



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

MONTHLY OUTLOOK

2016年9月

本レポートは、英語による2016年10月発行「FROM THE FIXED INCOME DESK」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月の米国債は、まちまちの値動きとなった。米FRB(連邦準備制度理事会)が政策金利を据え置くなか、日銀は金融緩和へのコミットメントを強化したが、一方でECB(欧州中央銀行)が新たな緩和策に打って出なかったことが市場の失望を誘った。月末の米国債利回りは、10年物で前月末比+0.01%の1.60%となった。
- 中国では、8月の経済指標の多くが予想を上回った。マネーサプライや人民元建て融資が大幅な伸びを示し、また鉱工業生産や小売売上高も予想を上回る拡大を見せた。
- インドでは、8月の総合CPI(消費者物価指数)上昇率が、食品価格の上昇率鈍化を反映して予想以上の減速を見せた。一方で、7月の鉱工業生産は、製造業生産の落込みを受けて前年比で減少となり、市場の失望を誘った。
- インドネシア中央銀行は、主要政策金利を0.25%引き下げた。更に、同国のタックス・アムネ스티(租税恩赦)プログラムからの歳入が大幅に増加した。一方、フィリピンについて、スタンダード&プアーズ(S&P)社は同国の信用格付けを据え置くとしたが、政治面の不透明感が強まる可能性に対して慎重なスタンスを示した。
- 9月、アジアクレジットはプラスのリターンとなったが、世界各国の中央銀行からまちまちのシグナルが示されるなか、市場のボラティリティが高まった。月末にかけては、ドイツ銀行に対する懸念や新発債による供給増加がリスク資産の重石となり、信用スプレッドが拡大した。
- 発行市場では、8月に比べて新規ディールの勢いが加速した。投資適格債の分野では合計29件/総額164.5億ドル相当、ハイイールド債分野では合計20件/総額100億ドルの起債があった。

- インド、マレーシア、インドネシアの現地通貨建て債券に対して強気の見通しを継続する。これらの国々は、国内の経済成長を加速させるべく、各中央銀行から追加金融緩和が期待できる。一方、フィリピンは、中央銀行による追加緩和が当面期待できないため、相対的な見通しを弱気とする。
- 通貨では、インドネシアルピアはタックス・アムネスティ・プログラムにより、インドルピーはインフレの鎮静化傾向により、それぞれ需要が下支えされると考える。反対に、貿易への経済依存度が高いシンガポールや韓国は、世界経済が低成長にとどまるなか、その打撃を受けやすい状況が続くと予想される。
- ドイツ銀行やブレグジット(英国のEU離脱)、FRB金利政策の先行き見通しなど、マクロ経済を巡って継続している不透明感が、10月の主な注目点になると思われる。また10月は、投資適格債およびハイイールド債で活発な新発債供給が続くと見られ、流通市場ではスプレッドの更なる拡大が予想される。

アジア諸国の金利と通貨

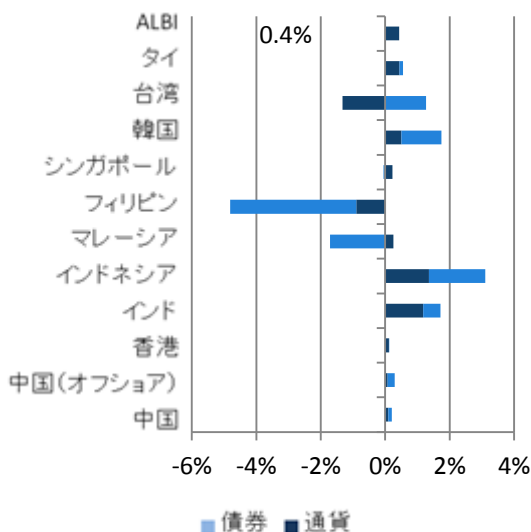
投資環境

- 米国債の価格動向はまちまち**
米国債はまちまちの値動きとなり、短中期債の価格が上昇する一方、長期債は価格が下落した。世界各国の中央銀行が政策の先行きについてまちまちのメッセージを示唆するなか、市場のボラティリティが高まった。月初、ECBが新たな緩和策に打って出なかったことに失望した市場は、主要な中央銀行が現行の金融緩和政策の軌道修正を再検討しているのではないかと懸念を持つようになった。

