



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3月

本レポートは、英語による2018年3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

- 2月の米国債市場は、同国の経済指標が景気の加速を示したことから一段と売り込まれ、イールドカーブ全体にわたって利回りが上昇した。一段の大幅な財政緩和となる予算が米国連邦議会で可決されたのに加え、CPI(消費者物価指数)が市場予想を上回ったことも、米国債利回りに更なる上昇圧力を加えた。結局、米国債10年物の利回りは前月末比0.16%上昇の2.86%で月を終えた。
- 2月のアジアのクレジット市場は、信用スプレッドの拡大と米国債利回りの上昇を受けて全般的に続落した。インフレ再来懸念が強まったことから、世界の株式市場は大幅な調整に見舞われた。広範囲にわたる株価下落は比較的短期間に収まったものの、投資家を動揺させるには十分で、新興国債券からは資金が流出する結果となり、信用スプレッド拡大の要因となった。
- アジア域内では、2017年第4四半期のGDPが概して堅調な成長を見せた。フィリピンとインドの金融当局はともに、政策金利を据え置く一方で2018年のインフレ予想を引き上げた。シンガポールでは拡張的財政政策の予算が設定され、フィリピンでは中央銀行が預金準備率を19%へと1%引き下げた。
- 2月の発行市場は、アジアが旧正月の休日を迎えるなかで起債活動が沈静化した。米国債市場のボラティリティ上昇も発行鈍化の要因となった。月中の新発債供給は、1月(計69件、総額323億米ドル)から減少し、計39件の総額159.5億米ドルにとどまった。
- 当社ではインドネシア債券に対して、同国が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、抑制可能なインフレ水準、緩和的な金融政策を背景に、ポジティブな見方を継続する。通貨については、マレーシアリングットと

シンガポールドルを選好する一方、フィリピンペソに対しては慎重な見方を維持する。マレーシアリングットは堅調な経済成長と原油価格の上昇が追い風になるとみられ、一方でシンガポールのMAS(金融通貨庁)は4月からタカ派的スタンスを取るものと予想する。反対に、フィリピンペソについては、同国の経常収支が悪化傾向にあることから、2018年のパフォーマンスがアジアの他国通貨に劣後するとの見方を維持する。

- アジアの信用スプレッドはレンジ内での推移が続いたが、割高な水準にある。スプレッドが既にタイト化しているため、米国債利回りが再び急上昇した場合は、スプレッドが縮小したとしても補いきれないだろう。しかし、アジアは依然マクロ環境が良好であることから、米国債利回りの急上昇や深刻なアジア通貨安さえ起きなければ、スプレッドが大幅に拡大する可能性も低い。

