

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年9月11日



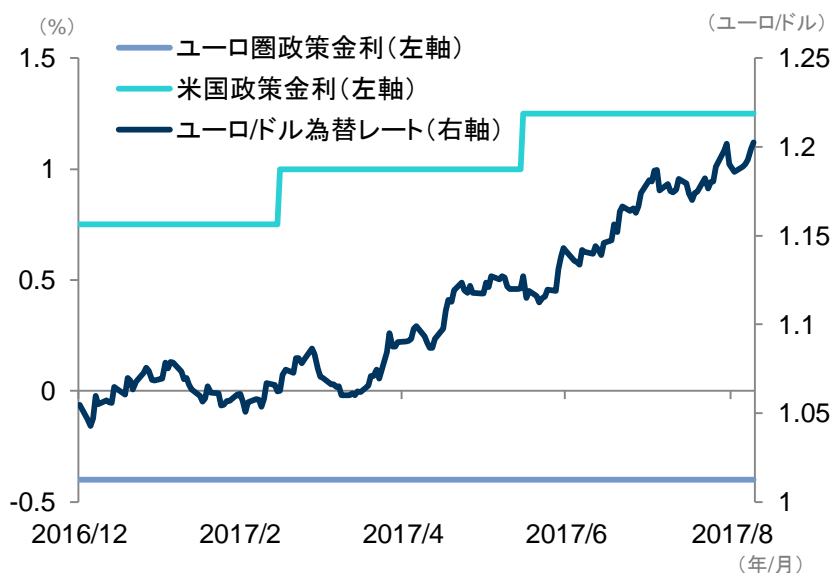
※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

## 今週の戦略要旨

- ECB(欧州中央銀行)は先週の会合で政策金利を現行の水準で維持することを決定し、2018年と2019年のインフレ見通しを引き下げました。弊社では、グローバルで金利が低下し、相対的に魅力度が低下したことを受け、米金利に対する欧州金利の低下見通しを引き下げました。
- BoC(カナダ銀行)が堅調な経済指標を背景に今年2度目となる利上げを行い、政策金利を0.25%引き上げ1%としたことは市場にとってサプライズとなりました。
- 弊社では、グローバルの経済成長に勢いがあることや資源価格の上昇を背景に、エマージング通貨を引き続き強気に見ています。また、市場が十分に米国の金融引き締めを織り込んでいないことを受け、他の先進国通貨に対して米ドルを強気に見ています。

## 今週のチャート「ユーロ高、ドル安」

## 【ユーロドルの推移】



- 左図はユーロドルの推移を表しています。米国では今年既に2回の利上げが実施され、欧州ではマイナス金利政策が維持されているにもかかわらず、ユーロは対ドルで上昇しています。
- 欧州での政治リスクの後退と予想を上回る経済指標の発表がユーロ高の要因と考えられています。この状況は、政治の先行きが不透明でインフレ指標が市場予想を下回り続けている米国の状況とは対照的です。
- 弊社では、さらなるユーロ高は現状既に軟調なインフレ見通しに対して重石になると考えています。これにより緩和的な金融政策が延長され、欧州金利は低位に留まる可能性があると考えています。

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年9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(見通しの引き上げ)

- ✓ 弊社では先週、米金利の上昇見通しを引き上げました。今年の労働市場は引き続き堅調で、8月の米雇用統計では、非農業部門雇用者数が15万6千人増加したことが報告されました。4-6月期のGDP成長率が2.6%から3.0%に上方修正されるなど、経済成長も比較的良好です。
- ✓ しかしながら、地政学リスクや政策実行に対する不透明感によって、米金利は週を通して低下し続けました。米5年債利回りは足元の1.75%－1.95%のレンジを抜け、1.64%まで低下しました。

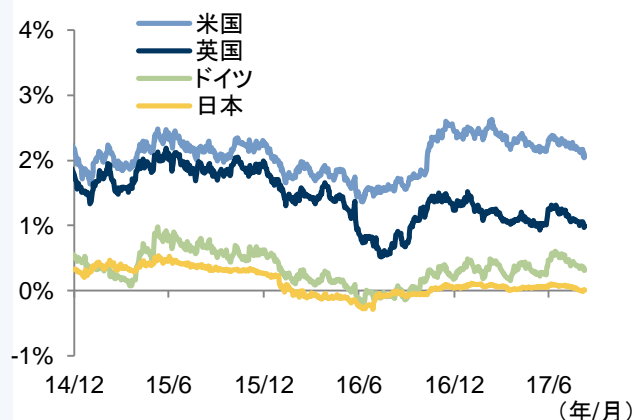
## 国別配分戦略(金利戦略:他国に対する相対的な金利の動きを予想)

