

invested in insights.

eastspring
investments

A Prudential plc (UK) company



アジア債券の投資妙味

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

ポイント

- 2025年には関税を巡るニュースが市場のボラティリティを高めると予想されており、アジアの高格付け債券の魅力的な利回り水準と安定したインカム収入は投資家にとって魅力的です。
- 2025年のアジア地域の安定したマクロ経済のファンダメンタルズとアジア企業の社債が需給面で純供給量がマイナスになることもアジア債券市場を下支えすることでしょう。関税の影響は一様でなく、勝者と敗者が生まれる可能性が高いため、アクティブ投資による魅力的なアルファ創出を促進するには銘柄選択が重要になります。
- アジア地域全体の特異な特性として、現地通貨建てアジア債券市場間における分散性(バリュエーションや値動きが市場によって一様でなく、まちまちであること)が挙げられますがこの傾向は今後も続くことでしょう。投資家は市場の混乱を利用し、アジア中央銀行の利下げサイクルを活用し、地政学的リスクを乗り切ることで、大きな価値を引き出すことができることでしょう。

アジア債券のパフォーマンスはJ.P.Morgan Asia Credit Index(JACI)でみると、2024年は好調なリターンを記録し、本年2025年に入ってから年初来でプラスのリターンを記録しています(2025年2月19日時点)¹。

米国とアジアの債券利回りは、米国大統領選挙の後の当初は市場が米国の経済成長の加速、インフレ率の上昇、米国の財政赤字拡大の見通しに注目したため上昇しました。米国10年国債利回りは、2025年1月中旬には一時4.8%の高水準に達しました。

その後、債券市場は米トランプ大統領の就任以降、変化しました。不法移民の大規模な強制送還がそれまでの米国の『例外主義(米国経済の力強さ)』にマイナスの影響を及ぼす可能性が生じるとの懸念が、米国債利回りの低下(価格は上昇)につながりました。さらに、関税強化の動きが当初遅れたこと、および中国だけを標的とするのではなく関税がより広範囲に適用されるようになったことで、アジア債券のリリーフラリー(不安感後退からの相場上昇)がみられました。

信用格付けの高いアジアの高格付け債券は、投資家に魅力的なインカム収入を確保する機会を提供し、また投資ポートフォリオのボラティリティを抑制するのに役立ちます。スプレッドがタイトで、米国の利下げサイクルが予想よりも緩やか(実際、FRBのパウエル議長は3月7日の講演で“利下げを急ぐ必要はない”との認識を示しています)であることを考えると、2025年の債券投資のリターンの源泉はキャリー(利子収入)となるでしょう。(※キャリーの優位性については私たちの2024年12月10日発行のレポート『[2025年の市場展望](#)』をご参照下さい。)

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。

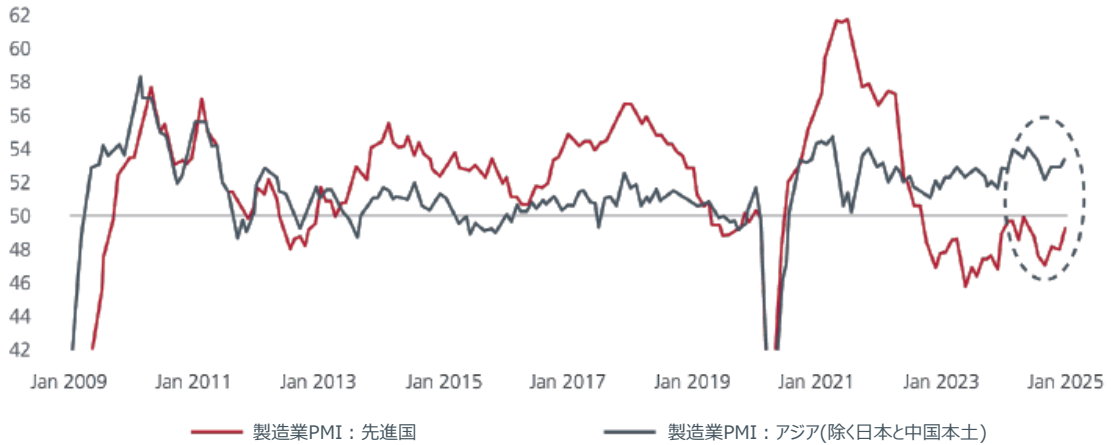
イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

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

250324 (02)

invested in insights.

