

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年6月25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

- 先々週に実施されたFRB(米連邦準備制度理事会)による利上げは市場予想通りでしたが、FOMC(米連邦公開市場委員会)は考えられていたよりもややタカ派的な内容となりました。FRBは金融政策の運営姿勢がやや緩和的であるとの文言を維持した上で、経済成長とインフレ率の見通しを引き上げ、2018年の利上げ見通しを3回から4回に引き上げました。利上げ見通しの引き上げはFOMCメンバーの一人が見通しを引き上げたことによるものです。パウエル議長の記者会見もややタカ派的な内容となりました。
- 米中貿易摩擦に対する注目が高まっています。当初、米国は中国からの輸入品500億米ドル相当に対して関税を課すとの発表をしていましたが、影響は限定的であり、米中貿易摩擦に対する市場の反応には落ち着きが見られていました。しかしながら、後に発表された総額2,000億米ドル規模の製品に対する追加関税はより大きな脅威であると共に、新興国市場にとってはリスクオフの要因となりました。弊社でも、以前は強い懸念を示していませんでしたが、今ではより慎重な見方をしており、新興国通貨の上昇見通しを引き下げました。
- ECB(欧州中央銀行)は、2018年9月以降債券買入れを月150億ユーロにまで縮小し、2018年12月には終了する方針を発表しました。一方、フォワードガイダンスの中では、少なくとも2019年夏までは政策金利を据え置くと発表しました。このハト派的な発表を受け、市場の織り込む初回利上げの時期は2020年の1-3月期程度まで後ろ倒しされました。弊社ではこうした市場の反応は行き過ぎだと考え、引き続き2019年9月に利上げが行われると見ています。

● 今週のチャート「軟調な新興国市場」

(ベース・ポイント)



- 左図は、外貨建ての新興国債券と新興国通貨が軟調に推移していることを示しています。
- 2018年は米国の利上げ、米ドル高、新興国における経済成長の鈍化や個別要因から、新興国の資産は下押し圧力に苦しんできました。足元の貿易摩擦をめぐる懸念は、新興国の資産に対するさらなる重石となっています。
- この先貿易摩擦の懸念が拡大する可能性があることを考え、弊社では新興国資産により慎重な姿勢を強めています。一方で、過去新興国資産が下落した局面に比べれば多くの国が良好な環境にあると考えています。

期間: 2017年6月末~2018年6月22日

出所: ブルームバーグ、JPモルガン

外貨建て新興国債券の спреッドはJPモルガンEMBIグローバル・ダイバーシファイド、新興国通貨はJPモルガン・エマージング通貨指数

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年6月25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」

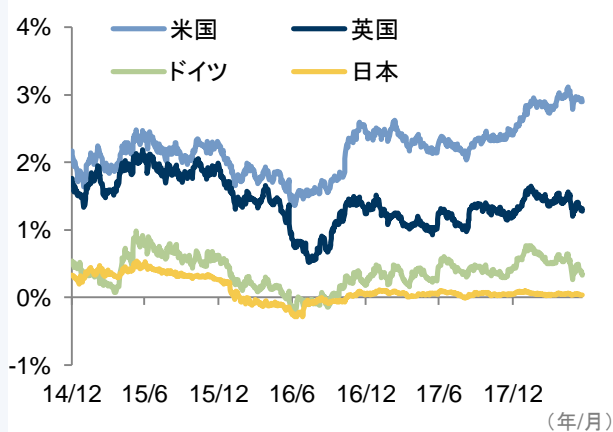
- ✓ 先々週に実施されたFRBによる利上げは市場予想通りでしたが、FOMCは考えられていたよりもややタカ派的な内容となりました。FRBは金融政策の運営姿勢がやや緩和的であるとの文言を維持した上で、経済成長とインフレ率の見通しを引き上げ、2018年の利上げ見通しを3回から4回に引き上げました。利上げ見通しの引き上げはFOMCメンバーの一人が見通しを引き上げたことによるものです。パウエル議長の記者会見もややタカ派的な内容となりました。
- ✓ 米中貿易摩擦に対する注目が高まっています。米国は500億米ドル相当の製品に対して25%の関税を2段階にわたってかけると発表しました。第1段階の340億米ドルに相当する製品は「中国製造2025」に関連する工業製品が中心であり、第2段階は160億米ドル相当のより高度な技術を要する製品を中心に課税される見込みです。それに対して中国も、政治的に大きな影響を及ぼす輸出品を中心とした500億米ドル規模の製品に報復関税をかけると表明しました。その発表を受けてトランプ氏は、2,000億米ドル規模の製品にさらに10%の追加関税を実施するとの脅迫的な姿勢を取っています。

