

ロシアのウクライナ侵攻がアジア債券市場に与える影響

Guan Yi Low

債券運用部門ヘッド、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

ロシアとウクライナの紛争が続き不確実性が高まる中、アジア債券市場とアジア通貨は、世界的な金利低下とアジア地域の経済と企業の全般的に良好なファンダメンタルズに支えられ、相対的に底堅く推移しています。

しかし、状況は依然として流動的であるため、私たちは軍事衝突が長期化した場合に備えてアジア債券の発行体企業のリスクにも、しっかりと注視しています。

ロシアは2月24日にウクライナに対して本格的な軍事攻撃を開始しました。本稿執筆時点（2022年3月8日）でもウクライナでは戦闘が続いており、現時点では両者間の交渉は長引く可能性が予想されます。

対ロシア制裁の先陣を切った西側諸国は、ロシア中央銀行（CBR）を含む金融部門（大手国有銀行など）、政府指導部に近い個人、2022年3月1日以降に新規発行された国債などを主な対象に経済制裁としてさまざまな規制を課しています。EU（欧州連合）と米国はロシアの一部の銀行を国際的な決済システムであるSWIFTから排除することを決定していますが、排除対象となる銀行は現在も最終調整中です。

この制裁により、ロシアは資本規制の導入や国内株式市場の取引停止を余儀なくされ、資本市場全体の機能が低下しています。さらに最近、ロシア中央銀行は外国人投資家に対する債券のクーポンや株式の配当金の支払いを含めた送金を一時的に停止することを発表しました。全体的な状況は流動的ですが、ロシア債券の価格は額面100に対して10～50という不良債権の水準にまで下落し流動性も大幅に低下し、投資家心理は悪化しています。

アジアの債券と通貨は、今のところリスク耐性を発揮

マクロ経済的な視点からすれば、アジアとロシア・ウクライナの貿易関係は比率としては総じて小さいため、今回の紛争のアジアへの短期的かつ直接的な影響度合いは今のところ限定的であると思われます。（2022年3月発行「[ロシアのウクライナ侵攻、アジア経済への影響](#)」をご参照下さい。）また、すべてのアジア諸国が揃ってロシアに制裁を課しているわけではありません。例えば、中国はロシアに対して、これまで導入していたロシア産小麦の輸入制限措置の解除に踏み切ることを発表し、ロシアからの中国への小麦の輸入が増加する道を開いています。

図表 1: 投資適格社債のスプレッド、アジアは新興国と比べて緩やかな水準に

(日次、2021年1月4日～2022年3月4日)



出所：Bloomberg L.P.のデータ（2022年3月）に基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。

したがって、当面のアジア債券市場に大きな影響を与える要因は、投資家のリスク選好度の変動とエネルギー・商品価格の上昇になると思われます。今回の紛争が始まって以来、投資家のリスクセンチメント（市場心理）の悪化に伴い、アジアのリスク性資産（アジアの米ドル建て債券、アジア通貨を含む）は弱含みで推移しています。しかし、その下落幅は緩やかで、アジアの米ドル建て債券市場は約1%の下落にとどまりました¹。また、アジア通貨は対米ドルで約0.7%の小幅な下落となりました²。これとは対照的に、アジアを含む新興国（全体）の債券・通貨市場は4～5%下落しています。さらにアジアの現地通貨建て国債は、世界的な不確実性の高まりを背景とした金利低下の影響により、概ね持ちこたえています。

アジアの債券と通貨が比較的底堅いパフォーマンスを示したことは、アジアの市場は今回の紛争の直接的な影響から比較的守られている（相対的に高いリスク耐性を示している）という見方を裏付けるものであり、さらに、この地域の総じて強い経済ファンダメンタルズは、外生的なショックに対する緩衝材となる可能性もあります。またアジアのクレジット市場は2011年や2014年のような過去の商品価格高騰期にも、デフォルト率が大幅に上昇することなく乗り切ることができました。

アジア諸国への影響度合いの差異に留意

しかし、原油価格や食品やベースメタル（鉄や銅など）を含む商品価格の上昇は、アジアのインフレ率に依然として上昇圧力をかけ、中央銀行の政策手段を困難なものとし、この地域にさらなる成長と通貨の不確実性をもたらす可能性があることを私たちは注視しています。

またアジア諸国への影響度合いは一律ではなく、国によってまちまちなものになると思われます。フィリピン、インド、タイなどは経常収支が原油価格上昇の影響を受けやすく、一方でインドネシアやマレーシアなどのエネルギー・商品産出国は交易条件が改善する可能性があります。また、アジア全域でインフレ率の上昇が予想されるものの、特にアジアのいくつかの国では依然として大きな需給ギャップがあるため、インフレ率の上昇が必ずしもアジアの中央銀行を従来の予想以上に（金融引き締め積極的に積極的な）タカ派的金融政策に向かわない可能性があることにも注意が必要です。

