



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

ASIAN FIXED INCOME OUTLOOK

2017年12月

本レポートは、英語による2017年12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

- 11月の米国債市場は下落した。月の初めは、米FRB(連邦準備制度理事会)の次期議長にジェローム・パウエル理事が指名されたことが好感され、債券利回りが低下した。しかしその後は、現職のFRB議長が示した景気上向きの見解やベージュブック(地区連銀経済報告)の内容を受けて、米国債市場は下落に転じた。
- 11月のアジアのクレジット市場は下落した。中東での地政学的リスクの高まりから中国での債務削減を巡る懸念、多量の新発債供給に至るまで、様々な要因が重なって投資家が元本確保モードにシフトするなか、信用スプレッドが全般的に拡大した。
- アジア地域の各国経済は第3四半期に堅調な伸びを見せたが、その牽引役となったのはまたもや、サービスおよび鉱工業セクターが好調なフィリピンであった。その他の国では、韓国の中央銀行が利上げを行い、政策金利の正常化サイクルの始まりを示した。一方、マレーシアの中央銀行は政策金利を据え置くこととした。
- 中国の政策当局は資産運用業界に対する規制を強化した。さらに、同国の財務省は官民連携プロジェクト(PPP)に対する管理を強化し、PPPへの参入障壁を引き上げるとともに同プロジェクトへの投資に制限を課した。一方、格付け機関ムーディーズ・インベスターズ・サービスが、インドのソブリン格付けを「Baa3」から「Baa2」へと引き上げた。
- 発行市場での起債活動は11月に大きく活発化し、投資適格債分野では計50件(総額279億米ドル)の新規発行があった。一方、ハイイールド債分野での新規発行は計29件(総額104億米ドル)となった。
- 2018年は、アジアの現地通貨建て債券にとって、リターンが低下する一方でボラティリティが高まる年になると思われる。堅調な経済成長にインフレ圧力上昇の可能性が加わることで、域内の中央銀行はタカ派度合いを強めることになるかもしれない。このような背景の下、当社ではインドネシアの債券が域内の他国の債券をアウトパフォームすると予想しており、一方でフィリピンの債券に対しては慎重な見方をしている。
- 通貨については、人民元を選好するとともに、マレーシアリングギットに対してもポジティブな見方をしている。逆に、フィリピンペソについては、同国の弱気な見方を維持する。
- 信用スプレッドは過去との比較において既にタイトな水準にあり、投資適格債とハイイールド債の両分野にわたって控えている多額の新規発行予定が、既発債のスプレッドを圧迫する可能性がある。とは言っても、アジアの経済成長環境は依然として良好であり、したがって当面は大幅なスプレッドの拡大が起こることは考えにくい。

アジア諸国の金利と通貨

市場環境

11月の米国債市場は下落

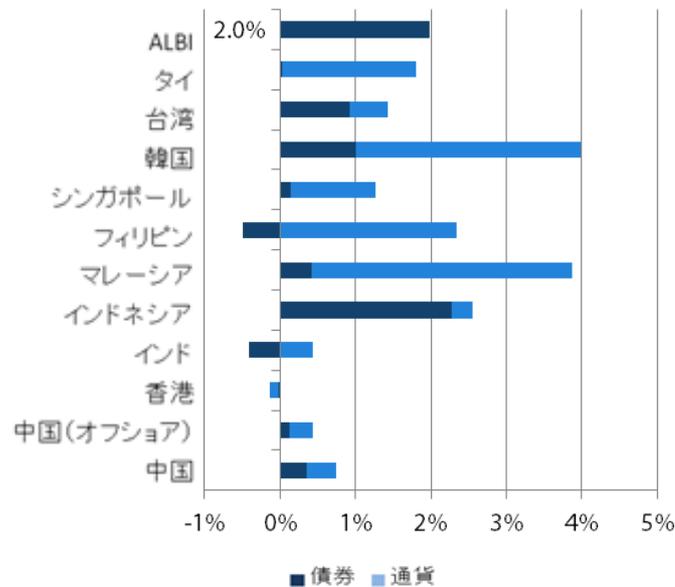
月の初めは、米FRBの次期議長にジェローム・パウエル理事が指名されたことが、米国の経済指標が予想を上回るという金利上昇要因を相殺した。パウエル理事は金融政策に対するFRBの現行のアプローチを継続するだろうとの期待から、同氏指名のニュースは市場に好感され、米国債利回りは低下した。米国における失業率の一段の低下やPPI(生産者物価指数)の前年同月比上昇率の加速は、市場参加者にはほぼ材料視されなかった。

