

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年12月18日



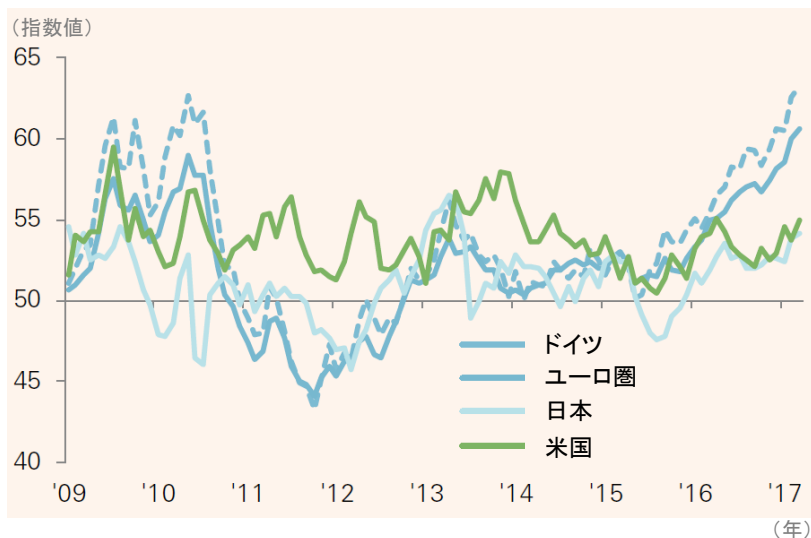
※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

今週の戦略要旨

- FRB(米連邦準備制度理事会)は、2017年3度目となる政策金利の引き上げを実施し、2018年の3回の利上げ見通しを維持しました。SEP(経済予想サマリー)では、GDP予想の上昇修正と失業率見通しの低下が示されたものの、コアインフレに対する見通しには変化がありませんでした。弊社では、2018年にFRBは現在の見通しに沿った利上げを実施すると考え、米国金利の上昇を予想しています。
- 欧州では、英国、ユーロ圏、ノルウェーおよびスイスの中央銀行が現行の金融政策の据え置きを発表しました。ECB(欧州中央銀行)は米国同様に経済成長見通しを上方修正したものの、インフレに対する見通しは変更しませんでした。弊社では、2018年を通じてECBは現行の政策金利を維持すると見ており、欧州金利が相対的に低下すると予想しています。
- スウェーデンのインフレ率は10月に減速した後、11月には前年同期比2.0%上昇と予想外の伸びを示し、リクスバンク(中央銀行)の目標とする水準に再び到達しました。弊社では、引き続きスウェーデン・クローナを強気に見ています。

今週のチャート「金融危機後の長期にわたる景気拡大は2018年を通じて継続する」

【製造業PMI(購買担当者景気指数)】



期間:2009年1月~2017年12月(一部地域は11月まで)
出所:マクロポンド

- 左図は、ドイツ、ユーロ圏、日本、米国の製造業PMIの推移を示しています。PMIは50を上回ると景況感の改善を示していると考えられています。
- ユーロ圏の経済活動は目覚ましく堅調で、ドイツの製造業PMIは直近63.3ポイントと過去最高を記録しました。
- 2018年は、世界的な景気拡大が継続すると予想していますが、特に中国を除く新興国経済の見通しは明るいと考えています。新興国と先進国の経済成長率格差拡大が、新興国資産のパフォーマンスを下支えすると見えます。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年12月18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

