



直近のアジア債券市場について

ロー・グワン・イー

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）

イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）の債券運用部門ヘッドであるロー・グワン・イーが、市場のインフレ懸念は時期尚早であると考えられる理由、現在の市場環境で最も注目しているアジア債券市場のセグメント、そして同チームの最近の外部機関からの高い評価の話題、などについてご説明します。

1. 債券市場が将来のインフレ率上昇を織り込んでいる中、更なる金利上昇の余地はあるのでしょうか？また、ボラティリティ（市場の変動）に耐えるためにどのような運用体制をとっているのでしょうか？

2021年前半は、前年の物価が低いために前年対比での伸び率が大きくなる「ベース効果」や食品・原油価格の上昇により、インフレ率が上昇する可能性が高いですが、これは「ほぼ一過性のものである」との見方を私たちは維持しています。世界的にみても、大幅なマイナスの需給ギャップ*が存在しているため、物価と賃金の両方の上昇は限定的なものである、とみています。

* 労働や設備といった潜在的な経済の供給力と、個人消費や設備投資といった支出を積み上げる総需要との差。プラスのときは需要が供給を上回り、物価の押し上げ圧力になる。マイナスなら需要が不足し、物価の下げ圧力になる。

また、長期的にみても、人口動態の高齢化や技術の進歩など、構造的なデフレーション（物価上昇の鈍化）要因も依然として存在しています。

世界的にインフレ圧力は抑制されていることから、“2023年までに利上げが行われる可能性は低い”と考えています。今後は労働市場の動向が政策担当者の焦点となるでしょう。また現在の経済指標の乖離（例：世界的に消費支出、サービス支出が低迷する一方で、鉱工業生産が堅調であること）は、中央銀行が金融引き締めに関して慎重な立場を選ぶ可能性が高いことを示唆しています。例えば、米国連邦準備制度理事会（FRB）は、経済見通しが改善し、今年はインフレ率が上昇に転じることを認めたにもかかわらず、3月の連邦公開市場委員会（FOMC）では2023年までゼロ金利政策を維持する方針を再度表明しました。アジアのほとんどの中央銀行は、FRBに倣って現状の金融政策の維持を考えています。

今後、米国の実質金利が急激に上昇した場合は、アジア債券や金利戦略にとってはマイナスとなるのが一般的です。また、こうした場合、通常はアジア現地通貨の下落をも伴います。

しかし、インフレが抑制できなくなるといった可能性は低く、またテーパートラム*の再来を危惧する声は見当違いであり、アジア債券市場における現在の軟調な展開は一過性のものである、と私たちは考えています。

* 2013年にFRBが量的緩和策の縮小を示唆した際、金利が急上昇し、株や商品を含むリスク資産が急落したこと。

むしろ、金利上昇（価格は低下）が急速に進んだことは、長期投資家にとってはアジア債券への投資を開始するには良いタイミングであると考えています。そのため、当社のアジア債券運用戦略においてはデュレーションを、長期化しました。これは、アジア債券市場がその高い利回りの優位性を背景に、先進国債券市場に対してアウトパフォームするという当社の予想に沿ったものです。世界的に流動性が非常に高くなっていることから、アジア地域のファンダメンタルズが力強く、世界の他の地域に比べて経済状況が良好であることを考えると、アジア地域の利回りに対する投資家の需要は引き続き高い水準が続くことでしょう。

2. アジア債券市場の中で、どのセグメントに注目していますか？

最近の金利上昇に伴う世界的な債券価格下落の中、これまでのところ社債は国債をアウトパフォームしています。当社では、アジア社債セクターについては、特に3-5年債のハイクオリティ（必ずしも投資適格債に限らず）の銘柄は、金利上昇傾向にあっても、引き続き堅調に推移すると考えています。一方、アジア各国の国債においては、1-3年債は、市場流動性が高いことや、世界の主要国の中央銀行が2021年末までは緩和政策を維持すると市場予想を背景に、比較的堅調に推移しています。

