

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年5月14日



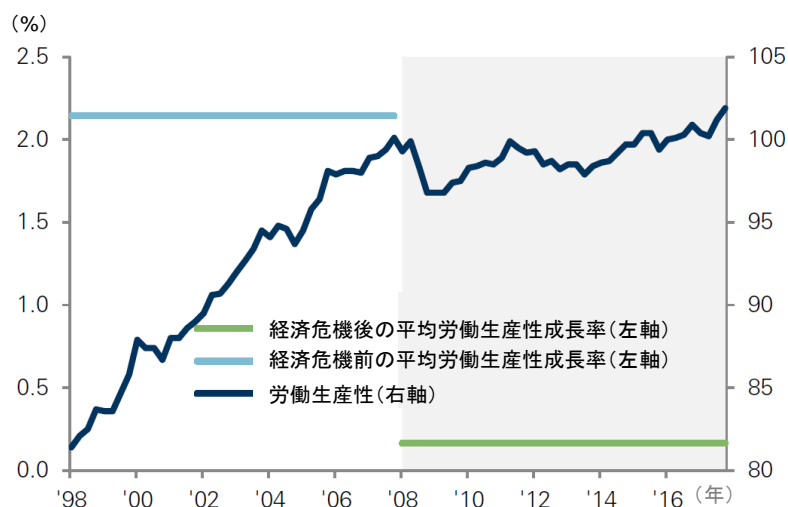
※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

今週の戦略要旨

- 4月の米国PPI(生産者物価指数)およびコアCPI(消費者物価指数)は市場予想を下回りました。しかしながら、前年同月比のインフレ率は比較的堅調であり、市場では6月のFOMC(米連邦公開市場委員会)での利上げが予想されています。一方、年限の短い米国金利は引き続き上昇しており、米国金利の上昇を見込んでいます。
- BoE(イングランド銀行)は政策金利を現行の水準で維持することを決定しました。一方、1-3月期のGDP成長率の速報値は軟調な結果となったものの、経済の拡大基調は依然として良好であるとの考えを示しました。弊社では、市場のハト派的な反応は過剰であり、英国金利の相対的な上昇を見込んでいます。
- 弊社では米国投資適格社債の強気見通しを引き下げた一方、エマージング債券の強気見通しを引き上げました。足元のエマージング債券市場は過度に下落しており、同市場の一部の国では堅調さが維持されていることを考慮すると、市場全体での調整は正当化されないと考えています。

今週のチャート「より低成長でも高まるインフレ圧力」

【英国における1時間あたり労働生産性】



時点:2017年12月末時点
 出所:マクロボンド、英国統計局

- 左図は、英国の労働生産性と年間平均の労働生産性の成長率を示しています。金融危機前は2%を超える水準となっていたが、2008年以降は0.16%に留まっています。
- 先週BoEは、英国における失業率が数十年来の低水準に留まる限り、この先の経済成長は労働生産性の向上によって牽引される必要があるとの考えを示しました。
- しかし、労働生産性の伸びが過去10年程度伸び悩んできたことを踏まえると、1.5%程度の経済成長でインフレ圧力が高まるとの見方も示しました。
- 2018年1-3月期の英国における経済成長率は前年同期比で+1.2%となっています。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年5月14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

