

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年8月27日



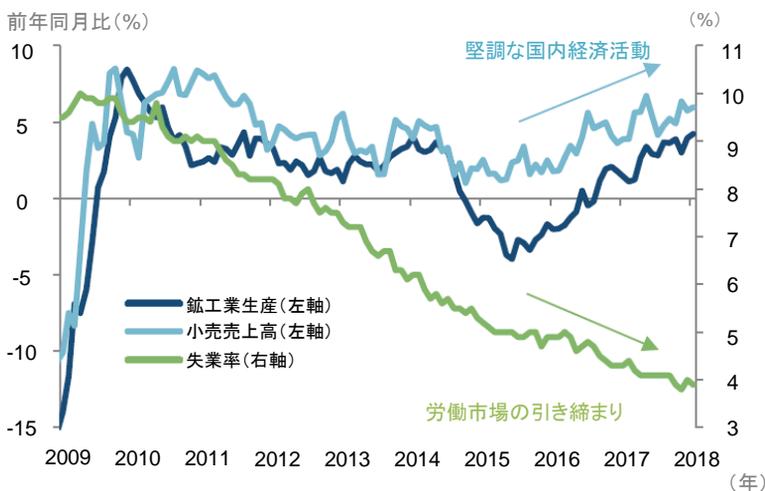
※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

今週の戦略要旨

- 週前半にトランプ氏がFRB(米連邦準備制度理事会)の利上げに対する不満を表明したことを受けて、米国金利は低下し、米ドルは下落しました。弊社ではトランプ氏の発言が米国の金融政策に影響を及ぼすとは考えていないため、この市場の反応を受け、米国金利の上昇見通しを引き上げ、米ドルの下落見通しを引き下げました。弊社では引き続き今年2回の利上げを見込んでいます。
- 米国とトルコ的外交問題、米中貿易摩擦の懸念が後退したことを受け、新興国通貨は足元の下落の一部を取り戻しました。しかし、米国が保護貿易主義を緩和する明確な兆しはありません。先週の木曜日には160億米ドル相当の中国輸入製品に対する追加関税が発動し、今後2,000億米ドル相当の製品に対する追加関税が検討されています。
- FRB議長であるパウエル氏のジャクソンホールにおける講演は、先日公開されたFOMC(米連邦公開市場委員会)議事要旨の内容に概ね即したものであり、新たなメッセージはほとんどありませんでした。議事要旨によれば、政策者たちは力強い経済成長を改めて確認した上で、インフレ率が目標値の2%付近で推移するとの自信を表明し、近い将来のさらなる利上げは正当化されると述べました。議事要旨にて言及のあった、一般的に景気後退の前兆とされるイールドカーブのフラット化、貿易摩擦、軟調な住宅市場などのリスクは、大きな懸念とはならないようです。

今週のチャート「米国経済—国外の逆風を上回る国内の経済成長」

【米国経済指標】



期間: 2009年末~2018年7月末
出所: マクロボンド、GSAM

- 米国の失業率は3.9%と今景気サイクル最低の値を記録し、FRBによるNAIRU(インフレ非加速的失業率)の推定値を下回りました。
- こうした労働市場の引き締めを考えれば、コアインフレ率の指標としてFRBが重視しているPCE(個人消費支出)価格指数が目標値に近づいたことが説明できます。6月の同指標は前年同月比で+1.9%上昇しました(7月の値は8月末に発表されます)。
- 株式市場は過去最高水準で推移しており、7月の鉱工業生産および小売売上高はそれぞれ前年同月比で+4%、+6%と堅調な結果となりました。こうした堅調な国内経済指標が、世界経済成長の減速、米国金利の上昇と米ドル高に対する新興国の脆弱性を巡る懸念に加え、米中貿易摩擦といった逆風を上回っていると考えています。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年8月27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、スウェーデン金利と欧州金利の小幅上昇見通し」

