



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11月

本レポートは、英語による2017年11月発行「ASIAN FIXED INCOME OUTLOOK」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月の米国債市場は下落した。共和党が提出した2018年度予算決議案が米国上院で可決されたことを受けて、経済成長率およびインフレ率の上昇見通しが強まった。米FRB（連邦準備制度理事会）議長の後任人事を巡る不透明感も市場の重石となった。最終的に、米国債10年物の利回りは、前月末比0.05%高の2.38%で月を終えた。
- 反対に、10月のアジア・クレジット市場は、スプレッドの縮小が米国債利回りの上昇を相殺するなか、堅調さを維持してリターンがプラスとなった。中国の新発債の発行額が予想を下回ったこと、また中国の中央銀行が2018年を対象を限定した預金準備率の引き下げを行うと発表したことが、市場センチメントを下支えた。
- 中国は第19回共産党全国代表大会を開催したが、習国家主席は長期の経済成長率目標は設定せず、政府は質の高い持続可能な成長を目指すことを述べた。
- 韓国では、中央銀行が、今年の経済成長率およびインフレ率の見通しを上方修正する一方、政策金利については据え置いた。その他では、インドが国営銀行への資本注入を向こう2年間で拡大する計画を発表するとともに、翌四半期に追加の銀行改革策を発表することを約束した。
- 10月は発行市場の起債活動が若干鈍化した。投資適格債分野では20億米ドルの中国ソブリン債を含め計22件（総額120億米ドル）、ハイイールド債分野では計22件（総額110億米ドル）の新規発行があった。
- 年内は市場の金利ボラティリティが高まるものと思われる。米国の税制改革見込みによって、市場でデュレーションに対し強気のスタンスを取っているポジションが一段の圧力に晒されると予想する。当社では、過去の米国債との相関性

がより低いマレーシアとインドネシアの債券を嗜好し、一方で韓国の債券については慎重な見方をしている。

- 通貨については、マレーシアリングギットが引き続き下支えされる可能性が高く、また、中国の大幅な経常黒字を受けて、当社では人民元選好に対する確信度を強めている。逆に、フィリピンペソに対しては弱気な見方を維持する。
- アジアのクレジット市場のリターンは、引き続き米国債利回りの方向性に左右されると予想する。信用スプレッドは、アジアの堅調な経済成長という追い風が大量の新規発行予定によって相殺されてしまうため、レンジ内での推移になるものと思われる。中国では、国内で債務削減のプロセスが進められるなか、国内債券の利回り上昇がオフショアの米ドル建てクレジットものにとって逆風となる可能性がある。

アジア諸国の金利と通貨

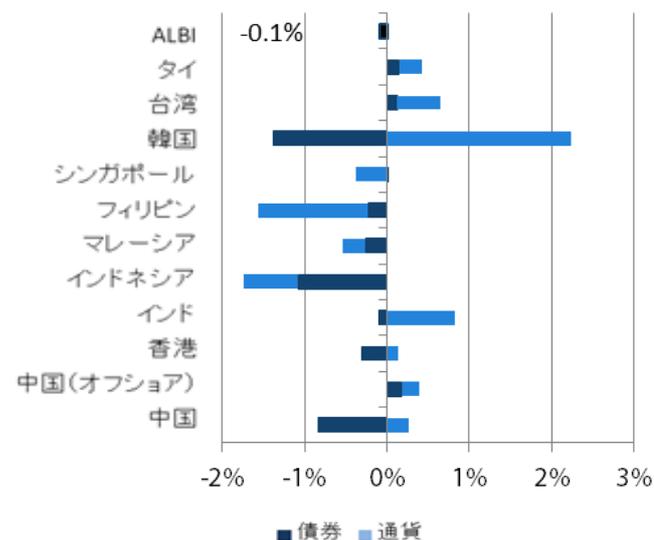
投資環境

- 10月の米国債市場は下落
米国債利回りは、当初は比較的狭いレンジ内で推移していたが、共和党が提出した2018年度の予算決議案が米国上院で可決され、トランプ政権が税制改革法案を推し進めるにあたっての重大な難関がクリアされると、経済成長率およびインフレ率の上昇見通しが強まったことを受けて上昇に転じた。米FRB議長の後任人事を巡る不透明感も、米国債市場の弱気バイアスを強める作用をもたらした。

