

*** レポート ***

アジアハイイールド債券ファンドについての一考察

資産運用研究所 呂 潔

要 約

欧州でソブリン債務の信用不安を抱える中、有望な投資先としてアジア地域に注目が集まっている。近年域内の株式やソブリン債券への投資が行われているが、昨年以降、ハイイールド債券をテーマとしたファンドの増加が際立っている。

本稿では 2012 年 4 月末現在で設定されているアジアハイイールド債券ファンドを対象に、それらの投資状況について格付け別、国（地域）別、業種別構成による調査を行った。その結果、国（地域）別では中国、香港、インドネシア、業種では金融、エネルギー、不動産といった投資先の偏りがあることが明らかとなった。

アジア地域におけるハイイールド債券を発行しているアジア企業の格付けは、当該国のソブリン格付けの影響を受けるが、近年アジア地域のうち、インドネシア、中国のソブリン格付けが引き上げられ、また中国などでは自国におけるハイイールド債券市場の発展を促進する動きも出ている。こうした点を背景に、今後も経済成長を続けていくとされるアジア地域において、ハイイールド債券市場のさらなる拡大が期待されよう。

目次

1. はじめに
2. ハイイールド債券と関連ファンドについて
3. アジアハイイールド債券ファンドについて
 - 3.1 格付け別構成の状況
 - 3.2 国（地域）別構成の状況
 - 3.3 業種別構成の状況
4. 発行市場からみたアジア地域におけるハイイールド債券の状況
 - 4.1 格付け別構成の状況
 - 4.2 国（地域）別構成の状況
 - 4.3 業種別構成の状況
5. おわりに

1. はじめに

2009年秋にギリシャの財政赤字問題が浮上して以降、欧州ソブリン債務危機の影響がグローバルに広がりつつある。国内の公募追加型株式投信（以下、ファンド）の売行きを示す月間資金増減状況（設定・解約状況）では、流入が続いていた資金の流れが一変し、2011年10月から2012年2月末まで5カ月連続して資金流出となった。投資信託協会の公表データによると、この5カ月間の流出総額（7,791億円）はリーマン・ショック時（2008年の10月～2009年2月）の流出額（4,000億円）を大きく上回っている。

欧州でソブリン債務の信用不安が高まる中、有望な投資先としてアジア地域に注目が集まっている¹。2011年9月から2012年4月末まで新規設定されたファンド(333本)のうち、アジア地域を主な投資先とするファンドは約3割に達する。これまでは域内の株式やソブリン債券への投資が主であったが、直近はハイイールド債券をテーマとしたファンドの増加も目立つ。この期間に新規設定されたアジアハイイールド債券ファンドは29本にのぼる。

1997年のアジア通貨危機以降、アジア地域の政府および中央銀行は、債券市場の育

¹ 今回の分析では、日本が含まれていない。

成を目指して、規制緩和や市場インフラ改善等の改革に積極的に取り組んできた。アジア債券市場の発行残高は、1997年末から2011年末にかけて約16倍に拡大した。アジアハイイールド債券ファンドが次々と設定されている中、アジア地域におけるハイイールド債券市場の現状を把握することは必要である。そこで本稿では、アジアハイイールド債券ファンドの投資状況を紹介しながら、アジア地域におけるハイイールド債券市場の起債状況を確認する。

2. ハイイールド債券と関連ファンドについて

アジアハイイールド債券ファンドを見る前に、ハイイールド債券の概要を確認しよう。債券市場は、発行体、発行場所、発行形態、償還期間等によって分類することができる。発行体で分類すると、ハイイールド債券は、事業会社が発行する債券に分類される。

政府、事業会社などの発行体は、予定通りに利払いや元本の返済といった債務を履行する能力が問われる。この能力は、発行体または債券そのものの信用度（格付け）によって評価される（図表1）。ギリシャ国債の例を挙げると、ギリシャが債務問題を起こして以降は、格付け評価機関による長期債務の格付けが「投資適格」から「投資不適格」に引き下げられた²。

国債と同様に、社債も「投資適格」「投資不適格」に分けられる。投資適格債券に比べると、投資不適格債券は債務返済能力が低く、信用リスクが高い為、高いクーポンが要求される。この高い利回りにちなんで70年代後半から投資不適格債券がハイイールド債券（high yield bond）と呼ばれるようになった。それまでは信用格付けが低く、デフォルト（債務不履行）リスクが高い債券は、ジャンク債、投機的債券などと呼ばれていた。