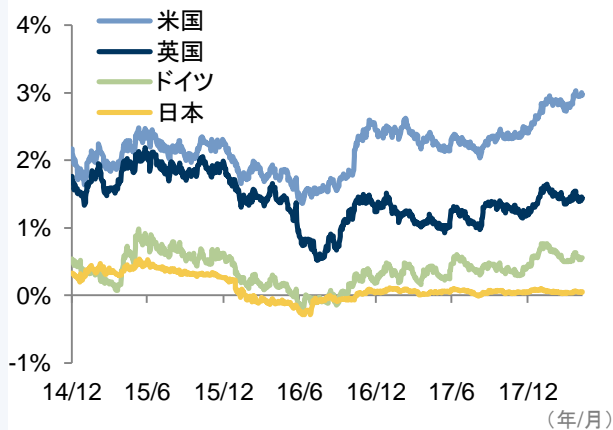
- ✓ 4月のPPIは前月比で+0.1%、前年同月比で+2.6%の上昇となりました。また、コアCPIは前月比で+0.1%と市場予想を下回ったものの、前年同月比では+2.1%上昇と比較的堅調な水準を維持しました。軟調なコアCPIには主に自動車、娯楽、航空運賃などの項目が寄与しました。インフレは引き続き上昇傾向にあり、先週の市場予想を下回るインフレ指標の発表は、FRB(米連邦準備制度理事会)の金融政策方針にほとんど影響を与えないと考えています。
- ✓ 過去最大規模となる計170億米ドルの米国30年債の入札が行われましたが、旺盛な投資家需要によって消化され、落札利回りは3.13%となりました。引き続き、FRBの今年3回の追加利上げと米国金利上昇を見込んでいます。

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」

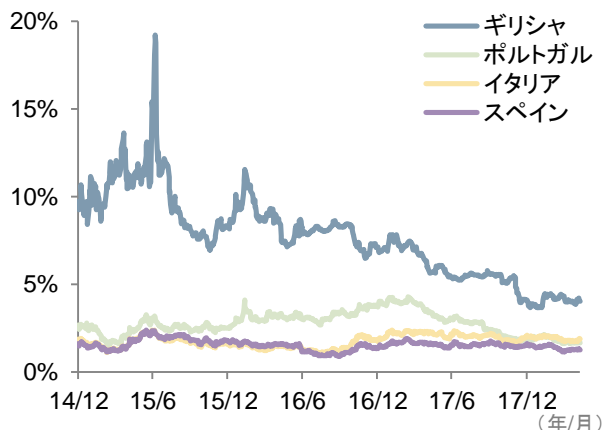
- ✓ スウェーデンでは、総合インフレとコアインフレがやや減速し、前年同月比でそれぞれ+2.0%から+1.9%、+1.55%から+1.45%に低下しました。しかしながら、総合インフレはスウェーデン中銀の目標とする2%近くの水準を維持しています。結果は大方市場の予想通りであり、発表後はタカ派的な反応となりました。この動きは、弊社のユーロ圏に対するスウェーデン金利上昇の見通しを支持する結果となりました。
- ✓ BoEは政策金利を現行の水準で維持することを決定しました。一方、1-3月期のGDP成長率の速報値は軟調な結果となったものの、経済の拡大基調は依然として良好であるとの考えを示しました。
- ✓ BoEはややハト派的な声明の中で、ブレグジット決定後の通貨安がこの先数年にわたってインフレに及ぼす影響を下方修正しました。足元では、政策者らの今年2月時点の予想よりも1年以上早い段階でインフレ率は2.1%に低下すると予想されています。
- ✓ 弊社では依然として、英国では11月に利上げが行われると予想しており、市場のハト派的な反応は行き過ぎであると考えています。一方、市場が金融政策を適正に織り込んでいる先進国や、緩和的な状態が継続すると弊社が予想する先進国に対して、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5月11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5月14日



