



Part 8 of 8

eastspring  
investments

A Prudential plc (UK) company



# アジアの債券投資: ピークを迎える債券利回り と投資機会

**Danny Tan**

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）



ピークを迎えるアジア債券の利回り、アジア各国の利上げ、アジアの優良企業の健全な信用力などを背景に、投資家にとってアジア債券市場は魅力的な投資機会となっています。

中国の経済成長リスクが後退するようになれば、投資家からのアジア債券への資金流入の増加が見込まれ、同債券市場はさらに下支えされることでしょう。

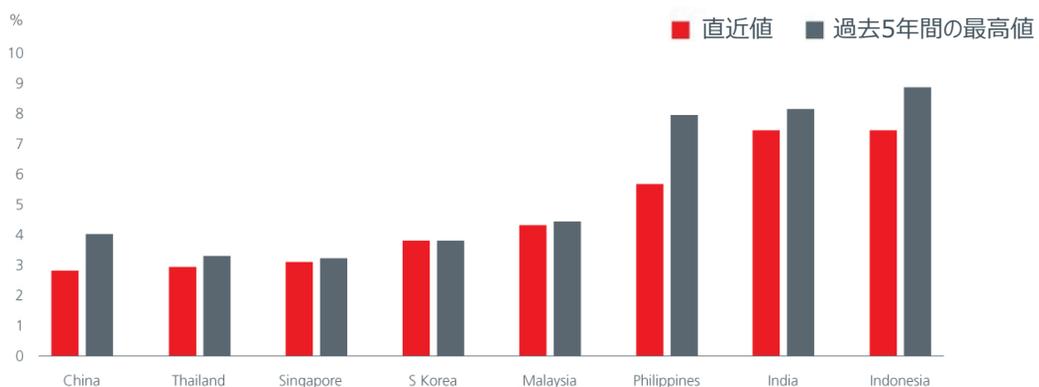
世界的なインフレ率の上昇と各国中央銀行の利上げにより、2022年の世界の債券価格は急速な調整局面を迎えました。米国では6月に米連邦準備制度理事会（FRB）が1994年以来最大となる0.75%の利上げに踏み切りました。

1年前にわずか1.5%前後だった米10年国債利回りは、本稿執筆時点で3%を超えています<sup>1</sup>。アジア債券は米国債利回りの上昇の影響を受けましたが、2022年前半の中国の経済成長鈍化も、アジアと新興国市場の資産に対する投資家心理を悪化させました。

直近、アジアの現地通貨建て10年国債利回りの多くは、過去5年間の高値水準に近い状態にあります。

（図表1参照）私たちは、現在のこうしたアジア債券の利回り上昇は、結果として投資家に魅力的な投資機会を提供するものである、と考えています。

図表 1: アジア現地通貨建て国債の利回り（10年国債利回り）



出所：Bloomberg L.P.のデータ（2022年6月20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）作成。

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

220726(03)

なお、アジア債券のイールドカーブの多くは過去の平均値と比較して急勾配（スティーブ）化しており、投資家がより長いデュレーションの債券をポートフォリオに加えることが妥当であることを示唆しています。市場のリスクセンチメントが安定し、改善されれば、アジア債券のリターンはその高い利回り水準と魅力的なクレジットスプレッド（国債など基準金利に対する上乗せ金利）によって向上すると思われます。

## 最悪期を脱したかもしれない中国経済

投資家心理、特にアジア資産に対する心理が改善されるためには、中国経済が安定する必要があります。この点に関して、中国の政策立案者は減税という形で財政支援を強化することを発表しています。また、インフラ投資も経済成長にむけた重要なドライバーとなります。中国国務院（内閣に相当）は国有政策銀行に対して、インフラプロジェクト向けに8,000億人民元（1,200億米ドル）の融資枠を設定するよう指示しました。金融緩和の面では、中国人民銀行（中央銀行）は銀行貸出金利の指標となる最優遇貸出金利（ローンプライムレート、LPR）、住宅ローン金利などを引き下げました。また、さらなる金融緩和として、流動性注入、対象を絞った信用支援、金利引き下げが導入される可能性もあります。