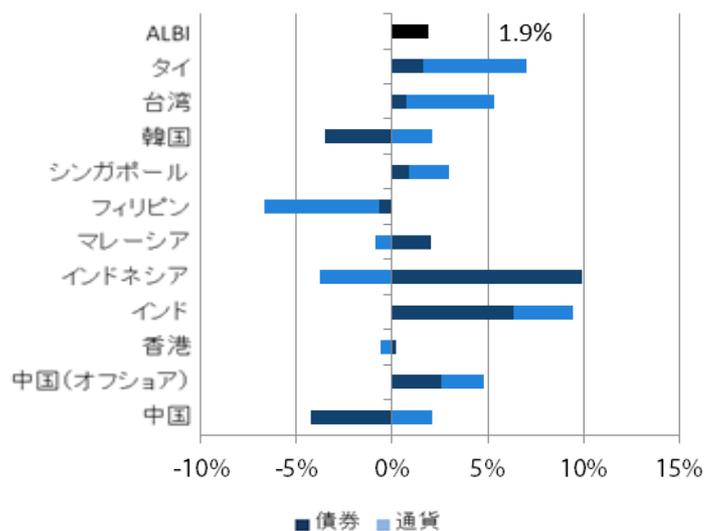
月末にかけては、ECB（欧州中央銀行）が月次額は減らすものの来年も国債を購入し続けると宣言したこと、利回りに幾分低下圧力が加かった。最終的に、米国債10年物の利回りは、前月末比0.05%高の2.38%で月を終えた。

＜アジア現地通貨建て債券のリターン＞

過去1ヵ月(2017年9月30日～2017年10月31日)



過去1年(2016年10月31日～2017年10月31日)



(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

(注) リターンは Markit iBoxx アジア・ローカル・ボンド・インデックス(ALBI) およびその各国インデックスに基づく。各国インデックスの債券のリターンは現地通貨ベース、各国インデックスの通貨と 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。

● 韓国銀行は経済成長率およびインフレ率の見通しを上方修正

韓国銀行は、経済が堅調さを増している兆しを受けて、今年の経済成長率およびインフレ率の見通しを上方修正した。同中銀の現在の見通しは、GDP 成長率が 3.0% (以前は 2.8%)、総合 CPI (消費者物価指数) 上昇率が 2.0% (同 1.9%) となっている。見通しの上方修正は今年3度目で、変更に関先じて同中銀は政策金利を据え置くこととしたが、この決定は全会一致ではなく、メンバーの1人が利上げを主張して反対票を投じた。

● MAS(シンガポール金融通貨庁)は政策スタンスを中立に維持

MASは、第3四半期のGDP成長率が3年超ぶりの高水準となったにもかかわらず、シンガポールドルの名目実効為替レートについて上昇率、政策バンドの中央値および幅を据え置いた。同金融当局は、前回の政策決定会合以来、経済の足取りが「予想を若干上回っている」一方、インフレは予想範囲内に十分収まっていると指摘した。また、経済成長率は、今年はおそらく自らの予想レンジである2~3%の上半分の水準となるが、2018年には僅かながら鈍化するだろうと付け加えた。別のインタビューでは、MASのマネージングディレクターであるラビ・メノン氏が、シンガポールはインフレの加速に用心する必要があり、経済成長が引き続き堅調さを増せばインフレ率はいずれ上昇するだろうと述べた。

● マレーシアの首相が財政赤字の削減を公約

マレーシアのナジブ・ラザク首相は2018年度予算を発表した。その詳細は、総選挙を控えているにもかかわらず、政府が引き続き財政再建に注力することを示している。政府は2017年に5.2~5.7%、2018年に5.0~5.5%の経済成長を見込んでおり、財政赤字については、2017年の目標は据え置いたものの、2018年分は対GDP比2.8%へとやや引き下げた。インフレ率については、政府は来年の水準が2.5~3.0%と、2017年の予想レンジである3~4%よりも若干低くなると予想している。

今後の見通し

● 韓国の債券に対してインドネシアおよびマレーシアの債券を選好

年内は、市場の注目が主に米国の政策展開やFRB議長の後任人事、米国の税制改革法案の年内成立見込みに集まるなか、市場の金利ボラティリティが高まるものと思われる。当社では、米国の税制改革見込みによって経済成長率およびインフレ率の上昇期待が強まるため、市場でデフレーションに対し強気のスタンスを取っているポジションが一段の圧力に晒されると予想する。そのような背景の下、当社では、過去の米国債との相関性がより低いマレーシアとインドネシアの債券が、他のアジア諸国の債券をアウトパフォームすると見ている。マレーシアの債券は、最近発表された予算でも明らかのように、同国政府が財政再建計画に注力する姿勢を示しており、更なる好材料となっている。一方、韓国の債券については、韓国銀行が近いうちに利上げを行う可能性が高まっていると見ていることから、慎重な見方を維持する。

● フィリピンペソに対してマレーシアリングと人民元を選好

マレーシアは経済成長が上振れしている。同国はより多くの海外直接投資を惹きつけており、それが、為替ヘッジ規制の自由化とともに、引き続きマレーシアリングに対する良好な市場センチメントを下支えするものと思われる。また当社では、中国の大幅な経常黒字を受けて、人民元選好に対する確信度を強めている。更に、中国がグローバル債券インデックスの構成国に含まれることになる可能性があり、そうなれば同国通貨への需要は維持されるとみられる。逆に、フィリピンについては、直近の経常収支や貿易統計には改善の兆しが窺えるものの、中

