



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10月

本レポートは英語による2018年10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

- 9月の米国では、FRB(連邦準備制度理事会)が0.25%の利上げを実施した。同金融当局は、政策金利が「緩和的」であるとの文言を声明から削除するとともに、今年および来年の経済成長率予想をやや引き上げた。経済指標が成長の順調さを示し、また新興国通貨に対する投資家心理がある程度安定化したことを受けて世界的な不安が後退したため、債券利回りは上昇した。最終的に、米国債利回りは10年物が3.06%と前月末比0.20%の上昇、2年物が同0.19%の上昇で月を終えた。
- 9月のアジアのクレジット市場は、米国債利回りの上昇を主因としてリターンが僅かながらマイナスとなった。アジアの投資適格債はスプレッドが0.03%程度縮小したものの、市場リターンが-0.33%となった。ハイイールド社債は、一般的なリスク・センチメントの改善を受けてスプレッドが0.11%程度縮小したことから、市場リターンが0.48%となり投資適格債をアウトパフォームした。
- アジア域内のインフレ圧力はまちまちの様相を呈した。8月の総合CPI(消費者物価指数)上昇率は、フィリピン、中国、シンガポール、タイで加速する一方、マレーシア、韓国、インドでは減速した。
- インドネシアとフィリピンでは中央銀行が金融政策を一段と引き締めた。注目すべき点として、これで両金融当局は5月以来それぞれの政策金利を合計1.50%引き上げたこととなる。中国については、格付け機関のムーディーズとS&Pが、地方政府融資平台公司(LGFV、地方政府傘下の投資会社)関連の複数銘柄の格付けを引き下げた。
- 一方、9月は発行市場の起債活動が活発化し、投資適格債分野で計34件(総額約183億米ドル)、ハイイールド債分野で計12件(総額約33億米ドル)の新規発行があった。
- 現地通貨建て債券では、引き続き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、同国の政策当局が流動性供給を行う決意を見せており、これが債券価格にとって追い風になるものと思われる。ただし、10月の供給リスクが短期的に同国債券市場の重石となる可能性があることは認識している。
- 通貨では、引き続きマレーシアリングgitとタイバーツが域内の他国通貨をアウトパフォームすると予想する。マレーシアの強固な経常収支や、タイのサービス業収入を中心とする安定的な経常黒字が両国通貨を支えるだろう。
- 2018年第4四半期にかけては、米中の貿易をめぐる緊張と米国における金融政策の引き締めが、引き続きアジアのクレジット市場にとって逆風になるものと見られる。インドネシアとインドのクレジット市場は、新興国全体の動向や自国の双子の赤字に対する注目の増大から影響を受けやすい状況に変わりはない。9月は発行市場の起債活動がそれなりに活発であったものの、依然として事前予想は下回っており、10月初め以降にある程度の加速が見込まれる。一方、オールイン利回り(債券発行時の国債利回り、スプレッド、発行価格のディスカウント、手数料等をすべて勘案した利回り)は、過去との比較において魅力的な水準にある。

アジア諸国の金利と通貨

市場環境

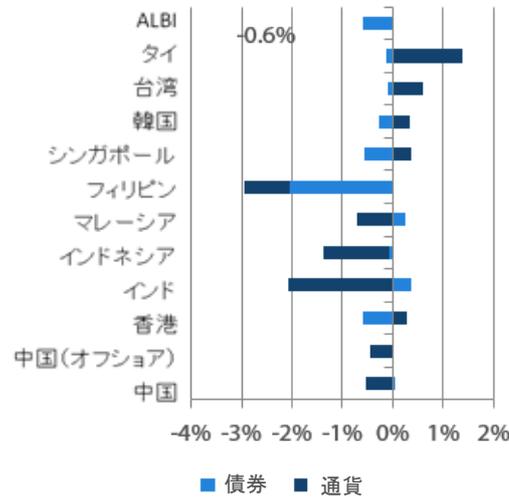
米FRBは政策金利を0.25%引き上げ

米FRBは、広く予想されていた通り、政策金利を0.25%引き上げた。注目すべき点として、同金融当局は、政策金利が「緩

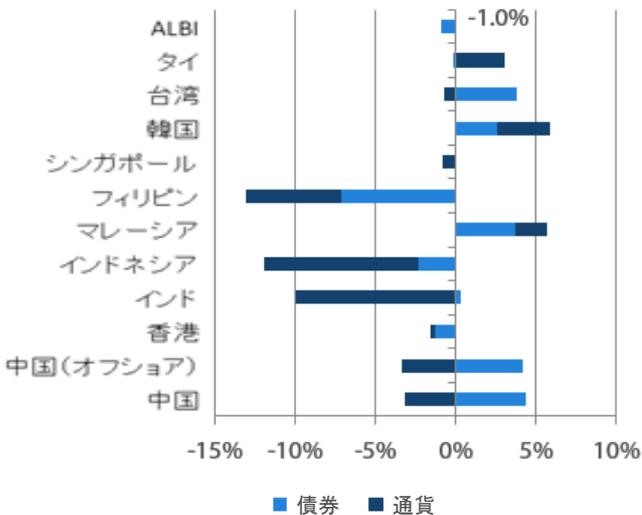
和的」であるとの文言を声明から削除するとともに、今年および来年の経済成長率予想をやや引き上げた。最終的に、米国債利回りは、10年物で前月末比0.20%程度の上昇となる3.06%で月を終えた。

