



## 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5月

本レポートは、英語による2018年5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

- 4月の米国債市場は急落し、イールドカーブ全体にわたって利回りが0.10~0.24%程度上昇した。中国の習近平国家主席が同国経済の海外企業への開放を進める方針を明確にしたことから、米中間の貿易戦争不安が後退するなか、堅調なインフレ指標、原油価格の上昇、政府債務の増大といった要因が米国債利回りを押し上げた。
- 最終的に、月末の利回り水準は2年債が前月末比0.22%上昇の2.49%、10年債が一旦3%を超えた後に少し戻して同0.21%上昇の2.95%となった。
- アジアのクレジット市場については、米国債利回りの大幅上昇が主因となって、前月に続きリターンがマイナスとなった。アジアの投資適格債は、スプレッドが0.02%程度縮小するなかで市場リターンが-0.63%となった。ハイイールド社債は、発行市場での顕著な供給増加を受けてスプレッドが0.12%程度拡大したため、市場リターンが-0.89%と投資適格債をアンダーパフォームした。
- 4月の市場ニュースは、南北両首脳が平和協定を目指すことで合意した朝鮮半島の2カ国にも注目が集まった。その他では、MAS(シンガポール金融通貨庁)が為替の政策バンドの傾きを上昇方向に変更した。また、ムーディーズがインドネシアのソブリン債格付けを引き上げる一方、スタンダード&プアーズがフィリピンの格付け見通しを引き上げた。
- 2018年第1四半期の中国の実質GDP成長率は、前年同期比で前四半期と同じ6.8%となった。また、中国は銀行の預金準備率を1%引き下げた。
- 一方、発行市場では、ハイイールド債分野を中心に活発な起債活動が続く。投資適格債分野では計27件(総額169億米ドル)、ハイイールド債分野では計27件(総額116億

米ドル)の新規発行があった。

- ソブリン債では、インドネシアと中国の債券を有望視している。インドネシアは、抑制可能な水準にあるインフレとグローバル債券インデックスへの採用がプラス要因となっており、また中国は、債務削減よりも成長を重視していることから、的を絞った金融緩和が今後さらに実施される可能性が示唆されている。
- 通貨については、中国人民元とタイバーツを選好するとともに、フィリピンの中央銀行が近いうちに国内金利を引き上げるとの予想から、フィリピンペソに対する見方を(慎重から)中立寄りへと変更した。
- アジアのクレジット市場には、米国債利回りの大幅な上昇や貿易関係の緊張激化などの多くのリスク要因、および米FRB(連邦準備制度理事会)が引き締め途上であることが引き続き重石となっている。また、多額の新発債パイプラインによって需給バランスも悪化しているが、この活発な新規発行は中国の発行体からのハイイールド債発行を中心に5月も続くものと思われる。

## アジア諸国の金利と通貨

### 市場環境

4月の米国債はイールドカーブ全体で利回りが上昇

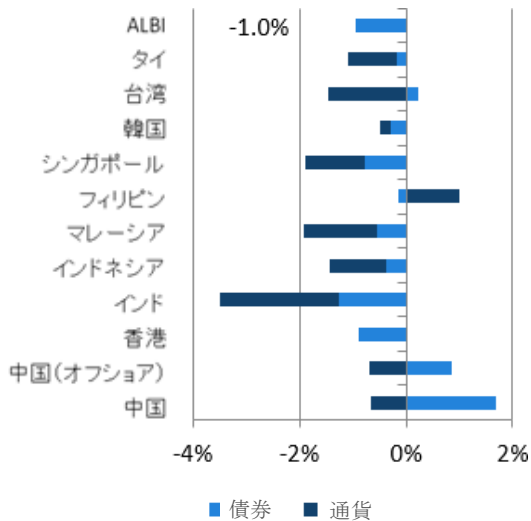
4月の米国債市場は急落し、イールドカーブ全体にわたって利回りが0.10~0.24%程度上昇した。月初は、米中間で大規模な報復関税の発表が相次いだことに注目が集まり、比較的弱かった3月の米雇用統計はあまり材料視されなかった。その後、中国の習近平国家主席がボアオ・フォーラムで同国経済の海外企業への開放を進める方針を明確にしたことから、貿易戦争不安は後退し、市場はマクロ経済のデータに再び注目するようになった。続いて発表されたインフレ指標が堅調であったのに加え、原