しかし、月末にかけては、ジャネット・イエレン現FRB議長が景

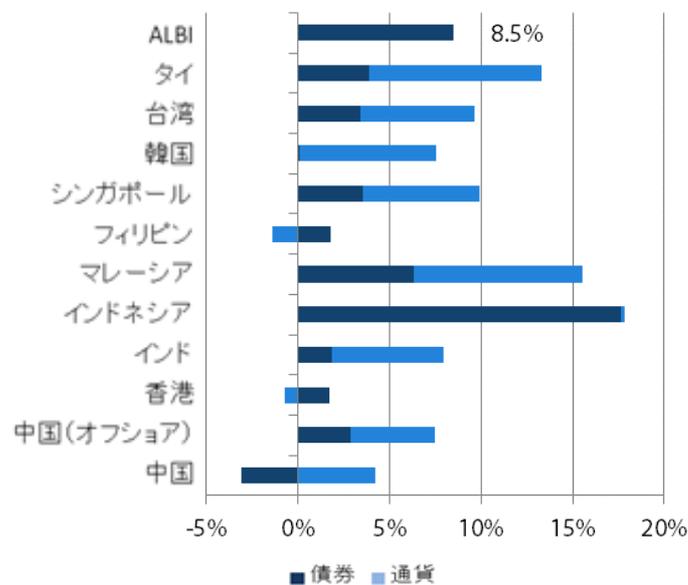
気について上向きとの見解を示したことや、FRB のページブックが経済指標の全般的な堅調さを映し出したことから、米国債利回りには上昇圧力がかかった。最終的に、米国債 10 年物の利回りは前月末比で 0.03% 高い 2.41% で月を終えた。

＜アジア現地通貨建て債券のリターン＞

過去 1 ヶ月 (2017 年 10 月 31 日～2017 年 11 月 30 日)



過去 1 年 (2016 年 11 月 30 日～2017 年 11 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。

● アジア各国の第 3 四半期の経済成長は堅調

フィリピンの 2017 年第 3 四半期の経済成長率は前年同期比 +6.9% となり、またしてもアジア地域の成長の牽引役となった。サービスおよび鉱工業セクターが成長の強さの主要な源泉となっており、農業生産の伸びの鈍さを十二分に補った。同様に、マレーシアの GDP も堅調で、前年同期比成長率が第 2 四半期の 5.8% から第 3 四半期には 6.2% へと加速した。成長加速のベースは幅広く、固定資産投資や民間消費が牽引役となった。タイの第 3 四半期の経済成長率は前年同期比 +4.3% となり、事前予想を上回るとともに、第 2 四半期の成長率についても 3.8% へと上方修正されたが、経済の拡大を支えたのは主に外需であった。その他の国では、インドネシアの経済成長ペースが 7 月～9 月期に僅かながら加速した。民間消費の拡大ペースはあまり変わらなかった一方、政府消費と投資支出の伸びが勢いを増した。

● 韓国銀行が政策金利を 0.25% 引き上げ、マレーシア中銀はよりタカ派的に

韓国の中央銀行は政策金利を 0.25% 引き上げて 1.5% とし、政策金利の正常化サイクルの始まりを示した。同中銀は国内経済の成長について楽観視している模様で、半導体のアップサイクルは当面継続すると予想している。今後については、総合 CPI (消費者物価指数) 上昇率が 1% 台半ばのレンジで「当面推移し、その後徐々に目標水準に近づいていく」と見込んでいる。一方、マレーシアの中央銀行は政策金利を据え置くこととしたが、金融政策委員会 (MPC) の声明では、「世界および国内のマクロ経済状況の強さを踏まえ、MPC は現在の金融緩和の度合いについて見直しを検討する可能性がある」とし、2018 年に利上げを行う可能性を示唆した。