## 「米国に対する欧州と豪州の金利低下見通し」

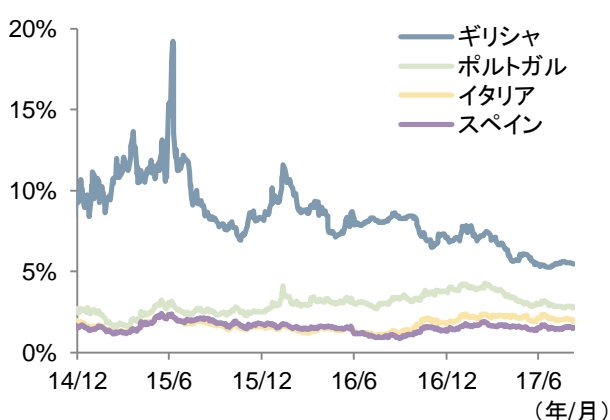
- 米国に対する欧州金利の低下見通し

- ✓ 弊社の予想通り、ECBは先週の会合で政策金利を現行の水準で維持することを決定し、今年2度目となるインフレ見通しの引き下げを行いました。ECBのマリオ・ドラギ総裁はハト派の姿勢を維持し、10月の会合まで資産買い入れ規模縮小計画に関する議論を先延ばしにしました。
- ✓ 弊社では引き続き、主に米金利に対する欧州金利の低下を予想していますが、足元のグローバルでの金利低下によって相対的に魅力度が低下したことを受け、同見通しを引き下げました。

【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9月8日

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年9月11日

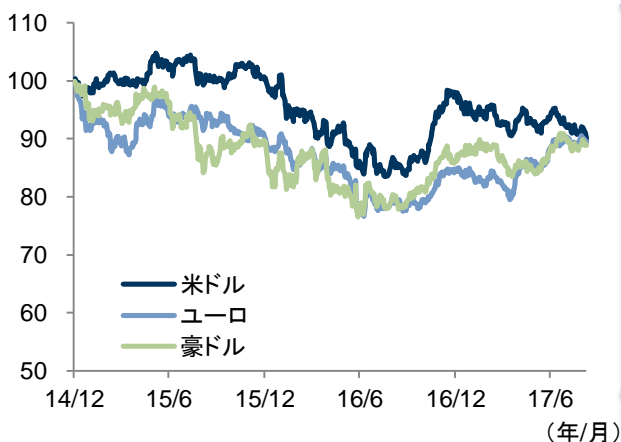


## 通貨配分戦略

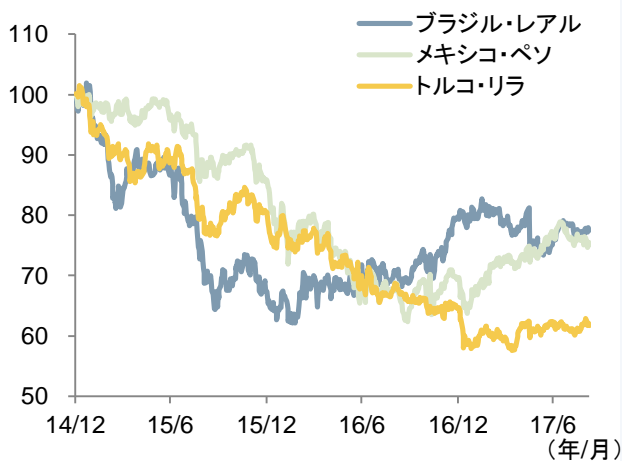
## 「先進国通貨に対する米ドルの強気見通し、エマージング通貨に対する強気見通し」

