



アジア債券：耐性のあるポートフォリオ構築のためのアセットクラス

ロー・ガン・イー 債券運用部門 CIO、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

新型コロナウイルスの感染拡大によってもたらされた世界経済の悪化からの回復度合いが各国でまちまちなか中、アジアは世界の他の地域よりも早く経済回復が進むと予想されています。先進国の債券利回りは低水準にとどまっていますが、アジア債券の多くは魅力的な利回り、高くオリティ、分散効果を投資家に提供しています。アジア債券は投資家がコロナ後における耐性のあるポートフォリオを構築するための必須アセットクラスと考えています。

2020年の先進国の国債利回りは、記録的な低水準にまで低下しましたが、これは、先進各国の中央銀行が新型コロナウイルスのパンデミック（世界的な大流行）による経済的な悪影響に対する政策として、金利の引き下げ、国債購入プログラムなどを開始したためです。世界の中央銀行が政策金利と債券利回りを低位に抑えようとしていることから、投資家は最も安全な債券である国債からのリターン

がゼロに近いかマイナスになるという状況に直面しています。利回りがマイナスとなっている債券の総額は世界全体で15.5兆米ドル¹に達しています。こうした環境下、世界の投資家はアジアの債券に目を向けることで、自身が望む投資成果を享受することが期待できます。アジア債券市場が持つその多様性は、投資家の多くに魅力的な利回り、高くオリティ、分散効果を提供し、コロナ後の時代に必要な、より耐性のあるポートフォリオ構築に役立つものと考えます。

クオリティ – 強固な市場

アジアは国によってその違いはあるものの、先進国と比較して、より健全な債務状況下でパンデミックの影響を受けました。多くのアジアの政府や中央銀行は、パンデミックの経済的悪影響に対して景気刺激策を実施していますが、現在までのアジア新興国の

中央銀行による国債購入の規模は、先進国に比べるとはるかに規模の小さいものとなっています。
(図表1)

各国のバランスシートの健全性や利回りの高さなどが注目される中で、ここ数か月間で中国国債などのアジアのソブリン債へ外国人投資家からの資金流入があったのは当然の流れと言えます。一方、インドやインドネシアでは、財政赤字拡大や新規国債発行の増加に対する懸念により、外国人投資家の国債保有が減少しています。こうした市場の二分化は、アクティブ運用の必要性を明確に示しています。

アジア各国のバランスシートは比較的良好な状態にあるだけでなく、アジアの投資適格社債(IG)の信用度も先進国と比較して良好な状態にあると言えます。新興国市場のIGの負債比率*は直近12か月間(2019年10月末~2020年9月末)で1.6倍と、米国(2.4倍)や欧州(3.9倍)を大きく下回っています²。

*負債比率は負債をEBITDA(利払い前、税引き前、減価償却前利益)で割って求めます。

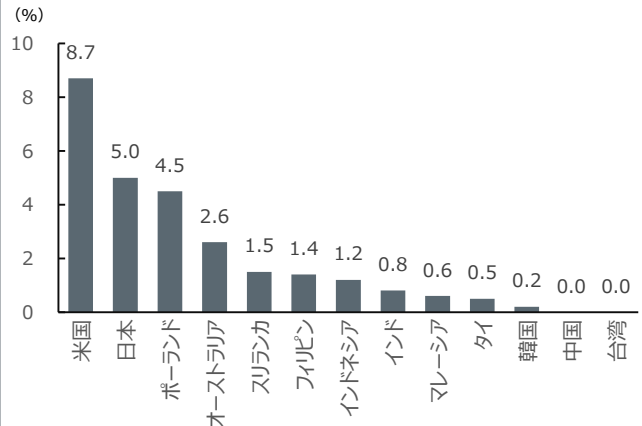
3月に新型コロナウイルスのパンデミックが発生し、市場の変動性(ボラティリティ)が上昇した際には、アジアのIGは他のグローバルの国や地域のIGよりもボラティリティは低水準でした。(図表2)

これは、不況時に政府の救済を受けやすい国有企業が、アジアのIG発行体で大きな割合(約25%)を占めていることが一因となっています。

さらに過去10年間で、アジア債券へのアジア域内の投資家層の拡大が市場の安定性を高めています。アジアの投資家は、主に現地の年金基金、保険会社、投資信託などで構成されており、これらの投資家による米ドル建て債券の新規発行に占める割合は、2010年の53%から最近75%を超える水準まで増加しています。(図表3)

