

2023年の市場展望

グローバル・リセット の到来



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



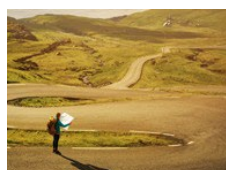
目次



はじめに

3

2023年後半には、米国FRBのタカ派的姿勢のピークは過ぎている、と私たちはみています。



新たなニューノーマルを迎えて

4

投資家は、インフレと金利が高止まりする新たな市場環境に適応する必要があります。



中国の経済再開について

9

中国の経済再開に伴い、中国株式には潜在的な上昇余地があり魅力的です。



多様なアジアにおける投資機会

13

アジアの投資対象ユニバースは多様化しており、さまざまな投資機会が提供されています。



サステナビリティ投資の行方

18

より多くのアジアの企業が、持続可能性のロードマップを改善しようと取り組んでいます。



ボラティリティー上昇局面はレジリエンス強化を

22

市場のボラティリティー上昇局面においては、機敏かつ積極的に行動することが重要となります。

2023年の市場展望

はじめに



インフレの見通しと金融政策の影響は、2023年も市場の大きなテーマとなることでしょう。米国連邦準備制度理事会（FRB）が利上げによって、インフレ抑制に成功した場合、それに伴う経済成長の鈍化は、高格付け債券の投資にポジティブに働くはずで。特に、利回りが過去10年間で最も魅力的な水準にあるアジア債券にはその傾向が強い、といえるでしょう。

2023年後半には、インフレのピークと米国FRBのタカ派的姿勢のピークが過ぎ、より穏やかな金融市場環境が予想されます。このような環境は、アジアや新興国の株式、アジアのクレジット債などのリスク資産にプラスに働くと思われます。また、2023後半は、私たちが想定する中国の全面的な経済再開の時期と重なります。中国がこれまでの厳格なコロナ政策を微調整しはじめ（例：ゼロコロナ政策の緩和）、苦境にある不動産セクターへの支援策を展開している中、投資家への影響という点では最悪期を脱したと考えています。

2022年、アジアと新興国の経済は、相対的に低インフレであることを背景に同地域の金融引き締め策がより緩やかになったため、比較的底堅く推移しています。2023年に向けて、北アジア市場は中国の緩やかな経済再開の恩恵を受けるとみています。一方、インドとASEAN諸国は、現在進行中のサプライチェーンの多様化と世界的な脱炭素化のサイクルから生じる投資機会を投資家に提供し続けることでしょう。また日本では、数十年にわたる企業再編が実を結び、企業の効率性と収益性が向上しています。2023年以降の日本株式は大きく上昇する余地がある、と私たちはみています。

とはいえ、2023年はボラティリティー（変動性）が高い市場展開が続くと思われます。ロシア・ウクライナ戦争は、地政学的な事象の予測が困難であることを改めて想起させるものとなりました。米国の深刻な景気後退や中国の無秩序な経済再開も、投資家が対処しなければならない潜在的なリスクです。投資家は、スマートベータ戦略、マルチファクター戦略、低ボラティリティー戦略を活用することで、市場心理の変動に影響されにくいポートフォリオの構築を検討することができます。当社のマルチアセット・ポートフォリオ・ソリューション・チームも、戦術的なオーバーレイやデリバティブの活用によってポートフォリオに弾力性を加えるための創造的な投資手法を見出しています。

アジアや世界がネットゼロ（温暖化ガスの排出実質ゼロ）の目標に向けて走り出す中、サステナブル投資がこの地域ではより定着していくことが予想されます。また、投資アプローチも純粋な“エクスクルージョン”（投資対象からの除外）“から、より大規模な“エンゲージメント”（投資対象の経営に対する積極的な関与）“への移行がますます強まっています。このことは、私たちが投資先企業に変化をもたらす、ステークホルダーと地域社会に価値をもたらす努力を続けることを後押ししています。

Bill Maldonado

CIO（最高投資責任者）

イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）



2023年の市場展望

新たなニューノーマル を迎えて





2023年の市場展望

新たなニューノーマルを迎えて

2023年に向けて、新たなニューノーマル（新常態）が私たちの前に立ちはだかっています。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）に起因するいくつかの大きな社会的変化が定着したように、インフレ率は新型コロナウイルス以前の数十年間よりも高くなりそうです。その結果、地政学的緊張は世界中で高まっている一方で、金融緩和の時代は終わりを迎えました。このような市場環境下においては、ポートフォリオの選択とポジショニングにおいて、機敏かつ積極的に行動することが重要となります。

2022年は、多くの投資家にとって厳しい年となりましたが、2023年はさらに厳しい年になるかもしれません。先進国市場（特に米国と欧州）の成長鈍化と金融引き締めが、世界経済の見通しを曇らせています。また、インフレは当初の想定よりも長引き、現時点で米連邦準備制度理事会（FRB）のピボット（政策転換）を期待するのは時期尚早であるとの見方が広がっています。

高まる経済成長リスク

グローバル購買担当者景気指数（PMI）の継続的な低下と地域横断的な工場生産の落ち込みは、世界の財セクターが景気後退に陥っていることを示唆しており、ITバブル崩壊に端を発した景気後退局面であった2000～2003年の期間を想起させます。

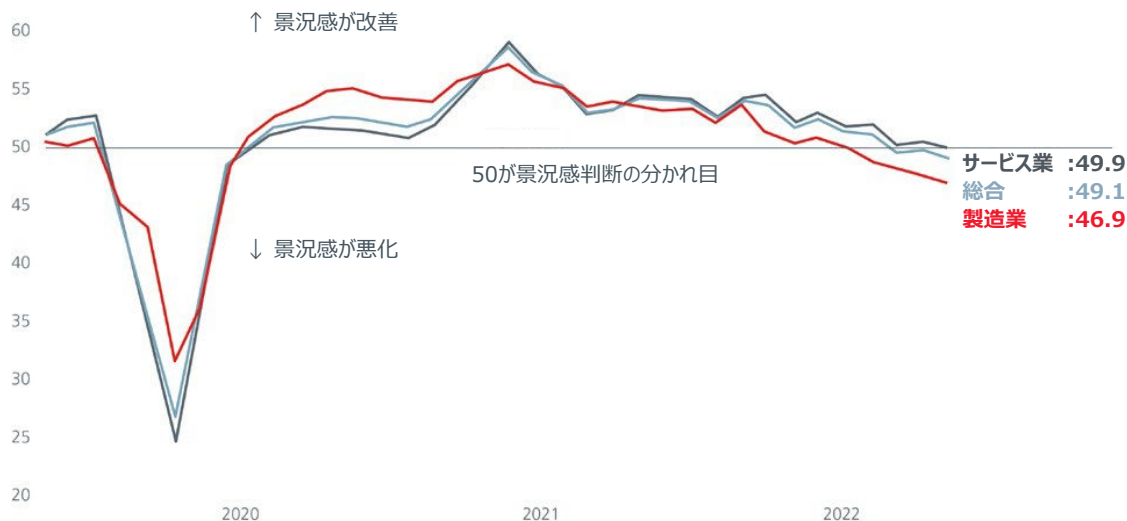
これらの動きを見ると、世界経済の成長は先進国市場のインフレ軌道と金融政策の影響に大きく左右されることがわかります。

