

中国とアジアのハイイールド債

グローバル・アジア・クレジット・オポチュニティ(GACO)ポートフォリオ

2021年1月29日

Chief Investment Office GWM

Crystal Zhao, Strategist, UBS AG Hong Kong Branch; Adrian Zuercher, Head CIO Global Asset Allocation, UBS AG Hong Kong Branch

- 世界的なマクロ経済の回復と低利回り環境により、低格付け債への投資を求める動きが強まっている。
- グローバル・アジア・クレジット・オポチュニティ(GACO)ポートフォリオにおいては、良好なファンダメンタルズ(基礎的諸条件)、魅力的なバリュエーション、比較的短いデュレーションに基づき、中国ハイイールド債とアジア・ハイイールド債を推奨する。
- 潜在的なリスクとして、中国不動産セクターの信用または世界の流動性の積極的な引き締め、あるいは米国国債利回りの低下があげられる。

2020年は、グローバル・クレジット投資家にとって予想よりも良い年となった。異例の量的金融緩和策と大規模財政支援策が奏功し、高格付け債、投資適格債、ハイイールド債のリターンは5~10%に及んだ(図表1)。2021年は、ファンダメンタルズ(基礎的諸条件)のさらなる回復と景気対策の継続が期待される。最も魅力度が高いクレジット領域は、中国ハイイールド債とアジア・ハイイールド債と考える(表1)。

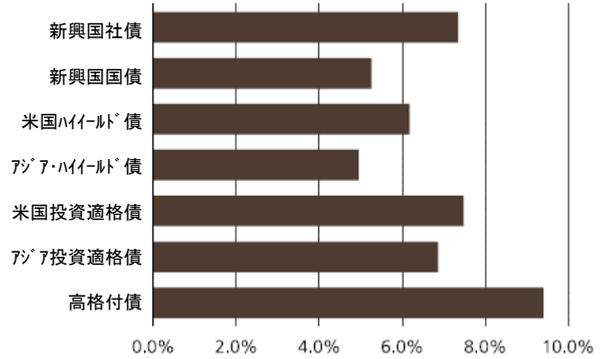
中国ハイイールド債とアジア・ハイイールド債のバリュエーションは魅力的である。本稿執筆時点のスプレッドは、欧米のハイイールド債が20パーセンタイルの領域にあるのに対して、両ハイイールド債はそれぞれ60パーセンタイル、90パーセンタイルの水準にある(図表2)。絶対ベースの利回りは、同格付けの米国、欧州のハイイールド債が4.9%、3.9%の水準にあるのに対して、中国、アジアのハイイールド債はそれぞれ7.9%、7.0%の水準にある(図表3)。世界的な低利回りの環境を考慮すると、景気回復が進むにつれて中国、アジアのハイイールド債セクターへの資金流入が拡大すると予想する。

マクロ面でも中国とアジアは堅調な回復を示している。中国では、鉱工業生産が2020年4月以降、前年比5~7%増を維持し、小売売上高も過去2カ月にわたり5%増の水準まで反発した(図表4)。一方、欧米では、鉱工業生産が漸く前年比で横ばいまで戻し、小売売上高は直近の新型コロナ感染者数拡大により不透明感が高まっている(図表5)。

よって、アジアと中国企業のファンダメンタルズ、特にハイイールド債の領域において耐性が高いことも確認された。信用格付けの変更について、アジアは格下げよりも格上げの方が多く、格上げへの変更ペースは先進国を上回っている(図表6)。アジアにおいて、ネット・レバレッジ・レシオ(負債比率)は、2015/2016年の局面よりもパンデミック期間の方が低い(図表7)。今後数カ月は、企業業績の一段の回復により負債比率は改善するだろう。足元の世界的な新型コロナ感染者数の拡大により景気回復ペースは遅れるものの、頓挫することはないと考える。

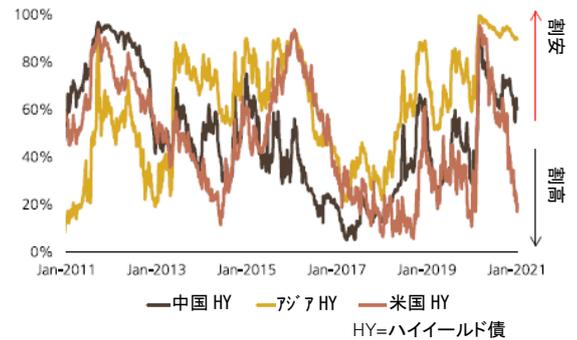
債券のデュレーション(満期までの残存期間)は短期の債券を推奨する。量的金融緩和の縮小または金利正常化の問題は、行われるか否かではなく、いつ行われるかである。したがって、指標となる利回りの上昇トレンドが定着しても、短期デュレーションであれば比較的风险が抑えられるだろう。中国ハイイールド債、アジア・ハイイールド債のデ

