

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年7月30日



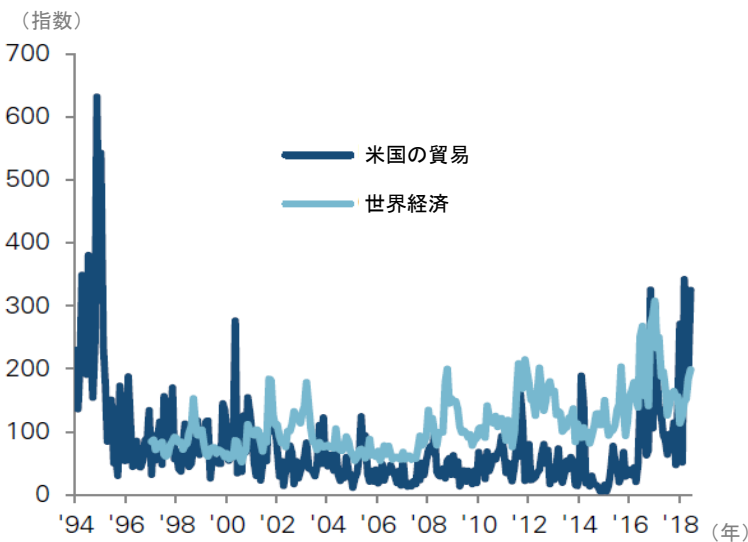
※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

今週の戦略要旨

- 先月のECB(欧州中央銀行)会合で、新たなフォワード・ガイダンスが導入されたこともあり、先週の会合は無風のイベントとなりました。弊社では引き続き2019年後半に1回目の利上げが行われると予想していますが、早期に実施される可能性より後倒しされる可能性が高いと見ています。さらにその後、政策金利(預金ファシリティ金利)を0%へ引き上げる2回目の利上げが行われると考えていますが、それ以降は軟調なインフレを背景に、政策金利は据え置かれると予想しています。
- BoJ(日本銀行)が現行の金融政策による副作用を軽減する方法を議論しているとの報道がなされました。これにより、イールドカーブ・コントロールが金利のボラティリティをより高める政策方針へと変更されるとの憶測が広がりました。一連の報道を受け、日本に加え、主要国で金利が上昇しました。
- 4-6月期の米国GDP成長率は前期比年率で+4.1%となり、2004年以降の高水準を記録しました。7月で、米国経済は景気拡大局面に入ってから10年目に突入し、史上最長まであと1年に迫っています。しかし、経済指標は依然として堅調であり、景気過熱や金融不均衡といった観点でも、近い将来景気後退が起こる兆候は見られません。

● 今週のチャート「貿易を巡る不確実性の高まり」

【政策の不確実性】



時点: 2018年6月
出所: マクロポンド

- 左図は、米国の貿易および世界経済政策の不確実性を表しており、貿易の不確実性は1995年以来の高い水準となっていることが分かります。1994年のNAFTA(北米自由貿易協定)発効や1995年のWTO(世界貿易機関)設立など、不確実性の増大が結果としてグローバル化の進展につながった1990年代中盤とは異なり、足元の不確実性上昇は主に保護貿易主義を巡る懸念の高まりを反映しています。
- 短期的には、輸出減少は輸入減少によって相殺されることに加え、財政拡大が経済成長を下支えすると考えられることから、米国経済への直接的な影響は限定的であると見ています。
- 一方、保護貿易的な政策は、中長期的に経済に対して悪影響を及ぼすと見ています。貿易摩擦の激化によって、経済成長率の低下やインフレ率の上昇など、マクロ経済への悪影響は増大すると考えています。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年7月30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、スウェーデン金利と欧州金利の小幅上昇見通し」