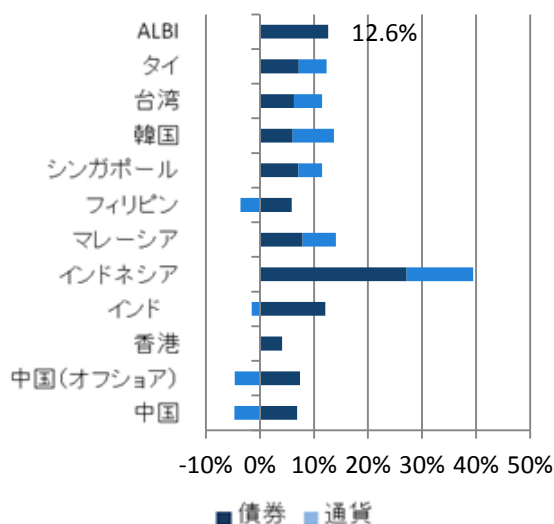
続いて FRB 高官がタカ派的な発言を行ったこと、また日本国債のイールドカーブがスティープ化したことから、債券利回りは更に押し上げられた。月末にかけては、FRB が政策金利を据え置くとともに向こう数年間の金利見通しを下方修正したことから、債券利回りは急低下した。また、日銀が金融緩和へのコミットメントを再確認したことにより、同行が政策によるサポートを止めようと考えているのではないかとの懸念が緩和された。最終的に、月末の米国債利回りは、10 年物で前月末比 +0.01% の 1.60% となった。

<Markit iBoxx アジア・ローカル・ボンド・インデックス(ALBI)>

2016 年 9 月 30 日までの 1 ヶ月間



2016 年 9 月 30 日までの 1 年間



(注) 各国債券のリターンは現地通貨ベース、各国通貨と 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。

(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 (2016 年 9 月 30 日現在)

● **中国の経済指標は予想以上の堅調さ**

中国では、8 月の経済指標の多くが予想を上回った。8 月のマネーサプライは前年比 11.4% 増と、伸び率が予想を大きく上回るとともに、前月の水準(同 10.2%)も上回った。人民元建て融資の純増額は 9,487 億元となり、社会融資総量も大幅な回復を見せたが、信用拡大を主として牽引したのは家計世帯向け融資であった。鉱工業生産と小売売上高も 8 月に加速し、前者は前年比 6.3% 増、後者は同 10.6% 増と、いずれも予想を上回る拡大を見せた。また、インフラ支出の目安となる固定資産投資は、2016 年 1 月～8 月の伸びが前年比 +8.1% となった。

● **インドでは 8 月の CPI インフレが予想以上に鎮静化するも、7 月の鉱工業生産が減少**

インドでは、8 月の総合 CPI(消費者物価指数)上昇率が前年比 +5.0% と、7 月の同 +6.1% から大幅に低下した。野菜、豆類、肉・魚、卵の価格が下落したことで、食品価格の上昇率(前年比)が 7 月の +8.0% から 8 月には +5.8% へと鈍化した。CPI が予想と比べてポジティブ・サプライズとなった一方で、7 月の鉱工業生産は、前年比 1.4% 増の予想に対して同 2.4% の減少と、失望的な内容となった。内訳を見ると、鉱業や電力の生産は拡大したものの、製造業の生産が 3.4% の落込みとなっている。

● **インドネシア中銀は 0.25% の利下げを実施**

9 月、インドネシア中央銀行は、主要政策金利を 0.25% 引き下げて 5.0% とした。今年に入ってからの利下げ幅は合計で 1.25% となる。アグス・マルトワルドジョ中銀総裁は、「内需を支えるためにはまだ様々な対策が必要だ」との中銀の見解を示した。利下げに先んじて発表された 8 月の総合 CPI は前年比 +2.8% となり、中銀の総合インフレ目標である 3~5% を下回った。物価圧力が急激に低下した主因は、食品価格インフレの大幅な低下にある。

● **インドネシアはタックス・アムネ스티・プログラムからの歳入が著しく増加**

月中、インドネシアの財務相は、タックス・アムネ스티・プログラムからの歳入が大きく加速していると述べた。直近のデータによると、アムネ스티・プログラムの参加者が支払った追徴課税額は、9 ヶ月プログラムの最初の 3 ヶ月で、政府の目標である 165 兆ルピアの 50% を超えている。注目すべき点として、追徴課税率は 10 月から引き上げられる。

