

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年1月29日



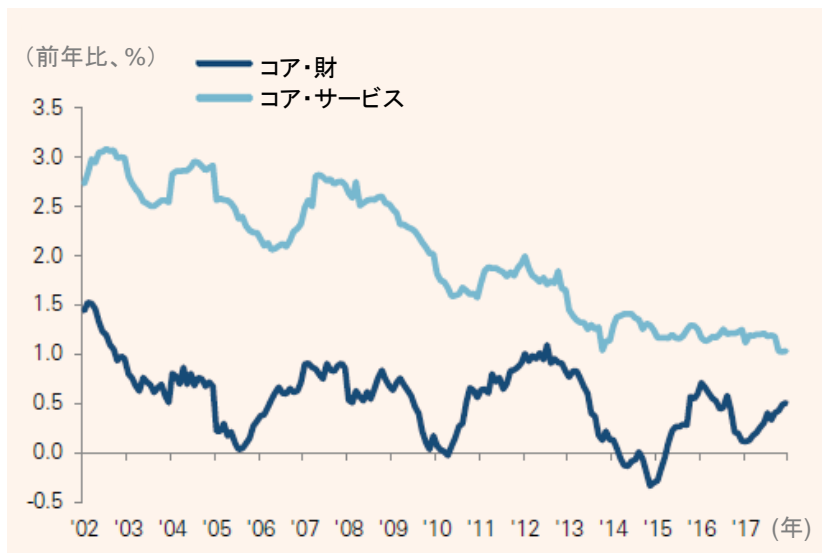
※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

今週の戦略要旨

- 先週、ECB(欧州中央銀行)理事会が開催され、金融政策の現状維持が決定されました。また、経済成長およびインフレに対する認識は2017年12月の理事会と概ね同様のものとなりました。マリオ・ドラギ総裁は、不確実性の源泉としてユーロのボラティリティを挙げましたが、昨年9月にも特に米ドルに対するユーロ高を受けて同様の発言を行っており、今回の発言はその時のものを繰り返したに過ぎないと考えられます。
- 弊社では、今回の会合において、ECBの金融政策に対する姿勢に変化はなかったと考えています。弊社では、ECBによる量的緩和プログラムは、ペースは減速するものの2018年末まで継続すると考えています。また、2019年初頭に利上げが行われる可能性はあるものの、引き続き中長期的なインフレ見通しは弱いため、利上げサイクルが長期化するとは想定していません。弊社は他の先進国に対するユーロ圏金利の相対的な低下を見込んでいます。
- FRB(米連邦準備制度理事会)による金融政策の正常化が進行しているにもかかわらず、世界的に堅調な経済成長が米ドル高を抑制しています。弊社では、ユーロおよび高利回りのエマージング通貨に対して米ドルは下落すると見えています。後者の見方は、エマージング諸国と米国の経済成長格差の拡大によって支えられており、エマージング諸国の資産に対する資金流入が続いています。

今週のチャート「ユーロ圏においては緩和的な金融政策が継続される公算」

【ユーロ圏のコア・インフレ率の推移】



期間: 2002年1月～2017年12月
出所: マクロボンド、GSAM

- 左図は、ユーロ圏におけるコア・財およびコア・サービスのインフレ率の推移を示しています。
- 両者とも歴史的に見て低水準で推移しており、どちらの指数も短期的に上昇へ向かう兆候は見られません。むしろ、足元のユーロ高とグローバル化に起因する継続的なディスインフレ圧力から、コア・財については低下傾向へ向かう可能性の方が高いと考えられます。
- 同様に、コア・サービスのインフレ率も数年間低下傾向にあり、反発の兆候は見当たりません。このような中、ユーロ圏が短中期的に金融引き締めに向かう可能性は低いと予想しています。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年1月29日



デュレーション戦略(金利戦略:各国の金利動向を予想)

