

2023 Outlook シリーズ: アジア債券



2022年のアジア債券やグローバル債券は、かつてない厳しい市場環境に見舞われ、債券市場全般は完全なリセットを経験しました。エネルギー価格の高騰などによるインフレ急騰、世界的な金利の上昇、地政学リスクの増大など、これらすべてが世界のマクロ経済環境を悪化させました。一方、アジアでは、窮地に陥った中国不動産セクターを中心に、当地域の信用リスクは急拡大しました。2023年においても、依然として予断を許さない環境が継続しています。しかし、グローバル債券副 CIO のアンドレ・ペダーセンやアジア債券チームが分析するように、利回りは全体的に高まり、上乘セスプレッドも魅力的なことから、当資産クラスにおける投資機会はリスク対比でのトータルリターン観点から拡大しています。金利や通貨市場における方向感がより明確になれば、政府による強力な市場・経済支援策、堅調な経済ファンダメンタルズ、継続した発展を見せるアジアのクレジット環境などを背景に、クレジット市場が回復を先導するでしょう。

嵐の後のリバウンド

2020年から2021年にかけて、市場のボラティリティは上昇しました。その後の2022年は、市場環境の予見性が回復し、投資家は慎重ながらも幾分楽観的な姿勢で市場に臨みました。しかし、2022年2月にロシアがウクライナに侵攻したことで、状況は一変しました。世界の市場は混乱に陥り、特にコモディティに関して、インフレ圧力が増幅しました。

原油価格が急騰し、米国では月次のインフレ率が1980年代当初以来の水準の8%を上回り、米連邦準備制度理事会（FRB）は、第二次世界大戦後ではおそらく最も急速な金融引き締め政策に乗り出しました。FF金利は0~0.25%（3月初旬）から4.25~4.50%（12月）まで跳ね上がり、米国債の利回りは1.51%（2022年頭）から4.20%を上回る（11月）レベルまで上昇しました。

他の主要中央銀行（日本を除く）やエマージング市場の中央銀行も迅速に追随し、利上げを実施しました。例外的に中国は、ゼロコロナ規制と悪化する不動産セクターの二つの課題に対処するという、他国とは異なる方向の政策を行いました。

2022年：グローバル債券にとって試練の一年

例を見ないマクロ経済環境は、債券投資家に極めて厳しい試練を与えました。2022年、ブルームバーグ・グローバル総合債券指数は16.25%下落し、JPモルガン新興国市場指数は17.70%下落しました¹。グローバル債券市場に比べ、アジア債券のデュレーションは相対的に短いものの、昨年11月・12月に中国政府がゼロコロナ政策を大幅に緩和し、不動産セクターに強力な刺激策を打ち出すまでは、中国の長引く不調が一年の大半を通してアジア債券市場の足を引っ張りました（アジアの通年の動きについては、図1を参照）。

アジアの投資適格債は、主にアジア地域の経済の底堅さや、クレジット市場全体で国有企業の占める割合が大きいことから、相対的な打たれ強さを示し、2022年のスプレッドの拡大は25bpsに留まりました²。トータルリターンについては、主に米国債の利回りの動きに左右され、およそ10%のマイナスとなりました³。

¹ ブルームバーグ、2022年12月30日現在

² ブルームバーグ、2022年12月30日現在

³ JACI Investment Grade Index、2022年12月30日現在

図1：アジア現地通貨建て債券、米ドルクレジット、通貨のマーケットレビュー

10年物 現地通貨建て債券	年末 利回り	2022年 変化幅 (bps)	投資適格債	ハイイールド債	通貨 (対米ドル)	2022年 スポットリターン
フィリピン	6.97%	235.5	-10.01%	-15.09%	シンガポールドル	SGD 0.71%
オーストラリア	4.05%	238.0			香港ドル	HKD -0.06%
ニュージーランド	4.47%	208.4			タイバーツ	THB -3.47%
香港	3.63%	212.8			マレーシアリンギット	MYR -5.40%
韓国	3.74%	148.0			韓国ウォン	KRW -6.05%
シンガポール	3.09%	142.1			中国人民元	CNH -7.86%
インド	7.33%	87.4			インドネシアルピア	IDR -8.45%
タイ	2.64%	74.3			フィリピンペソ	PHP -8.50%
インドネシア	6.94%	55.8			台湾ドル	TWD -9.88%
台湾	1.28%	55.8			インドルピー	INR -10.15%
マレーシア	4.07%	50.4				
中国(オンショア)	2.84%	6.0				

