

invested in insights.

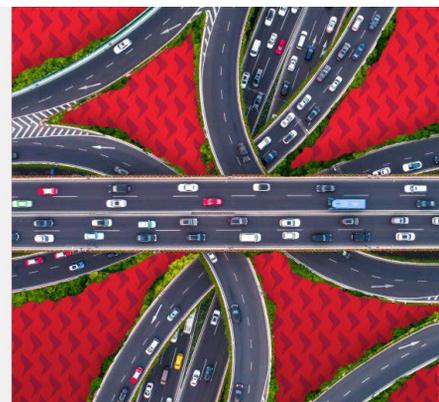
eastspring
investments

A Prudential plc (UK) company



アジア債券の30年： さらなる多様化とリターン獲得 に向けて

Eastspring Asian Expert Series



ポイント

- アジア債券は耐性のある資産クラスであり、株式市場のボラティリティの中でも安定したリターンを提供することが可能です。
- 米国債券と比較すると、アジア債券ははるかに低いボラティリティで高いリターンを創出する優れた特性を示しています。
- アジア債券市場の独自の特性を深く理解し、適切な投資戦略を採用することで、投資家はアルファ（超過収益）を引き出し、安定したリターン獲得の達成が期待できます。

本稿は、私たちイーストスプリングの創立30周年を記念して発行する特集シリーズの第2弾です。同特集シリーズでは、過去30年間にわたるアジアの変遷を探り、私たちの運用チームがこの地域への長年の投資を通じて得た洞察を皆さまと共有させていただきます。

約30年前のアジアは1997/98年のアジア金融危機の最中にありました。しかしこれがアジア債券市場の発展を促し加速させ、現在では同地域には多様で活発な現地通貨および外貨建ての債券市場が存在します。さらに、同地域には世界有数の経済大国や企業がいくつかあり、世界的に注目度が高まっているため、同市場は毎年成長を続ける見込みです。また企業が資本調達の手段を従来の銀行融資から資本市場からの資金調達へと多様化させるにつれ、アジアの発行体による債券の供給は増加しています。

アジアの債券市場は需要面では、域内の人口高齢化を背景に、年金基金、保険、さらには個人投資家チャネルを通じた債券商品への需要が引き続き高まることでしょう。

イーストスプリング・シンガポールの債券運用部門の責任者であるDanny Tan(以下Danny)は、“退職後の貯蓄”の規模が拡大するにつれて、債券市場の厚みと流動性が向上する、と強調しています。これは、アジアの債券市場のさらなる成長にとって非常に重要です。一方、投資家の幅も広がっています。債券商品に対する関心と知識の高まり、およびオンライン投資プラットフォームの出現に伴い、個人債券投資家の債券へのアクセス性も向上しました。

アジアの債券市場において成長が見られるもう一つの分野は、サステナブル債券の発行による資金調達です。アジア諸国が主要な国際的なタクソミー（分類）を採用し、持続可能な活動を定義するのに役立つフレームワークを実装するにつれて、発行体と投資家の両方がこのテーマへの取り組みを近年急増させています。このような債券の発行体は、産業セクターでみた場合、低炭素経済への移行を目指している高炭素排出セクターが中心となっています。

成長を遂げるアジアの債券市場

アジアの米ドル建て債券市場は、2003年以降、発行体がアジア全体で比較的分散される中で成長を遂げ、さらに2010年には中国が主要な発行体になり始め急成長を遂げました。特に、代表的なアジア債券インデックスである『J.P. Morgan Asia Credit Index(JACI)』の時価総額は、図表1が示すように、2005年から2024年上半期までに約7倍へと増加しました。アジア債券市場の市場参加者は主に機関投資家を中心となっていますが、2010年以降は特にプライベートバンキングの顧客の参加が増加しています。

英国ブルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。

最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルーデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシュアランス社とは関係がありません。

※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。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第379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

240821 (01)

invested in insights.

