

## 2022 Outlook シリーズ: アジア債券



ジモンド・ウォン  
アジア債券  
シニア・ポートフォリオ・マネージャー



ニール・カペッチ  
アジア債券  
シニア・ポートフォリオ・マネージャー

2021年のアジア債券市場は厳しい展開となりました。アジア各国の経済は新型コロナウイルスのパンデミックから徐々に回復したものの、一部の市場では、規制改正や固有のリスクを背景に、投資適格社債とハイイールド社債のパフォーマンスに差が生じました。本稿では、アジア債券担当シニア・ポートフォリオ・マネージャーのジモンド・ウォンと、同シニア・ポートフォリオ・マネージャーのニール・カペッチが、アジア債券が2022年に反発すると思われる理由を解説し、アクティブ運用マネージャーが当該資産クラスで見出し得る大きな投資機会について取り上げます。目まぐるしく変化する市場で適切な銘柄を見出すためには、しっかりとしたクレジット・リサーチと厳格な銘柄選択が不可欠である

ことに変わりはありません。

### アジア債券：好機をつかむ

2021年のアジア債券市場では様々な出来事がありました。パフォーマンスに重要な影響を与えたのは、以下2つのマクロ要因です。

- アジア地域では、新型コロナウイルスのパンデミックによってほぼすべての国がリセッション（景気後退）に陥ったものの、アジア各国の経済は徐々に回復を遂げました。しかし回復の度合いにはばらつきがあり、北東アジアは、より有効な感染封じ込め策や、ワクチン接種率の相対的な高さを背景に、総じて比較的早期に回復しました。一方、インドや東南アジアでは、医療インフラがあまり発達しておらず、ワクチン接種率が比較的低いことから、繰り返し感染の波に襲われました。
- 米連邦準備制度理事会（FRB）や世界の他の主要中央銀行は、2020年にパンデミックが始まった頃に導入した金融緩和政策を維持しました。そのため、金融市場の流動性は年間を通じて高水準で推移しました。しかし消費者物価が上昇し、インフレ懸念が高まると、FRBは12月の連邦公開市場委員会（FOMC）会合を経て、債券購入の規模縮小を加速すると発表しました。会合では、ほとんどのメンバーが2022年の利上げ回数を3回以上と予想しました。

こうしたマクロ経済環境の中、2021年のアジア社債のパフォーマンスには明確な差が出ました。JP モルガン・アジア・クレジット指数（JACI）は約2.3%下落しましたが、この数値だけを見ていたのでは、投資適格社債とハイイールド社債の大きな差を見落とす可能性があります。JACI投資適格社債指数は概ね横ばいですが（2021年の年初来）、JACIハイイールド債指数は同期間に約11%下落しています<sup>1</sup>。

この差をもたらした理由はいくつかあります。2021年7月以降、中国政府は多くの措置を発表し、それによりインターネットや教育サービス（学習塾）など経済的・社会的に重要な業種の規制状況は一変しました。

より重要な点として、2020年8月に導入された「3つのレッドライン」政策など、これまでに発表された不動産セクターの規制によって、当時中国第2位の大手不動産開発企業だった中国恒大集団のように、負債が多すぎる企業は、負債による資金調達を制限されることになりました。同社は2021年9月に予定されていた一連のオンショア債券や理財商品の利払いを行うことができませんでした<sup>2</sup>。同様の事例は瞬く間に同セクター内の他の企業にも広がり、投資家の信頼感を揺るがし、中国の不動産セクターが発行したオフショア債券は売られ、米ドル建てハイイールド債市場に対する大きな重石となりました<sup>3</sup>。中国恒大集団と他の少数の不動産開発企業は最終的に、第4四半期に部分的

<sup>1</sup>ブルームバーグ、2021年12月15日現在。アジア社債全体の数値には JACICOTR（ブルームバーグコード）を、投資適格社債には JACIIGTR を、ハイイールド社債には JACINGTR を使用。

