

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年12月4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。

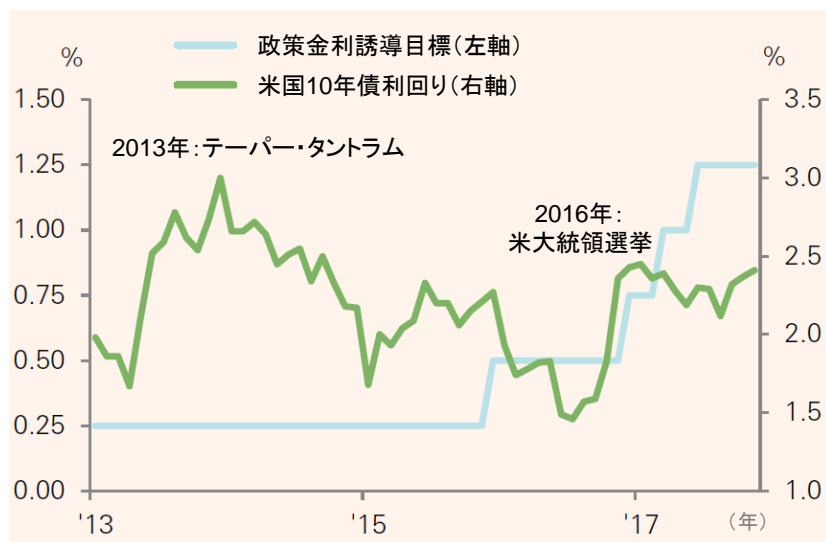
今週の戦略要旨

- 先週、米国の堅調な経済指標と税制改革案の進展見通しが強まった結果、米国金利は上昇しました。弊社では、2018年の米国の金融政策は市場の織り込み以上に引き締めが進展すると考えており、米国金利の上昇を予想しています。
- 先進国経済は順調な拡大を続けており、11月のPMI(購買担当者景気指数)は経済活動の強まりを示しています。堅調な経済指標により、弊社グループの算出する先進国のCAI(経済活動指数)は、金融危機以降の最高水準まで引き上げられました。
- 弊社では、需給環境の悪化見通しから政府系MBS(モーゲージ証券)に対して弱気に見ています。FRB(米連邦準備制度理事会)によるバランスシート縮小と良好に推移する住宅市場により、政府系MBSの供給は増加すると見込まれます。一方で、規制などの影響により、銀行がMBSを保有する意欲は低下すると想定されるため、増加する供給を埋め合わせるだけの需要は見込みにくいと考えています。

今週のチャート

「テーパー・タントラム(テーパーかんしゃく)対タイム・ノーマリゼーション(従順な正常化)」

【米政策金利誘導目標と米国10年債利回り】



期間: 2013年1月~2017年11月30日
出所: マクロボンド

- 左図は、FRBの政策金利誘導目標と米国10年債利回りの推移を示しています。政策金利は1.25%まで引き上げられた一方、米国10年債利回りは2013年のテーパー・タントラム時の水準を下回って推移しています。
- 2016年の米大統領選挙後の急騰を除けば、米国債利回りは、これまでの4度の利上げとバランスシート縮小開始にも関わらず、比較的安定した低水準で推移しています。
- 弊社では、低水準のボラティリティと緩和化された金融環境を背景に、FRBは金融政策正常化に向けて経済に対する刺激を一層強化すると想定しています。したがって、市場に織り込まれているよりも利上げペースは速まると考えています。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年12月4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