インフレがピークに達する兆しがある一方で、米国の労働市場の逼迫と賃金の高い伸びは、FRBにタカ派的な姿勢を長く続けさせる可能性があります。一方、インフレのもう一つの原動力であるエネルギー価格の高騰は、特に中国が経済再開を始めると上昇圧力が強まり、世界各国の中央銀行のインフレとの戦いが長期化する可能性があります。一方、商品価格の下落をもたらす外生的要因によってインフレ率が急速に低下し、金融引き締め局面が予想より早く終了する可能性もあります。

それでも、こうした現在の状況は2023年第1四半期（1～3月）まで続くと思われます。FRBは2023年まで金融引き締めを継続すると予想されますが、その規模と頻度は失業率の上昇や消費者物価の下落スピードに左右されます。米FRBの政策金利の見通し（中央値）は、現在、2023年にさらなる利上げを行い、2024年には利下げを行う、というものです。



世界経済は成長鈍化中 ～グローバルPMI（新規受注）からの考察



出所：Refinitiv Datastream（2022年10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。

現状では、金融市場でテールリスク（確率は低いが大被害をもたらすリスク）が発生しない限り、米国FRBが利上げサイクルのピークに達するのは2023年半ばになると思われます。したがって、世界経済はインフレのピークと米国FRBの（金融引き締めに積極的な）タカ派的姿勢を乗り越え、2023年後半にはより良い状況に転じる可能性があります。米国の消費者のバランスシートは（2008年の世界金融危機時と比べても）はるかに回復力があるため、差し迫った米国の景気後退は、おそらく過去の景気後退と比べて穏やかなものになることでしょう。

特に米国株式は世界株式の約63%を占め、主要な時価総額ベースでの株式指数に占めるテクノロジー・セクターの構成割合が高いことから、景気後退局面では株式の下落余地が大きいことを私たちは認識しています。しかし、その程度は景気後退の規模に依存します（例：景気後退が深まれば深まるほど、株式のドロウダウン（最高値からの下落率）は大きくなるのです）。

とはいえ、米ドルがピークに達したことを背景に金融環境が緩和的に向かえば、2023年後半にはリスク資産のパフォーマンスが改善されることでしょう。

相対的に堅調な新興国経済

先進国市場と同様に、新興国市場の中央銀行も金融政策を引き締めましたが、概して先進国市場でみられるような規模やペースではありませんでした。これは、多くの新興国の経済では、内需は概して弱く、賃金の伸びはそれほど堅調ではないため、インフレ動態が米国と比較して相対的に弱いといったことが原因として挙げられます。こうした状況は、新型コロナウイルス規制や住宅市場の冷え込みなどを主因に、内需の弱さやインフレの勢いの弱さがみられる中国でも見受けられています。



世界経済はインフレのピークと米国FRBの（金融引き締めに積極的な）タカ派的姿勢を乗り越え、2023年後半にはより良い状況に転じる可能性があります。





アジアでは、米国とは異なり新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）に対する財政刺激策の規模が小さかったこと、欧州とは異なりエネルギー・ショックからの影響が少ないこと、政府補助金が多く、その一部が消費者に転嫁されていることもあり、インフレは比較的穏やかなものとなっています。一方、アジアの中央銀行は、通貨安と輸入インフレを抑制するため、金利差の適切な管理に努めています。先進国市場の主な金利の上昇に連動してアジアの利回りは上昇圧力を受けましたが、経済状況の悪化とインフレの粘着性が弱く、市場はアジアの中央銀行が積極的な引き締めを行うとは予測していませんでした。

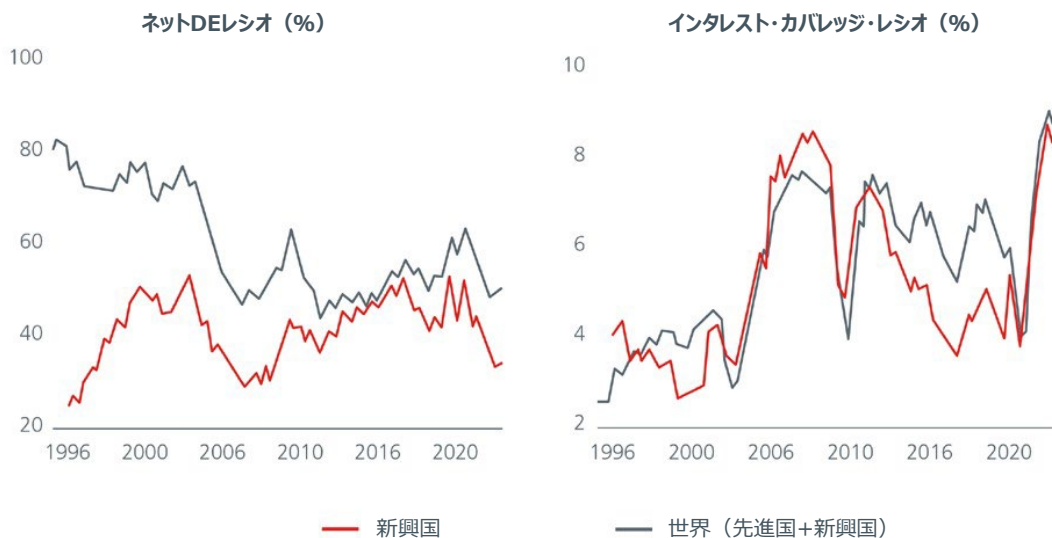
2020年代は、新興国株式にとって2010年代とは全く異なる形で始まりました。2010年代は、特に電子商取引分野において、企業の将来の収益の安定と成長の可能性に対して高い対価を支払うことが投資家に奨励され、また投資家は報われたため、グロース株とクオリティ株への投資にとっては完璧な投資環境となりました。しかし2020年代初頭、新型コロナウイルスによる景気減速に対する政策対応は、設備投資計画の復活や脱炭素化への取り組みなどを念頭に置いた実体経済への投資に重点が置かれるようになりました。2022年は新興国株式投資にとっても不安定な1年でした。しかし、同市場への投資開始タイミングとしてみた場合、新興国株式単体のパフォーマンス、先進国との相対的なパフォーマンスの両方において、非常に魅力的なバリュエーション水準で年を終えようとしています。

私たちが想定するリスク要因

テールリスクや地政学的緊張（米中対立、ロシア・ウクライナ戦争、中国・台湾問題、イラン核協議など）が高まる中、現在の市場環境は非常に厳しい状況にあると私たちは考えています。地政学的リスクは、その当事者たちの予測不可能な行動から大きな影響を受けるため、評価が難しいことはかねてから指摘されています。2022年のロシア・ウクライナ戦争は、これまで10年間続いた比較的平和な地政学的環境が終わりを告げ、大国間の対立による小競り合いの新たな時代を迎えるかもしれないことを投資家に思い起こさせるものと言えるかもしれません。

市場における流動性の逼迫と借入コストの上昇も主要なリスク要因です。金利が上昇すると、確実かつ安定的な収益源を持たない企業は最もその影響を受けやすく、脆弱になります。米国のグロース株やハイテク株はバリュエーション悪化の影響を受けやすいので、金利上昇の中でその評価が下がっています。借入金から着実な経済的リターンを生み出せる企業だけが、投資対象として検討に値する銘柄となるのです。

新興国の企業（非金融）のバランスシートは概ね健全な模様



出所：Refinitiv Datastream（2022年10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。



