



FROM THE FIXED INCOME DESK

リアンチュン・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7月

本レポートは、英語による2017年7月発行「ASIAN FIXED INCOME OUTLOOK」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

- 米国債利回りは、6月の大半においてレンジ内で推移したのち、月末の数日間で急上昇した。米FRB(連邦準備制度理事会)は、インフレ指標の軟調さにもかかわらず、政策金利を0.25%引き上げた。米国債10年物の利回りは2.30%で月を終え、前月末比で0.10%の上昇となった。
- インドの中央銀行は6月、政策金利を据え置く一方、今年度のインフレおよび経済成長の予想を下方修正した。5月の総合CPI(消費者物価指数)のインフレ率は、食品価格の下落を主因に、過去最低の前年同月比2.18%へと低下した。
- MSCIは同社のグローバル株式指数に中国株式を組み入れることを発表した。これは、中国を世界金融システムへ統合していく大きな一歩と言える。
- 6月のアジア・クレジット市場は総じてトータルリターンがプラスとなった。米国債利回りが上昇するなか、主にキャリアがリターンにプラスに寄与した。市場リターンは投資適格債が0.26%、ハイイールド社債が0.04%となった。
- 中国の銀行監督当局が、近年に海外市場への事業拡大を積極的に押し進めてきた企業の監視を強化したと報じられたことから、中国のハイイールド銘柄に対する投資家心理が悪化した。
- 6月は、ハイイールド分野を中心に新規発行件数が急増した。投資適格分野で計21件(103億米ドル相当)、ハイイールド分野で計29件(171億米ドル相当)の新規発行があった。
- FRBが緩やかな金融引き締め路線の維持に傾いていることは、インドネシアやインドなど利回り水準の高い債券に

とって追い風になると見られる。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、為替ヘッジ規制の自由化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と予想されるほか、マレーシアリングギット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見られる。

- 最近では複数の主要中央銀行の発言内容がタカ派的なトーンに傾いていることを背景に、米国債利回りのボラティリティが高まっている。しかし、米ドル建てアジア・クレジットものはアジア域内からの需要が根強く、ハードカレンシー建て新興国債券への資金純流入が続いていることから、市場は下支えされると見られる。

アジア諸国の金利と通貨

投資環境

● 米FRBが利上げ実施

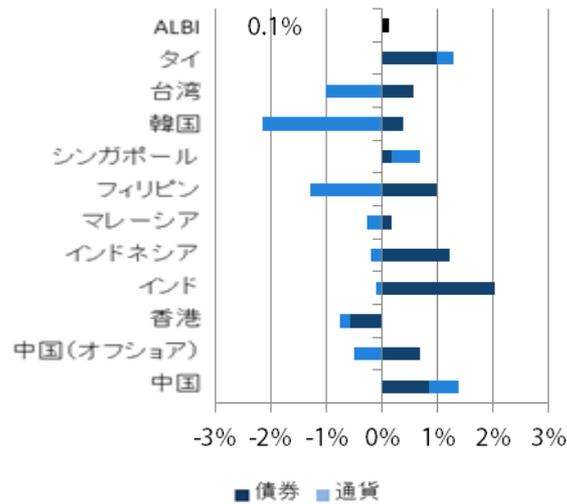
米国債利回りは、6月の大半においてレンジ内で推移したのち、月末の数日間で急上昇した。米国における政治関連のニュースや英総選挙の予想外の結果は、市場に軽微な影響を与えるにとどまった。その後、FRBはインフレ指標の軟調さにもかかわらず、政策金利を0.25%引き上げた。また、FRBのバランスシート正常化計画の詳細が示され、イエレン議長はそのプロセスが「比較的早期」に開始される可能性があると言った。

