

アジア債券市場に関する 投資家意識調査

分散投資の観点から急速にニーズが高まるアジア債券



英国ブルーデンシャル・グループ 

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

211108(01)

(1/21)

目次

ごあいさつ	3
はじめに	4
1. インフレ率の上昇、経済成長の不確実性、金利の上昇が債券投資の再評価を促す	5
2. 投資家は、低利回り、株式のボラティリティー（価格変動）、不確実性といった昨今の市場環境に対処すべく、アジア債券エクスポージャーの拡大を選好	8
3. アジアの債券市場では、ガバナンス、流動性、適切な運用商品の有無に対する懸念が投資家の足を遠のかせてきた	15
4. 投資家は、高い専門知識を持ち、カスタマイズされたソリューション、優れたサービスを提供してくれる資産運用会社を選好	17
本調査について	20



ごあいさつ



Ooi Boon Peng

イーストスプリング・ポートフォリオ・ストラテジーズ責任者、
イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

私たちイーストスプリング・インベストメンツは、債券運用においてアジア最大の運用会社の一つです。私たちは20年以上にわたるアジアでの投資活動を通じて、アジアの現地通貨建ておよび外貨建て債券市場の幅と厚みが大幅に増大する中、お客様にカスタマイズされた投資ソリューションを提供してきました。アジア債券は重要かつ確立されたアセットクラスとして発展してきましたが、アジアの債券市場はまだ十分に調査が行き届いておらず、熟練した運用マネジャーの活用により魅力的な投資機会を多く提供していると私たちは考えています。

こうした観点を踏まえ、私たちは“世界中の投資家が成長を遂げているアジア債券市場の投資機会について、どのように認識しているか”を把握するため調査を実施しました。今回の調査では、アジア、欧州、北米の機関投資家およびホールセール投資家約200名を対象に、アジア債券に対する意識やその嗜好性を調査しました。その結果、数多くの新しい知見を得ることが出来ました。特に地域間で生じる差異は顕著で、多くの新しい発見が得られました。

興味深いことに、多くの調査回答者は世界の経済成長とインフレ見通しに不安がある中で、新しい債券セグメントへの投資による分散と拡大を望んでいます。さらに、アジア債券市場のボラティリティが高まっているにもかかわらず、多くの回答者がアジア債券、特に中国債券に強気であり、今後1年間でこのアセットクラスに投資する可能性が高い、と考えています。また、ほとんどの回答者がアジア債券は先進国債券よりも高いリスク調整後のリターンを提供することを認識しており、クオリティの高いアジアのソブリン債や投資適格債などのアジアに絞った債券エクスポージャーへの関心が高まっていることも明らかにしました。

アジア地域に関する深い市場知識と専門知識の必要性は、アクティブ運用戦略を好む投資家にとっては明らかです。また、投資家はポートフォリオをESG目標に合わせることを求めています。適切な運用商品がないことが大きな制約になっている、としています。さらにアジア債券の運用会社を選択する際には、カスタマイズされたソリューションを提供できる会社を選ぶことが重要です。

今回の調査は、現在の不安定な市場環境下で投資機会を求めている投資家にとって、戦略的な情報を提供するものとして、最もタイムリーなものです。本稿の執筆時点で、中国の資本市場では大幅な規制強化が行われています。一方、世界の中央銀行は、新型コロナウイルスの世界的流行（パンデミック）後の世界的な経済回復と顕著なインフレ率の上昇が続いていることから、金利の正常化を目指しています。とはいえ、グローバルな視点で見ると、アジアは依然として高成長地域であり、伝統的な銀行融資から債券をはじめとする資本市場での資金調達への移行が続いています。

今回の調査で得られた知見が、アジア債券に対する認識と関心を高めることを期待しています。今後、アジア債券が世界の投資家のポートフォリオの中で大きな役割を果たすことを期待しています。投資家はこれまで以上に、このアセットクラスを見極め、分散化を推進する必要があります。私たちは、アジア債券の投資機会などについて、これより本資料で皆様と共有できることを楽しみにしています。



はじめに

2020年初頭以降、新型コロナウイルスのパンデミックは世界中の経済、商業、社会、投資活動を根底から覆っています。渡航禁止や、外出禁止命令、サプライチェーン（供給網）の混乱などの中、世界経済は過去に類を見ない危機に耐えています。1年半以上に及ぶパンデミックに対応するため、各国政府、特に米国は、前例のない財政・金融両面の刺激策を実施しました。経済の混乱と、政府による現金給付などの救済策により、株式市場は変動の中で新たな高みへと押し上げられ、一方で債券利回りは低水準のままでしたが、ここに来て高インフレの見通しがもたらされました。これまでのところ、各国政府は不均衡ながらも経済成長を維持し、いずれはパンデミックから脱却するための道筋を描くことができている。

現在、パンデミックは一部の地域では減少しているものの、他の地域では急増していることから、投資家は未知のジレンマに直面しています。それは、ボラティリティーの上昇と、株式市場と債券市場の間の相関性の上昇関係です。このことは、投資家のポートフォリオがインフレ環境に耐えるに十分に分散されていないことを明らかにするかもしれません。一方、最近の調査でほぼすべての投資家が何らかの形でESGへのコミットメントを示しているように、ESGの視点を通じた投資の動きは、新たな成熟のレベルに達しています。

投資家は、現在保有している資産とは相関性が低く安定したリターンをもたらす資産を求めて長きにわたり新しい市場（資産クラスや国・地域など）を求めてきました。こうした観点からのアジア新興国市場の債券投資は理に合った選択です。アジアの経済状況は一様ではないにも関わらず、アジア市場のほとんどの国のソブリン（中央政府）債格付けは投資適格を取得しており¹、この地域の健全な経済ファンダメンタルズを反映しています。アジアの国債および社債は、先進国市場の同じ格付けの債券と比較して相対的に高い利回りを有しているため、投資家はポートフォリオ全体の利回りを向上させつつ、債券ポートフォリオを分散させる手段を得ることができます。

そして、この地域がより効率的な近代経済に向かって進み、透明性が高く、管理の行き届いた債券市場を有するようになるにつれ、経済成長を遂げているアジア債券市場へのアロケーションは当然のことのように思えます。実際、世界的にパンデミックからの経済回復が進まず、インフレリスクが高まる中、投資家は、アジア債券がポートフォリオの分散効果、インカムゲイン、値上がり益をもたらす可能性があることをますます強く認識するようになっていきます。

アジア債券市場は大きく成長しており、中国だけでも世界第3位のソブリン債市場となっています。世界的なサプライチェーンの寸断や労働コストの上昇により、世界の株式市場や債券市場が同時に大きく変動する可能性があることから、投資家はポートフォリオの資産配分の方針を新たに変更しようと検討し始めています。これには、ポートフォリオにおけるアジア債券への傾斜や、アジアに特化した債券ファンドの設計などが含まれます。

投資家は2021年末に向けて緩やかで不均等な回復に直面しています。そこでは、一部の経済地域、債券資産、およびポートフォリオ戦略が奏功する可能性が高い一方で、他の地域、資産、戦略は厳しい結果となる可能性があります。

このような状況の中、私たちイーストスプリング・インベストメンツとInstitutional Investor's Custom Research Labは、機関投資家とホールセール投資家を対象に、分散効果、値上がり益、インカムゲインの源泉として“アジア債券市場を投資家がどのように見ているか”を調べるためにグローバル調査を実施しました。この調査では、世界中の投資意思決定者約200名を対象に、アジア債券市場に対する見通し、最も適した戦略やセクター、アジアに投資する際に直面する課題などについて調査を行いました。さらに、アジア、欧州、北米の機関投資家の運用プロフェッショナルへのインタビュープログラムを通じて、私たちは、債券アロケーションの新たな役割と、その中でアジア債券へのアロケーションを利用する機会について本調査で明らかにすることを試みました。

1. 外貨建てソブリン格付けにおいて投資適格格付けを取得しているアジアの債券市場は、中国、韓国、台湾、フィリピン、マレーシア、シンガポール、インドネシア、インド、香港です。
出所：S&P Global Ratings（2021年10月18日）



1.