- ✓ 11月の米国のコアインフレ率は前月比0.12%上昇し、市場予想の前月比0.2%を下回り、前年同月比では10月の1.8%上昇から1.7%に低下しました。市場予想との差は主にアパレル価格の急落によるものです。また、住宅関連や医療サービスといった項目も軟調に推移していますが、中古車価格は予想外に堅調となりました。
- ✓ FRBは、2017年3度目となる政策金利の引き上げを実施し、2018年の3回の利上げ見通しを維持しました。SEPでは、GDP予想の上昇修正と失業率見通しの低下が示されたものの、コアインフレに対する見通しには変化がありませんでした。これらの結果は弊社の予想と概ね一致しており、今回の内容は中立からややタカ派であったと捉えています。弊社の見解とは裏腹に、FOMC(米連邦公開市場委員会)後の市場の動きはハト派的であり、これは市場予想を下回るインフレ指標と週前半の金利上昇の巻き戻しによるものだと考えます。

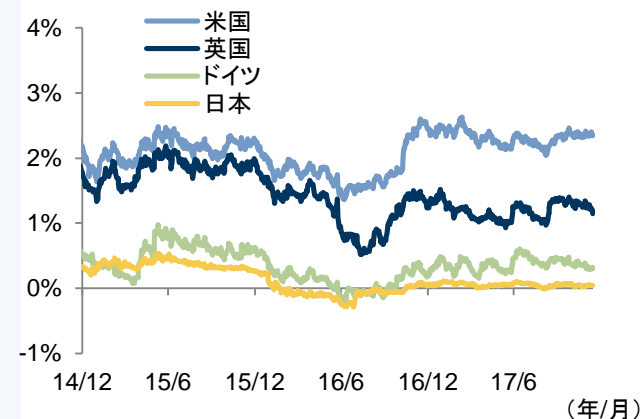
国別配分戦略(金利戦略:他国に対する相対的な金利の動きを予想)

「英国およびスウェーデンに対する欧州金利の低下見通し」

● 英国およびスウェーデンに対する欧州金利の低下見通し

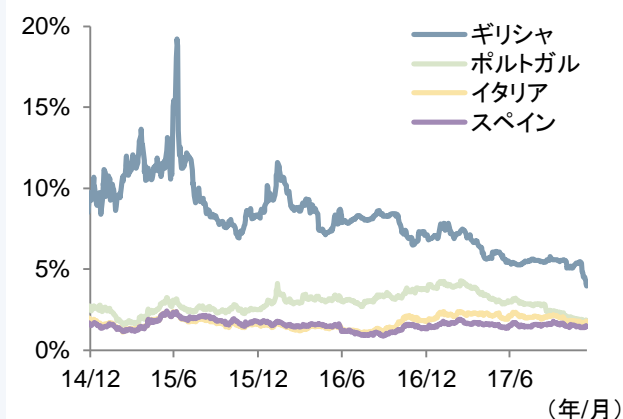
- ✓ ECBは金融政策の据え置きを発表し、マリオ・ドラギ総裁は概ね10月の会合でのトーンを維持しました。米国と同様に、ECBによるマクロ経済予測では、2018年と2019年のGDP成長率が、それぞれ前年比2.3%増、1.9%増と上昇修正されました。インフレに関しては、エネルギー価格の上昇を反映し、2018年の予測値を1.4%上昇と0.2%上方修正されたものの、「インフレ率は持続的な上向きトレンドを示す確固とした兆候は依然として見られない」との見解が示されました。また、2018年1月以降の資産減少額の内訳に関する議論はありませんでしたが、減少額の大部分は国債であり、社債購入については継続的に実施されると考えています。
- ✓ 11月の英国のインフレ率は前年比3%増を超えています。2018年1-3月期に政策金利の引き上げが実施される可能性は低いと考えています。通貨下落がインフレに与える影響のピークは過ぎ去ったと考えています。今後は、低水準の実質所得が消費を抑制し、政治的不確実性が事業投資を抑制する中、インフレ圧力は徐々に弱まると考えています。
- ✓ 弊社では、プレグジットの建設的な進展を背景とした英国債の上昇を受けて、英国に対する欧州金利の相対的な低下見通しを新たに追加しました。また、スウェーデンに対しても欧州金利が低下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15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18日

