
リサーチレポート

債券

2024年8月

アジア債券の 投資機会を探る



03	はじめに
04	アジア債券の投資機会を探る
05	資産運用会社はインカム収入と分散化を追求
09	資産運用会社／アセットオーナーはアジアに強気
11	債券の選好
13	市場の環境は、投資家に友好的になりつつあります
14	より質の高い銘柄にシフト
16	ソブリン債の格付けの見通しは良好
17	グリーンボンドへの関心は弱まりつつある？
19	グリーンボンドの長期見通しは引き続き良好
20	資産運用会社／アセットオーナーはマクロ経済を懸念
21	見通しは依然として明るい
22	年限カーブは長期化
22	「貯蓄」プールの成長

はじめに



Kheng Siang Ng

ステート・ストリート・
グローバル・アドバイザーズ
債券部門アジア太平洋
地域責任者
兼シンガポール拠点責任者

アジアに拠点を置く資産運用会社／アセットオーナーは、地域の経済見通しが明るく、大幅なインカム獲得機会が見込まれることから、アジアの債券市場への楽観論を強めつつあります。ABF 汎アジア債券インデックス・ファンド（PAIF）が資産運用業界を対象に行った調査では、地域経済の多様性が一因で、債券への資産配分が増加していることが示されました。

増加の背景には、他にも、安定性、魅力的な利回り、また国内投資家の多様化（タイプや規模）などの要因があります。地域では市場自由化や金融インフラ強化への取り組みが進んでおり、世界の投資家の関心を集めています。懸念材料は多少あるものの、長期的に見通しは明るいため、地域の債券市場は投資先として有望です。

アジア債券の投資機会を探る

アジアに拠点を置く資産運用会社／アセットオーナーは、同地域は景気見通しが明るく、経済の多様性に優れ、インカム獲得の大幅な機会が見込めることから、地域の債券市場への楽観論を強めつつあります。最近の利上げサイクルにより、インカム創出という債券の重要な役割が回復しました。米連邦準備制度理事会（FRB）が2022年3月に利上げを開始するまで、高格付け債の利回りは10年以上にわたり過去最低水準で低迷していました。インフレが徐々に落ち着きを見せるなか、現在、金融業界では世界的に利下げ局面に入るとの観測が広がっています。これは、アジア債券市場の多くでアウトパフォーマンスが続く可能性を示唆するものです。

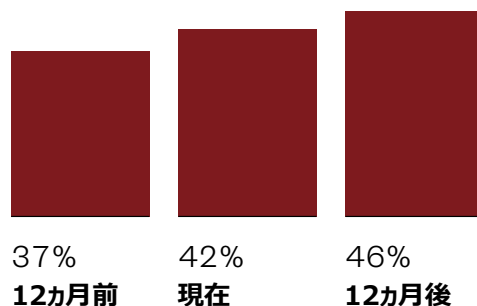
“投資家はこうした利回りを受け入れてきました。私がアジアの債券市場に携わってきた過去20年間に、投資適格の格付けを有する借り手の利回りがこの水準だった期間は直ぐに終わっています。確かにこのような利回りは歴史的に見ても長続きしていません。投資家は既に債券投資に大きく舵を切っています。”

Owen Gallimore—ドイツ銀行、アジア太平洋地域クレジット分析責任者

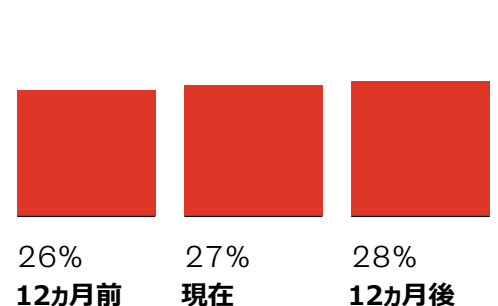
こうした楽観論は、PAIFがアジア太平洋を拠点とする資産運用会社／アセットオーナー600社を対象に実施した調査に反映されています。それによると、調査対象企業は今後12か月で資産の46%近くを債券に配分する見込みだと回答しています（現在の配分比率は42%、12か月前は37%）。

図表 1：
アジア太平洋地域の資産運用会社／アセットオーナーは分散化とインカム獲得を目指しているが、インフレとリセッションに懸念

債券市場へのアロケーション



アジア債券へのアロケーション



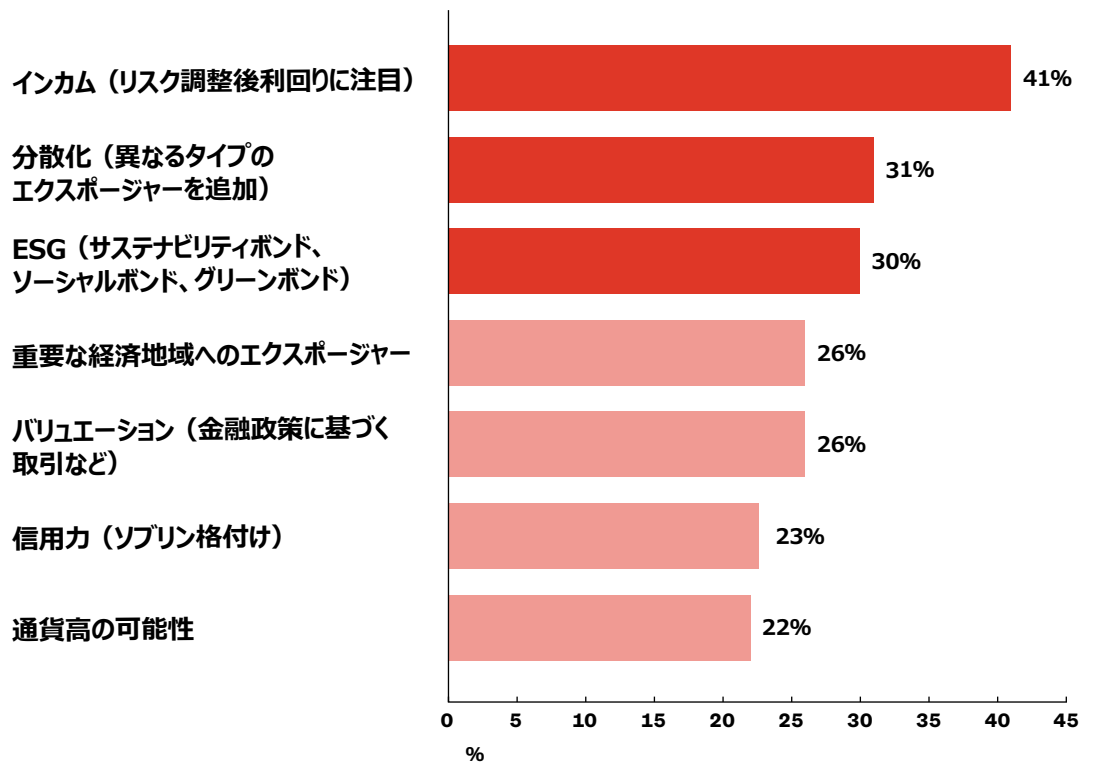
出所：PAIF、「アジア債券の投資機会を探る」調査、2024年2月

資産運用会社はインカム収入と分散化を追求

調査結果は、資産運用会社／アセットオーナーが債券の資産配分先としてアジアに惹かれる理由が多数あることを示しています。アジア地域は、フィリピンやインドネシアのような高成長の新興国市場から、シンガポールや香港など信用格付けが高い成熟した市場まで、経済発展の段階が異なる多様な国・地域で構成されています。

PAIFの調査によると、資産運用会社／アセットオーナーの41%はインカム獲得のために債券投資を行っており、分散化目的は31%、サステナビリティ関連の目標達成が目的との回答は30%でした。日本を除くアジアの債券投資の主な魅力について、資産運用会社／アセットオーナーの3分の1が「分散化」をあげており、インカムと経済情勢がそれぞれ 32%でこれに続いています。

図表 2 :
債券投資の最大動機は
インカム獲得



出所：PAIF、「アジア債券の投資機会を探る」調査、2024年2月

アジア太平洋地域の資産運用会社／アセットオーナーはアジア（日本を除く）の国債市場の最大の魅力は分散化とインカム収入にあると考えています。ただしいくつかの重要な懸念材料があります。

