラスであり、高いリターンを期待できる一方、パフォーマンスの変動幅は大きくなる傾向がある。
- <sup>7</sup> 無リスク資産とされる国債等と個別債券の金利差をスプレッドと言い、一般的にはこのスプレッドをクレジットスプレッドと呼ぶ。尚、狭義にはクレジットスプレッドは発行体の信用力の差異による金利差を指す。

このように、アジアの米ドル建てクレジット市場は、相対的に高い利回りが享受できるという特性に加えて、図表8の企業例のような国営企業や政府が過半数出資している準ソブリン企業が発行している債券が多いという特徴がある。これらの企業は、信用力悪化時に政府から資本注入や各種金融支援を得られる可能性が一般の民間企業と比べて高いことから、所謂政府サポートが期待できることも特徴の一つと言えるだろう。

図表8：政府出資比率の高い代表企業例

(2019年1月末)

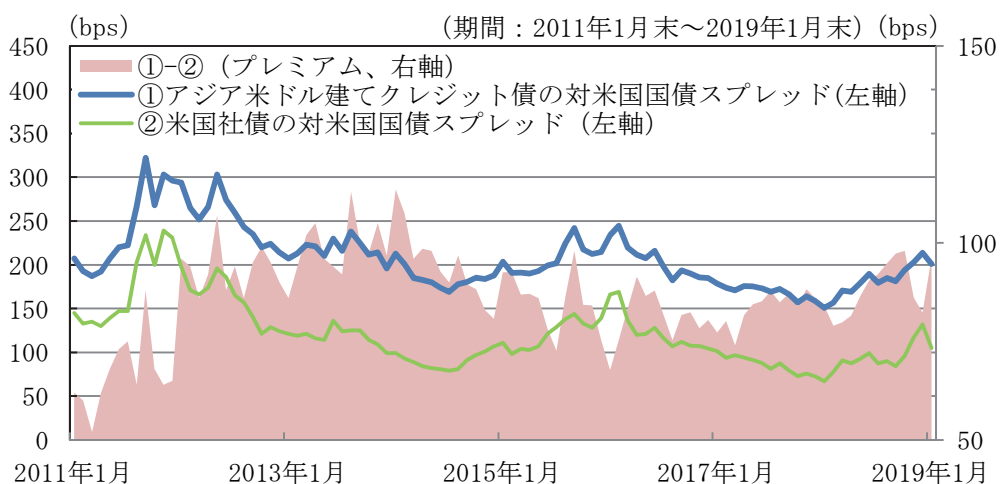
企業名	所属国	政府出資比率
テマセク	シンガポール	100%
PSA International	シンガポール	100%
Pertamina	インドネシア	100%
PLN	インドネシア	100%
中国国家開発銀行	中国	100%
マレーシア国有石油公社	マレーシア	100%
タイ石油公社	タイ	63.3%
NTPC	インド	61.8%
韓国ガス公社	韓国	54.7%

出所) Moody's より三菱 UFJ 信託銀行作成

## 2. プレミアム水準と変動要因について

図表9では米国社債とアジアの米ドル建てクレジット債の対米国債スプレッドの推移と、両者の差をプレミアム(スプレッド格差)として示している。過去8年の間、米国社債に対するプレミアムは概ね 50~100bps(100bps=1%)の範囲で推移している。アジア新興国の景気回復期待が強いとプレミアムは縮小する一方、景気後退懸念が強いとプレミアムは拡大する傾向にある。景気要因以外にも、例えば米国の金利動向、アジア新興国の外貨調達環境、為替動向などによってプレミアムは変動する。

