

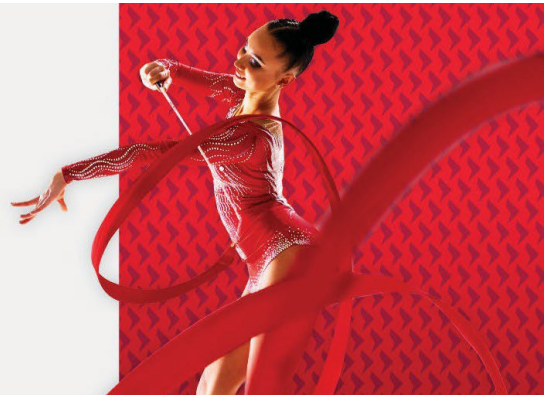
invested in insights.

eastspring
investments

A Prudential plc (UK) company



リスクをチャンスに変える 債券投資の技法

**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）

ポイント

- 市場がFRBの利下げへのピボット(転換)を織り込む中、MMF(マネー・マーケット・ファンド)の投資家はリターン低下や投資目的の未達リスクに直面しています。債券投資は、現在のような魅力的な利回りを獲得する機会に加え、キャピタルゲイン(値上がり益)上昇の機会も提供します。とはいえ、債券投資家は、決して単純ではないデュレーション管理や、現在の市場環境で『スイートスポット(最適な投資対象)』とみなされている特定の債券には注意する必要があります。
- ESG投資への『“過度な期待”のピーク期』は過ぎつつありますが、ESGリスクは依然として過小評価されている、と私たちは感じています。これらのリスクを理解して投資に活用することは、アルファ(超過収益)創出の潜在的な源泉となり得ます。
- アクティブ債券マネジャーは、機敏なデュレーション管理、徹底したクレジット調査、継続的なESGエンゲージメントを通じて、リスクをチャンスに変えることができます。

米連邦準備制度理事会(FRB)のパウエル議長は、8月の米年次経済シンポジウム(ジャクソンホール会議)で、米国の労働市場の下振れリスクが高まっていると警告し、9月の利下げを強く示唆しました。

本稿執筆時点(2024年8月27日時点)では、債券市場は2024年の年内の残りの期間全体で合計100ベースポイント(bp、1bp=0.01%)の利下げを織り込んでいます。しかし債券市場は先回りして動く傾向(例:市場金利は政策金利に対して先回りして動く、等)があり、2024年の初めの時点の市場の織り込みは年内で合計7回だった点には注意が必要です。

債券投資の魅力

市場がFRBの利下げへのピボット(転換)を織り込む中、投資家が直面する可能性のある最大のリスクの1つはMMF(マネー・マーケット・ファンド)に預けられている資金の利回り低下です。現在、世界のMMFの残高は約6.2兆米ドルと報告されています¹。債券、特にデュレーションの長い債券は世界の主要中央銀行が政策金利を引き下げるにつれてキャピタルゲイン(値上がり益)の恩恵を受けるポジションにあります。またアジア債券市場では10年ぶりの高水準の利回りが投資家に魅力的なインカムゲイン(利息収入)獲得の機会を提供しています。

とはいえ、デュレーションの長い債券への投資は単純な取引のようにみえますが、今後数ヶ月は依然として多くの不確実性が残ることを私たちは警告しておきます。中東でのより広範な紛争は、石油供給ショックを引き起こし、インフレ懸念を再び強める可能性があります。米国大統領選挙の動向の変化も、市場の信頼感とリスクプレミアムに影響を与える可能性があります。

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

240918 (03)

invested in insights.

