Goldman Sachs Asset Management

今週の債券投資戦略

情報提供資料　2018年8月20日

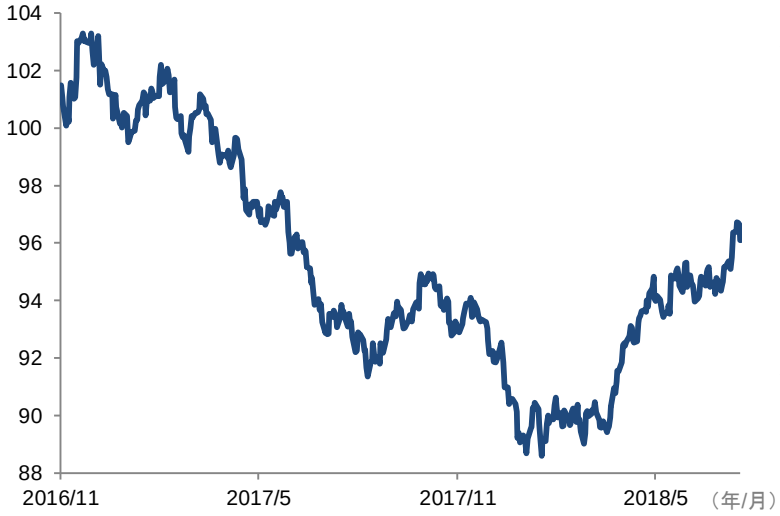
※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ（以下、債券チーム）の見解です。

今週の戦略要旨

- 足元のトルコ資産の下落は政治的な要因をきっかけとしていますが、根本的な原因は同国の経済状況にあります。外交論争は米国による制裁と関税に加え、トルコからの報復関税を引き起こしました。NATO（北大西洋条約機構）加盟国であるこの2ヵ国を巡る情勢は引き続き不安定であり、トルコの対外不均衡と異例の金融政策を不安視してきた投資家の懸念をさらに高めています。
- 金融引き締め、財政規律の遵守、地政学リスクの後退、中央銀行の独立性に対する信頼の回復などの具体的な兆候が見られない限り、トルコ資産の不安定な状況は継続する見込みです。
- 一連の出来事はトルコ特有の問題に起因しており、他の新興国資産への影響は限定的だと考えています。弊社では新興国通貨に対する強気見通しを引き下げたものの、ファンダメンタルズが良好である特定の新興国の現地通貨建ておよび外貨建て債券と通貨に対する強気見通しを維持しています。

今週のチャート「米ドル高？米ドル安？」

【米ドル指数】



期間：2016年11月末～2018年8月16日
出所：マクロボンド、GSAM

- 左図は、他の先進国通貨に対する米ドルの総合的な価値を表す米ドル指数の値動きを示しています。
- 他地域の経済成長と資産のパフォーマンスが伸び悩んでいるのに対し、米国経済および米国金融市場は引き続き堅調であることから、米ドル指数は4月中旬以降8%上昇しました。しかし、FRB（米連邦準備制度理事会）による6度の利上げ、株式市場の上昇、税制改革、保護貿易主義といった要因にも関わらず、米ドル指数はトランプ大統領が選挙に勝利した2016年11月以来4%程度下落しています。
- 結局のところ、米ドルのパフォーマンスはどの時間軸で評価するかに依存します。さらに言えば、今年の4月以前、2000年代初頭のように、必ずしも他国との金利差の拡大が通貨高に繋がるとは限らないことから、足元のドル高傾向の持続性に関しては不透明となっています。

Goldman Sachs Asset Management

※本資料は2018年8月17日時点の弊社見通しに基づき作成しています。
上記は経済や市場等の過去のデータであり、将来の動向を示唆あるいは保証するものではありません。

