



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1月

本レポートは、英語による2018年1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

- 広く予想されていた通り、米FRB(連邦準備制度理事会)は12月、政策金利を0.25%引き上げて年内3度目となる利上げを実施し、また2018年のGDP成長率予想についても上方修正した。結果的に米国債は、10年物の利回りが前月末の水準近くで月を終える一方、2年物の利回りが上昇した。
- 12月のアジアのクレジット市場は、信用スプレッドの縮小を受けてリターンがプラスとなった。11月に比べて新発債供給が減少したのに加え、ソブリン債格付けがいくつか引き上げられたことが、市場センチメントを押し上げた。
- タイ中央銀行は、世界経済の回復加速を受けて製品輸出や観光が継続的に伸びていることから、2017年および2018年の経済成長率予想を上方修正した。一方、韓国は2018年度について積極型予算を可決した。
- 中国人民銀行は、7日物と28日物のリバースレポ金利をそれぞれ0.05%ずつ引き上げた。一方、中国の規制当局は、金融機関の全体的な負債を削減し金融システムのリスクを抑制する取り組みを続けた。その他では、格付機関フィッチがインドネシアとフィリピンのソブリン債格付けを引き上げた。
- 発行市場では活発な起債活動が続き、投資適格債分野では計25件(総額133億米ドル)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19件(総額63億米ドル)となった。
- 当社では引き続き、インドネシア債券が域内の他市場に比べて魅力的なリターンを提供すると考えている。広く使われているグローバル債券インデックスの構成国に加えられる可能性、抑制可能な水準にあるインフレ圧力、緩和的な金融政策を受けて、需要が高まるものと思われる。通貨については、マレーシアリングgitに対して強気の見方をしている一方、フィリピンペソに対しては慎重な見方を維持する。
- アジアの経済および企業クレジットのファンダメンタルズは、2018年にかけてポジティブな環境が続くと予想される。しかし、米国の金融政策において緩和度の後退が続くことを考慮し、アジア・クレジットからのリターンは2017年に比べて低下すると見ている。
- アジアの投資適格クレジットについては、予想される米国債利回りの上昇がトータル・リターンにマイナスの影響を与えると想定されるため、債券キャリーが再びリターンの主要な源泉になるだろう。アジアのハイイールド社債は、投資適格債に比べてデュレーションが短めである一方でキャリーが高めであることから、投資適格債をアウトパフォームすると思われる。