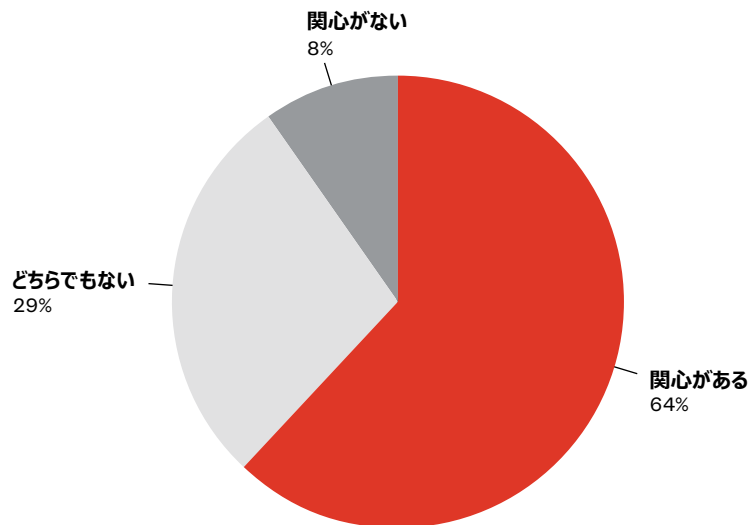
図表 3：
アジア太平洋地域の資産運用会社／アセットオーナーが債券投資になにを求めているか

求める要素（上位）		懸念材料（上位）	
分散	33%	リセッション	37%
インカム	32%	インフレ	37%
経済の成長	32%	地政学要因	35%
		通貨安	35%

出所：PAIF、「アジア債券の投資機会を探る」調査、2024年2月

分散化を目的とする投資家が多いことを反映し、資産運用会社／アセットオーナーの64%が単一の国・地域の国債市場より地域全体への投資に関心があると回答しています。これに対して、どちらでもないが29%、あまり関心がないが8%でした。上場投資信託（ETF）がポートフォリオに占めるアジアの個別債券市場の割合の上限について質問したところ、資産運用会社／アセットオーナーの約70%が35%～45%以下、38%が25%～35%で十分だと回答しています。単一市場への集中度が50%を超えても問題ないと回答は8%にとどまりました。つまり、回答者の92%は、単一市場へのエクスポージャーをファンド資産の50%未満に抑えたいと考えているということです。

図表 4：
単一エクスポージャーより分散化を愛好

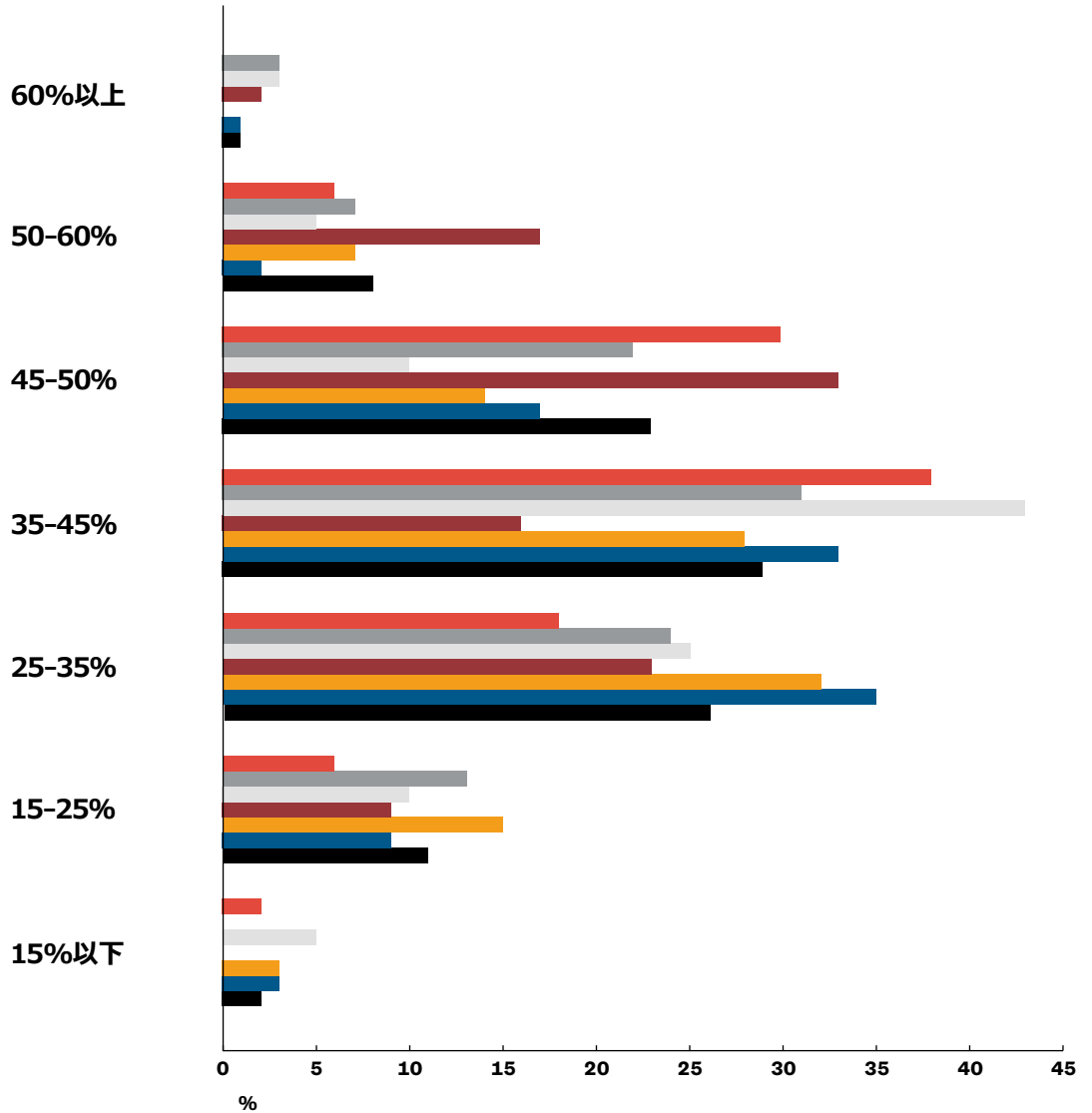


出所：PAIF、「アジア債券の投資機会を探る」調査、2024年2月

半数以上の投資家は単一の国・地域への配分比率が25%～45%であれば問題ないと考えています

図表 5：
投資家は集中度が比較的高くても問題ないと考えています

■ 韓国
■ 中国
■ オーストラリア
■ シンガポール
■ 日本
■ 香港
■ 合計



出所：PAIF、「アジア債券の投資機会を探る」調査、2024年2月

図表 6：
Markit iBoxx ABF 汎アジア指数を構成する8つの市場の経済はアジア地域の多様性をよく示しています

市場	一人当たりGDP (米ドル)	実質GDP成長率	インフレ率 (前年比)
シンガポール	\$84,734	1.1%	4.8%
香港	\$50,697	3.3%	2.1%
韓国	\$33,121	1.4%	3.6%
中国	\$12,614	5.2%	0.2%
マレーシア	\$11,649	3.7%	2.5%
タイ	\$7,172	1.9%	1.3%
インドネシア	\$4,941	5.1%	3.7%
フィリピン	\$3,726	5.6%	6.0%

出所：世界銀行グループ、ブルームバーグ・ファイナンスL.P./ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ、2023年1月1日～2023年12月31日。一人当たりGDP（現在の米ドル換算）は四捨五入されています。

投資家はアジア市場でさまざまな年限、利回り、信用格付けの債券に投資することが可能です。つまり、資産運用会社／アセットオーナーは、さまざまな経済シナリオに合わせた債券ポートフォリオをアジア域内で構築できるということです。

分散化の機会はいずれの市場の動きとも関係があります。たとえば、シンガポールや香港の債券市場は米国金利の動きに連動する傾向があります。フィリピンやインドネシアなどの新興国の場合、信用格付けが長期的にパフォーマンスに特に重要な影響を及ぼします。

“ 安定性はアジアの国債の重要な特性です。ボラティリティに対するキャリーの比率に基づくと、新興国市場のなかでアジアが安定したキャリー投資の対象であることがわかります。インドとマレーシアの国債がトップ 2 を占め、中国とインドネシアもいい位置につけています。”

Pin Ru Tan—HSBC、アジア太平洋金利戦略部門責任者

アジアの債券は米国の債券を上回るリスク調整後リターン¹を提供しました。2001年1月から2024年6月までのボラティリティ水準は、アジアの債券が4.59%、米国の債券は4.82%でした。しかしこの間の年率リターン（米ドル建て）は、アジア債券が4.78%だったのに対し、米国の債券は3.10%でした。アジア市場の経済の牽引役はそれぞれ大きく異なります。インドネシアとマレーシアはコモディティ価格の影響を受けやすく、国内経済の規模が大きい中国本土の牽引役は製造業と輸出で、シンガポールと香港は世界的な金融ハブです。

“ 分散化が必要ならアジア地域は無視できません。イールドカーブが確立し、ファンダメンタルズは良好です。これらはいずれも分散化ポートフォリオを支える要因です。バリュエーションの観点だけでなく、流動性の有無やカーブのどのポイントにポジションを構築したいかという観点からも投資機会を模索できます。”

