

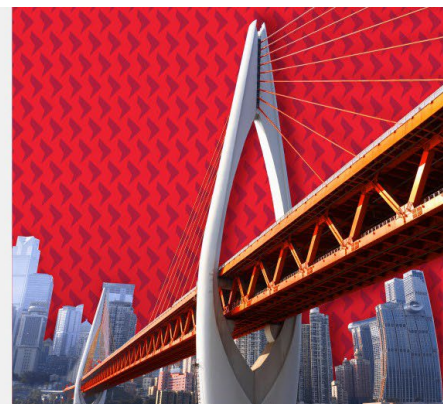
invested in insights.

eastspring
investments

A Prudential plc (UK) company



アジア投資適格債の 投資妙味

**Rong Ren Goh**ポートフォリオ・マネジャー、債券運用部門
イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）**Wai Mei Leong**ポートフォリオ・マネジャー、債券運用部門
イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

ポイント

- **アジアの債券利回りは数年ぶりの高水準にあり、投資家にとって魅力的な安定したインカム(金利収入)獲得の源泉となっています。歴史的に、アジア投資適格債は利回りが5%を超えると、80%以上の確率で12か月間のトータルリターン(キャピタルゲイン(値上がり益)とインカムゲイン(金利収入)の合計によるリターン)がプラスとなっています。**
- **アジア経済の緩やかな成長と抑制されたインフレという現在のマクロ環境は、アジア債券にとってプラス材料です。多くのアジア債券は利下げが織り込まれていないため、各国中央銀行が最終的に政策金利を引き下げた場合、アジアの債券はより大きな価格上昇の恩恵を享受できる可能性があります。**
- **アジア投資適格債は、米国や欧州の投資適格債と比較して競争力のある利回りを提供しており、またデフレーション(債券の金利変動に対する感応度の尺度)あたりの利回りが高いことから、投資家にとってより魅力的なリスク調整後リターンを提供する可能性があります。**

債券市場では年初来、見通しが大きく変化しています。当初は『FRBのピボット(方針転換)』に代表されるように、市場は2024年の年内における一連の利下げを予想していましたが、現在では『Higher for longer(より高く、より長く)』という政策スタンスの見直しへと移っています。

2024年初めに予想されていた米連邦準備制度理事会(FRB)による年内で合計150ベースポイント(bp、1bp = 0.01%)の利下げ幅予想から、現在の市場の予想は、年内の残りの期間で47ベースポイント¹の利下げ幅にとどまるとしています。利下げ幅が小さくなるこの変化は、米国のインフレ率が数か月間連続で予想を上回ったことや、米国経済が依然として底堅い兆候をみせていることが背景に挙げられますが、この動きを受けて債券利回りはさまざまな年限で上昇しました。

FRBが最終的に利下げに踏み切るのに十分な水準にまで米国経済とインフレは最終的には減速する、というのが私たちの基本シナリオですが、利下げの“タイミングとその幅”はより不確実なものとなっています。とはいえ、利下げが“後ずれ”したとしても、債券、特にアジア債券には依然として魅力的な投資余地があると私たちは考えています。

アジア投資適格債の考察

アジア投資適格債は数年ぶりの高い利回り水準にあり(図表1参照)、投資家にとって魅力的で安定したインカムゲイン(金利収入)獲得の源泉になると同時に、FRBがピボット(方針転換、ここでは利下げ局面への転換)を早めれば、予想よりも早く短期金融市場金利が低下(債券価格は上昇)する局面に備えた投資対象にもなっています。

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。

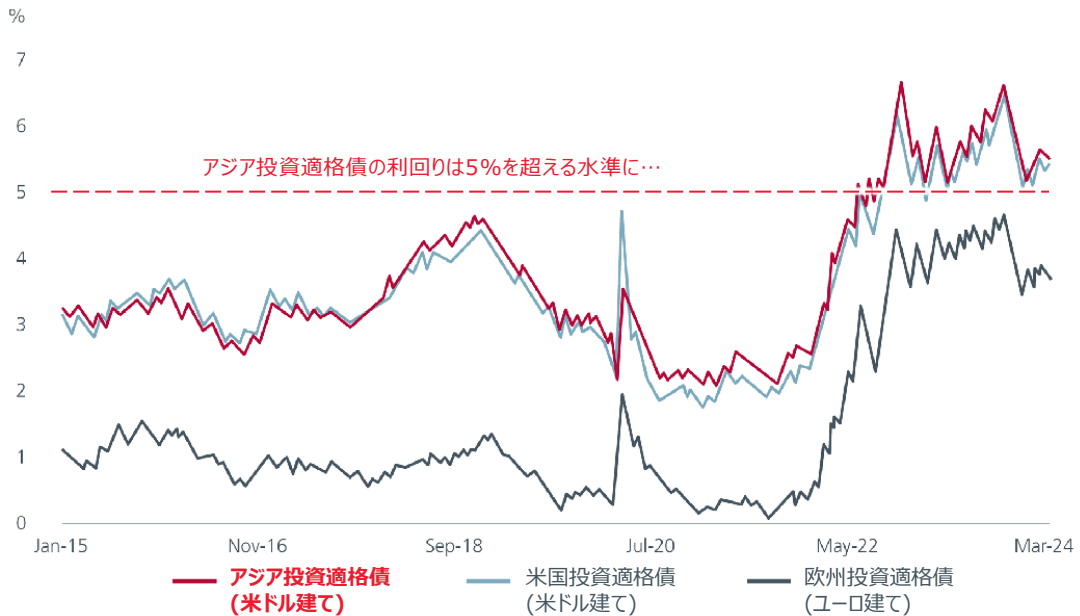
イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

