

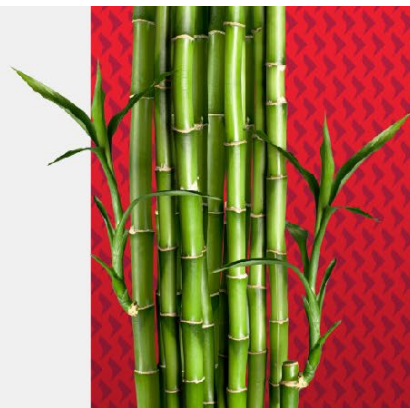
invested in insights.

eastspring
investments

A Prudential plc (UK) company



債券投資を再考すべき 3つの理由

**Mark Redfearn**ポートフォリオ・マネジャー、
ピーピーエム アメリカ インク*

* <ピーピーエム アメリカ インクについて>

・シカゴに本社拠地を置き、運用資産総額は約702億米ドルに上ります(2023年6月末現在)。
・安定性が重視される生命保険や年金等の運用に高い実績を持ち、特に債券の運用に強みがあります。

本レポートでは、ピーピーエム アメリカ インクのMark Redfearnとイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)のClement Chongが米国とアジアの債券市場に関する主なポイントについてお伝えします。

1. バリュエーション水準は魅力的

新型コロナウイルスのパンデミック(世界的大流行)をきっかけに世界の中央銀行が金利を引き下げ、大量の債券を購入したため、世界市場で利回りがマイナスとなっている債券の残高総額は18兆米ドル以上¹⁾に膨らみましたが、これはさほど昔のことではありません。しかしその後、世界的に金利が上昇したため、マイナス利回りの債券の残高総額は概ねゼロへと減少しました。

現在、多くの国の債券利回りは数年来の高水準にあるため、今後金利が低下した場合に、投資家は魅力的な水準のインカムゲインと債券価格上昇に伴うキャピタルゲインを共に享受できる好機に恵まれているのです。

図表1は、過去約14年間において、現在の水準である約5.75%(9月19日時点)で米国債券への投資を開始した場合(投資開始タイミングは2005年1月~2018年8月)、5年間のリターンが年率約6%であったことを示しています。

**Clement Chong**ディレクター、クレジット・リサーチ、
イーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)

また、歴史的にみても、ここから利回りが上昇した例は稀であり、現在の利回り水準が投資家に非常に魅力的なエントリー・レベル(投資時の利回り水準)を提供していることを示唆しています。

2. 米国の政策金利はいずれ低下へ

米国の政策金利がいつまでも高止まりする可能性は低いでしょう。米連邦準備制度理事会(FRB)は9月の連邦公開市場委員会(FOMC)で、2024年から利下げを開始する方針を示しました。今後数ヵ月、米国経済とインフレの両方がさらに鈍化すれば、債券市場がFRBに先んじて動き、FRBによる最初の利下げが始まる前であっても債券利回りが低下し始めても不思議ではありません。そのため、投資家は政策金利のFF(フェデラルファンド)レートの現在の水準にとらわれず、債券価格が上昇(利回りは低下)する可能性に注目した方が賢明でしょう。

なお最近の原油価格の高騰(2023年9月時点)は、インフレと利下げ見通しの後退への懸念を高めています。しかし世界経済の成長鈍化に加え、米国のドライブシーズン終了が近づいていることは、石油需要の減退につながることでしょう。加えて、サウジアラビアが減産を無期限に延長する可能性は、市場シェアをさらに失う可能性があるため低いと思われます。

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ーデンシャル・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。

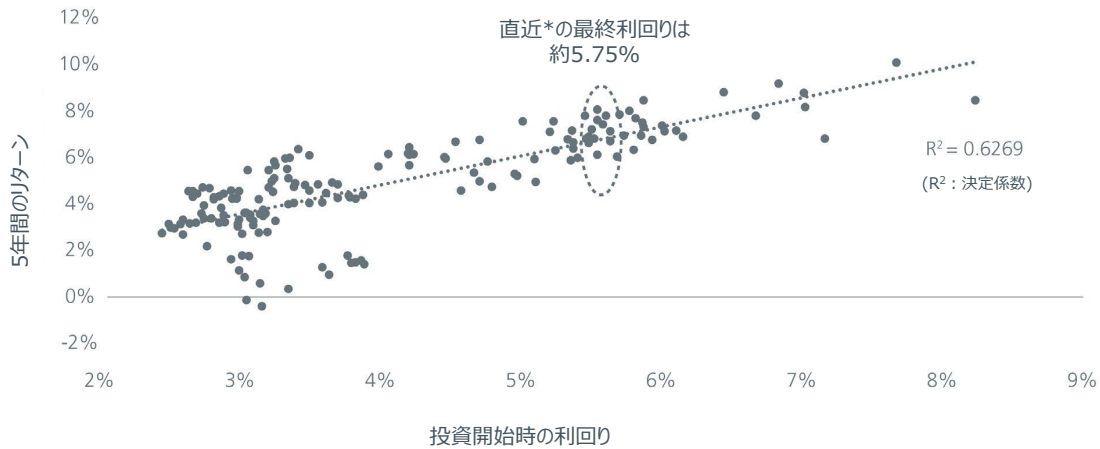
※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

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

invested in insights.