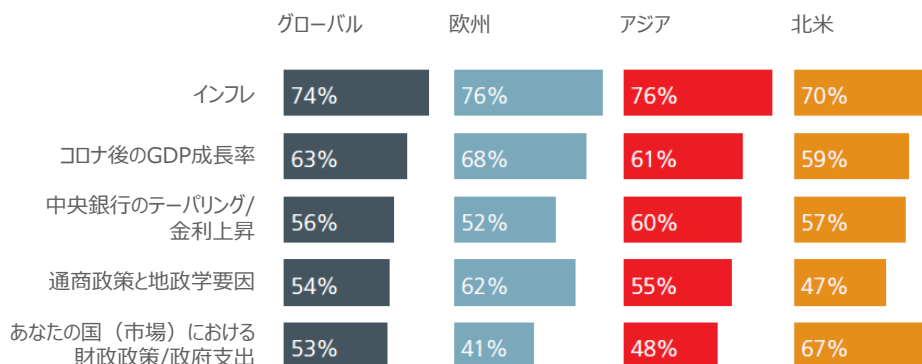
インフレ率の上昇、経済成長の不確実性、金利上昇が債券投資の再評価を促す

世界の投資家はマクロ経済要因のうち、特にインフレ率の上昇とコロナ後の国内総生産（GDP）成長の不確実性が、債券ポートフォリオに最も大きな影響を与える要因であると考えています。債券ポートフォリオに重大な影響を与える要因として、グローバルの回答者の74%が「インフレ」を挙げており、この懸念はすべての調査対象地域（欧州、アジア、北米）で最も高くなっています。（図表1参照）

北米や欧州では消費者物価上昇率が10年以上ぶりの高い水準に達しており、インフレに対する投資家の懸念は理に適ったものと思われます。現在のインフレ環境が継続するのか、それとも一過性のものなのか、つまり、物価上昇が短期的な一時的現象なのか、それとも数四半期（またはそれ以上）にわたってインフレが持続するのか、という点が重要な論点となっています。インフレを引き起こすいくつかの要因、特に、需要の先送りによるサプライチェーンの混乱やパンデミックに伴う労働力の偏在などは、インフレが短期間で収束する可能性を示唆しています。一方で、非常に緩和的な金融環境と、パンデミック後の経済的救済という形での多額の現金給付により、コモディティ、労働力、財、資産の価格が持続的に上昇する可能性があります。

図表 1: インフレ、GDP成長率、そして金利上昇の見通しの3点が上位

次のマクロ経済要因のうち、今後24か月間にあなたの債券ポートフォリオに重大な影響を与える可能性の高いものはどれですか？





この過剰流動性は、投資家が債券に関して最も懸念していることの一つである。米国連邦準備制度理事会（FRB）や欧州中央銀行（ECB）などの金融当局による量的緩和の終了と密接に関係しています。パンデミックの間、世界の中央銀行は必要に迫られて数兆米ドルもの資金を市場に供給し、その結果、金利は大幅に低下しています。米国では、FRBが2021年後半にテーパリング（量的緩和の縮小）を開始する可能性が高いことが示唆されています。これにより、債券需要全体が低下し、利回りが上昇するため、金利には徐々に上昇圧力がかかり、インフレ率には下押し圧力がかかることとなります。このような金融政策の変更は、たとえそれが事前に市場に十分通知されていたとしても、世界中の債券（国債、社債ともに）市場のボラティリティーを高める可能性があります。

金利の変動は、「この地域で起こることの多くを左右する。」と、シンガポール在住のシニア投資コンサルタントは述べています。また、「主に、米国の金利政策とそれが通貨の強さに与える影響の問題であり、米国がどのくらいのスピード感で金融政策を変化させるかということにかかっている。これは、実際の基準金利がどうなるかということと同様に、市場心理の問題でもあります。また、地域の経済成長やパンデミックの進行状況も重要です。さまざまなワクチン接種プログラムの効果や、さまざまな変異種への効果を確認する必要があります。ここ数週間、経済再開のペースが不安定になっています。」と述べています。

このようにパンデミックの進行とその影響が不透明な中、全世界の投資家は、保有する債券の分散化、債券エクスポージャー全体の削減、さらには新しい市場や債券クラスを含む債券ポートフォリオの拡大に一貫して関心を示しています。グローバルの回答者の約7割が、今後2年間で保有債券の分散化を進める、と回答しており、約3分の2が債券全体のエクスポージャーそのものを減らすことを予想しています。（図表2参照）一方で、新たな市場で新たな債券クラスの保有を拡大する可能性が高いことも判明しています。

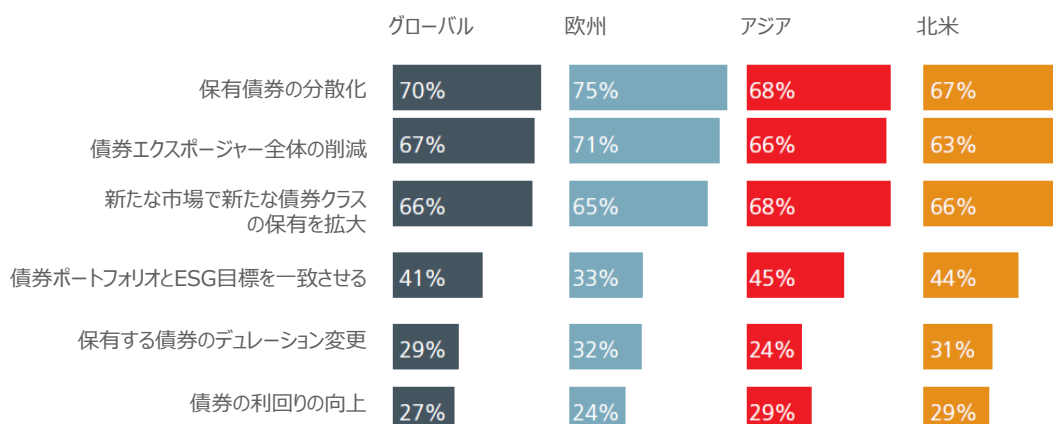
投資家は、先進国市場の債券の利回りの上昇が限定的であることや、他の資産クラスとの相関性が高まっていることを受けて、アジア債券に目を向けています。今回の調査では、アジアの債券、特に中国債券に対して「強気（楽観的）」との回答が数多く得られました。（図表3参照）

実際、中国債券の見通しに関する質問では、「強気（楽観的）」が「弱気」を3対1以上で上回っています。

投資家がアジアの債券、特に中国に対して楽観的な見方をしているのは、「この地域、国の経済成長ストーリーが大きく影響している。」と、世界最大級の総合金融機関のアジア拠点デューデリジェンス部門責任者（以下、デューデリジェンス責任者）は指摘しています。

