



## 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11月

本レポートは英語による2018年11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

- 10月初めの米国債市場は、景気の加速を示す米国経済指標やジェローム・パウエル米FRB(連邦準備制度理事会)議長のタカ派的発言に反応し、利回りが急上昇した。しかしその後、多くの米国企業からの決算発表が失望的な内容となったことから米国株式市場が大きく調整し、それを受けて米国債利回りは大幅に低下した。投資家心理が弱気に転じるなか、新興国債券ファンドからの資金流出が加速した。最終的に、米国債利回りは2年物が2.87%と前月末比0.05%上昇、10年物が3.14%と同0.08%の上昇で月を終えた。
- 10月のアジアのクレジット市場はリターンがマイナスとなった。世界の株式市場の下落を受けて慎重なセンチメントが広がるなか、信用スプレッドが全般的に拡大した。月間の市場リターンは投資適格債が-0.73%となる一方、ハイイールド債はそれに劣後して-2.43%となった。
- アジア域内では、大半の国において9月にインフレ圧力が増大した。MAS(シンガポール金融通貨庁)が為替政策を一段と引き締める一方、中国の政策当局は追加の景気支援策を発表した。
- 発行市場の起債活動は10月は鈍化を見せ、投資適格債分野で計29件(総額約139億米ドル)、ハイイールド債分野で計21件(総額約55億米ドル)の新規発行があった。
- 現地通貨建て債券では、インドネシアと中国の債券を選択する。インドネシア債券は、需給における供給面の改善に加え、アジアの他の新興国に比べて改善の進んでいる政策協調が追い風となっている。中国債券については、同国の政策当局による経済への資金注入策が債券価格を下支えしている。
- 通貨では、引き続きタイバーツとフィリピンペソを有望視し

ている。両通貨を支える要因のなかには、タイの経常収支がサービス業収入を中心に安定的な黒字を保っていることや、フィリピンの中央銀行が追加利上げを行うと予想されることが挙げられる。

- 2018年のラスト2ヵ月にかけて、アジアの信用スプレッドはボラティリティの高い状況が続くと想定される。米中間の貿易をめぐる緊張と先進国における金融政策正常化の継続が、債券資産にとって引き続き逆風となっている。需給の供給面については、発行市場の起債活動が12月の先細りを前に11月に再度活発化するものと見られる。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

