

# 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 (2022年6月)

マレーシア債券の選好を継続、市場全体のデュレーションに対する弱気度を緩和

本稿は 2022 年 7 月 15 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。

2022年7月22日

### アジア債券チーム

#### サマリー



- 6月の米国債市場は利回りが上昇した。米FRB(連邦準備制度理事会)が0.75%の利上げを実施する一方、ECB(欧州中央銀行)は7月に資産購入プログラムを終了し利上げを開始すると発表した。米国ほか先進国の経済指標が発表されると、リセッション(景気後退)に陥るのではとの懸念が浮上した。月末の利回り水準は2年物で前月末比0.399%上昇の2.957%、10年物で同0.169%上昇の3.016%となった。
- アジア諸国の5月のインフレ圧力は輸送費と食品価格の上昇を主因として加速し、特に韓国、タイ、インドネシア、シンガポール、マレーシア、フィリピンではそれが顕著となった。タイ、インドネシア、フィリピン、インドの中央銀行は、食品およびエネルギー価格の高止まりを受けてインフレ予想を上方修正した。インドネシアとタイの中銀は政策金利を据え置く一方、インドとフィリピンの中銀はともに政策金利を引き上げた。
- 中国では当月、追加の消費拡大策の実施、財政支出のさらなる加速、特別地方政府債の発行など政策当局が一層の景気支援を行う方針を示し、中国人民銀行が緩和的な金融政策を維持すると述べた。ゼロコロナ政策の継続が再確認されたものの、月末にかけては海外からの入国者に対する隔離措置が緩和された。
- アジアの現地通貨建て債券では、他国に比べてインフレが抑制されるとみているマレーシアの債券を引き続き選好する。また、アジア債券市場全体のデュレーションに対する弱気度を徐々に後退させつつある。通貨については、シンガポールドル、中国人民元、韓国ウォンを選好する一方、タイバーツ、インドネシアルピア、フィリピンペソに対して慎重な見方をしている。
- アジアのクレジット市場は、信用スプレッドが拡大するとともに米国債利回りが大幅に上昇したことから、月間トータルリターンが-2.28%となった。国別では、マレーシアと台湾を除く各国でスプレッドが拡大した。格付機関S&Pは、マレーシアのソブリン債格付け見通しを上方修正した。
- アジアのクレジット市場では、ファンダメンタルズの下方リスクが強まっているものの、現在のスプレッド水準にバッファーがあることや中国で一層の政策緩和が見込まれることから、当面のスプレッド拡大は食い止められるとみている。それでも、特に先進国のクレジット市場でスプレッドの拡大が見られているなか、アジア市場でも拡大圧力が感じられるだろう。よりポジティブな点としては、市場の懸念がインフレから経済成長へとシフトし始めているため、米国債利回りの上昇リスクが抑えられ、今後のトータルリターンへの下方リスクが低減する可能性がある。