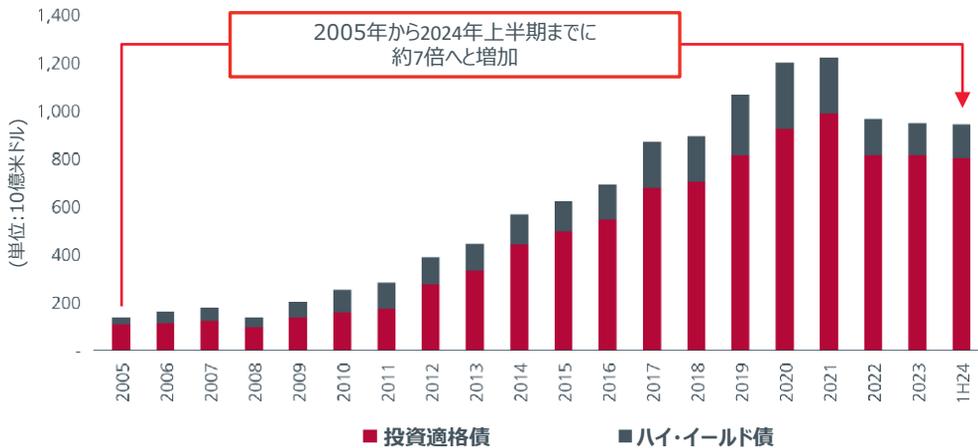
さらに、アジアの米ドル建て債券の取引は、従来の店頭取引(OTC)だけでなく、オンライン取引プラットフォームの登場により拡大しています。なおDannyは、銀行が自己勘定取引に関して資本制約を受けるようになったため、2008年以前と比較して流動性はやや低下している、とも指摘しています。それでも、プロの投資家にとって流動性は依然として十分に高い水準にあります。

2022年の米連邦準備制度理事会(FRB)の利上げ後、企業が事業拡大計画を縮小したため、債券発行は減速しました。中国の不動産セクターの市場センチメントの弱さもネガティブ要因となりました。しかし逆に、供給の減少はテクニカル面で債券価格の強力なサポート要因となりました。

一方、アジアの現地通貨建て債券市場も、1998年のアジア金融危機以降、同地域の金融システムのレジリエンス(強じん性)と健全性を改善する取り組みへの多大な努力に伴い、着実に拡大しています。Dannyは、こうした成長は主に国債によってけん引されてきたものの、社債のシェアが時間とともに増加している、と指摘しています。

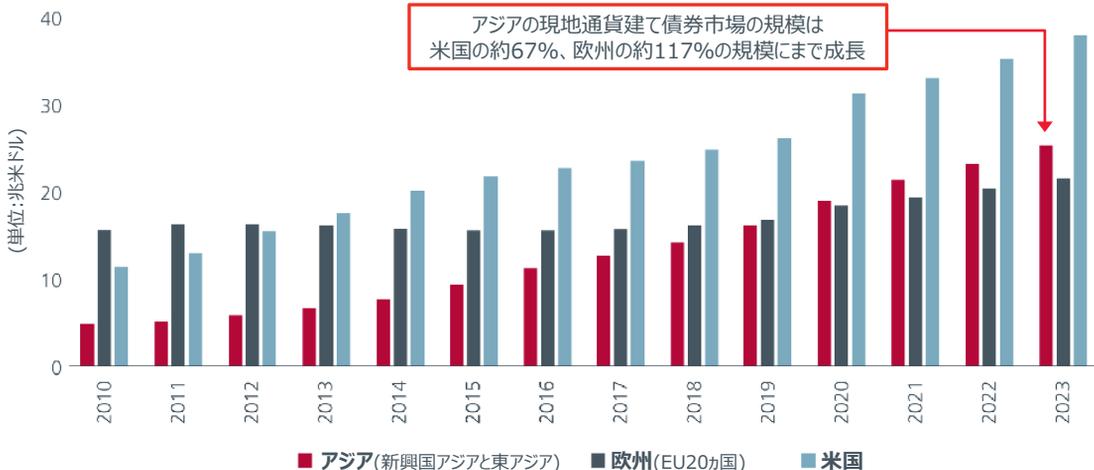
2023年12月末、アジアの現地通貨建て債券市場は約25.2兆米ドルの規模に達し、米国と欧州の両方の各現地通貨建て債券市場の前年比成長を上回っています。図表2が示すように、アジアの現地通貨建て債券市場の規模は2023年時点で米国の約67%、欧州の約117%の規模にまで成長しています。