Alaa Bushehri—BNP パリバ・アセットマネジメント、新興国市場債券部門責任者

図表 7：
Markit iBoxx ABF
汎アジア指数を構成する
8市場の金融関連データ

市場	キャッシュレート/ 政策金利	10年物国債利回り	信用格付け	債務の対GDP比率
シンガポール	3.43%	3.20%	AAA	170.8%
香港	5.75%	3.42%	AA+	50.2%
韓国	3.50%	3.27%	AA	45.5%
中国	3.45%	2.20%	A+	22.7%
マレーシア	3.01%	3.99%	A	64.3%
タイ	2.50%	2.67%	A-	54.3%
インドネシア	6.25%	7.04%	BBB	39.0%
フィリピン	6.50%	6.57%	BBB+	60.1%

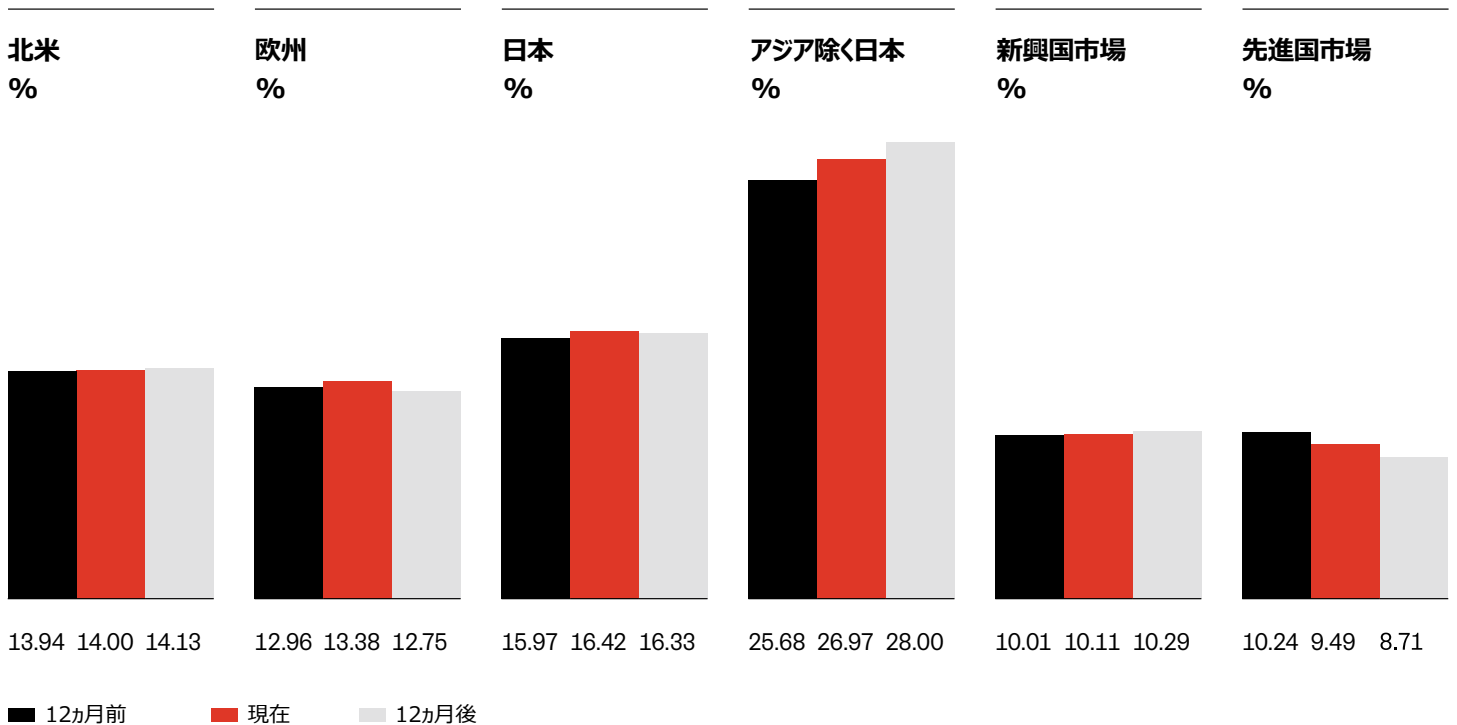
出所：キャッシュレート／政策金利：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、中央銀行の政策金利、シンガポールの場合はシンガポール翌日物金利平均（SORA）を示します（2024年6月28日時点）。10年物国債利回り：ブルームバーグ・ファイナンス L.P.、10年物国債利回り、2024年6月28日時点。信用格付け：S&P グローバル・レーティングス、ブルームバーグ・ファイナンス L.P.、2024年6月28日時点。債務の対GDP比率：CEICデータ、名目GDPに占める政府債務の割合、2023年12月31日時点、ただし中国は2023年9月30日時点。

アジアの債券市場は他の債券市場の代替としても優れています。「アジア市場は国や地域により異なる動きを見せるため、多くの投資家が伝統的な債券エクスポージャーからのシフトを検討しています」。ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズの債券部門のアジア太平洋地域責任者兼シンガポール拠点責任者、Kheng Siang Ngはこう指摘し、さらにこれらの投資家の多くはアジア債券を購入するために保有している米国債の一部を売却していると付け加えました。

資産運用会社/アセットオーナー はアジアに強気

アジアの魅力的な経済環境を背景に、投資家センチメントは高まりつつあります。平均すると、資産運用会社/アセットオーナーは今後12か月で債券投資の28%を、日本を除くアジアに配分する計画です。これに対して現在は27%、12か月前は25.7%でした。資産運用会社/アセットオーナーが次に重要な債券投資先と考えているのは日本で、配分比率はこれら3つの期間のすべてにおいて約16%で変わりません。これに続くのは北米で、配分比率はすべての調査期間で約14%と同じく安定しています。

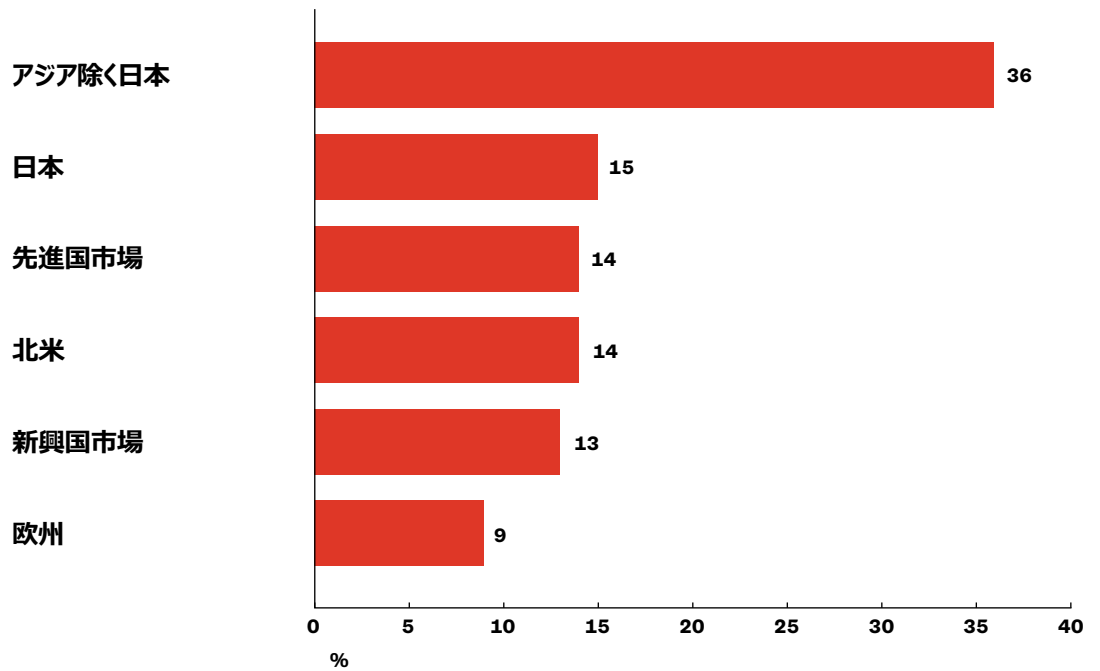
図表 8 :
アジア太平洋地域への資産
配分は増加する見込み



出所：PAIF、「アジア債券の投資機会を探る」調査、2024年2月

2024年に最も高い債券パフォーマンスをつけると予想する地域に関しては、36%の資産運用会社／アセットオーナーが日本を除くアジアをあげ、これに日本（15%）、北米（14%）と続きました。欧州の債券市場がトップ・パフォーマンスになると楽観視しているのは9%に過ぎません。

