



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12月

本レポートは、英語による2017年1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

- 12月の米国債は、前月の価格急落を受けて投資家の間で慎重姿勢が広がるなか、一段と値を下げた。米FRB(連邦準備制度理事会)は、大方の予想通り、政策金利を0.25%引き上げた。月末の10年物米国債利回りは前月末比で0.06%上昇し、2.44%となった。
- 韓国の国会は、何ヵ月間にもわたる汚職疑惑騒動を経て、朴槿恵大統領の弾劾案を可決した。次期大統領選挙は、当初2017年12月に予定されていたが、現在では実施が大幅に早まる見通しだ。
- 中国では、11月のPPI(生産者物価指数)が、コモディティ価格の上昇を主因に大幅な伸びを示した。また、CPI(消費者物価指数)も、食品や家庭用品の値上がりにより牽引され上昇した。一方で、中国の外貨準備高は減少が加速した。
- インドとインドネシアでは、インフレが落ち着きを示すなか、中央銀行が政策金利を据え置いた。また、タイの中央銀行も、輸出や消費の改善によって観光業や民間投資の鈍化が相殺されるとの見方を示し、政策金利を据え置いた。
- 12月のアジア・クレジット市場は、強弱両様で月末を迎えた。アジア投資適格債は価格が下落し、アジア・ハイイールド債をアンダーパフォームした。アジア・ハイイールド債は、米国債利回り上昇による打撃が比較的小さく、市場リターンが0.28%となった。
- 12月は、例年の如く発行市場が年末の閑散期に入り、新規発行件数が減少した。投資適格分野では10件、総額54億米ドルの起債があった。一方、ハイイールド分野の起債活動は依然活発で、総額48億米ドルにのぼる18件の新規発行があった。
- 引き続き、インドとインドネシアの現地通貨建て債券と通貨を選好する。インド債券はキャリーが依然魅力的な水準にあるほか、追加利下げ余地も残されている。同様に、インドネシア債券についても、インフレ圧力が落ち着いているなかでキャリーが相対的に魅力的な水準にあることが追い風となっている。通貨についても、対外収支の安定、財政見通しの改善、政治的安定がみな、インドネシアルピアとインドルピーの底堅さに寄与している。対照的に、フィリピンの現地通貨建て債券と、韓国ウォン、シンガポールドルについては、パフォーマンスが劣後すると予想する。
- 米FRBの金融引き締め路線、米新政権の政策をめぐる不透明感、欧州の選挙などのリスクイベントを背景に、市場はボラティリティの高い展開が続くと見られる。2017年のアジア・クレジット市場のリターンは控えめなものになると思われる。2017年の新発債供給は、新規発行供給量で見ると増加が予想されるものの、償還を迎える債券が相当額にのぼることから、純供給量で見るとここ数年に比べて減少するものと見られる。

アジア諸国の金利と通貨

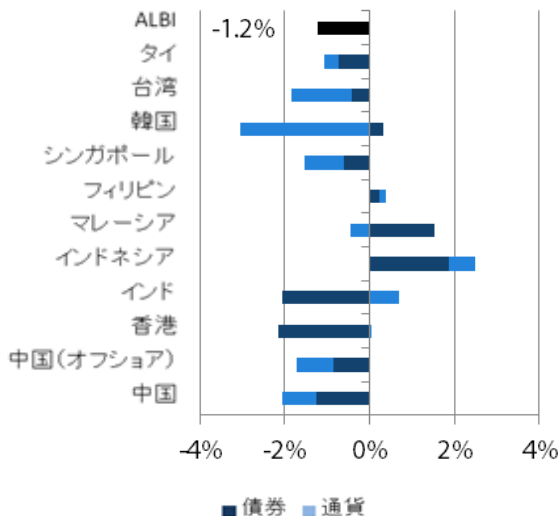
投資環境

12月は米国債価格が下落

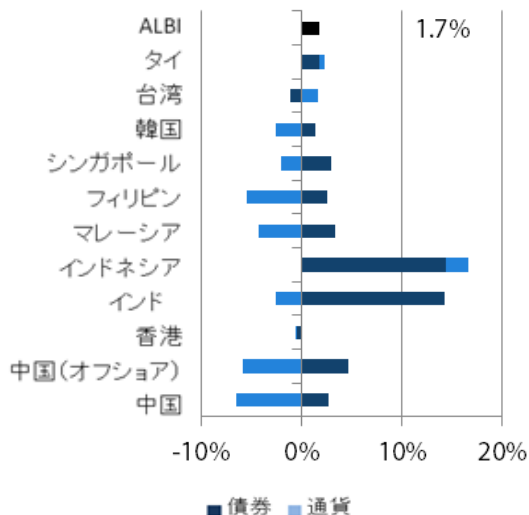
12月の米国債は、前月の価格急落を受けて投資家の間で慎重姿勢が広がるなか、一段と値を下げた。米FRBは、大方の予想通り政策金利を0.25%引き上げた上で、2017年の利上げ回数予想を以前の「0.25%を2回」から「同3回」へと上方修正した。この「タカ派的」と受け取れるFRBからのシグナルを受けて、米ドル需要が高まった。一方で、世界の産油国が供給過剰を緩和すべく減産に合意したため、原油価格が急上昇した。最終的に、月末の10年物米国債利回りは前月末比で0.06%上昇し、2.44%となった。

