



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

2017年1月

本レポートは、英語による2017年2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

- 1月の米国債は当初、米雇用統計が予想を下回る内容となったことを受けて、市場で米FRB(連邦準備制度理事会)による2017年の利上げの予想を下方修正する動きが見られるなか、債券利回りは月末にかけて上昇した。米国債利回りは前月末比で2年物が0.02%、10年物が0.01%の上昇となった。
- 韓国の中央銀行は政策金利を1.25%に据え置いたが、一方で国内経済の成長鈍化を理由に、2017年通年のGDP成長率予想を前年比+2.8%から同+2.5%へと下方修正した。CPI(消費者物価指数)インフレ率については、原油価格の上昇を主因に、2017年の年央までに目標水準の2%まで上昇すると予想される。
- 中国では、2016年のGDP成長率が+6.7%と、政府目標に沿う結果となった。12月の総合CPI上昇率は前月から若干減速して前年同月比+2.1%となった一方、同月のPPI(生産者物価指数)はコモディティ価格の上昇を主因に同+5.5%となった。シンガポールでは、12月のNODX(非石油地場輸出)と鉱工業生産が好調な内容となった。
- 1月のアジア・クレジット市場は、信用スプレッドの縮小を受けて価格が上昇した。高水準の新発債供給やリスクフリーレートの上昇にもかかわらず、市場リターンはアジア投資適格債が0.76%、アジア・ハイイールド社債が1.32%となった。
- 中国人民銀行は、一部の大手商業銀行を対象として期間28日のTLF(臨時流動性ファシリティ)を通じ資金供給を行った一方、6ヵ月物と1年物のMLF(中期貸出ファシリティ)金利を引き上げた。
- 12月の閑散期を過ぎた発行市場は、1月、起債活動が大幅に加速し、合計39件、総額207億米ドルの新規発行が行われた。そのうち142億米ドルが投資適格分野、65億米ドル(18件)がハイイールド分野での起債であった。
- インドとインドネシアの現地通貨建て債券および通貨については、強気な見方をしている。インドネシアについては、魅力的なキャリー水準、財政見通しの改善、政治的安定が支援材料となっており、インドについては、スタンダード&プアーズによる格上げの可能性があることや債券利回り水準が相対的に高いことから、旺盛な需要が続くと見られる。フィリピン債券、韓国ウォン、シンガポールドルについては、慎重な見方をしている。韓国とシンガポールは、対外開放度が高い輸出主導型の経済国であり、トランプ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。
- 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。これらの要素が米国債利回りの方向性を左右しているなか、信用スプレッドが過去のレンジから見てタイトな水準にあることから、慎重な姿勢を維持する。一方で、来月も引き続き高水準の新発債供給が予想されるが、アジア・クレジットに対しては旺盛な需要が続くものと思われる。

アジア諸国の金利と通貨

投資環境

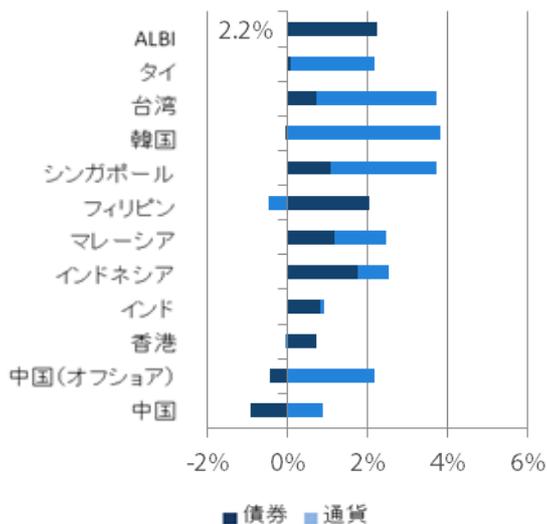
1月は米国長期金利は上昇

1月上旬に発表された米雇用統計が予想を下回る内容となったことを受けて、市場では、米FRBによる2017年の利上げの予想を下方修正する動きが見られ、米国債利回りドルに下押し圧力がかかった。しかし、月の中旬には、イエレンFRB議長が「景気の過熱状態の持続を容認することは、リスクを伴い賢明とは言えない」と発言したことから、米国債利回りは底打ちした。特筆すべき点として、1月は政治要因が市場動向を大きく左右した。米ドル高を警戒するトランプ米大統領の見方に対して、財務長官に指名されたスティーブン・ムニューチン氏も同様