- ✓ FRBの次期議長に指名されたジェローム・パウエル氏は、上院銀行委員会の公聴会に出席し、政策金利は「さらにいくらか上昇し」、バランスシートの規模は「徐々に縮小して行く」と述べ、これまでの金融政策と整合性の取れた見解を示しました。しかし、イエレン議長とは対照的に、パウエル氏は規制緩和に対して賛成の姿勢を取っています。弊社では、FRB議長交代に対する市場の反応は限定的と想定していますが、2018年のFRBの人事異動は、議長、副議長、ニューヨーク連銀総裁が全て入れ替わるという点で特殊であると捉えています。
- ✓ 11月の米国の消費者信頼感指数は前月比3.3ポイント上昇の129.5となり、今回の景気サイクルでの最高水準を記録しました。また、11月のリッチモンド連銀製造業指数も前月から18ポイント上昇の30ポイントとなり、過去最高を記録しました。その他の経済指標も堅調で、2017年7-9月期の実質GDP成長率改定値は3.3%（前期比、年率換算）となり、2014年以来の高水準となりました。また、10月のコアPCE（個人消費支出）は前月比0.21%上昇と、市場予想の同0.15%上昇を上回りました。
- ✓ 上院予算委員会は税制改革法案を承認し、本会議に持ち込まれることになりました（その後2日に可決）。先週は、堅調な米国経済指標と税制改革への進展期待から、米国金利は上昇しました。

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)

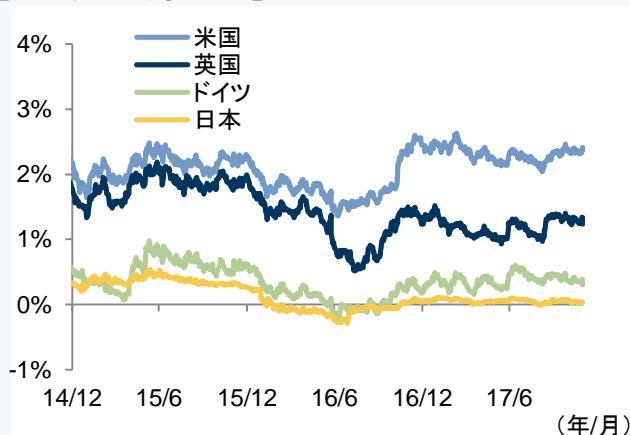
「オーストラリアおよびスウェーデンに対するカナダの金利低下見通し」

先進国経済は順調な拡大を続けており、11月のPMIは経済活動の強まりを示しています。ユーロ圏の失業率は10月に0.1%低下し8.8%となり、昨年から1%低下しました。労働市場の改善は幅広い地域で見られており、14か国中9か国で失業率は低下しています。堅調な経済指標により、弊社グループの算出する先進国のCAIは、金融危機以降の最高水準まで引き上げられました。

● オーストラリアの相対的な金利上昇見通し

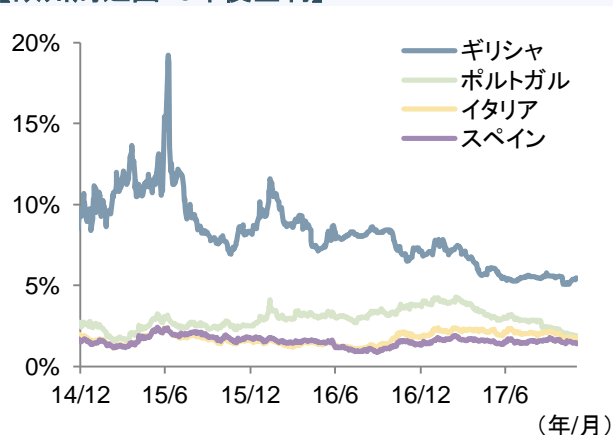
- ✓ オーストラリアの相対的な金利上昇見通しを加えました。インフレ率と賃金上昇率が市場予想を下回ったことから、直近同国の金利は低下しましたが、この動きは反転すると見えています。

【先進国10年債金利】



期間:2014年12月31日~2017年12月1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12月4日