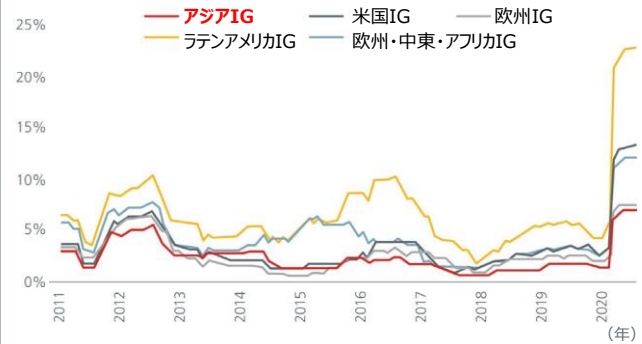
アジアの投資家は、世界の投資家のリスク回避姿勢が鮮明となる局面において、域外の投資家からの資本流出の流れに対する緩衝役として市場安定化に貢献しています。

図表1：中央銀行の国債購入額(対GDP比、%)



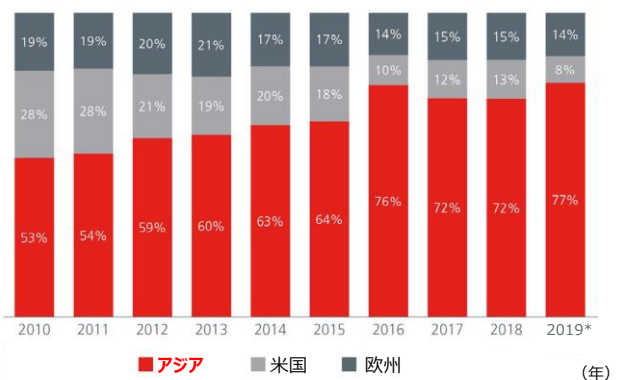
出所: CEIC、Haver、Citi Researchのデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。(2020年8月時点)

図表2：アジアの投資適格社債(IG)の超過リターン
のボラティリティは他の国・地域よりも低い



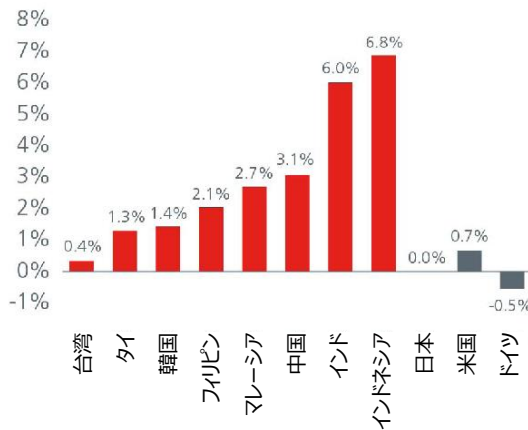
出所: ICE Data Indices LLC、BofA Global Researchのデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。

図表3：アジア債券市場～米ドル建て新規発行総額
における投資家の地域別分布

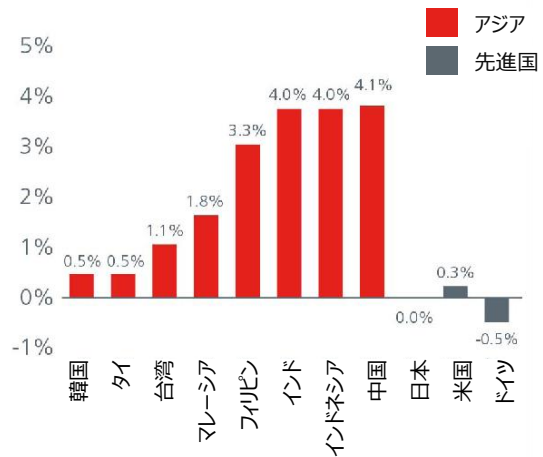


出所: Dealogic、BofA Merrill Lynch Global Research(2019年7月時点)のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。*2019年は1月から2019年7月の値。

図表 4 : 10年国債の利回り (現地通貨建て)

