



# FROM THE FIXED INCOME DESK

リアンチューン・コー 日興アセットマネジメント アジア リミテッド債券運用部ヘッド

## MONTHLY OUTLOOK

2016年11月

本レポートは、英語による2016年12月発行「FROM THE FIXED INCOME DESK」の日本語訳です。内容については英語による原本が日本語版に優先します。

### サマリー

- 米大統領選挙でのトランプ氏勝利を受け、新政権下での大規模な財政出動やインフレ上振れリスクの観測が強まるなか、11月は米国債利回りが急上昇した。月末の10年物米国債利回りは前月末比で0.56%上昇し2.38%となった。
- インドでは、通貨流通高の推定80%超を占める五百ルピー札と千ルピー札の使用を禁止する措置が突如実施された。これらの現行紙幣は廃止され、より安全性の高い新紙幣と交換される。
- 中国では、人民元安を背景に、外貨準備高が4ヵ月連続で減少した。また、10月の主要インフレ指標が上昇した一方、11月は中国政府が不動産開発業者の国内での資金調達に対する規制を更に強化した。
- アジア域内の中央銀行は、米国のトランプ次期政権が先行き不透明感をもたらしているとして、政策金利を据え置いた。インドネシア、タイ、フィリピンの中央銀行は押しなべて、足元の金融情勢は依然緩和的であり、それぞれの国の経済成長を十分促進できる環境にあるとの見解を示した。
- 11月のアジア・クレジット市場は、米国債利回りの急上昇を受けて値を下げた。米大統領選挙で予想外にトランプ氏が勝利した結果、米国が保護主義的な貿易政策をとるかもしれないという不透明感が強まったのに加え、米ドルと米国債利回りが上昇したため、新興国からの投資資金流出が加速した。11月のアジア投資適格債は、アジア・ハイイールド債をアンダーパフォームした。
- 11月の新規発行件数は、リスクフリーレートが急上昇したにもかかわらず、前月比では減少となりながらも依然として高水準が続いた。投資適格分野では、総額105億米ドルにのぼる20件の起債があった。一方、ハイイールド分野の起

債活動も依然活発で、総額44億米ドルにのぼる14件の新規発行があった。

- 現地通貨建債券においては、引き続き、インドとインドネシアの通貨を嗜好する。インドネシアルピアは、タックス・アムネ스티(租税恩赦)プログラムによる資金の国内還流が拡大すれば、域内の他の通貨をアウトパフォームする可能性がある。また、インドルピーは、高額紙幣の廃止措置を受けて同国証券への資金流入が再び加速することが期待され、回復基調を辿ると見ている。対照的に、フィリピンの現地通貨建て債券および通貨ペソと、韓国ウォンについては、パフォーマンスが劣後すると予想する。
- 憲法改正の是非を問うイタリア国民投票、その次には米FOMC(連邦公開市場委員会)などのイベントを控え、市場はボラティリティの高い展開が続くと予想される。中国不動産セクターのハイイールド銘柄については、国内の資金調達環境のタイト化に加え、不動産市場の規制措置が更に強化されるとの観測も、懸念材料になると思われる。