出所：ブルームバーグ。JP モルガン・アジア・クレジット指数。指数のパフォーマンスデータは米ドル表示、2022年12月30日現在。過去のパフォーマンスは将来の結果を示唆するものではありません。アジア投資適格社債指数= JACI 投資適格社債指数。投資適格のアジア通貨建て債券のトータルリターンを、米ドルベースで計算したもの。アジア非投資適格社債指数= JACI 非投資適格社債指数。非投資適格のアジア通貨建て債券のトータルリターンを、米ドルベースで計算したもの。

一方、アジアのハイイールド債は、信用スプレッドの拡大と中国の不動産セクターの将来に対する不確実性から、一年で15.10%と大きく下落しました⁴。

2023年：リスク対比で好リターンの投資機会がより魅力的に

2023年は、世界のマクロ環境は、少なくとも昨年より予測や対処が容易になるとみられます。もちろん、過度に楽観的な見通しを持つべきではありませんが、今年は当資産クラスにとって、向かい風が弱まるか、あるいは追い風が出てくる可能性もあると考えています。総じて、現状はリスク対比のリターンでみて、好ましい投資機会が見込まれ、「トータル・リセット」した昨年からリバウンドする可能性があります。

私たちの基本シナリオでは、FRBは12月の会合で説明したとおり(75bpsの)大幅利上げを止め、ディスインフレ圧力が徐々に高まるに従って、最終的に利上げを停止するとみています。しかし、インフレ圧力は高まっていることから、利下げに転換する確率は高くないとみています。

経済成長の面で、アジアは依然として底堅いため、このマクロ環境安定の恩恵を最も大きく享受すると私たちは考えています。ただし、アジア地域内での進展のスピードにはばらつきがあります。予想以上に迅速な中国のゼロコロナ政策緩和と国境開放が、今後、困難も予想されるものの、最終的には2023年の経済成長の重要な鍵となるでしょう。中国以外のアジア諸国の経済も、中国との経済的なつながり次第で、貿易や観光拡大を通じて、この恩恵に浴することが予想されます。そのような動きにより、総じて投資適格債は堅調なパフォーマンスを示し、ハイイールド債は信用スプレッドの縮小によりリバウンドする可能性があると考えています。

以下のセクションでは、クレジット、金利、通貨の3分野ごとに2023年のアジア債券の見通しをご説明します。

⁴ JACI High Yield Index、2022年12月30日現在

はじめに：中国の不動産セクター

アジアのクレジットは、厳しかった 2022 年を終え、今年は債券リターンの主役になりうるとみえています。

2020 年 8 月、政府が新たな（非公式の）規制スタンス（「3つのレッドライン」）を導入して以降、不動産セクターは、クレジット市場における厄介者でした。その政策の狙いは、不動産開発企業のレバレッジと、GDP に対する並外れた寄与度（一部の推計⁵によると GDP の 20~30%）を低下させることでした。

しかし、それらの政策は悪循環を生みました。業界全体でのデレバレッジ（債務削減）により既存プロジェクトの建設は滞り、新たな不動産開発は中止されました。そのため、消費者の間で不動産セクターの将来に対する不透明感が高まり、不動産購入を見合わせたことから、新築不動産の販売は失速し、住宅価格のさらなる下落を招き、不動産開発企業のキャッシュフローは一層低下しました。

