

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年5月7日



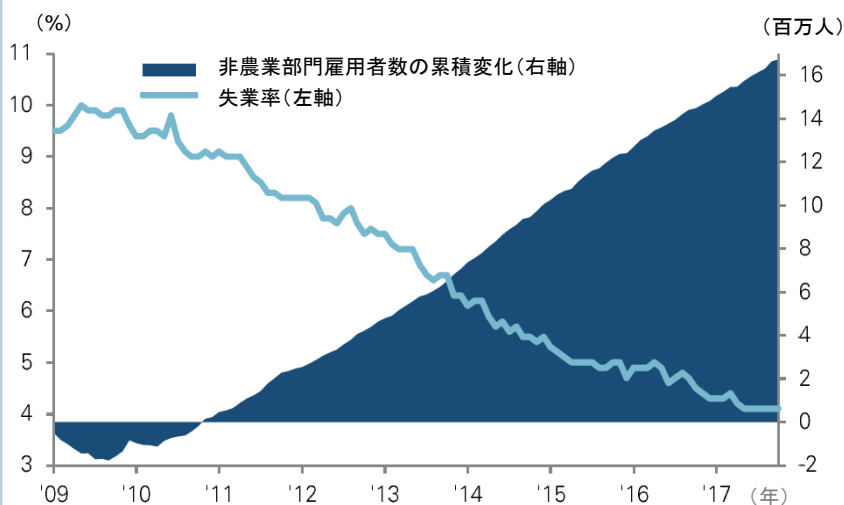
※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

今週の戦略要旨

- 足元数週間で経済指標の鈍化に対する市場の関心が高まっています。しかしながら、米国においては、この流れが短期的にFRB(米連邦準備制度理事会)の金融政策方針に影響を与えとは考えておらず、引き続き今年3回の更なる利上げを見込んでいます。
- ユーロ圏では、3月の総合インフレとコア・インフレの速報値はそれぞれ前年同月比で+1.37%、+1.03%の上昇となり、インフレにやや減速が見られました。弊社では引き続き、ユーロ圏におけるインフレは市場や政策者らの予想を下回ると見ています。経済成長やインフレが更に軟調な結果となった場合、ECB(欧州中央銀行)は資産買い入れ計画を2019年まで延長し、利上げ時期を後ろ倒しする可能性があると考えています。
- 概ね半数程度の企業が1-3月期の決算発表を終えましたが、今までのところ、S&P500構成企業は前年同期比で税引き前利益が+15%、EPS(1株あたり利益)が+24%となっています。売上高成長率は2017年10-12月期と比較してやや鈍化しているものの、税引き前利益やEPSの成長率はここ数年の決算より堅調な結果となっています。

今週のチャート「労働市場の逼迫化は賃金上昇をもたらす」

【米国労働市場】



- 左図は、景気後退が終了したとされる2009年6月以降の米国における失業率と非農業部門雇用者数の変化を表しています。
- 同期間を通して、失業率は5.6%低下し、1,690万人以上の雇用が創出されました。
- 今年、労働市場の逼迫によって、賃金が更に上昇すると見ています。民間部門の1-3月期の賃金は前年同期比で+2.9%と2008年以降最も高い水準を記録するなど、賃金上昇の傾向が見られ始めています。

時点: 2018年4月時点
出所: マクロボンド

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年5月7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、スウェーデン金利の小幅上昇見通し」