図表 1: 製造業PMI ~ 先進国とアジア(除く日本と中国)の比較



出所：S&P Global、CEIC、HSBC のデータ(2025年2月4日)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)が作成。

アジアにおける関税問題の乗り越え方

アジア諸国(除く日本と中国本土)の経済は、地政学的緊張の高まりや関税の不確実性にもかかわらず、堅調に推移しています(図表1参照)。ほとんどのアジア諸国における最新の製造業PMIは好不況の分かれ目となる50を超えており、景気拡大を示しています。

関税強化は、企業による設備投資の決定を遅らせ、企業の景況感を低下させ、経済成長に悪影響を及ぼす可能性があり、アジアにマイナスの影響を及ぼします。関税リスクを推定する方法はその国の対米輸出の割合、対米貿易黒字、実質関税率など、さまざまです。米国の直接攻撃対象となっている国々と密接的に結びついた経済への二次的影響も重要です。米国による関税強化の動きによって、多くのアジア経済が影響を受ける可能性があります。その度合いは一様ではなく微妙な違いがあります。たとえば、米国と自由貿易協定を結んでいる経済は、影響が少ない可能性があります。米国との戦略的関係が強い一部の国(例：日本、場合によってはインド)はより強い影響力や交渉力を持つようになる可能性があり、複雑な輸出を行っている台湾、韓国、シンガポールなどの経済は、より非弾力的(あまり大きな影響を受けない)な需要の影響を享受する可能性があります。影響が伝播するメカニズムと債券発行体への直接および間接的な影響を理解するには、徹底的な格付け調査が必要となります。今のところ、トランプ大統領による最近の鉄鋼とアルミニウムへの関税強化の動きは、アジアには限定的な影響しか及ぼしていない模様です。

一方、中国に対して投資家が過度に弱気になることについては、私たちイーストスプリングは注意したい、と考えています。第一次トランプ政権発足以来、米国の輸入に占める中国の割合は低下しており、中国経済は以前ほど米国に対して脆弱な状態ではありません。中国の政策担当者も、景気刺激策やその他の支援策を提供する姿勢を強めているようです。市場は依然として中国に対する投資家の“極度な悲観主義”を反映しているため、投資家が中国経済の回復に向けてポジションを取るには魅力的な投資機会となるかもしれません。市場好転のきっかけとしては、関税リスクの軽減や財政刺激策の強化などが挙げられます。(※実際、3月の全人代では景気刺激策が打ち出されました。詳細につきましては私たちの3月12日発行のレポート『[中国：景気刺激策への政策転換](#)』をご参照下さい。)

