

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年8月21日



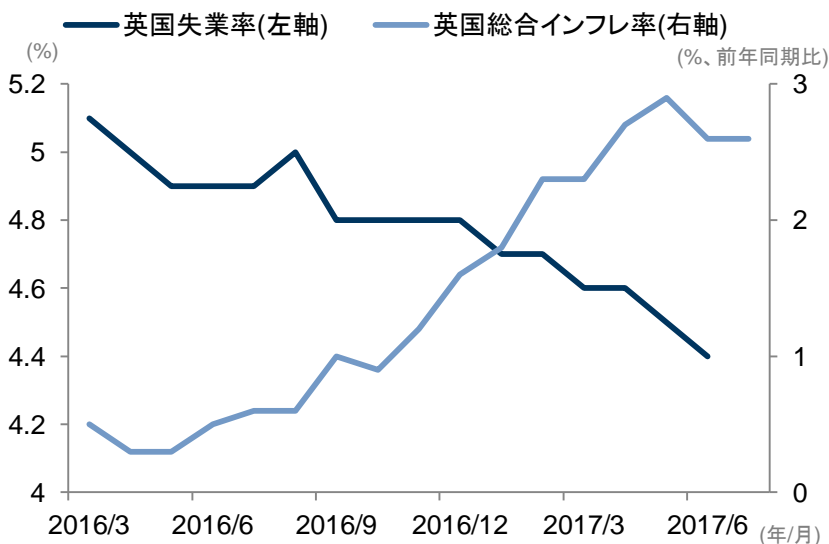
※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

今週の戦略要旨

- 堅調な経済指標が発表されたことやニューヨーク連銀のダドリー総裁によるタカ派的な発言を受け、軟調なインフレ指標に対する注目が薄まり、米ドルは上昇しました。弊社では主にユーロに対する米ドル上昇の見通しを引き上げました。
- 欧州では、経済指標がやや減速の傾向を示していることやジャクソンホール経済シンポジウムにおいてECB(欧州中央銀行)のマリオ・ドラギ総裁が金融政策に関する新たなメッセージは打ち出さないとの見方が広まったことによりユーロは下落しました。弊社では、ユーロは過大評価されていると考えており米ドル、カナダ・ドル、ニュージーランド・ドル、豪ドルに対するユーロ下落の見通しを引き上げました。
- 割高なバリュエーションとボラティリティ上昇懸念を背景に、クレジット資産に対して慎重な見方を行っています。市場ボラティリティ上昇の要因として、グローバルでの金融緩和縮小への動き、地政学リスクの高まり、来年2月のFRB(米連邦準備制度理事会)総裁交代の可能性に起因する金融政策の不確実性の増大などが挙げられます。

今週のチャート「タカ派にもハト派にも捉えられる英国の経済指標」

【英国の総合インフレ率と失業率】



出所:ブルームバーグ
2017年7月末時点

- 左図は、英国における前年同期比の総合インフレ率と失業率を示しています。7月の総合インフレ率は変化なし、6月の失業率は4.4%に低下しました。
- インフレの落ち着きはハト派の政策担当者の見解を支持するものとなりました。彼らは、足元のインフレは通貨安によるものであり、国内需要を反映した結果ではないと考えています。
- 一方、失業率の低下はタカ派の政策担当者の意見を支持する結果となりました。彼らは、金融緩和縮小を正当化するため、経済指標の改善を指摘しています。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年8月21日



デュレーション戦略(金利戦略:各国の金利動向を予想)

「米金利上昇の見通し、欧州、日本に対する中立の見通し」

米金利上昇の見通し

- 米国の経済指標は堅調である一方、物価上昇に反映されない状況が続いています。7月を含め米国のインフレ率は5か月連続で市場予想を下回りました。しかしながら、主要項目は比較的堅調であり、軟調なインフレは特定の要因に起因する部分が大きいと考えています。
- 7月の小売売上高は前月比で0.6%増加しました。8月のニューヨーク連銀製造業景況指数は、前月から15.4ポイント上昇の25.2ポイントとなりました。また、米国の住宅建設業者の景況感を示すNAHB(全米ホームビルダー協会)住宅市場指数は3月に記録した直近の高値である71に迫る68に達しました。
- ニューヨーク連銀総裁であるダドリー氏は、経済が期待通り改善を続ければ、今年中にさらに1回の利上げを支持するとの意向を示しました。また、今年中のバランスシート縮小開始も正当化されると述べました。
- 実際に、7月のFOMC(米連邦公開市場委員会)では、「比較的早期」にバランスシート縮小を開始することが示唆されました。先週発表されたFOMC議事録によると、7月の時点で複数の政策担当者はバランスシート縮小に関する詳細を公表する準備は整えていたようです。

