

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年4月23日



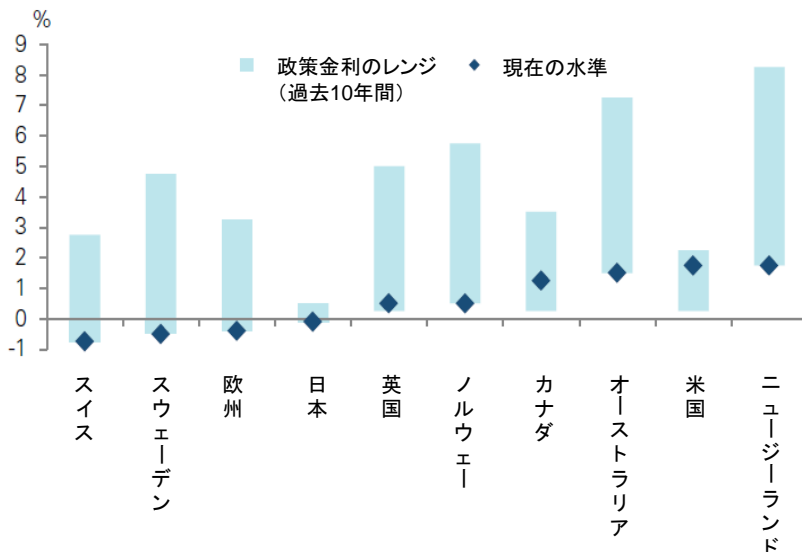
※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

## 今週の戦略要旨

- BoE(イングランド銀行)のカーニー総裁が、緩やかな利上げを見据えながらも、5月の会合での政策金利据え置きを示唆するハト派的な発言をしたことなどから、同会合での利上げ観測が後退し、英ポンドは下落しました。
- ブレグジットを巡る英国投票の結果を受けた英ポンドの下落により、2017年にインフレは急上昇しました。しかし、足元ではインフレに落ち着きが見られることがハト派的なコメントの背景にあります。3月の総合インフレとコア・インフレは前年同月比でそれぞれ、2月の+2.7%、+2.4%から+2.5%、+2.3%に低下しました。
- スウェーデンでもインフレはやや低調な結果となりました。リクスバンク(スウェーデン中銀)は2018年下期の利上げを見据えています。この見通しは次回の会合で7-9月期から10-12月期に後ろ倒しされる可能性があります。しかしながら、2019年3月まで利上げが行われないと織り込んでいた市場予想と比べると依然として早いペースであり、弊社では欧州金利に対するスウェーデン金利の上昇、ユーロに対するスウェーデン・クローナの上昇を見込んでいます。

## 今週のチャート「徐々に進む金融政策正常化」

## 【先進国の政策金利水準】



- 左図は先進国の政策金利の現在の水準が過去10年間のレンジに対してどの程度であるかを示しています。
- 米国、英国、カナダを除き、現在の水準は過去10年の下限に留まっています。
- BoC(カナダ銀行)は先週、政策金利を現行の水準で据え置くことを決定しました。ECB(欧州中央銀行)、BoJ(日本銀行)、リクスバンクも今週の会合で政策金利を据え置くことと予想しています。一方、BoEの5月の会合での利上げに関しては、不透明な状況となっています。
- しかしながら、緩やかなペースの金融引き締めは継続し、今年はより多くの中央銀行がFRB(米連邦準備制度委員会)の利上げに続くと考えています。

時点: 2018年4月20日  
出所: マクロボンド、GSAM

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年4月23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」