上述のように、ハイイールド債券の格付けは、発行体である事業会社（企業）の信用度により評価されるが、企業の信用度（格付け）は原則として当該国のソブリン格付けを上回ることはない³。したがって、アジア域内の企業の格付けもその当該国のソブリン格付けの影響を受けることになる。

² 格付け評価機関S&Pは2010年4月、Moody'sは同年6月、そしてFitchは2011年1月にギリシャ長期債務格付けを「投資不適格」に引き下げた。

³ ソブリン・シーリングもしくはカントリー・シーリングと呼ばれる信用評価に関する考え方である。なお、信用度の高い一部のグローバル企業は例外的に当該国のソブリン格付けを上回る格付けを取得する場合がある。

図表1 格付け評価機関による信用度評価⁴

信用度 (格付け)	格付け 等級	S&P	Moody's	Fitch	利回り	
投資適格	AAA格	AAA	Aaa	AAA	低	
	AA格	AA+	AA+	Aa1		AA+
		AA	AA	Aa2		AA
		AA-	AA-	Aa3		AA-
	A格	A+	A+	A1		A+
		A	A	A2		A
		A-	A-	A3		A-
	BBB格	BBB+	BBB+	Baa1		BBB+
		BBB	BBB	Baa2		BBB
		BBB-	BBB-	Baa3		BBB-
	BB格	BB+	BB+	Ba1		BB+
		BB	BB	Ba2		BB
		BB-	BB-	Ba3		BB-
	B格	B+	B+	B1		B+
		B	B	B2		B
		B-	B-	B3		B-
	CCC格	CCC+	CCC+	Caa1		CCC+
		CCC	CCC	Caa2		CCC
CCC-		CCC-	Caa3	CCC-		
CCC格以下	CC	CC	Ca	CC		
	C	C	C	C		
				DDD		
				DD		
			D	高		

出所：S&P、Moody's、Fitch 各社 HP より NFI 作成

現在、国内のファンド市場には、ハイイールド債券を主な投資先とするファンドが数多く存在している⁵。純資産総額の合計は、2012年4月末時点で4.5兆円を超えており、ファンド全体の1割程度を占めている。投資地域は、今回調査対象となるアジア地域を含め、グローバル市場である。中でも米国ハイイールド債券ファンドが突出して多い。4月末時点における200本近いハイイールド債券ファンドのうち、米国ハイイールド債券ファンド数が約6割を占めている。

⁴ プラス（マイナス）記号または1～3の記号は、「AA格」から「CCC格」までの格付けに同じ等級内の相対的な位置を示す符号である。
⁵ ハイイールド債券には、発行時に投資不適格と分類される格付けを持つものと、発行時に投資適格格付けをもっていたが、その後投資不適格格付けに格下げとなるもの2種類がある。ハイイールド債券ファンドの投資対象となる債券は、原則として運用会社が投資する時点において格付けが投資不適格である場合に限られる。

3. アジアハイイールド債券ファンドについて

アジアハイイールド債券ファンドは、アジア域内の企業が発行した債券のうち、投資適格に満たない債券に投資するファンドを指す。図表2は、2012年4月末時点で設定されているアジアハイイールド債券ファンドをまとめたものである。純資産総額は約2,200億円であり、本数は32本である。ただし、多くのファンドが通貨選択型といったシリーズファンドであり、マザーファンドベースでは8本である。設定日についてみると、2011年後半に設定されたものがほとんどである。以下、格付け別、国（地域）別や業種別の観点から、各ファンドの投資状況を詳しく見てみよう。

