

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年12月10日



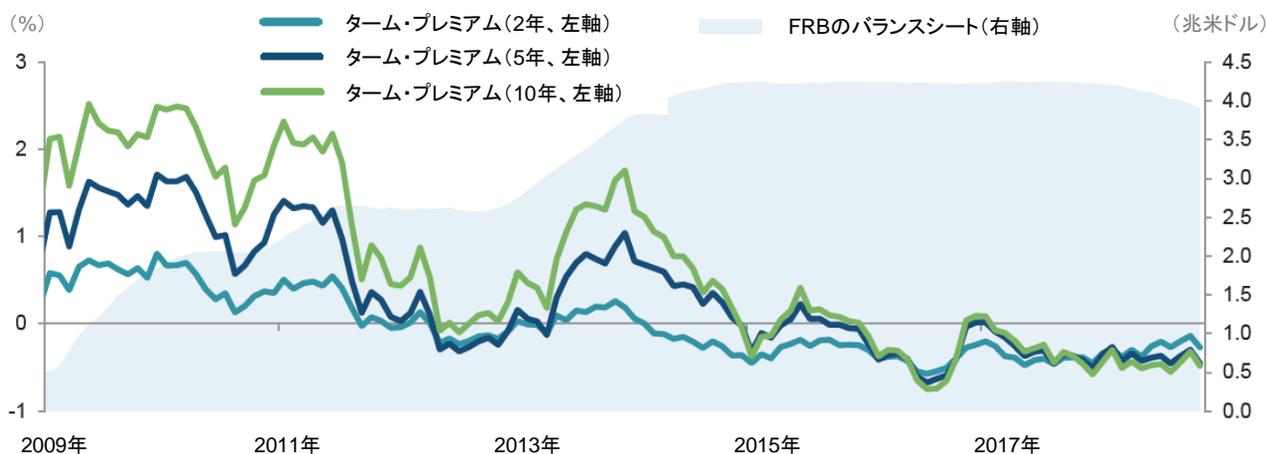
※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

今週の戦略要旨

- 11月の非農業部門雇用者数は15.5万人増加となり、市場予想の19.8万人増加を下回りましたが、失業率は約49年ぶりの低水準である3.7%を維持しました。平均時給は前年同月比で+3.1%と高水準となり、インフレに対する上昇率(コアPCE(個人消費支出)価格指数との差)では2017年9月以来の水準を記録しました。
- 貿易摩擦を巡る懸念、FRB(米連邦準備制度理事会)当局者のコメント、年末に向かうにつれ流動性が低下していることなどを背景に、市場のボラティリティ(変動性)は高い状態が続いています。株式市場に加え、先週木曜日にスプレッドの大幅な拡大がみられた米国ハイ・イールド社債市場は特に不安定な動きとなりました。
- 米国ではイールドカーブのフラット化が進んでいますが、量的緩和がターム・プレミアムを低下させていることなどから、今回の景気サイクルにおいてフラット化が発するシグナルは過去とは異なる可能性があります。したがって、米国経済の状況を把握するためには、経済指標を注視すべきであると考えています。この観点では、11月のISM(米供給管理協会)非製造業景気指数は0.4ポイント上昇し、60.7ポイントを記録するなど、米国の経済活動は引き続き良好であるとみています。

● 今週のチャート「米国金利:ターム・プレミアムの低下により、逆イールドが起きやすい？」

【FRBのバランスシートとFRBによるターム・プレミアム推定値】



2018年11月時点、出所: マクロボンド

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年12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)

「米国短期金利の上昇見通し」

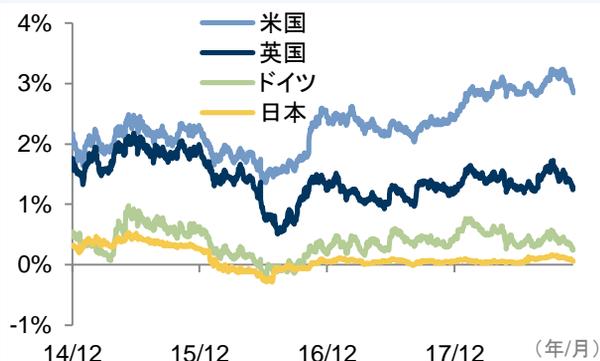
- ✓ 11月の非農業部門雇用者数は15.5万人増加となり、市場予想の19.8万人増加を下回りましたが、失業率は約49年ぶりの低水準である3.7%を維持しました。平均時給は前年同月比で+3.1%と高水準となり、インフレに対する上昇率(コアPCE価格指数との差)では2017年9月以来の水準を記録しました。
- ✓ 弊社では、堅調な米国経済を背景に、FRBは来年3回の利上げを行うと予想しています。11月のISM非製造業景気指数は0.4ポイント上昇し、60.7ポイントを記録しました。また、失業率はFRBの推定する自然失業率を0.8%下回る水準を維持しています。
- ✓ 一方、今年金融環境が引き締まったことに加え、来年は財政刺激策の効果が薄れることに伴い経済成長の勢いが減速すると予想していることから、来年のFRBの金融政策は昨年や今年と比較して不透明感が高いと考えています。
- ✓ しかしながら、今月利上げが行われると仮定した場合、市場の織り込む来年の利上げ回数は1ヵ月前の2~3回から足元では1回未満へと減少しており、この動きは行き過ぎであると考えています。したがって、引き続き米国短期金利が上昇すると予想しています。

