



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

2018年7月

本レポートは、英語による2018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

- 6月の米国債市場はイールドカーブがフラット化した。米FRB(連邦準備制度理事会)は0.25%の利上げを実施したが、それに伴う声明においてタカ派色が増したため、短期金利が上昇した。ECB(欧州中央銀行)は債券購入プログラムを年末までに段階的に終了する計画を示した。月末には米中間の貿易関係における緊張が高まった。結果的に、米国債の利回りは2年物が前月末比0.1%上昇の2.53%、10年物が同0.002%低下の2.86%で月を終えた。
- アジアのクレジット市場は、市場センチメントが低迷するなかで信用スプレッドが拡大したため、結果的にマイナスのパフォーマンスに終わった。市場リターンはアジアの投資適格債が-0.21%、アジアのハイイールド債が-1.38%となった。
- 域内の5月のインフレ指標は大半の国で物価上昇圧力の高まりを示した。インド、インドネシアおよびフィリピンでは政策金利が引き上げられたが、一方で中国人民銀行は対象を絞った預金準備率の引き下げを発表した。
- 中国では5月の企業活動が減速を示し、鉱工業生産、固定資産投資、小売売上高の伸びが前年同月比で鈍化した。
- 一方、6月の発行市場は、市場センチメントの低迷を受けてハイイールド債を中心に起債活動が鈍化した。新規発行は投資適格債分野で計18件(総額約81.5億米ドル)、ハイイールド債分野で計10件(総額約19.5億米ドル)となった。
- 現地通貨建て債券では、中国、シンガポール、マレーシアの債券を選好する。当社の見方の裏付け材料としては、中国の政策当局が金融緩和へとシフトしたこと、シンガポールが域内他国市場との比較において「安全な避難先」としてのステータスを確立していること、マレーシア債券は実質利回りの相対魅力度が高いことが挙げられる。
- 通貨については、マレーシアリングgitを選好する一方、シンガポールドルと韓国ウォンに対して相対的に弱気の見方をとる。韓国とシンガポールは、貿易摩擦が激化した場合のサプライチェーンの混乱に対して相対的に脆弱である。一方、マレーシアは経常収支の状況が改善してきており、経済活動も堅調だ。原油価格の上昇も、マレーシアリングgitにとってさらなる追い風になるものとみられる。
- アジアのクレジット市場は引き続き様々な問題に直面している。金融政策の引き締めは、米国を中心に2018年後半も続くと思われる。貿易関係の緊張も当面は後退しそうにない。
- 中国では、国内流動性の逼迫、国内銘柄でのデフォルトの増加、規模が小さめの発行体に対するリファイナンス(既発債の償還に伴う借り換え)懸念の高まりを受けて、ハイイールド銘柄を中心に市場センチメントが悪化している。一方、新規発行の減少は、発行パイプラインの鈍化というよりは需要の低迷を反映した動きと言える。オールイン利回り(債券発行時の国債利回り、スプレッド、発行価格のディスカウント、手数料等をすべて勘案した利回り)もより魅力的に見え始めている。

アジア諸国の金利と通貨

市場環境

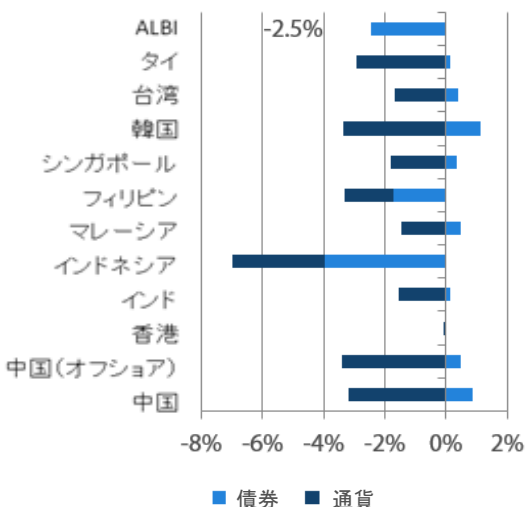
米FRBは0.25%の再利上げを実施

6月の米国債市場はイールドカーブがフラット化した。債券利回りは当初、予定されていた主要3中銀の政策会合に向けて上昇した。月半ばには、米FRBが広く予想されていた通り今年2回目となる0.25%の利上げを実施したが、それに伴う声明に

