



## 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8月

本レポートは、英語による2018年8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

- 7月の米国債市場は利回りが上昇した。米中間では貿易をめぐる緊張が根強く続いたが、米欧間では双方が貿易障壁の削減を発表したことから貿易戦争のリスクが低下した。これに加え、米国の第2四半期のGDPが堅調な内容となり、また日銀がその巨額に上る流動性供給の規模を縮小するのではないかと憶測も浮上したため、リスクフリー・レートの急上昇につながった。最終的に、米国債の利回りは2年物が前月末比0.14%上昇の2.67%、10年物が同0.10%上昇の2.96%で月を終えた。
- 7月のアジアのクレジット市場は、米国債利回りが上昇したものの信用スプレッドが縮小したため、プラスのリターンを記録した。投資適格債のスプレッドは前月末比0.10%縮小の1.79%、ハイイールド社債のスプレッドは同0.30%縮小の5.17%となった。最終的な市場リターンはアジアの投資適格債が0.44%、アジアのハイイールド債が1.94%となった。
- 域内の6月のインフレ指標はまちまちの様相を呈した。第2四半期の経済成長率は中国が6.7%となる一方、シンガポールは速報値ベースで3.8%となった。インドネシアとフィリピンでは金融当局がタカ派姿勢を維持した。
- 中国では、政府が経済成長に拍車をかけるべく「より積極的な」財政政策を打ち出し、政策緩和が本格化した。これらの取り組みを受けて中国のリスク資産が上昇し、中国の信用スプレッドが縮小した。
- 一方、発行市場の起債活動は低調が続いた。新規発行は投資適格債分野で計21件(総額約109億米ドル)、ハイイールド債分野で計9件(総額約26.5億米ドル)となった。
- 現地通貨建て債券では、マレーシアと中国の債券を選好する。マレーシア債券は、相対的に魅力度の高い実質利回りを提供しているとともに、同国の中央銀行が利上げを行う可能性は引き続き当面低いと予想している。中国債券については、同国の政策当局による経済への流動性注入の決断が、債券価格にとって追い風になると思われる。
- 通貨については、マレーシアの経常収支状況の改善と堅調な経済動向、原油価格の上昇からマレーシアリングgitを選好する一方、韓国ウォンと人民元に対して相対的に弱気の見方をする。
- アジアのクレジット市場の先行きは、スプレッドの変動が激しい展開が続くとみられる。中国では、最近発表された施策によって、ここ数か月高まっていたリファイナンス(既発債の償還に伴う借り換え)懸念が和らいでいる。しかし、米中間の貿易関係の緊張や米FRB(連邦準備制度理事会)による金融政策の引き締めが、引き続き主要なリスク要因となっている。
- 加えて、7月中旬まで投資家心理の低迷により中断していた新規発行の波が再び戻ってくると思われ、流通市場でのスプレッド縮小余地を限定的なものにしている。

## アジア諸国の金利と通貨

### 市場環境

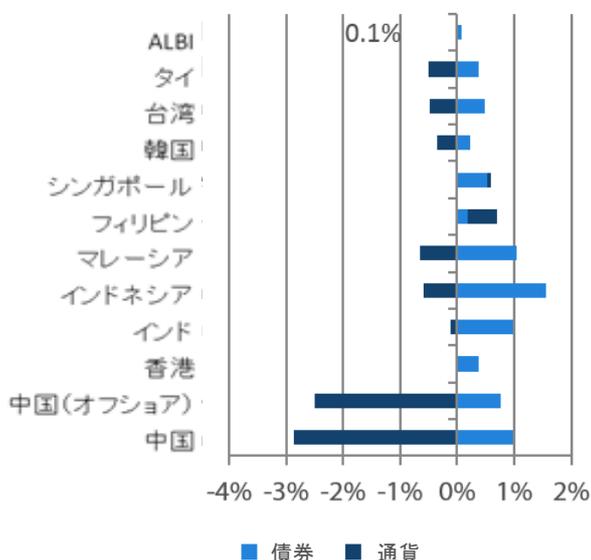
#### 7月の米国債市場は利回りが上昇

当月の市場は貿易関係の緊張に注目が集まった。米国は7月6日、300億ドル相当を超える中国からの輸入品に対して関税を発動した。中国の政策当局は、同額の米国からの輸入品に