図表9：米国社債とアジアクレジット債の対米国内債スプレッド推移



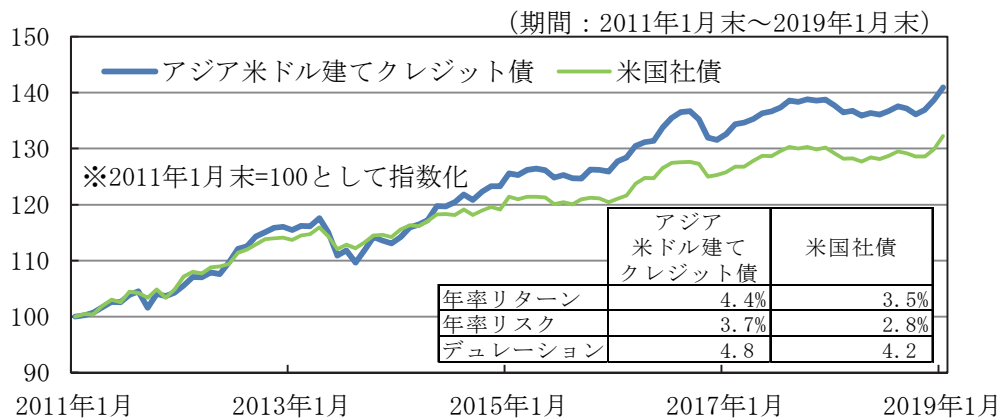
出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

更に、図表9の水準変化に着目すると、当時FRB議長であったバーナンキ氏がFRBのバランスシート縮小の可能性に言及し、新興国から資金流出が発生した2013年や、米中貿易摩擦に伴う中国の景気減速懸念が強かった2018年にはプレミアムが拡大したことがわかる。一方で、中国の金融緩和策が実施された2014年～2015年中旬や、世界的に景気が強含んだ2017年にはプレミアムが縮小あるいは低水準で推移したことがわかる。

### 3. リターン推移について

アジアの米ドル建てクレジット債は過去8年、米国社債と比較して高い利回りで推移していたことから、より高い投資リターンを享受してきた(図表10)。特に、高い利回りに加えて、中国の金融緩和策が実施された2014年～2015年頃から世界的に景気が強含んだ2017年にかけて、プレミアムの縮小(米国社債とアジアの米ドル建てクレジット債の利回り格差縮小)に伴うキャピタルゲイン<sup>8</sup>により、より高いリターンを享受してきた。ただし、プレミアムの変動によってリターン変動が拡大する傾向にあるため、年率リスクは米国社債よりも高くなる傾向がある。

図表10：各資産のパフォーマンス推移(米ドルベース)



