



## 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6月

本レポートは、英語による2018年6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

- 5月の米国債市場は利回りが低下して月を終えた。米国の雇用統計が堅調な内容となったことを受けて、米国債利回りは上昇傾向が強まった。しかし、原油価格の継続的な上昇に伴って10年物の利回りが3%を超えた後は、公表されたFOMC(連邦公開市場委員会)の議事録がハト派的なトーンであったことから、利回りは低下に転じた。月末にかけては、イタリアの政局混迷が深まるなか、米国債の相場上昇に弾みがついた。結果的に、月末の米国債利回りは、10年物で前月末比0.10%低下の2.86%となった。
- アジアのクレジット市場は、全体としては5月のリターンがほぼ0%となるなか、投資適格債がハイイールド債をアウトパフォームした。投資適格債は、信用スプレッドの拡大が米国債利回りの低下で相殺される程度にとどまった。アジアのハイイールド社債は、新興国資産に対する投資家心理の継続的な低迷を受けてスプレッドが拡大した。
- 経済ニュース面では、第1四半期のGDPにおいてフィリピンがアジア地域内で最も高い成長率を示した。その他、米中貿易関係をめぐる不透明感が依然として払拭されない一方で、インドネシアとフィリピンの金融当局はそれぞれ政策金利を引き上げた。市場のニュースとしてやはり注目が集まっていたマレーシアの総選挙は、野党連合が圧勝を収めた。
- 中国人民銀行は、オフショア人民元市場の流動性を改善すべく、人民元のクロスボーダー資金フローを一段と促進する措置を複数発表した。
- 一方、発行市場では5月も比較的活発な起債活動が続き、投資適格債分野では計23件(総額約127億米ドル)、ハイイールド債分野では計23件(総額約50億米ドル)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、中央銀行の引き締めアクションによって通貨ルピアが一段と下落するリスクが低減されていること、最近になって原油価格が軟調となっていることなどを理由に選好する。中国については、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あるとの見方を維持する。反対に、インドおよびフィリピンの債券については、それぞれの中央銀行が近いうちに政策金利を引き上げるかもしれないと見ていることから、相対的に弱気の姿勢をとっている。
- 通貨については、中国人民元、タイバーツ、マレーシアリングットを選好する一方、インドルピーとフィリピンペソに対して相対的に弱気の見方をとる。
- アジアのクレジット市場は、ここ数週間で投資適格債の発行が減少しているが、スプレッドは、米国債市場のボラティリティーの高さや新興国資産のパフォーマンス低迷など、様々なリスク要因からの圧力に晒されてきている。しかし、ファンダメンタルズは概ね依然として損なわれておらず、これがスプレッドの拡大度合いに歯止めをかけている。アジアのハイイールド債は、中国を中心とする新規発行パイプラインへの懸念が引き続き圧力要因となっている。

