

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年9月10日



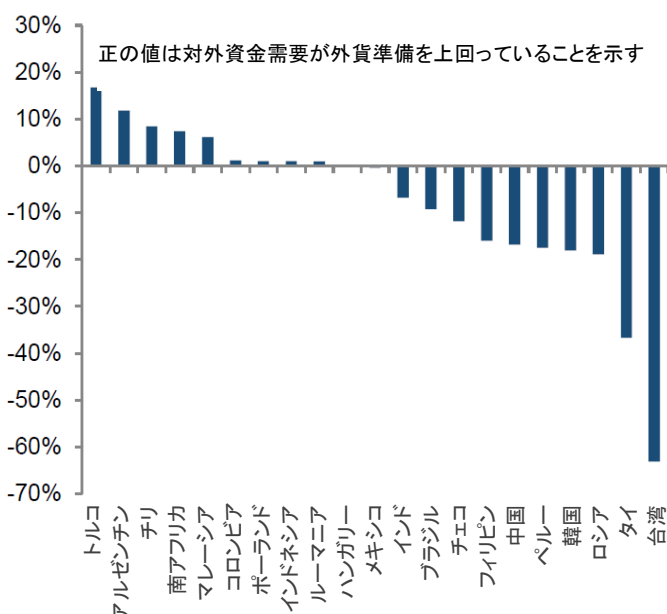
※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

今週の戦略要旨

- 米国の経済指標は再び今回の景気サイクルでの最高値を記録しました。8月のISM(米供給管理協会)製造業景気指数は61.3に上昇し、2004年5月以来の最高水準となりました。8月の非農業部門労働者数は+20.1万人の増加となり、失業率は3.9%を維持しました。堅調な経済成長や労働者数の増加、FRB(米連邦準備制度理事会)の目標値付近で推移するインフレ率を背景に、弊社では年内さらに2回、2019年に3回の利上げを見込んでいます。
- 8月のPMI(購買担当者景気指数)では、2017年よりは低い水準であるものの、低調であった今年前半から、先進国の経済成長が安定してきたことが示されました。英国の非製造業PMIは市場予想を上回って上昇し、日本の製造業、非製造業PMIはいずれも+0.2ポイント上昇、ユーロ圏総合PMIは54.3から54.5に上昇しました。しかしユーロ圏に関しては、イタリアの非製造業PMIが-1.4ポイント低下するなど、地域間格差が見られます。
- 新興国市場は各国固有のニュースによって変動の高い状況が続いていますが、それらのニュースが新興国通貨全体に波及することは正当化されないと考えています。

今週のチャート「新興国: 対外資金需要の状況は国によって異なる」

【対外資金需要】



- 左図は新興国の対外資金需要を示したものです。2年以内に満期を迎える対外債務から経常収支と外貨準備高を差し引き算出したものです(対GDP割合)。
- 大幅な経常赤字を原因に、トルコとアルゼンチンは海外資金に最も依存する2か国となっています。その結果、国際的な流動性の低下と海外投資家の資金動向に最も影響を受けやすくなっています。
- 一方で、左図中の右側にある一部の新興諸国は、短期の対外債務の返済と、経常赤字に見合うだけの十分な外貨準備を有しています。以上のことから、特定の国の海外資金への依存の高さを巡る懸念による、新興国市場全体への影響は正当化されないと考えています。

時点: 2018年1~3月期

出所: ハーバー・アナリティクス、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年9月10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」

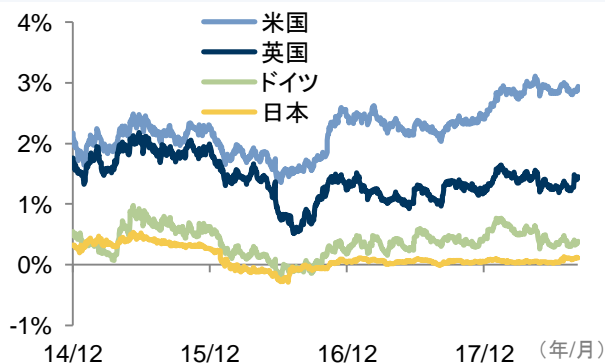
- ✓ 米国の経済指標は再び今回の景気サイクルでの最高値を記録しました。8月のISM製造業景気指数は61.3に上昇し、2004年5月以来の最高水準となりました。8月の非農業部門労働者数は+20.1万人の増加となり、失業率は3.9%を維持しました。
- ✓ 堅調な経済成長や労働者数の増加、FRBの目標値付近で推移するインフレ率を背景に、弊社では年内さらに2回、2019年に3回の利上げを見込んでいます。一方で、市場は現在から2019年末までで計3回の利上げしか織り込んでいません。これは過度にハト派的であると考え、米国金利の上昇見通しを維持しています。
- ✓ スウェーデン中央銀行は会合で政策金利を据え置くとともに、ハト派、タカ派両方のコメントを残しました。ハト派的な面で言えば、最初の利上げ時期のガイダンスを「今年の終わりにかけて」から「12月もしくは2月」に変更しました。タカ派的な面で言えば、最初の利上げ幅が10~15bpsといった小幅なものではなく、25bpsであると明らかにしました。