図表1:2020年の世界のクレジットは堅調なパフォーマンスを示した



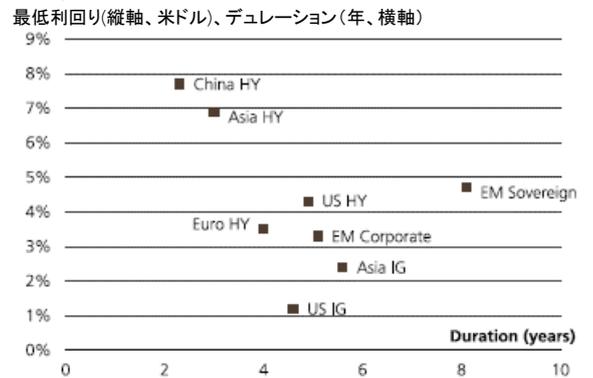
出所:ブルームバーグ、2020年12月31日現在

図表2:アジア/中国ハイイールド債のスプレッドは魅力的(スプレッドのパーセンタイル値の推移)



出所:UBS、ブルームバーグ、2021年1月22日現在

図表3:アジア/中国ハイイールド債のスプレッドは相対的に高い



出所:UBS、JPモルガン、バンク・オブ・アメリカ、ブルームバーグ、2021年1月29日現在

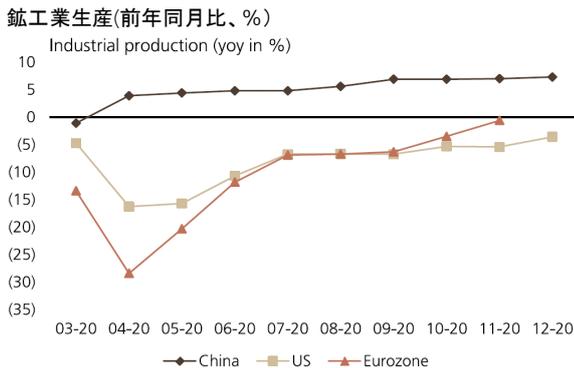
本稿は、UBS AG Hong Kong Branchが作成した“Asia Pacific bonds: Global Asian Credit Opportunity (GACO) portfolio: Risk-on via China and Asia high yield”(2021年1月29日付)を翻訳・編集した日本語版として2021年2月9日付でリリースしたものです。本稿の末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本稿に記載されている市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本稿中の全ての図表にも適用されます。

中国／アジア・ハイールド債

デュレーションはそれぞれ 2.3 年、3 年であり、アジアと米国の投資適格債のデュレーションよりも 2.5~5.0 年短い。

我々の投資見解に対するリスクとして、中国不動産セクターの信用または世界の流動性の積極的な引き締め、あるいはリスクオフ・センチメントの広がりによる米国債利回りの低下があげられる。不動産融資についての足元の規制上の指針は、堅調な販売ペースを踏まえると中国不動産開発企業にとって、依然として対応可能と考える(図表 8)。不動産開発企業は、営業利益の伸びが債務の伸びを上回っていることから、今後信用状況は改善するとみている。

図表5: 中国は先行して鉱工業生産が回復



出所: ブルームバーグ、2021年1月29日現在

図表6: アジア債券は格下げよりも格上げの方が多い



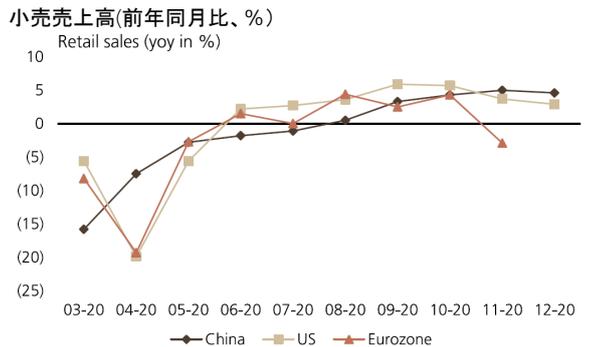
注: 信用格付け推移(%) = 正味格上げ数 ÷ 指数内の発行体の合計
出所: UBS、バンク・オブ・アメリカ、2020年12月31日現在