また、ゼロコロナ政策により、都市レベルのロックダウンが散発し、新築および中古の不動産販売を妨げ、住宅購入の需要が減少したことも価格下落の一因と考えられます。

その結果、当セクターにとっては厳しい一年となりました。多くの不動産開発企業が格下げされ、債務不履行に陥りました⁶。新たな社債との交換を提案した企業もあります⁷。上流の不動産供給セクターは倒産の危機に瀕しました⁸。政策による大きなテコ入れもなく、一年の大半を通して、多くの不動産クレジットはディストレスト水準で取引されました。

私たちは、昨年 11 月に公表された政府の直近の政策が市場の有効な下支えとなり、投資家の信頼を回復させると考えています。当セクターの回復は 2~3 年先に先送りされましたが、企業間の再編後は最終的に、持続可能な債務水準でより高い経済効率性で運営される発行体が増え、より健全な状態になるでしょう。

恐らくより重要な点は、この 2 年でアジアのクレジット市場ユニバースに大きな変化がみられたことです。2020 年 12 月には、中国不動産が JP モルガンのアジ

アクレジット非投資適格指数の約 39%を占めていましたが、デフォルトや指数からの排除により、約 13%にまで大きく減少しました⁹。これにより、アジア市場は、集中度が低くより分散されたクレジット投資ユニバースとなり、アクティブ運用会社にとっては、新たな投資機会が生じています。

クレジット：集中度低下と分散拡大

このような新たな投資機会の下で独自のリサーチに基づき、今年は中国不動産に加え、マカオのカジノ、中国の工業、インドの再生可能エネルギーのセクターを前向きにみえています。

- **中国不動産**では、一部厳選した分野を前向きに見ています。政策に関しては、昨年 11 月が転換点だと考えています。「3本の矢¹⁰」として知られるこれらの政策は、今回の危機が始まって以来、最も包括的で協調的な政策対応だと市場では見えています。私たちは、当セクターの持続的回復に不可欠だと考えられる新築市場での販売動向を注視していきます。
- **中国の資本財セクター**は、不動産セクターに対する不安感と景気減速に対する懸念から、大きく売られてきました。しかし、当セクターは、国有企業との強力なつながりや政府のサポートによる恩恵を受けています。現在のバリュエーションに鑑みると、中国の経済再開やドミノ効果により、経済成長が僅かに改善しただけでもパフォーマンスは回復し、スプレッドも縮小するでしょう。
- **マカオのカジノセクター**は、観光客の減少と新型コロナウイルスに対する厳格な規制にともなう収入の低下により、ここ 2 年間は苦境に喘いできました。その結果、過去の平均に比べ、バリュエーションは魅力的な水準にあります。当セクターは、年初か

⁵ <https://carnegieendowment.org/chinafinancialmarkets/87751>

⁶ <https://www.cnbc.com/2022/06/17/moodys-china-real-estate-troubles-sent-debt-indicator-to-record-high.html>

⁷ <https://asia.nikkei.com/Business/Markets/China-debt-crunch/Investors-face-dilemma-as-Chinese-developers-offer-bond-swaps>

⁸ <https://www.scmp.com/business/article/3192106/china-property-developers-struggles-make-waves-threaten-swamp-upstream-and>

⁹ 出所：JP モルガン、2022 年 12 月 30 日現在

¹⁰ センチメント回復を、銀行与信、債券発行、株式発行を通じて目指すことから、三本の矢と言われています。

図 2: 外国人によるインドネシアの現地通貨建て債券の保有は低下

債券保有者	2022年8月31日		2022年7月29日		2021年12月30日		前月比 (兆 IDR)	年初来 (兆 IDR)
	金額	保有割合 (%)	金額	保有割合 (%)	金額	保有割合 (%)		
インドネシア銀行 (BI)	1290.15	25.88	1260.05	25.77	1220.73	26.09	30.10	69.42
商業銀行	1239.60	24.87	1220.16	24.95	1171.85	25.04	19.44	67.75
保険/年金	811.80	16.29	797.93	16.32	655.24	14.00	13.87	156.56
ミューチュアル・ファンド	156.59	3.14	153.71	3.14	157.93	3.38	2.88	(1.35)
外国人	759.51	15.24	751.24	15.36	891.34	19.05	8.27	(131.83)
その他	727.22	14.59	706.43	14.45	581.88	12.44	20.79	145.33
合計	4984.87	100.00	4889.52	100.00	4678.98	100.00	95.35	305.89