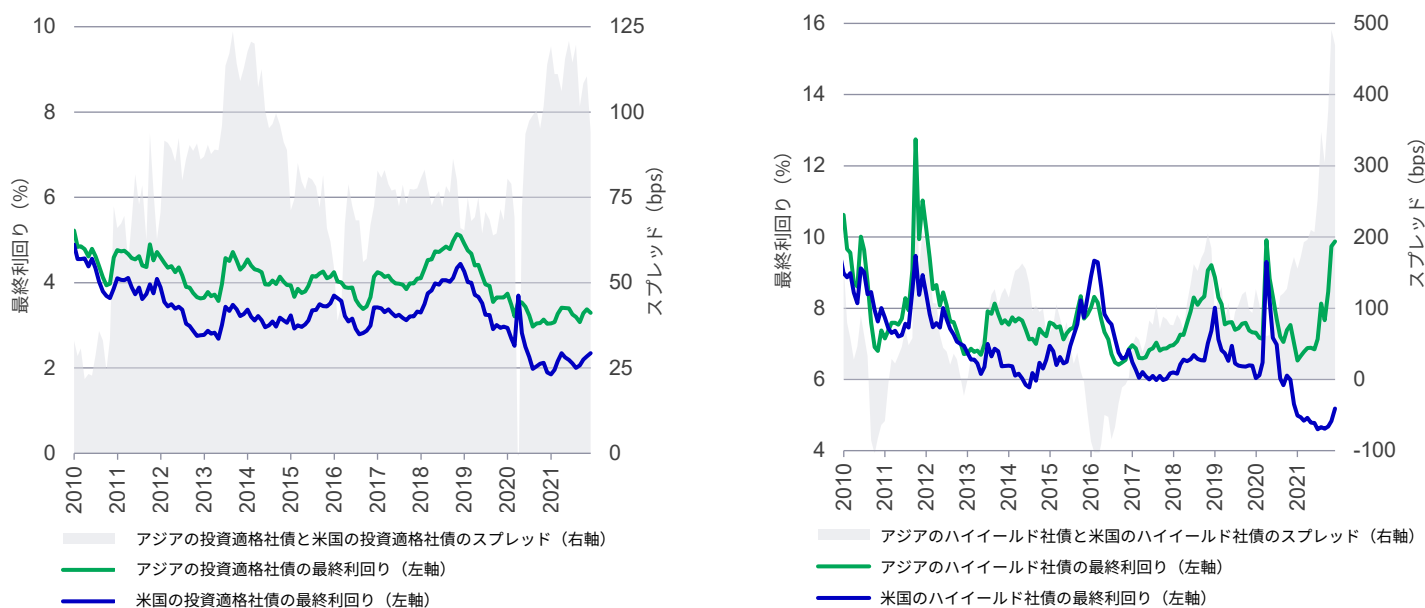
<sup>2</sup>ロイター、2021年9月30日現在

<sup>3</sup>ブルームバーグ、2021年9月21日現在

なデフォルトに陥りました<sup>4</sup>。これらの出来事が引き起こした価格の混乱によって、アジア債券の投資家にとっては特筆すべき投資機会が生まれました。事実、図1に示すように、アジア社債の上乗せ信用スプレッド（対米国社債）は、投資適格社債でもハイイールド社債でも、ほぼ10年ぶりの高水準にあります。図2に

示すように、ハイイールド債の価格水準は特に魅力的であり、利回り格差は過去の平均を大きく上回っており、2022年に大きな投資機会をもたらすと見られます。

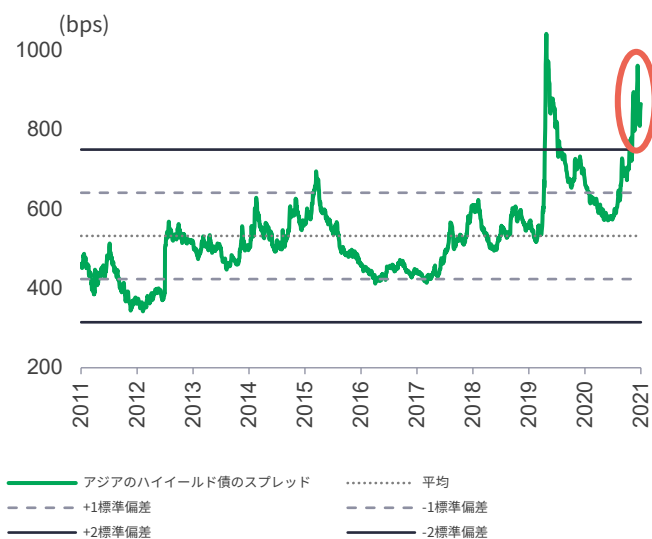
図1：米国社債に対するアジア社債の上乗せ信用スプレッドは直近の高水準近辺にある



出所：ブルームバーグ、BofA メリルリンチ指数および JP モルガン指数。2021年11月30日現在  
 使用した指数：JP モルガン・アジア投資適格社債指数（JACIICTR 指数）、JP モルガン・アジア非投資適格社債指数（JACINCTR 指数）、BofA メリルリンチ米国投資適格社債指数（COA0 指数）および BofA メリルリンチ米国ハイイールド債指数（HOA0 指数）