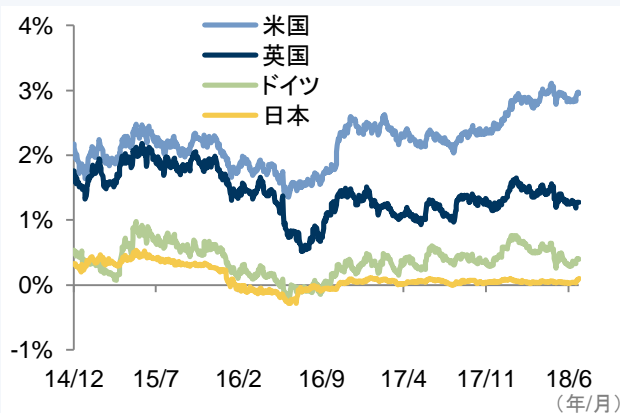
- ✓ BoJが現行の金融政策による副作用を軽減する方法を議論しているとの報道がなされました。これにより、イールドカーブ・コントロールが金利のボラティリティをより高める政策へと変更されるとの憶測が広がりました。一連の報道を受け、日本に加え、主要国で金利が上昇しました。
- ✓ BoJのイールドカーブ・コントロールは、世界全体の金利に対して重要な役割を果たしてきました。同政策により10年債利回りが0%付近で固定されていることにより、利回りを求める資金は日本国外の債券へ流入し、世界全体の金利を押し下げてきました。この下押し圧力が緩和されれば、世界全体で金利は上昇する可能性がありますと考えています。しかしながら、足元の日本金利上昇に対応するため、BoJはあらかじめ決まった利回りで国債を無制限に買い入れる「指値オペ」を継続しています。
- ✓ 弊社では今週のBoJの政策会合では金融政策方針に変更はないと予想していますが、6月のコア・インフレが前年同月比で+0%に減速したことを踏まえると、今年および来年のインフレ見通しは引き下げられると見ています。一方で、金融政策に微調整が加えられる可能性が高まっています。政策の微調整を行うとしても、BoJの意図は、金融政策方針の転換ではなく、緩和的な政策をより長期間継続させることであると弊社では考えています。

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)

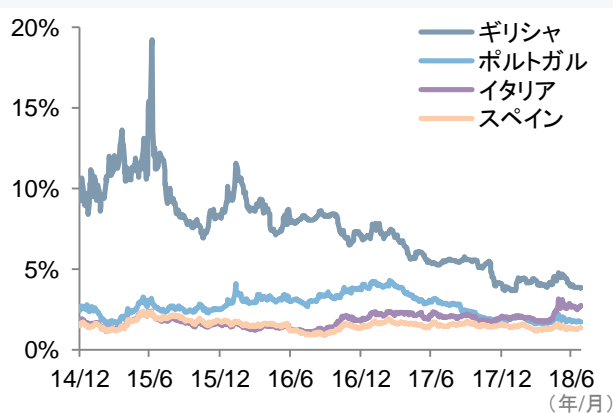
「他の先進国に対するユーロ圏の金利低下見通し」

- ✓ 先月のECB会合で、新たなフォワード・ガイダンスが導入されたこともあり、先週の会合は無風のイベントとなりました。弊社では引き続き2019年後半に1回目の利上げが行われると予想していますが、早期に実施される可能性より後倒しされる可能性が高いと見ています。さらにその後、政策金利(預金ファンリティ金利)を0%へ引き上げる2回目の利上げが行われると考えていますが、それ以降は軟調なインフレを背景に、政策金利は据え置かれると予想しています。
- ✓ フランスに対するイタリア金利低下の見通しを引き上げました。イタリアの短期的な財政悪化リスクに対して以前より楽観的な見方をしている一方、フランスに織り込まれたリスク・プレミアムは過度に低いと考えており、欧州の政治を巡る不透明感によりフランス金利が上昇すると考えています。
- ✓ 米国では、長期債に対して年金基金からの旺盛な需要が見込まれることから、引き続き日本に対して米国長期金利が低下すると見ています。

【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7月27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7月30日

