



## アジア債券市場とマクロ経済要因に関する考察

～「アジア債券市場に関する投資家意識調査」を振り返って～

**Low Guan Yi**

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）

先日、私たちが発表した「[アジア債券市場に関する投資家意識調査](#)」では、“今後24カ月間にあなたの債券ポートフォリオに重大な影響を与える可能性の高いマクロ経済要因はどれが該当しますか？”との問いに対して回答者は、インフレ率の上昇、経済成長の不確実性（コロナ後のGDP成長率）、金利上昇（中央銀行のテーパリング）、を上位3項目に挙げています。これらは、結果として投資家による債券投資の再評価を促しており、アジア債券はその恩恵を受けることになりそうです。

上述の懸念がある一方で、調査の回答者は「保有債券の分散化（多様化）」、「債券エクスポージャー全体の削減」、さらには「新たな市場で新たな債券クラスの保有を拡大」といった点に強い関心を示しています。さらに興味深いことに、今回の調査結果では、先進国市場の債券の潜在的な利回りが限定的であることに直面したグローバルの投資家が、アジア債券に傾倒していることが明らかになりました。

アジアの長期的な経済成長のファンダメンタルズは依然として魅力的な水準にあり、世界の投資家はこの点に注目し投資意欲を高めているようです。

アジアの国債および社債は、先進国市場の同じ格付けの債券と比較して相対的に魅力的な利回りを提供しています。

現在の不安定な市場環境の中で、これらのマクロ経済要因における懸念と、それらがアジアの債券市場に与える影響について、本稿では考察していきます。

### 低インフレ時代の終焉？

今回の調査では、債券ポートフォリオに重大な影響を与えるマクロ経済要因としてグローバルの回答者の約7割が「インフレ」を挙げています。北米と欧州の最新の経済データによると、消費者物価の上昇率はこれまで過去10年で見られなかった高い水準に達していますが、これは驚くべきことではありません。パンデミックの後の経済回復や、エネルギーコストの上昇、世界的なサプライチェーン混乱などにより、主要国でインフレ率が上昇しています。

主要先進国の中央銀行の多くは利上げを急いでいない模様で、最近の物価高騰は、前年に落ち込んでいた反動で上昇率が高く出やすい「ベース効果」による「一過性のもの」との主張を続けていますが、金融政策の引き締めに踏み切った国もあります。

ルウェーの中央銀行は先進国の中で最初に利上げを行いました。また、ニュージーランド銀行も7年ぶりに金利を引き上げました。投資家は現在、米国連邦準備制度理事会（FRB）が、完全雇用が達成される前であっても、早期の利上げ開始を余儀なくされるかどうか注目しています。

アジアでは、度重なるロックダウンにより内需が縮小した結果、インフレ率は穏やかに推移しました。（図表1参照）最近のエネルギー価格の高騰は、アジアにおいても他の地域と同様にインフレ懸念を煽っていますが、エネルギー価格の価格硬直性、電力料金の価格安定に向けた取り組み、タイムラグなどの要因により、エネルギー価格の上昇に対するアジア経済のインフレ感応度は、歴史的にみてもこれまでは比較的低いものでした。ほとんどのアジア諸国では、食料品のインフレ率は穏やかな軌道を描き、需給ギャップがマイナスであるため、アジアの大半の中央銀行は、この地域のまだ始まったばかりの経済回復を支援するために、より長期的な緩和姿勢を続けることができます。

唯一の例外は韓国で、韓国銀行（中央銀行）は不動産価格の上昇と堅調な経済成長を背景に、8月に利上げに踏み切りましたが、これは新型コロナ禍におけるアジア主要国初の利上げとなりました。

