



アンドレ・ペダーセン
アジア債券部門CIO(除く日本)

新型コロナウイルス感染拡大に伴う世界経済の停滞懸念は、最近の原油価格の急落とともに、グローバル金融市場のボラティリティ（価格変動性）をさらに高める要因となりました。当レポートでは、アジア債券チームを率いるアンドレ・ペダーセンが、市場混乱によって生じたアジア債券の投資機会について考察し、アジア債券に投資する意義についてご説明します。

アジア債券：市場混乱に惑わされることなく、ファンダメンタルズに注目

市場混乱時においては、経済や企業のファンダメンタルズに関係なくリスク回避のための流動性確保の動きが加速する傾向にあります。アジア債券市場においても今回の市場混乱によって、想定以上のスプレッドの拡大やアジア通貨の下落が見られます。

アジア社債

先進国とは異なるアジアの社債市場（特に投資適格社債）は、以下の3つの特性によって、新型コロナウイルスの感染拡大による難局を相対的に切り抜けやすい状況にあると考えます。まず第1の特性は、JPモルガン・アジア・クレジット・インデックス（JACI）の約39%は、政府系または国有企業で構成されていることです¹。アジアの国有企業（SOEs）は、特に経済基盤として重要とみなされるセクター（石油開発企業や公益企業など）には、政府の支援が期待できます。第2の特性は、多くのアジア企業が現地通貨建て債券を発行する手段を有していることです。このことは、自国の金融緩和政策の恩恵を受けられると考えられ、資本市場において多様な資金調達手段があり、米ドル建て債券の発行に過度に依存していないことも意味しています。第3の特性は、現地に根ざしたアジア企業は、強固で安定的な投資家基盤を有していることです。

¹JPモルガン・アジア・クレジット・インデックス、2020年3月末現在

現在、アジア社債のバリュエーションは、魅力的な水準にあると考えます。2020年3月31日現在、JACI投資適格社債指数の信用スプレッドは、303ベース・ポイント（bps）に拡大しており、これは2011年から2012年にかけて発生した欧州債務危機以来の高水準で、過去10年間（2010年3月末～2020年3月末）の平均値222bpsを大幅に上回っています²。とりわけ、アジア投資適格社債の中でも東南アジア地域の一部のSOEsは、市場のボラティリティが高まる中、海外投資家の質への逃避の動きにさらされ、相対的に魅力が増していると考えます。景気減速に対する政府の支援という要素は、投資家には十分に考慮されていないと見ています。

過去平均値と比較して大きく拡大した米ドル建てアジア投資適格社債の信用スプレッド



出所：ブルームバーグ、2020年3月末現在

²ブルームバーグ、2020年3月末現在

アジア各国の中央銀行が講じた金融緩和政策は、システミック・リスクの発生を防止することに役立つと考えていますが、すべての企業が恩恵を受けるわけではありません。そのため、アジア・ハイイールド社債については、選別を強化しています。現在の景気減速と原油価格の下落は、ファンダメンタルズの脆弱な企業の間でデフォルト率の上昇を引き起こす可能性があると考えます。私たちは、民間の中小企業、支払いが遅延している国有企業、および財務体質が脆弱な地方政府の資金調達会社が最もデフォルトに陥りやすいと見ています（これらについては、2019年以降、投資ユニバースから除外してきました）。現在、アジア・ハイイールド社債（JACI非投資適格社債指数）の最終利回りは10%~11%程度となっており、2011年以来の高水準です²。アジア・ハイイールド社債においても、慎重な銘柄選択により、魅力的なリターンを獲得することができると思います。

大きく上昇した米ドル建てアジア・ハイイールド社債の利回り



出所：ブルームバーグ、2020年3月末現在

アジア通貨

アジア通貨は、新型コロナウイルスの感染拡大によってアジア社債ほどではないものの、影響を受けていると考えます。インドネシアを例にとってみると、インドネシア・ルピアは、1米ドル当たり16,000ルピア超と、1997年のアジア通貨危機時に近い水準で取引されています。

これは、主に同国では海外投資家の割合が相対的に大きく（現地通貨建てインドネシア国債の約39%は海外投資家が保有）³、世界的にボラティリティが高まる局面においては、資金が国外に流出しやすいためです。しかし、インドネシア経済のファンダメンタルズは、信用格付けに見られるように、徐々に改善してきています。同国の信用格付けは、主要格付機関において1997年の非投資適格から現在の投資適格まで段階的に引き上げられてきました²。加えて、同国の政情は安定しており、外貨準備高も1997年の180億米ドルから2020年2月時点の1,300億米ドルまで増加しています²。

インドネシア・ルピアはアジア通貨危機以来の水準まで下落



出所：ブルームバーグ、2020年3月末現在

通貨下落後の現在の水準は、魅力的な利回り

（インドネシアの10年物国債利回りは約8%²と、アジアの投資適格国債のなかで最も高い²）とともに、トータル・リターンの観点からインドネシア債券を魅力的にしています。

同時に、私たちは米連邦準備制度理事会（FRB）の量的緩和プログラムの変更や11月の米大統領選挙など、アジア通貨市場に影響を及ぼす可能性の高い外的要因にも注視しています。