最後に、インフレが長引けば、米国FRBが米国経済を後退させる可能性が十分にあり、投資家はその可能性に十分な警戒をする必要があります。金利が上昇し、世界で投資家のリスク心理が悪化する中で大幅に上昇した米ドルは、当面は強いまま推移することでしょう。新興国やアジア諸国は自国通貨の変動を抑えるために中央銀行が介入を余儀なくされるかもしれません。また外貨準備高の急速な減少が不確実性を高める可能性があります。

最終的に、米国FRBが総需要を抑制しインフレ圧力を緩和できれば、失業率の上昇と成長率の鈍化が予想され、投資家は債券を 선호するようになるでしょう。一方、より多くの供給サイドの措置がインフレ圧力を緩和するのに役立つとすれば、株式が選好されることでしょう。私たちは、供給サイドの措置だけではインフレに対処できない、と考えています。

投資のポイント

想定シナリオ	ポイント	株式	債券
米国FRBはインフレを阻止するために利上げを続け、それが需要を押し下げ、景気後退のリスクを増大させる。	このような局面では、投資家は安全な資産に逃避するのが一般的。		✓ 米国長期債券
供給サイドの措置によりインフレ率が低下し、米国の成長率が底打ちする中、2023年半ばに米FRB金利はピークに達する。	市場センチメントがプラスに転じる。リスクオンモードでは、株式やクレジットがアウトパフォームする傾向がある。	✓ アジア株式 ✓ 新興国株式	✓ アジア・ハイ・イールド債券 ✓ アジア投資適格債券
実質金利の上昇により、投資家は企業の収益性とフリー・キャッシュ・フローに再注目せざるを得なくなる。	こうした動きは、過去10年間に過小投資され誤った価格が形成されてきた（織り込んできた）バリュー株への後押し要因となる。	✓ バリュー株式	

出所：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。（2022年11月）

執筆者

Craig Bell, マルチアセット・ポートフォリオ・ソリューションズ・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）

Andrew Cormie, 新興国およびアジア・バリュー株式運用 責任者、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

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）

Rong Ren Goh, 債券運用部 ポートフォリオ・マネジャー、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）



2023年の市場展望

中国の経済再開 について





2023年の市場展望 中国の経済再開について

中国のゼロコロナ政策と不動産セクターの混乱は、2022年の中国経済と株式市場の重荷となりました。しかし、私たちは投資家への影響という点では最悪期は脱したと考えており、バリュエーション水準、企業収益への期待、投資家の中国株へのポジションが極めて低水準にあることから、中国が2023年に経済再開に向けて動き出す中で、株価には潜在的な上昇余地があり魅力的です。

中国政府は2023年に向け、長期的にはよりバランスのとれた持続可能な経済を目指す一方で、短期的には社会の安定を確保するために、政策面でのトレードオフ（二律背反）に直面しています。この状況は、同国のコロナ政策、世界経済の減速、地政学的緊張の高まりによってさらに複雑なものとなっています。

中国が抱える問題

最近の中国が抱えるマクロおよび地政学的な課題にもかかわらず、投資家がポートフォリオに中国株を保有する意義はまだあると私たちは考えています。第20回中国共産党大会の活動報告によると、2035年までに国民一人当たりGDPを先進国の中レベル並みまで引き上げるという長期目標が確認されています。国内消費の増加、成長ドライバーの多様化、リソース配分の改善により、よりバランスのとれた経済成長が実現されるはず

です。

最近、米国が中国企業による先端半導体へのアクセスを制限していますが、中国政府は技術革新とサプライチェーンの安定確保に注力しているため、中国の技術革新は継続すると私たちは考えています。今後5年間で、中国の半導体受託製造（ファウンドリー）の能力は、世界の他の地域と比較して2倍以上の速度で成長することが予測されており、これは中国が“半導体製造の自国化”を目指していることが影響しています¹。

人民元建ての中国本土株式である中国A株市場は、市場規模が大きく多様な株式市場であり、投資家にポートフォリオの多様性を提供します。中国A株の先進国株式市場との相関は0.33、新興国株式市場との相関は0.49と、いずれも低い相関になっています²。

投資家がポートフォリオに中国株を保有する意義はまだある
と私たちは考えています

1. 出所：Gartner.

2. 出所：Bloomberg L.P.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。2012年11月～2022年11月までの週次リターンをベースに算出。



また、中国の債券市場も世界最大級の規模を誇っています。2013年以降、中国国債と世界国債の相関は0.24と低く、世界の投資家に分散投資の機会を提供しています³。しかし現時点では、投資家がこれらの資産クラスを大幅にアンダーウェイトしているため、今後の同アロケーションの増加による潜在的な上昇余地は魅力的です。

アルファ（超過収益）創出の機会

中国株では、中国政府の戦略的目標に合致したセクターや、中国の構造的成長トレンドから恩恵を受けるセクターにアルファ創出の機会があると私たちは考えています。

しかし、短期的には、サービス、資本財、素材といったセクターが中国の経済再開とその回復による恩恵を受けるとみています。世界のほとんどの中央銀行が2023年に向けて、そのペースは鈍いものの利上げを継続する中、中国の政策当局は金融緩和政策を維持することが予想され、これは中国債券の支援材料になると思われます。

中国政府が新型コロナウイルス政策を微調整し（例：集団検査の縮小と検疫日数の短縮などの緩和策）、不動産セクターへの支援策を強化（例：第三者が管理するエスクロー口座の資金制限の緩和と民間デベロッパーへの融資支援）しているため、中国経済は2023年の第1四半期（1～3月）には底打ちすると私たちは予想しています。

新型コロナウイルス対策の規制緩和による経済効果の発現が遅延しているため、短期的には中国のファンダメンタルズは低迷を続ける可能性があります。完全な経済再開はおそらく2023年の上半期頃であり、中国のGDP成長率は2022年の3～4%から2023年には4～5%に回復すると思われます。とはいえ、無秩序的な経済再開と経済回復に伴うインフレ率の上昇は、中国にとって重要なリスクとなることでしょう。

冷え込んだ不動産セクターの復活は2023年後半まで待つ必要あり

2022年第4四半期（10～12月）、中国政府は不動産セクターの流動性危機を緩和するためのいくつかの措置を発表しました。民間の不動産開発企業を支援するために2,500億元の社債発行の支援策が発表され、中国人民銀行（中央銀行）と中国銀行保険監督管理委員会は全16項目の包括的な金融支援策を発表しました。この支援策では初めて、不動産開発プロジェクトだけでなく、不動産開発企業を支援することの重要性が認識されました。また、銀行が不動産セクターへのエクスポージャーを減らすための猶予期間も延長されました。とはいえ、実行が重要であることに変わりはなく、また不動産セクターが正常化するためには、現物不動産販売の回復が必要です。

中国株式における投資機会

市場/セクター	ポイント
中国A株	
高度化した製造業、新エネルギー、ヘルスケア、半導体 ※「製造業の高度化」は政府の主要テーマの一つ	政府の戦略目標である、経済的自給自足、技術の自立強化、エネルギー安全保障。
MSCI中国株	
再生可能エネルギー	中国の目標：2030年までに炭素排出のピークアウトを迎え、2060年までにはカーボンニュートラルを達成。
ホスピタリティー産業	中国人の国内外旅行消費の構造的な増加。
スマートインフラ	デジタル化、データの増殖・拡散。

出所：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。（2022年11月）

3.出所：Bloomberg L.P.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。2013年1月～2022年10月までの週次リターンをベースに算出。