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

2016年12月31日までの1ヵ月間



2016年12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12月31日現在)

● **韓国国会が朴槿恵大統領の弾劾案を可決**

韓国の国会は、何ヵ月間にもわたる汚職疑惑騒動を経て、朴槿恵大統領の弾劾案を圧倒的賛成多数で可決した。黄教安首相が即日、大統領代行に就任し、今後は憲法裁判所による弾劾訴追の審議が行われるが、これには可決から最長6ヵ月間を要する可能性がある。次期大統領選挙は、当初2017年12月に予定されていたが、現在では実施が大幅に早まる見通しだ。

● **中国では11月にPPIが上昇、外貨準備高が一段と減少**
 中国では、11月のPPI(生産者物価指数)が前年同月比+3.3%と、前月の同+1.2%から上昇率が急加速した。前月と概ね同様に、工場出荷価格上昇の主因はコモディティ価格の上昇であった。また、CPI(消費者物価指数)が3ヵ月連続の上昇となった。この主因は食品や家庭用品の値上がりだが、特に生鮮野菜の価格は前年同月比で16%近く上昇した。一方で、11月の中国の外貨準備高は減少が加速し、691億米ドル減の3.05兆米ドルとなったが、これは2016年1月以来で最大の減少幅となった。12月はまた、中国人民銀行と国家発展改革委員会が、不動産やホテルなどの海外資産への「不合理な投資」に警鐘を鳴らした。

● **インド中央銀行は政策金利を据え置き**

RBI(インド準備銀行)は、12月の金融政策決定会合において、政策金利の据え置きを全会一致で決定したが、一方で流動性供給措置として、先月導入した預金増加分に対する100%の預金準備率の適用を廃止すると発表した。高額紙幣廃止措置については、それが経済成長やインフレに与える影響はあくまでも一時的なものとの見方を示した。また、インフレについては、2017年3月時点のCPIインフレを+5%と予想する基本シナリオを維持しながらも、上振れリスクが存在するとした。一方で、2017年度のGVA(粗付加価値)成長率予想は、+7.6%から+7.1%へと大幅に下方修正された。

● **インドネシア中央銀行は政策金利を据え置き**

BI(インドネシア銀行)は12月、政策金利を据え置いた。2016年のGDP成長率予想は+5%で維持し、2016年末時点のインフレ率は+3~3.2%に落ち着くとの見方を示した。特筆すべき点として、BIは、「これまでの金融緩和はGDP成長を支えるのに十分である」と述べ、金利を当分据え置く見通しであることを示唆した。一方で、11月の貿易統計は好調な内容となった。輸出は、石油・ガス以外の分野の改善に牽引される形で、前年同月比21.3%増となった。ただし、輸入も同様に急増したことから、11月の貿易黒字額は8億米ドルと、前月の12億米ドルから減少した。

● **タイ中央銀行は政策金利を据え置き**

タイ中央銀行は2016年最後の政策決定会合で、政策金利を1.5%に維持することを全会一致で決定した。同中銀の金融政策委員会は、「タイ経済は前回評価時に迫るペースで拡大し続けると見られるが、下振れリスクが高まっている」とした。同中銀は、輸出や消費の改善によって観光業や民間投資の鈍化が相殺されるとの見方を示すなど、国内経済についてはそれほど懸念していないように見受けられる。また、インフレ率は徐々に上昇し、2017年第1四半期中に目標バンド内へと回復するとの予想を示した。12月20日に内閣によって承認された2017年のインフレ率目標は、2.5%(許容変動幅±1.5%)となっている。

今後の見通し

● インドおよび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

米大統領選挙後は世界的に債券価格が急落したにもかかわらず、インドでは、高額紙幣の廃止措置によって金融システムの流動性が急激に高まったことを受け、債券価格が上昇した。この価格上昇を経ても、インド債券のキャリーは依然魅力的な水準にある。インフレが落ち着いているなか、RBI には必要に応じて利下げを実施する余地が依然残されていると考えており、2017 年のインド債券はアジア域内の他の債券をアウトパフォームする可能性があると考えている。同様に、インドネシア債券についても、財政見通しに対する信頼感が増しインフレ圧力が依然として落ち着いているなかで、キャリーが相対的に魅力的な水準にあることから、強気な見方をしている。一方で、フィリピン債券については、堅調な経済成長やインフレ率の上昇を背景にパフォーマンスが劣後するおそれがあり、慎重な見方をしている。また、ドゥテルテ大統領の発言が招く政治的ノイズが、フィリピン資産に対する投資家センチメントの重石になり続けると予想する。

