



# 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10月

本レポートは、英語による2017年10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

- 9月の米国債市場は下落した。米FRB(連邦準備制度理事會)の12月利上げ観測や、トランプ政権の税制改革法案が議会で可決される可能性が下落要因となった。
- 朝鮮半島における緊張状態の継続が投資家心理の重石となるなかにあっても、米国債10年物の利回りは前月末比0.22%上昇の2.33%で月を終えた。アジア・クレジット市場は、信用スプレッドが幾分縮小したにもかかわらず、リターンが僅かながらマイナスとなった。
- アジア域内のインフレ圧力は、インドネシアを除き、8月に若干強まった。インドネシアの中央銀行は主要政策金利を2カ月連続で0.25%引き下げたが、域内の他の金融当局は政策金利を据え置いた。
- 中国では、中国人民銀行が、外国為替フォワード取引の準備金要件を廃止したほか、外国銀行の中国国内の人民元預金に対し準備金を課す措置も撤廃した。
- その他、格付け会社スタンダード&プアーズ(S&P)は中国のソブリン格付けを「AA-」から「A+」へ引き下げ一方、見通しを「ネガティブ」から「安定的」へと変更した。国際的な格付け会社による中国の格下げは今年2度目となる。
- 9月は起債活動が加速した。投資適格分野で計31件、ハイイールド分野で計23件の新規発行があった。その大部分を占めたのは中国の発行体で、10月第1週に中国版ゴールデンウィークを控えて駆け込み発行が相次いだ。
- 金融政策正常化の動きや米国の税制改革法案が可決される可能性の高まりを受けて、債券デュレーションの買い

持ちポジションに対する逆風が一段と強まるものとみられる。ボラティリティの高まりが予想されるなか、インド、インドネシア、マレーシアの債券は域内の他国市場をアウトパフォームするとみている。一方で、韓国債券については慎重な見方をしている。

- 通貨では、マレーシアリングギットが引き続き下支えされる見通しである一方、中国人民元については、同国の経常黒字の堅調さを踏まえて当社は選好姿勢を強めている。対照的に、フィリピンペソと韓国ウォンについては弱気な見方を維持する。
- 2017年最終四半期のアジア・クレジット市場のリターンは、投資適格債を中心として米国債利回りの方向性に左右される見通しだ。とは言え、信用スプレッドについては、引き続き材料に乏しくバリュエーションも依然割高な水準にあることから、レンジ圏で推移するものとみられる。アジアの大半の国では依然としてファンダメンタルズが健全であるため、信用スプレッドは過去のレンジと比べて比較的タイトな水準にとどまる可能性がある。

### アジア諸国の金利と通貨

#### 投資環境

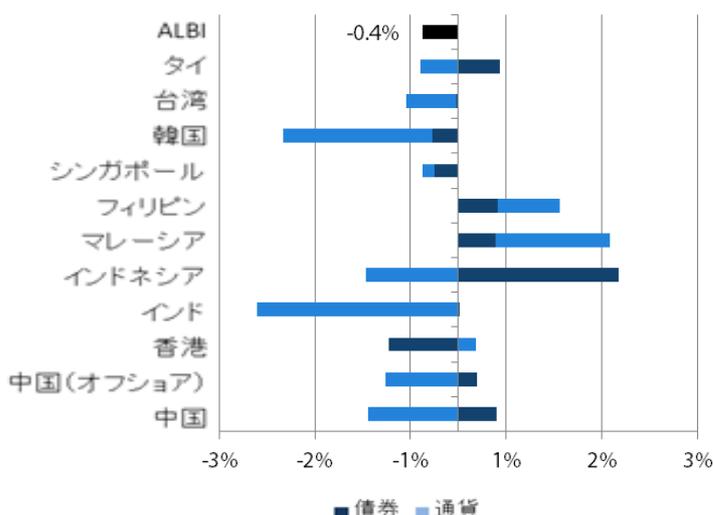
##### ● 9月の米国債利回りは上昇

月の初めは朝鮮半島情勢の緊張をめぐる懸念が高まったが、その後は、米国の8月のコアインフレ率が事前予想を上回ったことをきっかけとして、すぐに市場の注目はマクロ経済指標へと移った。コアインフレ率の強さに加え、米FOMC(連邦公開市場委員会)をめぐる思惑が組み合わせり、米国債利回りを着実に押し上げた。FRBは政策金利を据え置いた上で、10月に保有債券残高の圧縮を開始することを明言した。より重要な点として、FRBは、ジャネット・イエレン議長が米国の景気回復

