

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年6月11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。

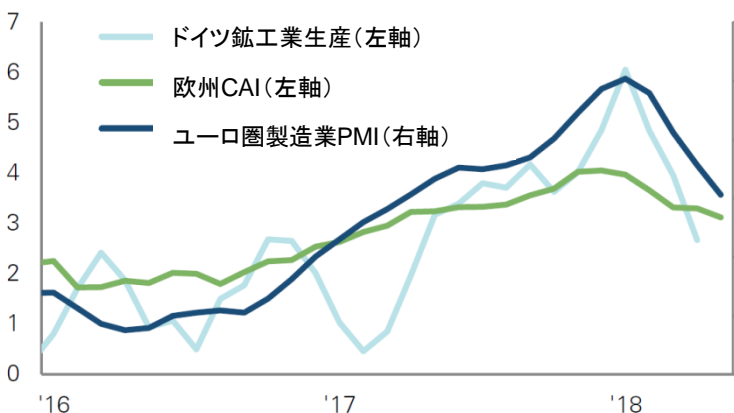
## 今週の戦略要旨

- 弊社の予想と同様、市場では今週のFOMC(米連邦公開市場委員会)で0.25%の利上げを織り込んでいます。利上げに対する見解が一致していることを踏まえれば、経済見通しとドットチャートによる金利見通しに投資家の注目が集まると考えられます。経済成長の勢い、物価・賃金の指標が共に堅調であることに加え、労働市場も引き続き逼迫していることから、弊社では今後一年間で市場予想よりも早いペースで利上げが行われると見ています。
- ECB(欧州中央銀行)政策者による声明に対し市場がタカ派的な反応を示したことで、ユーロ圏の金融政策に対する見方に変化が生じました。7月の会合では量的緩和終了に関する発表が予想されているため、今週の会合ではこの件に関して議論されると考えられます。また、ユーロ圏ではインフレが低位に留まる構造的な要因が存在することから、弊社では金融緩和が長引くと見ています。
- インドで0.25%、トルコで1.25%の利上げが実施される一方、ブラジルでは通貨の安定を目的とした通貨スワップ入札が継続されるなど、先週の新興国市場では活発な動きが見られました。足元で市場のボラティリティが上昇していることを受け、一部は底堅く推移するなか、新興国の資産は全体として下落しました。

## 今週のチャート「ユーロ圏の経済拡大:モメンタムのピークは過ぎたか？」

## 【ユーロ圏経済活動指標】

(前年同期比、%)



- ドイツでは1月に+6.1%であった鉱工業生産(前年同期比、3ヵ月移動平均)が4月に+2.7%に鈍化しました。
- 同様に、ユーロ圏の製造業PMI(購買担当者指数)も軟調な結果となり、昨年12月に記録した今景気サイクルで最大の60.6から、5月には55.5まで低下しました。
- 経済活動の指標は引き続き拡大を示唆する域に留まっていますが、より現在の経済活動を表すCAI(経済活動指数)が示すように、弊社では4-6月期のGDP成長率に現在の軟調な経済状況が反映されると見えています。

ドイツ鉱工業生産成長率と欧州CAIは3ヵ月移動平均

時点:ドイツ鉱工業生産成長率は2018年4月末、欧州CAIとユーロ圏製造業PMIは2018年5月末

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6月11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」

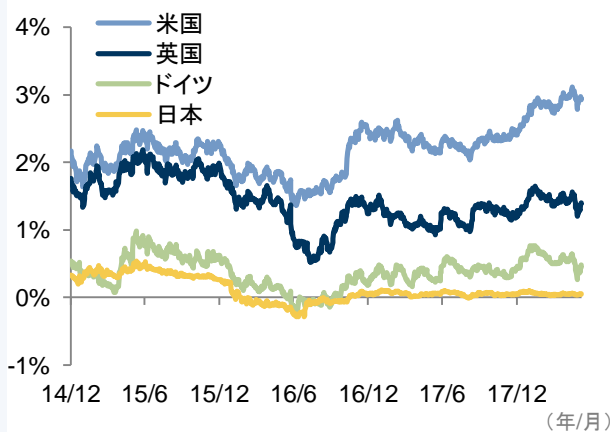
- ✓ 低調な結果に後戻りした4月を経て、5月のISM非製造業景況指数は58.6という力強い水準にまで回復しました(一般的に値が50を越えると経済活動の拡大を示唆します)。堅調な事業活動を反映し、新規受注や雇用といった項目が好調な結果となりました。前月比で1.4ポイント上昇し58.7を記録したISM製造業景況指数に続き、堅調な値を示しました。
- ✓ 弊社の予想と同様、市場では今週のFOMCで25bpsの利上げを織り込んでいます。利上げに対する見解が一致していることを踏まえれば、経済成長、インフレおよび失業率の見通しに投資家の注目が集まると考えられます。
- ✓ 「対称的」なインフレ目標と、年内合計3回の利上げが見込まれている政策金利の見通しも同様に注目を集めています。弊社では引き続き米国金利の上昇を見込んでおり、今後一年間で市場予想よりも早いペースで利上げが行われると見えています。

