

On the Ground in Asia

アジア債券チームからのマンスリー・インサイト (2021年11月)

本稿は2021年12月20日発行の英語レポート「On the ground in Asia」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12月21日

アジア債券チーム

サマリー



- 11月の米国債市場は利回りが低下し、月末の米国債利回りは10年物で前月末比0.108%低下の1.45%となった。アジアでは、10月のインフレ圧力がフィリピンを除くほとんどの国で高まった。域内諸国の第3四半期のGDP(国内総生産)は、当該期間における新型コロナウイルス感染者数の増加を受けて前年同期比の成長率が鈍化した。韓国銀行が0.25%の利上げを実施する一方、フィリピン、インドネシア、タイ、マレーシアの中央銀行はそれぞれの政策金利を据え置き、景気回復が確実に持続するよう需要を下支えしていく姿勢を示した。
- 11月のアジアのクレジット市場は、信用スプレッドが0.114%拡大した影響を米国債利回りの低下が和らげ、月間リターンが0.24%となった。アジアの投資適格債とハイイールド債とのあいだでは、当月もパフォーマンスの乖離が続いた。投資適格債は、信用スプレッドが0.084%とやや拡大したものの米国債利回りの低下がそれを相殺し、月間市場リターンが0.51%となった。しかし、ハイイールド債は中国の不動産セクターをめぐる懸念が引き続き重石となり、信用スプレッドが0.431%拡大して月間市場リターンが-0.82%となった。
- 新型コロナウイルスの新しい変異株であるオミクロン株が出現し、WHO(世界保健機関)がこれを「懸念される変異株」に指定したことを受けて、当社では当面、アジアの現地通貨建て債券のデュレーションに対しては中立の見方、アジアの通貨については若干慎重なスタンスをキープする。
- アジアでは、マクロ環境と企業の堅調な信用ファンダメンタルズが信用スプレッドの追い風になり続けるとみている。アジアの多くの国では新型コロナウイルスの感染状況がとりあえず改善しており、2021年半ばに見られた景気の停滞は一時的なものに終わるだろうとの当社の見方を裏付けている。ワクチン接種の進行や多くの国における経済活動の段階的再開、依然緩和的な財政・金融政策を受け、経済成長は2022年にかけて再び勢いを増すとみられる。