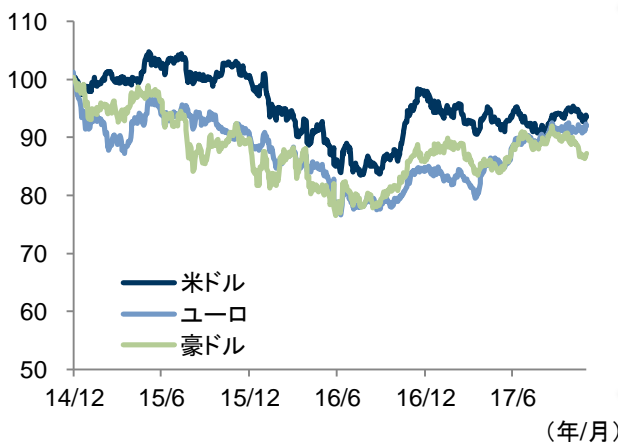


通貨配分戦略

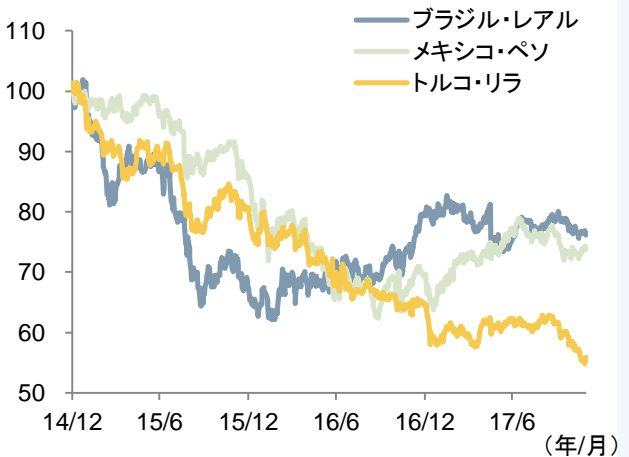
「エマージング通貨および景気感応度の高い欧州通貨の強気見通しを維持」

- 米ドルに対するエマージング通貨の強気見通し
 - 先週前半は、株式市場の上昇が投資家センチメントの改善につながり、エマージング通貨は幅広く上昇しました。週末にかけては、各国特有のニュースが為替市場の動向きを左右し、英国のEU(欧州連合)離脱に関する清算金合意の報道を受けて、英ポンドは上昇しました。
 - 格付け会社S&Pが南アフリカの現地通貨建て債務格付けをBBBからBB+へ引き下げたにもかかわらず、南アフリカ・ランドは足元上昇しています。この格下げにより、3社の主要格付機関のうち2社は、同国の現地通貨建て債務を非投資適格として評価することになり、一部の債券指数から同国債券は除外されることとなります。足元の上昇と今後開催されるANC(与党アフリカ民族会議)の党大会を背景に、弊社では同国通貨に対する強気見通しを引き下げました。
- 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
 - スウェーデン・クローナおよびノルウェー・クローネは下落基調が続いていますが、弊社では足元の下落を受けて、ユーロに対する両通貨の上昇見通しを強めました。
- 米ドルの強気見通し、英ポンドに対する短期的な強気見通し
 - スイス・フランや日本円などの先進国通貨に対して引き続き米ドルを強気に見ています。また、英国のEU離脱時の経済的ショックを軽減するための移行期間の合意期待に基づき、英ポンドを短期的に強気に見ています。

【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)】



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、先進国市場における経済活動の強まりと株式市場の上昇が、弊社の見通しに影響を与える主なテーマとなりました。
- 弊社では、投資適格社債に対するエマージング通貨の上昇見通し、アジアに対する米国の金融環境引き締め(アジア諸国に対する米国の金利上昇、アジア通貨に対する米ドルの上昇)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12月4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

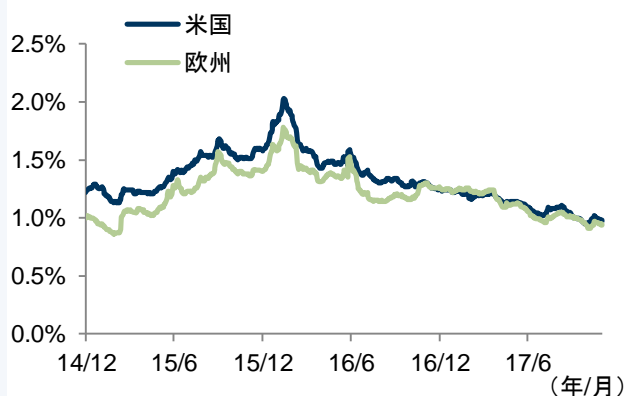
先週、米投資適格社債のスプレッドは概ね横ばいとなりました。米国、欧州ともに新規発行の動きは落ち着いており、米国の発行額は直近の週平均の約3分の1程度にとどまりました。

