

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年1月15日



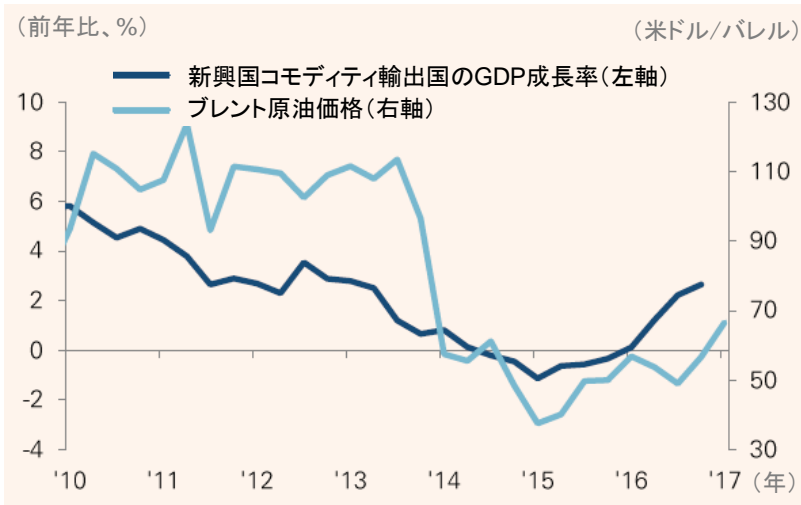
※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

## 今週の戦略要旨

- 米国では、12月の小売売上高は前月比0.4%増となり、コアCPI(消費者物価指数)は前月比0.28%増となりました。今回の結果は、弊社の米国金利上昇見通しを支持するものとなりましたが、今後の金融政策の行方を占う上では、今月末に発表されるコアPCE(個人消費支出)価格指数がより重要になると考えています。
- 先週、財政拡大を背景とした米国債発行ペースの増加懸念、FRB(米連邦準備制度理事会)による保有債再投資の削減に伴うバランスシートの縮小、中国の米国債購入停止報道、堅調な経済指標を受けて、米国10年金利は上昇しました。
- 日銀による国債買い入れオペ減額と、中国が為替レートのボラティリティを抑制させるために導入した「カウンターシクリカル要因」の影響を緩和したことを受け、米ドルはアジア通貨に対して下落しました。一方弊社では、これらの出来事は両地域における近い将来の金融政策変更を示唆するものではないと考えています。

## 今週のチャート「ブレント原油価格:過去3年で初となる70米ドル台に接近」

## 【コモディティ輸出国の経済成長率と原油価格の推移】



期間:2015年10月~2018年1月12日まで  
出所:ブルームバーグ、GSAM

- 左図は、エマージング市場におけるコモディティ純輸出国のGDP成長率とブレント原油価格の推移を示しています。
- ブレント原油価格は、2012年に金融危機後の高値である126米ドルを付けた後、2016年初には27米ドルまで落ち込みました。エマージング市場におけるコモディティ純輸出国のGDP成長率は原油価格と概ね連動して推移してきました。
- ブレント原油価格が過去3年間で初めて70米ドルに到達しようとしている中、足元の原油価格の回復はコモディティ純輸出国の経済成長に追い風となる可能性が高いと考えています。一方、米国を含む主要な先進国をはじめとしたコモディティ純輸入国にとっては向かい風となります。