● 米国金利の上昇見通し

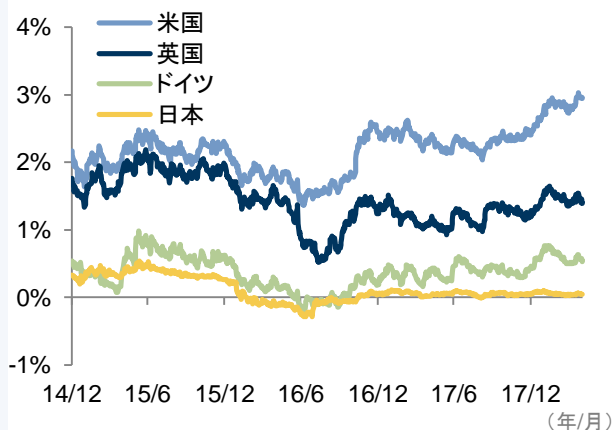
- ✓ 4月の米国の非農業部門雇用者数は16万4,000人増加し、失業率は2000年12月以来の低水準となる3.9%に低下しました。ISM製造業景気指数は9ヵ月来の低水準となる57.3に低下しましたが、依然として景気拡大を示す高い水準に留まっています。1-3月期の実質GDP成長率は+2.3%と良好な結果になったものの、家計消費には減速が見られました。
- ✓ 3月のPCE(個人消費支出)が前年同月比で+1.9%と2017年初以来の高水準に達しました。物価関連の指標は前年の値が軟調であったことによるベース効果の影響などで上昇しています。労働市場の逼迫などを受け、インフレ上昇圧力が高まり、今年のコア・インフレは平均で1.8-2.0%に達すると予想しています。
- ✓ 市場予想通り、FRBは先週の会合で政策金利の据え置きを決定しましたが、6月の利上げ予想は高まっています。弊社では、市場は数年先までの米国の金融引き締めを過小評価していると考えています。さらに、供給増加が米国債市場に対して重石になると見ており、特に年限の短い米国金利の上昇を見込んでいます。
- ✓ 軟調な経済指標の発表、資産価格の大幅な調整、地政学リスクや保護貿易を巡る懸念の高まりなどが起きた場合、弊社は米国金利に対する見通しを変更する可能性があるものの、今のところ米国金利の上昇を見込んでいます。

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」

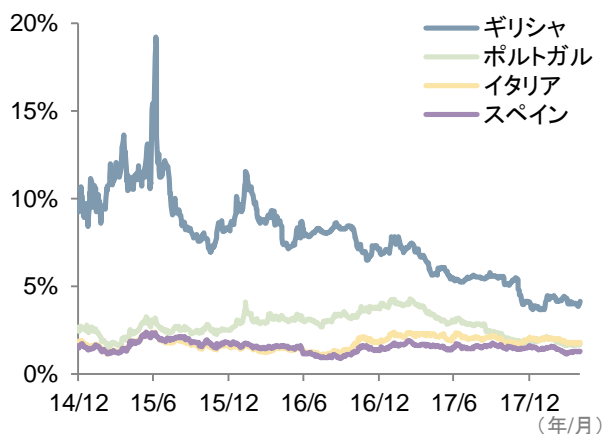
- ✓ ユーロ圏では、3月の総合インフレとコア・インフレの速報値はそれぞれ前年同月比で+1.37%、+1.03%の上昇となり、弊社の見方通りインフレは鈍化しました。
- ✓ 今年、ユーロ圏の前年同月比のコア・インフレは平均で0.9%程度に留まり、市場予想の1.2%やECB予想の1.1%を下回ると見えています。また、ECBが6月の会合でインフレ見通しを上方修正し、7月の会合で資産買入れ規模を9月に縮小する発表を行うと見えています。弊社では資産買入れ計画は今年中に終了を迎えると思っていますが、経済成長やインフレが更に軟調な結果となった場合、ECBは同計画を2019年まで延長し、利上げ時期を後ろ倒しする可能性があると考えています。

