

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年7月31日



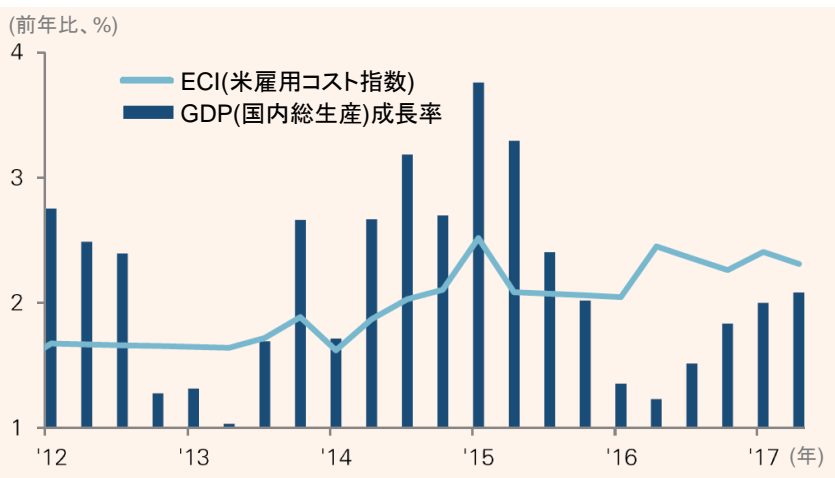
※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

## 今週の戦略要旨

- FRB(米連邦準備制度理事会)は26日に開催されたFOMC(米連邦公開市場委員会)において、市場の予想通り金融政策の据え置きを発表しました。声明文では、インフレ率の落ち込みを認め、バランスシート縮小に「比較的早期に」着手すると述べました。
- 弊社では、FRBによるバランスシート縮小開始は9月に発表され、12月には政策金利の引き上げが実施されると予想しています。米金利の上昇、他の先進国に対する米国の相対的な金融環境の引き締めを見込んでおり、政府系MBS(モーゲージ証券)を弱気に見ています。
- バリュエーションの上昇、投資資金の集中、緩和方向から転換を迎えつつあるグローバルの金融政策などを背景に、エマージング通貨に対する弊社の中長期的な見通しは、以前ほど強気ではありません。一方、欧州経済に対する感応度が高いハンガリー・フォリントやチェコ・コルナをユーロに対して強気に見ています。

## 今週のチャート「堅調な経済成長、軟調な賃金上昇」

## 【米国の経済成長率と賃金上昇率】



出所: マクロボンド

期間: 2012年1-3月期～2017年4-6月期

- 左図は米国の経済成長率と賃金上昇率の推移を示しています。
- 2017年4-6月期のGDP(国内総生産)成長率は、前期比年率換算+2.6%、前年比+2.1%となりました。
- 一方、FRBが重視する賃金指標であるECI(米雇用コスト指数)は、2017年4-6月期に前年比+2.3%と緩やかな伸びに留まり、前期の+2.4%から僅かに減速しました。

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年7月31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、英短期金利の低下見通し」

- 米金利上昇の見通し

- FRBは26日に開催されたFOMCIにおいて、金融政策の据え置きを発表しました。声明文では、雇用の伸びは堅調と述べた一方、インフレ動向に関する文言を、前回の「2%をやや下回っている」から「2%を下回っている」に変更しました。また、バランスシート縮小に関しては、「比較的早期に」着手するとの文言に変更しました。
- 弊社では、FRBによるバランスシート縮小開始は9月に発表され、12月には政策金利の引き上げが実施されると予想しており、米金利の上昇を見込んでいます。
- 7月の米消費者信頼感指数は121.1と、前月の117.3から上昇した一方、5月のケース・シラー住宅価格指数は前年比+5.7%と前月から減速しました。