### アジア諸国の金利と通貨

#### 市場環境

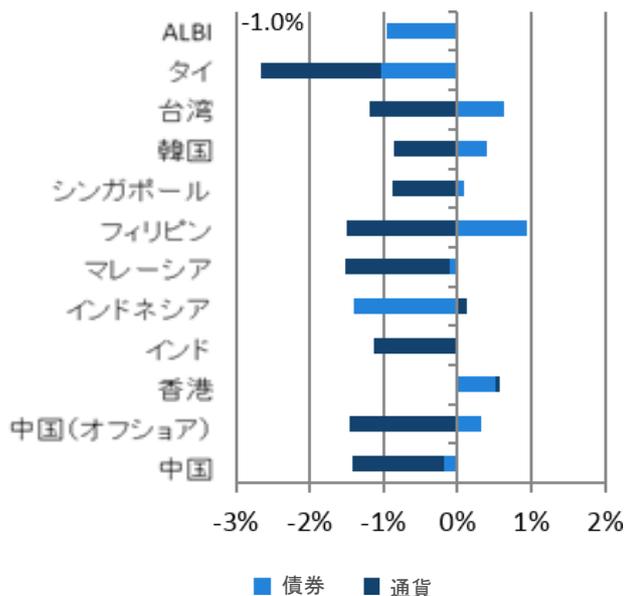
##### 5月の米国債市場は最終的に利回りが低下

4月の米国の雇用統計は雇用が引き続き堅調であることを裏付けたため、米国債市場では前月からの利回り上昇傾向が強まった。米国がついにイラン核合意からの離脱を決定したことも手伝って続いた原油価格の上昇が決定打となり、米国債10年物の利回りは月中の最高値である3.1261%を付けた。しかし、その後まもなく公表されたFOMCの議事録がハト派的な

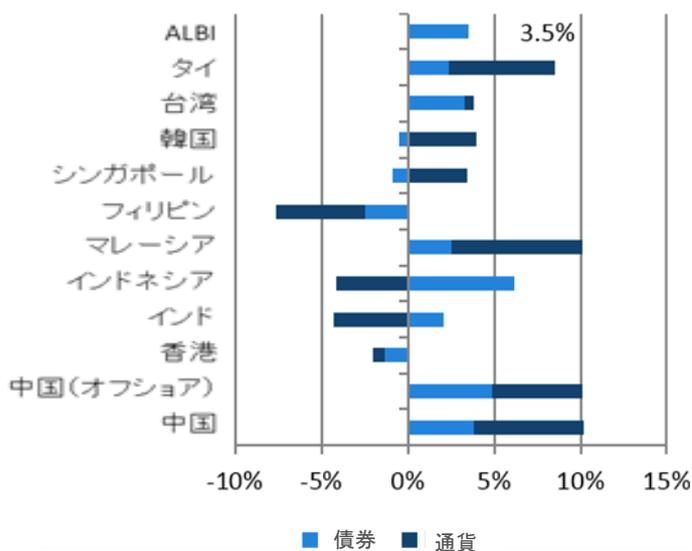
トーンであったことから、米国債利回りは低下に転じ 10 年物で 3% を割り込んだ。市場は議事録の内容について、米 FRB(連邦準備制度理事会)はインフレ率が短期的に同中銀の目標を超えることを許容するのによぶさかでないとの意味と受け取った。月末にかけては、イタリアの政局混迷が深まりユーロ圏離脱懸念が再燃するなか、米国債の相場上昇に弾みがついた。結果的に、月末の米国債利回りは、10 年物で前月末比 0.10% 低下の 2.86% となった

<アジア現地通貨建て債券のリターン>

過去 1 ヶ月(2018 年 4 月 30 日~2018 年 5 月 31 日)



過去 1 年(2017 年 5 月 31 日~2018 年 5 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

第 1 四半期の GDP はフィリピンが域内最高の成長率を達成  
第 1 四半期 GDP においてフィリピンがアジア地域内で最も高い成長率を示した。GDP の成長加速は幅広い分野にわたっているが、最も貢献したのは固定資本形成および政府消費支出の急速な拡大であった。タイの第 1 四半期の経済成長率は、好調な輸出および観光が主な牽引役となり、5 年ぶりの高水準となった。一方、インドネシアの同期間の経済成長は、家計支出と政府支出の低迷が足枷となり減速した。同様に、マレーシアの 2018 年第 1 四半期の経済活動も、政府消費支出の伸びが大きく落ち込んだことから減速した。

中国人民銀行がオフショア人民元市場の流動性改善策を発表

中国人民銀行は、人民元のクロスボーダー資金フローを一段と促進する措置を複数発表した。とりわけ、海外の人民元決済銀行および参加銀行は今や、銀行間借入れやクロスボーダー口座間ファイナンス、銀行間債券レポ取引を通じた資金調達により、オンショア市場から流動性を確保することができるようになった。加えて、中国人民銀行は、2 国間現地通貨スワップ協定を締結し、海外投資家がストックコネクト制度下の投資で外貨または人民元のいずれも使えるようにすることも約束した。

