

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年11月5日



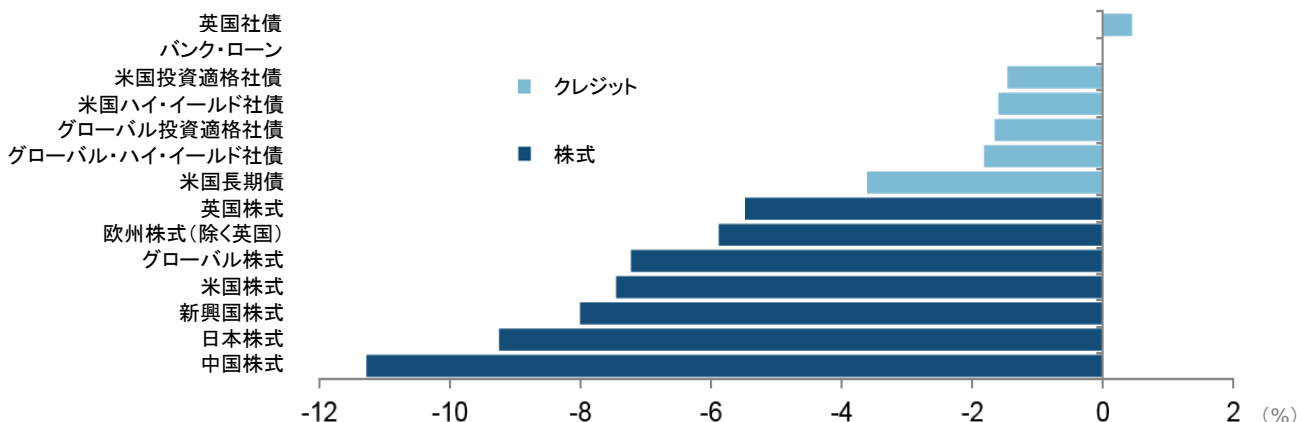
※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

## 今週の戦略要旨

- 10月の米国非農業部門雇用者数は+25万人となり、失業率は49年来の低水準となる3.7%を維持しました。平均時給は前年同月比で+3.1%と今回の景気サイクルの最高値を記録しましたが、ベース効果によって押し上げられた部分もあるとみています。ソフトデータ(アンケート等に基づき業況や業績見通しなど主観的に判断された数字を集計したもの)に基づく、今後はハードデータ(実際の経済活動の結果を集計したもの)が軟化することが示唆されていますが、これにはハリケーンの影響だけでなく関税や供給制約が寄与すると考えています。コスト増加、経済成長の減速、財政刺激策の効果の剥落なども逆風となりうるため、注視しています。
- 10月はリスク資産にとって厳しい1ヵ月となりましたが、株式と比較するとクレジット資産の下落幅は限定的となりました(今週のチャートを参照)。投資家のセンチメントは10月の終わりにかけて改善し、11月は比較的穏やかなトーンでスタートしています。新興国通貨に対しては、世界経済成長に再び勢いが見られるまで、中立の見方としています。また、クレジット資産に関しては、足元の調整や限定的な新規発行を背景に、年末にかけてパフォーマンスが改善すると見込んでおり、やや強気の見方をしています。
- 直近英国で発表されたインフレレポートに関して、BoE(イングランド銀行)は賃金上昇は予想よりも早いペースで進んでいるとの認識を示したものの、利上げは緩やかで限定的であるべきと繰り返し述べました。しかしながら、BoEのマクロ経済見通しや政策ガイダンスはブレグジットを巡る交渉が円滑に進むことを前提としています。弊社では、「現状維持」の移行措置決定で合意した場合、2019年前半に利上げが行われると予想しており、引き続き相対的に英国金利が上昇すると見込んでいます。

## 今週のチャート「2018年10月:クレジット資産の下落幅は株式と比較して限定的」

## 【10月のトータル・リターン】



2018年10月末時点、出所:【株式】マクロボンド、MSCI、【クレジット】ブルームバーグ、【バンク・ローン】クレディ・スイス

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年11月5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」