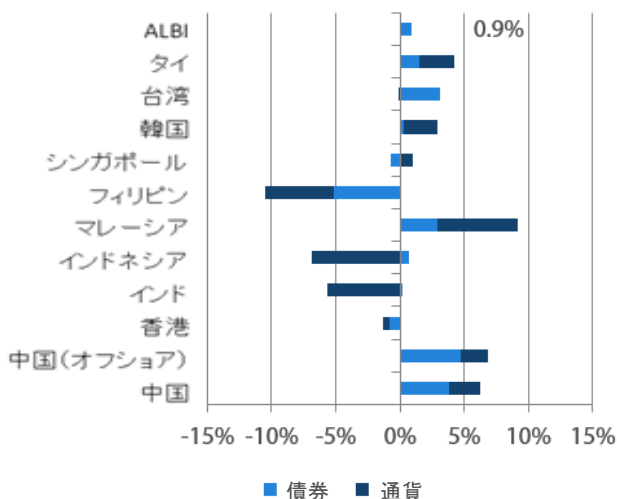
においてタカ派色が増したため、短期金利が上昇した。欧州では、ECB が債券購入プログラムを年末までに縮小する計画を示したが、金利については「少なくとも 2019 年の夏までは」現行水準に据え置くことを明言し、このハト派的ガイダンスを受けて長期債が買い進まれた。一方で日銀は、インフレ目標を達成するためには一段の措置が必要であるとの認識を示した。月末にかけては、米中間の貿易関係における緊張が新たに高まり、長期金利のさらなる低下を促した。結果的に、米国債の利回りは 2 年物が前月末比 0.1% 上昇の 2.53%、10 年物が同 0.002% 低下の 2.86% で月を終えた。

＜アジア現地通貨建て債券のリターン＞

過去 1 ヶ月 (2018 年 5 月 31 日～2018 年 6 月 30 日)



過去 1 年 (2017 年 6 月 30 日～2018 年 6 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。

インド、インドネシア、フィリピンの金融当局が政策金利を引き上げ

インド準備銀行の金融政策委員会は、全会一致で政策金利を 0.25% 引き上げることを決定した。しかし、同中銀は引き締めサイクルへの転換を示唆することは避け、代わりに金融政策スタンスについては「中立」を維持した。同じく、フィリピン中央銀行も 6 月に指標金利を再び 0.25% 引き上げた。これは先月行った同様の 0.25% の利上げに続くものだ。同金融当局は、今年と来年の総合 CPI (消費者物価指数) 上昇率予想を下方修正したが、インフレのリスクは依然上振れ方向にあると述べ、必要となればさらなる政策対応を行う用意があるとして、追加利上げの可能性を残した。インドネシア中央銀行は、通貨ルピアの急落進行に歯止めをかけるべく、6 週間で 3 度目となる政策金利の引き上げを、予想を上回る 0.5% 幅で実施した。一方で同中銀は、不動産セクターを刺激して国内経済の回復の勢いおよび金融システムの安定を維持するための動きとして、不動産ローンの LTV レシオおよび不動産ファイナンスの FTV レシオ (それぞれ不動産評価額に対するローン/融資額の割合) の要件を緩和した。

5 月はインフレ圧力が大半の国で増大

5 月の総合 CPI インフレはインド、フィリピン、マレーシア、シンガポール、タイの各国で加速を示した。これら 5 カ国におけるインフレ圧力の増大は、部分的には輸送費の上昇によって引き起こされたものだ。注目すべき点として、タイの年間総合インフレ率は 2 ヶ月連続で中央銀行の目標レンジ内となる水準を記録した。一方、インドネシアと韓国では、食品価格の上昇率が鈍化したことから、同月のインフレ圧力が緩和した。その他では、中国の総合 CPI 上昇率が横這いとなった。