図表 2: 投資家は、さらなる分散化、全体的な債券のエクスポージャーの低下、および新たな市場を求めている

今後24か月間で最も重要な債券ポートフォリオの目的は何ですか？





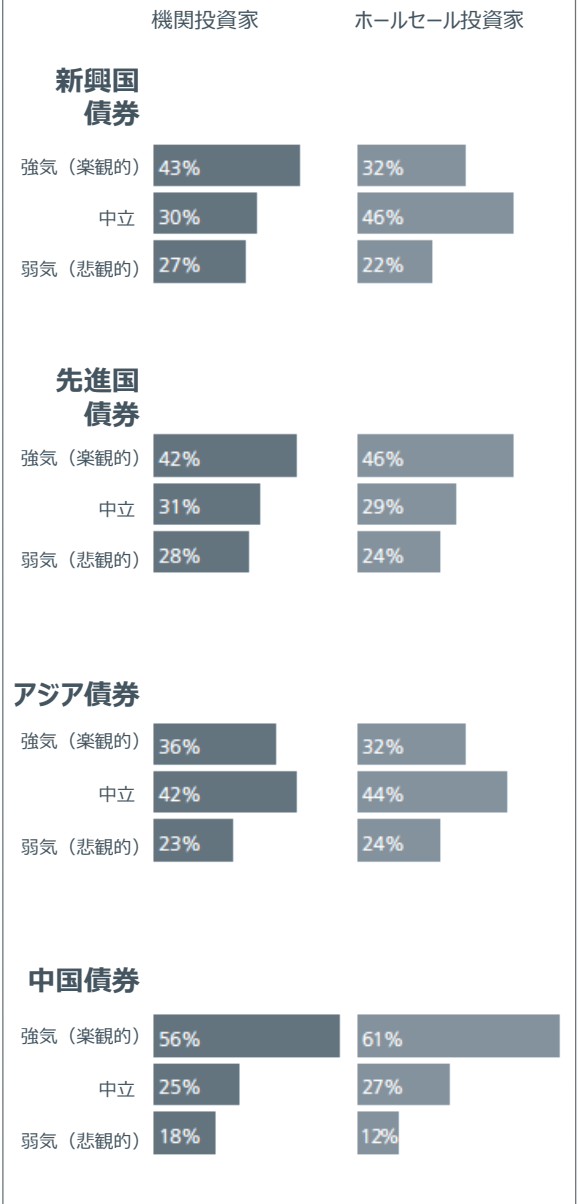
「ほぼ全てのセグメントにおいて、アジアの債券は先進国市場の債券よりも重要な優位性を有しています。」とデューデリジェンス責任者は述べています。また「今後数年間で、アジアのハイ・イールド債は先進国のハイ・イールド債を凌駕するでしょう。また、アジアの投資適格債は米国の投資適格債を、さらにアジアのソブリン債は先進国のソブリン債をそれぞれ凌駕するでしょう。」と述べています。アジア債券、特に中国債券の魅力は、この地域の経済が成熟してきたことと関係があると、デューデリジェンス責任者は指摘しています。「世界的に投資家が利回りを求める動きが見られますが、それは強い経済成長に支えられたものであり、この地域の協調的な経済改革と関連しています。」と述べています。また、「世界中の投資家は、分散効果と債券の利回りを求めており、そのためにアジアへの投資を積極的に行うようになっている。」と指摘しています。

過去10年間の経済改革により、アジア地域の債券投資はますます魅力的になっています。「アジアの株式市場はここ数年、非常に好調に推移していますが、これからは債券の時代です。」とデューデリジェンス責任者は述べています。同氏は、アジアの市場参加者の間で「投資意欲」が高まっていること、アジアの経済成長が強力かつ持続的であることを理由に、この地域に明るい見通しを持っています。「インドネシアやフィリピンのような国のソブリン債は、インフレ率を上回る利回りを享受することが期待できる。」と、先進国市場では得ることが出来ない投資機会の可能性があることを指摘しています。

また、中国政府は「国内市場の問題点を修正するために、ガバナンス・透明性・企業の業績や見通しに関する報告を改善するべく“非常に的を絞った外科手術的なアプローチ”を取っている。」と付け加えています。中国政府の管理型経済は市場主導型経済と比較して効果的なものとなるのでしょうか？同氏は、近年の中国の成功事例を引き合いに出して「その通りです。彼らは問題点の修正のために適切なガバナンスと適切な人材配置を行っていると思います。」と述べています。さらに、「中国の十分に調整された改革は、同じくアジアの別の国であるシンガポールがこれまでの改革に成功し、現在では健全な金融投資環境を享受しているような、持続的で安定的な成功につながる可能性が高い。」と主張しています。

図表 3: 投資家は、特に中国債券に強気（楽観的）

今後24ヵ月間の以下の債券投資機会について、あなたは「強気（楽観的）」ですか、「弱気（悲観的）」ですか？





2.

投資家は、低利回り、株式のボラティリティ（価格変動）、不確実性といった昨今の市場環境に対処すべく、アジア債券エクスポージャーの拡大を選択

調査によると、投資家はアジアの債券投資の収益性に大きな期待を寄せています。全世界の回答者の70%以上が、アジア債券は先進国市場の債券に比べて同じようなリスクでも、より高いリターンが得られることが多い、と回答しています。

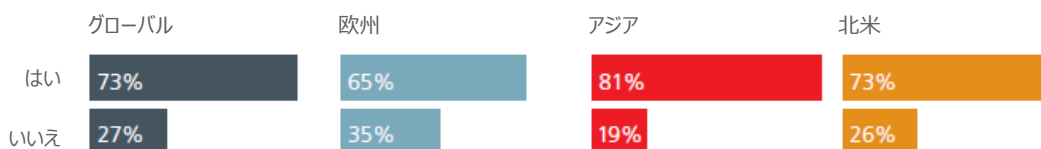
（図表4参照）

アジア債券へのエクスポージャー（資産配分）を増やす意向を尋ねたところ、回答者の3分の2が今後1年以内に増やす可能性があると考えています。（図表5参照）

また、アジア債券のエクスポージャーを増やすと回答した投資家の多くは、アジアのソブリン債や投資適格債などの高格付けの債券への関心が高いことが判明しました。（図表6参照）

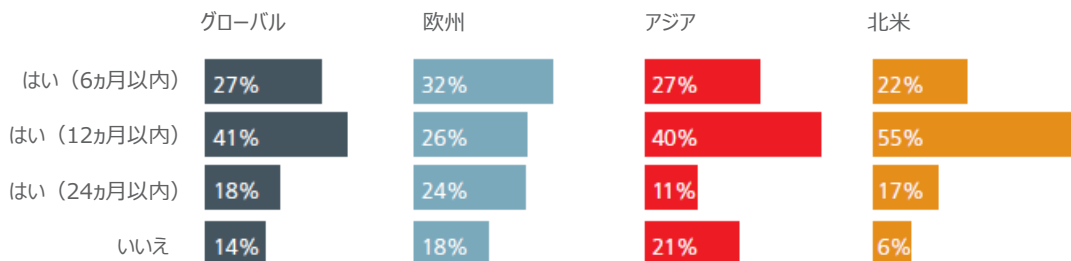
図表 4: アジア債券は、先進国債券に比べてリスク調整後のリターンが高い、との認識が多い

「アジア債券は、先進国市場と比較して、同程度のリスクで高いリターンが得られることが多い」、という意見に賛成ですか？



図表 5: 今後1年以内にアジア債券への投資、またその割合を増やすと考えている投資家が圧倒的に多い

アジア債券への投資、またその資産配分を増やす可能性はありますか？





さらに本調査のインタビューを受けた投資家は、アジアの制度的安定性が向上していること（つまりアジア各国のインフレ管理能力が向上していること）とアジア債券投資の利回りが魅力的であることを指摘しています。

アジアのソブリン債と投資適格社債の比較について尋ねたところ、アジアの中央銀行の上級マネジャーは「なぜ両方を高く評価しないのですか？ソブリン債については、先進国市場は長い間、制度的な強さと安定性を有してきましたが、債務残高の対GDP比は大幅に上昇しており、今後の先進国国債についてはその国のファンダメンタルズをより慎重に検討する必要があります。一方アジアは先進国に比べて制度的な安定性や強さに関する歴史、実績はまだ乏しいですが、債務残高の対GDP比は相対的に低くなっています。」と続けています。

アジアの政府（特に中国）による規制監督の改善により投資家は投資適格社債への関心を高めるようになりました。アジアの中央銀行関係者は「社債市場で重要なことは、政府がレバレッジ（過剰債務）の問題に取り組んでいることです。デフォルト（債務不履行）時の処理プロセスの規則化と標準化によって、これまでの“暗黙の政府保証”がもたらす価格面での歪みを是正するようにしています。

社債市場で起きているこれらのことは、概して前向きな改革の方向性を示しています。」と述べています。

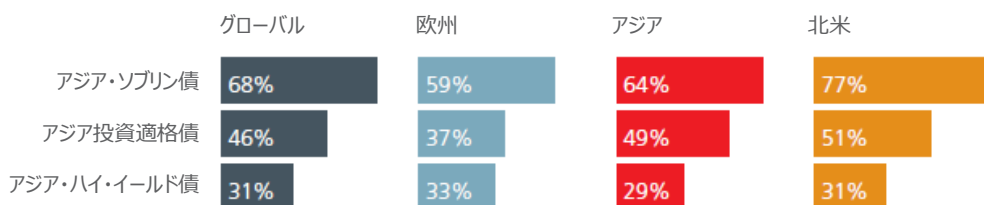
調査データによると、北米および欧州の投資家は、ハードカレンシー*建て債券を通じてアジア債券に投資することを好んでいます。

