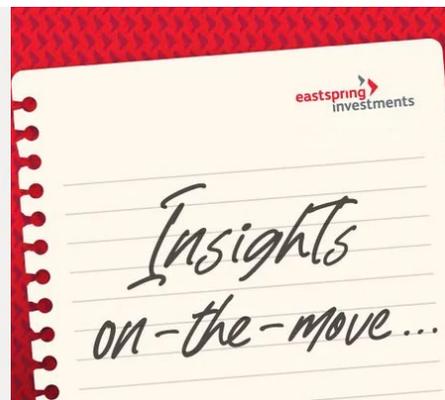


invested in insights.

eastspring
investmentsA Prudential plc (UK) company 

日本の社債市場の未来： アルファの機会を求めて

**Melanie Qian**

クレジット・リサーチ、債券運用部

イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

本稿は弊社グループ・シンガポール拠点のクレジットアナリストが、日本社債の投資機会を主に日本国外の投資家に紹介するための観点から執筆された記事の日本語訳です。

ポイント

- ▶ 最近の日本への出張で、7社の企業と面談した結果、私たちの債券チームは、アクティブ・マネジャーにとって、オフベンチマーク*の日本の社債においてアルファ（超過収益）創出の機会があると再認識しました。
*オフベンチマーク：特定のベンチマーク（基準となる指標）に含まれていない資産や証券に投資すること
- ▶ 確かにデフレからインフレに転換してはいるものの、米国の関税引き上げと中国の報復措置によって引き起こされる不確実性の高まりが成長リスクをもたらし、日銀の利上げの軌道に影響を与える可能性があります。
- ▶ EBITDAマージンが高く、ハイブリッド車で競争力を持ち、多様なグローバル市場に向けて販売している自動車メーカーは、関税をうまく乗り切ることができるでしょう。
- ▶ 小売業者の価格決定は、関税に直面して競合他社がどのようなアクションを取るかという点と、消費者心理に左右されます。

2023年3月にJ.P.モルガンがJACI Asia Pacific Indexの算出を始めて以来、投資家の間で米ドル建て日本債券がより注目されるようになりました。近年の日本の社債の健全な発行は、中国の社債発行が一時落ち込んでいたギャップを埋めるのにも貢献しました。日本の債券は比較的信用力が高く、デュレーションが短く、他の多くのアジアの債券市場との相関が低いことから、その投資妙味がさらに増しています。



日本の債券は他のアジアの債券市場との相関が低いため、その魅力がさらに増しています



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

250513(05)

invested in insights.

最近発表された米国向け輸出に対する関税、賃金およびインフレの動向による不確実性を考慮すると、日本を訪問して企業から直接の洞察を得ることはタイムリーな経験でした。



実のところ、桜が満開だったことも良いタイミングでした。

利上げのジレンマ

インフレは非常に現実的です。3月のコアCPIの上昇と、生鮮食品価格の最近の急騰によって、日銀はインフレが2%の目標に近づいているという確信を持つに違いありません。サービスインフレの加速は、堅調な賃金成長が消費者物価を引き続き押し上げることを示しています。



私のお気に入りのフルーツミルクレープの値段は、以前よりも確実に上がっています。

invested in insights.

しかしながら、米国の関税引き上げと中国の報復措置によって引き起こされる不確実性の高まりと市場の不安定性は、日本の二大貿易相手国が米中であるため、日本経済に対しても成長リスクをもたらし、今後の日銀の利上げの軌道に影響を与える可能性があります。

企業の景況感はより慎重になっているようです。収益とマージンは依然として比較的健全ですが、日本企業はレバレッジ（負債）の上昇と信用力のわずかな低下に面しています。今後の市場を乗り切るためには、アクティブ投資がさらに重要になるでしょう。



日本企業の負債は増加している一方、マージンは比較的健全なままです。

関税の影響を解析する

自動車メーカー、資本財メーカー、小売業者は米国の関税の影響を最も受けるでしょう。しかし、企業やアナリストとの対話から、関税の影響はより複雑であり、単なる関税率ではなく、より深く掘り下げる必要があることが示唆されています。

自動車 自動車セクターは米国への輸出の最大比率を占めており、2024年には5.8兆円で25%、自動車部品は1.1兆円で5.5%を占めています。関税の引き上げは主要な日本の自動車メーカーの収益性を低下させる可能性があります。関税のコストを転嫁することは価格の上昇を招き、需要を損なうでしょう。

とはいえ、多様なグローバル市場に販売し、EBITDAマージンが高く経営効率の良い自動車メーカーは関税の影響をよりよく吸収できるはずです。ハイブリッド車で競争力を持つ企業は、より高いコストを価格に転嫁しやすいでしょう。この環境では、強力な財務基盤が発行者の信用格付けを維持するのに役立ちます。逆に、米国への依存度が高く、マージンが比較的低い自動車メーカーは関税の影響をより悪く受けるでしょう。

invested in insights.

資本財メーカー 発電機械は米国への輸出において3番目に大きなセクターであり、次いで建設機械が続きます。高い現地生産比率を持つ企業を除いて、関税の引き上げは主要な資本財メーカーの利益を押し下げる可能性があります。

商社 一方、商社は手数料ベースのビジネスを行っているため、関税の直接的な影響はほとんどないでしょう。追加の関税コストを転嫁することができるはずです。しかし、円高、資源価格の調整、取扱量の減少によって収益が影響を受ける可能性があります。資源への依存度が高い商社はより高いボラティリティを経験するでしょう。

国際的な事業を展開している大手日本商社の多くは、強力な財務状況と多様化した事業を持っており、関税の影響に耐えることができます。

ショッピングへ

日本には国内外で人気のある多くの有名な小売ブランドがあります。グローバルな野心を持つブランドにとって、北米市場は重要な市場です。これは、日本のある人気のスポーツブランド（以下、同社）にも当てはまりますが、北米での現在の営業利益率は、販売している他の市場の中で最も低いものの一つです。これは、激しい競争と高い広告費が原因です。

同社の生産の大部分は、東南アジアのOEM（委託製造）工場で行われており、米国の相互関税の対象となっています。中国の工場で製造された製品は、中国市場専用です。同社は今後、以下のような戦略を計画しています。

- 90日間の関税停止期間中の在庫積み上げ
- 価格の引き上げ、値引きの削減、またはエントリーレベルモデルの販売を減らすことで、マージンへの悪影響を部分的に相殺、ただし、価格決定は競合他社の動向と消費者心理に左右される
- 生産面では、関税が低い地域での製造の増加または移転を検討

オフベンチマークアルファの機会を求めて

今回の出張によって、アクティブ・マネジャーが日本の社債市場においてオフベンチマークへの投資でアルファを獲得する機会があるという運用チームの確信を再確認することができました。関税交渉の不確実性の中で債券発行が減少しているため、需給面でも投資環境はアクティブ・マネジャーにとって有利です。私たちは短期から中期のデュレーションを維持し、より景気動向に左右されにくいディフェンシブなセクターにポジショニングしています。

次回の日本訪問まで、**SAYONARA !**

JPEルガンの各指数は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。