

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年11月6日



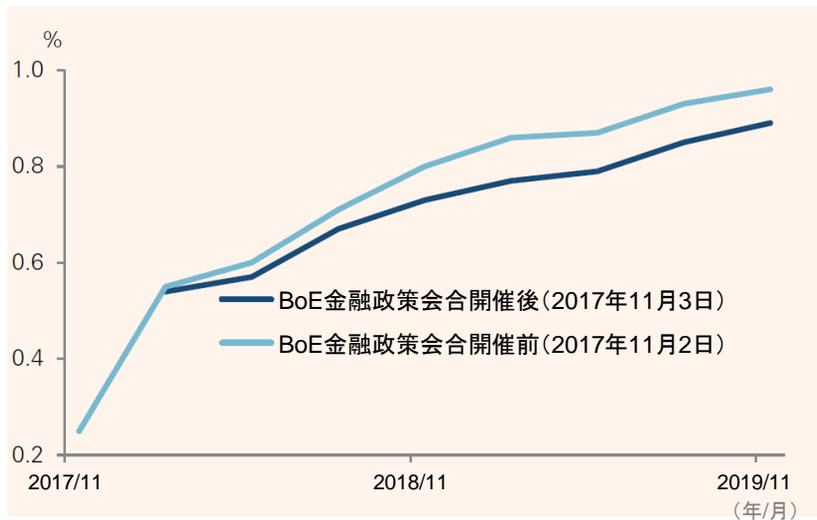
※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

今週の戦略要旨

- 先週は、米国の金融政策および財政政策の見通しが幾分明確になりました。米国では、FOMC(米連邦公開市場委員会)が開催され、政策金利の据え置きが発表されました。景気認識に関しては、2015年1月以来初めて「solid(堅調な)」という単語が使用されるなど上方修正が見られ、12月の利上げ期待が高まっています。
- 次期FRB(米国連邦準備制度理事会)議長にジェローム・パウエル氏が指名されました。同氏の経済・金融政策に対する見解は現議長と似ているため、金融政策については現在の路線が継承されると考えられます。
- 財政面では、下院共和党による税制改革案の詳細が発表されましたが、成立のタイミングや今後修正される可能性が高いことなどを踏まえると、依然として不透明な状況は続いています。また、各改革案が投資適格およびハイ・イールド社債市場、そして各セクターに与える影響度合いは様々であり、その中にはプラス・マイナス双方の影響が想定される分野も存在します。
- BoE(イングランド銀行)は、政策金利の引き上げを発表しましたが、さらなる金融引き締めは緩やかなペースで限定的かつブレグジット(英国のEU(欧州連合)離脱)後の経済動向次第であるとの姿勢を示しました。弊社では、金融政策会合開催前から英国金利の相対的な低下を見込んでいました。

今週のチャート「ハト派的な反応を促したBoE金融政策会合」

【市場が織り込む英国の政策金利】



- 左図は、先週のBoE金融政策会合開催前後における、市場が織り込む英国の政策金利を示しています。
- BoEのMPC(金融政策委員会)は、7対2で政策金利を0.25%引き上げることを決定しましたが、さらなる金融引き締めについては「緩やかなペースで限定的」になるだろうと強調しました。
- これを受け、市場ではハト派的な反応が広がり、市場が織り込む政策金利の引き上げペースは低下しました。

2017年11月2日、2017年11月3日時点
出所:ブルームバーグ

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年11月6日



デュレーション戦略(金利戦略:各国の金利動向を予想)

「米金利の上昇、日本金利の小幅上昇、欧州金利に対する中立の見通し」

米金利の上昇見通し

- ✓ 米国では、FOMCが開催され、政策金利の据え置きが発表されました。景気認識に関しては、2015年1月以来初めて「solid(堅調な)」という単語が使用されるなど、上方修正が見られました。弊社では、12月に利上げが実施されると予想しており、米国金利の上昇を見込んでいます。
- ✓ 10月のISM(米供給管理協会)製造業景気指数および非製造業景気指数は、それぞれ58.7、60.1となり、引き続き米国の経済活動は堅調に推移しています。
- ✓ 10月の非農業部門雇用者数は26.1万人増加し、労働参加率の低下を主な背景として失業率は4.1%に低下しました。2017年7-9月期のECI(雇用コスト指数)は前期比0.7%上昇し、前期の同0.5%から改善しました。これは、労働市場の逼迫が続く中で、徐々に賃金の伸びが現れてくるというFRBの見方と一致しています。9月の平均時給は前年同期比2.4%上昇と前月の2.8%上昇から減速しましたが、主に気象関連データの歪みによるものと考えられます。

