



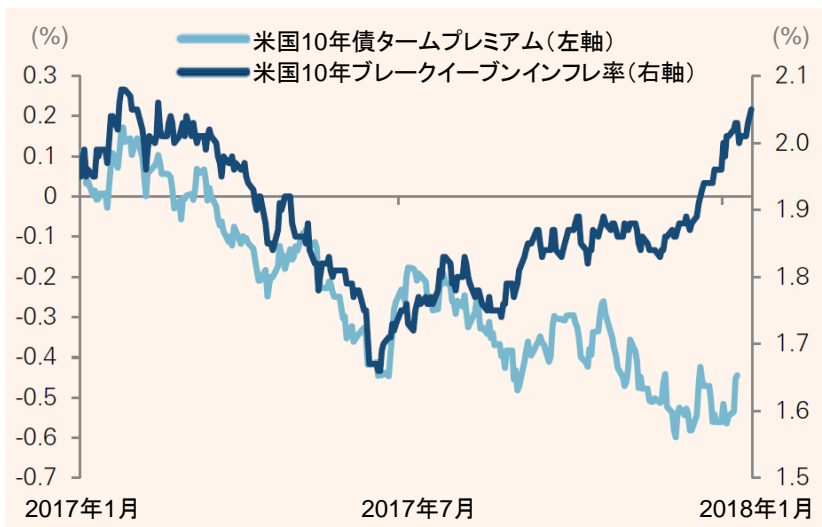
※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

今週の戦略要旨

- 英国の2017年12月のインフレ率は前年同月比3.0%の上昇となり、前月の3.1%から低下しました。弊社では、ポンド安がインフレに与える影響はピークを越えたと考えていますが、今後数ヶ月間でBoE(イングランド銀行)は利上げを行う可能性があると考えています。
- 先週、BoC(カナダ銀行)は0.25%の利上げを発表しました。ポロズ総裁は、同国の金融政策について「完全にデータ次第であり、昨年10月以降の経済指標は我々の想定を上回っている」と述べました。弊社では、BoCは今年さらなる利上げを行うと考えていますが、NAFTA(北米自由貿易協定)の交渉次第では、一時的に利上げが中断される可能性もあると考えています。
- 1月の米シカゴ大学消費者信頼感指数は、6カ月ぶりの低水準に落ち込みました。また、フィラデルフィア連銀製造業景況指数も前月から低下したものの、1月の経済指標は季節要因により弱含む傾向があることを考慮し、引き続き米国経済は堅調な状況にあると考えています。

今週のチャート「期待インフレ率の上昇とインフレに対する不確実性の低下」

【ブレイク・イーブン・インフレ率とターム・プレミアムの推移】



- 左図は、米国のブレイク・イーブン・インフレ率とFRB(米連邦準備制度理事会)の推計するターム・プレミアムの推移を示しています。10年ブレイク・イーブン・インフレ率は、原油高、米ドル安、税制改革法案成立およびインフレ対応資産に対する需要の高まりにより、2017年初の水準まで上昇しています。
- 一方、10年ターム・プレミアムは歴史的な水準まで低下しています。これは、インフレに対する不確実性の低下によるものだと考えられます。
- 弊社では、FRBは市場価格から算出されるインフレ期待よりも、調査に基づくインフレ期待(経済指標)を重視しているため、足元のブレイク・イーブン・インフレ率の変動がFRBの金融政策に影響を及ぼすとは想定していません。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年1月22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

- ✓ 1月の米ミシガン大学消費者信頼感指数は、前月から1.5ポイント低下し94.4ポイントとなりました。また、フィラデルフィア連銀製造業景況指数も前月から5.7ポイント低下し、22.2ポイントとなりました。弊社では、1月の経済指標は季節要因により弱含む傾向があることを考慮し、引き続き米国経済は堅調な状況にあると考えています。弊社では、FRBは2018年に3回の利上げを行うと予想している一方、市場では2019年末にかけて3回の利上げしか織り込まれていません。したがって、米国金利は上昇すると予想します。

● スウェーデン金利の小幅上昇見通し

- ✓ 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。そのため弊社は、スウェーデン金利が小幅に上昇すると見ています。

