

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年5月21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。

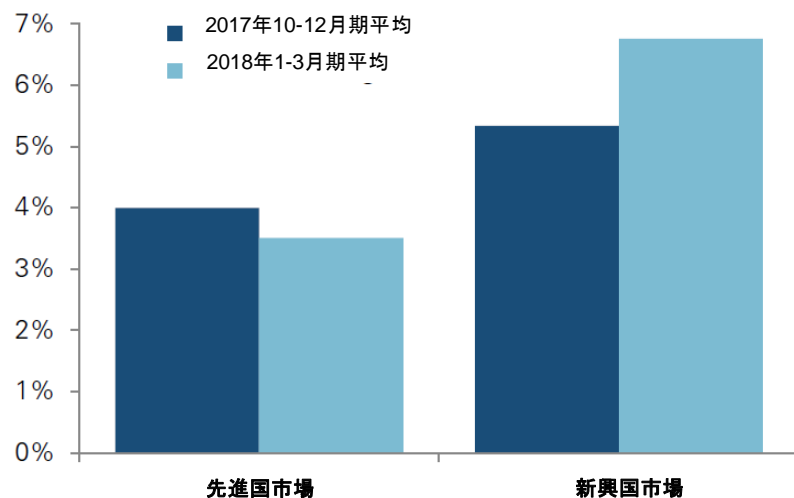
## 今週の戦略要旨

- 先週、米国金利が大幅に上昇しました。米国10年債利回りは3.0%を上回る水準で推移し、5年債利回りは2009年以來の水準となる2.9%に達しました。この動きを受け、米国金利上昇の見通しを引き下げました。
- 弊社では、米国投資適格社債に対してエマージング債券のスプレッドが縮小すると見えています。エマージング債券の大幅な下落により、バリュエーションが魅力的な水準となったことから、同債券に対する強気見通しを引き上げました。しかしながら、足元の投資環境においては、機動的に見通しを変更する必要があると考えています。
- 先週、決算発表前のブラックアウト期間の終了に伴い、米国投資適格社債の新規発行は増加しました。M&Aも供給増加要因となり、今月は1,200億米ドルの新規発行が見込まれています。

## 今週のチャート「新興国の勢いは衰えず」

## 【CAI(経済活動指数)】

前年同期比



時点: 2018年3月末  
出所: マクロボンド、GSAM

- 左図は、先進国と新興国のCAIを示しています。2018年1-3月期と2017年10-12月期を比較すると、新興国ではCAIの伸びが加速している一方、先進国では減速が見られます。
- CAIは複数の経済指標から算出される現在の経済活動を示す指標であり、GDP統計の先行指数として用いられています。
- 2018年1-3月期に世界全体で経済活動が鈍化したことは投資家の懸念材料となっています。しかしながら、新興国に限定して見ると、域内の旺盛な需要や先進国への輸出に対する依存度の低下などを背景に、依然として経済成長は堅調であることが分かります。



## デュレーション戦略(金利戦略:各国の金利動向を予想)

### 「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

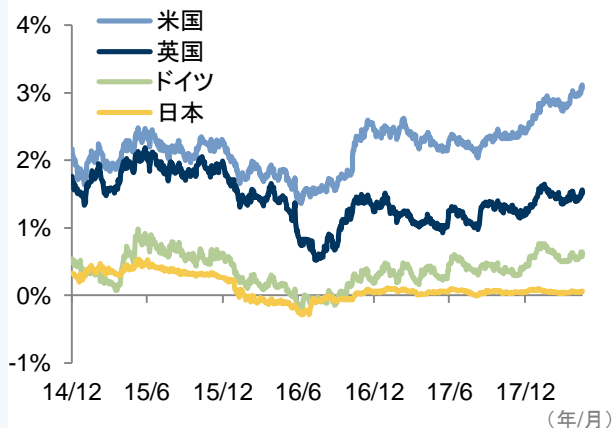
- ✓ 4月の米国小売売上高は前月比で+0.3%増加したほか、5月のミシガン大学消費者信頼感指数は、市場ではやや低下すると予想されていましたが、98.9と良好な水準を維持しました。ハードデータ(実際の経済活動の結果を集計したもの)とソフトデータ(アンケート等に基づき業況や業績見通しなど主観的に判断された数字を集計したもの)がどちらも市場予想を上回ったことは、今年4-6月期での経済成長を示唆しており、弊社の米国GAIは年率で+4.2%を超える水準に達すると予想しています
- ✓ 先週、米国金利が大幅に上昇しました。米国10年債利回りは3%を上回る水準で推移し、5年債利回りは2009年以来の水準となる2.9%に達しました。この動きを受け、米国金利上昇の見通しを引き下げました。
- ✓ 足元の米国金利上昇について、確固たる要因は見つかっていないものの、引き続き堅調な米国の経済指標、ドイツの建設業界における賃金上昇やECB政策者の発言に対する市場のタカ派的な反応が影響した可能性があります。また、原油高によるインフレ見通しの高まりや金融引き締め観測の広がりも要因として挙げられます。

