



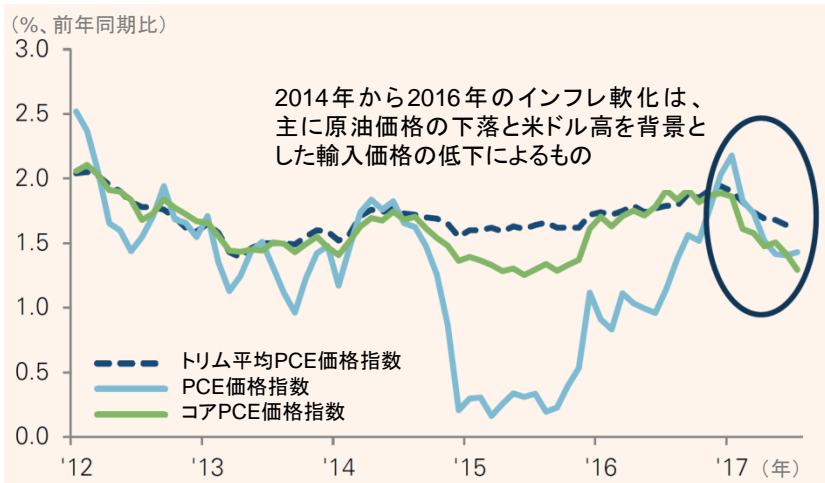
※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

今週の戦略要旨

- FRB(米連邦準備制度理事会)のイエレン議長は先週の講演で「緩やかすぎる金融政策の調整には慎重になるべきだ」と警告し、トランプ政権および共和党幹部は税制改革の枠組を公表しました。どちらのイベントも12月の利上げに対する期待を高め、市場では米金利上昇と米ドル高を伴うタカ派的な反応が見られました。一方、これらの動きの一部は市場予想を下回るインフレおよび消費関連指標により相殺されました。
- 弊社では、税制改革案の詳細は依然として不透明であり、負の影響も存在するものの、設備投資が大きく、支払利息の少ない内需関連企業は一定の恩恵を受ける可能性が高いと考えます。
- グローバルの良好な経済成長および資源価格の上昇を背景に、引き続きエマージング通貨は対米ドルで上昇すると見えています。また、エマージング資産は経常収支などファンダメンタルズ改善により、2013年のテーパー・タントラムの時期と比べて、国外要因のショックに対して耐性を強めていると考えられます。

今週のチャート「米インフレ率とトリム平均PCE価格指数」

【米インフレ率の推移】



出所: マクロボンド

期間: 2012年1月～2017年8月(トリム平均PCE価格指数は7月まで)

- 左図はPCE(個人消費支出)価格指数を含む、物価動向の様々な指標を示しています。
- トリム平均PCE価格指数はPCEを構成する各項目の最小値や最大値を異常値として除外して求めたものであり、コアPCE価格指数に比べて年初来の減速は緩やかなものとなっていることがわかります。
- 先週の講演で、イエレンFRB議長はトリム平均PCE価格指数を参照し、足元のインフレの軟化は特定の要因によって引き起こされた一時的なものであるとの見解を維持し、政策立案者は、このような一時的な要因を政策判断に加えるべきではないとの姿勢を示しました。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年10月2日



デュレーション戦略(金利戦略:各国の金利動向を予想)

「米金利の上昇、日本金利の小幅上昇、欧州金利に対する中立の見通し」

米金利上昇の見通し

- ✓ イエレンFRB議長は先週、最近のインフレ動向を取り巻く不確実性について講演を行い、「緩やかすぎる金融政策の調整には慎重になるべきだ」と警告しました。全体的な主張は、直近のFOMC(米連邦公開市場委員会)における発言と一致しているものの、市場では米ドル高および米金利上昇の動きとなりました。また、トランプ政権および共和党幹部による税制改革案の公表はこの動きを加速させ、米2年債金利は一時2008年11月以来の最高水準である1.48%まで上昇しました。
- ✓ その後は8月のPCE価格指数が前年同期比+1.3%と市場予想を下回ったことを受け、この動きは反転しました。また、コアPCE価格指数も2015年10月以来の低水準に落ち込むなど軟調な結果となりました。