過去の商品価格上昇時を振り返ると、アジアの中央銀行は経済成長を支えることを優先し、商品価格の上昇によってインフレ圧力が想定されることを見過す傾向があり、一方で政府は商品価格の上昇を緩和するために石油補助金の増加などの措置を推進することを余儀なくされてきました。

データ出所

1. JPMorgan Asia Credit index を使用（2022年2月23日～2022年3月4日）
2. Bloomberg JP Morgan Asia Dollar Index (ADXY index) を使用（2022年2月23日～2022年3月4日）

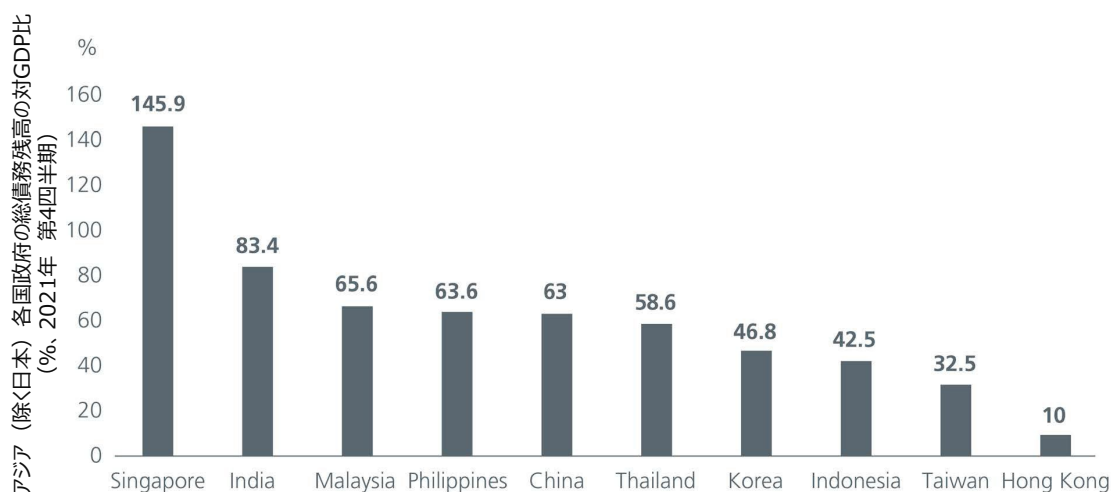
さらに、アジア諸国の政府がこのような支援を行う能力は依然として失われてはいません。ほとんどのアジア各国政府の総債務残高（対GDP比）は70%を下回っており、これはエネルギーや商品価格上昇の影響を緩和するための政策余地を有していることを示唆しています。

多くのアジア企業は、ロシア・ウクライナ紛争による短期的な影響に耐えることが可能

企業レベルでも同様に、多くのアジア企業におけるロシアおよびウクライナのビジネスに対する直接的な割合はほぼ管理可能なレベルにあります。原材料価格の上昇は個々の企業に様々な影響を与える可能性があります。エネルギー、ベースメタル（鉄や銅など）、石炭、パーム油などのアジアの供給国はエネルギーや商品価格の上昇から恩恵を受ける可能性がある一方、商品・エネルギーに大きく依存する発電業や特定の製造業といったセクターは悪影響を受ける可能性があります。しかし、これらのセクターにおいても、影響度合いは一様ではなく、企業によってまちまちになるものと思われます。価格上昇を消費者に転嫁する企業の能力、政府からの支援の可能性（例：政府系電力会社など）、代替品の調達能力などの要因が、影響度合いを決定する上で大きな役割を果たすことでしょう。

全体として、エネルギーおよび商品価格の上昇が一時的なものにとどまり、各国政府の対応によってその影響が緩和されると仮定すれば、多くのアジア企業はロシア・ウクライナ紛争による短期的な影響に耐えることができると予想しています。しかし、私たちはアジア債券の発行体企業のリスクにもしっかりと注視し、そうしたリスクへの耐性を発行体が有するか否かに関する私たちの分析結果を反映させ、バリュエーションが妥当であると判断できる場合には、適宜必要なポートフォリオ調整を進めることを想定しています。また、現在の軍事衝突が継続し、制裁措置が延長されれば、サプライチェーン（供給網）の混乱が深まり、その結果、より広範な世界経済へ悪影響が広がり、私たちの考える基本シナリオに反する可能性がある点には細心の注意を払っています。

図表 2: アジア各国政府の総債務比率は良好な水準に



出所：CEIC、Morgan Stanley（2022年2月時点）

※シンガポールの数値は、高い債務水準を反映しているわけではなく、現地債券市場の発展のために国債を発行した影響による。シンガポールは対外純債権国。

※ JP Morgan Asia Credit Index (JACI)、JP Morgan CEMBI Index 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。

<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。