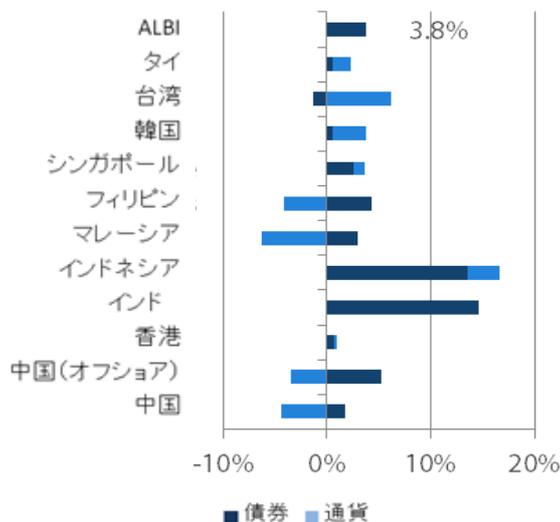
の見解を示し、「過度なドル高」は当面の経済に悪影響をもたらす可能性がある」と述べたが、これらの発言により、ドルおよび米国債への需要は後退した。欧州では、英国のテリーザ・メイ首相が EU 完全離脱案の概要を明らかにしたが、同国の最高裁判所は、リスボン条約第 50 条の発動には議会承認が必要との判断を示した。最終的に、月末の米国債利回りは前月末比で 2 年物が 0.02%、10 年物が 0.01% の上昇となった。

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

2017 年 1 月 31 日までの 1 カ月間



2017 年 1 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 (2017 年 1 月 31 日現在)

● **韓国中央銀行が 2017 年の GDP 成長率予想を下方修正**
 韓国の中央銀行は、政策金利を 1.25% に据え置いたが、一方で 2017 年通年の GDP 成長率予想を前年比 +2.8% から同 +2.5% へと下方修正した。その背景として、輸出の落ち込みは「和らいでいる」ものの、内需の回復が弱まっていることから、「国内経済の成長ペースがやや鈍化したと判断している」と述べた。一方で、CPI インフレ率については、原油価格の上昇を主因に緩やかに上昇して、年央までに目標水準の 2% に迫り、2017 年通年では前年比 +1.8% (同 +1.9% から下方修正) になるとの見通しを示した。

● **中国では PPI 上昇率が一段と加速、2016 年は 6.7% の経済成長**

中国の 12 月の総合 CPI は、食品以外の物価上昇は加速したものの、食品価格の上昇率が過去平均よりも低水準にとどまったことから、前年同月比 +2.1% となり、上昇率が前月から若干減速した。対照的に、工場出荷価格は再び急上昇し、12 月の PPI (生産者物価指数) は前年同月比 +5.5% と、上昇率が前月 (同 +3.3%) から加速した。今回も、PPI が大幅に伸びた要因はコモディティ価格の上昇にあった。一方、2016 年通年の経済成長率は、1990 年以降で最低の前年比 +6.7% となったが、政府目標の同 +6.5~7.0% には収まった。投資の低迷が経済の主な足かせとなったものの、消費の好調さが全体的な成長を下支えした。

● **シンガポールの NODX と鉱工業生産は堅調に推移**

12 月のシンガポールの NODX は引き続き堅調であった。輸出は前年同月比 9.4% 増と大幅に伸び、市場予想を 2 カ月連続で上回った。中でも、石油化学製品の出荷は 28.5% 増と特に顕著な伸びを見せた。輸出先別では、中国向け輸出が 40% 増加した一方、米国向け輸出は 17% 減少した。同様に、12 月の製造業生産も予想を大幅に上回り、前年同月比 21.3% 増となった。主力の電子機器セクターの生産が 50% 近く増加したことから、変動性が高い傾向にあるバイオ医療セクターの寄与分を差し引いても、生産の伸び率は依然 +16.1% と高水準であった。

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**

2017 年は、アジアの現地通貨建て国債にとって、リターンが低下する一方でボラティリティが上昇する年になると見られる。米国の政策をめぐる不透明感、そして ECB (欧州中央銀行) や日銀によるテーパリング (量的緩和の縮小) 懸念が嫌気され、アジア地域への外国人投資家からの資金流入が細ることにより、昨年に債券利回りの押し下げに寄与した需給面での強力なサポート材料がなくなることになるだろう。インフレ率については、ベース効果が不利になること、中国が PPI においてデフレを脱する傾向にあることから、(緩やかな範囲内にとどまりながらも) 加速するものと見られる。これによって利下げを行うべき根拠が弱まるため、債券価格の上昇余地はさらに限定されることになる。

