



# 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10月

本レポートは、英語による2016年11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

- 10月の米国債は値を下げた。経済指標が改善したことや、公表されたFOMC(米連邦公開市場委員会)議事録がタカ派的な内容となったことを受け、米国の12月利上げ観測が強まった。10年物米国債利回りは前月末比で0.23%上昇し1.83%となった。
- 中国では、第3四半期の経済成長率が前年同期比+6.7%となったものの、経済指標は強弱両様であった。小売売上高やマネーサプライが若干の伸びを示した一方、輸出や輸入は減少した。また、10月には不動産規制の強化を発表する都市が相次いだ。
- RBI(インド準備銀行)は、世界経済の成長低迷を受けて、政策金利を0.25%引き下げた。インドネシアにおいても、第3四半期の経済成長率が予想を下回ったことを背景に、中央銀行が今年6度目となる利下げに踏み切り、政策金利を0.25%引き下げた。
- タイでは、10月13日にプミポン国王が死去した。当初は国王の死がタイの政治情勢に及ぼす影響をめぐって先行き不透明感が強まり、投資家センチメントの重石となったが、王位継承が平和的に進められるとの兆しがまもなく見え始めたことから、タイパーツは月末までに当初の下落分を大方回復した。
- アジア・クレジットは、信用スプレッドが縮小したものの、米国債利回りの上昇がそれを上回ったことから、値を下げて月末を迎えた。主要中央銀行が今後、政策スタンスの緩和度合いを弱めることを示唆するかもしれないとの懸念が強まり、世界的にリスクフリーレートが上昇した。10月のアジア投資適格債は、アジア・ハイイールド債をアンダーパフォーマンスした。
- 新規発行件数は10月も引き続き高水準となった。投資適格分野では、総額151億米ドルにのぼる27件の起債、ハイイールド分野では、総額37億米ドルにのぼる12件の起債が行われた。
- 現地通貨建て債券では、各中央銀行の追加金融緩和による需要増が期待されるインド、マレーシア、インドネシアの債券に対して、相対的に強気の見方を継続する。通貨では、インドネシアルピアは、タックス・アムネ스티(租税恩赦)プログラムを受けた資金の国内還流により、需要が下支えされると考える。一方で、フィリピンの現地通貨建て債券と通貨ペソについては、パフォーマンスが劣後すると見ている。
- 米国の大統領選挙や12月のFOMCなどの重要なリスクイベントを控え、当面はボラティリティが高まる見通しである。アジア・クレジットについては、ハードカレンシー建て新興国債券への資金流入が堅調であることから、アジア域内での需要は下支えされると思われるが、足元でのリスクフリーレートの上昇が債券需要全般の鈍化を招いているかどうかについては、未だ不透明な状況にある。

### アジア諸国の金利と通貨

#### 投資環境

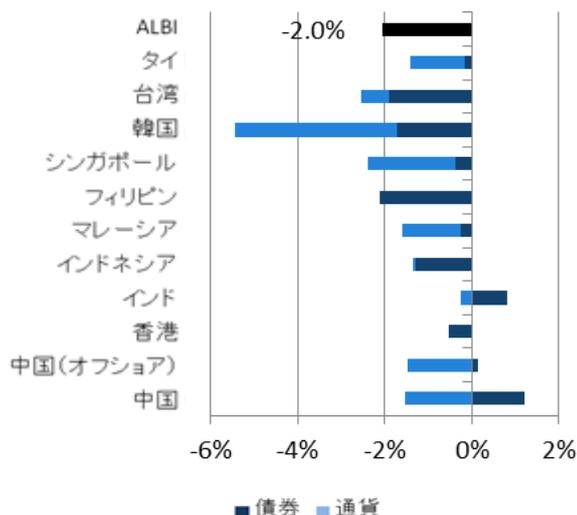
##### 10月の米国債は下落

10月の米国債は値を下げ、10年物米国債の利回りは前月末比で0.23%上昇し1.83%となった。米国の経済指標が改善を示したことや、米FRB(連邦準備制度理事会)による利上げが近づいているとの観測が強まったことが、債券利回り上昇の要因となった。米労働省が発表した雇用統計は、9月の非農業部門雇用者数が156,000人増となるとともに、8月分が速報値の151,000人増から167,000人増へと上方修正された。また、小売売上高が過去3ヵ月間で最大の伸びを見せたほか、前月

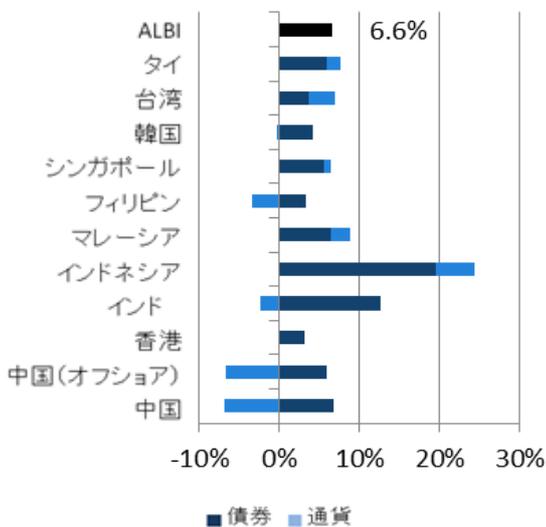
で景気拡大・縮小の境目である 50 を下回っていた ISM 製造業景況感指数が、10 月には再び 50 を上回った。第 3 四半期の GDP 成長率も上方修正され、米国経済が過去 2 年間で最も速いペースで成長していることが示された。一方、公表された 9 月の FOMC 議事録は概ねタカ派的な内容となり、10 月における FRB 高官の発言内容も米国の 12 月利上げ観測を強める結果となった。