*国際市場での流通量が多く他国通貨との交換が容易な通貨（例：米ドル）
これらの地域の回答者の多くが、既に投資中のアジア債券は米ドル建ての債券であり（図表7参照）、為替レートの変動からの影響を受けないと答えています。しかし、今後、北米や欧州の投資家が現地通貨建ての債券投資を増やしていくことが予想されるため、これまでのようなハードカレンシー建て債券へのこだわりは減少していくことが想定されています。

あるグローバル金融機関のデューデリジェンス担当者は、「ハードカレンシー建て債券の時代は終わりつつあります。これまで現地通貨建ての債券は、ハードカレンシー建て債券よりも選好されていませんでした。アジア域外の投資家にとっては、ハードカレンシー建ての債券が主流でした。しかし、アジア域内の経済が発展し、発行体に関する情報の質が向上すれば、現地通貨建ての債券はますます魅力的になるでしょう。」と述べています。

図表 6: アジアのソブリン債や投資適格債が選好

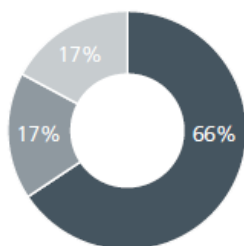
以下のアジア債券のうち、どの市場に投資する可能性が最も高いですか？



図表 7: 現地通貨建て債券の利用が増加する模様

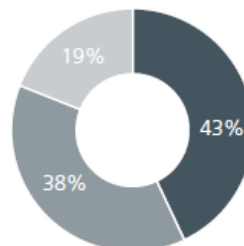
新興国市場やアジアの債券にどのように投資していますか？

米ドル建て債券（ハードカレンシー建て債券）



■ 既に投資中 ■ 検討予定あり（24か月以内）

現地通貨建て債券



■ 検討予定なし（24か月以内）



本調査では、より高いリスク調整後の債券リターンを求めてアジアに注目する投資家は、パッシブ運用戦略よりもアクティブ運用戦略を好む傾向にあることがわかりました。アジアへの投資に最も適した戦略について質問したところ、回答者は、パッシブ運用戦略やETF（上場投資信託）よりも、ハイ・コンベクション戦略、ターゲット・リターン戦略、レタティブ・リターン戦略などのアクティブな運用アプローチを好むことがわかりました。

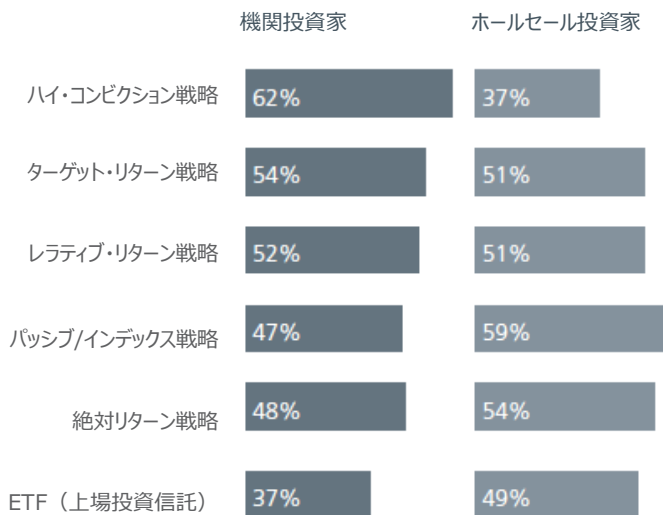
（図表8参照）

これは、ダイナミックなアジアの債券市場では、運用担当者と投資先の債券の発行体との関係やプライシング／トレーディングの専門知識などを活用して超過収益を得ることが期待できるため「市場の非効率性を活用したい」と考えていることによるものと思われます。

アジア債券を専門とする投資コンサルタントは、「利回りを求める投資家は、特にアクティブ戦略に関心があります。パッシブ戦略には誰も興味を持っていません。なぜなら、市場インデックスを完全に複製（追従）することは非常に難しく、流動性や可用性の問題もあるからです。私は、これはアクティブ運用の出番であると思っています。彼らが求めているのは、アクティブ戦略によるインデックスを上回る運用成果なのです。」と述べています。

図表 8: アクティブ戦略を支持する傾向が総じて強い

今後24か月間、アジア債券への投資で特に適していると思われる戦略はどれですか？





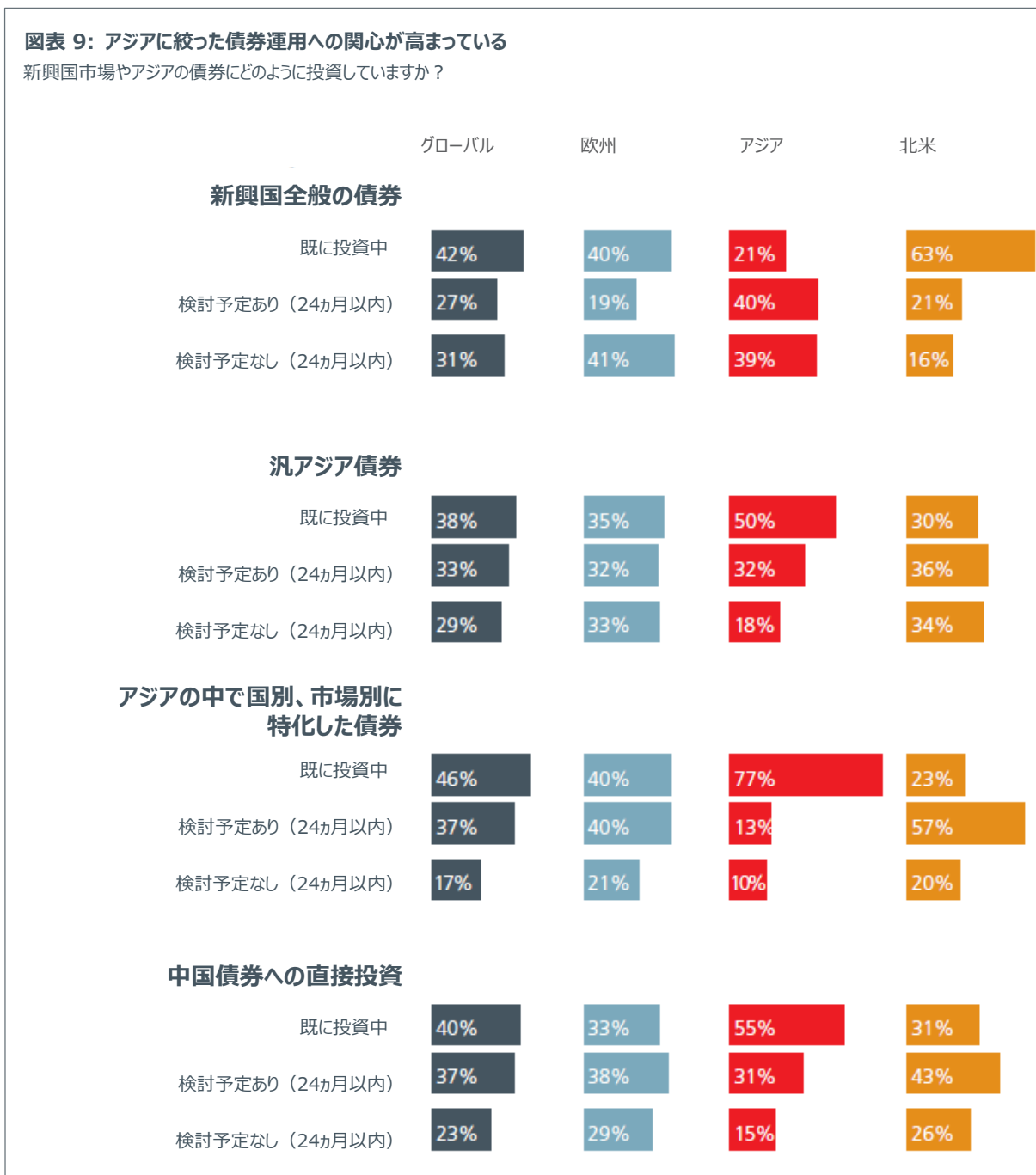
新興国市場の債券投資において、現在利用している運用戦略と今後利用する予定の運用戦略を質問したところ、投資家は、新興国市場全体を対象とした幅広いアロケーションを実施しているか、より焦点を絞ったアジア市場を対象とした投資アプローチを行っている可能性が高い模様です。回答者の40%以上が、現在アジア債券へのエクスポージャーを得るために、新興国全般の市場を対象とした幅広いアロケーションを実施しているか、またはアジアの中で国・市場別に特化したアロケーションを実施していると回答しています。