- 米国金利の上昇見通し

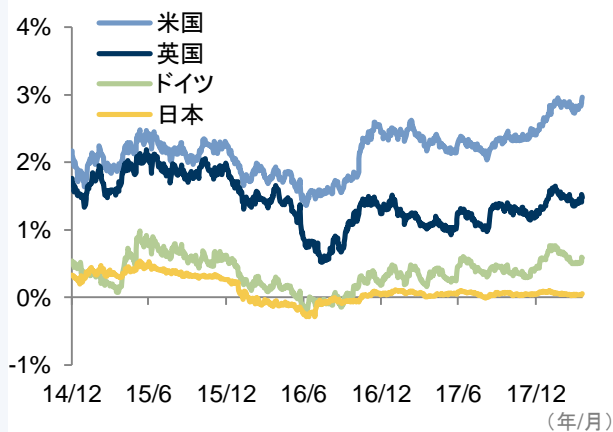
- ✓ 今月末に発表されるコアPCE(個人消費支出)の前年同月比の値は2%に近づき、インフレは加速すると予想しています。足元発表された3月のCPI(消費者物価指数)と同様、PCEは昨年3月の携帯電話サービス料金の下落の影響が剥落することなどにより上昇すると見えています。さらに、このようなベース効果に加え、労働市場が逼迫していることなどを背景に、前年同月比のコアPCEは今年、1.9%-2.0%に達すると予想しています。
- ✓ 足元の米国金利上昇を受け、米国金利上昇の見通しを引き下げました。

## 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」

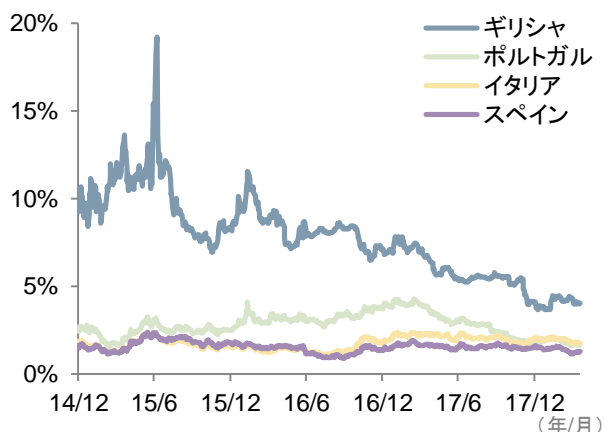
- ✓ スウェーデンの3月の総合インフレは前年同月比で+1.9%と市場予想の+2.1%を下回りました。リクスバンクは2018年下期の利上げを見据えています。軟調なインフレ指標を背景に、この見通しが次回の会合で修正されるかどうか注目しています。しかしながら、次回の利上げ見通しが7-9月期から10-12月期に後ろ倒しされたとしても、2019年3月まで利上げが行われないと織り込んでいた市場予想よりは依然として早いペースであり、弊社では欧州金利に対するスウェーデン金利の上昇を見込んでいます。
- ✓ ブレグジットを巡る英国民投票の結果を受けた英ポンドの下落により、2017年にインフレは急上昇しましたが、足元では落ち着きが見られます。3月の総合インフレとコア・インフレは前年同月比でそれぞれ、2月の+2.7%、+2.4%から+2.5%、+2.3%に低下しました。
- ✓ BoEのカーニー総裁から、利上げのタイミングは不透明であるとの発言がありましたが、弊社では引き続き英国の金融引き締めを見込んでいます。ブレグジットの交渉を巡る不確実な状況を背景に、中期のインフレや金融政策の見通しは不透明となっています。英国金利が欧州金利に対して上昇したことを背景に、カーニー総裁のハト派的なコメントが出る前に同見通しをやや引き下げていました。
- ✓ BoCは政策金利を現行の水準で据え置くことを決定しましたが、労働市場の逼迫などを背景に、経済見通しをやや引き上げました。足元のインフレ指標や小売売上高は予想を下回りましたが、今年2回の追加利上げが行われるとの弊社の見方に変更はありません。

