

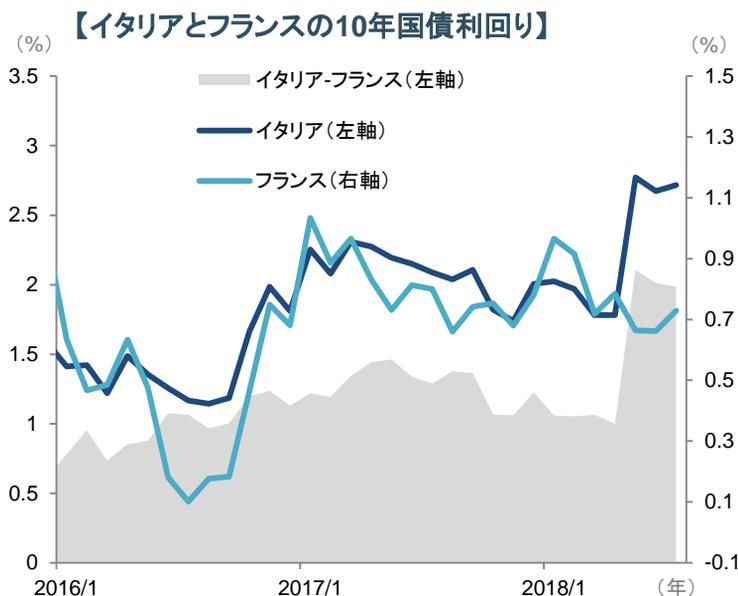


※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

## 今週の戦略要旨

- 例年であれば取引量の低下する季節ですが、先週は地政学リスクの高まりを受け、より多くの取引が行われました。貿易摩擦に対する懸念を背景に、中国人民元とトルコ・リラは米ドルに対してさらに下落しました。トルコ・リラに関しては、同国の政治および金融政策に対する懸念も重石となっています。また、米国が新たに課した制裁により、ロシア・ルーブルが下落しました。
- 米国コアCPI(消費者物価指数)は前年同期比で+2.4%の上昇となり、2008年9月以降で最大の伸びとなりました。この結果には主に航空運賃と自動車価格の上昇が寄与しました。足元の堅調な経済活動の指標に伴って物価上昇圧力が高まると考えており、弊社では次のFRB(米連邦準備制度理事会)会合で利上げが行われ、米国短期金利が上昇すると見えています。
- 先々週、BoE(イングランド銀行)は利上げを行いました。ブレグジットの不透明な行く末に対する懸念が高まったことで、英ポンドはユーロに対して大きく下落しました。

## 今週のチャート「イタリアとフランスの国債利回りに注目」



期間: 2016年1月31日～2018年7月31日 出所: マクロボンド、GSAM

- 連立政権が発足し財政支出拡大の懸念が高まったことを受け、イタリア10年国債の利回りは5月から95bps、年初から125bps上昇しています。一方、フランス10年国債の利回りは5月から8bps、年初から11bps低下しました。
- 政治および金融政策のリスクが今後の金利の動向に影響を与えている一方、短期的にはイタリアの財政状況が大幅に悪化する可能性は低下したと見えています。
- 一方、フランス金利に織り込まれているリスクプレミアムの水準は過度に低いと考えており、欧州の政治を巡る懸念の高まりにより、同国の金利は大きく上昇する可能性があると考えています。弊社では、イタリアに対してフランス金利が上昇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8月13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」

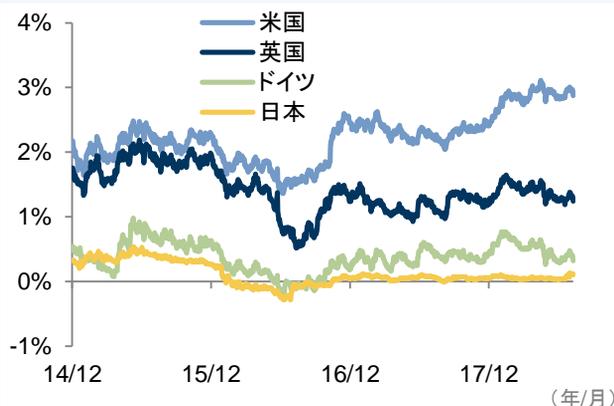
- ✓ エネルギー価格が上昇したことを背景に、7月の米国総合CPIは前年同月比で+2.9%増加し、6月と同じ結果となりました。コアCPIは前年同月比で+2.4%増加し、2008年9月以降で最大の伸びとなりました。この結果には主に航空運賃と自動車価格の上昇が寄与しました。足元の堅調な経済活動の指標に伴って物価上昇圧力が高まると考えており、弊社では次のFRB会合で利上げが行われ、米国短期金利が上昇すると見えています。
- ✓ ISM(米供給管理協会)製造業景気指数は60.2から59.1、ISM非製造業景況指数は58.1から55.7に低下しました。項目別に見ても軟調であり、両指数で事業活動の大幅な後退が反映されると共に、ISM非製造業景況指数では新規受注の項目が低調な結果となりました。両指標ともある程度変動する傾向にあるため、こうした結果が低下トレンドの始まりを示すものなのか、貿易摩擦の影響なのか、その他の一時的な要因によるものなのかを断定するのは早計だと考えています。
- ✓ 7月の非農業部門雇用者数の増加は+15.7万人となり、市場予想を下回りました。大手玩具小売業者の人員削減の結果、「スポーツ・娯楽用品店」の雇用者数の伸びに大きな低下がみられました。しかし、これを除けば労働雇用者数の伸びは月間+20万人前後という良好な水準で推移しています。

