



BlueBay
Asset Management

かなり魅力的な投資機会

2017年2月

5,250kmに亘る、中国のオンショア債券市場は世界で第三番目の規模を誇ります。これまで海外投資家はこの市場への取引には相当な困難が横たわっていましたが、新たなアクセス機会ができたことで、かなりの規模の投資機会が出現したと考えています。アルファを人とは違った所で取ろうと考える投資家の前には、インデックスの分散をもたらす高格付けの新規発行が待っていると考えています。



ブレント・デービット
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

エマージング市場は、経済成長と投資価値を求めて人とは違った道を行こうとする投資家にとって相応しい投資の場として自らの地位を固めてきたと考えています。エマージング市場は新興経済から適切に統制された投資可能な市場へとゆっくりと移行していますが、そこには困難や混乱も伴うことから、慎重な運行が常に重要となってきました。

グローバリゼーションが進む中、投資家は報酬を得られる投資機会を先回りして見つけていく思考を続けなければならないと思います。そんな中で最も成功を収めたのは、アルファを獲得するためにエマージング市場での価値を見つけた投資家で、ベンチマークを上回るリターンを得られていると思います。こうした投資価値は、セクターや銘柄を適切なタイミングで選択することで得られると考えています。しかし一方で、この投資機会はアナリストのカバレッジ不足や地政学的リスクの高まりといった様々な理由で見過ごされている可能性があり、そのためエマージング市場における投資機会は過大評価されたり勘違いされたりすることがあります。

かなり魅力的な投資機会

幾分皮肉なことですが、債券投資家にとってエマージング市場で見られる最新の投資機会は、9.5平方キロメートルに及ぶ国土、14億の人口、10兆米ドルの経済規模を抱える国にあると考えています。中国は、オンショア債券市場への海外投資家からのアクセスを改善したことで、アクセスを得られた投資家は数多くのアルファ創出機会を与えられているとみています。

何年にも亘って中国はエマージング投資において中心地となっており、著名株式投資家であるジム・オニール氏はBRICsという用語を生み出したほどですが、債券市場はオフショアの香港債券市場を通じた投資がほとんどで、オンショア市場へのアクセスを得ることはかなりの負担がありました。点心債と呼ばれるオフショア市場はオンショア市場と比較して規模は小さい(市場規模は1,230億米ドルで発行体は200程度)ものの、中国の債券に海外投資家が投資を行う際の主要なルートでした。

対照的に、正式には中国インターバンク債券市場(CIBM)として知られるオンショア市場は、米国及び日本に次ぐ世界3番目の規模の債券市場です。市場規模は7.5兆米ドルで、その他のエマージング市場全体を合算した規模に相当します。2016年2月までは、おおよそ3,000の発行体(ムーディーズの試算による)から成る市場は中国国内の投資家のみが取引可能でしたが、この時以降、海外投資家も中国本土の債券が取引可能となるドアが開かれました。

流動性が高く通貨も比較的安定している、こうした大きな市場はその規模により未開拓の投資価値を備えています。実際のアルファ獲得の投資機会は、債券市場インデックスの構成銘柄からの分散効果という点にあると考えています。

エマージング及びグローバル債券インデックスにおいて中国は、オフショア市場銘柄で構成されていますが、オンショア市場にアクセス可能な投資家はオフベンチマーク銘柄に投資を行うことが可能で、ポートフォリオの分散を図ることが出来るのです。

オフピステでアルファ創出機会を探る

オンショア市場の開放が魅力的な理由は、アクティブ運用においては通常投資家が保有していない、もしくはグローバル・ベンチマークの中に含まれない中国銘柄へのエクスポージャーを取ることが可能になることです。主要インデックス外銘柄への投資はリターン創出の鍵になると考えており、このオンショア銘柄への投資が成功したとき、それは純粋にアルファ・リターンとなります。

CIBMのおよそ1.3%しか海外投資家は保有していないことから、投資機会は潤沢にあると考えています。市場が開放される中、海外投資家による保有比率は上昇することが見込まれますが、アクセスには免許が必要であることから、市場プレーヤーの資金フローは自然にコントロールされます。その他の参入障壁としては、アナリストのカバレッジが限定されていることが挙げられ、クレジット・リスクだけではなく、欧米の投資家にとっては北京語という言語の壁もあり、一部の専門家にしか門戸は実質的に開かれていないと考えています。

