



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

2017年4月

本レポートは、英語による2017年5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

- 4月の米国債10年物の利回りは2.28%で月を終え、前月末比で0.11%の低下となった。当月は、強弱両様の経済指標や地政学情勢の緊張の高まりが市場センチメントを左右した。月末にかけては、フランス大統領選挙の1回目投票において親EU派のエマニュエル・マクロン候補が得票数で第1位となったことを受けて、市場センチメントが改善した。
- 当月は、広く注目を集めたドナルド・トランプ大統領と習近平国家主席による米中首脳会談を前にして、北朝鮮がミサイル発射実験を行うなど、地政学情勢が緊迫化した。米大統領は中国に対し、貿易条件で譲歩する見返りとして、北朝鮮による核開発やミサイルの脅威を終わらせるための協力を求めた。
- インドの中央銀行であるRBI(インド準備銀行)は、主要政策金利であるレポ金利を据え置く一方、政策金利コリドー(上限金利と下限金利の幅)を1.0%から0.5%へと縮小した。また、インドネシアの中央銀行は、政策金利を据え置く一方、銀行の預金準備率に関する規則を緩和した。
- 4月のアジア・クレジット市場は、米国債利回りの低下を受けて債券価格が上昇したが、信用スプレッドは拡大した。多額の新規発行もスプレッド拡大の一因となっており、より最近の新発債ではそれが特に顕著だ。市場リターンは投資適格債が0.47%、ハイイールド社債が0.67%となった。
- 中国では、政府のインフラ投資や堅調な住宅市場が追い風となり、2017年第1四半期のGDP成長率が前年同期比6.9%となった。一方で、金融当局は、銀行セクターのリスクを管理することを狙いとした一連のガイドラインを公表した。
- 4月の発行市場では活発な起債活動が続き、投資適格分野で計33件(総額約221億米ドル)、ハイイールド分野で計19件(総額約65億米ドル)と、合わせて約285億米ドルに上る新規発行があった。
- 米国債利回りが概ねボックス圏で推移し続けるなか、新興

国債は資金の純流入が持続する見通しである。そうした環境下、インドネシアなど利回り水準が高い債券がアウトパフォームすると当社は予想する。一方で、フィリピン債券については慎重な見方を維持する。通貨に関しては、魅力的なキャリー水準、外国直接投資の堅調さ、外貨準備の回復力の強まりを背景に、インドネシアルピアおよびインドルピーがアウトパフォームすると考えられる。反対に、フィリピンペソについては、同国の経常黒字の減少が重石になると予想する。

- 旺盛な需要が引き続きアジア・クレジット市場の追い風になると考えられる一方、足元での新発債の供給増加を受けてスプレッドが縮小しにくい状況となる見通しだ。また、アジアのクレジットもののスプレッドは過去レンジから見てタイトな水準にあり、バリュエーションには依然として割高感がある。

アジア諸国の金利と通貨

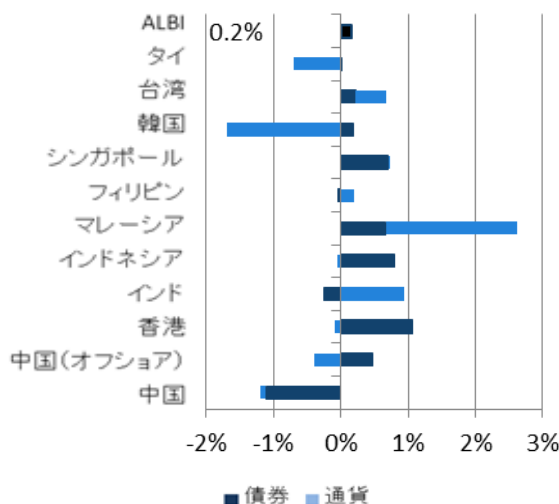
投資環境

- 4月の米国債10年物利回りは低下
月の序盤の米国債利回りは、小幅なレンジ内で推移した。3月のFOMC(米国連邦公開市場委員会)の議事録において、米FRB(連邦準備制度理事会)による「年内」のバランスシート縮小開始の可能性が示されたものの、失業率が低下する一方でISM製造業景況感指数は若干低下、製造業受注は伸びが鈍化するなど、経済指標が強弱両様となったこともあり、市場の反応は比較的落ち着いたものとなった。その後、地政学情勢の緊張の高まりを受けて、市場参加者は慎重な姿勢を強めた。米国がシリアへのミサイル攻撃およびアフガニスタンでの爆弾投下を行ったこと、また米国の空母が朝鮮半島に向けて移動していることが報道されると、米国債利回りは低下した。欧州では、フランス大統領選挙を控えて急進左派のジャンリュック・メランション候補の支持率が急上昇したことや、英国議会の解散総選挙実施が表明されたことも、リスク資産の売買を細らせた。