### アジア諸国の金利と通貨

#### 投資環境

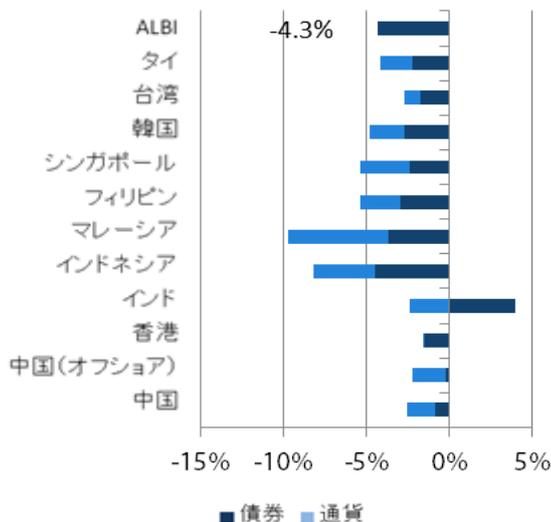
##### ● 11月は米国債利回りが急上昇

月の初めは、米大統領選挙を控えて先行き不透明感が強まっていたことや、主要中央銀行からタカ派的な姿勢が窺われたことから、投資家のリスク選好意欲が一般的に後退した。11月9日に行われた米大統領選挙では、共和党候補のドナルド・トランプ氏がヒラリー・クリントン氏を破り、第45代大統領に当選した。トランプ氏の予想外の勝利は、当初、安全資産への資金逃避を引き起こしたが、トランプ氏が融和的なトーンでの勝利演説を行うと、市場は新政権が大規模な財政出動を実施する可能性に注目するようになったため、センチメントはすぐに好転した。

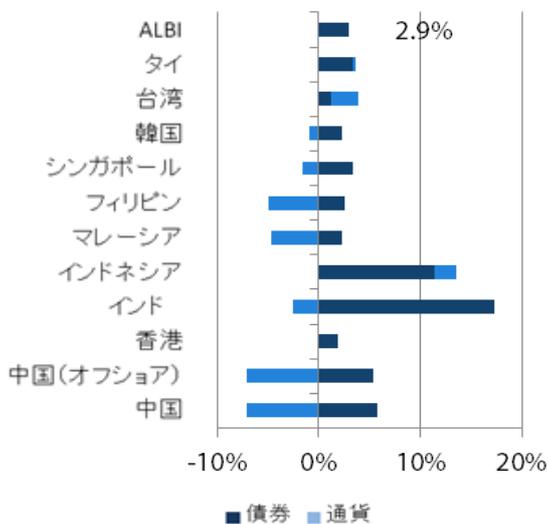
しかし、市場がトランプ政権下でのインフレ上振れリスクを織り込み始めると、米国債利回りが急上昇するとともに、米ドル高が進行した。月末の10年物米国債利回りは前月末比で0.56%上昇し2.38%となった。

<Markit iBoxx アジア・ローカル・ボンド・インデックス(ALBI)>

2016年11月30日までの1ヵ月間



2016年11月30日までの1年間



(注) 各国債券のリターンは現地通貨ベース、各国通貨とALBIのリターンは米ドルベース。グラフ・データは過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

(出所) 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントアジア リミテッドが作成 (2016年11月30日現在)

● **インド政府が500ルピー札と1000ルピー札の廃止を発表**  
 インドのナレンドラ・モディ首相は、莫大な未申告資金を大々的に取り締まるための奇策として、同国の高額紙幣を廃止して新紙幣を導入することを発表した。同国の通貨流通高の推定80%超を占める現行の五百ルピー札と千ルピー札は、11月8日付で法定通貨でなくなり、より安全性の高い新紙幣が導入さ

れた。同国政府によると、最終的には他の紙幣にも同様の措置が適用される見通しだ。

● **中国の外貨準備高が4ヵ月連続で減少、PPIは10月に一段と上昇**

中国の10月の外貨準備高は460億米ドル減の3.12兆米ドルと、予想以上に減少した。これで外貨準備高は4ヵ月連続で減少したことになり、それが人民元安圧力を助長している。当月、中国人民銀行の易鋼・副総裁は、同国の外貨準備高が「極めて十分な水準」にあり、人民元はバスケット内の通貨に比べると依然堅調であると発言するなど、市場の鎮静化に努めた。それにもかかわらず、報道によると、SAFE(中国国家外貨管理局)は一部の対外投資案件について承認を棚上げした。一方、中国の主要インフレ指標は10月に上昇した。総合CPI(消費者物価指数)は、食品価格の上昇を受けて前年同月比+2.10%となり、前月の同+1.90%から上昇率が加速した。より注目すべきポイントとして、10月はコモディティ価格の上昇を主因に、工場出荷価格を示すPPI(生産者物価指数)が前年同月比+1.2%と、前月の同+0.10%から上昇率の加速を示した。

