

## ▶ 債券運用部門 CIOによる 2019年債券市場の投資展望

米国が利上げを継続する中、市場環境や今後の債券市場の見通しについてご説明します。アジアの多様な金利サイクルやバリュエーションは、魅力的な投資機会を提供すると考えます。



ロー・グワン・イー  
債券運用部門 CIO  
イーストスプリング・インベストメンツ(シカゴ・ホール)リミテッド

**過去数年間、機動的に資産配分を変更する運用戦略をとってきました。2019年、この戦略には効果があると思われますか？**

この一年間、市場の変動性（ボラティリティ）は断続的に高い状況となりましたが、2019年の投資環境は安定化するとみています。

グローバルなテーマに焦点が当たる機会が減る代わりに、国ごとの要因に目が向けられる機会が増えると考えているからです。市場のテクニカルな要因によって生じた投資機会を追求するよりも、各国のファンダメンタルズやバリュエーションなどを分析し、機動的な資産配分を行うことが有効となるでしょう。

2018年にボラティリティの上昇をもたらしたいくつかの不透明要因は、すでに後退したと見ています。例えば、世界景気の減速観測を背景とした米国の利上げペースの鈍化は市場に織り込み済みで、それほど向かい風とはならないと考えます。米国の中間選挙も終了し、市場の先行きの不透明感を取り除いたと言えるでしょう。

米国の政治的なリスクは増加しているようですが、我々は米国の成長ペースが大きく減速するとは見ておらず、トランプ大統領による追加減税や更なる財政刺激などの後押しがなくても、米国内成長の推進力は持続するとみています。

**最近の原材料コストの上昇や貿易摩擦による関税の影響などによってインフレが刺激され、米国の利上げペースは速まるとみていますか？**

我々はデフレーション<sup>\*注1</sup>を長期化することに前向きな見方であり、短期化していたポートフォリオを大きく変更しました。その背景には、米連邦準備理事会（FRB）の対応が市場に先んじて動いていること、さらにインフレが落ち着いているとみていることが挙げられます。米国では健全な賃金の上昇が見られていますが、上昇圧力は強くありません。また報道されているほど引き締まっていない労働市場や、企業収益の減速も、世界的なインフレ圧力を弱める要因となるでしょう。

トランプ政権が、中国からの2,000億米ドル相当の輸入品に対して25%の関税を課すことになると、市場がFRBの利上げ加速を予想し、短期債の利回りが急上昇するなどの過剰反応が見られる可能性もあります。しかし、長期債の利回り上昇の可能性については、景気後退への懸念などから、疑問が残ります。

注1：債券投資の元本の平均回収期間。  
債券を保有することによって利子および元本（＝キャッシュフロー）を受け取ることでできるまでの期間を加重平均したもののこと。

○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。○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とは関係がありません。

**インドルピーやインドネシアルピアについて市場予想より強気の見方をしていますが、その理由を教えてください。また、その見方を変更したら、何がきっかけとなりますか？**

2018年におけるインドルピーとインドネシアルピアの下落は両国のファンダメンタルズの悪化ではなく、米ドル高によるものです。原油価格の急上昇による経常赤字拡大懸念から、これらの通貨はほかのアジア通貨と比較してアンダーパフォームしました。原油価格が上昇すれば、生産量も増加する傾向にあるので、今後は原油価格が安定化すると見ています。そうなれば、両国の経常赤字拡大の懸念は緩和するとみています。

2019年はこれまでの混乱が落ち着き、投資家が再びファンダメンタルズに焦点を向けることにより、両通貨は上昇すると考えています。

例えば、両国ともここ数年の構造改革によって、インフレが安定化しただけでなく、十分な外貨準備高を蓄えました。両国の通貨が2018年に対米ドルで20年来の安値を更新しましたが、経常収支や債務返済の問題については改善が見られ、通貨は割安な水準と見ています。