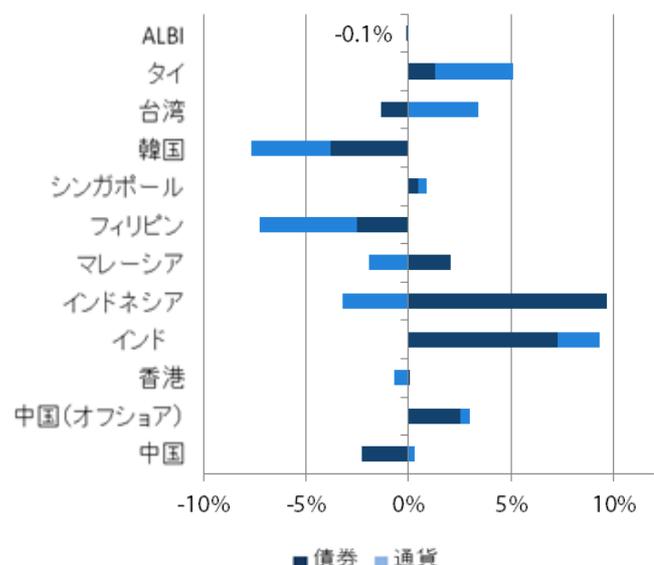
が「堅調な軌道にのっている」と発言するなど、12月に短期金利を再度引き上げる可能性があることを示唆した。月の後半にかけては、米国債利回りの上昇ペースが加速した。政治情勢に展開がみられ、トランプ米大統領による直近の税制改革法案が議会で可決される可能性が高まったことを受けて、経済成長やインフレ圧力が高まるとの予想を招いた。最終的に、米国債10年物の利回りは2.33%で月を終え、前月末比で0.22%の上昇となった。

＜アジア現地通貨建て債券のリターン＞

過去1ヵ月(2017年8月31日～2017年9月30日)



過去1年(2016年9月30日～2017年9月30日)



(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。

● 8月はインフレ圧力が僅かに強まる

8月は域内のインフレ圧力が若干強まった。マレーシアでは、輸送費や食品価格の上昇ペースの加速を主因に、総合CPI(消費者物価指数)上昇率が加速した。フィリピンでも、食品価格、水道・光熱費、輸送費の値上がりを受けて、8月の総合CPI上昇率が加速した。タイの通年の総合CPIインフレ率は2ヵ月連続で上昇したが、依然として中央銀行の目標レンジである1~4%を大幅に下回っている。また、インドの総合CPI上昇率も、野菜の値上りを背景に2ヵ月連続で加速した。域内の他の国々とは対照的に、インドネシアの8月の総合インフレ率はやや鈍化した。食品価格が安定的に推移する一方、輸送費は上昇ペースが加速したが、それ以上に住居費や被服費、医療費のインフレ率が鈍化した。

● インドネシア中央銀行が追加利下げ、域内の他の金融当局は金利据え置き

インドネシア中央銀行は9月に再び金融緩和に動き、2ヵ月連続で主要政策金利を0.25%引き下げた。同中銀は、今回の決定の要因としてインフレの下振れを挙げたほか、最近の利下げを受けて「国内経済の回復ペースが改善」するとの見方を示した。一方で、域内の他の中央銀行は政策金利を据え置いた。フィリピン中央銀行は、現在の金融政策スタンスが「適切」とみており、内需は依然「底堅く」推移しているとした。年間インフレ率予想については、2017年、2018年ともに3.2%に維持した。マレーシアの中央銀行は、現状の金融政策を維持する一方、2017年のGDP成長率が当初予想を上回る可能性が高いとの見方を示し、輸出セクターの好調さが内需の押し上げに寄与する可能性があるとの見方を述べた。しかしながら、コアインフレ率については落ち着いた状況が続いているとの見解を示した。

● 中国当局が外国為替フォワード取引の準備金要件を廃止

中国では9月11日より、金融機関が顧客のために為替のフォワード取引でドルを購入するにあたって、準備金を預け入れる必要がなくなった。2015年10月に施行された同規則は、人民元安圧力の阻止を目的として導入されたものであった。この他、中国人民銀行は、外国銀行の中国国内の人民元預金に対し準備金を課す措置も撤廃した。これにより、外国銀行は、人民元の調達をオンショア市場とオフショア市場の間でより柔軟にシフトさせられるようになる。これらの政策改善は10月の第19回全国代表大会(党大会)を前にして発表されたことから、市場では、中国の人民元改革が加速し最終的には完全自由相場制へと向かう可能性があるとの期待が広がった。

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、韓国債券には弱気な見方

年末にかけては、FRBの利上げやバランスシート縮小、ECB(欧州中央銀行)によるQE(量的金融緩和)プログラム縮小など、市場から大きな注目を集めるイベントをめぐって金融市場がより神経質となるなか、ボラティリティが高まるものと予想する。当社では、FRBが0.25%の追加利上げを実施するとみているほか、ECBが年内にQE縮小に関する計画を発表するも

のと予測する。最近のインフレ率の軟調さが「一過性」のものであるかどうかについて議論が続いているものの、中央銀行が金融政策を正常化する意向を示していることは、この先、すでに割高感のある債券バリュエーションの重石となる可能性がある。加えて、第4四半期中に米国の税制改革法案が可決される可能性が高まっているなか、経済成長とインフレの加速期待が高まるにつれ、債券デューレーションの買い持ちポジションに対する逆風がさらに強まる見通しだ。そうした背景から、歴史的に米国債との相関性が比較的低いインド、インドネシア、マレーシアの債券は、域内の他国の債券をアウトパフォームするとみている。一方で、韓国債券については、地政学的リスクが根強く投資家心理が一段と冷え込む可能性があることから、慎重な見方をしている。