本稿執筆時点（2022年11月末）では、一次販売（初回販売）と不動産投資の低迷が続いており、市場からの信頼感が戻るには時間がかかると思われます。そのため、中国不動産市場のファンダメンタルズが好転するのは2023年後半になると思われます。中国政府が、危機が市場全体に広がるシステミックリスクの軽減と市場心理の改善を図る中、不動産関連セクターは再評価される可能性があります。市場ファンダメンタルズが依然として弱いと見られ、その上昇幅は限定的なものに留まることでしょう。このような背景から、私たちは民間の不動産開発企業よりも国有の不動産開発企業を引き続き選好します。

近い将来、インフラは重要な経済成長ドライバーとなるため、地方政府傘下の投資会社である融資プラットフォーム（LGFV）は引き続き重要な役割を果たすものと私たちはみています。LGFVは、各地方自治体が全額出資し、地域の公共インフラや社会福祉プロジェクトに融資、投資、運営を行うために設立されたものです。不動産セクターの低迷により、LGFVの財務状況には懸念があるものの、LGFVは地方自治体とのつながりが深く、債務不履行が起きれば地方の資金調達環境に打撃を与える可能性があることから、LGFVの債務問題は、その解決に向けて政府の支援が得られる（暗黙の政府保証）と広く考えられています。また、中国が徐々に経済再開する2023年には、地方政府の財政収支が改善される可能性が高まるものと思われます。

投資のポイント

投資テーマ	ポイント	中国A株	MSCI 中国株式	中国本土債券（ソブリン債、LGFV債）
ポートフォリオの分散化を図る	世界の資産クラスとの相関が低いことから、中国の株式や債券はポートフォリオの分散化に役立つと考えられる。	✓		✓
中国の経済再開・回復に向けたポジショニング（戦略）	2023年第1四半期に景気は底打ちし、企業収益の安定化と市場の再上昇が見込まれる。現在の世界の多くの投資家のアンダーウェイトポジションと割安なバリュエーション水準は、魅力的なアップサイド余地を示唆する。	✓	✓	
中国の緩和的な金融政策による恩恵	世界的な金融引き締めサイクル（局面）の中で、依然として低い中国の国内金利は、中国の資産を下支えする。	✓	✓	✓
中国の戦略的目標の達成	自給自足、技術的自立、エネルギー安全保障、ネットゼロといった中国の戦略的目標を支える部門に、超過収益の創出機会が生まれる。	✓	✓	

出所：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。（2022年11月）

執筆者

Michelle Qi, 株式運用部門ヘッド、イーストスプリング・インベストメント・マネジメント（上海）カンパニー・リミテッド
Paul Chong, 株式運用部門 ポートフォリオ・マネジャー、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）
Wai Mei Leong, 債券運用部門 ポートフォリオ・マネジャー、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）
Janet Lu, 債券運用部門ヘッド、イーストスプリング・インベストメント・マネジメント（上海）カンパニー・リミテッド
Jingjing Weng, リサーチ部門ヘッド、イーストスプリング・インベストメント・マネジメント（上海）カンパニー・リミテッド



2023年の市場展望

多様なアジアにおける 投資機会





2023年の市場展望

多様なアジアにおける投資機会

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の影響により経済成長の軌道はリセットされたものの、アジアではその長期的な投資テーマは損なわれていません。また、投資対象も多様化しています。

サプライチェーンの多様化と世界的な脱炭素化のサイクルの中で、アジア域内ではさまざまな国がそれぞれの強みを発揮し、先進アジアと新興アジアの両方の国々で魅力的な投資機会を提供しています。

アジア太平洋地域の経済成長率は、2022年に4.0%に減速し、その後、世界情勢が不透明な中、2023年には4.3%に上昇すると予想されています¹。“**新たなニューノーマルを迎えて**（P4～）”で述べたリスクとは別に、中国の成長鈍化もアジアには逆風となります。しかし、アジア域内の一部の国には明るい投資テーマや経済成長の原動力があり、魅力的な投資機会を提供しています。

新旧の成長分野

近年、グローバルなサプライチェーンの中心が従来の中国からアジアの他の地域へと多様化（例：脱中国化）しています。ASEAN諸国では、ベトナムやインドネシアなどが、こうした動きから大きな恩恵を受けています。インドでも、電子機器製造サービスや電気自動車（EV）サプライチェーンが高成長分野として浮上しており、こうした動きの恩恵に預かり始めています。

これらの分野の企業は、インド国外の競合他社から市場シェアを獲得しています。製造業の輸出は、インドのさらなる成長エンジンとなる可能性があります。しかし、現在のところ、インドの輸出はGDPの15%未満であり、世界的な景気後退の影響は、アジアの同業他社に比べて小さいと思われます。

インドネシアは、ステンレス鋼やEV用電池材料の世界的な需要拡大に対応するため、同国が有する豊富な天然資源を活用したEVサプライチェーンのエコシステムの構築に積極的に取り組んでいます。現在、同国には138の製錬所（主にニッケル）があり、6つの工業団地が開発中です。こうした取り組みは、今後数年間で、インドネシアの対外貿易の状況を大きく変える可能性があります。



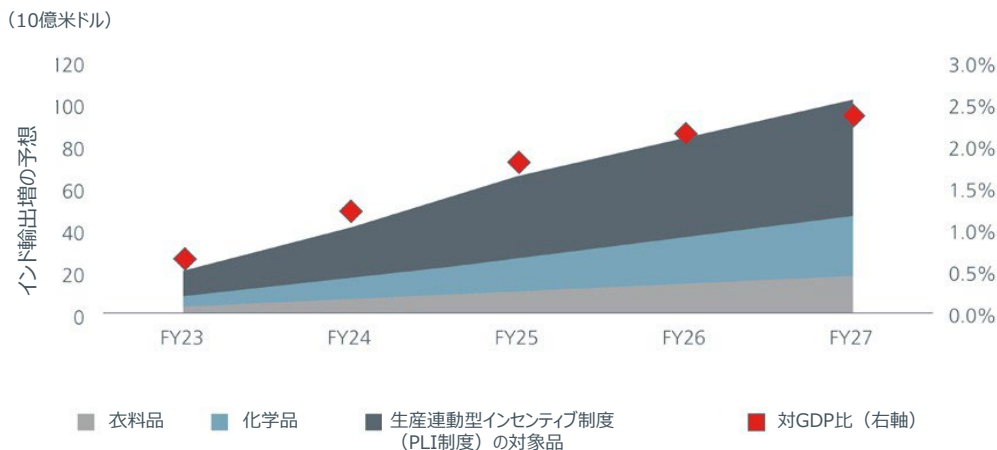
近年、グローバルなサプライチェーンの中心が従来の中国からアジアの他の地域へと多様化しています。



1.出所：IMF Regional Economic Report（2022年10月）



インドの製造業輸出は、5年後にはGDPを約2.4%押し上げる可能性がある



出所：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。(2022年11月)

一方、タイは、コロナ後の観光業の再開による恩恵を受け続けています。そのため、観光や消費関連のセクターは魅力的な投資対象です。マレーシアは、石油・ガス、電気・電子製品などの輸出セクターが引き続き好調であるため、2023年は景気後退ではなく、成長率が緩やかに回復に向かう可能性が高いと思われます。ベトナムは、経済が新型コロナウイルスのパンデミック後に力強く回復し、2022年1～9月のGDP成長率は8.8%となりました。ベトナム経済の主な成長ドライバーとなっている消費関連と製造業は魅力的な投資機会とみています。

