

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年2月26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1月のコアCPI(消費者物価指数)は2005年以来の上昇率を記録し、FRB(米連邦準備制度理事会)は2018年に金融引き締めをより一層強めることを示唆しました。弊社は米国金利が上昇すると見えています。
- 為替と金利の動きにはこれまで強い相関があったものの、足元の金利差に為替は追随していません。弊社はこれを受けて、円安見通し等、これらに関係する見通しを引き下げました。長期的な視点では、日本国債に対する米国債の利回り差から、引き続き円安米ドル高になると考えているものの、短期的にボラティリティの高い相場を注視しています。
- スウェーデンのCPIが市場予想を下回ったことを受けて、短期金利が低下し、スウェーデン・クローナが下落しました。しかし、スウェーデンの経済成長が堅調なことから、インフレ指数自体がボラティリティの高いもので今回のCPIは一時的に予想を下回ったと考え、弊社は引き続きスウェーデン中央銀行が年内に政策金利の引き上げを行うと予想しています。スウェーデン金利およびスウェーデン・クローナが上昇すると見込んでいます。

今週のチャート「為替と金利差の動きの乖離」



- 左図は、米国と日本の10年金利差と米ドル/円の動きが足元真逆に動いていることを示しています。
- 金利差と為替は過去数年間では高い相関があったことが見て取れます。
- しかし、年初から金利差と為替が逆相関に転じ、米国金利が上昇しているにもかかわらず、米ドル安円高が続いています。
- これは、米ドルと金利差が独立した動きをする、トレンドの大きな転換があったことを示しています。

期間: 2016年6月末～2018年2月22日

出所: データストリーム

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年2月26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、スウェーデン金利の小幅上昇見通し、ユーロ圏金利の小幅低下見通し」

米国金利の上昇見通し

- ✓ 米国では、1月のコアCPIが前月比0.34%増と、2005年以来の最高値を記録しました。弊社は2018年のコアPCE(個人消費支出)価格指数の見通しを年率1.8%から2.0%へと引き上げました。
- ✓ 1月30日～1月31日に開催されたFOMC(米連邦公開市場委員会)の議事録が発表され、多くのFOMC参加者が「金融引き締めを徐々に行うのが適切」と経済見通しを上方修正したことを受けて、より強い経済成長が示唆されました。これを市場はタカ派的な発言と捉えました。
- ✓ リスク資産は足元一週間安定していました。米国の金融環境指数は2月で引き締まった分の約半分まで戻し、1月上旬の水準まで戻りました。

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)

「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」

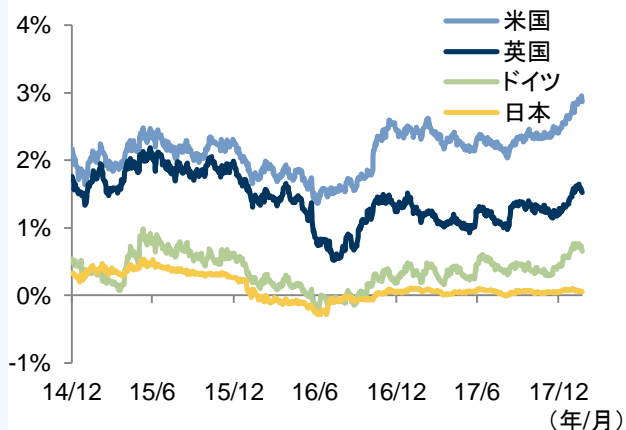
スウェーデン金利の上昇見通し

- ✓ 弊社は依然としてスウェーデン金利が上昇する見通しで、特にユーロ圏金利に対して上昇すると見えています。スウェーデンのCPIが市場予想を下回ったことを受けて、短期金利が低下したものの、スウェーデンの経済成長が堅調なことから、インフレ指数自体がボラティリティの高いもので今回のCPIは一時的に予想を下回ったと考え、引き続きスウェーデン中央銀行が年内に政策金利の引き上げを行うと予想しています。