図表 9：
2024年に最も高い債券リターンをつける
と予想されている市場



出所：PAIF、「アジア債券の投資機会を探る」調査、2024年2月

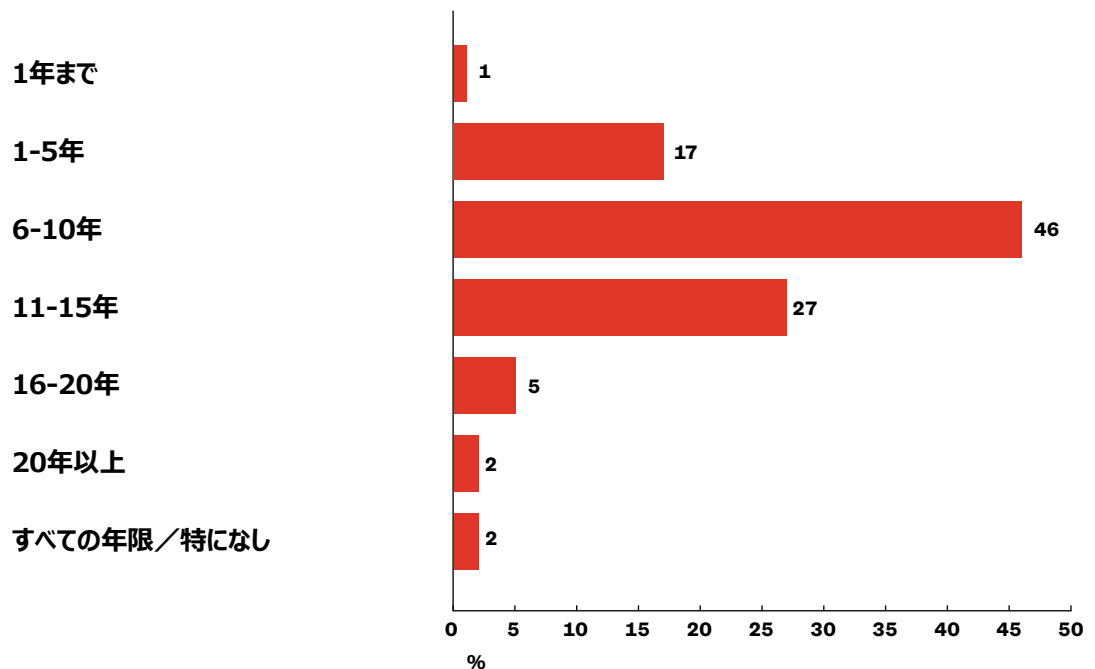
“ コロナ禍の前後を通じて、ファンダメンタルズは力強さを維持しています。そしてこの健全な基調は今後も続くとみられます。”

Alaa Bushehri—BNP パリバ・アセットマネジメント、新興国市場債券部門責任者

債券の選好

日本を除くアジア債券の年限に関しては、資産運用会社／アセットオーナーの64%が10年以下を選好しており、そのうち最も人気が高いのが6-10年ゾーンで、全体の46%を占めています。15年超の債券を保有したいとの回答はわずか7%でした。

図表 10 :
資産運用会社／アセット
オーナーが選好するアジアの
国債（日本国債を除く）の
年限は9.3年



出所：PAIF、「アジア債券の投資機会を探る」調査、2024年2月

資産運用会社／アセットオーナーの多くが目にするのは10年未満の債券かもしれませんが、Markit iBoxx ABF汎アジア指数を構成する8つの市場は、幅広い年限を網羅しています。たとえば、香港、タイ、フィリピンの国債の年限は最長20年です。インドネシア、マレーシア、中国は30年債も発行しています。中国本土では先ごろ50年債の発行を開始し、韓国とシンガポールでは50年債の市場は既に確立しています。

長期債の人気が高まるのはイールドカーブが右肩上がりで、投資家が、再投資リスクを回避するために、長期利回りを魅力的な水準で固定したいと考えるときです。そして債券年限に対する需要は、投資家の目的によって大きく異なります。たとえば銀行は、主としてバーゼル規制の枠組みに基づく自己資本要件を満たすため、短期で高品質の債券を選好します。

生命保険会社や年金基金は、長期にわたる負債を保有する傾向があり、こうした負債に資産をマッチングさせる必要があるため、通常、現地通貨建ての長期債券を 선호します。一方、アセットマネージャーやウェルスマネージャーなどの投資家はマニフェストにおいてより大きな裁量を持つことが多くあるため、イールドカーブ上で最善と考える年限を選ぶでしょう。

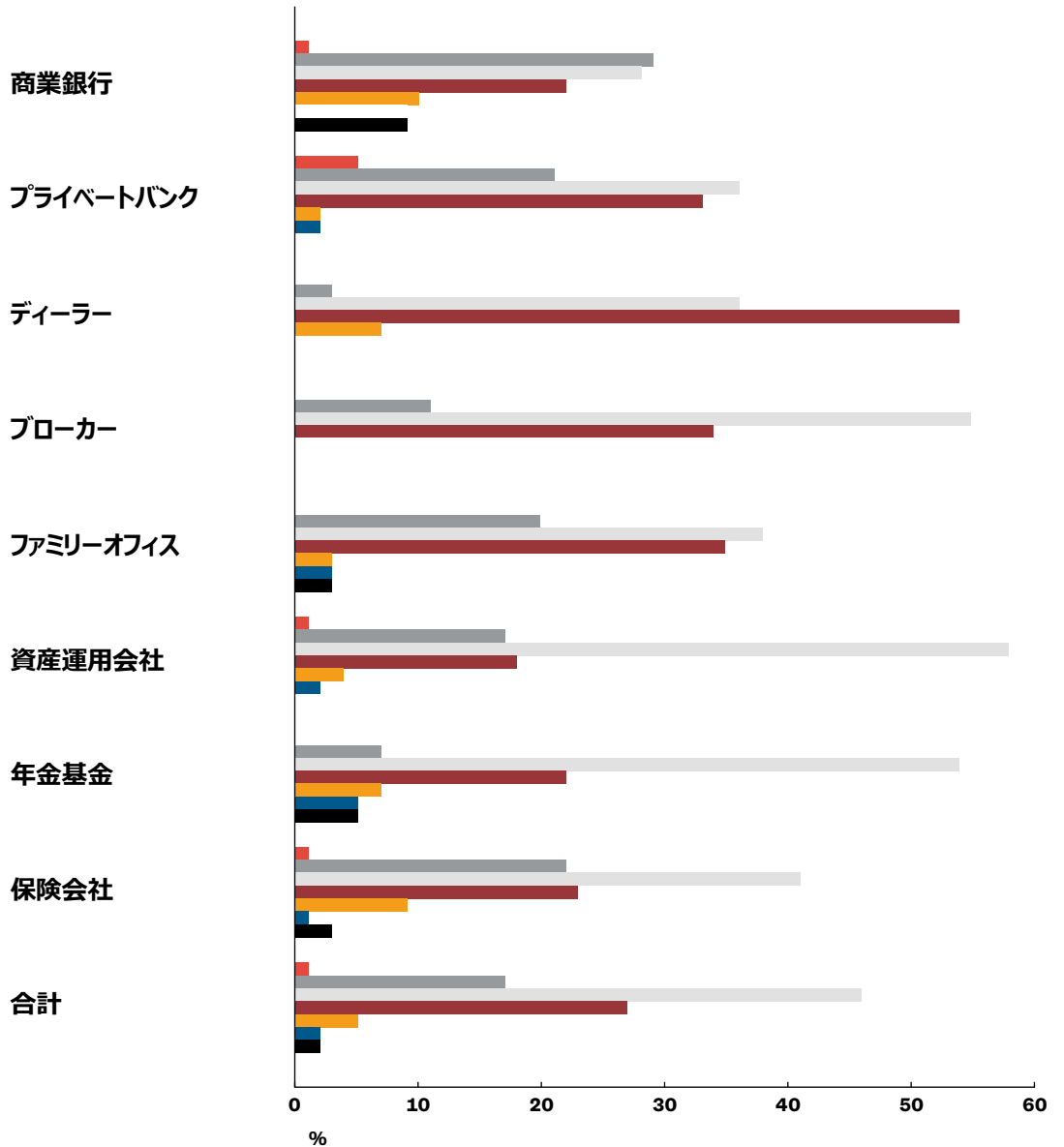
“ 保険会社、特に生保は、販売した保険契約に見合うデュレーションが長い資産を保有する必要があります。年金基金、エンダウメント(大学の基金等)、大企業は基本的にインカム収入を追求します。これらの投資家は通常、元本保全の可能性が最も高い投資適格債を 선호します。”

Andy Suen—パインブリッジ・インベストメンツ、アジア債券部門共同責任者兼ポートフォリオマネージャー

アジアの資産運用会社／アセットオーナーの多くが5-10年ゾーンに注目しているのは、特に米連邦準備制度理事会（FRB）が金融緩和を開始すれば、その後アジア地域の大半で予想される利下げの動きを利用しようと考えているからです。アジアの資産運用会社／アセットオーナーは、利下げが始まると、こうした年限の債券が最適なバリュエーションを提供すると予想しています。

