

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年9月3日

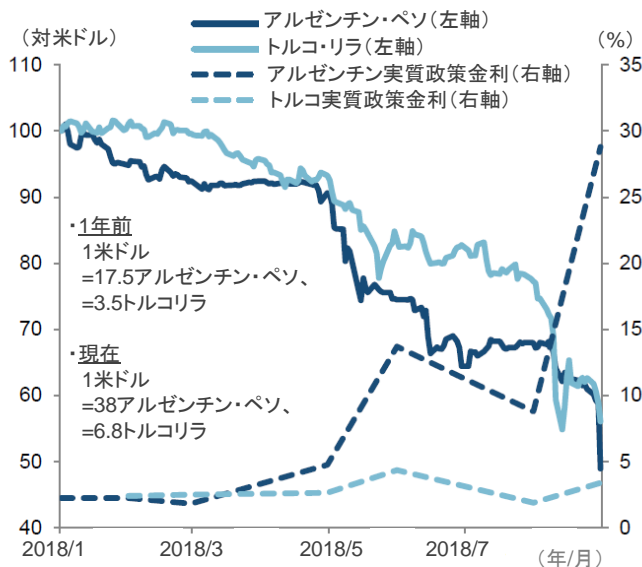


※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

今週の戦略要旨

- 弊社では、足元の通貨市場の変動の大きさはファンダメンタルズではなく、市場参加者のポジションが偏っていることに起因するものだと考えています。ユーロが対米ドルで大幅に上昇した一方、他の先進国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ました。相対的な米ドル安にも関わらず、新興国市場は特定の国の個別要因によって下落し続けています。
- イタリアの予算案は、市場が織り込むより好ましい結果になると考えています。中期的な財政を巡る懸念は残るものの、イタリア国債に織り込まれたリスクプレミアムは、弊社予想よりも過度に短期的な財政状況の悪化を反映しています。弊社では欧州社債の利回りやフランス金利などに対して、イタリア金利が低下すると見えています。
- 弊社の予想通りとなったため、年金基金からの旺盛な需要を背景とした、日本に対する米国長期金利の低下見通しや、カナダに対する米国金利の低下見通しなどの複数見通しの取り下げや引き下げを行いました。

今週のチャート「似て非なる国、トルコとアルゼンチン」



2018年1月1日を100として指数化
期間:2018年1月1日~2018年8月30日
出所:マクロボンド、GSAM

- 共通点:インフレ率の上昇、大幅な経常赤字、海外資金への依存の高さなどが原因で、海外からの資金流入、国際市場における流動性、政策者への投資家の信頼感に対して敏感になっていることなどは両国の共通点です。今月、両国の政策者は、対外不均衡に対する対応を投資家に示す必要がありました。トルコでは、米国との外交問題に関して投資家の懸念が広がっていますが、同国資産に対する重石となっています。アルゼンチンでは、マクリ大統領がIMF(国際通貨基金)に対して債務返済のために500億米ドルの融資を早められないか打診したことが、市場に影響を及ぼしました。
- 相違点:トルコと違い、アルゼンチンの中央銀行は、先週政策金利を15%引き上げ60%とし、年初来からの通貨安に対応しています。さらに同国政府は、トルコ政府が実施していない経済改革や市場の安心材料となる政策を打ち出しています。それにも関わらずアルゼンチン・ペソが下落しているのは、来年の大統領選を控え政策変更のリスクが一部反映されているためです。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年9月3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」

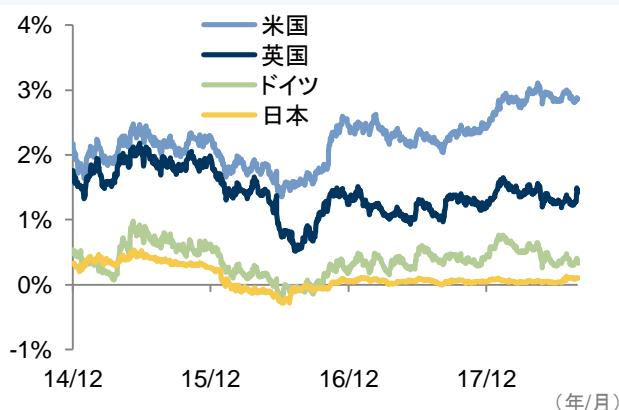
- ✓ 金融引き締めに対する懸念を表明したトランプ氏の発言を受け、米国金利の上昇見通しを引き上げていましたが、実際に金利が上昇したことを受けて同見通しを引き下げました。
- ✓ ジャクソン・ホールにおけるFRB(米連邦準備制度理事会)議長パウエル氏の講演は、先日公開されたFOMC(米連邦公開市場委員会)議事要旨の内容から大幅に逸れることなく、中立的なものとなりました。パウエル氏は堅調な賃金の上昇と雇用の増加を考えれば、緩やかな政策金利の引き上げは正当化されると述べました。経済成長見通しに関する短期的なリスクには言及しませんでした。中立金利や長期的な自然失業率の水準など、金融政策に影響を与えるマクロ経済の指標については不確実性があると述べました。

