



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

ASIAN FIXED INCOME OUTLOOK

2018年2月

本レポートは、英語による2018年2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

- 1月は、原油価格が一貫して上昇したこと、また先進国の中央銀行が金融緩和措置の巻き戻しを始めるとの憶測が広がったことから、米国債利回りが急激に上昇した。最終的に、月末の米国債10年物の利回りは、前月末比で約0.3%上昇の2.71%となった。
- 1月のアジアのクレジット市場は、キャリアとスプレッド縮小による寄与が米国債利回り上昇による影響を吸収しきれなかったことから、マイナスのリターンとなった。スプレッドは、月中の新興国債券ファンドへの堅調な資金流入が追い風となって、縮小が続いた。
- 2017年第4四半期のアジア地域の経済はかなり力強い成長を示したが、総合インフレ指標はまちまちの様相を呈した。アジアの主要国の中で最も高い成長を見せたのは中国だが、一方で韓国の経済成長は第4四半期に減速した。
- そのようななか、韓国の中央銀行は政策金利を据え置くとともに、2018年のGDP成長率予想を0.1%引き上げて3.0%とした。一方、マレーシア中央銀行は、翌日物の政策金利を0.25%引き上げて3.25%とするとともに、経済成長見通しに対してより強い自信を示した。
- 1月の発行市場では起債活動が大幅に加速し、月中の総発行額は323億米ドルに上った。そのうち、ハイイールド債分野での新規発行は計38件の総額128億米ドルとなった。
- 当社では引き続き、インドネシア債券が域内の他市場に比べて魅力的なリターンを提供すると考えている。広く使われているグローバル債券インデックスの構成国に加えられ可能性、抑制可能な水準にあるインフレ圧力、緩和的な

金融政策を受けて、需要が高まるものと思われる。通貨については、マレーシアリングgitとシンガポールドルに対して強気の見方をしている一方、フィリピンペソに対しては慎重な見方を維持する。

- 債券利回りは全体的に魅力度を増したが、スプレッドは依然として割高な水準にある。トータル・リターンは米国債利回りの行方に左右されることになるだろう。発行市場は中国の春節(旧正月)を控えて活発な起債活動が続くものと想定され、投資適格債とハイイールド債の両分野にわたって中国の発行体の起債が最も多額となる可能性が高い。これも、当面スプレッドの大幅な縮小を妨げる要因になるものと思われる。しかし、アジアのマクロ環境が依然良好であることから、米国債利回りが急上昇しなければ、スプレッドが大幅に拡大することも考えにくい。

アジア諸国の金利と通貨

市場環境

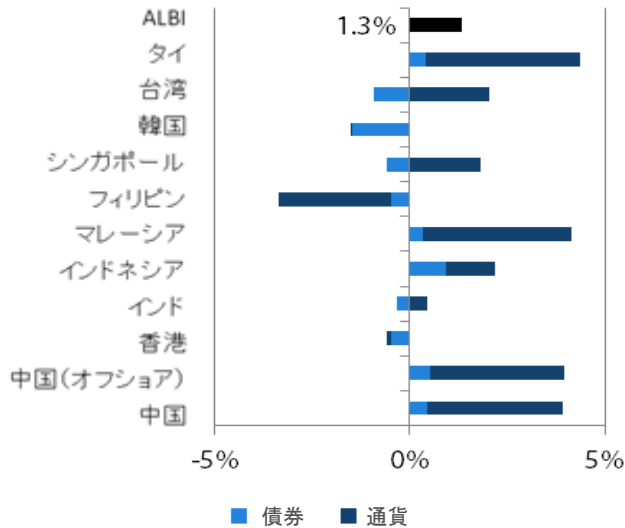
米国債市場は下落

1月は米国債利回りが急上昇した。先進国と新興国の両方からマクロ経済に関してポジティブなニュースが届いたことにより、世界経済が近年の潜在成長率を上回る成長を維持できるとの期待が広がった。これに加えて、原油価格が一貫して上昇したことから、市場はインフレ加速の織り込みに動いた。先進国の中央銀行が金融政策を正常化すべく緩和措置の巻き戻しを始めるとの憶測も、米国債利回りに一層の上昇圧力を加えた。米国政府機関閉鎖問題については、迅速に解決された結果、市場への影響は最小限にとどまった。一方で、トランプ米大統領が太陽光パネルと洗濯機の輸入に対してセーフガード(緊急輸入制限)を発動したため、米国・アジア間の貿易関係は緊張が高まった。

