

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年8月7日



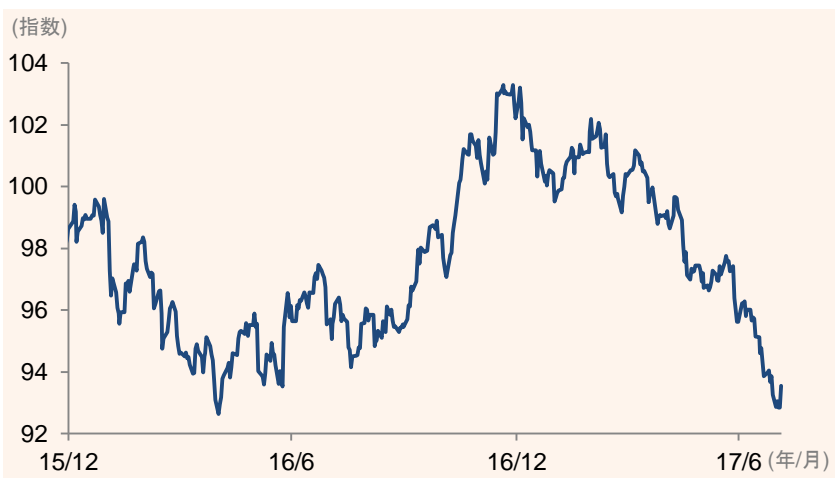
※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

## 今週の戦略要旨

- 7月の米雇用統計は、米労働市場の継続的な力強さを反映しています。「物価の安定」と「雇用の最大化」というFRB(米連邦準備制度理事会)のデュアル・マニフェスト(二つの使命)のうち、市場参加者および政策当局の今後の注目点は、足元で冴えない指標が続いている「インフレ」へと移ると考え、米雇用統計が市場に与える影響は相対的に小さくなると見えています。弊社では、今年はあと1回の利上げが行われると予想し、米金利の上昇を見込んでいます。
- ユーロ圏のGDP成長率およびインフレ率は足元加速しています。一方、PMI(購買担当者景気指数)などの先行指標は、高水準を維持しているものの、やや減速傾向が見られています。弊社では、ユーロ圏のインフレ率は抑制された状態が続き、ECB(欧州中央銀行)は現行の政策金利を当面維持すると考えています。米国・英国に対する欧州の相対的な金利低下を予想しています。
- 先週、BoE(イングランド銀行)は、金融政策の据え置きを発表するとともに、GDP成長率予想を小幅に引き下げました。弊社では、インフレ率の悪化が実質所得を圧迫し、消費を押し下げることで、同国の経済成長は弱含むと考えています。したがって、同国が近い将来政策金利を引き上げる可能性は低いと考えています。

## 今週のチャート「米ドルの下落」

## 【DXY指数(米ドル指数)】



出所:ブルームバーグ  
期間:2015年12月末~2017年8月4日

- 左図は、複数の先進国通貨に対する米ドルの総合的な価値を示すDXY指数(米ドル指数)の推移を示しています。
- 先月のFOMC(米連邦公開市場委員会)に対する市場のハト派的な反応と、政治的な膠着状態を受けて、米ドル安傾向が続いています。
- 米国から欧州およびエマージング市場に対する株式投資の資金フローも米ドル上昇を妨げる要因となっており、同指数は昨年11月の米大統領選前の水準まで下落しています。

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年8月7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

