



## 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9月

本レポートは、英語による2018年9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

- 8月の米国債市場ではイールドカーブがフラット化した。9月に米FRB(連邦準備制度理事会)が利上げを行うとの予想から短期債の利回りが上昇する一方、中長期債の利回りは低下した。米中の貿易をめぐる緊張が激化したこと、また7月の雇用統計が予想を下回ったことが、月初に米国債利回りを押し下げた。リスク資産に対する投資家心理は、トルコの政治・経済ニュースに影響を受けて悪化していたが、その後はメキシコ・米国間の貿易関係が好転したことを受けて改善した。最終的に、米国債利回りは2年物が前月末比0.04%低下の2.63%、10年物が同0.10%低下の2.86%で月を終えた。
- 8月のアジアのクレジット市場は前月に続いてリターンがプラスとなった。信用スプレッドは複数の新興国におけるマクロ・リスクの高まりを受けて拡大したものの、米国債利回りが低下したことが債券価格にプラスとなった。結果的に、アジアの投資適格債の市場リターンは0.66%となり、アジアのハイイールド社債(0.10%)を上回った。
- アジア域内では7月にインフレ圧力が強まった。一方、インドは、民間内需の拡大が牽引役となって第2四半期のGDP成長率が第1四半期の前年同期比7.7%から同8.2%へと加速し、域内で最も高い経済成長を示した。
- 中央銀行のニュースとしては、インド、インドネシアおよびフィリピンの金融当局が政策金利を引き上げた。中国人民銀行は、本国通貨を支える措置として、為替取引に係る準備金要件と人民元の中心レート設定における「反景気循環的」要素を再導入した。経済成長見通しが悪化するとともに米国との貿易戦争が続くなか、同国の政策当局も成長と金融市場の安定化を目指す方針を公言した。
- 発行市場の起債活動は月の大半で低調が続いた。新規発行は投資適格債分野で計15件(総額約106.8億米ドル)

)、ハイイールド債分野で計13件(総額約29.4億米ドル)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、相対的に魅力度が高く安定的な実質利回りを提供しており、また当社では同国の中央銀行が利上げを行う可能性は依然として当面低いと予想している。中国債券については、同国の政策当局が成長を下支えすべく経済への流動性注入の決意を見せており、これが債券価格にとって追い風になるものと思われる。
- 通貨については、タイバーツを選好する一方、インドルピーとインドネシアルピアに対して相対的に弱気の見方をとる。タイの大幅な経常黒字とタイ政府高官のタカ派的発言が、タイバーツにとってサポート要因になると想定される。
- 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。米中間の貿易をめぐる緊張の継続や、トルコとアルゼンチンを中心とする新興国のマクロ・リスクの高まりに加え、インドネシアとインドで続いている現地通貨および国内債券の下落などが、主要な懸念材料となっている。8月の終盤になって再び盛り返し始めた発行市場の起債の波は、9月も続くものと思われ、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

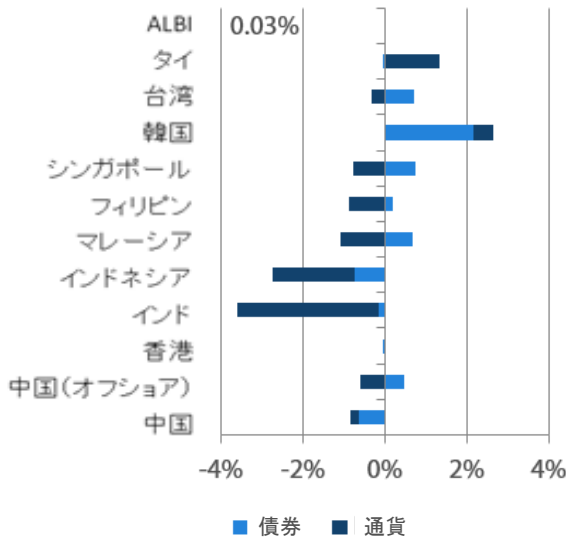
#### 8月の米国債市場は上昇

当月の米国債市場ではイールドカーブがフラット化した。9月にFRBが利上げを行うとの予想から短期債の利回りが上昇する一方、中長期債の利回りは低下した。月初は、米中の貿易をめぐる緊張が激化したこと、また7月の雇用統計が予想を下回ったことが、米国債利回りを押し下げた。その後まもなく、米