米中貿易関係は不透明感が残る

米中貿易をめぐることは、月の中旬に両国が貿易摩擦の休戦を宣言する共同声明を発表したことを受けて、緊張が幾分和らいだ。スティーブン・マヌーチン米財務長官と中国の劉鶴副首相はそれぞれ、米国の対中貿易赤字を「大幅に削減する」交渉を続ける間、両国は相互への関税発動を保留することに合意したと述べた。しかし、その約 1 週間後には、トランプ米大統領が、500 億米ドル相当の中国からの輸入品に関税を課し機密性の高い技術に対する中国からの出資を抑制する案を実行に移すと宣言した。

今後の見通し

インドネシアと中国の債券を選好、インドとフィリピンの債券については相対的に弱気

欧州のいくつかの国(特にイタリアとスペイン)において継続中の政治危機は、リスク心理の重石となり安全資産の購入を促し続けるだろう。しかし、当社では、米国経済の好調な足取りが根強く続くなか、インフレ期待の高まりが欧州政治不安に伴う安全資産への逃避傾向を相殺するものと見ている。とは言え、当面は経済ニュースよりも、イタリアの足元の状況展開や米中貿易関係の進展(後退)に焦点が当たるかもしれないと考える。市場が米 FRB による 6 月の利上げを概ね織り込んでいるなか、より大きな注目が集まっているのは来たる ECB(欧州中央銀行)の会合で、投資家は同中銀の量的緩和削減におけるスタンスを把握しようとしている。イタリア/スペインの政局が安定化したとの感触が広がれば、市場の焦点は FRB の先行き見通しに戻る可能性が高いだろう。

アジアの現地通貨建て国債の中では、インドネシアと中国を選好し、フィリピンとインドに対して相対的に弱気の姿勢を取っている。インドネシア中央銀行が引き締めスタンスにシフトしたことから、ルピアが一段と大幅下落するリスクは低減している。これに加えて、最近では原油価格が軟調となっていることが、ともにインドネシア国債市場にとって安心材料になるものと思われる。さらに、(6月にインドネシアが Bloomberg Barclays グローバル総合インデックスに加えられたことに伴う)パッシブ運用からの同市場への資金流入もリターンを押し上げるものと想定される。一方、中国については、足元で政策当局が債務削減よりも成長を重視する発言を行っていることから、的を絞った金融緩和が今後さらに実施される可能性があるとの見方を維持する。これに成長減速予想が加わって、中国では債券への需要が下支えされるだろう。反対に、フィリピンについては、中央銀行がインフレ圧力抑制に遅れを取っている可能性があり、早ければ6月にも政策金利を再度引き上げなければならないかもしれないとの見方をしている。したがって、同国債券に対しては相対的に弱気のスタンスとする。また別途インドでは、堅調な経済成長とインフレ圧力の高まりを背景に、中央銀行が近いうちに利上げを行う可能性が高まっている。

#### 人民元、タイバーツ、マレーシアリングットを選好、インドルピーとフィリピンペソに対して相対的に弱気

タイの所得交易条件は観光収入の拡大を受けて改善しており、タイバーツに対する当社の強気な見方の支援材料となっている。同様に、マレーシアは経常収支の状況が2017年後半以来大きく改善しており、経済活動も依然堅調だ。歴史的な選挙の予想外の結果が招いたリングット安は一時的なものとしており、信頼できる内閣が任命されれば、ファンダメンタルズが良好であることから安心感が戻ると考える。中国については、政策当局が金融セクターの一段の開放が早ければ6月末にも実現するかもしれないと明記しており、改革の継続が人民元の追い風になると思われる。さらに、中国株式が6月1日付けでMSCIの株式インデックスに加えられたため、人民元への需要は増大が予想される。一方、インドとフィリピンは経常赤字が大きいことから、ルピーとペソは他の通貨に劣後する可能性が高い。ペソについては、フィリピンの実質金利がマイナスであることも、同通貨の需要にとってさらなる重石となるだろう。