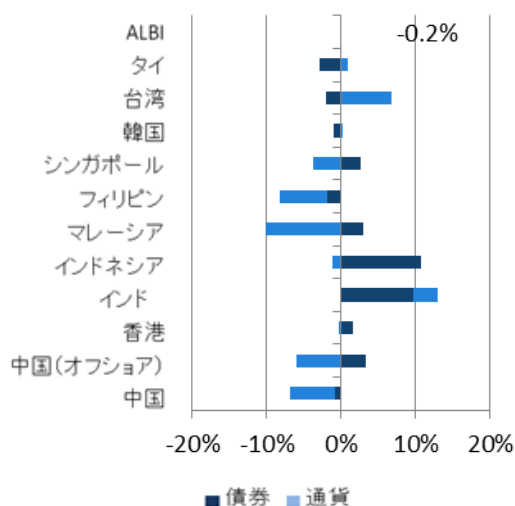
その後、フランス大統領選挙の1回目投票において親EU派のエマニュエル・マクロン候補が得票数で第1位となり、5月上旬に行われる決選投票でも勝利が濃厚との見方が広がると、リスク資産に対する市場センチメントは改善し、米国債利回りは上昇した。最終的に、4月末時点の米国債10年物の利回りは前月末比で0.11%低下し、2.28%となった。

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

2017年4月30日までの1ヵ月間



2017年4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 (2017年4月30日現在)

● 地政学情勢の緊張がエスカレート

当月は地政学情勢をめぐる懸念が拡大した。北朝鮮は、広く注目を集めたドナルド・トランプ大統領と習金平国家主席による米中首脳会談を前にして、ミサイル発射実験を行った。その後

もミサイル発射実験が繰り返されたことを受け、米国は朝鮮半島付近に向けて空母や原子力潜水艦を派遣した。米大統領は中国に対し、貿易条件で譲歩する見返りとして、北朝鮮による核開発やミサイルの脅威を終わらせるための協力を求めた。その後、米国は、核開発プログラムをめぐる対話を再開するよう北朝鮮に圧力をかけるべく、制裁を強化すると表明したが、一部の市場参加者が予想していた軍事衝突への発展という事態は避けられたため、月末にかけては緊張が和らいだ。

● RBIが政策金利コリドーを縮小

インドでは、RBIが主要政策金利であるレポ金利を据え置く一方、政策金利コリドーを1.0%から0.5%へと狭めた。RBIは、今回の調整について、コール金利の加重平均水準をより政策金利の水準に近づけるために必要との見解を示した。同国政府が2016年終盤に実施した高額紙幣廃止措置により、相当規模の流動性が金融システムに流れ込んだ結果として、イールドカーブの短期ゾーンが歪められていたため、それに対応した措置と見られる。今回のRBIの決定は予想外の動きであったため、インドルピーの急上昇とインド債券の急落を招いた。一方で、RBIはインフレの上振れリスクについて警鐘を鳴らし、その要因として食料品値上がりの可能性、GST(物品・サービス税)導入の影響、公務員給与の引き上げに言及した。

● MASは為替政策を据え置き

MAS(シンガポール金融通貨庁)は為替政策を据え置くとともに、慎重な見通しを維持した。決定内容が発表されるまでは、世界的に経済成長が持ち直してきていることを受けて、MASの発表がよりタカ派色の強い内容になるとの予想が高まっており、それがシンガポールドル高を下支えしていた。同庁は、「しばらくは中立的な政策スタンスが適切」としながらも、前回会合以降に世界経済の成長環境が「若干改善した」との見解を示した。国内の経済環境については、労働市場で「前回会合以降にスラック(需給の緩み)が生じている」とし、インフレの上振れリスクは限定的であることを示唆した。

● インドネシア中銀は預金準備率に関する規則を緩和、新しいジャカルタ州知事が誕生

インドネシアの中央銀行は、政策金利を据え置く一方で、銀行の預金準備率に関する規則を緩和した。市中銀行が流動性管理により柔軟に対応できるようにするため、日次の最低預金準備率が6.5%から5%へと引き下げられる。この新規則は7月から発効するが、もっとも、市中銀行は預金準備率の2週間平均値を6.5%以上に維持する必要がある。一方、インドネシアの首都ジャカルタ州の州知事選挙では、政治的・宗教的緊張を駆り立てるような選挙キャンペーンが繰り返されたのち、再選を目指した現職のバスキ・チャハヤ・プルナマ(通称「アホック」)候補が敗れ、前教育・文化相のアニス・バスウェダン候補が新知事に就任することとなった。

今後の見通し

● 引き続きインドネシア債券を選好、フィリピン債券については慎重な見方を継続

米FRBが緩やかな金融引き締め路線の維持に傾いている様子であることは、リスク資産にとって追い風になる一方、米国債

利回りの上昇ペースを抑えるものと見られる。米国債利回りが概ねボックス圏で推移し続けるなか、新興国債券は資金の純流入が持続する見通しである。そうした環境下、インドやインドネシアなど利回り水準の高い債券がアウトパフォーマンスすると当社は予想する。一方で、フィリピンの債券については慎重な見方を維持する。経済成長が堅調でインフレ率が上昇しているフィリピンは、債券のパフォーマンスがアジア域内の他国と比べて劣後すると予想する。注目すべき点として、フィリピン中央銀行の現総裁が7月に任期満了を迎えるなか、同国政権が推している後任候補者は金融政策を引き締めるべきとの持論をはっきりと公言している。

