

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年7月23日



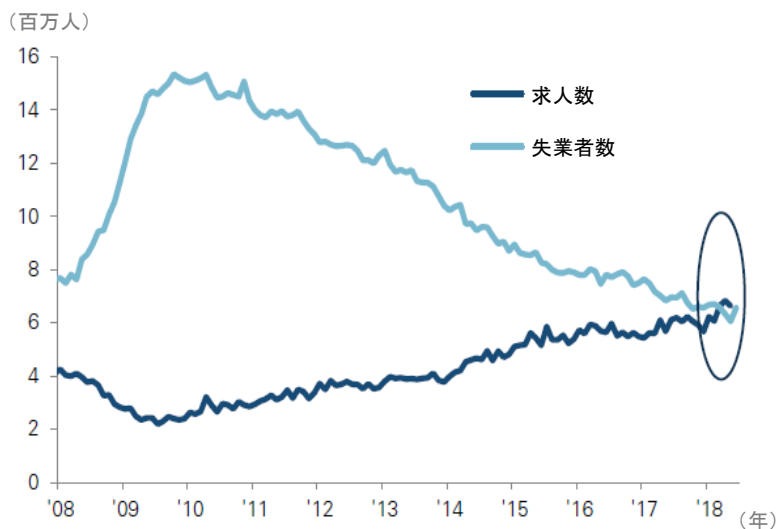
※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

今週の戦略要旨

- FRB(米連邦準備制度理事会)のパウエル議長は経済に対して強気な見方を維持した一方、貿易摩擦に関しては不確実性が高いとの認識を示し、現状では緩やかなペースでの利上げが正当化されるとの考えを示しました。事前に用意されていた冒頭証言の文言はこれまでのメッセージに沿う内容であり、今回の議会証言が近い将来の金融政策に対して重要な意味を持つとは考えていません。
- 英国では、5月までの3ヵ月間で雇用者数は13.7万人増加し、失業率は4.2%と低水準を維持した一方、6月の総合インフレと小売売上高は市場予想を下回りました。しかしながら弊社では、インフレ率がBoE(イングランド銀行)の目標を上回る状態が続いていること、4-6月期の小売売上高の伸びが堅調であること、3人の政策者が6月会合で利上げを支持したことなどを背景に、引き続き8月会合での利上げを予想しています。
- イタリアでは、財政を大幅に悪化させる予算案が今秋に成立する可能性が低下したことから、同国における短期的なリスクに関して今までよりも楽観的な見方をしています。フランス国債や欧州投資適格社債に対して、イタリア国債の利回りが相対的に低下すると見えています。

今週のチャート「労働市場の逼迫が示す米国経済の回復」

【米国労働市場】



- 左図は、米国において今年3月から求人数が失業者数を上回っていることを示しています。
- 非農業部門の雇用者数は2010年10月から毎月増加を続け、1,800万人の雇用が創出されました。このうち、民間サービス部門の雇用増加数が全体の84%以上を占めています。
- 地方連銀の経済状況をまとめたFRBによるページブックでは、幅広い業種で労働力が不足していることが明らかになりました。4-6月期決算で、労働市場の逼迫が賃金上昇をもたらしているか注視していきます。

期間:2008年~2018年

出所:マクロポンド、米国労働省

非農業部門求人数は2018年5月、失業者数は2018年6月時点

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年7月23日



デュレーション戦略(金利戦略:各国の金利動向を予想)