● **域内の金融当局は政策金利を据え置き**

アジア域内の中央銀行は、相次いで政策金利の現状維持を決定したが、その多くは、金利据え置き決定の主な理由として、米国の次期政権がもたらす先行き不透明感に言及した。さらにインドネシア中央銀行は、これまでの累計1.50%の利下げは「経済成長を促すのに十分」なものであり、2016年通年のGDP成長率が+5.0%に達する見通しであるとした。また、タイ中央銀行は、現在の全般的な金融環境について「緩和的で景気回復を促す」ものであると説明した一方、フィリピン中央銀行は、家計部門の消費・投資動向の堅調さを追い風に国内の経済活動が底堅く推移していると指摘した。

今後の見通し

● **インドおよびインドネシアの現地通貨建て債券に対して強気な見方、フィリピンの債券については慎重**

米大統領選挙後は世界的に債券価格が急落したにもかかわらず、インドでは、高額紙幣の廃止措置によって金融システムの流動性が急激に高まったことを受け、債券価格が上昇した。この価格上昇を経ても、インド債券のキャリーは依然魅力的な水準にある。一方で、インド準備銀行の新総裁は、同中銀の利下げサイクルがまだ継続中であることを示唆している。これらの要素を勘案すると、2017年のインド債券はアジア域内の他の債券をアウトパフォームする余地があると考えられる。さらに、インド債券市場は外国人投資家による保有比率が低く、世界の債券市場全般が下落した場合でも、それがバッファーになると見られる。同様に、インドネシア債券についても、インフレ圧力が依然として落ち着いているなかでキャリーが相対的に魅力的な水準にあることから、強気な見方をしている。一方で、フィリピン債券については慎重な見方をしている。旺盛な内需を背景に、2017年にはインフレが加速するリスクがあると考えられる。原油価格のベース効果が今年ほど有利ではなくなると想定されることが、このリスクをさらに増幅している。また、ドウテルテ

大統領の発言が招く政治的ノイズが、フィリピン資産に対する投資家センチメントの重石になり続けると予想される。

● **通貨はインドネシアルピアとインドルピーを選好、韓国ウォンとフィリピンペソについては弱気な見方**

インドネシアルピアについては、タックス・アムネ스티・プログラムによる資金の国内還流が拡大すれば、域内の他の通貨をアウトパフォームする余地が生まれると見ている。また、インドルピーは、同国証券への資金流入が再び加速することが期待され、回復基調を辿ると見ている。対照的に、フィリピンペソと韓国ウォンについては、それぞれの国で政治面の先行き不透明感が強まっていることもあって、域内の他の通貨をアンダーパフォームすると見ており、慎重なスタンスをとる。さらに韓国ウォンは、米国の新政権が保護主義的な貿易政策をとる可能性があるなか、そうした懸念の影響を受けやすいと考える。

## アジア・クレジット

### 投資環境

● **アジア・クレジット(JACI)は下落局面に**

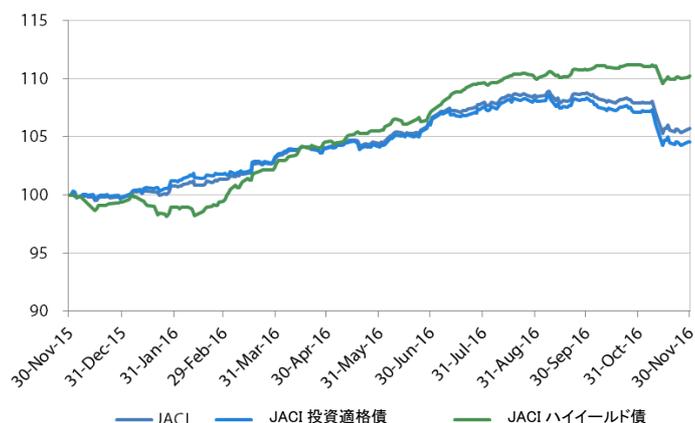
11月のアジア・クレジット市場は、全体として信用スプレッドが0.06%縮小したものの、米国債利回りが急上昇したことを受けて、価格が下落した。リスクフリーレートが大幅に上昇するなか、投資適格債の市場リターンは-2.38%と、ハイイールド債(-0.64%)を下回った。米大統領選挙で予想外にトランプ氏が勝利した結果、米国が保護主義的な貿易政策をとるかもしれないという不透明感が強まったのに加え、米ドルと米国債利回りが急上昇したため、新興国からの投資資金流出が加速した。