アジア諸国の金利と通貨

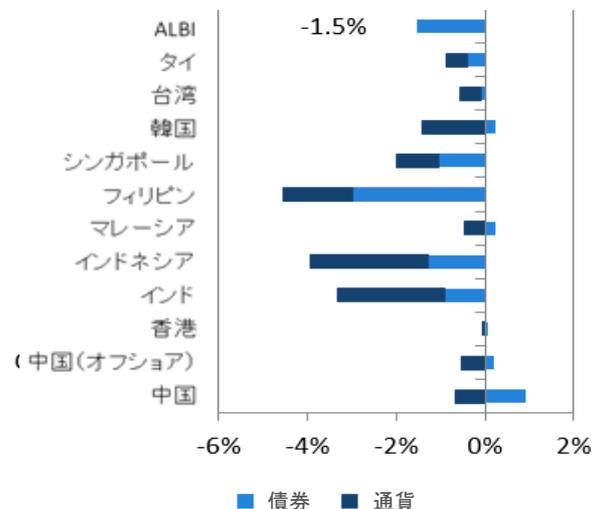
市場環境

米国債は当月も続落

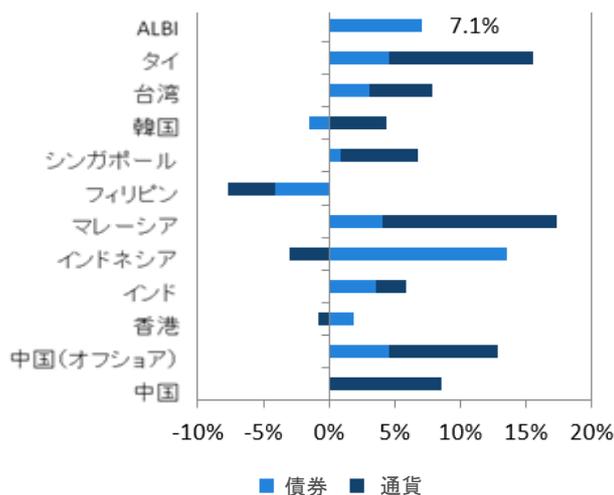
2月の米国債市場は一段と売り込まれ、イールドカーブ全体にわたって利回りが0.11~0.20%程度上昇した。利回りの上昇を誘発したのは景気の加速を示した同国の経済指標で、特に1月の雇用統計では時間当たり平均賃金が大きく上昇し、労働市場の逼迫状況が賃金の上昇につながり始めたことが示唆された。インフレ再来懸念が強まったことから、世界の株式市場は大幅な調整に見舞われた。広範囲にわたる株価下落は比較的短期間に収まったものの、投資家を動揺させるには十分で、新興国債券からは資金が流出する結果となった。一段の大幅な財政緩和となる予算が米国連邦議会で可決されたのに加え、CPIが市場予想を上回ったことも、米国債利回りに更なる上昇圧力を加えた。結局、米国債10年物の利回りは前月末比0.16%上昇の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ヵ月(2018年1月31日～2018年2月28日)



過去1年(2017年2月28日～2018年2月28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。

域内諸国の2017年第4四半期の経済成長は堅調な結果に
 2017年の最後の3ヵ月におけるマレーシアの経済成長率は前年同期比 5.9%と、依然堅調さを示しながらも前四半期(同6.2%)からはやや減速した。民間消費と固定資本投資の伸びが鈍化し、政府支出の伸びの加速を相殺した。タイの経済活動も同様に第4四半期に鈍化したが、4.0%と引き続き堅調なペースにとどまった。減速の主因は農業セクターの生産減だが、製造業セクターの伸びも鈍化した。インドネシアでは同期間の経済成長が 5.2%へと加速した。内需および在庫投資の加速が純輸出の減少を相殺するとともに、機械設備投資の急増を受けて固定資本投資の伸びが加速した。その他では、シンガポールの第4四半期の経済成長率が以前考えられていたより

も高いものとなった。サービスと建設の両セクターの拡大における上方修正が、製造業の伸びにおける下方修正を上回った。

フィリピンとインドの金融当局が2018年のインフレ予想を上方修正

当月、フィリピン中央銀行は、1月のCPIが大幅に上昇したにもかかわらず政策金利を据え置いた。しかし、同中銀は、2018年のインフレ予想を3.4%から4.3%へと大きく引き上げた。注目すべき点として、上方修正された予想値は2~4%の目標レンジを上回っているとともに、上方修正を行ったにもかかわらず、同中銀はインフレ見通しについて引き続き上振れリスクがあるとした。同様に、インド準備銀行も、主要政策金利を据え置きながら、原油およびその他のコモディティ価格の上昇、最低支持価格引き上げの可能性、関税の引き上げなど様々な要因からインフレが上振れするリスクがあると述べ、2018年第1四半期のインフレ予想を5.1%へと上方修正した。特筆すべき点として、金利据え置き決定は全会一致ではなく、1名の反対者が0.25%の利上げを行うべきとの票を投じた。