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上昇見通し」

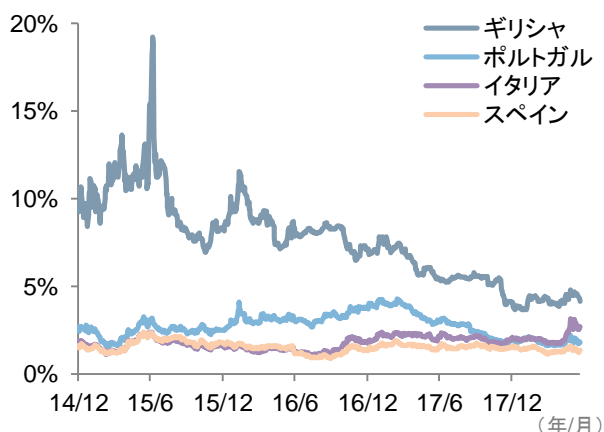
- ✓ ECBは、2018年9月以降債券買入れを月150億ユーロにまで縮小し、2018年12月には終了する方針を発表しました。一方、フォワードガイダンスの中では、少なくとも2019年夏までは政策金利を据え置くと発表しました。このハト派的な発表を受け、市場の織り込む初回利上げの時期は2020年の1-3月期程度まで後ろ倒しされました。
- ✓ ユーロ圏の堅調な経済成長見通しを考えれば、ECBの6月会合を受けた市場のハト派的な反応は行き過ぎだと考え、後ろ倒しされるリスクはあるものの、弊社では引き続き2019年9月に利上げが行われると見ています。会合後、欧州金利は過度な水準にまで低下し、欧州の金融環境は緩和的となっています。
- ✓ 弊社では英国に対する欧州の金利低下見通しを取り下げ、米国に対する欧州の金利上昇見通しを引き上げました。また、日本やカナダに対して、米国金利が低下すると見込んでいます。

