

創造的破壊者

中国社債市場の信憑性と健全性を保つために

中国企業の債券のデフォルトは2018年に二倍となり、中国社債市場はエマージング債の投資家にとって重要なトピックとなってきました。一見して警戒が必要と思えるようなこの数値は、経済のレバレッジ解消に向けた中国政府の意識的な政策に対して、健全かつ適切な反応を見せるべき市場に影を落とすリスクがあります。

中国の社債：背景

中国企業の不良債権比率の低さ、デフォルトがないということは、中国のシステムが市場原理を無視した人工的なものであり、政府がすべてのデフォルトを暗黙のうちに補填するという不健全な行動を基にしているシステムだと批判する理由として、これまで使われてきました。中国社債市場は「本当の」市場ではない、というのが一般的な結論でした。

2019年1月

アラン・シャウ
エマージング市場
ポートフォリオ・マネジャー



国際通貨基金（IMF）、国際決済銀行、世界銀行といった多くの専門家は、穏やかに中国政府に改革の必要性を喚起し、とりわけレバレッジの上昇がグローバルな懸念を生み出している経済情勢の中で、デフォルトのない社債市場は不健全であるという見方を示してきました。

中国政府はこれを肝に銘じたようで、レバレッジの解消に向けた意欲と確固たる姿勢をみせています。その結果、デフォルト率が上昇しました。

しかし、以前はデフォルトがないことを批判してきた一部は、今度はデフォルトが増えてきたことに警鐘を鳴らしています。こうした方々に満足頂くのは大変難しいことです。

投資家は懸念をすべきか

その必要はないでしょう。

デフォルトは全体の件数でも金額でも増加していますが、これが予想の範囲内で、中国のレバレッジ解消政策がもたらした合理的な水準である限り、投資家は過度に懸念を募らす必要はないと考えています。

最近の進展

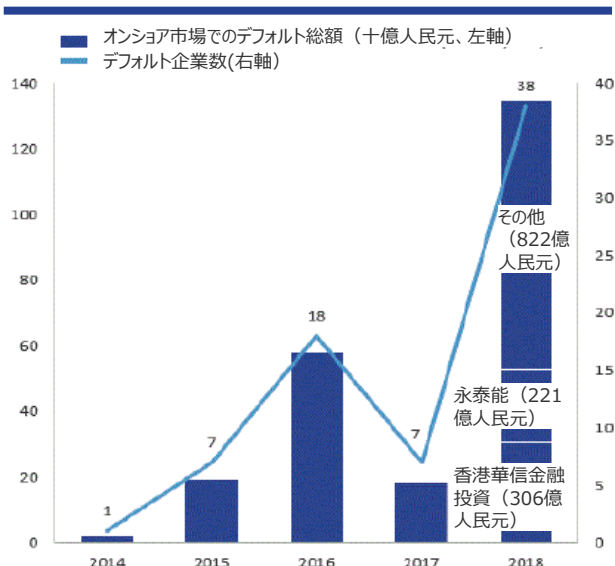
デフォルト件数は2016年の18件から2018年には38件に増加しましたが、2016年には約500億人民元だったデフォルト金額も2018年には二倍以上の1,350億人民元にのびました。しかし、これは中国の社債市場全体で見るとわずか0.7%の割合で、悲惨な状況にはほど遠いと言えます。

クレジットの悪化に注目したニュースに惑わされるのではなく、デフォルトの増加は、経済の流動性が全体として引き締められていることの兆候と捉えたほうが良いと考えています。そして、これはレバレッジの解消政策を進めるなかで予想できたことです。

しかし、中国システムの特異性から（大企業や国との結び付きが強い企業に有利）、流動性の引き締めの影響は民間セクターに偏っており、特に中小企業が痛手を被りました。

中国政府はこうした意図しない結果を認識し、政策に変更を加えています。レバレッジの解消という信念を貫き通しながら、中小民間企業が不当に扱われないように努めています。

2014年以降の中国のオンショア市場でのデフォルト



出所：Wind, Bloomberg, company announcements, Goldman Sachs Global Investment Research. 2019年1月

注：1 中国証券監督管理委員会（CSRC）の規制下にある、2015年以前に発行された私募債のデフォルトは含めていません。非上場の中小企業で開示されている情報が限定的であるためです。

2 中国のオンショア市場ではクロス・デフォルト条項がないケースがほとんどですが、一銘柄デフォルトした場合、すべての債券でデフォルトしたものと見做しています。

投資家が2019年に準備しておくべきこと

- どのような状況になるか注視が必要ですが、投資家が懸念すべきなのは、現在の水準から大幅にデフォルトが増加した場合と考えています。
- さらに、デフォルトの絶対数と金額の増加に加えて、投資家の懸念の程度は、その破綻理由によって変わってくるでしょう。
 - 政策主導のデフォルトの増加、それ故にデフォルトが意図された結果であり、社債市場全体の健全な発展を意味するものであれば、怖れる必要はないでしょう。究極的にはデフォルトは、社債市場の信憑性と健全性を保つために必要な創造的破壊者なのです。
 - 反対に、経済成長の鈍化、売上や収益の悪化によってデフォルトが増加することに対しては、投資家は注意を払わなければならないと考えています。

社債の投資家にとっての重要な点

中国政府は細心の注意を払っていますが、中国の社債市場の発展はスムーズには進まないと考えています。

投資家、そして資産価格は悪いニュースに影響されやすい状況にあります。なぜなら、市場はまだ成長段階にあり、社債の分析や選別のスキルを学習している段階にあるからです。

中国社債市場の国内参加者が、企業規模や、地方あるいは中央政府との結び付きや関係を重視した投資を行うのではなく、良い銘柄と悪い銘柄を識別するようになるに従い、差別化は大きくなり、ボラティリティは高まると予想しています。

この結果、すでに見られているように、外貨建て債と現地通貨建て債の両市場において、収益機会となるような大きな調整や価格の激しい変動といった状況が増えるでしょう。

外貨建て債と現地通貨建て債、国債と社債といったあらゆる市場において、ベストの投資のアイデアを選択出来る、アンコンストレインド型で完全にアクティブな運用戦略がこうした投資機会を最も有効に活用することができると考えています。

ディスクレマー

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。最終的な料率・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。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマーシング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング債アンコンストレインド戦略：年率 1.00%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） 成功報酬 20%

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、その料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。

本資料は受領者へ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はご遠慮下さい。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。