図2：アジアのハイイールド債のスプレッドは特に魅力的

アジアのハイイールド債のスプレッド



アジアの投資適格債のスプレッド



出所：ブルームバーグ、2021年11月30日現在。アジアのハイイールド債は JP モルガン・アジア非投資適格社債指数で、アジアの投資適格債は JP モルガン・アジア投資適格社債指数で測定。投資にはリスクを伴います。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆するものではありません。

<sup>4</sup>ブルームバーグ、2021年12月26日現在

## 2022 年：好機をつかむ

2022 年、アジア債券への投資家にとって最も魅力的な投資機会をもたらす可能性が高いのはクレジットだと考えています。とは言え、金利や通貨の厳選された投資機会についても前向きな見方を取っています。

### クレジット：価格水準は魅力的だが厳格な銘柄選択が必要

私たちは、2022 年は世界の流動性は過去と比較すれば緩和的な状態が続く、アジアのクレジットにとって有利な展開になると予想しています。とりわけ一部の銘柄がダウサイド・リスクを過度に織り込んでいるハイイールド債セグメントを中心に、アジアのクレジットには 2022 年を通じて魅力的な投資機会が存在すると考えています。現に、2021 年に見られた中国の不動産セクターを中心とする価格の混乱は、より質の高い不動産開発企業のファンダメンタルズを反映していません。

とは言え、この目まぐるしく変化する市場において、価値のある適切な銘柄を見出すためには、しっかりとしたクレジット・リサーチと厳格な銘柄選択が必要です。この市場の特徴は、企業統合や、回復度のばらつき、および体力のない発行体が抱える問題にあります。私たちは、優位な利回りだけでなく、魅力的な価格水準と分散効果を提供するアジア地域の様々なハイイールド債セグメントについて強気の見方をしています。

#### ● 中国：不動産

2021 年の中国の不動産セクターは、一連の悪材料や、ハイイールド債発行体のデフォルト件数の増加に対する懸念、および今後の中国経済に果たす役割と幅広いセクターへの波及リスクに関する不透明感から、大きく売られました。しかしこのボラティリティは、同セクターをアンダーウェイトとしていた私たちのような投資家に投資機会をもたらしています。私たちは、市場はデフォルト率を過度に織り込んでいると考えており、アクティブ運用の投資家が足元の景気サイクルを乗り越えるためには、今のタイミングと環境が参入に最適だと見ています。市場の下落は、ファンダメンタルズが健全で足元の低迷を無傷で乗り越えられる発行体への割安な投資機会をもたらす可能性が高く、更なるリターンを得られる可能性があるためです。現在は質の高い多くの銘柄が魅力的な価格

水準で取引されており、市場への参入タイミングとして魅力的です。

2022 年は、厳しい状況が続く中、比較的堅調な企業（国有企業や大手民間企業）が回復し、この機会を利用して体力の弱い企業や比較的小規模な企業から建設プロジェクトを取得する可能性があるため、同セクターの統合が進むと予想しています。また比較的好調な企業は、価値のある担保（建設プロジェクト）を保有していることがプラスに寄与し、政府の政策も追い風になると予想されます。

現に、政府は住宅ローンの承認条件を緩和し、中国の不動産開発企業によるオンショア債券の発行を容易にするなど、政策を緩和し始めています。中国人民銀行（中央銀行）は、慎重に資金調達チャネルを安定させるため、銀行の預金準備率（RRR）を 0.5 ポイント引き下げました<sup>5</sup>。

私たちは現時点で、同セクターをオーバーウェイトとしています。しかし状況が極めて流動的であることを踏まえ、銘柄を選択する際は、足元の景気サイクルを乗り越えられる銘柄を厳選しています。全体として、何年もの過剰投資によって大きく拡大していた同セクターが以前の規模に戻る可能性は低く、また、過去のサイクルで見られたような年間売上高の高い伸び率と高い利益率を維持する可能性も低いでしょう。とは言え私たちは、特に不動産開発企業が債務を削減し、システムック・リスクが徐々に低下していることを踏まえ、政府の改革（例：共同富裕）によって、同セクターの長期的な持続可能性が高まったと考えています。