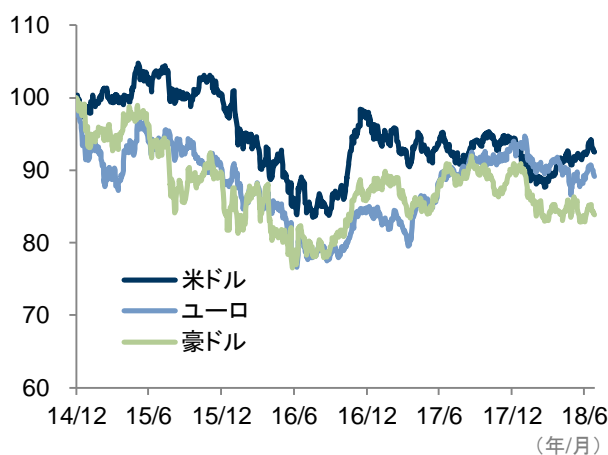


通貨配分戦略

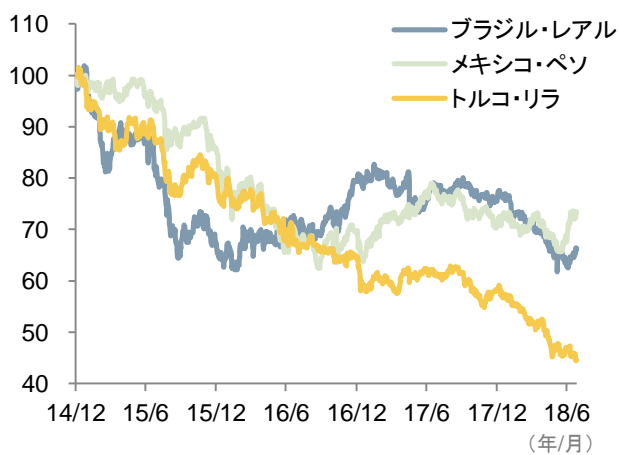
「米ドルに対する新興国通貨の上昇見通し」

- 米ドルに対する新興国通貨の上昇見通し
 - 引き続き米ドルに対して人民元が下落すると見込んでいます。中国の中央銀行は通貨価値保護のために、基準値の変更や為替介入などの伝統的な政策を実施せず、過去の通貨安の時とは異なる姿勢を見せました。
 - 米ドルの日中のボラティリティは依然として高い水準にあります。以前は貿易摩擦を巡る発言が米ドルを動かす要因となっていました。足元では他の先進国、新興国と比較して米国の経済指標が堅調であることが米ドル高をもたらしています。
 - 弊社では、市場はカナダの利上げを過度に織り込んでいると考えており、カナダ・ドルは豪ドルやニュージーランド・ドルに対して下落すると見ています。

【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7月27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)

- 欧州投資適格社債に対するイタリアとスペイン国債利回り低下見通し
 - 欧州投資適格社債に対して、イタリア国債やスペイン国債の利回りが相対的に低下すると見ています。イタリアで財政支出拡大の予算案が今秋に成立する可能性が低下したことを背景に、同地域の政治を巡る懸念が後退したと考えています。
- 原油輸出国通貨の上昇見通し
 - 過去1年の原油価格上昇と比較して、通貨の上昇が限定的にとどまっているロシア・ルーブルやノルウェー・クローネなどの原油輸出国通貨が上昇すると見ています。資源輸出国通貨のパフォーマンスは、資源価格と連動すると考えています。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年7月30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(米連邦準備制度理事会)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)」

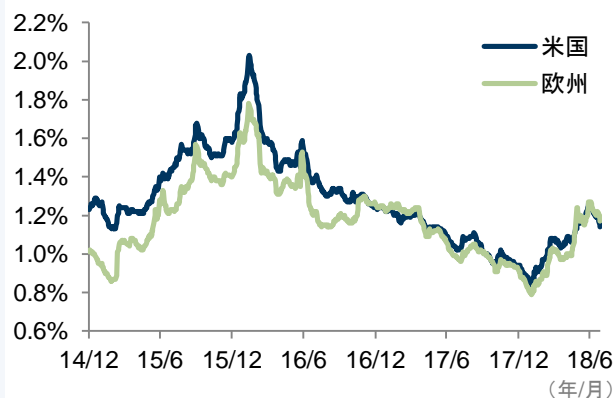
- 投資適格社債に対するやや強気の見通し

✓ 7月の米国投資適格社債市場は、限定的な新規発行や旺盛な需要を背景に、堅調に推移しています。8月も新規発行は限定的な水準にとどまると予想しており、同市場に対して追い風になると考えています。