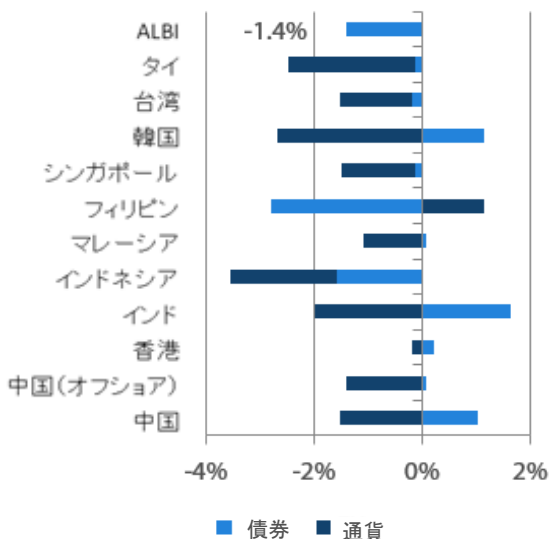
## 市場環境

## 10月の米国債は利回りが上昇

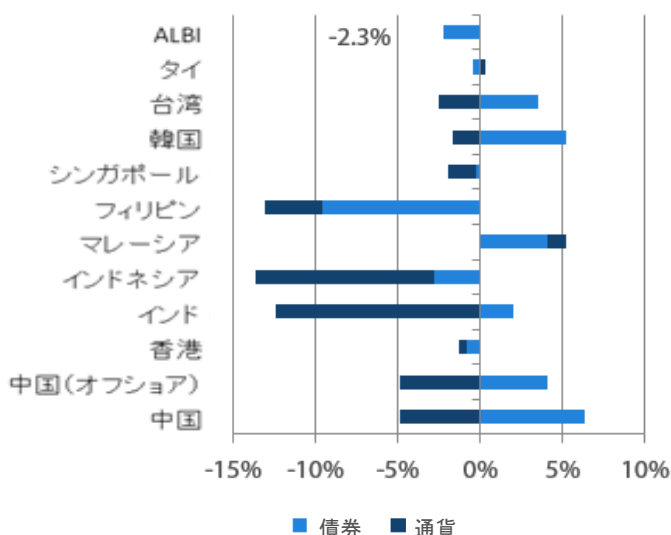
10月初めの米国債市場は利回りが急上昇を見せた。米国経済指標が景気の加速を示したことや、ジェローム・パウエル米FRB議長がFRBの政策は依然「中立からは程遠い」とするタカ派的な発言を行ったことに市場が反応したものの、これらの材料によって米国債利回りは10月9日に10年物で3.25%と、7年ぶりの高水準を付けた。しかしその後、多くの米国企業からの決算発表が失望的な内容となったことから米国株式市場が大きく調整し、それを受けて「安全な避難先」資産への需要が高まったため、米国債利回りは大幅に低下した。イタリアやサウジアラビアからの主要ニュースも市場の不安を一段と強め、投資家心理が弱気に転じるなか、新興国債券ファンドからの資金流出が加速した。最終的に、米国債利回りは2年物が2.87%と前月末比0.05%上昇、10年物が3.14%と同0.08%の上昇で月を終えた。

＜アジア現地通貨建て債券のリターン＞

過去1ヵ月(2018年9月30日～2018年10月31日)



過去1年(2017年10月31日～2018年10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。

9月はアジアの大半の国でインフレ圧力が増大

アジア域内では、大半の国において9月に総合CPI(消費者物価指数)インフレが加速した。フィリピンでは、原油価格の上昇と同月に同国を襲った台風の影響でインフレ圧力がさらに増大し、前年同月比の物価上昇率が6.7%となった。インフレ加速の主因は食品価格の上昇だが、公共料金インフレの鈍化によって幾分かは相殺された。同様に中国のCPIも、天候不良と黄金週(大型連休)に伴う需要の急増による食品価格の上昇を受けて加速した。インドの小売物価も食品および燃料価格の上昇によってやや加速し、一方で韓国のCPIインフレ加速は農産品価格の上昇が要因とな

た。シンガポールでは、総合CPIの前年同月比上昇率が8月と変わらず0.7%となった。MASのコアインフレの基準である民間道路運輸および住居費を除いたCPIは、小売価格インフレの鈍化がサービス価格インフレの加速を十二分に補ったため、前月の1.9%から9月は1.8%へとやや減速した。その他の国では、インドネシアの総合CPIインフレが食品価格インフレの鈍化を主因として過去2年で最低の水準へと減速し、またタイでは昨年に食品およびエネルギー価格が急上昇したことによる不利なベース効果が主因となってインフレ圧力が緩和した。

中国の政策当局は追加の景気支援策を発表

中国の第3四半期のGDP成長率は前年同期比で6.5%と、2009年の第1四半期以来で最も鈍いペースとなった。当月、景気減速への対応ということもあり、政策当局はいくつかの成長支援策を発表した。なかでも、中央銀行は中小企業融資を促進すべく新たな貸出ファシリティーを設定し、また国家税務総局は家計の税負担の軽減策案を公表した。これらに先んじて中国人民銀行から発表されたのが、大半の銀行に対して預金準備率をさらに1.00%引き下げるというもので、これで引き下げは今年4回目となる。同中銀の易綱総裁は、同国が関税や貿易摩擦の影響により「極めて強い不透明感」に直面していることを認識した上で、「必要であれば」政策当局が金利や預金準備率の調整を行う余地は十分にあると述べており、追加緩和が実施される可能性は高いと見られる。それとは別に、習近平国家主席が議長を務める共産党中央政治局会議の後で発表された声明では、経済成長に対する下方圧力が強まっていること、また政府はこれに立ち向かうためにタイムリーな対策を実施していく必要があることが明言された。

MASは為替政策をさらに引き締め

MASは、シンガポールドルの名目実効為替レートの政策バンドについて、その傾斜を「やや」引き上げたが、バンドの幅と中央値については据え置いた。同金融当局は、2018年のGDP成長率が2.5~3.5%の予想レンジの上半分に収まる水準となり、2019年にはやや減速するだろうと付け加えた。インフレ面については、MASは総合CPI上昇率が今年平均0.5%、2019年には1~2%の間に加速し、コアインフレが今年平均1.5~2.0%、2019年は同1.5~2.5%になるとの予想を述べた。

