

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年10月23日



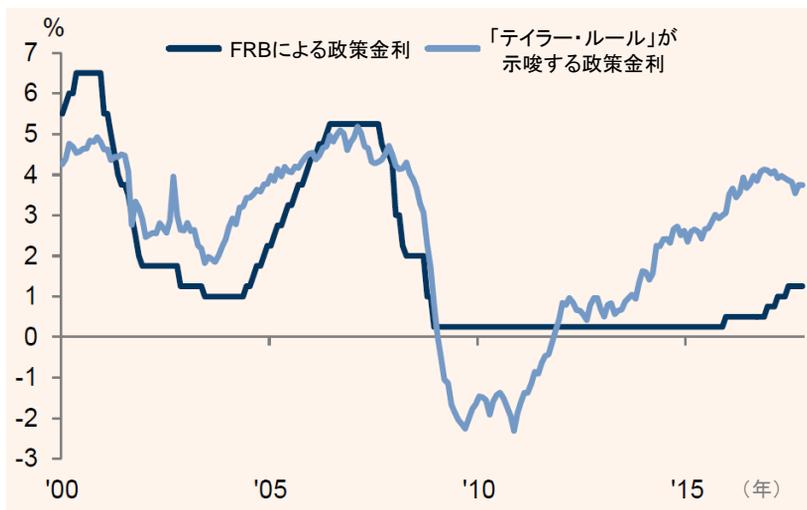
※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

今週の戦略要旨

- 米国のインフレ指標は失望的な内容となりましたが、トランプ大統領が次期FRB(米連邦準備制度理事会)議長に、タカ派的とされるジョン・テイラー氏を検討しているとの報道を受けて、米国金利は上昇しました。弊社では、米国の金利上昇見通しを小幅に引き上げました。
- 欧州経済は堅調に推移しているものの、ECB(欧州中央銀行)理事会メンバーは、冴えないインフレ見通しから、長期に渡り非常に緩和的な金融政策が必要になるというハト派的な見方を表明しています。弊社では、ECBは毎月の資産購入ペースを減少させていくものの、量的緩和策自体は長期に渡り継続し、2019年後半まで利上げを先送りすると見えています。
- 弊社では、政治リスクが後退したことから、ドイツに対するイタリアの相対的な金利上昇見直しを取り下げました。改正選挙法成立に向けた進展が見られたことで、来年の総選挙でポピュリズム政党が権力を獲得する可能性は低下したと考えます。

今週のチャート「FRBを取り巻く不確実性から米国金利は上昇」

【「テイラー・ルール」が示唆する米国の政策金利】



期間: 2000年1月~2017年10月19日
出所: マクロボンド

- 左図は、FRBによる政策金利とスタンフォード大学の経済学者ジョン・テイラー氏の提唱する「テイラー・ルール」によって導き出される政策金利の推移を示しています。
- 現在、「テイラー・ルール」の示唆する米国の政策金利は3.75%となっており、現行の政策金利の上限である1.25%を大きく上回っています。
- 先週、テイラー氏が次期FRB議長の有力候補として報道されたことから、米国金利は上昇しました。
- 弊社では、FRBの今後の金融政策に関して、緩やかな政策金利引き上げが最も可能性の高いシナリオだと考えています。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年10月23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」

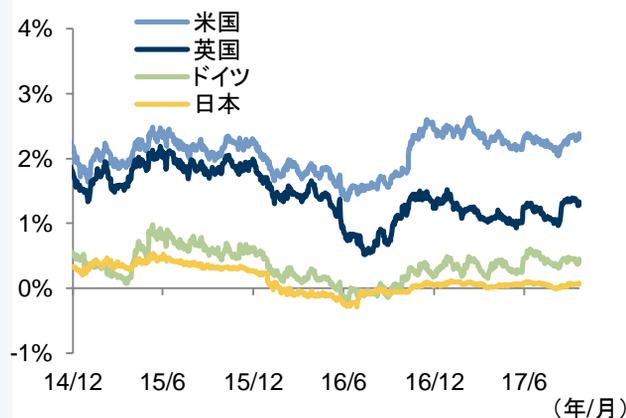
- 米金利上昇の見通しを小幅引き上げ
 - 米国のインフレ指標は、引き続き失望的な内容となっています。9月の米国のコアCPI(消費者物価指数)は前月比0.13%の上昇に留まり、市場予想の同0.18%を僅かに下回りました。また、ミシガン大学が発表した5年先の期待インフレ率も2.4%と前月から低下しました。一方、先週は、トランプ大統領が次期FRB議長に、タカ派的とされるジョン・テイラー氏を検討しているとの報道を受けて、米国金利は上昇しました。
- 欧州金利に対する中立の見通し
 - 欧州経済は堅調に推移しているものの、ECB理事会メンバーは、冴えないインフレ見通しから、長期に渡り非常に緩和的な金融政策が必要になるというハト派的な見方を表明しています。弊社では、ECBは毎月の資産購入ペースを減少させていくものの、量的緩和策自体は長期に渡り継続し、2019年後半まで利上げを先送り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)