## 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」

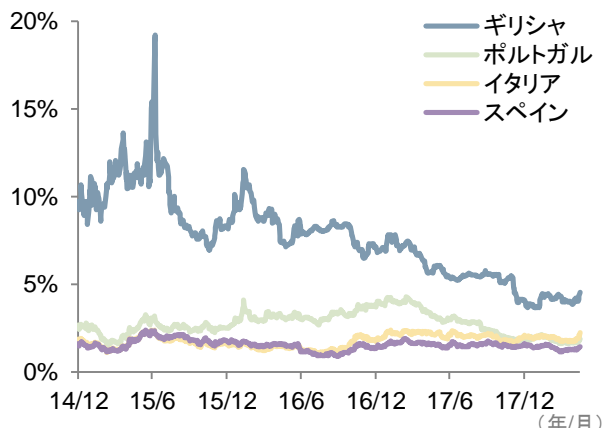
- ✓ ECB(欧州中央銀行)のフォワードガイダンスでは、資産買い入れの終了後も政策金利を「相当期間」据え置くとしています。先週、ECB政策者のビルロウ・ダグロー仏中銀総裁は「相当期間」は数年ではなく数四半期を意味している、と発言し、市場はタカ派的に反応しました。しかしながら弊社では、この発言はこれまでのECBの姿勢と概ね一致しており、市場のタカ派的な反応は正当化されないと考えています。
- ✓ わずか1か月程度前にはBoE(イングランド銀行)のカーニー総裁が5月利上げを見送る可能性を示したことを受け、市場はハト派的な反応を示していました。今回の市場の反応により、中央銀行のコメントに対する市場の敏感さが浮き彫りになりました。

#### 【先進国10年債金利】



期間:2014年12月31日~2018年5月18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5月21日

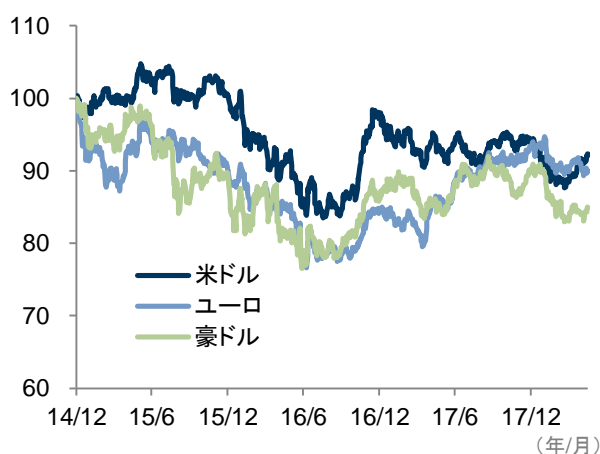


## 通貨配分戦略

## 「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
  - 個別要因が、アルゼンチン・ペソやトルコ・リラをはじめとする一部の新興国通貨に対して重石となっています。インドやインドネシアでは、政策者らが外貨準備を使用して通貨のボラティリティを抑制しようとしていますが、原油高を巡る懸念を受け、インド・ルピーやインドネシア・ルピアは下落しました。
  - 新興国通貨の大幅な下落により、一部の新興国資産は堅調に推移しているにもかかわらず、幅広い新興国資産に対する投資家のセンチメントは悪化しています。弊社では、新興国通貨のバリュエーションは割安で、良好なファンダメンタルズに下支えされることから、引き続き上昇すると予想していますが、やや強気見通しを引き下げました。
  - アルゼンチンでは、現地通貨建て債券が償還時に再投資されないという懸念が、アルゼンチン・ペソに対する重石となっていました。しかしながら最終的に再投資が行われたことを受け、同国の通貨は上昇し、最近の下落の一部を取り戻しました。
  - スウェーデン中銀政策者らの足元の通貨高に対する懸念が和らぎ、金融引き締めの見通しが高まったことを受け、スウェーデン・クローナは上昇しました。

