



「複合アプローチ」によるアジア債券のリターン向上

アジア債券運用部門(除く日本債券)チーフ・インベストメント・オフィサー
アンドレ・ペダーセン

2017年9月



サマリー

アジア債券への注目度・人気が高まっています。アジア全域で見られる活力ある経済成長に加え、先進国対比魅力的な利回り水準やクレジットの発行が増加していることから、投資家の強い関心が集まっています。しかし、アジア債券市場への投資アプローチは一様ではありません。

本稿では、アジア債券運用部門（除く日本債券）チーフ・インベストメント・オフィサーのアンドレ・ペダーセンが、なぜアジア債券に「複合アプローチ」を採用することが投資家にとって持続可能なインカムを実現する最善の方法であるのか、その理由をご説明します。アジアの現地通貨建て債券と（アジアの発行体による）米ドル建て債券双方へのエクスポージャーを組み合わせることで得られるメリットについて検討し、マニユライフ・アセット・マネジメントがアジア債券戦略において独自の運用スタイルを確立している理由をご説明します。



アジア債券運用部門(除く日本債券)
チーフ・インベストメント・オフィサー
アンドレ・ペダーセン

本資料は、Manulife Asset Management (US) LLCが作成した "Enhancing Asian Bond Returns via a Blended Approach" (2017年9月発行) を、マニユライフ・アセット・マネジメント株式会社が翻訳したものです。



アジア債券投資への「複合アプローチ」とはどのようなものですか？アジア債券戦略におけるマニユライフ・アセット・マネジメント独自の強みとは何ですか？

複合アプローチは、アジアの現地通貨建て債券と米ドル建て債券の両方に投資して、金利、クレジットおよび通貨での投資機会を追求する、弊社のアジア・トータル・リターン戦略 (ATRS) で採用しています。

また、適切なリスク管理を行うことにより、ダウンサイドリスクを慎重にコントロールしながら、現地通貨建て債券と米ドル建て債券の両市場で最良の投資機会を効果的に見極めることが可能となります。

現地通貨建て債券と米ドル建て債券の双方に投資することは、アジア各国の国債や政府機関債の他、様々なセクターの成長著しく優良なアジア企業が発行する社債も網羅する幅広いユニバースを投資対象とすることを意味します。一般的に現地通貨建て債券は、インドネシア国債などのようなアジア各国政府によって発行される債券です。米ドル建て債券は、アジアの企業が発行する債券が大半を占めます。弊社チームの為替見通しに基づきポートフォリオの為替配分額をコントロールすることによって、現地通貨建て債券の“為替”の要素をポートフォリオに組み込むことが可能となります。

アジア債券投資への複合アプローチにおいては、トップダウンのマクロ経済分析と、ボトムアップのクレジット分析における弊社の強みが活かされており、アジアの10か国・地域に在籍するポートフォリオ・マネージャー及びクレジット・アナリストで構成する幅広い現地運用チームがサポートしています。

また、適切なリスク管理を行うことにより、ダウンサイドリスクを慎重にコントロールしながら、現地通貨建て債券と米ドル建て債券の両市場で最良の投資機会を効果的に見極めることが可能となります。