「米国および英国に対する欧州の金利低下見通し」

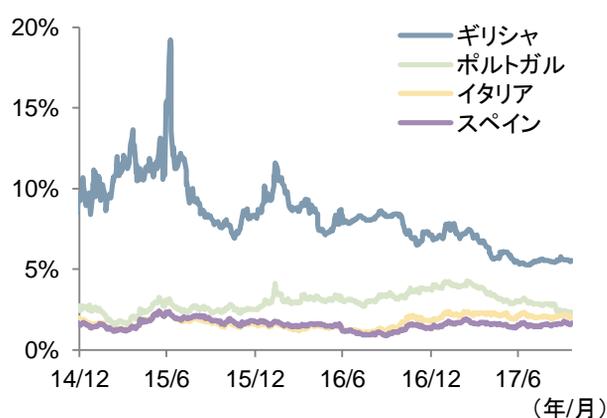
- 米国および英国に対する欧州金利低下見通しの引き下げ、ドイツに対するイタリア金利上昇見通しの取り下げ
 - ECBによるハト派的な発言を受け、米国および英国に対して欧州の金利が相対的に低下したことから、弊社では同見通しの引き下げを行いました。
 - 弊社では、政治リスクが後退したことから、ドイツに対するイタリアの相対的な金利上昇見通しを取り下げました。改正選挙法成立に向けた進展が見られたことで、来年の総選挙でポピュリズム政党が権力を獲得する可能性は低下したと考えます。
- 欧州に対するカナダの金利低下見通しを新規追加
 - 欧州に対するカナダの金利低下見通しを新たに追加しました。BoC(カナダ銀行)のステーブーン・ポロズ総裁は、直近では今後の金融政策は「経済指標次第」であることを強調しており、以前のタカ派的な姿勢からよりバランスの取れた姿勢への変化が見られています。弊社では、カナダの経済活動は他のG10諸国と比べて減速していると考えています。

【先進国10年債金利】



期間:2014年12月31日~2017年10月20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 2017年10月23日

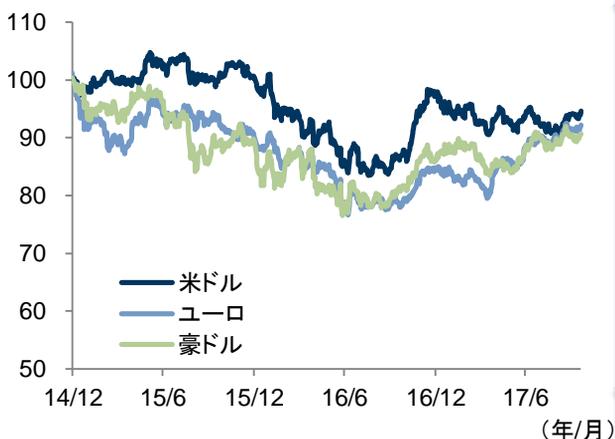


通貨配分戦略

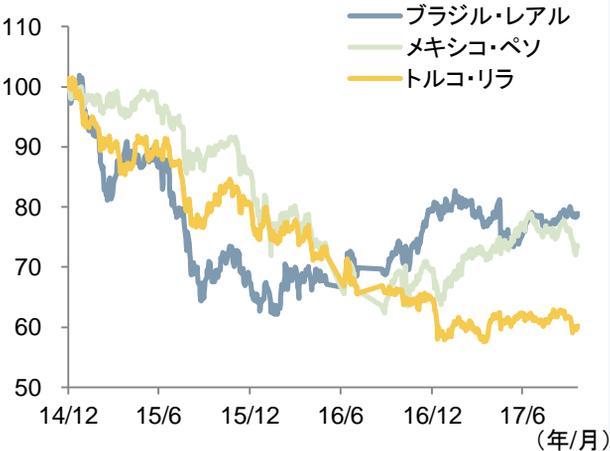
「米ドルの弱気見通し、エマージング通貨の強気見通し」

- 米ドルに対する弱気見通しの小幅引き上げ、エマージング通貨に対する強気見通しの小幅引き上げ
 - 市場予想を上回る米国の平均時給の発表とその後の軟調なインフレ指標の発表により、為替市場は比較的変動の大きな展開が続いています。
 - 次期FRB議長によりタカ派的な人物が指名される可能性や、米国の税制改革への期待が、短期的に米ドルを下支える可能性があります。持続的な米ドルの上昇にはインフレ指標の改善が必要だと考えています。
 - 弊社では、エマージング通貨の強気見通しを引き上げました。トルコ・リラに対する強気見通しを新規に追加したほか、ブラジル・レアルやインド・ルピー、アルゼンチン・ペソに対する強気見通しを引き上げました。堅調な世界経済見通しがエマージング通貨の上昇につながると期待していますが、短期的な下落に対しては依然として注意を払っています。
 - NAFTA(北米自由貿易協定)再交渉により、カナダ・ドルおよびメキシコ・ペソが下落しています。弊社では、カナダ・ドルに対して弱気に見ており、メキシコ・ペソの強気見通しを引き下げました。

