



アジア債券市場の課題に向けて

Low Guan Yi

債券運用部門ヘッド、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

私たちが実施した「[アジア債券市場に関する投資家意識調査](#)」では、アジアの債券市場に投資する際の課題として、回答者が挙げた項目は「コーポレート・ガバナンス、データ品質、レポーティング基準」、「流動性」が1位と2位を占めました。

一部の調査では、アジアのコーポレート・ガバナンスの水準と債券市場の流動性は年々向上していることが指摘されています。

またアジア域内の各市場のその多様性は、アクティブ運用担当者が超過収益を獲得する大きな余地をもたらしている、と私たちは考えています。

2021年はアジア債券にとって厳しい年となりました。新型コロナウイルスの変異種の影響で多くのアジア諸国で経済の再開が遅れ、回復のペースにはばらつきがありました。また、中国における債券のデフォルト増加は、アジアの債券市場にボラティリティ（価格変動性）の上昇をもたらしました。しかし、このような状況下でも、アジア債券に対する投資家の意欲は衰えていないようです。

当社が2021年7～9月にかけて実施したグローバル調査「[アジア債券市場に関する投資家意識調査](#)」では、グローバルの回答者の半数以上が、今後12～24か月間にアジア債券へのエクスポージャー（投資配分）を増やすことを検討していると回答しています。

世界の債券市場ではマイナス利回りの債券の残高（供給量）が2020年3月以降、増加しています。こうした市場環境下においては、アジア債券の高い利回りは投資家にとって依然として魅力的です。

また、グローバルの回答者の73%が、「アジア債券は、先進国市場と比較して、同程度のリスクで高いリターンが得られることが多い」という意見に対して賛成を示しています。

コーポレート・ガバナンスは改善傾向へ

上述の調査結果は「アジア債券投資には課題がない」ということではありません。本調査では、グローバルの回答者の42%が、アジアの債券市場に投資する際の最大の関心事として、コーポレート・ガバナンスの課題を挙げています。

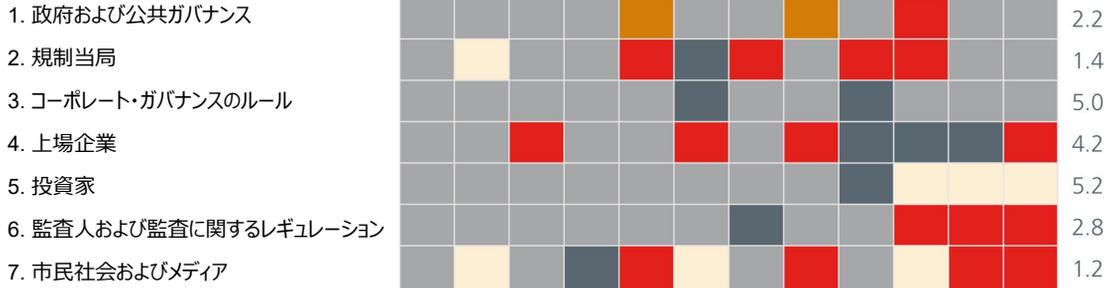
図表 1: コーポレート・ガバナンスの 카테고리別評価のヒートマップ (2018年と2020年の比較)

左から右へ、2020年の総合スコアが高い国順に配列

➡ AU HK SG TW MY JP IN TH KR CH PH ID

カテゴリー別スコアの平均増減率 (対2018年、%)

カテゴリー



上昇 (10ポイント未満)
 上昇 (10ポイント以上)
 変化なし (対2018年)
 低下 (10ポイント以上)
 低下 (10ポイント未満)

出所：ACGA

この課題への取り組みの進展は、やや限定的な印象はあるものの、アジア・コーポレートガバナンス協会 (ACGA) が発表する「CG Watch」¹によると“アジアのコーポレート・ガバナンスは2018年以降、ほぼ強化されている”としています。なお、タイとマレーシアでは政治的な課題があることから、政府や公共の部門におけるガバナンスの評価が悪化しました。(図表1参照) その他のアジア諸国では以下のようなコーポレート・ガバナンスの改善が見られました。

- サステナビリティ報告基準の向上
- コーポレート・ガバナンスコードの更新
- スチュワードシップ・コードの新設・改訂
- 独立取締役の定義の厳格化
- より強力な執行手段
- より洗練された、透明性の高い監査
- 規制面での強化