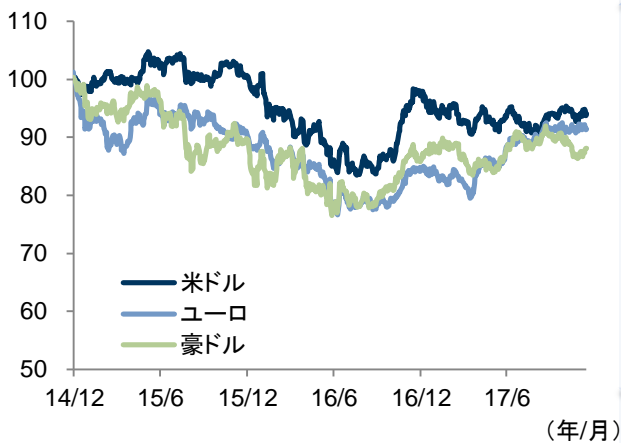


通貨配分戦略

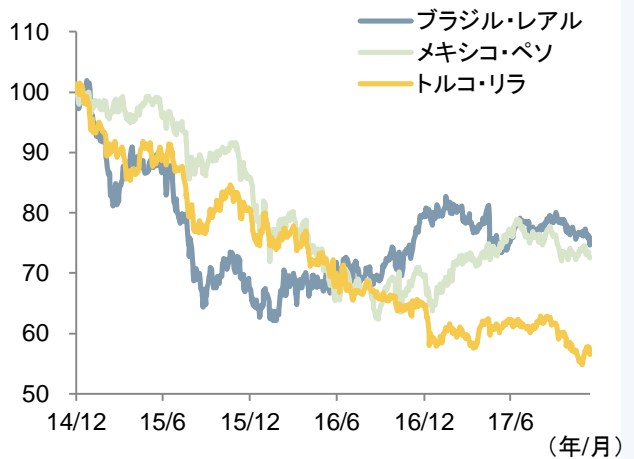
「エマージング通貨および景気感応度の高い欧州通貨の強気見通しを維持」

- 景気感応度の高い欧州通貨の強気見通し
 - ✓ スウェーデンのインフレ率は10月に低下した後、11月には前年同期比2.0%と予想外の伸びを示し、リクスバンクの目標とする水準に再び到達しました。弊社では、引き続きユーロに対してスウェーデン・クローナおよびノルウェー・クローネを強気に見ています。
 - ✓ 今週、リクスバンクは会合を開催し、来年以降も量的緩和策を継続するかどうか議論する予定です。弊社では、良好なインフレ指標を背景に、年内で量的緩和策を終了させると予想しています。
- 米ドルに対するエマージング通貨の上昇見通し
 - ✓ 米国では税制改革法案成立の期待が高まっているものの、市場予想を下回るインフレ指標や、アラバマ州上院補欠選挙での民主党の勝利などにより、米ドルの上昇は抑えられています。弊社では、引き続き米ドルに対してエマージング通貨を強気に見ています。

【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~2017年12月15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)

- 欧州株式の強気見通し、イタリア金利の上昇見通し
 - ✓ 足元の製造業PMIIに示される通り、欧州経済は良好な勢いが続いています。欧州株式は、この恩恵を享受できるとともに、株式リスク・プレミアムは合理的な水準にとどまっていると考えています。一方で、イタリア選挙に関する政治リスクがユーロ圏経済減速のきっかけとなる可能性があるため、ヘッジ手段としてイタリア金利の上昇見通しを加えています。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年12月18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。特にジニーメイ(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。先週の米投資適格社債市場では約160億米ドルの新規発行があり、年初来の合計は約1.24兆米ドルと前年同期比5%増となっています。欧州投資適格社債市場では、年初来の新規発行は前年同期比4%減の5,100億ユーロとなっています。2018年については、米国で1.3兆米ドル、欧州で4,850億ユーロの新規発行を見込んでいます。出所:シティグループ