## 【先進国10年債金利】



期間:2014年12月31日~2018年4月20日、出所:ブルームバーグ

## 【欧州周辺国10年債金利】





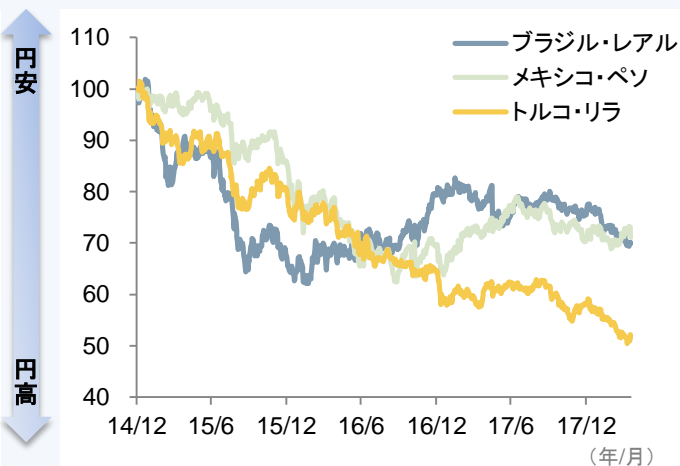
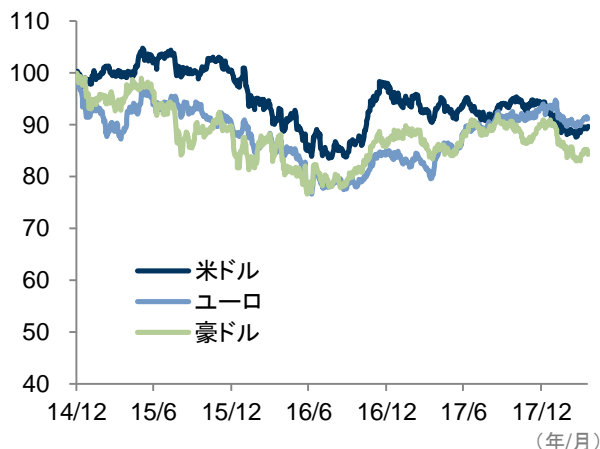
## 通貨配分戦略

## 「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
  - 今年、他の先進国や新興国の通貨に対して米ドルはおおよそレンジ内で推移していますが、個別要因により、ロシア・ルーブル、トルコ・リラ、ブラジル・レアルなどが大きく下落しました。
  - 市場予想を下回るインフレ指標の発表などを背景に、スウェーデン・クローナは下落しました。足元インフレは軟調となっていますが、リクスバンクは他の欧州地域よりも早いペースで利上げを行うと予想しています。足元の下落を背景に、同通貨の上昇見通しを引き上げました。一方、ポーランド・ズロチやノルウェー・クローネの上昇見通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4月20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)

- ユーロ圏の社債スプレッドに対するイタリア金利上昇の見通し
  - イタリア金利は同国の政治リスクを十分に織り込んでいないと考えています。一方、ユーロ圏の社債は株式市場の下落に伴い、軟調に推移していましたが、緩和的な金融政策やトレンドを上回る経済成長によって下支えされると見えています。ユーロ圏の社債スプレッドに対してイタリア金利の上昇を見込んでいます。

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年4月23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)」

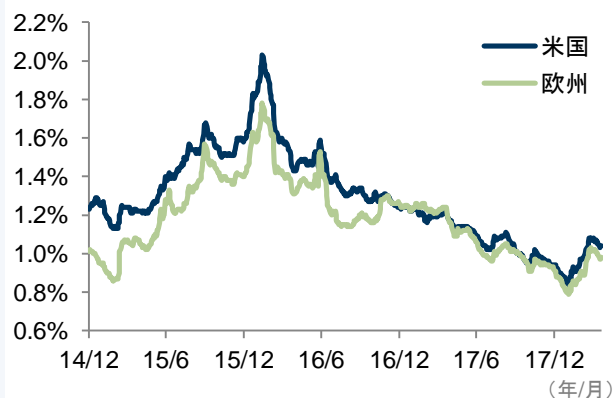
- 投資適格社債に対するやや強気の見通し

- ✓ 米国金融セクターの決算発表では、対象期間に金融引き締めが行われていたことを背景に、純金利マージンが市場の期待を下回る冴えない結果となったことを受け、市場の反応はややネガティブとなりました。
- ✓ 米国企業の1-3月期決算発表では、前四半期と同様堅調な結果を予想しています。先週から始まった資本財・サービスセクターの決算に注目しています。