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

240718 (03)

invested in insights.

図表 1: アジア投資適格債の利回りは数年ぶりの高水準*



出所：Bloomberg L.P. のデータ(2024年3月28日)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)が作成。

●アジア投資適格債：ICE BofA Asian Dollar Investment Grade Corporate Index、●欧州投資適格債：ICE BofA Euro Corporate Index、

●米国投資適格債：ICE BofA US Corporate Index を使用(各週次ベース)。

*利回りは債券のオプション性を考慮した上で投資家为实现し得る最悪ケースの利回りであるイールド・トゥ・ワースト(YTW、最低利回り)を使用。

現在のアジア債券の上昇した利回りの恩恵は過小評価されています。大きな恩恵として、投資家はアジア投資適格債に投資をすれば、魅力的な利回りを獲得するために大きな信用リスクを抱える必要がなくなる、という点が挙げられます。もしインフレが再加速すれば政策金利を大幅に引き上げなければならない可能性があり、これは債券価格の下落につながります。しかし、これは現時点での私たちのメインシナリオではありません。別のシナリオでは、米国経済がハードランディング(硬着陸、急激な景気後退)に陥れば、債券のパフォーマンスは株式を上回り、さらに国債と投資適格債はハイイールド債よりも高い耐性をみせる可能性が高いでしょう。つまり投資適格債は投資家が望むポートフォリオの分散効果を提供できる可能性があるのです。

アジアにおける緩やかな成長とインフレ抑制というマクロ経済環境も、アジア債券にとってプラス材料となっています。相対的に良好な外需環境は、韓国、台湾、マレーシア、シンガポールなどの貿易依存度の高い一部のアジア経済が、これまで力強い内需環境の恩恵を受けてきた他のアジア経済との成長の足並みを揃えるのを後押ししており、アジア全体の底上げにつながっています。アジアの実質輸出は過去3か月で急増し、2021年以降で最高を記録しました。世界の新規受注と在庫の比率の改善は、外需が年間を通じて堅調に推移することを示唆しています。先進国市場の設備投資サイクルの回復も、アジアの輸出を持続させる一因となります。さらに、国内需要が正常化し、投入コストの上昇からの価格転嫁がほぼ完了し実体経済に反映されたため、

アジア(除く中国)の大半でインフレは緩和しました。

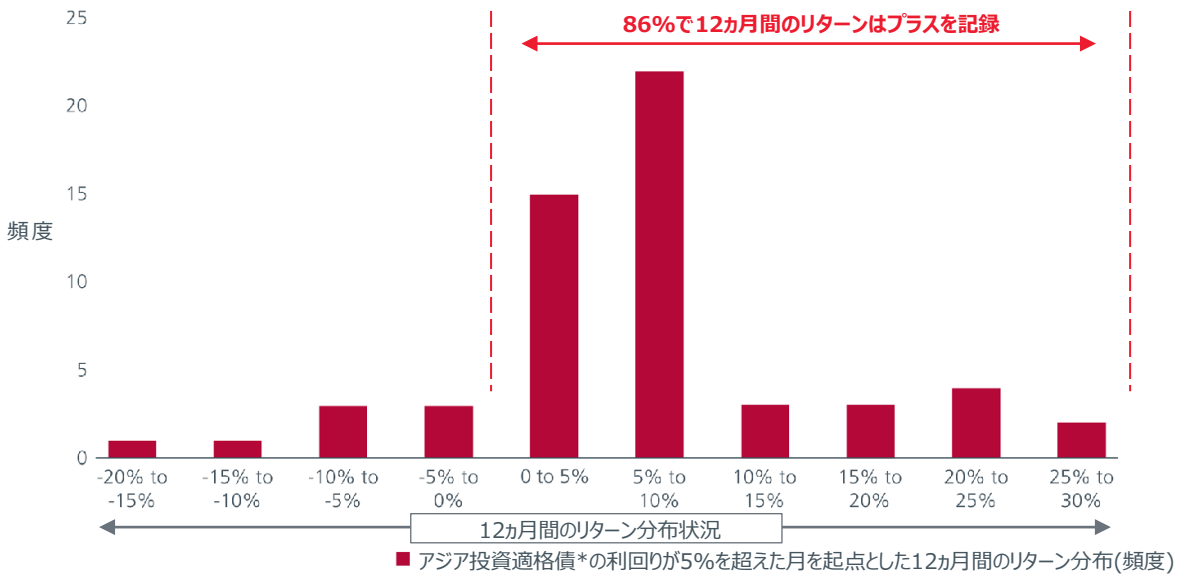
アジアではインフレはほぼ抑制されているものの、FRBが金利据え置きを続ける中、アジアの各中央銀行は金利引き下げが自国通貨に及ぼす影響を考慮して、金利引き下げを急いではありません。こうした背景から、アジア債券では金利引き下げは織り込まれていないのです。これは、今後アジアの各中央銀行が金利を引き下げた場合、アジアの現地通貨建て債券がより大きな価格上昇をみせ、投資家はその恩恵を享受する可能性があることを意味しています。