## 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の金利低下見通し」

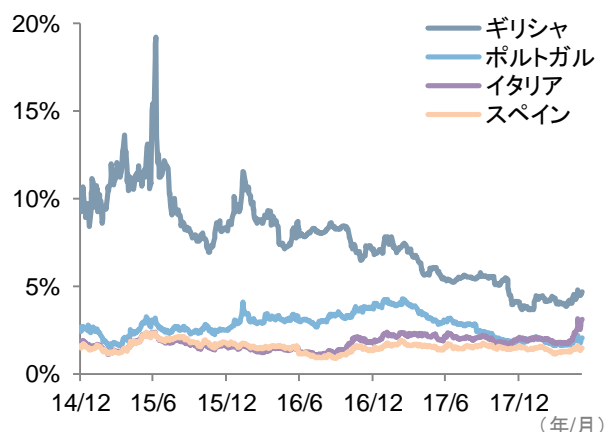
- ✓ ECB政策者による声明に対し市場がタカ派的な反応を示したことで、ユーロ圏の金融政策に対する見方に変化が生まれました。7月の会合では量的緩和終了に関する発表が予想されているため、今週の会合ではこの件に関して議論されると考えられます。
- ✓ ECBはこの夏国債買い入れを減少させ、その中心を社債に移すと同時に、8月以降から年末まで量的緩和を継続すると予想しています。量的緩和終了後「相当の期間」は金利を据え置くとフォワードガイダンスで述べられていることから、これ以上の量的緩和期間の延長は、利上げタイミングの後ろ倒しに繋がると考えられます。
- ✓ 弊社では、ECBが2019年後半に利上げを行うと見えています。とはいえ、政策金利が徐々にマイナス圏を脱することは、金融引き締めと同義ではありません。緩和的な金融政策によってユーロ圏主要国の金利は低位に抑えられ、より早い段階で金融引き締めがあると考えられる他の先進国に対してユーロ圏の金利が低下すると見えています。

## 【先進国10年債金利】



期間:2014年12月31日~2018年6月8日、出所:ブルームバーグ

## 【欧州周辺国10年債金利】



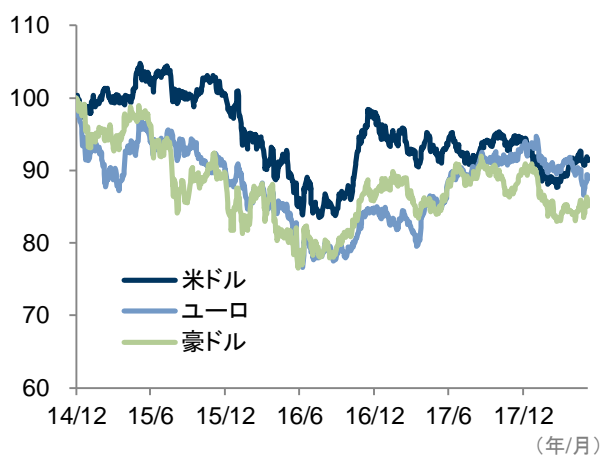


## 通貨配分戦略

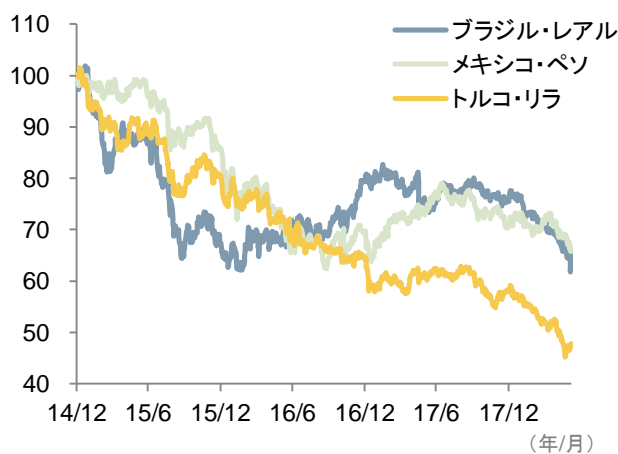
## 「米ドルに対する新興国通貨の上昇見通し」

- 米ドルに対する新興国通貨の上昇見通し
  - 先週、欧州の政治を巡る懸念の後退や原油価格の安定などを背景に、米ドル上昇の流れには落ち着きが見られました。しかし、全ての新興国通貨の上昇には繋がりませんでした。
  - ラテン・アメリカ諸国では、政治や貿易を巡る懸念が重石となり、ブラジル・レアルやメキシコ・ペソを含む同域の通貨が下落しました。弊社では同通貨をやや弱気に見ています。
  - 先進国通貨では、豪ドルやニュージーランド・ドルを強気に見ています。交易条件や金利差などにに基づき、同通貨は過小評価されていると考えています。バリュエーションは割高となっていました。年初に世界全体の経済成長にやや減速が見られたことが懸念され、同通貨は下落しました。足元では、経済活動の勢いが戻ってきていることから、再び同通貨に資金が流入すると予想しています。