こうした点を考慮すると、アジアの債券市場は世界の債券市場よりも強い耐性をもつものと考えられます。

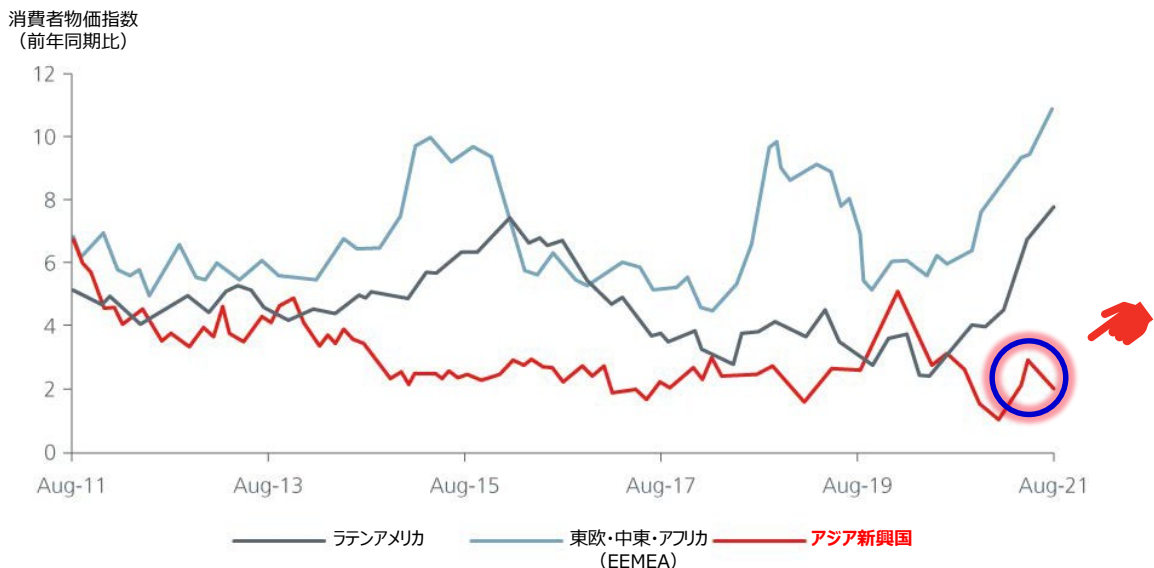
## 世界の経済成長の回復ペースは依然としてまちまち

債券ポートフォリオに重大な影響を与えるマクロ経済要因としてグローバルの回答者の約7割が「インフレ」を挙げていましたが、2番目に多かったのが「コロナ後の経済成長（GDP成長率）」で約6割の回答者が同項目を挙げています。

世界銀行は、2021年の世界経済の実質成長率を5.6%と予測していますが、2020年の新型コロナウイルスのパンデミックによる景気後退からの経済の回復はピークに達しつつあるようです。

実際、外需の先行きの動向を映す新規輸出受注指数などは減速の兆しを見せています。また、経済成長のペースが国によってまちまちであることも気になります。先進国市場においては、米国は2022年までに、欧州では2025年までに、パンデミック以前の経済成長の水準に追いつく勢いです。対照的に、新興国市場では、この水準には達しないかもしれません。パンデミック以前の予測に比べて新興国の経済成長のペースははるかに緩やかなものとなっていますが、これはパンデミックの傷跡が深く残っているためと思われる。

図表 1: アジアのインフレ率は他の地域よりも低水準



出所：Haver Analytics, Barclays Research. 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。

ワクチン接種率の低迷に加え、新型コロナウイルスの変異種の感染が発生したため、アジアの多くの国では社会的規制の強化を余儀なくされ、国内消費の抑制、工場生産の低下、成長ペースの低下を招いています。中国でも最近、経済活動が予想以上に低迷しています。しかし、中国の場合は成長ペースがさらに鈍化した場合でも、中国人民銀行（中央銀行）が金融緩和と財政刺激を行う余地が大きいことは、他の主要経済国とは異なる点ですので、注目に値します。これは中国にとって大きな政策的優位性であると考えられます。

一方、もう一つのアジアの大国であるインドでは、ワクチン接種率の上昇、経済活動の再開、1日あたりの新型コロナウイルスの感染者数の減少などを背景に、力強い経済回復の兆しを見せています。

新型コロナウイルスの影響がより深刻な他のアジア諸国の経済見通しはあまり良くありませんが、それでも、この地域は、2022年と2023年に世界で最も高い成長を遂げることが予想されています（図2参照）。

