

債券運用部門CIOによる 2020年債券市場の投資展望

アジア、特に追加利下げの余地がある一部の国の国債について強気の見方を示す一方で、「債券市場はバブルなのか？」という議論に関する見解を述べています。



ロー・グアン・イー
イーストスプリング・インベストメンツ
(シンガポール) 債券運用部門 CIO

1. 2019年は債券市場にとって、素晴らしい年でした。一部では債券バブルという声も聞かれますが、どのように考えていますか？また、2020年の債券投資家にとってのリスクは何でしょうか？

2019年のグローバル債券及びクレジット市場の力強いパフォーマンスは国債の利回り低下（価格の上昇）によってもたらされました。また、社債の対国債スプレッド（利回り格差）は主に年の前半に縮小し、社債市場のパフォーマンスに寄与しました。アジアの米ドル建て債券市場が年初来で2桁のリターンを達成した¹一方で、アジアの現地通貨建て債券も、若干の通貨安の影響はあったものの、ますますのリターンとなりました。

2020年の債券市場のパフォーマンスについては、2019年の動きを繰り返すとはみていませんが、債券バブルの議論をするには、時期尚早であると考えています。まず、米連邦準備制度理事会（FRB）は2018年12月の利上げを最後に利上げサイクルから抜け出たばかりであることや、米国債利回りは今年大幅に低下しましたが、依然として金融危機後の最低レベルを上回っています。また、世界的な債券利回りの低下は、構造的な低インフレ環境によるものであり、日本

ほどではないにしても、似たような道筋をたどっています。インフレ率が、恒常的に中央銀行の目標を下回り、弱い成長モメンタムなどを背景にインフレ期待が形成されないことによって、中央銀行の緩和姿勢はさらに強まる傾向となっています。

一方で、重要な金融緩和が既に市場に織り込まれている点を踏まえると、債券投資家にとっての主なリスクは金融政策への失望であると思われます。中央銀行の政策対応が後手に回り、市場の緩和期待を下回る金融政策をとった場合、あるいは成長率などの経済指標が予想以上に上向いた場合、債券利回りを押し上げる要因となります。また、欧州や日本などのマイナス金利環境下で、金融政策の余地が限られていることも債券市場の安定性を脅かす可能性があります。同時に、世界的な景気後退または中国など主要経済国のハードランディングなどは、投資家のリスク回避姿勢に繋がり、グローバルクレジットを含むリスク資産市場の動揺を誘発する可能性があります。

¹2019年10月末時点。

○この資料の最終ページにご留意いただきたい事項を記載しております。必ずご確認ください。○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。

191209(10)

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

2. FRBによる追加利下げの可能性について はどう考えていますか？ポートフォリオへはど う影響しますか？

2019年中のFRBの利下げは計3-4回になると考えていますが、2020年の1-3月期に少なくとも1回の追加利下げがあると予想しています。おそらく、「米国経済は例外」という考え（米国経済例外主義）は弱まるでしょう。2018年以降の財政効果は徐々に剥落しており、長引く米中の貿易交渉は投資に大きな損失をもたらし、経済成長の妨げとなっています。今後数ヶ月で「何らかの」貿易合意が実現したとしても、知的財産権、技術移転、産業補助金問題などを巡る両国の意見の大きな隔たりを考えると、「第1段階の合意」で両国間の不確実性を解消することは期待できません。「第1段階の合意」により、今後の追加関税の発動は停止されるかもしれませんが、既に実施済みの追加関税によって貿易の流れを圧迫することになります。

ただし、堅調な労働市場を背景とした、米国の強い消費に支えられた経済を過小評価できません。また、米国経済は引き続き、緩和的な金融政策と好調な株式市場から恩恵を受けることでしょう。一方、FRBは一方的かつ積極的な緩和を行うのではなく、経済指標などのデータ次第で政策対応をしていくと考えています。しかし、我々の見解では、経済成長への逆風は依然として強く、米国経済は米中貿易協議の進展などによって安定化する前に悪化する可能性もあります。

現在、金利低下予想を受けて債券価格上昇の恩恵をより受けられるよう、デュレーションについては長期化を選好しています。一方で、政策的または地政学的な不確実性を背景に、依然として、世界の経済成長と金利環境は極めて流動的であると認識しています。そのため、利回りが予想範囲の上限あるいは下限に達した場合は、積極的にデュレーションの調整を行う方針です。

