

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年8月14日



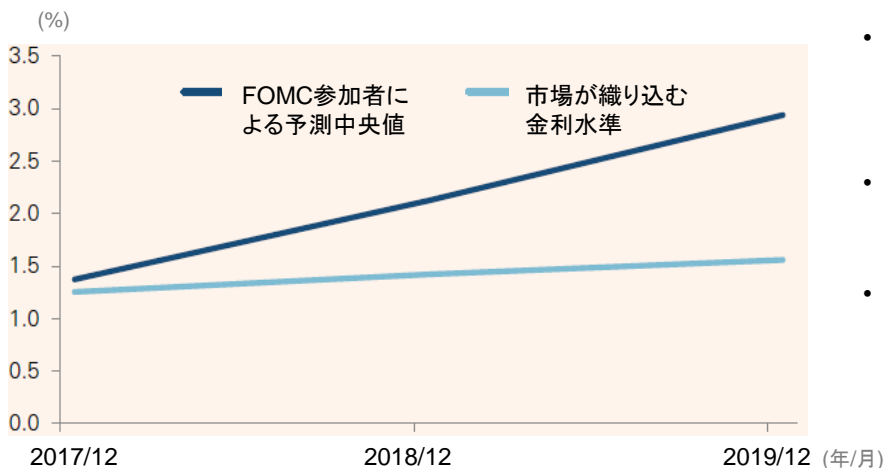
※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

今週の戦略要旨

- 北朝鮮と米国間の地政学リスクの高まりによって、市場のボラティリティは上昇し、スイス・フランや金などの安全資産の価格は上昇しました。VIX指数(ボラティリティ・インデックス)は年初来の最高水準に達しましたが、実際に市場が直面している政治・政策的不確実性や過去水準を考慮すると依然として低い水準に留まっています。
- 7月の米国のCPI(消費者物価指数)およびコアCPIは前月比でそれぞれ0.11%増加しましたが、市場予想である+0.2%を下回りました。前月までと同様、軟調な結果は変動の大きな項目に起因する一時的な要因によるものと考えています。
- クレジット資産のスプレッドが季節的に拡大しやすい時期に突入しています。弊社では、クレジット資産に対する主要テーマとして、割高なバリュエーションとスプレッド拡大をもたらすボラティリティの上昇を掲げていますが、足元では季節性を考慮して、さらに慎重な見方をしています。

今週のチャート「米金利上昇を織り込みきれていない市場」

【米金利の予測値】



出所:ブルームバーグ
2017年8月11日時点

- 左図は、FOMC(米連邦公開市場委員会)参加者による政策金利の予測中央値と市場に織り込まれた金利の予測値を示しています。
- 弊社では、市場は米国の金融引き締めペースを過小評価していると考えています。
- 年内にさらに1回の追加利上げがあると予想しています。また、FRB(米連邦準備制度理事会)は9月に、10-12月期からの実行案を盛り込んだバランスシート縮小小計画を発表すると見えています。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年8月14日



デュレーション戦略(金利戦略: 各国の金利動向を予想)

「米金利上昇の見通し、欧州、日本に対する中立の見通し」

米金利上昇の見通し

- ✓ 米国のCPIおよびコアCPIは前月比でそれぞれ0.11%増加しましたが、市場予想の+0.2%を下回りました。
- ✓ 前月までと同様、軟調な結果は変動の大きい項目に起因する一時的な要因によるものと考えています。全体に対する寄与度は相対的に小さいものの、新車価格は前月比0.5%減少しました。また、住宅の構成要素である宿泊施設は4.2%減少となり、1960年代の観測開始以降、月次ベースでは最低の水準を記録しました。
- ✓ 一方、主要項目は比較的堅調な結果となりました。医療価格、アパレル、コア・サービスはそれぞれ前月比で0.4%、0.3%、0.2%増加しました。
- ✓ 最近の軟調な結果を受け、インフレ指標は政策担当者にとって最重要項目となっています。セントルイス連銀のブラード総裁は「修正には時間がかかる」と発言しました。一方、ニューヨーク連銀のタドリー総裁は、「中期的にはインフレが2%の目標に向かって進行することを予想している」と述べました。
- ✓ 弊社では、足元の弱含みは重石になっており、改善には時間がかかると認識していますが、漸進的なコアインフレの上昇というトレンドから外れることはないと考えています。引き続き米金利の上昇を予想しており、FRBはインフレ指標の改善と市場金融環境が緩和的であることを背景に、12月に利上げを行うと見えています。

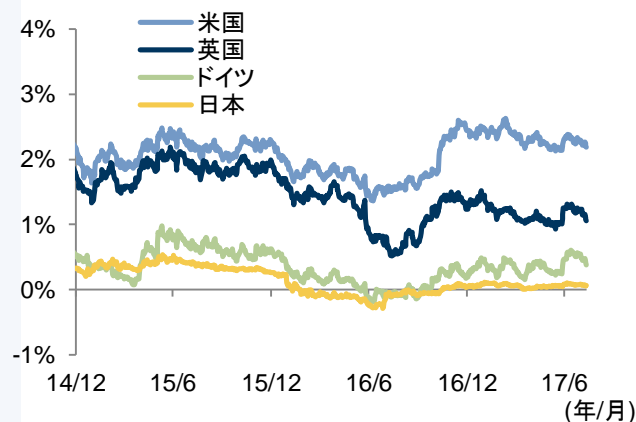
国別配分戦略(金利戦略: 他国に対する相対的な金利の動きを予想)

