

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年1月9日



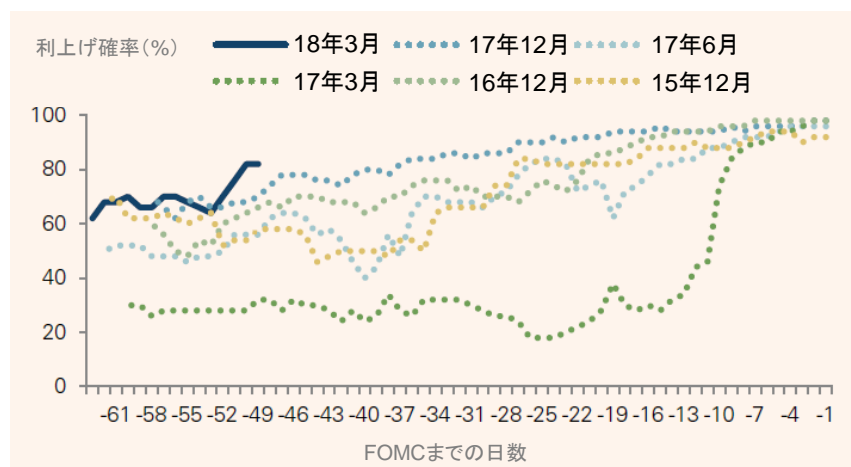
※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

今週の戦略要旨

- 米国では、12月の非農業部門雇用者数は前月比14.8万人の増加となり、市場予想の19万人増を下回りました。一方、11月の雇用者数は上方修正され、失業率は前月と同じ4.1%を維持しています。12月の平均時給は前月比0.3%増と加速し、前年同期比では2.5%増となりました。
- 市場が織り込む3月のFOMC(米連邦公開市場委員会)における利上げの確率は、12月のFOMC議事録公表後に10%上昇し、82%となりました。FOMC議事録では、米国経済に対する参加者たちの楽観的な見通しが示された一方、市場が予測する利上げペースは未だFOMC参加者たちの予測を下回っています。
- 欧州およびアジアにおける良好な製造業関連指数の発表を受け、スウェーデン・クローナ、ポーランド・ズロチなど景気感応度の高い欧州通貨や高利回りの新興国通貨が上昇しました。弊社では、ユーロに対してスウェーデン・クローナ、ポーランド・ズロチ、米ドルに対して高利回りの新興国通貨を強気に見ています。

今週のチャート「高まる政策金利引き上げ予想」

【FOMC会合までの市場が織り込む政策金利の引き上げ確率】



- 左図は、フェデラル・ファンド金利先物が示唆する米国の政策金利の引き上げ確率を示しています。
- FRB(米連邦準備制度理事会)が利上げを実施した過去5回のFOMCについて、会合までの利上げ確率の推移を見てみると、現在の市場期待は過去5回よりも先行していることがわかります。
- 弊社は、FRBは2017年と同様に、2018年も自らの見通しに沿った利上げを実施すると考えており、米国金利は上昇すると見込んでいます。

期間:2015年10月~2018年1月5日まで
出所:ブルームバーグ、GSAM

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年1月9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

- 12月の非農業部門雇用者数は14.8万人増加しましたが、市場予想の19万人増を下回りました。11月の雇用者数は上方修正され、失業率は前月と同じ4.1%を維持しています。12月の平均時給は前月比0.3%増と加速し、前年同期比では2.5%増となりました。12月のFOMC議事録では堅調な米国経済に対する強い認識が示されましたが、金融政策の見通しに対する新たな情報はほとんどありませんでした。弊社は、依然として米国金利は上昇すると見ており、2018年は市場が足元織り込んでいるよりも多い、3回の利上げを実施すると予想しています。米国の12月の消費者信頼感指数は、高水準であった前回から6.5ポイント低下し、122.1となりましたが、労働市場においては、「雇用が十分」とする回答と「職を得るのが困難」とする回答の差が拡大するなど、労働市場のひっ迫がうかがえます。12月のISM(米供給管理協会)製造業景気指数は新規受注が2004年1月以来の高水準に達したことを受け、59.7と上昇しました。