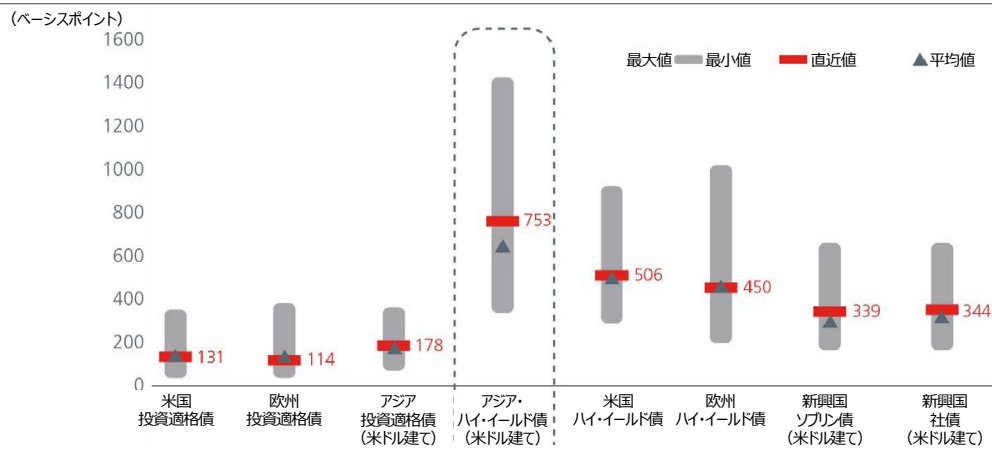


図表 5 : 政策金利



出所: Bloomberg L.P.のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ (シンガポール) 作成。(2020年9月時点)

図表 6 : 直近10年間におけるオプション調整済みスプレッドの推移



出所: Bloomberg L.P.のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ (シンガポール) 作成。(2020年8月31日時点) 米国投資適格債、欧州投資適格債、アジア投資適格債 (米ドル建て)、アジア・ハイ・イールド債 (米ドル建て)、米国ハイ・イールド債、欧州ハイ・イールド債については、ICE BofAの当該インデックスを使用。新興国ソブリン債 (米ドル建て) はJPMorgan Emerging Markets Bond Index Global、新興国社債 (米ドル建て) はJPMorgan Corporate Emerging Markets Bond Indexを使用。

利回り – その魅力的な水準に注目

現在、多くのアジアの10年国債利回りは先進国の同利回りを上回っています。(図表 4) また、パンデミックによる経済の落ち込みに対処すべく、多くのアジアの中央銀行が金利を引き下げましたが、それでも政策金利は先進国に比べて依然として高い水準にあります。(図表 5) これは、アジア各国の中央銀行には、必要に応じて依然として緩和の余地があることを示唆しており、債券市場を下支えすることとなるでしょう。ただし当面の間は、多くのアジアの中央銀行は現状の水準を維持しながら、更なる市場混乱といった万一に備え、民間部門における金融環境の維持に注力していくものと考えています。

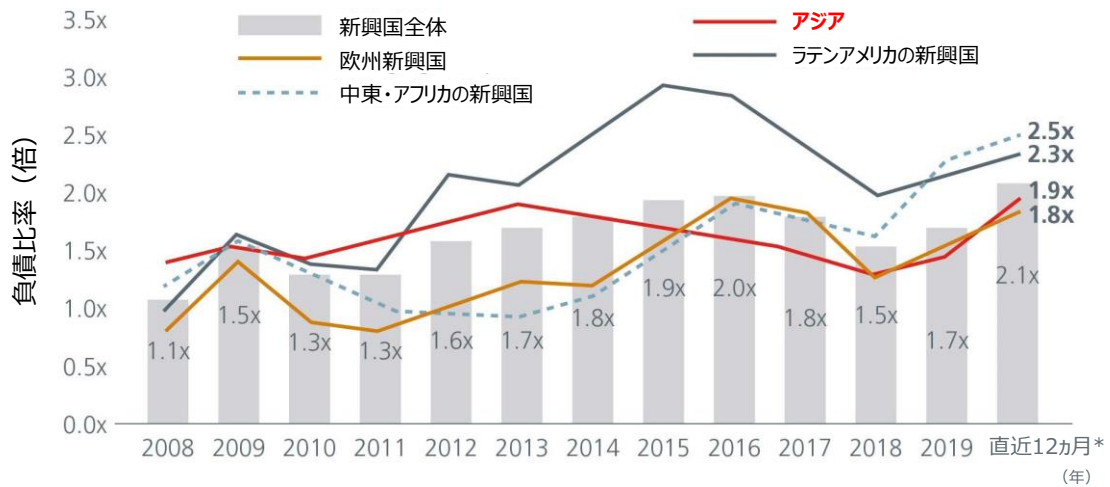
ここ数年間は、アジアのハイ・イールド債市場の高い利回りが投資家の関心を集めてきました。