## アジア諸国の金利と通貨

### 市場環境

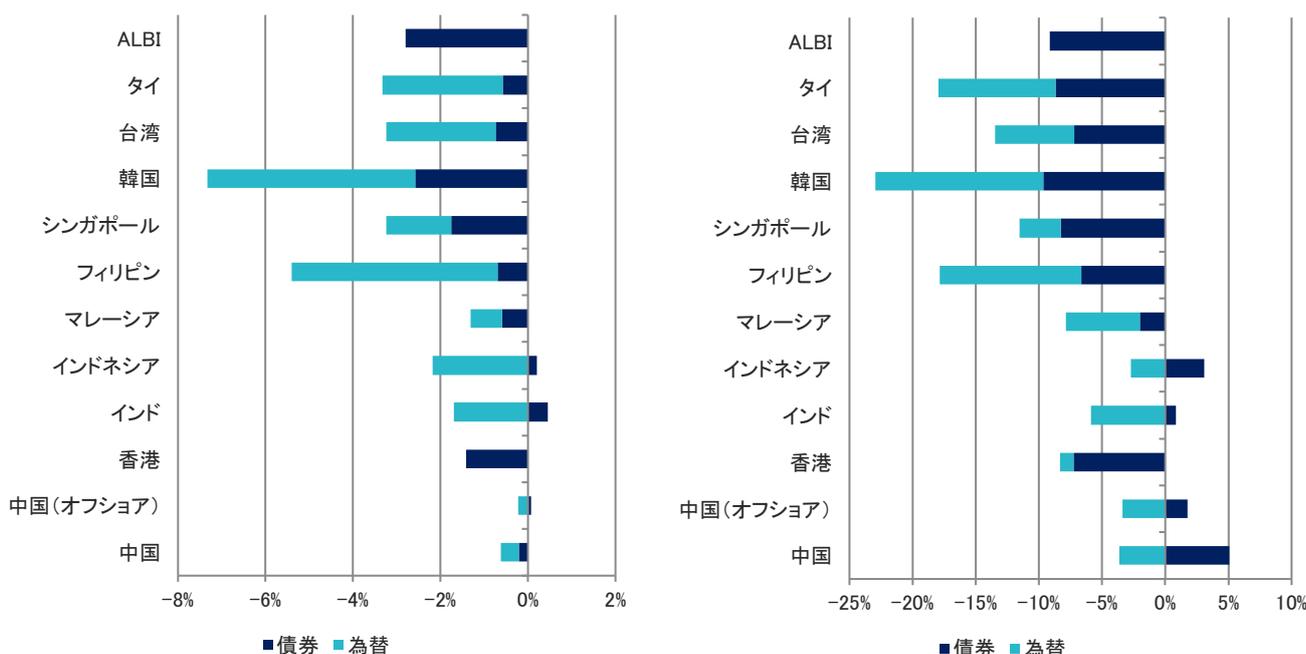
#### 6月の米国債市場はイールドカーブ全体にわたって利回りが上昇

6月の米国債市場はイールドカーブ全体にわたって利回りが大幅に上昇したが、短期ゾーンがアンダーパフォームしたため最終的にイールドカーブはフラット化した。米国の5月の総合CPI(消費者物価指数)上昇率が前年同月比8.6%と市場予想を大きく上回ったことから、FRBによる金融政策引き締めペースが早まるのではとの不安が広がった。また、ECBは7月に資産購入プログラムを終了し利上げを開始すると発表した。このような展開を受けて、世界の債券利回りは著しい調整に見舞われた。月半ばには、FRBが1994年以来となる0.75%の大幅利上げを実施した。同中銀のジェローム・パウエル議長が「次の会合では0.50%または0.75%の利上げを行う可能性が最も高いと思われる」と述べると、今後の利上げに対する市場予想が修正され、米国債利回りはそれまでの上昇分を一部戻す展開となった。その後、米国ほか先進国で軟調な経済指標が発表されると、主要国がリセッションに陥るのではとの懸念が強まり、債券利回りは世界的に幾分低下した。月末の米国債利回りは2年物で前月末比0.399%上昇の2.957%、10年物で同0.169%上昇の3.016%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(2022年5月末~2022年6月末)

過去1年(2021年6月末~2022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。

#### 5月のインフレ圧力は増大

韓国、タイ、インドネシア、シンガポール、マレーシアおよびフィリピンでは、引き続き輸送費と食品価格の上昇を主因に5月の総合CPI上昇率が加速した。フィリピンの総合CPI上昇率は前年同月比5.4%と、前月の同4.9%から加速するとともに同国中央銀行の目標レンジである2~4%を大きく上回った。タイの総合インフレ率は、エネルギーおよび食品の価格上昇を主因として、前年同月比7.1%と前月の同4.7%から加速した。シンガポールの総合CPI上昇率は、住居費と民間道路輸送費の上昇ペースがともに上がったことを受けて前年同月比5.6%へと拍車がかかり、インドネシアの同指数も上昇率が前年同月比3.55%へと高まった。