出所：ブルームバーグ、2022年12月30日現在

ら再開された国境開放の恩恵を受けるとみています。11月初めに始まった、中国本土の観光客向けの E ビザシステムの再稼働により、観光業と事業ファンダメンタルズの向上が、現在の底からのリバウンドを最終的に実現させると考えています。

- **インドの再生可能エネルギーセクター**は、投資増大により急速に拡大しています。インドは、2070年までに「ネットゼロ」に到達する最終的な大目標にむけ、再生可能エネルギーの規模を、2022年末までに175GW（ギガワット）、2030年までに450GWという野心的な国家目標¹¹を公布しました。それに応じて投資規模も拡大し、2021/22財政年度には過去最大の145億米ドルとなり、前年度から125%増大しました¹²。これら再生可能エネルギー関連銘柄は特定のひとつの地域やコモディティと連動していないことから、ポートフォリオの分散要素となります。

金利：アジア経済の金融政策余地は拡大

今年は2022年に比べ、FRBの金融政策の方向性については相対的に不確実性が低く、市場にも上手く伝わっていることから、金利の動向に対する透明性は高くなっています。そのような傾向は、地域内の金融政策に大きな乖離が生じているアジア市場にとって望ましいと言えます。現に、フィリピンで350bps、インドでは225bps（どちらも昨年5月以降）利上げが行わ

れたのに対し、他の諸国、例えばタイでは75bpsの利上げ（昨年8月以降）しか実施されていません。アジアの国々は、グローバルな金融環境の制約が治まれば、FRBに合わせた利上げをする必要もなく、経済成長を促進し、異なるインフレ水準に対応する金融政策の裁量の余地が高まるでしょう。

2023年、私たちはインドとインドネシアの2つの市場について、特に前向きに見ています。

インドは、2022年は試練の年でした。政府による景気刺激策とベース効果で、経済成長率は2021年から大きくリバウンドしましたが、インフレ上昇により、インド準備銀行（RBI）は積極的に利上げを実施しました。そのため、10年物国債の利回りは1月の6.4%から11月には7.3%の水準まで上昇し、2017年以来、最も大きな年初来上昇幅となりました¹³。これに加えて、JPモルガンは、11月にインドの新興国債指数への組み入れを見合わせ（「ポジティブ」ウォッチとした）、それが外国人投資家の売りを誘い、資金の流入を減らしました。

RBIは既にインフレ圧力を概ね封じ込めており、2023年は利上げを休止し、より経済成長にフォーカスすると考えています。外国人債券投資家に対する課税措置改定と併せて、年内の国債のグローバル指数への組み入れの可能性が、投資家には追い風となるでしょう。

¹¹ <https://pib.gov.in/FeaturesDeatils.aspx?NotelId=151141&ModuleId=2>

¹² <https://www.weforum.org/agenda/2022/07/india-investment-renewables-green-energy/>

¹³ <https://www.reuters.com/markets/rates-bonds/india-10-year-bond-yields-likely-already-peaked-strategists-2022-11-11/>

インドネシアは、2022 年は変動が大きかったものの、底堅い一年でした。インドネシア中央銀行は財務省とともに政府債を購入する「バーデン・シェアリング（負担分割）」のプログラムを継続し、それが年間を通じて金利抑制に効果を発揮しました。前回 2022 年の Outlook シリーズで詳しくご説明した通り、現地通貨建て債券の外国人保有比率は、2019 年末の 40%から、2022 年 8 月末には約 15%と、過去 2 年で着実に低下しています¹⁴。

これにより、特に現地の商業銀行や年金基金など、国内のより幅広いステークホルダーが、長期にわたって国債を保有するようになりました（図 2 参照）。より重要な点は、この保有者構成の変化により、グローバルでボラティリティが高まった際、外国人が保有する債券を売却し、現地の利回りが上昇し、ルピア安を招くという、これまでの悪循環が解消したことです。