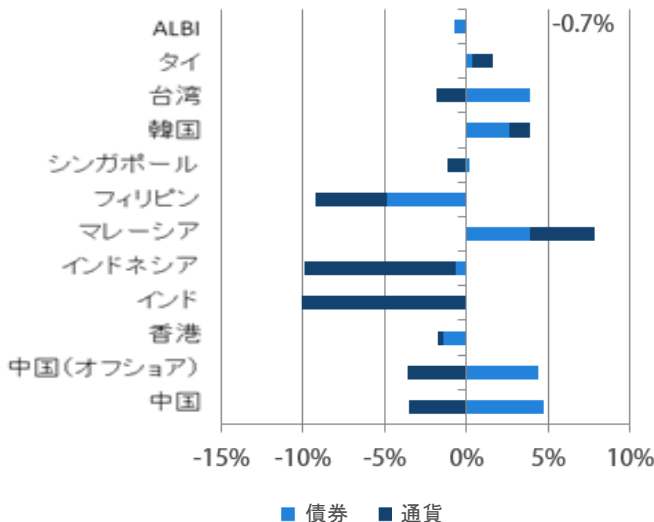
国が課した制裁をきっかけにトルコ資産が売り込まれ、結果として通貨リラが急落するなか、トルコの政治・経済ニュースが注目を集めるようになった。この影響でリスク資産に対する投資家心理は悪化し、米国債への需要が一層高まった。月末にかけては、メキシコ・米国間の貿易関係が好転したことを受けてリスク・センチメントが改善し、米国債はそれまでの上昇分を一部はきだした。最終的に、米国債利回りは 10 年物で前月末比 0.10%低下の 2.86%で月を終えた。

<アジア現地通貨建て債券のリターン>

過去 1 ヶ月 (2018 年 7 月 31 日 ~ 2018 年 8 月 31 日)



過去 1 年 (2017 年 8 月 31 日 ~ 2018 年 8 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。

7 月はアジア全般でインフレ圧力が増大

7 月は、総合 CPI (消費者物価指数) のインフレ数値がアジア地域全般にわたって加速した。フィリピンでは 7 月の CPI 上昇率が 6 月の前年同月比 5.2% から同 5.7% へと加速し、インフレ圧力が大幅に強まった。それまでの数ヶ月と同様、インフレの加速は幅広い分野にわたって見られた。タイの総合インフレもまた、全面的な加速を示した。注目すべき点として、直近の 1.46% という数値をもって、同国の総合 CPI 上昇率は 4 カ月連続で中央銀行の目標である 1~4% 内の水準を記録したことになる。シンガポールでは、7 月の総合 CPI 上昇率は 0.6% と前月と変わらなかったものの、住居費と民間道路運輸費を除いたコアインフレ率は 4 年ぶりの水準へと急上昇した。その他では、燃料価格の上昇を受けて、マレーシアと中国の総合 CPI 上昇率がともに加速した。

第 2 四半期の GDP はインドが域内で最も高い成長率を記録

2018 年第 2 四半期は、インドがアジア主要国のなかで最も高い経済成長を見せた。同国の GDP 成長率は、民間内需の拡大が牽引役となって、第 1 四半期の前年同期比 7.7% から同 8.2% へと加速した。フィリピンでは、GDP 成長率が 6.0% と、3 年ぶりの低水準となるとともに予想を大きく下回った。建設セクターの動向は明るい材料となったが、農業セクターの成長は減速し、鉱業セクターはマイナス成長となった。マレーシアの GDP 成長も同様に鈍化し、前年同期比 4.5% とやはり予想を大きく下回った。主に足を引っ張ったのは純輸出で、内需の伸びの加速を相殺した。タイでは、第 2 四半期の成長率が 4.6% へと減速した。しかし、これは前四半期の成長率 4.9% (上方修正後) よりも低いものの、民間消費の伸びが 21 四半期ぶりの高ペースへと加速するなど、内需が勢いを増したことは明るい材料と言える。