FRBがリセッション(景気後退)の回避とインフレ再燃への対応との間で微妙な舵取りを強いられているため、市場が不安定になる可能性も否定できません。

長期的な見通しは、米国の財政赤字によってさらに複雑化しています。共和党が次の選挙で下院、上院、大統領の3つを手中に収めた場合、財政支出が増加するリスクがあります。これにより、債券市場では利回りが上昇する圧力がかかる可能性があります。市場の状況は急速に変化する可能性があるため、債券投資におけるデュレーションのポジション管理は機敏に行う必要があります。同時に、債券ポートフォリオ内で債券特性(クオリティなど)を高められれば、投資家は市場のボラティリティをうまく乗り切ることができるはずです。

真のスイートスポット(最適な投資対象)を求めて

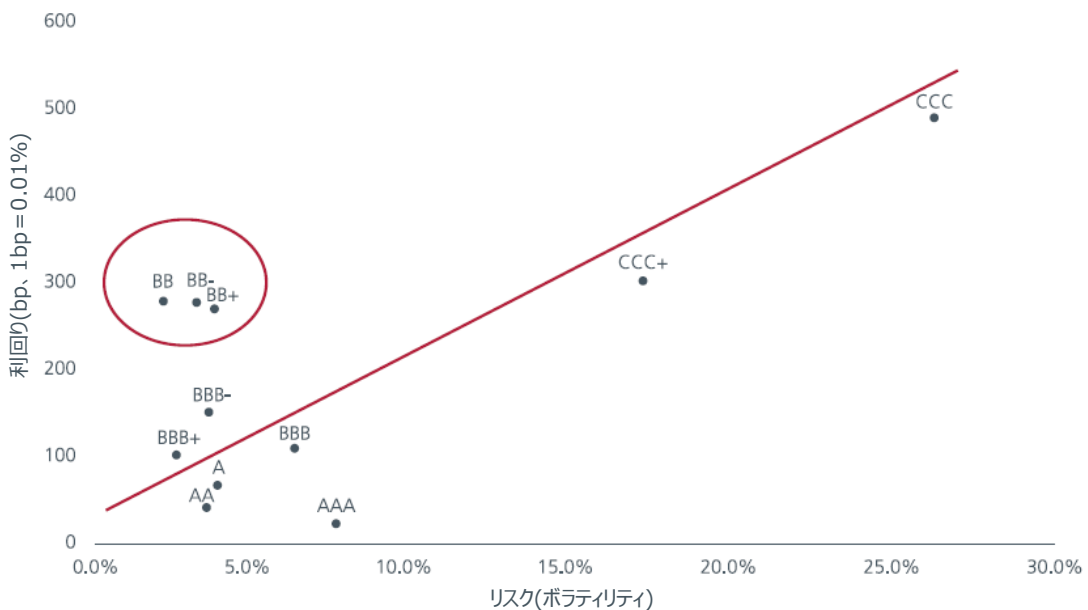
投資家が相対的に魅力的な高い利回り水準を確保しようとする中、アジア債券市場におけるBB格付け債券は、一部の投資家からスイートスポット(最適な投資対象)とみなされています。BB格付け債券は格付け区分で『投資適格債券』より下位の『非投資適格債券』ではあるものの、これらの債券の多くは“格付け引き上げの可能性を秘めた安定したファンダメンタルズを有している”、とみられています。そのため、格付けが低いためにその利回りが『投資適格債券』よりも100~150ベースポイント(bp、1bp=0.01%)高い水準にあるBB格付け債券は、特にその低いボラティリティを考慮すると投資家にとっては魅力的にみえます。

実際、私たちの分析によるとアジアのBB格付け債券はBBB格付け債券よりもボラティリティが低いようです(図表1参照)。さらに深く掘り下げてみると、アジアのBB格付け債券のボラティリティが低い理由がわかります。現在アジアのBB格付け債券は、インドの強力な構造的成長ストーリーと潤沢な国内流動性に支えられたインドの債券が主流となっています。そのため多くが“非投資適格債券”であるにもかかわらず市場では“投資適格債券”のように取引されているのです。

上記の分析は、債券市場のボラティリティが低い期間が長く続いたことでやや結果が歪められており、BB格付けの債券にとって過度に好ましい期間が対象となっている可能性があります。一方で債券のボラティリティが高まった特定の2つの期間、①新型コロナウイルスのパンデミック(世界的大流行)期や、②FRBが直近の“積極的な利上げサイクル”を開始した2022年後半、などは短期的ではありますがBBB格付け債券よりも格付けが低いBB格付け債券の価格は大幅に下落し、スプレッド(米国内債に対する上乗せ金利)が拡大しました(図表2参照)。

