

# Asian Fixed Income Monthly

## 2021年6月

本稿は 2021 年 7 月 14 日発行の英語レポート「Asian Fixed Income Monthly」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。

2021年7月28日

### アジア債券チーム



#### サマリー

- 6月の米国債市場では短期債がアンダーパフォームし、イールドカーブがフラット化した。米FRB(連邦準備制度理事会)がよりタカ派寄りのスタンスに転換したことを受けて、米国債のイールドカーブは月半ばに大きくフラット化した。とりわけ、FOMC(連邦公開市場委員会)メンバーの金利予測の分布をチャート化した「ドット・プロット」の中央値によると、前回3月分で利上げが予測されていなかった2023年において、足元では2回の利上げが示唆されている。最終的に、月末の米国債利回りは2年物で前月末比0.107%上昇の0.25%、10年物で同0.127%低下の1.47%となった。
- 6月のアジアのクレジット市場は、信用スプレッドが0.023%拡大したものの米国債長期物の利回りが低下したため、月間リターンが+0.43%となった。格付け別では、投資適格債が0.046%の信用スプレッド縮小を受けて+0.95%の月間リターンとなり、ハイイールド債をアウトパフォームした。ハイイールド債は、中国の不動産セクターでのボラティリティ上昇が重石となり、信用スプレッドが0.38%拡大して月間リターンが-1.25%となった。
- 域内諸国では5月の総合インフレ率が概ね加速した。各国の金融当局が政策金利を据え置く一方、マレーシアとインドでは財政出動パッケージが発表された。その他では、中国が土地売却による収入の徴収方法の改定を発表した。この動きによって、地方レベルでの債務リスクの低減が見込まれる。
- 現地通貨建て債券のデュレーション・エクスポージャーにおいて選別的な姿勢を続けており、シンガポール、韓国、香港など利回り水準の低い国・区域に対して相対的に慎重な見方をしている。域内通貨については、一段の米ドル高が進む可能性を見越してディフェンシブなスタンスを保持している。
- アジアの信用スプレッドは、景気回復の継続、有利な財政・金融政策、新型コロナウイルスのワクチン接種の進展をサポート材料として、足元の水準からやや縮小すると予想している。マクロ環境は引き続き追い風となっており、一部の国に固有の下方リスクも後退しているものの、依然としてある程度の慎重さは必要とみられる。