「米国金利の上昇見通し、スウェーデン金利と欧州金利の小幅上昇見通し」

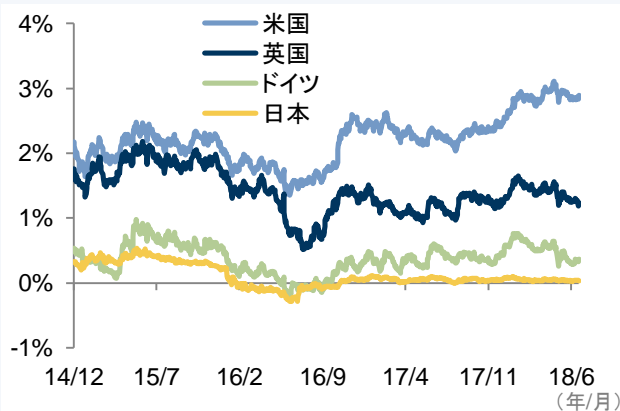
- ✓ FRBのパウエル議長は経済に対して強気な見方を維持した一方、貿易摩擦に関しては不確実性が高いとの認識を示し、現状では緩やかなペースでの利上げが正当化されるとの考えを示しました。事前に用意されていた冒頭証言の文言はこれまでのメッセージに沿う内容であり、今回の議会証言が近い将来の金融政策に対して重要な意味を持つとは考えていません。弊社では引き続き今年さらに2回の利上げを見込んでおり、短期金利の上昇を予想しています。
- ✓ 米国5年債利回りは過去1ヵ月半の間8bpsのレンジ内で推移しています。これは堅調な経済を受けた金融引き締めが、貿易摩擦を巡る懸念により相殺されていることを反映していると考えており、引き続きレンジ内での推移を予想しています。
- ✓ 米国の経済指標は引き続き堅調です。6月のコア小売売上高(変動の大きい自動車、ガソリン、建設資材を除く小売売上高)と鉱工業生産はそれぞれ前年同月比で+5%、+3.5%となりました。

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)

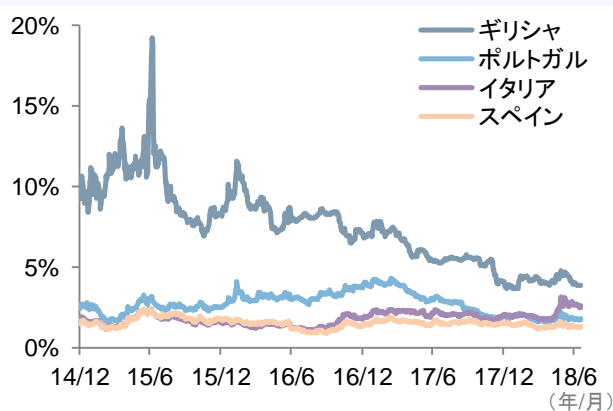
「他の先進国に対するユーロ圏の金利低下見通し」

- ✓ 英国では5月までの3ヵ月間で雇用者数は13.7万人増加し、失業率は4.2%を維持しました。失業率は1年前の4.5%から低下し、1975年以来の低水準となっています。一方、6月の総合インフレと小売売上高は市場予想を下回りました。インフレの落ち着きには衣服やゲーム、玩具などの要素が寄与しました。ブレグジットを巡る国民投票後の通貨安によるインフレ上昇圧力には落ち着きが見られます。
- ✓ 堅調な英国雇用統計は、弊社の8月利上げ予想を支持する内容となりました。インフレ率はBoEの目標である2%を上回る水準が継続しており、前回会合でチーフエコノミストであるアンドリュー・ホールデン氏を含む3人が利上げを支持したことを踏まえると、市場予想通り、8月に利上げが行われると想定しています。
- ✓ 英国とは対照的に、カナダでは6月のインフレ率が前年同月比で+2.5%、小売売上高は前月比で+1.4%となりそれぞれ市場予想を上回りました。ニュージーランドやスウェーデンでは、金融政策に対する市場の織り込みがよりタカ派的となると予想しており、これらの国に対してはカナダ金利がやや低下すると見えています。
- ✓ イタリアでは、財政を大幅に悪化させる予算案が今秋に成立する可能性が低下したことから、同国における短期的なリスクに関して今までよりも楽観的な見方をしています。フランス国債に対して、イタリア国債の利回りが相対的に低下すると見えています。

【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~2018年7月20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 2018年7月23日