## 各国中央銀行はインフレ予想を引き上げ

食品およびエネルギー価格が高止まりしていることから、アジア諸国の金融当局はインフレ予想を上方修正した。タイの中央銀行は 2022 年のインフレ予想を、総合インフレ率については従来の 4.9%から 6.2%へ、コアインフレ率については従来の 2.0%から 2.2%へ、それぞれ引き上げた。インドネシアの中央銀行は、食品やエネルギーの価格上昇を主因として、総合 CPI 上昇率が目標レンジの 2~4%を上回り、年末までに 4.2%に達すると予想している。一方、フィリピン中央銀行のベンジャミン・ジョクノ総裁(退任予定)は、同中銀のインフレ基調予想が上方にシフトしていると公言した。現在の予想では、平均インフレ率は 2022 年に同中銀の目標レンジ 2~4%の上限を上回る 5%、2023 年に 4.2%になるとみられている。その他では、インド準備銀行が、2023 年度(2022 年 4 月~2023 年 3 月)の総合 CPI 上昇率予想を従来の 5.7%から 6.7%へ引き上げたと発表した。

## インドネシアとタイの中央銀行は政策金利を据え置き、フィリピンとインドの中央銀行は利上げを実施

インド準備銀行は、預金準備率を据え置く一方で主要政策金利を 0.50%引き上げて 4.90%にするとともに、政策声明から「緩和的スタンスを維持する」との文言を削除した。フィリピン中央銀行も 0.25%の利上げを実施し、政策金利を 2.5%とした。一方、インドネシア中央銀行は政策金利を据え置き、景気回復を支え自国通貨ルピアの安定化を促す必要があるとあらためて述べた。同様に、タイ中央銀行の金融政策委員会も 4 対 3 で政策金利の据え置きを決定したが、緩和策の必要性は今後低下するとの見方を示し、年後半に利上げを実施する可能性を示唆した。

## 中国の政策当局はさらなる経済支援を示唆

中国の習近平国家主席は、「通年の経済・社会開発目標を達成し新型コロナウイルスの影響を最小限に抑えるために、マクロ経済政策の調整を強化してより効果的な措置を講じる」ことを表明した。一方、同国の李克強首相は国務院の会議で、消費が景気回復の重要な原動力であるとし、追加の消費拡大策の実施を当局に要請した。同様に、劉昆財政相は当局が経済支援の新たな政策手段を検討していると述べ、政府が財政支出と特別地方政府債の発行を一層加速させていくと付け加えたほか、中国人民銀行の易綱総裁も、同中銀が「景気回復を全体として支えていくために」緩和的な金融政策を維持すると表明した。月末にかけては、当局が海外からの入国者の隔離期間を短縮したことから、中国が慎重ながら「ウィズコロナ」方針に移行しようとしているかもしれないとの期待が幾分高まったが、習国家主席はその後ゼロコロナ政策の継続を再確認し、同国にとってこれが「最も経済的かつ効果的」な政策であるとの見方を示した。

## 今後の見通し

### 現地通貨建て債券ではマレーシアを選好、通貨では中国人民元、韓国ウォン、シンガポールドルを選好する一方でタイバーツ、インドネシアルピア、フィリピンペソに対して慎重な見方

米国のブレイクイーブン・インフレ率(期待インフレ率)が 6 月中旬以降鈍化していることから、当社では市場が FRB のタカ派路線を概ね織り込んだとみており、したがってアジアの現地通貨建て債券市場全体のデフレ化に対する弱気度を徐々に後退させつつある。域内では、他国に比べてインフレが抑制されるとみているマレーシアの債券を引き続き選好する。

通貨については、シンガポールドル、中国人民元、韓国ウォンを選好する一方、タイバーツ、インドネシアルピア、フィリピンペソに対して慎重な見方をしている。シンガポールでは、コアインフレが依然として高止まりしているため、MAS(シンガポール金融通貨庁)による為替政策のさらなる引き締めが予想されており、これをサポート材料としてシンガポールドルはアウトパフォームするとみられる。一方、中国人民元は、中国が海外からの入国者の隔離要件を緩和したのに加えて、バイデン政権が中国から米国への輸出品に対する追加関税を一部引き下げる可能性があるとの期待が高まっていることが、今後の追い風になるだろう。