「米国金利の上昇見通しを引き下げ、ユーロ金利の小幅低下見通し」

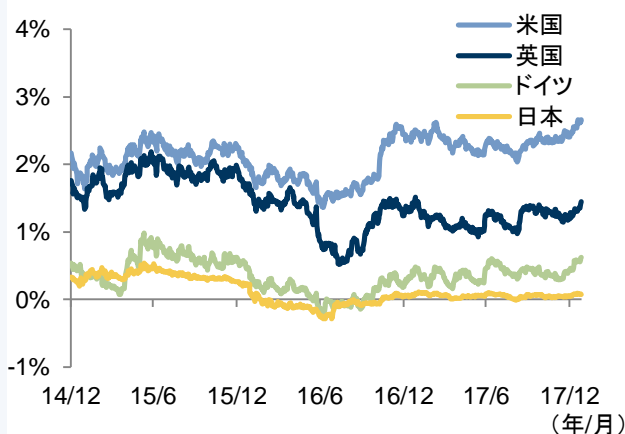
- 米国金利の上昇見通し
 - ✓ 米国の2017年10-12月期のGDP成長率は年率換算で前期比2.6%増となり、市場予想の3.0%増を下回りました。これは主に、変動性の高い在庫投資の影響によるもので、個人消費や設備投資などの構成要素は引き続き堅調に推移しています。
- 日本金利の中立見通し
 - ✓ BoJ(日本銀行)は金融政策決定会合を行い、金融政策の現状維持を発表しました。インフレ期待については、現状評価を「弱含みの局面」から「横這い圏内」へと上方修正したものの、展望レポートにおける将来の物価見通しでは、中長期的なインフレの下振れリスクの方が大きいとの見方を示しました。
- ユーロ金利の小幅低下見通し
 - ✓ ECB理事会では、経済成長に対する良好な見通しを示しながらも、金融政策の現状維持を決定しました。マリオ・ドラギ総裁は、不確実性の源泉としてユーロのボラティリティを挙げましたが、昨年9月にも特に米ドルに対するユーロ高を受けて同様の発言を行っており、今回の発言はその時のものを繰り返したに過ぎないと考えられます。今回の会合を受けて、市場ではタカ派的な反応が目立ったものの、弊社ではECBの金融政策に対する姿勢に変化はなかったと考えています。弊社では、足元の市場の動きを受けて、米国金利の上昇見通しを引き下げたほか、ユーロ金利の小幅低下見通しを追加しました。その他の地域では、スウェーデン金利の小幅上昇を見込んでおり、日本金利に対しては中立な見通しとしています。

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)

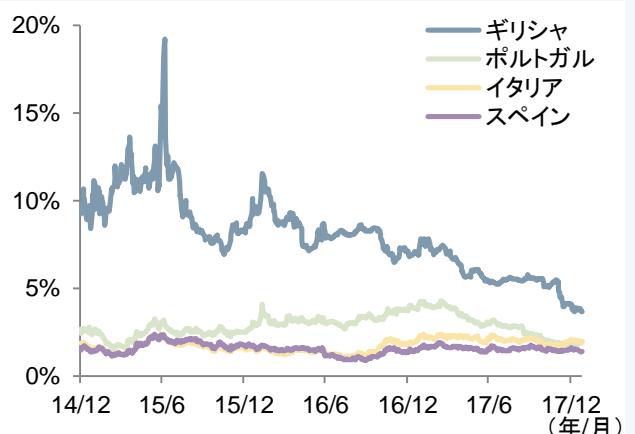
「他の先進国に対するユーロ圏金利の相対的な低下見通し」

- 他の先進国に対するユーロ圏金利の相対的な低下見通し
 - ✓ 1月のユーロ圏PMI(購買担当者景気指数)速報値は、前月の58.1から58.6へ上昇し、2006年以来の高水準となりました。堅調な経済成長にもかかわらず、弊社は引き続きユーロ圏のインフレ率がECBの見通しおよびインフレ目標を下回ると見えています。したがって、弊社は依然として、金融引き締めがより早期に実施されると考えるスウェーデンや英国などの先進国に対して、ユーロ圏の金利が相対的に低下すると見えています。
 - ✓ BoJおよびECBと同様に、ノルウェー中央銀行も金融政策の現状維持を発表しました。しかし、需給ギャップの縮小、インフレ率の低迷が峠を越えた兆候、好調な欧州経済を踏まえると、今後12カ月以内に金融引き締めが行われる可能性があると考えています。

