



# 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9月

本レポートは、英語による2017年9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

- 8月は米国債市場が小幅に上昇した。北朝鮮情勢が緊迫化したことや、米FRB(連邦準備制度理事会)とECB(欧州中央銀行)が今後の金融政策の方向性を示さなかったことから、米国債利回りに低下圧力が加わった。
- 米国10年債の利回りは2.13%で月を終え、前月末比で0.17%の低下となった。8月のアジア・クレジット市場は、信用スプレッドがやや拡大したものの、米国債と同様にリターンがプラスとなった。
- アジア域内のインフレ圧力は7月も概ね落ち着いた状況が続いた。インドはそうした傾向に反し、CPI(消費者物価指数)の上昇率が2.4%となったが、この主因はそれまで有利に働いていたベース効果の剥落にあった。インドとインドネシアの中央銀行は、総合インフレ率が低水準で推移していることを理由に、それぞれ政策金利を0.25%引き下げた。
- 韓国では2018年度予算案が発表され、雇用創出と国内消費拡大によって経済成長を支えるべく、財政出動の拡大が盛り込まれた。
- 中国では、固定資産投資と住宅販売の伸びが鈍化した。鉱工業生産は、鉱業セクターの生産鈍化を主因に、事前予想を下回った。
- アジア・クレジット市場では起債活動が鈍化した。8月は投資適格分野で計15件(総額約82.5億米ドル)、ハイイールド分野で計22件(総額約65.1億米ドル)の新規発行があった。
- FRBは9月にバランスシート縮小の開始時期を発表すると見られている。年末にかけてボラティリティが高まる可能性はあるものの、アジア債券はハイイールド債を中心に引き

続き下支えされるものと予想する。当社では引き続き、インドネシア、インド、マレーシアの債券を好する。

- 通貨に目を向けると、インドルピーについては、同国の基礎収支の改善が引き続き追い風になると考える一方、マレーシアリングgitについては、国内の活発な経済活動がプラスに働くと見ている。反対に、フィリピンペソについては、経常収支の悪化が続いていることから弱気な見方をしている。
- 北朝鮮情勢については緊張が続く見通しであるものの、武力衝突に発展する可能性は依然低いことから、アジア債券の信用スプレッドが大幅に拡大するとは見られない。しかし、9月は起債活動の加速が見込まれており、アジア・クレジット市場の当面の見通しが試される展開となる可能性もある。

### アジア諸国の金利と通貨

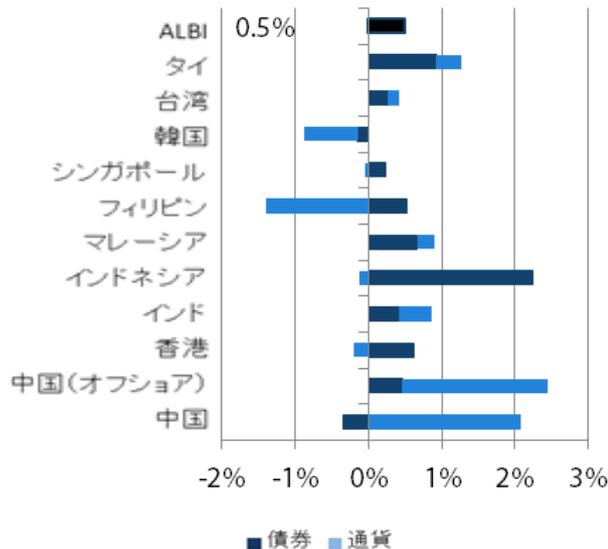
#### 投資環境

##### ● 8月の米国債市場は上昇

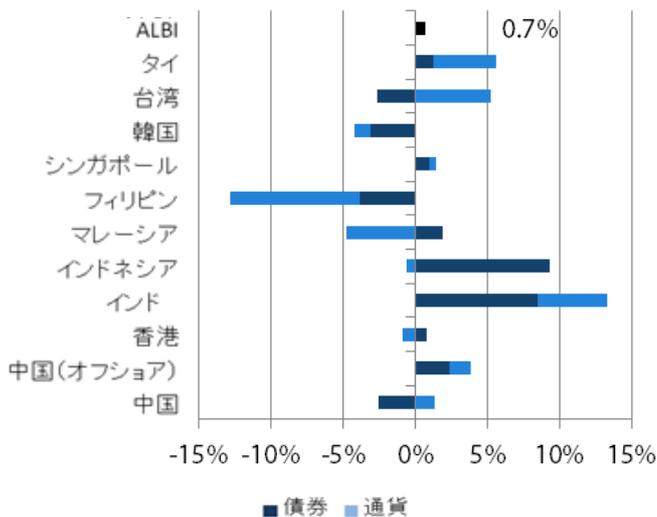
8月は米国債市場が小幅に上昇した。月の前半は、主に北朝鮮情勢の緊迫化や米国のインフレ指数の低調さを受けて米国債価格が上昇したが、米国と北朝鮮による威嚇発言の応酬が落ちつく、投資家による質への逃避の動きは一旦後退した。その後は、米国の債務上限問題や税制改革をめぐる議論が続くなかでも、市場は概ね落ち着きを維持した。月の終盤には、米国のジャクソンホールで毎年開催される主要中央銀行の経済シンポジウムに市場の注目が集まったものの、FRBのジャネット・イエレン議長やECBのマリオ・ドラギ総裁が今後の金融政策の方向性を示さなかったことから、市場参加者の失望を招く結果となった。月末は、北朝鮮が再びミサイル発射訓練を実施したことを受けて、債券利回りが一段と低下した。最終的に、米国10年債の利回りは2.13%で月を終え、前月末比で0.17%の低下となった。

