

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年11月12日



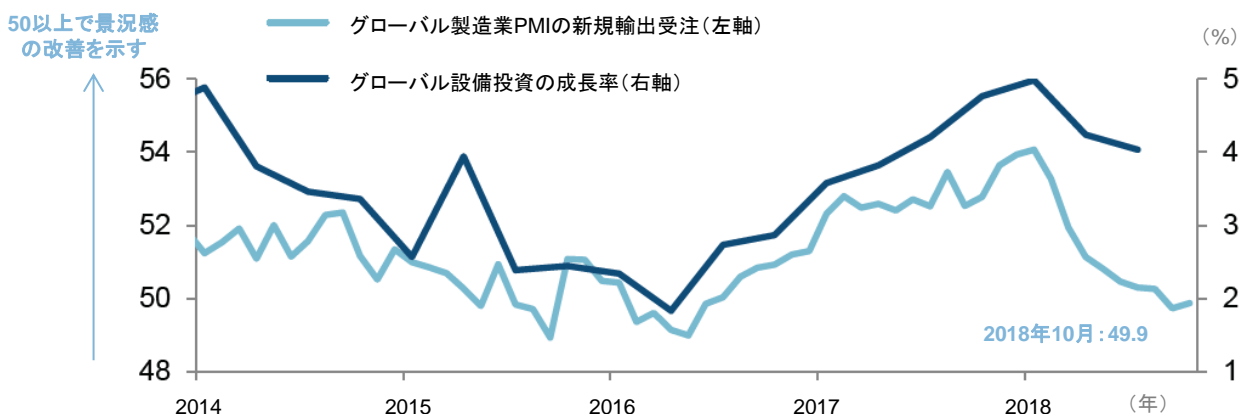
※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

今週の戦略要旨

- 米国中間選挙の結果、予想通りねじれ議会となりました。ここ数年は政策に注目が集まっていますが、今回の選挙に関しても、「経済状況やマクロ経済政策が市場の動きを形成する」という原則は変わらないと考えています。米国経済は完全雇用の状態を超え、潜在的なペースを上回る成長を遂げています。良好なマクロ環境通り、企業利益も堅調であるなか、足元の調整を受けバリュエーションが低下したことを背景に、米国社債に対する強気見通しをやや引き上げました。
- FRB(米連邦準備制度理事会)は先週の会合で政策金利の据え置きを決定しました。声明文は小幅に変更されましたが、目標付近で推移するインフレや政策見通しに関する記述には変更はありませんでした。金融環境が大幅に引き締まらない限り、12月の会合での利上げを予想していることから、米国短期金利の上昇を見込んでいます。
- 新興国通貨は同域の良好なマクロ環境や金利差を考慮すると、割安であると考えています。しかし、経済成長の加速と見通しの改善を確認するまで、強気見通しへの引き上げは様子を見ています。今月のG20首脳会議によって、米中貿易摩擦を巡る懸念が後退した場合、投資家センチメントが回復し、成長加速、貿易改善につながる可能性があるかとみています(今週のチャートを参照)。

今週のチャート「グローバルの設備投資と貿易は減速傾向」

【グローバル製造業PMI(購買担当者景気指数)の新規輸出受注と設備投資の成長率】



2018年10月時点、出所: マクロボンド、GSAM

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年11月12日



デュレーション戦略(金利戦略:各国の金利動向を予想)

「米国金利の小幅上昇見通し」

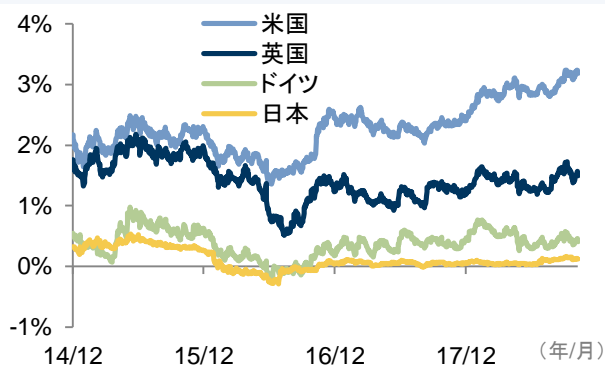
- ✓ FRBは先週の会合で政策金利の据え置きを決定しました。設備投資に関する表現が下方修正されるなど、声明文は小幅に変更されましたが、7-9月期GDPに基づく変更であるため、あくまでも過去を振り返っての評価であると考えられます。目標付近で推移するインフレや政策見通しに関する記述には変更はありませんでした。
- ✓ 株価下落や金利上昇などを受け、米国の金融環境は引き締まっています。しかしながら、2016年の米大統領選前の水準を比較すると依然として緩和的な状態が継続しています。よって、金融環境が大幅に引き締まらない限り、12月の会合での利上げを予想しています。また、金融環境が大幅に引き締まった場合は、利上げ回数よりも、利上げタイミングに影響が及ぶと考えています。
- ✓ 堅調な米国のマクロ環境を踏まえると、来年のFRBの金融政策方針に対する市場の織り込み度合いはハト派的であると考えていることから、米国金利の小幅上昇見通しを維持しています。ISM(米供給管理協会)製造業景気指数は2カ月連続で低下したものの、57.7と高水準を維持しています。さらに、非製造業景況指数も60.3と高水準を維持しています。