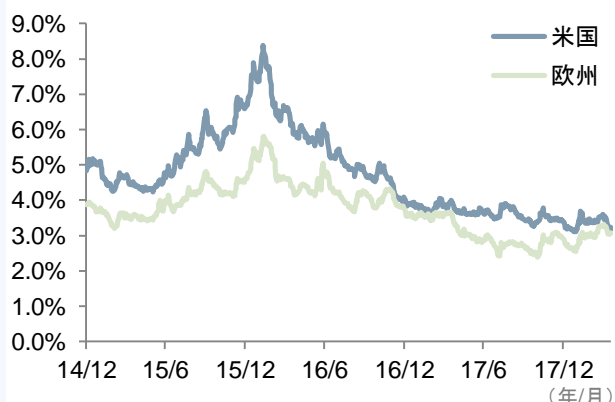
- ハイ・イールド社債に対する中立の見通し

- ✓ 貿易摩擦を巡る懸念の後退や堅調な決算発表への期待などから、米国ハイ・イールド市場のパフォーマンスには改善が見られます。しかしながら、金利上昇を背景に、バンク・ローン市場がハイ・イールド市場のパフォーマンスを上回る状況は継続しています。

【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4月20日、出所: ブルームバーク

米国投資適格社債: ブルームバーク・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: ブルームバーク・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: ブルームバーク・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: ブルームバーク・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4月23日

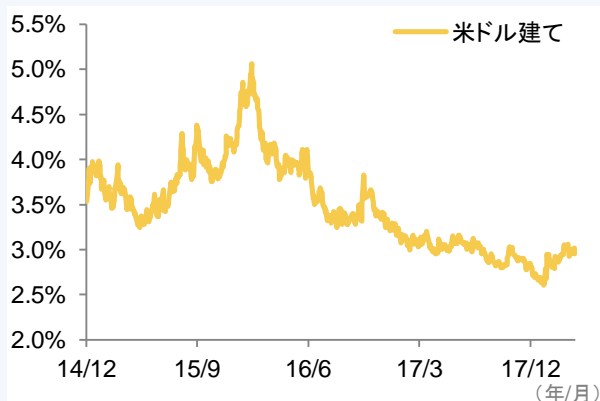


## エマージング債券戦略

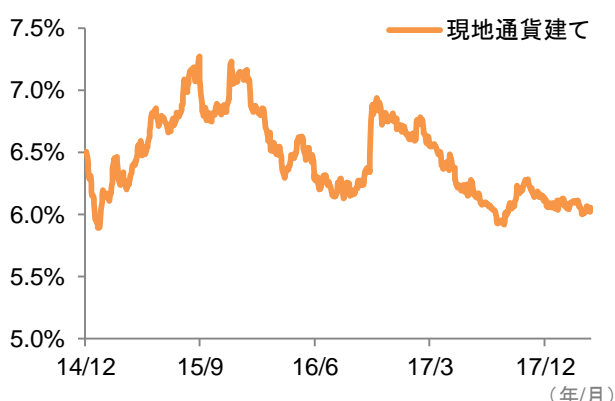
## 「米ドル建て債券に対して中立、現地通貨建て債券に対する強気見通し」

- ✓ カタールは先々週、計120億米ドルの国債を発行しました。同国の政治を巡る問題は未だ解決に至っていないものの、原油価格の上昇を背景に財政状況は2015年から改善傾向にあります。さらに、ワールドカップの開催に伴い、経済は恩恵を受ける可能性があります。

## 【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4月20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. <129047-OTU-743548>