インド、インドネシア、フィリピンの金融当局は政策金利を再び引き上げ

8 月、フィリピン中央銀行は、政策金利をより積極的に 0.5% 引き上げた。今回の動きは、5 月と 6 月に連続して行った 0.25% の利上げに続くもので、同中銀のネストール・エスペニリヤ総裁は「インフレ期待を抑制するために必要」な措置と説明した。中銀はタカ派的トーンを維持し、更なる利上げへの扉を開けたままにしている。加えて、同中銀は 2018 年と 2019 年のインフレ予想をそれぞれ、4.5% から 4.9% へ、3.3% から 3.7% へと大幅に上方修正した。同様に、インドネシア中央銀行も政策金利を 0.25% 引き上げ、発言においてタカ派的トーンを維持した。同中銀は、この動きは国内金融市場の魅力を維持するとともに経常赤字を管理可能な水準に保つための一環であると述べた。一方、インド準備銀行の金融政策委員会は、政策金利を再度 0.25% 引き上げることを 5 対 1 で決定したが、政策スタンスは「中立」に据え置いた。その他、タイでは、第 2 四半期の GDP 成長率が予想を上回ったことを受けて、同国中央銀行のサンティプラポップ総裁が、中銀は将来の不確実性に対応するための政策余地を設けるべく「十分な手段を備えておく」必要があると述べた。

中国人民銀行は為替取引に係る準備金要件と人民元の中心レート設定における反循環的要素を再導入

人民元は当月、著しいボラティリティに見舞われた。月の初めは、米国からの新たな貿易措置の警告を受けて、人民元が下方圧力に晒された。自国通貨を支える措置として、中国人民銀行は為替取引に係る準備金要件を復活させ、フォワード取引において人民元を空売りするコストを高くした。月の半ばになると、米中間の貿易交渉が何らかの前進を見せるのではとの楽観ムードが広がり、人民元は下落分の大半を回復した。しかし、その回復も、トルコリラの急落に伴って新たに高まった新興国懸念が足枷となった。月末にかけて、同中銀は人民元の下落傾向を食い止めるべく、日次の人民元の中心レート設定プロセスに「反景気循環的」要素を再導入した。

今後の見通し

中国とマレーシアの債券を有望視

市場は米 FRB が 9 月に利上げを行うことを概ね織り込んでい。ジェローム・パウエル FRB 議長の最近のジャクソンホール会議(カンザスシティ連銀主催の年次経済シンポジウム)における発言は概ねハド派的と解釈されており、特に経済については堅調であるものの過熱はしていないと言及した。一方、米中間の貿易をめぐる緊張はほどなく激化するかもしれない、早ければ9月中にも、米国に輸入される2000億米ドル相当の中国製品に対して新たな関税が発動される可能性がある。中国は以前、報復措置として600億米ドル相当の米国製品に追加関税を課すと警告していた。これに加え、新興国通貨の混乱が続いていることから、当面は投資家のリスク選好度が低迷し、「安全な避難先」と見なされている資産の需要が下支えされるものと思われる。アジアの現地通貨建て国債の中では、マレーシアと中国の債券を引き続き選好する。マレーシア国債は相対魅力の高く安定的な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依然として当面低いと予想される。一方、中国債券については、同国の政策当局が成長を下支えすべく経済への流動性注入の決意を見せており、これが債券価格にとって追い風になるものと思われる。

