



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8月

本レポートは、英語による2017年8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

- 7月の米国債利回りは、米国のインフレ指標の軟調さ、米FRB(連邦準備制度理事会)のハト派的な発言、ECB(欧州中央銀行)が秋に金融政策を方向転換する見通しを受けて、概ね横這いで推移した。米国債10年物の利回りは2.30%で月を終え、前月末比で0.009%の低下となった。
- 6月はアジア域内のインフレ圧力が概ね緩和されたが、断食月開けの祝日が需要を大きく押し上げたインドネシアは例外となった。中国では、消費支出や貿易の伸びの加速が追い風となり、2017年第2四半期のGDP成長率が市場予想を上回った。
- 韓国の中央銀行は政策金利を据え置く一方、2017年の経済成長率予想を上方修正した。また、韓国政府は2018年に最低賃金を16%引き上げる方針を発表した。
- 7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。市場リターンは投資適格債が0.51%、ハイイールド社債が0.67%となった。月の中盤には、中央銀行による金融引き締めリスクに市場の注目が集まるなか、信用スプレッドが拡大したものの、その後すぐに縮小に転じた。
- 中国では、5年に1度の非公開の全国金融工作会議が開催され、金融規制枠組みの強化に取り組む方針が示された。
- 7月も活発な新発債供給が続き、投資適格分野で計31件(総額約162.6億米ドル)、ハイイールド分野で計18件(総額約63億米ドル)の新規発行があった。
- 今後年内は、大きな注目を集める市場イベントが控えているが、市場ではそうしたイベントを睨んで神経質な動きが強まり、ボラティリティが高まると見られる。インドネシア国債

は、7月に利益確定売りの動きに晒されたが、相対的に魅力度の高い実質利回り水準やS&Pによる格上げを理由に、ポジティブな見方を維持する。また、当面はインド債券への需要が下支えされる状況が続くと予想するとともに、マレーシア資産への資金流入もしばらく持続すると見ている。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域内の他の通貨をアウトパフォームすると予想するほか、マレーシアリングgitについてもポジティブな見方をしている。

- FRBがバランスシート縮小プログラムの開始を発表すると見られる9月の次回FOMC(米国連邦公開市場委員会)までは、米国債利回りはレンジ圏での推移を続けると予想する。これは、クレジットへの投資にとって追い風になると考えられる。当面の需給見通しも支援材料となっており、米ドル建てアジア・クレジットはアジア域内からの需要が根強く、また、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など、需要環境は依然良好である。しかし、バリュエーションが割高な水準にとどまっていることから、慎重なスタンスが必要だろう。

アジア諸国の金利と通貨

投資環境

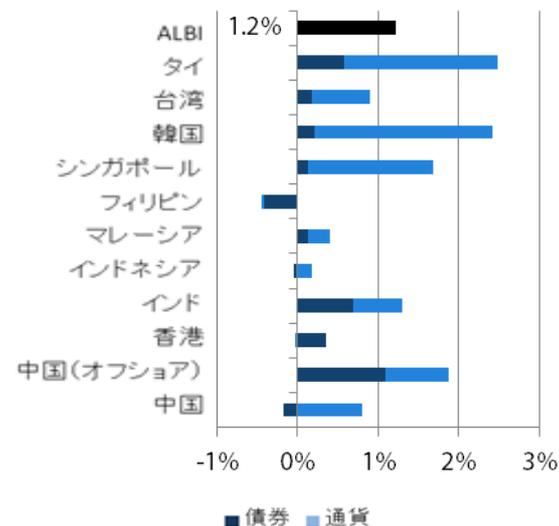
7月の米国債利回りは概ね横這い

月の初めには、朝鮮半島情勢の緊張が高まったものの、中央銀行による金融刺激策の早期縮小リスクに引き続き市場参加者の注目が集まったため、米国債利回りは上昇した。その後、米国の6月のインフレ率が低迷したことに加え、FRBのイエレン議長の議会証言が比較的ハト派寄りの内容であったことから、債券利回りは反落した。ECBのドラギ総裁が今年の秋頃までは債券購入プログラムの縮小を議論することはないと発言すると、債券利回りは引き続き低下した。月の終盤には、米国の貿易統計の堅調さを受けて第2四半期のGDP成長率の予想が引き上げられたため、米国債利回りはやや上昇した。最終的に、