## アジア諸国の金利と通貨

## 市場環境

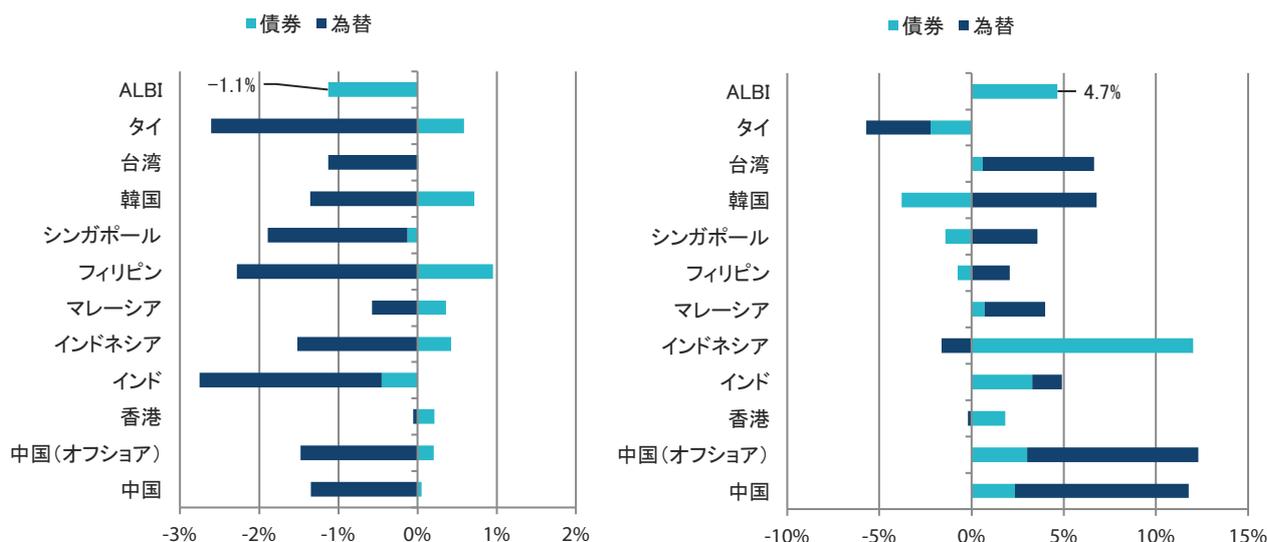
## 6月の米国債市場ではイールドカーブがフラット化

6月の米国債市場では短期債がアンダーパフォームし、イールドカーブがフラット化した。月初は、5月の雇用統計において非農業部門雇用者数 55.9 万人増と市場予想の 67.5 万人増をやや下回り、米国債利回りの低下を促した。その後発表された CPI(消費者物価指数)の上振れにもかかわらず、利回りは低下基調を続けた。5月の総合CPI 上昇率は前年同月比 5%と大きく加速し、コア指数上昇率も 3.8%と加速したが、この一因となったのは一時的な要因であった。月半ばになると、米FRBがよりタカ派寄りのスタンスに転換したことを受けて、米国債のイールドカーブが大きくフラット化した。とりわけ、FOMCメンバーの金利予測の分布をチャート化した「ドット・プロット」の中央値によると、前回3月分で利上げが予測されていなかった2023年において、足元では2回の利上げが示唆されている。加えて、ジェローム・パウエルFRB議長は、FOMCがテーパリング(量的緩和の漸進的縮小)の開始時期について議論し始めたことを表明した。月末にかけては、ジョー・バイデン米大統領と上院の超党派グループがインフラ投資計画での合意を発表したことから、リフレ・トレードが再び盛り返した。最終的に、月末の米国債利回りは2年物で前月末比0.107%上昇の0.25%、10年物で同0.127%低下の1.47%となった。

## チャート1: アジア現地通貨建て債券のリターン

過去1ヵ月(2021年5月末~2021年6月末)

過去1年(2020年6月末~2021年6月末)



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。

## 金融当局は政策金利を据え置き

金融政策は依然追い風材料で、インド、タイ、インドネシアおよびフィリピンの中央銀行が政策金利を据え置いた。タイとインドの中央銀行はともに GDP 成長率の予想を下方修正した。タイ中銀は 2021 年通年の成長率予想を 3.0% から 1.8%へ、2022 年の成長率予想を 4.7%から 3.9%へと引き下げた。2021 年の経常収支については、海外からの観光客数の想定が下方修正されたことに伴い、予想を 12 億米ドルの黒字から 15 億米ドルの赤字へと引き下げた。同様に、インド準備銀行も、2022 年度(2021 年 4 月~2022 年 3 月)の GDP 成長率見通しを前年度比 10.5% から同 9.5%へと下方修正し、他方で総合 CPI インフレ率の予想を 5.0%から 5.1%へと若干引き上げた。フィリピン中銀は、経済活動が「ここ数週間改善している」としながらも景気回復の全体的な勢いは「不確実」であると述べる一方、原油価格の上昇を理由として 2021 年の CPI インフレ率の予想を 3.9%から 4.1%へと引き上げた。その他では、インドネシア中銀が、政策金利を据え置くとともに 2021 年の GDP 成長率の予想レンジを 4.1~5.1%に維持した。

同中銀のワルジヨ総裁は、米 FRB のテーパリングの潜在的影響について訊かれると、中銀は自国通貨ルピアと債券市場の安定のサポートを最優先するだろうと述べた。

### 5月の総合インフレ率は概ね加速

アジア諸国の5月のCPIインフレ率は、中国、インド、韓国、インドネシアおよびシンガポールで加速する一方、マレーシアとタイでは鈍化した。シンガポールでは総合CPI上昇率が前年同月比2.4%となった。インフレ加速の主因となったのは、比較対象となる昨年の水準が低いベース効果を一因とする自動車とガソリンの価格上昇を受けた民間輸送費の上昇であった。インドでは、5月は新型コロナウイルスの感染拡大第2波のなかでロックダウン(都市封鎖)がピークを迎えていた月であったにもかかわらず、CPIインフレ率が他国よりも高い水準の前年同月比6.3%となった。韓国の総合CPI上昇率は、低ベース効果と原油および農産物の価格上昇が主因となって、前年同月比2.6%と2012年4月以来の高水準になった。インドネシアの総合CPIインフレ率は、低水準にとどまりながらも、イスラム教の断食明け大祭「イドゥル・フィトリ」の休暇時期における需要増を背景に、食品価格の上昇を主因として加速した。対照的に、マレーシアでは食品価格の上昇鈍化を受けて5月のインフレ圧力が緩和した。その他では、フィリピンの総合CPI上昇率が前年同月比4.5%と前月から横這いとなった。