＜アジア現地通貨建て債券のリターン＞

過去1ヵ月(2018年8月31日～2018年9月30日)



過去1年(2017年9月30日～2018年9月30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。

8月のアジアのインフレ状況はまちまち

8月の総合CPI(消費者物価指数)インフレは、フィリピン、中国、シンガポール、タイで加速する一方、マレーシア、韓国、インドでは減速した。フィリピンのインフレ圧力は、8月に前年同月比6.4%へと大幅に加速し、中央銀行の予想レンジを上回った。加速の主因は食品価格の上昇だが、注目すべき点として、総合インフレ率はこれで公式インフレ目標の2~4%を6ヵ月連続

で上回ったことになる。同様に、タイと中国の両国でも食品価格の上昇が総合CPI上昇率加速の主因となった。一方、マレーシアのCPIインフレは、昨年の燃料価格の引き上げが有利なベース効果をもたらしたことにより減速し、またインドでは、食品価格上昇率の大幅低下がインフレ鈍化の主因となった。インドネシアについては、総合およびコアCPIがともに7月の水準比で概ね安定的な推移を示した。

インドネシアとフィリピンの中銀は金融政策を一段と引き締め

フィリピン中央銀行は2会合連続で0.5%の追加利上げを実施し、インフレ期待を抑制する決意を実証した。同中銀は、為替のボラティリティや外部リスクの高まりを含む様々な要因によりCPIの上昇圧力分野が「広がりつつある」と述べ、そのタカ派的スタンスを維持するとともに、インフレ率予想を今年については4.9%から5.2%に、2019年については3.7%から4.3%に引き上げた。同様に、インドネシア中央銀行も、ルピア安のなかで資本の流出を食い止めるべく、政策金利を0.25%引き上げて5月以降で5度目となる金融政策の引き締めを行った。フィリピン中銀と同じく、インドネシア中銀もまた明確にタカ派的なトーンを維持した。注目すべき点として、これで両金融当局は5月以来それぞれの政策金利を合計1.50%引き上げたこととなる。

中国がオフショア人民元建て短期債の発行を発表

中国人民銀行と香港金融管理局は、オフショア市場での人民元建て短期債の発行を合意した。短期債発行の額やタイミングについてはまだ発表されていない。中国人民銀行によると、この動きは「香港の人民元建て高格付け金融商品の幅を充実させ、香港の人民元建て債券市場のイールドカーブを改善し、香港のオフショア人民元ビジネスの発展を支援することを目指す」ものだ。市場はこのニュースを、中国の中銀がオフショア市場で資金流動性を引き締めるための取り組みと解釈し、悪材料として受けとめた。

今後の見通し

中国とマレーシアの債券を有望視

米国経済の足取りは引き続き順調で、FRBは現行の正常化プロセスを継続する可能性が高いことを示唆している。そのような環境下、債券利回りはやや上昇すると考えられる。しかし、貿易をめぐる緊張については、当面、解決に向かうよりもさらにエスカレートすると見ている。これに加え、11月に米国の中間選挙を控えていることもあり、「安全避難先」資産への需要があらためて高まるものと思われる。当社では、向こう2、3ヵ月の米国債長期利回りの方向性を左右するにあたり、これら2つの要因が米国の堅調な経済指標に対する強力な拮抗力として働くことと予想している。したがって、現時点では米国債利回りが低下するリスクもあると見ている。新興国通貨に対するセンチメントは9月にある程度改善したものの、債務懸念がトルコやアルゼンチンをはじめ一部の新興国を取り巻いていることから、投資家は慎重なスタンスを継続すると思われる。アジア域内では、外的影響により脆弱なインド、インドネシア、フィリピンといった高金利市場に対して不安定なセンチメントが続くと見ている。そのような市場に代わって、当社では引き続きマレーシアと中国の債券を選好する。マレーシア債券は、相対的に魅力が高く安定的な実質利回りを提供している。その上、利上げを行って

いる域内の他の中銀とは異なり、マレーシア中央銀行は当面利上げを行う可能性が依然低いと予想される。中国債券については、同国の政策当局が経済への資金注入を行う決意を見せており、これが債券価格にとって追い風になるものと思われる。ただし、10月の供給リスクが短期的に同国債券市場の重石となる可能性があることは認識している。

マレーシアリングgitとタイバーツに対して強気

通貨では、引き続きマレーシアリングgitとタイバーツが域内の他国通貨をアウトパフォームすると予想する。タイバーツは、同国のサービス業収入を中心とする安定的な経常黒字に加え、タイ中央銀行のタカ派的政策スタンスが、同国通貨への需要を下支えする要因となっている。マレーシアもまた、強固な経常収支状況に恵まれている。これに加え、引き続き良好な経済活動や原油価格の高止まりから、マレーシアリングgitは域内の他国通貨に比べより堅調な推移が想定される。

