



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4月

本レポートは、英語による2018年4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

- 3月の米国債市場は、比較的狭いレンジでの推移となるなか、イールドカーブがブル・フラット化（満期の長い債券ほど利回りが大きく低下）した。米FRB（連邦準備制度理事会）は政策金利を0.25%引き上げるとともに、向こう数年は利上げペースをやや加速させる可能性があることを示した。しかし、FRBのタカ派的な発言よりも市場の注目を集めたのは、米国の貿易政策の変更とトランプ政権の幹部交代であった。米中貿易に狙いを定めた保護主義的措置が、リスク資産に対する市場センチメントの重石となった。最終的に、米国債10年物の利回りは前月末比で0.12%低下の2.74%で月を終えた。
- アジアのクレジット市場は、1月・2月と下落が続いたが、3月末は前月末から横這いの水準となった。投資適格債では、米国債利回りの低下が信用スプレッドの拡大による影響を緩和した。
- アジア地域内では、2月のインフレ指標が強弱混合となった。フィリピン、シンガポール、中国、韓国では総合CPI（消費者物価指数）インフレが加速したが、マレーシア、インド、インドネシア、タイでは同様のインフレ指標が減速した。その他では、中国が2018年の経済成長率の目標を「6.5%程度」に設定した。北朝鮮をめぐる緊張は緩和した模様であった。
- 一方、発行市場での起債活動は3月にやや活発化し、投資適格債分野では計31件（総額164億米ドル）、ハイイールド債分野では計18件（総額45億米ドル）の新規発行があった。
- インフレが抑制されていること、キャリーが相対的に高いこと、債券インデックスに組み込まれようとしておりパッシブ・ファンドからの資金流入が見込まれることを背景に、引き続きインドネシア債券を有望視している。
- 通貨については、タイバーツとマレーシアリングットを選好する一方、フィリピンペソに対しては慎重な見方をしている。タイバーツは、同国の輸出や観光客到着数が好調なことに加え、外国人投資家によるタイバーツ建て資産の保有が比較的少ないことが追い風となっており、またマレーシアリングットは、原油価格の上昇や堅調な経済動向などを理由にポジティブな見方をしている。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。
- アジアのクレジット市場はリスク要因が増している。様々な資産クラスや米国債利回りのボラティリティーに加え、貿易関係の緊張が激化するリスクが上昇している。さらに、新規発行のパイプラインも不安材料だ。マクロ面での懸念がなくなったとしても、今後2カ月に予想される新規発行のパイプラインを考えると、スプレッドの大幅な縮小は起こりにくいだろう。

アジア諸国の金利と通貨

市場環境

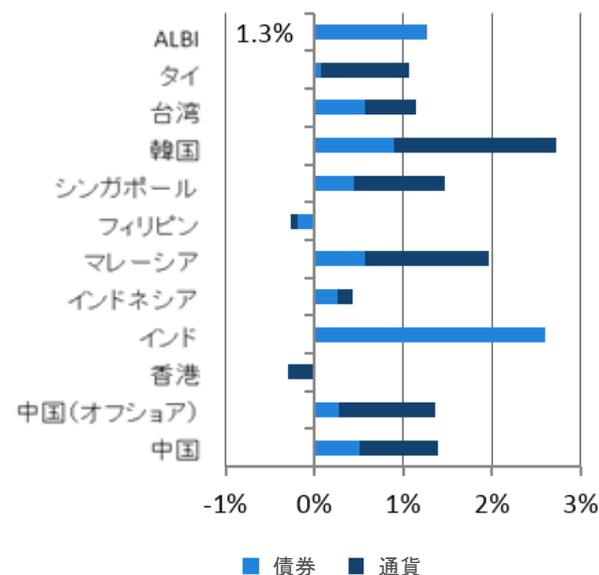
FRBが0.25%の利上げを実施

3月の米国債市場は、比較的狭いレンジでの推移となるなか、イールドカーブがブル・フラット化し、短期債の利回りが上昇する一方で中長期債の利回りが低下した。米FOMC（連邦公開市場委員会）で、フェデラルファンド金利の誘導目標が0.25%引き上げられるとともに、向こう数年は利上げペースをやや加速させる可能性があることが示された。しかし、FRBのこのややタカ派的な発言よりも市場の注目を集めたのは、米国の貿易政策の変更とトランプ政権の幹部交代であった。米中貿易に狙いを定めた追加の保護主義的措置の発表が、リスク資産に対する市場センチメントの重石となり、米国債への需要が押し上げられた。弱まっていたセンチメントは、トランプ政権の陣容の変更が原油市場に悪影響を与える可