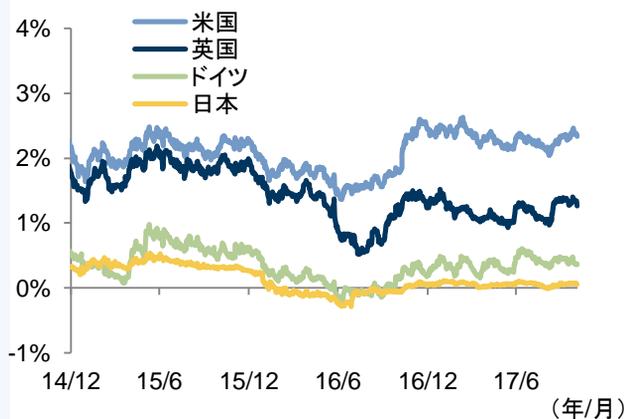
国別配分戦略(金利戦略:他国に対する相対的な金利の動きを予想)

「英国金利の相対的な低下見通し、スウェーデンに対するカナダの金利低下見通し」

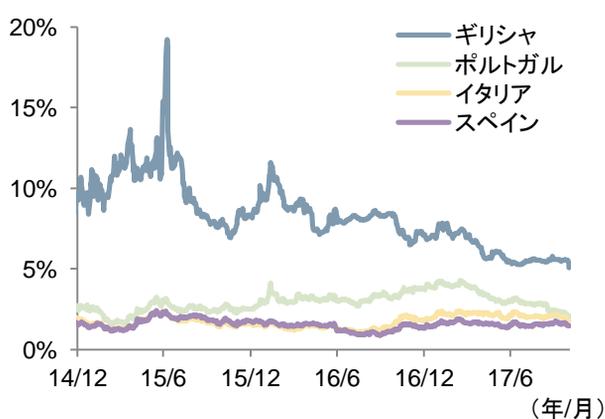
英国金利の相対的な低下見通し

- ✓ BoEは、昨年のブレグジット後の緊急利下げから方向転換し、約10年ぶりとなる政策金利の引き上げを発表しました。また、さらなる金融引き締めは、緩やかなペースで限定的かつブレグジット後の経済動向次第であるとの姿勢を示しました。弊社では、金融政策会合開催前の市場は、金融引き締めのペースを過度に織り込んでいると考えていたため、英国金利の相対的な低下を見込んでいました。実際、市場が織り込む利上げペースは、金融政策会合後に低下しています。

【先進国10年債金利】



【欧州周辺国10年債金利】



期間:2014年12月31日~2017年11月3日、出所:ブルームバーグ

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年11月6日



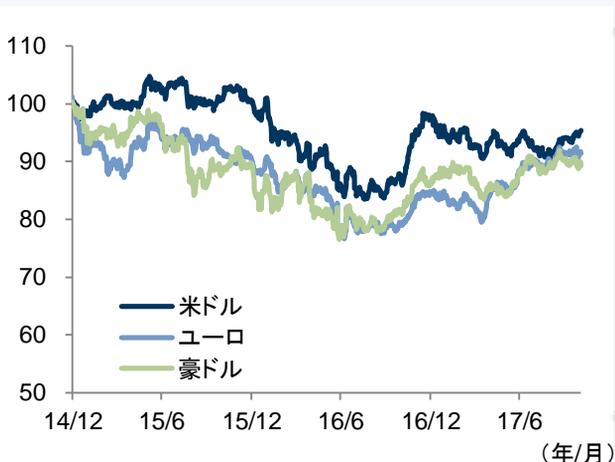
通貨配分戦略

「米ドルに対するエマージング通貨の強気見通し」

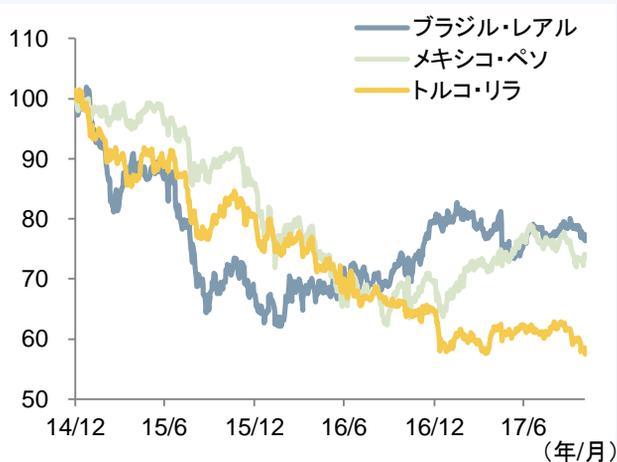
- エマージング通貨に対する強気見通し

- ✓ 足元では、各国固有の要因がエマージング通貨のパフォーマンスに影響を与えています。国外からの資金調達が困難になり得るとの懸念からトルコ・リラは下落し、中期財政計画で予想外に悲観的な財政見通しが発表されたことから南アフリカ・ランドは弱含みました。
- ✓ 米国の財政拡大見通しを背景に短期的に米ドルは強含む可能性があります。インフレの上昇傾向が明確になるまでは、持続的な上昇傾向が続くとは想定していません。
- ✓ したがって、堅調なグローバル経済の成長から恩恵を受ける、高金利のエマージング通貨を強気に見ています。

【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~2017年11月3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)