アジア・トータル・リターン債券戦略における3つの主要リターン要因





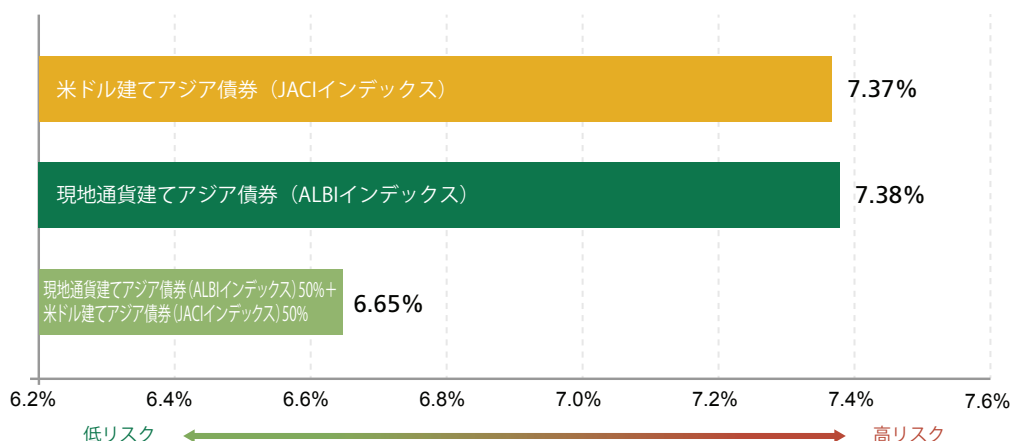
複合アプローチは、ポートフォリオのリスクにどのような影響をもたらすのですか？

複合アプローチ採用のメリットとしては、投資機会の拡大に加え、より高い分散効果が挙げられます。ポートフォリオ理論では、完全相関にはない投資対象（この場合は現地通貨建てアジア債券と米ドル建てアジア債券）を組み合わせることによってリスク抑制につながるとされています。

アジア債券の複合ポートフォリオは以下のように図示することができます。米ドル建てアジア債券と現地通貨建てアジア債券の過去10年間（2007年7月から2017年7月）のリターンとボラティリティを見ると、モデルポートフォリオ（米ドル建てアジア債券50%+現地通貨建てアジア債券50%）の方が、現地通貨建てアジア債券か、米ドル建てアジア債券のいずれか一方に100%投資するポートフォリオよりもポートフォリオ全体のリスクが低減されることが分かります（図1参照）。

複合アプローチ採用のメリットとしては、投資機会の拡大に加え、より高い分散効果が挙げられます。

図1：リスク～2007年7月から2017年7月までの標準偏差（年率）で測定～¹



¹ ブルームバーグ、マニユライフ・アセット・マネジメント。使用インデックスはMarkit iBoxxアジア・ローカル・ボンド・インデックス（ALBI）、およびJPモルガン・アジア・クレジット・インデックス（JACI）、2007年7月～2017年7月