#### ● インド：再生可能エネルギー

私たちは、中国と同国の不動産セクターを別にする、インドを中心にアジア地域で浮上しつつある依然として底堅い他の戦略的な投資機会について前向きな姿勢を取っています。一部のインド社債の利回りは比較的低いものの、総じて相対的に安定しており、資産クラス全体のボラティリティとの相関が相対的に低いため、リスクを管理し価値を最大化するためのアセット・アロケーションの手段として役立ちます。また 10 月にムーディーズが同国の格付け見通しを「ネガティブ」から「安定的」に引き上げたことで<sup>6</sup>、ソブリン格付

<sup>5</sup> ブルームバーグ、2021 年 12 月 6 日

<sup>6</sup> [https://www.moodys.com/research/Moodys-changes-Indias-rating-outlook-to-stable-from-negative-affirms--PR\\_453291](https://www.moodys.com/research/Moodys-changes-Indias-rating-outlook-to-stable-from-negative-affirms--PR_453291)



けが非投資適格に引き下げられるリスクは後退しました。

インド政府は先日、2070年までに温暖化ガス排出量を実質ゼロにすることを宣言した<sup>7</sup>ため、私たちは今後重要性が高まると予想される再生可能エネルギー・セクターを楽観的に見えています。再生可能エネルギー・ソリューションを提供する企業は、政府支援の拡大と、自社製品・サービス市場の拡大から恩恵を受けられると見えています。このような企業の社債は、ポートフォリオの底堅さを強め、ESG特性を強化することにも役立つと思われます。

### ● アジア：銀行の資本性証券

私たちはアジアの銀行の資本性証券についても強気の見方をしています。アジア地域の銀行はこれまで他の資金調達チャネルを利用していたため、欧州や米国などの先進国市場と比べると、この分野の起債はまだ比較的新しいのが実情です。中国、インド、タイの質の高い国有銀行や準国有銀行は、資本需要の高まりに伴って債券を発行しており、これらは投資家に魅力的な投資機会を提供すると見えています。発行体のほとんどは、政府から何らかの暗黙の支援を受けている大手銀行です。アジアでは、銀行が経済全体にとって重要であるため、何か問題が生じれば、各国の政府や規制当局が介入する可能性は比較的高いと思われます。経験豊富な投資家は、魅力的なリスク・リターン特性を有する特定のセグメントを見つけるため、銀行が発行する債券のうち、比較的下位のトランシェまで物色対象を広げるのが一般的です。またアジアの銀行が発行する資本性証券の多くは、先進国市場と比べて価格水準が魅力的であることが特徴です。

2022年は、この分野の起債が増加すると予想され、投資家はアジア全域の銘柄を吟味した上で、厳選した銘柄をポートフォリオに加えると思われます。

### 金利：世界とアジア地域は、それぞれ異なるスピードで金融政策を正常化しつつある

アジア地域の各国中央銀行は、金融政策の正常化を開始または継続すると思われませんが、そのペースや度合いには大きなばらつきが生じる可能性があります。景

気回復のペースやインフレ率がそれぞれ異なり、新型コロナウイルスの変異型「オミクロン株」の影響が不透明なためです。

現在、アジア各国の中央銀行の金融政策はまちまちであり、韓国銀行は既に金利を0.5ポイント引き上げて1.00%としており、インド準備銀行は9月に債券購入を停止し、2022年に利上げを行う可能性があります。その一方、インドネシア銀行は2022年も「バーデン・シェアリング（負担分割）」の取り決めに従って発表しています。

私たちは現在の金利見通しをもとに、金利リスクを抑制する手段としての短期債に関して、総じて楽観的な見方を強めています。アジア地域の中では、シンガポールとタイの国債、および米国債との相関が比較的強い韓国の長期国債について、ネガティブな見方を取っています。

また2022年以降の長期債に関しては、以下2つの市場について楽観的な見方を取っています。

- **中国**：中国は新型コロナウイルスのパンデミックから早期に立ち直ったものの、その後2021年には次第に経済成長の勢いが弱まりました。規制改革が続いていることや、不動産セクターで混乱が生じていること、コロナ禍のリスクが残っていることから、この傾向は2022年も続く可能性があります。