したがって、投資家はアジア債券の投資時においては、その商品特性等を十分に把握しなければなりません。これは魅力的なBB格付け債券が無いと言っているわけではありません。全てのBB格付け債券が同等の特性を有しているわけではないので見極める必要があるのです。私たちは、投資対象への徹底したリサーチと厳格なデューデリジェンスを引き続き強く推奨します。

図表 1: アジア債券の特性 ~信用格付けごとのリスク・利回り特性*



出所：2024年6月末時点。

イーストスプリングのアジア債券チームの内部信用格付けに基づき、2022年6月末から2024年6月末までの期間(過去2年間)で分析。

*リスクは標準偏差を使用。利回りはリスクフリーレート(国債)との利回り格差(オプション調整後スプレッド、OAS)を使用。

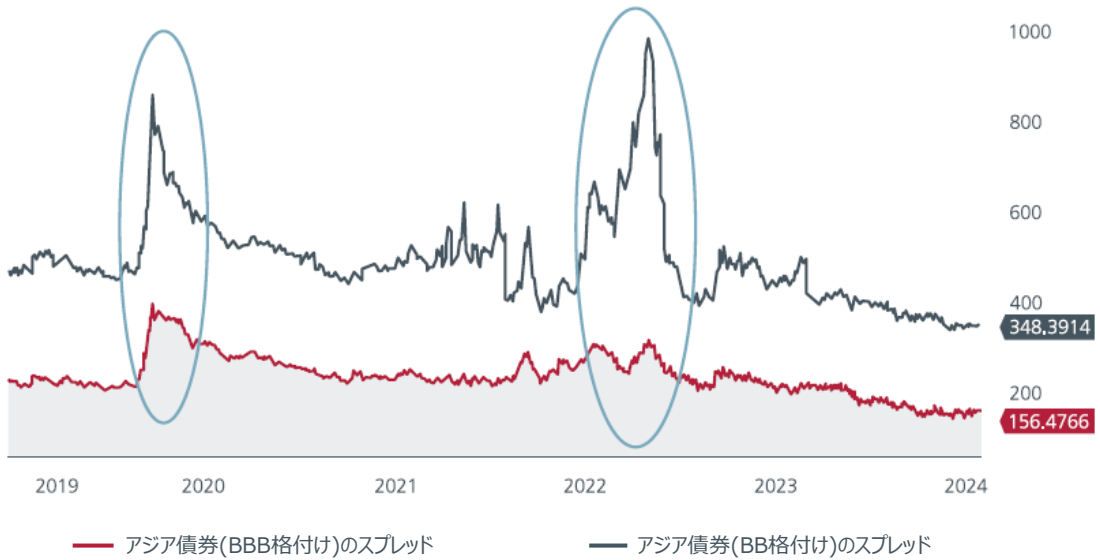
invested in insights.

アルファ(超過収益)創出のためにESGリスクをナビゲートする

投資家がデレレーション、信用リスク、為替リスクについて熟考する一方で、投資家がおそらくまだ過小評価しているリスクの1つとして、財務面で大きなインパクトを持つESG(環境、社会、ガバナンス)リスクがあります。

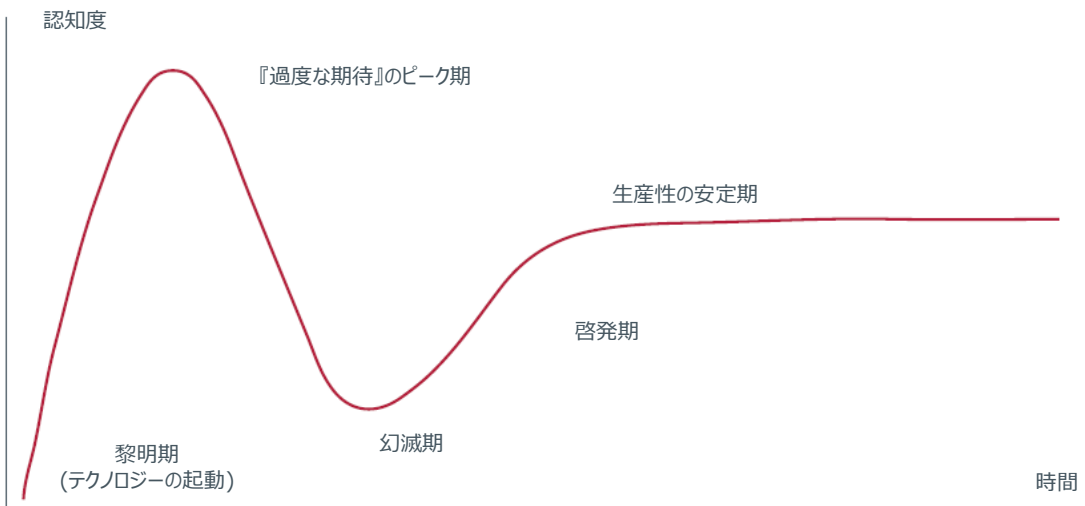
米調査会社ガートナーの『ハイプ・サイクル』をESG投資に当てはめると、現在のESG投資は“『過度な期待』のピーク期”を過ぎており、『グリーンウォッシュ』への懸念と『ESGアクティビズム』への反発を受けて“幻滅期”にある²と考えられます(図表3参照)。