- 日本金利の小幅上昇見通し

- オンショア・オフショア間で円スワップ金利のスプレッドが拡大しています。これは、国内市場の投資家は超緩和的な金融政策が維持されると想定している一方、海外投資家は将来的な金利の上昇を見越していることを示唆しています。市場での金利上昇見通しの広がりを受けて、弊社では日本の金利の上昇見通しを弱めました。

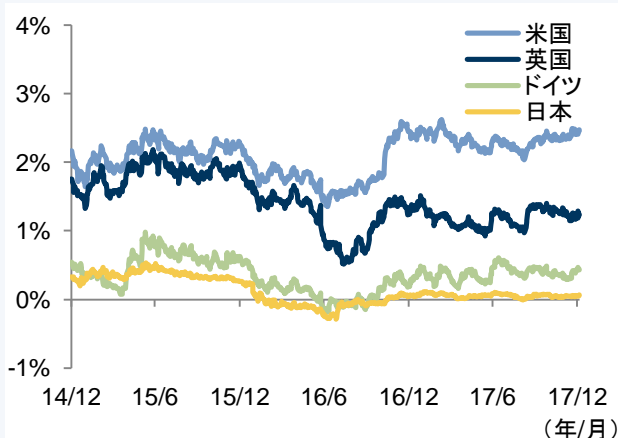
国別配分戦略(金利戦略:他国に対する相対的な金利の動きを予想)

「他の先進国に対するユーロ圏金利の低下見通し」

- 英国およびスウェーデンに対するユーロ圏金利の低下見通し

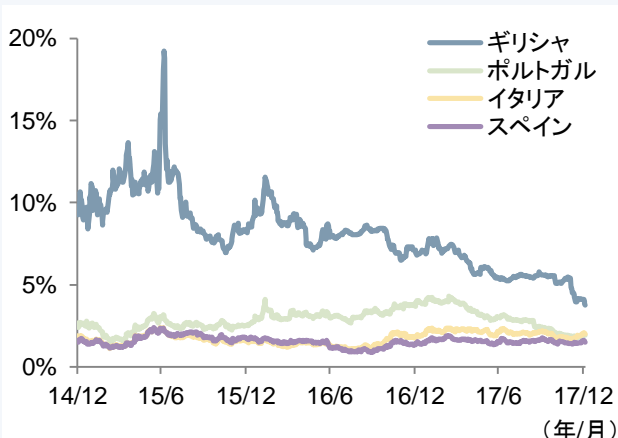
- 米国の11月のPCE(個人消費支出)価格指数およびコアPCE価格指数は、前年同月比でそれぞれ1.8%、1.5%上昇しました。ドイツの12月のインフレ率は前年同月比1.6%の上昇となり、市場予想を上回ったものの、前月の1.8%上昇から減速しました。これは主にエネルギー価格の影響によるものと考えています。
- ユーロ圏の12月の製造業PMI(購買担当者景気指数)は60.6ポイントと良好でしたが、インフレ率は循環的要因(依然として高水準の失業率)と構造的要因(低賃金の国からの移民流入)により伸び悩んでいます。弊社では、スウェーデンや英国などの他の先進国に対して、ユーロ圏の金利が相対的に低下すると見ています。

【先進国10年債金利】



期間:2014年12月31日~2018年1月5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 2018年1月9日

