

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年2月19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

- 米国のインフレ指標に引き続き市場の注目が集まっています。1月のコアCPI(消費者物価指数)は前月比0.35%増と、2005年以来の上昇率を記録したものの、前年同期比では1.8%増と前月と同様の水準となりました。1月のPPI(生産者物価指数)およびコアPPIともに前月比0.4%増と堅調な結果になりました。
- 堅調なマクロ経済を受けたインフレ率の高まりは、従来からFRB(米連邦準備制度理事会)が想定していたシナリオです。したがって、足元の物価および賃金上昇を受けて、3月のFOMC(米連邦公開市場委員会)において、金融政策に重大な変更が示唆されるとは、弊社は考えていません。一方、財政拡大によって経済指標が想定を上回ることによって、FRBによる年内の利上げ回数は、現在のFOMC参加者の予想中央値である3回に対して、弊社は4回実施される可能性が高いと考えています。
- 足元のインフレ率が上昇することで、予想より早いペースで金融引き締めが実施されると市場は見ています。それに伴い国債の利回りが上昇し、リスク資産のパフォーマンスを押し下げています。社債のスプレッドは拡大した一方で、証券化商品のスプレッドは今のところ大きな変化はなく、米国株式は再び上昇し始めました。また、市場では政策金利がより速いペースで引き上げられると予想されているにも限らず、米ドル高傾向は見られず、結果として米国の金融環境は依然として緩和的な水準にとどまっています。

## 今週のチャート「米国の財政拡大—現在の景気サイクルでは異例」



- 左図は、米国の失業率を示しており、足元は過去17年で最低水準の4.1%まで低下しています。一方、米国の連邦予算収支はGDP対比で赤字圏内となっています。
- この赤字は、税制拡大と足元の歳出上限引き上げによってもたらされたと考えられます。
- 失業率が低下している中での財政拡大は異例の事態であることが見て取れます。
- 弊社では、現在の景気サイクル後期での財政拡大は、景気過熱を引き起こすと考えています。

時点: 失業率は2018年1月末 連邦予算収支は2017年12月末  
出所: ハーパー・アナリティクス、GSAM

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年2月19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、スウェーデン金利の小幅上昇見通し、ユーロ圏金利の小幅低下見通し」

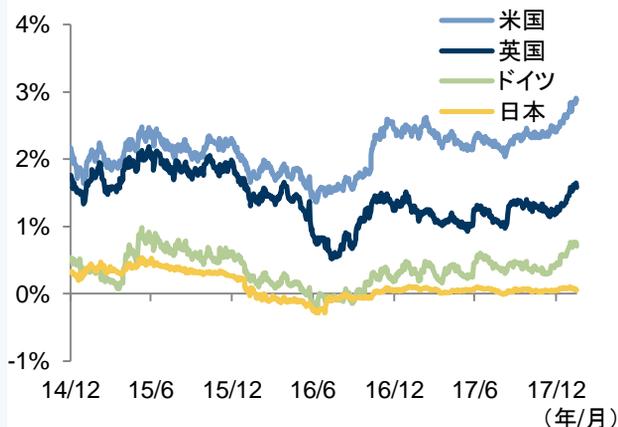
- 米国金利の上昇見通し
  - ✓ 米国では、1月のコアCPIが前月比0.35%増と、2005年以来の最高値を記録したものの、前年同期比では1.8%増と前月と同様の水準となりました。1月のPPI(生産者物価指数)およびコアPPIともに前月比0.4%増と堅調な結果になりました。
  - ✓ CPIの内訳では、これまで軟調に推移していた小売などの項目が上昇しました。また、PPIでは医療費が上昇したため、今後のFRBの金融政策を占う鍵となる、来月初旬に発表されるPCE(個人消費支出)価格指数はヘルスケア項目で物価上昇が見込まれると弊社は考えています。
- スウェーデン金利の小幅上昇見通し
  - ✓ スウェーデンでは、スウェーデン中央銀行が金融政策の現状維持を決定し、利上げ時期については従来の「2018年中旬」から「2018年後半」に変更しました。これは、今年4月の利上げが見送られることを意味するため、弊社は9月に利上げが実施されると見ています。
  - ✓ これを受け、スウェーデン金利は上昇しましたが、弊社では、需給ギャップの縮小、潜在成長率を上回る経済成長率、インフレ期待の高まりなどから、市場の織り込み以上に金融政策の引き締めが実施されると見ています。したがって、他の先進国に対するスウェーデン金利の上昇を見込んでいます。