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

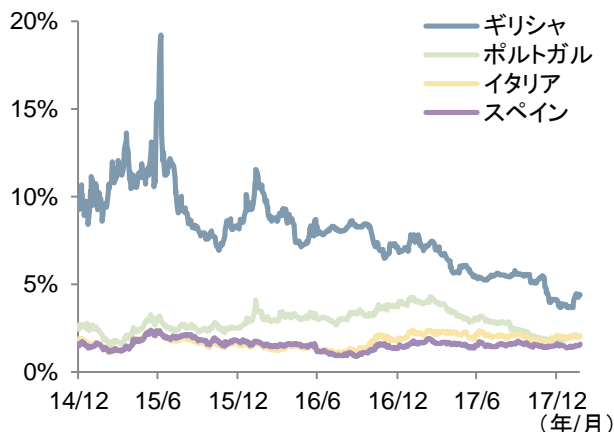
- ✓ 弊社のユーロ圏金利の相対的な低下見通しは、2月のPMI(購買担当者景気指数)の速報値が軟調であったことにも支えられています。

【先進国10年債金利】



期間:2014年12月31日~2018年2月23日、出所:ブルームバーグ

【欧州周辺国10年債金利】



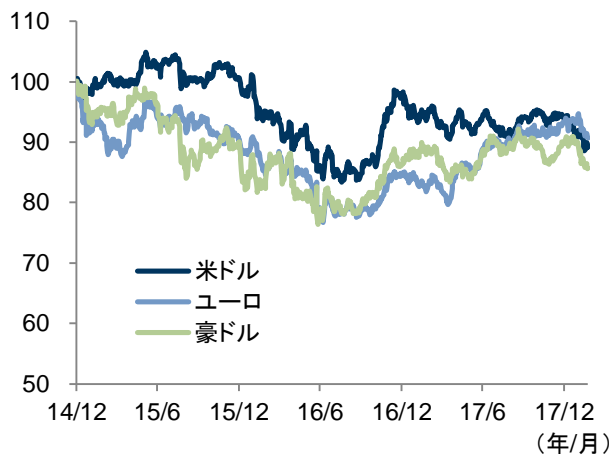


通貨配分戦略

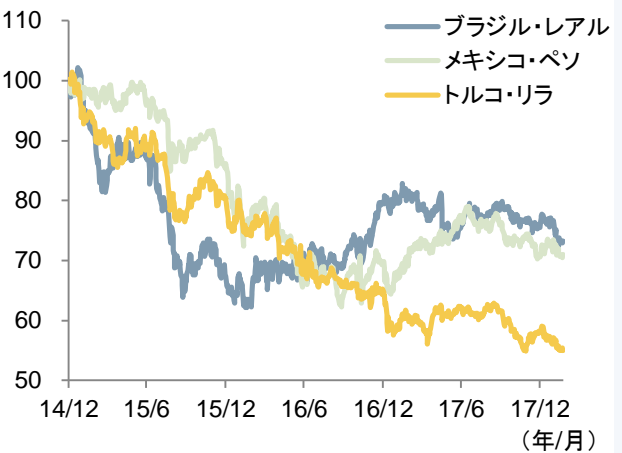
「円安見通し(引き下げ)」

- スウェーデン・クローナの上昇見通し
 - ✓ 弊社は依然としてスウェーデン・クローナが上昇する見通しです。スウェーデンのインフレ率が低下したことを受けて、スウェーデン・クローナが下落したものの、スウェーデン中央銀行が今後政策金利引き上げを行う見通しを変えていません。
- 円の下落見通し
 - ✓ 足元円高が進んでいたことを背景に、一時的に円安見通しを引き下げました。生命保険会社の米ドルヘッジ比率が上昇した等の短期的なテクニカル要因や、季節的要因で日本からの資金流出が減ったこと等を受けて、ドル円と金利差が乖離した動きをするようになりました。一方で、弊社の長期的な見通しは依然として円安見通しで変わっておらず、短期的なボラティリティの変化に注視しています。

【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)】



期間: 2014年12月31日~2018年2月23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)

- 米国の欧州に対する金融環境引き締め見通し
 - ✓ 米国は、経済環境が良好な中で財政を拡大しようとしています。今の所、米国の金融環境指数に大きな変化は見られないものの、最終的にはインフレの高まりを受けて、より急速な金融引き締めが必要になると考えています。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年2月26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