【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~2018年1月26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 2018年1月29日

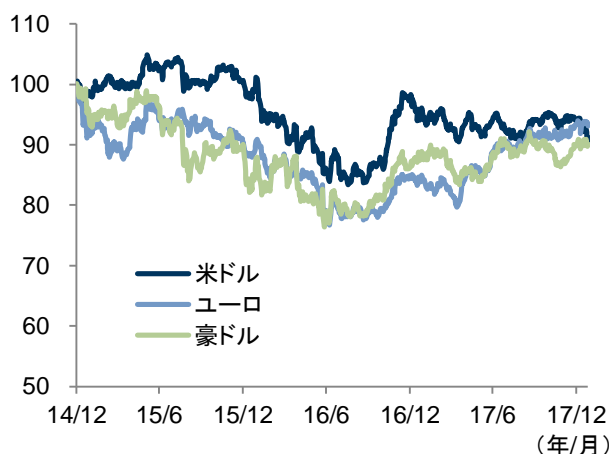


通貨配分戦略

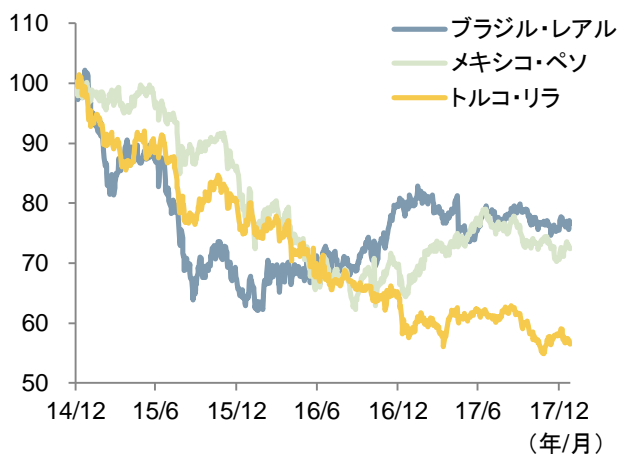
「エマージング通貨および景気感応度の高い欧州通貨の強気見通しを維持」

- 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
 - エマージング諸国と米国の経済成長格差の拡大を受けて、エマージング諸国の資産に対する資金流入が続いています。こうした動きを背景に、FRBによる金融政策の正常化が進行しているにもかかわらず、エマージング通貨は米ドルに対して上昇しています。
 - 弊社では、エマージング諸国をはじめとする世界的な景気拡大が、米国の金利上昇による影響を引き続き上回ると見ているものの、足元の米ドル安が多少反転する可能性を警戒しています。
 - その他、ユーロ圏の景気回復により恩恵を受けるスウェーデン・クローナやポーランド・ズロチなどの景気感応度の高い欧州通貨に対して強気に見ています。

【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)】



期間: 2014年12月31日~2018年1月26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)

- 弊社の見通しに影響を与えた先週のイベントとして、欧州および日本の金融政策決定会合、堅調な勢い維持するPMI指数、米ドル安が挙げられます。
- 投資適格社債に対するエマージング通貨の上昇見通し
 - バリュエーションに割高感が見られる投資適格社債に対し、バリュエーションは概ね適正範囲であり世界経済の成長加速の恩恵を享受できるエマージング通貨を強気に見ています。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年1月29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および季節性による住宅販売の増加が、特に今年の後半にかけて同資産の逆風になると予想しており、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。

「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。年初来で、米投資適格社債市場では1,050億米ドル、欧州では400億ユーロの新規発行が行われました。これは、弊社の想定したペースを上回っています。どちらの地域においても、主に金融セクターによる新規発行が目立っています。