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」

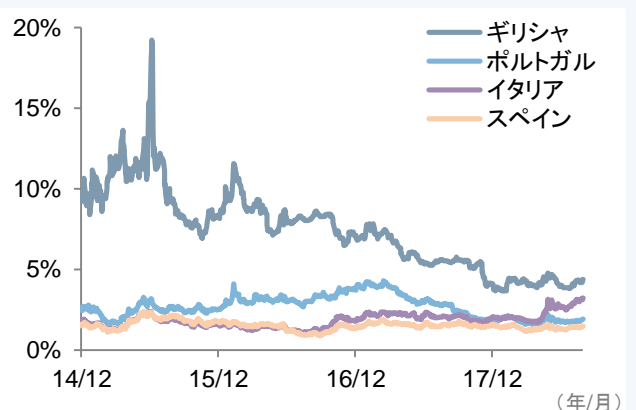
- ✓ 弊社の見通し通り、日本に対して米国長期金利が低下したことを受け、同見通しを取り下げました。年金基金の旺盛な需要に下支えされていることから、引き続き米国長期金利は低下すると見えています。しかし、足元日本金利の動きが小さいことから、弊社ではこの見通しの上振れ余地は限定的だと考えています。今年の夏前半、BoJ(日本銀行)が金融政策の運営姿勢を変更するとの推測が広がったことから、日本金利は変動しましたが、実際には政策に大きな変更がなかったため、この変動も間もなく静まりました。日本10年国債利回りは0.1%程度で推移し、30年国債利回りは2~3bpsのレンジで取引されています。
- ✓ 弊社ではカナダに対する米国金利の低下見通しを引き下げました。この見通しは、カナダの4~6月期の経済成長率が前年同期比で+3%の増加となるなど、同国の一連の経済指標が堅調だったことの下支えされています。貿易の発展も、この見通しのさらなる追い風となる可能性があります。今週の会合では、BoC(カナダ銀行)は政策金利を据え置くと見えています。近い将来の金融引き締めに対して前向きな見方を示す可能性があります。
- ✓ 今週の会合では、スウェーデン中央銀行は政策金利を据え置くと考えており、弊社では引き続き12月に利上げが行われると見えています。7月会合以来、同国の経済活動は堅調でした。総合インフレ率は通貨安と原油高の影響で目標を上回りました。コアインフレ率は中央銀行の見通しを下回りましたが、影響があったとしても、政策者のコメントがわずかにハト派的になる程度だと考えています。

【先進国10年債金利】



期間:2014年12月31日~2018年8月31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9月3日