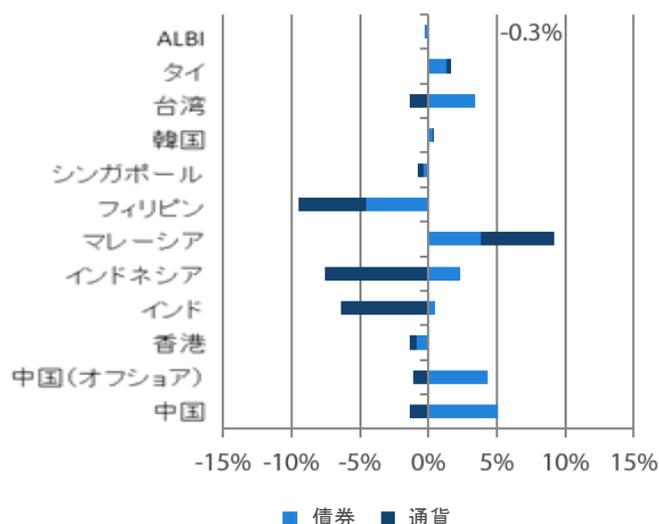
対する同様の制裁関税で応じた。米国は、5千億ドルにのぼる中国からの総輸入額に対して関税を課すと警告し、貿易をめぐる緊張を増幅させた。そのような背景のもと、市場は、動意薄で長期債の利回りは非常に狭いレンジ内での推移にとどまった。しかし、短期債の利回りは、大半の経済指標が景気の好調さを示したことを受けて徐々に上昇した。米欧間では、双方が貿易障壁の削減を発表したことから貿易戦争のリスクが低下した。これに加え、米国の第2四半期のGDPが堅調な内容となり、また日銀がその巨額に上る流動性供給の規模を縮小方向で検討するのではないかと憶測も浮上したため、その後のリスクフリー・レートの上昇につながった。最終的に、米国債の利回りは2年物が前月末比0.14%上昇の2.67%、10年物が同0.10%上昇の2.96%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6月30日~2018年7月31日)



過去1年(2017年7月31日~2018年7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。

6月のアジアのインフレ状況はまちまち

6月はフィリピン、インド、中国、シンガポールで総合CPI(消費者物価指数)の上昇率が加速したが、マレーシア、インドネシア、タイでは同様のインフレ指標が減速した。フィリピンはCPIの前年同月比上昇率が5.2%となり、中央銀行の同月の予想レンジであった4.3~5.1%と公式の目標レンジである2.0~4.0%をとともに上回った。それまでの数ヵ月がそうであったように、インフレ加速は幅広い分野にわたってみられた。6月はインドでも、燃料価格の上昇を受けて小売価格インフレが加速した。総合インフレの数字は予想を下回ったものの、コアインフレ率は6.6%と勢いの強さが続いた。タイでは、食品価格の低下がエネルギー価格の上昇を相殺し、6月のCPI全体の水準が5月よりも低下した。インドネシアでは、ベース効果と、食品および輸送以外の大半のコモディティ分野における価格上昇の鈍化が、インフレ圧力低下の主因となった。そのほかでは、マレーシアの6月の総合CPI上昇率が、6月1日から実施された物品サービス税の廃止を反映し、前年同月比で0.8%へと急減速した。