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年1月15日



## デュレーション戦略(金利戦略:各国の金利動向を予想)

## 「米国金利の上昇、スウェーデン金利の小幅上昇、欧州と日本金利に対する中立の見通し」

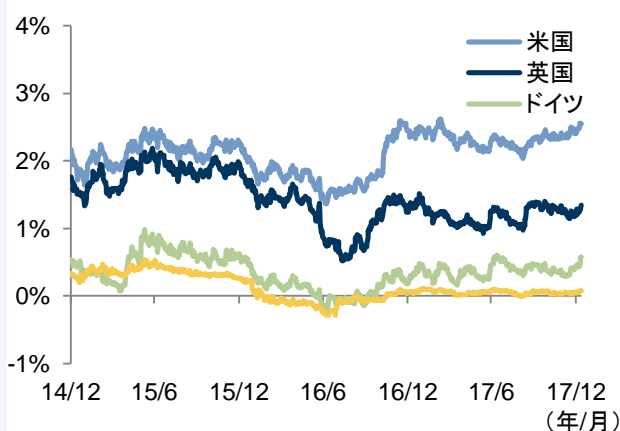
- 米国金利の上昇見通し
  - ✓ 税制改革法案成立を受けた米国債発行ペースの増加および中国の米国債購入停止報道などを背景とした需給環境の悪化懸念を受けて、米国金利が上昇しています。弊社では、米国金利は上昇すると見ております。
  - ✓ 足元の米国の経済活動とインフレ率は堅調であり、弊社では引き続きFRBは2018年に3回の利上げを実施すると見ています。12月の小売売上高は前月比0.4%増、コアCPIは前月比で0.28%増、前年同月比で1.8%増となりました。
- スウェーデン金利の小幅上昇見通し
  - ✓ 弊社は、スウェーデン金利が小幅に上昇すると見通しています。需給ギャップが縮小し、潜在成長率を上回る経済成長が続いており、目標インフレ率にも近づいていることから、スウェーデン中央銀行が現在の超緩和的な金融政策を続ける必要性が低下していると考えています。

## 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)

## 「他の先進国に対するカナダ金利の相対的な低下見通し」

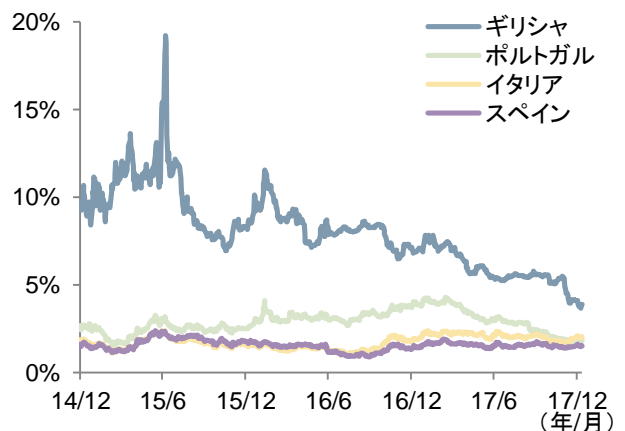
- 他の先進国に対するカナダ金利の相対的な低下見通し
  - ✓ 賃金上昇、失業率と不完全雇用率の低下に見られる好調な労働市場、経済指標の改善を受けて、今週のカナダ中央銀行の会合において、市場が織り込む利上げ確率は90%にまで上昇しました。
  - ✓ また、市場は今年3回以上の政策金利の引き上げを織り込んでいます。弊社は、堅調な国内経済を背景にカナダ中央銀行は金融引き締めを継続すると見ているものの、特に他の先進国市場と比較した場合、市場は金融引き締めのペースを過度に織り込み過ぎていると考えています。そのため、弊社は他の先進国に対するカナダ金利の相対的な低下を見通しています。

