



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3月

本レポートは、英語による2017年4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

- 3月の前半は、米FRB(連邦準備制度理事会)によるタカ派寄りの発言、堅調な米雇用統計、ECB(欧州中央銀行)によるQE(量的緩和)縮小の可能性を受けて、米国債利回りが上昇した。その後、FRBが市場予想の通りに短期金利を引き上げたものの、よりタカ派的な姿勢を示さなかったことがきっかけとなり、米国債利回りは低下に転じた。最終的に、月末の米国債10年物利回りは前月末比で概ね横這いの2.39%となった。
- 中国政府は、2017年のGDP成長率目標を昨年のレンジ(6.5~7.0%)から引き下げて「6.5%前後」とした。また、地方政府によるレベニュー債の発行増加が予想されるほか、増徴税(付加価値税に相当)制度が簡略される見通しだ。一方で、中国人民銀行は短期金利を引き上げた。
- インドでは、同国で最も人口が多い州の地方議会選挙において、モディ首相率いる与党インド人民党が大差で勝利を収めた。今回の勝利を受けて、モディ陣営は、首相2期目をめざすと見られる2019年の国政選挙を前にして、野党に対し優位な状況となっている。
- 3月のアジア・クレジット市場は、新興国市場への堅調な資金流入を背景に、小幅ながら上昇した。トータルリターンは投資適格債で0.19%、ハイイールド社債では0.39%となった。
- 韓国では、弾劾により失職した朴槿恵大統領の後任を決める特別選挙が5月9日に予定されている。現時点において最有力候補と目されているのは、韓国民主党的文在寅候補である。
- 3月の発行市場では引き続き起債が相次ぎ、投資適格分野で計31件(総額205億米ドル)、ハイイールド分野で計33件(総額154億米ドル)と、総額約359億米ドルに上る新規発行があった。なお、その大半を占めたのは中国の発行体であった。
- FRBが緩やかな金融引き締め路線に傾いている様子であるなか、インドやインドネシアの現地通貨建て債券など利回り水準の高い債券がアウトパフォームするものと当社は予想する。一方で、フィリピン債券については慎重な見方を維持する。通貨に関しては、魅力的なキャリー水準、外国直接投資の堅調さ、外貨準備の回復力の強まりを背景に、インドネシアルピアおよびインドルピーがアウトパフォームすると見られる。反対に、フィリピンペソについては慎重な見方をしている。
- トランプ米大統領の政策をめぐる不透明感、欧州各国での選挙、ECBやイングランド銀行によるQE縮小の可能性を背景に、市場はボラティリティの高い展開が続くと見られる。ただし、FRBによる緩やかな金融引き締め路線は、リスク資産にとっての追い風になると考えられる。アジア・クレジットにとっては、アジアのマクロ環境とミクロ環境の改善、そして米国債利回り、米ドル、原油価格のボックス圏での推移が、支援材料になると予想される。しかし、信用スプレッドが過去のレンジから見てますますタイトな水準にあることには注意が必要だろう。