アジア諸国の金利と通貨

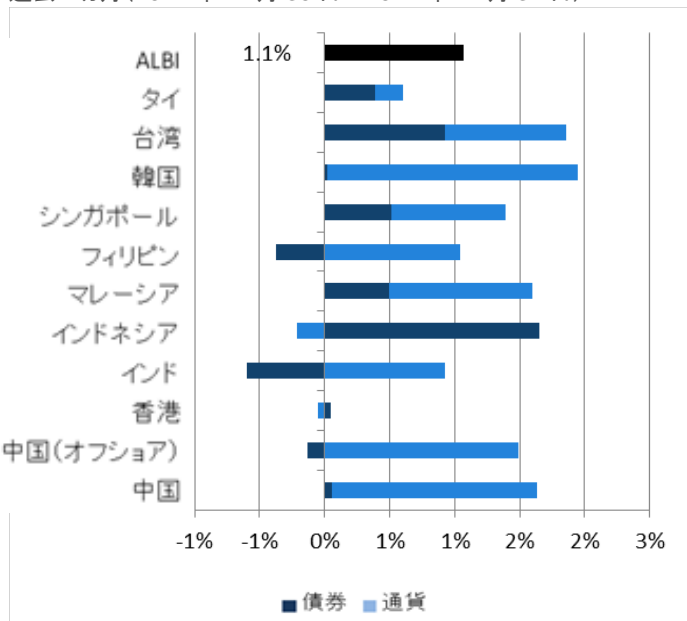
市場環境

- **米FRBが予想通り0.25%の利上げを実施**
 広く予想されていた通り、FRBは12月、政策金利を0.25%引き上げて年内3度目となる利上げを実施した。公表された「経済見通し」(SEP)のドット・チャート(政策金利見通し)の中央値は、2018年が利上げ3回、2019年が2回超で変化はなかったが、2020年の見通しについては利上げ1回分近く上昇した。2018年のGDP成長率予想は2.1%から2.5%へと上方修正され、失業率予想は4.1%から3.9%に引き下げられた。イエレンFRB議長の会見によると、FOMC(連邦公開市場委員会)は、概ね税制政策の変更を見通しの緩やかな上方修正を支持する要因と認識したが、最終的に実施される具体的な措置のマクロ経済的効果については、多くのメンバーがかなりの不透明感が残ると指摘した。結果的に米国債は、10年物の利回りが前月末の水準近くの2.41%で月を終える一方、2年物の利回りが

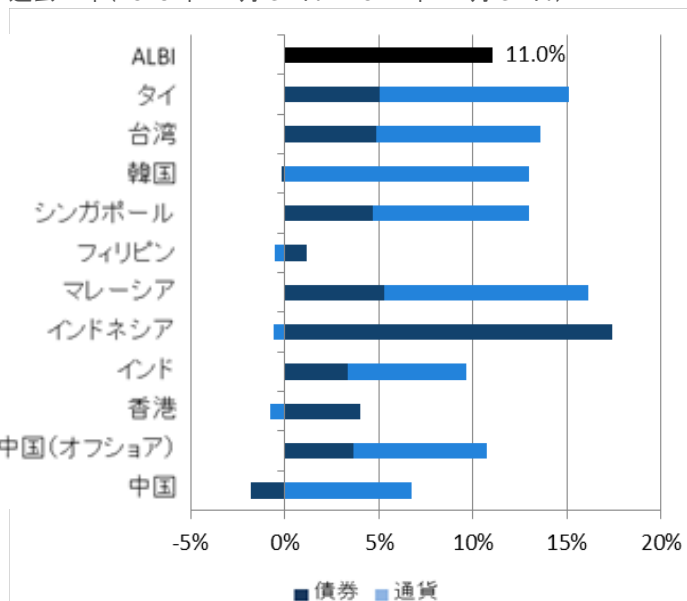
前月末比で 0.1%高い 1.88%へと上昇したため、イールドカーブは引き続きフラット化した。

＜アジア現地通貨建て債券のリターン＞

過去 1 ヶ月 (2017 年 11 月 30 日～2017 年 12 月 31 日)



過去 1 年 (2016 年 12 月 31 日～2017 年 12 月 31 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。

● タイ中央銀行が経済成長率予想を 3.9%へと上方修正

タイ中央銀行は、12 月の金融政策委員会会合で、政策金利を 1.50%に据え置くことを全会一致で決定した。同中銀はタイ経

済について、世界経済の回復加速を受けて製品輸出や観光が継続的に伸びていることから、全体として以前評価したよりも高い成長の達成が見込まれると述べた。この見解を反映して、2017 年および 2018 年の経済成長率予想はともに 3.8%から 3.9%へと上方修正された。

● 韓国の政策当局が積極型の 2018 年度予算を可決

韓国国会は 2018 年度の財政赤字が対 GDP 比 1.6%相当 (28.5 兆ウォン)となる予算を可決した(2017 年度の財政赤字は対 GDP 比 1.7%相当)。歳出は 4.6%の拡大が見込まれるが、これは 5.7%と予想される歳入増によって相殺されるものと見られる。注目すべき点として、政策当局は経済プロジェクトへの支出配分を 0.4%引き上げて 17.4%とし、社会福祉への配分を(当初の予算案での 34.1%から)33.7%へと減らした。一方、法人税の法定最高税率が 22%から 25%に引き上げられ、また個人所得税の最高税率は 2%引き上げられて 42%となった。

● フィリピン国会が税制改革法案を可決

フィリピンの国会は、実施 1 年目で純歳入を約 1,300 億ペソ増やすと予想される税制改革案を可決した。当該法案はロドリゴ・ドゥテルテ大統領が推し進めている 5 つの税制パッケージの 1 つで、同大統領が注力する大規模な「作れ、作れ、作れ」インフラ・プログラムの資金を調達すべく国の歳入増を狙うものだ。当該法案の主な内容は、付加価値税の適用対象を拡大し、石油製品、自動車、および加糖飲料に対する税金を引き上げる一方、個人所得税を引き下げるといったものだ。