図表2 アジアハイイールド債券ファンド一覧（2012年4月末現在）

No	正式名称(目論見書より)	運用会社	設定日	純資産 総額 (億円)	レポー ト開示 有無	マザー ファンド	表示 番号
1	野村アジアハイイールド債券投信(円コース)毎月分配型	野村	2012/01/26	204	◎	同シ リーズ	①
2	野村アジアハイイールド債券投信(通貨セレクトコース)毎月分配型	野村	2012/01/26	730	◎		
3	野村アジアハイイールド債券投信(アジア通貨セレクトコース)毎月分配型	野村	2012/01/26	90	◎		
4	野村アジアハイイールド債券投信(円コース)年2回決算型	野村	2012/01/26	57	◎		
5	野村アジアハイイールド債券投信(通貨セレクトコース)年2回決算型	野村	2012/01/26	68	◎		
6	野村アジアハイイールド債券投信(アジア通貨セレクトコース)年2回決算型	野村	2012/01/26	21	◎		
7	ダイワ/フィデリティ・アジア・ハイイールド債券ファンド(通貨選択型)アジア通貨・コース(毎月分配型)	大和	2011/07/22	54	◎	同シ リーズ	②
8	ダイワ/フィデリティ・アジア・ハイイールド債券ファンド(通貨選択型)日本円・コース(毎月分配型)	大和	2011/07/22	29	◎		
9	ダイワ/フィデリティ・アジア・ハイイールド債券ファンド(通貨選択型)ブラジル・リアル・コース(毎月分配型)	大和	2011/07/22	530	◎		
10	アジア高利回り社債ファンド 現地通貨コース(毎月決算型)	大和	2012/03/02	0	-	-	-
11	アジア高利回り社債ファンド 円ヘッジコース(毎月決算型)	大和	2012/03/02	4	-	-	-
12	アジア ハイイールド債券オープン(為替ヘッジあり)	岡三	2011/11/18	7	◎	同シ リーズ	③
13	アジア ハイイールド債券オープン(為替ヘッジなし)	岡三	2011/11/18	4	◎		
14	アジア高利回り社債オープン(毎月決算型)(為替ヘッジなし)	岡三	2011/12/29	3	◎		
15	アジア高利回り社債オープン(毎月決算型)(為替ヘッジあり)	岡三	2011/12/29	6	◎		
16	JPMアジア・ハイイールド債券ファンド(為替ヘッジなし)	JPモルガン	2012/02/21	5	◎		
17	JPMアジア・ハイイールド債券ファンド(為替ヘッジあり)	JPモルガン	2012/02/21	4	◎	同シ リーズ	④
18	シュローダー・アジア・ハイイールド債券ファンド Aコース(為替ヘッジなし)	シュローダー	2012/03/06	4	◎	同シ リーズ	⑤
19	シュローダー・アジア・ハイイールド債券ファンド Bコース(為替ヘッジあり)	シュローダー	2012/03/06	4	◎	同シ リーズ	-
20	フィデリティ・アジア・ハイイールド・ファンドA(為替ヘッジあり)	フィデリティ	2012/04/26	0	-	-	-
21	フィデリティ・アジア・ハイイールド・ファンドB(為替ヘッジなし)	フィデリティ	2012/04/26	0	-	-	-
22	GS アジア・ハイイールド債券ファンド アジア通貨コース	ゴールドマン	2011/10/11	45	◎	同シ リーズ	⑥
23	GS アジア・ハイイールド債券ファンド 円コース	ゴールドマン	2011/10/11	95	◎		
24	GS アジア・ハイイールド債券ファンド 米ドルコース	ゴールドマン	2011/10/11	15	◎		
25	りそなアジア・ハイイールド債券ファンド アジア通貨コース	損保ジャパン	2011/09/30	17	◎	同シ リーズ	⑦
26	りそなアジア・ハイイールド債券ファンド 高金利通貨コース	損保ジャパン	2011/09/30	7	◎		
27	りそなアジア・ハイイールド債券ファンド 日本円コース	損保ジャパン	2011/09/30	31	◎		
28	りそなアジア・ハイイールド債券ファンド ブラジルリアルコース	損保ジャパン	2011/09/30	38	◎		
29	アジア・ハイイールド債券ファンド(毎月分配型)為替ヘッジなしコース	損保ジャパン	2011/10/07	43	◎		
30	アジア・ハイイールド債券ファンド(毎月分配型)成長通貨コース	損保ジャパン	2011/11/14	3	◎		
31	アジア・ハイイールド債券ファンド(毎月分配型)円ヘッジコース	損保ジャパン	2012/01/25	68	◎		
32	ING・アジア・ハイイールド債券ファンド 日本円コース(毎月分配型)	ING	2011/12/05	11	◎		

出所：投信協会データより NFI 作成

3.1 格付け別構成の状況

各運用会社が公表している最新の運用レポートをもとに、ファンドもしくは組入れているマザーファンドの投資債券の格付け別構成比率を図表3にまとめた⁶。各運用会社によって格付けの採用基準に異なる点はみられるが、基本的にS&P、Moody'sの2社もしくはFitchを含む3社のうち、いずれか低い方の格付けが使用されている。