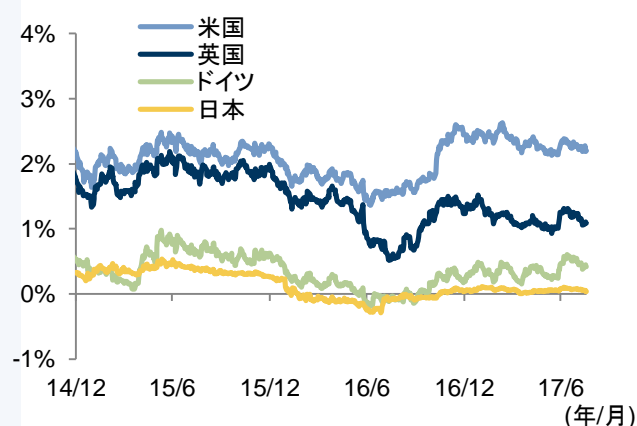
国別配分戦略(金利戦略:他国に対する相対的な金利の動きを予想)

「米国・英国に対する欧州の金利低下、米国に対するカナダの金利低下見通し」

米国に対する欧州の金利低下見通し(見通しの引き下げ)

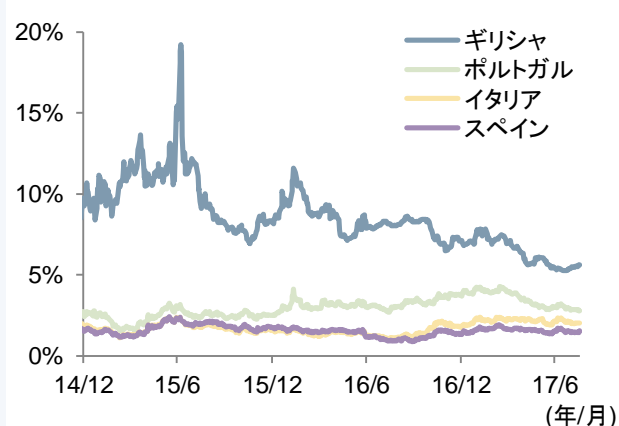
- 欧州の経済指標はやや減速の傾向を示しており、7月の小売売上高が市場予想を上回るなど引き続き堅調さを示す米国とは対照的な結果となりました。
- 上記の結果を背景に、米国に対して欧州金利は低下しました。これを受け、弊社では米国に対する欧州の金利低下見通しを引き下げました。しかしながら、依然として見通し自体には強い確信を持っています。
- 政治リスクが後退したこと、経済指標に勢いがあること、引き続き中央銀行による買い入れが続いていることを背景に、足元数ヶ月で周辺国のソブリン債の利回りは低下しました。
- イタリア国債の利回りが過度に低下していること、リスク資産に対して弱気になりやすい時期を迎えたことを背景に、弊社ではイタリア金利の上昇を予想しています。
- また、ECBがバランスシート縮小の計画を今年の秋に発表した場合、特に周辺国市場における金利ボラティリティ上昇の可能性を警戒しています。