一方、リビアの原油生産が大幅に増加するなかで過剰供給不安が高まり、原油価格が急落した。月の終盤には、ECB(欧州

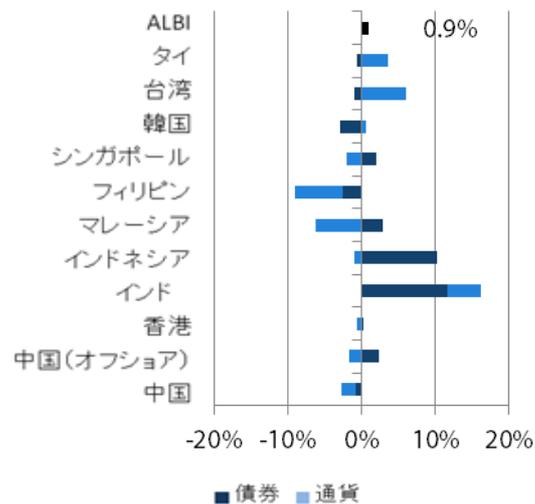
中央銀行)のドラギ総裁が発言のなかで、ECBは債券購入プログラムを縮小する準備ができつつあるかもしれないと示唆したことを受けて、債券利回りが急上昇した。最終的に、6月末時点の米国債10年物の利回りは、前月末比で0.10%上昇し2.30%となった。

<アジア現地通貨建て債券のリターン>

2017年6月30日までの1ヵ月間



2017年6月30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。

● RBIがインフレおよび成長見通しを下方修正

RBI(インド準備銀行)は6月、政策金利を据え置く一方で、今年度のインフレ率および経済成長率の予想を下方修正した。イ

ンフレ率予想については、2018年3月期の上期が4.5%から2.0~3.5%に、下期が5%から3.5~4.5%に引き下げられた。また、2018年3月期のGVA(国内総付加価値)の成長率予想も、7.4%から7.3%へと僅かながら下方修正された。RBIの議事録によると、金融政策委員会ではインフレ見通しは良好との見解で委員が概ね一致したものの、その持続性については不安視する者が過半数にのぼることが明らかとなった。一方で、総合CPIのインフレ率は、食品価格が引き続き下落したことを主因に、過去最低の前年同月比2.18%へと低下した。

● 中国当局が米ドル建て国債の発行へ、MSCIがグローバル株式指数に中国A株を採用

中国の財務部は、2017年に計140億元相当のオフショア人民元建てソブリン債および計20億元相当の米ドル建てソブリン債を発行する方針を発表した。点心債(中国本土以外で発行・流通するオフショア人民元建て債券)については、起債予定のうち半分が年の前半に、残りが年の後半に発行される。2004年以降で初となる米ドル建てソブリン債の発行は、年の後半に実施される。一方、世界的なインデックス・プロバイダーのMSCIは、同社のグローバル株式指数に初めて中国株式を採用することを発表した。これは、中国を世界金融システムへ統合していく大きな一歩と言える。MSCIは、採用の決定要因として、中国A株市場へのアクセスの改善、並びにインデックス連動型投資商品に関する事前承認要件の緩和を挙げた。

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

FRBが緩やかな金融引き締め路線の維持に傾いていることは、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レンジ内での推移を続けるなか、新興国債券は資金の純流入が持続する見通しであり、そのような環境の下、当社では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、またより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見ている。

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見られる。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、マレーシアリングィットを選好、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、キャリーが高い水準にある通貨は、アジア域内の他の通貨を引き続きアウトパフォームすると考える。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、マレーシアリングィ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、マレーシアリングィ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見られる。

アジア・クレジット

投資環境

● **6月のアジア・クレジット市場はプラスのリターン**

6月のアジア・クレジット市場は引き続きトータルリターンがプラスとなった。米国債利回りが上昇するなか、主にキャリーがリターンにプラスに寄与した。市場リターンは投資適格債が0.26%、ハイイールド社債が0.04%となった。ハイイールド社債がアンダーパフォームした要因には、コモディティ価格の下落、中国の債務圧縮の影響をめぐって焦り続けている懸念、関連するセクターで増加した債券発行が挙げられる。