- 先進国通貨に対する米ドルの強気見通し
  - 地政学リスクの高まりによるリスクオフの流れを受け、米ドルは引き続き下落しました。米ドルは年初来ですべてのG10通貨に対して下落しています。
  - 短期的・長期的なバリュエーションの指標に基づき、引き続き米ドルは過小評価されていると考えています。また、市場が十分に米国の利上げを織り込んでいないと見ています。米ドルをユーロ、カナダ・ドル、豪ドルに対して強気に見ています。
  - 他の先進国通貨では、円の弱気見通しを取り下げました。また、英ポンドの強気見通しをやや引き上げました。長期的にはEU離脱に伴う不確実性により、同通貨は下落すると見ていますが、足元ではユーロに対して過小評価されていると考えています。
- エマージング通貨に対する強気見通し
  - 先進国の金融引き締めが逆風となっていますが、短期的にはグローバルの経済成長に勢いがあることや資源価格の上昇を背景に、エマージング通貨を引き続き強気に見ています。

## 【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 期間:2014年12月31日~2017年9月8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)

- 米国の金融環境引き締め見通し
  - 弊社では引き続き、欧州などに対して米国の金融環境が引き締まると見ています。ただし、アジアに対する同見通しをやや引き下げました。これらの国に対して相対的に米ドル、米金利の上昇を予想しています。

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年9月11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(米連邦準備制度理事会)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。ファニーメイ(連邦住宅抵当公庫)債およびジニーメイ(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  
先週は、夏季休暇期間の影響などを背景に穏やかな週となり、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。先週の米投資適格社債市場では約20億米ドルの新規発行があり、年初来の合計は約8,770億米ドルと前年同期比で+2%となっています。 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拡大しました。プライマリー市場は穏やかな週となりました。一方、米国バンクローンのプライマリー市場は活発な週となり、計10件、約37億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9月8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9月11日



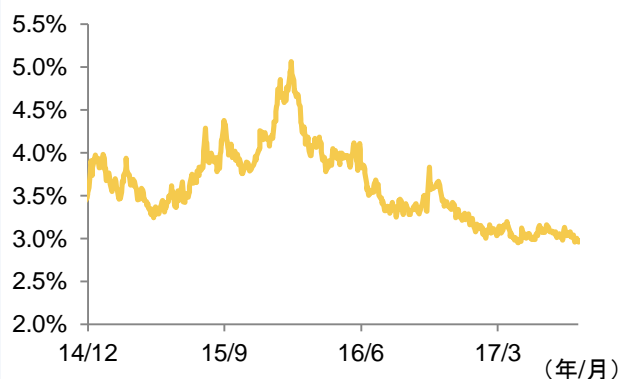
## エマージング債券戦略

## 「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」

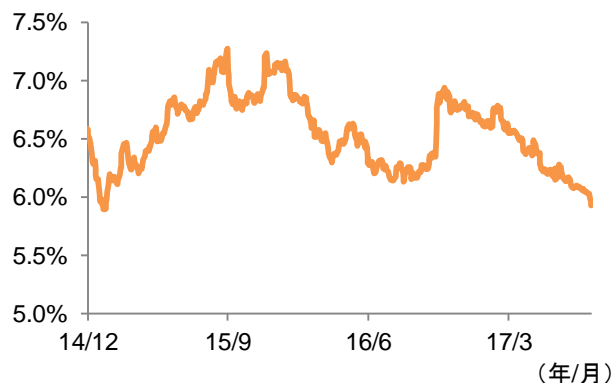
## 現地通貨建て債券：メキシコに対する強気、チェコに対する弱気見通し」

- ✓ ケニアの最高裁は不正があったとして先月の大統領選の結果を無効とする判決を下しました。政治の不透明感が増したことにより、同国の金融資産のボラティリティは上昇する可能性があると考えています。
- ✓ しかし、最高裁が政治的影響を受けず、独立して判決を下したことは、組織の独立性が改善されつつあることを示しており、中長期的にはこの出来事は同国に対してややポジティブな影響を及ぼすと予想しています。
- ✓ インドネシアとコロンビアの中央銀行は政策金利を0.25%引き下げ、それぞれ4.5%、5.25%としました。インドネシアではインフレが軟調だったことを背景に利下げはサプライズとなりました。一方コロンビアでは今回の利下げを受け、年内の追加利下げの可能性は低下したと見えています。

## 【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9月8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;105368-OTU-602005&gt;