図表 1: アジア債券市場の時価総額



出所: J.P. Morgan Asia Credit Index(JACI)のデータ(2024年6月28日)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)が作成。

図表 2: 世界の主な国・地域別の現地通貨建て債券発行残高の推移



出所: Asia Bond Monitor のデータ(2024年3月発表、データは2023年12月時点)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)が作成。

●新興国アジアと東アジア: 東南アジア諸国、中国、香港、韓国。

●EU20か国: オーストリア、ベルギー、クロアチア、キプロス、エストニア、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、アイルランド、イタリア、ラトビア、リトアニア、ルクセンブルグ、マルタ、オランダ、ポルトガル、スロバキア、スロベニア、スペイン。

invested in insights.

またアジアの現地通貨建て債券市場の規模(既発債ベース)で最大の3つの市場は、中国、日本、韓国となっています。特に中国は約58%のシェアを占め最大となっています。

市場に留まり続けることの重要性

長きにわたり、債券は株式の損失に対するバッファー(緩衝材)として機能してきました。しかし、過去20~30年間、両者の相関関係は金利変動の影響で大きく変化してきた、とイーストスプリング台湾の債券運用部門の責任者である**Connie Chou**(以下**Connie**)は述べています。近年、債券と株式の相関関係は世界の中央銀行の金融引き締めサイクルの影響を受けていますが、これまで同相関関係が大きく変化したのはある意味で“極端な時期(例:2013年の『テーパー・タントラム』*、2022年のロシアによるウクライナ侵攻など)”のみである、とイーストスプリング・インドネシアの債券運用部門の責任者である**Hengky Tambunan**(以下**Hengky**)は指摘しています。

