

# 2018年 債券市場の投資展望

情報提供資料 2017年12月11日

引き続き、アジア社債と新興国現地通貨建債券に投資機会あり。



ブン・ペン・オイ  
債券運用部門 CIO  
イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）リミテッド

過去2年間にわたって、「戦術的」にリスクを取る戦略、つまり市場の調整局面などに乗じて一時的な投資機会を積極的に捉える戦略が奏功していたようです。その背景として、信用スプレッドが一般的に縮小してきたこと、割安に評価されていた長期債や信用リスクの高いハイイールド債などに資金流入が見られたことなどが挙げられます。2018年の見通しについては、今年初めの見通しとほとんど変わっておらず、このような「戦術的」にリスクを取る戦略が、現在の環境でも引き続き有効であると思われます。

金融政策や様々な地政学的問題で不確実性が生じる可能性はあるものの、当社ではいわゆる「ミンスキーの瞬間」、つまり信用と景気の拡大の結果、上昇しすぎた資産価値がスパイラル的に急激な暴落に転じる瞬間を招くという見方はしていません。

確かに、多くの解説者は、株価上昇によりバリュエーションが割高な水準にある米国株式が売られ、弱気市場に突入する可能性を懸念しています。同様の懸念は債券市場でも明らかで、JPモルガン・アジア・クレジット・インデックスのスプレッドは、現在220ベースポイントと過去10年間の平均である304ベースポイントと比較して相当に低い水準で推移しています。

当社ではこうした懸念点も認識していますが、より重要な点に注目しており、極端に悲観的な見方には賛成できません。

例えば世界経済は順調に拡大を続けていますが、インフレは適切にコントロールされているように見えます。原油価格はレンジ内に留まっており、インフレを引き起こす可能性は低いと思われます。一部の中央銀行は、引き締めもしくは引き締めに向かう姿勢を示していますが、いずれも緩やかであると見られます。つまり、ボートを揺らす程度の波を起こす可能性はあるものの十分に乗り切れる波で、ボートを沈めるほど大きくはないということです。

世界的に緩やかなインフレが続くということが恐らく大多数が持っている見通しでしょう。米国、ユーロ圏、日本のコアインフレ率は引き続き抑制されるか目標を下回ると考えられます。例外的に英国のインフレ率は上昇していますが、上昇の大半はブレグジット（英国のEU離脱）を決めた国民投票後の通貨ポンド下落によるものです。

構造的要因もインフレ率の大幅上昇を抑制する一因と考えられます。

例えば高齢化社会の影響については、政策立案者が本来の意味をようやく理解し始めたように見えます。我々はすでに、労働人口の高齢化の現実と直面しており、55歳以上の人口の多くが現役として従業しています。高齢労働者がITの進化がけん引する新しい社会でより高い給料の職を得るためには、「スキルの習得」が必要です。しかし、多くの高齢者は職の確保を優先し、低賃金を受け入れ高賃金の職を得られる機会を諦めてしまうでしょう。さらに、生産性が低いままでは雇用主も賃金を引き上げることが難しくなります。

賃金については多くの中央銀行が注視し政策決定の基礎としていますが、結果的に賃金の上昇圧力は弱まっていると主張する十分な根拠があります。

今後も低インフレが予測されるため、主要中央銀行には金融引き締めの姿勢を緩やかにする余地が残されています。実際、2017年6月14日の米連邦準備制度理事会（FRB）のプレス・リリースでは、バランスシート縮小の計画を公表しながらも、政策の方向性について判断を誤った場合には迅速に軌道修正を行うことを示唆するなど慎重な姿勢を示しています。

現時点における中央銀行の金融政策としては、マネーの量と金利の両方をコントロールしようとする選択肢があります。いずれも債券市場にとって異なる意味合いを持ちます。

第一の選択肢であるマネーの量の調節 = 量的緩和については、FRBがバランスシートを縮小している一方、欧州中央銀行とイングランド銀行は共に、来年のある時点で資産購入の縮小を開始することを示唆しています。懐疑的な人々はこれが経済成長を阻むと主張しています。対照的に、当社ではこのような金融政策の動きを好ましいものと見ており、過剰にリスクをとることを抑制する効果があると考えています。

長びく低インフレを背景に、日本銀行は10年国債利回りの誘導目標を現在の0%から引き上げることができないと考えられます。この政策によるマネーの量への影響は間接的です。しかし日銀は事実上、政府が政策を遂行するために必要な資金供給を行うことを約束しているようなものです。

要するに、これまでほど積極的ではないものの、金融政策については2018年も流動性が金融市場を支えたと考えられます。

しかしながら、我々は量的な面での金融引締めについて、全く問題がないと見ているわけではありません。例えば、信用スプレッドは拡大するでしょう。米国における流動性の低下が米国株式の暴落を引き起こすきっかけとなる可能性もありますが、その確率は低いと考えています。

全体としては、量的緩和縮小の影響はかなり抑制されるはずですが、中央銀行による金融政策の基本的な考え方として経済と金融市場の安定を維持するだけでなく、前述のとおりFRBによるバランスシート縮小の初期段階においてもそのペースは意図的に抑制されています。

しかし、第二の選択肢である金利について、米国の金利上昇は債券市場と通貨市場の両方で、ボラティリティの増加を引き起こす可能性があります。

例えばFRBは、2017年12月に金利を0.25%、さらに2018年に0.5%引き上げる意図を比較的明確にしていますが、米国の金利市場はこれをまだ十分に織り込んでいないと見ています。投資家はより緩やかなインフレを見込んでいるようですが、その見通しは根拠を欠いたものです。我々も緩やかなインフレを予想していますが、そこまでではありません。

当社の見解を批判する人々は、我々がクレジットや資産市場を安定的とする見通しを「軟着陸」シナリオに向けて都合良く当てはめているだけだと主張するかもしれません。

この批判に対する反論としては、今回の「金融政策の正常化」に向けたサイクルは、過去の歴史と比較してかなり緩やかなものになるだろうということです。我々は世界的に金利が上昇し信用スプレッドが拡大するという見通しに直面していますが、このような状況は長期的な投資機会が早くに到来する可能性を示唆しているように思います。

当社では、アジアの社債や新興国の現地通貨建て債券には依然として投資機会があると見ています。

特に新興国の現地通貨建て債券については、新興国通貨が歴史的に見てもかなり割安なレンジで取引されており、追い風が期待されます。短期的には米国の金利引き上げを受けて米ドルが強含む局面も想定されますが、アジアを始めとする新興国の現地通貨建て債券には長期的に投資妙味があると考えています。

一方で、現在すでに金利は十分に低下し信用スプレッドも縮小した投資環境にあり、さらに一段の金利低下やスプレッド縮小は期待しにくい状況にあります。結論としてこの市場環境をうまく切り抜ける秘訣は、機敏さを維持し、市場の調整局面があればそれに乗じて「戦術的」に投資機会を捉えることです。

※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）リミテッド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資料として抄訳・編集したもので、情報提供のみを目的とするものであり、特定の金融商品等の勧誘・販売を目的とするものではありません。※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、必ずしも正確性、完全性を保証するものではありません。※当資料には、現在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、事前の通知なくこれらを変更したり修正したりすることがあります。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、将来を保証するものではありません。

**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