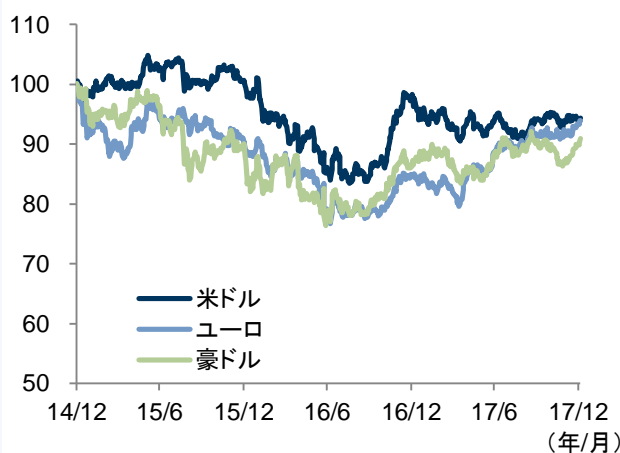


通貨配分戦略

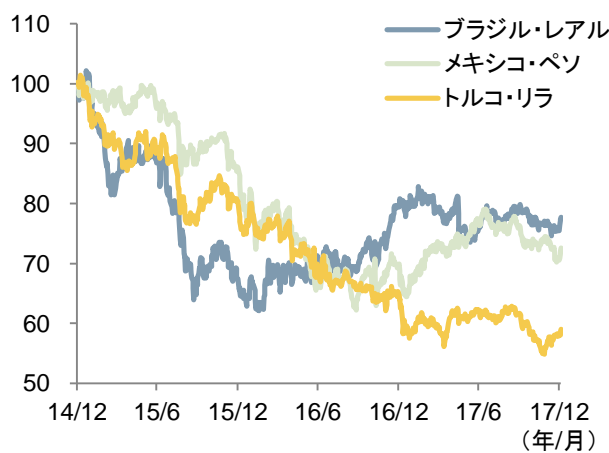
「エマージング通貨および景気感応度の高い欧州通貨の強気見通しを維持」

- 景気感応度の高い欧州通貨の強気見通し
 - ✓ 欧州およびアジアにおける良好な製造業関連指標の発表を受け、スウェーデン・クローナやポーランド・ズロチなど景気感応度の高い欧州通貨や高利回りの新興国通貨が上昇しました。弊社では、ユーロに対してスウェーデン・クローナやポーランド・ズロチ、米ドルに対して高利回りの新興国通貨を強気に見ています。
- ニュージーランド・ドルおよびオーストラリア・ドルの上昇見通し
 - ✓ 弊社では、ニュージーランドでの新政権の発足により中央銀行がハト派的な姿勢に転じるという市場の懸念は行き過ぎであると考えています。また、市場はオーストラリアが今後数年で緩和的な金融政策から脱却する可能性を過小評価していると考えています。足元の両通貨の上昇を受けて、この見通しをやや引き下げています。
- 英ポンドの小幅下落見通し
 - ✓ 英ポンドは小幅下落すると見えています。ブレグジットに関して12月は建設的な進展が見られたものの、未交渉の問題については解決が困難だと考えています。

【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5日 (2014年12月31日を100として指数化)、出所: ブルームバーク

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)

- アジアに対する米国の金融環境引き締め、ノルウェーに対するカナダの金融環境緩和化の見通し
 - ✓ 弊社の見通しに影響を与えたイベントとして、世界全般で良好な結果が続いたPMI指数、世界的な金利の低下、米ドルの下落、コモディティ価格の上昇などが挙げられますが、これらの動きは足元でやや反転しています。
 - ✓ 弊社では、アジアに対する米国の金融環境引き締め、ノルウェーに対するカナダの金融環境緩和化を予想しています。金融環境の引き締めが見込まれる国に対して、金利および通貨の相対的な上昇を見込んでいます。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年1月9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縮小しました。プライマリー市場の動きは年末にかけて落ち着いた動きとなりました。2017年の米投資適格社債市場では約1.24兆米ドル、欧州投資適格社債市場では約5,100億ユーロの新規発行が行われ、それぞれ前年比5%増加、4%減少しました。2017年の投資適格社債市場は良好な結果となりましたが、今年は中央銀行による金融緩和の後退、M&Aを取り巻くニュースや複数のセクターにおいては規制強化の可能性もあるため留意する必要があると考えます。出所:シティグループ