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」

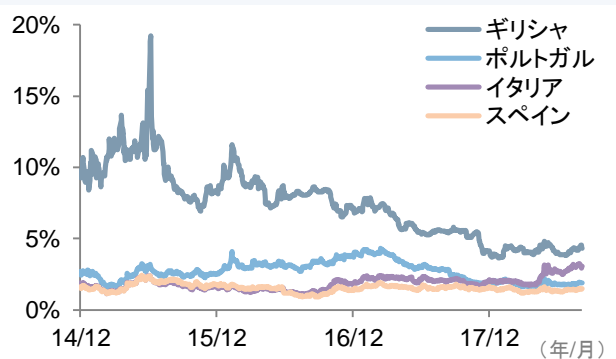
- ✓ 8月のPMIでは、2017年よりは低い水準であるものの、低調であった今年前半から、先進国の経済成長が安定してきたことが示されました。英国の非製造業PMIは市場予想を上回って上昇し、日本の製造業、非製造業PMIはいずれも+0.2ポイント上昇、ユーロ圏総合PMIは54.3から54.5に上昇しました。しかしユーロ圏に関しては、イタリアの非製造業PMIが-1.4ポイント低下するなど、地域間格差が見られます。
- ✓ BoC(カナダ銀行)は政策金利を据え置くとともに、その経済見通しは概ね中立的なものとなりました。貿易懸念にも関わらず、政策者は経済成長に対して強気な姿勢を示しており、原油高による物価上昇を乗り越えれば、インフレ率も落ち着くだろうと述べました。弊社では貿易を巡る懸念には注視が必要と考えていますが、BoCは緩やかな利上げを継続し、今年10月に利上げが行われると見えています。
- ✓ 先々週末、イタリアの財務相であるジョバンニ・トリア氏は「予算の安定性を重視する」との認識を再び示しました。その後にイタリア金利が低下したことをうけ、弊社ではフランスに対するイタリア金利の低下見通しを引き下げました。予算案が出るまでにまた前向きな報道があれば、さらなる見通しの引き下げを予定しています。イタリア金利に織り込まれたリスクプレミアムは、弊社が予想する短期的なイタリアの財政状況の悪化の程度と比較すると過度であると考えています。中長期的な債務の持続可能性を巡る懸念は残るものの、弊社では予算案は市場予想よりも好ましい結果になると考えています。