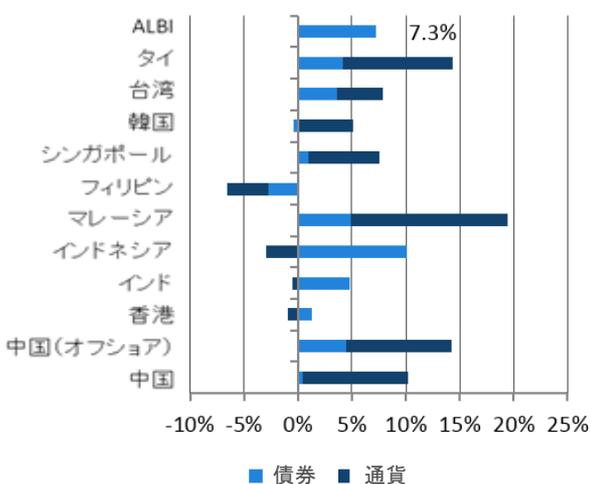
能性があるとの不安から、さらに悪化した。月末にかけては、株式市場に対する投資家の慎重な姿勢を受けて、長期債の利回りが低下した。最終的に、米国債 10 年物の利回りは前月末比で 0.12% 低下の 2.74% で月を終えた。

<アジア現地通貨建て債券のリターン>

過去 1 カ月 (2018 年 2 月 28 日 ~ 2018 年 3 月 31 日)



過去 1 年 (2017 年 3 月 31 日 ~ 2018 年 3 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。

2 月のアジア諸国のインフレ状況は強弱混合

フィリピン、シンガポール、中国、韓国では総合 CPI インフレが 2 月に加速したが、マレーシア、インド、インドネシア、タイでは同様のインフレ指標が同月に減速した。フィリピンでは、たばこ、食品およ

び飲料の価格上昇を受けて、総合 CPI 上昇率が 3 年ぶりの高水準となった。シンガポールでは、住居費の下落幅が縮小したことに加え、食品およびサービス価格の上昇ペースが増したことから、小売価格インフレが加速した。中国では、ベース効果と野菜価格の急上昇により、総合 CPI の上昇率が前年同期比 2.9% と、4 年超ぶりの高水準を記録した。一方、インドネシアでは、食品価格の上昇が加速したものの、住宅費、電気料金、ガソリン・燃料費の上昇ペースがそれ以上に鈍化したため、総合 CPI の上昇率が減速した。マレーシアでは運輸費の下落が主因となってインフレ圧力が緩和し、インドでは食品価格インフレの減速を受けて総合 CPI 上昇率が鈍化した。

中国は 2018 年の経済成長目標を「6.5% 程度」に設定

李克強首相は全国人民代表大会 (全人代) で、2018 年の GDP 成長率の政府目標を「6.5% 程度」とすることを発表した。前年とは異なり、できれば成長加速を目指すという方針を首相が明言しなかったことから、成長鈍化を許容する中国政府の姿勢が示唆された。全人代ではまた、習近平国家主席の共産党内での権力ベースが強化された。憲法の改正によって国家主席の任期が撤廃されたため、習国家主席は望むだけ国家元首の座に留まることができるようになった。また習氏は政府人事も刷新し、王岐山国家副主席をはじめ、自身が信頼する側近を要職に据えた。また、新憲法によって、新しい汚職摘発巨大国家機関「国家監察委員会」設立への地固めも行われた。当機関の地位は内閣に近いものとなり、最高裁判所よりも上級の位置付けとなる。

北朝鮮をめぐる緊張は緩和の模様

当月の朝鮮半島情勢は、地政学的緊張状態の平和的解決が近いかもしれないと示唆する展開が見られた。北朝鮮の最高指導者である金正恩は月初、韓国から高レベルの政府特使団を平壤に迎えた。これに続き、両国が 4 月下旬に 10 年超ぶりとなる南北首脳会談を実施することで合意したと発表された。北朝鮮が核・ミサイル実験の停止を提示すると、数日後、同国最高指導者からの会談要請をドナルド・トランプ米大統領が受け入れた。会談の詳細はまだ発表されていないが、ホワイトハウス側は 5 月末までに実施されるだろうと述べている。月末にかけては、中国が、金正恩が非公式訪問で習近平国家主席と会談を行ったことを公表し、金氏から非核化の約束を得たと述べた。

インドは 2019 年度の債券発行額を引き下げ

インド政策当局は、国内債券市場への圧力を緩和する動きとして、2019 年会計年度の債券発行総額を 5,000 億ルピー削減すると発表した。さらに、同国政府は年度前半の調達額を通年で必要総額の約 50% (平年は 60% 程度) に留めるとともに、同期間の発行分についてデュレーションを短めにする と発表した。このニュースを受けて、インドの国債市場は急伸した。

今後の見通し

インドネシア債券に対して強気

当面は、米国債の動きがアジア地域の債券の方向性に影響を与えるものと予想する。インドネシア債券を選好するスタンスを維持するが、先月は海外投資家が同国債券へのオーバーウェ

