

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年8月28日



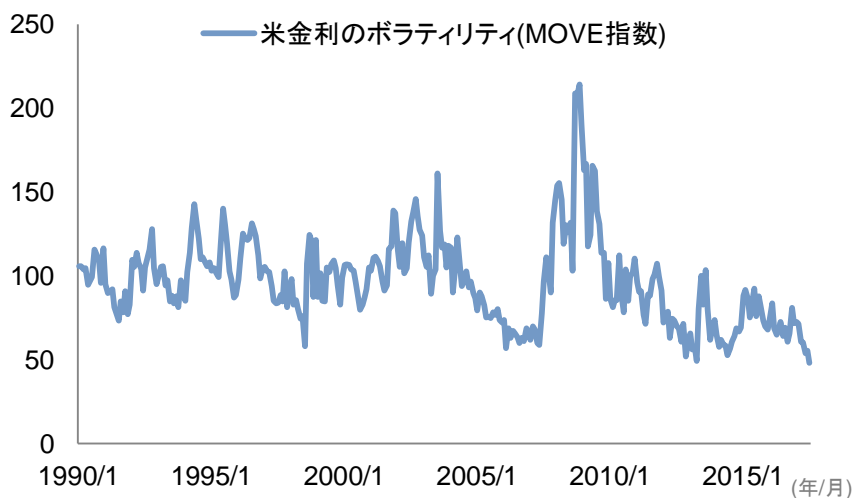
※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

## 今週の戦略要旨

- 米国では、軟調なインフレとは対照的に経済指標は引き続き底堅さを示しています。フィラデルフィア連銀製造業景況指数、ミシガン大学消費者信頼感指数、リッチモンド連銀製造業指数は全て市場予想を上回る結果となりました。
- イタリアのシルヴィオ・ベルルスコーニ元首相が連立政権の設立を求め、並行通貨を導入する提案をしたことを受け、同国のソブリン債のスプレッドは拡大しました。しかしながら同氏は2019年まで公職からの追放を命じられており、2018年の総選挙で当選する可能性は低いと見えていますが、政治の不透明感は増加しうると考えています。
- FRB(米連邦準備制度理事会)のイエレン議長はジャクソンホール経済シンポジウムで、金融規制に焦点を当て、金融危機後の規制強化からの過度な巻き戻しは抑制されるべきであると述べました。この発言に対して市場はほとんど反応しませんでした。トランプ政権がイエレン氏に次期FRB議長の続投を命じるかという決断に対しては影響する可能性があると考えています。

## 今週のチャート「歴史的低水準を記録する米金利のボラティリティ」

## 【米金利のボラティリティ(MOVE指数)】



出所:ブルームバーグ  
期間:1990年1月末～2017年7月末

- MOVE指数に基づく、米金利のボラティリティは少なくとも1998年以來の最低水準を記録しています。同指数は、米国10年債の先物価格のインプライド・ボラティリティ(予測変動率)を推定します。
- 弊社では、米金利の低ボラティリティは、軟調なインフレ、グローバルでの適度な経済成長、経済指標のサプライズの小ささという3要因の組み合わせを反映した結果であると考えています。
- 経済成長の大幅な減速、インフレの進行、金利の急上昇、地政学リスクの大幅な増大の4事象うち、少なくとも1つが起きない限り、ボラティリティは低位に留まる可能性が高いと見えています。

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年8月28日



## デュレーション戦略(金利戦略:各国の金利動向を予想)

## 「米金利上昇の見通し、欧州、日本に対する中立の見通し」

## ● 米金利上昇の見通し

- ✓ 米国では、軟調なインフレとは対照的に経済指標は引き続き底堅さを示しています。フィラデルフィア連銀製造業景況指数、ミシガン大学消費者信頼感指数、リッチモンド連銀製造業指数は全て市場予想を上回る結果となりました。多くの先行指標に基づく分析によると、7-9月期のGDPは潜在成長率を上回る+3%の成長が予想されています。
- ✓ 米国の経済指標は堅調である一方、物価上昇に反映されない状況が続いています。7月を含め米国のインフレ率は5か月連続で市場予想を下回りました。FOMC(米連邦公開市場委員会)議事録には、「多数の参加者が予想より長い期間、インフレ率が2%を下回る可能性がある」と記されており、軟調なインフレに対する懸念は高まっています。