図表 11：
選好する年限は、金融機関
のタイプによって異なります

- 1年まで
- 1-5年
- 6-10年
- 11-15年
- 16-20年
- 20年以上
- すべての年限／特になし



出所：PAIF、「アジア債券の投資機会を探る」調査、2024年2月

市場の環境は、投資家に友好的になりつつあります

アジア市場の多くでは資本市場の自由化が着実に進み、債券の投資家基盤も拡大してきました。

“ こうした国の多くは国内債券市場を開放するために、国内の規制改革を実行し、金融インフラを強化しています。中国の巨大なオンショア債券市場の開放は、その極めて重要な事例と言えます。”

Freddy Wong—インベスコ・フィクスト・インカム、アジア太平洋地域担当責任者

中国本土は、国際金融のゲートウェイである香港の助けも借りつつ、市場開放の最前線に立って取り組みを進めてきました。たとえば、中国本土と香港の債券相互取引制度「ボンドコネクト」の導入によって中国本土と香港の投資家が互いの債券市場に投資できるようになり、オフショア投資家は中国の債券市場にアクセスしやすくなりました。中国当局は、中国本土と香港間のデリバティブの相互取引制度「スワップコネクト」も導入し、海外投資家によるオンショアの人民元建て金利スワップの取引と決済を可能にしました。これによってオフショア市場参加者は、人民元建て債券投資のヘッジをより効率的に行うことができるようになりました。

“ 市場開放の取り組みは、好影響をもたらしました。また、中国のオンショア債券がグローバル債券インデックスに採用されたことと相まって、グローバル投資家の中国国内債券への関心は非常に高まっています。”

Freddy Wong—インベスコ・フィクスト・インカム、アジア太平洋地域担当責任者

2023年11月24日、香港取引所（HKEX）は中国国債先物を立ち上げる計画を発表しました。すなわち、海外投資家は中国国債へのエクスポージャーを、香港でヘッジすることが可能になるということです。これにより、オフショア人民元取引の主要ハブとして、香港の役割はさらに強固となります。市場開放の動きは、他のアジア市場にも見られます。インドネシアは2018年、海外投資家がルピアのエクスポージャーをヘッジできるように国内市場でノン・デリバラブル・フォワード（NDF）を導入しました。これは、ルピア為替レートの安定性を維持するとともに流動性を高めるために、中央銀行が打ち出した一連の措置の1つです。こうした市場の中には、長期ソブリン債の発行頻度引き上げや債券取引所の整備によって、債券イールドカーブの長期セクターにおける流動性向上を目指している市場もあります。

“ 国内債券市場の魅力を高めるために各国がなすべき最も重要なことは、流動性を確保するとともに運営面の課題に対応することです。”

Alaa Bushehri—BNP パリバ・アセットマネジメント、新興国市場債券部門責任者

より質の高い銘柄にシフト

地場の機関投資家は、社債よりも流動性が高いため、ソブリン債や準ソブリン債を選好する傾向があります。また、より高い信用格付けを求める傾向もみられます。アジア太平洋市場の機関投資家、特に生保、銀行、年金基金、そして海外投資家は、現在も投資適格債に投資意欲を示しており、こうした資産への安定した資金流入源となっています。

“ アジアの投資家層は非常に保守的です。運用資産残高の増加の多くは、低リスクのマンデートが占める傾向があります。金融セクター、コモディティ、国有企業に対する需要が多く見られます。”

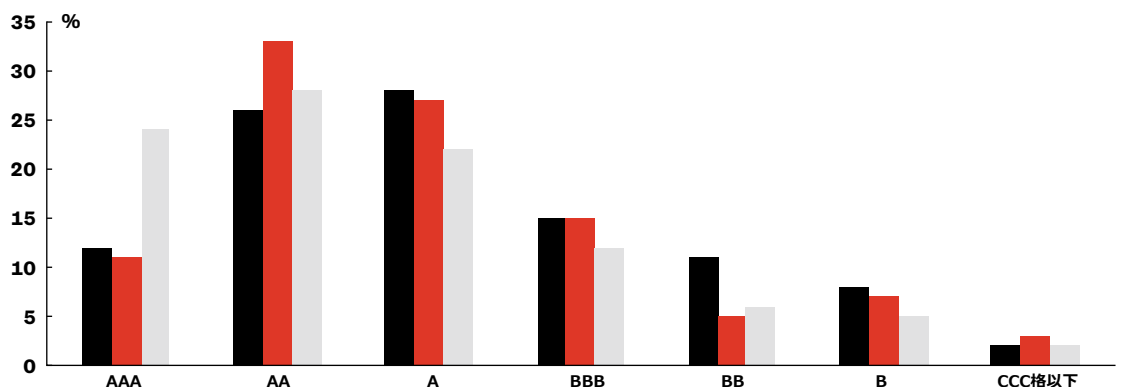
Owen Gallimore—ドイツ銀行、アジア太平洋地域クレジット分析責任者

一方、債券の質に関しては、アジアに拠点を置く資産運用会社／アセットオーナーは信用格付けの高い債券にますますシフトしています。1年前には、調査対象の資産運用会社／アセットオーナーの66%が、保有するすべての債券に最低でもA格以上の格付けを望むと回答していました。現在この数値は71%に上昇しており、今後12か月については、74%が最低でもA格の債券に投資したいと回答しています。

アジア太平洋の資産運用会社／アセットオーナーの間では、A格以上の格付けへの関心がますます高まる一方、BBB格以下の債券への関心は薄れつつあるようです。

図表 12 :
より格付けの高い銘柄にシフト

■ 12か月前
■ 現在
■ 12か月後



出所：PAIF、「アジア債券の投資機会を探る」調査、2024年2月

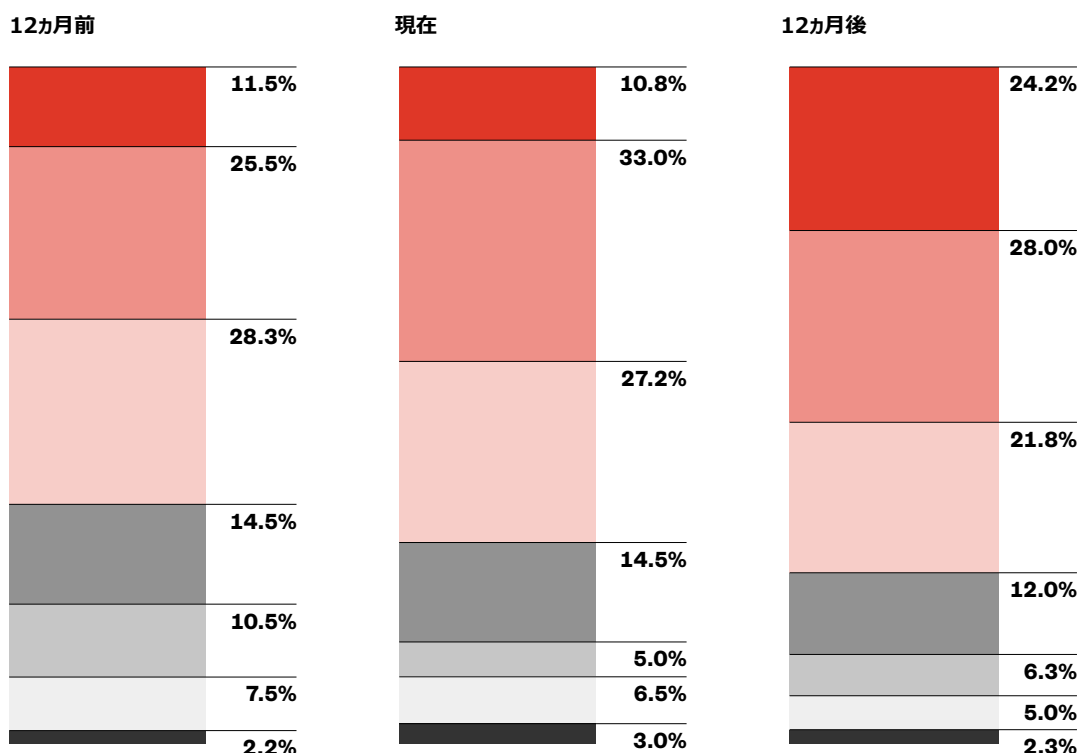
“ スプレッドのパフォーマンスを見ると、BBB格がアウトパフォームしています。そのため、たとえばBBB格とA格のスプレッド格差は、縮小しています。スプレッドが非常にタイトになっていることから、一部の投資家はより格付けの高い債券を愛好するようになっていきます。ただし、これは構造的な変化というよりも市場の一時的な動きです。”