● **通貨はインドネシアルピアとインドルピーを選好、フィリピンペソについては慎重な見方**

インドネシアルピアやインドルピーなど、キャリーが魅力的な水準にある通貨は、アジア域内の他の通貨を引き続きアウトパフォーマンスすると考える。両国への外国直接投資は増加基調にあり、その結果として国際収支の基礎収支部分が大幅に改善している。さらに、両国の金融当局は外貨準備の積み戻しを進めてきており、通貨のボラティリティへの対応力が増している。一方で、フィリピンペソについては、同国の経常黒字の減少が重石になると予想する。

アジア・クレジット

投資環境

● **4月のアジア・クレジット市場は上昇**

4月のアジア・クレジット市場は、米国債利回りの低下を受けて債券価格が上昇したが、信用スプレッドは拡大した。多額の新規発行もスプレッド拡大の一因となっており、より最近の新発債ではそれが特に顕著だ。市場リターンは投資適格債が0.47%、ハイイールド社債が0.67%となった。

● **中国ではCBRCが規制を強化、第1四半期の経済成長率は6.9%に**

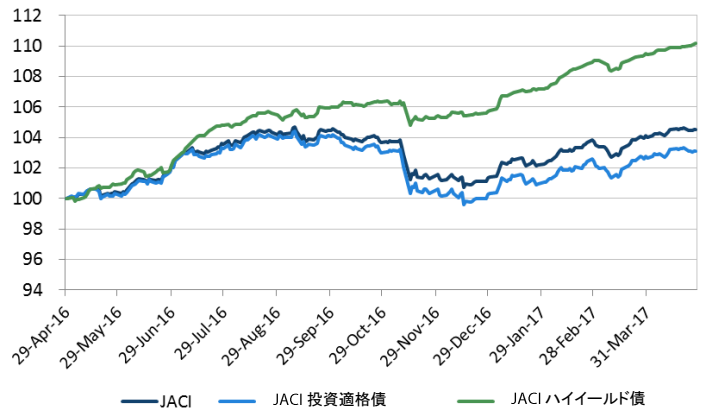
CBRC(中国銀行業規制委員会)は、銀行セクターのリスクを管理することを狙いとした一連のガイドラインを公表した。このガイドラインでは、流動性リスクの監視対象が拡大され、銀行間取引、投資、カストディアン業務、理財商品も含まれるようになるほか、不動産関連ローン、バランスシート内外での保有債券、黙示的保証といった分野もカバーされる。規制当局が、特に理財商品の潜在的リスクに対する取り締まりを強化するなか、銀行による投資ポジションの巻き戻しが起きており、それが中国の国内債券市場の流動性逼迫を招いた。注目すべきは、中国人民銀行が同ガイドラインを金融システムの債務圧縮を促す取り組みの一環と位置付けており、今後はそうした措置が拡充されるだろうと発言したことだ。一方で、政府によるインフラ投資や堅調な住宅市場が追い風となり、中国の2017年第1四半期の経済成長率は前年同期比6.9%と、2015年第3四半期以降で最も高い水準へと加速した。

● **起債活動は引き続き活発**

4月の発行市場では比較的活発な起債活動が続き、総額約285億米ドルの新規発行があった。投資適格分野での新規発行が計33件、総額約221億米ドルに上った一方、ハイイールド債の新規発行は計19件、総額約65億米ドルとやや減少した。

<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:2016年4月29日~2017年4月28日)



(注) リターンは米ドル・ベース。2016年4月29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 (2017年4月30日現在)

今後の見通し

● **投資家のリスク選好意欲は依然旺盛も、煽り続けるリスク要因**

アジアでは、緊迫した状態が続く朝鮮半島情勢をめぐって懸念が煽り続けると見られる。5月上旬には、フランス大統領選挙の決選投票に引き続き注目が集まるであろうが、これはエマニュエル・マクロン候補の当選が広く予想されている。米FRBは、次回FOMCで利上げに動くとは予想されない一方、緩やかな金融引き締め路線を維持しながら、バランスシート縮小の意向を示唆し始めたいと考えているように見受けられる。中国による債務圧縮プロセスの継続は、長期的には好材料であるものの、短期的には国内市場での流動性タイト化や債券利回り上昇による影響を注視していく必要がある。

● **アジア・クレジット需要は下支えされる見通しも、新発債供給のだぶつきや割高なバリュエーションには要注意**

米ドル建てアジア・クレジットに対してはアジア域内で旺盛な需要が続いていることや、ハードカレンシー建て新興国債券へは資金が純流入となっていることから、アジア・クレジット市場は下支えされるだろう。しかし、最近の新発債供給の増加は来月も継続する可能性があり、スプレッドが縮小しにくい状況となる見通しだ。一方で、アジアのクレジットもののスプレッドは過去レンジから見てタイトな水準にあり、バリュエーションには依然として割高感がある。

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もありません。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。