● 通貨はインドネシアルピアとインドルピーを選好、韓国ウォンとシンガポールドルについては弱気な見方

インドネシアルピアやインドルピーなど、キャリーが魅力的な水準にある通貨は、アジア域内の他の通貨を引き続きアウトパフォームすると考える。対外収支の安定、財政見通しの改善、政治的安定がみな、インドネシアルピアとインドルピーの底堅さに寄与している。対照的に、韓国ウォンとシンガポールドルについては、両国とも対外開放度が高い輸出主導型の経済国であり、米新政権が保護主義的な貿易政策を取った場合に打撃を受けやすいと考えられることから、慎重な見方をしている。また、韓国では、依然として強い政治の先行き不透明感が、景況感に深刻な悪影響を及ぼすものと予想する。

アジア・クレジット

投資環境

● アジア・クレジットは下落

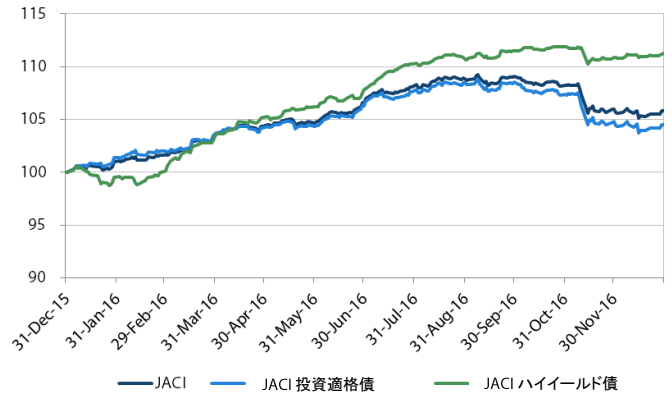
12 月のアジア・クレジット市場のリターンはまちまちであった。アジア投資適格債の市場リターンは -0.3% と、米国債利回り上昇による打撃が比較的小さかったアジア・ハイイールド債 (+0.28%) を下回った。当月は信用スプレッドが引き続きレンジ内で推移した一方、米国債利回りが上昇を続けた。ECB (欧州中央銀行) は、資産買い入れプログラムの期間を 2017 年 12 月まで延長する一方で、4 月から毎月の資産買い入れ額を 800 億ユーロから 600 億ユーロへ減額すると発表した。これが市場の驚きを誘い、米国債利回りが上昇した。その後、米 FRB が 12 月の FOMC (連邦公開市場委員会) において過去 2 年間で 2 度目となる利上げを発表し、また、市場の予想に反し 2017 年の予想利上げ回数を 3 回としたことを受けて、米国債は一段と値を下げた。

● 2017 年の中国は安定重視へ

中国政府は、3 日間にわたる中央経済工作会議を終え、2017 年には安定を優先しつつ、積極的な財政政策と賢明な金融政策によって供給サイドの構造改革を継続する方針を発表した。また、中国政府は、予てからの過剰生産能力問題や、不動産価格の急上昇などの金融リスクの高まりに、警鐘を鳴らした。

< 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 12 月 31 日 ~ 2016 年 12 月 31 日)



(注) リターンは米ドル・ベース。2015 年 12 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 12 月 31 日現在)

● 投資適格債の新規発行が減少

12 月は、例年の如く発行市場が年末の閑散期に入り、新規発行件数が減少した。投資適格分野では 10 件 (前月は 16 件)、総額 54 億米ドルの起債があったが、このうち 35 億米ドルはインドネシアによる 3 トランシェのソブリン債の発行であった。一方、ハイイールド分野の起債活動は依然活発で、総額 48 億米ドルにのぼる 18 件の新規発行があった。

今後の見通し

● 金利のボラティリティが高い相場展開が続くも、年間のトータルリターンはプラスとなる見通し

米 FRB の金融引き締め路線、米新政権の政策をめぐる不透明感、欧州の選挙などのリスクイベントを背景に、市場はボラティリティの高い展開が続くと見られる。2017 年のアジアの投資適格債とハイイールド債は、米国の金融政策の緩和色が弱まる見通し、新興国市場からの資金流出の可能性、過去水準に比べて割高感のある足元のバリュエーションを反映して、市場リターンが控えめなものになると見られる。アジア投資適格クレジットは、信用スプレッドの拡大や米国債利回りの上昇がトータルリターンの重石となるなか、債券のキャリー水準がリターンを左右するだろう。アジア・ハイイールド社債については、キャリー水準が相対的に高いことから、スプレッド拡大やリスクフリーレート上昇の影響が軽減されると見られる。2017 年のアジアの投資適格社債とハイイールド社債は、ともにリターンが一桁台前半にとどまると予想される。

- **2017 年は新発債供給が加速**

債券発行体は旧正月休暇前に発行を済ませようとする傾向にあり、近くリスクフリーレートの上昇を予想する場合はその動きが特に顕著になるため、来月も引き続き旺盛な新発債供給が予想される。2017 年通年の新発債供給は、新規発行供給量ベースでは増加が予想されるものの、償還を迎える債券が相当額にのぼることから、純供給量ベースではここ数年に比べると減少するものと見られる。

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はありません。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。