しかし、コーポレート・ガバナンス各指標のスコアの差異には大きな幅があり、上位 (オーストラリア) と下位 (インドネシア) の市場間、また地域内でも大きな乖離があることがわかります。(図表2参照)

アジアの債券投資家は、それぞれの市場の特徴をよく理解し、綿密な分析を行う必要があります。

流動性は改善へ

今回の調査では、アジア債券への投資に際してグローバルの投資家が主な制約要因として懸念していることとして、「流動性」が第2位に挙げられました。アジア債券市場はここ数年で大きく成長を遂げています。現在のアジア債券市場の時価総額 (米ドル建て、および現地通貨建て) は約22兆米ドルで、世界の債券市場の約18%を占めています。2006年以降、アジア債券市場は現地通貨建てでは年平均成長率 (CAGR) で15%、外貨建て債券市場は同13%で成長してきました²。とはいえ、アジア域内でも流動性の低い市場はあります。

債券市場の流動性を評価するための指標の一つにビッド・アスク・スプレッドがあります。アジア新興国の新発債の現地通貨建て国債の1トレード当たりの平均的なビッド・アスク・スプレッドは、2010年の7.2bpから2019年には2.8bpへと大幅に低下しています。(図表3参照) これらの数値を、新型コロナウイルスのパンデミック (世界的大流行) の影響を受けたであろう2020年の平均ビッド・アスク・スプレッドと比較したとしても、この地域は大きな改善を見せ、流動性が向上していることがうかがえます。

図表 2: コーポレート・ガバナンスのカテゴリー別評価 (2020年)

カテゴリー	AU	CH	HK	IN	ID	JP	KR	MY	PH	SG	TW	TH	平均スコア
1. 政府および公共ガバナンス	68	29	65	45	31	60	60	32	28	60	68	35	48
2. 規制当局	65	52	69	53	24	62	53	53	27	63	66	51	53
- 予算、キャパシティ、改革	62	42	62	51	31	58	45	53	27	56	62	47	50
- 監視	68	64	76	56	16	66	62	54	26	70	70	56	57
3. CGルール	82	63	75	69	35	58	56	77	45	75	66	76	65
4. 上場企業	79	51	59	65	38	44	48	66	55	60	63	60	57
5. 投資家	66	18	34	44	19	60	44	43	21	39	38	38	39
6. 監査人および監査に関する レギュレーション	86	43	81	54	59	77	70	86	60	81	76	76	71
7. 市民社会およびメディア	80	22	60	78	38	62	36	44	36	64	62	49	53
国別総合スコア	74.7	43.0	63.5	58.2	33.6	59.3	52.9	59.5	39.0	63.2	62.2	56.6	55

出所: ACGA

しかし、域内の個々の市場には大きな差異が生じています。韓国や中国などの国債市場のビッド・アスク・スプレッドはそれぞれ0.4bp、1.1bpであるのに対し、ベトナムの国債市場のスプレッドは5.5bpと、両方で差が開いています³。中国の国債市場の流動性は、2019年4月にブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合インデックスに組み入れられた後、改善しています。

また、域内の現地通貨建て社債市場の流動性も年々向上していますが、ビッド・アスク・スプレッドは国債市場よりも大きくなっています。これは、年金基金や保険会社、金融機関などの機関投資家が現地通貨建て社債市場の最大の投資家であり、保有期間が長い傾向にあることが主な理由です。

図表3にあるように、アジア新興国の現地通貨建て社債市場の平均ビッド・アスク・スプレッドは、2010年の23.7bpから2019年には11.6bpに低下しました。（なお、投資適格債券や政府関連債券は一般的に流動性が高い傾向にあります。）また流動性の状況は国によって大きく異なり、韓国のビッド・アスク・スプレッドは1.2bpと最も小さい一方で、ベトナムは70bpと最も大きくなっています。

取引量（1トレード当たりの平均的な取引金額）は、投資家が流動性を測るためのもう一つの指標です。取引量の大きさは、大口投資家の存在を反映していますが、発行体の発行額やその国の金融政策も要因の一つに挙げられます。

アジア新興国の現地通貨建ての国債および社債市場の平均的な取引量は、年々増加しています。なお、現地通貨建て社債市場では、中国と韓国の平均取引額がそれぞれ860万米ドル、840万米ドルと大きいのに対し、インドネシア（0.8百万米ドル）とフィリピン（0.3百万米ドル）は小さく、国によってその水準はまちまちとなっています。

