

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年6月4日



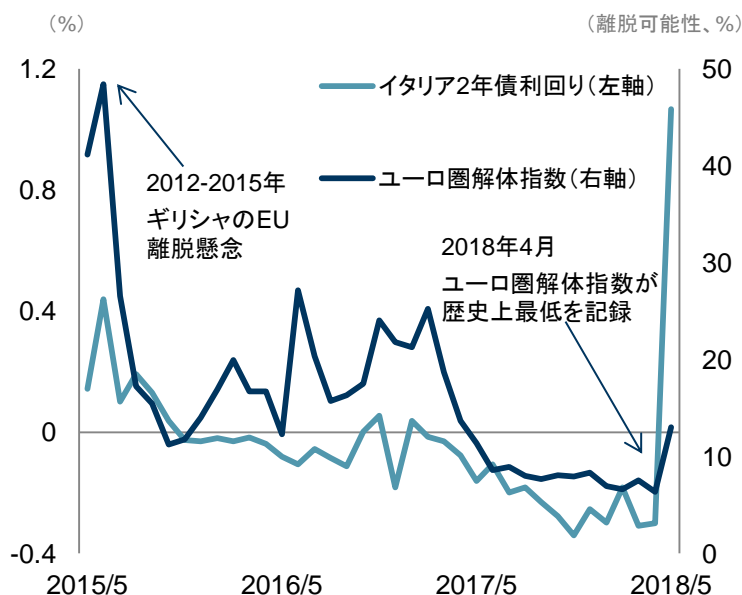
※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

今週の戦略要旨

- 5月の米国雇用統計が発表され、非農業部門の雇用者数は22.3万人の増加、失業率は今回の景気サイクルにおいて最低水準である3.8%となりました。堅調な労働市場や経済活動、インフレ率上昇は、今年の米国で金融引き締めが行われるという弊社での見方を下支えています。足元のリスクオフの展開により米国金利が低下する以前から、弊社では金利の上昇見通しを引き下げていました。しかし、経済の堅調さが示されたことから、改めて米国金利の上昇を見込んでいます。
- 南欧諸国では未だ政治を巡る懸念が継続しています。スペイン首相であるマリアーノ・ラホイ氏は、不信任案可決により同国首相として初めて辞任に追い込まれました。これにより、社会労働党の党首であるペドロ・サンチェス氏が次期首相に就任する見込みです。イタリアとは対照的に政策に大きな変更はないため、同国情勢に対する不透明感は限定的です。
- 先週のスペイン金利の上昇を受けて、イタリアに対するスペイン金利の上昇見通しを取り下げました。また、イタリアに関する相対的な金利の見通しを全て取り下げました。同国の連立政権が掲げる拡張的な財政政策の規模は縮小すると見込んでいるものの、財政の持続性やユーロ離脱を巡る懸念によって、イタリアの中長期的な経済見通しは不透明なものとなっています。

今週のチャート「イタリア政権、激動の1週間」

【ユーロ離脱リスクとイタリア2年債利回り】



先々週、大統領が組閣案を拒否し首相が辞任を表明したことを受け、連立政権樹立の可能性が低下し、解散総選挙の見込みが高まりました。

左図からわかる通り、反ユーロ政党が支持を伸ばしていることに対する投資家の懸念が高まり、イタリア金利は急上昇しました。

「同盟」と「五つ星運動」は連立政権樹立に関して先週再合意しました。これを受けて短期的な懸念は後退しましたが、長期的な財政の持続性に対する不安は残ったままです。

期間：イタリア2年債利回りは2015年5月29日～2018年5月31日、ユーロ圏解体指数は2015年5月31日～2018年5月29日

出所：マクロボンド、GSAM

ユーロ圏解体指数：12ヵ月以内にユーロから最低でも1ヵ国が離脱する可能性を機関投資家への調査により算出したもの。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年6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)