日本金利に対する小幅上昇の見通し(新規)

- ✓ 日本金利に対する小幅上昇の見通しを新たに追加しました。現在の金融政策が近い将来変更になる可能性は低いと考えているものの、2018年4月の黒田総裁の任期満了が近づくとつれ、市場の変動が大きくなる可能性があると考えています。

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)

「米国に対する欧州の金利低下見通し」

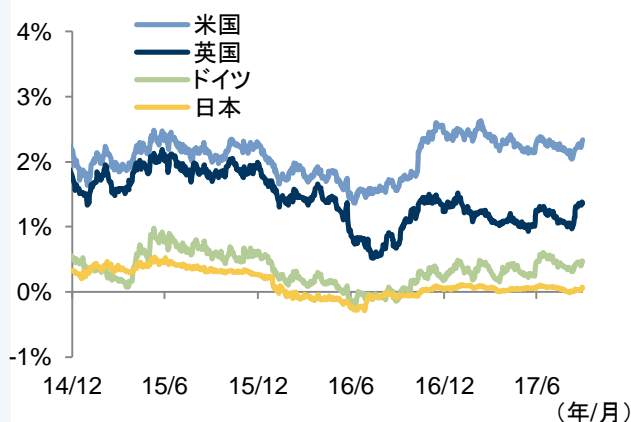
米国に対する欧州金利の低下見通し

- ✓ ドイツ連邦議会選では、メルケル首相が4選を果たしたものの、得票率は事前予想を下回りました。連立交渉は複雑で長期化する可能性があります。ECB(欧州中央銀行)の金融政策に与える影響は少ないと考えます。弊社では、ECBは当面現行の政策金利を維持すると見えています。

