



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5月

本レポートは、英語による2017年6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

- 米国では、予想を上回る雇用統計や景気に対してより有望なFOMC(連邦公開市場委員会)声明が経済の好材料と受け止められたものの、国政を巡る不透明感によって相殺された。ジェームズ・コミー前FBI(米連邦捜査局)長官の解任や、トランプ選挙陣営とロシアとの癒着疑惑の捜査によって、トランプ大統領の経済政策運営が停滞するとの懸念が高まった。米国債10年物の利回りは2.20%で月を終え、前月末比で0.08%の低下となった。
- 中国は初となる「一帯一路」国際協力会議を開催した。同国は当該構想に1,240億米ドルを投じることを表明するとともに、会議期間中に68件の協定に署名したことを明らかにした。その他、「ボンドコネク」プログラム(香港と中国本土の債券相互取引制度)の導入が正式に承認された。
- 韓国では、新大統領に文在寅氏が選出され、これにより、10年続いてきた保守派支配が終わりを告げ、リベラル派が政権に返り咲いた。文大統領は、北朝鮮問題の解決に一段と積極的に取り組むことを明言した。
- 5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全体的に債券価格が上昇した。中国の債務縮小の取り組みに加え、NobleやReliance Communicationsといった個別企業に関する材料が、アジアのハイイールド債市場のセンチメントを左右する展開となった。市場リターンは、投資適格債が0.76%と、ハイイールド社債の-0.50%を大幅に上回った。
- 格付け機関ムーディーズ・インベスターズ・サービスは、国の経済全体にわたって債務が増大する可能性があるとの懸念を理由として、5月に中国のソブリン格付けを引き下げた。一方、格付け機関S&Pグローバル・レーティングは、抑制的な国家予算を評価してインドネシアのソブリン格付けを引き上げた。
- 起債活動については、4月の総額約285億米ドルに対して5月は約182億米ドルとなった。投資適格分野で計19件(123億米ドル相当)、ハイイールド分野で計12件(59億米ドル相当)の新規発行があった。
- 当社では、引き続きインドおよびインドネシアの債券を選好している。S&Pによるインドネシアの格上げは同国債券に対するセンチメントをあらためて押し上げており、同国にとって資金調達コストの低下につながる可能性がある。また、マレーシアについても、為替ヘッジ規制の緩和や政治リスクの後退が、同国への資金流入につながっている。一方、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、インドネシアルピアおよびインドルピーがアジア内の他国通貨をアウトパフォームする他、マレーシアリングgitの上昇が継続すると予想される。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みられる。
- 米ドル建てアジア・クレジットものに対するアジア域内からの根強い需要やハードカレンシー建て新興国債券への資金流入が市場を下支えするとみられるものの、バリュエーションは依然割高な水準にある。ボラティリティの低い環境はクレジット投資の追い風になると考えられるが、この先スプレッドの大幅な縮小につながるような材料ははっきりとは見当たらない。

アジア諸国の金利と通貨

投資環境

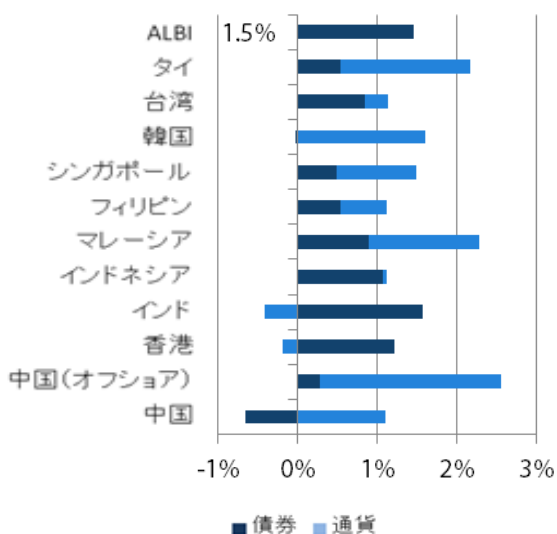
5月の米国債のパフォーマンスは変動大きく

米国では月初、雇用統計の結果が予想を上回ったことや、FOMCの声明で第1四半期GDPの低下が一時的なものであるとの見解が示されたことから、米国債利回りがイールドカー