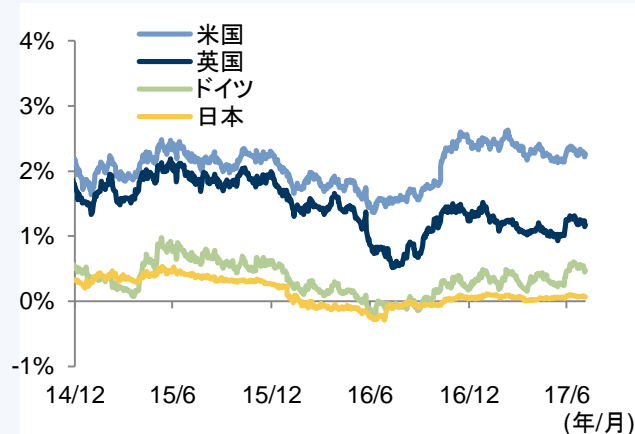
- 7月の米雇用統計は、市場予想を上回る内容となりました。非農業部門雇用者数は、幅広い業種で雇用拡大が確認され、前月比20.9万人増加と、市場予想の18.0万人を上回りました。失業率は4.3%と前月から小幅低下し、現在の景気サイクルにおける最低水準で推移していることに加え、平均時給は前年同月比+2.5%と良好な結果となりました。
- 今後、市場参加者および政策当局の注目は、FRBのデュアル・マンドートのうち「インフレ」へと移ると考え、米雇用統計が市場に与える影響は相対的に小さくなると見えています。弊社では、今年はあと1回の利上げが行われると予想しています。

## 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)

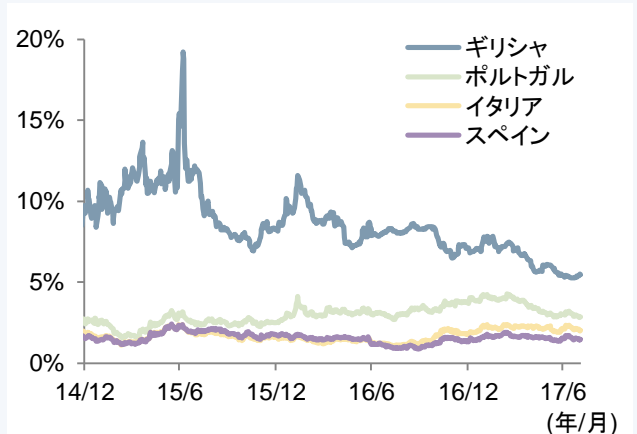
## 「米国・英国に対する欧州の金利低下、米国に対するカナダ・オーストラリアの金利低下見通し」

- 2017年4-6月期のユーロ圏GDP成長率は前年同期比+2.1%と前期の同+1.9%から加速しました。一方、7月のユーロ圏総合PMIは55.8と高水準ではあるものの、6月の56.3から低下するなど、足元発表されている先行指標はやや減速傾向が見られます。また、7月のユーロ圏コアCPI(消費者物価指数)は、前年同月比+1.3%と6月の同+1.2%から加速しました。各国別の数値を見てみると、予想外の上振れを示した国があったものの、夏場のパッケージツアーの影響など不安定な要素に起因していると考えられます。
- RBA(オーストラリア準備銀行)は、8月1日の金融政策会合で政策金利の据え置きを発表しました。経済見通しに関しては「概ね変化なし」と述べた一方、豪ドルの上昇に対する懸念を表明しました。
- 欧州およびオーストラリアの中央銀行は、冴えないインフレ率と通貨上昇が経済成長の重石となる可能性に直面しています。どちらの市場においても、政策金利の引き上げは短期的には行われないと予想しています。以上から、米国・英国に対する欧州の金利低下、米国に対するオーストラリアの金利低下を見込んでいます。
- 先週、BoEは金融政策の据え置きを発表するとともに、GDP成長率予想を小幅に引き下げました。マーク・カーニーBoE総裁は、直近行われた演説同様、金融政策に関して「経済指標次第」とする姿勢を維持し、金融政策委員会による「今後の経済成長が想定通りであれば、市場の織り込み以上の利上げを行う必要が生じ得る」との公表文を強調しました。
- 一方、弊社では、インフレ率の悪化が実質所得を圧迫し、消費を押し下げることで、同国の経済成長は弱含むと考えています。したがって、同国に近い将来政策金利を引き上げる可能性は低いと考えています。

