

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年7月2日



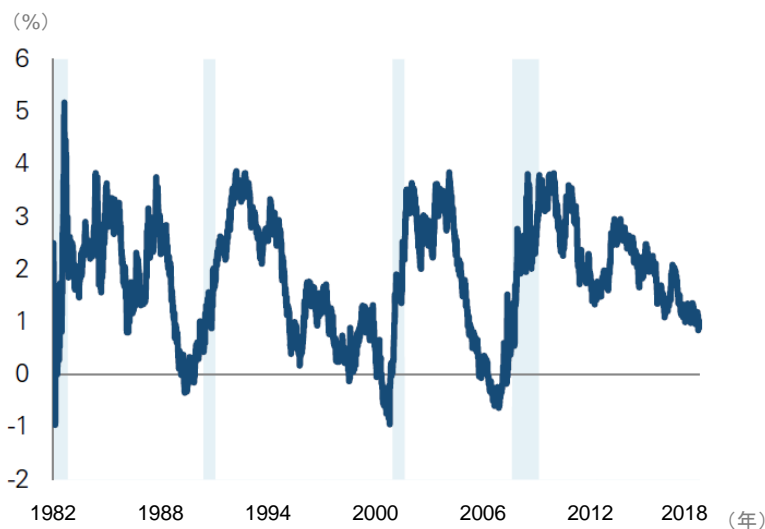
※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

今週の戦略要旨

- 保護貿易主義に対する市場の懸念は継続しており、先週アジア新興国通貨は大幅に下落しました。新興国のマクロ環境とはほとんど無関係に、貿易摩擦と米ドル高が同域の資産に対する重石となっています。弊社では新興国での選挙を巡る不透明感に引き続き注意を払っています。
- 今年前半、米国を除く世界の経済成長にはやや減速が見られました。1-3月期は個人消費が、4-6月期には設備投資と鉱工業生産が減速しました。しかしながら、複数の主要先進国における6月PMI(購買担当者景気指数)の速報値には、安定と改善の兆しが見られ、今年後半のハードデータ(実際の経済活動の結果を集計した指標)は改善する可能性があります。
- 先々週、BoE(イングランド銀行)は政策金利を据え置くことを発表しましたが、金融政策委員会の9人のうち3人が利上げを支持しました。英国では今年後半にかけて金融引き締めが行われると見ていますが、政策者らは経済指標の動向やブレグジットを巡る交渉の先行きが明確になった後に利上げを行うと見ており、8月の会合では金利が据え置かれると考えています。

今週のチャート「米国:イールドカーブのフラット化」

【米国10年債と3か月債のイールド・スプレッド】



期間: 1982年6月末~2018年6月28日

出所: マクロボンド

網掛け部分は全米経済研究所による景気後退期を示しています。

- 左図の網掛け部分が示す通り、米国のイールドカーブの形状は景気後退の先行指標とされてきました。足元のイールドカーブのフラット化によって、米国経済の先行きに対する懸念が広がっています。
- 堅調な労働市場、良好な国内の経済活動、財政刺激策、未だ比較的緩和的な金融環境などは、近い将来景気後退に陥る確率を低下させる要因となっています。
- さらに現在、過去と比べてターム・プレミアムが低い水準に留まっています。これは、将来の利下げ見通しが少しでも高まれば、イールドカーブの逆転が起こりうることを示唆しています。
- 以上の通り、足元のイールドカーブのフラット化は、以前ほど景気サイクルのシグナルとしての役割を果たしておらず、大幅な逆イールド化が起こらない限り、景気後退に陥る可能性は低いと考えています。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年7月2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」

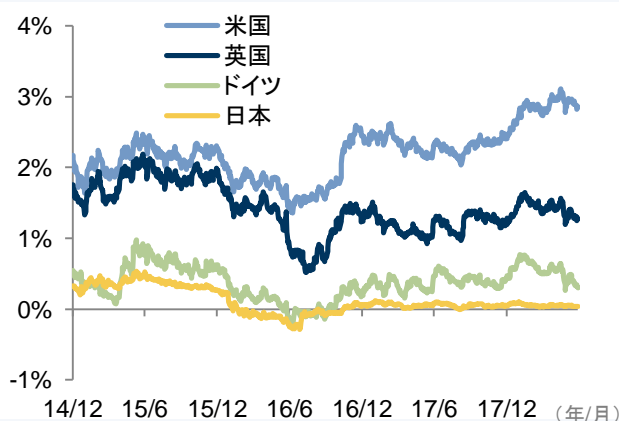
- ✓ 弊社では、欧州金利がやや上昇すると見えています。ユーロ圏の金融政策はしばらくは緩和的な状態が継続すると見えますが、市場はECB(欧州中央銀行)の最初の利上げを2020年の1月と織り込んでおり、これは弊社の2019年9月とする予想に比べて過度にハト派的であると考えています。
- ✓ 貿易摩擦を巡るニュースが先週の米国金利変動の主な要因となりました。しかしながら、貿易摩擦を巡る懸念の高まりを受けリスクオフの展開となったことを踏まえると、比較的緩やかな低下に留まりました。
- ✓ 5月の米国コアPCE(個人消費支出)は前年同月比で+1.96%の増加となり、2012年4月以来の高水準を記録しました。堅調なインフレはFRB(米連邦準備制度委員会)の経済見通しに即する結果であり、失業率が大幅に低下しない限り、金融政策方針に影響を与えないと考えています。弊社では年内2回の利上げが行われ、2019年にかけて金融引き締めが継続すると見えています。