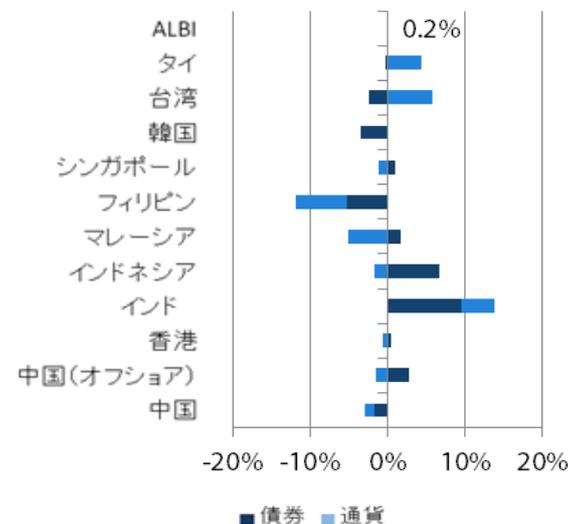
7 月末時点の米国債 10 年物の利回りは、前月末比で 0.009%低下し 2.30%となった。

＜アジア現地通貨建て債券のリターン＞

2017 年 7 月 31 日までの 1 ヶ月間



2017 年 7 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。

● 6 月はインフレ圧力が緩和

マレーシアと韓国では、輸送費の上昇率の鈍化を受けて、CPI (消費者物価指数) インフレ率が低下した。シンガポールでは、住宅購入に係る割戻金制度の支払時期変更によるベース効果が剥落し、6 月の CPI インフレ率が前年同月比 0.5%と、5 月の同 1.4%から低下した。フィリピンでは、食品、燃料、電気の価格上昇ペースが鈍化したことから、CPI 上昇率が 2 ヶ月連

続で低下する一方、インドでは、食品および燃料価格の一段の下落を受けて、CPI 上昇率が 2000 年以降で最低の水準を記録した。タイではデフレ圧力が根強く続き、6 月の総合 CPI インフレ率が前年同月比▲0.05%と、5 月の同▲0.04%から低下した。対照的に、インドネシアでは、断食月開けの祝日が主に影響して需要が高まったことにより、6 月にインフレ率(年率)が若干加速した。それでも、インドネシア統計局は、今年の祝日期間中における物価上昇率について、「過去 3 年間に比べるとより落ち着いた水準にとどまった」とコメントしている。

● 中国の第 2 四半期の経済成長率は前年同期比 6.9%

中国の第 2 四半期の経済成長率は、第 1 四半期に続いて 6.9%となり、大方の市場参加者の予想を上回った。この背景には、消費支出や貿易活動の加速によって生産が下支えされ、工場設備や不動産などへの固定資産投資の鈍化が相殺されたことがある。

● 韓国銀行が経済成長見通しを上方修正、韓国国会が最低賃金引き上げを可決

韓国の中央銀行である韓国銀行は政策金利を据え置く一方、輸出の好調さを主な理由として 2017 年の経済成長率予想を 2.6%から 2.8%へと上方修正した。これで予想の引き上げは 3 ヶ月間で 2 度目だ。一方で、韓国銀行の李総裁は、主要貿易相手国における保護貿易主義や北朝鮮の核・ミサイルの脅威が、経済成長にとっての下方リスクになっていると指摘した。また、韓国政府は、2018 年に最低賃金を時給 7,530 ウォンへと 16%引き上げる方針を発表した。これは引き上げ額で見ると過去最大で、その影響を受ける労働者数は約 460 万人にのぼる見通しだ。政府によると、企業側の負担を和らげるために、来年度予算から約 3 兆ウォンが人件費上昇に直面する小規模事業者への補助金に充当される。文大統領は、2020 年までに最低賃金を 10,000 ウォンまで引き上げると公約している。

今後の見通し

● インド、インドネシア、マレーシアの債券を選好

今後年内は、FRB による利上げやバランスシート縮小、ECB による QE(量的緩和)縮小など、大きな注目を集める市場イベントが控えているが、金融市場ではそうしたイベントを睨んで神経質な動きが強まり、金利のボラティリティが高まると見られる。とは言っても、足元では FRB や ECB がハト派的な発言を行っており、当面の市場はレンジ圏で推移する可能性が高いだろう。インドネシア国債は、今年に入ってからアジア域内の他の債券を大幅にアウトパフォームしてきたこともあり、7 月にはやや利益確定売りに押された。当月におけるパフォーマンスの劣後は一時的な調整と見ており、アジア域内の他の債券に比べて実質利回りが依然魅力的な水準にあることから、ポジティブな見方を維持する。さらに、インドネシアは、S&P による格上げをもって大手格付け会社 3 社すべてから投資適格級の格付けを付与されるに至ったことに、再度言及しておきたい。これにより、一段と広範な投資家から関心を集めることができ、より長期的にはインドネシアの資金調達コストの低下につながる可能性がある。インド債券についても、キャリー水準が相対的に高いことから、当面は需要が下支えられるものと見られる。ただし、RBI

