

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年3月12日



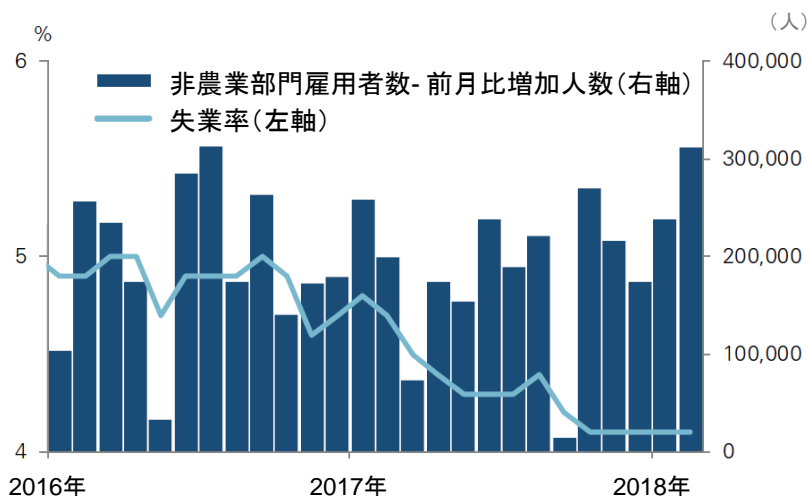
※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

## 今週の戦略要旨

- 先週、イタリア総選挙が行われました。反体制派政党の得票率は事前予想を上回ったものの、いずれの政党も単独過半数を獲得することはありませんでした。弊社は、欧州全体に対する影響は限定的と見ていますが、イタリア政権を取り巻く不透明感はしばらく続くと考えています。
- 先週、ECB(欧州中央銀行)理事会が開催され、金融政策の現状維持が決定されました。しかし、必要ならば債券買い入れ規模を拡大するとの従来の緩和バイアスを撤回しました。市場はこれをタカ派的な内容と捉えたものの、ドラギ・マリオ総裁が金融政策見通しに変化はないと明言したことで、反応は一時的なものにとどまりました。弊社は、ECBが2018年10-12月期に量的緩和を縮小すると見込んでおり、2019年中頃に利上げを行うと見ていますが、利上げがそれより遅れる可能性もあると考えています。
- 新興国と先進国の成長格差によって、投資家の新興国資産への資金流入が堅調であることから、米国金利が上昇しているにもかかわらず米ドル高が抑制されています。米国の財政赤字および経常赤字に対する拡大懸念もまた米ドル高の重石となっています。

## 今週のチャート「米国労働市場は引き続き堅調」

## 【米国労働市場】



- 左図は、非農業部門雇用者数と失業率の推移を示しています。
- 2月の非農業部門雇用者数は、31万3千人増加し、2016年7月以来となる増加幅を記録しました。また、失業率は足元5ヵ月連続で4.1%と低水準で安定しています。
- 一方で、労働参加率は0.3%上昇し63%となりました。このことは、まだ労働市場にスラック(余剰)が存在することを意味し、今後の賃金上昇の足かせとなる可能性があります。

期間: 2016年1月~2018年2月  
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3月12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」

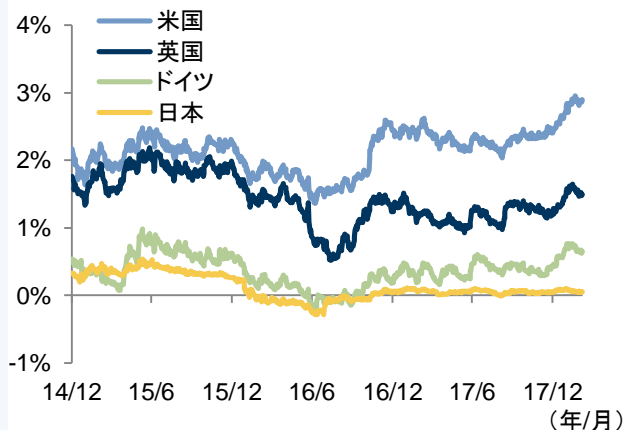
- 米国金利の上昇見通し
  - ✓ 米国政府が保護貿易を一層強める見通しを示したことや、イタリアの政治的不透明感にもかかわらず、金利の変動は比較的落ち着いたものでした。
  - ✓ 弊社は引き続き米国金利が上昇すると見込んでおり、2018年の米国利上げ回数予想を3回から4回に引き上げました。足元市場では利上げ見通しの上方修正が進みましたが、FOMC参加者や現在の市場の予想は、依然として弊社の見通しを下回っています。
- スウェーデン金利の上昇見通し
  - ✓ 中央銀行がインフレ目標を引き下げ、金融市場の安定性確保により注視していることから、弊社はスウェーデン金利の上昇を見込んでいます。弊社は、2018年後半に利上げが行われると見込んでいるものの、利上げがそれより遅れる可能性もあると考えています。