現地通貨建てアジア債券と米ドル建てアジア債券が、お互いをアウトパフォーマンスした例を教えてください。

この10年間を振り返ると、一方のアプローチがもう一方をアウトパフォーマンスした時期及び市場状況が分かります。

世界金融危機（2007～2008年）は、クレジット・スプレッドの拡大期に現地通貨建て債券がアウトパフォーマンスしたことを示す好例です。

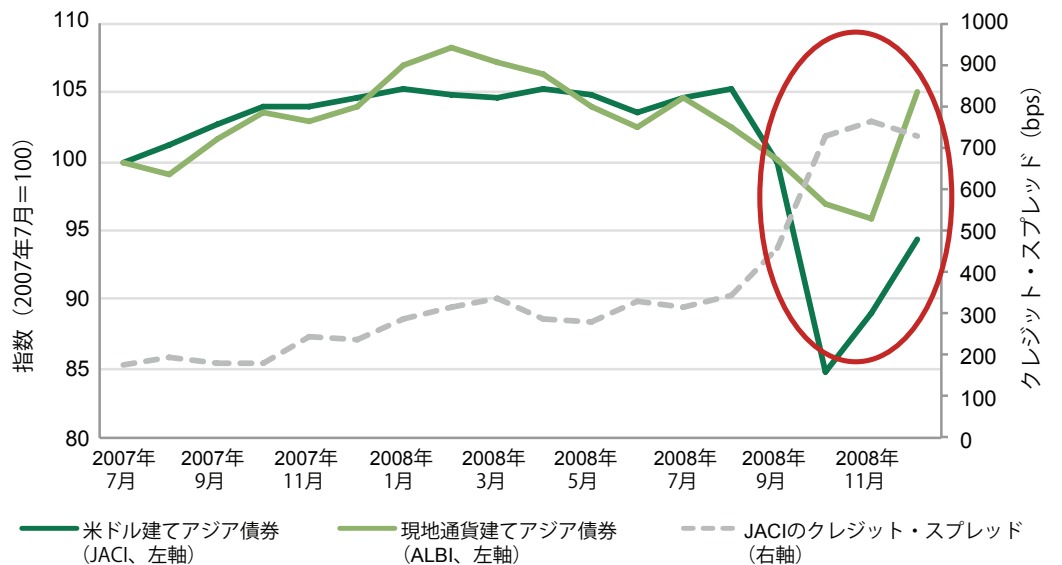


例1：クレジット・スプレッド拡大時には、現地通貨建てアジア債券がアウトパフォーマンス

クレジット・スプレッドが拡大する状況では、一般的に社債は国債をアンダーパフォーマンスします。世界金融危機（2007～2008年）は、クレジット・スプレッドの拡大期に現地通貨建て債券がアウトパフォーマンスしたことを示す好例です。

クレジット・スプレッドは2007年半ばには200ベースポイント（bps）以下でしたが、グローバル市場全体に影響が波及するにつれて徐々にスプレッドは拡大し、JACIインデックス（米ドル建てアジア債券をの指標）のスプレッドは2008年11月に765bpsのピークに達しました。2007年8月から2008年12月までに、JACIインデックスのリターンは-5.7%となった一方で、ALBIインデックス（現地通貨建てアジア債券の指標）は同期間中に5.1%上昇しました。同じアジア債券というユニバースにありながら、リターンの格差は10%（パーセントポイント）にも達しました。このシナリオでは、極端な「リスクオフ」イベントが様々な資産クラスに影響を及ぼしました。しかし、この事例は、クレジット・スプレッドが劇的に拡大した場合に、現地通貨建てアジア債券が米ドル建てアジア債券をアウトパフォーマンスした明確な例として挙げることができます。

図2：クレジット・スプレッドが拡大した2008年には、現地通貨建てアジア債券はバッファーとなった²



² ブルームバーグ、マニライフ・アセット・マネジメント。使用インデックスはMarkit iBoxxアジア・ローカル・ボンド・インデックス、およびJPモルガン・アジア・クレジット・インデックス、2007年7月31日～2008年12月31日



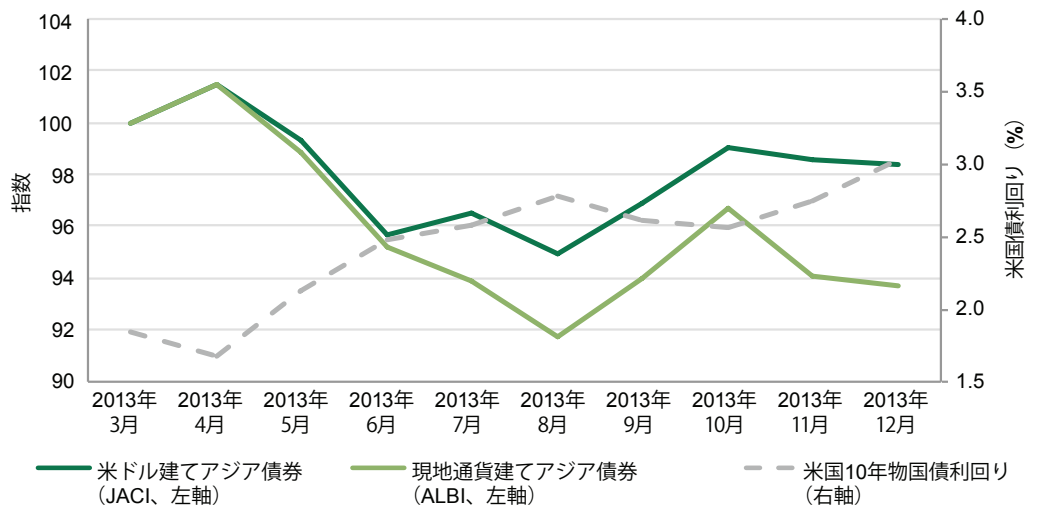
例 2：2013 年の「テーパー・タントラム」の期間には、米ドル建てアジア債券がアウトパフォーマンス