今週の債券投資戦略

情報提供資料　2018年8月20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」

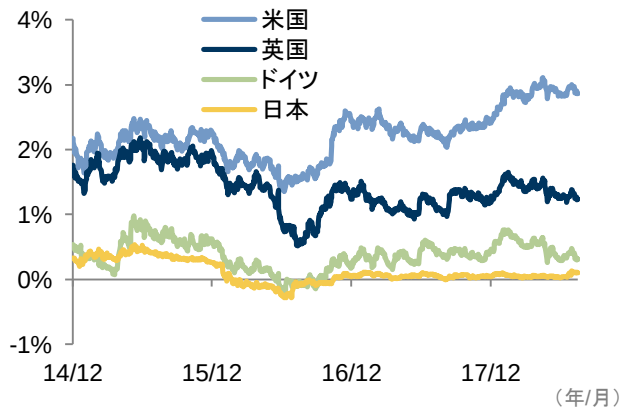
- ✓ 中小企業の事業活動や投資家心理を反映する7月のNFIB（全米独立事業者協会）中小企業楽観指数は107.9と先月の107.2から上昇し、調査を開始した1974年以来2番目に高く、今景気サイクル最高の値を記録しました。この堅調な結果は、足元のISM（米供給管理協会）製造業景気指数やPMI（購買担当者景気指数）が軟調な結果となっていたため、やや安心材料となりました。
- ✓ 7月のコア小売売上高は前月比で+0.5%、前年同月比で+5.0%の増加となったことから、米国の消費者は貿易摩擦と外交問題を過度に不安視していないと考えられます。また、前月の値は上方修正されました。堅調な国内の経済成長と労働市場は引き続き個人消費を下支えすると考えています。
- ✓ 弊社では引き続きFRBが9月会合にて利上げを行うと見ています。これまで政策決定にハト派的な姿勢をとるとされてきた政策者も、この見方を支持しているようです。先々週、昨年12月の利上げに反対していたシカゴ連銀総裁のチャールズ・エヴァンス氏は、経済は非常に良い状態にあり、インフレ率は2%に近づいているため、金融引き締めは正当化されると発言しました。

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）

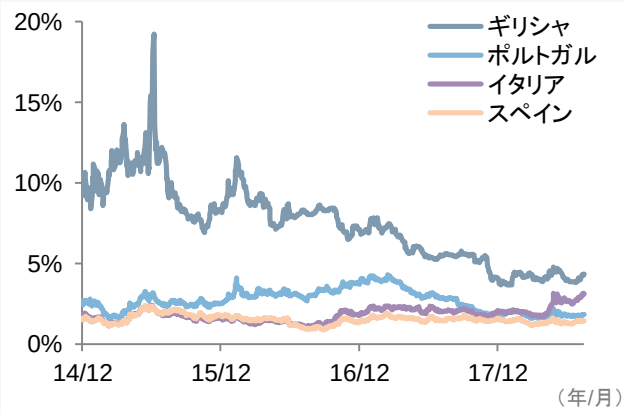
「他の先進国に対するユーロ圏の金利低下見通し」

- ✓ 弊社では引き続き欧州に対してスウェーデン金利が上昇すると見ています。足元スウェーデンのインフレ率が市場予想を下回り、スウェーデン金利が低下したことから、この見通しを引き上げました。弊社では今年後半か、来年の序盤にスウェーデンが金融引き締め政策をとると考えています。さらに、弊社では足元のスウェーデン・クローナ安が物価上昇圧力を加速させ、予想よりも早いインフレ率の上昇を引き起こす可能性があると考えています。
- ✓ 先月、BoJ（日本銀行）の金融政策が変更されるとの推測があってから、同国の長期金利は近年の最高水準にまで上昇しています。これを受けて、弊社では米国に対する日本長期金利の上昇見通しを引き下げました。
- ✓ 弊社では米国に対するカナダ金利の小幅上昇見通しを維持しており、カナダの経済指標が堅調だったことによって、実際に米国に対してカナダ金利は上昇しました。4-6月期にわたって経済指標が軟調だった結果、カナダ金利が低下したため、この見通しを当初取り入れていました。弊社ではこの軟調な経済指標は一時的なものであり、BoC（カナダ銀行）が利上げを行うと予想しているため、同国金利は上昇すると考えています。

【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8月17日、出所：ブルームバーグ

Goldman Sachs Asset Management

※本資料は2018年8月17日時点の弊社見通しに基づき作成しています。
上記は経済や市場等の過去のデータであり、将来の動向を示唆あるいは保証するものではありません。