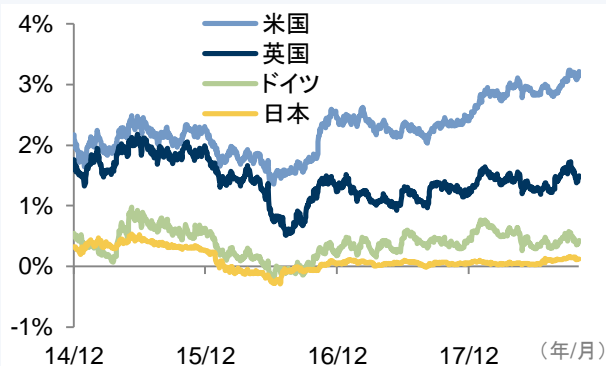
- ✓ 10月の米国非農業部門雇用者数は+25万人となり、失業率は49年来の低水準となる3.7%を維持しました。平均時給は前年同月比で+3.1%と今回の景気サイクルの最高値を記録しましたが、ベース効果によって押し上げられた部分もあるとみています。
- ✓ ISM(米供給管理協会)製造業景気指数は2か月連続で低下しました。項目別でも、全体的に弱含む展開となっています。しかしながら、総合値と主要項目の値はいずれも拡大を示す域にとどまっています。今後、ハリケーンの影響により経済指標はやや軟化することを想定していますが、関税、供給制約、コスト増加、経済成長の減速、財政刺激策の効果の剥落などによる影響を注視しています。
- ✓ 弊社では米国金利がやや低下するとの見方をしていましたが、足元ではやや上昇すると見込んでいます。先月の調整の後、リスク選好度は回復していくとみています。加えて、年金基金からの需要の減速や、米国債の供給増加を見込んでいることから、米国債に対する需給面での下支え効果が薄れていくと予想しています。

## 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)

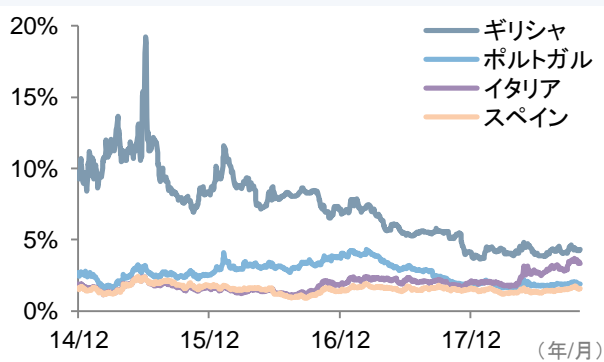
## 「他の先進国に対するユーロ圏の金利低下見通し」

- ✓ 経済指標の発表を受け、米国に対してユーロ圏の金利が低下するとの見方を強めています。ユーロ圏の7-9月期GDP成長率(速報値)は前年同期比で+1.7%に減速し、過去3年来の最低水準を記録しましたが、コア・インフレ(速報値)は年率で1%程度を維持しました。これらの結果はECB(欧州中央銀行)の金融引き締め方針にほとんど影響を与えないとみています。
- ✓ 対照的に、米国では、コア・インフレ率が2%の目標付近で推移し、失業率は構造的失業率を下回っていることから、FRB(米連邦準備制度理事会)は概ねデュアル・マンデート(物価の安定と雇用の最大化)を達成したと考えています。さらに、株式市場の下落やクレジット・スプレッドの拡大などによる足元の金融環境の逼迫化を乗り越える強さはユーロ圏の経済には見られません。
- ✓ 英国では、市場は2020年まで利上げが行われないと織り込んでいますが、BoEが賃金上昇は予想よりも早いペースで進んでいるとの認識を示したことなどを踏まえ、ブレグジットの交渉が比較的円滑に進んだ場合、2019年前半に利上げが行われると弊社では予想しています。したがって、ノルウェーに対して英国金利が上昇するとみています。さらに、ユーロ圏に対する英国金利上昇の見通しを引き上げました。

## 【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2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5日

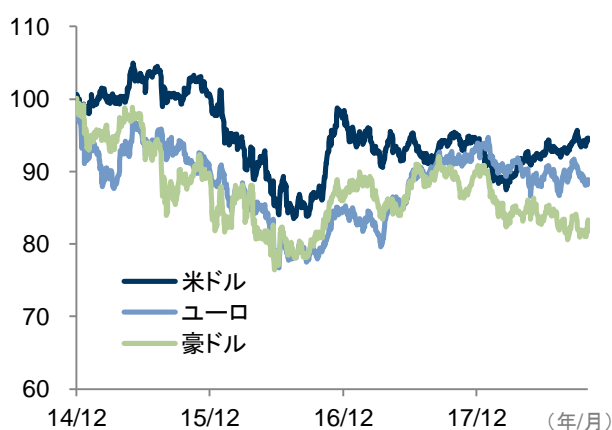


## 通貨配分戦略

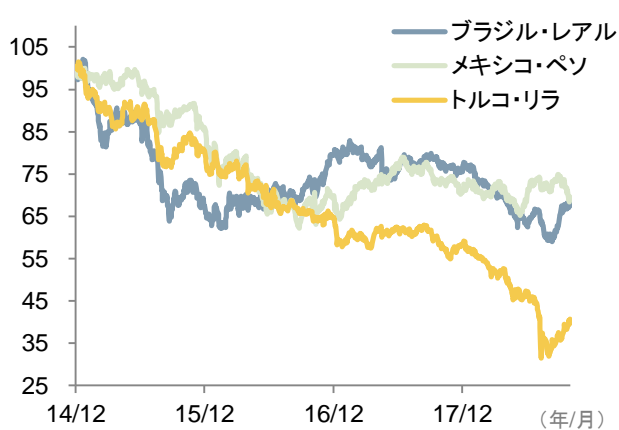
## 「米ドルと新興国通貨に対する概ね中立の見通し」

- ✓ 先週後半、リスク選好度が回復したことを受け、米ドルが下落した一方、新興国通貨は上昇しました。米国中間選挙に関する結果が市場に友好的かつ企業にとって支援的な内容になった場合、高ベータの通貨はさらに上昇すると予想しています。

