



第5回 イーストスプリング・ 機関投資家セミナーレポート

セミナー開催日： 2018年3月20日

「アジア債券市場の現状と見通し」

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
債券運用部門
チーフ・インベストメント・オフィサー
ブン・ペン・オイ

アジア債券市場の現状と見通し

FRBの利上げにより、アジア債券市場の投資妙味が増している。その理由やアジア債券市場の見通しについて、債券運用部門の責任者を務めるブン・ペン・オイが語る。

(セミナー開催日：2018年3月20日)



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
債券運用部門
CIO
ブン・ペン・オイ

世界的な経済成長と良好なインフレ水準の中、市場はFRB（米連邦準備理事会）の利上げのペースに注目している。20年末のFFレートは、市場が2.6%を予測するのに対し、FRBは3.1%を予測している。これから2年間、米国の経済がかなり強いと考えると、当社では3.3%になることを見込んでいる。

FRBより小さいアジア中央銀行の利上げ幅 アジア債券は相対的に安定したパフォーマンス

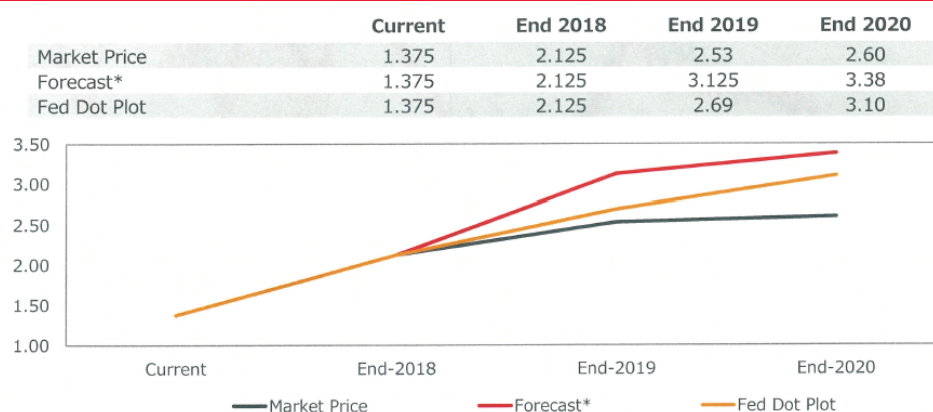
世界の同期的な景気回復の背景には、リーマン・ショック以降の米国における金融改革と、欧州債務危機後に欧州で債務整理や資産評価システムの改革などが進んだことが挙げられる。足元、米国のPMI（購買担当者景気指数）は、59～60と極めて高く、経済成長率に換算すると2.8%～3%の成長が見込まれる。

この成長の下支え要因の1つに、トランプ政権の税制改革がある。改革パッケージにある、企業の設備投資の全額を課税所得から控除する「即時償却」が、2018年あるいは19年に適用されることで、さらに成長を押し上げると考えている。消費者信頼感指数も、労働市場の改善と景気が良好であることを支えに、米国、日本、ユーロ圏ともに上昇している。

米国金利が上昇することで、アジアの債券市場はどのような影響を受けるだろうか。過去、04年、06年にFRBが金融の引き締めを行った際は、成長ファンダメンタルズの強さと投資家の信頼感が強含んでいたことから、アジアの新興国のハードカレンシーと現地通貨建て債券の利回りは、安定していた。08年、09年は、投資家の信頼を失ったことで、FRBがFFレートを下げたにもかかわらず、エマージング債券のパフォーマンスは軟調だった。

13年もFRBのテーパリングの発表が市場のサプライズとなり、債券パフォーマンス全体を低下させた。今回の引き締めは、市場にとってサプライズの要素が少ないこと、FRBの利上げ幅ほどアジアの中央銀行が利上げをする可能性が低いことから、アジア債券は相対的に安定したパフォーマンスを示すと考えている。

FRBの利上げペースに対する市場の期待はより現実に則したものに



出所: Bloomberg, US Federal Reserve, Eastspring compilations; *Eastspring forecasts, as of end-Feb 2018