今週の債券投資戦略

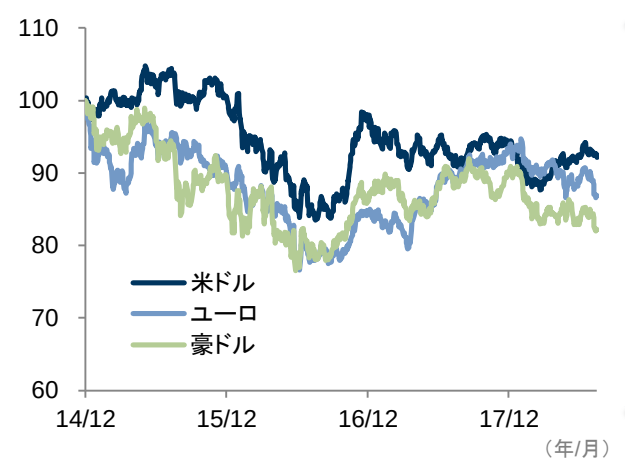
情報提供資料　2018年8月20日

通貨配分戦略

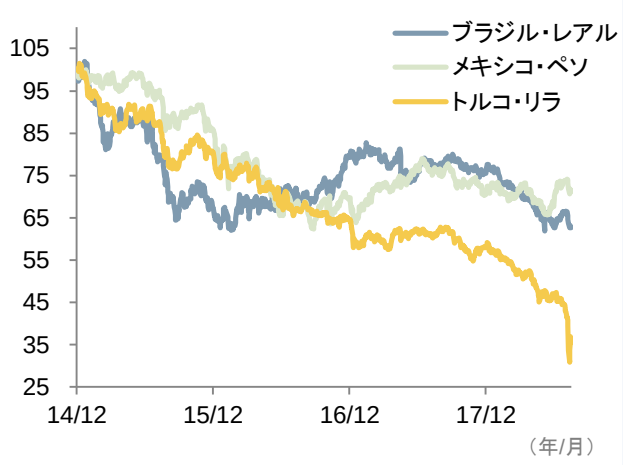
「特定の新興国通貨の上昇見通し、欧州国通貨の周期的な上昇見通し」

- 米ドルに対する新興国通貨の上昇見通し
  - ✓ トルコ・リラは先々週の後半に急落し、2018年初来、対米ドルで約35%下落しました。この通貨安は外交問題をきっかけとしていますが、問題の根本には、投資家の懸念と過度に緩和的な金融・財政政策、経常赤字と金融セクター・非金融セクターともに海外資金への依存度が高いことに加え、過剰な中央集権と中銀の独立性に対する疑念といった要因があります。
  - ✓ トルコの経済見通しに対する投資家の懸念は、他の新興国通貨に対する重石となっています。例えば、先週アルゼンチン・ペソ、南アフリカ・ランドは対米ドルで下落しました。トルコ資産の下落は同国特有の問題に起因しており、世界経済全体への影響は限定的であり、他の新興国資産の下落は正当化されないと考えています。

【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8月17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）

- ✓ 弊社のクロス・マクロ戦略における見通しは、トルコ資産の急落、他の新興国通貨安、欧州社債市場の下落からはあまり影響を受けていません。

- 欧州に対するスウェーデン金利の金融環境引き締まり見通し
  - ✓ 弊社では引き続き欧州に対してスウェーデンの金融環境がより引き締まり、スウェーデン金利と通貨がともに上昇すると見ています。インフレ率が予想を下回った後にスウェーデン金利が低下したことから、弊社では同見通しを引き上げました。

Goldman Sachs Asset Management

※本資料は2018年8月17日時点の弊社見通しに基づき作成しています。
上記は経済や市場等の過去のデータであり、将来の動向を示唆あるいは保証するものではありません。

今週の債券投資戦略

情報提供資料　2018年8月20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」

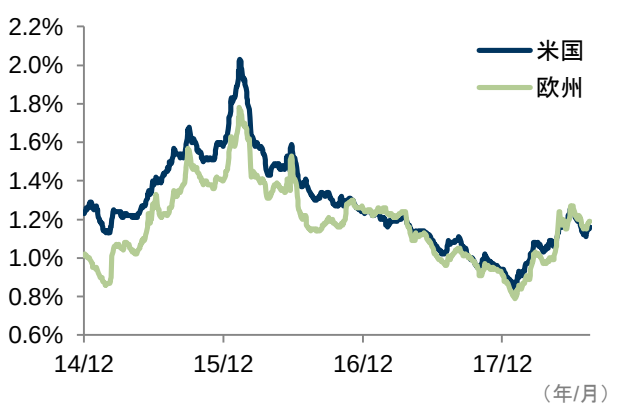
- 高格付けのCLOに対する強気見通し
  AAA格のCLOは、魅力的なスプレッド水準や期待損失に対する十分な信用補完を有している点などから、高格付けの証券化商品の中で、最も強気に見ている資産の一つです。