## 【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2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います。他の先進国には、スウェーデン、英国、米国などが含まれます。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とみています。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ります。

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年11月5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(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やや強気の見通し(ただし社債よりも証券化商品に対してより強気)」

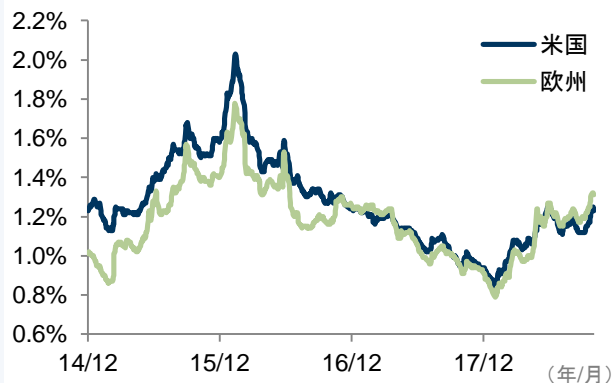
- 投資適格社債に対するやや強気の見通し

- ✓ 年初来、米国投資適格社債の新規発行額は前年同期比で-10%となっています。これには、レパトリ減税により企業が国外で保有している現金を国内に還流させた結果、社債発行によって資金調達をする必要性が低下したことが寄与しています。M&A関連の新規発行が落ち着くにつれ、需給環境が追い風となる状況は2019年も継続するとみています。
- ✓ 7-9月期の米国企業決算では、EPS(1株当たり利益)が前年同期比で約+24~+25%と堅調な結果となっています。利益成長は依然として良好ではあるものの、その成長はピークが付けたのではないかとの懸念などを背景に、株式市場の反応は強弱まちまちとなっています。

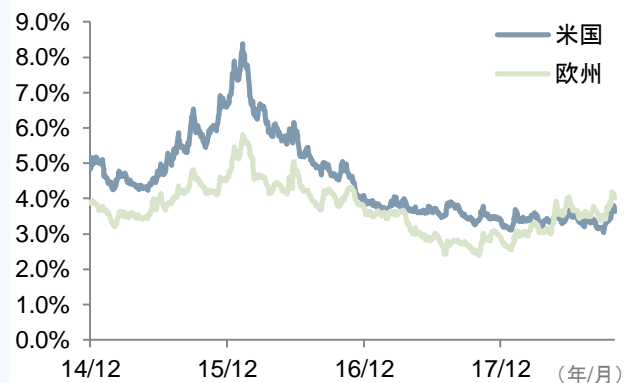
- ハイ・イールド社債に対するやや強気の見通し

- ✓ 10月、米国ハイ・イールド社債市場は他の高ベータ資産と同様、下落する展開となりました。バンク・ローン市場は同市場に関するネガティブな報道などがあつたにもかかわらず、ハイ・イールド社債市場のパフォーマンスを上回りました。

【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11月2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

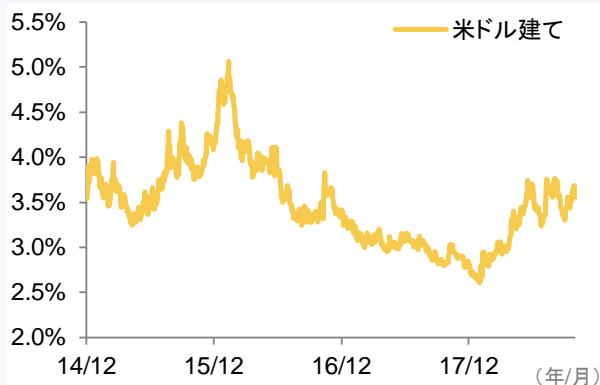


## エマージング債券戦略

## 「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」

- ✓ 幅広い地域で株式が下落するなか、10月のブラジル株式は、同国の大統領選の結果が好感されたことを受けて、大幅に上昇しました。MSCIブラジル株価指数(米ドル・ベース)は月間で+18%を記録しました。この結果は、他地域の株式やほとんどのクレジット資産がマイナスのリターンとなったこととは対照的です(p1今週のチャートを参照)。

## 【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2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. <148776-OTU-862796>