

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年11月13日



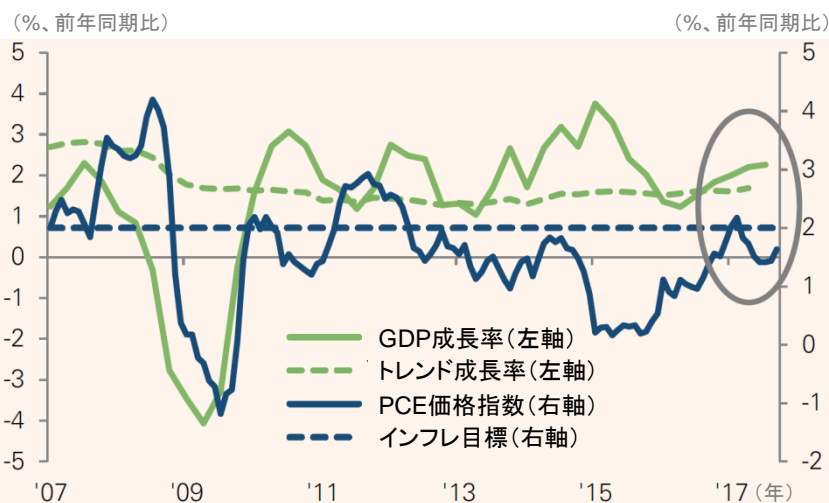
※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

今週の戦略要旨

- 米国の税制改革が市場の注目点となっていますが、実施時期やその詳細は依然として不透明なままとなっています。先週、米上院共和党は、法人税率の実施時期を2019年に先送りするなど、下院案との重大な違いを含む税制改革法案を公表しました。
- マクロの面では、税制改革による財政赤字拡大の影響が重要だと考えています。ミクロ面では、法人税引き下げがキャッシュフロー成長拡大の追い風になると考えられるものの、プラス面を相殺するマイナスの要因も想定されます。
- トルコの政治的な不確実性、南アフリカの財政問題、中東の腐敗防止活動など、各国独自の要因がエマージング資産の重石となっています。リスク資産にとって良好な市場環境の継続やコモディティ価格の上昇にも関わらず、資源国通貨は下落しています。

今週のチャート「トレンドを上回る経済成長、目標を下回るインフレ」

【米国の経済成長率とインフレ率】



- 左図は米国の実質GDP(国内総生産)成長率を示しています。足元のGDP成長率はトレンド成長率(潜在成長率)を上回って推移しています。
- 一方、FRB(米連邦準備制度理事会)の重視する物価指数であるPCE(個人消費支出)は3月以降、目標とする2%を下回って推移しています。
- 弊社では、2017年にインフレ率の上昇を妨げていたセクター特有の要因は今後薄れていくと見ています。経済成長と労働市場を筆頭とした堅調なマクロファンダメンタルズが、2018年にかけて徐々にインフレ率を押し上げていくと想定しています。

トレンド成長率は、サンフランシスコ連銀の推計するトレンド成長率(潜在成長率)を示す
 期間: 2007年1月~2017年9月
 出所: マクロボンド、サンフランシスコ連銀、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年11月13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」

米金利の上昇見通し

- ✓ FOMC(米連邦公開市場委員会)やFRB議長の指名、労働指標の発表など、マクロおよび金融政策面で多くのイベントがありました。金利のボラティリティを示すMOVE指数は過去最低水準まで低下しました。
- ✓ 次期FRB議長にジェローム・パウエル氏が指名されましたが、同氏の経済・金融政策の見解は現在のFRB指導部とほぼ同じであるため、金融政策の継続性が保たれると考えられます。一方、副議長を含むその他の理事に多くの空席があることや、ウィリアム・ダドリー・ニューヨーク連銀総裁の早期退任は、米金融政策の見通しに対する不確実性を高めると考えられます。
- ✓ 米国の税制改革は、上院共和党案の公表とともにさらに多くの注目を集めました。法案の成立・実施については不透明なままであり、マクロの観点では、財政赤字拡大の影響が重要だと考えています。

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)

「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」

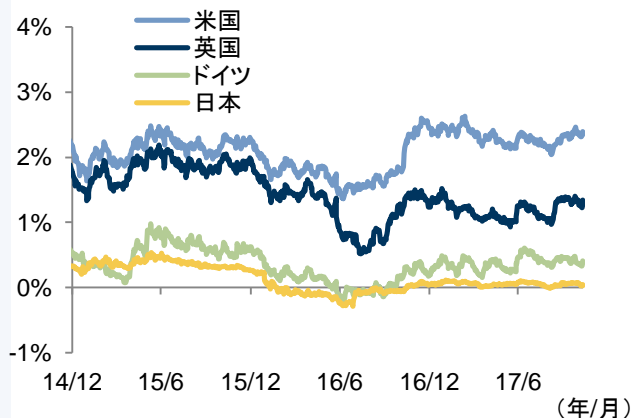
オーストラリアに対するカナダの相対的な金利低下見通し

- ✓ RBA(オーストラリア準備銀行)は、政策金利の据え置きを発表しました。従来通り景気見通しに対する良好な見方を維持するとともに、非鉱業部門の設備投資見通しの改善に言及しました。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。