インド政府が財政赤字予想を修正

インドのアルン・ジャイトリー財務相は2019年度(2018年4月~2019年3月)の年次予算を公表した。発表された政策は概ね、農業補助金や大規模な医療制度を通じて貧困層を支援することを目的とするものであった。政府は今年度の経済成長率を6.8%と予想しているが、来年度については7~7.5%に加速するとみている。2018年度の財政赤字は、昨年設定された政府目標の対GDP比3.2%を超えて同3.5%に達している。2019年度については、ジャイトリー財務相は赤字幅が(以前の目標であった同3%から上方修正となる)同3.3%へ縮小するとの政府予想を示した。

拡張的財政政策を示すシンガポールの予算

シンガポールのヘン・スイキヤット財務相は2018年度予算を公表し、2018年の財政収支が2017年の対GDP比2.1%の黒字(上方修正後)から同0.1%程度の小幅な赤字に転じるとの政府予想を示した。同財務相は、昨年大幅黒字の要因として、MASからの寄与と20億シンガポールドルに上る印紙税収入(主に不動産市場の回復によるもの)を挙げた。発表された成長促進策には貸金助成制度の延長、法人税還付率の引き上げ、外国人労働者への課税率引き上げの先送り、2018年時点で21歳以上の国民に対する現金支払いでの一時金支給などが含まれる。また、予算のスピーチでは中期の財政サステナビリティ(持続可能性)にも焦点が当てられ、同財務相は2021年~2025年のどこかの時点で物品サービス税(GST)率を2%引き上げると発表した。

フィリピン中央銀行は銀行の預金準備率を引き下げ

フィリピン中央銀行は、銀行および銀行同様の機能を持つノンバンク金融機関すべてに対する預金準備率を、1%引き下げて19%にすると発表した。同中銀は、「市場ベース金融調節手段の活用への移行については十分な進展」が達成されたと考えたと述べた。また更に、「当行は現在、預金準備率の段階的な引き下げが流動性に与え得る影響を、入札ベースの金融オペレーションでの相殺を通じて軽減する余裕が十分にある」とつ

け加えた。預金準備率の引き下げは同中銀の長年の目標であったが、今回のタイミングでの発表はほぼ予想されていなかった。

今後の見通し

インドネシア債券に対して強気

当面は、インドネシア・ルピア建て債券がブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合インデックスに加えられることが、同国債券への資金流入を下支えするものと予想する。加えて、インフレ圧力は引き続き十分に抑制された状況にあり、また金融政策は依然として緩和的だ。しかし、インドネシア債券における海外投資家のポジションが、昨年来かなり積み上がってきていることも認識している。したがって、債券利回りの上昇が世界的に続いた場合は、同国債券の上昇は抑えられる。

マレーシアリングgitとシンガポールドルを選好、フィリピンペソに対しては慎重

マレーシアリングgitに対する当社の強気な見方を裏付けているのは、マレーシアの堅調な経済成長と原油価格の上昇だ。また当局も、選挙に向けて自国通貨高を奨励するものと思われる。一方、シンガポールでは、MAS が年内にシンガポールドルの名目実効為替レートの変動幅を上方傾斜に戻す地ならしを行っている。為替政策調整実施のタイミングの予想については現在 10 月へと後ずれさせたが、MAS は依然 4 月にタカ派的なスタンスを取る可能性があり、それが同国通貨を下支えするだろう。反対に、フィリピンペソに対しては、インフラ建設の推進を受けて同国経常収支の悪化基調への懸念が続いていることから、2018 年のパフォーマンスが他のアジア諸国通貨に劣後するとの見方を維持する。