アジア諸国の金利と通貨

市場環境

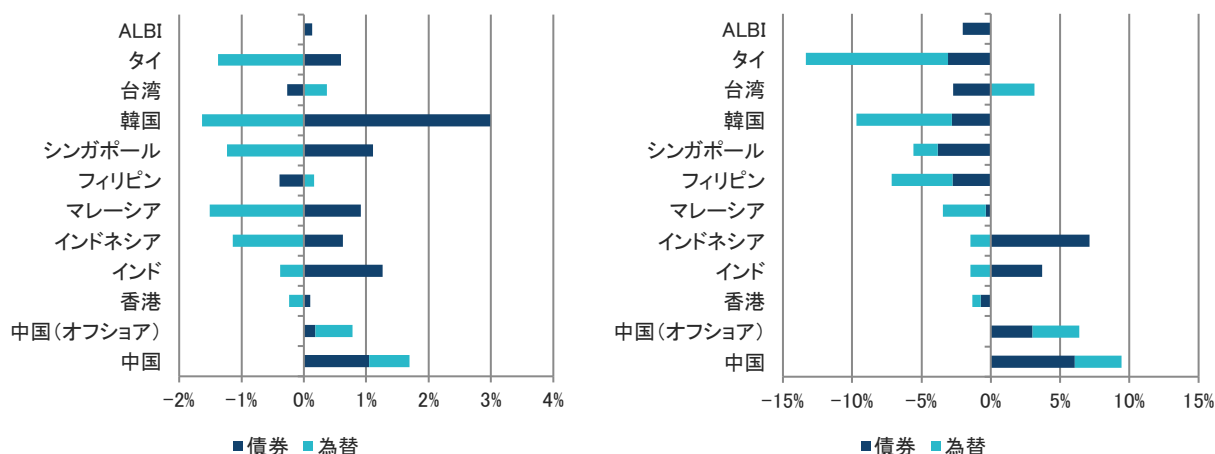
11月の米国債市場は利回りが概ね低下

月末の米国債利回りは10年物で前月末比0.108%低下の1.45%となった。月初は、米国の10月の非農業部門雇用者数が53.1万人増と前2カ月の平均39.8万人増から加速し、失業率も4.6%に低下したにもかかわらず、米国債利回りが低下した。その後、米国の総合およびコアCPI(消費者物価指数)上昇率の加速を受けて米国債利回りは上昇に転じ、ジェローム・パウエル氏が米FRB(連邦準備制度理事会)議長に再任されると、同中銀が現在の政策正常化路線を継続するとの見方が強まって利回りへの上昇圧力が続いた。月末にかけては、新型コロナウイルスの新たな多重変異株であるオミクロン株が発見され、リスク選好度が後退して投資資金が安全な避難先とみなされる資産に向かったことから、利回りが急低下した。当月最終日には、パウエルFRB議長がテーパリング(量的緩和の漸進的縮小)のプロセスを「数ヶ月」早めることへの支持を示したため、短期ゾーンの利回りが跳ね上がった。

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10月末~2021年11月末)

過去1年(2020年11月末~2021年11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。

10月のインフレ圧力はほとんどの国で加速

アジア諸国の10月の総合CPI(消費者物価指数)上昇率は、中国、韓国、インド、マレーシア、タイ、シンガポール、インドネシアで前月から加速する一方、フィリピンでは減速した。シンガポールの総合CPIの上振れは、住居費の上昇加速が一因となったのに加えて民間道路輸送費の上昇加速も響いた。タイの総合インフレ率も、国内の燃料価格や野菜価格の上昇を受けて前年同月比2.38%へと加速した。同様にマレーシアでも、燃料価格の上昇と電気料金割引適用の停止とが相まって総合CPIの加速をもたらした。韓国のCPI上昇率は、エネルギー価格の上昇を主因として前年同月比3.2%へと加速した。また、中国のCPI上昇率加速は、野菜価格の大幅上昇や燃料価格・公共料金の上昇が一因となった。

第3四半期のGDP成長率は鈍化

域内諸国の第3四半期のGDPは、各国が当該期間に新型コロナウイルス感染者数の増加への対応を余儀なくされたことから、前年同期比の成長率が鈍化した。7月~9月期のGDP成長率はタイで前年同期比-0.3%、マレーシアで同-4.5%となり、インドネシアではベース効果の反転もあって同3.51%へと減速した。一方、フィリピンでも同様に経済成長率が鈍化したものの、過去数カ月のロックダウン(都市封鎖)からの繰延需要を反映して民間消費が大幅に拡大したため、市場予想を著しく上回った。

韓国銀行は 0.25%の利上げを実施

韓国銀行は、年内最後となる政策決定会合で政策金利を 0.25%引き上げることを決定した。同中銀の総裁は、政策金利が依然緩和的水準にとどまっていること、利上げの動きは金融政策の引き締めというよりもシステム内の過剰な緩和状態を抑えるためのものであることを強調した。一方、フィリピン、インドネシア、タイ、マレーシアの中央銀行はそれぞれの政策金利を据え置き、景気回復が確実に持続するよう需要を下支えしていく姿勢を示した。

今後の見通し

デュレーションに対しては中立、通貨については若干慎重

WHO はオミクロン株を「懸念される変異株」に指定したが、オミクロン株が公衆衛生にもたらすリスクやこの新変異株に対する既存ワクチンの有効性など、未知の部分依然多く残されている。したがって、当社では、アジアの現地通貨建て債券のデュレーションに対しては当面中立の見方、アジアの通貨については若干慎重なスタンスをキープするのが賢明と考える。

