

# アジア債券市場の見通し

マニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社

平素は格別のご高配を賜り厚く御礼申し上げます。

当レポートでは、アジア債券市場の見通しについて、マニユライフ・インベストメント・マネジメントのアジア債券運用チームおよびアジア・クレジット・チームにおける各責任者にインタビューした内容をお伝えします。



アンドレ・ペダーソン  
(アジア債券CIO)



フィオナ・チャン  
(ヘッド・オブ・  
アジア・クレジット)

## 要旨

### 2020年および2021年の経済見通し

#### 各国政府・中央銀行の大規模政策により2020年後半は景気急回復へ

- ◆ 経済活動は今後数か月でコロナショック以前の状態の7割程度まで回復へ、ただし残りの3割程度が足かせ要因
- ◆ 新常态における成長率は従来よりも低くなる見込み
- ◆ 貿易摩擦の再燃も懸念材料

### アジア債券市場の見通し

#### アジア社債は、他地域の社債と比較して相対的に優位な状況

- ◆ アジア社債のクレジット・クオリティは総じて高い
- ◆ 指数\*構成銘柄の約40%が政府あるいは政府関連企業であり、戦略的に重要な企業については政府の支援が期待される
- ◆ 新型コロナウイルス感染症拡大で大きな影響を受けたセクターの比率が小さい

\*JPモルガン・アジア・クレジット指数

### アジア債券のデフォルト率

#### アジア社債のデフォルト率は他地域と比較して相対的に低水準

- ◆ アジア社債のファンダメンタルズは相対的に健全
- ◆ アジア社債の格下げやデフォルト率の増加は他地域と比べ緩やかに
- ◆ アジアの2020年デフォルト率予想は6.4%に対して、米国のデフォルト率予想は、基本シナリオで11%、悲観シナリオでは20%程度まで上昇（ムーディーズ社の予想）

※上記の見解・見通し・運用方針は作成時点における見解等であり、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。

## 2020年および2021年の経済見通し

政府や中央銀行は新型コロナウイルス感染拡大に伴う経済・市場等の混乱に対する対策として大規模な経済・金融政策を実施し、市場は落ち着きを見せています。2020年および2021年の見通しについて聞かせてください。

### アンドレ・ペダーソン

- 新型コロナウイルスの感染拡大は、グローバル経済に深刻な影響を与えました。これに対して、金融政策や救済支援金という形で供給された流動性は、史上最大級の規模となりました。これに伴い、投資家心理が改善し、金融市場では大きな反発が見られました。短期的には、市場の確実性や透明性が増したと考えられます。
- 市場の落ち着きに伴い、企業はリファイナンスができるようになり、資本調達手段があるかどうか心配する必要なくなりました。したがって、現時点では2020年後半の景気急回復に向かっていると考えられます。一方で、2020年終盤から2021年にかけて、失速感が出るのではないかと予想します。

### アジアへの影響についてはどうですか？

#### アンドレ・ペダーソン

- 現在は、明らかに景気後退局面にあります。そして、世界的には先進各国で経済活動再開に向けた動きが見られますが、重要な点は、消失した仕事の多くが元に戻らないという事実です。経済活動に目を向けてみると、今後数ヶ月でコロナショック以前の状態の7割程度まで回復すると予想します。問題は残りの3割程度ですが、例えば、倒産や失業率の増加に対する取り組みが必要になるということです。このことはアジア経済にも当てはまります。
- 基本シナリオとしては、経済活動再開直後の急回復の後は、新常态における成長率は従来よりも低くなると想定しています。このことが、投資家心理の悪化と、それに伴うボラティリティ（価格変動性）の高まりにつながると考えられます。セクターによっては、特に旅行や娯楽産業で失業率の上昇が見られるなどの懸念が顕在化するでしょう。
- 貿易摩擦問題も再燃する可能性が高いと考えます。中国に対する世界の見方は、新型コロナウイルス感染拡大への対処方法などから、厳しくなっていくでしょう。
- アジアについて、明るい材料は、まず第一に、負債水準が相対的に低いことです。また、アジア経済は分散されており、大半はうまく切り抜けられると考えます。アジア各国は、新型コロナウイルスの感染拡大に対して、総じて有効な対策をとってきました。重要なことは、アジア企業は、欧米の同格付けの企業と比べて相対的に低い負債水準にあるということです。

※上記の見解・見通し・運用方針は作成時点における見解等であり、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。

他の地域と比べたアジア社債市場の見通しについて聞かせてください。

フィオナ・チャン

- 全体的にアジア社債は、他地域の社債と比較して新型コロナウイルス感染拡大による難局を乗り越えることができる相対的に優位な状況にあると考えられます。これについて、主なポイントは下記の通りであり、全体としては、アジア社債に対する影響は限定的と考えられます。
  1. アジア社債のクレジット・クオリティは総じて高いことです。JPモルガン・アジア・クレジット・インデックスを見ると、構成銘柄の約77%が投資適格債で、残りの23%がハイイールド債です。
  2. アジア現地通貨建て社債市場は、非常に整備されており、とても長い歴史を有しています。アジアの投資適格企業は、現地通貨建て社債の発行や銀行借り入れなど多様な資金調達手段を有しています。つまり、自国市場で現地通貨建て社債を発行するオプションを有し、米ドル建て社債による調達に過度に依存していないということです。
  3. 国有という点も挙げられます。JPモルガン・アジア・クレジット・インデックスの構成銘柄の約40%が政府あるいは政府関連企業です。これらの政府関連企業、特に国家運営上、戦略的に重要な企業については、政府の様々な支援が期待できます。
  4. アジア社債市場は、新型コロナウイルス感染拡大で大きな影響を受けたゲーム、娯楽、小売などのセクター比率がとても小さいことです。これらのセクターのインデックスに占める割合は3%未満です。また、石油・ガスセクターについても、最近の原油価格の急落を受けて大きく影響を受けましたが、インデックスに占める割合は10%程度です。