アジア・クレジット

市場環境

2月のアジアのクレジット市場は下落

2月のアジアのクレジット市場は、信用スプレッドの拡大と米国債利回りの上昇を受けて全般的に続落した。市場リターンはアジアの投資適格債が-0.92%、アジアのハイイールド社債が-0.45%となり、デュレーションがより短くキャリアがより高い後者が前者をアウトパフォームした。米国債利回りの上昇を誘発したのは景気の加速を示した同国の経済指標で、特に1月の雇用統計では時間当たり平均賃金が大きく上昇し、労働市場の逼迫状況が賃金の上昇につながり始めたことが示唆された。インフレ再来懸念が強まったことから、世界の株式市場は大幅な調整に見舞われた。広範囲にわたる株価下落は比較的短期間に収まったものの、投資家を動揺させるには十分で、新興国債券からは資金が流出する結果となり、信用スプレッド拡大の要因となった。

インドネシアが国内石炭価格の規制案を発表、インドの銀行に対する投資家心理は悪化

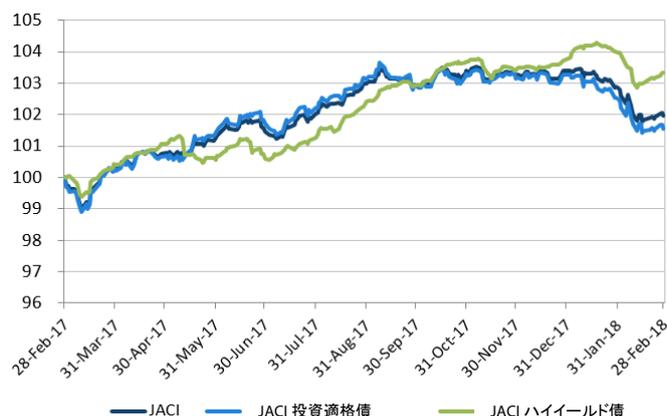
当月は、インドネシアのエネルギー鉱物資源省が、同国の電力事業を独占している国営の Perusahaan Listrik Negara (PLN) の生産コストを抑制すべく、国内石炭価格について新たな計算

方式を導入すると発表した。同省によると、年内は電気料金を値上げしないとの政府決定を受けて、当該改定が必要となった。新しい計算方式は、国内での販売に注力している地元石炭業者に主に影響を与えることになるものと思われる。一方、2月はインドの銀行に対する投資家心理が悪化した。インドステイト銀行の業績発表が失望的な内容であったのに加え、パンジャブ・ナショナル銀行をめぐってネガティブなニュースが流れたことが、インドの金融銘柄の売りを誘った。しかし、信用スプレッドの拡大は特に大幅なものにはならなかった。

発行市場は沈静化

2月の発行市場は、アジアが旧正月の休日を迎えるなかで起債活動が沈静化した。米国債市場のボラティリティ上昇も発行鈍化の要因となった。月中の新発債供給は、1月(計69件、総額323億米ドル)から減少し、計39件の総額159.5億米ドルにとどまった。投資適格債分野では、インドネシアのイスラム債(発行額30億米ドル)を含め、計17件(総額102.8億米ドル)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22件(総額56.7億米ドル)となった。

<アジア・クレジット市場の推移>



(出所) JP Morgan

(期間) 2017年2月28日～2018年2月28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2月28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

引き続き米国債利回りの方向性と新規発行パイプラインが懸念材料

米国債利回りが上昇し様々な資産クラスにわたってボラティリティが高まったにもかかわらず、アジアの信用スプレッドはレンジ内での推移にとどまったが、依然として過去との比較で割高な水準にある。スプレッドが既にタイト化しているため、米国債利回りが再び急上昇した場合は、スプレッドが縮小したとしても補いきれないだろう。しかし、アジアは依然マクロ環境が良好であることから、米国債利回りの急上昇や深刻なアジア通貨安(いずれも当面は考えにくい)さえ起きなければ、スプレッドが大幅に拡大する可能性も低い。新規発行のパイプラインは、投資適格債およびハイイールド債ともに3月に大きく増えると予想される。市場のボラティリティが高止まりし償還をめぐる懸念が続くなか、この供給増大懸念はいかなるスプレッド縮小の動きをも再び妨げる要因となるだろう。

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。