中国の国内総生産（GDP）の20-25%を占める不動産セクターを安定させることは、中国経済にとって重要なポイントとなります。2022年5月の不動産販売契約は引き続き前年同月比で大幅な減少を記録していますが、質の高い不動産開発会社ではその減少幅が小さくなっています。当局によるこれまでの不動産規制が緩和され、消費者心理が回復すれば、不動産販売は回復する可能性があります。

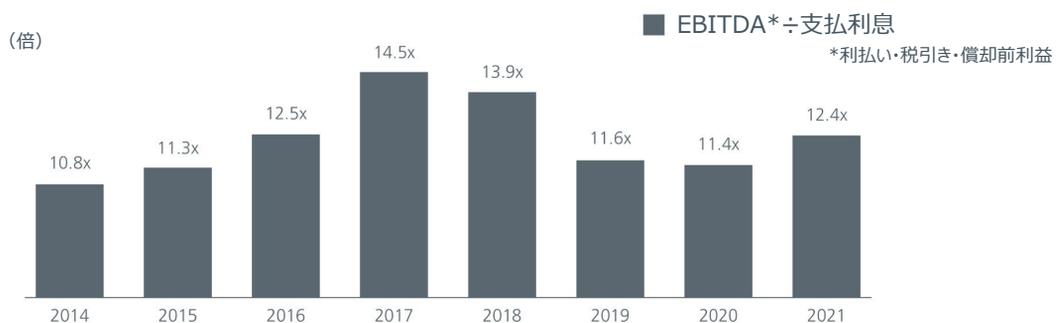
中国人民銀行は、優良な不動産開発会社に対して、経営難に陥った不動産開発会社が所有する不動産プロジェクトを買収するよう促しています。こうした動きは、同セクターのデフォルト率の引き下げにつながります。2022年後半には、不動産セクターにおいて、より積極的な緩和策や支援策が実施されると私たちは予想しています。その中には、地方政府による住宅ローン頭金比率の引き下げ支援や、都市等級の高いティア1都市を対象にした住宅ローンや住宅購入のさらなる規制緩和が含まれるものと思われます。

2022年第2四半期の中国経済は最悪期を脱したかもしれませんが、景気対策が実体経済に反映されるには時間が要することが予想されます。一方、2022年後半には中国人民元はより安定的に推移するはずで、中国当局は経済に対するこれまでの支援的な姿勢と一貫させるべく、通貨の安定を望んでいるものとみられ、これはアジア域内通貨の安定化につながります。

## アジア投資適格企業の信用ファンダメンタルズは依然健全

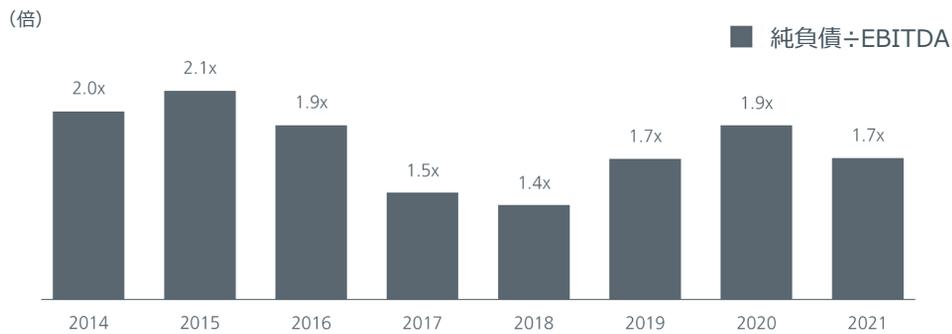
世界の貿易量の伸びは、米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げを開始する以前からすでに鈍化していました。世界的に新型コロナウイルス感染拡大に伴う規制が緩和しているため、今後は財からサービスへの消費のシフトが続くと思われます。このような背景から、「国内人口の多いアジアの国」は、「貿易依存度の高いアジアの国」と比較して、かなり良好な経済成長を遂げることが予想されます。ASEAN諸国は、出遅れていた「経済活動の再開（リオープンング）」の恩恵を引き続き受けるものと思われます。これは、特に観光業への依存度が高いタイにとっては好ましいことでしょう。マレーシアやインドネシアなどのコモディティ輸出国も、2022年は力強い経済成長を遂げることでしよう。

図表 2: アジア投資適格企業の利払い負担（インタレスト・カバレッジ）は改善へ



出所：Bloomberg Finance L.P.、J.P. Morgan. のデータ（2022年4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。