## 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)

## 「米国・英国に対する欧州の金利低下、米国に対するカナダの金利低下見通し」

## ● イタリアの金利上昇見通し

- ✓ イタリアのシルヴィオ・ベルルスコーニ元首相が連立政権の設立を求め、並行通貨を導入する提案をしたことを受け、同国のソブリン債のスプレッドは拡大しました。しかしながら同氏は2019年まで公職からの追放を命じられており、2018年の総選挙で当選する可能性は低いと見っていますが、政治の不透明感は増加しようと考えています。
- ✓ 弊社では、イタリア金利は過度に低下しているとの見方をしていましたが、予想通り同金利は上昇しました。

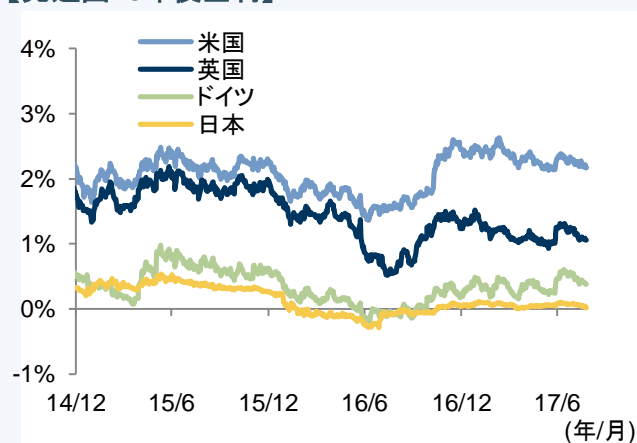
## ● 豪州に対する米国の金利上昇見通し(見通しの引き下げ)

- ✓ 豪州での経済状況の改善を受け、豪金利に対する米金利上昇の見通しを引き下げました。

## ● スウェーデンに対する英国の金利上昇見通し(見通しの引き下げ)

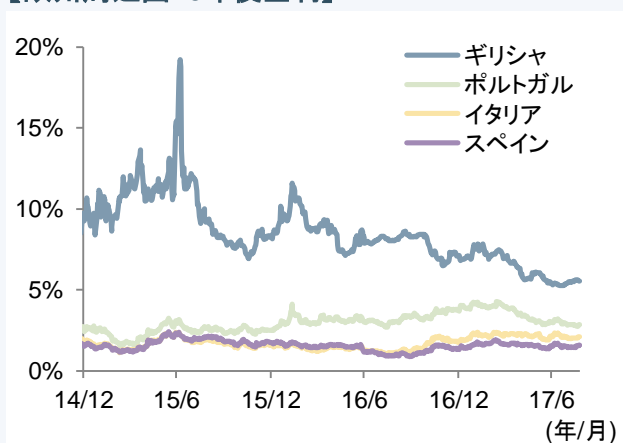
- ✓ スウェーデンでの経済成長とインフレ進行を背景に、同金利に対する英国金利上昇の見通しを引き下げました。

## 【先進国10年債金利】



出所:ブルームバーグ 期間:2014年12月31日~2017年8月25日

## 【欧州周辺国10年債金利】





## 通貨配分戦略

## 「先進国通貨に対する米ドルの上昇見通し、エマージング通貨の上昇見通し」

- 先進国通貨に対する米ドルの強気見通し

- ✓ 先週、通貨市場は非常に穏やかな展開となりました。米ドルの取引高は少なく、引き続き広範囲のレンジ内で推移しました。
- ✓ 短期的・長期的なバリュエーションの指標に基づき、引き続き、米ドルは他の先進国通貨に対して過小評価されていると考えます。弊社では、市場が十分に利上げを織り込んでいないことを背景に、米ドルは現状の予想より上昇する可能性があると考えています。足元の軟調なインフレを受けFRBから予想よりハト派的な発言が出ることには警戒しています。