【先進国10年債金利】



期間:2014年12月31日~2018年9月7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10日

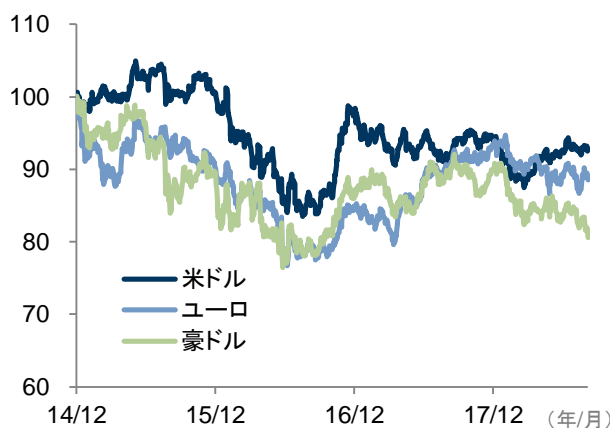


通貨配分戦略

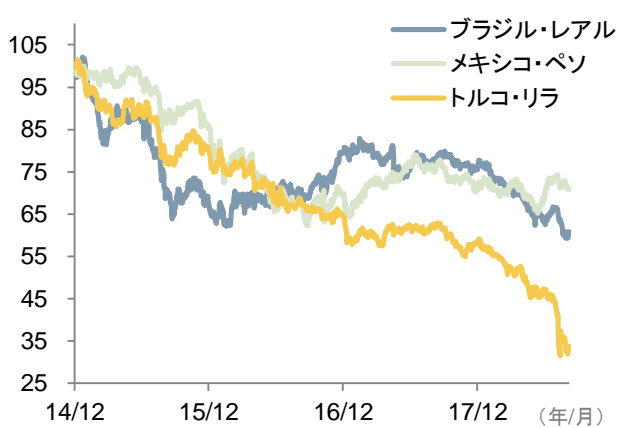
「米ドルと新興国通貨に対する中立見直し」

- ✓ 一部の国の要因が全体に波及していることや、各国の経済成長の度合いを明らかにする経済指標の発表を待っていることから、弊社では先進国通貨と新興国通貨双方に対する見直しを引き下げました。欧州では、見直し通りの結果となったことから、ユーロに対してハンガリー・フォリント、ポーランド・ズロチといった欧州周辺国通貨の上昇見直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9月7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直し
 - ✓ 今年秋のイタリア予算案に関する前向きな報道を受け、イタリア金利が低下したことから、弊社では欧州社債利回りに対するイタリアの低下見直しを引き下げました。
 - ✓ 弊社では引き続き、市場に織り込まれているよりも、今年の予算案が財政赤字をもたらさないと見えています。この見方は政策者の議論やジョバンニ・トリア財務相の発言に基づくものです。また、時間的に制約があることも、今年の予算案が著しい財政悪化をもたらさない要因だと考えています。イタリア財務相は9月27日までに公的債務、財政赤字、政府予算案、2018～2021年までのマクロ経済見直しなどを含む、安定プログラムの最新版を提出する必要があります。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年9月10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)」

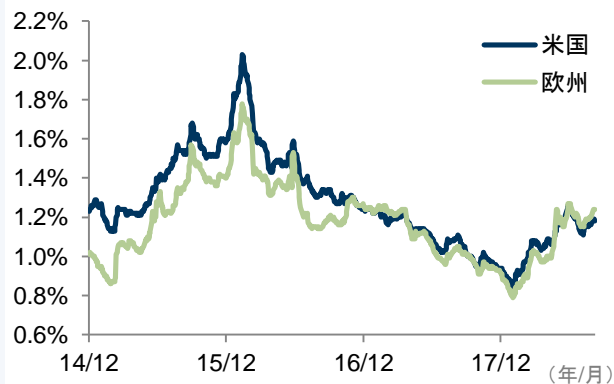
- 投資適格社債に対するやや強気の見通し

✓ 米国投資適格社債は、7月にスプレッドが15bps縮小しパフォーマンスが良好となりましたが、8月はその動きに落ち着きが見られました。9月は季節的に新規発行が増加し、社債が軟調となる傾向にある期間であるため、堅調な結果になるとは想定していません。

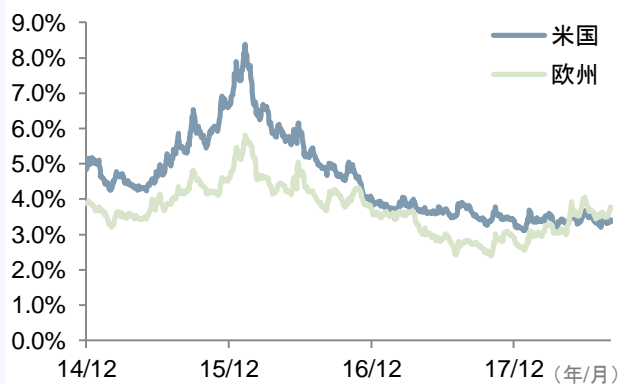
- ハイ・イールド社債に対する中立の見通し

✓ すでに9月は多くの新規発行が見られます。月間発行額の長期平均とほぼ同じである、300億米ドル程度の新規発行が予想されています。さらに、今月は大規模なLBO(レバレッジド・バイアウト)の取引がいくつか発表されています。

【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9月7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9月10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」

- ✓ 今夏、海外資金に大きく依存する国の資産が下落しました。弊社ではこうした懸念は各国固有のものであり、他の新興国や世界経済への影響はある程度限定的であるとみています。
- ✓ しかしながら、短期的な変動の高まりによって投資家心理が悪化し、個別の国だけでなく新興国全体にその影響が波及する伝染リスクが存在します。ただし、中長期的には、新興国資産には引き続き投資妙味を見出しています。

【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9月7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. <142772-OTU-826659>