また、アジアの多くの債券市場では、今後1年から1年半の間に政策金利の引き上げが債券価格に織り込まれていますが、これは私たちの予想とは異なります。現在、私たちは多くの短期の現地通貨建て国債に投資興味があると考えています。

アジアの中央銀行が経済支援に向けて、極めて緩和的な金融政策を維持する姿勢を示していることから、世界的な金利上昇の環境下でも、相対的に見てアジア債券のパフォーマンスは米国債券を上回ると予想しています。世界の投資家からのアジアへの資金流入は市場心理が改善に向かう中で持続するでしょう。

さらに、年金基金や保険会社など、アジア域内の長期投資家による構造的な需要が、引き続き長期債のパフォーマンスを後押しするものとみています。

また、アジアのハイ・イールド債は、米国や欧州などの他のハイ・イールド債と比較して、リスク調整後の期待リターンが引き続き高い、と私たちはみています。今年の予想デフォルト（債務不履行）率は低下するとみており、対国債スプレッドはすでに縮小傾向にありますが、依然として投資家がとったリスクに十分見合う水準にあります。さらに、アジアのハイ・イールド債の大半を占める中国の不動産開発業者の社債は、当局による新たな規制「三条紅線（3つのレッドライン）」*によって過度なレバレッジが制限されており、これまでの過度なリスク選好姿勢が正常化に向かうことが予想されます。このことは、コロナ後の世界経済の正常化と相まって、短中期的にはアジア社債の発行体企業のファンダメンタルズ（業績や財務状況など）を支えるものとなるでしょう。

* 不動産開発業者を負債水準などで分類し、レッドラインに抵触した場合は融資枠を制限する規定。

最近の中国におけるオンショア（本土）社債のデフォルトの増加と流動性の逼迫は、大きな価格変動を引き起こすかもしれません。しかし、私たちは、このような局面では銘柄選択が重要であり、長期の投資家については債券購入の好機であると考えています。現在のクレジットサイクル（信用循環）の局面では、高い銘柄選択能力が重要であり、今後、2020年以降の流動性供給が後退し始めると、一部の企業が苦境に立たされることになる可能性があるかとみています。

3. イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）は、アジアにフォーカスしたESG債券戦略を最初に立ち上げました。このことは、債券の発行体企業に変化を促すESGアクティビストとして、あなたの債券運用チームの役割を強化するのに役立ちましたか？

2020年は、ESG投資への資金流入が世界的に注目された年になりました。JPモルガンが今年1月に発表したレポートによるとは、ESG投資の資産運用総額は約7.2兆米ドルに増加し、2019年の約3兆米ドルから2倍以上になったと推計しています。また、グリーンボンド、ソーシャルボンドなどのサステナブル債券の発行は、ESG投資への関心が高い投資家からの強い要望を受けて、急速に増加し続けています。

世界的に社会的責任投資へ注目が集まる中での当社の果たすべき役割についてですが、債券投資家は議決権を持たないなど、債券投資と株式投資では発行体とのエンゲージメント（目的を持った対話行動）に関して重要な違いがあります。しかし、だからといって企業の行動に影響を与える役割を果たせないというわけではありません。私たちは、企業分析の過程で重要なESGRiskを特定し、そのリスクを発行体に提示し、その懸念に対処すべく発行体に働きかけるなどの取り組みを定期的に行っています。

私たちの債券運用チームは、豊富なリソースを持つクレジット・リサーチ・チームのメンバーを活用して、投資対象となるユニバース内の発行体に積極的な働きかけを行っています。例えば、同チームでは、年間500回以上のミーティングを行い、ESGの観点から発行体の改善点を見つけ出し、あらゆる機会を利用して懸念事項を伝え、発行体に変化を促しています。

当社では前述のESG債券戦略を立ち上げる以前から、企業のカバレッジ面（ESGのGに相当）でのリスク評価は当社のリサーチプロセスの重要な部分を占めています。このプロセスは現在、当社のESG投資戦略の全般に組み込まれており、MSCIやSustainalyticsなどの外部ESGデータプロバイダーからのデータを活用して、これらの問題に対処するためのより構造的なアプローチを実現しています。