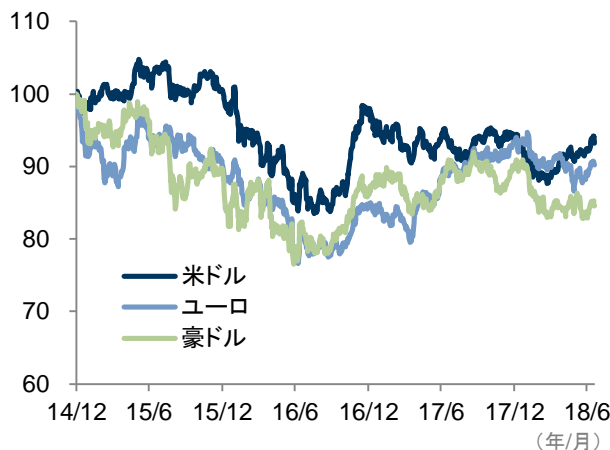


通貨配分戦略

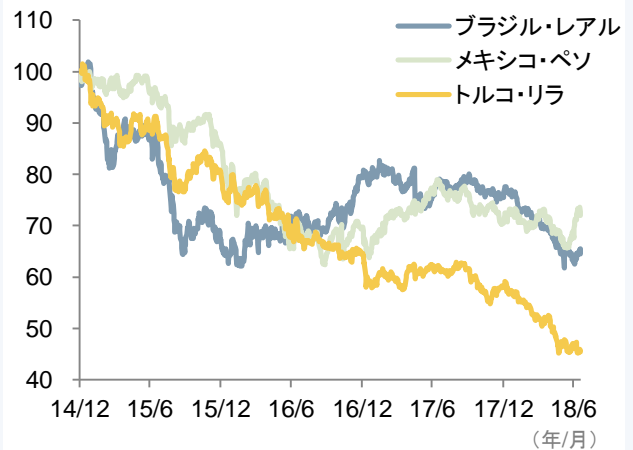
「米ドルに対する新興国通貨の上昇見通し」

- 米ドルに対する新興国通貨の上昇見通し
 - 先週、貿易摩擦、経済指標、金融政策に関する新しいニュースはほとんどありませんでしたが、米ドルは先進国通貨と新興国通貨に対して引き続き上昇しました。しかしながら、日中のボラティリティは上昇し、週前半には米ドルが複数の新興国通貨に対して一時的に下落する局面も見られました。
 - 弊社では足元の米ドル高は行き過ぎであると考え、アジア通貨に対する米ドルの上昇見通しを引き下げました。しかしながら、人民元の下落見通しは維持しています。

【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7月20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)

- 欧州投資適格社債に対するイタリア国債利回り低下見通し
 - 欧州投資適格社債に対して、イタリア国債の利回りが相対的に低下すると見えています。減税や財政支出拡大を含む予算案が今秋に成立する可能性が低下したと考えています。財政支出拡大に関しては、今後議論が進む見込みはあるものの、今年可決される可能性は低いと見えています。このことから、短期的には同国の国債が格下げされる懸念は後退し、グローバルの債券指数から除外されるリスクは低下したと見えています。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年7月23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および季節性による住宅販売の増加が、特に今年の後半にかけて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)」

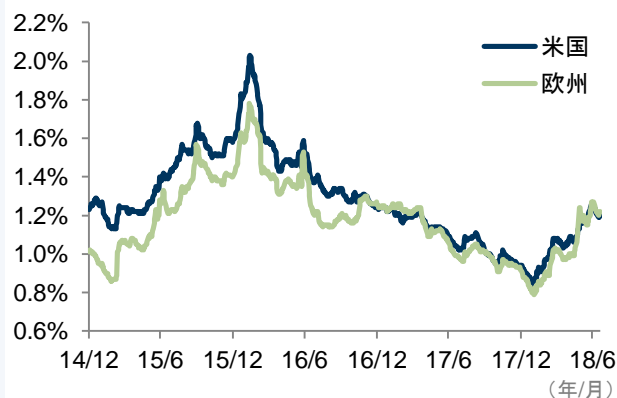
- 投資適格社債に対するやや強気の見通し

- ✓ 米国投資適格社債市場は6月下旬から堅調に推移し、以前の下落から回復しつつあります。その背景には、新規発行が限定的であること、4-6月期決算への期待、貿易摩擦を巡る新たな動きが見られないことなどが挙げられます。
- ✓ 欧州では、資本財セクターの決算発表が概ね半数終了しました。経済指標には減速が見られるものの、全体としては幅広いセクターで良好な決算となっています。