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)

「他の先進国に対するユーロ圏の金利上昇見通し」

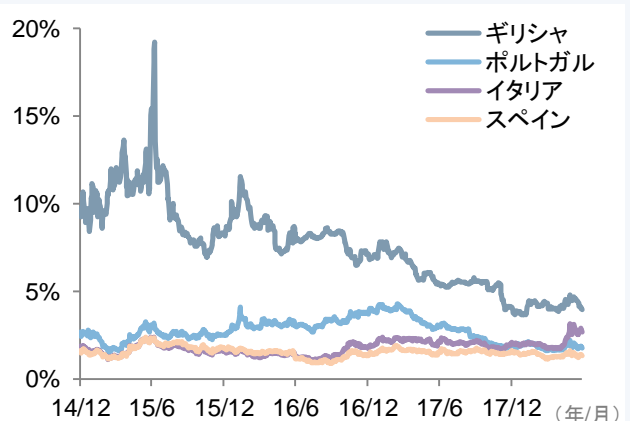
- ✓ 今年前半、米国を除く世界の経済成長にはやや減速が見られました。1-3月期は個人消費が、4-6月期には設備投資と鉱工業生産が減速しました。個人消費がその後回復したことは、1-3月期の軟調な結果には寒冷な気候などの一時的な要因が起因していることを示唆している一方、鉱工業生産は未だ低調となっています。しかしながら、複数の主要先進国における6月PMIの速報値には、安定と改善の兆しが見られ、今年後半のハードデータは改善する可能性があります。
- ✓ BoEの6月会合では、チーフエコノミストであるアンドリュー・ホールデン氏が利上げを支持しましたが、利上げを主張したのは9人中3人に留まり、政策金利は据え置きとなりました。会合の議事要旨によれば、政策者らは足元の強弱入り混じる経済指標を前向きに捉えており、4-6月期GDPは1-3月期の軟調な結果から改善すると考えています。
- ✓ 弊社ではECB会合後に欧州金利が低下したことを受け、英国金利に対する欧州長期金利の低下見通しを取り下げました。一方、FRBの政策に対する市場の織り込む水準が弊社予想に近づいたことを受け、英国金利に対して米国金利が低下すると予想しています。
- ✓ 年金基金の高い需要により、英国を含む他の先進国に対して米国長期金利が低下すると見えています。また、米国に対してオーストラリア金利が低下すると見えています。引き続き需給ギャップがマイナスで推移していること、賃金上昇が見られないことなどからオーストラリアの金融政策はハト派的となると見えています。

【先進国10年債金利】



期間:2014年12月31日~2018年6月29日、出所:ブルームバーグ

【欧州周辺国10年債金利】



今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年7月2日

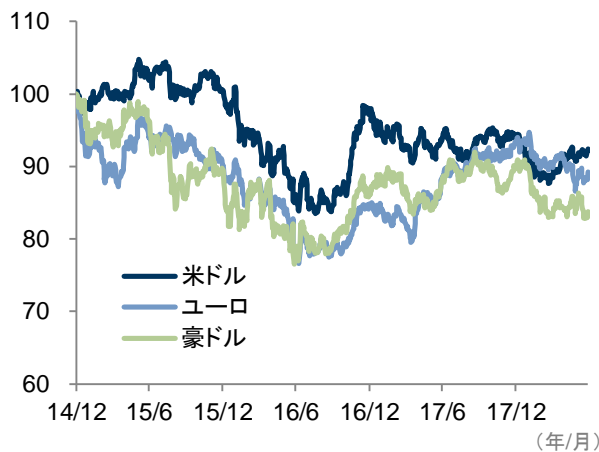


通貨配分戦略

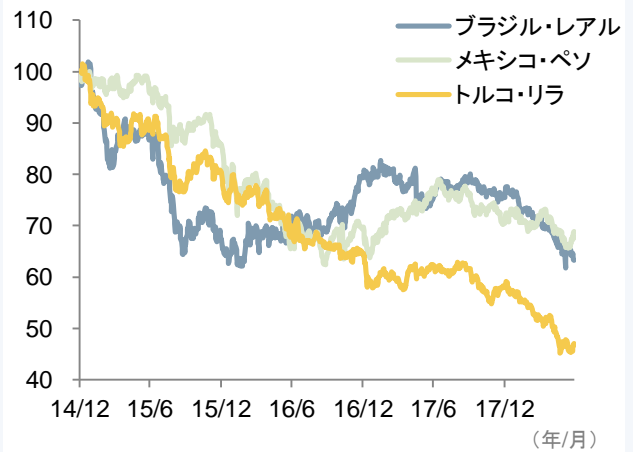
「米ドルに対する新興国通貨の上昇見通し」

- 米ドルに対する新興国通貨の上昇見通し
 - 先週、米中貿易摩擦を巡る懸念により、アジア通貨、特に中国人民元が大幅に下落しました。一方、米ドル、スイス・フラン、日本円などの安全通貨は堅調に推移しました。
 - 弊社ではユーロに対して、域内の経済成長の恩恵をより受けるスウェーデン・クローナ、ポーランド・ズロチを含む複数の欧州通貨が上昇すると見えています。