それと同時に、2021年には中国政府が財政政策を引き締めたことで、国債の名目利回りは魅力的な水準を維持しました（2.86%、2021年11月30日時点）。中国の財政政策はGDPを約2.5%引き下げたと推定されています。また、中国人民銀行は大規模な流動性の注入をほとんど行わず、量的緩和（QE）を実施しないなど、的を絞った慎重な金融政策を維持しました。

昨年12月上旬に預金準備率を0.5ポイント引き下げたのに続き、2022年には更なる金融緩和が行われると予想しています。不動産セクターの転換や他の規制改正の結果、中国の財政スタンスもある程度緩和されると見られ、更なる信用緩和や規制緩和も景気への下押し圧力を緩和すると思われる。

このことは中国国債にとってプラス要因と見られ、先進国市場の金利が上昇する中で、債券投資家に

<sup>7</sup> ブルームバーグ、2021年11月1日

対して、景気循環に対応するための魅力的な分散投資を提供すると思われます。詳細は、マニユライフ・インベストメント・マネジメントの「2022 Outlook シリーズ：中国債券」をご覧ください。

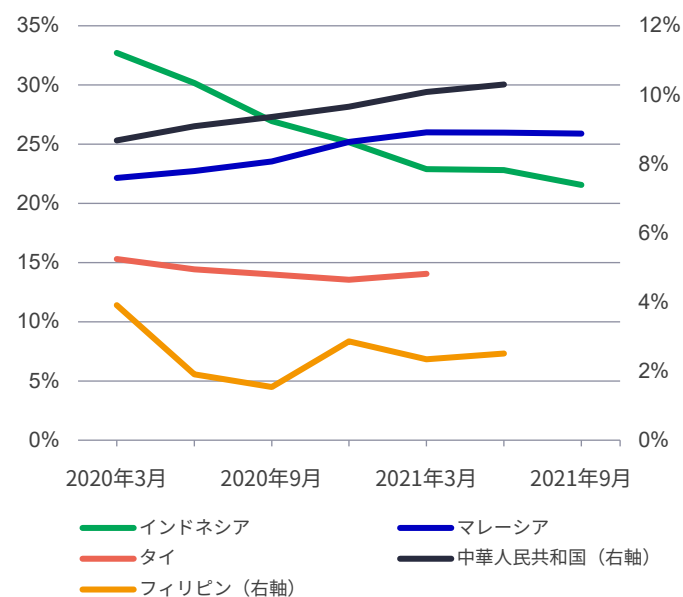
- **インドネシア**：インドネシアは、おそらくアジア地域の中でパンデミックによる最も深刻な打撃を受けた国の 1 つであり、22 年ぶりにリセッション入りしました。インドネシア政府は強力な財政刺激策と輸入禁止措置によってこれに対応し、またインドネシア銀行と「バーデン・シェアリング」の取り決めを結びました。この取り決めは、インドネシア銀行が国債入札で国債を直接購入することにより、財政赤字を補うというものです。この取り決めは先日、2022 年まで延長されました。

インドネシアの強固な政策対応により、金利市場が外国人投資家の動向よりも国内の動向に影響されるようになったことで、債券投資家にとってユニークな投資機会が生まれました。同国はこれまで慢性的な経常赤字に悩まされ、その赤字を主に外国人投資家による大規模な国債購入で補っていました。現地通貨建て債券市場の下落や世界的なリスク回避姿勢が強まった場合、インドネシアルピアも下落し、現地通貨建て債券市場が更に下落するという悪循環が生じていました。

新たに採用された政策とコモディティ価格の大幅な上昇が相まって、同国の 2020 年の第 3 四半期の経常収支は、四半期ベースで見ると過去 12 年間で最大の黒字となりました（GDP 比 1.5%）。またインドネシア銀行の国債購入により、2020 年 9 月に約 27% だった国債の外国人保有比率は、2021 年 9 月時点で約 21% へと大幅に低下しました（図 3 を参照）。中央銀行が外国人投資家より多くのインドネシアルピア建て債券を保有するのは史上初であり<sup>8</sup>、このことは、現地通貨建て債のボラティリティを大幅に低下させ、インドネシアルピアを安定させることにつながりました。