「テーパー・タントラム」は、米ドル建てアジア債券がアウトパフォーマンスしたことを示す好例です。2013 年 4 月から 12 月にかけて、米連邦準備制度理事会 (FRB) がテーパリング、すなわち量的緩和の縮小を開始する可能性があるとの観測が市場に広がりました。これは市場にサプライズを与え、米国 10 年物国債利回りは 4 月の 1.67% から年末には 3.0% へと一気に上昇しました。

「テーパー・タントラム」は、米ドル建てアジア債券がアウトパフォーマンスしたことを示す好例です。

米国債利回りの急上昇は、ほぼすべての債券種別にマイナスの影響を与えました。しかしこの期間中、米ドル建てアジア債券は現地通貨建てアジア債券をアウトパフォーマンスしました。JACI は 1.6% の下落であったのに対し、ALBI は 6.3% 下落しました(図 3 参照)。金利が上昇したにもかかわらず、クレジット・スプレッドは比較的安定的に推移し、国債利回りの上昇によるマイナスの影響を概ね相殺しました。一方、ALBI は投資家が金利上昇の影響を懸念してエマージング市場から資金を引き上げたことから、より深刻な打撃を受けました。アジア通貨の下落もリターンを一段と悪化させました。

図 3：2013 年のテーパー・タントラム：米国債利回りの急上昇がエマージング債券からの資金流出の引き金に³



例 3：アジア通貨の対米ドルでの上昇により、現地通貨建てアジア債券がアウトパフォーマンス

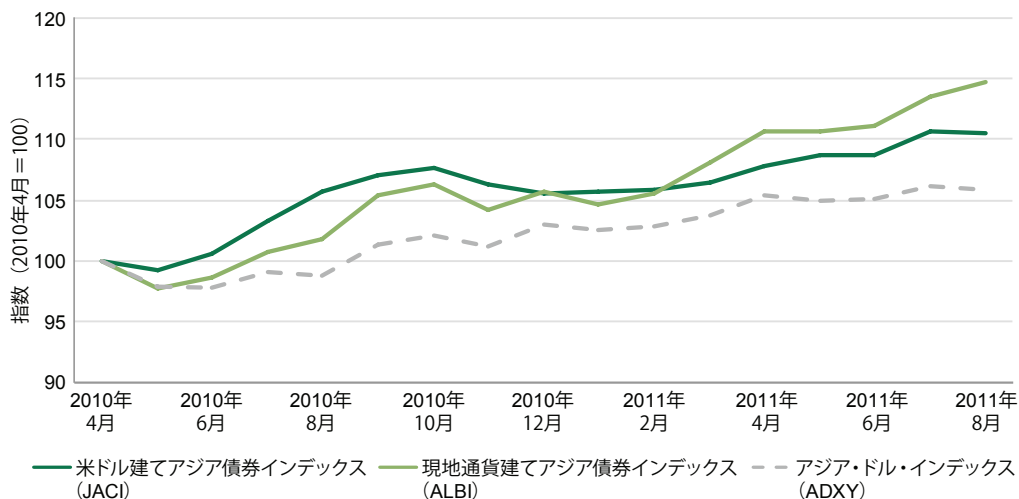
米国債利回りとクレジット・スプレッドが全般に低下した 2010 年 5 月から 2011 年 8 月までの期間、アジアの米ドル建て債券と現地通貨建て債券は好調なパフォーマンスを示しました。図 4 は現地通貨建てアジア債券のリターン (+14.7%) が米ドル建てアジア債券 (+10.4%) のリターンを上回ったことを示しています。この時期、アジア通貨 (ADXY インデックス) が米ドルに対して 5.9% 上昇したことがその要因です。