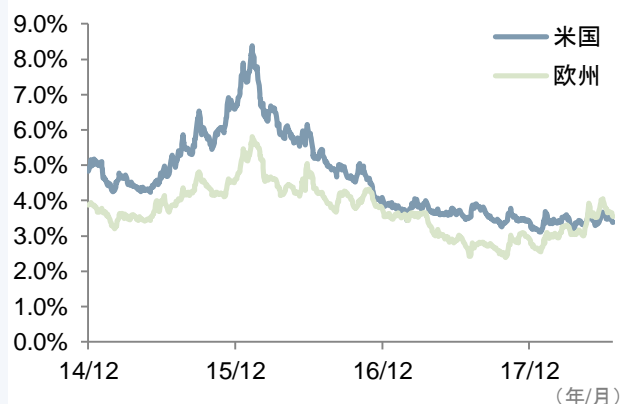
- ハイ・イールド社債に対する中立の見通し

✓ 先週、米国ハイ・イールド社債市場では2件、合計21億米ドルの新規発行がありました。今年7月の新規発行は同月の過去平均を大きく下回っています。今年、新規発行が限定的であることが同市場に対して追い風となっており、投資適格社債市場のパフォーマンスを上回っています。

【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7月27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7月30日

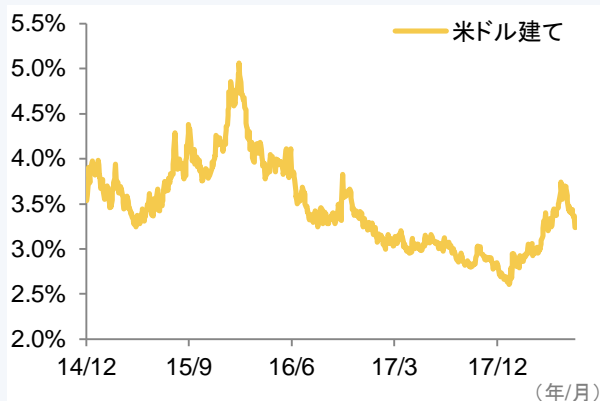


エマージング債券戦略

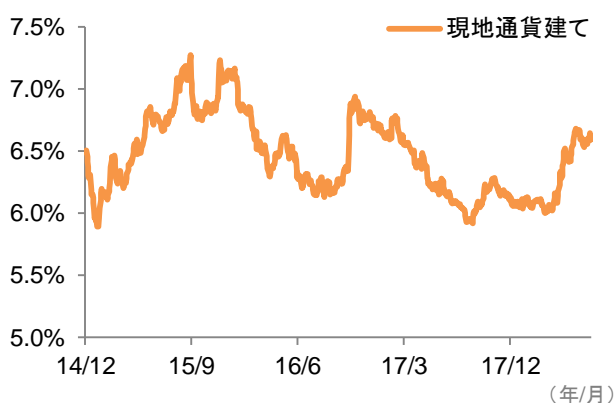
「外貨建て債券に対するやや強気の見通し、現地通貨建て債券に対する強気見通し」

- ✓ 中国が国内の需要を活性化し、米中貿易摩擦による下振れリスクを軽減する政策に注力していることは同国に対して追い風になると考えています。また、過度なレバレッジの縮小にも注力していますが、その時期や実施にはより柔軟性を持たせているため、金融機関は新しい規制に対応しやすい状況となっています。
- ✓ しかしながら、GDPに対する直接的な影響に加え、投資に対して重石となりうるセンチメントの悪化など、間接的な影響も想定されることから、関税が経済成長を減速させる可能性には警戒を払っています。

【外貨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7月27日、出所:ブルームバーグ、JPモルガン

外貨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. <138864-OTU-802747>