期のインフラ支出計画が多額に上ることから、同国の経常収支は引き続き低迷する見通しだ。

アジア・クレジット

投資環境

● 10月のアジア・クレジット市場はリターンがプラスに

10月のアジア・クレジット市場は、スプレッドの縮小が米国債利回りの上昇を相殺するなか、全般的に堅調さを維持してリターンがプラスとなった。中国の新発債の発行額が予想を下回ったことが、信用スプレッドの縮小に寄与した。中国が米ドル建てのソブリン債を発行することは広く予想されていたが、この新規発行が中国の投資適格債のスプレッド縮小を促した。また、中国の中央銀行が(9月末に)2018年を対象を限定した預金準備率の引き下げを行うと発表したことも、市場センチメントを下支えた。最終的に、アジアの投資適格債の市場リターンは0.34%となり、アジアのハイイールド社債(市場リターン 0.73%)に劣後した。

● 中国の全国代表大会は主に政治的イベント

当月、中国共産党は第19回全国代表大会を開催した。同党は党規約を改正し、習近平国家主席の名前を冠した政治思想を盛り込んだが、これによって習主席はここ数十年にはなかったような権力を手にしたことになる。習主席は、党政治報告で、2020年までに「小康社会(ゆとりある繁栄社会)」を達成するという以前からの目標に再度言及したが、経済成長率目標については特定を避けた。成長率の重視度合いを低下させたことは、政府はより質の高い持続可能な成長を目指すとした同主席の発言と合致している。

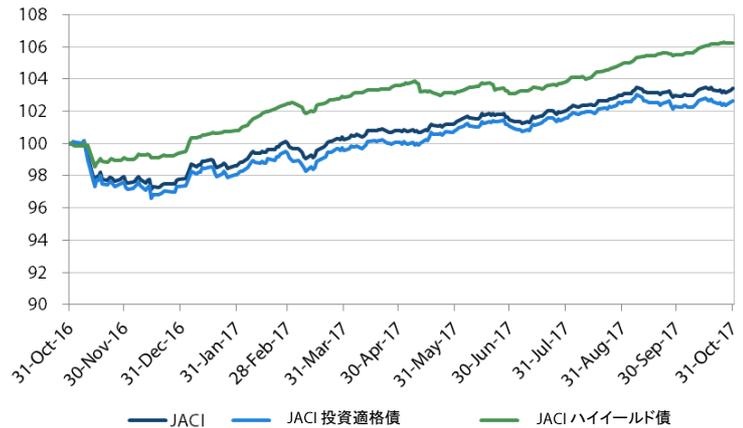
● インドは銀行への資本注入計画を発表

インド政府は、国営銀行への資本注入を向こう2年間で拡大する計画を発表するとともに、翌四半期に追加の銀行改革策を発表することを約束した。国営銀行はおよそ320億米ドルの資金を受け取るようになるが、政府はこれによって信用状況が緩和され、投資と成長が押し上げられることを望んでいる。このニュースを受けて、インドのより脆弱な銀行の債券でスプレッドが縮小した。

● 発行市場の起債活動は鈍化

10月は発行市場の起債活動が若干鈍化した。投資適格債分野では計22件(総額120億米ドル)の新規発行があった。これには20億米ドルの中国ソブリン債が含まれるが、同債券は予想よりもタイトなスプレッドで発行された。一方、ハイイールド債分野での新規発行は計22件(総額110億米ドル)となった。

<アジア・クレジット市場の推移>



(出所) JP Morgan

(期間) 2016年10月31日～2017年10月31日

(注) JP モルガンアジア・クレジット・インデックス(JACI)(米ドル・ベース)を、2016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。

今後の見通し

● 米国債利回りの方向性がリターンを左右、信用スプレッドはレンジ内での推移に

FRBが12月に利上げを行うだろうというのは広く予想されていることから、米国債利回りの方向性は、FRB議長および一部のFOMC(連邦公開市場委員会)メンバーの後任人事や税制改革法案の進展といった、別の要因に左右されるものと思われる。信用スプレッドは過去との比較において既にタイトな水準にあり、ここからスプレッドを目立って縮小させられるような材料は依然見当たらず、新発債の発行予定が大幅に加速するようであればなおさらそうなる。しかし、アジア経済成長環境は引き続き十分良好で、なかには成長が上振れしている国もあるため、当面はスプレッドが大幅に拡大する可能性も低いように見受けられる。

● 中国のスプレッド格差縮小テーマは一旦休止

中国については、同国の国有企業クレジットのソブリンに対するスプレッド格差が縮小するというテーマが、一旦休止するものと思われる。この背景として、市場の注目がファンダメンタルズの展開に戻りつつあること、また、第19回党大会にかけて一時中断していた新規発行が再び増加し、年末に向けて大量の新発債供給が続くだろうと予想されていることが挙げられる。国内で債務削減のプロセスが進められるなか、国内債券の利回り上昇がオフショアの米ドル建てクレジットものにとって逆風となる可能性もある。

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。