年初来のM&A(合併・買収)ペースは、近年に比べて低迷しているものの、足元では加速の兆候が見られています。高水準のバリュエーションと景気サイクル終盤に位置していることを踏まえて、企業活動と税制改革の進展を注視しています。

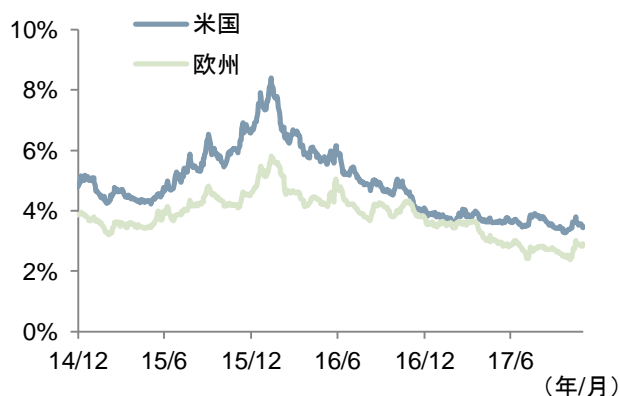
- ハイ・イールド社債に対する中立から弱気の見通し

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。ハイ・イールド社債市場では、セクター間でのパフォーマンス格差が目立ってきています。通信、消費財、メディア/ケーブルなどのセクターは弱含む一方、エネルギー・セクターは堅調に推移しています。

【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12月1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12月4日

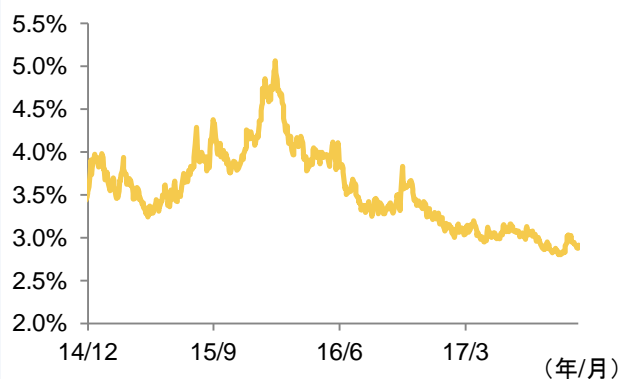


エマージング債券戦略

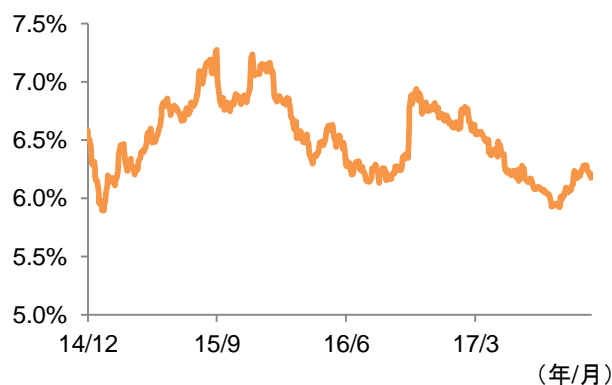
「米ドル建て債券に対して中立、現地通貨建て債券に対する強気見通し」

- ✓ ブラジルの2017年7-9月期実質GDP成長率は前期比0.1%増と僅かな拡大となった一方、項目別では大きな改善が見られています。経済成長は、民間消費と設備投資の両方によってもたらされており、設備投資は15四半期連続で減少した後、今回はプラス成長に転じました。
- ✓ メキシコの失業率は僅かに上昇し3.5%となりました。引き続き、2017年7月に記録した今回の景気サイクルにおける最低水準である3.27%の近辺で推移しています。

【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12月1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. <114964-OTU-658355>