(図表9参照)

さらに回答者は、今後アジアの特定の市場に焦点を当てた運用戦略や、中国債券に直接アロケーションすることに注目し、投資資金を投入する可能性を示しています。これらの運用戦略への強い関心は、アジアの回答者に比べて、北米および欧州の回答者で顕著に高いことが判明しています。また、北米、欧州の機関投資家は投資規模が最大である債券市場の中で、これまで投資割合が少なかったセグメントへの投資によるリターンや分散効果を求める傾向が強いようです。

図表 9: アジアに絞った債券運用への関心が高まっている

新興国市場やアジアの債券にどのように投資していますか？





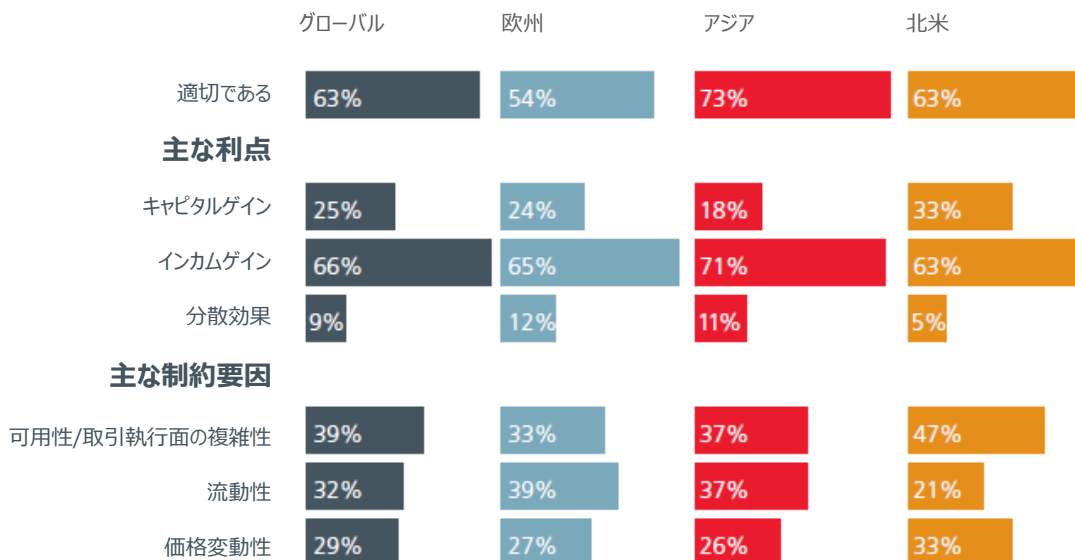
投資家は、分散効果と高い利回りを求めて、新しい国・地域やセクターの債券投資を求めており、多くの場合、アクティブ戦略を活用しています。さらに、調査結果によると、中国債券や汎アジア債券が投資資金の向かう先として注目されていることが明らかになりました。

グローバルの回答者の63%が、今後2年間のポートフォリオに中国債券が「適切である」と考えており、アジアの回答者は、その傾向がさらに強くなっています。(図表10参照)

中国債券の魅力とは何でしょうか？中国債券は、すべての地域の回答者において、インカムゲインの面で魅力的であるとの見方が最も多くなっています。中国債券ファンドが適切であると回答した63%の中で、分散投資が主なメリットであると回答したのはわずか10%未満でした。また、中国債券への直接投資の難しさや制約については、回答者の約40%が適切なファンドの入手の可否（可用性）や取引執行面の複雑性を選択し、約30%が流動性の低さや価格変動への懸念から投資を躊躇していると回答しています。

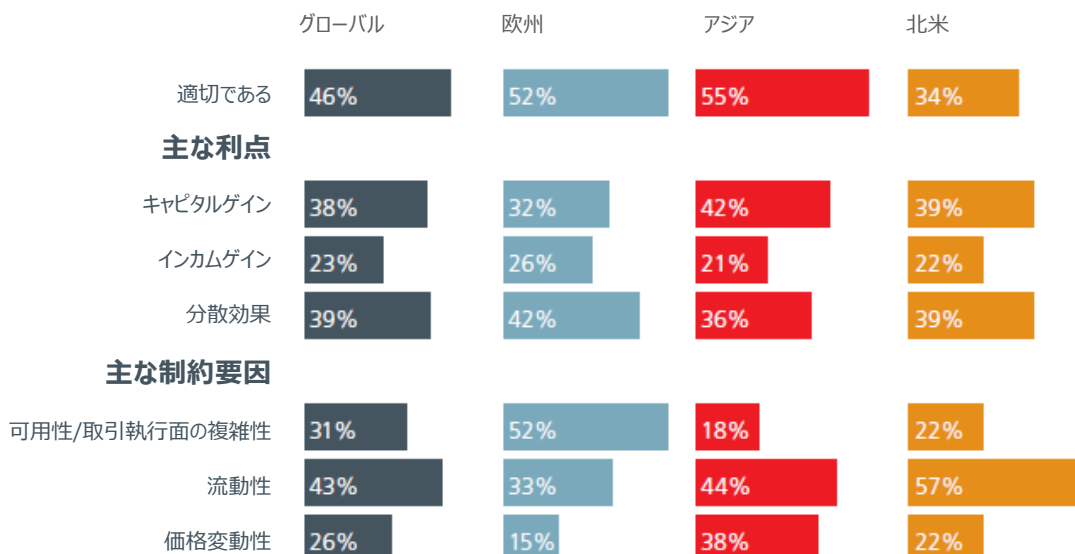
図表 10: 中国債券ファンドについて投資家はインカムゲインが期待できる点を評価

今後24か月間、中国債券ファンドへの投資は適切である、と思いますか？またその利点と制約要因は以下のどれが該当しますか？



図表 11: 汎アジア債券ファンドについて投資家はキャピタルゲインと分散効果が期待できる点を評価

今後24か月間、汎アジア債券ファンドへの投資は適切である、と思いますか？またその利点と制約要因は以下のどれが該当しますか？





投資家は、インカムゲインを得るために中国債券に注目している一方で、キャピタルゲインや分散効果を期待して汎アジア債券にも注目しています（図表11参照）。汎アジア債券が適切であるとのグローバルの回答者は46%ですが、このような地域戦略の主な利点としてインカムゲインを挙げている回答者は23%と非常に少なくなっています。一方で投資家が汎アジア債券戦略を利用する際に最も制約を受けているのは流動性のリスクであり、これはおそらく同市場で投資可能な汎アジア債券ファンドの現時点での幅広さ、多様性、数の面での弱さが原因と思われる。