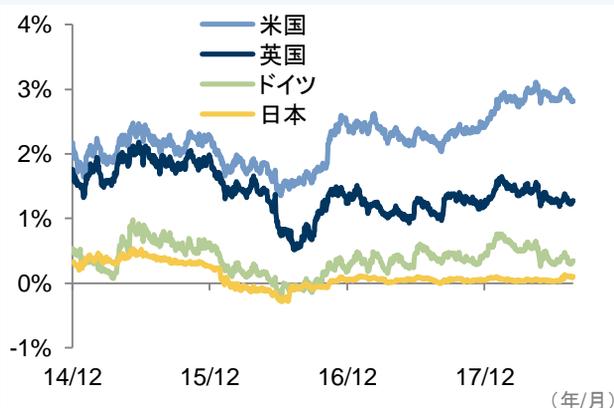
- ✓ 先週前半、トランプ大統領は利上げに不満を表明しました。これは彼が2016年の大統領選の際に低金利を好む旨の発言をしていたことを考えれば驚くべきことではありません。それにも関わらず、米国金利はこの発言を受けて低下しました。弊社ではこの動きを受けて、米国金利の上昇見通しを引き上げました。
- ✓ 7-8月のFOMC議事要旨にも述べられていたように、堅調な国内経済は米国外の懸念を上回っていると考えています。したがって、FRBの政策方針は短期的には弊社予想から大幅に逸れることはなく、今年2回、2019年に3回の利上げを行うと見ています。
- ✓ 弊社ではFRB議長であるパウエル氏のジャクソンホールでの講演は比較的中立であったと見ており、現状の緩やかな利上げペースの変更を示唆する発言はありませんでした。また、パウエル氏は金融引き締めに関して「早く動きすぎて不必要に景気拡大を阻んでしまうか」、「動くのが遅すぎて景気過熱の危険を招く」という2つのリスクについて言及し、「現状のFRBによる緩やかな利上げはいずれのリスクも考慮した上のアプローチである」と述べました。

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の金利低下見通し」

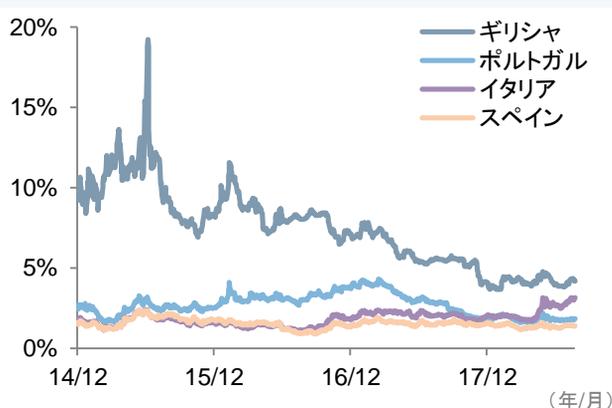
- ✓ 週前半の米国金利の下落を受けて、弊社では米国に対する日本長期金利の上昇見通しを取り下げました。先月BoJ(日本銀行)が金融政策に微修正を加えましたが、金融緩和の長期化を見越して金利変動をレンジ内に抑えることを決定したため、日本長期金利が世界各国の金利変動から受ける影響は限定的となっています。
- ✓ 8月前半にイタリア金利は上昇し、その後低下しましたが、引き続き変動の大きい状況は続いています。今月初めの数週間同国の金利が上昇したのは、財政悪化をもたらす予算案を巡る懸念が広がったことによるものでした。取引量の低下によって、金利上昇と金利変動はより高まるとみています。
- ✓ 9月の予算案が短期的に格下げをもたらすような財政政策に繋がる可能性は低いと考えているため、現在イタリア国債に織り込まれているリスク・プレミアムは過剰であると考えています。弊社では引き続きフランスに対してイタリア金利が下落すると見ています。

【先進国10年債金利】



期間:2014年12月31日~2018年8月24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8月27日



通貨配分戦略

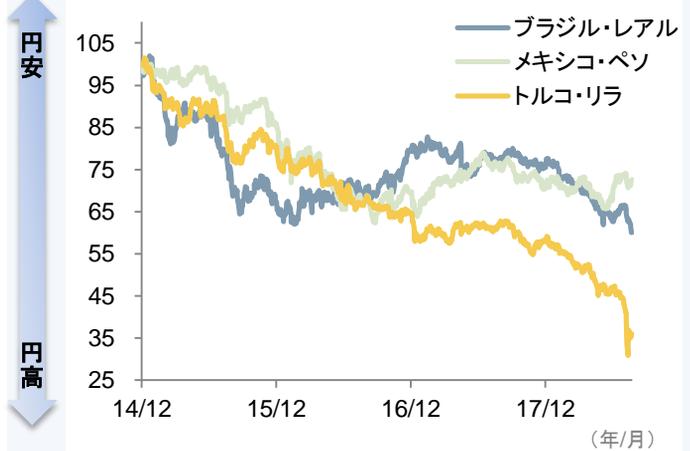
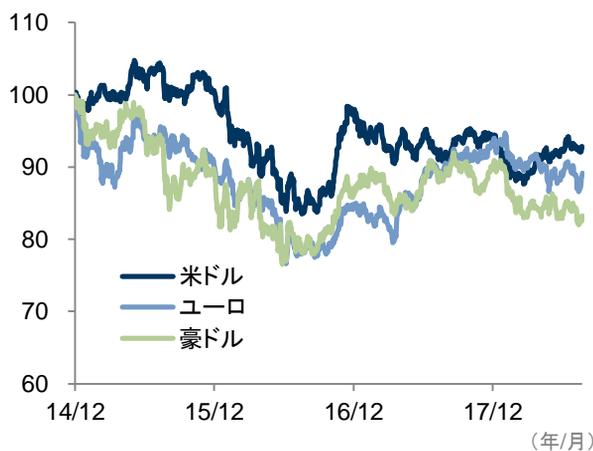
「新興国通貨と米ドルの中立見通し」