【先進国10年債金利】



出所:ブルームバーグ 期間:2014年12月31日~2017年8月18日

【欧州周辺国10年債金利】





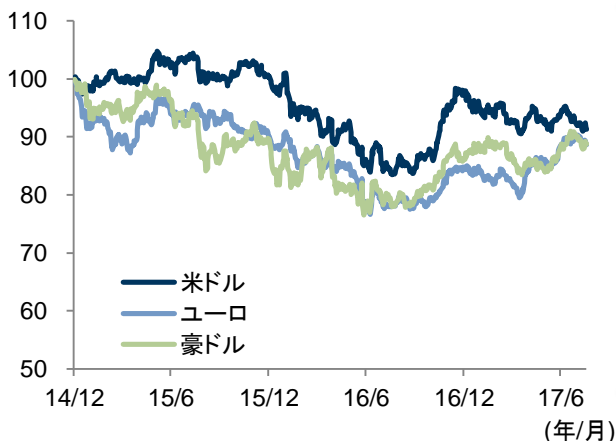
通貨配分戦略

「先進国通貨に対する米ドルの上昇見通し、エマージング通貨の上昇見通し」

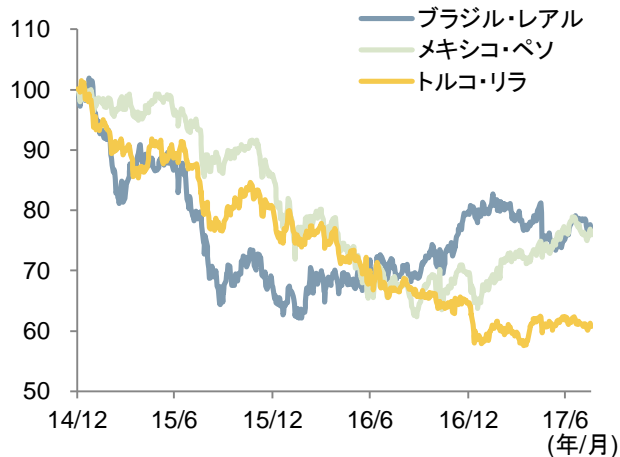
- 先進国通貨に対する米ドルの強気見通し

- ✓ 米国では、経済指標が堅調であったことや、ニューヨーク連銀のダドリー総裁によるタカ派的な発言によって、前週の軟調なインフレ指標に対する注目が薄まり、米ドルは上昇しました。
- ✓ 一方、ジャクソンホール経済シンポジウムにおいてECBのマリオ・ドラギ総裁が金融政策に関する新たなメッセージは打ち出さないとの見方が広まったことによりユーロは下落しました。
- ✓ 短期的・長期的なバリュエーションの指標に基づき、引き続き、米ドルは他の先進国通貨に対して過小評価されていると考えます。弊社では、米ドルの強気見通しを引き上げましたが、足元の軟調なインフレを受けFRBから予想よりハト派的な発言が出ることには警戒しています。
- ✓ 欧州中核国で経済指標がやや減速の傾向を示していることは対照的に、中東欧諸国では4-6月期で堅調な経済成長を遂げており、グローバルにおける経済成長の同期性は薄まってきていると考えています。このことは、米ドルに対して下落すると予想する通貨の選択に影響を与えます。
- ✓ 弊社では、ユーロは過大評価されていると考えており、米ドル、カナダ・ドル、ニュージーランド・ドル、豪ドルに対して下落すると見通しを引き上げました。

【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)】



出所:ブルームバーグ 期間:2014年12月31日~2017年8月18日(2014年12月31日を100として指数化)

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)

- ダドリー総裁の発言や堅調な経済指標による米ドル高は、弊社の予想に対して追い風となりました。
- 米国に対する英国の相対的な金融環境緩和見通し(見通しの引き下げ)
 - ✓ 英国で前年同期比の総合インフレ率とコア・インフレ率に変化がなかったことは、米国に対する英国の相対的な金融環境緩和の見通しに対して追い風となりました。弊社では英国金利の低下と英ポンドの下落を予想しています。先週のインフレ指標の発表と堅調な労働市場に関する報告を受け、同見通しを引き下げました。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年8月21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。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。

「高格付けのCLO(ローン担保証券)、FFELP(政府保証連邦ローン)を裏付けとするABS(資産担保証券)に対する強気見通し」

- 高格付けのCLO、FFELPを裏付けとするABS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概ね横ばいとなりました。8月のプライマリー市場は例年より活発であり、先週は約430億米ドルの新規発行がありました。弊社では、スプレッドは今年、レンジ内で推移すると予想しています。また、堅調なマクロ要因や企業収益が景気サイクルを延長すると予想しているものの、現在は景気サイクルの終盤に位置していると考えています。