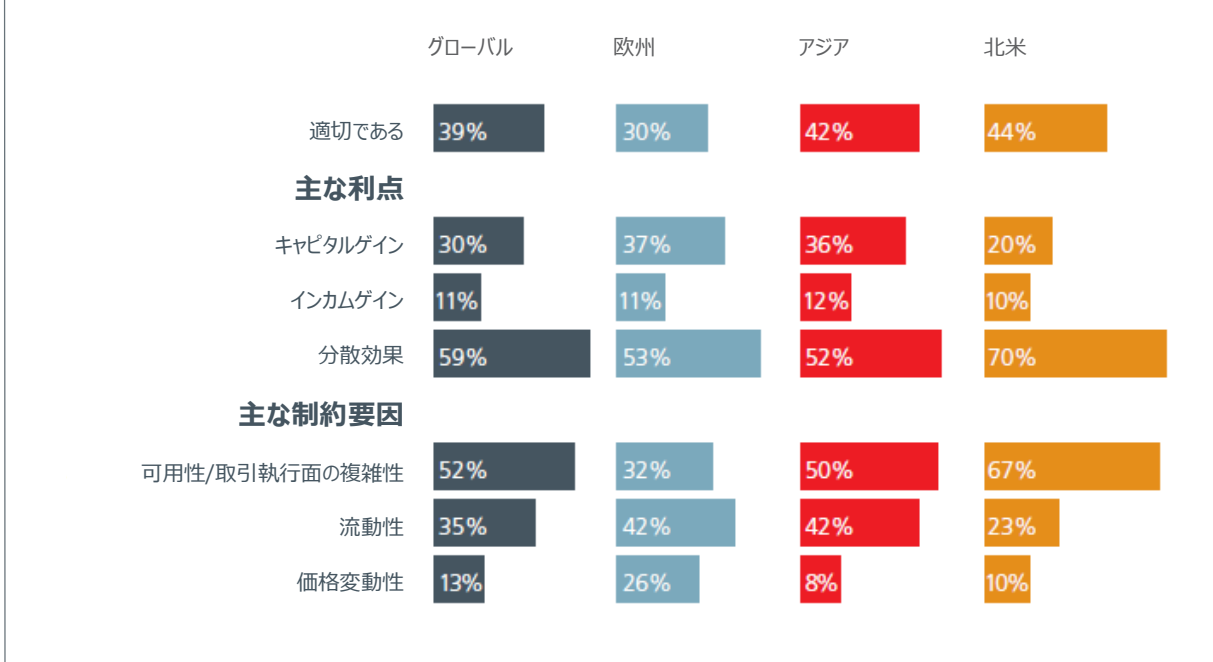
欧州の大手年金基金の債券部門の責任者は、投資家が分散投資のために汎アジアの現地通貨（現地通貨建て債券）に目を向けるようになってきていると考えています。同責任者は「欧州の年金基金では、運用に際してリターン目標ではなくリスクベース（損失許容度に沿った目標）の資産配分アプローチを採用するところが増えていきます。この枠組みの中では、私たちは、グローバル株式のリスク要因としてアジア株式の影響が大きいことを認識しています。資産配分を行うに際しては、アジアの株式市場が不安定な値動きとなったときに自分たちの資産を守ってくれるような投資対象を持つ必要があります。私たちは、中国、韓国、タイの現地通貨建て債券が安全資産のような効果を持つという確信を得るために、多くの努力を費やしてきました。最近、汎アジア地域の現地通貨建て債券の配分を債券ポートフォリオの内の5%に増やしましたが、これは将来的にも増えていくでしょう。」と述べています。

ESG（環境・社会・ガバナンス）基準を重視したアジア債券ファンドを求める投資家は、そのようなファンドが創出する分散効果を楽しむことを最も望んでいます。（図表12参照）アジアのESG債券ファンドが適していると考えているグローバルの39%の回答者のうち、60%近くがそのようなファンドの主な利点として分散効果を挙げており、次いで30%がキャピタルゲインを挙げています。これは、年金基金、財団、エンダウメントなどの機関投資家が、ポートフォリオの分散化を意識し、プライベートバンキングやウェルスマネジメントなどのホールセール投資家よりも厳しい基準のESG運用を行っていることが理由と考えられます。

近年、ESGファンドへの関心が高まっていますが、大多数の投資家は、ESGファンドの可用性や取引執行面の複雑さが実際の利用面での制約になっていると考えており、次いで流動性の問題が制約になっていると回答したのは35%でした。また、最近では、ESGを重視したファンドの数が急増していますが、機関投資家の最終受益者の要望やそのリスク・リターンの要件に真に適したファンドは、いささか見つけにくいかもしれません。

図表 12: ESG債券ファンドについて投資家は分散効果が期待できる点を評価

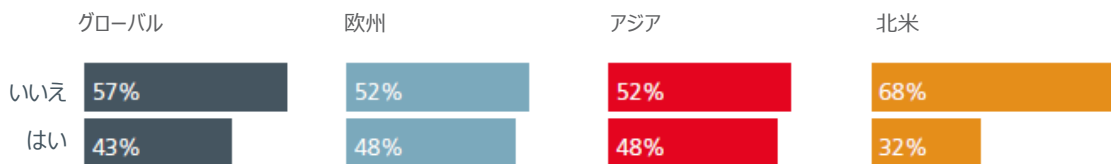
今後24か月間、アジアのESG債券ファンドへの投資は適切である、と思いますか？ またその利点と制約要因は以下のどれが該当しますか？





ESGの目標（例：特定の持続可能性関連の成果など）を達成するために、より低いリターンを受け入れても良いかどうかを尋ねたところ、回答者の大半が「いいえ」と回答しています。（図表 13 参照）グローバルの投資家の57%は、「ESGの目標を達成するために必要であれば、より低いリターンを受け入れることも厭わない」という意見に賛成していません。また、機関投資家、特に北米の回答者は、この意見に明確に反対しています。回答者がリターンを犠牲にしたいくないと主張していること背景には、自分たちの投資要件を真に満たすアジアのESG債券ファンドの入手可能性についての懸念、を示唆しています。

図表 13: 投資家は、ESG投資に際してリターンを犠牲にすることはない
 「ESG投資に際しては、低いリターンを受け入れることも厭わない」という意見に賛成ですか？





3.

アジアの債券市場では、ガバナンス、流動性、適切な運用商品の有無に対する懸念が投資家の足を遠のかせてきた

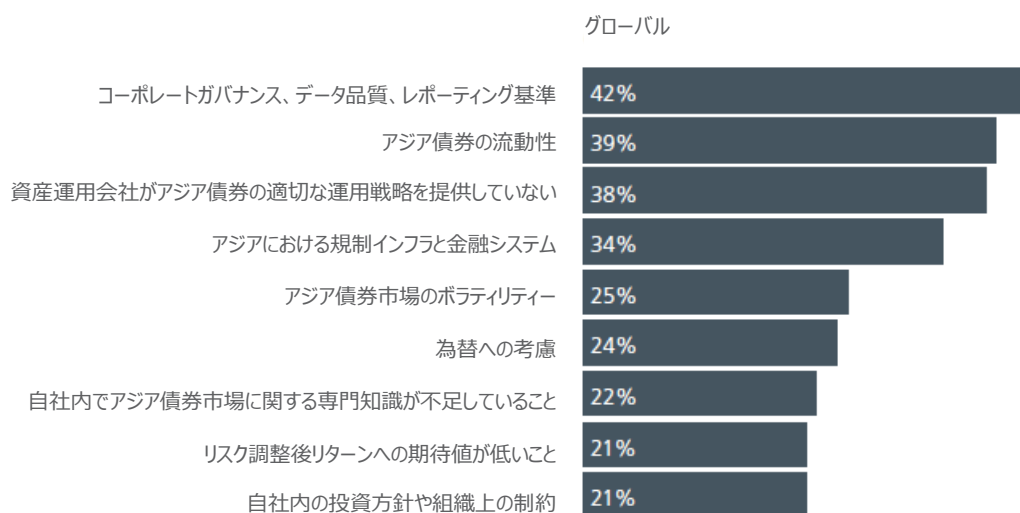
世界中の投資家は、ポートフォリオのさらなる分散化と短期的な必要性に応じた利回りの向上を目的として、保有している債券の見直しを求めています。そのために、投資家は新しい市場やセクターを含む幅広い投資対象に目を向け、アクティブ運用戦略を支持し、国・地域レベルでの戦略的なアロケーションを強化しています。投資家は「私たちと資産運用会社は、これらの市場や特定カテゴリーの運用戦略の中から、それらが提供する利点や制約要因を明確に理解した上で選択を行っている。」と述べています。しかし、一方で今回の調査に参加した投資家は、アジア債券への投資能力やその高い関心を限定的なものにしてしまうような課題を感じています。