アジア投資適格債のクオリティに注目

アジアの良好な経済や企業のファンダメンタルズを背景に信用スプレッドが縮小していることと、2024年に入ってからアジアのハイイールド債が既に先んじて好調なパフォーマンスを記録しこれ以上の上昇余地が限定的である可能性を考えると、私たちはアジアの投資適格債を選好しています。地政学的緊張が依然として高まっていることも、私たちがアジア債券投資においてクオリティ重視の姿勢(信用格付けが相対的に高い投資適格債を選好)をとっている理由の一つです。前述のように現在の市場環境におけるアジア債券の高い利回りは、トータルリターン(キャピタルゲイン(値上がり益)とインカムゲイン(金利収入)の合計によるリターン)を押し上げ、潜在的な損失リスクを緩和することが期待できます。私たちは図表2で、アジア投資適格債の利回りが5%を超えた月を起点にその後の12か月間のリターンの分布状況を考察しました。

invested in insights.

図表 2: アジア投資適格債の利回りが5%を超えた月を起点にした12か月間のリターン分布(頻度)



出所: Bloomberg L.P. のデータ(期間: 2005年9月~2024年5月の月次データ)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)が作成。
*JP Morgan JACI Investment Grade Total Return Index(米ドル建て)を使用。

観測値の86%で12か月間のリターンはプラスとなりました。さらに、アジアの投資適格債の投資ユニバースには、投資家にとって幅と厚みのある多様な投資機会があります。アジアの企業、ソブリン、準ソブリンが発行した債券を含む代表的な債券インデックスである『J.P. Morgan Asia Credit Index(JACI)』の組み入れ銘柄の約85%は、

“投資適格”の信用格付けを得ています。さらにアジアのソブリン債のほとんどは“投資適格”の格付けを得ており、中期的にもその信用格付けを維持すると予想されています(図表3参照)。これは、域内のそれぞれの国・地域の準ソブリン債および政府系企業債の信用格付けを下支えすることにつながるはずで

図表 3: アジア投資適格ソブリン債(外貨建て)の長期格付け²

	Moody's		S&P		Fitch	
	格付け	格付け見通し	格付け	格付け見通し	格付け	格付け見通し
中国	A1	Neg	A+	Stb	A+	Neg
香港	Aa3	Stb	AA+	Stb	AA-	Stb
インド	Baa3	Stb	BBB-	Stb	BBB-	Stb
インドネシア	Baa2	Stb	BBB	Stb	BBB	Stb
韓国	Aa2	Stb	AA	Stb	AA-	Stb
マカオ	Aa3	Neg	-	-	AA	Stb
マレーシア	A3	Stb	A-	Stb	BBB+	Stb
シンガポール	Aaa	Stb	AAA	Stb	AAA	Stb
台湾	Aa3	Stb	AA+	Stb	AA	Stb
タイ	Baal	Stb	BBB+	Stb	BBB+	Stb
フィリピン	Baa2	Stb	BBB+	Stb	BBB	Stb

出所: Bloomberg L.P. のデータ(2024年4月時点のMoody's, S&P, Fitch Ratings)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)が作成。
※格付け見通しについて: ●Stb=Stable(安定的)、●Neg=Negative(ネガティブ)、●Pos=Positive(ポジティブ)
※いかなる信用格付も、信用格付機関の見解の表明にすぎず、事実の表明ではなく、投資の推奨または助言等をするものではありません。

invested in insights.

