

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年4月16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。

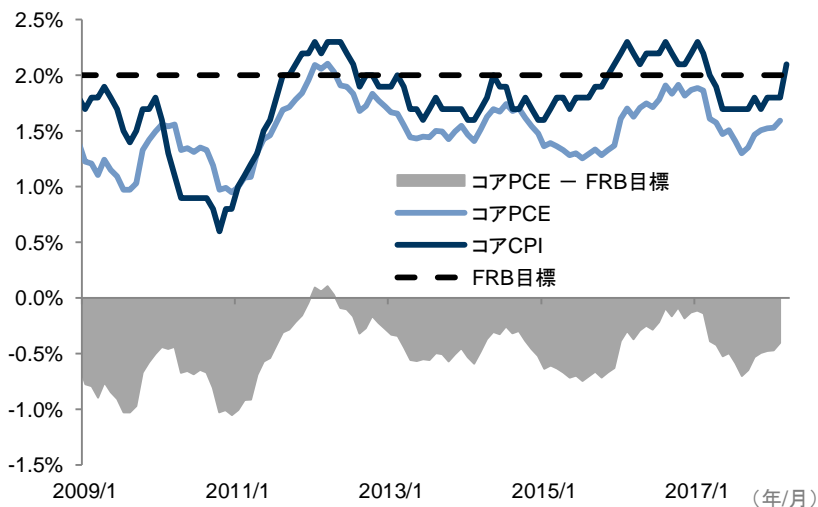
今週の戦略要旨

- 3月の米国コアCPI(消費者物価指数)は前月比で+0.2%と小幅な上昇に留まりました。一方、前年同月比では、前年の値が低調であったことによるベース効果に加え、コア商品やサービス、住居関連を含む主要項目の上昇により、コア・インフレが+1.85%から+2.1%に加速しました。
- ユーロ圏では、工業生産や輸出の伸び率にやや減速が見られましたが、マクロ経済の変化を反映した結果ではなく、例年よりも寒冷な気候や中国の旧正月などの一時的な要因が影響した可能性があります。
- 米国企業の1-3月期決算発表では、前四半期と同様堅調な結果を予想しています。市場が予想する利益成長の水準は、前年同期比+17%となっていますが、過去の決算では市場予想を+3%程度上回る傾向があることを踏まえると、今回は+20%に達するもしくは上回る可能性があります。

今週のチャート「米国コアCPI: 月次では小幅上昇に留まるも、年間では加速」

【コア・インフレとFRB(米連邦準備制度理事会)の目標値】

(前年同月比)



- 左図はCPIとPCE(個人消費支出)から計測される米国のコア・インフレの推移を示しています。
- 3月のコアCPIは、前月比では小幅上昇に留まったものの、昨年3月に携帯電話サービス料金下落などにより低調な値となったことを背景に、前年同月比では+2%を上回りました。
- FRBがCPIよりも重視するとされているPCEは、インフレ目標の2%を依然として下回っていますが、労働市場が逼迫していることなどを背景に、年末にかけて2%に近づいていくと予想しています。
- 米国の景気拡大は2009年7月から始まりましたが、それ以降PCEが2%を超えたのは104か月中わずか4回に留まっています。

期間: 2009年1月~2018年3月、コアCPIは2018年3月時点、コアPCEは2018年2月時点
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4月16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

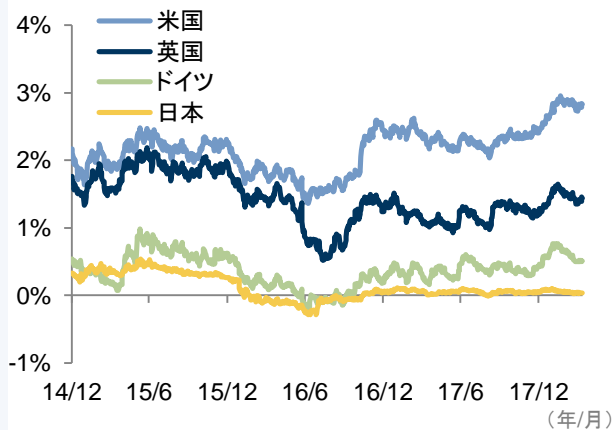
- ✓ 3月の米国コアCPIは前月比で+0.2%と小幅な上昇に留まりました。前年同月比では、前年の値が低調であったことによるベース効果に加え、コア商品やサービス、住居関連を含む主要項目の上昇により、コア・インフレが+1.85%から+2.1%に加速しました。
- ✓ ボラティリティが一時的に上昇した日もありましたが、米国5年債利回りは足元数ヵ月間、2.5-2.7%の狭いレンジ内で推移しています。インフレ指標の発表後、米国債が上昇する局面も見受けられましたが、主に地政学リスクの高まりを反映した動きであると考えています。
- ✓ 3月のFOMC(米連邦公開市場委員会)議事録では、政策者らは経済成長に対して強気な見方をしており、うち数名はより早いペースでの利上げが正当化されるとの考えを示していたことが明らかになりました。
- ✓ 議事録は、今年3回の追加利上げが行われるとの弊社の見方を支持する内容であったと考えています。財政政策によってさらに加速する堅調な米国経済、依然として緩和的な金融環境などが弊社の利上げに対する見方の根拠となっています。