【先進国10年債金利】



期間:2014年12月31日~2018年5月4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5月7日



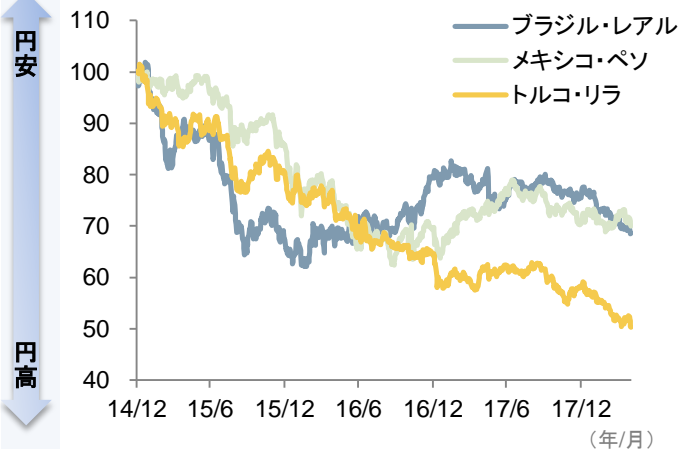
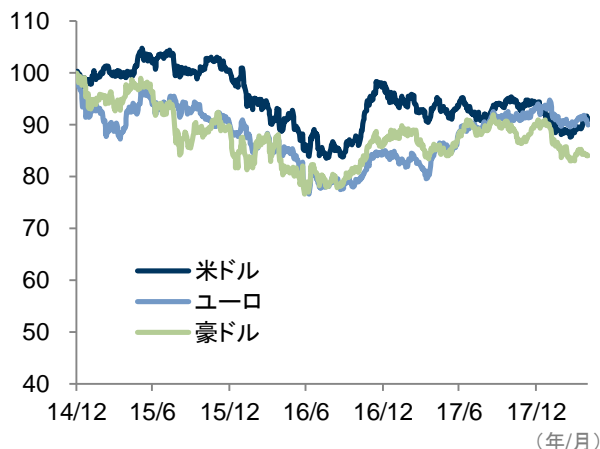
通貨配分戦略

「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
 - FRBが他国の中央銀行に先立ち利上げを進めており、金利差が拡大しているにも関わらず、足元数カ月で米ドルは比較的軟調に推移していましたが、先週は上昇しました。マクロ経済や金融政策に見通しに大きな変更はなく、先週米ドル高となった要因はやや不明瞭です。この流れが継続するかどうか判断するのは時期尚早であり、米ドルに対して中立の見通しを維持しています。
 - 引き続き、新興国通貨および景気変動の影響を受けやすく、ユーロ圏よりも早期に金融引き締めが行われると予想している複数の欧州通貨の上昇を見込んでいます。

【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)】



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)

- 欧州に対する米国の金融環境引き締め見通し(見通しの取り下げ)
 - 堅調なパフォーマンスなどを受け、欧州に対する米国の金融環境引き締め見通しを取り下げました。
- 英国と欧州に対するスウェーデンの金融環境引き締め見通し
 - 英国と欧州に対してスウェーデンの金融環境引き締まると予想しており、スウェーデン金利とスウェーデン・クローナが相対的に上昇すると見込んでいます。同国の軟調なインフレや中央銀行のハト派的な姿勢が同見通しに対して逆風となっています。スウェーデンのインフレが目標に近づくとこの弊社の見方に変更はありませんが、中央銀行の姿勢やインフレ指標の発表を注視しています。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年5月7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)」

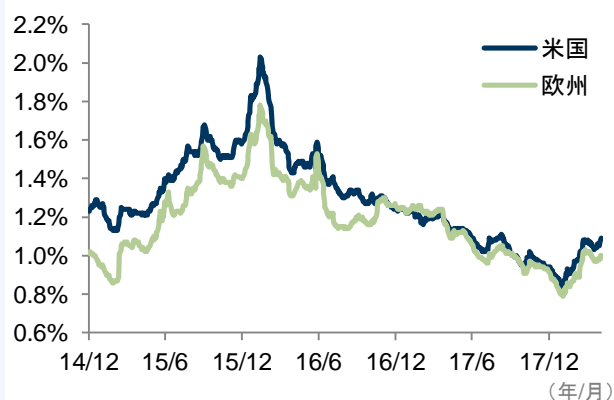
- 投資適格社債に対するやや強気の見通し

- ✓ 概ね半数程度の企業が1-3月期の決算発表を終えましたが、今までのところ、S&P500構成企業は前年同期比で税引き前利益が+15%、EPSが+24%となっています。売上高成長率は2017年10-12月期と比較してやや鈍化しているものの、税引き前利益やEPSの成長率はここ数年の決算より堅調な結果となっています。
- ✓ テクノロジーセクターなど、米国外に多額の現金同等物を保有する企業は、税制改革の影響を受け、現金の保有や短期投資を減少させています。