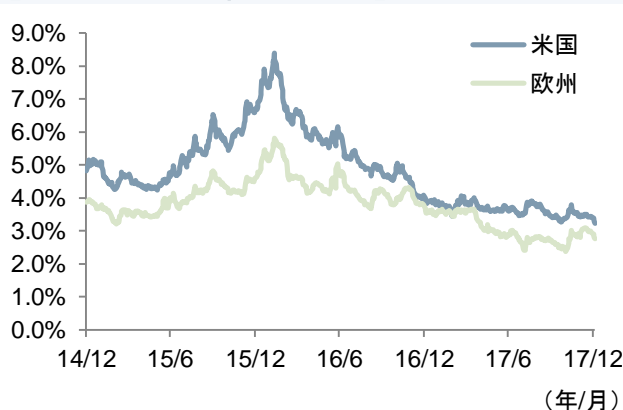
- ハイ・イールド社債に対する中立の見通し

先週、米国ハイ・イールド社債のスプレッドは縮小しました。米国ハイ・イールド市場では、2018年を通じてスプレッドは僅かに拡大すると見えています。年前半にかけてはスプレッドの低下基調が続くものの、年末にかけてはデフォルト率の上昇と中央銀行の政策の転換によりスプレッドは拡大すると予想します。弊社の基本シナリオにおいては、加重平均ベースのデフォルト率は2018年にわずかに上昇するものの、長期平均の3.5%を下回る水準に留まると考えています。デフォルトについては、一部の発行体によるものであり、市場全体に広がる動きではないと予想しています。また、小売セクターに関しては引き続き厳しい環境が続くと考えます。

【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1月5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 2018年1月9日

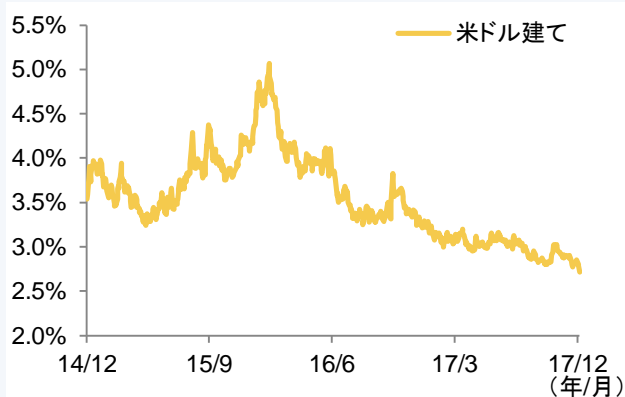


エマージング債券戦略

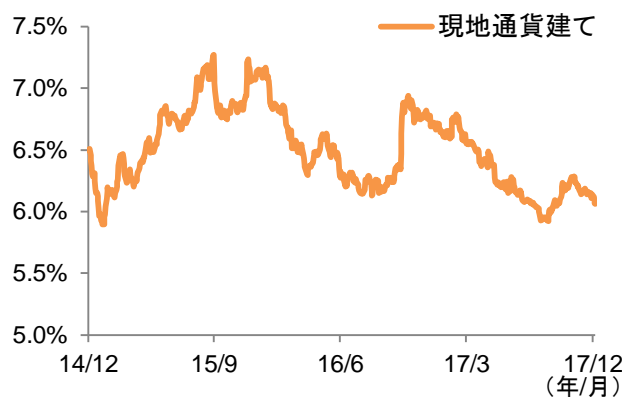
「米ドル建て債券に対して中立、現地通貨建て債券に対する強気見通し」

- ✓ アルゼンチンでは、政府は今後3年間のインフレ目標の範囲を拡大し、最終的な目標値である5%の到達時期を1年後ろ倒しにすることを発表しました。この発表を受けて、同国通貨は12月に6.5%下落しました。
- ✓ 11月のアルゼンチンのインフレ率は前年同月比22%上昇しましたが、今後12カ月のインフレ期待は17%となっています。弊社では、中央銀行が今後数カ月間は政策金利を緩和化させる十分な余裕を持っていると考えます。
- ✓ 11月の台湾のインフレ率は前年同月比1.2%増と、11月の同0.3%増から上昇しました。11月には前年同月比2.7%下落した食料価格が、12月には同0.1%増に上昇したことが主な要因だと思われます。

【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1月5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. <117710-OTU-674927>