アジア全体では、持続可能性がもう一つの経済成長のドライバーとなっています。“**サステナビリティ投資の行方** (P18～)”で述べるように、二酸化炭素排出量を削減するために必要なグリーンインフラは多くの投資機会を提供します。より多くの国、企業、投資家がグリーン化を進める中、投資家が自らのサステナビリティの考え方を実際の投資行動に一致させるようになり、これは投資機会とみています。

米中の技術デカップリング (分断) の影響

世界の半導体産業は米中対立の間で、ある意味で犠牲者となっています。最近の米国の半導体規制は、世界の半導体サプライチェーンの主要プレイヤーである台湾、韓国、日本に、中国からの切り離しをある程度強いことになるでしょう。しかし、台湾の半導体メーカーの多くは先端半導体の量産に注力しており、中国からの収益貢献度合いは低いいため、その影響は限定的なものとなるでしょう。

短期的な地政学的リスクと中国と台湾の緊張状態が台湾株式のボラティリティを高めていますが、台湾株のリスクプレミアム (リスクに応じて投資家が追加的に求める収益率) が上昇する明白な兆候は見受けられません。台湾株式市場は経済と主要産業の競争力が、その評価に最も重要な要素となっています。

一方、韓国の半導体企業は、既に進出している中国での半導体製造の高度化が困難であることから、短期的には非効率性に直面することになることでしょう。しかし、韓国企業が既存の工場立地戦略を見直すようになったため (例: 脱中国化)、この展開は長期的にはプラスに働くと私たちはみています。

私たちが考える投資機会

世界経済の減速、金利上昇、インフレ上昇のリスクは、合理的なバリュエーションで質の高い成長に焦点を当てた銘柄選択の機会を提供するものとなります。北アジアの株式市場 (ここでは韓国、台湾、中国、香港) は、2022年に20～30%下落したことを考えると、非常に割安に見えます。さらに、“**中国の経済再開について** (P9～)”で述べた中国の経済再開によるプラスの波及効果も期待できます。



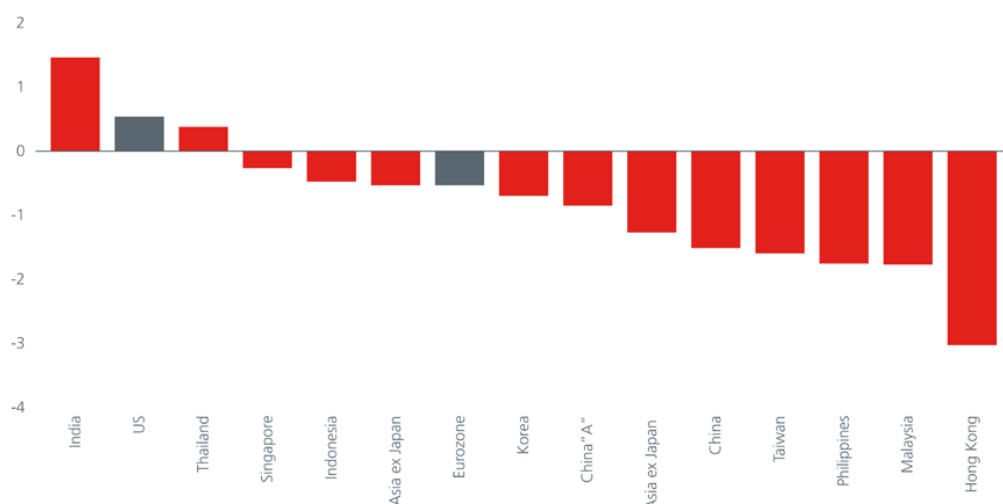
特に台湾で興味深い投資機会を提供しているもう一つ
の分野は、クラウドやハイパースケールデータセンター
(HSDC) のサプライチェーンです。コネクタや回路基
板などを製造する企業は、こうしたデータセンターの増加
から利益を得ることが期待できます。米 Synergy
Research Group の調査によると、2021 年末までに
世界中で 728 のハイパースケールデータセンターが稼動
しており、2026 年にはこの数が 1,200 に達する、として
います。米国は、このような施設の最大の単一市場とし
てあり続けることが予想されています。

一方、ASEAN 市場（特にシンガポールとインドネシ
ア）とインドの 2022 年の株式市場の年初来騰落率
(2022 年 11 月末時点) は現地通貨建てでプラスを
維持しましたが、バリュエーション水準は過去と比べて割
安にはみえません。勝者を見極めるには、積極的な銘柄
選択が必要になることでしょう。私たちは ASEAN 全
体、そして（割安ではない）インドにおいても、魅力的
なバリュエーション水準にある銀行を選別しています。
2021 年は低水準にあった名目 GDP の力強い伸びと資
産の質の向上により、ASEAN やインドの銀行の収益は
2023 年まで押し上げられ、利益率が改善する可能性
があります。また、アジアはコロナ後の経済再開が他の
地域に比べて遅れているため、地域全体のサービスセク
ターにおいて経済再開の通年効果が現れるのは 2023
年以降になる可能性があります。

世界中の企業が新型コロナウイルスのパンデミック（世
界的大流行）で苦境に立たされていた中、日本企業
の収益は堅調に推移しており、これは注目に値します。
日本で起きた過去 10 年間の企業再編の動きは、企業
の経営効率の向上と収益性の改善をもたらすこととなり
ました。円安は、原材料を輸入する日本の国内企業に
は逆風ですが、輸出企業、特に自動車メーカーには好
材料となります。一方で円高によって最も恩恵を受けや
すいのは、内需ディフェンシブ銘柄でしょう。日本株は歴
史的にも、また他の先進国市場と比べても割安な水準
にあり、今後数年間は 2 桁のリターンを得ることが期待で
きる投資機会が数多くあると私たちはみています。

アジア債券は、絶対利回りが過去 10 年間で最も魅力
的な水準にあることから、高格付けの債券に投資機会
があるとみています。投資家は、インフレ率を上回る利
回り水準にある財務体質の健全な企業が発行した短期
の投資適格債に資金を配分することで、インフレ考
慮後でもプラスの実質利回りを享受することができます。

ほとんどのアジア株式市場は、米国よりも割安な水準



上記は市場別のZスコア。各Zスコアは過去12年間分の株価純資産倍率（PBR）の標準偏差に基づき算出。

出所：Refinitiv Datastream、MSCIのデータ（2022年10月31日）のデータ（中国A株は除く）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。



一方、アジアのハイ・イールド債券は、現在、リスク性資産の中で最も割安なものの一つとなっています。しかし、新たに投資をスタートする投資家は、米国FRBが利上げサイクルをほぼ終了したかどうか、また、中国の経済再開について見極めた上で投資に踏み切りたいと考えるかもしれません。中国の不動産セクターの混乱による売りで動揺している既存の投資家が自信を取り戻すには、いくつかの要件が必要であると私たちは考えています。

具体的には以下の2点が挙げられます。

1. 中国の現物不動産市場の底打ちや同市場が好転の様相を呈し、資金調達面で支援的な政策がとられること。
2. 多額の海外債券を保有する一部の民間の不動産開発企業のリストラチャリングが成功すること。