## 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)

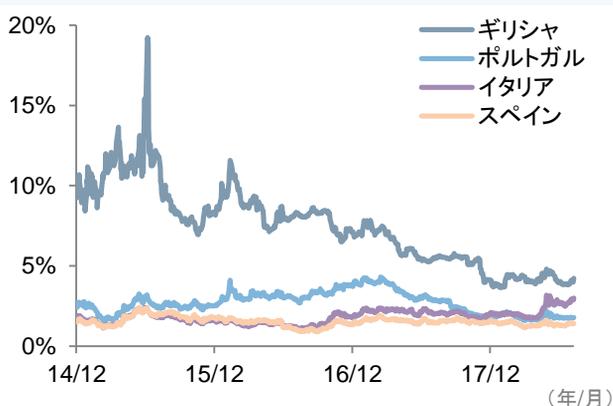
## 「他の先進国に対するユーロ圏の金利低下見通し」

- ✓ 弊社では、今後数年間における英国の金融引き締めペースは市場が織り込むよりも早いと考えており、他の先進国市場に対して英国金利が上昇すると見えています。ブレグジット後の移行に関しては、英国の秩序だった離脱を後押しするような合意に至ると考えており、BoEは緩やかなペースの利上げを継続することが出来ると考えています。
- ✓ 弊社では欧州金利に対してスウェーデン金利が上昇すると見えています。スウェーデンの7月の総合インフレ率、コアインフレ率はそれぞれ+2.2%、+1.3%となりました。インフレ率は、昨年の夏からスウェーデン中央銀行の目標である2%前後の水準で推移しています。弊社では引き続き、市場が同国の利上げを織り込むにつれ、同国の金利が上昇すると見えますが、サービス業におけるインフレが軟調な結果となった場合、政策者が政策金利をより長期間にわたって据え置く可能性があるため、注視しています。

## 【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8月10日、出所: ブルームバーグ

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年8月13日



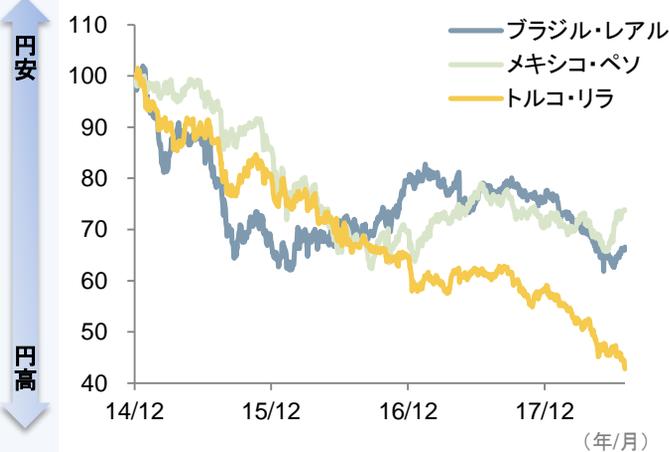
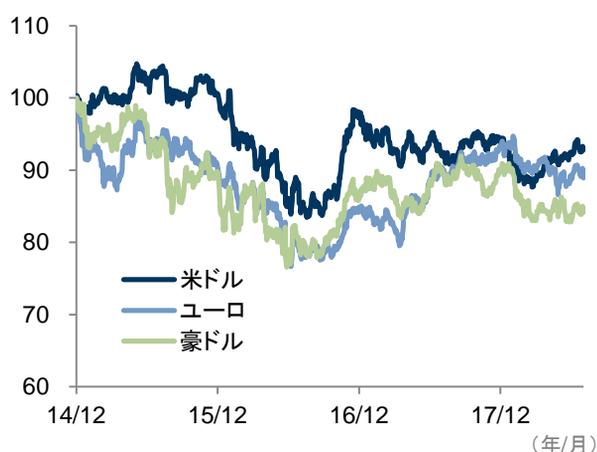
## 通貨配分戦略

## 「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
  - 先々週の金曜日、中国の中央銀行は、人民元の為替フォワード取引の準備金要件を8月6日から20%に引き上げることを発表しました。これにより、企業が為替フォワードによって同通貨を購入するコストが高まります。また、同行は人民元の下落が行き過ぎであり、足元数週間の下落ペースの早さに初めて懸念を示しました。
  - オーストラリアの経済は中国の経済成長や需要に依存しており、米中貿易摩擦を巡る懸念が高まったことを受け、豪ドルは下落しました。しかしながら、資源価格の上昇などにより、豪ドルは上昇する可能性があると考えています。