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」

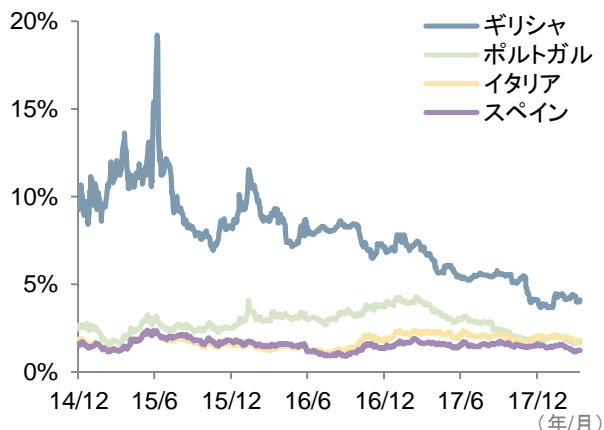
- ✓ 3月のユーロ圏総合PMI(購買担当者景気指数)は前月の57.1から55.2に低下し、月次ベースでは2012年以来最大の下落幅を記録しました。また、工業生産や輸出の伸びにも減速が見られました。
- ✓ しかしながら、低調な結果がマクロ経済の変化を反映したものか、例年よりも寒冷な気候や中国の旧正月などの一時的な要因によるものかを判断するのは時期尚早であると考えています。
- ✓ 期末に向けた年金基金からの投資需要により、英国金利が低下したことを受け、英国に対するユーロ圏の金利低下見通しを引き上げていました。足元では英国金利が上昇したことを受け、同見通しをやや引き下げたものの、依然として英国金利の上昇を見込んでいます。

【先進国10年債金利】



期間:2014年12月31日~2018年4月13日、出所:ブルームバーグ

【欧州周辺国10年債金利】





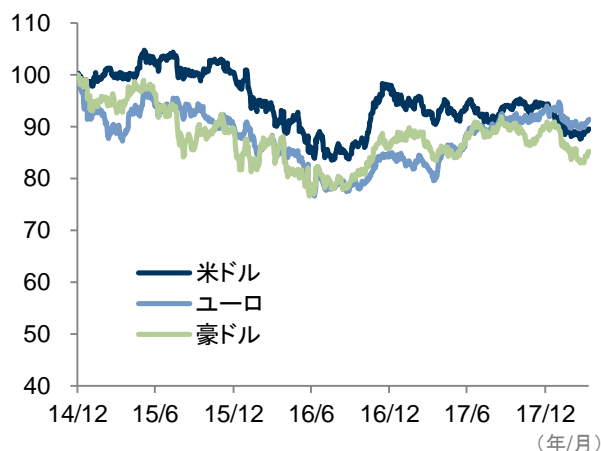
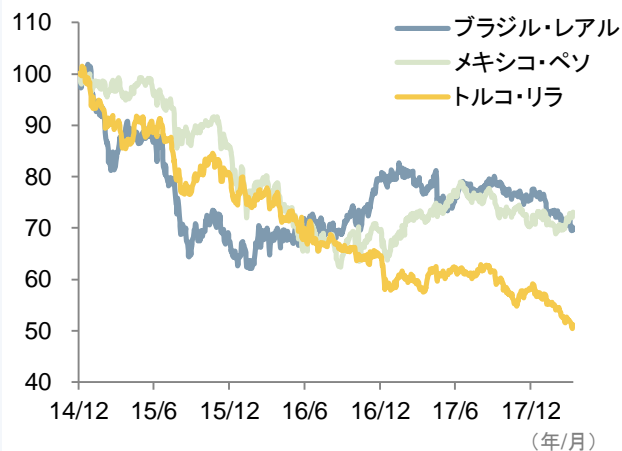
通貨配分戦略

「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
 - 先週、カナダ・ドルやニュージーランド・ドル、豪ドルを含む複数の先進国通貨が米ドルに対して上昇しました。一方、ロシアに対する米国の追加制裁を受け、ロシア・ルーブルは米ドルに対して下落しました。
 - 個別要因が新興国通貨の重石となっています。トルコ・リラは同国の経済過熱や経常赤字に対する懸念を背景に、今年米ドルに対して下落し続け、先週は1ドル=4.10リラと歴史上最安値を記録しました。またブラジルでは、政治の不透明感によりブラジル・レアルが下落しています。
 - 弊社では米ドルに対して新興国通貨が上昇すると見込んでいますが、貿易摩擦や地政学リスクを巡る懸念を背景に、同見通しをやや引き下げました。

【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)】

円安
円高

期間: 2014年12月31日~2018年4月13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)