アジア債券の収益の源泉および投資機会はどこにありますか？

アンドレ・ペダーソン

- アジア債券の収益の源泉は、3つあると考えています。それは、クレジット、金利、通貨です。そのうち、金利、通貨については、長期にわたりリターンに貢献すると考えます。これらは、ファンダメンタルズ要因に拠るところが大きいためであり、インドネシアなどが代表例です。
- しかし、投資機会として際立っているのは、クレジットです。2020年3月に、私たちは市場の狼狽売りを目の当たりにしました。投資家は、リスク回避のための現金化に奔走し、値がつく資産であれば売却するという行動が見られました。したがって、クレジットに関しては、短期から中期的にリターンを創出する機会として際立っていると考えます。

### フィオナ・チャン

- クレジットのファンダメンタルズの観点からは、次の分野に投資機会があると考えます。
  1. アセアンおよび中国の政府機関債、ならびに政府関連企業債に投資妙味があると考えます。これらの企業は、各業界における最大手であることが多く、多様な資金調達手段を有し、現地の銀行や債券市場からのサポートが期待できます。加えて、良好な信用力を有していることから、金融緩和の恩恵を継続的に受け続けるものと考えられます。
  2. 中国の社債についても投資妙味があると考えます。これは、グローバル経済の不透明感や政治的緊張が漂う中、中国の金融緩和政策が続くと予想されるためです。中国経済は、世界に先駆けていち早く回復基調に入ったとの経済指標も出始めています。特に、経済回復や社会的安定の主要な牽引役となるであろう中国の国有企業や不動産企業は、金融緩和の恩恵が大きいと考えられます。

## アジア債券のデフォルト率

現在、景気後退局面に入っているという点に関連して、デフォルト率の見通しについて聞かせてください。

### フィオナ・チャン

- クレジットサイクルが後退期に入ると、総じて社債の信用力は低下します。ただし、アジア社債のファンダメンタルズは相対的に健全であることから、2020年から2021年にかけての格下げやデフォルトの増加は他地域と比べて緩やかなものになる見込みです。それらは、政府や銀行の支援を受けて、より後ずれする可能性もあります。投資適格から投機的格付けに落ちるリスクは、世界的に上昇すると考えられますが、これらは、先進国市場でより深刻になりアジアではそこまでにはならないと考えます。
- ムーディーズ社の予想では、アジアの2020年デフォルト率は昨年の1.1%から6.4%に緩やかに上昇するとされています。前述の通り、アジアの投資適格企業は、政府関連企業が多く存在し、それらの企業は政府の支援を受けやすいため、格付けの維持にも有利です。JPモルガン・アジア・クレジット・インデックスのBBB-カテゴリーは全体の8%程度を占めますが、このうちの65%が政府関連企業です。
- アジア地域以外に目を向けると、投機的格付けへの格下げやデフォルトの最初の波が見られます。フィッチ社によれば、今年の3月には、米国とEMEA地域で20件以上の投機的格付けへの格下げ事例がありました。そして、その半数は原油価格の急落の影響を大きく受けた米国の石油・ガス企業です。アジアについて言えば、投機的格付けへの格下げ事例は過去12年間で、50件程度しかありません。米国のデフォルト率は、5月に既に5%を超えています。ムーディーズ社によれば、米国のデフォルト率は、基本シナリオで11%、悲観シナリオでは20%程度まで上昇すると予想されています。

アジア社債について、投機的格付けへの格下げリスクは限定的である一方、デフォルト率は緩やかな上昇が予想されるということでした。銘柄選択がこれまで以上に重要なリターンの源泉になるということだと思いますが、この点についてはいかがですか。

#### フィオナ・チャン

- **銘柄選択は最重要事項**となるでしょう。特に、現在の経済環境、クレジットサイクルにおいてはなおさらです。**ボトムアップのクレジット分析と継続的なモニタリング**を中心とすることが重要です。効果的なスクリーニングと厳格な銘柄選択は、**デフォルト銘柄の回避**にも役立つはずで、企業を分析するには、単に短期的な収益やボラティリティを見るのではなく、先を見据えた長期的な視点で分析を行う必要があります。企業の財務の脆弱性を評価するために感応度分析やストレステストなども有効でしょう。そして、ハイイールド企業については、流動性分析も不可欠です。
- 強調したい点は、**政府の支援は必ず得られるといった所与のものではない**ということです。つまり、政府の支援は**個別ケースに応じて得られるものとして評価、分析することが重要**です。それには、政府との関係を見る必要があります。戦略的、政治的役割を果たしているか、高度に戦略的な産業における事業か、さらには企業がデフォルトした際に金融システムに重大な影響を及ぼすかどうか、などについて見る必要があります。

※上記の見解・見通し・運用方針は作成時点における見解等であり、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。

#### ご留意いただきたい事項

- 当資料は、情報提供を目的としてマニユライフ・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。）が作成した参考資料であり、特定の有価証券等の取得勧誘や売買推奨を行うものではありません。
- 当資料は、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。
- 当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。
- 当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。
- 当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。
- 当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、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。
- 当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。

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