## 機関投資家向け資料

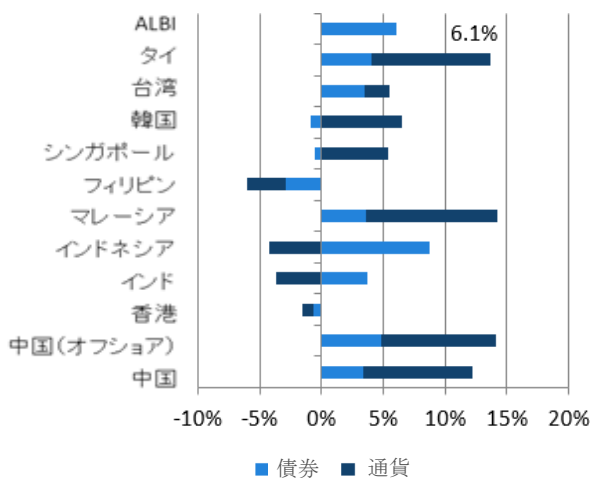
油価格が上昇したため、FRB が金融政策の引き締めを加速させるのではないかと懸念が台頭し、米国債利回りを押し上げた。政府債務の増大に対する懸念も、利回りの上昇を一段と促した。最終的に、月末の利回り水準は2年債が前月末比0.22%上昇の2.49%、10年債が一旦3%を超えた後に少し戻して同0.21%上昇の2.95%となった。

## ＜アジア現地通貨建て債券のリターン＞

過去1ヵ月(2018年3月31日～2018年4月30日)



過去1年(2017年4月30日～2018年4月30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。

## 朝鮮半島2カ国が平和協定を目指すことで合意

月末にかけては、北朝鮮と韓国の両首脳が歴史的な会談を行い、両国間で70年にわたり続いてきた戦争状態の公式解消宣言となる平和条約の締結を目指すことで合意した。加えて、会談後の声明では、両国が「完全な非核化を通じた核のない朝鮮半島の実現を共通の目標とすることを確認した」と明言した。「段階

的軍縮」を目指す軍事協議が5月に予定されている。

## 中国の第1四半期のGDP成長率は6.8%、同国は銀行の預金準備率を引き下げ

中国の実質GDP成長率は、前期と同水準の前年同期比6.8%となった。経済活動を支えたのは、年初2ヵ月に好調であった輸出と、堅調な国内の消費および工場生産であった。月末にかけては、新華社が、習近平が議長を務める中央政治局常務委員会会議の内容として、中国は今年の経済目標の達成に向けて大きく力を入れると報道した。同国の最高意思決定機関である同委員会は、経済の安定を確保すべく内需を押し上げ、また供給サイドの構造改革や余剰生産能力の削減も深く推進すると付け加えた。一方、中国人民銀行は大半の銀行が預金準備率として保有を求められている現金の額を1%引き下げた。4月25日から有効となったこの引き下げは、政策金融機関を除く大半の銀行に適用された。中国人民銀行は金融機関に対し、預金準備率引き下げで解放された余剰資金(中期貸出ファシリティーの返済額9,000億人民元支払い後で約4,000億人民元)を小規模・零細企業への貸し出しに回すよう要請する模様で、これを銀行に対するマクロプルーデンス評価の要件に付け加えるとしている。

## MASが為替政策の方向性を上向きに変更

MASは、シンガポールドルの名目実効レート政策バンドについて、その幅および中央値を据え置く一方、傾きを「やや」引き上げると発表した。この決定に伴って出された声明は概ねポジティブなトーンで、同金融当局は国内経済の成長の裾野が広がっていることに言及した。加えてMASは、コアおよび総合インフレ率が今や自身の予想レンジの「上半分」へと徐々に上昇しつつあるとの見解を明らかにした。一方で、MASは下方リスクの源泉として、世界的な貿易関係の緊張の高まりを強調した。

## ムーディーズがインドネシアのソブリン債格付けを、スタンダード&amp;プアーズがフィリピンの格付け見直しを引き上げ

4月、インドネシアはムーディーズからソブリン債格付けの引き上げを勝ち取った。同格付機関は格上げの理由として、実現性の高い政策枠組みと堅実な財政および金融政策スタンスを挙げ、またショックに対する同国の耐性および対応力が改善していることにも言及した。この格上げによるインドネシア国債への影響は限定的なものにとどまった。一方、スタンダード&プアーズは、フィリピンのソブリン債格付けの見直しを「安定的」から「ポジティブ」へと引き上げ、その理由として「政策策定環境が今後24ヵ月にわたってより持続可能な財政とバランスの取れた成長の実現を支えていく可能性が高い」とした。この動きは、現在「BBB」である同国の格付けが、向こう2年以内に引き上げられる可能性があることを示唆している。