出所) Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

注：年率リスクは月次変動率の標準偏差を年率換算して計算

<sup>8</sup> 債券価格は利回りと反対方向に動き、利回りの低下は、投資した債券価格の上昇を意味する。

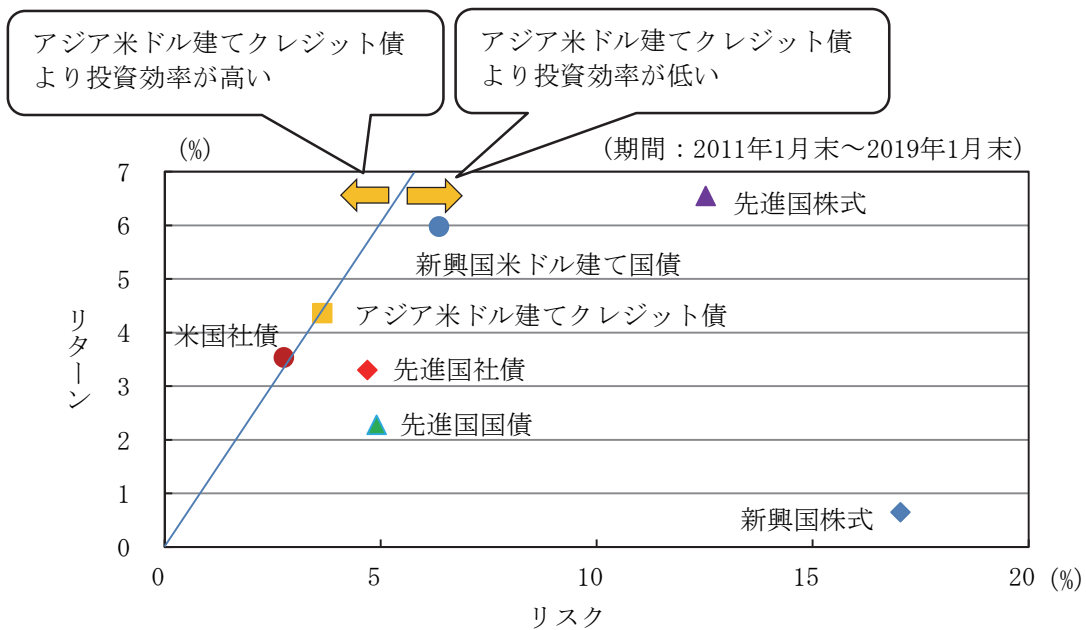


米国社債以外との比較を図表 11 で確認してみたい。アジアの米ドル建てクレジット債は先進国かつ基軸の通貨である米ドル建てであることから、通貨のボラティリティを抑制しつつ、アジア新興国の高い経済成長と政治面での安定化の恩恵を享受できていることなどにより、他の資産クラスと比較してリスク対比でのリターンが高く、投資効率が水準で推移している。

図表 11：各資産の年率リターンおよび年率リスク(米ドルベース)

(期間：2011年1月末～2019年1月末)

	アジア 米ドル クレジット 債	米国 社債	先進国 国債	新興国 米ドル 建て国債	先進国 社債	先進国 株式	新興国 株式
年率リターン	4.4%	3.5%	2.3%	6.0%	3.3%	6.5%	0.6%
年率リスク	3.7%	2.8%	4.9%	6.4%	4.7%	12.5%	17.0%
リターン/リスク	1.20	1.28	0.46	0.94	0.70	0.52	0.04



出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

注：先進国国債は FTSE 世界国債インデックス(日本除く)、  
 新興国米ドル建て国債は J.P. Morgan EMBI Global Diversified、  
 先進国社債はブルームバーグバークレイズグローバル総合社債指数、  
 先進国株式は MSCI コクサイインデックス、  
 新興国株式は MSCI エマージングインデックスをそれぞれ使用

#### IV. 国内投資家の目線からみた投資機会

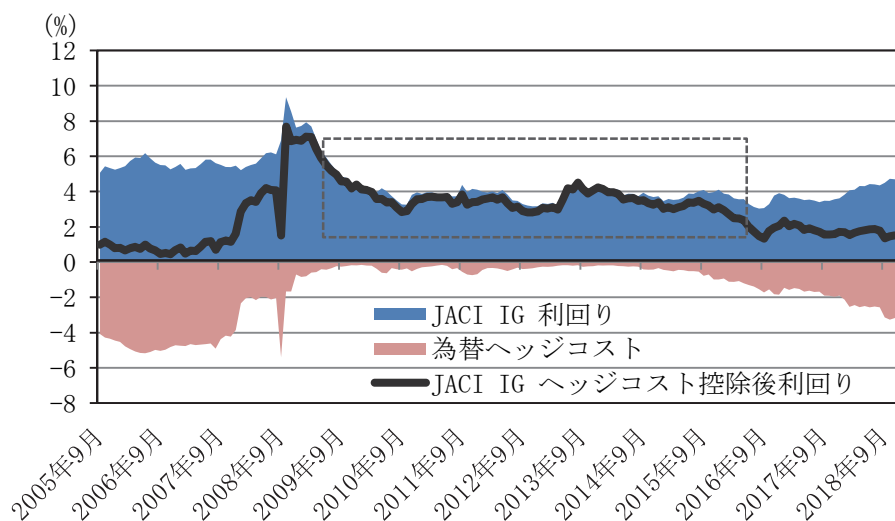
##### 1. 為替ヘッジコストを加味したパフォーマンス状況

日本国内の投資家が外貨建て債券投資を行う際は、その投資資金の資金特性やリスク許容度に応じ、為替変動リスクをヘッジすることが多い。ここでは為替ヘッジのコストを加味した円ベースの投資利回りやリターンの状況について確認する。