図表 3: アジア投資適格企業の債務返済サイクルは短期化



出所：Bloomberg Finance L.P.、J.P. Morgan のデータ（2022年4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。

アジア企業のファンダメンタルズ、特に優良企業のファンダメンタルズにおいては、その健全性を保っていることに注目しています。実際、アジアの投資適格企業のレバレッジと利払い負担（インタレスト・カバレッジ）は、ほぼ新型コロナウイルス以前の水準へと改善しています。インタレスト・カバレッジの改善は、借入コストの低下が背景として挙げられます。（図表2参照）また、純負債／EBITDA倍率も改善しており、これはアジアの企業が負債返済に要する期間が短くなっていることを示唆しています。（図表3参照）

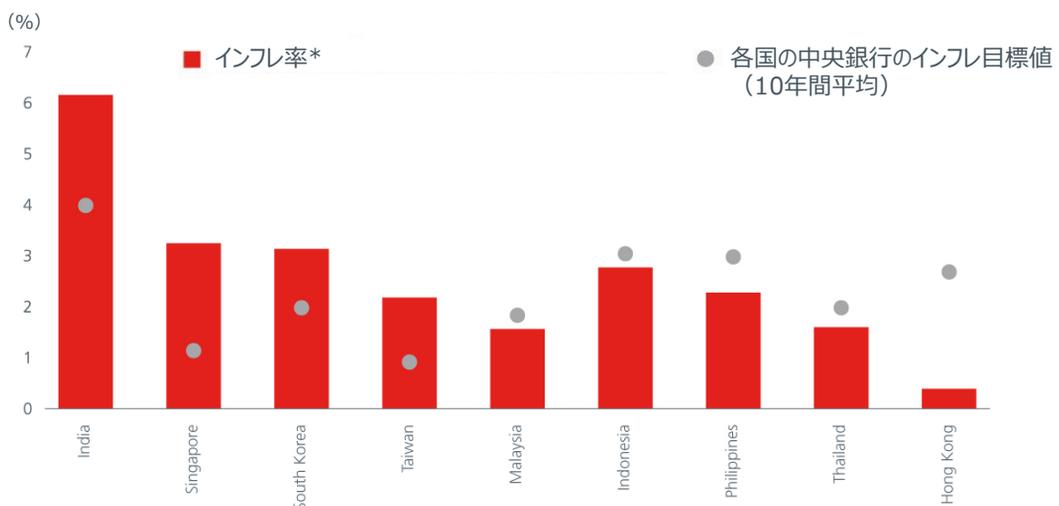
企業のバランスシートが依然として健全であることに加え、アジア債券市場が今年に入り売り込まれたことでスプレッド（国債との利回り格差）が拡大していることから、アジアの投資適格社債のリスク・リターン特性は改善しつつあります。

### アジア各国の利上げ姿勢はより慎重なものに…

サプライチェーン混乱によるコモディティ価格の上昇、原油などのエネルギー価格の上昇、経済再開などにより、アジア全域ではインフレ率が上昇しました。2022年5月時点でみるとシンガポール、韓国、台湾などの高所得国のインフレ率は中央銀行の目標値を上回っています。

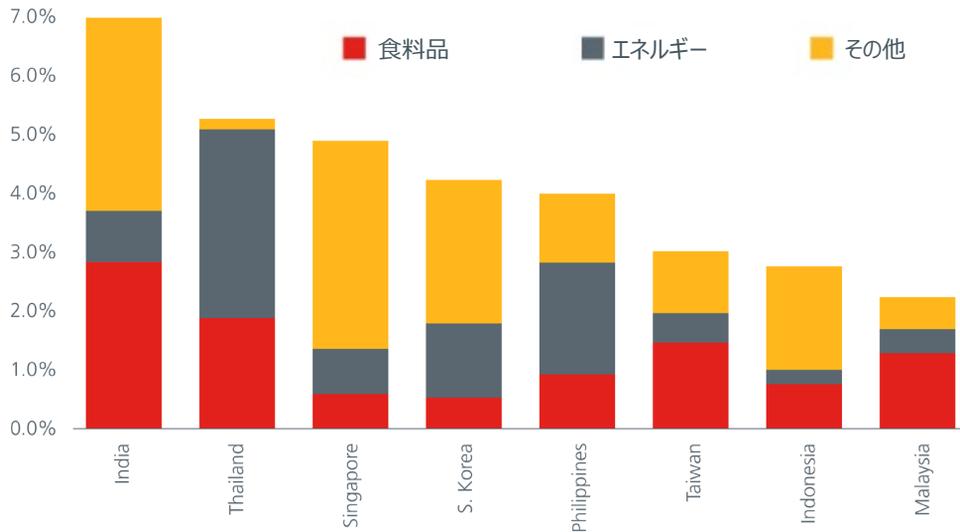
（図表4参照）これらの国は、新型コロナウイルスにも比較的うまく対処し、経済活動を回復させることができました。こうした背景もあり、これらの国々の中央銀行は、アジア地域でいち早く金融引き締めを踏み切りました。