タイバーツがアウトパフォームすると予想、インドルピーおよびインドネシアルピアに対しては相対的に弱気

アジア市場全体のトーンが低迷しているなか、域内の通貨ではインドルピーとインドネシアルピアに対して慎重な見方をとるとともに、タイバーツがアウトパフォームすると予想する。インドとインドネシアは経常赤字を埋める資金流入確保の問題に投資家の焦点が当たっており、これがインドルピーとインドネシアルピアに圧力をもたらす可能性が高い。一方、タイは経常収支が大幅な黒字であることから、タイバーツは域内の他国通貨に比べて堅調な推移が見込まれる。また、タイ政府高官のタカ派的発言も、タイバーツにとってサポート要因になるものと思われる。

アジア・クレジット

市場環境

アジアのクレジット市場は前月に続いてリターンがプラスに 8月のアジアのクレジット市場は前月に続いてリターンがプラスとなった。信用スプレッドは複数の新興国におけるマクロ・リスクの高まりを受けて拡大したものの、米国債利回りが低下したことが債券価格にプラスとなった。結果的に、アジアの投資適格債の市場リターンは0.66%となり、アジアのハイイールド社債(0.10%)を上回った。米国債利回りは最終的に、2年物が前月末比0.04%低下の2.63%、10年物が同0.10%低下の2.86%で月を終え、イールドカーブは引き続きフラット化した。

中国の政策当局が経済成長と金融市場の安定化を目指す方針を公言

中国では、経済成長見通しが悪化するとともに米国との貿易戦争が続くなか、同国の最高意思決定機関が雇用、金融市場、国際貿易、海外投資、および市場予想の安定化を約束した。経済成長を加速させるべく「より積極的な」財政政策を求める国務院の要請に応える形で、中央政治局は財政政策を活用し内需の拡大とインフラ投資の積み増しを図ることを約束し、また金融政策の緩和方向へのシフトをさらに明確にした。国務院の要請を受けて、中国銀行保険監督管理委員会は「信用緩和の質と効率性を一段と改善する」ための通達を出した。その他では、中国の財政部が特別地方債の発行を加速するよう再度要請した。

発行市場の活動は依然低調

例年の夏枯れ月であることに加えて市場全体にリスク回避志向が広がったことから、8月の発行市場の起債活動は月の大半で低調が続く、発行総額は約135.9億ドルとなった。投資適格債分野の新規発行は、サンズ・チャイナの総額55億ドルに上る3トランシェの大型発行を含め、計15件(総額約106.8億米ドル)となった。ハイイールド債分野では計13件(総額約29.4億米ドル)の新規発行があった。

<アジア・クレジット市場の推移>



(出所) JP Morgan  
 (期間) 2017年8月31日～2018年8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8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

多くのマクロ・リスクや供給圧力からスプレッドのボラティリティは高止まり

アジアの信用スプレッドは9月にかけてもボラティリティの高い展開が続くと想定される。米中間の貿易をめぐる緊張は激化するとともにますます長期化しており、収まる気配は見られない。中国当局は経済成長の安定化を目指す措置に着手しているものの、追加関税が中国経済に及ぼす影響やその他のアジア諸国に及ぼすより広範な影響は引き続き懸念材料だ。双子の赤字を抱える国への不安は、トルコやアルゼンチンの動向を中心に、新興国全体の動向に対して高まっている。インドネシアやインドといった国の現地通貨および国内債券の継続的な下落は、少なくともごく短期的には、これらの国々のハード・カレンシー建て銘柄にとっても引き続きセンチメントの重石になるものと思われる。しかし、こうした国々の経済ファンダメンタルズは、2013年のテーパー・タントラム（米国の量的金融緩和縮小懸念によって引き起こされた市場の混乱）の時から改善しており、その認識は以降のソブリン債格付けの引き上げに表れている。現地通貨と国内債券市場を安定させるための政策対応も、インドネシアを中心に積極的に実施されている。供給面では、発行市場での起債が8月終盤のセンチメント安定後に再び盛り返し始めており、それが9月も続く可能性が高い。このため、流通市場での信用スプレッドの縮小余地は限定されるものと考えられる。

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あり、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。