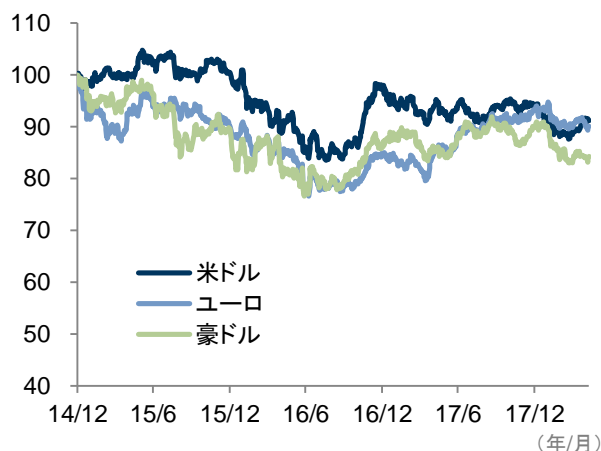
通貨配分戦略

「米ドルに対する新興国通貨の上昇見通し」

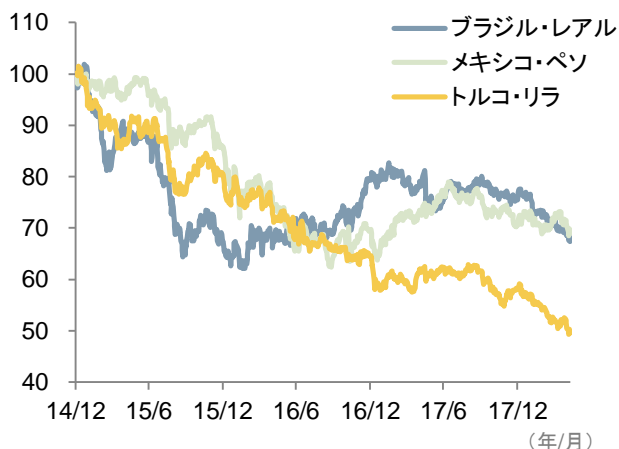
- 米ドルに対する新興国通貨の上昇見通し
 - 弊社の予想通り、米ドルの反発は失速しました。先々週までの米ドル高は投機的な米ドル売りのポジションが利益確定などで手仕舞われたことによるものであり、投資家のマクロ経済に対する見方に変化があったわけではないと考えています。
 - 新興国通貨の上昇見通しを維持しています。足元では調整があったものの、世界経済は依然として拡大を続けており、米国以外の資産や通貨に対して追い風であると見ています。さらに、金利差など伝統的なバリュエーションに基づくと、複数の新興国通貨は割安な水準まで下落してきています。

【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)】



円安
円高



期間: 2014年12月31日~2018年5月11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
 - イタリアの政治を取り巻く不透明感の高まりを受け、イタリアを含む周辺諸国のスプレッドは拡大し、ドイツ金利も上昇しました。
- 原油輸出国通貨の見通し
 - 足元の原油価格上昇に対して軟調に推移している原油輸出国通貨が上昇すると見込んでいます。米国の制裁により下落したロシア・ルーブルなどを強気に見ています。過去に制裁が行われた時と比べて、ロシアの経常収支や資本移転等収支は良好な水準となっています。また、2015年には原油価格が下落していましたが、現在は当時よりも高い水準にあり、地政学リスクの高まりを受けさらに上昇する可能性もあります。ロシア・ルーブルには現状既に、制裁を受けた下落から回復する傾向が見られます。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年5月14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」

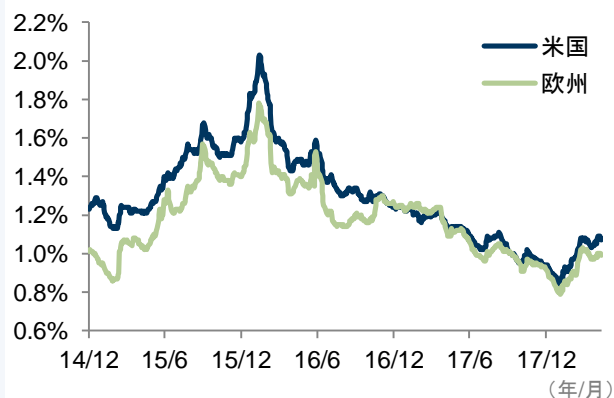
- 高格付けのCLOに対する強気見通し
AAA格のCLOは、魅力的なスプレッド水準や期待損失に対する十分な信用補完を有している点などから、高格付けの証券化商品の中で、最も強気に見ている資産の一つです。

