

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年11月27日



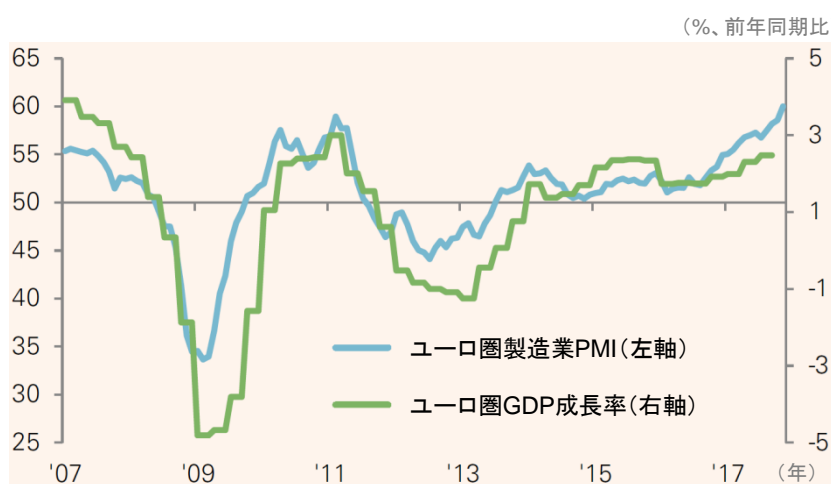
※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

今週の戦略要旨

- 11月のユーロ圏PMI(購買担当者景気指数)は、経済成長の継続的な勢いを指しており、総合指数は6年ぶりの高水準となる57.5に上昇しました。また、フランスの総合PMIは、2011年月中旬以来となる60を超える水準まで達し、ドイツの総合PMIも、政治的な不透明感にもかかわらず、57.6と高水準を記録しました。
- 月初来、米国のハイ・イールド社債は、冴えない企業業績の発表と税制改革を取り巻く不確実性による逆風を受けました。特有の要因がセクター全体に波及する中で、セクターおよび銘柄間でのリターン格差が広がっています。
- 10月31日～11月1日開催のFOMC(米連邦公開市場委員会)議事録では、多くの参加者がインフレ率低迷の原因の大部分が、一時的もしくは特異な要因によるものとの認識を共有した一方、数名の参加者はインフレ率の継続的な低迷に対する懸念を表明したことが明らかとなりました。弊社では、FRB(米連邦準備制度理事会)は12月に利上げを行い、米国金利は上昇すると見えています。

今週のチャート「堅調な結果となったユーロ圏製造業PMI」

【ユーロ圏製造業PMIとGDP成長率の推移】



期間: 2007年1月～2017年11月(ユーロ圏GDP成長率は7-9月期まで)

出所: マクロボンド

- 左図は、ユーロ圏製造業PMIの推移を示しています。11月の製造業PMIは60.0となり、過去10年間で最高水準を記録しました。
- 製造業PMIはGDP成長率との相関が高く、2018年も経済成長の勢いが継続すると予想されます。
- それにもかかわらず、循環的および構造的要因から、ユーロ圏のインフレ見通しは弱いままとなっています。この要因には、依然として金融危機前の水準を上回る失業率が含まれます。
- したがって、弊社ではユーロ圏の政策金利は、2018年にかけて現行の水準が維持されると予想しています。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年11月27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、日本金利の小幅上昇、欧州金利に対する中立の見通し」