図表12では縦軸において、0%より上の面グラフが各時点のJACI IGの投資利回りを表し、0%より下に出ている面グラフの部分が各時点の米ドル為替ヘッジコストを表している。そしてJACI IGの投資利回りから為替ヘッジコストを控除した円ベースでの投資利回りが太線である。当然だが、為替ヘッジのコストが高い時期には円ベースでの利回りが総じて低水準で推移し、為替ヘッジのコストが相対的に低い時期には総じて高水準となっている。

各時期について詳しくみると、2007年頃までの米国金利上昇局面において、日米の金利差が大きく拡大しており、為替ヘッジコストが高止まりしていた時期<sup>9</sup>では、ヘッジ後の利回りも相対的に低くなっている。一方で、リーマンショック以降の日米金利差が縮小し為替ヘッジのコストも低下した2009年頃から、米金利が上昇基調となり始めた2016年までの間(図表12中の四角枠の点線組み部分)、為替ヘッジコスト控除後の利回りが4%前後と魅力的な水準が続いていたことが確認できる。

図表12：為替ヘッジコストとJACI IGの円ベース利回り推移



出所) J.P. Morgan Markets、Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

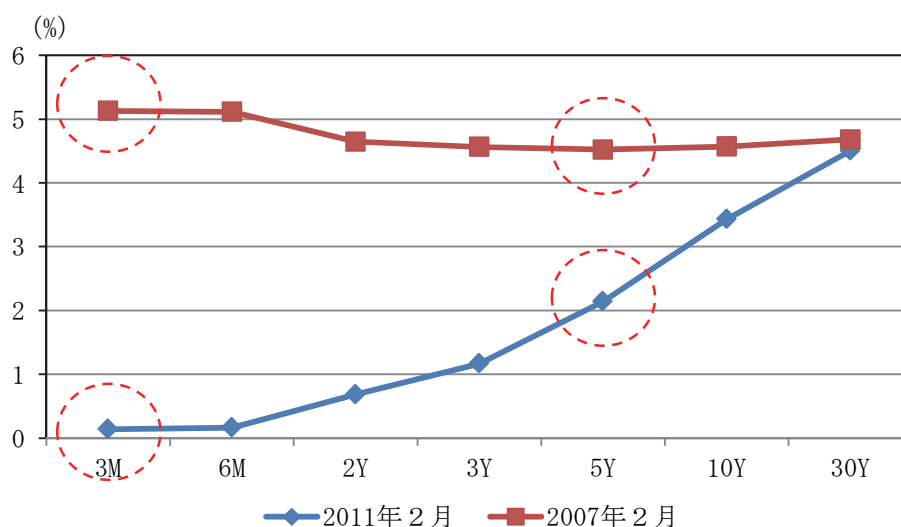
<sup>9</sup> 一般的に2国間の短期金利の差が大きいほど為替ヘッジのコストも大きくなる。また、通貨の需要が強いほど(本稿では米ドル)ヘッジコストは大きくなる。

この期間に為替ヘッジ後の円ベースの利回りが魅力的な水準で推移したことの要因についてももう少し詳しくみてみよう。

まず挙げられるのは、クレジットスプレッド(米国債対比の金利上乗せ幅)の拡大がある。JACI IG のクレジットスプレッドは、リーマンショックという未曾有のクレジットクランチを経た後、リーマンショック前と比べ、約 100bps 程度クレジットスプレッドが上乗せされた水準で推移していた。この信用リスクプレミアムの上乗せ分が利回り押し上げの一つの要因になっていたと考えられる。