「米国金利の上昇見通し、スウェーデン金利の小幅上昇見通し」

・ 米国金利の上昇見通し

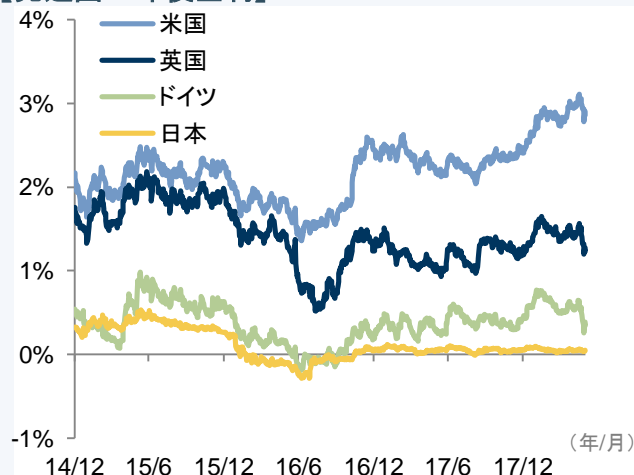
- ✓ 米国の1-3月期GDP成長率は0.1%下方修正され+2.2%となりましたが、項目別では、民間設備投資の伸びが+6.1%から+9.2%に加速するなど堅調な結果となりました。個人消費の伸びはわずかに減速したものの、5月の消費者信頼感指数が回復したことから、4-6月期における個人消費は堅調であると考えられます。
- ✓ FRB(米連邦準備制度理事会)が物価上昇の基準として重視するコアPCE(個人消費支出)の4月の値は、前月比で+0.6%、前年同期比で+1.8%の増加となりました。政策者は先日、インフレ率が目標値を若干上回ることを容認するとの認識を示したにもかかわらず、総合PCEは前年同期比で+1.97%の増加となり、FRBの目標である2%をわずかに下回りました。

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)

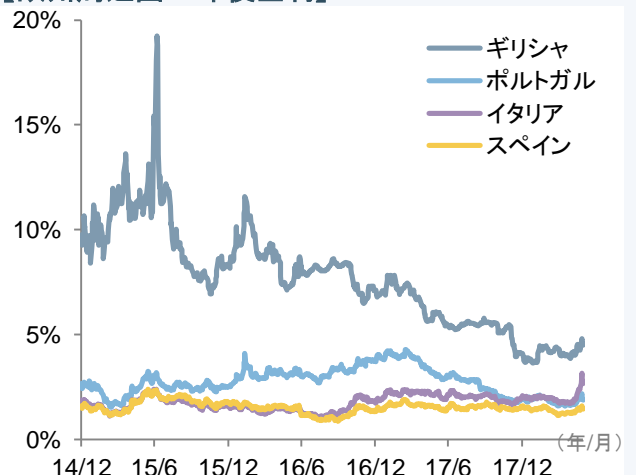
「他の先進国に対するユーロ圏の金利低下見通し」

- ✓ BoC(カナダ中央銀行)は政策金利を据え置きましたが、金融緩和が未だ必要であるとの文言を声明文から削除し、経済成長についてやや楽観的な見通しを示したことに加え、将来の金融政策についてややタカ派的な考えを示しました。この会合の後に発表された同国の1-3月期GDP成長率は年率+1.3%となりました。弊社ではFRBと同様、BoCが今年後半に利上げを行うと見込んでいます。
- ✓ 弊社では、オーストラリアの利上げに対する市場の織り込み度合いが過剰であると考え、同国に対してカナダ金利の上昇を見込んでいます。BoCの金融政策に対する市場の反応は概ね弊社での予想と一致するため、カナダに対して、市場の織り込み度合いが少ないスウェーデン等の金利上昇を見込んでいます。
- ✓ 先週のスペイン金利の上昇を受けて、イタリアに対するスペイン金利の上昇見通しを取り下げました。また、イタリアに関する相対的な金利の見通しを全て取り下げました。同国の連立政権が掲げる拡張的な財政政策の規模は縮小すると見込んでいるものの、財政の持続性やユーロ離脱を巡る懸念によって、イタリアの中長期的な経済見通しは不透明なものとなっています。
- ✓ 最近のイタリア政況を巡る出来事によってこの見方が強められるとともに、連立政権の間で方針に大きな違いがあるため不安定な政況は続く予想しています。こうした状況は、財政の持続性に対する懸念やユーロに対する信任の低下につながると考えられます。弊社では、連立政権が掲げる財政政策による格付けへの影響にも注意が必要であると考えています。仮に3大格付け会社のうち2社の格付けが非投資適格となった場合、同国は主要なグローバル債券指標から外れることとなります。その結果イタリア国債が売られ、利回りとボラティリティは上昇すると考えられます。