## 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」

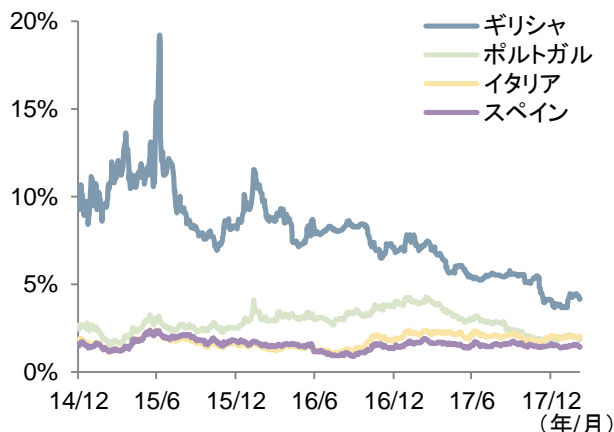
- 他の先進国に対するユーロ圏金利の相対的な低下見通し
  - ✓ スウェーデン、英国、ノルウェー等が金融引き締めを近い将来始めるという見通しから、ユーロ圏金利が相対的に低下すると見込んでいます。
  - ✓ 先週、ECB理事会が開催され、金融政策の現状維持が決定されました。しかし、量的緩和を代表する債券買入れ規模の拡大を示唆する従来の緩和バイアスが撤回されました。これを受けて、市場はタカ派的な内容と捉えたものの、ドラギ・マリオ総裁が将来の政策を示唆するものではないと強調したことで、反応は一時的なものとなりました。
  - ✓ 弊社は、ECBが2018年10-12月期に量的緩和を縮小すると見込んでおり、2019年中頃に利上げを行うと見ていますが、利上げがそれより遅れる可能性もあると考えています。

【先進国10年債金利】



期間:2014年12月31日~2018年3月9日、出所:ブルームバーグ

【欧州周辺国10年債金利】



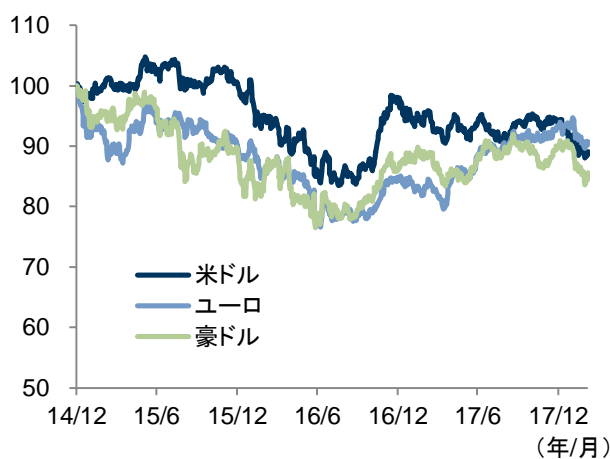


## 通貨配分戦略

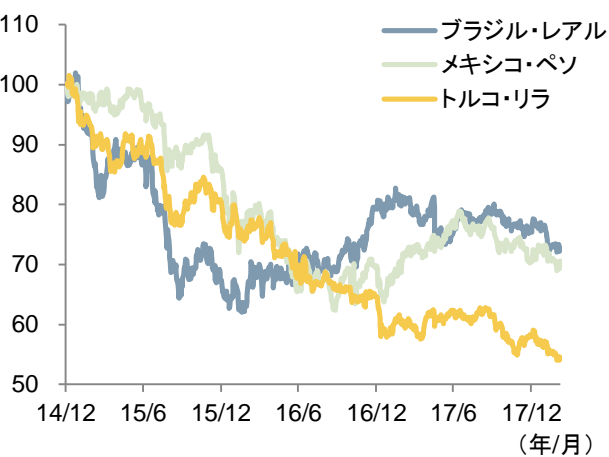
## 「米ドルに対する新興国通貨の上昇見通し」

- 米ドルに対する新興国通貨の上昇見通し
  - ✓ 堅調な世界経済および新興国資産への資金流入に伴う新興国経済の成長の高まりが、米国金利の上昇に伴うドル高圧力を相殺するため、弊社は米ドルを概ね中立に見ています。米国の財政赤字および経常赤字に対する拡大懸念もまた米ドル高の重石となっています。
  - ✓ 弊社は、中国の成長鈍化に影響を受けやすいアジア通貨は下落すると見ているものの、高利回りの新興国通貨を依然として強気に見ています。

## 【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3月9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)

- スウェーデンおよびノルウェーのユーロ圏に対する金融環境引き締め見通し
  - ✓ ユーロ圏に対してスウェーデンおよびノルウェーの金融環境が相対的に引き締めると考えており、ユーロ圏金利の低下とユーロの下落を見込んでいます。
  - ✓ ユーロ圏のインフレ率は弱含むという弊社の見通しに対して、市場が織り込むユーロ圏の政策金利予想はタカ派的過ぎると考えています。また、スウェーデンでは需給ギャップが縮小し、ノルウェーでは中央銀行がインフレ目標を引き下げたことなどから、ECBより早期に金融引き締めを実施する可能性があると考えています。