アジアのクレジット市場

市場環境

11月のアジアのクレジット市場は米国債利回りの低下を受けて月間リターンがプラスに

11月のアジアのクレジット市場は、信用スプレッドが 0.114%拡大した影響を米国債利回りの低下が和らげ、月間リターンが 0.24%となった。アジアの投資適格債とハイイールド債とのあいだでは、当月もパフォーマンスの乖離が続いた。投資適格債は、信用スプレッドが 0.084%とやや拡大したものの米国債利回りの低下がそれを相殺し、月間市場リターンが 0.51%となった。しかし、ハイイールド債は中国の不動産セクターをめぐる懸念が引き続き重石となり、信用スプレッドが 0.431%拡大して月間市場リターンが -0.82%となった。

アジアのクレジット市場では当月、中国の不動産セクターが市場の焦点となり続けるなか、かなりのボラティリティに晒された。月初は、中国の不動産企業に関するネガティブなニュースが引き続き市場センチメントの重石となった。投資家が不安感を募らせるにしたがって、売りが中国の財務状況がより健全な不動産デベロッパー銘柄へも広がり、全体のスプレッドが大幅に拡大した。月半ばになると、中国の政策当局が経営難に直面している不動産セクターの資金調達条件を緩和するとニュースを受けて当面の波及リスクが和らぎ、中国の不動産銘柄は大きく値を戻した。経営難に陥っていた中国の不動産企業数社がデフォルト回避措置の発表に漕ぎ着けると、市場の基調は引き続き改善した。中国華融資産管理 (China Huarong Asset Management) が国有金融機関から大規模な資本注入を受けるとのニュースは、投資家心理にとって一段のこ入れとなった。しかし、月末にかけては、オミクロン株の発見をきっかけに移動制限や社会活動の再抑制が幅広く実施される可能性が懸念され、リスク・センチメントが全体的に悪化した。

当月発表された経済指標では、米国のマクロ・データが比較的良好であった一方、中国の数値は対照的に低調となった。月中、米国のバイデン大統領と中国の習近平国家主席が、1月の同大統領就任以来初となる首脳会談をオンラインで行った。この会談では米中関係の突破口となるような進展はほとんど見られなかったが、2022年の交渉への道が開かれたと言える。

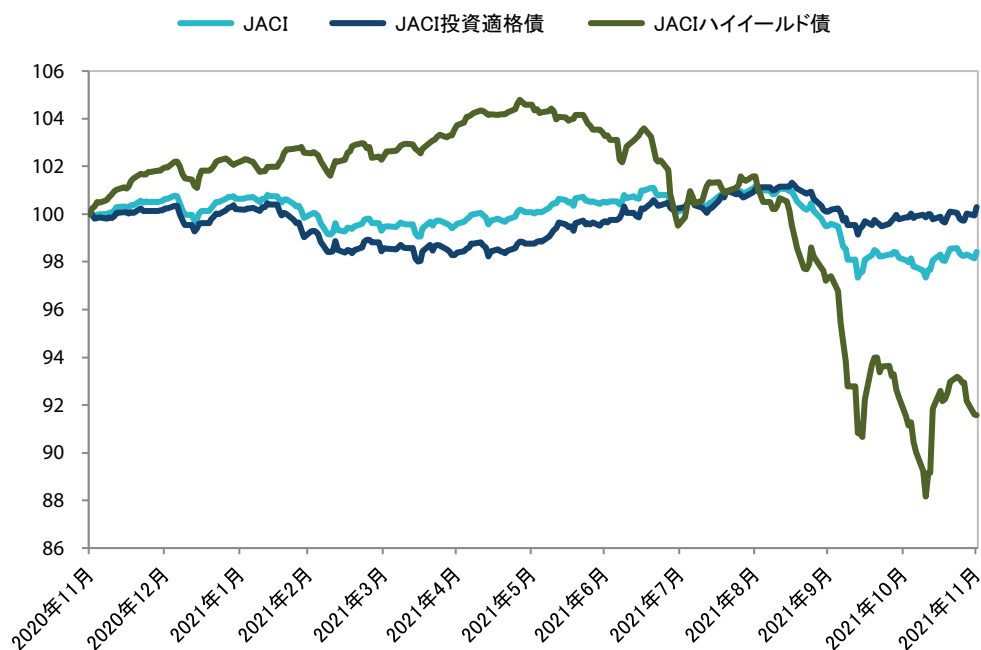
当月は国別のパフォーマンスにばらつきが見られた。積極的な国境開放により経済見通しが改善したタイのクレジットものは、スプレッドが 0.045%縮小しアウトパフォームした。反対に、インドネシアは、オミクロン株をめぐる不安や米 FRB の政策引き締めへの懸念からリスク資産が売り込まれて長期ゾーンのソブリン債や準ソブリン債に影響を及ぼし、スプレッドが 0.156%拡大してパフォーマンスが劣後した。中国のクレジットものも、不動産セクターの下落がより格付けの高い不動産デベロッパー銘柄や他のセクターにも広がり、スプレッドが 0.091%拡大してアンダーパフォームした。一方、格付け機関のフィッチ・レーティングスは、インドの債務水準傾向に対する懸念を理由として、同国のソブリン債格付けおよびその見通しを「BBB- / ネガティブ」に据え置いた。