Andy Suen—パインブリッジ・インベストメンツ、アジア債券部門共同責任者兼ポートフォリオマネージャー

調査データをさらに詳しく見ると、AAA格債券に対する関心が1年前の12%から現在は11%、そして12か月後には24%へと著しく変化していることがわかります。同じ期間にBBB格以下の債券に対する関心は36%から、30%、さらに25%へと低下しています。この格付け選好の変化は、ソブリン債と準ソブリン債に有利に働きます。

図表 13：
低格付け債への
関心が低下

■ AAA
■ AA
■ A
■ BBB
■ BB
■ B
■ CCC格以下



出所：PAIF、「アジア債券の投資機会を探る」調査、2024年2月

“ これまでA格以上の債券は、投資家からかなりの人気を集めてきました。現在は信用力が非常に高い債券を求めています。一部の投資家は、パフォーマンスが低調で質の低いクレジットへのエクスポージャーで火傷を負ったため、より質の高い債券に魅力を感じています。こうした投資家は、ポートフォリオのポジショニングをよりディフェンシブにシフトしています。”

Marie Tsang—ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ、債券ETFストラテジスト

ソブリン債の格付けの見通しは良好

2024年6月時点で、アジアのほとんどの現地通貨建てソブリン債の格付けは1998年以降概ね横ばい、または上昇軌道をたどっています。S&Pグローバル・レーティングスによると、インドネシアはB-格からBBB格へと大幅に改善し、韓国はBBB+格からAA格に急上昇し、タイはA-格からA格に上昇したのち再びA-格に戻っています。

一方、1998年にBBB+格だった中国の格付けは2017年9月にA+格に引き上げられ、2024年6月時点でこの格付けを維持しています。ただし、中国の格付けは主として不動産市場の問題と地方政府の債務への懸念から、クレジット・ウォッチに指定されています。中国当局は経済を多様化させ、国内消費を押し上げ、債務問題が及ぼす影響に対処できるよう断固たる措置を打ち出しています。

2024年6月30日までの1年間に、ブルームバーグ中国総合指数（中国の国債と人民元建て社債で構成）は現地通貨建てで、6.04%のリターンを上げました²。

“ 中国は不動産問題を抱えており、これが高利回りに影響を及ぼしています。しかし、皮肉なことに投資適格格付けを有する中国債券は過去2年間、世界でトップクラスのパフォーマンスの資産となっています。”

Owen Gallimore—ドイツ銀行、アジア太平洋地域クレジット分析責任者

中国は景気悪化やコロナ禍によるロックダウン（2023年1月8日に終了）の影響を乗り越え、これまでのところ底堅さを見せており、投資家はその経済の規模とダイナミズムによって、中国が高格付けを維持するとみています。

欧米の先進大国のうち、米国、英国、フランス、スペインは格下げされましたが、いずれもA格以上を維持しています。一方、イタリアは数十年にわたり景気が停滞し、高水準の財政赤字を抱えてきましたが、格付けはBBB格と、投資適格級に踏みとどまっています。緩和的な財政政策、膨れ上がる社会保障費用、生産性の伸びの低迷、停滞する経済により、これらソブリン格付けは今後10年でさらに悪化する可能性が極めて高いとみられます。

グリーンボンドへの関心は弱まりつつある？

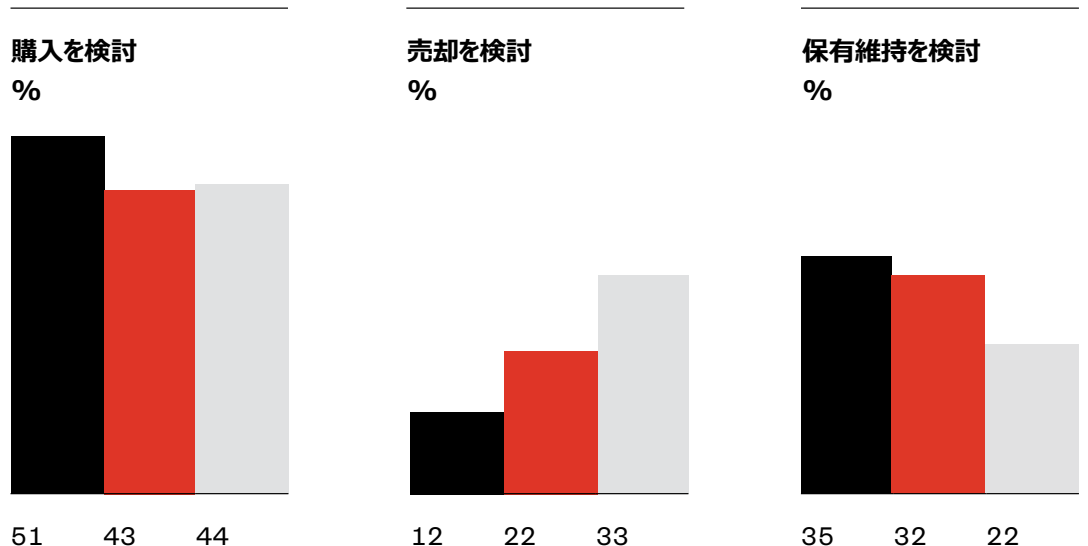
PAIFの調査では、アジアの資産運用会社／アセットオーナーが以前ほどグリーンボンドに関心をもっていないことが示されました。域内では、大気汚染対策など、数多くの措置が打ち出されており、それを考えると意外な結果でした。

1年前には51%の資産運用会社／アセットオーナーが、グリーンボンドの購入を優先事項にあげていました。この数値は現在43%に低下し、今後12か月でも44%とわずかな上昇にとどまっています。これと対照的に、グリーンボンドの売却を検討しているとの回答は1年前の12%から現在は22%、今後12か月では33%に上昇しています。

グリーンボンドへの関心は徐々に低下しており、調査対象期間に購入を減らす投資家、売却する投資家、全般的に保有を減らす投資家が増えています。

図表 14 :
グリーンボンドへの関心が低下

■ 12か月前
■ 現在
■ 12か月後



出所：PAIF、「アジア債券の投資機会を探る」調査、2024年2月

関心が薄れたことは意外でした。特に中国本土は脱炭素化で大きく前進しており、再生可能エネルギーの生産能力が大幅に増加し、電気自動車の生産台数で世界トップに上りつめているからです。また中国はグリーンタクソミー（環境保護等の観点から持続可能な経済活動を分類・定義するためのリスト）を初めて整備した市場の1つで、欧州連合（EU）とともに、そうした取り組みの先駆者でもあります。シンガポールや香港も、この分野で多大な努力を行ってきました。シンガポールは経済のグリーン化に関するイニシアティブを推し進めており、香港は持続可能な発展を支えるために、金融市場や金融商品の発展・開発に力を注いでいます。

グリーンボンドに対する投資意欲鈍化の一因として、規制当局や一部機関投資家がグリーンウォッシング、つまり環境基準を満たす活動のための資金を調達するように見せかける行為への警戒を強めていることがあげられます。EUを中心に規制当局はグリーンウォッシング阻止に向けて対策を講じており、そのため一部の投資家の間でグリーンボンド購入に対する懸念が生じています。

域内のグリーンボンドの規制基準がまだ定まっていないことも、投資意欲後退の要因です。確かに中国本土、香港、シンガポールでは既に基準が十分確立していますが、域内の規制基準に統一性がないため、投資家がグリーンボンドとしての適格性を判断することが難しい状況にあります。

グリーンボンドの長期見通しは 引き続き良好

アジア太平洋地域には欧州と違い、サステナブル投資に重点を置く大規模な投資家層はなく、それもグリーンボンドの価格に反映されています。たとえば、アジアの銘柄は、一部の例外を除き、伝統的債券と同様の価格水準で取引されています。一方、欧州のグリーンボンドは同等年限の伝統的債券を通常、数ベースポイント下回る水準で取引されています。ただし、環境要因が価格にやや影響を及ぼしていることを示す証拠は見られます。たとえば、再生可能エネルギー企業が発行した債券は、石炭など環境汚染をもたらすセクターの発行体による同等年限の債券に比べてクレジットスプレッドはタイトになる傾向があります。

債券サステナブル投資の他の分野でも、同様の状況が見られます。

“ 概して、サステナブルボンドは、発行市場では伝統的債券に比べて新発プレミアムが一貫して低く、また流通市場では需要が強いため利回りが低くなる傾向にあります。新規発行銘柄のブックビルディングで、サステナブルボンドの応募超過率は通常かなり高くなります。”

Freddy Wong—インベスコ・フィックス・インカム、アジア太平洋地域担当責任者

グリーンボンドへの関心は、おそらくこの先数年にわたって高まるでしょう。その最大の理由は、地域の多くの政府が脱炭素化を目指しており、大規模な投資が必要になることです。中国は既にこの分野で先陣を切っていますが、今後数年で他の諸国も脱炭素化のための資金を調達するためにグリーン、ソーシャル、サステナビリティ（GSS）ボンドの発行を増やすと予想されます。インドネシアなど多くのアジア市場は、これまでソーシャルハウジング（低家賃の公営住宅）プロジェクトの資金調達を目的にGSSボンドを発行してきました。