### マレーシアとインドが財政出動パッケージを発表、スタンダード&プアーズ(S&P)社がマレーシアのソブリン価格付けを据え置き

月末にかけて、マレーシアとインドが景気を加速させるべく追加の財政出動パッケージを発表した。留意すべき点として、インドのパッケージの大部分は最も打撃を受けたセクターへの予算外での信用保証という形であり、マレーシアのパッケージの大部分はモラトリアム(債務支払猶予)や従業員積立基金の引き出し枠などの非金銭的措置から成っている。一方、信用格付機関S&P社は、マレーシアの良好な対外収支状況や金融政策の柔軟性、財政出動が景気回復を支えるとして、同国のソブリン価格付けを「A-」に据え置くことを決定した。しかし、格付け見直しについては、「財政・債務環境への根強い圧力」を理由として「ネガティブ」のままとした。

### 中国は土地売却による収入の徴収方法の改定を発表、中国人民銀行は銀行預金金利の設定方法を改革

中国の政策当局は、土地の売却代金の支払い先および管理担当を地域レベルの土地開発当局ではなく税務当局とする新しい計画を公表した。同国の財政部によると、この改定徴収方法は7月1日から7都市で試験プログラムとして実施され、2022年から全国へと拡大適用される予定である。この動きによって、地方レベルでの債務リスクの低減が見込まれる。一方、中国人民銀行は銀行の預金金利の計算方法を改革し、新たに上限を設けることによって銀行の資金調達コストの低下を図った。

### 今後の見通し

#### 現地通貨建て債券市場に対して慎重な見方、通貨に対してディフェンシブなスタンスを維持

現地通貨建て債券市場に対して慎重な見方、通貨に対してディフェンシブなスタンスを維持している。この先、世界の景気回復は加速すると予想しており、投資家がリフレ・テーマに再び注目するにつれ米国債利回りの上昇トレンドが再開するとみている。債券のデュレーション・エクスポージャーにおいて選別的な姿勢を続けており、シンガポール、韓国、香港など利回り水準の低い国・区域に対して相対的に慎重な見方をしている。域内通貨については、一段の米ドル高が進む可能性を見越してディフェンシブなスタンスを保持している。

## アジアのクレジット市場

### 市場環境

#### アジアのクレジット市場は信用スプレッドが若干拡大も米国債利回り低下を受けてトータルリターンがプラスに

6月のアジアのクレジット市場は、信用スプレッドが0.023%拡大したものの米国債長期物の利回りが低下したため、月間リターンが+0.43%となった。格付け別では、投資適格債が0.046%の信用スプレッド縮小を受けて+0.95%の月間リターンとなり、ハイイールド債をアウトパフォームした。ハイイールド債は、中国の不動産セクターでのボラティリティ上昇が重石となり、信用スプレッドが0.38%拡大して月間リターンが-1.25%となった。

当月、アジアの信用スプレッドは概ねレンジ内で推移した。月中に行われたFOMC会合では、「ドット・プロット」の金利予測の中央値が、前回3月には利上げが予測されていなかった2023年に2回の利上げが行われることを示唆した。加えて、ジェローム・パウエルFRB議長は、FOMCが資産購入のテーパリングについて議論し始めたことを表

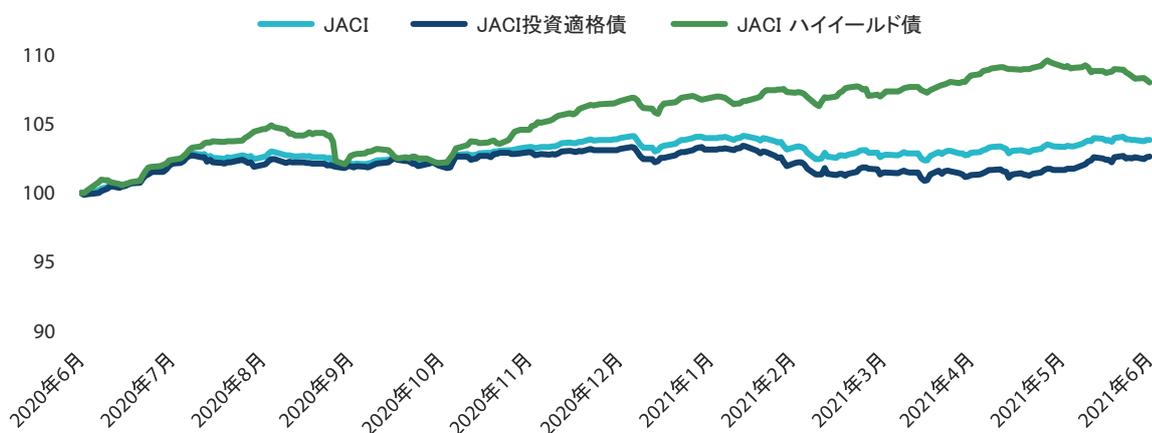
明した。このような FRB のタカ派的スタンス転換にもかかわらず、市場センチメントは堅調さを維持した。リスク資産市場は、米国で CPI および PPI(生産者物価指数)の上昇率が加速したことや中国の PPI が引き続き加速したことも材料視しない模様であった。一方、中国の 5 月の経済活動指標は市場予想をやや下回った。月末にかけては、S&P 社がマレーシアのソブリン債格付けを「A-」に据え置くことを決定したが、格付け見直しについては「財政・債務環境への根強い圧力」を理由として「ネガティブ」のままとした。