また“市場の質的要因”が債券市場の流動性に影響を与えることがあります。AsianBondsOnlineが実施したAnnual Bond Market Liquidity Surveyによると、アジア新興国の現地通貨建て国債市場は、決済やカストディの面では高い評価を得ていますが、投資家が利用できるヘッジ取引の選択肢を増やす努力が必要であると指摘しています。ここでも、各市場によって独自の特性があることがわかります。例えば、タイは投資家の多様性においてシンガポールよりも優れています、税制面ではベトナムを下回っています。（図表4参照）

図表 3: アジア新興国市場の定量的な流動性評価

アジア新興国	2010	2015	2019	2020
現地通貨建て国債市場				
1トレード当たりの平均的なビット・アスク・スプレッド* (bp)	7.2	5.0	2.8	2.8
1トレード当たりの平均的な取引金額 (100万米ドル)	6.9	4.0	15.0	NA
現地通貨建て社債市場				
1トレード当たりの平均的なビット・アスク・スプレッド (bp)	23.7	11.8	11.6	18.0
1トレード当たりの平均的な取引金額 (100万米ドル)	3.9	3.7	10.5	3.2

※アジア新興国には、中国、香港、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、ベトナムが含まれます。

出所：Climate Bonds Initiative

*国債の新発債が対象。

超過収益の獲得に向けて

アジアのコーポレート・ガバナンスの水準は年々向上していますが、ESG（環境、社会、ガバナンス）が重視されるようになったことで、アジア全体のコーポレート・ガバナンスの枠組みがより意味のあるものになると私たちは期待しています。また、アジアの中央銀行などによるアジア債券市場育成を目的とした「アジア・ボンド・ファンド（ABF）プロジェクト」、「アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）」などの取り組みにより、アジアの債券市場の流動性が高まることを期待しています。

アジア債券市場の多様性は、アクティブ運用担当者が超過収益を獲得する大きな余地をもたらします。このような市場への投資では、徹底したクレジット分析が鍵となります。発行体企業のコーポレート・ガバナンス上で問題が生じた場合、債券価格の低下は、実際に格付けが引き下げられたり、デフォルトに陥ったりするよりもずっと前に顕在化することが多いのが実情です。

アジア債券市場は国によって流動性のレベルに差異がありますが、運用規模が大きいアクティブ運用担当者は、取引効率を高め、発行体との関係を強化することで、リターンを高めることが期待できます。さらに運用会社の規模の大きさは、プライマリーマーケット（発行市場、一次市場）において、より良い銘柄の獲得を可能にします。また人間関係が非常に重要なアジアの市場と文化では、運用会社が現地に投資チームを置くことが非常に有効です。

図表 4: 現地通貨建て国債市場に関するサーベイ調査

	平均スコア	China	HK	Indo	S. Kor	Mal	Phil	Sing	Thai	Viet
投資家の多様性	2.9	3.2	2.3	2.7	3.6	2.9	2.8	2.9	3.3	2.0
市場アクセス	3.3	3.2	3.7	3.6	3.6	3.2	2.6	3.9	3.3	2.3
外為規制	3.1	3.0	4.0	3.2	3.7	2.8	2.7	3.5	2.8	2.4
資金調達	2.9	3.0	3.0	2.8	3.7	3.1	2.6	3.0	2.3	2.6
税制	3.0	2.8	3.7	2.6	3.1	3.4	2.1	3.9	2.5	3.3
決済・カストディ	3.7	3.6	4.0	3.5	4.0	3.6	3.4	4.0	4.0	3.2
ヘッジ取引	2.6	2.2	2.7	2.3	3.4	2.8	1.9	2.9	2.8	2.3
透明性	3.4	3.4	3.3	3.1	3.9	3.8	3.4	3.9	3.2	2.9

※平均スコアは、中国、香港、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、ベトナムの平均。

出所：「AsianBondsOnline 2019 Annual Bond Market Liquidity Survey」

※回答者は各項目について1～5で評価。 ※スコアが「3」以上についてはグレー色。

データ出所

1. 「CG Watch 2020. Future promise – aligning governance and ESG in Asia」
2. 時価総額ベース
3. 現地通貨建て国債ベース

<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、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマ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。