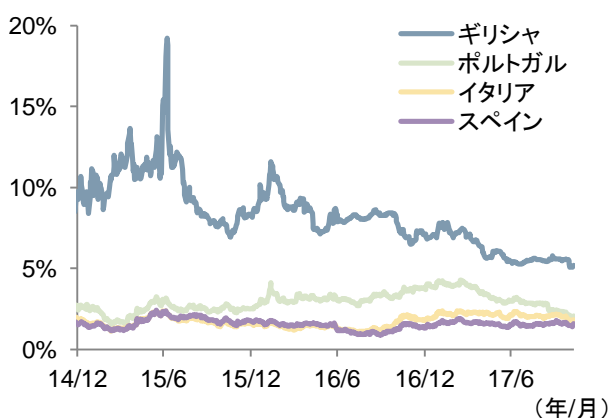
ニュージーランドの相対的な金利上昇見通し

- ✓ RBNZ(ニュージーランド準備銀行)は、政策金利の据え置きを発表しました。経済成長見通しには変化がなかったものの、インフレ見通しを引き上げ、金融引き締めを従来の想定よりも早期に開始する可能性を示唆しました。

【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~2017年11月10日、出所:ブルームバーク

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年11月13日



通貨配分戦略

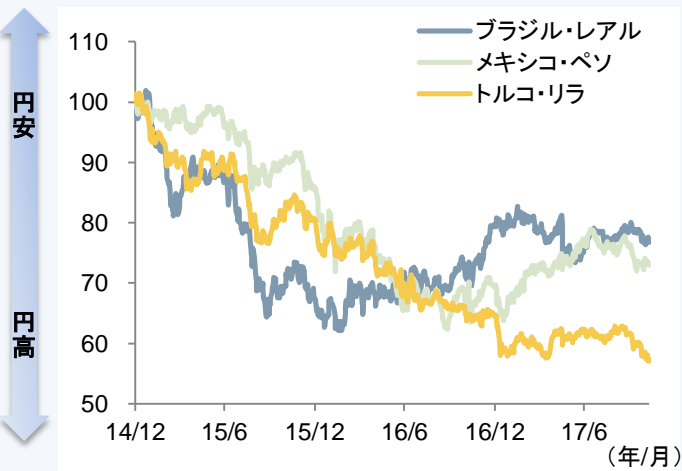
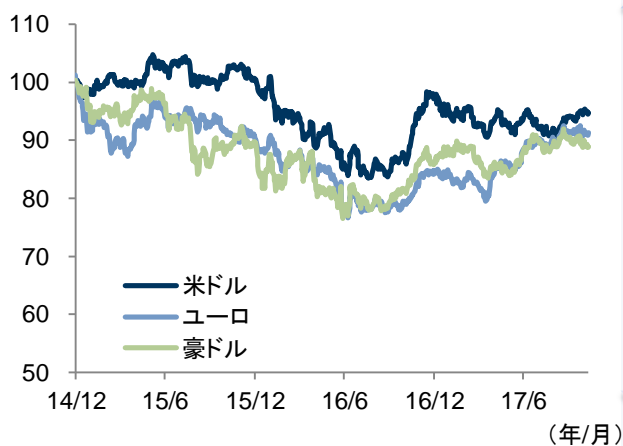
「米ドルに対するエマージング通貨の強気見通し」

- エマージング通貨に対する強気見通し

- ✓ 米国の堅調なマクロ経済指標やFRBによる経済成長に対する良好な見通しに関わらず、米ドルは足元概ねレンジ圏内で推移しており、エマージング通貨の上昇を下支えする要因にもなりません。
- ✓ トルコの政治的な不確実性、南アフリカの財政問題、中東の腐敗防止活動など、各国独自の要因がエマージング資産の重石となっています。リスク資産にとって良好な市場環境の継続やコモディティ価格の上昇にも関わらず、資源国通貨は下落しています。
- ✓ 弊社では、足元のエマージング通貨の下落を踏まえ、一部通貨に対する強気見通しを引き上げました。一方、トルコ・リラに関しては中立の見通しに引き下げています。
- ✓ 先進国通貨に関しては、スイス・フランおよび日本円に対する米ドルの上昇を見込んでいます。また、英国およびEU(欧州)間での貿易協定合意観測の高まりから、ユーロに対する英ポンドの小幅上昇を予想しています。