● ムーディーズがインドのソブリン格付けを引き上げ

ムーディーズ・インベスターズ・サービスは、インドのソブリン格付けを「Baa3」から「Baa2」に引き上げ、見通しを「ポジティブ」から「安定的」に変更した。同格付け機関は、2004 年 1 月以来初となる今回の変更の理由について、「経済および制度改革の持続的な進捗はいずれ、インドの高い潜在成長性をさらに高めると予想されること」を挙げた。一方で、一般政府債務の負担が同等の格付けの他国に比べて依然大幅に高いとの認識も示したが、ムーディーズは、財政赤字を埋め合わせるだけの民間貯蓄が国内に十二分にあり、それによって債務水準がより高いことの影響が幾分緩和されると見ている。

今後の見通し

● インドネシア債券に対して強気、フィリピン債券に対して慎重

2018 年は、アジアの現地通貨建て債券にとって、リターンが低下する一方でボラティリティが高まる年になると思われる。多くの要素が依然流動的で、さらに注視していく必要がある。その一つとして、最近の原油価格の上昇が持続されるのか否か、またそれがインフレそして金利に与え得る影響は、今後の懸案事項だ。現時点では、当社は FRB が漸進的な利上げペースを継続するとの見方を維持しているが、FRB における新議長の新就任とスタンレー・フィッシャー副議長およびビル・ダドリー

ニューヨーク連銀総裁の退任により、来年の政策が見通しにくくなっていることには留意が必要である。

アジアでは、堅調な経済成長にインフレ圧力上昇の可能性が加わることで、域内の中央銀行はタカ派度合いを強めることになるかもしれない。このような背景の下、当社ではインドネシアの債券が域内の他国の債券をアウトパフォームすると予想している。インフレ圧力は、食品供給の管理を全国的に改善しようとする政府の取り組みが主な追い風となって、引き続き十分に抑制されるものと思われる。インドネシア銀行が追加利下げを行うとは予想していないが、政策当局が引き続き国内経済の成長促進に注力するなか、金融政策は緩和的に維持されると見ている。インドネシア債券の当面の需給関係は良好で、政府が年内残りの国債入札を取り止めたのに加え、インドネシアが Bloomberg Barclays Global Aggregate インデックスの構成国に含まれることになれば、同国債券に対する需要は大幅に押し上げられる可能性がある。一方、フィリピンの債券に対しては、同国のインフレ・リスクが高いため、慎重な見方をしている。

● マレーシアリングと人民元に対して強気、フィリピンペソに対して慎重

マレーシアリングに対してはポジティブな見方をしている。マレーシアの経済は上振れが続いているが、石油の純輸出国である同国は、原油価格の上昇が持続すれば、その恩恵を享受すると想定される。一方、マレーシア中銀は直近の政策決定会でよりタカ派的なトーンを明確にし、利上げが近いことを示唆した。人民元については、中国の大幅な経常黒字を受けて、選好の確信度を強めている。さらに、中国がグローバル債券インデックスの構成国に含まれることになる可能性があり、そうなれば同国通貨への需要は維持されるとみられる。逆に、フィリピンペソについては、同国の経常収支の悪化から弱気な見方を維持する。しかし、クリスマス・シーズンには季節的に多額の資金流入が起こるため、当面は同通貨がある程度下支えされる可能性があることも認識している。

アジア・クレジット

市場環境

● 11月のアジアのクレジット市場は下落

11月のアジアのクレジット市場のリターンはマイナスとなった。アジアの投資適格債はリターンが▲0.16%となったが、アジアのハイイールド社債(▲0.27%)をアウトパフォームした。中東での地政学的リスクの高まりから中国での債務削減を巡る懸念、大量の新発債供給に至るまで、様々な要因が重なって投資家が元本確保モードにシフトするなか、信用スプレッドが一般的に拡大した。月中、中国企業に対するドル建て債券発行の承認が増加したことで、市場は新発債に対して食傷気味となった。米国では、税制改革案の成立に向けて新たな難題が浮上し、下院と上院のバージョン間の差異が拡大している。その結果、市場は税制法案の最終成立にはもっと時間がかかる可能性を織り込み始めた。これに加え、FOMC(連邦公開市場委員会)の声明によって、インフレ率が中期的に目標水準に戻