コーポレート・クレジット戦略

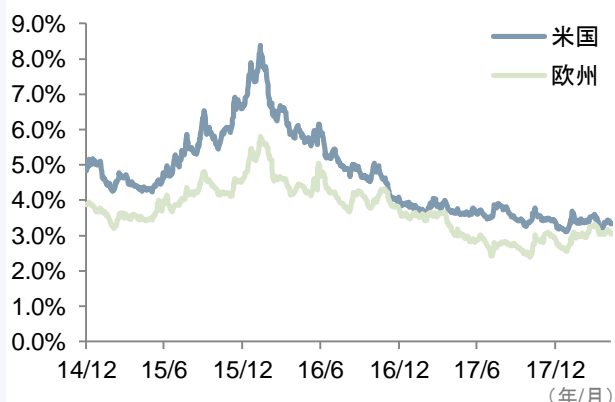
「投資適格社債に対するやや強気の見通し、ハイ・イールド社債に対する中立の見通し(ただし社債よりも証券化商品に対してより強気)」

- 投資適格社債に対するやや強気の見通し
 - 減税の影響などを受け、1-3月期の決算発表は堅調な結果となっています。
 - M&Aの増加は、景気サイクル終盤において企業のレバレッジの上昇を引き起こす可能性があり、警戒感を高めています。
- ハイ・イールド社債に対する中立の見通し
 - 足元数週間では、原油高によってエネルギーセクターが、企業統合のニュースによって通信セクターがそれぞれ堅調に推移しています。上記セクターはそれぞれ米国ハイ・イールド市場で大きな割合を占めていることから、市場全体としても良好なパフォーマンスとなっています。

【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5月11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5月14日

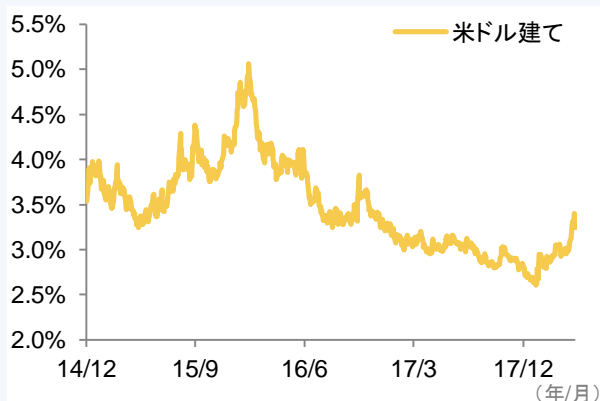


エマージング債券戦略

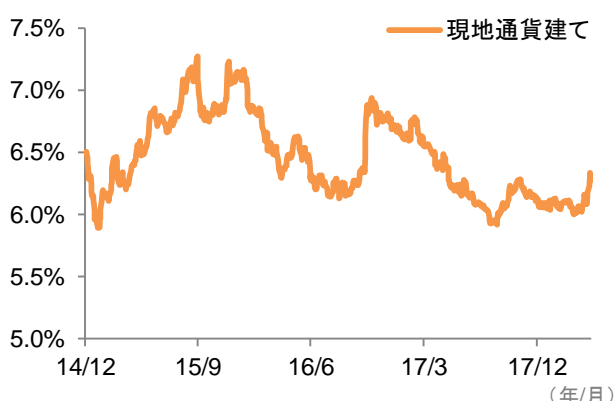
「米ドル建て債券に対して中立、現地通貨建て債券に対する強気見通し」

- ✓ グローバルでの金利上昇によって、エマージング債券を含むリスク資産に対する投資家の選好度は低下しています。特にアルゼンチンの資産は大幅に下落していますが、金融引き締めや財政再建、IMF（国際通貨基金）への支援要請など、政策者の正統な対応によって、アルゼンチン・ペソの下落圧力は緩和されると見えます。

【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5月11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. <130485-OTU-752454>