図表3 アジアハイールド債券ファンドの投資債券の格付け別構成

No.	①		②		③		④	
	格付け	投資比率	格付け	投資比率	格付け	投資比率	格付け	投資比率
1	A以上	8.5%	A以上	4.4%	A以上	0.9%	A以上	1.9%
2	BBB	22.1%	BBB	5.6%	BBB	5.4%	BBB	9.9%
3	BB	43.8%	BB	64.8%	BB	49.6%	BB	47.8%
4	B	19.9%	B	18.3%	B	32.0%	B	26.1%
5	CCC以下および無格付け	0.0%	CCC	1.3%	無格付け	5.5%	無格付け	14.3%
6			無格付け	5.6%				
全体(債券比率)		94.3%			93.4%		100.0%	
投資不適格債券比率		63.7%			87.1%		88.2%	
平均格付け		BB+			BB-		B+	
デュレーション(年)		5.5			3.9		5.3	
最終利回り		6.3%			8.7%		7.9%	

No.	⑤		⑥		⑦		⑧	
	格付け	投資比率	格付け	投資比率	格付け	投資比率	格付け	投資比率
1	A以上	0.0%	A以上	4.6%	A以上	2.7%	A以上	0.0%
2	BBB	11.9%	BBB	10.4%	BBB	12.1%	BBB	4.0%
3	BB	39.8%	BB	32.3%	BB	46.1%	BB	56.3%
4	B	29.9%	B	28.0%	B	22.8%	B	26.6%
5	CCC	0.0%	CCC	0.7%			CCC以下および無格付け	6.7%
6	無格付け	18.5%	無格付け	16.6%				
全体(債券比率)		100.0%	92.6%		83.8%		93.8%	
投資不適格債券比率		88.2%	77.6%		68.9%		89.6%	
平均格付け		BB-	BB-		BB		BB-	
デュレーション(年)		4.2	4.0		4.2		3.3	
最終利回り		8.3%	8.1%		7.6%		8.4%	

出所：各運用会社 HP より NFI 作成

図表3を見ると、ファンドの債券保有比率は80%~100%となっており、いずれも高位を保っている。そのうち、投資不適格債券(ハイールド債券)の割合は、60%~90%とファンドによってバラツキがある。ハイールド債券が主な投資対象であるが、実際

⁶ 運用レポートが公表されていないファンドは今回対象外。また、同じマザーファンドに投資するファンドが複数ある場合は、1ファンドとして記載する。図表4に示しているように対象となったファンドは8つである。

には投資適格債券を保有するケースも多いことが分かる。

格付け別の投資比率についてみると、いずれのファンドにおいても「BB 格」の投資比率が最も高い。ただ、信用度（格付け）が特に低い「CCC 格」以下もしくは無格付けの債券への投資比率は 0%～20%と、ファンドによって違いがみてとれる。一方、ポートフォリオの平均格付けについてみると、大半のファンドの平均格付けは「BB 格」、平均最終利回りは 6.3%～8.7%となっている。代表的な指数であるシティグループの新興国ソブリン・非投資適格債券インデックスの最終利回りが 7.2%である⁷。それに比べると、アジアハイイールド債券ファンドは同程度かもしくはそれを上回っている。

3.2 国（地域）別構成の状況

図表 4、図表 5 は各ファンドの投資国（地域）別構成を表すものである。ファンドによってはアジア地域以外に投資するケースもあるが、基本的に日本を除いたアジア地域の国々を中心に投資する様子がみてとれる。

対象ファンドのうち、組入れ上位 5 カ国のみを開示するファンドを除けば、いずれも 10 カ国程度に分散投資をしている。ほとんどのファンドで、中国、香港およびインドネシアが組入れ国（地域）の上位 3 カ国を占めており、3 カ国の組入れ比率の合計は 50%～80%と高い割合を占めていることが確認できる。