## 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金利の相対的な低下見通し」

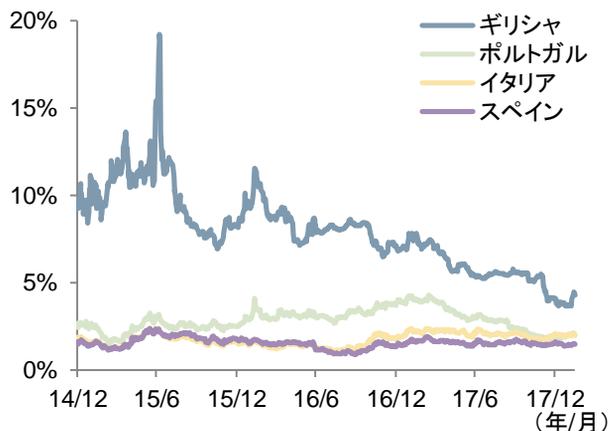
- 他の先進国に対するユーロ圏金利の相対的な低下見通し
  - ✓ 足元でリスクオフが進行し、国債利回りが上昇したにもかかわらず、欧州周辺国とドイツ金利のスプレッドは拡大しませんでした。
  - ✓ 一方で、イタリア総選挙を控え政治的不透明感が高まるため、弊社はドイツ金利に対して欧州周辺国金利の拡大を見込んでいます。
  - ✓ また、弊社は依然として他の先進国に対するユーロ圏金利の相対的な低下を見込んでいる他、英国に対するスウェーデン金利の相対的な上昇見通しを強めました。

## 【先進国10年債金利】



期間:2014年12月31日~2018年2月16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2月19日

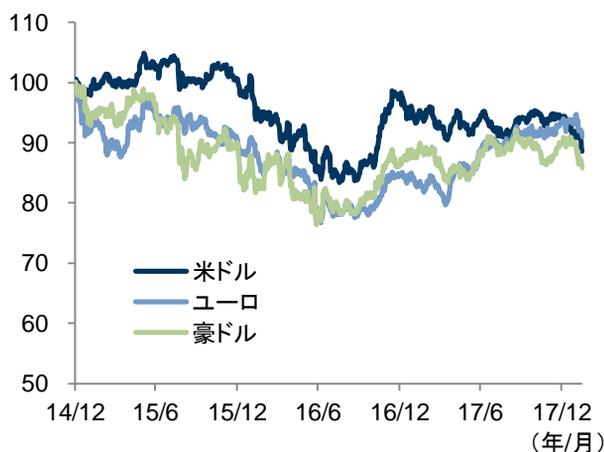


## 通貨配分戦略

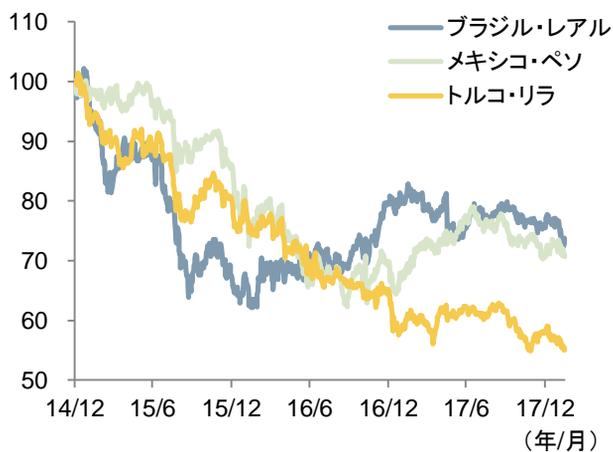
## 「米ドル安見通し、エマージング通貨の強気見通し(引き下げ)」

- エマージング通貨および景気感応度の高い欧州通貨の強気見通し
  - 弊社はエマージング通貨のパフォーマンスがこれまで堅調に推移してきたこと、足元のリスクオフがエマージング資産の重石となることなどから、エマージング通貨の強気見通しを引き下げました。
  - また、歴史的にみられる短期金利差と交易条件との関係性を背景に、米国の実質金利の変化に対して足元の米ドル安が行き過ぎているとみて、米ドル安見通しを引き下げました。
  - 先進国通貨に関しては、コモディティ価格の低下が政策金利の引き上げ時期を先延ばしにする可能性があることから、豪ドル、カナダドル、ニュージーランドドル等の通貨を弱気に見ています。

