

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年12月17日



※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

今週の戦略要旨

- 先週の英国では、政治動向は短期間で大きく変動し得るということがあらためて示されました。メイ首相は離脱案が否決される見通しとなったことを受け、火曜日に予定されていた議会採決を延期しました。水曜日には、メイ首相に対する不信任投票が行われましたが、信任多数となり、退陣を免れました。木曜日にはEU(欧州連合)首脳会議に出席し、すでにEUとの間で合意していた離脱案の修正を求めました。
- 政治以外の部分ではBoE(イングランド銀行)が利上げを行う環境が整いつつあります。失業率は43年ぶりの低水準となっているうえ、公的部門、民間部門の両方で実質賃金が上昇しています。また、以前の通貨安の影響が薄れたことや原油安を背景にインフレは目標に向かって落ち着きを見せています。
- 先週、ユーロ圏、ノルウェー、スイスの中央銀行は政策金利の据え置きを決定しました。また、ECB(欧州中央銀行)は資産買い入れプログラムを今年で終了することを決定しました。弊社では引き続き、ユーロ圏におけるデフレリスクの後退を背景に、ECBは2019年に利上げを行うと予想しています。

今週のチャート「労働市場がより逼迫しているのは、英国か米国か」

【英国と米国の実質賃金上昇率および失業率】



期間: 2013年~2018年 米国のデータは2018年11月時点、英国実質賃金上昇率は2018年10月時点、英国失業率は2018年9月時点
出所: マクロボンド 自然失業率はOECD(経済協力開発機構)の推定に基づく

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年12月17日



デュレーション戦略(金利戦略:各国の金利動向を予想)

「米国短期金利の上昇見通し」

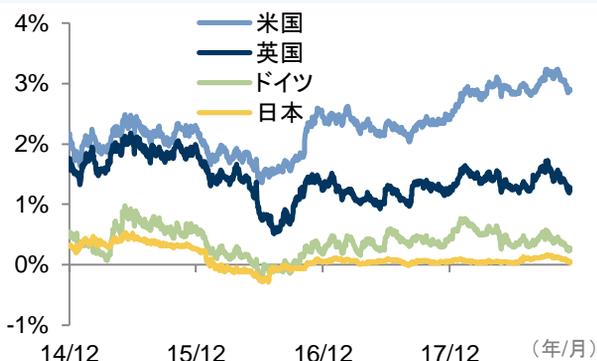
- ✓ 米国のCPI(消費者物価指数)は、賃料、中古車価格、医療サービス費用などの堅調な伸びに牽引され、前月比で+0.21%、前年同月比で+2.21%となりました。経済活動の面では、コア小売売上高の幅広い項目で上昇がみられ、全体では前月比で+0.20%となりました。これらの結果は、FRB(米連邦準備制度理事会)による今年12月および2019年の3回の利上げを後押しする内容であると考えています。
- ✓ しかしながら、来年の利上げに関しては上振れリスクと下振れリスクが概ね均衡していると考えています。財政刺激策の影響が剥落していくことなどによる経済成長の減速や、金融環境の引き締めを受け、来年は想定よりも少ない利上げ回数になる可能性があります。一方、インフレの加速が見られた場合、来年は四半期毎に計4回の利上げが行われる可能性もあります。
- ✓ 上記の内容を踏まえても、弊社では引き続き米国短期金利が上昇すると予想しています。FRB当局者のコメントを受けた市場のハト派的な反応は行き過ぎであるとみています。10月にパウエル議長は「政策金利は中立金利(経済に対して緩和的でも引き締めのでもない中立的な金利)にはほど遠い」と発言しました。その約2ヵ月後、同議長は「政策金利は中立水準の推計レンジをわずかに下回る」と述べました。後者により市場の織り込む来年の利上げ回数はわずか1回程度まで減少しましたが、現在の政策金利が2.25%であり、中立金利のレンジが2.5%から3.5%であることを踏まえると、この2つの発言は一貫していると考えています。