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)

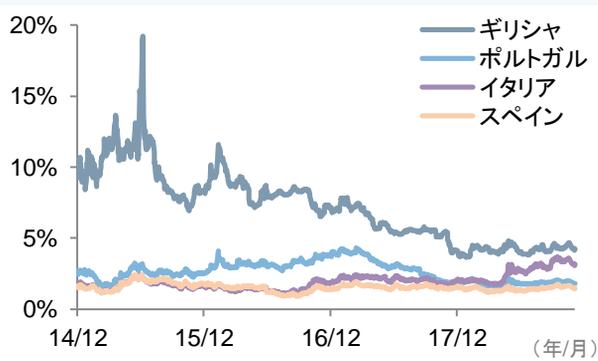
「他の先進国に対するユーロ圏の金利低下見通し」

- ✓ カナダでは米国と比較して金利上昇が家計に与える影響が大きいため、相対的に緩やかな利上げペースになるとみています。加えて、カナダの財政政策は米国ほど支援的でないことや、原油価格下落などを背景に、米国に対してカナダ金利が低下すると予想しています。
- ✓ BoC(カナダ銀行)は、インフレを伴わない成長の余地や原油価格の急落に関して言及し、政策金利を1.75%で据え置くことを決定しました。市場はこの決定に対しハト派的に反応し、弊社の予想通り米国に対してカナダ金利は低下しました。この動きを受け、同見通しを引き下げました。
- ✓ ドイツの10月の鉱工業生産は前年同月比で+1.8%となりましたが、前月比では-0.5%となりました。ドイツやユーロ圏における経済活動は今年、自動車業界の個別要因などが影響し、減速しつつあります。また、自動車業界以外においても、減速の傾向がみられます。製造業PMI(購買担当者景気指数)、自動車生産台数、小売売上高、IFO景況感指数などの月次ベースの経済指標に着目し、10-12月期のドイツの経済活動が回復するか見極めていきます。

【先進国10年債金利】



【欧州周辺国10年債金利】



期間:2014年12月31日~2018年12月7日、出所:ブルームバーグ

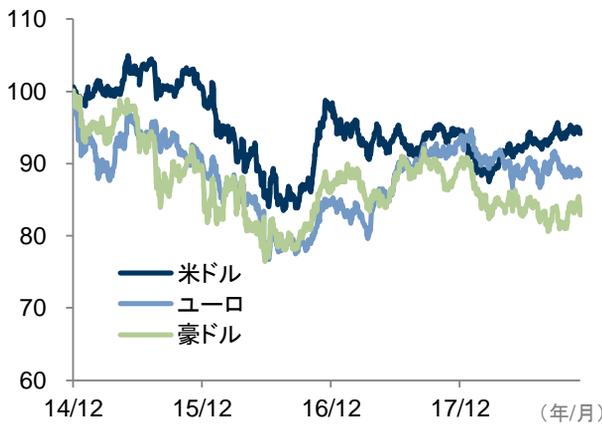


通貨配分戦略

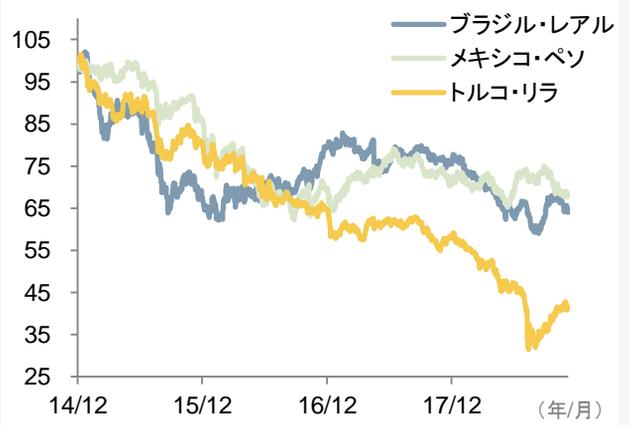
「欧州周辺国通貨に対する強気見通し」

- ✓ G20首脳会議後、特に新興国通貨などの高ベータ通貨に対する投資家のセンチメントは改善しましたが、一時的な動きにとどまりました。グローバル経済見通しや貿易摩擦激化を巡る懸念、株式市場下落に伴うリスクオフの流れにより、高ベータ通貨は上値の重い展開となりました。