中国における汚職や腐敗の取り締まりや野心的な市場改革はよく知られていますが、世界中の投資家は、アジアの金融システムのいくつかの重要な側面に懸念を抱いています。調査結果によると、アジアの発行体、規制当局、市場参加者が、豊富な情報、高い透明性、流動性の高い債券投資の場を提供するために、まだ改善の余地があると考えているようです。

アジア債券に投資する際に最も重要だと思う課題について質問したところ、世界中の回答者が、投資の意思決定に必要な情報の入手可能性とその質について懸念を示しました。グローバルの回答者の40%以上が、発行体に直接関連する情報について懸念を示しており、コーポレート・ガバナンス、データの質、レポーティング基準が重要な課題となっています。（図表14参照）

図表 14: 投資家は、ガバナンス、情報の質、市場力学に対する懸念を抱えている

アジア債券に投資する際の最も大きな課題は、次のうちどれだと思いますか？





同様に、3分の1以上の回答者が、投資サービスの提供者やアジア地域の債券市場を統括する機関の問題点などを指摘しています。グローバルの回答者の38%が、この地域への投資の課題として、資産運用会社からアジア債券の適切な運用戦略が提供されていないことを挙げ、34%がアジア地域の規制インフラや金融システムに関する懸念を挙げています。一方で投資家は自分自身の専門知識の不足、投資方針やその他の組織上の制約要因を投資の障害として認めたくないようです。

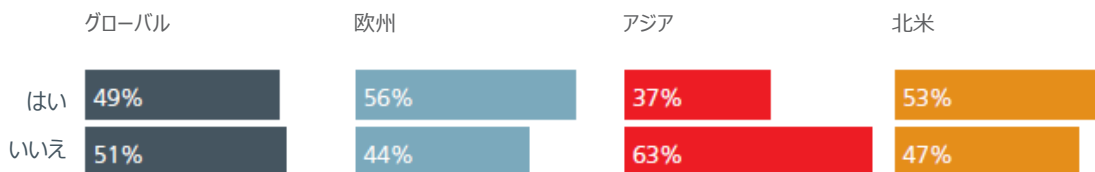
また、中国への警戒感を持ち続けている一部の投資家にとって、データの質に対する懸念は、中国の法治体制や外国人投資家の保護に対する信頼性の懸念につながっています。米国の慈善財団の投資委員会の責任者は、「私の機関では、中国政府が不利な状況でも外国人投資家を公平に扱う意思があるとの確信が持てるまでは中国の債券やクレジットへの投資には消極的である。」と述べています。また、別の米国の投資家は、中国の金融システムにおける規制の執行に一貫性がないことを懸念しています。

一方で、アジア債券に投資する利点を見失っている投資家がいることには別の理由があるかもしれません。アジア債券に投資する機関投資家にとっては、職責を失うことにもつながりかねないキャリア上のリスクが依然として大きな障壁になっていると主張する人もいました。「危機的な局面が発生した際、本国以外の外国の資産を多く保有していると、マスコミに非難されるかもしれない。しかし、本国の債券を保有していれば、まず批判されることはないでしょう。」と、欧州の大手年金基金の債券担当者は述べています。

一部の発行体のコーポレート・ガバナンスやレポーティング基準がベスト・プラクティス（最善策）に達していない可能性があり、あらゆる市場を管轄するいかなる国の規制の管理監督も、ある意味では変則的なものであるため、投資家の抱く懸念はいくつかの点で十分に裏付けられています。しかし、アジア地域においてはこうした点は近年大きな進歩を遂げており、さらなる改革に向けたコミットメントが散見される兆候は、将来に向けて良い兆候であると思われます。

グローバルの回答者は、「企業のデフォルトリスクが高いため、アジアの発行体の債券への投資には消極的である」という意見に対して、「はい」（49%）と「いいえ」（51%）がほぼ半々でした。（図表15参照）

図表 15: 投資家の間では、アジア債券に投資する際の課題としてのデフォルト・リスクについては意見が二分
「企業のデフォルトリスクが高いため、アジアの発行体の債券への投資には消極的である」、という意見に賛成ですか？





4.

投資家は、高い専門知識を持ち、カスタマイズされたソリューション、優れたサービスを提供してくれる資産運用会社を选好

投資家は、外部の資産運用会社から十分なサービスを受けていると回答する傾向にあります。グローバルの回答者の60%以上、アジアの回答者ではそれ以上が、「現在の債券運用会社は、我々のニーズに沿った方法でアジア債券に投資を行うことができる」という意見に同意しています。（図表16参照）この回答結果をもってして資産運用会社による顧客の資産管理を全面的に支持するというわけではありませんが（欧州の投資家の回答結果にご注目下さい。54%が「いいえ」と回答しています。）この調査結果は、アジア債券に投資する際に、投資家が適切な資産運用会社を選択することの重要性を示しています。

今回の調査では、アジア債券への投資を行う資産運用会社を選択する際に、その運用プロフェッショナルとチームの能力、対応力、専門性が大きな判断基準となっています。アジア債券の資産運用会社に求める要件について質問したところ、回答者の約半数が、「資産運用会社は顧客の要求に合わせてカスタマイズされた債券ソリューションを提供しなければならない」と回答しています。（図表17参照）同様に重要なのは、アジアの債券市場に関する知識と専門性の有無です。また、40%以上の投資家が、アジア債券運用を検討する際には、アジアの各地域の市場に拠点を置くクライアント・サービス・チームの存在が必要である、と回答しています。

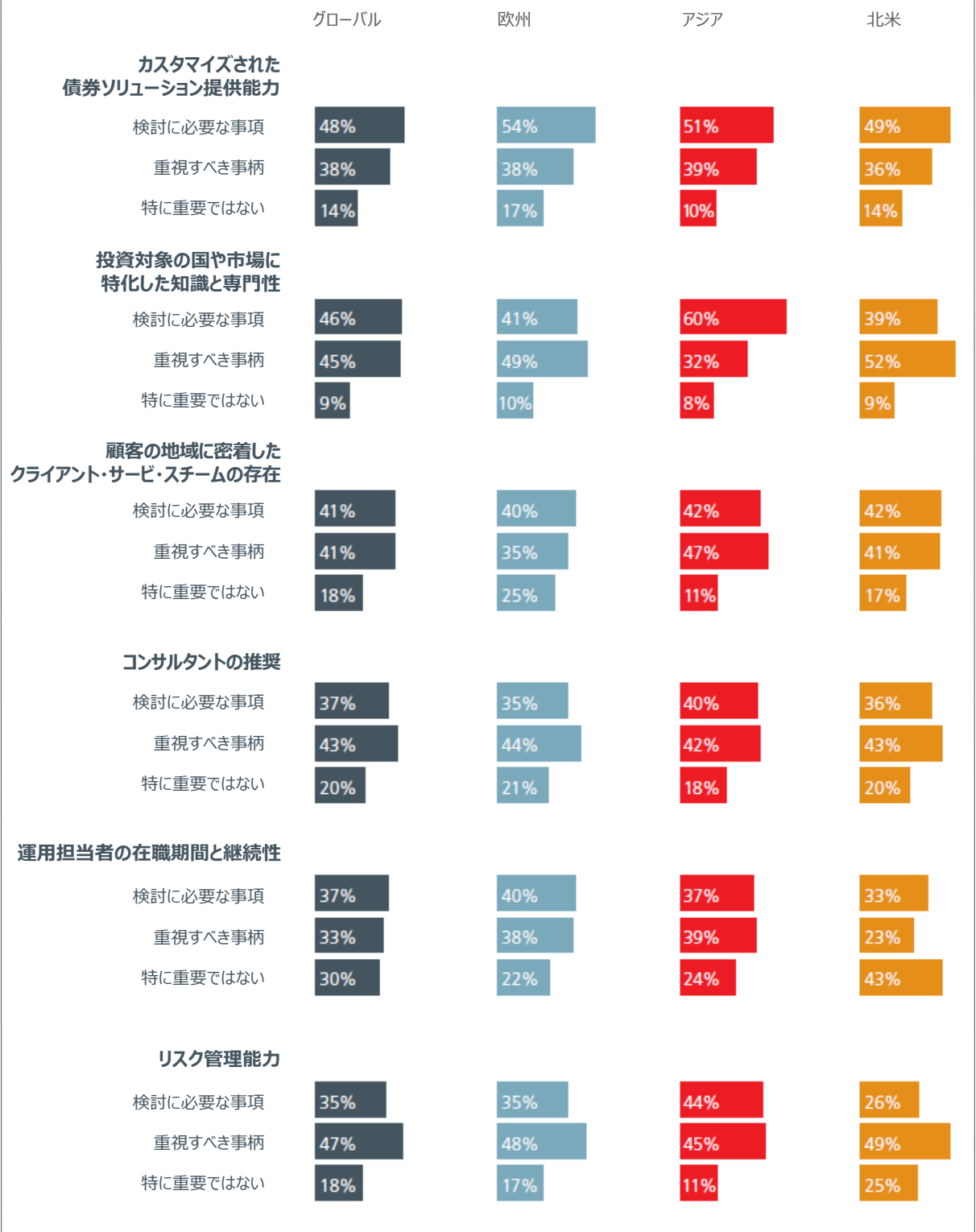
大まかに言えば、資産運用会社が投資家である顧客にサービス提供する際の有効性を測る時に重要となるのは、「適応性」の問題です。資産運用会社は顧客の要望に応えているか？顧客の投資目的に沿った資産を選択しているか？顧客が指定したリスクパラメータの範囲内で、適切なリスクとリターンをもたらす市場機会を見つけ、それを捉えているか？これらの質問に強い肯定的な回答が得られている場合、それは資産運用会社と顧客とのポジティブな関係の証しです。