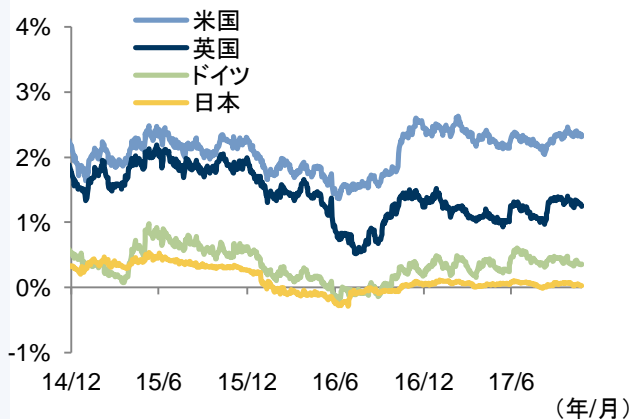
- 米国金利の上昇見通し
 - ✓ 米国5年金利が年初来の最高水準を付けた後、弊社では米国の金利上昇見通しを小幅に引き下げました。
 - ✓ FRBのイエレン議長は、後任のジェローム・パウエル氏の就任にあわせて理事職を退任する意向を発表しました。これにより、トランプ大統領は7名の理事会のうち、空席となっている4名をさらに指名する必要があります。これには、10月に退任したスタンレー・フィッシャー氏の後任となる副議長も含まれます。
 - ✓ 米国の経済指標は依然として堅調です。10月の鉱工業生産は直近の天候要因による下振れから回復し、前月比0.9%上昇しました。また、11月のミシガン大学消費者信頼感指数は0.7ポイント上昇して98.5となりました。一方、同時に発表された長期の期待インフレ率は約12カ月ぶり低水準となりました。

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)

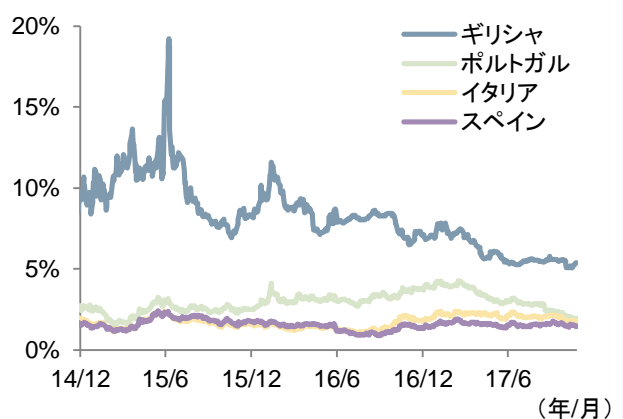
「オーストラリアおよびスウェーデンに対するカナダの金利低下見通し」

- 米国の相対的な金利上昇見通し(今後の動きによっては金利低下も見込む)
 - ✓ 直近数カ月、米国金利は他の先進国と比較して相対的に上昇しています。今後、米国の金融環境が引き締まる場合には、これらの動きがやや反転する可能性があり、その際には機動的に米国の相対的な金利低下を見込む予定です。
 - ✓ しかし、市場ではそのような動きはまだ見られていません。米ドルは金利差拡大による恩恵を受けておらず、米国株式市場が依然として上昇を続けていることが、金融環境の緩和をもたらしているようです。
- オーストラリアに対するカナダの金利低下見通し
 - ✓ 11月のRBA(オーストラリア準備銀行)理事会の議事録が発表されました。賃金および物価の上昇は緩やかに留まる一方、堅調な労働市場と非鉱業部門の設備投資改善を受けて、経済成長に対する確信を強めていることが示されました。弊社では、オーストラリアに対してカナダの金利が相対的に低下すると予想しています。

【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~2017年11月24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 2017年11月27日