イトを減らすのに伴う売りが幾分見られたことは留意しておきたい。第 2 四半期を迎えるにあたって、同国債券については、依然として低位抑制されているインフレ、相対的に高いキャリー水準、債券インデックスへの採用に伴うパッシブ・ファンドからの資金流入もあり、需要が下支えされるものと見込んでいる。また、注目すべき点として、インドネシア中央銀行のペリー・ワルジョ次期総裁は圧倒的にハト派寄りのスタンスを取ってきており、これもインドネシア債券の見通しにとって好材料だ。

マレーシアリング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

タイは、好調な輸出や多くの観光客到着数が、引き続き同国の大幅な経常黒字を支えている。これに加えて、外国人投資家によるタイバツ建て資産の保有が比較的少ないこともあり、当社ではタイバツに対してポジティブな見方をしている。同様に、マレーシアの経常収支の状況も 2017 年後半以来大きく改善している。今後は、原油価格の上昇が輸出の伸びを促進するだろう。有利な経常収支ポジションや堅調な経済動向、選挙を控えての当局の通貨高支持を理由に、マレーシアリングについてもポジティブな見方をしている。反対に、フィリピンペソについては、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

3 月末のアジアのクレジット市場は前月末から横這い

アジアのクレジット市場は、1 月・2 月と下落が続いたが、3 月末は前月末から横這いの水準となった。投資適格債では、米国債利回りの低下が信用スプレッドの拡大による影響を緩和した結果、市場リターンが 0.20% となり、アジアハイイールド社債 (▲0.65%) をアウトパフォームした。第 1 四半期を通しての投資適格債の市場リターンは▲1.46% となったが、この主因は米国債利回りが急上昇したこととスプレッドが 0.12% 拡大したことにある。アジアのハイイールド社債の市場リターンは▲0.87% であった。

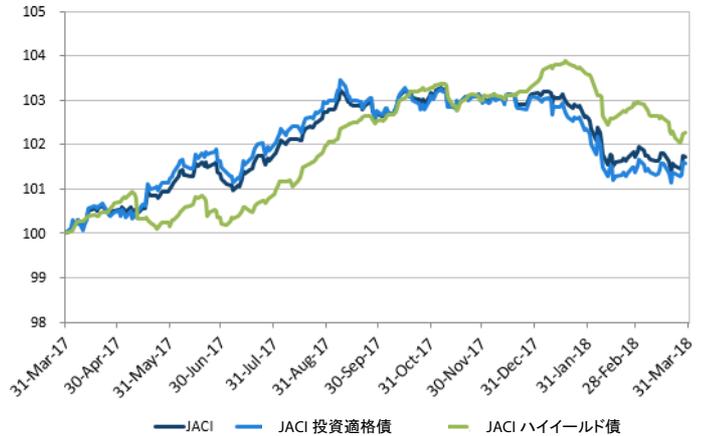
中国の政策当局は銀行の引当金カバー率を引き下げ

中国の銀行監督当局は、銀行の最低引当金カバー率を従来の 150% から 120~150% のレンジへと引き下げた。これは、政策当局が今や、中国の信用サイクルと資産の質に対してより安心感を持っていることを示している。中国の銀行の信用スプレッドに対する当概要調整の影響は限定的であった。

発行市場の起債活動はやや活発化

発行市場での起債活動は 3 月にやや活発化した。投資適格債分野では、中国企業 CNAC HK Finbridge (中国化工集団) の 49.5 億米ドルに上る大型ディールや中国銀行 (香港) の 22.5 億米ドルのディールを含め、計 31 件 (総額 164 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 18 件 (総額 45 億米ドル) であった。第 1 四半期を通しての新規発行額は投資適格債が約 450 億米ドル、ハイイールド債分野が約 230 億ドルとなった。

＜アジア・クレジット市場の推移＞



(出所) JP Morgan
 (期間) 2017 年 3 月 31 日～2018 年 3 月 31 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 1 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

リスク要因の数が増加

アジアのクレジット市場にとって圧力となる問題が増している。様々な資産クラスや米国債利回りのボラティリティーが上昇しており、また貿易関係の緊張が激化するリスクも、基本シナリオではないとしても上昇している。FRB は引き続き引き締め路線を辿っており、最近では資金調達金利が急上昇するなど、クレジット市場にとって逆風となっている。それにもかかわらず、アジアの信用スプレッドは直近の拡大を経ても、引き続き過去に比べて割高な水準にある。

新規発行パイプラインも引き続き不安材料

ここ数週間は需給バランスが悪化している。第 1 四半期はおよそ 680 億米ドルに上る大量の新規発行があった。マクロ面での懸念がなくなったとしても、今後 2 カ月に投資適格債とハイイールド債の両方にわたって予想される多額の新規発行パイプラインを考えると、スプレッドの大幅な縮小は起こりにくいだろう。加えて、ハードカレンシー建て債券への需要は今のところかなり低迷している模様だ。

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。