るかどうかにに対する委員会メンバーの確信度が低下していることが示唆されたため、米国債の長期ゾーンにおける利回り上昇の動きは限定的なものとなった。

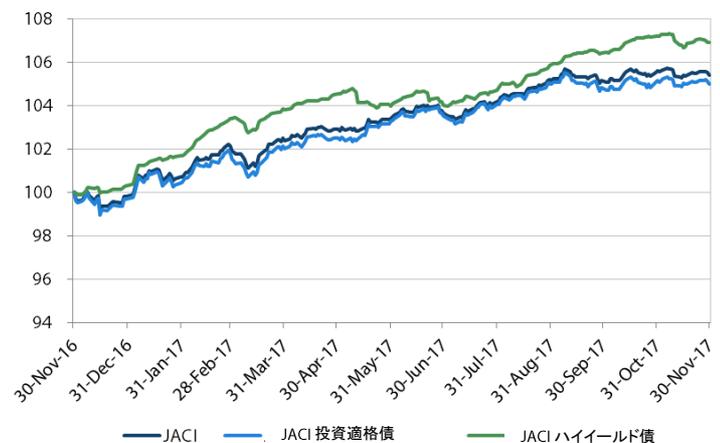
● 中国が資産運用業界およびPPPへの規制を強化

中国の政策当局は、同国のシャドーバンキング・セクターにおけるシステミック・リスクを回避するための取り組みを強化し、資産運用業界の規制を厳格化した。とりわけ、今回の規制案では、金融機関に資産運用商品の発行にあたって引当金を積むことが求められ、また特定の金融商品を異なるトランシェに分けること(資産運用商品の販売によって調達した資金を株式や債券への投資へもっていけるようにするための慣行)が制限されている。同様に、PPPに対する管理も強化され、規制当局がプロジェクトを見直した上で「不適格」プロジェクトを特定し、公的なPPP登録システムから削除することを発表した。具体的には、内モンゴルの地下鉄および高速道路のプロジェクトが資金調達に懸念があるととして廃案・延期となった。

● 発行市場の起債活動は大きく活発化

発行市場での起債活動は11月に大きく活発化したが、新発債の供給元は主に中国の発行体であった。当月、投資適格債分野では計50件(総額279億米ドル)の新規発行があった。一方、ハイイールド債分野での新規発行は計29件(総額104億米ドル)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11月30日～2017年11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11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内での推移に

FRBが12月のFOMC会合で利上げを行うと広く予想されているなか、米国債利回りの方向性やかなりフラット化した米国債イールドカーブの形状は、経済指標や税制改革の進捗に左右されるものと思われる。信用スプレッドは過去との比較において既にタイトな水準にあり、ここからスプレッドを目立って縮

小させ得るような材料は依然見当たらず、新発債の発行予定が大幅に加速するようであればなおさらそうなる。しかし、アジア経済成長環境は引き続き十分良好で、なかには成長が上振れしている国もあることから、スプレッドが大幅に拡大する可能性も当面は低いように見受けられる。

- **新発債供給が流通市場のパフォーマンスの悪化要因に**

投資適格債およびハイイールド債にわたって、多額の新発債供給予定に注目が集まっている。12月も大量の発行予定が続くと予想されており、流通市場のスプレッドが圧迫される可能性がある。中国では、国内で債務削減のプロセスが継続するなか、国内債券の利回り上昇とスプレッド拡大が、オフショアの米ドル建てクレジットものに対する投資家心理に影響を与える可能性がある。中国の発行体からの大量発行もスプレッドの縮小を妨げる要因だが、それでも中国の信用スプレッドは他国に比べて投資魅力が高いように思われる。

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。