アジア諸国の金利と通貨

投資環境

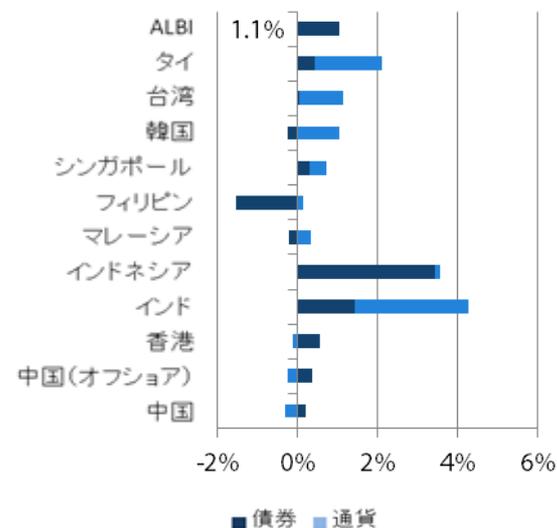
3月の米国債利回りは概ね横這い

米FRB高官がタカ派寄りの発言を行ったこと、米雇用統計が堅調さを示したこと、またマリオ・ドラギECB総裁がこれまでの大規模なQEの縮小を示唆したことを背景に、月の前半は米国債利回りが上昇軌道を進んだ。FRBは3月15日、短期金利を0.25%引き上げたが、よりタカ派的な姿勢を示さなかったことが市場で材料視され、米ドルは幅広い通貨に対して下落した。月の後半には、米共和党がオバマケア代替法案の採択を断念したことを受けて、投資家がトランプ大統領の経済政策案をめぐる楽観的な見方を見直すにつれ、債券利回りは低下し

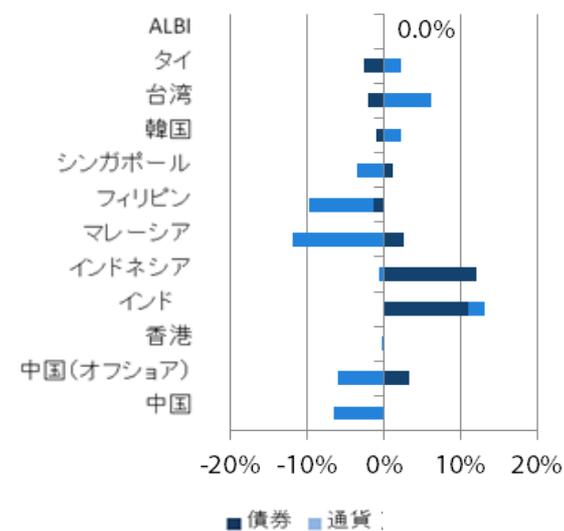
た。最終的に、3月末時点の米国債10年物利回りは前月末比で概ね横這いの2.39%となった。

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

2017年3月31日までの1ヵ月間



2017年3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3月31日現在)

● 中国政府が2017年成長率目標を引き下げ

中国では全国人民代表大会が3月5日に開幕した。政府は、2017年のGDP成長率目標を昨年のレンジ(6.5~7.0%)から引き下げ、6.5%前後にすると発表した。この目標を達成しやすくするため、財政赤字目標は昨年と同様に対GDP比3%に設定されている。注目すべきは、今年は地方政府によるレベニュー債発行額が4000億人民元増加して8000億人民元に達す

ると予想されているほか、増値税制度が簡略化される見通しであることだ。一方で、中国人民銀行は、米FRBによる利上げや国内の資産インフレを鎮静化する必要性を理由とし、短期金利を引き上げた。リバースレポ金利は、2月の上昇幅と同様に、7日物、14日物、28日物がそれぞれ0.1%上昇した。また、6ヵ月物と1年物のMLF(中期貸出ファシリティ)金利もそれぞれ0.1%引き上げられたが、MLF金利の引き上げは1月以来となる。なお、中国人民銀行は、中立的かつ安定的な金融政策スタンスへのコミットメントも強調し、周総裁は国内金利を通貨安の防衛手段として用いることはないとした。

● インド人民党が州議会選挙で圧勝

インドでは、ナレンドラ・モディ首相率いるインド人民党が、ウタルプラデシュ州(インドで最大の人口を有する州)の地方議会選挙において403議席中312議席を獲得した。これはモディ首相にとって大きな勝利であり、2016年11月に実施した高額紙幣廃止措置が圧倒的な信認を得たことを示している。今回の圧勝を受けて、2019年に予定されている連邦議会総選挙でのモディ首相の再任(任期5年)が濃厚となっている。

今後の見通し

● 引き続きインドネシア債券を選好、フィリピン債券については慎重な見方を継続

米FRBが緩やかな金融引き締め路線の維持に傾いている様子であることは、リスク資産にとって追い風になるとともに、米国債利回りの上昇ペースを抑えるものと見られる。米国債利回りが概ねボックス圏で推移し続けるなか、新興国債券へは資金の純流入が持続する見通しである。そうした環境下、インドやインドネシアなど利回り水準が高い債券がアウトパフォームすると当社は予想する。一方で、フィリピンの債券につい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受けて、フィリピンの債券のパフォーマンスはアジア域内の他国と比べて劣後すると予想する。注目すべき点として、フィリピン中央銀行の現総裁が7月に任期満了を迎えるなか、同国政権が推している後任候補者は金融政策を引き締めるべきとの持論をはっきりと公言している。