● **通貨はマレーシアリングギット、中国人民幣元を選好、韓国ウォン、フィリピンペソには弱気な見方**

マレーシアでは経済成長の上振れが続いている。さらに、同国への外国直接投資が拡大していることに加え、為替ヘッジ規制が自由化されたことが、マレーシアリングギットに対する良好な投資家心理を引き続き支えるものとみられる。中国人民幣元については、当社は同国の経常黒字の堅調さを踏まえて選好姿勢を強めている。また、中国債券がグローバル債券指数に採用される可能性があることも、人民幣元需要を下支えすると考えられる。対照的に、フィリピンについては、最近になって経常収支や貿易統計に改善の兆しがみられているものの、中期インフラ支出計画が莫大な額に上ることから、今後も同国の経常収支は引き続き軟調に推移すると考えている。その他、朝鮮半島情勢の緊張が続くなか、韓国証券市場からの資金流出を受けて韓国ウォン安が一段と進む可能性がある。

**アジア・クレジット**

**投資環境**

● **アジア・クレジット市場はマイナスのリターン**

9月のアジア・クレジット市場は、信用スプレッドが0.07%縮小したものの、米国債利回り上昇の影響を吸収しきれず、トータル・リターンが僅かにマイナスとなった。米国の税制改革期待やFRBの金融引き締め観測が、米国債利回りの上昇を誘った。市場リターンは投資適格債が▲0.16%となる一方、ハイイールド社債は+0.51%となった。

● **S&Pが中国の信用格付けを引き下げ**

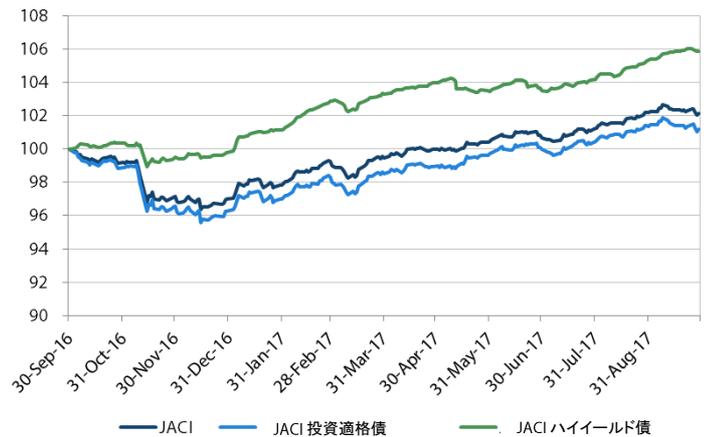
格付け会社 S&P は、中国のソブリン格付けを「AA-」から「A+」へ引き下げる一方、見通しを「ネガティブ」から「安定的」へと変更した。5月にはムーディーズが中国の格付けを1段階引き下げており、これで国際的な格付け会社による中国の格下げは今年に入って2度目となる。S&Pは、今回の変更について、大幅な信用拡大局面の長期化を経て中国の経済・金融リスクが高まっていることを反映したものであるとした。この格下

げに伴い、中国の複数の発行体の格付けや見通しも変更された。しかし、今回の格下げによる信用スプレッドへの影響は軽微であった。

● **発行市場では起債活動が加速**

9月は新規発行活動が加速した。投資適格分野では計31件（総額158億米ドル）、ハイイールド分野では、Postal Savings Bank of Chinaによる大型起債（72.5億米ドル）を含む計23件（総額156億米ドル）の新規発行があった。その大部分を占めたのは中国の発行体で、10月第1週に中国版ゴールデンウィークを控えて駆け込み発行が相次いだ。

**<アジア・クレジット市場の推移>**



(出所) JP Morgan  
 (期間) 2016年9月30日～2017年9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9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**

● **米国債利回りの方向性がリターンを左右、信用スプレッドはレンジ圏で推移する見通し**

FRBがタカ派色を強め、米国債利回りが上昇し、北朝鮮をめぐる緊張が続くとともに、起債活動の増加が見込まれるなかにあっても、アジア・クレジットの信用スプレッドは引き続き縮小した。2017年最終四半期のアジア・クレジット市場のリターンは、投資適格債を中心として米国債利回りの方向性に左右される見通しだ。経済指標によるとインフレ加速の兆しが限定的だが、トランプ米大統領の税制改革法案の進展が早まっていること、FRBがタカ派色を強めていることから、「低金利環境が長期化する」という見方が試される可能性がある。信用スプレッドについては、大幅な縮小を促す材料に引き続き乏しく、バリュエーションが依然割高な水準にあることから、レンジ圏で推移するものとみられる。しかし、アジアの大半の国では依然としてファンダメンタルズが健全であるため、信用スプレッドは過去のレンジと比べて比較的タイトな水準にとどまる可能性がある。

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。