国別配分戦略(金利戦略:他国に対する相対的な金利の動きを予想)

「他の先進国に対するユーロ圏の金利低下見通し」

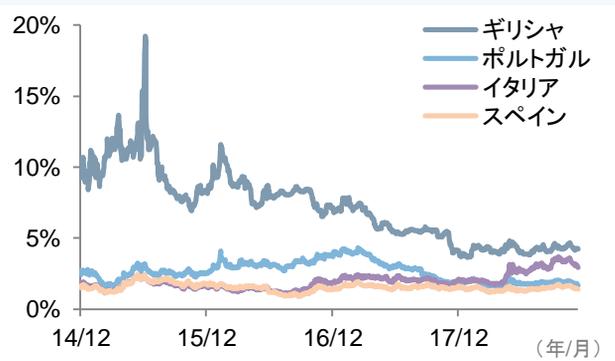
- ✓ 先週、ユーロ圏、ノルウェー、スイスの中央銀行は政策金利の据え置きを決定しました。また、ECBは資産買い入れプログラムを今年で終了することを決定しました。弊社では引き続き、ユーロ圏におけるデフレリスクの後退を背景に、ECBは2019年に利上げを行うと予想しています。しかし、軟調なコア・インフレ見通しを背景に、当分は緩和的な金融政策が継続するとみています。したがって、他の先進国に対して欧州金利が低下すると予想しています。
- ✓ ブレグジットに関する弊社の基本的な見方に変更はありません。2019年3月から現状維持の移行期間に入ると予想しています。しかしながら、今後数ヵ月間は政策を巡る不透明感が継続するとみており、英ポンドが新たなショックを吸収する緩衝材としての役割を果たすとみています。
- ✓ 政治以外の部分ではBoEが利上げを行う環境が整いつつあります。政治を巡る不透明感を背景に市場の利上げ見通しは低下していますが、弊社では不透明感が後退した場合、BoEは利上げを行うとみていることから、欧州に対して英国金利が上昇すると予想しています。

【先進国10年債金利】



期間:2014年12月31日~2018年12月14日、出所:ブルームバーグ

【欧州周辺国10年債金利】



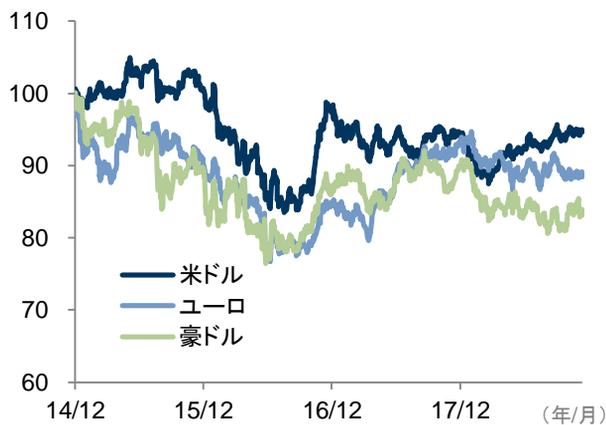


通貨配分戦略

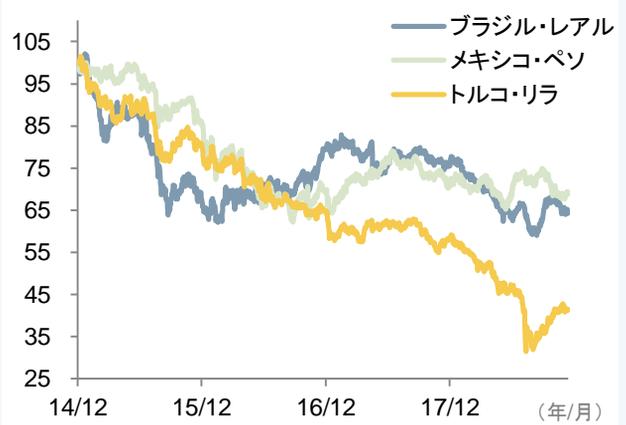
「欧州周辺国通貨に対する強気見通し」

- ✓ 貿易やブレグジットを巡る不透明感を背景に、市場のボラティリティ(変動性)は高い状態が続いています。この状況は2019年に入っても継続するとみていますが、貿易摩擦が激化する可能性があることを踏まえても、ファンダメンタルズに対して割安な水準で取引されている一部の高ベータ通貨に対しては投資機会を見出しています。