## 【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2月16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)

- 投資適格社債に対するエマージング通貨の上昇見通しの引き下げ
  - 弊社では、エマージング通貨の良好なパフォーマンスを受けて、米国の投資適格社債に対するエマージング通貨の強気見通しを引き下げました。

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年2月19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、FRBI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、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中立の見通し

✓ 先週、株式市場と比較して、米国および欧州の投資適格社債の下落幅は限定的なものに留まりました。弊社では、米国企業が税制改革法によってもたらされたキャッシュ・フローをどのように費やすかについて、企業のガイダンスを綿密に注視しています。

- ハイ・イールド社債に対する中立の見通し

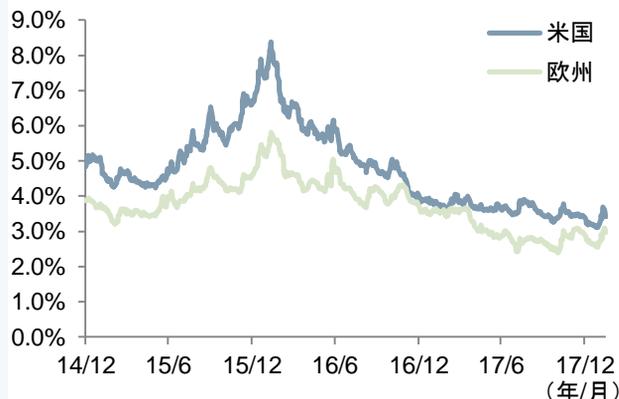
✓ 市場のリスク回避の動きを受けて、先週の米国ハイ・イールド社債市場では、低格付け銘柄が劣後する展開となりました。

✓ また、米国バンクローン市場の下落は限定的となり、足元のボラティリティの高まりに対する耐久性を示しました。

## 【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2月16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2月19日

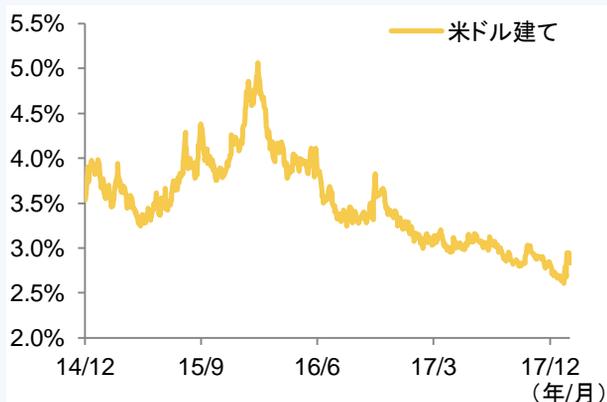


## エマージング債券戦略

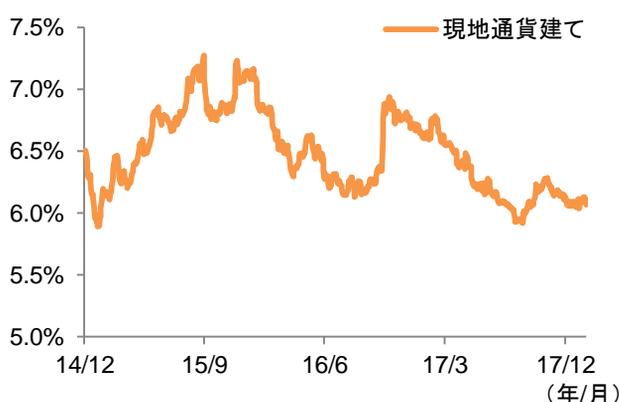
## 「米ドル建て債券に対して中立、現地通貨建て債券に対する強気見通し」

- ✓ エマージング資産は全般に値下がりがりしたものの、これまでのボラティリティ急騰時と比較して、下落幅は限定的なものに留まりました。
- ✓ これは、リスク資産の下落がテクニカル要因によってもたらされたものであることに加えて、エマージング諸国とグローバルのマクロ環境が改善しているためだと考えられます。

## 【米ドル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2月16日、出所: ブルームバーグ、JPモルガン

米ドル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. <122378-OTU-703494>