中国の第2四半期の経済成長率は6.7%

中国の第2四半期の経済成長率は前年同期比6.7%と、前四半期の同6.8%から若干鈍化した。2018年前半でのGDP成長率は6.8%で、政府の通年目標である「6.5%前後」を大きく上回っている。一方、6月の経済指標は、世界第2位の経済大国である同国の成長が減速しつつあることを示唆した。年初からの6ヵ月における固定資産投資の伸びは過去最低となり、また6月の鉱工業生産は前年同月比6.0%増と、過去2年超で最も低い伸び率へと急減速した。小売売上高は明るい材料となり、6月は前年同月比9.0%増へと回復した。一方、同月の貿易統計は弱い内容となり、輸出の伸びが鈍化するとともに輸

入の伸びが急減速した。

#### インドネシアとフィリピンの金融当局はタカ派姿勢を維持

6月に利上げを実施したインドネシアとフィリピンの金融当局からは、タカ派的な発言が続いた。フィリピン中央銀行のネストル・エスペニリヤ総裁は、8月の政策決定会合で、同金融当局が「強固な金融調整の継続遂行を検討している」と述べた。同総裁は、「ペソへの圧力が持続すればインフレ期待に悪影響を及ぼしかねない」とし、過去最高水準にあるインフレ率を抑制する必要性に言及した。インドネシア中央銀行も同様で、当月は政策金利を据え置いたものの、ベリー・ワルジヨ同中銀総裁は、同中銀が「タカ派姿勢」を維持し、特に通貨に関してその安定に注力すると述べた。同総裁はさらに、引き続き金融政策を「予防的に、前倒しで、問題の発生に先手を打つよう」実施していくと強調した。

#### シンガポールの第2四半期の経済成長率は3.8%、政府は新たな不動産過熱抑制措置を発表

速報値によると、2018年第2四半期のシンガポール経済は前年同期比で3.8%の拡大となった。GDP成長率が第1四半期の4.3%から低下した主因は製造業セクターの鈍化だが、サービスセクターの伸びも同様に減速した。民間部門の建設活動で低迷が続くなか、建設セクターはペースを落としながらもマイナス成長が続いた。その他では、政策当局が居住用不動産市場に対するマクロ・プルーデンス政策の引き締めを発表し、2軒目以降の購入者の印紙税率を引き上げるとともに、住宅ローンのLTV比率(不動産評価額に対するローンの割合)の制限を引き下げた。これらの変更が発表された1日前には、MAS(シンガポール金融通貨庁)のラビ・メノン長官が不動産市場の「過熱ぶり」について警戒感を示していた。

#### 今後の見通し

##### 中国とマレーシアの債券を有望視

市場に不透明感をもたらしている主因は引き続き貿易政策だ。米中間の貿易関係の緊張が続けば、世界経済が大きな打撃を受けるリスクは高まる。市場による経済成長鈍化の予想は、債券にとってサポート材料となるだろう。しかし、最近の米国の経済指標は、目下のところ成長モメンタムの堅調さを裏付けている。したがって、米国が中国との貿易に対する強硬路線をやめた場合は、市場の焦点はFRBの引き締めペースに戻り、債券利回りが上昇するものと想定される。アジアの現地通貨建て国債の中では、マレーシアおよび中国の債券を好する。マレーシア国債は相対魅力度の高い実質利回りを提供している。加えて、利上げを実施しているアジア地域の他の中央銀行とは異なり、マレーシア中央銀行が利上げを行う可能性は引き続き当面低いと予想される。一方、中国債券については、同国の政策当局による経済への流動性注入の決断が、債券価格にとって追い風になると思われる。

##### マレーシアリングギットがアウトパフォームすると予想、韓国ウォンおよび人民元に対しては相対的に弱気

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みており、アジアの通貨においては、マレーシアリングギットが

アウトパフォームすると予想するとともに、韓国ウォンおよび人民元に対して相対的に弱気の見方をとる。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、マレーシアリングギット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みており、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。反対に、韓国ウォンと人民元は、貿易戦争が本格化した場合のサプライチェーンの混乱に対して最も脆弱であるとみている。