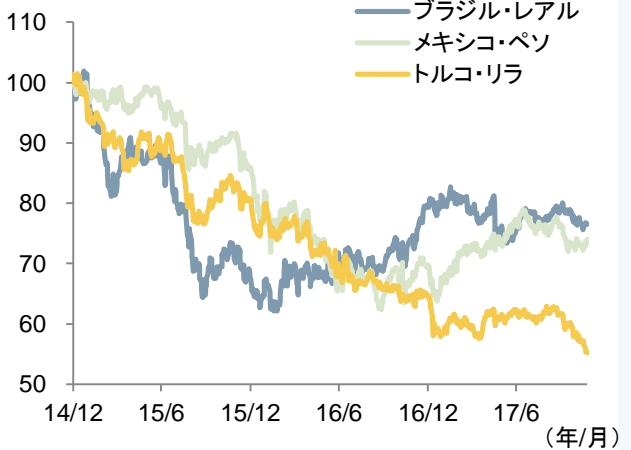
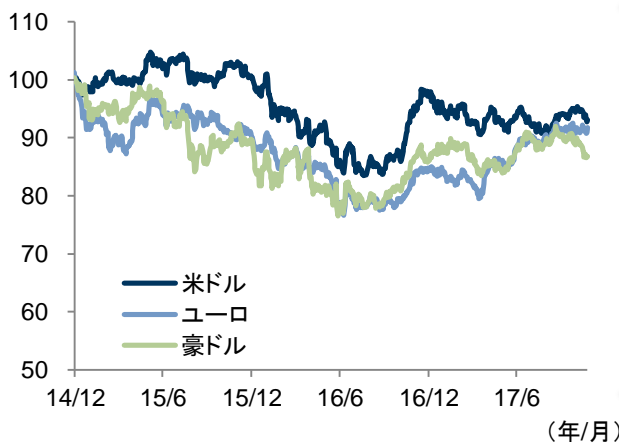
通貨配分戦略

「エマージング通貨および景気感応度の高い欧州通貨の強気見通しを維持」

- 米ドルに対するエマージング通貨の強気見通し
 - 株式市場の上昇とメキシコおよび南アフリカで発表されたポジティブなニュースを受けて、エマージング資産に対する投資家心理は改善しました。弊社では、ブラジル・レアル、ロシア・ルーブル、トルコ・リラなど複数のエマージング通貨に対する強気見通しを引き上げました。
- ユーロに対する景気感応度の高い欧州通貨の強気見通し
 - ドイツの連立交渉決裂による市場の影響は限定的でしたが、スウェーデン・クローナおよびノルウェー・クローネを含む欧州通貨は弱含みました。弊社では、今回の下落を受けて、ユーロに対する両通貨の上昇見通しを強めました。

【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)】



円安
円高

期間: 2014年12月31日~2017年11月24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)

- 先週、株式市場およびコモディティ価格が引き続き上昇した一方、債券利回りも上昇しており、「リフレッシュ」が市場の重要なテーマとなりました。
- 各国の相対的な金融環境の乖離を捉える
 - 弊社では、アジアに対する米国の金融環境引き締め、ニュージーランドに対する欧州の金融環境緩和化を見込んでいます。すなわち、相対的に金融環境の引き締めが予想される国の金利上昇、通貨上昇を予想しています。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年11月27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。ファニーメイ(連邦住宅抵当公庫)債およびジニーメイ(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。

「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、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)」

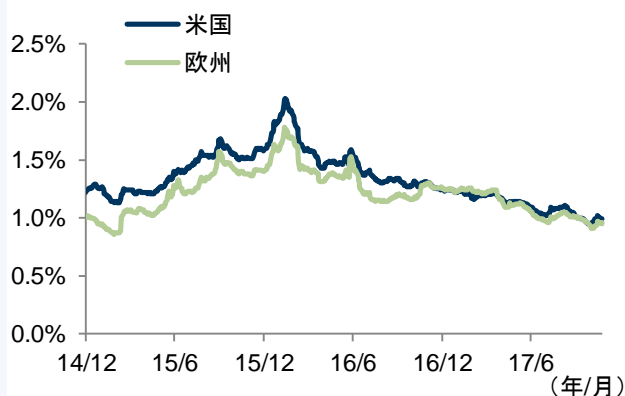
- 投資適格社債に対する中立の見通し

先週、米投資適格社債のスプレッドは縮小しました。ハイ・イールド社債市場の調整や市場予想を下回る一部の決算内容などを受けて、月前半は軟調に推移したものの、先週は投資家心理の改善を受けて堅調に推移しました。先週の米投資適格社債市場では約280億米ドルの新規発行がありました。年初来の合計は約1兆1,920億米ドルとなり、概ね健全と考えられる水準で推移しています。出所:シティグループ