- 米ドルに対する新興国通貨の上昇見通し

- ✓ 米国とトルコの外交問題の懸念から新興国通貨は足元下落していましたが、先週の中盤に反発し、下落の4割程度を取り戻す形となりました。トルコ固有の問題が他の新興国に及ぼす影響が改めて考え直されたことが、この一因だと見えています。弊社では、特定の新興国における出来事が新興国市場全体に影響を与えると考えるのは理にかなっていないと考えています。先週複数の新興国通貨が上昇したことを受けて、弊社では新興国通貨の上昇見通しを引き下げました。
- ✓ 一方、他の先進国通貨に対する米ドルの総合的な価値を表す米ドル指数は下落し、足元の上昇を打ち消す形となりました。弊社では先週のドル安にはいくつかの要因があると考えています。過度な米ドルのロングポジションが解消されたこと、中国の政策者が人民元安、ドル高を抑制する措置を実施したこと、米中通商協議の再開が報道され、貿易摩擦の懸念が後退したこと、トランプ大統領がドル安を望む姿勢を明らかにしたことなどが挙げられます。こうした下押し圧力は長続きしないと考えていることから、弊社では米ドルの下落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8月24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)

- ✓ 引き続きノルウェーとスウェーデンの金融環境が過度に緩和的であると見ており、それぞれの中央銀行によって引き締められると考えています。足元両通貨が下落したことから、弊社では両通貨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8月27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

- ✓ 4-6月期の米国企業決算は2010年以来の最も堅調な結果となりました。堅調なマクロ環境と今年初めに施行された財政刺激策を背景として、利益率は過去最高値である11.2%を記録しました。この先は、特にBBB格社債の発行体である企業に関して、収益の下押し圧力となりうる関税に注意を払っています。

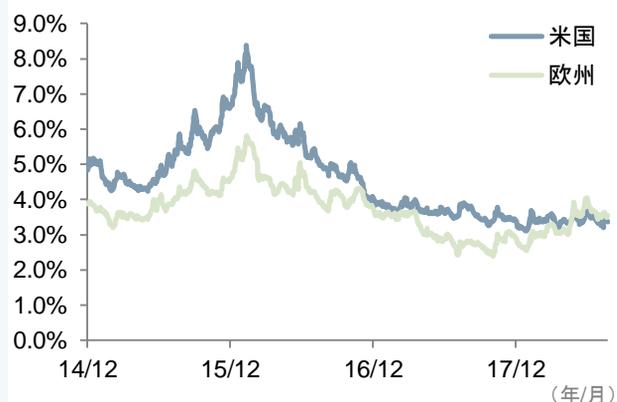
- ハイ・イールド社債に対する中立の見通し

- ✓ 低調な社債の新規発行は、今年ハイ・イールド社債市場の追い風となりました。欧州の発行額は500億ユーロ程度に留まっており、前年同期比で10%~15%程度の減少となっています。米国における発行も同様に低調ですが、M&Aがやや増加する可能性があるため、弊社では今年後半にかけて社債の発行が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8月24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8月27日



エマージング債券戦略

「外貨建て債券に対するやや強気の見通し、現地通貨建て債券に対する強気見通し」

- ✓ トルコと同様、アルゼンチンも経常赤字を抱えていることから、同国の資産は今年下落しています。アルゼンチン・ペソは過去1年間でトルコ・リラと同程度下落しました。しかしトルコと異なり、アルゼンチンの政策者は資本流出とインフレ抑制のために伝統的な金融政策を実施しています。
- ✓ 先週、アルゼンチンの中央銀行は政策金利を500bps引き上げ、45%としました。同国の実質金利は10%とトルコの2.5%を上回っています。仮に大幅な資本流出が起こったとしても、同国の外貨準備は十分であり、流動性ショックに耐えられると考えています。また同国政府がIMF（国際通貨基金）による融資（スタンドバイ取り決め）を拡大させるとの見方も、下支えになると考えています。

【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8月24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. <141470-OTU-818867>