「米国・英国に対する欧州の金利低下、米国に対するカナダの金利低下見通し」

米国に対する欧州の金利低下見通し

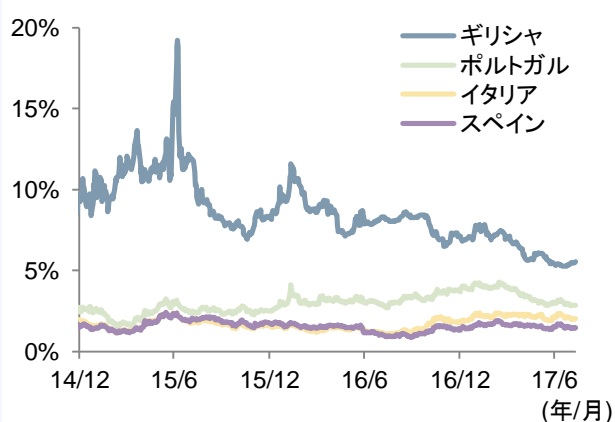
- ✓ 足元の堅調な米国雇用統計は、ドイツやフランスで6月の鉱工業生産が減少したことに示される欧州経済の鈍化とは対象的な内容でした。これにより、米金利に対して欧州金利が上昇していた足元のトレンドは反転し、弊社の予想に対して追い風になりました。

【先進国10年債金利】



出所:ブルームバーグ 期間:2014年12月31日~2017年8月11日

【欧州周辺国10年債金利】



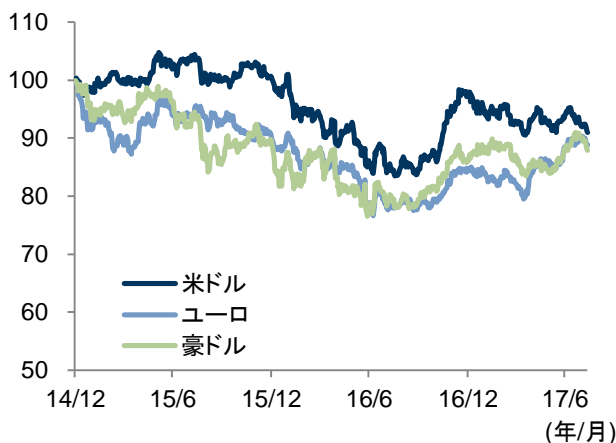


通貨配分戦略

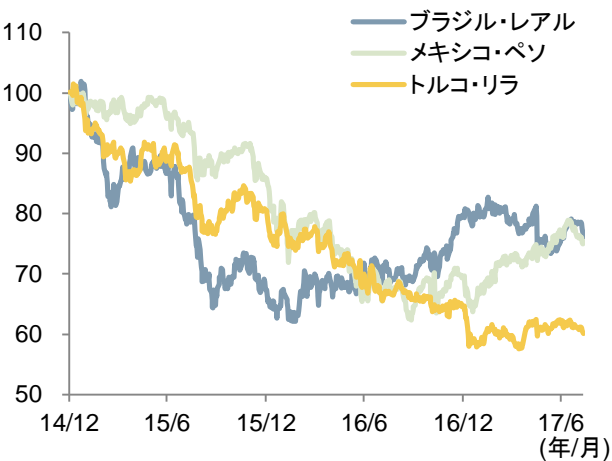
「先進国通貨に対する米ドルの上昇見通し、エマージング通貨の上昇見通し」

- 先進国通貨に対する米ドルの強気見通し
 - 米ドル指数は足元の米国雇用統計の結果を受け、15ヵ月間ぶりの低水準から反発しました。朝鮮半島における地政学リスクの高まりによるリスク回避の流れも米ドル高要因となりました。
 - 金利差および交易条件などの短期的なバリュエーションの指標に基づき、米ドルは他の先進国通貨に対して過小評価されていると考えます。さらに、長期的なバリュエーション指標の観点でも割安になってきています。
 - 弊社では、米国では市場予想に比べ、より速いペースでの利上げが実施される一方、他の先進国での利上げは市場が織り込むよりも緩やかなペースに留まると予想しています。弊社の将来の利上げ見通しに基づき、豪ドル、ニュージーランド・ドルに対する米ドルの上昇見通しを強めています。
- エマージング通貨上昇見通し(強気見通しを引き下げ)
 - 弊社では、米国、潜在的には欧州でも差し迫る「量的緩和からの脱却」に直面していることや、エマージング通貨が割高になってきていることを背景に、引き続き同通貨に対する警戒を高めています。弊社では、メキシコ・ペソやインド・ルピーなど、これまで上昇してきたエマージング通貨に対して、強気見通しを引き下げました。また、過大評価されている高利回りのエマージング通貨が下落することに対して注意を払っています。