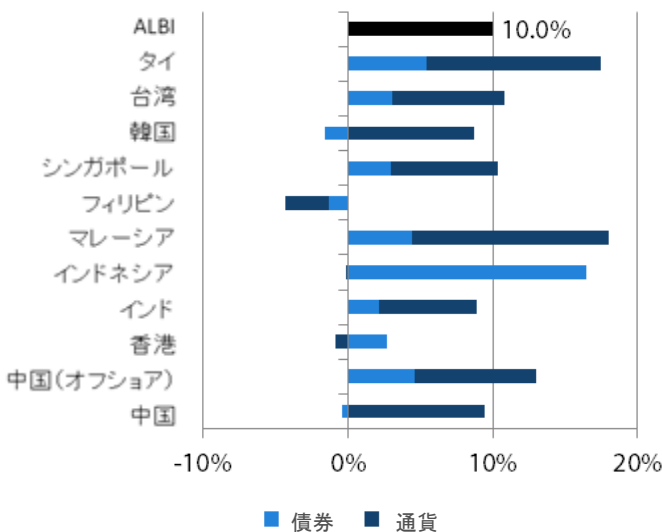
月末にかけては、米 FOMC(連邦公開市場委員会)の会合と米国のインフレ指標および雇用統計の発表を控えて、慎重な空気が広がった。最終的に、月末の米国債 10 年物の利回りは、前月末比で約 0.3%上昇の 2.71%となった。

＜アジア現地通貨建て債券のリターン＞

過去 1 カ月(2017 年 12 月 31 日～2018 年 1 月 31 日)



過去 1 年(2017 年 1 月 31 日～2018 年 1 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。

2017 年第 4 四半期のアジア諸国の経済成長はかなり力強いものに

2017 年の最後の 3 カ月において、アジアの主要国の中で最も高い経済成長を見せたのは中国であった。同国の GDP 成長

率は、輸出が強い伸びを示したことも手伝って、前年同期比で 6.8%となった。フィリピンの第 4 四半期の経済成長率は、前四半期の 7.0%(上方修正後)から 6.6%へと低下した。セクター別では、製造業およびサービス・セクターの成長が減速しながらも堅調さを保つ一方、建設セクターの成長が鈍化した。シンガポールは、第 4 四半期の GDP 成長率が 3.1%となった。成長加速を牽引したのはまたもや製造業で、サービス・セクターは成長がやや減速する一方、建設セクターはマイナス成長が続いた。その他では、韓国の第 4 四半期の経済成長が、自動車輸出の落ち込みを受けて鈍化した。

12 月の総合インフレ指標はまちまちの結果に

2017 年最終月のアジア諸国の総合インフレ指標はまちまちの結果となった。シンガポールとタイでは総合 CPI(消費者物価指数)の伸びが減速したが、フィリピンでは小売価格インフレを示す同様の指標の上昇率が前月から横這いとなった。その他では、マレーシアの 12 月の CPI インフレが輸送費の上昇を主因として加速した。また、インドネシアでは、5 カ月間減速の続いていた総合 CPI 上昇率が加速した。加速の主因は食品インフレの反発にあるが、この反発はベース効果の逆転が部分的に影響している。インドでも同様に、12 月の CPI が食品価格の上昇を受けて 5.2%の伸びを見せた。一方、中国では、食品以外の価格上昇が主因となって総合インフレが加速した。

韓国中銀は 2018 年のインフレ予想を下方修正

韓国の中央銀行は全会一致で政策金利の据え置きを決定した。同中銀は、輸出の回復を理由に 2018 年の GDP 成長率予想を 0.1%引き上げて 3.0%としたが、2018 年の総合インフレ率予想については同じだけ引き下げて 1.7%とした。緩和的な金融政策スタンスを維持するとした一方、当面の金利アクションについてはほとんど何もほのめかすことはなかった。

今後の見通し

インドネシア債券に対して強気

当社では引き続き、インドネシア債券が域内の他市場に比べて魅力的なリターンを提供すると見ている。広く使われているグローバル債券インデックスの構成国にインドネシアが加えられる可能性があることから、同国債券への需要が押し上げられるものと思われる。インフレ圧力は、食品供給の管理を全国的に改善しようとする政府の取り組みが主な追い風となって、十分に抑制された状況が続くと想定される。地方選挙を控えて政策当局が引き続き国内経済の成長促進に注力するなか、金融政策は緩和的に維持されるものと予想する。