対照的に、タイバーツ、インドネシアルピア、フィリピンペソについては、各国の対外収支の悪化が投資家心理の足かせになると予想する。インフラ投資に再び注力しているフィリピンとインドネシアでは輸入の伸びに拍車がかかる可能性があり、またタイバーツとフィリピンペソの両通貨はエネルギー価格の高止まりが引き続きリスクになるとみられる。タイとインドネシアの中央銀行がアジアにおける利上げサイクルで出遅れていることも、両国通貨の重石となり得る要因だ。

## 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の拡大や米国債利回りの大幅上昇を受けて下落

アジアのクレジット市場は、信用スプレッドが 0.212% 拡大するとともに米国債利回りが再び大幅に上昇したことから、月間トータルリターンが -2.28% となった。格付け別では、スプレッドの拡大が 0.054% にとどまった投資適格債の月間市場リターンが -1.54% となる一方、ハイイールド債は、中国発行体のストレスが不動産セクター以外にも広がりにあるとの懸念が強まりスプレッドの拡大幅が 1.258% に及んだため、月間市場リターンが -6.09% となり大幅にアンダーパフォーマンスした。

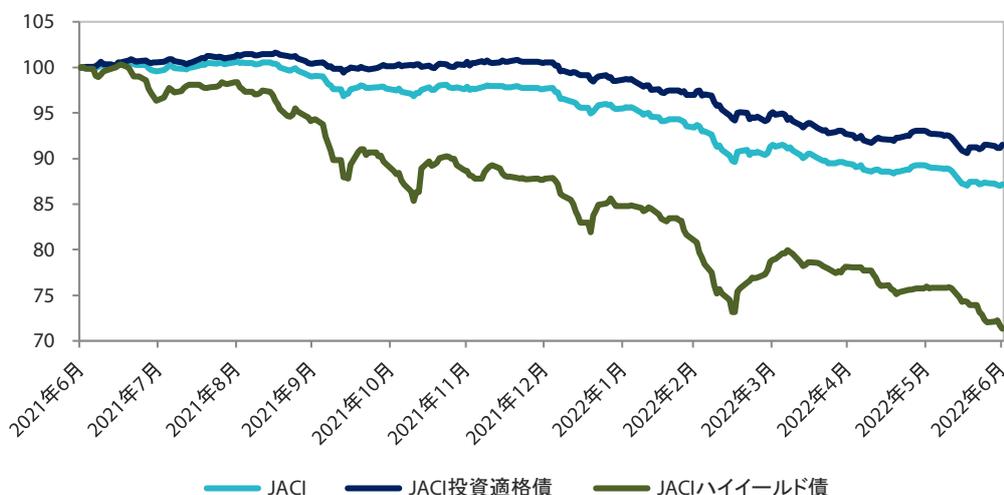
アジアの信用スプレッドは当初、中国の PMI (購買担当者景気指数) が回復したことや 2 カ月に及んだ上海のコロナ対策のロックダウン (都市封鎖) が解除されたことを好感して縮小した。その後は、世界の金融環境の急速なタイト化、そして 5 月の米国 CPI の上振れがあらためて示したインフレ定着の兆候に市場の注目が集まったため、リスク・センチメントが一般的に悪化し、米国債利回りが大幅に上昇するなか、信用スプレッドは拡大し始めた。月後半になって投資家の注目が景気低迷に移ると、リスク・センチメントは世界的に幾分改善したが、それでもアジア・クレジットのスプレッドは、主に中国のハイイールド銘柄が足かせとなり、個別発行体の動向や新興国債券ファンドからの資金流出の加速を背景に拡大基調となった。格付機関ムーディーズが、中国の復星 (Fosun) の格付けを引き下げ方向で見直しの対象としたことも、投資家が金利上昇リスクやリセッション・リスクの高まりを受けてポジション調整を行うなかで、鉱工業銘柄や消費関連銘柄への圧力につながった。中国では、5 月の経済活動指標が緩やかな回復を示す内容となったのに加え、信用指標が市場予想を上回るとともにテクノロジー・セクターで規制関連のポジティブなニュースが報じられたため、同国の格付けが高めの投資適格社債に対する需要が継続した。一方、習国家主席が同国の今年の経済目標達成に向けて「より強力な措置」を講じると明言するなど、政府高官は景気刺激策を強化する用意があることを示唆した。月末にかけては、当局が海外からの入国者の隔離要件を部分的に緩和し、投資家のあいだで中国の外国人入国受け入れ再開の取り組みに向けた重要な一歩と受け止められた。