³ ブルームバーグ、マニユライフ・アセット・マネジメント。使用インデックスはMarkit iBoxxアジア・ローカル・ボンド・インデックス、JPモルガン・アジア・クレジット・インデックス、米国 10 年物国債利回り、2013 年 3 月 29 日～2013 年 12 月 31 日



同様に、2010年初めからのアジア通貨の対米ドルでの上昇が現地通貨建てアジア債券のアウトパフォーマンスに寄与し、現地通貨建てアジア債券にも恩恵が及びました。

図4:アジア通貨の上昇が現地通貨建てアジア債券のアウトパフォーマンスに寄与⁴



上述の3つの例は、過去10年間に複合ポートフォリオのうち、一方のアプローチがもう一方をアウトパフォーマンスした様々な時期を表しています。リターンは完全相関ではなく、グローバル市場のサイクルは変化するため、複合アプローチはポートフォリオ全体のリスク抑制を可能とし、トータル・リターンの安定化に寄与します。

弊社は通常、アジア債券への投資を金利、クレジット、通貨の3つの主要な戦略・超過収益源泉に分類しています。

複合投資アプローチに基づいて実際に行う運用や戦略の詳細について教えてください。

弊社は通常、アジア債券への投資を(a)金利、(b)クレジット、(c)通貨の3つの主要な超過収益源泉に分類しています。

以下は、収益要因別に、採用する可能性のある戦略の一例です。

- (a) 金利: より高いインカムを得られる債券や、金利が低下した際にキャピタル・ゲインが得られる債券を 선호します。複合アプローチでは、アジアの現地主要債券市場の金利見通しが肝要です。
- (b) クレジット: クレジットにおいては、社債を保有します。通常、企業のファンダメンタルズ向上 (信用格付けの引き上げなど) を反映してクレジット・スプレッドが縮小した場合、またはマクロ経済環境が向上して当該資産クラスへの資金流入が増えた場合にリターンが拡大します。アジア社債市場は米ドル建て債券が大半を占めていますが、弊社ではアジア企業の現地通貨建て社債を組み込むことが可能であり、実際にポートフォリオに組み込んでいる点が特長です。

⁴ ブルームバーグ、マニユライフ・アセット・マネジメント、使用インデックスはMarkit iBoxxアジア・ローカル・ボンド・インデックス、およびJPモルガン・アジア・クレジット・インデックス、2010年4月30日から2011年8月31日



(c)通貨：弊社アジア債券チームは、トータル・リターンの向上を目指し、対米ドルでのアジア通貨のエクスポージャーを適切なリスク管理に基づき保有します。通貨見通しは、ミスマッチの根拠に加え、チームによる国レベルのトップダウン分析を考慮します。

市場状況に応じて特定の収益要因が他をアウトパフォームすることはありますが、上述した金利・クレジット・通貨のエクスポージャーを保有することにより、ポートフォリオの効果的な分散が可能となります。さらに、弊社アジア債券チームはこうした分散を行いつつ、設定来3つの超過収益源泉すべてでプラスのリターンを創出しています⁵。

弊社では、金利、クレジット、通貨の順にポジティブに見ています。

2017年後半から2018年を展望して、アジア債券についてどのような見通しを持っていますか、また、どこに最大の投資機会があると想定していますか？

今年下期は中央銀行の政策に注目が集まると思われます。米国では堅調な雇用統計と良好な企業収益に支えられた経済の力強さを背景に、FRBは金融政策の段階的な正常化を継続し、バランスシート縮小の開始を決定しました。欧州では経済成長の力強さが増し、政治的リスクが沈静化したことから、欧州中央銀行（ECB）も量的緩和の縮小に着手することを目指しています。市場は、主要中央銀行のこうした動向とボラティリティー上昇の可能性を注視すると見られます。