● **CBRCが一部企業の監視を強化、韓国は11兆ウォン規模の補正予算を発表**

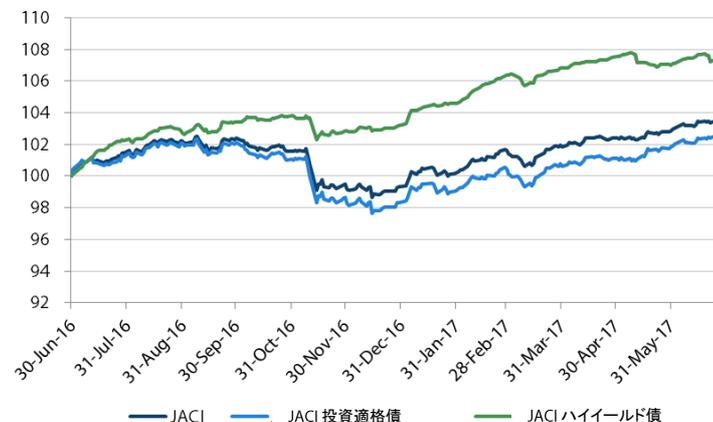
CBRC(中国銀行業規制委員会)は、近年に海外市場への事業拡大を積極的に押し進めてきた中国企業の監視を強化したと報じられた。報道によると、政策当局は一部の銀行に対し、Dalian Wanda Group、Anbang Insurance Group、Fosun Internationalといった企業への海外向けローンの詳細を提供するよう要請した。このニュースは、中国のハイイールド銘柄に対する投資家心理を冷やし、スプレッドの大幅な拡大を招いた。一方、韓国の文在寅大統領は11兆ウォン規模の補正予算案を打ち出した。注目すべき点として、その大部分が公共・社会サービスセクターの雇用対策に充てられているが、これは公共部門での80万人強の雇用創出という重要な選挙公約の実現に向けたものだ。

● **起債活動が急増**

当月はハイイールド分野を中心に新規発行件数が急増した。投資適格分野での新規発行は計21件で総額約103億米ドル、ハイイールド分野の新規発行は計29件で総額約171億米ドルとなった。後者には中国不動産企業 China Evergrande および

Kaisa Group Holdings による大型のマルチ・トランシェ発行案件が含まれ、その資金調達額は Evergrande が 66.2 億米ドル(うち 38 億米ドルは借換え目的)、Kaisa が 35 億米ドル(うち 27 億米ドルは借換え目的)にのぼった。

＜アジア・クレジット市場の推移＞



(出所) JP Morgan

(期間) 2016年6月30日～2017年6月30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6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。

今後の見通し

● **リターンを左右する要因として中国の債務圧縮と米国債のボラティリティに注目**

最近では複数の主要中央銀行の発言内容がタカ派的なトーンに傾いていることを背景に、米国債利回りのボラティリティが高まっている。これは、金融市場全体のボラティリティ上昇へとつながる可能性がある。さらに、中国で債務圧縮の動きが続いていることを受けて、中国本土の債券利回りが上昇しており、オフショアの米ドル建て中国クレジットものにおける利回りの相対的魅力度が以前に比べて低下している。こうした状況に加え、足元で人民元が上昇しているなか、人民元安が続くと予想が後退することになれば、米ドル建てクレジットものの需要に幾分陰りが出る可能性もある。

● **アジア・クレジット需要は今後も追い風となる見通したが、供給が需給バランスの重石となる可能性も**

しかし、米ドル建てアジア・クレジットものはアジア域内からの需要が根強く、ハードカレンシー建て新興国債券への資金純流入が続いていることから、市場は下支えされると見られる。ハイイールド分野、その中でも特に Evergrande や Kaisa による多額の新規発行があった中国不動産セクターは、需給バランスが落ち着くまでに少し時間がかかるかもしれない。

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。