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年3月12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

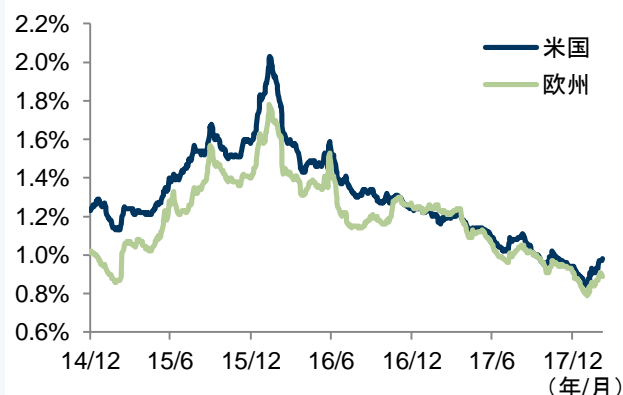
✓ 先週の米国投資適格社債市場では、過去3番目となる大規模な新規発行が実施されたことなどからスプレッドが拡大しました。

✓ また、総選挙の結果を受けてイタリアの投資適格社債市場は下落しました。短期的には政治的不確実性の高まりが想定されますが、一部の高格付け銘柄においては魅力的な投資機会が存在していると考えています。

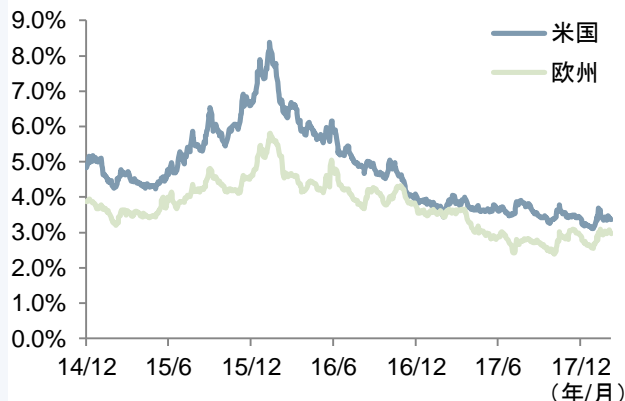
- ハイ・イールド社債に対する中立の見通し

✓ CLOの発行増や個人投資家からの資金流入により、米国バンクローンは米国ハイ・イールド社債のパフォーマンスを上回って推移しています。

【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3月9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3月12日

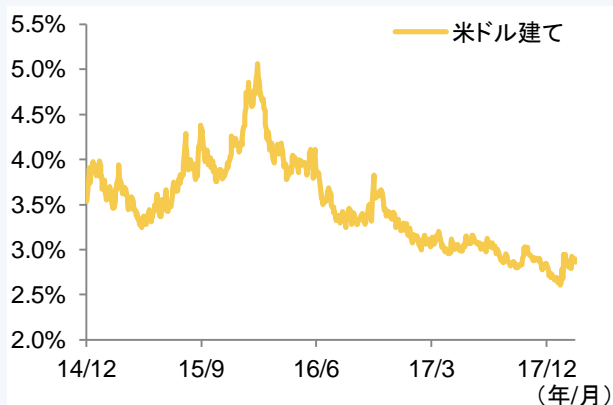


## エマージング債券戦略

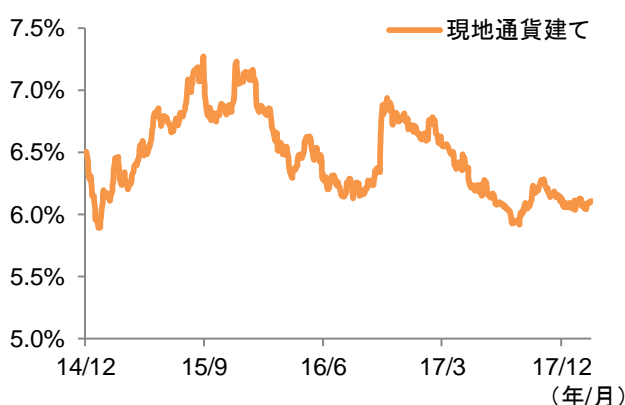
## 「米ドル建て債券に対して中立、現地通貨建て債券に対する強気見通し」

- ✓ 短期国債の発行などの需給要因もあり、アルゼンチン資産のパフォーマンスは足元軟調に推移しています。一方、今後は発行が減少することや市場友好的な政策に対する期待から同国資産のパフォーマンスは反転すると見込んでいます。

## 【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3月9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. <124692-OTU-717131>