【先進国通貨(対円パフォーマンス)】



【エマージング通貨(対円パフォーマンス)】



期間: 2014年12月31日～2018年12月14日(2014年12月31日を100として指数化)、出所: ブルームバーグ

クロス・マクロ戦略(マクロ・テーマに基づき、各資産間の相対的な動向を予想)

- カナダに対する米国の金融環境引き締め見通し
 - ✓ カナダに対して米国の金融環境が引き締まるとみており、米国金利と米ドルが相対的に上昇すると予想しています。しかしながら、先々週のカナダの金融政策会合を受けた市場のハト派的な反応を受け、同見通しを引き下げました。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年12月17日



MBS(モーゲージ証券)戦略

「政府系MBSに対する弱気見通し」

- 政府系MBSに対する弱気見通し

弊社では、FRBIによるバランスシート縮小が同資産の逆風になると予想しており、引き続き政府系MBSに対する弱気見通しを維持しています。

「非政府系MBS、高格付けCLO(ローン担保証券)に対する強気見通し」

- 高格付けのCLOに対する強気見通し

AAA格のCLOは、魅力的なスプレッド水準や期待損失に対する十分な信用補完を有している点などから、高格付けの証券化商品の中で、最も強気に見ている資産の一つです。

コーポレート・クレジット戦略

「投資適格社債に対するやや強気の見通し、ハイ・イールド社債に対するやや強気の見通し」

- 投資適格社債に対するやや強気の見通し

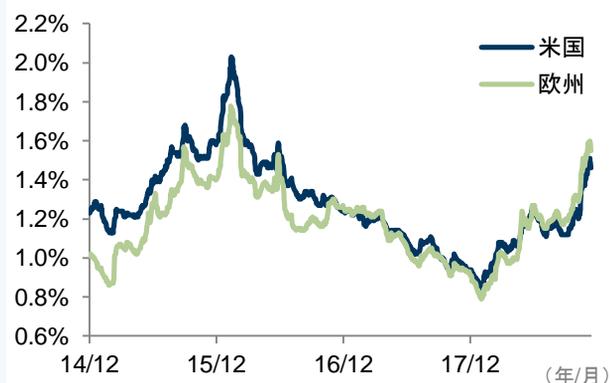
✓ 他の英国資産と異なり、英ポンド建ての投資適格社債は対米ドルの為替ヘッジ・ベースで米国の投資適格社債と概ね同程度のパフォーマンスとなっています。魅力度の低下やブレグジットを巡る不透明感を背景に、前者を弱気にみています。

- ハイ・イールド社債に対するやや強気の見通し

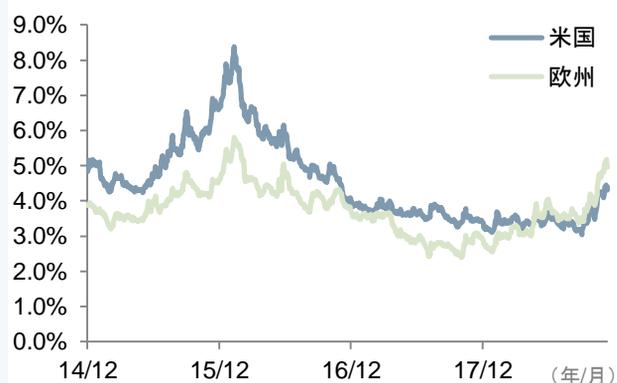
✓ ハイ・イールド社債のファンダメンタルズは改善し続けていることから、足元の軟調なパフォーマンスには景気減速を巡る懸念が起因していると考えています。