＜アジア現地通貨建て債券のリターン＞

2017年8月31日までの1ヵ月間



2017年8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。

● インフレ圧力は7月も穏やかな状況が継続

アジア諸国の総合インフレの圧力は7月も穏やかな状況が続いた。中国では、PPI(生産者物価指数)上昇率が3ヵ月連続で横這いとなる一方、総合CPI(消費者物価指数)上昇率は食品以外の品目における価格上昇ペースの鈍化を受けて低下した。マレーシアの総合CPI上昇率が燃料価格下落に伴う輸送費の値下がりやを主因として一段と低下する一方、インドネシアの年間インフレ率は食品インフレの大幅な緩和を主因として鈍化し

た。シンガポールでは、水道料金引き上げの実施や衣料品および家庭用品の値上がりに伴い、7月のCPIが前年同月比0.6%と若干上昇した。フィリピンでは、食品インフレが緩和したもののそれ以上に輸送費が上昇したことから、CPI上昇率が加速した。その他、タイの通年の総合インフレ率は前年比0.17%と若干加速したが、依然として中央銀行の目標レンジである1~4%を大幅に下回った。一方で、7月のインドのCPI上昇率は前年同月比2.4%と大幅に加速したが、その主因はそれまで有利に働いてきたベース効果の剥落にあった。

● 中国の実体経済活動が鈍化

中国の実体経済活動は、6月に稀に見る好調さを示したが、7月には全般的に鈍化した。固定資産投資は、製造業と不動産の投資がともに減速したことを主因として伸びが鈍化した。7月の住宅販売面積は前年同期比2.0%増と、伸び率が前月の同21.4%から大幅に減速した。不動産市場の軟化は、同様に不動産関連商品の売上げにも悪影響を及ぼしており、小売売上高の伸びを抑えている。一方で、鋳工業生産は、鋳業セクターの生産鈍化を主因として軟調さを示した。

● 韓国の2018年度予算案が明らかに

韓国の企画財政部が2018年度予算案を発表した。同予算案では、2017年度補正予算に比べて歳入が5.7%増、歳出が4.6%増となっている。文政権は、雇用創出と国内消費拡大によって経済全般の成長を支えるべく、財政出動をてこ入れしている。予算案を詳しく見てみると、社会福祉予算の増額幅が過去最大となる一方、インフラ、文化、スポーツ関連の予算は減額されている。全体として、政府は財政赤字額を対GDP比2%程度、また、政府債務残高の対GDP比率を横這いの40%程度と試算している。

今後の見通し

● インド、インドネシア、マレーシアの債券を选好

FRBは9月にバランスシート縮小の開始時期を発表すると見られている。インフレ指標が軟調に推移していることから、主要中央銀行による金融政策の正常化ペースは緩やかなものとなり、それを受けて金利はレンジ圏で推移すると予想する。しかし、年末にかけては、市場参加者の間でFRBの12月利上げに対する懐疑論が台頭し、ボラティリティが高まると見ている。そうしたなかでも、アジア債券はハイイールド債を中心に引き続き下支えされるものと予想する。インドネシア債券については、7月上旬の調整局面を経て、外国人投資家からの関心が再び高まってきている。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ほか、金融政策やインフレ環境も追い風となっている。さらに、S&Pによる格上げの結果、関心を持つ投資家層が一段と拡大したことによって、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ことに、再度言及しておきたい。インド債券についても、やはり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されるものと見られる。一方、マレーシア債券は、過去に比べると外国人投資家による保有ポジションが依然として軽めである。また、インフレが頭打ちした様子であることも、さらなる追い風となる可能性がある。