国別では、マレーシアと台湾を除く各国でスプレッドが拡大した。S&P は、「今後 2 年にわたりマレーシアの着実な成長モメンタムと好調な対外収支が維持されるとの予想」を反映し、同国のソブリン債格付け見通しを「ネガティブ」から「安定的」へと引き上げた。インドのクレジット市場はアンダーパフォーマンスした。格付機関フィッチ・レーティングスが同国のソブリン債格付け見通しを「ネガティブ」から「安定的」へと引き上げるとともに政府系機関の見通しも引き上げたものの、世界的なリセッション懸念を受けたベースメタル価格の大幅調整が一部のインド社債にとって大きな悪材料となったのに加え、エネルギー価格の高騰やインフレの高まりが同国のマクロ経済および財政の健全性に圧力をもたらしていることも、同国のクレジット市場全体の重石となり続けた。フロンティア市場では、IMF (国際通貨基金) がスリランカへの支援プログラムに向けた進展を発表したが、同国でインフレ予想が急激に高まっていることから信用スプレッドが著しく拡大した。

#### 6 月の発行市場は起債活動が大幅に鈍化

6 月の発行市場は、米国金利のボラティリティの高まりを受けて起債活動が一段と鈍化した。投資適格債分野では、韓国電力公社 (Korea Electric) のディール (2 トランシェで総額 8 億米ドル) や Overseas Chinese Banking Corporation Limited の劣後債ディール (7.5 億米ドル) を含め、計 23 件 (総額 87.8 億米ドル) の新規発行があった。一方、ハイイールド債分野の新規発行は計 18 件 (総額約 22.1 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) 2021年6月末～2022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、2021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

### ファンダメンタルズの下方リスクが強まるものの、既存のバッファーによって大幅なスプレッド拡大は回避へ

地政学的緊張の激化、世界の中央銀行がインフレを抑制すべく積極的かつ同時期に金融政策の引き締めに踏み切っていることに伴う金融環境のタイト化、主要先進国におけるリセッション・リスクの高まりが重なって、逆風は依然として強い。最近のロックダウン・移動制限の緩和を受けた中国の景気回復は、ある程度の下支えになるとみられるものの、世界経済が見舞われている困難を打ち消すに足るとは考えにくい。また、中国はゼロコロナ戦略を堅持しているため、新型コロナウイルスの感染が再び拡大すれば景気回復の勢いに悪影響が及びやすい状況は変わらない。こうした世界・地域動向により、アジアのマクロ環境や企業の信用ファンダメンタルズに対する下方リスクは強まるとみられ、国・セクター間のパフォーマンス格差は拡大する可能性が高い。アジアのクレジット市場では、ファンダメンタルズ面のバッファーがあることや中国でさらなる政策緩和が見込まれることから、当面はスプレッドの拡大が食い止められるとみているが、それでも、特に先進国のクレジット市場でスプレッドの拡大が見られていることを考えると、アジア市場でも拡大圧力は感じられるだろう。よりポジティブな材料としては、市場の懸念がインフレから景気へとシフトし始めているなか、米国債利回りの上昇リスクが抑えられ、延いては今後のトータルリターンへの下方リスクが低減する可能性がある。

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。