ただし、アジアの資産運用会社／アセットオーナーの多くは依然としてグリーンボンドの購入や保有に前向きです。グリーンボンド購入について、19%が債券市場の新たなセグメントの発展を促すことが目的だと回答しており、これに、伝統的国債を上回るパフォーマンスが期待できるとの回答が17%、税制面で優遇されているとの回答が15%で続いています。

図表 15：
グリーンボンドに投資する
主な目的

	%
債券市場の新たなセグメントの発展を促すため	19
伝統的国債をアウトパフォームすると予想しているため	17
グリーンボンド保有への税制優遇措置	15
気候に配慮した政府の政策を支援するため	14
投資マネート（ファンドがグリーンボンド等の保有を義務付けているため）	12
社内のガイドライン	11
投資家の希望	10
グリーンボンドは投資対象でない	1

出所：PAIF、「アジア債券の投資機会を探る」調査、2024年2月

資産運用会社／アセットオーナー はマクロ経済を懸念

アジアを拠点とする資産運用会社／アセットオーナーは、アジアを債券の投資先として評価していますが、いくつか懸念している点があります。上位の材料はそれぞれ以下の通り：

37%

リセッションとインフレ

35%

地政学要因

35%

通貨安

ドル高の猛威は、アジア太平洋を含む世界の多くの通貨に圧力をかけてきました。域内の政策当局の多くは米ドル高から自国通貨を守るための措置を打ち出しており、これによって海外投資家の不安はいくらか和らぐでしょう。

たとえば、インドネシアでは通貨ルピアが4年ぶりの安値をつけたことを受け、中央銀行はさらなる通貨の下落に歯止めをかけるため7日物リバースレポ金利（政策金利）を0.25%引き上げて6.25%としました³。これは、インフレ率を中央銀行の目標である1.5%～3.5%に抑えるための予防的措置でもありました。

日本、中国、韓国の政府高官はいずれも米ドル高への懸念を表明し、日本と韓国はドル高の抑制に向けて米国と共同声明を発表しました。そのため、必要な場合には中央銀行が為替市場の安定化のために協調介入を実施するとの観測が市場で広まりました。協調介入が実施されれば、中長期的にアジアの債券市場は恩恵を受けるとみられます。

ただし、FRB が金融政策の緩和に踏み切れれば、圧力はかなり緩和されるでしょう。米国のインフレ圧力の根強さを踏まえると、緩和の開始は 2025 年になるかもしれません。

見通しは依然として明るい

調査結果からはマクロ経済への懸念もやや見受けられますが、資産運用会社／アセットオーナーはマイナス要因よりプラス要因の方が遥かに多いと考えているようです。それは、現地通貨建て債券市場の成長にもある程度反映されています。市場の厚みが増しているだけでなく、企業からソブリンまで多くの借り手が米ドル建てから現地通貨建てにシフトしています。投資家がこうした債券の購入を進めるなか、このことは、投資家の国内市場に対する信頼感を明白に示すものです。

中国では、政府の支援を享受していると受け止められている国有企業など、信用力の高い国内の借り手のクーポンレートは人民元建てで3%強であるのに対し、米ドル建てでは5%を上回ります。

中国では今後5年間で国内債券発行が見込まれており、市場の厚みが試されることになるでしょう。新発債の主要な発行元の1つは、中国の5大銀行です。いずれも「グローバルなシステム上重要な銀行」に分類されています。

グローバルなシステム上、重要な銀行は膨大なバランスシートをもち、破綻した場合の経済への打撃が大きいことから、他の銀行よりも高い自己資本比率が義務づけられています。これら5行は、最新のバーゼルIIIに基づく自己資本比率（中国で適用予定）を満たすために、2つの期限（2025年1月および2028年1月）までに「総損失吸収力」債（TLAC債）を発行する必要があります。

調達必要額についてはさまざまな推定値がありますが、バランスシートの構成、ローンのパフォーマンス、預金水準によって大きく異なります。たとえば、インターナショナル・ファイナンス・レビュー（IFR）によると⁴、フィッチ・レーティングスは、これら5行は2025年までに1兆6,000億人民元（2,240億米ドル）、2028年までに6兆2,000億人民元（8,700億米ドル）の債券発行が必要になると推定しています。一方で、TLAC債の推定発行総額は約5,000億米ドルと、それより遥かに少ないとの見方もあります。

“ そのうち10%は米ドル建て市場で、90%は国内市場で発行されるとみています。そして国内およびオフショア市場は、これらの発行を吸収できるでしょう。”

Andy Suen—パインブリッジ・インベストメンツ、アジア債券部門共同責任者兼ポートフォリオマネージャー

多くの機関投資家は5大銀行を準ソブリンとみなしており、格付け機関は、中国の5大銀行の信用評価に、政府支援によるレーティングを取り入れています。

年限カーブは長期化

中国は、国内の個人投資家による国債購入を促進しています。国内投資家向けに20年～50年債総額1兆元が売り出され、取引は相対ではなく、上海、深圳両証券取引所で行われています。これにより、国内の個人投資家は債券に投資しやすくなります。中国政府は資金調達を選択肢を広げるため、イールドカーブの長期ゾーンにおける流動性向上も目指しています。

低迷する不動産セクターには十分な投資機会がなく、国内株式市場は乱高下し、銀行の預金金利は低下しているため、個人投資家は資本の安全な逃避先を求めており、これも新発長期債が人気を集めている要因の1つです。

アジアの借り手は現地通貨建てで資金を調達していますが、Markit iBoxx ABF 汎アジア指数を構成する8市場のうち、韓国はオフショア米ドル建て債券市場での資金調達にシフトしています。韓国の大手コングロマリットは米ドルでの借り入れを増やしており、その収益の大部分は米ドル建てです。また、韓国の借り手は記録的なペースで米ドル建て債券を発行しています。ブルームバーグによると、2024年4月までの4か月で発行総額は17%増加し、176億米ドルを記録しました。

「貯蓄」プールの成長

調達コストが低いため、米ドル建てに比較して国内市場での発行に妙味が出ているだけでなく、域内における中間層の台頭や個人富裕層の増加も、国内市場に資金が流入している要因です。

こうした国内資本のプールは今後も増えることが見込まれることから、アジアの市場規模は着実に拡大するでしょう。2023年6月、ボストンコンサルティンググループ（BCG）は、世界の個人資産額は2027年末まで平均して年間5.3%のペースで増加するとの予想を示しました⁵。しかし、日本を除くアジアの個人資産額は同期間に7.8%の増加が見込まれています。BCGは2025年には香港が、スイスからウェルスマネジメント・センターとしての地位を奪うとみえています。

一方、キャップジェミニの2023年版ワールド・ウェルス・レポートによると、世界の個人富裕層の32%⁶がアジア地域に居住しています。超高級品専門のマーケティング代理店、レレバンスの推定によるとアジアの超富裕層の人口は、中国が51,000人で群を抜いて多く、これに日本（17,000人）、香港（15,000人）、台湾（8,000人）、シンガポール（7,500人）が続きます。

人口動態も、アジア地域の債券市場を選好する要因です。日本、韓国、香港など豊かな国や地域では高齢化が進んでいますが、高齢の投資家は、株式のような資産クラスよりも債券の相対的な安全性を好む傾向があります。

インフレ、通貨安、リセッションをめぐってやや懸念はあるものの、アジア地域は資産運用会社／アセットオーナーにインカム収入と分散投資の魅力的な機会を提供します。さらに、長期的な地域の経済見通しが良好で、先進大国の多くとは対照的に、信用格付けの引き上げが見込める点も地域の魅力を高めています。

脚注

1. FTSE ラッセル指数、S&P グローバル、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズによる推定値、米国債券はFTSE 米国債指数を参照し、アジア債券は Markit iBoxx ABF 汎アジア指数を参照しました（ともに米ドル建て）。
2. ブルームバーグ・ファイナンス L.P.、2024年6月30日時点の人民元建て。ブルームバーグ中国総合指数は、人民元建ての固定金利国債、政府系機関債（政策銀行債を含む）、社債の中国銀行間債券市場におけるパフォーマンスをトラックしています。
3. ブルームバーグ・ファイナンス L.P.、2024年4月24日時点
4. [International Financing Review, China sees first TLAC bonds](#)
5. ボストン コンサルティング グループ、2023年版グローバルウェルス・レポート
6. キャップジェミニ、ワールド・ウェルス・レポート 2023