コーポレート・クレジット戦略

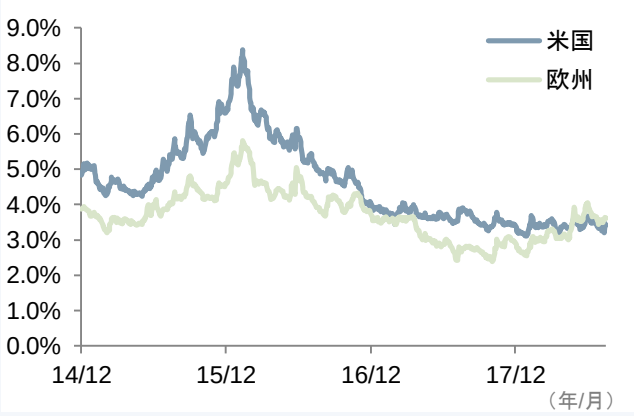
「投資適格社債に対するやや強気の見通し、ハイ・イールド社債に対する中立の見通し（ただし社債よりも証券化商品に対してより強気）」

- 投資適格社債に対するやや強気の見通し
  - ✓ ドイツの化学・製薬メーカーの製造する除草剤に発がん性物質が含まれると米国裁判所が評決を下した結果、同社の株価は先週月曜日に下落し、社債のスプレッドは拡大しました。さらなる訴訟の懸念は、株価に対して短期的な影響を与えると考えられますが、これまでタバコ業界、医薬品業界におけるこうした事例が格下げや買収などに繋がったことはありません。
- ハイ・イールド社債に対する中立の見通し
  - ✓ トルコ市場の下落による投資家センチメントの悪化にも関わらず、先週のハイ・イールド社債とバンク・ローンのパフォーマンスは比較的安定したものとなりました。

【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8月17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・バ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・バ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・バ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・バークレイズ欧州ハイ・イールド社債インデックス

Goldman Sachs Asset Management

※本資料は2018年8月17日時点の弊社見通しに基づき作成しています。
上記は経済や市場等の過去のデータであり、将来の動向を示唆あるいは保証するものではありません。

今週の債券投資戦略

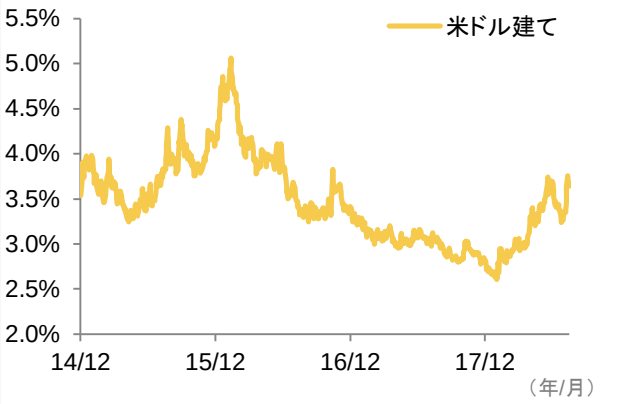
情報提供資料　2018年8月20日

エマージング債券戦略

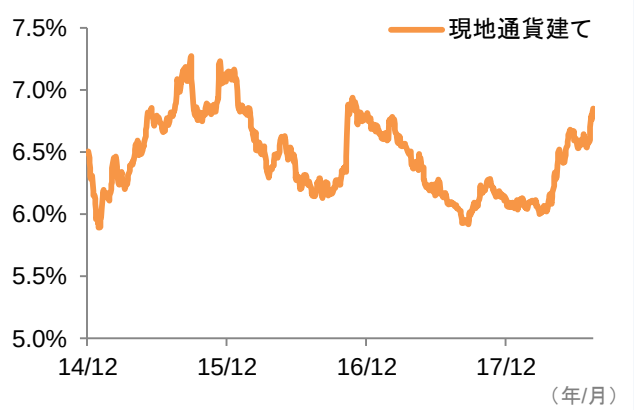
「外貨建て債券に対するやや強気の見通し、現地通貨建て債券に対する強気見通し」

- ✓ 金融引き締め、財政規律の遵守、地政学リスクの後退、中央銀行の独立性に対する信頼の回復などの具体的な兆候が見られない限り、トルコ資産の不安定な状況は継続する見込みです。
- ✓ 一連の出来事はトルコ特有の問題に起因しており、他の新興国資産への影響は限定的だと考えています。弊社では新興国通貨に対する強気見通しを引き下げたものの、ファンダメンタルズが良好である特定の新興国の現地通貨および外貨建て債券と通貨に対する強気見通しを維持しています。

【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8月17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.　<140870-OTU-815210>

Goldman Sachs Asset Management

※本資料は2018年8月17日時点の弊社見通しに基づき作成しています。
上記は経済や市場等の過去のデータであり、将来の動向を示唆あるいは保証するものではありません。