図表 4: アジア各国のインフレ率と中央銀行のインフレ目標値との比較



出所：CEIC、Nomura Global Economicsのデータ（2022年5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。

\*様々な一時的要因の影響を取り除いた、基調的なインフレ率（トリム平均値、加重中央値を使用）。

**(ご参考) : 主要品目別で見たアジア各国の総合インフレ率への寄与度 (直近3か月平均)**

出所：Deutsche Bank、CEICのデータ（2022年5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。

インド、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイは、デルタ型変異ウイルスに悩まされていましたが、現在は免疫レベルが上がり、ソーシャルディスタンスの制約が減少したため、政策立案者はインフレに再注目しています。アジアでは利上げのペースが加速しているものの、アジアの中央銀行はFRBよりも利上げに積極的でない可能性が高いといえます。同地域の各国インフレ率を計算する際の「バスケット」（生活コストの算出基盤として選ばれる商品）のうち最大のカテゴリーを構成するのが「食料品」であり、こうした価格の上昇は消費者の可処分所得に影響を与えるため中央銀行は利上げに対してそれほど積極的に動かない可能性があるのです。（ご参考）

現在の物価上昇の原因は主にコロナ禍による供給途絶によるものであり、金利の引き上げは物価の引き下げに直接的に有効であるとは考えにくいのが実情です。したがって、アジアの中央銀行は、供給主導の食品インフレに対して、金融政策ではなく補助金などの支援策で対応する可能性が高いとみています。しかし、食料品価格の上昇とインフレへの影響には引き続き注視する必要があります。

一方、米国のインフレ圧力は、米国の成長モメンタムが鈍化するにつれてピークに達し、徐々に和らぐ可能性があります。2023年の米国の景気後退入りシナリオは、現在のところ私たちのメインシナリオではありません。しかし、米シティグループが算出する、経済指標の発表値と市場予想との乖離（かいり）を表す「エコノミック・サプライズ指数」が、主要経済指標が市場予想を下回ったため、5月に低下し悪化した点には注視しています。

市場はいずれ、将来のFRBの利上げ幅に対する期待を緩める可能性があります。

米国では、経済再開に伴い消費が財からサービスへのシフトが進むため、これまでのサプライチェーンの混乱によるインフレ圧力も緩和される可能性があります。エネルギー価格の上昇は、消費者の需要の減退と米国のシェール生産量の増加によって抑制される可能性があります。また、米国のインフレの主要因の一つである中古車価格は、自動車生産の増加により緩やかになってきています。インフレ圧力がピークに達すれば、米国、ひいてはアジアの債券の利回り上昇は歯止めがかかることでしょう。

### 債券投資家にとっての投資機会

アジア債券の利回りの上昇、アジア各国の利上げ、アジアの優良企業の健全な信用力などを背景に、アジア債券は投資家に魅力的なリターン創出と分散投資の機会を提供する可能性を有しています。今後、中国の経済成長リスクが後退するにつれ、アジア債券への資金流入の増加が予想され、これはアジア債券の価格を下支えするものと思われます。アジア域内においてはマクロ要因、インフレ、通貨の見通しは一律ではなく国によって差異があるため、巧みなデュレーション管理、個別銘柄選択、通貨選択を通じて投資リターンを向上させる機会を投資家に提供することが期待できます。

本レポートは、**2022年アジアエキスパート**(計8回発行予定)の**最終回**となります。当シリーズをご愛読いただき誠にありがとうございました。

#### データ出所

1. Bloomberg L.P. (2022年6月28日)

#### <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。