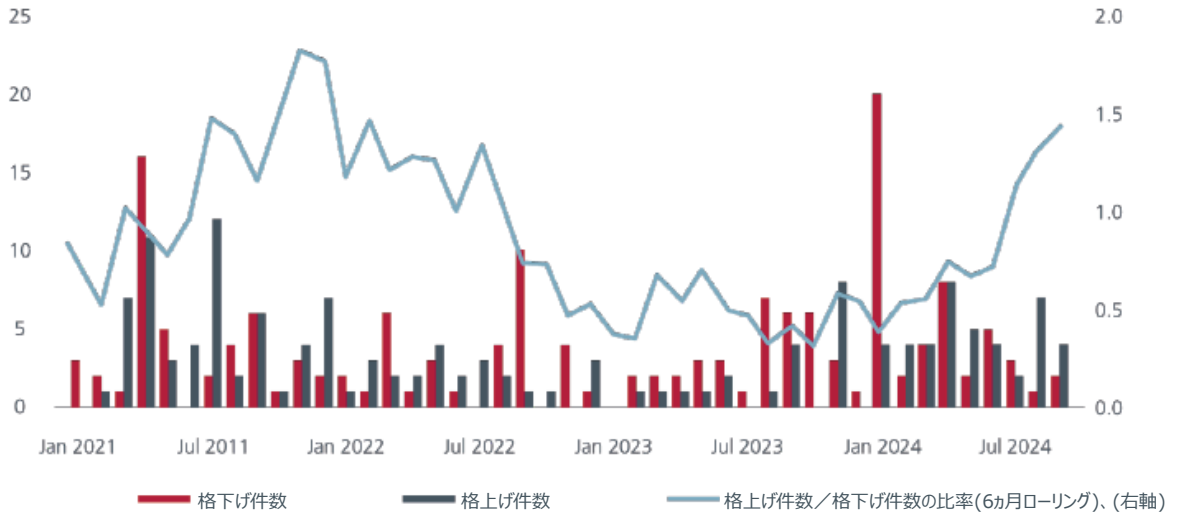
アジアの米ドル建て債券と現地通貨建て債券の投資機会

アジア企業の信用ファンダメンタルズは概ね安定しており、財務の健全性を示す負債資本比率は低下傾向にあります。特にインターネット、通信、運輸、消費者セクターのファンダメンタルズ見通しについては前向きです。また、オーストラリアと日本の金融セクターについても私たちは好感しています。

アジアの米ドル建て債券の中では、タイトな信用スプレッド(国債金利に対する上乗せ幅)では投資家がより多くのリスクを取るのに十分な見返りが得られないため、私たちは特に投資適格債券への投資を愛好しています。私たちはディフェンシブな投資姿勢を維持していますが、スプレッドが拡大した場合は再び積極的な投資を検討します。なおここ数ヶ月間、アジア投資適格債券では格上げ件数が格下げ件数を上回っています(図表2参照)。

invested in insights.

図表 2: アジア投資適格債券の格付は直近、格下げ件数よりも格上げ件数の方が多い



出所：Bloomberg のデータ(2024年11月5日)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)が作成。

私たちは利回りが急上昇したときにはデレレーションを延長する投資機会を狙っています。しかし債券利回りの上昇を待っている間においても、今のところデレレーションの短い債券はその利回り水準が依然として魅力的であり、リスク回避が高まった場合にも十分な流動性を提供するというメリットももたらします。またアジアの投資適格債券をさらに格付け別にみると、特に“AA”と“BBB-”に投資妙味があると私たちは見えています。

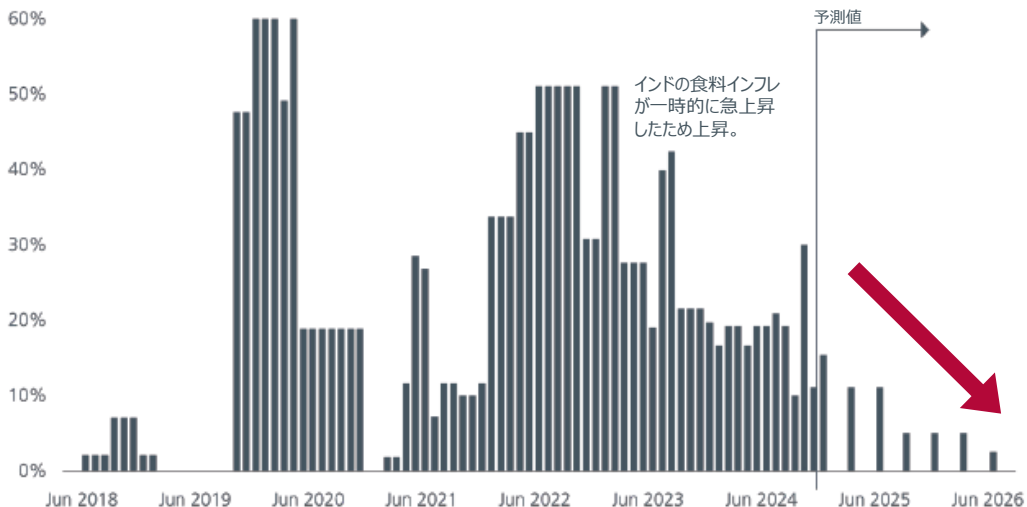
アジア債券を供給面でみると、米国の長期金利の上昇により、アジア企業による米ドル建て債券の発行が抑制される可能性があります。