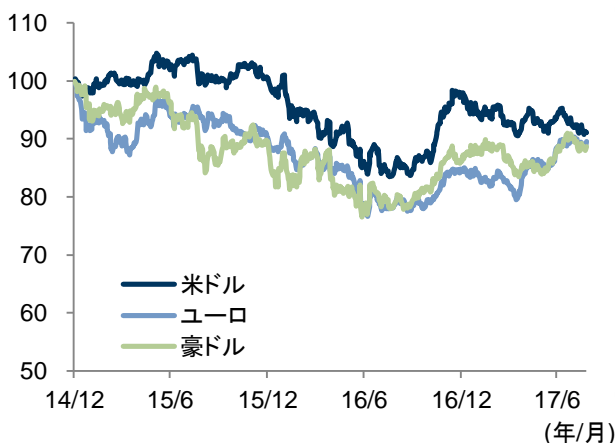
- エマージング通貨に対する強気見通し(見通しの引き下げ)

- ✓ グローバルの経済成長の勢いがピークに達する事前の兆候が見られることや市場がより強気に利上げを織り込む可能性があることは、エマージング通貨に対する逆風になると考えています。同通貨に対しては強気に見ているものの、足元では慎重姿勢を強めています。

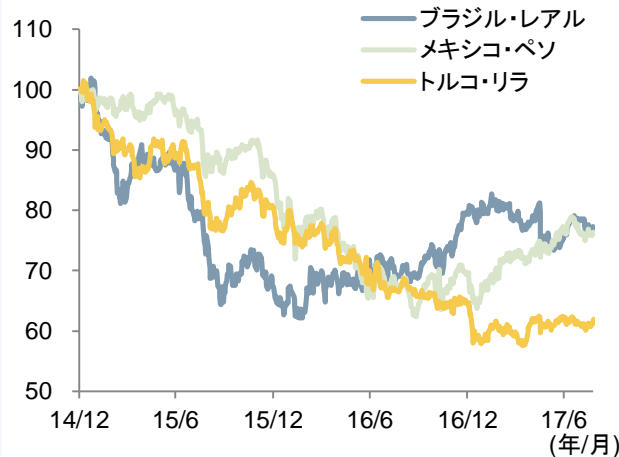
- 英ポンドに対する弱気見通し(見通しの引き下げ)

- ✓ 英ポンドが下落したことを受け、同通貨に対する弱気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)】



出所:ブルームバーグ 期間:2014年12月31日~2017年8月25日(2014年12月31日を100として指数化)

## 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)

- 欧州に対する英国資産の下落見通し(見通しの引き下げ)

- ✓ 英国資産が下落したことを受け、同資産の欧州に対する弱気見通しを引き下げました。

- 米国に対するカナダの相対的な金融環境緩和見通し

- ✓ 市場が織り込むカナダの利上げ水準は行き過ぎであると考えており、米国に対してカナダの金融環境は緩和すると見えています。

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年8月28日



## MBS(モーゲージ証券)戦略

## 「政府系MBSに対する弱気見直し」

- 政府系MBSに対する弱気見直し

弊社では、FRBによるバランスシート縮小によってスプレッドが拡大すると予想しており、引き続き政府系MBSに対する弱気見直しを維持しています。ジニーメイ(連邦政府抵当金庫)債について、低クーポン債を弱気に見る一方、高クーポン債を強気に見ています。

## 「高格付けのCLO(ローン担保証券)、FFELP(政府保証連邦ローン)を裏付けとするABS(資産担保証券)に対する強気見直し」

- 高格付けのCLO、FFELPを裏付けとするABSに対する強気見直し

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直し(ただし社債よりも証券化商品に対してより強気)」

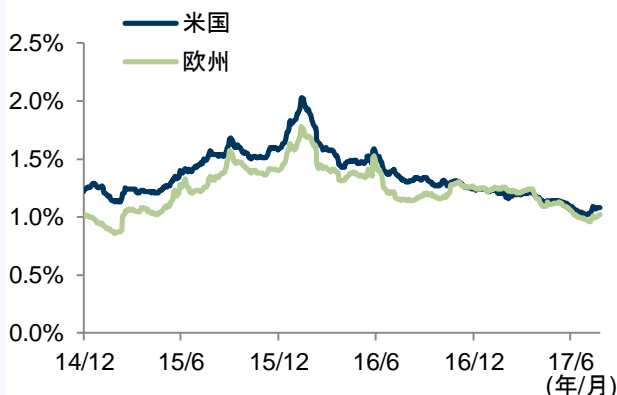
- 投資適格社債に対する中立の見直し

先週、米投資適格社債のスプレッドは概ね横ばいとなりました。8月のプライマリー市場は例年より活発であり、今月の発行額は800億米ドルを超えました。また、先週の米投資適格社債市場では約80億米ドルの新規発行があり、年初来の合計は約8,740億米ドルとなりました。 出所:シティグループ