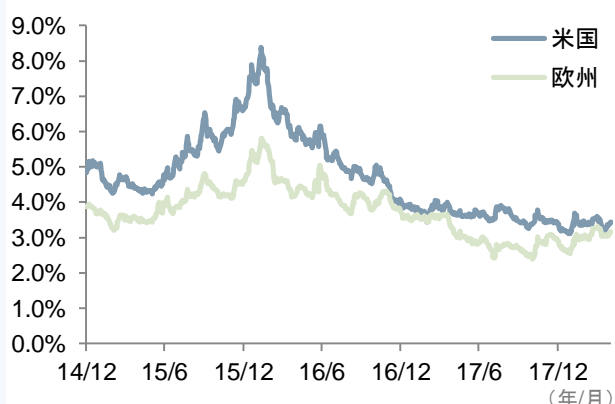
- ハイ・イールド社債に対する中立の見通し

- ✓ バンク・ローンの市場規模は1兆米ドルを超え、ハイ・イールド社債市場に匹敵する大きさとなってきています。金利上昇を背景に、堅調な需要が新規発行を消化する状況となっています。

【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5月4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5月7日

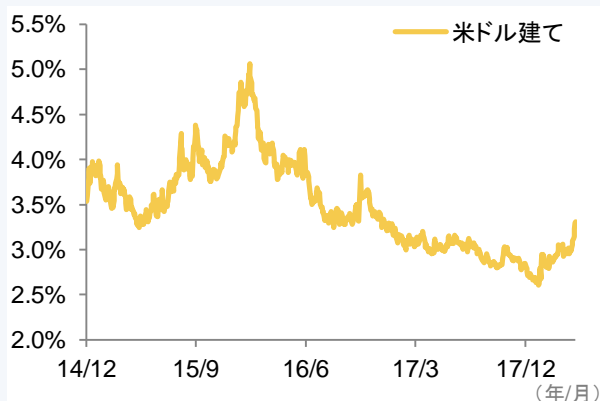


エマージング債券戦略

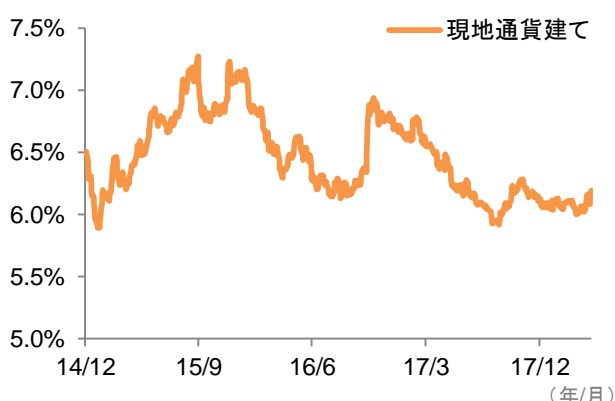
「米ドル建て債券に対して中立、現地通貨建て債券に対する強気見通し」

- ✓ 米ドルに対する通貨価値の保護やインフレ抑制を目的として、アルゼンチンの中央銀行は24時間の間に2回の緊急利上げを行い、政策金利を計9.75%引き上げ、40.0%としました。
- ✓ 同国は、この数日前にも3.0%の利上げを行っており、今回の緊急利上げで更に外貨準備高を減少させました。しかしながら、この金融政策は引き締めを目指す財政政策と矛盾しておらず、政策者に対する投資家の信頼を取り戻す正しい方向に向かっていると考えています。

【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】



期間：2014年12月31日～2018年5月4日、出所：ブルームバーグ、JPモルガン

米ドル建てエマージング国債：JPモルガンEMBIグローバル・ダイバースファイド、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・ダイバースファイド

- 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. <130485-OTU-752454>