図表 4 アジアハイイールド債券ファンドの投資国（地域）別構成

No.	①		②		③		④	
	国(地域)	投資比率	国(地域)	投資比率	国(地域)	投資比率	国(地域)	投資比率
1	中国	18.9%	中国	32.9%	中国	44.3%	中国	43.4%
2	香港	18.5%	インドネシア	20.6%	インドネシア	23.5%	インドネシア	25.9%
3	インドネシア	18.3%	香港	18.6%	シンガポール	9.0%	香港	12.2%
4	インド	8.0%	インド	8.4%	香港	5.0%	インド	8.0%
5	フィリピン	7.7%	韓国	3.6%	マカオ	4.6%	シンガポール	4.7%
6	その他の国	22.9%	シンガポール	2.7%	その他の国	7.0%	その他の国	5.8%
7			タイ	2.0%				
8			フィリピン	1.8%				
9			その他の国	9.5%				
	全体(債券比率)	94.3%		100.0%		93.4%		100.0%
	上位3位までの比率	55.7%		72.1%		76.8%		81.5%

出所：各運用会社 HP より NFI 作成

⁷ シティグループの算出結果に基づく（2012年4月末時点）。

図表5 アジアハイイールド債券ファンドの投資国（地域）別構成

No.	⑤		⑥		⑦		⑧	
	国(地域)	投資比率	国(地域)	投資比率	国(地域)	投資比率	国(地域)	投資比率
1	中国	48.2%	中国	32.3%	中国	37.3%	中国	37.0%
2	インドネシア	11.9%	インドネシア	20.2%	香港	15.4%	インドネシア	23.9%
3	香港	11.4%	香港	14.6%	インドネシア	12.0%	香港	8.7%
4	インド	10.3%	フィリピン	7.8%	フィリピン	4.0%	インド	7.5%
5	フィリピン	5.4%	インド	6.7%	インド	3.5%	マレーシア	4.5%
6	シンガポール	5.2%	シンガポール	2.2%	オーストラリア	3.4%	台湾	4.0%
7	マカオ	2.4%	ベネズエラ	1.8%	シンガポール	2.6%	フィリピン	4.0%
8	韓国	2.2%	ロシア	1.5%	韓国	1.4%	マカオ	2.6%
9	マレーシア	2.0%	オランダ	1.3%	マレーシア	1.1%	シンガポール	1.6%
10	台湾	1.0%	スリランカ	1.1%	台湾	1.0%		
11			ノルウェー	1.0%	モンゴル	0.9%		
12			韓国	0.7%	スリランカ	0.8%		
13			タイ	0.5%	タイ	0.4%		
14			マレーシア	0.3%				
15			モンゴル	0.3%				
16			アラブ首長国連邦	0.2%				
全体(債券比率)		100.0%			83.8%		93.8%	
上位3位までの比率		71.5%			64.7%		69.6%	

出所：各運用会社 HP より NFI 作成

3.3 業種別構成の状況

図表6はファンドの投資業種別構成をまとめたものである⁸。但し、ファンドの業種区分は、運用会社が定めた定義に基づく場合もあれば、情報ベンダーもしくはインデックス・プロバイダーが定めた定義に基づく場合もあるので、留意されたい。

各ファンドによって業種の定義が異なる点に注意する必要があるが、全体的に見ると、金融（銀行を含む）、エネルギー（石油・ガス、石炭を含む）、不動産といった業種が上位に占めている。構成比率を確認すると、トップ業種の割合が20%程度のファンドが多いが、中には1業種に60%～70%程度の集中投資を行うファンドもあり、投資先の業種に偏りがみられる場合もある。

⁸ 業種別構成が開示されていないファンド①については、空白としている。

図表6 アジアハイイールド債券ファンドの投資業種別構成

No.	①		②		③		④	
	業種	投資比率	業種	投資比率	業種	投資比率	業種	投資比率
1	-	-	素材	26.7%	資本財	78.9%	不動産	30.8%
2			不動産	19.6%	公益	7.7%	石炭	11.3%
3			銀行	13.9%	金融	1.8%	電気	9.2%
4			サービス	6.1%	その他	4.1%	石油・ガス	6.3%
5			公益	5.0%			その他	42.4%
6			テクノロジーおよび電子機器	4.5%				
7			通信	3.9%				
8			資本財	2.0%				
9			エネルギー	1.8%				
10			自動車	1.3%				
11			消費財(景気敏感)	0.3%				
12			その他	14.8%				
全体				100.0%		93.4%		100.0%
上位3位までの比率				60.2%		88.4%		51.3%