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

2016 年 10 月 31 日までの 1 ヶ月間



2016 年 10 月 31 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 10 月 31 日現在)

● 中国の第 3 四半期 GDP 成長率は+6.7%

中国の第 3 四半期の GDP 成長率は前年同期比+6.7%と、前四半期同様の伸び率となった。9 月の経済指標はまちまちの

様相を呈した。車両税の引き下げが手伝って小売売上高が若干増加したほか、民間企業投資は 2016 年 1~9 月で前年同期比+2.5%の伸びを見せ、1~8 月までの同+2.1%から加速した。マネーサプライも 9 月に若干の伸びを見せ、社会融資総量は 1.72 兆元へと増加した。住宅ローンの堅調な伸びが続いているのに加え、企業セクターからのローン需要も高まっている。一方で、9 月には輸出が予想よりも急激に落ち込み、6 カ月連続で減少を記録した。同様に輸入も減少し、前月の 1.5%増からマイナスへと逆戻りした。

● RBIとインドネシア中銀が利下げを実施

ウルジット・パテル新総裁が議長を務める新設の金融政策委員会の初会合で、RBI は政策金利を 0.25%引き下げることを決定した。RBI によると、今回の動きは「緩和的な金融政策スタンスに合致」するもので、世界経済の低迷に対応するものであった。同中銀はさらに、「ブレグジット(英国の EU 離脱)、欧州の銀行不安、債務に依存して成長してきた中国経済のリバランスといったリスク要因」などにより、見通しに「下方」修正圧力がかかっていると指摘した。また当月は、インドネシア中銀も同様に政策金利を引き下げた。前月にも政策金利を 0.25%引き下げており、今回で今年に入ってから 6 度目の利下げとなる。同中銀は、「第 3 四半期の経済成長率は予想を下回る傾向にある」との見解を示した一方、通年の経済成長率については、前年比+4.9%近くになると予想している。

● MAS は為替政策を据え置き

MAS(シンガポール金融通貨庁)は、シンガポールドルの目標上昇率をゼロ%とする方針を維持したが、その発表に伴う金融政策声明は比較的低調なトーンの内容であった。MAS は、「シンガポールの経済成長は鈍化しており、2017 年に成長ペースが著しく加速するとは予想されない」とした一方、コア CPI(消費者物価指数)については、今年の+1%程度から 2017 年には平均+1~2%へとやや上昇するとの見方を示した。MAS による政策決定と同日に発表されたシンガポールの第 3 四半期の経済成長率(速報値)は、製造業およびサービス・セクターの低迷が足かせとなり、予想を大幅に下回る前年同期比+0.6%にとどまった。

● 在位 70 年のタイ国王が死去

10 月 13 日に、深刻な分断状態にあるタイを一つにまとめる存在だったプミポン国王が死去した。10 月に入って以降、国民から尊敬を集める国王の健康状態悪化が報道されると、当初はそれが投資家センチメントの重石となり、タイバツは 2 週間で 3%近く下落した。国王の死がタイの政治情勢に及ぼす影響をめぐって先行き不透明感が強まり、投資家はタイ資産を保有することに懐疑的な見方をするようになった。しかし、王位継承が平和的に進められるとの兆しが見え始めたこと、そしてプラユット・チャンオチャ首相が 2017 年に総選挙を行う予定であることに変わりはないと強調したことを受け、投資家の信頼感はいまもなく回復した。これにより、タイバツは月末までに当初の下落分を大方回復した。

## 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、世界的に流動性が潤沢であることにより、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相対的に強気の見方を取る。インドネシア中銀は10月にも追加利下げを行ったが、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、国内の経済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、パフォーマンスが劣後すると予想する。

### ● 通貨はインドネシアルピアとインドルピーを選好、韓国ウォンとフィリピンペソについては弱気な見方

インドネシアのタックス・アムネ스티・プログラムが奏功し、インドネシアルピア需要に好影響を与えている。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り、同国証券市場への資金流入が加速しているなか、堅調さを維持するものと思われる。一方で、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、当面は域内で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。同様に、韓国ウォンは世界経済の低迷から打撃を受けやすいと考える。加えて、国内経済の軟調さから景気浮揚に向けた政策対応に動くリスクが高まっており、韓国ウォンに対するセンチメントがさらに悪化する可能性がある。