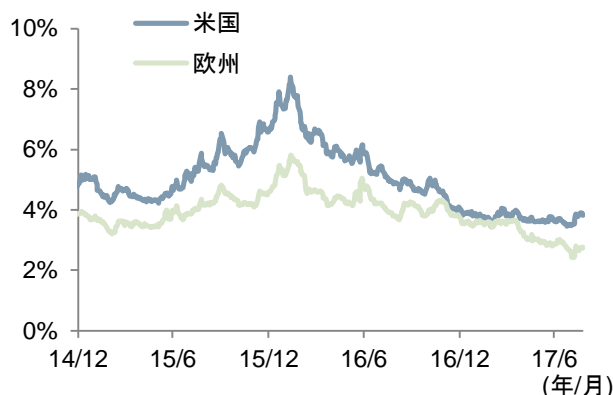
- ハイ・イールド社債に対する中立の見直し

先週、米国ハイ・イールド社債のスプレッドはやや縮小しました。今月の新規発行は急増し、低調な発行となった前年の夏とは対照的な状況となっています。先週の米国ハイ・イールド社債市場では8件、計約59億米ドルの新規発行がありました。

## 【投資適格社債スプレッド】



## 【ハイ・イールド社債スプレッド】



出所:ブルームバーグ 期間:2014年12月31日~2017年8月25日

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 2017年8月28日



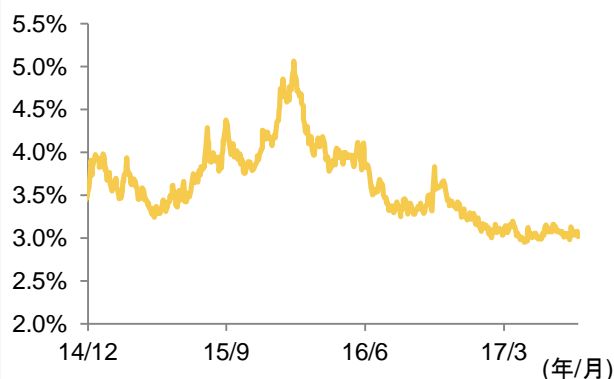
## エマージング債券戦略

## 「米ドル建て債券：インドネシアに対する強気、中国に対する弱気見通し

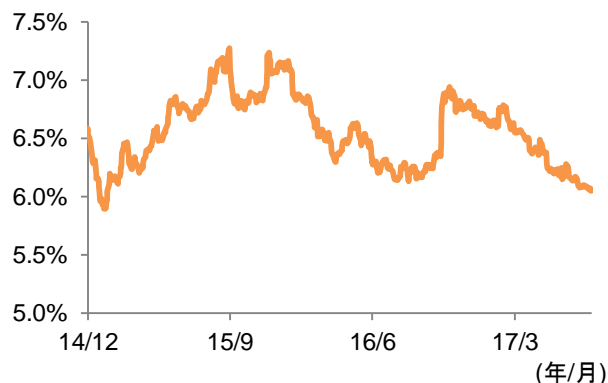
## 現地通貨建て債券：メキシコに対する強気、チェコに対する弱気見通し」

- ✓ アジアでは、多数の国で4-6月期のGDP成長率は加速し、タイ、シンガポール、香港では市場予想を上回る成長となりました。タイの同成長率は、前年同期比+3.7%となり、1-3月期の+3.3%から加速し、市場予想の+3.3%を上回りました。この成長の背景には輸出が回復したことや政府消費支出がやや増加したことがあります。シンガポールでは電子機器セクターが引き続き成長を牽引しています。
- ✓ ロシアでは足元、金融危機後に脆弱な民間銀行を整理、統合するために国の規制当局によって設定された流動性規制の影響が出てきています。
- ✓ ロシアの同セクターでは更なる統合が進むと予想していますが、財務状況が良好な大手国営銀行によって牽引されているため、ロシア全体の経済に対する弊社の強気見通しに変更はないと考えています。

## 【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】



出所：ブルームバーグ、JPモルガン 期間：2014年12月31日～2017年8月25日

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。

©2017 Goldman Sachs. All rights reserved. &lt;104268-OTU-595448&gt;