投資のポイント

投資テーマ	ポイント	アジア株式 (日本を含む)	アジア債券
実質金利の上昇を利用する	投資家が企業の収益性を重視するようになり、ミスマッチの水準（割安）にある資産やこれまであまり投資してこなかった（過少投資）資産に対する需要が増加する。	✓ バリューストック ✓ 妥当なバリュエーション水準にあるグロース株式	
サプライチェーン多様化（分散化）の恩恵	より価値の高い高度な製造業の上流工程への移行に向けた取り組みが強化されている。	✓ ASEAN株式 ✓ インド株式	
ネットゼロ経済への移行	より多くの企業や投資家がESGに配慮するようになる。	✓ 全てのアジア株式	✓ アジア・サステナブル債券
FRBのタカ派姿勢がピークに向かう	高格付け債券の利回りは過去10年で最も魅力的な水準にあり、見通しは良好。		✓ アジア投資適格債券
中国の経済再開と不動産セクターの底打ちを見据えたポジショニング	経済再開に伴う貿易や観光への波及効果。アジアの高利回り債券セグメントの50%を占める不動産セクターへの投資家からの信頼が回復。	✓ 全てのアジア株式	✓ アジア・ハイ・イールド債券

出所：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。（2022年11月）

執筆者

John Tsai, グロース株式運用部門ヘッド、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

Sundeep Bihani, 株式運用部門 ポートフォリオ・マネジャー、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

Anand Gupta, 株式運用部門 ポートフォリオ・マネジャー、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

Ivailo Dikov, 日本株式運用 責任者、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

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）

Wai Mei Leong, 債券運用部門 ポートフォリオ・マネジャー、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

Doreen Choo, 運用部門ヘッド、Eastspring Investments Berhad（マレーシア）

Liew Kong Chian, 運用部門ヘッド、PT. Eastspring Investments Indonesia（インドネシア）

Bodin Buddhain, アセットアロケーション・ストラテジスト、Eastspring Asset Management (Thailand) Co., Ltd.（タイ）

Nguyen Thi Bich Thao, 株式運用部門ヘッド、Eastspring Investments Fund Management Company（ベトナム）

Rebecca Lin, 運用部門ヘッド、Eastspring Securities Investment Trust Company Ltd（台湾）

Paul Kim, 株式運用部門ヘッド、Eastspring Asset Management Korea Company Ltd（韓国）



2023年の市場展望

サステナビリティ投資 の行方





2023年の市場展望

サステナビリティ投資の行方

世界の温室効果ガス排出量の約半分を占めるアジアは、世界のネットゼロ（温暖化ガスの排出実質ゼロ）の目標達成に向けて大きな役割を担っています。気候変動の課題に対応するためのグリーン分野の資本的支出の増加は、債券の大量発行を意味します。電気自動車（EV）や再生可能エネルギーのエコシステムにおけるアジアの革新的な企業もまた、ネットゼロへの競争において投資家に興味深い投資機会を提供します。

2022年11月にエジプトで開かれた第27回国連気候変動枠組み条約締約国会議（COP27）では、排出量削減の拡大や化石燃料の使用中止について合意には至らなかったものの、アジア諸国はいくつかの勝利を収めることができました。具体的な成果としては、温暖化の被害に苦しむ「特に脆弱な」国々が受ける「損失と被害」への対応を支援するための基金を創設することが合意されました。これは、2022年の異常気象に伴う自然災害で農業生産高が大幅に減少し、社会経済が打撃を受けたフィリピンやタイなど、ASEANの一部地域にとっては朗報となり得ます。さらに、米国と日本が主導する連合は、インドネシアが石炭火力発電から脱却し、電力部門の二酸化炭素（CO₂）排出量を従来の想定より7年早い2030年にピークアウトさせることを目指し官民で200億米ドル提供する枠組みをつくりました。

グリーンインフラの台頭

世界が低炭素経済へ移行するためには、今後10年間でそれ以降、世界で年間4～6兆米ドルの資金が必要と推定されています。

世界の温室効果ガス排出量上位10社のうち5社がアジア企業に集中していることから、アジアが果たすべき役割は大きいと考えられます。

発電、運輸、不動産、農業、製造業など、炭素排出量の多いセクターのネットゼロ移行を支援するには、アジアだけでもおそらく年間10億米ドルが必要とみられています。このことは、投資家にとって様々な意味を持ちます。

アジアのサステナブルボンド市場は、国家や企業の低炭素経済への移行に伴う資金調達において極めて重要な役割を果たすでしょう。企業においては、不動産会社がエネルギー効率の高い建物を建設・改修するために、グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナブルボンドを発行するケースが増える予想されます。また、発電事業者も再生可能エネルギーへの投資のために資金調達する可能性が高いとみています。



一方、政府や準政府は、低炭素・ゼロカーボン型の交通インフラを構築するために、その資金調達に向け動きだすことでしょう。国際開発金融機関や国際的な開発機関（非金融）は、保証やスポンサーシップを提供することで、発行体が自国の債券市場で起債することを支援できます。一方、低炭素経済へ移行期における設備投資（グリーンインフラ投資）の増加は、そのインフラ構築に際してコモディティー需要が高まるため、天然資源を有する新興国市場に恩恵をもたらすものと思われる。

ネットゼロ（温暖化ガスの排出実質ゼロ）目標達成への挑戦

アジアは、電気自動車（EV）用バッテリーと再生可能エネルギーのエコシステムにおけるイノベーションで世界をリードしています。中国は太陽光発電における太陽電池の製造において世界のリーダー的存在であり電気自動車のサプライチェーンでも世界を席巻しています。インドネシアは、北カリマンタン州に環境に配慮した世界最大のグリーン工業団地の建設を計画しており（電力は工業団地近くで稼働開始する水力発電所と太陽光発電所による電力を使用）、ソーラーパネル、二酸化炭素（CO2）の排出が少ない電力や製法でつくられたグリーンアルミニウム、リチウムイオン電池を生産するハイテクグリーン産業が集積する予定です。また、マレーシアの自動試験装置や組立・試験委託業界では、生産ラインの異常を検出する革新的なシステムや装置を設計している企業もあります。人手やエネルギーの節約になるだけでなく、不具合を早期に発見することで、最終的に埋め立て処分される電子廃棄物を大幅に削減することができます。これらはすべて投資家にとって魅力的な投資機会となります。

気候変動問題は、ゼロ炭素／低炭素関連セクターで事業を展開していない企業にも影響を及ぼしています。2022年のエネルギー価格の高騰を受け、一部の企業は将来のエネルギー需要を見直し、これらのリスク管理の計画を策定しています。アジアは、環境・社会・ガバナンス（ESG）に関する政策、投資、レポートの面で先進国市場に遅れをとっているかもしれませんが、多くのアジアの企業が、持続可能性のロードマップ策定や政策を改善するための努力を行っています。アジアのESGポリシー数は2016年から倍増しています¹。

アジアでは、投資家もESG要素を考慮する際に、よりバランスの取れたアプローチを採用しており、これまでの「エクスクリューション（投資対象からの除外）」から、より大きな「エンゲージメント（投資先の企業に対し、対話を行って特定の目的に向けた取り組みを促す）」へと移行しています。特に、日本企業においては、長期的な企業価値を高めるために、環境（E）とガバナンス（G）に関するエンゲージメントを高める余地があると考えられます。MSCI ESGリサーチによると、MSCIジャパン・インデックスの構成銘柄のうちESGリーダー（ESG格付けがAAA、AAの企業）と評価されている日本企業は10%に過ぎず、欧州企業に大きく遅れをとっています。