【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6月1日、出所:ブルームバーグ

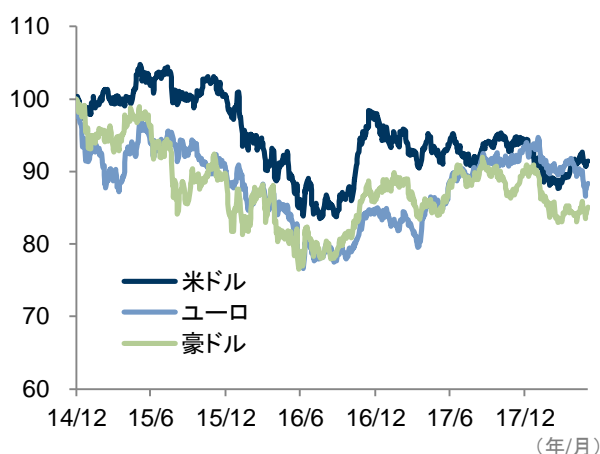


通貨配分戦略

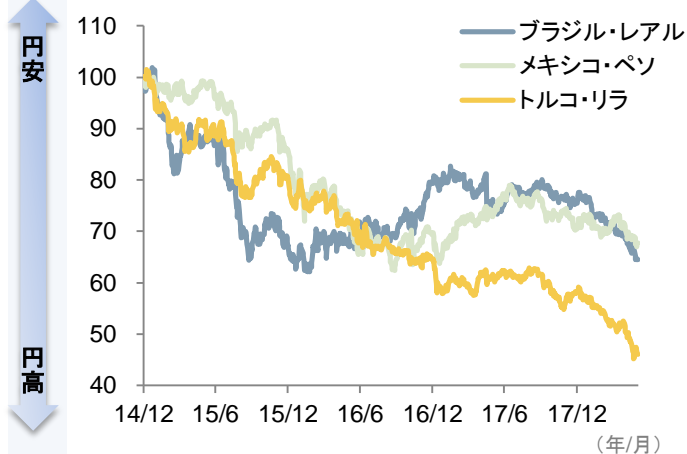
「米ドルに対する新興国通貨の上昇見通し」

- 米ドルに対する新興国通貨の上昇見通し
 - ✓ イタリアにおける政治を巡る懸念を受け、ユーロが下落した一方、米ドル、スイス・フラン、円などの安全通貨は上昇しました。先週はユーロ圏で発表された経済指標が軟調となったことを受け、ECB(欧州中央銀行)の金融政策がハト派寄りになるとの観測が広がったこともユーロに対して重石となりました。
 - ✓ 豪ドルやニュージーランド・ドルに対するユーロの弱気見通しを引き上げました。新興国通貨では、インド・ルピーの上昇見通しを引き上げました。

【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~2018年6月1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)

- 欧州の投資適格社債に対する新興国通貨の上昇見通し
 - ✓ 欧州の投資適格社債に対して新興国通貨が上昇すると見えています。新興国通貨の中では、過去1年間で原油価格が50%程度上昇していることから恩恵を受ける原油輸出国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6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