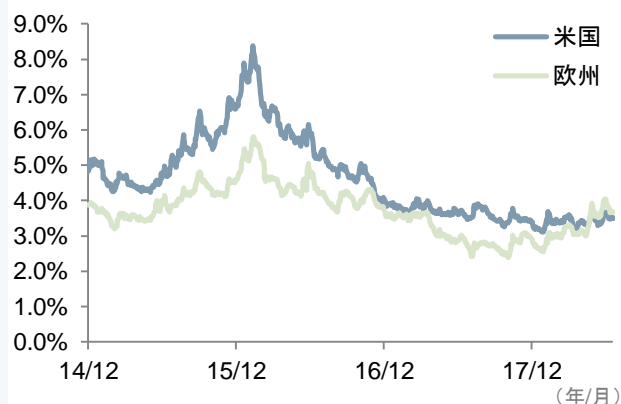
- ハイ・イールド社債に対する中立の見通し

- ✓ 今年、米国と欧州のハイ・イールド社債市場では、新規発行が限定的であることがパフォーマンスを下支えています。米国の新規発行は前年同期比で-27%となっています。
- ✓ 限定的な新規発行と旺盛な需要などを背景に、バンク・ローン市場は過去数週間プラスのリターンを記録し、年初来でハイ・イールド社債市場のパフォーマンスを上回っています。

【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7月20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7月23日

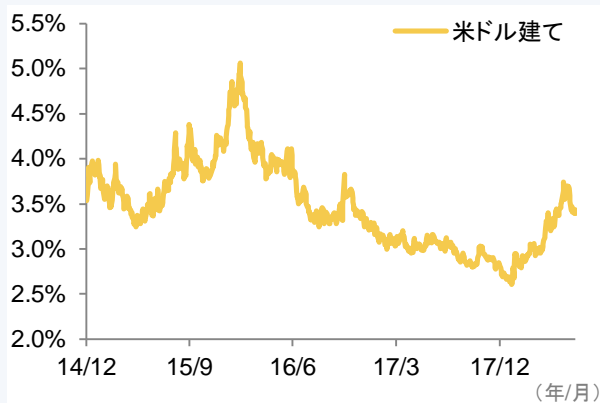


エマージング債券戦略

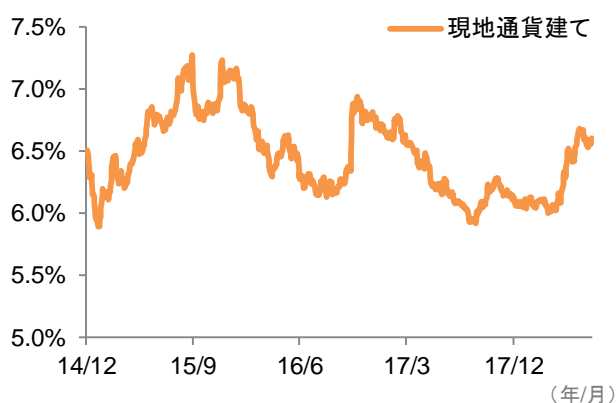
「外貨建て債券に対するやや強気の見通し、現地通貨建て債券に対する強気見通し」

- ✓ 弊社では、7月上旬のメキシコ大統領選挙前に同国資産に対する弱気見通しを引き下げていました。2015年の原油価格急落後の同国の対応は適切であったと考えており、実際に国際収支は改善しました。しかしながら、ロペス・オブラドール大統領が選挙中に掲げていた政策が実現された場合には、同国に対する逆風となると見えています。

【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7月20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. <138086-OTU-798107>