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)

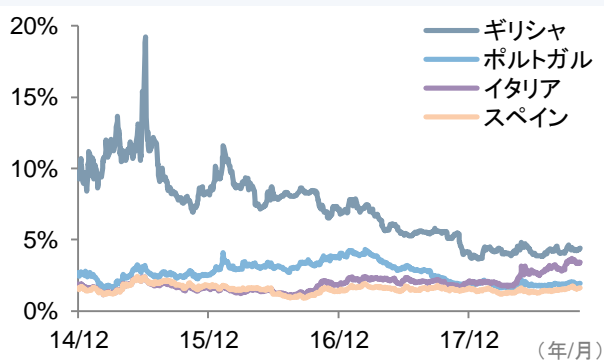
「他の先進国に対するユーロ圏の金利低下見通し」

- ✓ 弊社の予想通り、他の先進国に対してユーロ圏の金利は低下しました。調査データは、同域の経済成長率が、来年にかけて潜在的なペースを下回るとの弊社予想を裏付ける結果となっています。7-9月期のGDP成長率は前年同期比で+1.7%となり、前年同期の+2.8%から減速しました。経済成長の減速とそれに伴う軟調なコア・インフレを受け、同域における金融緩和が長期化するとの見方を強めています。
- ✓ 弊社の予想通り、英国金利は相対的に上昇しました。経済指標は市場予想を下回ったものの、ブレグジットに関して、「合意なき離脱」の懸念が後退したことを受け、BoE(イングランド銀行)が限定的かつ緩やかなペースの利上げを継続するとの見方が高まりました。

【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11月9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11月12日



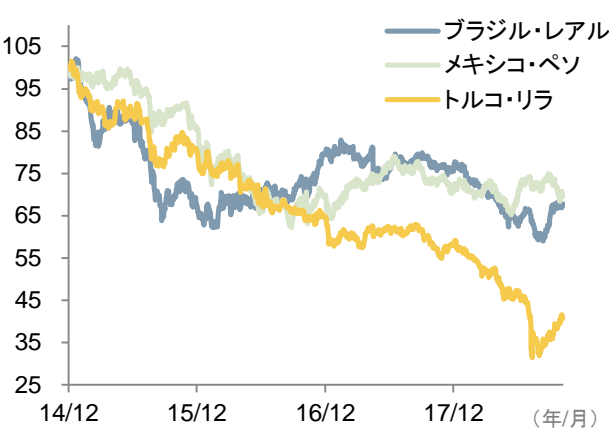
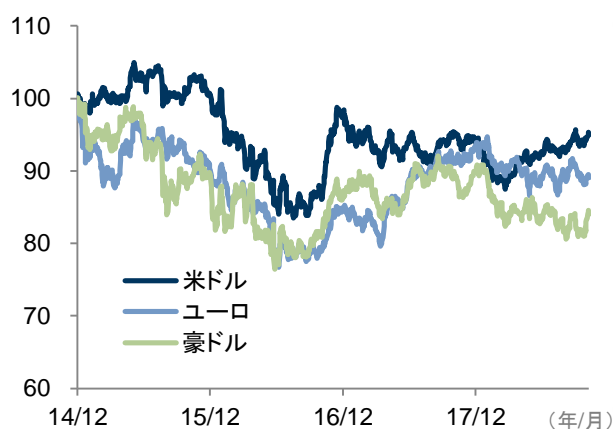
通貨配分戦略

「米ドルと新興国通貨に対する概ね中立の見通し」

- ✓ 先週の米ドルは、米国中間選挙に関するニュースや経済指標、貿易政策を巡る発言などを受け上下に振れる展開となりました。弊社では、米ドルのロング・ポジションが積み上がっていることや年内のFRBの金融政策に関しては市場の織り込みが進んでいることなどを背景に、米ドルの短期的な上昇余地は限定的であるとみています。リスクオフの局面では、弊社の予想通り、米ドルはスイス・フランや日本円などの安全通貨に対して下落しました。一方、リスク選好度の回復した局面では、弊社の見方通り、豪ドルやニュージーランド・ドルなどの高ベータ通貨が米ドルに対して上昇しました。
- ✓ 新興国通貨は同域の良好なマクロ環境や金利差を考慮すると、割安であると考えています。しかし、経済成長の加速と見通しの改善を確認するまで、強気見通しへの引き上げは様子を見ています。昨年を経済成長を牽引した貿易や設備投資は今年、減速しています。両者が回復するかどうかについては、貿易を巡る不確実性に多少依存する部分があるとみています。今月のG20首脳会議によって、米中貿易摩擦を巡る懸念が後退した場合、投資家センチメントが回復し、成長加速、貿易改善につながり、リスク資産や新興国通貨が上昇する可能性があると考えています。