【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)】



期間: 2014年12月31日~2017年10月20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)

- 欧州に対するニュージーランドの金融環境引き締め見通しの新規追加
 - 欧州に対するニュージーランドの金融環境引き締め見通しを新規に追加しました。
 - ニュージーランドでは、中央銀行の弱気なインフレ見通しとは裏腹に、交易条件の悪化による通貨安を背景として、インフレ率が予想外に上昇する可能性があると考えます。その場合は、足元の市場予想よりもタカ派的な金融政策が採用される可能性があるため、欧州に対してニュージーランド金利およびニュージーランド・ドルの相対的な上昇を見込んでいます。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年10月23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。先週の米投資適格社債市場では約270億米ドルの新規発行があり、年初来の合計は約1兆400億米ドルとなっています。先週は米銀行の決算発表があり、怠慢な融資の伸びや低調な債券トレーディングを背景に、収益は概ね市場予想を僅かに下回る結果となりました。また、短期金利の上昇を背景に融資のマージン改善傾向が確認されました。出所:シティグループ

- ハイ・イールド社債に対する中立の見通し

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。先週の米国ハイ・イールド社債市場では、計10件、約58億米ドルの新規発行がありました。年初来の合計は約2,704億米ドルと前年同期比を13%上回っています。ハイ・イールド社債の総発行額は順調に拡大しているものの、年初来の純発行額は550億米ドルのマイナスとなっており、ハイ・イールド市場の規模は過去10年間で初めて縮小しています。これはリファイナンスの増加や投資適格級に格上げされた企業が相対的に多かったためです。

【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10月20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・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10月23日



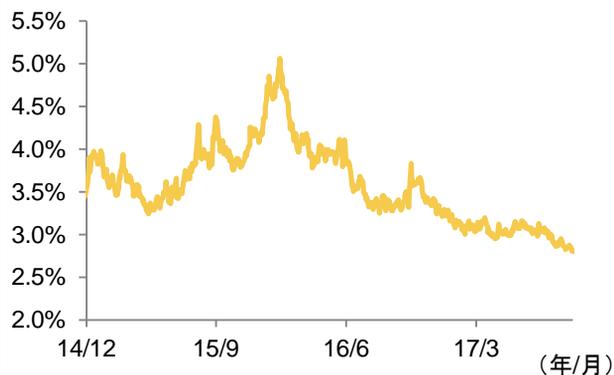
エマージング債券戦略

「米ドル建て債券: アルゼンチンに対する強気、中国に対する弱気見通し

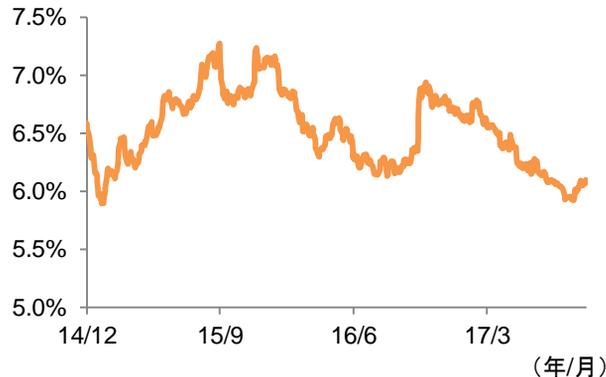
現地通貨建て債券: メキシコに対する強気、チェコに対する弱気見通し」

- ✓ NAFTA再交渉や今後の大統領選挙を控え、メキシコ資産は下落しています。
- ✓ 弊社では、米国のNAFTA脱退がメキシコに重大な影響を与えるとは考えていません。メキシコと米国の二国間貿易の半分はNAFTA外で行われており、FDI(海外直接投資)に対する影響も穏やかであると見ています。
- ✓ 次期大統領選挙において、ポピュリズム色の濃い政策を主張するロペス・オブラドール候補が勝利する可能性は高まっているものの、仮に勝利した場合でも、現在の慎重な財政政策から大幅に逸脱する政策を取るとは予想していません。

【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10月20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)複製、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. <110021-OTU-629950>