● **通貨はインドルピー、マレーシアリングットを選好、フィリピンペソには弱気な見方**

通貨では、インドルピーとマレーシアリングットを引き続き選好する。インドルピーについては、同国の基礎収支の改善が引き続き追い風になる見通しであり、マレーシアリングットについては、国内の活発な経済活動がプラスに働くと見ている。一方で、フィリピンペソについては、経常収支の悪化が続いていることから、弱気な見方をしていく。同国の貿易赤字は、輸入依存度の高い投資やインフラ支出の伸びによってさらなる拡大圧力に晒されるものと予想する。

## アジア・クレジット

### 投資環境

● **アジア・クレジット市場はプラスのリターン**

8月のアジア・クレジット市場は、信用スプレッドがやや拡大したものの、米国債価格が小幅に上昇したことを受けて、前月に続き全体としてトータルリターンがプラスとなった。当月は、北朝鮮情勢が緊迫化したことや、FRBとECBが今後の金融政策の方向性を示さなかったことから、米国債利回りに低下圧力が加わった。

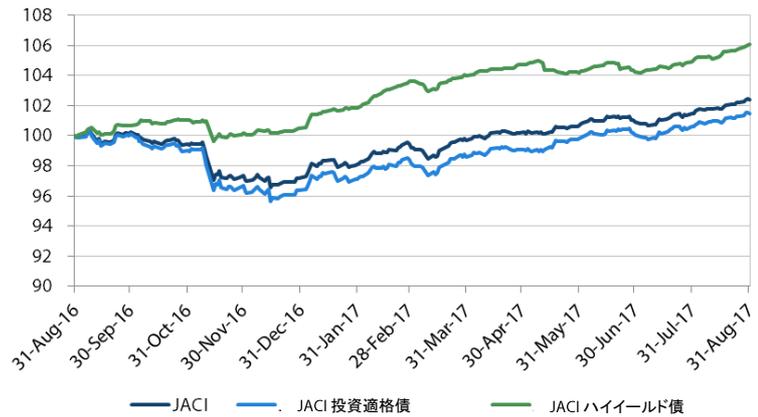
● **インドとインドネシアの金融当局が0.25%の利下げを実施**  
RBI(インド準備銀行)は、8月の金融政策委員会でレポ金利を0.25%引き下げたが、金融政策スタンスについては中立を維持し、今後の政策決定も引き続き経済指標の内容次第であることを示唆した。RBIは、利下げ余地をもたらした要因として、足元において総合インフレ率が低水準で推移していること、コアインフレ率が低下したこと、モンスーン期の降雨量が平年並みであったこと、GST(物品・サービス税)がスムーズに導入されたことを挙げた。一方で、4%のインフレ目標については堅持し、インフレ率は今年度末までに目標水準に若干近づくとの見通しを示した。

同様に、インドネシアの中央銀行は、経済成長を押し上げるべく政策金利を0.25%引き下げた。同中銀によると、「FRBの利上げが程度も時期もより緩やかなペースとなる見通しであること」、インフレ率が予想を下回る水準で推移していること、経常赤字が管理可能な範囲に収まっていることなど、好条件が揃ったことが今回の決定につながった。注目すべき点として、同中銀は2018年のインフレ目標を2.5~4.5%とし、2017年の3~5%から引き下げている。

● **発行市場では起債活動が下火に**

起債活動は依然として続いたものの、前月に比べると発行ペースが鈍化した。8月は投資適格分野の新規発行が計15件(総額82.5億米ドル)となった一方、ハイイールド分野では7月の計18件から若干増加して計22件(総額65.1億米ドル)の新規発行があった。

### ＜アジア・クレジット市場の推移＞



(出所) JP Morgan

(期間) 2016年8月31日～2017年8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8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

● **ECB や FOMC の次回会合に大きな注目、供給増加によってアジア・クレジット市場の見通しが試される可能性も**

9月は上旬に ECB の会合、中旬には米 FOMC(連邦公開市場委員会)の会合を控え、主要な中央銀行の会合に大きな注目が集まるだろう。FRBは今回のFOMCで、バランスシート縮小プログラムの開始を発表すると予想されている。

北朝鮮情勢をめぐる緊張が和らぐことは当面なさそうだが、武力衝突に発展する可能性は依然としてかなり低いことから、アジア債券の信用スプレッドが大幅に拡大するとは見られない。しかし、決算発表に伴うブラックアウト(沈黙)期間が終わる企業が増えるなか、来月は起債の増加が見込まれており、当面の需給見通しには陰りが出ている。これによって、これまでの米ドル建てアジア・クレジットものへの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純流入に支えられてきた需要環境が、その底堅さを試される展開となる可能性もある。新規発行の大部分を占めると予想される中国では、オンショア市場の債券利回りの上昇や今年に入ってからの人民元高を受けて、オフショア市場の米ドル建て中国クレジットに対する国内投資家の関心が弱まる可能性もある。

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。