こうした状況の中、私たちは 2022 年のインドネシアについて明るい見通しを持っており、インドネシア市場は中長期的に期待できると考えています。

図 3：アジア債券の外国人保有比率



出所：アジア開発銀行、2021 年 9 月現在

最後に、**インド**に関しては、より中立的な見方をしています。一方では、早ければ 2022 年第 1 四半期に世界的な国債指数に組み入れられる可能性があることから、インド市場の需要は高まると見られます。他方では、2021 年下期の成長率が予想を上回ったことから、インド準備銀行は予想より早いペースで金利を正常化する可能性があり、短期債の逆風となるおそれがあります。

そのため私たちは、短期国債に関してネガティブな見方を取る一方で、比較的高い名目利回りとキャリーの可能性を提供する 5 年債と 10 年債に関して強気の見方をしています。

### 通貨：経済の再開とテクニカル要因

2021 年には米ドルが再び上昇し、中国の人民元と新台幣ドルを除くほとんどのアジア通貨が米ドルに対して下落しました<sup>9</sup>。2022 年のアジア通貨をめぐる状況は流動的と見られるものの、私たちは以下 2 つの通貨に関して前向きな見方を取っています。

- **タイバーツ**：パンデミック前に観光業が GDP と雇用全体の約 20% を占めていたタイ経済は<sup>10</sup>、新

<sup>8</sup> <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-03-31/bank-indonesia-now-owns-more-of-nation-s-debt-than-global-funds>

<sup>9</sup> ブルームバーク、2021 年の年初から 12 月 15 日までのリターン

<sup>10</sup> <https://www.imf.org/en/News/Articles/2021/06/21/na062121-5-things-to-know-about-thailands-economy-and-covid-19>

型コロナウイルスのパンデミックによって深刻な打撃を受けました。より重要な点として、外国人観光客がもたらした収入はタイの健全な対外収支、つまり継続的な経常黒字に貢献してきました。2021 年には国境が封鎖され、移動規制が敷かれたことで、経常収支は黒字から赤字に転じ（9 月時点で GDP 比 3.6%）、2021 年のタイパーツの下落率は地域内通貨の中で最大となりました<sup>11</sup>。

変異型「オミクロン株」には大きな不透明感がつきまとうものの、タイパーツは 2022 年にはある程度下落分を取り戻すと思われます。タイは 2021 年 11 月に外国人観光客の受け入れを再開し、また人口の約 62%がワクチンの完全な接種を済ませ<sup>12</sup>、ワクチン接種率が上昇しつつあることから、移動規制が解除され、ファンダメンタルズが改善しつつあります。

- **韓国ウォン**：韓国経済は、とりわけ記録的な輸出を背景に、アジア諸国の中で最も堅調さを維持してきました。しかし同国株式がエマージング市場株式指数に含まれていることから分かるように、2021 年のように市場がアンダーパフォームして投資家に売られた場合に同国通貨は下落する傾向がある点に注意が必要です。

私たちは、韓国経済は引き続き堅調に推移すると予想し、韓国ウォンは 2022 年上昇すると見ています。

### まとめ

2021 年のアジア債券は厳しい展開となったものの、2022 年のパフォーマンスは上向くと予想しています。2021 年に生じた価格の混乱は、直近の最高水準にある投資適格社債とハイイールド社債の上乗せ信用スプレッド（対米国社債）や銘柄固有の投資機会を活かす希少な場を投資家にもたらしています。とは言え、ボラティリティが高まっており、この先も未知の要因が浮上する可能性が高いことから、投資家がアジア債券市場のあらゆる投資機会を活かすためには、しっかりとクレジット・リサーチと厳格な銘柄選択が不可欠であることに変わりはありません。

<sup>11</sup> ブルームバーグ、12 月 15 日現在

<sup>12</sup> <https://ourworldindata.org/covid-vaccinations?country=THA>

## 無登録格付に関する説明書

格付会社に対し、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録の格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合、金融商品取引法により、無登録の格付業者が付与した格付（以下「無登録格付」といいます。）である旨及び登録の意義等を顧客に告げなければならないこととされております。

### 登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、（1）誠実義務、（2）利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、（3）格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、（4）格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録の格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

### 格付業者について

#### ムーディーズ

#### 格付業者グループの呼称等について

格付業者グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク（以下「ムーディーズ」といいます。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

### 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（[https://www.moody.com/pages/default\\_ja.aspx](https://www.moody.com/pages/default_ja.aspx)）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

### 信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。

信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。

ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

上記情報は、平成31年1月31日現在、当社が信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記格付け会社のホームページをご覧ください。

## ディスクレマー

■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。

マニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 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