「投資適格社債に対するやや強気の見通し、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やや強気の見通し

✓ イタリアでの政治を取り巻く不透明感の高まりなどにより、欧州投資適格社債のスプレッドが米国投資適格社債のスプレッドに対して拡大すると見ていました。実際に予想通りの展開になったことを受け、同見通しを取り下げました。

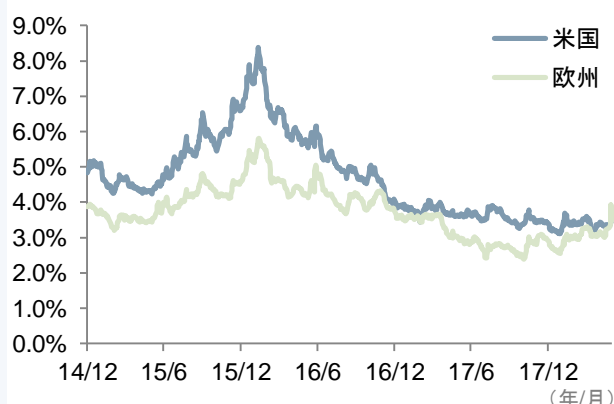
- ハイ・イールド社債に対する中立の見通し

✓ 欧州ハイ・イールド社債市場は、イタリアが同市場を構成する2番目に大きい国であることを背景に下落しました。イタリアでは特に、不良債権の減少により足元数年で金融セクターのファンダメンタルズが改善しているにもかかわらず、同セクターが軟調に推移しました。また通信セクターも大幅に下落しました。イタリアの金融セクターおよび保険セクターに対して弱気の見通しです。

【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~2018年6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 2018年6月4日

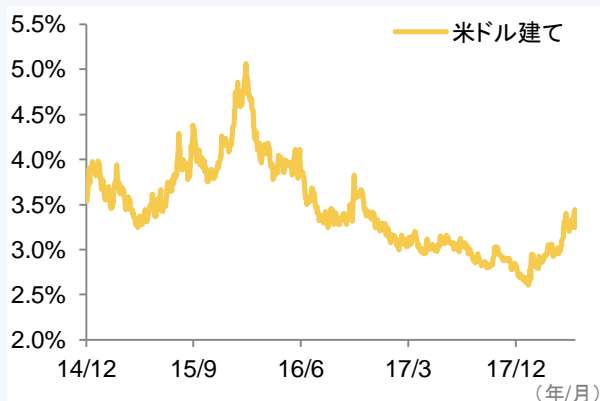


エマージング債券戦略

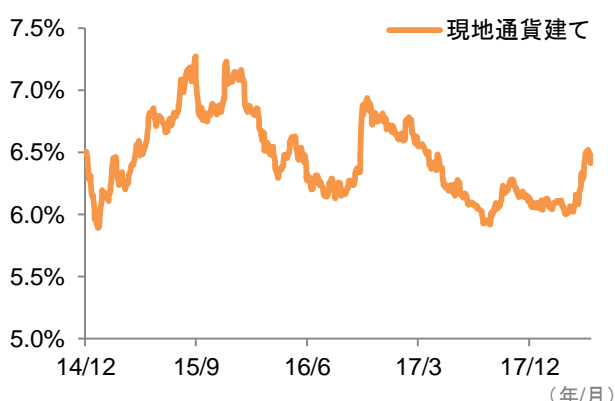
「米ドル建て債券に対して中立、現地通貨建て債券に対する強気見通し」

- ✓ インドネシアの中央銀行は、通貨の安定を目的として、5月で2度目となる利上げを行い、今後も必要であれば引き締めを行う考えを示しました。同国のマクロ環境の観点では、利上げは必ずしも必要ではなかったものの、市場には安心感が広がり、インドネシア・ルピアは上昇しました。

【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～2018年6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。

©2018 Goldman Sachs. All rights reserved. <133274-OTU-769232>