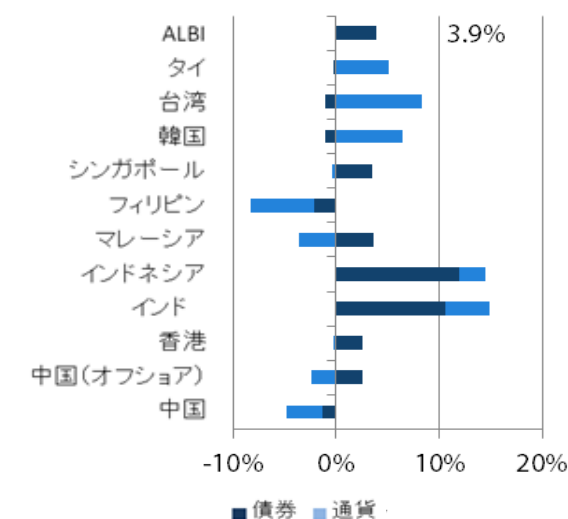
ブ全体にわたって押し上げられた。しかし、中旬になって国政の不透明感が高まると、米国債利回りは低下に転じた。トランプ大統領がジェームズ・コミー前 FBI 長官を解任し、トランプ選挙陣営とロシアとの癒着疑惑の捜査に特別検察官が任命されると、トランプ大統領の経済政策運営が停滞するとの懸念が高まった。短期債については米 FRB(連邦準備制度理事会)が6月に利上げを実施すると予想されていることから利回りが高止まりしたが、中長期債は利回りが低下した。最終的に、5月末時点の米国債10年物の利回りは、前月末比で0.08%低下し2.20%となった。

<アジア現地通貨建て債券のリターン>

2017年5月31日までの1ヵ月間



2017年5月31日までの1年間



(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

(注) リターンは Markit iBoxx アジア・ローカル・ボンド・インデックス(ALBI) およびその各国インデックスに基づく。各国インデックスの債券のリターンは現地通貨ベース、各国インデックスの通貨と 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。

● **中国が北京で「一帯一路」国際協力会議を開催、当局が「ボンドコネク」プログラムを承認**

中国は初となる「一帯一路」国際協力会議を北京で開催した。一帯一路は中国政府が推進している構想で、アジア、欧州、アフリカにわたる貿易および経済圏の強化を目指して、主にインフラ構築を促進することを目的としている。中国の習近平国家主席は、当サミット開催中に68にのぼる国および国際機関との協定に署名したことを明らかにした。特筆すべき点として、同主席は当該構想に1,240億米ドルを投じることを表明し、また次回の会議は2019年に開催することを明らかにした。一方、香港と中国本土の当局は「ボンドコネク」プログラムの導入を正式に承認した。導入スケジュールについてはまだ発表されていないものの、香港金融管理局および中国人民銀行の発表によると、初めは香港から中国本土の債券市場へのアクセスのみが解禁される予定で、また当制度の対象は機関投資家に限定される。

● **韓国の新大統領に文在寅氏**

韓国では「共に民主党」のリベラル派候補、文在寅氏が圧勝で新大統領に選出され、直ちに5年の任期が開始された。これにより、10年続いてきた保守派支配が終わりを告げ、リベラル派が政権に返り咲いたこととなる。同氏は、北朝鮮問題の解決に一段と積極的に取り組むことを明言し、米国との協調関係を強化していく考えを示した。

今後の見通し

● **インド、インドネシアおよびマレーシアの債券を選好、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。新興国債券は資金の純流入が持続する見通しであり、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ムすると当社は予想する。S&Pがインドネシアを格上げしたことによって、主要格付け機関による同国の格付けはすべて投資適格級となった。このことは同国債券に対するセンチメントをあらためて押し上げるものと思われ、また長期的には同国の資金調達コストの低下につながる可能性がある。投資家による保有がすでに高水準にあることは認識しているが、マクロや世界的な流動性の環境が追い風となって需要が引き続き維持されるとみている。対照的に、マレーシア債券は、米国大統領選挙後に資金が大量流出し、海外投資家による保有が非常に低水準となっている。最近では、マレーシア資産の資金フロー状況が反転してきており、当社ではこの傾向が当面継続すると予想している。最近実施された為替ヘッジ規制の自由化に加え同国の政治リスクの後退が、マレーシア債券のセンチメント改善に寄与するとみられる。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。堅調な国内需要を背景にインフレがさらに加速するリスクがあり、そうなればフィリピン債券の需要に悪影響を与えることになる。