同時にインドネシアは、世界のコモディティに対する力強い需要の恩恵を受け、経常収支は昨年プラス（第 3 四半期には GDP の 1.3%）を維持しました。その結果、高ボラティリティ環境が長引くなかで、ルピアは歴史的にも良好なパフォーマンスを記録しました。

2023 年、インドネシアは、政策上より大きな柔軟性を有していると考えています。現状の中央銀行による前倒しの利上げ戦略と、本年度的を絞ったエネルギー補助金で、インフレ圧力の低下が予想されます。同時に、黒字の経常収支と米ドル高圧力の緩和により、通貨はより好ましいマクロ環境により、引き続き安定するでしょう。

通貨：米ドル高圧力の緩和

2022 年、金利上昇と米国債利回り急騰を背景に、米ドルは他の通貨をアウトパフォームしました。主要通貨に対する米ドルの強さを示すドル指数（DXY）は、一年でおよそ 8.2%上昇した一方、アジア通貨の強さを示す JP モルガンアジア通貨指数（ADXY）は、6.4%下落しました¹⁵。

2023 年に入り、FRB の利上げは十分に市場に織り込まれていることから、広範にわたる米ドル高の時期はほぼ終了したと考えています。さらに、中国による予

想を上回る速さの経済再開が、他のアジア経済やアジア通貨にプラスの波及効果をもたらすことも考えられます。今年は、以下の米ドルに対する高ベータ通貨に対して、前向きな見方をしています。

- **韓国ウォン**は、昨年、高いボラティリティに見舞われ、対米ドルで 2008 年の世界金融危機以来の通貨安を経験しました。米ドルの強さも要因の一つですが、2022 年末に向けて一連の大きな貿易赤字を計上したことなど、構造的な面もあります。しかし、韓国銀行はアジアの中央銀行の中でも比較的積極的な金融政策を採用しており、投資家は金利の違いに再び注目するとみられることから、2023 年は出遅れを取り戻す可能性があります。予想を上回る迅速な経済再開により、中国の輸入需要が高まれば、それが大きな呼び水となるかもしれません。
- **タイバーツ**は、外国人観光客の変動や高騰するエネルギー価格により、昨年はボラティリティが高まりました。GDP の約 18%を占める観光業は、新型コロナウイルス感染拡大により、前半は停滞しました。エネルギー価格の高騰は経常赤字の拡大をもたらした（2022 年は GDP の推定 3.6%¹⁶）、タイバーツは米ドルに対し、過去 16 年で最も安くなりました。2022 年、タイへの観光客は 1,000 万人に達し¹⁷、エネルギー価格も着実に低下していることから、タイバーツは 2023 年に堅調に推移する通貨の一つになると考えています。

まとめ

前例の無い試練に見舞われた 2022 年の嵐の後で、アジア債券は、向かい風を凌ぐ時期から追い風に乗る状況に変わってきたと、私たちは考えています。中国の景気刺激策と素早い経済再開を背景とした昨年 11 月以降の当資産クラスのリバウンドは、今年の行方を占う重要な転機となるでしょう。

総じて、リスク対比リターンにおいて、当資産クラスには魅力的な投資機会がみられる分野があるとみています。アジアの社債利回りが上昇したことで、トータルリターンにおいてもインカムを求める投資家にとっても、相対的に魅力的な投資のタイミングを迎えている

¹⁴ 出所：IMF、インドネシア中央銀行

¹⁵ 出所：ブルームバーグ、2022 年 12 月 30 日現在。DXY と ADXY

¹⁶

https://www.nesdc.go.th/nesdb_en/article_attach/article_file_20221121085936.pdf

¹⁷ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-12-10/thailand-hits-tourism-goal-as-foreign-arrivals-top-10-million>

る可能性があります。今後、一層高いリターンを生み出すためには、魅力的な債券を抽出するボトムアップの銘柄選択が重要な鍵となると考えています。アジア通貨もまた、ドル安傾向とアジア地域の底堅い経済成長見通しを背景に、パフォーマンスの改善が見込まれます。

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。

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