二つ目の要因は、米国のイールドカーブの形状変化が挙げられる。図表 13 にて、米金利が高止まっていた 2007 年 2 月と、利下げにより米金利が下がり切っていた 2011 年 2 月の米国債のイールドカーブを比較して確認してみる。一般的な為替ヘッジの目安となる投資期間とされる 3 ヶ月の米国債金利と、JACI IG のおおよそのデュレーションである 5 年の米国債の金利に注目すると、2007 年 2 月時点では金利水準がフラット、あるいは 5 年国債の方が若干低くなっている。一方、2011 年 2 月では 3 ヶ月国債金利に対して 5 年国債金利が大きく上回っており、5 年の国債金利から為替ヘッジのコストとして 3 ヶ月国債の金利分を控除した残りの部分が、ヘッジコスト控除後の利回り押し上げに寄与していることが分かる<sup>10</sup>。

図表 13：米国債のイールドカーブ



出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

次に、為替ヘッジコスト控除後のリターンについて、月次リターンと 3 年ローリングリターン(年率)の実績について確認する。月次のリターンは、基本的にはプラスのリターンをコン

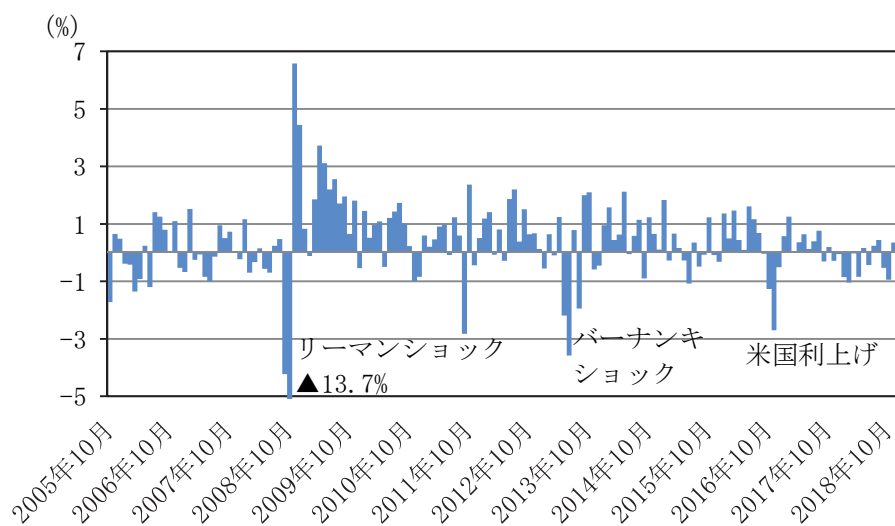
<sup>10</sup> 大まかにいうと、米短期金利分がヘッジコストとなる一方、米 5 年国債金利がベースの利回りとなることから、この差が大きい方が投資利回りは高くなる。

スタントに積み上げているものの、リーマンショックや欧州債務危機に際したクレジットスプレッド急拡大の局面や、バーナンキショックと米国利上げに際した米金利上昇の局面において、やや大きめのマイナスリターンを出している状況が確認できる(図表 14)。

一方、過去3年間の保有期間リターンを表した3年ローリングリターン(年率)をグラフ化すると、リーマンショック直後の最悪期を除いた大半の期間でプラスのリターンを積み上げていることが確認でき、中長期的な投資の有効性がみてとれる(図表 15)。

以上のように、為替ヘッジ後の投資利回りはクレジットスプレッドの厚みのほか、日米金利差や米国イールドカーブの形状に影響されることが確認できた。また、実際のパフォーマンスはヒストリカルデータを参考にすると、短期には振れる場面もみられるが、中長期では安定感のあるパフォーマンスとなっていたことが分かる。