## 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)

## 「米国・英国に対する欧州の金利低下、米国に対するカナダ・オーストラリアの金利低下見通し」

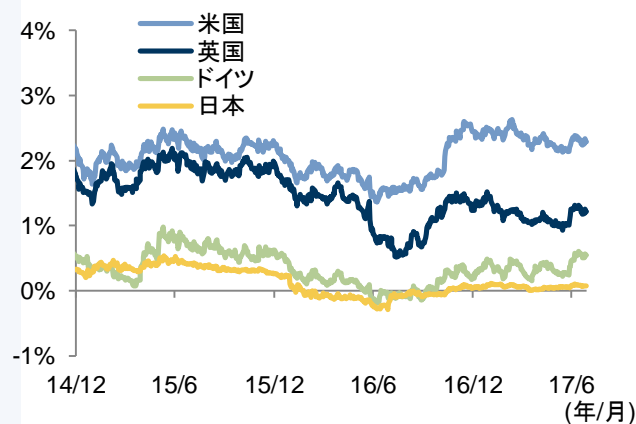
- 米国・英国に対する欧州の相対的な金利低下見通し

- 欧州の経済指標はこれまでの高水準から緩やかな減速を示しているものの、各国の7月のインフレ率は市場予想を上回る結果が発表されました。
- 7月のユーロ圏総合PMI(購買担当者景気指数)速報値は55.8と、6月の56.3から低下しました。これは、新規受注の悪化を受けた製造業PMIの低下が主な要因です。また、フランスの消費者信頼感指数は7月に急落し、4月の第1回大統領選以来初めて低下しました。一方、7月のドイツのIFO景況感指数は、6ヶ月間連続で改善を示し、1991年以来の最高水準に達しました。
- 7月のスペインのインフレ率は前年比+1.7%と前月の+0.1%から大きく上昇しました。一方、フランスおよびドイツは、それぞれ+0.8%、+1.5%とどちらも前月から横ばいとなりました。

- 米国に対するオーストラリアの相対的な金利低下見通し(新規見通し)

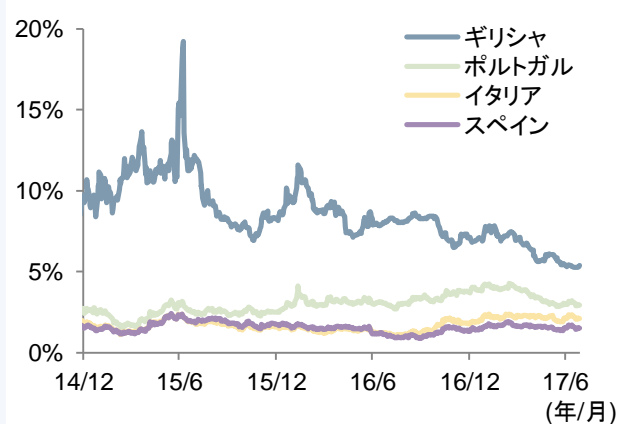
- 7月のRBA(オーストラリア準備銀行)理事会の議事録において、同国の中立的な政策金利についての議論がなされ、その水準を約3.5%と推定したことが明らかになりました。市場ではこれをタカ派的と解釈し、同国金利は上昇しました。ガイ・デベルRBA副総裁は、「今回の議論は短期的な金融政策の決定に影響を与えるものではない」と述べており、弊社では今回の金利上昇を機に、米国に対するオーストラリアの相対的な金利低下見通しを追加しました。