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズについて

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズは、過去40年以上にわたり、各国政府や機関投資家、金融プロフェッショナルの皆様へ資産運用サービスをご提供しています。厳密なリサーチや分析、厳しいマーケット環境における経験に基づいたリスク考慮型アプローチをもとに、アクティブからインデックス戦略まで幅広く、コスト効率に優れたソリューションを提案いたします。インデックス運用とETF、サステナブル投資の先駆者として、投資における新しい世界を常に切り拓き、世界第4位の資産運用会社¹として、約4.42兆ドル²を運用しています。

1. Pensions & Investments Research Center、2023年12月末時点。
2. 2024年6月末時点、ETFの運用資産総額1兆3,939.2億米ドルを含み、そのうち約693.5億米ドルは、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ・ファンズ・ディストリビューターズ・エルエルシー（「SSGA FD」）がマーケティング・エージェントのみを行っているSPDRの金の資産です。SSGA FDはSSGAの関連会社です。すべての運用資産残高は監査前の数値です。

abf-paif.com

ご留意事項

ABF汎アジア債券インデックスファンド（PAIF）はシンガポール及び香港において認可を受けたユニット・トラストであり、香港証券取引所及び東京証券取引所において上場しています。かかる認可又は上場は、公的な推奨を意味するものではありません。本資料は、いかなる投資取引の助言、勧誘、申し出、または推奨をも行うものではありません。また、投資取引の助言、勧誘、申し出、または推奨として依頼すべきものでもありません。ABF汎アジア債券インデックス・ファンド（以下、「当ETF」）の過去の運用実績は、将来の運用成果等を保証又は示唆するものではありません。当ETFの分配金は、当ETFの投資対象資産の配当により増減する可能性があり、投資家は、投資した額面どおりの金額を取り戻せるとは限りません。当ETFは香港

証券取引所および東京証券取引所に上場されておりますが、取引の流動性を保証するものではなく、またこれらの取引所において上場廃止になる可能性もあります。

投資家の皆様は、リスク要因に関する説明を含め、PAIFの有価証券報告書その他の法定開示書類をご一読くださいようお願いいたします。PAIFの有価証券報告書その他の法定開示書類は <https://disclosure.edinet-fsa.go.jp/> から入手できます。なお、シンガポール法に基づく開示資料（英文）をご希望の方は、当社にご連絡ください。

本資料のすべての内容は、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社を含むそのグループ会社が提供するものであり、特段の示唆のない限り、記載された日付時点のものであります。本資料の一部または全部の無断複製・転載、二次使用を禁じます。本資料およびその内容について、配信・配布・出版が許可されていない国・地域での配信・配布・出版を禁止します。いかなる形態の投資にもリスクがあり、

投資金額のすべてを失う場合もあります。投資はすべての人に適合するわけではありません。

一般に、債券は、株式に比べて短期的なリスクおよび変動が少ないですが、金利リスク（例えば金利上昇局面では通常は債券価格は下落します）、発行者のデフォルトリスクおよび信用リスク、流動性リスクならびにインフレリスクを有しています。これらの影響は通常は長期債について述べられています。債券が満期前に売却され又は償還された場合には、大きな利益または損失を伴う可能性があります。

分散投資は、利益を確保したり、損失回避を保証するものではありません。

ETFは株式と同様に取引され、投資リスクにさらされており、取引相場は変動し、基準価額を上回り又は下回る価格で取引されることがあります。ブローカー手数料およびETFの諸コストによりリターンが低下する可能性があります。ETFを頻繁に取引すると、売買手数料その他のコストがかさみ、結果として、（ETF特有の）低手数料・低コストの効果を実殺する可能性があります。

本資料は、情報提供を目的として作成したものであり、金融商品取引法およびその他日本の法律に基づく開示資料ではありません。ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社は、合理的な努力を払って、（1）信頼できると考えられる情報源から情報を入手し、（2）本資料内の情報を調査・確認し、更新（資料の場合は「更新」は除く）しています。同情報は、予告なしに変更されることがあります。ただし、本資料内の情報が未更新のまま時期外れとなる可能性もありますし、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社は、提供した情報が時宜を得ていることや、その正確性および完全性に関してはいかなる責任も負いません。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社も、その他のステート・ストリート・グループの企業のいずれも、明示的にせよ暗示的にせよ、いかなる目的のためにも本資料内の情報の正確性については保証しません。同様に、その商品性および特定の目的についての適合性についても保証いたしません。

<登録商標等について>

本資料で使用されているインデックス、登録商標ないしサービスマークに関しては、各会社及びその関係会社に帰属し、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社が特定の目的で使用許諾を得ています。本資料のETFの合法性や適合性について、インデックスあるいは登録商標等の帰属する各会社及びその関係会社は、何ら判断を下していません。また、発行・後援・裏書・販売・宣伝もしていません。インデックスあるいは登録商標等の帰属する各会社及びその関係会社は、ETFに関していかなる保証も責任も負いません。また、ETFの資産運用や販売に関していかなる責任も負わず、管理運営に携わることもありません。

<当ETFの投資にかかるリスク>

当ETFは、Markit iBoxx ABF汎アジア指数を連動対象とし、主に債券等の有価証券等に投資を行います。当ETFへの投資には、市場リスク、為替リスク、金利リスク、信用リスク、カントリーリスク、流動性リスク等が伴います。これらのリスク要因により当ETFの価格が変動し、その結果、投資元本を損なう可能性があります。なお、ETFの投資にかかるリスクは上記に限定されるものではありません。

※その他当ETFのリスク全般に関する詳しい内容は有価証券報告書等をご確認ください (<https://disclosure.edinet-fsa.go.jp/>)。

※Markit iBoxx ABF 汎アジア指数は、Markit Indices GmbHの所有物であり、許可を得て使用しています。当ETFは、Markit Indices GmbHまたはそのメンバーのいずれからも、支援、認定、または販売促進を受けておりません。

<投資にかかるリスクについて>

ETFは、主に株式や債券などの有価証券、また金などのコモディティ、あるいはその他の資産に投資を行います。投資対象としているこれらの資産の値動きにより、ETFの基準価額が下落することがあります。これらの資産への投資には、市場リスク、金利リスク、カントリーリスク、信用リスク、為替リスク、流動性リスク等、様々なリスクがあり、ETFも同様のリスクが伴います。これらのリスク要因により、ETFの市場価格が下落する場合があります。その為、投資元本を割り込む恐れがあります。ETFは流通市場において株式と同様に取引されますが、取引価格は変動し、基準価額を下回ることがあります。また、常に取引可能であるとは限らず、市場環境が悪化している場合は、取引価格が大幅なディスカウントとなる可能性があります。ETFには上場廃止リスクがあり、純資産規模が縮小するなど、運用が困難になった場合や、上場取引所の上場基準に合致しなくなった場合、上場廃止となることがあります。これらは主なリスクであり、ETFへの投資に係るリスクはこれらに限定されるものではありません。

なお、コモディティETFやコモディティ指数連動証券は、市場全体動向の変

化、金利の変化、および対象資産となるコモディティへの投機や裁定に係る取引活動に加え、天候や病気、通商条件あるいは政治や規制の展開の様な他の要因によって影響を受ける可能性があります。

<その他：ETFの投資にかかる一般的な留意事項>

- ①元本保証はされていません。
- ②ETFの一口あたりの純資産額の動きと連動を目指す特定の指数等の動きが乖離する可能性があります。
- ③市場価格とETFの一口あたりの純資産額が乖離する可能性があります。

<手数料・費用>

【お客様に直接ご負担いただく費用】
売買する際には、取扱いの金融商品取引業者の定める売買手数料がかかります。

【当ETFの信託財産において生じる費用】
当ETFの信託財産において生じる費用は、運用報酬、信託報酬、ライセンス・フィー及びその他の費用等があり、合計で当ETFの純資産価額の年率0.18%程度です。その他の費用等は、運用状況等により変動するものであり、事前に上限額を示すことができません。上記の費用はいずれも将来に渡り変更される可能性があります。手数料については<https://www.abf-paif.com/jp/ja/investor/etfs>をご覧ください。

●当資料記載の情報は作成時点のものであり、市場の環境その他の状

況等により予告なく変更されることがあります。

※取得のお申し込みにあたっては、必ず上場有価証券等書面又はその他の開示書類の内容をご確認の上、ご自身でご判断下さい。
※売買のご注文や売買手数料等につきましては、当ETFを取り扱いの金融商品取引業者（証券会社）までお問い合わせ下さい。

本資料は、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズが作成したものをステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社が和訳したものです。内容については原文が優先されることをご了承下さい。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第345号
加入協会：
一般社団法人 日本投資顧問業協会、
一般社団法人 投資信託協会、
日本証券業協会
©2024 State Street Corporation.
All Rights Reserved.
6974421.4.1.APACRTL
Exp. Date: 8/31/2025