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ユーロ圏金利の相対的な低下見通し」

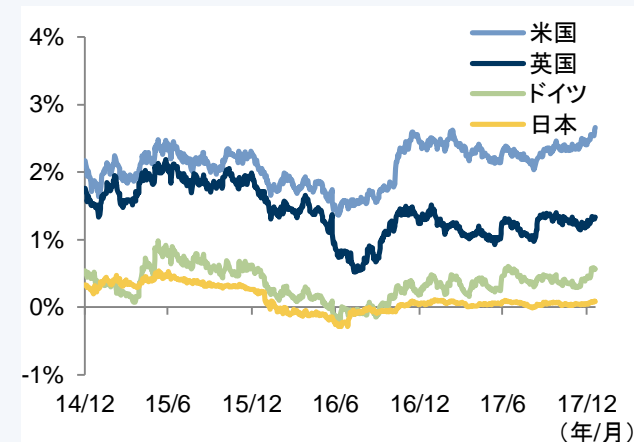
● 他の先進国に対するユーロ圏金利の相対的な低下見通し

- ✓ 2017年12月のECB(欧州中央銀行)理事会の議事要旨が公表され、2018年の早い段階でフォワード・ガイダンスの見直しが検討されていることが明らかとなりました。議事要旨の公表を受けて、市場ではタカ派的な反応が見られたものの、その後のECB高官によるハト派的な発言を受けて、この動きは一時的なものに収まりました。弊社では、コア・インフレ率に上昇の兆しが見られないことから、ユーロ圏の政策金利は当面現行の水準が維持されると考えています。政策金利引き締めがより早期に実施されると考えられる他の先進国に対して、ユーロ圏の金利は相対的に低下すると見ています。

● 他の先進国に対する英国金利の相対的な上昇見通し

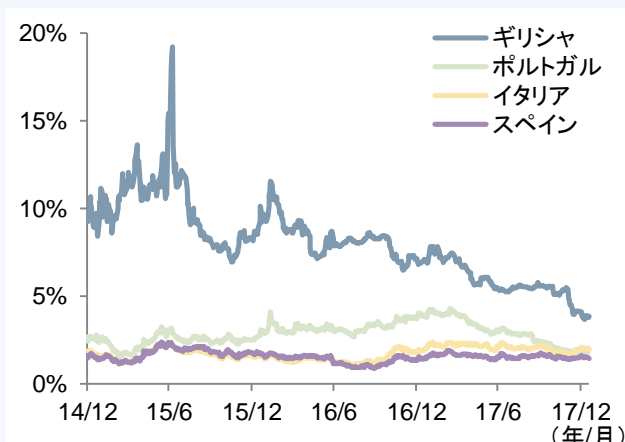
- ✓ 英国の2017年12月のインフレ率は前年同月比3.0%の上昇となり、前月の3.1%から低下しました。また、コア・インフレ率は過去5年の最高値であった2.7%から2.5%に低下しました。原油価格は引き続きインフレ上昇圧力となっているものの、航空運賃の低下が今回のインフレ減速の主な要因だと考えています。弊社では、ポンド安がインフレに与える影響はピークを越えたと考えていますが、今後数ヶ月間でBoEは利上げを行う可能性があると見ています。

【先進国10年債金利】



期間:2014年12月31日~2018年1月19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22日

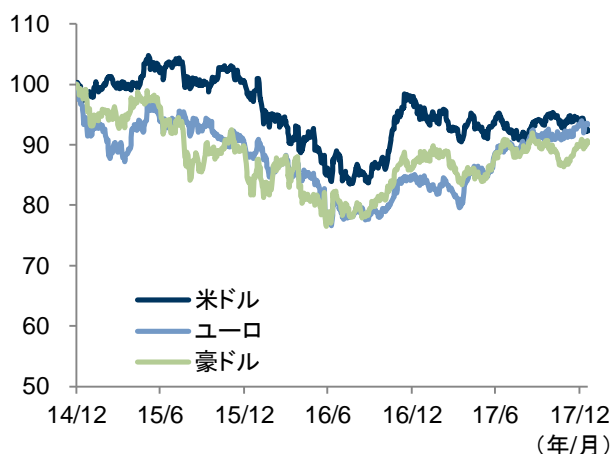


通貨配分戦略

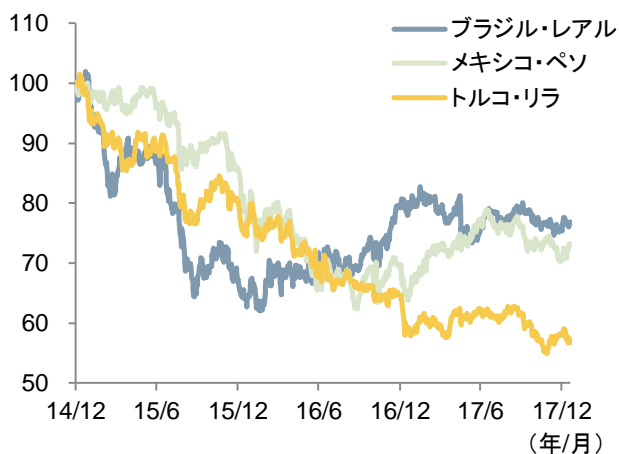
「エマージング通貨および景気感応度の高い欧州通貨の強気見通しを維持」

- 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
 - 2017年、米ドルは多くの先進国通貨およびエマージング通貨に対して下落しました。経常赤字の拡大と税制改革法案の成立がFRBによる利上げの影響を相殺するため、弊社は米ドル安の流れは2018年も継続すると考えます。
 - ECB理事会の議事要旨を受けたタカ派的な反応と欧州株式市場への資金流入を受けて、米ドルに対してユーロが上昇しました。弊社では、米ドルに対するユーロの上昇を見込んでいますが、インフレの加速がより早期に現れると考えている景気感応度の高い欧州通貨（スウェーデン・クローナ、ノルウェー・クローネ等）はユーロに対して上昇すると見えています。