中国の経済活動指標は鈍化

中国では 5 月の企業活動が減速を示し、鉱工業生産、固定資産投資、小売売上高の伸びが前年同月比で鈍化した。鉱工業生産の鈍化は主に製造業に起因しており、また小売売上高の伸びの鈍化は建築・装飾資材および自動車の売上げ減が要因となった。また、金融セクターの債務削減への継続的な注力がシャドーバンキング活動の著しい縮小につながり、注目すべきことに 5 月の社会融資総量は 4 月から半減した。これらの失望的な経済指標を受けてか、中国の中央銀行は、米国の利上げに追随するという従来の慣行から逸脱し、7 日物の OMO (公開市場操作) リバースレポ金利を据え置いた。

今後の見通し

中国、シンガポール、マレーシアの債券を選好

米中間の貿易関係における緊張は今や長期化のリスクが高まったと認識している。貿易関係の悪化が続けば、リスクがより高い資産に対する投資家心理が一段と冷え込むとともに、世界の経済成長に打撃を与える可能性がある。市場のリスク回避姿勢の強まりと成長鈍化の予想は、債券にとってサポート材料になると想定される。アジアの現地通貨建て債券の中では、中国、シンガポール、マレーシアの債券を選好する。中国は、政策当局が金融緩和へとシフトしたことが債券価格のサポート材料になるものと思われる。マレーシア債券は相対魅力度の高い実質利回りを提供しており、また域内の他の中銀と違って、

マレーシア中央銀行は政策金利を現行水準に据え置くと予想される。一方、シンガポールは域内他国市場との比較において「安全な避難先」としてのステータスを確立しており、これがシンガポール国債にとって当面の追い風になるだろう。

マレーシアリングgitを選好、シンガポールドルおよび韓国ウォンに対して相対的に弱気

世界の貿易関係の緊張がなかなか解消されず米 FRB が金融政策を一段と引き締めていくなか、米ドルの上昇が続くものと予想する。アジア地域内では、貿易依存度の高い韓国とシンガポールが、貿易摩擦が激化した場合のサプライチェーンの混乱に対して相対的に脆弱である。一方、マレーシアは経常収支の状況が改善してきており、経済活動も堅調だ。したがって、マレーシアリングgitは今回のリスク回避局面から受ける打撃がより小さいと見ており、原油価格の上昇もさらなる追い風になるものと思われる。

アジア・クレジット

市場環境

6月のアジアのクレジット市場はじり安

6月のアジアのクレジット市場は、市場センチメントが低迷するなかで信用スプレッドが拡大したため、結果的にマイナスのパフォーマンスに終わった。市場リターンはアジアの投資適格債が-0.21%、アジアのハイイールド債が-1.38%となった。複数の新興国通貨の大幅下落が新興国資産に対する投資家心理を動揺させ、新興国債券ファンドから資金が流出した。2018年前半におけるアジアの投資適格債の市場リターンは、米国債利回りの上昇と信用スプレッドの拡大が下方圧力をもたらし-1.93%となった。アジアのハイイールド債は、スプレッドの拡大が0.91%に及んだことから、市場リターンが-4.26%と投資適格債に劣後した。