## 【先進国10年債金利】



期間:2014年12月31日~2018年1月12日、出所:ブルームバーグ

## 【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 2018年1月15日

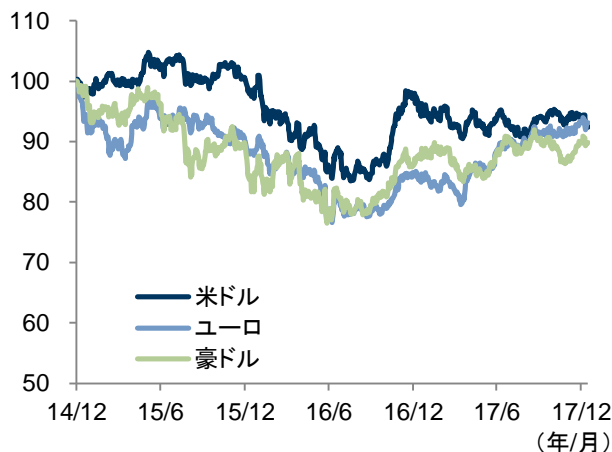


## 通貨配分戦略

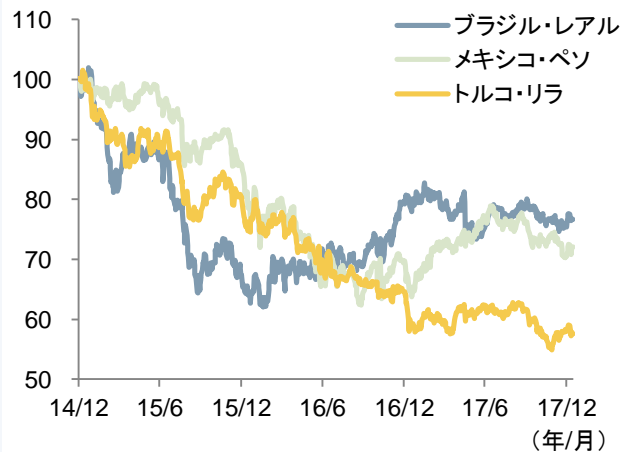
## 「エマージング通貨および景気感応度の高い欧州通貨の強気見通しを維持」

- エマージング通貨および景気感応度の高い欧州通貨の強気見通し(見通しを小幅引き下げ)
  - ✓ 弊社では、直近の上昇を受けて、景気感応度の高い欧州通貨と高利回りのエマージング通貨に対する強気見通しをやや引き下げました。
- 円の弱気見通し
  - ✓ 日銀による国債買い入れオペ減額を受け、イールドカーブ・コントロールを含む超緩和的な金融政策が修正されるとの思惑が市場に広がりました。しかし、弊社では、近い将来金融政策の修正が行われるとは考えておらず、直近の円高を受けて円の弱気見通しを引き上げました。
  - ✓ 中国は、人民元の基準値算出の際に用いる手法として昨年5月に導入した「カウンターシクリカル要因」の影響を緩和したようです。この報道の後、人民元高傾向が続きました。

## 【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)】



期間: 2014年12月31日~2018年1月12日(2014年12月31日を100として指数化)、出所: ブルームバーグ

## 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)

- 投資適格社債に対するエマージング通貨の上昇見通し
  - ✓ バリュエーションに割高感が見られる投資適格社債に対し、バリュエーションは概ね適正範囲であり世界経済の成長加速の恩恵を享受できるエマージング通貨を強気に見ています。
- 日本金利の低下および円安の見通し
  - ✓ 日銀の金融政策が修正されるとの思惑が市場に広がったことから、日本金利の上昇と円高が進みました。弊社では、近い将来金融政策の修正が行われるとは考えておらず、日本のリスク資産が堅調に推移していることから、短期的に日本金利の低下と円安を見込んでいます。

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年1月15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。特にジニーメイ(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

米投資適格社債のスプレッドは2017年のトレンドを引き継ぎ、年初来で縮小しています。弊社では、2018年1月の新規発行額を、過去平均と同等の約1,100億米ドルと見込んでいます。レパトリ減税による米国への資金還流のため、2018年の新規発行額は昨年と概ね同等もしくははやや減少すると予想しています。