図表 2: アジア債券の特性 ~BB格付けとBBB格付けのスプレッドの推移



出所：Bloomberg のデータ(2024年7月31日時点) 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。
 ●アジア債券(BBB格付け)のスプレッド：JACI(J.P. Morgan Asia Credit Index) BBB の米国国債に対する上乗せ金利。
 ●アジア債券(BB格付け)のスプレッド：JACI(J.P. Morgan Asia Credit Index) BB の米国国債に対する上乗せ金利。

図表 3: 米調査会社ガートナーの『ハイプ・サイクル』



出所：Gartner.

invested in insights.

ESG投資への“『過度な期待』のピーク期”が過ぎつつあることはポジティブなことであり、これは財務面で大きなインパクトを持つESGRiskについて熟考する機会の到来を示すもの、と私たちは考えています。現実には、気候、社会、ガバナンスのRiskは企業に実際の財務的影響を及ぼし、中期的には企業の経済的持続可能性と収益性に影響を及ぼします。直近数ヶ月、労働争議によりアジアの自動車メーカー数社の操業が中断に追い込まれました。一方、水不足は、水資源に大きく依存している企業の操業ストレスを増大させる可能性があります。農業や食品・飲料業界に加えて、繊維、鉄鋼、製薬業界にも影響が及ぶ可能性があります。洪水などの異常気象も企業の資産価値を大幅に損なう可能性があります。これらのRiskとその重要性、そして企業がこれらのRiskに対処するためにビジネスモデルをどのように適応させているかを理解することは、中長期的に投資家に優れたリターンをもたらすことにつながります。

リスクをチャンスに変える

本稿で説明した債券投資を取り巻くさまざまなRiskは、決してすべてを網羅したものではありません。しかし、すべてのRiskは、クレジット分析、デューレーション、為替、流動性の管理を通じて、アクティブ債券投資家にアルファ(超過収益)を生み出す機会を提供します。これは、市場のボラティリティが引き続き高く、米国が“新たな金利レジーム”に入ると予想される今後数ヶ月間で特に重要です。

ESGのRiskと機会をナビゲートすることも、アルファの重要な源泉となり得ます。規制面での制裁、社会問題、ガバナンスの失敗などに直面する可能性のある企業を単純に排除して回避するだけでなく、積極的なエンゲージメントを通じて過小評価されている企業や、投資機会を発見し、直面している財務面で大きなインパクトを持つESGRiskを評価して対処することに取り組んでいる企業を特定することも重要です。二酸化炭素排出量の多い企業が、より持続可能な世界へと移行するための資金調達をするのに役立つ『トランジションボンド(移行債)』によって、アジア地域のエネルギー移行が加速する可能性は高まり、また急速に成長すると予想されます³。アクティブ債券マネージャーがRiskを機会に変える余地は十分にあるはずです。

(データ出所)

1. Bloomberg(2024年8月時点)。
2. <https://www.weforum.org/agenda/2023/08/heres-where-we-are-in-the-esg-investing-hype-cycle/>
3. <https://www.theasset.com/article/52120/global-sustainable-bond-issuance-falls-20-in-q2>

※ 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。