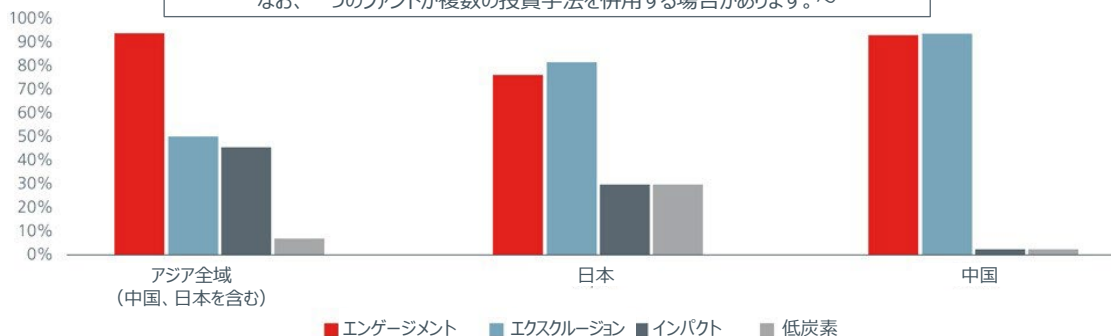
炭素取引におけるアジアの大きな役割

カーボンニュートラルやネットゼロを公約に掲げる企業が増えるにつれ、温室効果ガスの排出削減量などをクレジットとして取引可能とした「カーボנקレジット」の需要が高まっています。コンサルティング大手のマッキンゼーの調査によると、カーボנקレジットの売買を通じて温暖化ガスの排出量を相殺できる「カーボンオフセット」への世界の需要は、2030年までに15倍、2050年までに100倍に拡大するとされています。

㊦ ㊦ アジアではESGポリシーの数が2016年から倍増しています。㊩ ㊩

“エンゲージメント”が選好されるアジアESG投資～投資手法別でみたESG株式ファンド

～当該国・地域のESG株式ファンドの投資残高を合計し、その投資手法別で算出。
なお、一つのファンドが複数の投資手法を併用する場合があります。～



出所：Morningstar Direct、Bardays Research.のデータ（2022年9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。

1. 出所：PRI（データはGoldman Sachs Global Investment Researchが集計。集計対象は資本市場におけるESG規制と改正の累積数。集計期間は2000年1月から2021年8月まで。）



カーボנקレジット・プロジェクトの透明性、標準化、詳細な検証を推進するグローバルな取り組みは、より強固な炭素市場の発展に寄与するものです。COP27においては、新たなイニシアチブであるグローバル・カーボン・トラスト（GCT）を設立し、カーボנקレジットの標準化された契約の作成、プロジェクトのパフォーマンスに関する第三者によるモニタリングと検証の導入、および目標未達成のプロジェクトに対する仲裁メカニズムの提供などを促進することが発表されました。

アジアは、炭素取引のハブとして大きな役割を果たすことができます。2021年にシンガポールを拠点とするグローバルな炭素取引所および市場であるClimate Impact X（CIX）が設立されるなど、アジアの温室効果ガスの排出を抑制するカーボンオフセットを取り巻くエコシステムの成長に向けた取り組みが行われています。香港も2022年10月に炭素取引プラットフォームを立ち上げ、マレーシアも同様の計画を表明しています。また、シンガポールでは、炭素税を支払う必要がある企業が、高品質の国際炭素クレジットを購入しシンガポール政府に提出して、課税対象の排出量を最大5%相殺できるようにするなど、規制環境もカーボンオフセット市場の成長にとって好ましいものとなってきています。

一方、アジアの質の高い豊かな自然の生態系は、“自然由来のカーボンオフセット（植物、樹木、土壌、海洋を使用して大気中から炭素を除去すること）”の50%以上がアジアに存在するため、アジアが自然由来のカーボンオフセットの主要供給国となる可能性があることを意味します。カーボンオフセットの平均価格は2020年から2021年にかけて50%以上も上昇し、高品質の自然由来のクレジットには8米ドル/トン²（tCO₂e：二酸化炭素換算トン）と200%以上のプレミアムがついています。したがって、高品質のカーボンオフセットを供給できるアジアの企業は、オフセット価格上昇の恩恵を受けることができます。ただし、自然由来のカーボンオフセットのソリューション（保全、植林、再植林、森林管理、草地化など）を開発するには、専門的なリソースと知識が必要となります。高品質のカーボンオフセットのみが、現在の技術では削減できない、もしくは削減に高いコストを要する残留排出量のオフセットに役立ち、企業がネットゼロコミットメントをより良く達成することを可能にするのです。こうした動きは、まだ初期段階ですが、長期的には企業のESG評価の向上に役立つと思われます。

投資のポイント

投資テーマ	ポイント	アジア・サステナブル債券	アジア株式（日本を含む）	新興国株式
ネットゼロ経済への移行	アジアではEVと再生可能エネルギーのエコシステムにおける革新的な企業が誕生している。持続可能性のロードマップを改善する企業が増加中。		✓	
グリーン・インフラストラクチャーの台頭	気候変動問題に対処するため、グリーンインフラへの大規模な投資が必要。これは、同債券発行の増加とコモディティー需要増により天然資源を有する新興国への恩恵をもたらす。	✓		✓
より大規模なエンゲージメントへの移行	アジアと新興国市場では、ESGリーダーと評価される企業の割合がまだ低いため、エンゲージメントを高めることで企業に変化を促し、その価値を高めることが期待できる。	✓	✓	✓

出所：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。（2022年11月）

執筆者

Joanne Khew, ESGスペシャリスト、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

Rong Ren Goh, 債券運用部門 ポートフォリオ・マネジャー、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

Bryan Yeong, 株式運用部門 ポートフォリオ・マネジャー、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

Steven Gray, 株式運用部門 ポートフォリオ・マネジャー、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

Sundeep Bihani, 株式運用部門 ポートフォリオ・マネジャー、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

Samuel Hoang, 株式運用部門 ポートフォリオ・マネジャー、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

2.出所：Carboncredits.com、カーボンプライス（二酸化炭素の取引価格）は <https://carboncredits.com/carbon-prices-today> を参照。



2023年の市場展望

ポラティリティー上昇局面は レジリエンス強化を





2023年の市場展望

ボラティリティー上昇局面はレジリエンス強化を

これまでのインフレ主導の相場からより不透明な市場環境へと移行する今後12～18か月の間、ポートフォリオのレジリエンス（強じん性）強化は非常に重要なテーマとなるでしょう。米国FRBはインフレからの米経済の軟着陸（ソフトランディング）を実現できるのか、それとも景気後退が迫っているのでしょうか？いずれにせよ、市場のボラティリティー（変動性）は非常に高い水準で推移することが予想されます。このような不確実性に対処する最善の方法は、ポートフォリオに多様性を持たせることです。

2023年にどのイベントやテーマが市場ボラティリティーを高めるかを正確に予測するのは難しいかもしれませんが、インフレが早期に許容範囲内の水準に戻るのか、それとも高止まりするのか、市場はバランスの取れた見方を織り込んでいるようですが、今後の市場の反応はニュースフローに強く左右されることが予想されます。今後の市場展開は不安定になる可能性が高いものの、投資家のポートフォリオのボラティリティーを全体的に低下させるオプションはあります。

マルチアセット戦略によってポートフォリオの耐性を高める

私たちのマルチ・アセット・チームは、短期・長期的な視野で、またあらゆる市場サイクルにおいて、ポートフォリオのリスク調整後リターンを最適化するために、いくつかの戦略を活用しています。これには、分散投資、景気循環を予測して利益を得ようとする戦術的オーバーレイ、およびリスクを考慮したデリバティブ戦略などが該当します。