今後の見通し

● インドネシア債券に対して強気

当社では引き続き、インドネシア債券が域内の他市場に比べて魅力的なリターンを提供すると見ている。広く使われているグローバル債券インデックスの構成国に加えられる可能性があることから、需要が押し上げられるものと思われる。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おり、十分に抑制された状況が続くと想定される。2018 年に地方選挙を控えて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予想する。2018 年後半にかけては政治的ノイズが高まるかもしれないが、世論調査が引き続きジョコウィ大統領への支持を示唆していることから、ノイズの影響が長引くことはないと考えられる。

● マレーシアリングットを選好、フィリピンペソに対しては慎重

2018 年に入っても、マレーシアリングットを選好する一方でフィリピンペソを敬遠する当社のスタンスに変わりはない。マレーシアの堅調な経済成長と同国中央銀行のタカ派的な政策スタンスは、同国通貨に対する当社の強気な見方を裏付けている。原油価格の持続的な上昇がマレーシアの財政および経常収支を一段と改善させると見られることも、同国通貨にとってさらなる追い風となるだろう。一方で、フィリピンペソは、同国の経常収支悪化をめぐる懸念がインフラ建設の推進によって再燃していることから、2018 年も引き続き下落すると見ている。

アジア・クレジット

市場環境

- **アジア・クレジットは底堅い地合いの年末に**

12月のアジア・クレジットは市場リターンがプラスとなった。アジアの投資適格債とハイイールド債は、ともにスプレッドが若干縮小するなか、市場リターンがそれぞれ 0.13%、0.28%となった。新発債供給は旺盛な状況が続いたが、11月に比べると供給額が減少したため、需給バランスが改善した。11月と12月にはソブリン債格付けの引き上げが数件あったことも、市場センチメントを押し上げた。米国債利回りは、FRBの利上げを受けて短期債部分で上昇したが、満期が長めの部分については、米国税制改正法案の可決を受けて一旦上昇した後、月末に向けて低下に転じた。2017年通年でアジア・クレジットは、新発債供給が過去最高を記録したにもかかわらず良好なパフォーマンスを示し、市場リターンが投資適格債で 5.46%、ハイイールド債で 6.15%となった。

- **中国人民銀行は借入れコストを引き上げ、政策当局は銀行における流動性リスク管理を向上すべく新規規制を設定**
中国人民銀行は、7日物と28日物のリバースレポ金利をそれぞれ 0.05%ずつ引き上げた。この動きが見られたのはFRBがフェデラル・ファンド金利を0.25%引き上げた数時間後であった。中国人民銀行はまた、中期貸出制度(MLF)の金利も引き上げたが、基準政策金利については据え置いた。一方、規制当局は金融機関の全体的な負債を削減し金融システムのリスクを抑制する取り組みを続け、CBRC(中国銀行業監督管理委員会)が貸し手の流動性リスク規制の改定案を発表した。CBRCによると、新規規制の目的は「銀行における流動性リスク管理を強化し、銀行システムの安全で安定的かつ健全な運営を担保すること」にあり、同規制の最終版は2018年3月1日に発効する。

- **フィッチがフィリピンとインドネシアのソブリン債格付けを引き上げ**

フィッチは、フィリピンのソブリン債格付けを「BBB」に引き上げ、見通しを「安定的」とした。同格付機関は、「安定した政策が高く持続可能な経済成長を支えており、好調かつ着実なマクロ経済動向が続いている」とし、さらに「投資家マインドも引き続き良好であり、堅調な内需および海外直接投資の流入にそれが表れている」と述べている。同格付機関は、フィリピン政府による税制改革の取組みを理由として、同国の財政見通しについてもポジティブな模様であり、同国の財政赤字が2018年と2019年の両年とも対GDP比で3%未満にとどまると予想している。金融政策については、フィリピン中央銀行の総裁にネスター・エスペニョーリャ氏が任命されたことにより、金融政策において継続性が保たれ信頼性が支えられると指摘している。