## 【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7月28日

## 【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 2017年7月31日

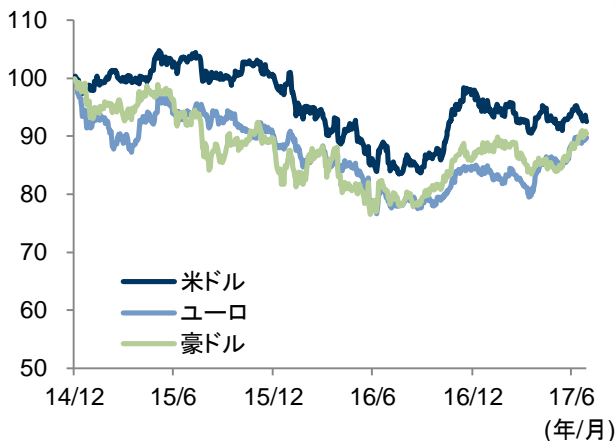


## 通貨配分戦略

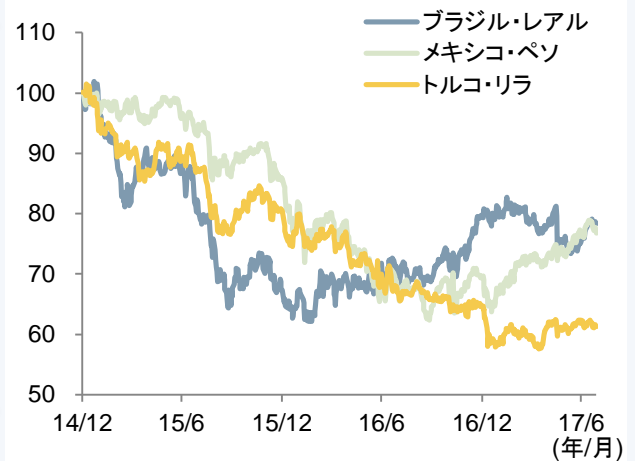
## 「短期的なエマージング通貨の上昇見通し、一方中長期的には慎重姿勢」

- 短期的なエマージング通貨上昇見通し(強気見通しを引き下げ)
  - ✓ エマージング通貨に対しては、中長期的に慎重姿勢であるものの、堅調なグローバル経済成長が続いていることから、短期的に強気に見ています。一方、FRBによる今年2度の利上げにも関わらず、他の先進国中央銀行が超緩和的金融政策の解除を同期的に示唆していることから、米ドルの上昇は抑えられています
  - ✓ 弊社では、欧州経済に対する感応度が高い通貨をユーロに対して強気に見ています。先進国では、スウェーデン・クローナおよびノルウェー・クローネ、新興国ではポーランド・ズロチ、ハンガリー・フォリントおよびチェコ・コルナを強気に見ています。

## 【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)】



円安  
円高

出所:ブルームバーグ、GSAM 期間:2014年12月31日~2017年7月28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)

- 先週は、英ポンドの下落が、米国に対する英国の金融環境緩和見通しに追い風となった一方、米ドル安がカナダ、欧州、アジアに対する米国の金融環境引き締め見通しに逆風となりました。
- 英国の5年実質金利の上昇見通し(新規見通し)
  - ✓ 市場の英国に対するインフレ上昇期待は行き過ぎであるとの見方から、英5年実質金利の上昇見通しを新規に追加しました。

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年7月31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

弊社では引き続き、金利ボラティリティの上昇、FRBによるバランスシート縮小開始、夏期の住宅購入シーズンに向けた供給増加を背景に、MBSの需給環境は悪化すると予想しています。

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)に対する強気見通し」

- 高格付けのCLO、FFELPを裏付けとするABS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

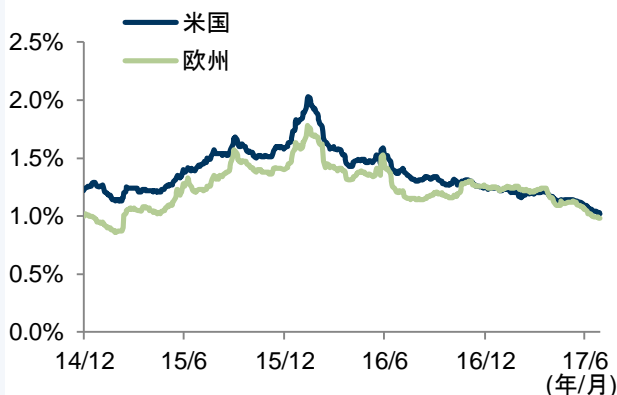
先週、米投資適格社債のスプレッドは低下した一方、欧州では概ね横ばいとなりました。また、米投資適格社債の新規発行は440億米ドルで、年初来の合計は約7,440億米ドルとなりました(出所:シティグループ)。

堅調な企業収益、旺盛な需要、米政権に対する不透明感を受けた企業による保守的な行動などを背景に、社債市場は底堅く推移すると見込んでいます。一方、景気サイクルは後期に位置することから、慎重な姿勢は崩しておらず、スプレッドはレンジ水準で推移すると見込んでいます。