マレーシアリングgitとシンガポールドルを選好、フィリピンペソに対しては慎重

マレーシアの堅調な経済成長と同国中央銀行のタカ派的な政策スタンスは、マレーシアリングgitに対する当社の強気な見方を裏付けるものだ。原油価格の持続的な上昇がマレーシアの財政および経常収支を一段と改善させると見られることも、同国通貨にとってさらなる追い風となっている。一方、シンガポールでは、MAS(シンガポール金融通貨庁)が年内にシンガポールドルの名目実効為替レートの変動幅を上方傾斜に戻す

地ならしを行っている。雇用市場が回復しスラック(需給の緩み)解消の兆しが見られることから、4月にも為替政策の調整が実施される可能性が今や高まってきたと考える。反対に、フィリピンペソについては、同国の経常収支悪化をめぐる懸念がインフラ建設の推進によって再燃していることから、2018年も引き続き下落すると見ている。

アジア・クレジット

市場環境

アジアのクレジット市場は軟調なスタート

1月のアジアのクレジット市場は、キャリーとスプレッド縮小による寄与が米国債利回り上昇による影響を吸収しきれなかったことから、全体としてリターンがマイナスとなった。アジアの投資適格債の市場リターンは-0.74%、アジアのハイイールド債の市場リターンは0.22%であった。スプレッドは、月中の新興国債券ファンドへの堅調な資金流入が追い風となって、縮小が続いた。

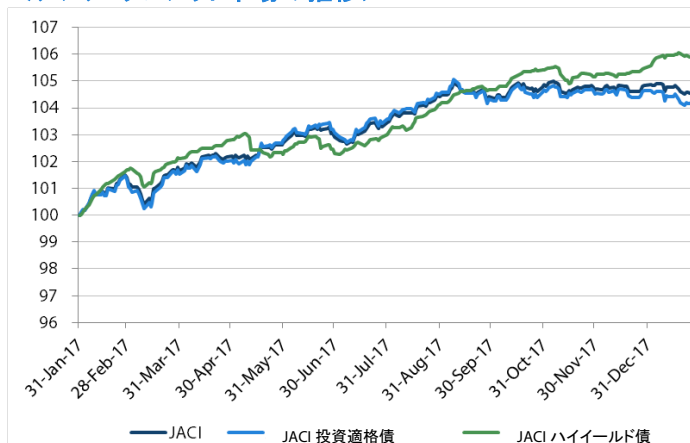
マレーシア中銀が政策金利を引き上げ、2017年の中国の経済成長率は6.9%

マレーシア中央銀行は、翌日物の政策金利を0.25%引き上げて3.25%としたが、法定預金準備率については据え置いた。政策方針は11月のものに比べて中立的寄りのトーンに戻った。同中銀は経済成長見通しに対してより強い自信を示したが、総合インフレについては2018年に減速すると予想している。利上げの主な理由としては、「金利を長期間にわたり過度な低水準にしておくことで生じ得るリスクの高まりを防ぐ」必要性に言及した。その他では、中国の2017年の経済成長が7年ぶりの加速となった。通年の成長率は(2016年の6.7%から)6.9%へと上昇したが、市場はこれをクレジットのファンダメンタルズにとっての好材料と捉え、中国のクレジットものに対する投資家心理が下支えされた。

アジアのクレジット市場では起債活動が相次ぐ

1月の発行市場では起債活動が大幅に加速し、月中の総発行額は323億米ドルに上った。投資適格債分野では、フィリピンのソブリン債(発行額20億米ドル)と中国のインターネット企業Tencent Holdingsの社債(同50億ドル)を含め、計31件(総額187億米ドル)の新規発行があった。一方、ハイイールド債分野での新規発行は計38件(総額128億米ドル)となった。

<アジア・クレジット市場の推移>



(出所) JP Morgan

(期間) 2017年1月31日～2018年1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、2017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。

今後の見通し

米国債利回りの方向性がリターンを左右する鍵に、供給は2月も続く

債券利回りは全体的に魅力度を増したが、スプレッドは依然として割高な水準にある。スプレッドは米国債利回りの上昇に晒されても堅調さを保っているが、米国債利回りが更に上昇した場合は、その影響を相殺するほどスプレッドが縮小できるとは考えにくい。クレジット市場のトータル・リターンは米国債利回りの行方に左右されることになるだろう。発行市場は中国の春節(旧正月)に伴う小休止を2月の中旬に控えて活発な起債活動が続くものと想定され、投資適格債とハイイールド債の両分野にわたって中国の発行体の起債が最も多額となる可能性が高い。これも、当面スプレッドの大幅な縮小を妨げる要因になるものと思われる。しかし、アジアのマクロ環境が依然良好であることから、米国債利回りが急上昇しなければ、スプレッドが大幅に拡大することも考えにくい。

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。