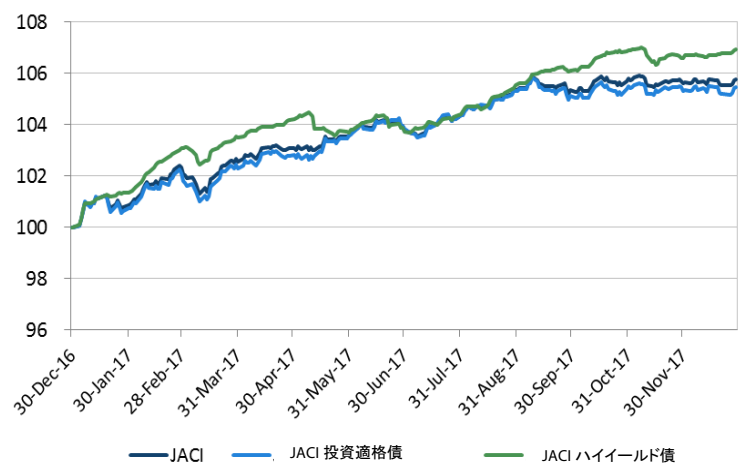
フィッチはまた、インドネシアについてもソブリン債格付けを「BBB-」から「BBB」に引き上げ、見通しを「安定的」とした。同格付機関はこの決定の理由として2つの主要要因を挙げた。

まず、一貫して安定性の維持に主眼を置いたマクロ経済政策運営が行われてきた結果、インドネシアの外的ショックに対する耐性が強化された。為替政策をより柔軟にしたことにより、同国は外貨準備にバッファーを築くことができている。次に、政府が推し進める協調構造改革がビジネス環境を改善させており、世界銀行の「ビジネスのしやすさ」ランキングにおけるインドネシアの順位は急速に改善している。改革は外部金融の強化にも寄与しており、FDI(海外直接投資)の加速を受けて、フィッチは今後数年はFDIの純流入が経常赤字をカバーすると予想している。

- **発行市場は年末にかけて活発化**

発行市場は活発な状況が続いたが、新発債の供給元は主に中国の発行体であった。12月は、投資適格債分野では計25件(総額133億米ドル)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19件(総額63億米ドル)となった。通年では、総供給額は過去最高の3,000億米ドルに達した。

<アジア・クレジット市場の推移>



(出所) JP Morgan

(期間) 2016年12月31日～2017年12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12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

- **アジアの経済および企業信用のファンダメンタルズは追い風だが、バリュエーションは割高**

アジアの経済および企業信用のファンダメンタルズ環境は2018年に入っても引き続きポジティブな状況が予想され、信用スプレッドが十分に下支えされる信用サイクルの拡張が当面は続く可能性がある。しかし、スプレッド面のバリュエーションが割高であること、また需給動向がよりニュートラルとなることから、現在の水準からの大幅なスプレッド縮小は難しいかもしれない。当社では、米国の金融政策の緩和度合いが継続的に弱まることを考慮し、2018年のアジア・クレジットの市場リターンは2017年に比べて低減すると予想している。アジアの投資適格クレジットについては、予想される米国債利回りの上昇がトータル・リターンにマイナスの影響を与えると想定されるため、債券キャ

リーが再びリターンの主要な源泉になるだろう。アジアのハイイールド社債は、投資適格債に比べてデュレーションが短めである一方でキャリーが高めであることから、リスクフリー・レートの上昇が続くと予想されるなか、投資適格債をアウトパフォームすると思われる。

- 1月はリスクフリー・レートの上昇予想が発行を招くなかで供給が加速

1月の発行市場の活動は再び活性化すると思われ、2月に中国の旧正月を控えて多額の供給が想定される。現在スプレッドがタイトな水準にあること、リスクフリー・レートの上昇基調が予想されることが、発行体の動きを促すだろう。イールドカーブがフラット化していることから、より長い満期での発行が選好されるかもしれない。

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。