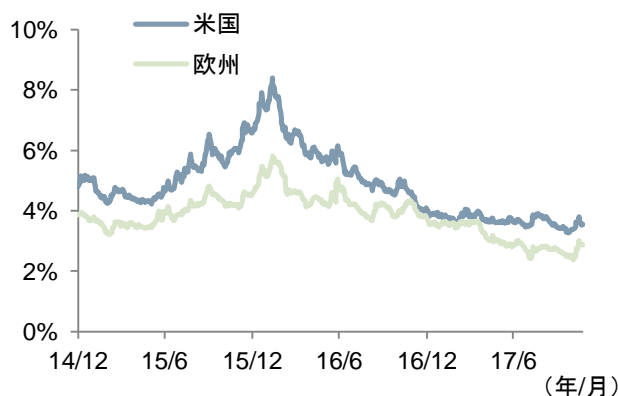
- ハイ・イールド社債に対する中立から弱気の見通し

先週、米国ハイ・イールド社債のスプレッドは縮小しました。一方、月初来のリターンは-0.38%と依然としてマイナスで推移しています。特有の要因がセクター全体に波及する中で、セクターおよび銘柄間でのリターン格差が広がっています。一時的な調整が引き起こりましたが、弊社では、今後のデフォルト率は過去平均を下回る水準で推移すると考えています。

【投資適格社債スプレッド】



【ハイ・イールド社債スプレッド】



期間: 2014年12月31日~2017年11月24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 2017年11月27日

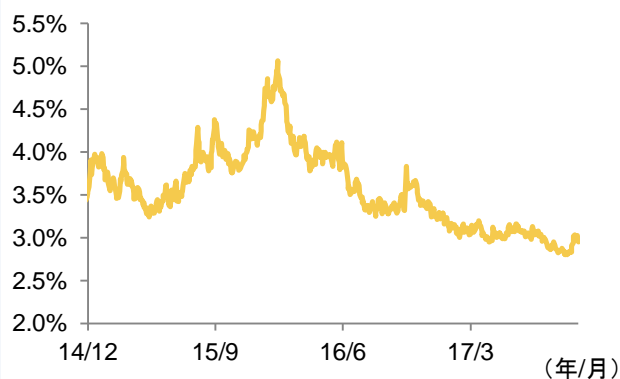


エマージング債券戦略

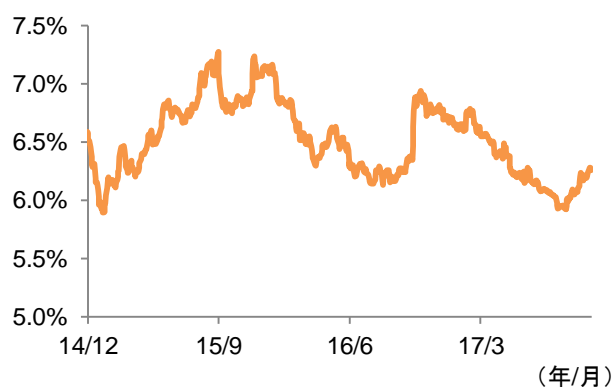
「米ドル建て債券に対して中立、現地通貨建て債券に対する強気見通し」

- ✓ アルゼンチンの中央銀行は、足元前年比23%で上昇しているインフレを抑制するため、10月以降に政策金利を合計2.5%引き上げました。
- ✓ このタカ派的な動きは中央銀行のインフレ目標(10±2%)達成に向けた強いコミットメントを示しています。一方、中央銀行は先週政策金利の据え置きを発表しました。弊社では、今後の賃金交渉が確定するまで、利上げサイクルは一時休止されると予想しています。

【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~2017年11月24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. <114190-OTU-653990>