No.	⑤		⑥		⑦		⑧	
	業種	投資比率	業種	投資比率	業種	投資比率	業種	投資比率
1	金融	40.1%	不動産	20.8%	不動産	26.8%	資本財	66.2%
2	資本財	13.9%	エネルギー	16.1%	銀行	10.8%	金融	12.3%
3	素材	10.7%	コングロマリット	9.8%	石炭	8.8%	石油・ガス	8.2%
4	エネルギー	9.0%	公益事業	9.7%	コングロマリット	5.1%	公益企業	3.9%
5	公益事業	8.4%	金融業	9.5%	金融サービス	4.2%	メディア・テレコム	3.0%
6	一般消費財	6.4%	通信	7.7%	電力	3.5%		
7	総合	6.3%	基礎資材	6.7%	商業サービス	3.4%		
8	生活必需品	3.2%	商工業	5.5%	鉄鋼	2.8%		
9	テクノロジー	2.2%	消費(非景気循環型)	3.8%	金属・鉱業	2.7%		
10			消費(景気循環型)	3.0%	その他	15.5%		
全体		100.0%		92.6%		83.8%		93.8%
上位3位までの比率		64.7%		46.7%		46.4%		86.7%

出所：各運用会社HPよりNFI作成

アジア通貨危機をきっかけに、危機再発の防止と資本市場の健全化を図るため、アジア地域の各国政府および中央銀行が金融システムの整備に着手し始めた。近年アジア地域の好調な経済発展に伴い、域内に進出する欧米企業や日本企業のみならず、現地企業によるファイナンスのニーズも高まっている。社債の発行・引受および販売市場の整備は、信用力が相対的に劣る企業にも資金調達の手助けを与えるという観点から不可欠なものといえよう。次章では、発行市場の側面からアジア地域におけるハイイールド債券市場の現状を探ってみることにする。

4. 発行市場からみたアジア地域におけるハイイールド債券の状況

アジア地域の債券市場では、発行形態によって外貨建て債券（主に米ドル建て）と自国通貨建て債券の大きく2つに分かれる。アジア開発銀行の公表データによると、2011年末のアジア地域（中国、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、香港、ベトナム）における外貨建て債券（国債および社債）の発行残高は4,714億ドル、自国通貨建て債券は5.6兆ドルに達している。これは1997年末のおよそ16倍となっている⁹。

社債（金融債を含む）は、外貨建て、自国通貨建てを合わせて2.3兆ドルで全体の約4割を占めている。図表7に示すように、外貨建て社債の発行残高が最も多い国は韓国である（1,181億ドル）。香港、中国、シンガポールがそれに続く。一方、自国通貨建て社債の発行残高が1,000億ドル以上の規模を有するのは中国、韓国とマレーシアである。参考までに、日本では、外貨建て社債は700億ドル、自国通貨建て（円建て）社債は1.2兆ドルに上っており、自国通貨建て社債の規模は上記9カ国合計の3分の2に匹敵する。

図表7 アジア地域における社債の発行残高（単位：億ドル）
(2011年12月末現在)

国・地域	外貨建て	自国通貨建て	計
中国	776	8,519	9,295
韓国	1,181	7,194	8,375
香港	869	780	1,648
マレーシア	222	1,057	1,279
シンガポール	316	710	1,027
タイ	63	433	497
インドネシア	190	162	352
フィリピン	81	99	180
ベトナム	2	15	17
計	3,700	18,970	22,670

出所：アジア開発銀行データより NFI 作成

上記のアジア地域における社債は、投資適格債券とハイイールド債券を合わせたものである。それでは、アジア地域で起債されているハイイールド債券の発行属性別状況は

⁹ アジア開発銀行「Regional Overview」(<http://asianbondsonline.adb.org/>)。

どうであろうか。ここでは、トムソン・ロイターに収録されている未償還の債券データを用いて、アジアハイイールド債券ファンドと同様に、格付け別、国（地域）別、投資業種別に分析を試みる。なお、調査時点における格付け評価機関 S&P、Moody's、Fitch のいずれかの格付けが BB 格以下の債券をハイイールド債券と定義する。

上記の手順により得られたサンプルデータを見てみると、発行体の所在地を限定しないグローバル市場全体で起債されているハイイールド債券は計 11,132 件存在する。発行体の所在地別では、米国（プエルトリコを含む）が 5,626 件と最も多い。一方、アジア地域は域内で起債のあった 14 カ国を併せても僅か 189 件である¹⁰。金額ベースでは、外貨建てと自国通貨建てを合わせた発行額は 692 億ドルと試算される¹¹。次節以降の分析では、これらの債券を対象に、アジア地域におけるハイイールド債券の状況を格付け別、国（地域）別、業種別にみていくことにする。