- 先週、弊社のマクロ見通しに影響を与えたイベントとして、先進国の堅調な経済指標の発表、先進国における金利上昇傾向の落ち着いた着き、リスク資産全般の上昇が挙げられます。
- アジアに対する米国の金融環境引き締め見通し
 - ✓ アジアに対して米国の金融環境が相対的に引き締めると見えています。アジア通貨に対する米ドルの上昇およびアジアに対する米国の金利上昇を予想しています。
- スウェーデンの相対的な金融環境引き締め見通し
 - ✓ ユーロに対するスウェーデン・クローナの上昇、欧州および英国に対するスウェーデン金利の低下を予想しています。これは、スウェーデンの金融環境引き締めに対して、金利ではなく通貨の上昇という形で市場が反応すると考えているためです。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年11月6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、FRBによるバランスシート縮小によってスプレッドが拡大すると予想しており、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。ファニーメイ(連邦住宅抵当公庫)債およびジニーメイ(連邦政府抵当金庫)債について、低クーポン債を弱気に見る一方、高クーポン債を強気に見ています。

「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、ハイ・イールド社債に対する中立の見通し(ただし社債よりも証券化商品に対してより強気)」

- 投資適格社債に対する中立の見通し

先週、米投資適格社債のスプレッドは概ね横ばいの動きとなりました。米国では、下院共和党による税制改革案の詳細が発表されましたが、成立のタイミングや今後修正される可能性が高いことなどを踏まえると、依然として不透明な状況は続いています。また、各改革案が投資適格およびハイ・イールド社債市場、そして各セクターに与える影響度合いは様々であり、その中にはプラス・マイナス双方の影響が想定される分野も存在します。

米国では、半数以上の企業が2017年7-9月期の決算発表を終えており、足元まで良好な決算が続いています。売上高および利益はそれぞれ前年同期比で5%増、8%増となっています。

- ハイ・イールド社債に対する中立の見通し

先週、米国ハイ・イールド社債のスプレッドは小幅に拡大しました。米下院共和党による税制改革案では、企業の支払利子控除に上限を設ける案が提示されており、これは投資適格社債よりもハイ・イールド社債にマイナスの影響を与えると考えています。一方、法人税率の引き下げ、海外滞留資金に対する軽減税率の適用、設備投資の全額即時償却を認めるなどの措置により、マイナス面は相殺されると考えます。

【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~2017年11月3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 2017年11月6日



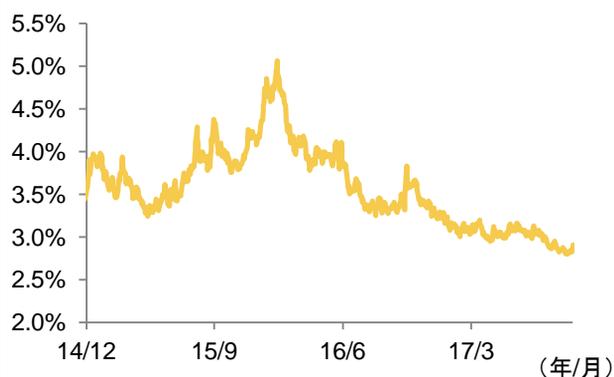
エマージング債券戦略

「米ドル建て債券: アルゼンチンに対する強気、中国に対する弱気見通し」

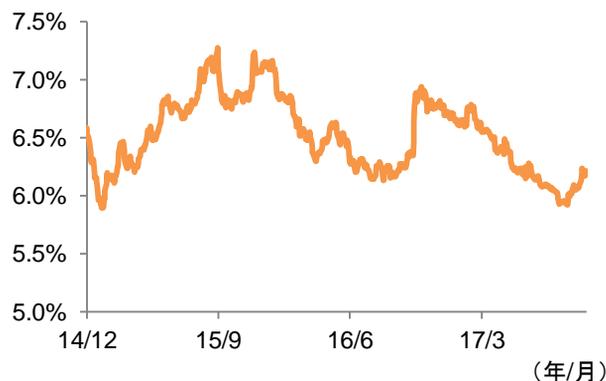
現地通貨建て債券: メキシコに対する強気、チェコに対する弱気見通し」

- ✓ 南アフリカでは、2017年の中期財政計画が発表され、予想外に悲観的な財政見通しが盛り込まれていたことから、同国の資産は下落しました。財務相は、財政再建の進展がなければ、同国の財政見通しについては暗いものとなるとの見解を示しました。
- ✓ 一方、同国のファンダメンタルズは近年改善傾向にあります。経常赤字は対GDPで6%から約2.3%に低下し、基礎的財政赤字は対GDPで2.5%から0.8%まで低下しており、経済成長が続けばさらなる改善の余地があると考えています。また、同国は12月のANC(与党・アフリカ民族会議)党首選挙を控え、政治的見通しは不透明なままとなっています。
- ✓ チェコ共和国では、0.25%の政策金利引き上げが実施され、経済成長率とインフレ予測が上方修正されました。

【米ドル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~2017年11月3日、出所: ブルームバーグ、JPモルガン

米ドル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。

©2017 Goldman Sachs. All rights reserved. <111901-OTU-640312>