今後の見通し

インドネシアと中国の債券を有望視

当社ではインドネシア債券に対して強気に転じた。需給における供給面の改善の1つとして、最近では私募債や個人投資家向け債券の発行が大幅に増えている。これは債券需要にとって追い風となるだろう。インドネシア当局は、外的リスクが高まった状況にあるなか、安定性が最優先事項であることを引き続き示唆している。政策協調はアジアの他の新興国に比べて改善が進んでおり、さらには、2019年が選挙の年であるにもかかわらず、政府は財政赤字が削減される予算を組んでいる。これらの要因が相まって、投資家に安心感を与えている。11月には中央銀行が、通貨ルピアに対する外的圧力を排除する効果を期待し、DNDP(国内ノンデリバラブル・フォワード)市場を開設する。一方、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策を強化していることが債券価格にとって好

材料になると思われるため、ポジティブな見方を維持する。さらに、当社では経済成長の鈍化が長期化するものと見ている。

### タイバーツとフィリピンペソに対して強気

タイバーツは、同国の経常収支がサービス業収入を中心に安定的な黒字を保っていることに加え、同国経済が回復基調にあることが、同通貨への需要を下支えする要因となっている。また、当社ではフィリピンペソについても、季節的に海外のフィリピン人からの送金が増えること、そしてフィリピン中銀による追加利上げの予想がサポート材料となることから、年内は他のアジア諸国通貨をアウトパフォームすると見ている。

## アジア・クレジット

### 市場環境

#### 月間リターンはマイナスに

10月のアジアのクレジット市場はリターンがマイナスとなった。世界の株式市場の下落を受けて慎重なセンチメントが広がるなか、信用スプレッドが全体として0.21%程度拡大した。中国の景気減速が予想以上に悪化するのではとの不安から同国の株式市場が急落したことも、アジアクレジットへのさらなる圧力となった。月間の市場リターンは投資適格債が-0.73%となる一方、ハイイールド債はそれに劣後して-2.43%となった。

#### 10月は発行市場の活動が鈍化

発行市場の起債活動は、中国の黄金週の休暇時期に加え市場センチメントの低迷を受けて鈍化した。10月の総発行額は、前月の約216.4億米ドルに対して約195億米ドルとなった。投資適格債分野の新規発行は、中国ソブリン債の30億米ドルのディールを含め計29件(総額約139億米ドル)となった。ハイイールド債分野では、既存債の追加発行を含め計21件(総額約55億米ドル)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10月31日～2018年10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10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

### ボラティリティの高い状況が続く見通し

アジアの信用スプレッドは、2018年のラスト2ヵ月にかけてボラティリティの高い状況が続くと想定される。進行中である米中間の

貿易をめぐる緊張と、米国を中心とする先進国での金融政策正常化の継続が、債券資産にとって引き続き逆風となるだろう。10月の展開で明らかのように、世界の株式市場の乱高下もアジアのクレジット市場に対する投資家心理に影響を与えると思われる。加えて、米国の中間選挙やブレグジット(英国のEU離脱)交渉の進展、イタリアとEC(欧州委員会)の間で進行中の政府予算闘争など、市場を動かし得る政治イベントが11月を通じて散在している。しかし、ポジティブな点として、中国当局が国内での景気悲観度を認識し始め、財政および流動性支援により対応を強化している。より影響力が大きい追加緩和策が講じられれば、アジアのクレジット市場、そして世界のリスク資産に対するリスク・センチメントにとって追い風となるかもしれない。11月末のG20サミットで行われるドナルド・トランプ米大統領と習近平中国国家主席の話題の首脳会談は、膠着状態の貿易交渉に良い方向への打開をもたらすのか、注目が集まるだろう。最後に、10月に信用スプレッドが幾分拡大したことにより、悪材料の一部は既に織り込まれているとも言えるかもしれない。

### 発行市場は11月に再び活発化へ、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

需給の供給面については、発行市場の起債活動が12月の先細りを前に11月に再度活発化するものと見られる。オールイン利回りは投資適格社債で5.02%、ハイイールド社債で9.06%と、米国債利回りの上昇と10月の信用スプレッドの拡大に伴って大きく上昇しており、今では過去5年に見られた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あります。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。