## 【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5月18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)

- 原油輸出国通貨の見通し
  - 足元の原油価格上昇に対して軟調に推移している原油輸出国通貨が上昇すると見込んでいます。
- 欧州の投資適格社債スプレッドに対するイタリア金利上昇の見通し
  - イタリアの政治を取り巻く不透明感の高まりなどにより、イタリア金利が上昇したことを受け、同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5月21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)」

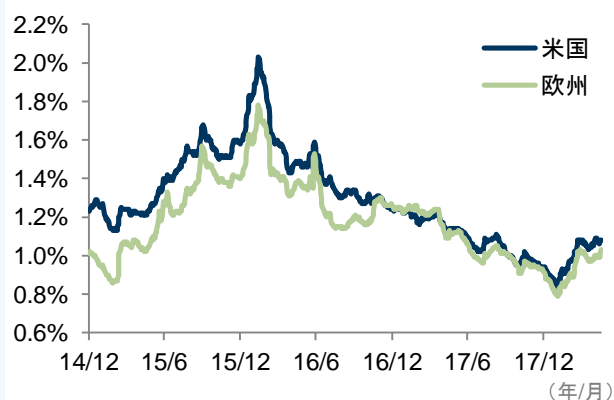
- 投資適格社債に対するやや強気の見通し

✓ 今月は決算発表前のブラックアウト期間の終了に伴い、新規発行が増加すると予想しています。M&Aも供給増加要因となり、今月は1,200億ドルの新規発行が見込まれています。

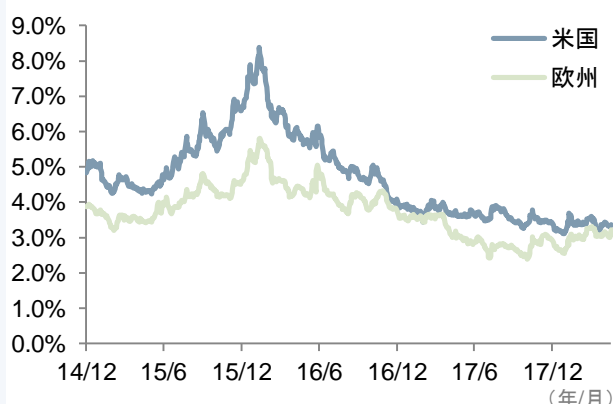
- ハイ・イールド社債に対する中立の見通し

✓ 原油高によるエネルギーセクターの堅調なパフォーマンスに牽引され、年初来の米国ハイ・イールド社債市場のリターンはプラスに転じました。

## 【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5月18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5月21日

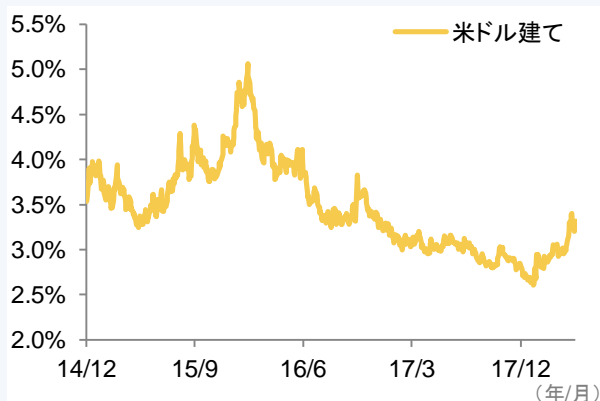


## エマージング債券戦略

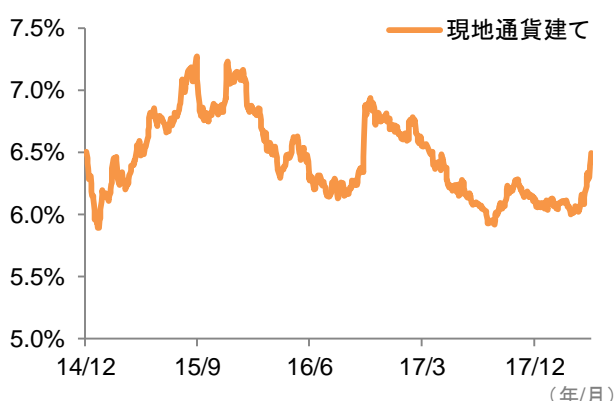
## 「米ドル建て債券に対して中立、現地通貨建て債券に対する強気見通し」

- ✓ 4月の中国の経済指標は比較的堅調な結果となりました。工業生産と小売売上高は前年同月比でそれぞれ+7.0%、+9.4%となりました。また、1月～4月の固定資産投資は前年同期比で+7.0%となりました。

## 【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5月18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. <131979-OTU-761644>