● 通貨はインドネシアルピアとインドルピーを選好

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。両国への外国直接投資は増加基調にあり、その結果として国際収支の基礎収支部分が大幅に改善している。さらに、両国の金融当局は外貨準備の積み戻しを進めてきており、通貨のボラティリティへの対応力が増している。一方で、フィリピンペソについては、同国の経常黒字の減少が重石になると予想する。

アジア・クレジット

投資環境

● 3月のアジア・クレジット市場は小幅上昇

3月のアジア・クレジット市場は、新興国市場への堅調な資金流入を背景に、債券価格が小幅ながら上昇した。トータルリターンは投資適格債で0.19%、ハイイールド社債では0.39%となった。

● 韓国は5月に大統領選挙を実施

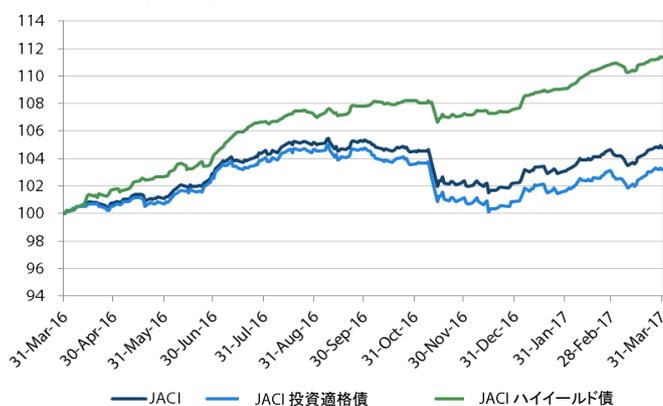
韓国憲法裁判所は、国会による朴槿恵大統領の弾劾決議を裁判官全員一致で支持した。5月9日に予定されている選挙で新大統領が選出されるまでの間、黄教案首相が引き続き大統領代行を務める。朴氏が大統領を罷免された直後に行われた世論調査では、革新派候補である野党「共に民主党」の文在寅氏の優勢が示された。

● 起債活動は引き続き活発

3月の発行市場では引き続き起債が相次ぎ、投資適格セクターで計31件(総額205億米ドル)、ハイイールドセクターで計33件(総額154億米ドル)と、総額約359億米ドルに上る新規発行があった。なお、その大半を占めたのは中国の発行体で、大型発行にはChina Cinda Finance、Export-Import Bank of China、Bank of Communications Financial Leasing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3月31日~2017年3月31日)



(注) リターンは米ドル・ベース。2016年3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3月31日現在)

今後の見通し

- リスク選好意欲は引き続き高いものの、年初よりはトーンダウン

トランプ米大統領のリフレ政策に対する市場の期待は、おそらく下方修正はされるものの、同大統領がより重要度の高い税制改革に着手すると見られることから、完全に捨て去られることはなかろう。しかし、欧州ではフランス大統領選挙やイタリア総選挙をめぐる不透明感が強まり、これが市場のボラティリティを再び高める可能性もある。ECB やイングランド銀行によるQE 縮小の可能性、また、それが国債利回りや世界のリスク選好意欲に及ぼす影響についても注視していく必要がある。

- 良好な需給要因がアジア・クレジットの需要を下支えも、バリュエーションには警戒が必要

アジア域内では、企業収益の若干の改善や安定的なマクロ経済ファンダメンタルズがクレジット市場を下支えすると思われる。また、米国債利回り、米ドル、原油価格はいずれもボックス圏での推移が想定され、ハードカレンシー建て新興国債券やアジア・クレジット全般への資金流入につながりやすい状況が続くと見られる。しかし一方で、信用スプレッドのバリュエーションが過去のレンジから見てますますタイトな水準にあることには注意が必要だろう。

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。