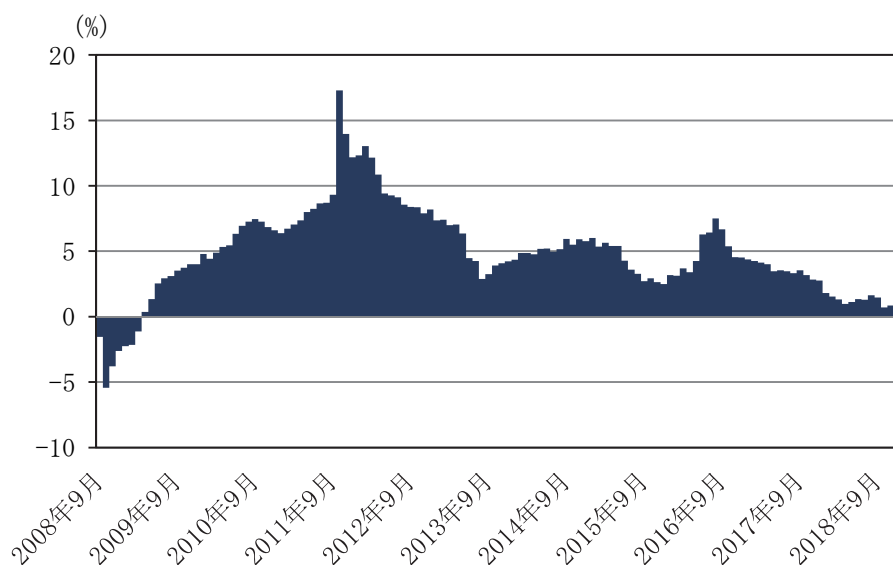
図表 14：為替ヘッジ後 JACIIG 月次リターン



出所) J.P. Morgan Markets より三菱 UFJ 信託銀行作成

注：2014以降は JACI IG 円ヘッジ指数を使用、それ以前は JACI IG データを用いて作成

図表 15 : JACIIG 為替ヘッジ後3年ローリングリターン(年率換算)



出所) J.P. Morgan Markets より三菱 UFJ 信託銀行作成

注 : 2014 以降は JACI IG 円ヘッジ指数を使用、それ以前は JACI IG データを用いて作成

## 2. カントリーリスクとの付き合い方

国内の投資家においては、海外の特定の国に対して投資のハードルが高いという声がよく聞かれる。この点について、中国を例に挙げてその投資リスク低減の可能性について考えてみる。

中国は、前述のとおり、アジアのクレジット市場の中でも存在感の大きい国である。従って、米ドル建て債券の発行体数も多く、様々な企業が米ドル建て債券を発行している。基本的に、アジア圏で米ドル建ての債券を発行し資金調達できる企業は、その国の中においても相応にプレゼンスのある企業で、特に投資適格級の債券については所謂一流企業が発行したものであることが多い。しかしながら、発行体数がある程度増えてくると、必ずしもクレジットの観点から一流とは呼べない企業が発行した債券も含まれてくる。この為、むやみに分散投資を推し進めていくと、必ずしもクレジットの観点からは一流とは呼べない企業が紛れ込んでくることになる。もちろん、そのような企業が発行した債券にも投資妙味が存在するケースもありうるが、その国のカントリーリスクが気になる、あるいは情報取得に不安がある場合などは、無理に投資範囲を広げる必要はないだろう。

対応策としてはある程度発行体を絞って投資を行うことが有効と考えられるが、発行体を絞り込んでいく際は、政府との距離感が近い企業が発行した債券である準ソブリン債券や、中長期の投資対象として適合性の高い優良な発行体などを選択していくことが、過剰なリスクを排除することに繋がると考えられる。特に、株式投資と違ってアップサイドが限られて

いる<sup>11</sup>クレジット投資においては、このようにダウンサイドリスクをコントロールすることが重要と思われる。

## V. アクティブ運用の可能性

### 1. 個別銘柄選択を通じた超過リターンの獲得

先述した JACI などのベンチマークに対して超過リターンを獲得しようとするアクティブ運用では、その超過リターンの源泉は運用スタイルに応じて、個別銘柄選択、デュレーション戦略、格付配分戦略など多岐に亘るが、ここではクレジットファンドのアクティブ運用を行う際に主要な戦略の一つである、個別銘柄選択による超過リターン獲得の可能性について、実際のベンチマークに含まれる個別銘柄データを用いて考察する。