## アジア・クレジット

### 市場環境

#### 5月のアジアのクレジット市場はリターンがほぼ0%

アジアのクレジット市場は、全体としては5月のリターンがほぼ0%となった。投資適格債は、信用スプレッドの拡大が米国債利回りの低下で相殺される程度にとどまった結果、市場リターンが+0.37%となり、ハイイールド債のリターン(-1.23%)を上回った。アジアのハイイールド社債はスプレッドが0.42%拡大した。新興国資産に対する投資家心理は低迷が続き、月末にかけては新興国市場が幾分の安定化を見せたものの、市場全体のスプレッドは依然0.16%の拡大で月を終えた。

#### インドネシアとフィリピンの中央銀行は利上げを実施

インドネシアとフィリピンの金融当局はそれぞれ政策金利を引き上げた。インドネシア中央銀行は月内に定例会議と予定外の会議を両方開催し、合計で0.5%の利上げを実施したが、この動きは主に、新興国からの資金流出によって大幅に下落したルピアを安定させるための政策対応であった。一方、フィリピン中央銀行は高まるインフレ圧力を抑制するべく利上げを行った。月末にかけて、同中銀は6月1日付けで預金準備率を1.00%引き下げることを発表した。この動きについては「より市場に基づいた金融政策執行へシフト」するなかでの「運営調整」の一環と説明し、「現行の金融政策スタンスにおけるいかなる変更をも示唆するものではない」と明言した。

#### マレーシアの総選挙では野党側が圧勝

マレーシアの総選挙は野党連合の希望連盟(PH)の勝利という予想外の結果となり、60年間続いた与党連合の国民戦線(BN)による支配を経て、初となる政権交代がもたらされた。続いてマハティール・モハマド博士が首相に就任し、自身が1981年から2003年まで務めたポジションに返り咲いた。選挙後、同国の財務省はPHの選挙公約の実行として、物品サービス税を6月1日付けで実質的に廃止すること、またそれによる歳入不足を部分的に補うために売上税およびサービス税を導入する可能性があることを発表した。マレーシアのクレジット物のスプレッドは予想外の選挙結果を受けて大きく拡大したが、その後、組閣と賢人会議(CEP)の設立を受けてかなり戻した。

#### 発行市場の起債活動は引き続き活発

発行市場では5月も比較的活発な起債活動が続き、総額約177億米ドルの新規発行があった。投資適格債分野では、インドネシアの準ソブリン電力会社 Perusahaan Listrik Negara(20億米ドル)やICBCIL Finance Co Ltd(15億米ドル)の新発債を含め、計23件(総額約127億米ドル)の新規発行があった。ハイイールド債分野での新規発行は計23件(総額約50億米ドル)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5月31日～2018年5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5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

### 投資適格債の新規発行は減少もスプレッドには圧力が続く

投資適格債ではここ数週間、新規発行が減少している。以前、当社では複数の発行体からの大型発行を予想していたが、それらの発行体は需要の強い変動利付債を発行したため、当社の予想は現実化しなかった。それでもスプレッドは、米国債市場のボラティリティーの高さや新興国資産における現地通貨および債券両方のパフォーマンス低迷、旺盛な新規発行予想を受けてここ数ヶ月見られている米ドル建てアジア・クレジット物への需要の減少など、様々な要因からの圧力に晒されてきている。この状況が変わらない限り、スプレッドにはある程度の圧力がかかり続けるだろう。とは言っても、ファンダメンタルズには概ね変化はなく、これがスプレッドの拡大度合いに歯止めをかけるものと思われる。

### ハイイールド債は供給懸念が継続

アジアのハイイールド債は、中国を中心とする新規発行パイプラインへの懸念が引き続き圧力要因となっている。中国では、オンショア市場の流動性が逼迫するなか、発行体が新発債において投資家にかなり有利となる条件への譲歩を厭わないことから、流通市場のスプレッドに拡大調整が生じている。最近起きた中国国儲能源化工集団 (China Energy Reserve and Chemicals Group International Co Ltd) のデフォルトも、ハイイールド債市場に対する投資家心理の重石となるだろう。

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。