【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6月29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)

- ノルウェーの中央銀行がタカ派的な姿勢に転じたため、弊社では9月に利上げを行う可能性があると考えています。同銀行が金利見通しを据え置いた一方、今後3年間のインフレ見通しを下方修正したことは、実質金利の上昇を示唆しています。弊社では欧州に対するノルウェー金利の上昇見通しを引き上げました。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年7月2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

- ✓ 欧州の投資適格社債市場は米国のパフォーマンスを下回りました、要因として、政治を巡る不透明感、大量の新規発行、9月以降のECBの債券買入プログラム縮小により下支えが弱まる見通しとなったことなどが挙げられます。

- ✓ ECBが今年終わりにかけて量的緩和を終了させていくことから、弊社では欧州社債のクレジットスプレッドが拡大し、セクターや発行体間でパフォーマンスに大幅なばらつきが生じると考えています。

- ハイ・イールド社債に対する中立の見通し

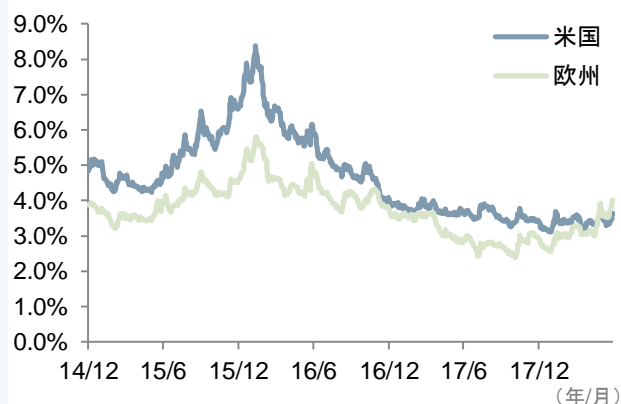
- ✓ 新規発行が限定的であったことなどを背景に、米国ハイ・イールド社債市場のパフォーマンスは、欧州を上回りました。また、欧州の政治的な逆風も一因となっています。

- ✓ 欧州の社債が軟調な展開となったことを受け、ファンダメンタルズが良好な銘柄のバリュエーションは魅力的な水準になっていると見ています。また、特定の発行体に関しては、ユーロ建て社債に投資機会を見出しています。

【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6月29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2日

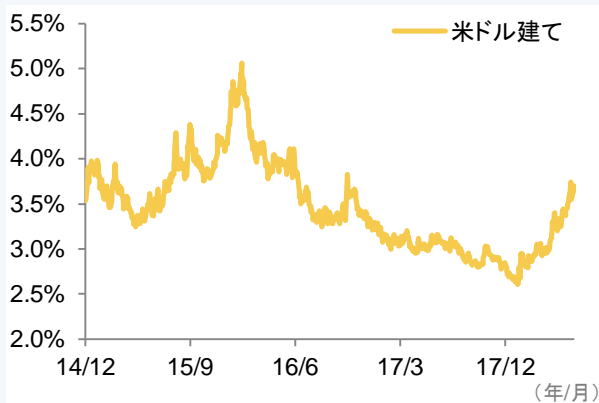


エマージング債券戦略

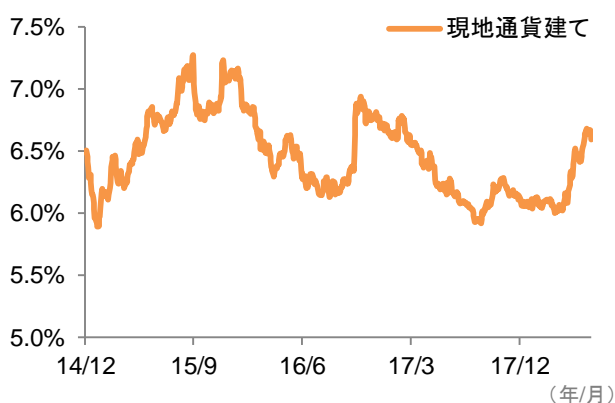
「外貨建て債券に対して中立、現地通貨建て債券に対する強気見通し」

- ✓ トルコでは、エルドアン大統領の再選が決定し、短期的には政治懸念が後退したことから、同国の資産は一時的に上昇しました。しかしながらその後、同氏による異例のポリシー・ミックスが継続するとの懸念などを背景に、同国の現地通貨建て債券と通貨は下落しました。

【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6月29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. <135842-OTU-784903>