アジア・クレジット

市場環境

9月のアジアのクレジット市場はマイナス・リターンに

9月のアジアのクレジット市場は、米国債利回りの上昇を主因としてリターンが僅かながらマイナスとなった。アジアの投資適格債はスプレッドが0.03%程度縮小したものの、市場リターンが-0.33%となった。ハイイールド社債は、全般的なリスク・センチメントの改善を受けてスプレッドが0.11%程度縮小したことから、市場リターンが0.48%となり投資適格債をアウトパフォームした。全般的なスプレッドは当初、新興国市場のボラティリティから来る圧力を背景として拡大した。米中の貿易をめぐる緊張のさらなる激化も、月初の市場センチメントを低迷させる一因となった。月の半ばになると、トルコの中央銀行が政策金利を6.25%引き上げたことから、世界的な不安が後退して新興国通貨に対する投資家心理がある程度安定化した。これを受けて新興国債券に資金が流入し、リスク資産の相場が上昇してスプレッドが縮小した。一方、米国では経済指標が成長の順調さを示したことから、米国債利回りが上昇基調を辿った。ECB(欧州中央銀行)のマリオ・ドラギ総裁がユーロ圏のインフレ基調について「比較的堅調な」加速を予想するとコメントしたため、欧州の主要国で債券利回りが上昇するとともに、米国債利回りにも上昇圧力がかかった。その他では、米FRBが広く予想されていた通り政策金利を0.25%引き上げ、また政策金利が「緩和的」であるとの文言を声明から削除した。最終的に、米国債利回りは10年物が3.06%と前月末比0.20%の上昇、2年物が同0.19%の上昇で月を終えた。2018年第3四半期としては、アジアの投資適格債は、信用スプレッドの縮小とキャリアが米国債利回りの上昇を相殺するなか、市場リターンが0.76%となった。当四半期における米国債利回りは、10年物が0.20%、2年物が0.29%の上昇となった。アジアのハイイールド社債は、信用スプレッドが0.16%縮小するなかで市場リターンが2.13%となり、投資適格債をアウトパフォームした。

ムーディーズとS&PがLGFVの格付けを引き下げ

S&P グローバル・レーティングスとムーディーズ・インベスターズ・サービスは、中国のLGFVに対する地方政府の支援が時間と共に弱まるとの見方から、地方政府関連の複数銘柄の格付けを引き下げた。S&Pは、今回の格下げが「(資金調達ピークルの)役割と

親である地方政府との繋がりが徐々に弱まっていることを反映したものである」とも付け加えた。しかし、これらの格下げは広く予想されていたことから、市場の反応は概して限定的であった。一方、インドのクレジット市場は、インドルピー安や経常赤字の重石となっている原油高、金融セクターでの個別企業特有の材料など、様々な要因からの圧力に晒された。

9月は発行市場の活動が活発化

当月は発行市場の起債活動が活発化し、発行総額は約216.4億ドルとなった。投資適格債分野の新規発行は、バンク・オブ・チャイナ(香港)の30億米ドル、シノペック・グループ24億米ドル、韓国ソブリン債の10億米ドルのディールを含め、計34件(総額約183億米ドル)となった。ハイイールド債分野では計12件(総額約33億米ドル)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9月30日～2018年9月30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9月30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

アジアのクレジット市場への逆風は2018年第4四半期も続く。米中間の貿易をめぐる緊張は継続して激化しており、長期化の様相を強めているが、これにもかかわらず、アジアの信用スプレッドは依然十分に下支えされている。とは言え、金融政策の引き締めは米国を中心として続く見通しであり、これは来たる四半期にかけても引き続き債券資産の逆風となるだろう。現地通貨の低迷はインドネシアやインドなど多くの国で落ち着いたが、そのような国々のクレジット市場が、米国金融政策の引き締めと原油価格の上昇が続く環境下、新興国全体の動向や自国の双子の赤字に対する注目の増大から影響を受けやすい状況に変わりはない。中国当局は経済成長を安定化させるべく絞った対策に着手しているが、課された追加関税の中国経済に対する影響、および他のアジア諸国に対するより広い影響は依然不透明だ。

新規発行減少の要因はむしろ需要の低迷、オールイン利回りは過去との比較において魅力的な水準

供給面においては、9月の発行市場の起債活動はそれなりに活発であったが、依然として事前予想は下回っており、10月初め以降にある程度の加速が見込まれる。供給が予想を大幅に上回ることに限らない限り、スプレッドはマクロの動向により左右される状況が続くものと思われる。投資適格債およびハイ

イールド債の спреッドは、過去との比較ベースでは特に割安とは言えないが、オールイン利回りは投資適格債で4.82%、ハイイールド社債で8.30%と、米国債利回りに伴って大きく上昇しており、今では過去5年の平均を上回る水準にある。

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。