【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）】



期間：2014年12月31日～2018年1月19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）

- 米国株式に対する欧州株式の強気見通し
 - 潜在成長を上回る経済成長率や低ボラティリティといった良好なマクロ環境が下支えとなり、リスク資産は堅調に推移しています。一方、労働市場の逼迫化、需給ギャップの縮小、インフレ上昇の兆候などを背景として、世界的に金融政策の正常化見通しが高まっていることから、国債利回りは上昇しています。
 - 欧州株式は米国株式に対して出遅れている一方、2017年12月のユーロ圏のCAI（経済活動指数）は2000年来の高水準を記録しました。弊社では、米国株式に対して欧州株式が相対的に上昇すると見えています。
- ユーロ圏に対するポーランドの相対的な金融環境引き締め見通し
 - 弊社では、ユーロ圏に対してポーランドの金融環境が相対的に引き締めると考えています。したがって、ユーロ圏に対するポーランドの金利上昇およびポーランド・ズロチの相対的な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 2018年1月22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、FRBIによるバランスシート縮小および季節性による住宅販売の増加が、特に今年の後半にかけて同資産の逆風になると予想しており、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。

「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小幅に縮小しました。年初来で、米投資適格社債市場では650億米ドル、欧州では320億ユーロの新規発行が行われました。良好なマクロ背景、企業収益の拡大、過去対比で保守的な企業行動は引き続き投資適格社債市場の下支えとなりますが、スプレッドが大きく縮小し過去最低水準に位置していることから、リスクは下方に偏っていると考えています。

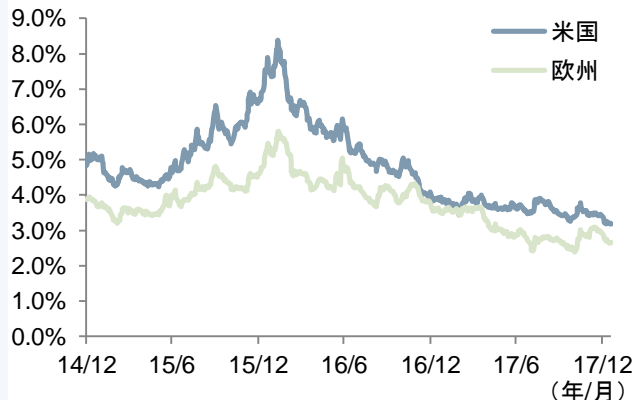
- ハイ・イールド社債に対する中立の見通し

先週、米国ハイ・イールド社債のスプレッドは小幅に縮小しました。先週、米国ハイ・イールド市場では12件、計76億米ドルの新規発行が行われました。

【投資適格社債スプレッド】



【ハイ・イールド社債スプレッド】



期間: 2014年12月31日~2018年1月19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・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 2018年1月22日

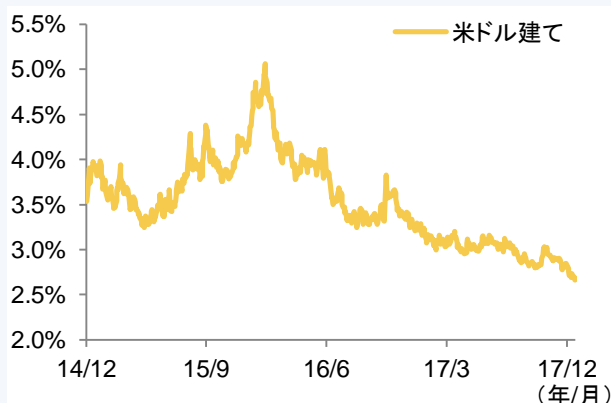


エマージング債券戦略

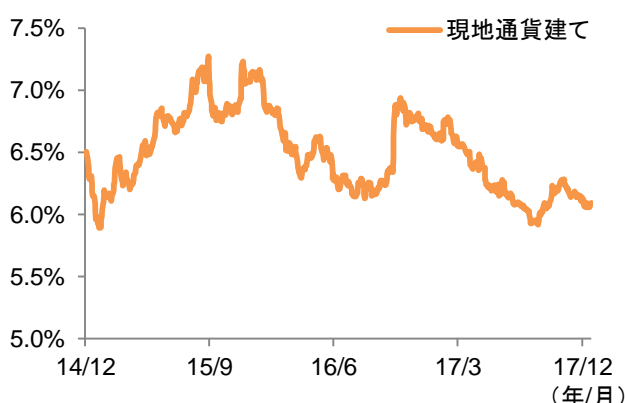
「米ドル建て債券に対して中立、現地通貨建て債券に対する強気見通し」

- ✓ 2017年10-12月期の中国のGDP成長率は前年比6.9%となりました。
- ✓ 一方、2017年12月の経済指標は強弱入り混じる内容となりました。鉱工業生産は前年同月比6.2%増と市場予想を0.1%上回った一方、小売売上高は前年同月比9.2%増と市場予想の同10.2%増を下回りました。

【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19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. <119155-OTU-683535>