(インド準備銀行)の8月緩和期待がすでに高まっていることは認識している。一方、マレーシア債券は、最近になってアジア域内の他の債券に年初来リターンで追いついてきた。それでも、外国人投資家による保有ポジションは依然として比較的軽めであることから、当面はマレーシア資産への資金流入が持続すると見ている。経済活動が加速する一方、インフレはピークアウトした様子であり、先般のヘッジ規制自由化も手伝って、マレーシア債券に対する市場センチメントは改善している。加えて、国内の政治的リスクが低下していることも、マレーシア資産への資金流入にとってさらなる追い風となっている。

● **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**

通貨では、インドネシアルピアとインドルピーがアジア域内の他の通貨をアウトパフォームすると予想する。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。インドについては、RBIによる追加金融緩和が同国の資産市場や資金流入の追い風になり、それがインドルピー需要をさらに促すものと見られる。また、マレーシアリングットについてもポジティブな見方をしている。同通貨が過去数カ月間、他のアジア通貨に対する後れを取り戻す形で急速に上昇してきたことは確かだが、当社ではマレーシア資産への資金流入が持続すると見ていることに加え、経済活動が好調であることから、マレーシアリングットへの需要が引き続き支えられるものと考えられる。

アジア・クレジット

投資環境

● **アジア・クレジット市場は引き続きプラスのリターン**

7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。月の中盤には、中央銀行による金融刺激策の縮小リスクに市場の注目が集まるなか、新興国債券ファンドの資金動向が純流出に転じたこともあり、信用スプレッドが拡大したものの、その後すぐに縮小基調に転じた。市場リターンは投資適格債が0.51%、ハイイールド社債が0.67%となった。一方で、米国債10年物は残存期間がより短い米国債をアンダーパフォームし、7月末時点の米国債5年物および2年物の利回りは、前月末比でそれぞれ0.05%、0.03%の低下となった。

● **中国は金融改革と債務削減に注力、ムーディーズはアジア太平洋地域の銀行セクターの格付け見通しを上方修正**

中国政府は7月、5年に1度の非公開の全国金融工作会议を開催した。習近平国家主席は、閉会にあたって講演を行い、金融業界の監督強化や金融リスクを未然に防ぐための規制当局の連携改善など、中国の金融規制枠組みの強化に向けて取り組む方針を強調した。その目的のために国務院金融安定発展委員会が設立されること、また、中国人民銀行がマクロ健全性の管理や金融システムのシステムリスク防止においてより大きな役割を担うことも発表された。一方で、格付け会社ムーディーズ・インベスターズ・サービスは、アジア太平洋地域の銀行セクターについて、事業環境の改善やクレジットサイクルの好転を理由として、格付け見通しを「ネガティブ」から「安定的」へと引き上げた。さらに、ムーディーズは、アジア新興諸国へ再

び海外の投資資金が流入していることも指摘したが、一方で一部の国では企業や家計の債務水準が依然高水準にあることに警鐘を鳴らした。

● **発行市場では活発な新発債供給が継続**

7月は新発債供給が引き続き高水準となったが、今回は新規ディールが投資適格分野に集中した。投資適格分野では、インドネシアの20億米ドルにのぼるソブリン債発行を含め、計31件(総額162.6億米ドル)の新規発行があった。一方で、ハイイールド分野の新規発行は計18件(総額63億米ドル)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7月29日~2017年7月31日

(注) JP Morganアジア・クレジット・インデックス(JACI)(米ドルベース)を、2016年7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。

今後の見通し

● **アジア・クレジット市場は需給環境が追い風となり続けるも、バリュエーションが依然割高**

7月に開催された直近のFOMCで金融政策の現状維持が決定されたことから、FRBがバランスシート縮小プログラムの開始を発表すると見られる9月の次回FOMCまでは、米国債利回りはレンジ圏での推移を続けるものと見られる。これは、クレジットへの投資にとって追い風になると考えられる。当面の需給見通しも支援材料となっており、米ドル建てアジア・クレジットはアジア域内からの需要が根強く、また、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など、需要環境は依然良好である。さらに、決算発表を控えてブラックアウト(沈黙)期間に入る企業が増えるなか、8月は起債活動も減速するものと予想される。しかし、バリュエーションが引き続き割高な水準にある。信用スプレッドがここ数年間で最もタイトな水準に迫っていることから、慎重なスタンスが必要だろう。

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。