## 【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10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)

- 欧州投資適格社債に対するイタリア国債利回りの低下見通し
  - 先週金曜日、明確な要因が見られなかったにもかかわらずイタリア金利は急上昇しましたが、その後低下し、前日と概ね同水準で1日を終わりました。同国における今年秋の予算案は財政を大幅に悪化させる結果とはならず、格下げは回避されると予想していることから、欧州投資適格社債に対してイタリア国債の利回りが低下すると見てい

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年8月13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)」

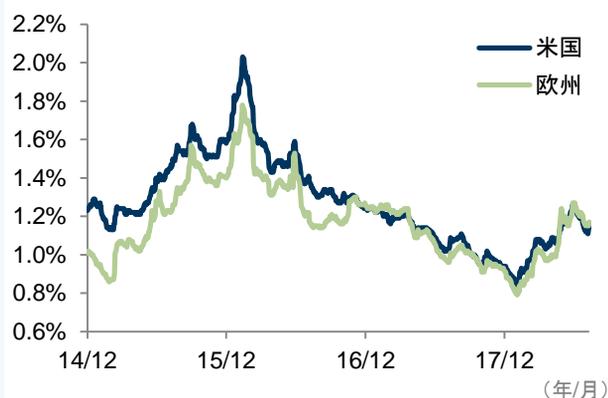
- 投資適格社債に対するやや強気の見通し

✓ 欧州銀行セクターの4-6月期決算は堅調な結果となっていますが、政治を巡る懸念がパフォーマンスの重石となっています。同セクターは、ファンダメンタルの改善に伴い、格上げが期待される数少ないセクターの一つであると考えています。また、政治リスクを背景に、欧州周辺国に対し、同域の主要国を強気に見ています。さらに、M&Aが活発になると考えていますが、規制によって近い将来に急に増加するとは予想していません。

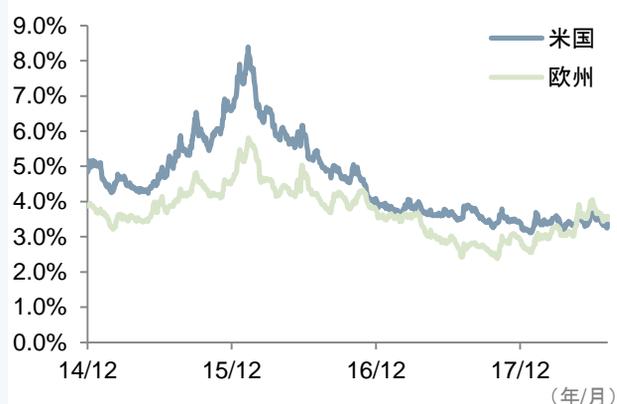
- ハイ・イールド社債に対する中立の見通し

✓ 金利上昇がBB格など高格付けのハイ・イールド社債に対して重石になると見えています。一方、より景気変動の影響を受けやすいCCC格などの低格付けのハイ・イールド社債が引き続きアウトパフォームすると考えています。BB格の社債は2018年初来(7月末時点)で-0.45%とマイナスのリターンとなった一方、B格やCCC格の社債はそれぞれ+2.29%、+4.45%とプラスのリターンを記録しました。

【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8月10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13日

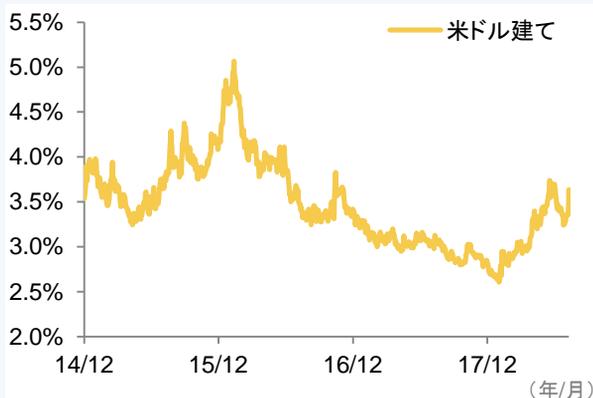


## エマージング債券戦略

## 「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・リラは今年、地政学リスクの高まりや政策の不透明感を背景に、大幅に下落しました。ECB(欧州中央銀行)が、欧州の銀行のトルコへのエクスポージャーに対して懸念を示したとの報道を受け、同通貨はさらに下落しました。
- ✓ 先週、米国とトルコの関係はさらに悪化しました。トランプ大統領は、鉄鋼とアルミニウムに対してそれぞれ20%、50%とこれまでの2倍の関税を課すとの発表をしました。

## 【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10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. <140187-OTU-810916>