ただし、両国ともファンダメンタルズが大きく悪化した場合は現状の見方を見直します。

**中国経済の減速や政府の失策、長引く貿易摩擦の影響などを懸念して、人民元は下落傾向となっています。人民元が反発するとしたら何が要因となりますか？**

中国政府は米中貿易摩擦の中で、人民元の国際化について明言しつつ、通貨を武器にしないということ、一貫して強調しています。

しかし、米ドル高という外部要因を受けて資本流出が目立つなど、人民元に対しては対外バランスの悪化を要因とした下落圧力が見られます。

中国政府は民間企業を支援するための税制改革を推し進めると同時に、今後も経済成長の原動力として都市化促進のためのインフラ投資なども実行するでしょう。

貿易摩擦が長期化する場合、人民元安は輸出を押し上げるなどショックを吸収する役割を果たすと考えますが、最終的には、人民元の強弱は中国経済の成長見通しを反映します。

**図2：アジアの高利回り社債は“売られ過ぎ”  
(2008年1月3日～2018年11月15日)**



出所：JPモルガン・アジア・クレジット・インデックス：Non Investment Gradeのデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。2018年11月15日時点。

**アジアの企業業績見通しは流動性の低下を背景に、下方修正が続いています。その中で、現在、アジアの高利回り社債をオーバーウェイトとしていますが、その理由は何ですか？**

我々は、アジアの高利回り社債は、発行企業（中でも中国の不動産企業）のファンダメンタルズから考えて、現在売られすぎの状態にあると考えます。

ただし、これらの企業の借り換えサイクルが短期化する傾向を注視しています。多くの企業は投資家の長期債務に対する懸念を受け、3年あるいはそれより短期の借り換えしかできない状態となっています。このように資金調達がより困難となる状況下、中国の不動産企業のなかには土地購入を抑制している企業もあります。

このため、我々は、今後2～3年以内に借り換えが可能な企業を選び投資していかねばならないと考えています。これらの企業は資金を確保したり、融資に必要な担保となり得る土地や売却可能な土地を所有しているため、安心感があります。

しかしながら、こうした流動性の厳しい環境にある中で、投資対象企業が積極的な業務拡大を再開するようなことがあれば、否定的な見方に変更するでしょう。実際、そのような企業への投資は避けています。

○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。○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。

**アジアの米ドル建て債券、および現地通貨建て債券の見通しを教えてください。どのようなセクターや国に注目していますか？どのような点に投資の機会があると考えていますか？**

アジアの米ドル建て債券投資は安定したリスク調整後のリターンが期待でき、特に利回りを追求する投資家に良い投資機会を提供すると見えています。

確信度の高いセクターの中から、中国の資産運用会社（AMCs）セクターを例にします。債券発行増加懸念、国内金融市場での借入条件の厳格化、中国最大のAMC企業のトップに対して調査が入ったことなどを受けてAMCセクター全体で国債との利回りスプレッドは大幅に拡大しました。現状の利回りスプレッドは、投資を行うのに十分な水準まで拡大しており、売られすぎと考えます。

AMCセクターのなかには、経営陣の入れ替えも含めた構造改革に着手している企業も見られますが、同セクターの時価総額上位企業は中国の不良債権処理にとって重要な役割を果たしており、先に示したような逆風にもかかわらず、その重要な役割を果たすことが求められ続けるでしょう。

現地通貨建て債券もまた、選別は必要ながら、魅力的なトータルリターンの機会を提供すると考えます。

アジアの通貨は米国と新興国市場の成長速度の差が狭まるに連れ、米ドルに対して上昇する可能性があります。また、米国の双子の赤字といった構造要因などが再度注目されれば、米ドル高傾向が弱まる可能性もあります。

アジアの多様な金利サイクルやバリュエーションが投資機会をもたらすと考えます。我々はインドとインドネシアとフィリピンの現地通貨建て債券に強気の見通しを持っています。インドネシアとインドについては実質利回りがアジアの中で最も魅力的です。両国とも2019年に追加利上げ圧力の緩和が見込まれる中で、マクロ経済環境がより安定することが予想されます。それに対して、フィリピンについては、利上げサイクルの最終段階に近付いており、現在の債券利回りには今後の利上げがすでに織り込まれていると考えています。

<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。○当資料では、外国籍投信に言及することがありますが、当該外国籍投信の売買を推奨・勧誘を行うものでもありません。○当社による事前の書面による同意無く、当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。○JPモルガン・アジア・クレジット・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。