● **通貨はインドネシアルピア、インドルピー、マレーシアリングットを選好、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。また、マレーシアリングットは特に大幅に上昇しており、先行して上昇していた他のアジア通貨に追い付こうとする動きが今後も続く予想している。上述した通り、マレーシアの政治リスクは後退しており、好調な経済活動と併せて、マレーシアリングットの需要に一段の好材料となるだろう。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みられる。

アジア・クレジット

投資環境

● **5月のアジア・クレジット市場は上昇**

5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。中国の債務縮小の取り組みに加え、Noble や Reliance Communications といった個別企業の材料に対する市場の注目が増し、アジアのハイイールド債市場のセンチメントに影響を与えた。市場リターンは、投資適格債が 0.76%と、ハイイールド社債の -0.50%を大幅に上回った。

● **ムーディーズが中国のソブリン格付けを引き下げ、S&P はインドネシアを「投資適格級」に引き上げ**

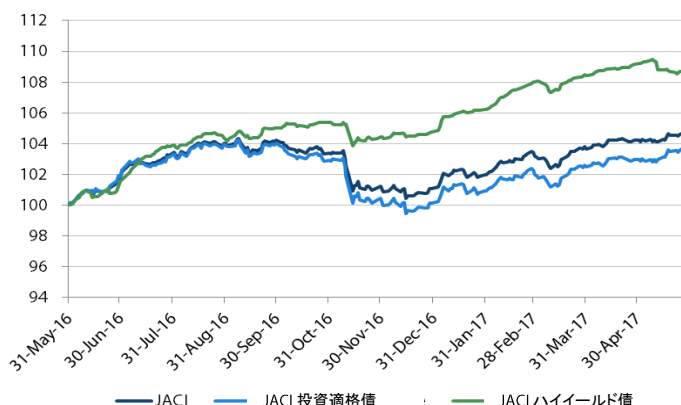
ムーディーズ・インベスターズ・サービスは、中国の債務格付けを「Aa3」格から「A1」格へと引き下げ、見通しについては「ネガティブ」から「安定的」に変更した。同格付け機関は格下げの理由として、同国経済全体にわたって債務が「著しく増大」する可能性、そしてそれが国家財政に与えるであろう負担に言及した。ムーディーズはさらに、中国経済は公式の成長目標を達成するにあたって、財政による景気刺激策への依存が高まっていくだろうと強調した。今回の格下げの結果として、同社は中国のいくつかの発行体についても格付けや見通しを変更した。一方、S&P は、インドネシアのソブリン格付けを「投資適格級」へと引き上げ、見通しを「安定的」とした。同社はその理由として、「政府が現実的な予算編成に新たに注力していることで、歳入が予想を下回った場合に財政赤字が大幅に拡大するリスクが後退した」と指摘した。今回の格上げにより、同国は今や主要格付け機関 3 社から投資適格級の格付けが付与されていることになる。同国の債務格付け見通しについては、ムーディーズとフィッチが「ポジティブ」としている。

● **起債活動は鈍化**

5月の新発債案件数は減少し、総発行額は4月の285億米ドルに対して約182億米ドルとなった。投資適格分野での新規

発行は計19件で総額約123億米ドル、ハイイールド分野の新規発行は計12件で総額約59億米ドルとなった。

<アジア・クレジット市場の推移>



(出所) JP Morgan
 (期間) 2016年5月31日～2017年5月31日
 (注) JP モルガンアジア・クレジット・インデックス (JACI) (米ドルベース)を、2016年5月31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。

今後の見通し

● **中国の債務圧縮と米FRBの政策軌道に注目**

アジアでは、朝鮮半島の緊張を巡る懸念は幾分弱まりつつあるが、中国が債務圧縮の取り組みを推し進めるなか、同国の金融市場や経済に対するその影響が注目されている。オフショアの米ドル建て中国クレジットものについては目立った影響はみられていないものの、オンショア市場ではここ数カ月で利回りが急上昇しており、懸念点となっている。米FRBは次回(6月)のFOMCで利上げを実施することが広く予想されているため、注目はバランスシート縮小プロセスの詳細を含め、同中銀の政策軌道意図に関する発言に集まるだろう。

● **アジア・クレジット需要は今後も下支えされる見通しも、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。当月の新発債供給は予想を下回ったものの、2017年の総供給額の予想は増大している。同時に、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。ボラティリティの低い環境はクレジット投資の追い風になると考えられるものの、この先スプレッドの大幅な縮小につながるような材料ははっきりとは見当たらない。

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。