【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)】



円安
円高

期間: 2014年12月31日~2017年11月10日 (2014年12月31日を100として指数化)、出所: ブルームバーク

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、ブレント原油価格が一時2015年半ば以来となる64米ドル/バレルを突破するなど、原油価格の上昇が弊社のマクロ見通しに影響を与えました。
- ノルウェー・クローネやコロンビア・ペソなどの上昇見通し
 - ✓ 原油価格の上昇は、資源国通貨の上昇にはつながりませんでしたが、この機会を利用して、ノルウェー・クローネやコロンビア・ペソなどの通貨上昇見通しを加えました。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年11月13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。

下院税制改革案には、モーゲージ利子控除の上限引下げや基礎控除額引上げなど、相対的に住宅を購入するメリットが低減される案が盛り込まれています。これにより、モーゲージの供給量が減るため、MBS市場の需給にとってはプラスの影響が想定されます。しかし、この措置は100万米ドルを超える新規住宅ローンにのみ適応されるため、住宅ローン全体に占める割合としては僅かなものに留まると考えられます。したがって、需給面でのプラス要因も限定的となると考えています。

「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から弱気の見通し」

- 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、新規発行の増加などを背景に拡大しました。

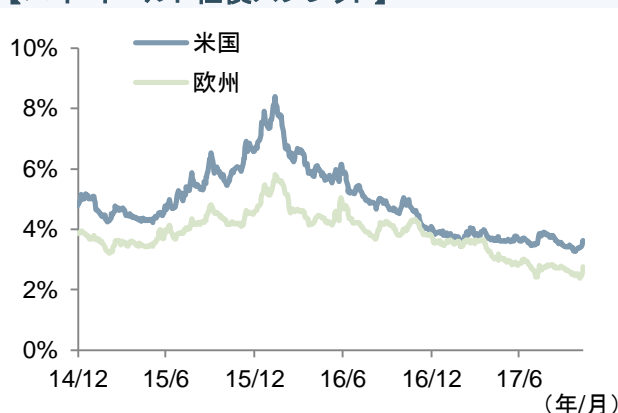
- ハイ・イールド社債に対する中立から弱気の見通し

先週、米国ハイ・イールド社債のスプレッドは拡大しました。ハイ・イールド社債ファンドに対する資金流入は、5週連続で資金流入が続いた後、先週は流出に転じました。足元では、発行体特有の要因がパフォーマンス格差をもたらしており、ボラティリティの高まりも見られています。短期的に、スプレッドはレンジ圏内の動きになると想定しています。足元のバリュエーションは潜在的なリスクを踏まえると魅力に劣るため、将来的なボラティリティ上昇を見込んでディフェンシブな銘柄を相対的に強気に見ています。

【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10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13日

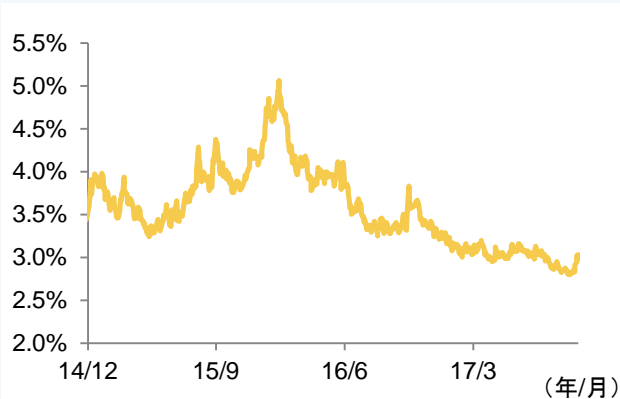


エマージング債券戦略

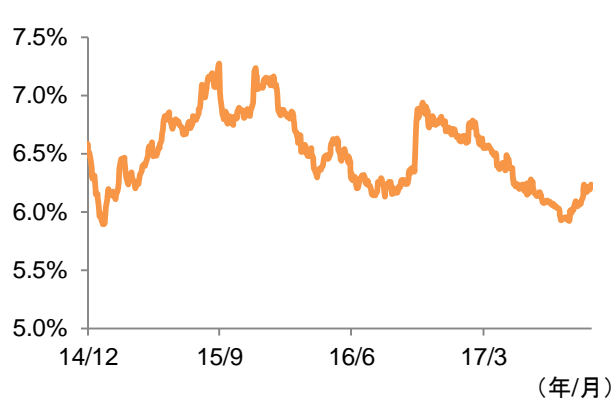
「米ドル建て債券に対して中立、現地通貨建て債券に対する強気見通し」

- ✓ 先週、中南米の中央銀行で金融政策の変更が見られました。
- ✓ ペルーでは、政策金利が0.25%引き下げられ3.25%となりました。インフレ率が目標中央値である2.0%まで低下したことを政策金利引き下げの背景とし、今後の金融政策については中立的な姿勢を示しました。
- ✓ アルゼンチンでは予想外の利上げが行われました。足元で23%を超えるインフレ率の抑制を目的として、政策金利は1.00%引き上げられ28.75%となりました。

【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10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. <112704-OTU-645104>