4.1 格付け別構成の状況

図表 8 は調査時点におけるアジア地域のハイイールド債券の格付け別の状況を表している。格付け評価機関 2 社以上の格付けを有する場合、アジアハイイールド債券ファンドの運用レポートの公表ルールに倣い、付与されている格付けのうち最も低い格付けを S&P の表記法で記載した。

図表 8 に示すように、分析対象としたハイイールド債券にはすべて格付けが付与されており、格付けを取得していない（無格付け）債券は含まれていない。格付けは主に「BB 格」「B 格」に集中しているが、中には債務不履行を示す「D 格」の格付けも存在している。調査時点の最終利回りについてみると、格付けが「BB 格」から「CCC 格」に低下するにつれて、平均水準が 30%程度まで上昇している。信用格付けが同レベルの米国ハイイールド債券の利回り水準に比べると、アジア地域のハイイールド債券の利回りは相対的に高いようだ¹²。

¹⁰ アジア地域は、インド、インドネシア、カンボジア、シンガポール、スリランカ、タイ、韓国、中国、ネパール、パキスタン、バングラデシュ、東ティモール、フィリピン、ブータン、ブルネイ、ベトナム、マレーシア、ミャンマー、モルディブ、モンゴル、ラオス 21 カ国としている。

¹¹ 米ドル以外の通貨建て債券は、発行額、発行通貨および発行日の為替レートにより算出している。

¹² 例えば、メリルリンチが算出している米国ハイイールド債券「BB 格および B 格」、「CCC 格および以下」の利回りは、6.6%、12.1%である（2012年4月末時点）。

図表 8 アジア地域におけるハイイールド債券の格付け別状況

No.	S&P格付け 表示	発行 債券数	クーポン (平均)	最終利回り (平均)※
1	BB+	12	6.9%	6.0%
2	BB	19	7.7%	10.8%
3	BB-	41	8.1%	9.1%
4	B+	46	9.4%	10.6%
5	B	33	11.2%	14.4%
6	B-	16	10.1%	18.0%
7	CCC+	6	11.4%	28.8%
8	CCC	8	10.1%	28.0%
9	CCC-	4	7.2%	32.6%
10	C	2	2.8%	-
11	D	2	-	-
総計		189	-	-

※トムソン・ロイターの試算に基づく。
出所：トムソン・ロイターデータより NFI 作成

4.2 国（地域）別構成の状況

図表 9 は債券の発行体の所在地に基づく国（地域）別の状況を示したものである。14 カ国中、発行本数の多い順にみると、香港、中国、シンガポール、インドネシア、インドとなっており、これら 5 カ国の合計比率は全体の 8 割程度を占めている。これは、第 3 章の図表 5 で示したアジアハイイールド債券ファンドの組入れ上位の投資国と概ね一致している。

一方、発行市場と発行通貨の内訳を見ると、自国市場で発行された債券の本数は全体の 4%に満たず、大半は米国またはユーロ債市場で起債されている。また、9 割以上は米ドル中心の外貨建債券である。したがって、アジア地域におけるハイイールド債券市場は活発化しているとはいえないのが実情である。

その背景には、国内の社債市場、特に信用リスクが高い（信用格付けが低い）中堅・中小企業向けの市場整備がまだ進んでおらず、銀行融資が得られない場合は自国以外の地域で債券を発行し資金調達を行わざるを得ないことや、自国に規模が大きい国内引受業者がなく、引受主幹事が外国の業者となって外貨建ての社債発行が行われることが挙げられる。また、近年アジア地域の企業は、海外で積極的に企業買収を行っており、これも外貨建て債券を発行する一つの理由ではないかと考えられる。実際、今回調査を行

ったハイイールド債券のうち、資金用途について企業買収と明記されている銘柄は 12 件ほどある。

図表 9 アジア地域におけるハイイールド債券の国（地域）別状況

No.	発行体所在地	発行本数	発行市場			発行通貨						
			自国	米国	ユーロ債市場	インドネシアルピア	フィリピンペソ	ユーロ	シンガポールドル	人民元	台湾ドル	米ドル
1	香港	51		18	33			1		1		49
2	中国	51		19	32				1	8		42
3	シンガポール	29		11	18							29
4	インドネシア	10	3	3	4	3						7
5	インド	9		3	6							9
6	韓国	8		3	5			1				7
7	フィリピン	8	2		6		2					6
8	モンゴル	5		1	4							5
9	タイ	5		2	3							5
10	マレーシア	4		1	3							4
11	ベトナム	3		1	2							3
12	台湾	2	2								2	
13	スリランカ	2		1	1							2
14	パキスタン	2		1	1							2
総計		189	7	64	118	3	2	2	1	9	2	170