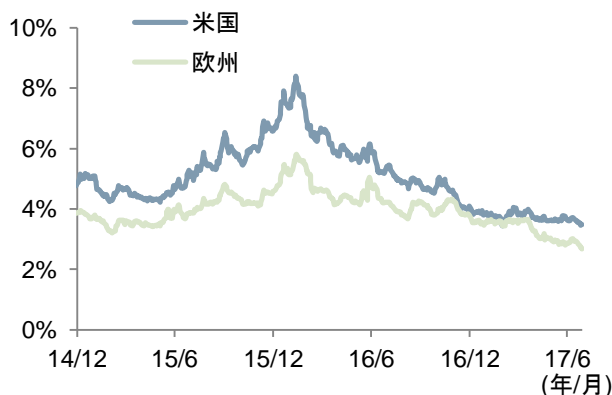
- ハイ・イールド社債に対する中立の見通し

先週、米国ハイ・イールド社債のスプレッドは縮小しました。低格付け債のパフォーマンスが引き続き相対的に良好に推移しています。

【投資適格社債スプレッド】



【ハイ・イールド社債スプレッド】



出所:ブルームバーグ 期間:2014年12月31日~2017年7月28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7月31日



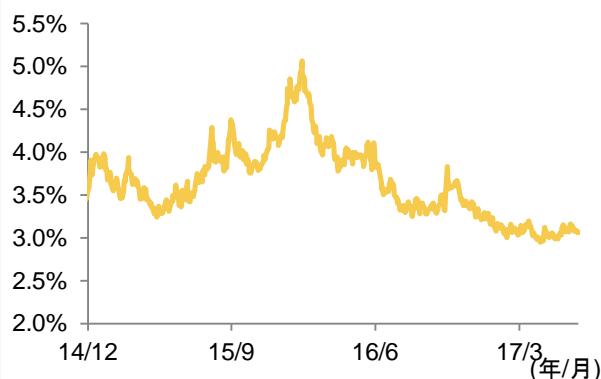
## エマージング債券戦略

## 「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」

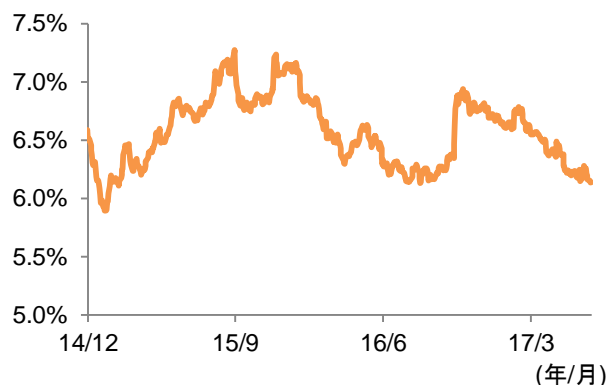
## 現地通貨建て債券：ブラジルに対する強気、チェコに対する弱気見通し」

- ✓ 26日、ブラジル中央銀行は、2016年10月以降で7回目となる利下げを実施し、政策金利を100bps引下げ9.25%としました。政治の機能不全が懸念材料となるなか、実体経済を重視する形となり、声明文では今後の利上げペースは「インフレの予測と期待」次第と述べられました。弊社では、同国金利の低下を見込んでいます。
- ✓ 20日、南アフリカ中央銀行は、予想を上回るペースでのインフレ低下と経済成長の下振れを背景に、政策金利のレポレートを25bps引下げ6.75%としました。弊社では、同国の現地通貨建て債券を強気に見ています。
- ✓ 米下院では、ロシアに対する制裁強化法案が可決されました。黒字で推移する経常収支、豊富な外貨準備高、低水準のGDP対比債務残高などを背景に、ロシアの金融市場および国内経済に対する短期的な影響は少ないと見ています。弊社では、同国の現地通貨建て債券に対して強気、外貨建て債券について中立、ロシア・ルーブルについて強気に見ています。

## 【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7月28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;101519-OTU-578945&gt;