ネットワーク効果

言語の壁を乗り越えられる投資家にとって、次の障壁となるのは、現地の銀行との取引関係です。この取引関係は、債券を保有すること自体と同じ程度の価値があることかもしれません。現地調査はアクティブ運用の綿密な分析において不可欠となる要素ですが、現地銀行のアナリストやブローカーとの対話は市場の理解を広め、そして深めることに役立ちます。

市場への投資規模が懸念でない状況では、最も恩恵を享受できる投資家というのは、まだニッチな市場においてポジションを取れる投資家であると考えています。ブルーベイは、CIBMでの取引免許を取得できた数少ない運用会社のひとつで、未開拓の投資機会と考える市場で投資を行うことが可能となっていますので、オフショア市場に対する投資代替として、オンショア市場での投資機会も積極的に探っていきます。

国際債券市場において、これは新たな投資領域ですが、エマージング市場が抱える歯が生え替わる際に感じるような痛みは伴っていないとみています。発行体の多さから、オンショア市場の流動性はオフショア市場よりも高く、国債と社債の両方が流通しています。一般的に発行体は高格付けで、オフショア市場でカバーしている銘柄のほとんどがオンショア市場でも取引されています。つまりWin-Winのシナリオなのです。

最初の一口

オフショア市場における海外投資家の新発債への投資は、主に地理的な制約から限られていました。誰でも投資可能であるものの、発行企業が香港やシンガポールをターゲットにマーケティングを行うため、西側にいる投資家は起債日に近づいた段階で情報を得るため、一連のクレジット・リサーチを行う時間がほとんど残されていません。オンショア市場についてもこの時間的な制約は同様ですが、新規発行の数自体が増えます。

多くの高格付けの発行体は、点心債市場で冒険をする必要性がなく、国内の投資家向けの発行を通じて十分に資金調達を行うことが可能なことから、オフショア市場はハイ・イールドや主流でない銘柄が多くなります。オンショア市場へのアクセスが得られた投資家は、発行額の大きな高格付けの新発債に投資を行うことが可能になると考えています。

不動産セクターは特にオンショアの新規発行市場において魅力的と考えているセクターです。中国の不動産銘柄はバブルへの懸念や悪いニュースによって、過去にオンショア市場での発行が禁止されてきましたが、この不人気セクターにブルーベイでは投資価値を見出しており、ファンダメンタルズは健全とみられることから、価格が適正水準であれば魅力的な投資対象になると考えています。

格付けの門戸が開かれる

こうしたアップサイドがあれば常にダウンサイドも付きまとうものです。中国のオンショア債については、格付け、デフォルト、ボラティリティという3つが、草分けとなった投資家にとっては大きなチャレンジでした。

これまでのところ、全ての銘柄が中国の格付け機関による単独の格付けが付与されているため、非常に寛大な格付けとなっており、Wind Infoによれば2016年末には既発債の半分がAAA格となっていました。綿密なファンダメンタルズ分析によって、価値のあるものと、そうでないものを見極めることが必要になりますが、トランプ政権による不平等貿易に対する圧力により、二国間貿易協定の一環として、米国の格付け機関が格付けを付与できるようになると約束されて

います。

同様の流れとして、中国政府はオンショア企業のデフォルトを容認するようになりました。2014年までは、デフォルトはゼロでしたが、2015年は23件、2016年は79件のデフォルトがありました。中国政府は過去には、国内や海外投資家を惹きつけようと全ての企業を救済してきました。デフォルトを許容したことによって、本来の資本市場の環境に近づきました。その結果、クレジットのファンダメンタルズ分析の重要性が増しており、差別化の広まりによってアルファを求める投資家にとってはプラスに働くと考えています。

ボラティリティについては、人民元がよりグローバルに認識された投資通貨として認識される中で落ち着いてくると考えています。この点においては、海外投資家による投資が徐々に増えることが明るい兆しになるとみています。

市場の開放によって、グローバル債券市場における中国の立ち位置は大きく変わり、エマージング市場のグローバル市場における重要性も増すと考えています。投資妙味があることは明白で、先行して免許を獲得し、早期の投資機会を活用できる投資家にとっては、アクセスが限定されていたことによる困難から明るい兆しがみられます。オンショア債券の投資においては、早いもの勝ちになると考えており、アルファを獲得していくことが出来る環境に期待しています。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業務に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な利率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマージング社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜き）/ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その利率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国/地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面等の書面の内容を十分にお読み下さい。

本資料は受領者の情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点（2018年2月13日）のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することをご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上