中国は対象を絞った預金準備率の引き下げを発表、インドネシア、インドおよびフィリピンの金融当局は利上げを実施

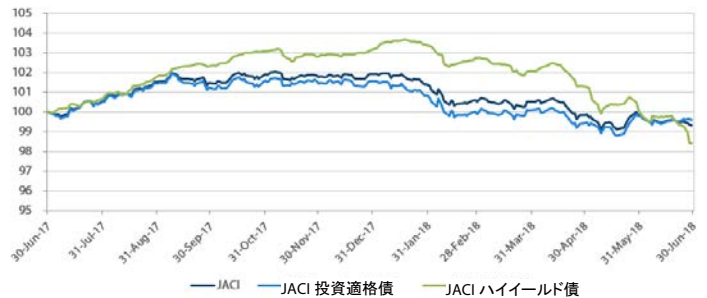
中国の中央銀行は、特定の銀行を対象として、預金準備として保有しなければならない現金の額を0.5%引き下げ資金を解放すると発表した。7月5日付けで実施されるこの引き下げにより、約7,000億人民元の流動性がシステムに提供されると予想される。この動きに先んじて発表された閣議内容では、金融政策手段を通じて小規模・零細企業への信用供給を拡大し、实体经济の資金調達コストの低減を促すとの同国の意向が示された。当月はまた、中国人民銀行が、人民元の対米ドルでの中心レートを2017年12月以来となる低い水準に設定した。この動きをきっかけとして、中国が自国通貨を米国に対する貿易報復手段として使うのではないかと懸念が広がった。中国人民銀行が金融政策の緩和に動いたのとは対照的に、インドネシア、インド、フィリピンの中央銀行は各自の政策金利を引き上げた。インドおよびフィリピンの金融当局はそれぞれ0.25%の利上げを行ったが、一方でインドネシア中銀はより積極的な動きを見せ、0.5%の利上げを実施した。インドネシア中銀は通貨ルピアの安定を図るべく、6週間の内に政策金利を合計で1.00%引き上げたことになる。中国では、不動産セクターの発

行体について、国家発展改革委員会が、オフショアでの債券発行が使えるのはリファイナンスの場合のみとし、国内の不動産プロジェクト向け資金や運転資金の調達には使ってはならないと発表したことから、国内の資金流動性の逼迫が続くなかでリファイナンス・リスクをめぐる懸念が高まり、同セクターに対する投資家心理が悪化した。

発行市場の活動は鈍化

6月は、市場センチメントの低迷を受けて、新発債供給がハイイールド債を中心に際立って鈍化し、総発行額が約101億米ドルとなった。投資適格債分野では、Huarong Financeの11億米ドルのディールやChina Construction Bank(中国建設銀行)の15億米ドルのディールを含め、計18件(総額約81.5億米ドル)の発行があった。ハイイールド債分野での新規発行は計10件(総額約19.5億米ドル)にとどまった。

<アジア・クレジット市場の推移>



(出所) JP Morgan
(期間) 2017年6月30日~2018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、2017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

アジアのクレジット市場は多くの問題に直面

2018年も後半に入るにあたり、金融政策の引き締めは米国を中心に続くものとみられる。これは、アジアのクレジット物を含む債券資産全般にとって、引き続き逆風となるだろう。貿易をめぐる緊張は徐々に高まっており、当面は後退しそうにない。株式および現地通貨の急落や信用スプレッドの拡大に見られるように、アジアのリスク資産はクレジット物を含め下方圧力が継続すると想定される。また中国では、債務削減の取り組みによりシャドーバンキング活動が著しく減少したため、国内の資金流動性の逼迫が続いている。これに加え、国内銘柄でのデフォルトの増加や規模が小さめの発行体に対するリファイナンス懸念の高まりを受けて、ハイイールド銘柄を中心に市場センチメントが悪化している。他の国々については、原油価格の上昇もまた、インドやインドネシアのように原油輸入国で燃料補助金の支出を行っている国の経常・財政赤字拡大懸念を増幅させている。

新規発行の減少はむしろ需要の低迷を反映した動き、オールイン利回りは魅力が増してきた様相

当月は新発債供給が減少したが、これは発行パイプラインの

鈍化というよりは需要の低迷を反映した動きと言える。このような状況は、市場センチメントが低調にとどまるなか、7月にかけても続く可能性が高い。スプレッドは投資適格債およびハイイールド債ともに、2018年前半の拡大を経ても過去に比べて特に魅力的な水準にあるわけではないが、オールイン利回りは足元で魅力度を増している。オールイン利回りの水準は投資適格債で4.71%、ハイイールド債で8.30%と、米国債利回りの上昇を受けて大幅に上昇しており、足元では過去5年の平均を上回っている。

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。