## アジア・クレジット

### 投資環境

#### ● 10月のアジア・クレジットは下落

アジア・クレジットは、信用スプレッドが縮小したものの、米国債利回りの上昇がそれを上回ったことから、値を下げて月末を迎えた。市場のリターンは、投資適格債が-1.09%と、ハイイールド債(+0.38%)を下回った。投資適格債のパフォーマンスに悪影響を及ぼしたのは米国債利回りの急上昇で、当月、10年物米国債の利回りは0.23%上昇した。ハイイールド債はスプレッドが0.22%縮小したのに対し、投資適格債のスプレッド縮小幅は0.04%にとどまった。また、主要中央銀行が今後、政策スタンスの緩和度合いを弱めることを示唆するかもしれないとの懸念が強まり、世界的にリスクフリーレートが上昇した。

#### ● 中国当局は不動産規制の強化を発表

中国では、特定の居住者による不動産購入の禁止から、住宅ローン貸付の一時停止や頭金要件の引き上げに至るまで、不動産規制の強化を発表する都市が相次いだ。それに加え、中国人民銀行(中央銀行)が住宅セクター向け貸出基準の厳格化を市中銀行に指示したとも報じられた。また、国営メディアの報道によると、同国規制当局は、証券監督管理委員会や国家発展改革委員会に対し、デベロッパーによる資金調達(オンショア債券やオフショア債券の発行、H株の上場などを含む)を

抑制するように要請している。一方で、インドネシアについては、月の終盤、格付け機関のスタンダード&プアーズ社が同国内の不良債権増加に対する懸念を指摘し、当面は同国のソブリン格付けを引き上げるには至らないだろうとの見解を示した。

#### ● マレーシア首相が財政赤字縮小を公約

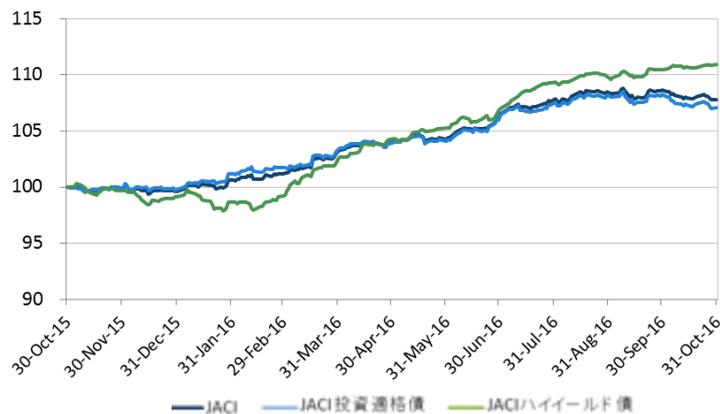
マレーシアのナジブ・ラザク首相は、2017年度予算案を国会に提出するにあたって、2020年までに均衡財政をほぼ達成することへの政府のコミットメントを繰り返し強調した。同首相はまた、原油安や世界的なリスクの高まりに直面するなか、インフラ・プロジェクトや一時金支給が来年の経済成長の下支えに寄与するだろうとの考えを示した。政府予想によると、2017年は、経済成長率が前年比+4~5%となり、財政赤字が対GDP比で(今年の3.1%から)3%まで縮小すると見られている。

#### ● 投資適格債の新規発行が依然好調

新規発行件数は、投資適格債分野を中心として、10月も比較的高水準となった。投資適格債分野では、総額151億米ドルにのぼる27件の起債、ハイイールド分野では、総額37億米ドルにのぼる12件の起債が行われた。

### <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10月30日~2016年10月31日)



(注) リターンは米ドル・ベース。2015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。

(出所) JP Morgan (2016年10月31日現在)

## 今後の見通し

### ● 11~12月の重要リスク・イベントがリターンを左右

重要なリスク・イベントを控え、当面はリターンのボラティリティが高まると見られる。11月の米FOMCでは利上げが見送られる見通しである一方、月の初めには熾烈な接戦が繰り返されている米大統領選挙の行方に大きな注目が集まるだろう。これに続いて、12月上旬にはイタリアで憲法改正の是非を問う国民投票が行われるほか、同月13~14日に開催される米FOMCでは利上げ実施が予想されている。中国不動産セクターのハイイールド債については、規制がさらに強化されるのではとの懸念から国内の資金調達環境がタイト化してきており、これが投資家センチメントを悪化させると見られる。スプレッド

が著しく拡大するとは予想されないものの、これらのリスク・イベントを控えて投資家のリスク選好意欲が抑えられ、当面はスプレッドがじわじわ拡大していくと考えられる。

● **需給環境は緩やかながら着実に悪化**

今後数週間は、発行体が主要な金融政策決定会合の前に債券を発行しようとすることから、高水準の新発債供給が続くと予想される。ここ数カ月はハイイールド債の新規発行が再び増加傾向にあるが、なかにはバリュエーションが割高なディールも見られ、新発債の増加は引き続き需給環境の重石になると思われる。アジア・クレジットについては、ハードカレンシー建て新興国債券への堅調な資金流入を背景に、アジア域内での需要に陰りは見られないであろうものの、足元でのリスクフリーレートの上昇が、債券のトータルリターンを低下を招いているなか、債券需要全般の鈍化につながっているかどうかについては、未だ不透明な状況にある。

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。