## 【先進国10年債金利】



## 【欧州周辺国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4日

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年8月7日

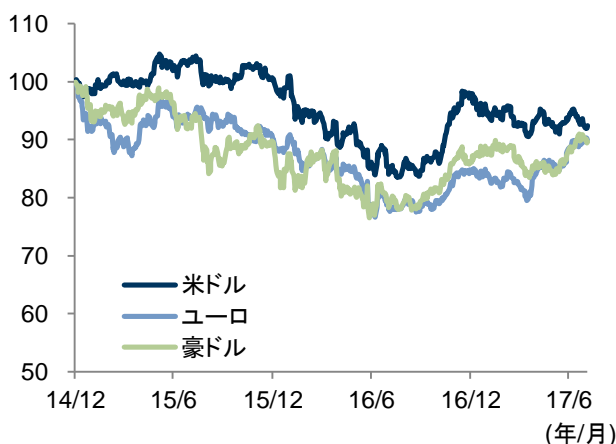


## 通貨配分戦略

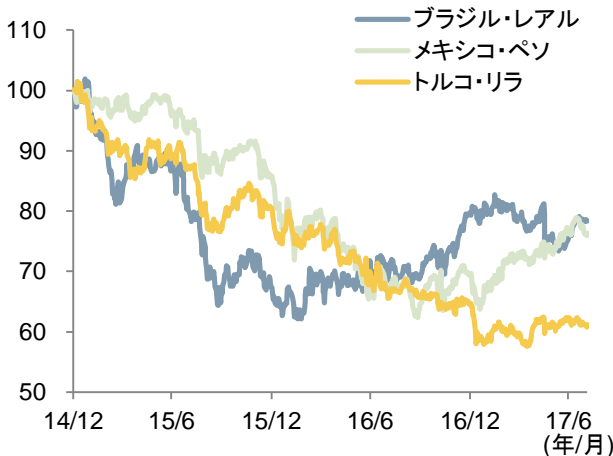
## 「先進国通貨に対する米ドルの上昇見通し、エマージング通貨の上昇見通し」

- 先進国通貨に対する米ドルの強気見通し(強気見通しの引き上げ)
  - 金利差および交易条件のなどの循環的要因に基づき、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。また、長期的なバリュエーション指標からも、足元の米ドルは、豪ドルやニュージーランド・ドルと比較して割安だと見えています。
  - 弊社では、米国では市場予想に比べ、より速いペースでの利上げが実施される一方、他の先進国での利上げは市場が織り込むよりも緩やかなペースに留まると予想しています。足元では、近い将来まだ利上げが行われないと弊社が予想する、一部の先進国通貨に対する米ドルの上昇見通しを強めています。
- エマージング通貨上昇見通し(強気見通しを引き下げ)
  - 弊社では、インド・ルピーやトルコ・リラなど、これまで上昇してきたエマージング通貨に対して、強気見通しを徐々に引き下げています。
  - 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)】



出所: ブルームバーグ、GSAM 期間: 2014年12月31日~2017年8月4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)

- 米ドル安の進行が、弊社の米国の相対的な金融環境引き締め見通しに対する逆風となっています。
- 豪ドルに対するロシア・ルーブルの相対的な上昇見通し
  - 魅力的な金利水準という観点から、豪ドルに対するロシア・ルーブルの相対的な上昇を予想しています。純輸出国であるオーストラリアの経済は、為替変動による輸出競争力変化の影響を受けやすい傾向にあります。弊社では、豪ドルの上昇と軟調なインフレ率を背景に、RBAは当面現行の金融政策を維持すると考えています。

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年8月7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、需給環境に対する懸念を背景として、政府系MBSに対する弱気見通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