アジア・ハイ・イールド債は過去10年間で年率7.3%のリターンをあげ、米国 (同6.7%) や欧州 (同5.7%) のハイ・イールド債のリターンを上回ってきました。アジアと米国ハイ・イールド債の利回り格差は3月に米国ハイ・イールド債の利回りが急上昇したことから縮小しましたが、アジア・ハイ・イールド債は依然として魅力的なリターンを提供しています。

2020年8月31日時点で、アジア・ハイ・イールド債の国債とのスプレッドは平均753ベースポイントと、米国ハイ・イールド債の同506ベースポイントを上回っています。さらに重要なのは、これらのスプレッドは依然として過去10年間の平均値を上回っており、アジア・ハイ・イールド債のスプレッドがさらに縮小する余地があることです。(図表 6) 2007年6月末~2020年8月末の期間において、アジア・ハイ・イールド債利回りが7~8%の時に投資を行った場合の3年間のローリング・リターンは7.1% (年率) でした³。

※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

図表 7：ハイ・イールド債券の発行体の負債比率の推移 ～アジアと他の新興市場との比較



出所：JPMorgan、Bloomberg L.P.、Capital Qのデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。新興市場については、外貨建て債務発行体を対象とし、準政府機関債、金融および不動産セクター、債務不履行に陥った企業は除外しています。*2019年10月末～2020年9月末。

なお、現在の経済環境は依然として厳しいものがありますが、アジア・ハイ・イールド債の発行体の負債比率は1.9倍と、新興市場の他の地域よりも低い水準にあります。（図表7）

現時点では、アジア・ハイ・イールド債市場における信用格付けの格下げは、最悪期を脱しつつあると考えられます。しかしながら、中国の資本財・サービスセクターやインドネシアの一部の不動産セクターの企業が発行するハイ・イールド債の流動性は依然として低いため、投資家は市場の潜在的なリスクを回避するために継続して注視する必要があります。アジア・ハイ・イールド債市場のデフォルト率は現時点（2020年8月末）の2.2%から⁴、年末までに一桁台半ばに達する可能性があります。ただし、2009年のアジアの同デフォルト率9%や米国ハイ・イールド債市場の2020年末の想定デフォルト率8%と比べると、低いものです。

分散効果－低い相関性

アジア債券市場におけるその経済、通貨、各国内要因の多様性は、アジア債券がグローバル投資家に大きな分散効果をもたらすものと思われる。これは特に、先進国市場の債券利回りが低く、投資家の資産ポートフォリオの分散効果が限定的となっている現在の投資環境においては顕著になります。

中国は今年、量的緩和を実施していない数少ない国の1つに挙げられます。投資家は中国債から魅力的なインカム・ゲインやイールドカーブ（利回り曲線）からのロールダウン効果*を享受して、リターンを高めることができるでしょう。また、グローバルな債券投資家は、中国債への投資によって分散効果を得ることも可能です。

*イールドカーブが順イールドの時、債券を保有しているだけで、時間の経過につれて利回りが低下し、低下した分だけ債券価格が上昇する効果のこと。

現在、グローバル債券の代表的なインデックスであるブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合インデックスの国別構成における中国の割合はわずか6%となっています。対照的に、米国、日本、欧州の合計は、同インデックスの70%以上を占めています。特に世界の中央銀行が長期的にこれまでの米ドル資産中心のポートフォリオから分散化を図ろうとする動きが出た場合、現在3%弱である中国国債の外国人保有比率が上昇する余地があることは明らかであると考えます。

一方、米国では連邦準備制度理事会（FRB）が債券購入プログラムを通じて米国債利回りの水準を維持しています。米ドルには投資家が財政赤字と経常赤字という“双子の赤字”の拡大に対する懸念により下押し圧力が生じています。

また、FRBが低金利を維持したことで、米ドルは金利面での優位性も失っています。アジア・ドル指数は、今年3月の月中最安値から9月末までに5%上昇し、米ドル安となっています⁵。米ドル安は、アジア通貨にとってはポジティブであり、債券のアクティブ運用者はさらなるリターンを得る機会となります。もし、人民元の安定が継続すれば、今後のアジア通貨の下支え要因ともなります。