✓ 賃金や原材料費の上昇により利益率がやや低下する一方、経済成長の継続が売上高を下支えするとみており、来年も小幅ながら企業利益は成長すると予想しています。

【投資適格社債スプレッド】



【ハイ・イールド社債スプレッド】



期間: 2014年12月31日～2018年12月14日、出所: ブルームバーグ

米国投資適格社債: ブルームバーグ・パークレイズ米国投資適格社債インデックス、欧州投資適格社債: ブルームバーグ・パークレイズ欧州投資適格社債インデックス、米国ハイ・イールド社債: ブルームバーグ・パークレイズ米国ハイ・イールド社債インデックス、欧州ハイ・イールド社債: ブルームバーグ・パークレイズ欧州ハイ・イールド社債インデックス

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年12月17日

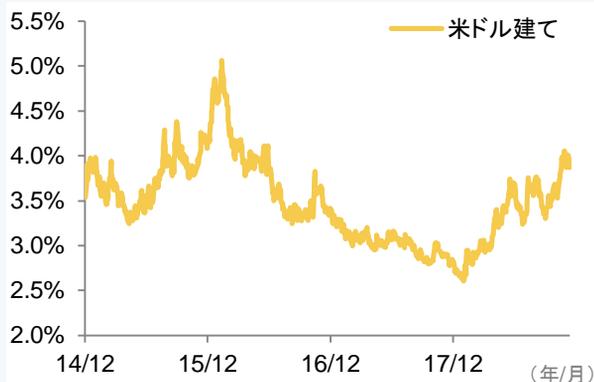


エマージング債券戦略

「外貨建て債券に対するやや強気の見通し、一部地域の現地通貨建て債券に対する強気見通し」

- ✓ インドの中央銀行のパテル総裁が突然辞任し、新たな総裁が就任するとの発表を受け、インド・ルピーは下落しました。しかしながら、同国の11月の鉱工業生産は前年同月比で+8.1%となるなど、足元のマクロ環境は良好であると考えています。

【外貨建てエマージング国債スプレッド】



【現地通貨建てエマージング国債利回り】



期間：2014年12月31日～2018年12月14日、出所：ブルームバーグ、JPモルガン

外貨建てエマージング国債：JPモルガンEMBIグローバル・ダイバーシファイド、現地通貨建てエマージング国債：JPモルガンGBI-EMグローバル・ダイバーシファイド

- 本資料は、情報提供を目的としてゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社(以下「弊社」といいます。)が作成した資料であり、特定の金融商品の推奨(有価証券の取得の勧誘)を目的とするものではありません。
- 本資料は、弊社が信頼できると判断した情報等に基づいて作成されていますが、弊社がその正確性・完全性を保証するものではありません。
- 本資料に記載された過去のデータは、将来の結果を示唆あるいは保証するものではありません。
- 本資料に記載された見解は情報提供を目的とするものであり、いかなる投資助言を提供するものではなく、また個別銘柄の購入・売却・保有等を推奨するものでもありません。記載された見解は資料作成時点のものであり、将来予告なしに変更する場合があります。
- 個別企業あるいは個別銘柄についての言及は、当該個別銘柄の売却、購入または継続保有の推奨を目的とするものではありません。本資料において言及された証券について、将来の投資判断が必ずしも利益をもたらすとは限らず、また言及された証券のパフォーマンスと同様の投資成果を示唆あるいは保証するものでもありません。
- 本資料の一部または全部を、弊社の書面による事前承諾なく(I)複写、写真複写、あるいはその他いかなる手段において複製すること、あるいは(II)再配布することを禁じます。

©2018 Goldman Sachs. All rights reserved. <152822-OTU-887319>