* 2013年に当時のバーナンキ米連邦準備制度理事会(FRB)議長が資産購入規模の縮小を突然示唆したことで起きた米金利の急騰による市場の混乱

通貨の変動も同相関関係に影響を与えます。

Hengkyは、インドネシアでは株式と債券の両方の資産クラスがインドネシアルピアの変動に大きく影響されている、と指摘しています。

同様に、マレーシアでは、両方の資産クラスが米ドルと人民元に対するリンギットの下落到翻弄されてきました。

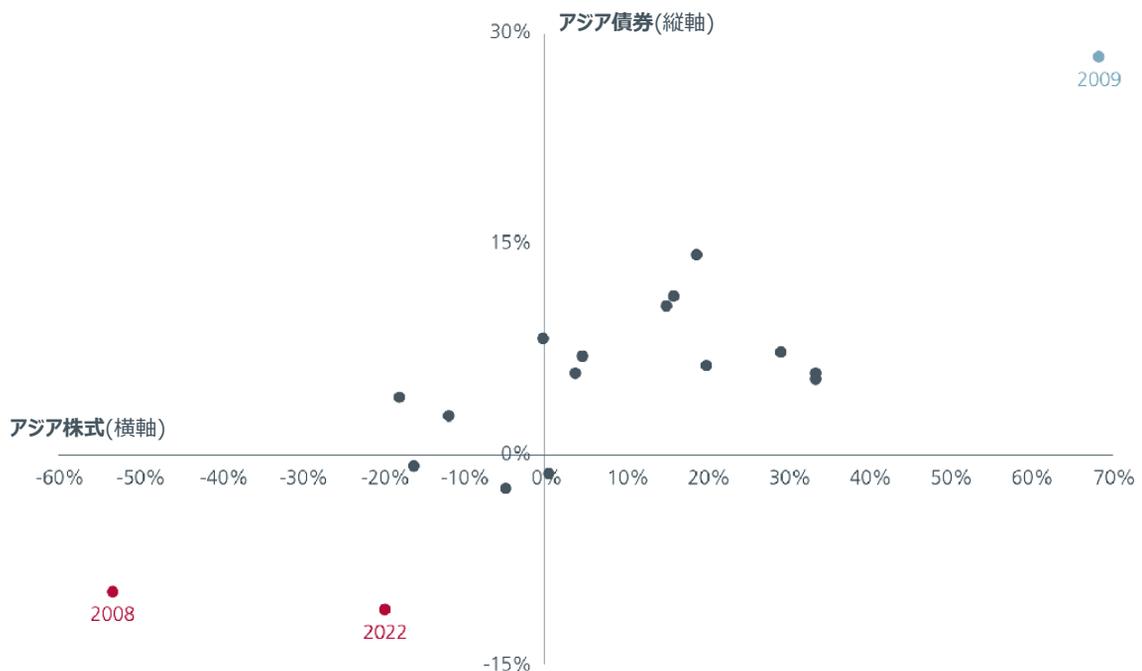
図表3に示されているように、アジア債券とアジア株式の年間リターンを見ると、2008年と2022年は顕著な外れ値です。世界金融危機の2008年と、FRBの積極的な利上げにより両資産クラスが売り込まれた2022年には、債券と株式の両方が記録的な損失を出しました。これらの年を除けば、リターンの大部分はグラフの四象限のうち上部(左上と右上)の象限に収まっており、これはアジア債券がかなりの耐性のある資産クラスであり、株式市場においてボラティリティが上昇した局面においても安定したリターンを提供していることを示しています。したがって“市場に留まり続けること”は、特にアジア債券にとって重要です。

魅力的なリスクとリターンの機会

米国債券と比較すると、アジア債券ははるかに低いボラティリティで高いリターンをもたらすという魅力的な特性を示しています(図表4参照)。通貨についても同様に、図表5が示すように、米ドルやユーロなどの特定のハードカレンシー(国際通貨)とは対照的にアジアの現地通貨の金利も現在の環境では低いボラティリティを示しています。

そのため、アジア通貨建て債券は、同地域の魅力的な低ボラティリティの恩恵を享受すべく、アジアの政府や企業によって、ますます利用されるようになっていきます。

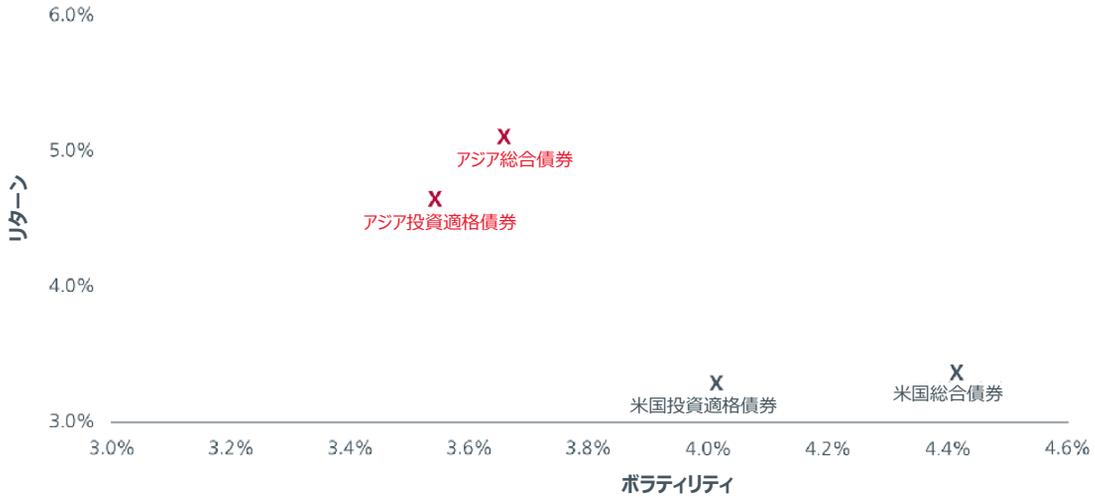
図表 3: アジア株式とアジア債券の収益率(暦年ベース)