- ハイ・イールド社債に対する中立の見通し

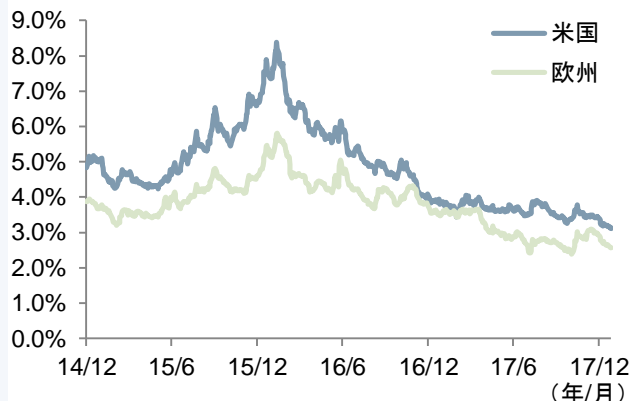
先週、米国ハイ・イールド社債のスプレッドは縮小しました。月初来の堅調なパフォーマンスは主にエネルギー、航空・宇宙、ヘルスケアセクターによって牽引されています。また、税制改革法案成立を受けた企業業績拡大の見通しから、低格付け銘柄のパフォーマンスが高格付け銘柄を上回る展開が続いています。

先週、米国ハイ・イールド市場では16件、計86億米ドルの新規発行が行われ、年初来の合計は162億米ドルとなりました。

【投資適格社債スプレッド】



【ハイ・イールド社債スプレッド】



期間: 2014年12月31日~2018年1月26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 2018年1月29日

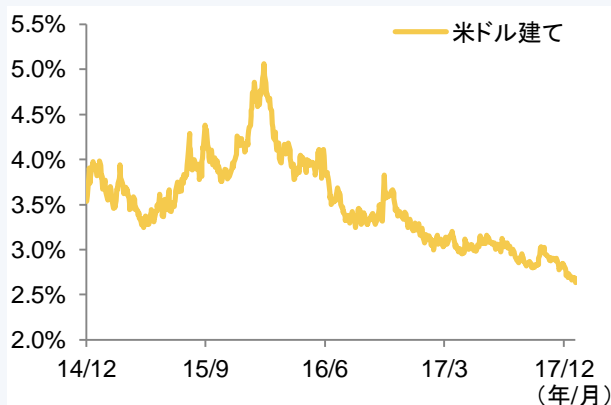


エマージング債券戦略

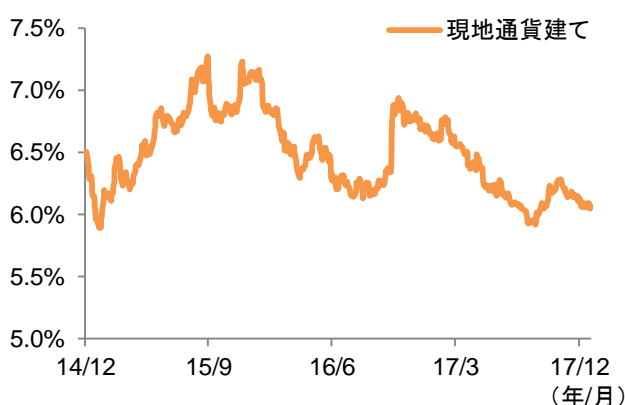
「米ドル建て債券に対して中立、現地通貨建て債券に対する強気見通し」

- ✓ サブサハラアフリカ（北部のサハラ砂漠以南の地域）諸国の外貨建て債券は、過去1年間のパフォーマンスがB格の米国ハイ・イールド社債を上回るなど良好に推移しています。
- ✓ 新規発行が限定的であることと、新興国債券に対する資金流入が同債券のパフォーマンスを下支えしていません。

【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～2018年1月26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。

©2018 Goldman Sachs. All rights reserved. <120044-OTU-689074>