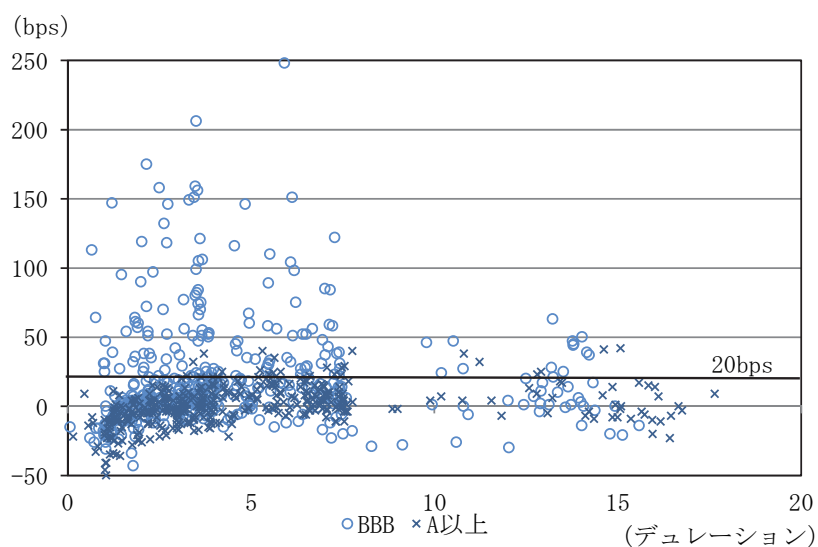
図表 16 は、2018 年の 6 月末を起点として同年 12 月末までに、個別銘柄のクレジットスプレッドがどのくらい変化したのかをプロットしたものである。縦軸はクレジットスプレッド変化幅、横軸はデュレーション<sup>12</sup>を表している。また、個別債券の信用力属性として、相対的に信用力の高い A 格以上のものと、相対的に信用力が劣る BBB 格の二つのグループに分けて示している。結果をみると、特に BBB 格の銘柄群においてクレジットスプレッドの変動が拡大した傾向があり、中にはクレジットスプレッド拡大幅が 50bps を超えるような銘柄も多数存在した。

この期間(2018年6月末～12月末)は全般にクレジットスプレッドが拡大した期間であったが、BBB 格全体のスプレッド拡大幅は 20bps 程度(JACI IG 全体では 10bps 程度)であった。このことを踏まえると、クレジットスプレッド拡大幅が 50bps を超えるような BBB 格の銘柄群を複数保有しない代わりに、相対的にクレジットスプレッドの拡大幅が小さかった銘柄群を保有することで、相応の超過リターンを獲得できる可能性があったと推定され、個別銘柄選択の巧拙がファンドパフォーマンスの優劣に影響を与え得ることが示唆される。

<sup>11</sup> 無リスク資産に対するスプレッド(上乗せ金利)がマイナスになり、且つマイナス幅を拡大し続ける(債券価格が上昇し続ける)ということとはほぼない。

<sup>12</sup> 債券投資における元本の平均回収期間や金利変動による債券価格の感応度を示す指標。一般的に、デュレーションが大きいほど金利変動に対する債券価格の感応度は高くなる。

図表 16：個別債券のクレジットスプレッド変化(2018年6月末～12月末)



出所) J.P. Morgan Markets、三菱UFJ信託銀行作成

注：スプレッド変動幅のスケールを-50～+250としているため、少数のスプレッド変動幅が大きかった銘柄は非表示。また、変動利付債は除外。

## 2. 個別銘柄のリサーチについて

アジア圏の米ドル建て債券発行企業について、特徴的な点を2つ挙げる。

一つ目は、カントリーリスクへの依存度が高い企業の割合が多いということである。アジアの新興国において一定規模以上の米ドル建ての債券を発行できる企業は、基本的にその国において存在感の大きい企業が多く、概してその国にとって非常に重要な事業、例えば国策のインフラ関連や資源・エネルギー関連、また政策金融などを担っており、各企業とその国の政府との関係性が色濃くなっている。仮に、その企業の業況が芳しくない状況に陥った際には、その国の政府が企業の信用力をサポートすることが期待されることもあれば、逆に、その企業の事業そのものは好調であったとしても、政府の規制変更などを通じて業績や信用力が下押しされる可能性も考えられる。従って、アジア圏の企業のリサーチを行う際には、その企業とその国の政府との距離感を認識する必要があるとともに、当然ながらその国そのものの政治・経済状況を理解しておく必要があるだろう。