出所: 各種データ(2006年から2023年)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)が作成。
●アジア株式: MSCI AC Asia ex Japan Index、●アジア債券: J.P. Morgan Asia Credit Index(JACI)

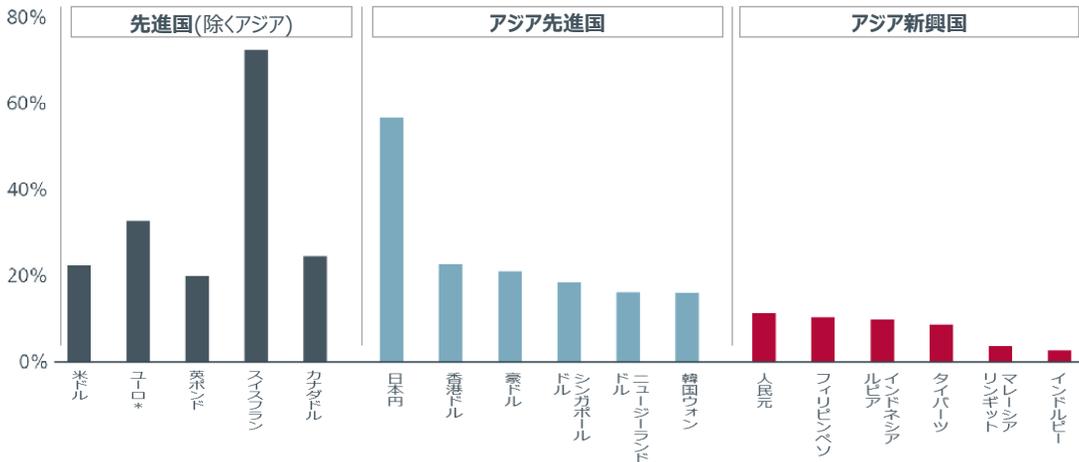
invested in insights.

図表 4: アジア債券と米国債券のリターンとボラティリティ



出所：各種データ(2024年6月30日時点)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)が作成。
 ※ボラティリティは、2005年から2023年までの90日間の平均ボラティリティを使用。※リターンは、2005年から2023年までの年間平均リターンを使用。
 ●アジア総合債券：J.P. Morgan Asia Credit Index、●アジア投資適格債券：J.P. Morgan Asia Credit Investment Grade sub-Index、●米国総合債券：ICE BofA US Corporate & Government Index、●米国投資適格債券：Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index。

図表 5: アジア通貨とハードカレンシーの金利変動の比較



出所：各種データ(2024年6月30日時点)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)が作成。
 すべての通貨について、それぞれの5年国債の満期利回りの30日間のボラティリティを年率換算したものを参照しています。*ユーロについては参照先の5年国債はドイツ連邦債。

Dannyによると、アジアの現地通貨市場は、債券の質よりも、金利と外国為替の影響を強く受ける市場であると特徴付けています。

アジア債券が好まれる理由

過去10年間の経済改革と発行体の質の向上により、アジアの債券投資はますます魅力的になっています。アジア以外の投資家もアジア債券市場に対する理解を深め、現地通貨建て債券を含むアジア債券への投資を検討する姿勢が強まっています。投資家は、より“高く”そして“質の良い”利回りを求めてアジア債券市場に目を向けているのです。

例えば、アジアのハイ・イールド社債は、米国のハイ・イールド社債よりも270ベースポイント(bp、1bp = 0.01%)以上の高い利回りを提供しています(2024年6月末時点)¹。さらに利回りの質の尺度としてデュレーション(債券の金利変動に対する感応度の尺度)あたりの利回りを見ると、その差はさらに顕著で、アジアのハイ・イールド社債は340ベースポイントである一方、米国のハイ・イールド債券は94ベースポイントを記録し、その差は3倍以上となっています。

invested in insights.