図表 1: 投資開始時の利回りとその後のリターンには強い相関関係がある



出所：FactSet、Morningstar の各種データに基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。
 米国債券のデータはBloomberg US Credit Index を使用。各データは月次データを基に年率換算。投資開始タイミングは2005年1月から2018年8月。
 5年間のリターンは“2005年1月から2009年12月まで(5年間)”から“2018年8月から2023年7月まで(5年間)”の各5年間(年率換算)のデータをプロットしています。*2023年9月19日時点。

これらの要因はすべて原油価格高騰の抑制につながることでしょう。

アジアのインフレは米国よりも比較的抑制されています。アジアでは、特に労働市場における需給不均衡がそれほど進行していないからです。アジアの各国政府はこれまで歴史的に、補助金等を通じて原油価格高騰の影響を緩和する姿勢を示してきました。しかし最近の原油価格と食品価格の上昇には注視が必要です。

これまでの米国経済の底堅さは、結果としてFRBに高金利を長く維持する自信を与えることになりました。しかし、高金利の影響が米国経済全体、特に多くの家計が30年固定金利を享受している住宅ローンや商業用不動産、企業債務の分野にまで完全に浸透するには至っていません。米国経済が予想を上回るペースで悪化すれば、FRBは早期の利下げに踏み切る可能性があります。その場合、アジアの中央銀行はFRBに追随する可能性が高いでしょう。

3. 債券は再びポートフォリオにおける分散投資先として注目

現在の利回り水準を踏まえると、債券が生み出すインカムゲインは、潜在的な株式市場のボラティリティからポートフォリオを緩衝するのに役立つはずですが。そのため、債券は投資家のポートフォリオにおける分散投資先としての役割を再び取り戻すことができるでしょう。

経済成長に対する不透明感が続く環境下においては、投資家はポートフォリオにおいてはキャピタルゲインではなく、インカムゲインと元本保全に焦点を当てるのが賢明かもしれません。株式への投資は一般的に企業の業績拡大効果の恩恵を受け一方、債券への投資は相場全体の変動の影響を受けにくい戦略といえます。現在の利回り水準では、債券は株式と同等のリターンを提供する可能性がある一方でそのボラティリティは低い、という魅力的な特徴を有しています。

前述したように、金利上昇の影響はまだ米国経済全体にまでは及んでおらず、今後は企業収益にマイナスの影響を及ぼす可能性が高いでしょう。アジアでは、中国が依然として成長を続けていますが、その成長率は投資家がこれまで慣れ親しんだ水準、あるいは予想してきた水準よりもはるかに低いといえます。中国と先進国経済の成長鈍化は、輸出に依存するアジア経済の見通しを圧迫していますが、インド、インドネシア、フィリピンなど国内人口の多い国々は高い耐性を有しています。

なお債券投資に際しては、2022年10月と2023年3月²の債券市場の最近の急落が、“市場の厚み”と“流動性”がそれまで認識されていたレベルよりも低かったことを露呈したため、投資家は債券の投資配分に対して思慮深いアプローチを維持する必要があります。

invested in insights.

投資妙味はどこにあるのか？

米国でもアジアでも、投資適格債はその信用力の高さから、資金調達コストの上昇を乗り切れると予想されます。米国の投資適格債のデレージョンは、ハイ・イールド債の約2倍の水準にあります³。このことは今後数年間に債券利回りが低下した場合、平均して米国の投資適格債の方が米国のハイ・イールド債よりも大きな元本上昇を享受できる可能性が高いことを示唆しています。アジアでは、投資適格債の最低利回り(yield to worst)は2008年以降で最も高い水準にあります(図表2参照)。これは今後FRBが利下げに軸足を移し始めたときに、元本上昇を享受できる可能性を示しています。

米国の投資適格債の中では、BBB格債よりもシングルA格債が市場では選好されているようです。また、資本が充実している傾向にある公益事業、エネルギー、ナショナル・チャンピオン・バンク(国を代表する大手銀行)など、規制の厳しいセクターが選好されています。一方、通貨米ドルは引き続き金利差の妙味によって選好されることでしょう。

アジアでは、特に財政収支と経常収支が好調で、さらにインフレ動向が良好で“ある時点で金利を引き下げる柔軟性を有する国”の現地通貨建て国債が選好されています。

アジア通貨は当面、人民元安の圧力を受ける可能性があるため(例:人民元安は輸出で中国と競合するアジア諸国の輸出競争力を奪うことになりアジア諸国の中央銀行は自国通貨の強さを望まない)、為替ヘッジ後のバリュエーション評価を行うことが適切かもしれません。シンガポール・ドル建て社債とマレーシア国債のバリュエーションは、為替ヘッジ後のバリュエーション水準が魅力的にみえます。またシンガポール・ドル建て社債は利回り水準が魅力的で、安定性も高いという特徴があります。

ピーピーエム アメリカ インクは米国を拠点とする資産運用会社で、イーストスプリングの米国債券戦略の投資サブマネージャーを務めています。

図表 2: アジアの投資適格債市場は魅力的な水準にある



出所：JP Morgan, Bloomberg L.P. のデータ(2023年9月)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。

※アジア投資適格債についてはJP Morgan Asia Credit Index(JACI) Investment Grade Indexを使用。

*アジア投資適格債の利回りについてはイールド・トゥ・ワースト(yield to worst: YTW: 最低利回り)を使用。

invested in insights.

(データ出所)

1. Bloomberg L.P. (2020年時点)
2. 米国の地方銀行の経営危機を指します。
3. 米国の投資適格債は『ブルームバーグ米国社債インデックス(Bloomberg US Corporate Index)』、米国のハイ・イールド債は『ICE BofA USハイ・イールド・インデックス(ICE BofA US High Yield Index)』(共に2023年8月31日時点)を使用。各インデックスのデュレーションは6.92および3.60を記録。

※ J.P. Morgan Asia Credit Index (JACI) Investment Grade 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。