国別の信用スプレッド動向は、シンガポール、韓国、インド、タイで縮小する一方、フィリピン、マレーシア、インドネシア、中国で拡大した。インドでは、新型コロナウイルスの感染拡大第 2 波の後退に伴って主要都市で経済活動が再開されたのに加え、政府が信用保証制度など財政政策による追加支援策を発表したことが、信用スプレッドの縮小を下支えした。一方、中国では、信用の伸びの減速や複数の不動産開発企業をめぐるネガティブなニュースがクレジット物の重石となった。しかし、中国の国有企業の銘柄は高格付け物を中心に当月アウトパフォーマンスした。米国政府は、米国の投資家が中国軍と関係のある特定の中国企業に投資することを禁じた以前のトランプ時代の大統領令に完全に取って代わる新たな大統領令を発出した。新しい大統領令では、対象企業のリストが更新されるとともに、名称のぴったり適合する企業や子会社が制約対象に入るかなど、いくつかのテクニカルな面が明確化された。更新されたリストから除外されたり、明確化によってもはや制約対象とはみなされなくなったりした一部の中国国有企業発行体の銘柄では、信用スプレッドが以前の大統領令を受けて拡大した分の大半を巻き戻す形で縮小した。

## 6 月の発行市場の起債活動は概ね安定的

6 月の新発債発行は 75 件(総額 345 億米ドル)となった。投資適格債分野では、Perusahaan Penerbit 発行のインドネシアのソブリン債ディール(3 トランシェで総額 30 億米ドル)やフィリピンのソブリン債ディール(2 トランシェで総額 30 億米ドル)、韓国輸出入銀行のディール(3 トランシェで総額 20 億米ドル)を含め、計 40 件(総額 249 億米ドル)の新規発行があった。一方、ハイイールド分野の新規発行は計 35 件(総額約 96 億米ドル)となった。

## チャート 2: 過去 1 年のアジア・クレジット市場のパフォーマンス



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

(期間) 2020年6月末~2021年6月末

(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、2020年6月末を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

### アジアの信用スプレッドは堅調な推移が続くも下方リスクが残る

アジアの信用スプレッドは、景気回復の継続、有利な財政・金融政策、新型コロナウイルスのワクチン接種の進展をサポート材料として、足元の水準からやや縮小すると予想している。企業の信用ファンダメンタルズは全体的に堅調さを維持しており、2021 年前半における収益の伸びの加速につながったものとみられる。とは言え、足元のバリュエーションはファンダメンタルズ改善の大部分を織り込み済みで、より中立的な水準にある。今後はこれまでよりもスプレッドの縮小が進みにくくなり、市場のあや押しに見舞われる局面が増えると考えられる。マクロ環境は引き続き追い風となっており、一部の国に固有の下方リスクも後退しているものの、依然としてある程度の慎重さは必要とみられる。

FRB が 6 月の FOMC 会合でよりタカ派寄りのトーンにシフトしたことにより、米国における金融政策の引き締めタイミングやペースに関して不透明感が強まっている。これを受けて、特に主要な経済指標の発表や FRB 高官のスピーチに際し、市場のボラティリティが高まるかもしれない。米国の金融政策が急速に引き締められれば、新興国の信用スプレッドは拡大する可能性がある。ただし、アジア諸国は概して対外収支の状況が相対的に良好であることから、同地域のクレジット市場はより強い耐性を示すだろう。

さらなる懸念材料として、米中の 2 国間関係が安定化しないリスクも依然高いと言える。中国のノンバンク系国有金融機関がオフショア市場で発行した債券をめぐる問題については、不透明感が残っているもののアジア他国のクレジット市場への波及的影響は限定的となっている。また、中国のその他の投資適格級クレジット物は、社債・準ソブリン債ともに概ね回復している。ただし、上述の発行体をめぐる問題が、その最終的な行方によっては依然影響を及ぼすかもしれない。

当資料は、日興アセットマネジメント(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はありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社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。