一方で、アジアおよび新興国に関するリスクもある。それは、アジア債券市場における資金流出への懸念だ。ただし、当社は、アジア市場に対するネガティブな見通しを立てているわけではない。その理由は2つある。第1は、アジアの貯蓄率の高さだ。FRBが引き締めを行っても、十分な流動性があると考えている。第2は、アジアの強い経済成長力である。特に、第4次産業革命といわれるテクノロジーの発展によってアジアからの輸出が増え、この成長を下支えとして、通貨に対する信頼が高まるだろう。

先進国債券とのスプレッド、中国債券の指数組み入れ アジア通貨の歴史的な割安がプラス要因

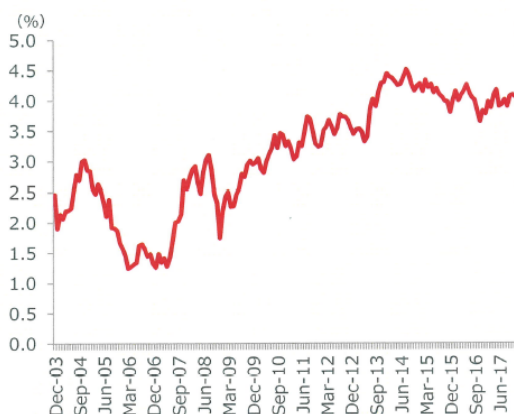
アジアの成長を考える上で、経済規模の大きい中国とインドの動向は欠くことができない。「中国の成長の質」については、年間の国内総生産の伸び率のターゲットである6.5%がいまのところ達成されていること、構造改革により銀行規制外のシャドーバンキングの減少傾向が続くことなどから、成長の質はより良いものになると思われる。中国当局による通貨安定への強い決意も、成長を後押しするだろう。「中国の不動産市場の動向」についても、ポジティブな見方を変えていない。

不動産デベロッパーの利益率の上昇に伴う資金調達コストの低下により、不動産セクターは安定している。さらに、ハードランディングに陥ることが無いよう、地域における不動産価格のコントロールや購入に関する制限を加えていることも、不動産市場の安定化につながっている。「インドのインフレ率」については、中央銀行によるインフレターゲット政策が一定の効果を発揮し、安定している。

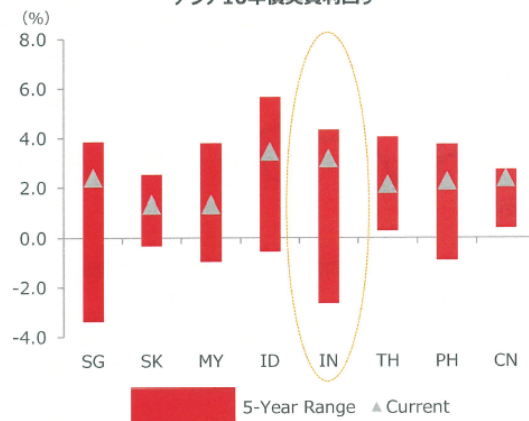
アジア債券市場に対するプラス要因は、大きく分けて3つある。1つ目は、アジア国債の利回りと先進国国債の利回りのスプレッドが、4%あることだ。アジアの経済成長率やインフレ率などを勘案すると、投資妙味がある。2つ目は、中国の債券がインデックスに組み入れられる可能性があること。2つの主要なインデックスに採用されることになれば、2000~3000億米ドルの資金流入があると見込まれている。3つ目は、アジアの通貨が歴史的に見て割安な水準にあることだ。アジアの通貨が対米ドルで強含む理由として、米国が引き続き双子の赤字を抱えることが大きい。

グローバル経済の成長とファンダメンタルズは強固なものがあり、インフレも良好な水準で推移している。一方で、金利が上昇することはほぼ間違いがない。米国では、経済拡大が非常に大きいことからFRBは引き締めを行うが、アジアの中央銀行の利上げは、FRBに比べて小幅なものにとどまる可能性が高い。FRBが引き締めを行えば、17年に比べてボラティリティが上昇すると考えられ、アジア新興国の資産を買う良い機会になるだろう。

新興国と先進国の現地通貨建て国債利回りのスプレッド



アジア10年債実質利回り



- 当資料は、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2018年3月20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。 181012 (09)



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
〒100-6905 東京都千代田区丸の内2-6-1 丸の内パークビルディング