図表 16: グローバル回答者のうち60%以上が、資産運用会社はニーズに沿ったアジア債券投資を行っている、と回答「資産運用会社の債券運用マネジャーは、投資家ニーズに沿った方法でアジア債券に投資を行うことができる」、という意見に賛成ですか？





図表 17: 投資家が求めるのは、カスタマイズ、市場の専門知識、優れたサービスの提供
 アジア債券に投資を行うための資産運用会社を検討する際、以下の項目は選定基準として、どの程度重要ですか？





これらの情報は、アジア債券市場では、資産運用会社の深い知識、専門性、そしてエンゲージメントが重要であることを明確に示しています。資産運用会社を選定する投資家のデューデリジェンス部門の責任者は、「何よりも、資産運用会社のリサーチ力が重要だ。資産運用会社の能力とは、単に広く情報を読み、情報通の人々と話をすることだけでなく、発行体と一緒に仕事をしたり、議論したりする能力があるかどうか。他の資産運用会社と協調して投資先企業に前向きな変化を促すことが出来るかどうか。これらの能力の有無が、アジアで優れた債券運用会社を際立たせる要因となる。」と述べています。

アジアを構成する経済と市場の幅広さと多様性から、同地域の債券運用会社は、特に優れたリサーチと分析能力を持つことが求められます。アジアの中央銀行の担当者は、「アジアという地域は、全体として非常に大きな経済体です。しかし、それぞれの国ごとに数多くの小さな規制体制が敷かれています。また、欧州のユーロのような単一通貨圏ではありません。その結果、国ごとにその管轄区域が異なるため、経済全体のパイは大きいものの、この地域の各経済を理解するには膨大な努力が必要です。」と述べています。

アジア債券を専門とする投資コンサルタントは、資産運用会社がアジアの債券市場とその発行体を熟知することの重要性を指摘しています。例えば、香港に本社を置く持株会社が中国本土のさまざまな組織と関係している場合、その組織の所有構造や、中央政府、州政府、市政府の政策との関連性を理解する必要があります。ニュースの動きや、ニュースがどのように発信されるかのニュアンスを細かく理解している現場に精通した人間が必要なのです。また、巨大な市場であるため、リソースが大きな問題となることもあります。

回答者の37%は、投資コンサルタントからの推薦（どの資産運用会社が債券ソリューションを提供するのに適しているか）を特に重要視しており、さらに43%はそのようなアドバイザーの指導は重視すべき事柄である、と回答しています。このコンサルタントによると、アジアの機関投資家は、欧米諸国の機関投資家よりも要求水準が高く、より高い透明性を求めていることが多いと指摘しています。

「アジアでは人間関係の要素が非常に重要です。」と同氏は指摘しています。「ロンドンでの会議には、投資チームとクライアント・サービス担当者が1人ずつ参加することがありますが、アジアでは、私の経験では、1つの会議に3人か4人のクライアント・サービス担当者が参加するのが普通だと思います。一般的に、アジアの多くの顧客（投資家）は非常に洗練されており、情報の要求水準も非常に厳しいため、マネジャーはそうした要求に応え、データをまとめるために、より大きなチームを必要とするのです。」

また同氏は、「機関投資家がアジア債券に投資する際には、資産運用会社のリスク管理能力を検討することが特に重要である。」と述べています。「大規模でグローバルな資産運用会社は、他の地域と同様に、アジアにおいても独立したリスク監視のための強力なプロセスを持っています。しかし、地域に特化した資産運用会社の場合は、必ずしもそうではありません。彼らのリスク管理能力やフレームワークは、大規模でグローバルな運用会社に比べてはるかに遅れていることが多いのです。」と同氏は述べています。大規模でグローバルな資産運用会社が有するこうした能力は、「機関投資家をメインの顧客に持つアジアの債券運用会社にとって、競争上の優位性の源泉である」と同氏は考えています。

最後に同氏は、投資家がアジアの債券運用会社を見つけ、一緒に仕事をするにあたってのアドバイスとして、次のように述べています。「アジアの市場は洗練されていない、安定していないというイメージは捨てて、米国や欧州の市場のマネジャーに聞くのと同じ質問を将来のマネジャーにしてください。他の市場と同じように、ガイダンスと基準を設定してください。どのようにアイデアを生み出しているか、そのフレームワークがどれだけ強固で再現性があるか、特にリスクマネジメントのフレームワークを評価してください。また、知識や専門性にも注目してください。投資チームに中国語を話せる人がいるだけでは十分ではありません。そのためには、彼らの理解力と、同業他社とは異なることを行ってきたことに注目してください。」



本調査について

本調査では、投資家のアジア債券市場への関心と、今後24ヵ月以内に債券のアロケーションを変更する可能性の有無などについて調査しています。今回、Institutional Investor's Custom Research Labはイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）と共同でアンケートを作成し、アジアの債券市場における投資家の見解を調査しました。本調査は、2021年7月から9月にかけて実施され、アジア、欧州、北米の年金基金、財団、エンダウメント、保険会社、プライベートバンク、ウェルスマネジメント会社、コンサルティング会社などの投資意思決定者196名からの回答を収録しています。

本調査で表記されている機関投資家のセグメントには、年金基金、財団、エンダウメント、保険会社、ファミリーオフィスなどの回答者が含まれています。ホールセールのセグメントには、コンサルティング会社、ウェルスマネジメント会社、プライベートバンクなどの回答者が含まれています。また、調査結果をさらに適宜補足するために、アジア、欧州、北米の機関投資家の投資意思決定者に10回以上の詳細なインタビューも行いました。

今回の調査回答者の主な属性は以下の通りです。

属性	
私的年金基金	16%
公的年金基金	16%
ファンド・コンサルティング会社	11%
ファミリーオフィス	11%
エンダウメント	10%
財団	10%
保険会社	8%
複数事業主制度/タフト・ハートレー制度	8%
プライベートバンク	5%
ウェルスマネジャー	5%

地域	
アジア	32%
欧州	32%
北米	36%

運用資産残高	
500億米ドル以上	24%
250億米ドル以上、500億米ドル未満	12%
100億米ドル以上、250億米ドル未満	15%
50億米ドル以上、100億米ドル未満	12%
10億米ドル以上、50億米ドル未満	22%
10億米ドル未満	14%

役職	
ポートフォリオ・マネジャー	21%
バイスプレジデントまたは運用ディレクター	16%
ファンド選定担当者/ファンド・アナリスト	15%
アセットアロケーション・ヘッド	13%
マネージング・ディレクター	12%
COO（最高執行責任者）	11%
CIO（最高投資責任者）	11%

※四捨五入の関係上、合計値が100%にならないことがあります。

<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。