今後の見通し

● **インド、マレーシア、インドネシアの現地通貨建て債券に対して強気な見方、フィリピンの債券については慎重**

年内は、世界的に高い流動性によりキャリーへの需要が持続すると予想する。アジア域内では、インド、インドネシア、マレーシアの現地通貨建て債券に対して見通しを強気とする。インドネシア中銀は 10 月にも追加利下げを行っているが、更なる緩和余地を示唆している。また、インドとマレーシアについても、インフレが鎮静化するなか、国内経済の成長をテコ入れするために金融当局が利下げを行う余地が生まれてきていると考える。それとは対照的に、フィリピンの債券については、同國中銀が

当面は政策アクションを起こさないと想定されるため、見通しを弱気とする。

● **通貨はインドネシアルピアとインドルピーを選好、フィリピンペソについては慎重**

フィリピンペソについては、政治面での不透明感が増していることもあり、当面はアジアの他の通貨をアンダーパフォームすると見ているため、慎重なスタンスを取る。一方、インドネシアは、資金の本国回帰によって同国通貨への需要が高まると想定される。また、インドルピーについても、同国のインフレが低下基調にあることから、需要が下支えされるものと思われる。反対に、世界経済の低迷が続くなか、貿易への経済依存度が高いシンガポールや韓国は、打撃を受けやすいと考えられる。

アジア・クレジット

投資環境

● **アジアクレジットは信用スプレッドが拡大するもリターンはプラスに**

9月、アジアクレジットはプラスのリターンとなった。発行市場での多額の供給が流通市場の債券パフォーマンスの重石となり、リターンは投資適格債で0.11%、ハイイールド債で0.68%にとどまった。

● **発行市場は勢いが加速**

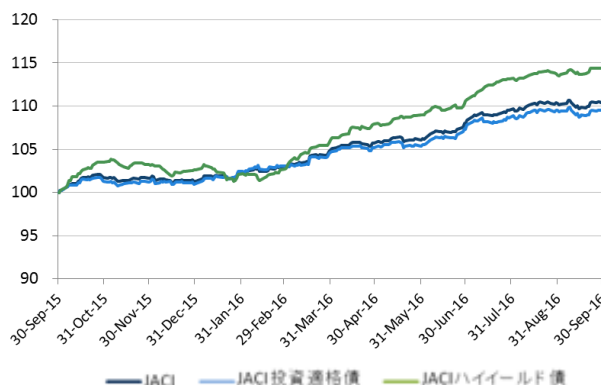
9月は、8月に比べて新発債ディールの件数が大幅に増加した。投資適格債の分野では合計29件/総額164.5億ドル相当の新規発行があったが、これは8月の水準(総額46.5億ドル)に比べると非常に多い。ハイイールド債分野でも総額100億ドルに上る20件の起債があったが、8月の水準(総額51億ドル)に比べて目立って多い。

● **S&Pはフィリピンの信用格付けを据え置くも、政策の安定性低下に伴う不透明性を指摘**

格付け会社S&Pは、フィリピンについて信用格付けを据え置くとしたが、同時に「新政府の安定性、予測可能性、説明責任を巡って不透明感が増している」との懸念に言及し、向こう2年は格上げの可能性が低いことを明確に表明した。現在、フィリピンは、S&P社、ムーディーズ社、フィッチ社によって「投資適格」に格付けされている。

<JPモルガンアジア・クレジット・インデックス(JACI)>

インデックスの推移(期間:2015年9月30日~2016年9月30日)



(注) リターンは米ドル・ベース。2015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。

(出所) JP Morgan (2016年9月30日現在)

今後の見通し

● **継続しているマクロ経済の不透明感と金融政策の先行き見通しがリターンを左右する展開に**

ドイツ銀行問題や英国政府によるブレグジットの動き、(FRBは9月には金利を据え置いたものの)米国で発表される経済指標から予想される金利の先行き見通しなどを巡って継続している懸念が、10月も引き続き主な注目点になると思われる。これらの不透明要因に加え、新規発行量の大幅な増加を受けて、アジアの信用スプレッドは拡大している。9月には投資適格債のスプレッドが12bp、ハイイールド債のスプレッドが15bp、それぞれ前月末比で拡大したが、依然として過去平均を下回る水準にある。

● **活発な新発債供給が続き流通市場を圧迫すると予想**

10月も高水準の新発債供給が続くと予想される。投資適格債およびハイイールド債で最近新規発行が増加したことから需給関係が悪化しており、この供給増加によって流通市場のスプレッドが拡大し始めている。アジアクレジットに対する需要環境は依然堅調であるように見受けられるが、マクロ環境の不透明感が強く、また新発債供給の大幅な増加も予想されることから、より慎重なスタンスが推奨される。

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。