【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12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)

- カナダに対する米国の金融環境引き締め見通し
 - ✓ カナダでは、米国と比較して金利上昇が家計に与える影響が大きいため、相対的に緩やかな利上げペースになるとみています。したがって、カナダに対して米国の金融環境が引き締まるとみており、米国金利と米ドルが相対的に上昇すると予想しています。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年12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が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やや強気の見通し」

- 投資適格社債に対するやや強気の見通し

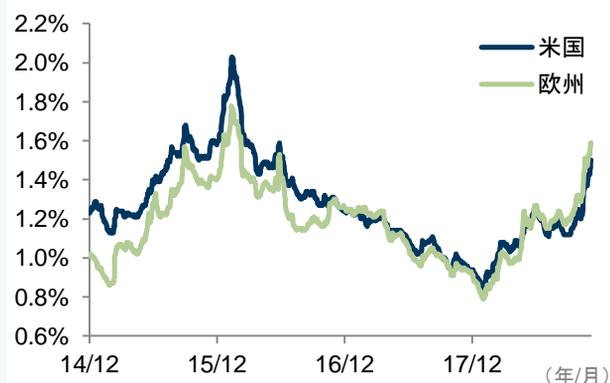
✓ 特に景気サイクル終盤に向かうなかでは、BBB格の米国投資適格社債の動きを注視すべきであると考えています。長期的な平均を上回るペースで経済が成長し、インフレが抑制されている局面から、成長が減速しインフレが上昇する局面へと変化していくにつれ、格下げが増加する可能性があります。

✓ しかしながら、今後も米国の景気拡大が継続すると予想しているなか、短期的に非投資適格への格下げが急増するとは考えていません。さらに、BBB格のなかにも幅広い規模やセクターの社債が存在しており、ボラティリティの高まる環境下では特に、個別銘柄選択の機会が提供されると考えています。

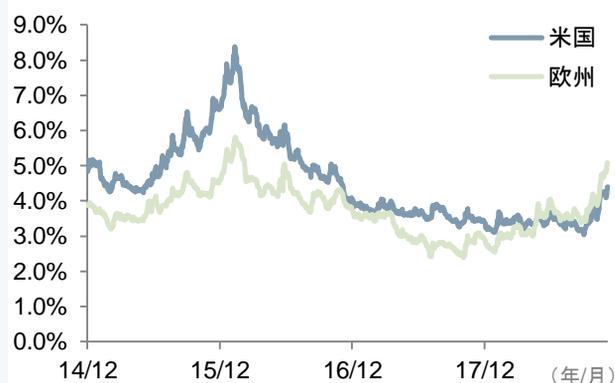
- ハイ・イールド社債に対するやや強気の見通し

✓ 貿易摩擦を巡る懸念、FRB当局者のコメント、年末に向かうにつれ流動性が低下していることなどを背景に、市場のボラティリティの高い状態が続いています。株式市場に加え、先週末曜日にスプレッドの大幅な拡大がみられた米国ハイ・イールド社債市場は特に不安定な動きとなりました。

【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12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12月10日



エマージング債券戦略

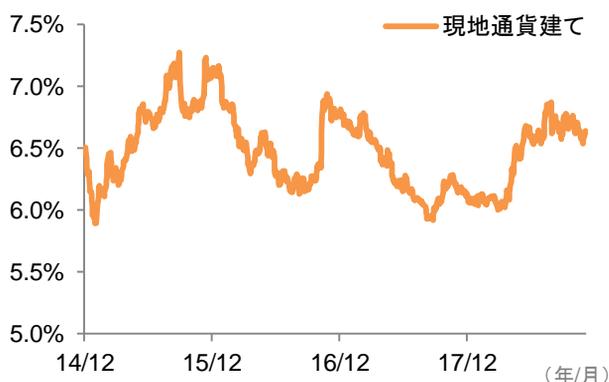
「外貨建て債券に対するやや強気の見通し、一部地域の現地通貨建て債券に対する強気見通し」

- ✓ 南アフリカの7-9月期GDP(国内総生産)は前期比年率で+2.2%となり、-0.4%に落ち込んだ前期から回復しました。今年、南アフリカ、アルゼンチン、ブラジル、ロシア、トルコなど複数の新興国で経済成長ペースが減速しています。しかし、2019年にはこれらの国の成長が安定もしくは改善し、新興国やグローバル全体の経済成長を支えるとみており、新興国資産のパフォーマンスにも追い風にな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12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. <152152-OTU-883174>