ESG – 高まるその重要性

投資家の債券保有によるインカム、高クオリティ、分散効果への需要が高まる中、ESG要素を考慮することも投資家にとってますます重要となってきています。国連の責任投資原則（UN PRI）が開催した新型コロナウイルス関連のセミナーでは、92%の参加者が、債券投資家が発行体を調査する際に、持続可能性に関する議論は「必須」であると指摘しています。

イーストスプリングでは、「発行体が直面している重要なESGに関連するリスクを特定し、管理することで、長期的なポートフォリオのパフォーマンスを向上させる可能性がある」と考えています。ESGを分析する上で有効なデータを入手できるか否かは、依然として重要な課題ですが、これはアジア特有のものではありません。アジアの債券発行体企業の多くは、投資家がESG評価を重視する傾向が強まっていることを認識しており、ESG関連データへの需要増に対応するようになってきています。

ただし、ESG関連データの開示が増えてきていても、それを綿密に分析する必要があるため、この意味でアクティブ運用者が重要な役割を果たすこととなります。特に、ESGの3つの要素である「Environment（環境）」「Social（社会）」「Governance（企業統治）」のうち、定量化がより困難であるS（社会）およびG（企業統治）が特に専門性を要します。イーストスプリングのクレジット調査チームは、独自のESG評価のフレームワークを使用して、広範なESG分析を行っています。

耐性あるポートフォリオに適したアジア債券

コロナのパンデミックによる景気後退局面は、現時点ではピークを越えたように思われますが、今後の世界の景気回復は一様ではないでしょう。アジアは、世界の他の地域よりも早くコロナ以前の経済活動レベルに戻る可能性が高いものとみています。特に、中国、台湾、ベトナムでは可能性が高く、国や地域において、これまで新型コロナウイルスの封じ込めに成功したことが影響しています。

イーストスプリングでは、アジア債券は投資家に魅力的な価値（バリュー）を提供すると考えています。高クオリティを求める投資家にとって、アジアの投資適格社債は健全なファンダメンタルズにより高い信用度と相対的な安定性を提供します。また、利回りを追求する投資家は、アジアのハイ・イールド債券に投資することで、魅力的な利回りを享受することができます。さらに他のハイ・イールド債券と比較して、歴史的にボラティリティが低い水準にあります。

一方、米ドル安の見通しは、アジアの現地通貨建て債券が、今後さらなるリターンと分散性を投資家に提供できる可能性を示唆しています。現在の市場環境においては、期間、セクター、通貨を綿密に管理するアクティブ運用が効果を発揮する可能性が高いと考えられます。

多くの機関投資家は、2008年の世界金融危機後に見られたリスク低減姿勢と同様に、現在は債券への投資配分を増やし始め、その初期段階にあると考えられます。アジア債券市場はこうした動きからの恩恵を受けることも期待されます。

- 1 出所: Bloomberg L.P. (2020年10月2日時点)。ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合インデックス (Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index) におけるマイナス利回りの債券の時価総額。
- 2 出所: JP Morgan, Bloomberg L.P.、のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ (シンガポール) 算出。直近12か月間は、2020年第1四半期の一部データを反映しています。新興国市場については、外貨建て債務発行体を対象とし、準政府機関債、金融および不動産セクター、債務不履行に陥った企業は除外しています。
- 3 出所: 2007年6月から2020年8月までの期間で3年間のローリング・リターン (年率) をイーストスプリング・インベストメンツ (シンガポール) が算出。
- 4 出所: イーストスプリング・インベストメンツ (シンガポール)、2020年8月末時点。発行総額に対する割合で算出。
- 5 出所: Bloomberg L.P.

JPMorgan Emerging Markets Bond Index Global, JPMorgan Corporate Emerging Markets Bond IndexはJ.P. Morgan Securities LLCが算出、公表しているインデックスであり、著作権、知的財産権はJ.P. Morgan Securities LLCに帰属します。

ICEデータ・サービスおよびその関連会社は、提供するインデックスデータに関してその継続性、正確性、完全性を保証するものではなく、当該データ提供に係り発生し得る損害についてもその事由の如何を問わず責任を負うものではありません。

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ (シンガポール) が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業に言及することがありますが、当該企業の株式について組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。