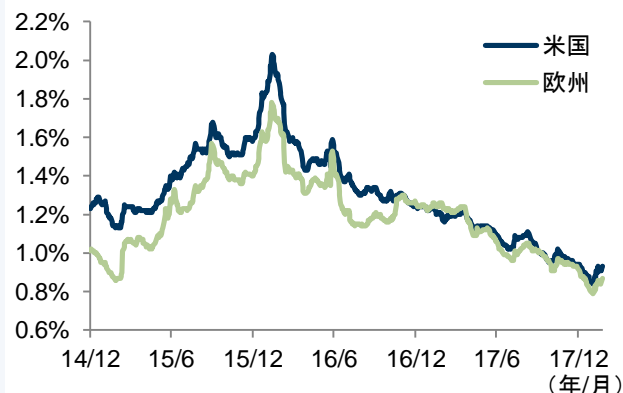
✓ 先週、米国および欧州の投資適格社債のスプレッドは僅かに拡大しました。年初来、米国投資適格社債市場の新規発行額は前年比27%減少しており、需給面での追い風となっています。

- ハイ・イールド社債に対する中立の見通し

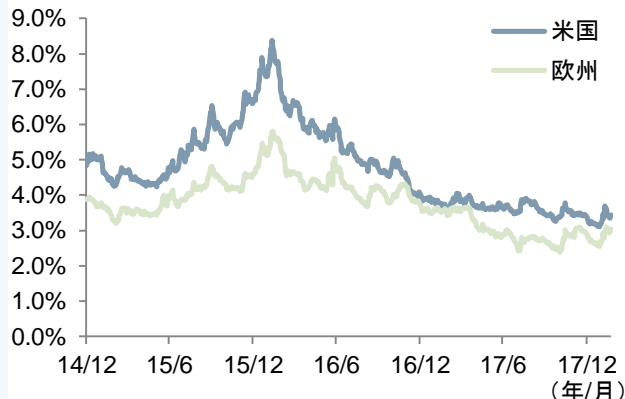
✓ 先週、米国ハイ・イールド社債のスプレッドは概ね横ばいとなりました。

✓ ハイ・イールド社債ファンド・ETFからの資金流出は加速しました。これは、2013年のテーパー・タントラム時にも見られましたが、この動きはすぐに反転しました。足元の金利のボラティリティが収まるにつれて、資金流出も落ち着くと見えています。

【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~2018年2月23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2月26日

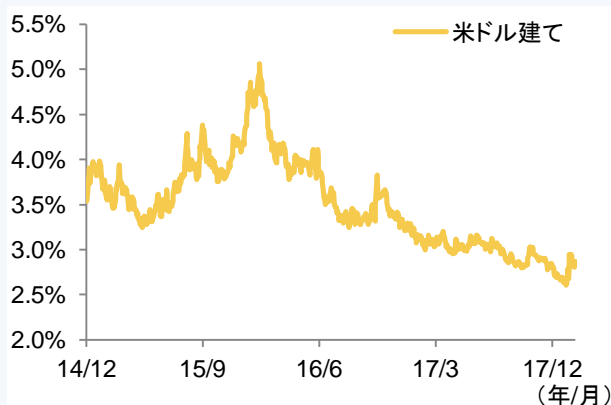


エマージング債券戦略

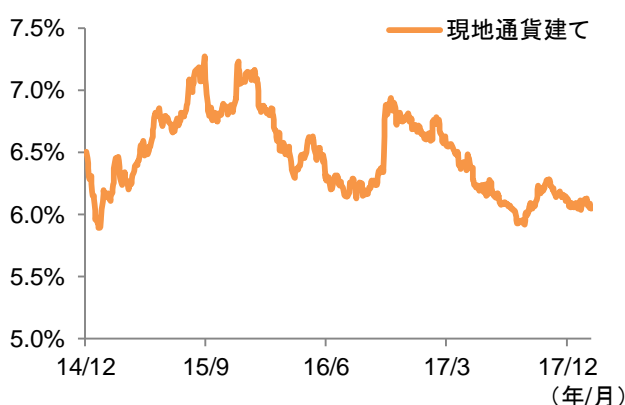
「米ドル建て債券に対して中立、現地通貨建て債券に対する強気見通し」

- ✓ トルコの対外不均衡は悪化しました。これは、同国が原油の純輸入国であり、原油価格の上昇による悪影響を受けたためです。同国は、経常赤字を主に証券投資でファイナンスしているため、資金フローの変化には脆弱です。同国のプライマリーバランスは黒字であるものの、その黒字幅は縮小しています。同地域における地政学リスクも勘案し、同国の外貨建て債券のスプレッドは拡大すると予想します。

【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～2018年2月23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. <123113-OTU-707865>