## アジア・クレジット

### 市場環境

#### アジアのクレジット市場は月次リターンがプラスに

7月のアジアのクレジット市場は、米国債利回りが上昇したものの信用スプレッドが縮小したため、プラスのリターンを記録した。月の初めは、中国株式市場の下落や世界の貿易面でさらにネガティブなニュースがもたらされるのではとの不安が重石となり、アジアのクレジット市場は弱含みの基調となった。その後は、米国の多くの経済指標が良好な内容となり、併せて企業収益も好調であったことから、市場センチメントが回復した。これに加え、米国の第2四半期のGDPが堅調な内容となり、また日銀がその巨額に上る流動性供給の規模を縮小方向で検討するのではないかと憶測も浮上したため、月末にかけてはリスクフリー・レートが上昇した。注目すべきは、ハードカレンシー建て新興国債券に再び資金流入が見られたことだった。7月中旬にかけて中国の政策が成長重視方向に転換されたことから、リスク・センチメントと新興国債券への資金流入によって一段の追い風となり、投資適格債のスプレッドは前月末比0.10%縮小の1.79%、ハイイールド社債のスプレッドは同0.30%縮小の5.17%となった。最終的な市場リターンはアジアの投資適格債が0.44%、アジアのハイイールド債が1.94%となった。

#### 中国では政策緩和が加速

中国国務院は、経済成長を加速させるために「より積極的な」財政政策を打ち出した。景気を押し上げるために建設プロジェクトを促進することも発表するとともに、LGFV(地方政府の資金調達用特別目的会社)の資金調達に対する規制の一部緩和を示唆し、資金ニーズが妥当なLGFVに対しては融資を行うよう、金融機関に促した。その他では、中国人民銀行が、期間1年の中期貸出ファシリティー(MLF)を通じて5,000億人民元を超える資金を注入し、また理財商品に対する規制強化の実施を軟化させる動きをみせた。こうした取組みを受けて中国のリスク資産の上昇に拍車がかかり、中国の信用スプレッドが縮小する結果となった。リファイナンス(既発債の償還に伴う借り換え)懸念が和らぐなか、中国の資本財・サービスセクターのハイイールド債やLGFVに対する投資家心理は大きく改善した。

#### 発行市場の起債活動は引き続き低調

7月第1週の発行市場は、貿易関係の緊張激化の可能性に対する不安から発行体が様子見を続けたため、実質的に休業状態となった。その後、市場センチメントが回復するにしたがって発行市場の起債活動は少しずつ正常化し、月間の発行総額は142.7億米ドルとなった。投資適格債分野では、Temasek

Holdings の 13.5 億米ドルのディールを含め、計 21 件(総額約 109 億米ドル)の起債があった。ハイイールド債分野での新規発行は、計 9 件(総額約 26.5 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7月31日～2018年7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7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

市場の焦点が貿易をめぐる緊張やその他のマクロ・リスクに戻るなか、スプレッドのボラティリティは高止まり

スプレッドは向こう数カ月にわたってボラティリティの高い展開が続くと想定される。7月上旬にみられた拡大水準を再度試しにいく可能性は低いが、今後大きく縮小することも考えにくい。中国では、最近発表された措置によって、ここ数カ月浮上していたリファイナンス懸念が払拭されるはずだ。この懸念が最も深刻であった工業セクターのハイイールド債や LGFV では、対策発表後の投資家心理回復局面においてスプレッドが最も大きく縮小した。しかし、米中間の貿易をめぐる緊張の激化と長期化は、その他のアジア諸国へのより広範な影響も併せて、引き続き懸念材料だ。米国の GDP 統計景気の堅調さと労働需給の引き締めまりとが持続していることを示しており、FRBは引き締め路線を継続している。これは債券のパフォーマンスにとって引き続き逆風要因となるだろう。7月中旬まで投資家心理の低迷により中断していた新規発行の波は、向こう数カ月のうちに再び戻ってくると思われ、これが流通市場でのスプレッド縮小余地を限定的なものにすると思われる。

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。