この地域には、世界最大規模の優良企業もいくつかあります。さらにアジアの企業ファンダメンタルズは、概ね安定していると予想されます。企業の財務レバレッジの水準はわずかに上昇しているものの、依然として管理可能なレベルにあります。さらに、多くのアジアの企業は、過去数年間の金利コストの上昇環境に耐えることができています。

アジア債券の需給面に目を向けると、短期的には、2024年のアジア投資適格債(米ドル建て)の純供給量はマイナスになると予想されており、これは債券価格の支えとなります。長期的には、債券の需要は、多くのアジア諸国における人口の高齢化と構造的な経常収支黒字によって支えられています。アジア域内の長期投資家からの需要が拡大し安定していることは、アジア債券の安定したリターンにつながる可能性があります。

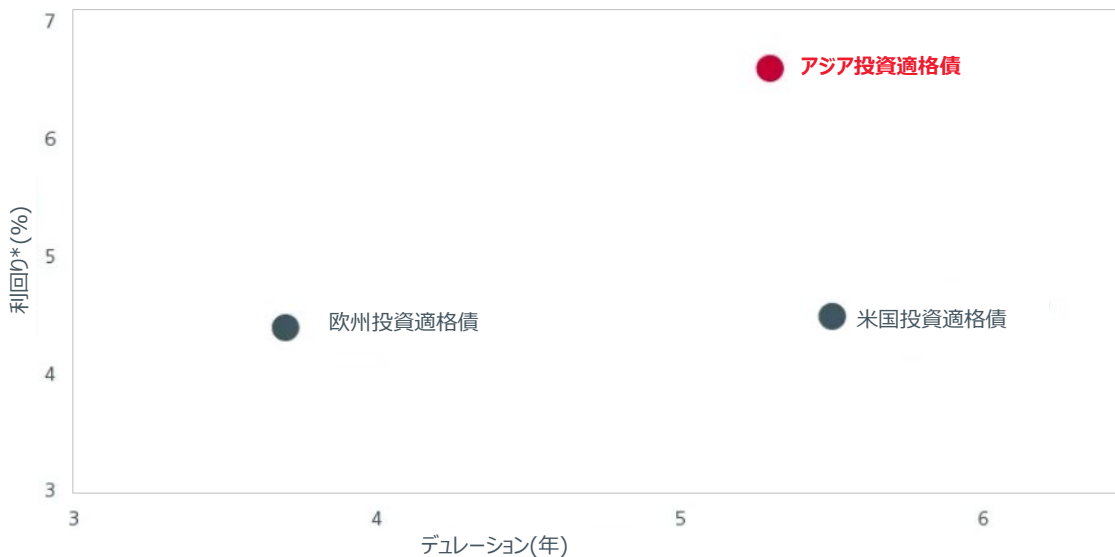
アジア投資適格債は、米国や欧州の投資適格債と比較して競争力のある利回りを提供しており、デュレーション(債券の金利変動に対する感応度の尺度)あたりの利回りが高いことから、投資家にとってより魅力的なリスク調整後リターンを提供する可能性があります(図表4参照)。

まとめ

アジアの良好な経済や企業のファンダメンタルズを背景とした信用スプレッドの縮小やFRBによる利下げ時期が不透明なことを踏まえると、保有する債券が生み出すインカムゲイン(金利収入)は中期的に債券リターンを押し上げる重要な要因となり得ます。私たちはアジア投資適格債を選好しており、現在の利回り水準であれば、投資家は質の高い利回りを確保し、同時に分散投資の恩恵を受けることができると考えています。歴史的に、アジア投資適格債は利回りが5%を超えると、80%以上の確率で12カ月間のトータルリターン(キャピタルゲイン(値上がり益)とインカムゲイン(金利収入)の合計によるリターン)はプラスとなっています。

またアジア投資適格債の多様な投資ユニバースは、アクティブ運用マネジャーにより魅力的なアルファ獲得の機会を提供しています。さらに需給面でもポジティブな環境にあり中長期的にアジア債券を下支えています。

図表 4: アジア、米国、欧州の投資適格債の比較



出所：Bloomberg L.P. のデータ(2024年3月28日)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)が作成。

●アジア投資適格債：ICE BofA Asian Dollar Investment Grade Corporate Index、●欧州投資適格債：ICE BofA Euro Corporate Index、●米国投資適格債：ICE BofA US Corporate Index を使用(各週次ベース)。

*利回りは債券のオプション性を考慮した上で投資家为实现し得る最悪ケースの利回りであるイールド・トゥ・ワースト(YTW、最低利回り)を使用。

invested in insights.

(データ出所)

1. 2024年6月6日時点
2. Moody's, S&P, Fitch Ratings の信用格付けを使用(Bloomberg L.P. より抽出)。

※ ICEの指数データは、ICE Data Indices, LLC、その関係会社（以下「ICE Data」）及び／またはその第三者サプライヤーの財産です。ICE Data及びその第三者サプライヤーは、その使用に関して一切の責任を負いません。

※ JP Morganの各指数は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。