表1: グローバル・アジア・クレジット・オポチュニティ(GACO)ポートフォリオの推奨する／推奨しない資産クラス

GACOポートフォリオ	Least preferred (推奨しない)	Neutral (中立)	Most preferred (推奨する)
米ドル流動性	●		
中国国債(人民元)		●	
中国金融債(人民元)		●	
アジア投資適格債(米ドル)	●		
アジア・ハイールド債(米ドル)			●
中国ハイールド債(米ドル)			●
新興国国債(米ドル)		●	
新興国社債(米ドル)	●		
米国ハイールド債(米ドル)		●	
米国ハイールド債 1年~5年(米ドル)		●	
欧州ハイールド債(米ドルヘッジ付き)		●	

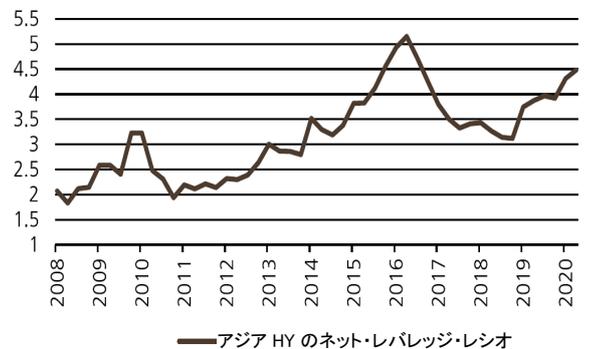
出所: UBS、2021年1月29日現在

図表4: 中国小売りは堅調に回復



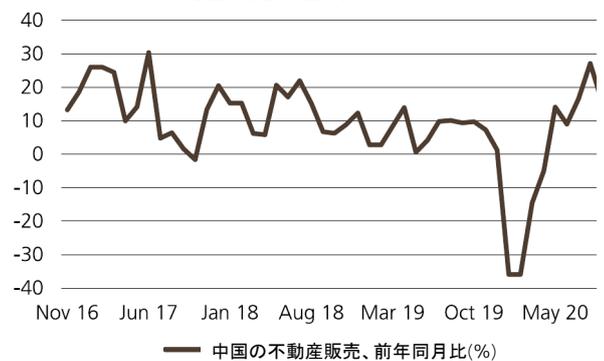
出所: ブルームバーグ、2021年1月29日現在

図表7: アジア・ハイールド債のネット・レバレッジ・レシオは2015~2016年の水準を依然下回っている



注: ネット・レバレッジ・レシオ = 純有利子負債 ÷ EBITDA
出所: UBS、バンク・オブ・アメリカ、2020年6月30日現在

図表8: 中国の不動産販売は堅調



出所: UBS、CEIC、2020年12月30日現在

中国／アジア・ハイールド債

免責事項と開示項目

本レポートは、UBS チーフ・インベストメント・オフィス・グローバル・ウェルス・マネジメント(UBS Switzerland AG またはその関連会社)が作成したりサードレポートをもとに、UBS 証券株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したのではなく、金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものではありません。本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものでありますが、その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

UBS 各社(またはその従業員)は随時、本レポートで言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本レポートで言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、また、過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等：UBS 証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 2633 号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

当社における国内株式等の売買取引には、ウェルス・マネジメント本部のお客様の場合、約定代金に対して最大 1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.375%(税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらの手数料を超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。インベストメント・バンク部門のお客様については、お客様ごとの個別契約に基づいて手数料をお支払いいただくため、手数料の上限額や計算方法は一律に定められておりません。国内株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されます。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、お申込み金額に対して最大 3.3%(税込)の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大 0.3%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大 5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(国内投資信託の場合、最大 2.20%(税込、年率)。外国投資信託の場合、最大 2.75%(年率)。)のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額等を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。

「UBS 投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大 1.76%(税込)の運用報酬をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの 0.5%または 0.5 円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの 1%を上限とします。

UBS 銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

© UBS 2021 無断転載を禁じます。UBS はすべての知的財産権を留保します。UBS による事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

中国／アジア・ハイイールド債

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者
商号等： 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第 649 号
加入協会： 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

金融商品仲介業務を行う金融商品仲介業者
商号等： UBS SuMi TRUST ウェルス・アドバイザーズ株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号