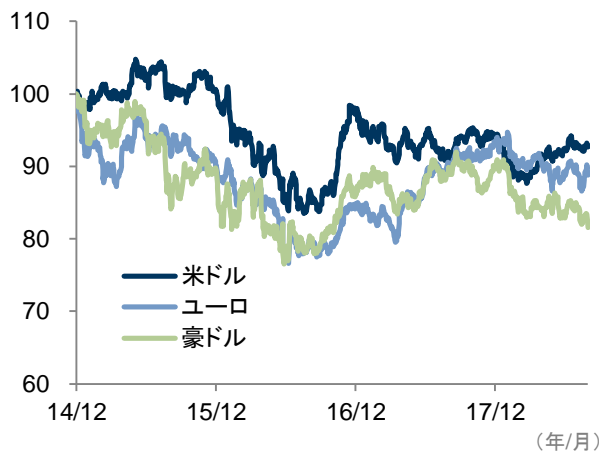


通貨配分戦略

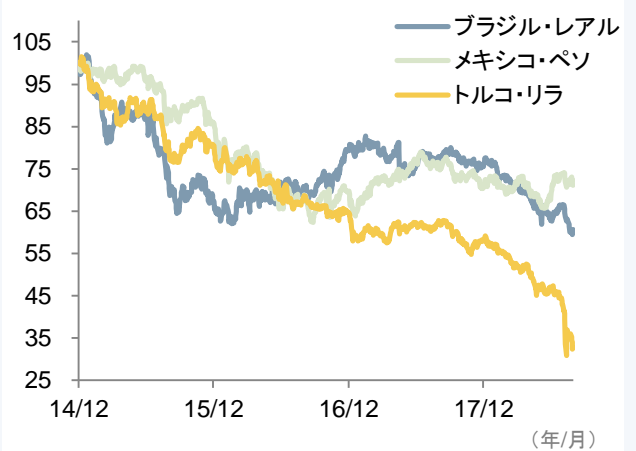
「新興国通貨と米ドルに対する中立見通し」

- ✓ 弊社では、足元の通貨市場の変動の大きさはファンダメンタルズではなく、市場参加者のポジションが偏っていることに起因するものだと考えています。ユーロは8月中旬に1ユーロ=1.13米ドルでしたが、月末には1ユーロ=1.17米ドルになり、対米ドルで大幅に上昇した一方、他の先進国に対する米ドルの総合的な価値を表す米ドル指数は96.6から94.7に下落しました。
- ✓ しかしながら、米ドルの下落に伴って新興国通貨の上昇が起こらないことからわかる通り、伝統的な通貨の相関が崩れたようです。大統領選を巡る不透明感が広がったブラジルでは同国通貨が先週6%下落し、トルコ・リラとアルゼンチン・ペソは対外不均衡を巡る懸念から引き続き下落しています。

【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8月31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)

- 欧州社債利回りとフランス金利に対するイタリア金利の低下見通し
 - ✓ イタリアの予算案を巡る懸念に関して、市場はリスクを過度に織り込んでいると考えています。市場予想ほど悪い結果とならなかった場合、イタリア金利が低下すると予想しています。弊社では欧州社債の利回りやフランス金利などに対し、リスクプレミアムが他の欧州資産よりも過度に織り込まれていると考えられるイタリア金利が低下すると見えています。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年9月3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

✓ 9月には1,200億米ドル規模の新規発行があると予想されています。これは1カ月の合計としては年初来で最高水準となりますが、過去の9月の水準と比較すると同程度です。翌月以降は新規発行が落ち着き、2018年全体では2017年よりも10%程度少ない水準になると考えています。

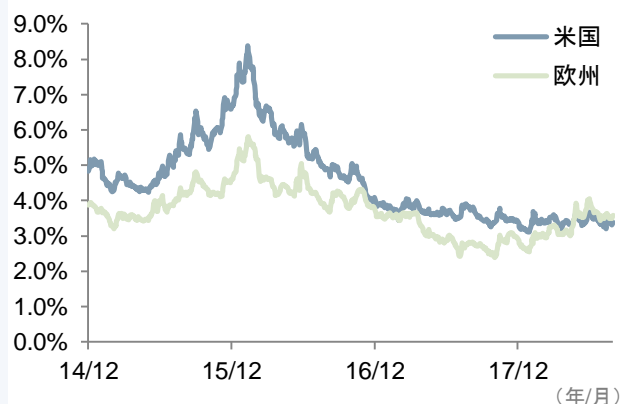
- ハイ・イールド社債に対する中立の見通し

✓ 借り換え以外の新規発行や償還がともに低調となり、7~9月期の純新規発行は今のところ引き続きマイナスとなっています。格上げによって投資適格となる発行体の数が、格下げによって非投資適格となる発行体の数を上回ったこともこの結果に寄与しました。過去7年間はM&Aにけん引された結果、9月は新規発行が多い傾向にありましたが、今年は250億~300億米ドル規模のM&Aしか見込まれていません。

【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31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9月3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、一部地域の現地通貨建て債券に対する強気見通し」

- ✓ 先週トルコとアルゼンチンに特有の要因が新興国全体の資産に対する重石となりましたが、トルコの対外不均衡を巡る懸念が急速に広がった8月前半に比べれば、影響は限定的です。
- ✓ 弊社では特定の国を巡る懸念が、新興国全体に波及するファンダメンタルズ上の理由はないと考えており、一部新興国には投資機会を見出しています。さらに言えば、対外不均衡はすべての資産の下落を意味するものではないと考えています。たとえば、トルコが海外資金に大きく依存している結果、同国通貨や現地通貨建て債券の下落を招いていますが、A格付けの国相当の良好な財政状況であるため、それが同国の外貨建て債券の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31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. <142115-OTU-822836>