アジア域内では、インドとインドネシアの現地通貨建て債券に対して強気な見方をしている。インドネシア債券は、キャリーの魅力的な水準に加え、同国の財政見通しの改善と政治的安定が、当社の見通しにとっての追い風になると思われる。また、スタンダード&プアーズによる格上げが実現した場合には、債券価格が上振れする可能性もあると見ている。同様にインド債券についても、利回り水準が相対的に高いことから旺盛な需要が続くと見られる。一方で、フィリピンの債券に対しては慎重な見方を維持する。同国の堅調な経済成長やインフレ率の上昇を背景に、フィリピン債券のパフォーマンスは劣後すると予想する。原油価格のベース効果が昨年ほど有利ではなくなることが、インフレリスクをさらに増幅している。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マンスすると考える。対外収支の安定、財政見通しの改善、政治的安定といった好材料に支えられ、インドネシアルピアとインドルピーは底堅く推移してきた。対照的に、韓国ウォンとシンガポールドルについては慎重な見方をしている。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。加えて、韓国については、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・クレジットは好発進**

1月のアジア・クレジット市場は、信用スプレッドの縮小を受けて価格が上昇した。市場リターンはアジア投資適格債が0.76%、アジア・ハイールド社債が1.32%となった。これらは、高水準の新発債供給やリスクフリーレートの上昇を考えれば、良好なパフォーマンスと言える。一方、米国債については、米国とユーロ圏における総合CPIの上昇、そして中国におけるPPIの急上昇によって、インフレの上振れリスクが顕在化しつつあることが示されたため、利回りの上昇に拍車がかかった。

● **中国人民銀行がTLFによる資金供給を実施、一方で6ヵ月物と1年物のMLF金利を引き上げ**

月末にかけて、中国人民銀行は、銀行間市場での主要な流動性供給元とみなされる一部の大手商業銀行を対象として、期間28日のTLFを通じ資金供給を行った。これは、旧正月休暇前の流動性逼迫を見越した動きであった。その数日後、同中銀は、6ヵ月物と1年物のMLF金利を0.10%引き上げ、それぞれ3.1%、2.95%とし、金融システム内のレバレッジ状況を引き続き厳しく管理していく意向を示唆した。

● **アジア・クレジットの新規発行が相次ぐ**

12月の閑散期を過ぎた1月の発行市場では、起債活動が大幅に加速し、合計39件、総額207億米ドルの新規発行が行われた。そのうち142億米ドルが投資適格分野、65億米ドル(18件)がハイールド分野での起債であった。ソブリン債については、フィリピン(20億米ドル)と韓国(10億米ドル)の2件の新規発行があった。なお、1月の大型発行には、中国国家開発銀行(China Development Bank)、韓国輸出入銀行(Export-Import Bank of Korea)、中国華融(China Huarong International Holdings)などの金融会社が目立った。

＜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:2016年1月31日～2017年1月31日)



(注) リターンは米ドル・ベース。2016年1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 (2017年1月31日現在)

今後の見通し

● **先行き不透明感や市場ボラティリティが高まる見通し、タイトなスプレッド水準を踏まえて慎重な姿勢を維持**

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、そして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。米国債利回りの方向性を左右してきた多数の要因は、一部相矛盾するものもあるが、今後も続く見通しだ。その中には、トランプ新政権のリフレ政策を受けて金利が上昇する可能性から、反対に保護主義政策による経済成長鈍化を受けて金利が低下する可能性まで含まれる。加えて、信用スプレッドが過去のレンジから見てタイトな水準にあることから、慎重な姿勢を維持する。

● **2月の新発債供給は旧正月で一息ついたのちに加速、需要は引き続き旺盛**

2月の新発債供給は、上旬の旧正月期間に一時的に落ち込むも、その後は引き続き高水準で推移するものと予想される。1月は新発債供給がかなりの高水準にのぼったものの、信用スプレッドが概ね縮小したように、アジア債券に対する需要は引き続き旺盛なように見受けられる。また、2017年のハードカレンシー建て新興国債券への資金流入も、好調な出だしとなっている。

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。