11月は発行市場の起債活動が概ね低調に

発行市場では、市場センチメントの低迷が引き続き主因となって起債活動が低調にとどまり、新発債発行が 42 件(総額 147.9 億米ドル)に終わった。投資適格債分野では、SF Holding Investments のディール(3トランシェで総額 12 億米ドル)や DBS Holdings のディール(2トランシェで総額 10 億米ドル)、香港のソブリン債ディール(総額 10 億米ドル)

を含め、計 27 件(総額約 113.4 億米ドル)の新規発行があった。一方、ハイールド債分野の新規発行は計 15 件(総額約 34.5 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11月末～2021年11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11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ファンダメンタルズを追い風としながらも下方リスクが高まっている

アジアでは、マクロ環境と企業の堅調な信用ファンダメンタルズが信用スプレッドの追い風になり続けるとみている。アジアの多くの国では新型コロナウイルスの感染状況がとりえず改善しており、2021年半ばに見られた景気の停滞は一時的なものに終わるだろうとの当社の見方を裏付けている。ワクチン接種の進行や多くの国における経済活動の段階的再開、依然緩和的な財政・金融政策を受け、経済成長は2022年にかけて再び勢いを増すとみられる。

アジア企業は、収益の伸びが2021年比では若干ペースが落ちるとしても好調さを維持するとみられ、全体として堅調な信用ファンダメンタルズが続くと予想している。アジアの企業の負債比率とインタレスト・カバレッジ・レシオは、セクターによって多少の差が生じるとみられるものの、全体として管理可能な水準にとどまると予想される。注目すべき点として、販売の低迷や流動性圧力が中国不動産セクターの財務体質がより脆弱なデベロッパーに影響を及ぼし続け、財務危機やデフォルトといったイベントの増加につながる可能性がある。しかし、システムリスクにつながりかねない過度な調整を防ぐため、中国当局が資金へのアクセスと市場センチメントを安定化させるような介入を行う兆候がとりえず見られている。銘柄選択が重要であることには変わりはないが、全般的なバリュエーション水準や今後の政策環境の改善を受けて、スプレッドの縮小による投資機会が見込まれる。

2022年におけるアジアのクレジット市場の主な下方リスクとしては、中国経済の減速がより深刻化すること、高インフレ長期化への対応として米国その他の主要国で金融政策の引き締めがより積極化することなどが挙げられる。既存のワクチンが効かないような新変異型ウイルスが発生すれば、コロナ禍からの景気回復は後戻りを余儀なくされるかもしれない。また、足元ではポジティブな進展が多少みられているものの、米中関係に係る不透明感も依然として燻っている。

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もありません。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。