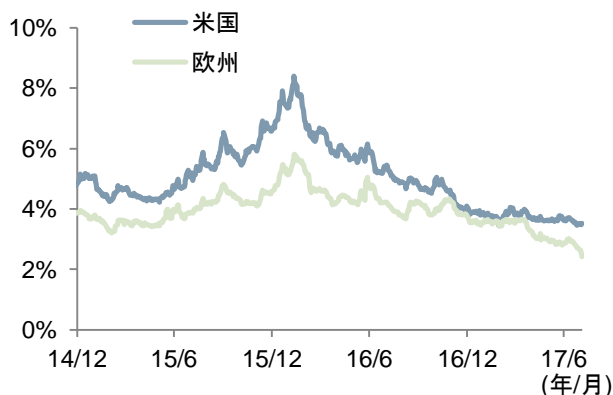
## 「投資適格社債、ハイ・イールド社債に対する中立の見通し(ただし社債よりも証券化商品に対してより強気)」

- 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小幅に拡大しました。米投資適格社債の新規発行は330億米ドルと引き続き活発で、年初来の合計は約7,830億米ドル、前年同期比5%増となっています。また、先週は米通信大手企業が歴代3番目となる規模の起債を行ったことが市場の注目を集めました。
- 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拡大しました。7月全体では、ハイ・イールド社債のスプレッドは低下し、引き続き低格付け債のパフォーマンスが相対的に良好に推移しました。また、セクター別では、医薬品が堅調に推移した一方、スーパーマーケットが市場全体に対して劣後する結果となりました。7月のバンク・ローン市場は堅調に推移しました。足元で、額面を上回る金額で取引されている銘柄は市場全体の70%超に相当し、これは6月の58%から大きく上昇しています。バンク・ローン市場の需給環境は良好である一方、さらなる上昇余地は限定的となる可能性があると見ています。

【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8月4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7日



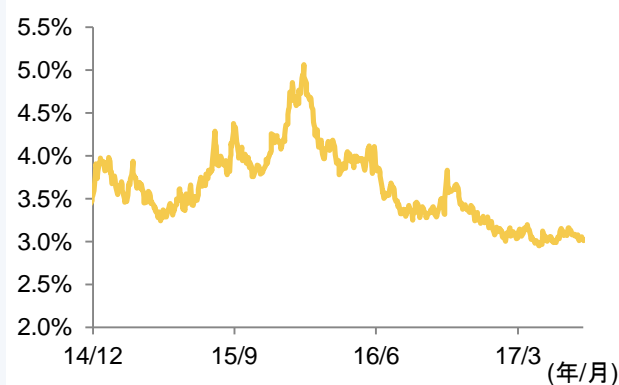
## エマージング債券戦略

「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

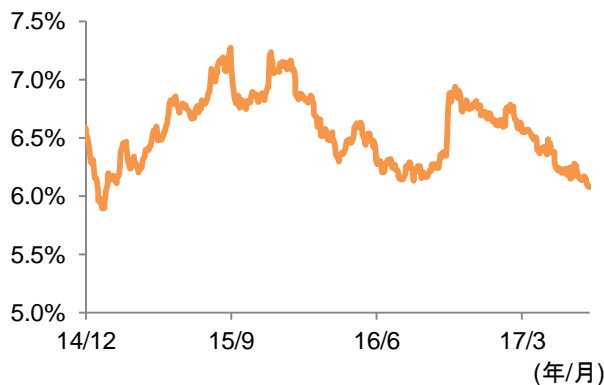
現地通貨建て債券：ブラジルに対する強気、チェコに対する弱気見通し」

- ✓ 8月3日、CNB(チェコ国立銀行)は政策金利を20bps引き上げ0.25%としました。同国における政策金利の変更は2012年以来となり、政策金利の引き上げは2008年以降の出来事となりました。
- ✓ 利上げの背景には、着実な賃金上昇、中央銀行の目標を上回るインフレ率、信用拡大があると考えられます。弊社では、同国金利の上昇を見込んでいます。

## 【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】



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4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;102202-OTU-582991&gt;