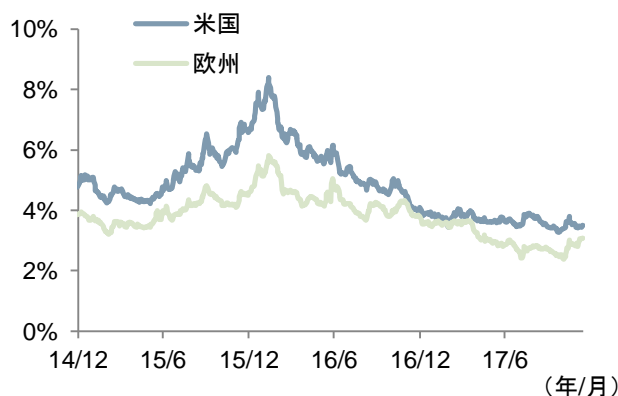
- ハイ・イールド社債に対する中立の見通し

先週、米国ハイ・イールド社債のスプレッドは小幅に拡大しました。先週は、プライマリー市場の動向に市場の注目が集まりました。米国ハイ・イールド社債市場では28件、合計139億米ドルの新規発行が行われ、年初来の合計は3,213億米ドルと前年同期比16%増となっています。また、米国バンクローン市場の年初来の新規発行は9,200億米ドルに達し、過去最高を記録しました。上院が提案している利息控除の上限は、米国ハイ・イールド社債発行体の約65%に影響を与えると考えます。セクター別には、通信、公益、金属・鉱業を強気に見る一方、小売やアパレルなど、構造的な問題に直面しているセクターを弱気に見ています。

【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15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・バ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・バ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・バ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・バ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18日

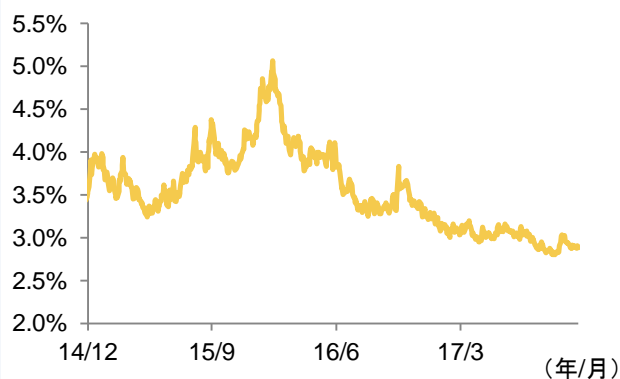


エマージング債券戦略

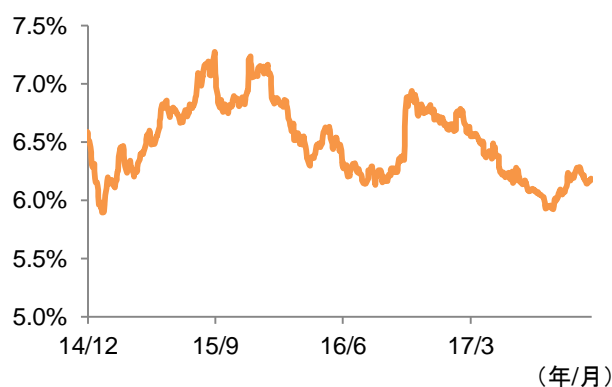
「米ドル建て債券に対して中立、現地通貨建て債券に対する強気見通し」

- ✓ 新興国の国債および社債の発行額は2017年に増加しました。社債に関しては、設備投資の増加と年初来の発行額の約3分の2を占める中国がその要因となっています。国債に関しては、新規発行の増加は主にアフリカや中東諸国に牽引されています。
- ✓ 中国の経済活動は党大会を終えたことや例年より遅い中秋節などの影響により、10月から改善しました。鉱工業生産、小売および固定資産はそれぞれ前年比6.1%増、10.2%増、7.2%増となりました。

【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~2017年12月15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. <116421-OTU-667327>