アジアでは、今年上期の力強い中国経済の成長を背景に、中国人民銀行（PBoC）がレバレッジ解消の取り組みを継続すると思われます。アジア経済は足元で世界的な需要回復の恩恵を受けているものの、アジア各国の中央銀行は金融緩和策を維持しています。こうした状況を踏まえ、弊社では、金利、クレジット、通貨の順にポジティブに見ています。

- **アジアの金利**：弊社は引き続き、インドネシア国債やインド国債など、キャリー収益及びトータル・リターンの観点から魅力的な相対的に高い利回りの現地通貨建て債券を選好する方針です。インドネシアでは経済ファンダメンタルズの改善を背景に、外国人投資家の資金流入が続いています。一方、インドは国内の税制改革とインフレ率が鈍化するなかで、追加利下げの余地がある点が好材料となると想定します。
- **アジアのクレジット**：アジアの投資適格債券とアジアのハイイールド債はいずれも、年初以降、スプレッドがやや縮小しています。これらは現地での旺盛な需要を受けて、相対的にタイトなスプレッド水準で取引されています。特にハイイールド債市場は、債券価格が急落しているコモディティ業界関連の発行体を中心にボラティリティー上昇の試練に直面しています。しかし、市場はこうした事象は特異なものであると見ていることから、その影響は他のハイイールド債銘柄にはほとんど波及していません。今後も引き続き、ファンダメンタルズが良好で、投資価値のある銘柄を厳選していく方針です。今年下期には、豊富な新発債の発行予定も有効に活用し、投資を検討する予定です。

⁵ マニユライフ・アセット・マネジメント、アジアトータル・リターン戦略（ATRS）、2009年10月～2017年6月



- アジアの通貨：足元の環境下では引き続き、ディフェンシブなスタンスを維持します。経済ファンダメンタルズの悪化と保護主義的貿易のリスクが、中期的に輸出主導型経済の国々の通貨にマイナスの影響を及ぼす可能性があります。

全体としては、グローバル環境の不透明感を考慮し、慎重な姿勢を維持しますが、アジア債券という資産クラスは確固とした基盤に支えられ、引き続き投資家に魅力的なインカムとリターンをもたらすことが期待できます。さらに、アジア債券投資に対するダイナミックな複合アプローチは、マクロ経済の不透明感が今後も続くと想定される環境下においても有効であると考えます。

ディスクレームー

- ・当資料は、マニユライフ・アセット・マネジメント株式会社（以下「当社」といいます）が、投資判断の参考となる情報提供を目的として作成したものであり、特定の投資商品の推奨を目的としたものではありません。
- ・当資料記載のデータや見通し等は、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。
- ・当資料は、信頼できると考えられる情報をもとに作成しておりますが、正確性、敵時性を保証するものではありません。
- ・当資料の内容およびコメントは資料作成時点における経済・市場環境等について当社の見解を記載したもので当該見解は予告なく変更される場合があります、将来の経済・市場環境の変動等を保証するものではありません。
- ・当資料に記載されている個別の銘柄・企業名については、参考として記載されたものであり、その銘柄または企業の株式等の売買を推奨するものではありません。
- ・各指数に関する著作権等の知的財産、その他一切の権利は、各々の開発元または公表元に帰属します。
- ・投資信託は、預金または保険契約でないため、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。
- ・証券会社以外でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の保護の対象になりません。
- ・投資信託のお申込みの際は、必ず最新の投資信託説明書（交付目論見書）で商品内容をご確認の上、ご自身で投資のご判断をお願いいたします。
- ・投資信託説明書（交付目論見書）につきましては、販売会社または当社までお問い合わせ下さい。
- ・当資料に関する一切の権利は、引用部分を除き当社に属し、いかなる目的であれ当資料の一部または全部の無断での使用・複製はできません。

商 号：マニユライフ・アセット・マネジメント株式会社（金融商品取引業者）

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