【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)】



出所:ブルームバーグ 期間:2014年12月31日~2017年8月11日(2014年12月31日を100として指数化)

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)

- 足元、米金利が欧州金利に対して上昇したことは、欧州に対して米金融環境が引き締まるという弊社の見通しに対して追い風になりました。また、弊社の米金利と米ドル上昇の予想に対しても追い風となりました。
- 日本に対する欧州の相対的な金融環境緩和見通しの取り下げ
 - 日本金利に対する欧州金利低下の見通しと、日本円に対するユーロ下落の見通しを取り下げました。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年8月14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。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。

「高格付けのCLO(ローン担保証券)、FFELP(政府保証連邦ローン)を裏付けとするABS(資産担保証券)に対する強気見通し」

- 高格付けのCLO、FFELPを裏付けとするABS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拡大し、やや軟調な結果となりました。また、多国籍大手たばこ会社が今年2番目となる175億米ドルの起債を行ったことが市場の注目を集めました。

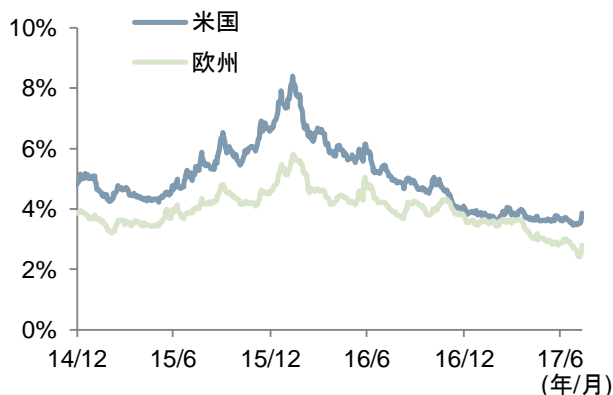
- ハイ・イールド社債に対する中立の見通し

先週、米国ハイ・イールド社債のスプレッドは拡大しました。欧州ハイ・イールド社債のスプレッドは足元数年で最もタイトな水準となっており、年初来で米国ハイ・イールド社債のパフォーマンスを上回っています。7月のバンク・ローン市場は堅調に推移しました。足元で、額面を上回る金額で取引されている銘柄は市場全体の70%超に相当し、これは6月の58%から大きく上昇しています。バンク・ローン市場の需給環境は良好である一方、さらなる上昇余地は限定的となる可能性があると考えています。

【投資適格社債スプレッド】



【ハイ・イールド社債スプレッド】



出所:ブルームバーグ 期間:2014年12月31日~2017年8月11日

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8月14日



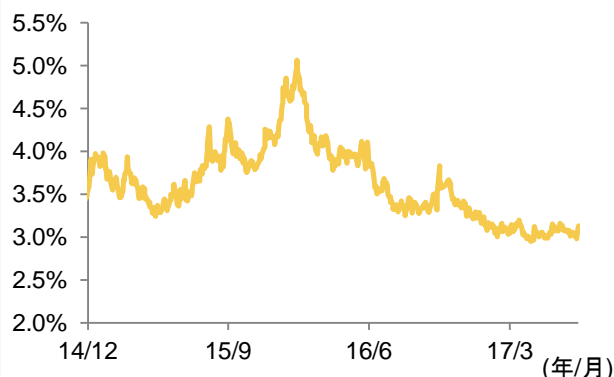
エマージング債券戦略

「米ドル建て債券: インドネシアに対する強気、中国に対する弱気見通し」

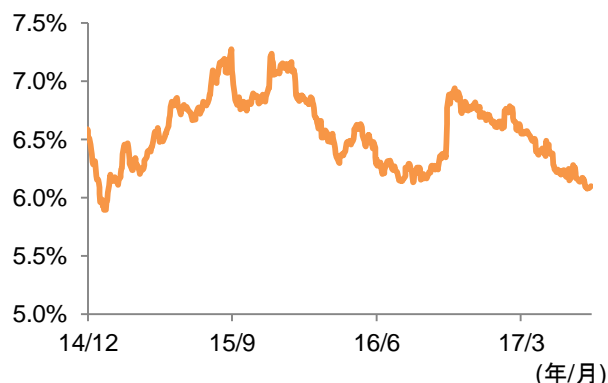
現地通貨建て債券: ブラジルに対する強気、チェコに対する弱気見通し」

- ✓ 格付け会社フィッチはメキシコに対する見通しを「ネガティブ」から「安定」に引き上げ、BBB+の格付けを維持しました。同社は、この変更は同国の成長見通しに対する下振れリスクの後退と債務安定化への期待の高まりを反映したものであると述べました。
- ✓ RBI(インド準備銀行)は政策金利を25bps引き下げ、6%としました。政策方針については中立を維持しました。インフレの上振れリスク減少について言及しましたが、将来の金融政策の意思決定はデータ次第であることを繰り返しました。

【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】



出所:ブルームバーグ、JPモルガン 期間:2014年12月31日~2017年8月11日

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. <102954-OTU-587585>