## 今後の見通し

## インドネシアと中国の債券に対して強気

アジア債券の最近の相場調整を受けて、当社では実質利回りの拡大したインドネシアの投資魅力に注目している。インフレはインドネシア中央銀行の目標レンジ内にとどまるものと引き続き予想している。選挙が近いことから、政府はインフレの抑制に注力する可能性が高い。また、インドネシア債券は、6月に予定されているブルームバーグ・パークレーズ・グローバル総合イン

## 機関投資家向け資料

デックスへの採用が近づくにつれ、パッシブ運用からの資金流入が増大するものと思われる。一方、中国政策当局の最近の発言では債務削減よりも成長に焦点が当てられており、的を絞った緩和が今後さらに行われる可能性を示唆している。これは、当社で予想している成長の鈍化とともに、債券への需要を下支えしていただろう。

## 人民元およびタイバーツを選好

タイの所得交易条件は観光収入の増大によって引き続き押し上げられており、当社がタイバーツに対して強気な見方をする要因となっている。一方、中国の政策当局は、金融セクターの一段の対外開放が早ければ6月末にも実現するかもしれないと述べており、改革の継続が人民元の追い風になるものと思われる。さらに、6月1日付けで中国A株がMSCIの株式インデックスに加えられるため、人民元の需要増加が予想される。フィリピンペソについては、フィリピン中央銀行がまもなく国内金利を引き上げるとの予想から、見方を(ネガティブから)ニュートラル寄りへと変更した。

## アジア・クレジット

## 市場環境

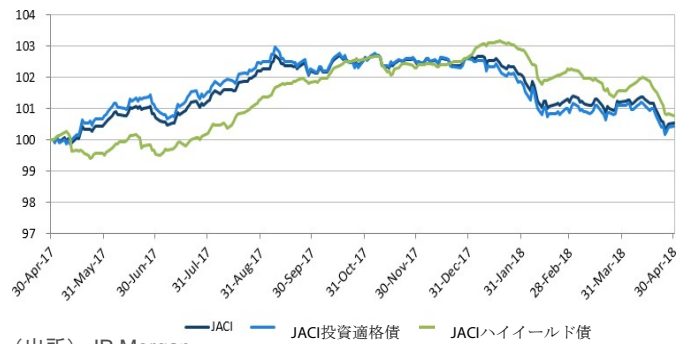
## アジアのクレジット市場は下落

4月のアジアのクレジット市場は、米国債利回りの大幅上昇が主因となって前月に続きマイナス・リターンを記録した。アジアの投資適格債は、スプレッドが0.02%縮小したものの、リターンは-0.63%となった。ハイイールド社債は、発行市場の供給が目立って増大しスプレッドが0.12%拡大したことから、投資適格債をアンダーパフォームして-0.89%のリターンとなった。米国債利回りが大きく上昇するとともに新興国の現地通貨が下落したため、新興国債券はインドネシアやフィリピンの銘柄を含めて下落が増幅された。

## 発行市場の起債活動は一段と活発化

発行市場では、ハイイールド債分野を中心に活発な起債活動が続いた。投資適格債分野では、インドネシアの10億米ドルのソブリン債を含め、計27件(総額169億米ドル)の新規発行があった。一方、ハイイールド債分野では、スリランカの25億ドルのソブリン債を含め、計27件(総額116億米ドル)の新規発行があった。

## ＜アジア・クレジット市場の推移＞



(出所) JP Morgan

(期間) 2017年4月30日～2018年4月30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4月30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

リスク要因の数が増えるとともに新規発行活動が逆風材料にアジアのクレジット市場は、引き続き多くの逆風要因に晒されている。米国債利回りの大幅上昇、米中間の貿易関係における緊張の高まり、FRBによる金融引締め路線は、クレジット市場にとって逆風となる。ここ数週間におけるアジアの現地通貨および国内債券の下落も、市場心理に悪影響を与えている。米国債利

回りがある程度安定化し米ドルの急上昇が収まらない限り、ハードカレンシー建て新興国債券のスプレッドが縮小する可能性は低い。多くの新発債を控えて、需給バランスも悪化している。4月に見られた大量の新規発行の動きは、中国の発行体のハイイールド債を中心に5月も続く見込みであり、このため、流通市場動向の低迷とスプレッドの拡大圧力は当面続くものと予想される。

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）が市場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。