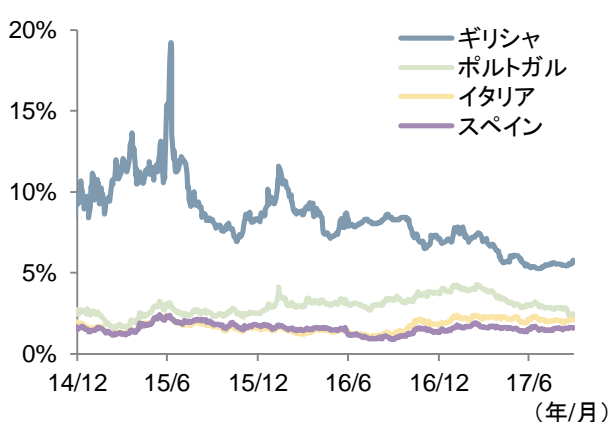
イタリアの相対的な金利上昇見通し

- ✓ 弊社では、来年のイタリア総選挙が近づくとつれ、イタリア国債にはより大きなリスクプレミアムが要求されるべきだと考えます。

【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9月29日

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年10月2日



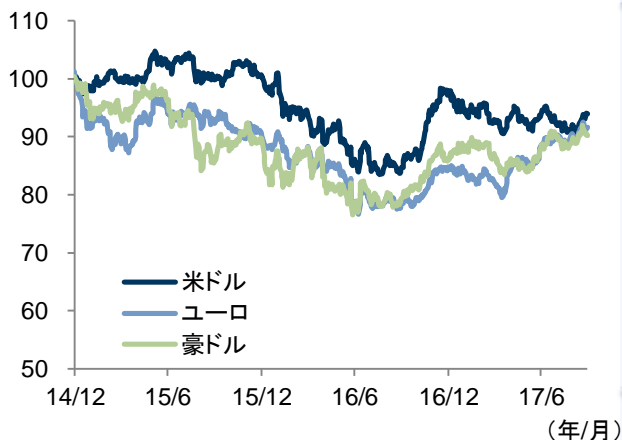
通貨配分戦略

「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」

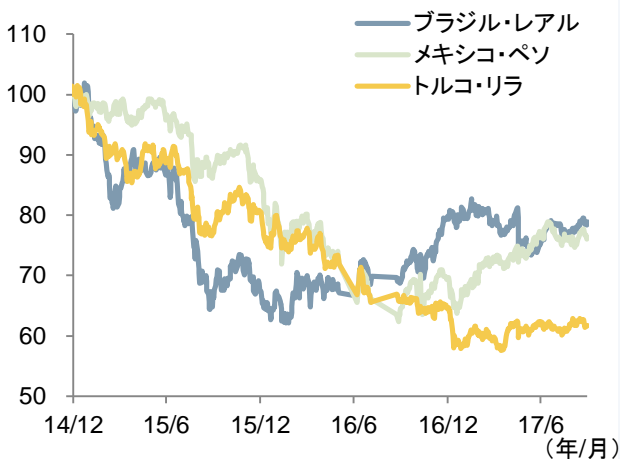
- エマージング通貨に対する強気見通し

- ✓ イエレン議長の講演および税制改革案の公表を受けて米ドルは上昇しましたが、グローバルの良好な経済成長および資源価格の上昇を背景に、エマージング通貨は引き続き対米ドルで上昇すると見えています。エマージング資産は経常収支などファンダメンタルズの改善により、2013年のテーパー・タントラムの時期と比べて、国外要因のショックに対して耐性を強めていると考えられます。

【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29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(見通しの引き下げ)

- ✓ 弊社では引き続き、米国の金融環境の相対的な引き締めを予想しています。一方、先週の米ドルの上昇を受けて、対オーストラリアおよび欧州に対する同見通しをやや引き下げました。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年10月2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に対する弱気見通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。

「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、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縮小しました。先週の米投資適格社債市場では約150億米ドルの新規発行があり、年初来の合計は約9,740億米ドルとなっています。税制改革案の発表を受け、鉄道、航空、通信などの設備投資が大きく支払利息の少ない内需関連企業は恩恵を受けると考えられます。一方、各改革案の詳細は依然として不透明であり、負の影響も存在するため、社債市場への影響を注視しています。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。先週の米国ハイ・イールド社債市場では、約83億米ドルの新規発行があり、年初来の合計は約2,439億米ドルと前年同期比を8%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】



出所:ブルームバーグ 期間:2014年12月31日~2017年9月29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10月2日



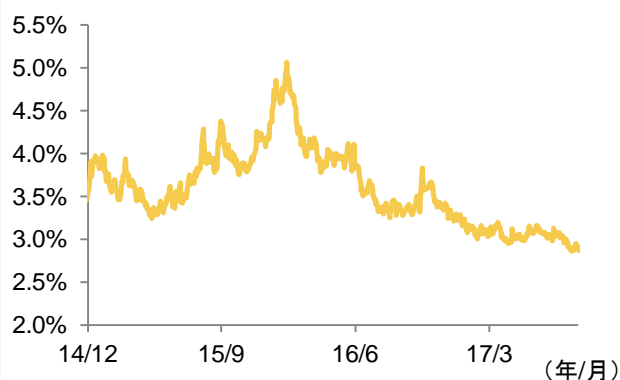
エマージング債券戦略

「米ドル建て債券: アルゼンチンに対する強気、中国に対する弱気見通し」

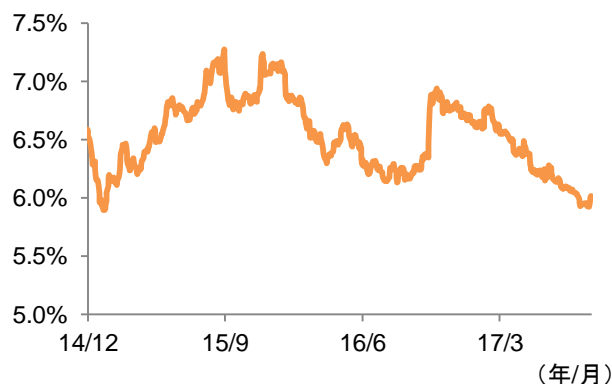
現地通貨建て債券: メキシコに対する強気、チェコに対する弱気見通し」

- ✓ ブラジルでは、8月の失業率が12.6%となり、前月の12.8%からさらに改善しました。同国の失業率は今年3月につけた13.7%をピークに改善を続けています。
- ✓ アルゼンチンでは、循環的な景気改善が続いており、直近発表された鉱工業生産および建築活動はそれぞれ前年同期比+5.1%、13%上昇しました。

【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】



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29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. <107590-OTU-615342>