2025年に予想される米ドル建てのアジア企業の社債が需給面で純供給量がマイナスになることも、市場を下支えすることでしょう。

アジアの現地通貨建て債券では、主に関税関連の不確実性によって引き起こされた市場の混乱により、まれにみるバリュエーション面での魅力的な投資機会が生まれましたが、アジア通貨も下落しています。しかし米ドルにヘッジされた厳選されたアジアの現地通貨建て債券は、投資家にとってポートフォリオのリターンを高める魅力的な機会を提供すると私たちは考えています。

図表 3: アジア域内のインフレはすでに中央銀行のコンフォートゾーンに戻っている

アジア：インフレ率が中央銀行の目標(コンフォートゾーン)を上回る水準にある経済のGDPシェア (購買力平価ベース)



出所：Haver, Morgan Stanley Research のデータ(2025年1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)が作成。

invested in insights.

米国のインフレ率は依然として高止まりしていますが、アジアのほとんどの国ではインフレ率が中央銀行の目標水準に戻っています(図表3参照)。関税がアジア地域の経済成長に下振れリスクをもたらす中、米連邦準備制度理事会(FRB)が政策金利を据え置いたとしても、アジアの中央銀行は成長を支えるために利下げに前向きであると考えられます。この点に関して、インド、インドネシア、韓国、シンガポールの中央銀行はすでに利下げサイクルに入っているか、さらなる緩和姿勢を示唆しています。

アジアの中央銀行の中には、下落リスクを抑えるために外貨準備金を投入し、現地通貨建て高利回り債券に安定した市場環境を提供しているところも見受けられます。過去3年間、インドやインドネシアなどのアジア高利回り債券は、中央銀行の政策に支えられ、投資家に高いリターンを提供してきました。これらのアジアの現地通貨建て高利回り債券のイールドカーブはスティープ化(急勾配化)しており、こうした状況下では中央銀行がさらなる利下げに踏み切った場合、デュレーションの長い債券は短い債券よりも恩恵を受ける可能性があります。こうした点についても私たちは注目しています。

インカム収入を活用しトータルリターンを高める

これまでのところ(2025年3月時点)、中国を除くアジア経済は比較的回復力があり、アジアの中央銀行は必要に応じて成長を支えるために金利を引き下げる用意があるようです。2025年のマクロ経済状況の好転とアジア社債の純供給量のマイナスは、アジア債券市場を下支えすることでしょう。2025年には関税のニュースで市場のボラティリティが高まると予想されるため、高格付けのアジア債券からの魅力的な利回り水準と安定したインカム収入はトータルリターンの向上につながり、投資家にとって魅力的なものとなるでしょう。

スプレッドがタイトで米国の利下げサイクルが予想よりも緩やかであることを考えると、キャリーはトータルリターンの重要な要素となることでしょう。関税によって勝者と敗者が生まれる可能性が高いため、アルファ創出を促進するにはクレジット選択が重要になります。投資家は2025年をうまく乗り切るために機敏性と規律を保つ必要があります。

アジア地域全体の特異な特性として、現地通貨建てアジア債券市場間における分散性(バリュエーションや値動きが市場によって一様でなく、まちまちであること)が挙げられます。市場の混乱(例：関税の引き上げ)をむしろ投資機会と捉え、アジアの中央銀行の利下げサイクルを活用し、地政学的リスクを管理することで、投資家は大きな価値を引き出し、投資ポートフォリオの収益を向上させることが期待できます。

(データ出所)

1. Bloomberg のデータ(米ドルベース)。

※ JP Morgan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。