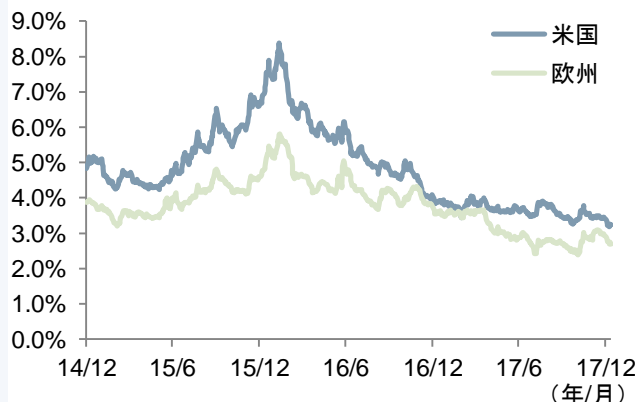
- ハイ・イールド社債に対する中立の見通し

先週、米国ハイ・イールド社債のスプレッドは概ね横ばいとなりました。2017年の米国ハイ・イールド市場では約3,281億米ドルの新規発行が行われ、前年比15%増加しました。弊社では、2018年を通じてスプレッドは僅かに拡大すると見えています。年前半にかけてはスプレッドの低下基調が続くものの、年末にかけてはデフォルト率の上昇と中央銀行の政策の転換によりスプレッドは拡大すると予想します。弊社の基本シナリオにおいては、加重平均ベースのデフォルト率は2018年にわずかに上昇するものの、長期平均の3.5%を下回る水準に留まると考えています。デフォルトについては、一部の発行体によるものであり、市場全体に広がる動きではないと予想しています。また、小売セクターに関しては引き続き厳しい環境が続くと考えます。

【投資適格社債スプレッド】



【ハイ・イールド社債スプレッド】



期間: 2014年12月31日~2018年1月12日、出所: ブルームバーグ

米国投資適格社債: ブルームバーグ・バ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・バ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・バ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・バ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 2018年1月15日

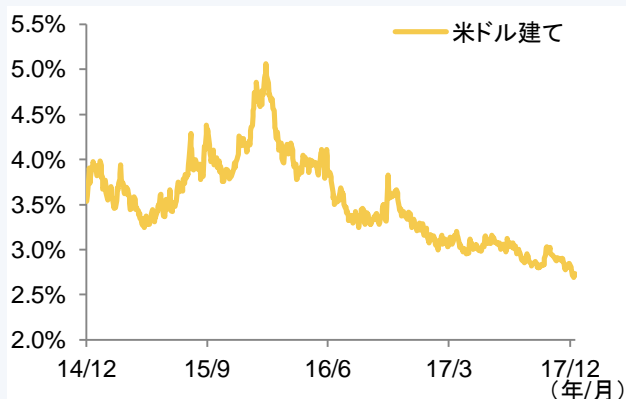


## エマージング債券戦略

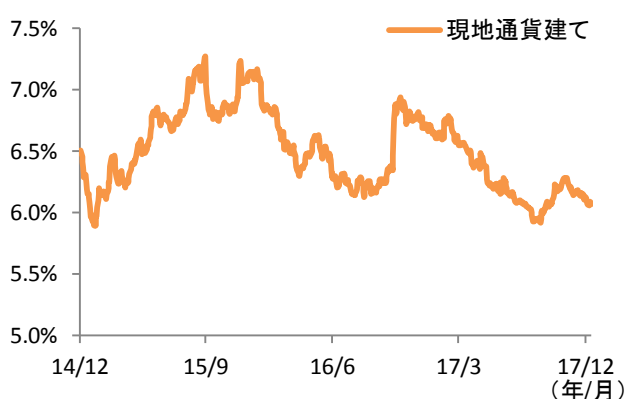
## 「米ドル建て債券に対して中立、現地通貨建て債券に対する強気見通し」

- ✓ エマージング市場では、アルゼンチン、トルコ、イスラエルおよびオマーンが外貨建て債券を発行するなど、年初からプライマリー市場での動きが目立ちました。
- ✓ また、原油価格の上昇を受けて、原油輸出国が多くを占めるサブサハラアフリカ(北部のサハラ砂漠以南の地域)諸国の外貨建て債券のスプレッドは縮小しました。

## 【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】



期間: 2014年12月31日~2018年1月12日、出所: ブルームバーグ、JPモルガン

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。

©2018 Goldman Sachs. All rights reserved. <118294-OTU-678380>