## 2013年の「テーパー・タントラム\*」の教訓を活かして

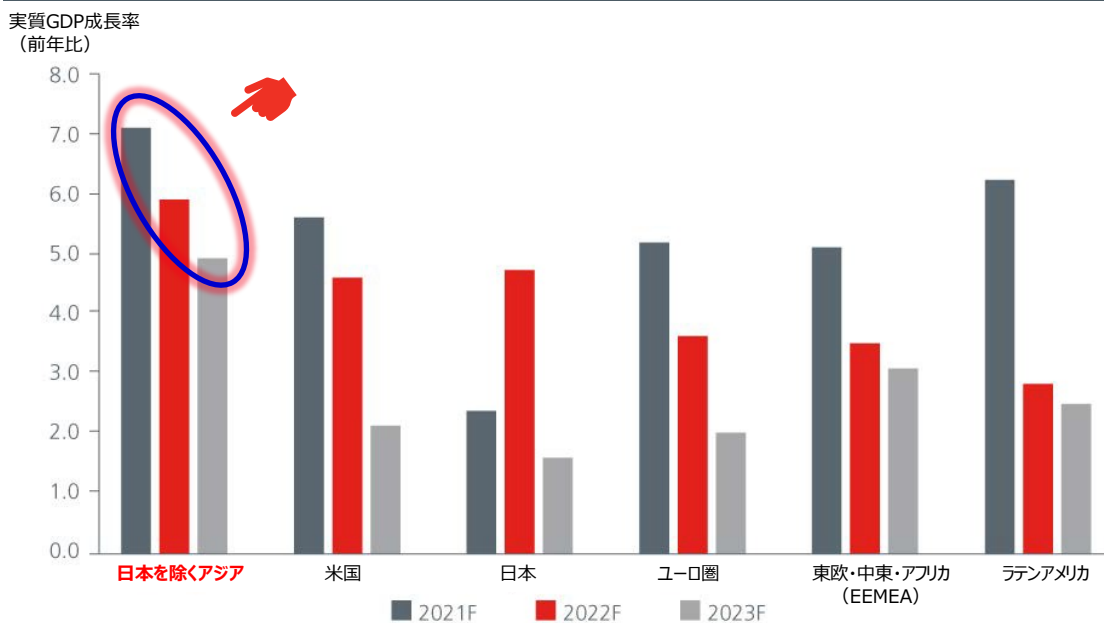
\* 2013年に当時のバーナンキ米連邦準備理事会（FRB）議長が資産購入規模の縮小を突然示唆したことで起きた米金利の急騰による市場の混乱

債券ポートフォリオに重大な影響を与えるマクロ経済要因として、3番目に多かったのが「中央銀行のテーパリング/金利上昇」でしたが、この件について2013年の「テーパー・タントラム」を参考にしながら以下説明させていただきます。

当時、米連邦準備制度理事会（FRB）が量的緩和の縮小を示唆したことは、量的緩和が始まってまだ数か月しか経過していなかったため、市場に衝撃を与えました。その後、FRBがテーパリングのシグナルと金利政策（利上げ）のシグナルを明確に区別したことで（テーパリングは、過度な金融緩和を止めるというだけであって、利上げではない）、動揺した債券市場は落ち着きを取り戻しました。

今回は、「テーパー・タントラム」を引き起こす可能性は低いと考えています。一つには、米国FRBの意図が市場に十分に伝わっている事が挙げられます。さらに、債券市場も2013年以降大幅に拡大しており、FRBの資産購入額削減の影響はさほど大きくならない可能性があります。投資家も、市場はテーパリングを織り込み済みであるとの見方をしているようで、今回はこれまでの新興国市場への資金流入がそもそも少ないため、テーパリングによる債券市場のボラティリティーへの影響は限定的なものとなっています。

図表 2: アジア\*は高い経済成長率を維持



出所：Nomura（2021年9月）、Citi Velocity（2021年9月）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。  
\*日本を除くアジア、※Fは予測値

実際、テーパリングよりも早期利上げのリスクが大きな懸念材料である、と私たちは考えています。今のところ、米国FRBはテーパリング完了後から6か月後の2022年末に利上げを行う、と私たちは予想しています。

## アジア債券への影響

本稿の執筆時点で、債券市場はインフレデータに起因する市場ボラティリティの上昇に直面しており、中国の資本市場では大幅な規制変更が行われました。しかし、グローバルな観点から見ると、アジアは依然として高成長地域であり、それまでの伝統的な銀行融資から資本市場での資金調達への移行が続いています。

アジアのインフレ見通しが「楽観的」であることから、私たちはアジア各国の利上げの懸念は少なく、金融政策正常化への道のりはまだ先であると見ています。

そのため、アジアの現地通貨建て国債では、金利見通しや債務状況に関するアジア域内の差異に基づいた戦術的な取引機会が期待できます。社債も、アジア地域のマクロ経済が全般的に良好であることから、良好なパフォーマンスが期待できる、と私たちは考えています。

確かに、中国の不動産セクターが抱えるデフォルトリスクが継続しているため、アジアのハイ・イールド債のセクターは打撃を受けており、このセグメントで超過収益を獲得するには、慎重な銘柄選定力が必要です。しかし一方で、アジアのクオリティの高い発行体企業による起債は堅調に推移しています。現在の世界の経済成長予測と一過性と思われるインフレ懸念は引き続きリスク性資産への下支え要因となり、アジア債券は世界的な利回り追求の恩恵を受け続ける可能性が高い、と私たちは考えています。

### <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。