出所：トムソン・ロイターデータより NFI 作成

4.3 業種別構成の状況

図表 10 は、トムソン・ロイター公表の業種区分をもとに、ハイイールド債券の業種別の状況をまとめたものである。国ごとの業種分布を見る為に、発行体の所在地も並列表示している。業種ごとの発行本数を見ると、銀行（Banking）、金融（Finance）、不動産開発（Land dev/Real Estate）の起債件数が際立っている。アジアハイイールド債券ファンドにおける業種定義とは異なるものの、金融関連業種に集中していることが確認できる。実際、発行体所在地と合わせて見ると、特に起債の多い中国、香港、シンガポールでは主に金融、不動産開発といった金融関連業種のハイイールド債券を中心に起債されているようだ。アジアハイイールド債券の発行市場が特定の国や業種に集中しているという事実は、アジアハイイールド債券ファンドにおいて地域や業種の偏りをもたらす原因の一つとなっている。

図表 10 アジア地域におけるハイイールド債券の業種別状況

No.	S&P業種 (アルファベット順)	発行 本数	発行体所在地													
			インド	インドネシア	シンガポール	スリランカ	タイ	パキスタン	フィリピン	ベトナム	マレーシア	モンゴル	韓国	香港	台湾	中国
1	Auto/Truck mfrs.	2	2													
2	Banking	30	5	1	3	2	1		8	2		3	2	1	2	
3	Building - Brick, cement	7														7
4	Building - Contracting, engineering, construction	1												1		
5	Chemicals	2												2		
6	Conglomerate/diversified	4												4		
7	Electronics/Electric - Electronic equipment	4			4											
8	Electronics/Electric - Semiconductors	3											3			
9	Finance	62		1	14						4		2	16		25
10	Finance - Services	1		1												
11	Food	1											1			
12	Glass/products	1												1		
13	Home Furnishings - Furniture	1								1						
14	Investment	4												4		
15	Land dev./Real Estate	28			4									11		13
16	Manufacturing/Distr	1		1												
17	Mining/Diversified	2										2				
18	Mining/Diversified - Coal	6		4												2
19	Oil and Gas	2														2
20	Paper/Products	1			1											
21	Plastic/Products	2														2
22	Services	5												5		
23	Steel-Iron	4												4		
24	Telecommunications	2			2											
25	Telecommunications - Mobile, cellular	6					4	2								
26	Textiles	2												2		
27	Transportation	1			1											
28	Utilities-Electric	4	2	2												
	総計	189	9	10	29	2	5	2	8	3	4	5	8	51	2	51

出所：トムソン・ロイターデータより NFI 作成

5. おわりに

2011 年後半からアジアハイイールド債券ファンドが相次いで新規設定されている。これらのファンドの投資状況に関して、格付け別、国（地域）別、業種別構成を確認した結果、投資先の国や業種に偏りがあることが明らかとなった。この背景には、アジア地域のハイイールド債券の起債市場における発行体が、特定の国や業種に集中していることが挙げられる。

ハイイールド債券の発行体は企業であり、その信用度（格付け）の上限は企業本体が所在する国のソブリン格付けとなるため、ハイイールド債券を発行するアジア地域の企業の格付けも、その当該国のソブリン格付けの影響を受けることになる。しかし、近年アジア地域のうち、インドネシア、中国などのソブリン格付けが引き上げられ、また中国などで自国におけるハイイールド債券（自国通貨建て）市場の発展を促進する動きもみられる。経済成長を続けるアジア地域におけるハイイールド債券市場のさらなる成長、そしてこのカテゴリーのファンド市場の拡大が期待される。

参考文献

- 岡東務・松尾順介[2003], 『現代社債市場分析』 シグマベイスキャピタル株式会社
胥鵬[2007], 『社債市場の育成と発展』 財団法人法政大学出版局
竹内淳[2005], 「アジアの債券市場育成とアジアボンドファンド」 日本銀行調査季報 1月号