【先進国10年債金利】



期間:2014年12月31日~2018年6月22日、出所:ブルームバーグ

【欧州周辺国10年債金利】



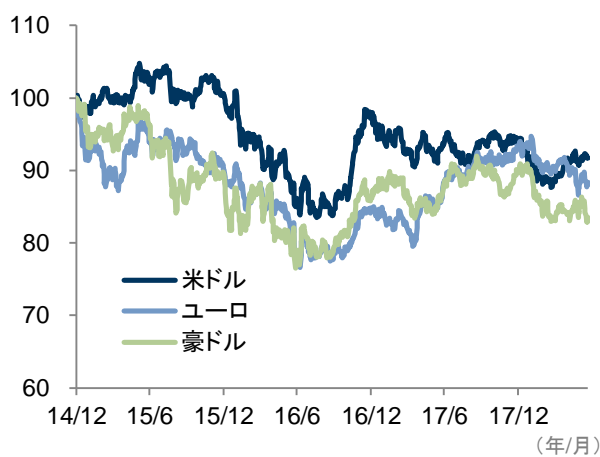


通貨配分戦略

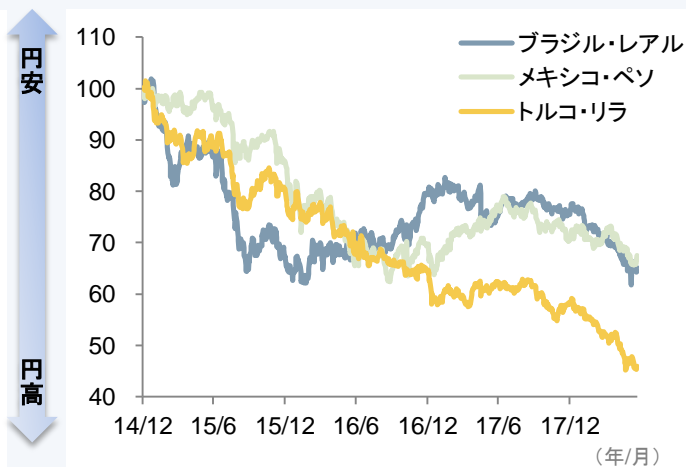
「米ドルに対する新興国通貨の上昇見通し」

- 米ドルに対する新興国通貨の上昇見通し(見通しの引き下げ)
 - FRBの会合がややタカ派寄りとなったこと、ECBの会合がややハト派寄りとなったこと、米中貿易摩擦を巡る懸念などを背景に、米ドルは大きく反発しました。また、リスクオフの流れは、今まで軟調に推移していた資産以外でも広がっています。アジアを含む新興国通貨が下落しましたが、アジア通貨に関しては足元回復を見せています。
 - 当初、米国は中国からの輸入品500億米ドル相当に対して関税を課すとの発表をしていましたが、影響は限定的であり、米中貿易摩擦に対する市場の反応には落ち着きが見られていました。しかし、新たに2,000億米ドル相当の中国製品に対して課税するとの発表がされたことを受け、懸念は高まっています。弊社でも、以前は強い懸念を示していませんでしたが、足元ではより慎重な見方を強めており、新興国通貨の上昇見通しを引き下げました。

【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)】



期間: 2014年12月31日~2018年6月22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)

- 欧州投資適格社債スプレッドに対するスペイン金利の上昇見通し
 - イタリアの政治を巡る懸念により同国の国債が売られていた時期に、スペイン国債は堅調に推移していました。足元ではスペイン国債が割高な水準になってきていると考えており、欧州投資適格社債スプレッドに対してスペイン金利が上昇すると見込んでいます。
- スウェーデンの金融環境引き締まりの見通し(見通しの引き上げ)
 - ECBの6月会合後、同国の金利は低下し、通貨は下落しました。しかし弊社では、引き続きスウェーデンの金融環境が引き締まると見ており、スウェーデン・クローナの上昇見通しを引き上げました。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年6月25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、FRBI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)」

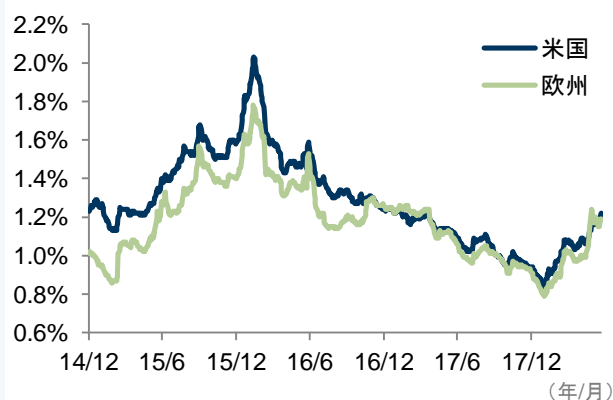
- 投資適格社債に対するやや強気の見通し

✓ 欧州では量的緩和終了により社債購入プログラムによる下支えが無くなるとの懸念から、欧州投資適格社債市場は軟調に推移しました。さらに、イタリアの政治を巡る懸念によるボラティリティの高まりも同市場に対して重石となりましたが、比較的ハト派となったECBの6月会合後は下落の一部を取り戻しました。