アジアはポートフォリオの分散化の観点からも魅力的で、域内の複数の市場がそれぞれ異なる投資機会を投資家に提供しています。たとえば、マレーシアには、世界で最も多様かつ最大規模²のユニークで成熟したイスラム債券(スクーク)市場があります。イーストスプリング・マレーシアの債券運用部門の責任者である**Choong Kuan Lum**(以下**Choong**)は、世界のイスラム債券市場のシェア(既発債ベース)をみると、マレーシアが最も高く(約40%)、サウジアラビア、インドネシア、アラブ首長国連邦(UAE)、トルコがそれに続いている、と指摘しています。

またイーストスプリング・シンガポールの債券運用部門のポートフォリオ・マネジャーである**Wai Mei Leong**によると、日本とオーストラリアの発行体が米ドル建て債券市場で発行を増やしており、アジアの主要な投資拠点であるシンガポールと香港の投資家にアプローチしていることから、アジア債券市場ではさらなる多様化の兆しも見え始めている、としています。

成長と課題の中でアルファを引き出す

アジアは域内の国・地域によってその経済や格付けのプロファイルが異なり、金利サイクルも同期しておらず、現地通貨も変動しているため、債券の活用機会はダイナミックに広がっています。アジアの債券市場は日々進化を遂げていますが、私たちイーストスプリングの債券運用チームは、アルファ(超過収益)を引き出す方法は変わっていない、と考えています。

つまり、クレジット分析に関する深い専門知識、地域および世界のマクロシグナルに対応した機敏なポジショニング、そして包括的かつ賢明なリスク管理と並行した慎重なポートフォリオ構築の組み合わせが重要となるのです。

アジア域内の各市場の特異性を考慮すると、アジアの債券投資家は市場とクレジット特性を把握する必要があります。**Connie**は、台湾のような低利回り債券市場であっても、市場の独自の特徴を理解し、適切な投資戦略を適用することで、投資家はアルファを引き出して安定したリターンを達成できる、と強調しています。

投資家のイールドカーブ戦略とデュレーション戦略のポジショニングも、アルファを引き出す方法において重要な役割を果たします。過去には戦術的なデュレーション戦略が多く活用されていましたが、現在の市場環境ではイールドカーブ戦略のポジショニングがトータル・リターンを高める上でより重要となります。**Choong**は、現在の市場環境下では信用スプレッドのタイトニングが進んでいるため、社債におけるより質の高い利回りの追求がポートフォリオ構築の主要テーマとなっていると指摘し、それには銘柄選択の深い専門知識が必要となる点を強調しています。現在、アジア債券の利回り水準は過去最高レベルの水準にあるため、より高い利回りに到達するために質を大幅に下げる必要はない環境にあります。

本シリーズの次号では、アジア株式市場への30年間の投資から得た洞察に焦点を当てる予定です。

(データ出所)

1. Bloomberg, BofAML, Citigroup, Markit iBoxxのデータ(2024年6月末時点)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)が作成。アジアのハイ・イールド社債はICE BofA Asian Dollar High Yield Corp Index、米国のハイ・イールド社債はICE BofA US Corporate & High Yield Indexを使用。利回りは最低利回りを使用。
2. Fitch Ratingsのレポート(2024年)『Sukuk Rating Profile Enhanced on Sovereign Upgrades; GCC DCM to Cross USD1 Trillion』

※ JP Morganの各指数は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の指数データは、ICE Data Indices, LLC、その関係会社(以下「ICE Data」)及び/またはその第三者サプライヤーの財産です。ICE Data及びその第三者サプライヤーは、その使用に関して一切の責任を負いません。

<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。