特徴の二つ目は、投資先となる企業群が多様性に富んでいるということである。本稿で述べているアジアクレジット市場は、通貨は米ドル建ての債券となっているが、その発行企業はアジア圏の様々な国で企業活動を営んでいる。もちろん、近年のグローバル化の進展に伴いグローバル景況感の影響を一定程度受けるものの、各国の独自事情の存在により、業績の好不調の波や信用力のトレンドについても国によって違いがみられ、情報開示のレベル感にも濃淡がある。

上記2つの特徴を踏まえると、企業の実態把握を進めるには、やはり現地情報にアクセス

し易い環境で、直接アジア各国の状況・雰囲気を感じながらリサーチを行うことが望ましいだろう。一例としてアジアの金融ハブであるシンガポールをリサーチ拠点とした場合には、地理的な近さから東南アジア諸国へのアクセスが容易となり、企業取材の機会を増やすことが可能となる。アジア各国における企業の多様性や複雑さは、様々な投資機会の存在の裏返しでもあるが、その情報にアクセスし十分に理解を深める為には、現地でのリサーチ活動に相応の意義があると思われる。

また、企業情報へのアクセスという観点では、株式リサーチの機能を活用することも有用である。一般に、企業の情報開示については株式投資家の目線の方が機会・ボリュームの観点で恵まれ、アジア圏でも同様の傾向があると感じられる。従って、投資対象企業の周辺企業調査の充実や、債券発行企業へのコーポレートアクセス向上といった点でのメリットを享受するべく、株式リサーチ機能をクレジットのアクティブ運用プロセスに組み込むことの有効性は高いと考える。

## **VI. おわりに**

本稿では、市場規模の拡大が続くアジアの米ドル建てクレジット市場について紹介した。アジアの米ドル建てクレジット市場は、他の伝統的資産と比較して過去数年に亘り、リスク・リターン特性が優れていたことや、投資対象となる企業がアジア全域に亘るため多様な投資機会が存在すること等から、同市場は引き続き多くの投資家にとって魅力的な投資対象となり得るだろう。従来、アジアクレジット市場は時価総額規模が小さく、流動性が乏しいなど未成熟な金融市場であったこともあり、アセットクラスとしては新興国クレジット市場の一部として位置付けられてきた。しかし、今後はアジア地域の更なるプレゼンス向上を受け、多くの投資家にとってアジアクレジット市場が単一のアセットクラスへと発展していく可能性があるだろう。

また、国内の投資家の観点でアジアクレジット市場を考えると、為替ヘッジコストの問題や、投資が難しい国の存在などが投資開始へのハードルとなる場合もあるだろうが、それらは、中長期の投資を前提とすることや、購入債券の選別を工夫することでハードルを一定程度下げられるのではなかろうか。国内では長らく続いている超低金利環境によって利回りの確保が難しくなっているが、アジアクレジット市場については為替ヘッジコスト控除後も一定の投資利回りが残存している局面が多い。アジア地域の経済や政治面の多様性や複雑さを理由に同市場への投資を躊躇してしまうことは、魅力的な市場への投資機会を逸してしまっている可能性がある。

アジア圏は、我が国から地理的にも近く、文化的にも親しみ易いといわれている。日本の投資家がアジアのクレジット投資を通じ、長期にわたってその国々や企業をより深く理解していくことで、日本を含めたアジア圏のより一層の発展に繋がるものと考えている。



(2019年3月8日記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 アセットマネジメント事業部  
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）