【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11月9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)

他の先進国に対する欧州の金融環境緩和化見通し

- ✓ 他の先進国に対して欧州の金融環境が緩和化すると予想しており、ユーロ、欧州金利が相対的に低下するとみています。他の先進国には、英国、米国、スウェーデンなどが含まれます。欧州の軟調なインフレ見通しは、欧州主要国の金利の上値を抑える一方、他の先進国の堅調なインフレは、金融引き締めを正当化し、金融環境の逼迫要因となると考えています。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年11月12日



MBS(モーゲージ証券)戦略

「政府系MBSに対する弱気見直し」

- 政府系MBSに対する弱気見直し

弊社では、FRB(米連邦準備制度理事会)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に対する弱気見直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)に対する強気見直し」

- 高格付けのCLOに対する強気見直し

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直し、ハイ・イールド社債に対するやや強気の見直し」

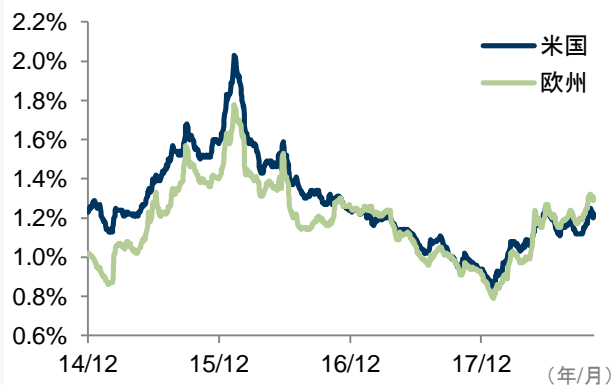
- 投資適格社債に対するやや強気の見直し

- ✓ 米国7-9月期決算発表では、売上高成長はやや減速した一方、利益成長は前四半期に続き堅調な結果となりました。全体で見れば良好な結果となっていますが、セクター間ではばらつきが広がっています。自動車セクターなど中国へのエクスポージャーの比較的大きいセクターでは、中国の需要減速の影響を受けています。
- ✓ 利益率関しては強弱まちまちの結果となりました。一部の企業は関税、原材料価格の上昇、賃金上昇などによる悪影響について言及しています。しかしながら、価格決定力のある企業はコスト上昇を価格に転嫁することで、利益率の水準を維持出来ると考えています。

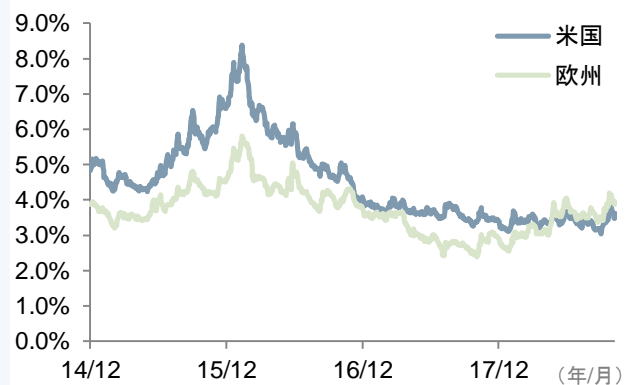
- ハイ・イールド社債に対するやや強気の見直し

- ✓ ハイ・イールド社債のスプレッドは9月の低水準から反発しました。要因としては、他のリスク資産同様、7-9月期決算が冴えない結果でスタートしたこと、米中貿易問題、ユーロ圏の経済成長の減速、金利上昇などが挙げられます。しかしながら、経済成長や企業業績が引き続き良好であることや、デフォルト率が低位にとどまっていることなどを背景に、この調整を受けて強気見直しをやや引き上げました。また需給要因も短期的な追い風になるとみています。

【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11月9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11月12日

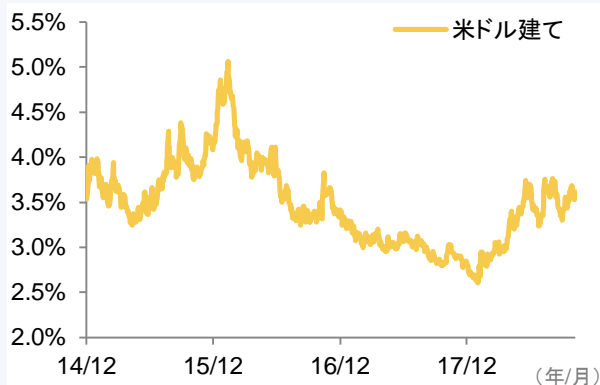


エマージング債券戦略

「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」

- ✓ 通貨を含むブラジル資産は、同国の大統領選の結果が好感されたことを受けて、上昇しました。勝利収めたボウソナロ氏は、経済政策に関して前向きな発言をしました。財務相に就任するパウロ・ゲデス氏は年金改革に注力すると述べました。

【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11月9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. <149443-OTU-866696>