## 【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6月8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)

- 資源輸出国通貨上昇の見通し
  - 引き続き、ロシア・ルーブルやチリ・ペソなど良好なマクロ環境や資源価格の上昇から恩恵を受ける新興国通貨を強気に見ています。

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年6月11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(米連邦準備制度理事会)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

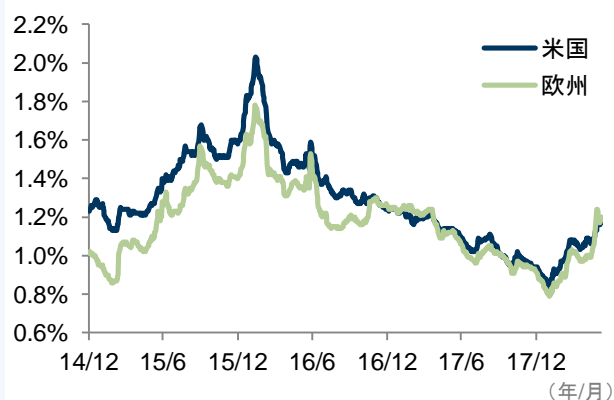
✓ 先週、イタリアの政治を巡る懸念を受け、欧州投資適格社債のスプレッドは拡大した一方、米国では概ね横ばいとなりました。

- ハイ・イールド社債に対する中立の見通し

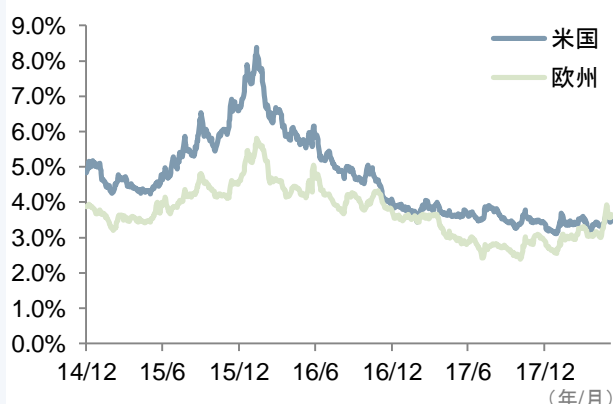
✓ 5月の新規発行は2010年以来の低水準となりました。先週もわずか2件、合計5億米ドルの新規発行に留まりました。年初来の発行は約1,000億米ドルと、前年同期比で-26%となっています。

✓ リスクオフの流れとなったにもかかわらず、引き続きCCC格が高格付けの社債のパフォーマンスを上回っています。

【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6月8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6月11日

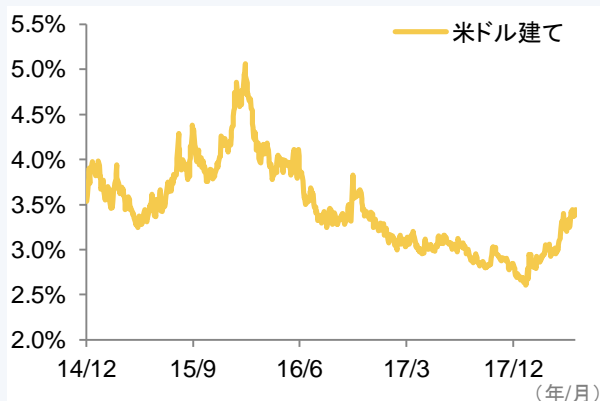


## エマージング債券戦略

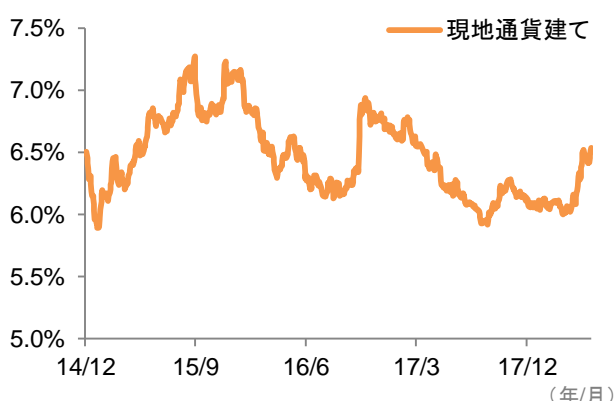
## 「米ドル建て債券に対して中立、現地通貨建て債券に対する強気見通し」

- ✓ 新興国市場では活発な動きが見られました。インドとトルコではそれぞれ0.25%、1.25%の利上げが行なわれたほか、ブラジルでは通貨の安定を目的として通貨スワップ入札が行われました。

## 【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6月8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. <133962-OTU-773481>