※将来の市場環境の変動等により、上記運用方針が変更される場合があります。

3. 今後長期にわたって金利が低水準にとどまるとしたら、債券投資家にとって、2020年は、どこに最大の価値があると考えていますか？

アジアの中央銀行は概ね、経済成長をサポートするための金融緩和に積極的であるとの見方から、アジアの債券及び金利については、引き続きデュレーションの長期化戦略が有効であると考えています。特に、利下げ余地のある国（インドネシア、フィリピン、インド）の国債については、強気にみえています。

「米国経済例外主義」が薄れていくにつれて、米国金利が低下したにもかかわらず、今年堅調に推移した米ドルが弱含む可能性もあります。米ドル安は特に高利回りの通貨であるインドネシアルピア、インドルピーのキャリー取引のサポート要因となります。通貨高は高利回りのアジアの現地通貨建て債券投資の後押しとなるでしょう。

しかし、脆弱な経済成長や投資家心理の悪化などを背景に、個別リスクの上昇が国債、あるいは社債市場で今後も見られると思います。緩和的な金利環境と流動性の状況は債券市場にとって支援材料ですが、今年、アルゼンチンなどで見られたような個別のリスク要因によってパフォーマンスに差が生じる可能性もあります。

4. 2008年以降、米国投資適格社債インデックスにおけるBBB格の比率が高まっている中で、利回りは低下し続けており、クレジットリスクに対するスプレッドの魅力は低下傾向です。同じことがアジア社債に当てはまりますか？

米国金利の低下に伴い、アジアの米ドル建て社債の利回りも同様に低下傾向となっています。さらに、景気減速を背景に、アジアでも企業収益の悪化や格下げの動きが見られます。

ただし、クレジットの悪化については管理可能なペースであると考えています。アジアの米ドル建て社債のパフォーマンスは、成長の弱い段階に移行しつつあります。しかし、2015年-2016年の局面に比べてファンダメンタルズが強くなっています。たとえば、アジア企業のEBITDA純有利子負債倍率は2016年の12月には2.5倍でしたが、2019年6月には2.2倍に低下しています。レバレッジ比率の低下は、困難な局面に移行しつつある社債投資環境において、サポート要因となり得るでしょう。更に、2019年後半は慎重な投資家心理によって、特に高利回り社債でのクレジットスプレッドの拡大をもたらしましたが、一方で、投資適格社債のスプレッドは安定して推移しました。アジアの米ドル建て社債のスプレッドは概ね過去のレンジ内で推移していますが、高利回り社債のスプレッドは投資家のリスク回避姿勢が強まった2018年後半のレベルとなっています。

現時点でバリュエーションやリスクプレミアムが極端に悪化するとは考えていません。しかし、アジアの社債の発行体、特に中国では2020年に約1,200億米ドルの償還が見込まれており、中国の発行体の借り換え需要は来年も依然として高い水準で推移すると予想されています。一方で、過去3年にわたって、アジアの米ドル建て債券市場では年平均で約2,310億米ドルの新規発行が行われてきたことから、強い投資家の需要により、結果として市場は新規の供給を吸収することができるかとみています。ただし、今後の高水準の発行見通しを背景に、現段階からの社債スプレッドの一段の縮小には繋がらないとみています。

(図表) アジア高利回り社債のスプレッドは魅力的な水準



出所：Bloomberg L.P.、JPモルガン（JPモルガン・アジア・クレジット・インデックス（JACI）コンポジットおよびサブインデックス）のデータに基づき、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。2010年12月末～2019年10月末。

○この資料の最終ページにご留意いただきたい事項を記載しております。必ずご確認ください。

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

5. 高利回り社債は世界的な利回り追求の動きの恩恵を受けてきました。ここからの上昇余地はあるのでしょうか？

マクロ経済の背景を考慮し、慎重に高利回り社債の銘柄を選択することによって、ポートフォリオのリターンを高めることができると考えています。世界経済は依然として成長の勢いを欠く状態が続くと思われませんが、政策によるサポートや国内経済の回復力を考慮すると、世界的な景気後退は我々の基本シナリオではありません。また、金利や流動性など債券市場を取り巻く環境は良好であり、キャリー収益は債券投資の収益を安定化させるとみています。

ただし、景気後退入りの恐れや突発的な事象による市場の動揺によって、ボラティリティ（価格変動性）やデフォルト（債務不履行）率が上昇する可能性があります。今後は資金調達に問題のある企業を避けるなど個別銘柄ごとのクレジット調査がパフォーマンスにとって重要になると考えています。

※JPモルガン・アジア・クレジット・インデックス・インデックスは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、個別企業に言及することがありますが、当該企業の株式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。