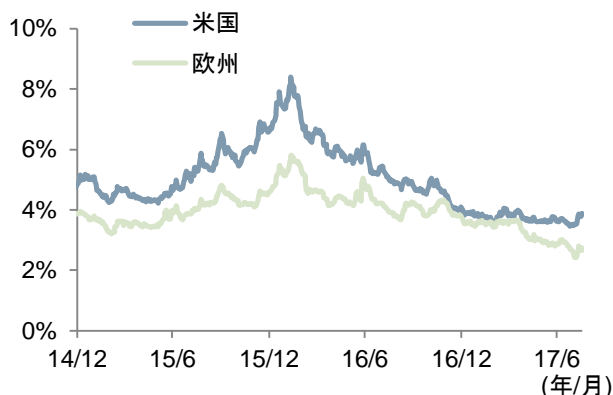
- ハイ・イールド社債に対する中立の見通し

先週、地政学リスクの高まりによるリスク回避の流れから、米国ハイ・イールド社債のスプレッドはやや拡大しました。米国ハイ・イールド社債市場では14件、計約72億米ドルの新規発行がありました。

【投資適格社債スプレッド】



【ハイ・イールド社債スプレッド】



出所:ブルームバーグ 期間:2014年12月31日~2017年8月18日

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

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年8月21日



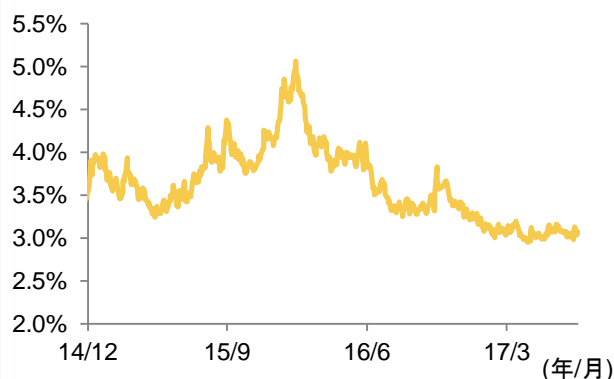
エマージング債券戦略

「米ドル建て債券：インドネシアに対する強気、中国に対する弱気見通し

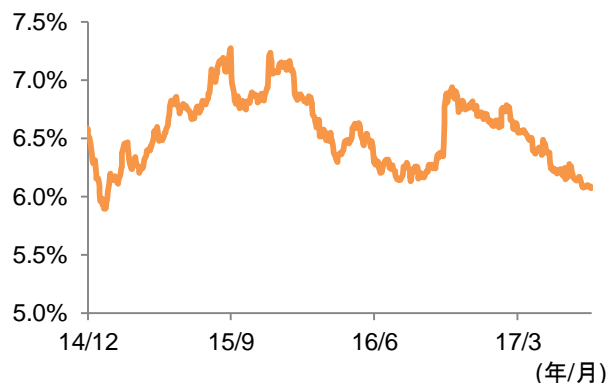
現地通貨建て債券：メキシコに対する強気、チェコに対する弱気見通し」

- ✓ インドのインフレ率は、今年4月以降に抑制された動きが続いていましたが、7月に一転し、前年同期比で2.4%増に加速しました。
- ✓ 8月のRBI(インド準備銀行)金融政策委員会の議事録では、6人中5人の金融政策担当者が今後のインフレの動向に対して懸念を示していました。
- ✓ 中東欧の複数の国で、2017年4-6月期のGDP成長率は市場予想を上回る成長を記録しました。
- ✓ チェコの2017年4-6月期のGDP成長率は前年同期比+4.5%と、前期の+3%から加速しました。また、ルーマニアにおいても前期の5.7%から5.9%へ加速しました。ポーランドおよびハンガリーではわずかな減速が見られましたが、依然として3%以上の成長率を維持しています。

【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】



出所：ブルームバーグ、JPモルガン 期間：2014年12月31日～2017年8月18日

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. <103658-OTU-591786>