²ブルームバーグ、2020年3月末現在

³asianbondonline.abd.org、2019年12月現在

改善が見られるインドネシアの経済ファンダメンタルズ

インドネシア	1997年（アジア通貨危機）	2013年（バーナンキ・ショック）	2020年（直近）
実質GDP成長率（前年比）	4.7%	5.6%	5.0% (2019年)
CPI上昇率（前年比/前年同月比）	6.3%	8.1%	3.0% (2020年2月)
経常収支赤字（対GDP比率）	2.2%	3.2%	-2.7% (2019年10-12月期)
外貨準備高	180億米ドル	990億米ドル	1,300億米ドル (2020年2月)
信用格付け（Moody's/S&P/Fitch）	Ba1/BB+/BB+	Baa3/BB+/BBB-	Baa2/BBB/BBB

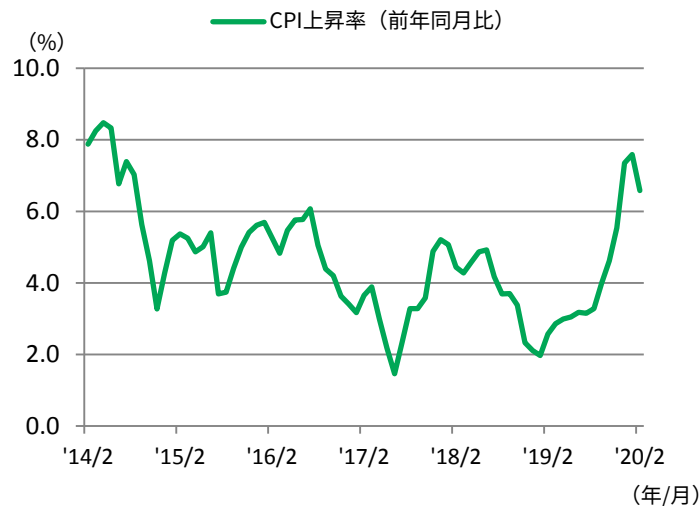
出所：ブルームバーグ、2020年3月末現在

アジア金利

アジア金利は社債や通貨と比べると相対的に安定しています。アジアの大半の現地通貨建て国債市場では、リスク回避資金の流入が見られ、利回りが年初来で低下しています（インドネシア、フィリピン、マレーシアを除く）²。

インドの現地通貨建て国債は、魅力が高まったと見ています。インドのインフレ率は、1月に前年同期比で+7.59%まで上昇しましたが、ピークをつけたと思われます。インフレが加速した主な要因は、食品価格の上昇であり、それは一時的なものと考えられます。さらに、インドは、原油の純輸入国であるため、原油価格の下落は貿易収支の改善やインフレ率の低下に繋がり、相対的に経済を下支えする要因になると考えられます。インフレ懸念が後退する中、インド準備銀行（中央銀行）は、金融緩和政策の余地が大きいと言えます（インフレ率の上昇を理由に2019年10月から2020年2月まで政策金利を据え置きとしてきましたが、2020年3月27日に利下げを再開しました²）。

2020年1月にピークの兆しが見られるインドのインフレ率



アジア債券は、アジア経済の多様性を背景に、投資家にとって分散メリットがあると考えます。例えば、中国のオンショア債券市場については、リスク回避資金の流入、追加的な金融緩和策への期待、グローバルおよび地域の債券指数への組入比率の拡大などを要因として、米ドルベースのトータル・リターンが年初来でプラス（元安を上回るインカムと債券価格の上昇）となっています⁴。今後、金融市場が落ち着けば、相対的に利回りの高い現地通貨および外貨建てアジア債券に再び注目が集まることになるでしょう。また、中期的には新型コロナウイルス感染がアジアで終息の兆しを見せれば、市場の流動性が回復することによって、行き過ぎた価格下落も修正されると考えます。

²ブルームバーグ、2020年3月末現在

⁴ブルームバーグ、2020年3月末現在、Markit iBoxx ALBI中国オンショア指数の年初来のパフォーマンス

ディスクレーマー

■本資料は、海外グループ会社の情報を基にマニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社（以下「当社」といいます。）が作成した情報提供資料です。■参考として掲載している個別銘柄を含め、当社が特定の有価証券等の取得勧誘または売買推奨を行うものではありません。■本資料は、信頼できると判断した情報に基づいておりますが、当社がその正確性、完全性を保証するものではありません■本資料の記載内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更される場合があります。■本資料のいかなる内容も将来の運用成果等を示唆または保証するものではありません。■本資料に記載された見解・見通し・運用方針は作成時点における当社の見解等であり、将来の経済・市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。■本資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、その開発元または公表元に帰属します。■本資料の一部または全部について当社の事前許可なく転用・複製その他一切の行為を行うことを禁止させていただきます。

商 号：マニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社

登 録 番 号：関東財務局長（金商）第433号

加 入 協 会：一般社団法人 投資信託協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会 一般社団法人 第二種金融商品取引業協会