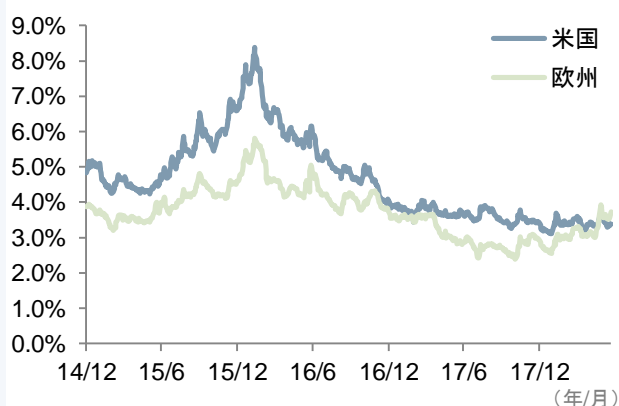
- ハイ・イールド社債に対する中立の見通し

✓ 6月もバンク・ローン市場はハイ・イールド社債市場のパフォーマンスを上回っています。この結果には、新規発行量の違いが起因しています。今後数ヵ月間は新規M&A案件に伴う資金調達ニーズにより、バンク・ローンの供給は増加すると見えています。

【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6月22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

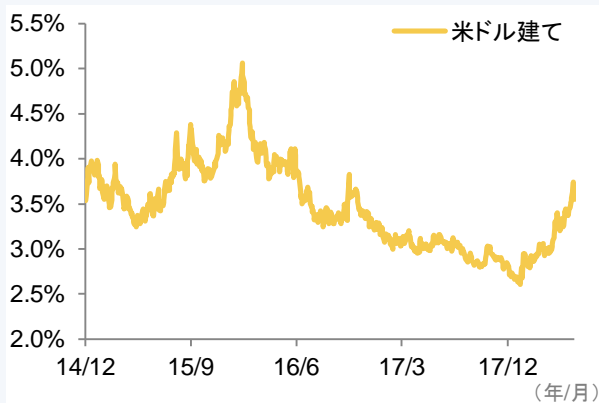


エマージング債券戦略

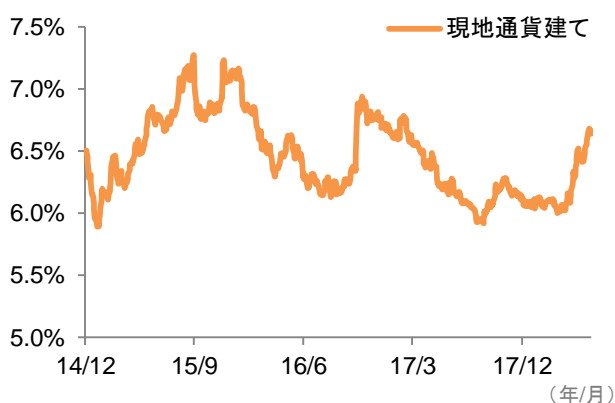
「外貨建て債券に対して中立、現地通貨建て債券に対する強気見通し」

- ✓ 米国が中国製品に対してさらなる関税を課す可能性が浮上したことにより、米中間の貿易関係は悪化しています。米国の貿易不均衡改善という観点では、中国側は米国の製品の輸入を増加させることによる解決を試みています。一方、中国の国内製造業の高度化に関する議論に関しては、交渉の余地は限定的となっています。今までのところ、中国側は米国側と同額の関税を課すことで対応してきました。しかし、米国がさらに2,000億米ドル相当の製品に対する関税を課すこととなった場合、中国の米国からの年間輸入額(2018年5月末時点)が1,330億米ドル程度に留まっていることを踏まえると、同様の対応は実現しない見込みです。この場合、中国側は米国債売却などは行わず、より高い関税を課すことで対応すると予想しています。

【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6月22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. <135250-OTU-781323>