● **中国当局は不動産開発業者による国内資金調達を更に引き締め**

中国政府は、不動産開発業者を対象とした国内資金調達の抑制策を引き続き導入した。財新の報道によると、NDRC(国家開発発展委員会)は、不動産開発業者による商業用不動産開発のための社債発行を制限している。ただし、住宅在庫水準が低い都市での公営住宅建設を目的とした社債発行は引き続き許可されているとのことだ。このような動きは、中国不動産セクターのクレジット銘柄に対する投資家センチメントを冷やしたが、価格の変動幅は限定的なものにとどまった。

### <JP モルガンアジア・クレジット・インデックス(JACI)>

インデックスの推移(期間:2015年11月30日~2016年11月30日)



(注) リターンは米ドル・ベース。2015年11月30日を100として指数化。グラフ・データは過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

(出所) JP Morgan (2016年11月30日現在)

● **投資適格債の新規発行が減少**

11月の投資適格債の新規発行件数は、リスクフリーレートが急上昇したにもかかわらず、前月比では減少となりながらも依然として高水準が続いた。投資適格分野では、総額105億米ドルにのぼる20件(前月は27件)の起債があった一方、ハイイールド分野の起債活動も依然活発で、総額44億米ドルにのぼる14件の新規発行があった。

### 今後の見通し

● **12月は重要なリスクイベントを控え、金利のボラティリティが高止まりする見通し**

当面は、金利のボラティリティが高止まりすると予想され、荒れ模様の市況になると見られる。12月上旬に憲法改正の是非を問うイタリア国民投票、続いて同13~14日には米FOMCを控えており、これらのイベントが市況を左右するだろう。FOMCでは利上げが予想されている。中国不動産セクターのハイイールド銘柄については、国内の資金調達環境のタイト化に加え、不動産市場の規制措置が更に強化されるとの観測も、懸念材料になると思われる。信用スプレッドは比較的底堅い推移を続けており、過去平均からすると依然割高な水準にある。こうした状況を勘案し、全体的によりディフェンシブな姿勢を維持する。

● **年末にかけて新発債供給は先細ると見られるが、資金フローを注視する必要あり**

新発債供給は年末にかけて先細ると見られるが、1月には旺盛に加速すると予想される。アジア・クレジットについては、アジア域内での需要に陰りは窺われないものの、ハードカレンシー建て新興国債券全般については、米大統領選挙の結果を受けて直近は資金流出が見られたことから、外国人投資家による資金流出動向を注視していく必要がある。

当資料は、日興アセットマネジメント アジア リミテッド(弊社)が市況環境などについてお伝えすること等を目的として作成した資料(英語)をベースに、日興アセットマネジメント株式会社が作成した日本語版であり、特定商品の勧誘資料ではなく、推奨等を意図するものではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社および日興アセットマネジメントのファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。資料中において個別銘柄に言及する場合がありますが、これは当該銘柄の組入れを約束するものでも売買を推奨するものでもありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社および日興アセットマネジメントが保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、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。なお、資料中の見解には、弊社および日興アセットマネジメントのものではなく、著者の個人的なものも含まれていることがあり、予告なしに変更することもあります。日興アセットマネジメント アジア リミテッドは、日興アセットマネジメント株式会社のグループ会社です。