4. 中国は2060年までにカーボンニュートラル*を目指しており、ESG債券の投資機会は大幅に増加することが予想されます。この分野におけるあなたの債券運用チームの強みは何ですか？

* 温暖化ガスの排出を実質ゼロにする取り組み。

私たち債券運用チームは、特にアジアの社債投資に強みを持っています。主要なアジア社債投資戦略では、ベンチマークとしているインデックスの半分が中国の発行体企業で構成されているため、チームは中国の社債事情に精通しています。中国におけるESGのリスクと機会を深く理解するには、中国の社債市場の根本に対する深い洞察が必要で、このような市場との密接なつながりを有していることが私たちの最大の強みです。

これは、当社のクレジット調査チームが豊富な人材を有しておりアジアの投資可能な社債のほとんどをカバーしていることによるものです。また、特定のセクターや発行体を担当するクレジットアナリストは、そのESGRiskの評価も担当しています。

企業や業界の動向を深く理解することで、ESGの課題を特定し、新たなESGのトレンドから生じる投資機会を見出しています。例えばそういったトレンドの一つとして、最近、気候変動対策に向けた政策動向が加速化しており、それに伴って再生可能エネルギーや電気自動車の分野への投資意欲が高まっていることが挙げられます。私たちは、気候変動は長期的なテーマであると考えています。二酸化炭素の排出を制限することの緊急性と合理性を支持する政府が増えているからです。中国は2060年までに温室効果ガスの排出を全体としてゼロにするカーボンニュートラルを達成することを表明しており、中国の社債の発行体は政府の野心的な目標を支持し、事業計画にグリーンイニシアチブ（気候変動対策への取り組み）を盛り込むものとみられます。

また、アジアではグリーンインフラ（自然環境に配慮したインフラ）の推進が引き続き加速化すると思われます。アジア開発銀行は、2016年から2030年までにアジアが必要とするインフラは26兆米ドルを超えると推定しており、そのうち14.7兆米ドルはエネルギー分野、8.4兆米ドルは交通分野であるとしています。また金融と不動産は、グリーンファイナンスのイノベーションを推進する可能性のある主要セクターとして挙げられます。

5. イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）の債券運用チームに対する外部機関からの高い評価（最近のアワード受賞などのニュース）は、チームの高い専門性を証明するものですが、これらの成果は何によるものでしょうか？

私たちのチームは、ファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）、バリュエーション（投資尺度）、そしてカバーする市場のテクニカル分析に焦点を当てたマルチファクターの投資アプローチを一貫して踏襲してきたことが、最近の外部機関からの高い評価につながりました。こうした高い評価と運用資産額の増加は、私たちがアジアの債券市場の浮き沈みにも十分に対応できる高い安定性をもつチームであることが評価されたものと考えています。

とはいえ、私たちはこれまでの実績やアプローチ手法に安住したり、固執することはありません。私たちは、今のリスクと投資機会を適切に捉えているかどうかを常に自問し、投資プロセスを微調整する余地を有しています。例えば、米トランプ大統領政権下では、地政学的リスクとそれが世界の金融市場に与える影響が大きくなりましたが、私たちは、これらのリスク分析を強化し、外部のアナリストや外部アドバイザー会社とも議論を重ね、潜在的なリスクシナリオをさまざまな角度から検証・分析しました。

サステナブル投資への関心の高まりと、それに伴う投資家の投資行動への影響を考慮して、私たちは債券発行体のESGRリスクを評価する際に、より構造的なフレームワークを採用するようになりました。これは、アジアの債券市場が成熟するにつれ、ESGRリスクが債券価格の差別化要因になるという当社の見解に基づいたものです。

チーム内においては、スタッフの視野を広げるために、意図的に人材面での多様性を高めています。チームは21名の投資プロフェッショナルで構成されており、世代、国籍、性別を問わず、幅広い層が参加しています。またチーム内に異なる国籍のメンバーがいることで、その国の言語や文化の理解を深めることができます。さらに、チームメンバーの30%が女性で、私を含めてチーム内で上級職に就いているメンバーもあり、ジェンダーダイバーシティー（性別の多様性）が進んでいます。

<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。