- ユーロ圏の社債スプレッドに対するイタリア金利上昇の見通し
 - イタリア金利は同国の政治リスクを十分に織り込んでいないと考えています。一方、ユーロ圏の社債は株式市場の下落に伴い、軟調に推移していましたが、緩和的な金融政策やトレンドを上回る経済成長によって下支えされると見えています。ユーロ圏の社債スプレッドに対してイタリア金利の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4月16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)」

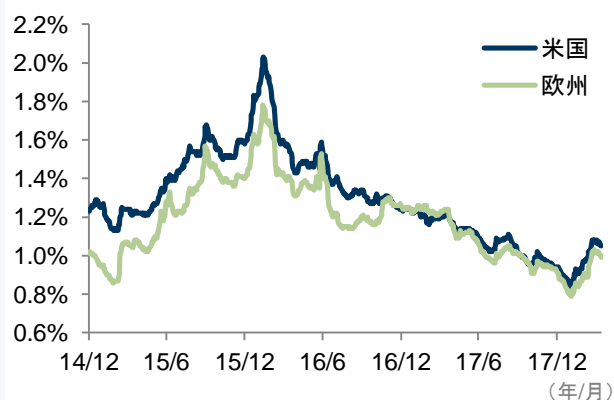
- 投資適格社債に対するやや強気の見通し

- ✓ 米国企業の1-3月期決算発表では、前四半期と同様堅調な結果を予想しています。市場が予想する利益成長の水準は、前年同期比+17%となっていますが、過去の決算では市場予想を+3%程度上回る傾向があることを踏まえると、今回は+20%に達するもしくは上回る可能性があります。
- ✓ 足元のボラティリティの上昇を受け、新規に発行される社債は既にセカンダリー市場で取引されている社債と比較して割安となっている点に投資機会を見出しています。

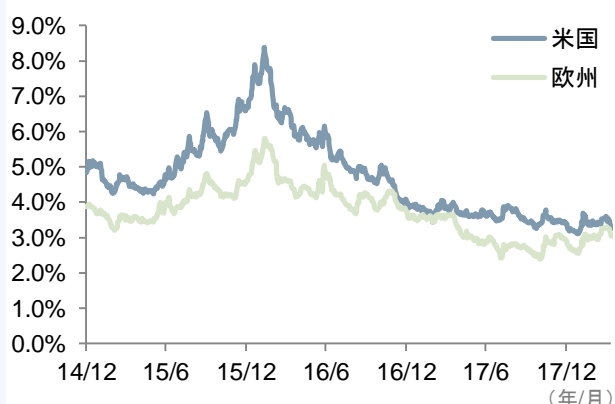
- ハイ・イールド社債に対する中立の見通し

- ✓ 月初来、主に通信、ケーブルTVセクターに牽引され、ハイ・イールド社債は堅調に推移しています。

【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4月13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4月16日

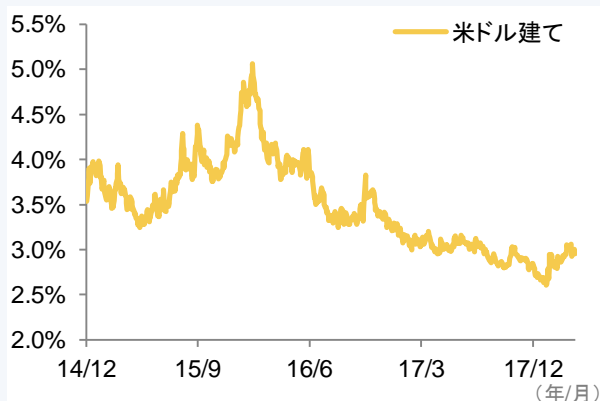


エマージング債券戦略

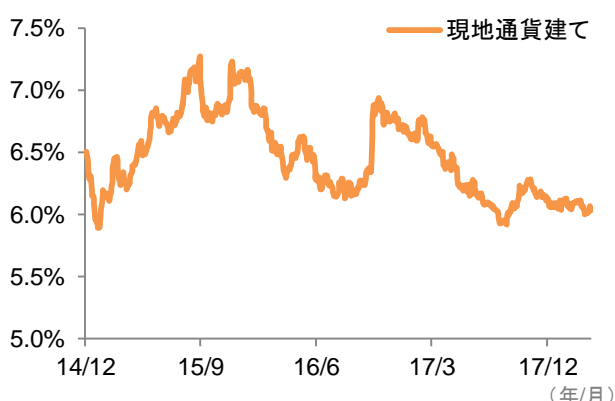
「米ドル建て債券に対して中立、現地通貨建て債券に対する強気見通し」

- ✓ 米国OFAC(財務省外国資産管理室)がロシアに対する追加制裁を発表したことを受け、同国の資産は下落しました。ロシアの企業が発行するドル建ての社債が制裁対象となるのは初の出来事であり、同国企業の発行する株式や社債は特に軟調に推移しています。

【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4月13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. <128224-OTU-738348>