伝統的な投資観点からの資産クラスの分散は、異なる相関特性を持つ資産を組み合わせることで成り立っています。しかし、本年2022年にみられたように、高インフレのダイナミクス（と年初時の市場の高いバリュエーション）により、株式と債券の相関は以前より高まっており、両資産クラスへの分散投資はその効果の信頼性が低下しています。インフレおよび金利の高止まりが長期化するとと思われる現在の新たな市場環境では、株式における投資スタイル・ファクターの分散など、従来の伝統的ではない分散投資手法がますます重要かつ貴重になると私たちは考えています。

しかし、株式と債券の従来の負の相関性（例：債券価格が下落すると株価は上昇する）は、やがて回復に向かうものと私たちは信じています。結局のところ、株式と債券の両方が適正なバリュエーション水準にあるときに、最も高い分散効果が得られるのです。



今後の市場展開は不安定になる可能性が高いものの、投資家のポートフォリオのボラティリティーを全体的に低下させるオプションはあります。





戦術的オーバーレイ戦略も選択肢の一つとなります。これは、あるリスクを限定的にするため、あるいは市場のセンチメントを利用するために用いられるのが一般的です。現在の市場環境では、投資家は、市場の激しい反応を先取りできるような防御的資産へのエクスポージャーを持つ必要があるのです。

最後に、リスク管理が適切に行われているデリバティブ戦略は、ポートフォリオにとって有益であると私たちは考えています。運用ガイドラインでデリバティブの使用が認められているマルチアセット・ポートフォリオでは、ポートフォリオのヘッジを目的としてボラティリティ・カーブを活用してきました。例えば、今年の米国株の下落トレンドの中で、米国株の下落シナリオをヘッジするために、一部のポートフォリオにロング・カレンダー・プット・スプレッド戦略を導入しました。

クオンツ運用戦略でよりディフェンシブに

スマートベータとマルチファクター株式戦略は、今年、広範な株式の親インデックスと比較して良好なパフォーマンスを示しました。低ボラティリティ戦略は、不確実性や市場のボラティリティが高い時期に、市場全体と比較して良好なパフォーマンスを示す傾向があります。株式を保有し、最終的に市場心理の揺れにあまり影響されないポートフォリオを構築することで、低ボラティリティ戦略はよりディフェンシブなものとなります。また、市場の下落局面においてもその下落幅が小さく、そのためパフォーマンス回復に要する期間の短期化が期待できます。

しかし、2023年に定着する可能性のあるいくつかの重要な投資テーマを見逃さないためにも、投資対象として市場のすべてのセクターを幅広くカバーすることが重要であるため、低ボラティリティ戦略による十分な分散投資が重要となります。

マルチファクター戦略は、広範な市場と同程度のボラティリティを持つように設計されているため、低ボラティリティ戦略よりもディフェンシブな特性が弱まります。しかし、この戦略は、設計上、様々なファクター（またはスタイル）に十分に分散され、市場ベンチマークと比較してリスクコントロールが効いています。その結果、どのスタイルが優勢であっても、ほとんどの環境下で市場全体に対して良好なパフォーマンスを示す傾向があります。これは、2023年に予想されるような不確実性の高い市場環境においては、投資家にとって有用となるはずです。

インカム重視型のアプローチによるインフレ・バッファ

“**新たなニューノーマルを迎えて**（P4～）”で述べたように、インフレおよび金利の高止まりは長期化するものと思われます。このような状況下では、投資家はインフレヘッジとより高い利回りを求めるようになることでしょう。

上場不動産は通常、優れたインフレヘッジの投資対象とみなされています。一般的に、全体的な収益と配当の伸びは、長期にわたり一貫してインフレ率を上回ってきました。

アジアの高配当株式の利回りは長期にわたり米インフレ率を上回っています



出所：Bloomberg L.P.のデータ（2022年9月30日）に基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。
※2001年1月31日を起点に100として再計算したもの。



オーストラリア、英国、欧州など一部の市場では、不動産賃貸料がインフレ指標に連動しており、資産家にインフレの悪影響に対するある程度の収益バッファ（緩衝材）を提供することが期待できます。

同様に、投資家は安定した配当が期待できる銘柄を選択することで、定期的なインカムゲイン（配当収入）が確保され、実質利回りがプラスになる可能性があります。アジア太平洋地域（除く日本）では、高配当利回り株式が、ほとんどの期間において米国のインフレ率よりも優れたリターンを実現しているのが一般的です。

また、アジアの高配当利回り株式は、アジアの投資適格債、非投資適格債との相関性がそれぞれ0.30、0.47と低いという特性があります¹。このことは、インカムゲインを生み出す資産で構成される分散型ポートフォリオを構築しようとする投資家にとってプラスとなります。

短期国債も投資家にとってインカムゲインを狙う上の選択肢の一つとなります。これは特に信用格付けがAAAの国債が該当します。シンガポール国債の利回りは年初の1%から現在は4%を超え、数十年に一度の高水準に達しています。投資家はもはや、貯蓄に見合ったリターンを得るために積極的にリスクを取る必要はないのです。今後も高金利が続く中、こうした短期国債に投資家からの資金が集まることが予想されます。

さらに、投資家はインフレ率を上回る高い利回り水準にあり、また信用格付けが健全な発行体が発行する短期投資適格社債に投資資金を配分することで、インフレ考慮後でもプラスの実質利回りを享受することができます。

また高格付債券の市場環境見通しはより良好になっており、現在その絶対利回りは過去10年以上で最も魅力的な水準にあります。

投資のポイント

投資テーマ	注目するアセットアセットクラス、戦略	ポイント
ポートフォリオの耐性を高める	低ボラティリティ戦略	これらの戦略は、市場の下落局面においてもその下落幅が小さく、そのためパフォーマンス回復に要する期間の短期化が期待できます。
	マルチ・アセット戦略	これらの戦略は、相関性の低い資産を組み合わせることで、分散効果が期待できます。
	マルチ・ファクター戦略	これらの戦略は、どの運用スタイルが優勢であろうと、ほとんどの市場環境で市場全体と比較して良いパフォーマンスをもたらす傾向があります。
	シンガポールドル建て債券	これらの戦略は、高格付け、低リスクの債券投資によって魅力的な利回りの恩恵を受けることが期待できます。
	アジア投資適格債券	アジアの高格付け債券の利回りは、過去10年間で最も魅力的な水準にあるため、その見通しは良好です。
	高配当アジア株式	定期的なインカムゲイン（配当収入）は、キャピタルゲインが不確実になったときの魅力的な緩衝材となります。

出所：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。（2022年11月）

執筆者

Craig Bell, マルチアセット・ポートフォリオ・ソリューションズ・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）

Ben Dunn, クオンツ戦略ヘッド、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

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）

Katerina Irwan, 株式運用部門 ポートフォリオ・マネジャー、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

Bonnie Chan, 株式運用部門 ポートフォリオ・マネジャー、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

1. 出所：Bloomberg L.P.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。2012年11月～2022年11月までの週次リターンをベースに算出。使用したインデックスは●アジアの高配当利回り株式：MSCIアジア太平洋地域（除く日本）高配当利回りネットリターン・インデックス、●アジアの投資適格債：JACI投資適格債トータルリターン・インデックス、●アジアの非投資適格債：JACI非投資適格債トータルリターン・インデックス、全て米ドルベース。



- ※ MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他の一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。
- ※ JP Morgan Asia Credit Index (JACI) 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。