

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年2月13日



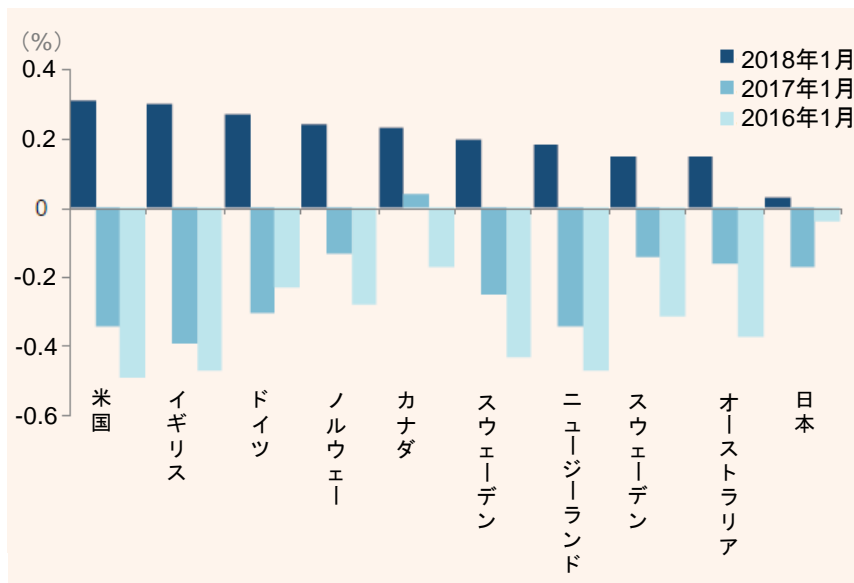
※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

## 今週の戦略要旨

- 弊社では、テクニカルな要因が先週の株式市場におけるボラティリティ急騰を引き起こしたと考えており、マクロ経済に重大な変化は見られません。これは、社債やエマージング債券等の他のリスク資産の価格変動が比較的抑制されていたという点にも裏付けられています。
- 先週RBA(オーストラリア準備銀行)・RBN(ニュージーランド準備銀行)・BoE(イングランド銀行)は、金融政策の現状維持を決定しました。いずれも世界経済を取り巻く環境について楽観的な見方を示した一方、金融政策に対する見通しは様々でした。オーストラリアとニュージーランドでは年末にかけて緩和的な金融政策が維持されると見ている一方で、英国ではブレグジットにおける交渉で先行きは左右されるものの、金融引き締めの方角で進むと見込まれます。
- エマージング通貨のパフォーマンスが堅調であることと、米ドル安が足元行き過ぎていると見ているため、弊社はエマージング通貨高見通しと米ドル安見通しを引き下げました。同様の理由で、米国の投資適格社債に対するエマージング通貨の強気見通しを引き下げました。

### 今週のチャート「世界的に上昇する国債利回りー高ボラティリティ頻発の引き金となるか？」

#### 【10年債利回りー1月の年別変化幅の比較】



- 左図は、過去数年における1月の国債利回り変化幅を示しており、2018年は主要先進国市場で幅広く国債利回りが上昇したことが見て取れます。
- 先週の株式市場の下落はテクニカル要因によって増幅されたと見えますが、米国の賃金が堅調に推移している中、弊社では金利上昇の引き金となり得る要因を探っています。
- 弊社では、予想よりも早期の金融引き締めを示唆する可能性のある経済指標に対し、市場の注目度が高まりつつある中で、昨年低迷していたインフレが反転するかどうかを綿密に注視しています。

時点: 2018年1月末  
出所: マクロボンド

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年2月13日



## デュレーション戦略(金利戦略:各国の金利動向を予想)

## 「米国金利の上昇見通し、スウェーデン金利の小幅上昇見通し、ユーロ圏金利の小幅低下見通し」

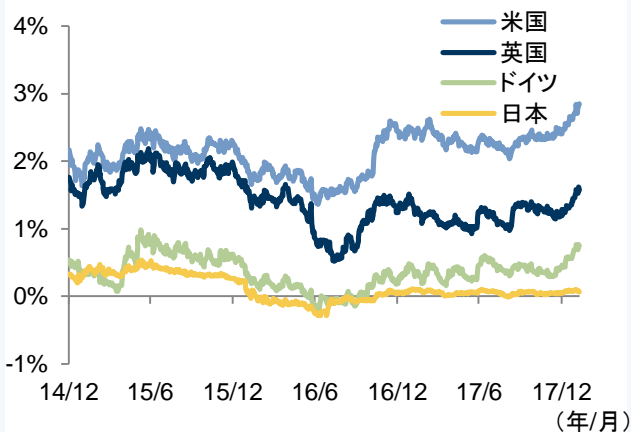
- 米国金利の上昇見通し
  - ✓ 米国のISM(米供給管理協会)製造業景気指数は12月の59.7から1月は59.1に小幅に下落し、ISM非製造業景気指数は12月の55.9から1月は59.9に上昇しました。ISM非製造業景気指数は依然として高水準で、2005年8月以来の最高値に達しました。
  - ✓ 堅調な世界経済、賃金上昇、労働市場の逼迫による物価上昇圧力を背景に、またFRB(米連邦準備制度理事会)の利上げを市場が過小評価していることを考慮し、弊社は依然として米国金利は上昇すると見ています。
- スウェーデン金利の小幅上昇見通し、ユーロ圏金利の小幅低下見通し
  - ✓ スウェーデンでは、需給ギャップが縮小し、目標インフレ率に達しそうなことから市場が織り込んでいるより早く金利引き締めが実施されると弊社は見ています。一方で、ユーロ圏のインフレ率は市場予想に対し下振れすると見ており、ECB(欧州中央銀行)は金融緩和を継続すると見ています。
  - ✓ 弊社はスウェーデン金利の小幅上昇を見込んでおり、ユーロ圏金利の小幅低下を見込んでいます。

## 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」

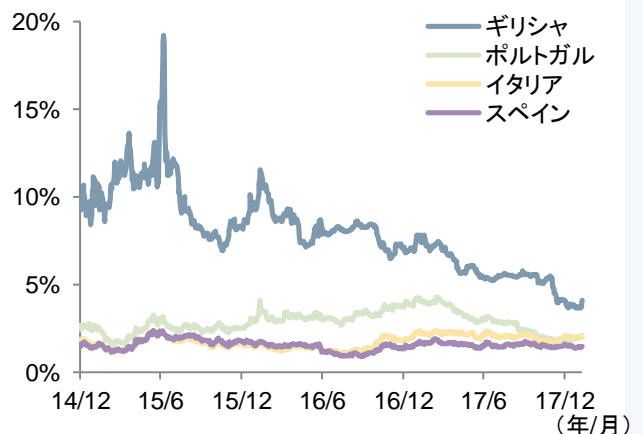
- 米国金利の上昇見通し
  - ✓ 株式市場の下落にもかかわらず、債券市場の動きは比較的抑制されており、米国と他の先進国間に特筆すべき乖離は見られませんでした。
- 日本金利の上昇見通し
  - ✓ 世界的な金利上昇につられた日本の金利水準を引き下げするため、日本銀行は、日本国債の無制限購入を実施し、イールドカーブ・コントロール政策に対する継続の意思を表明しました。

【先進国10年債金利】



期間:2014年12月31日~2018年2月9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2月13日

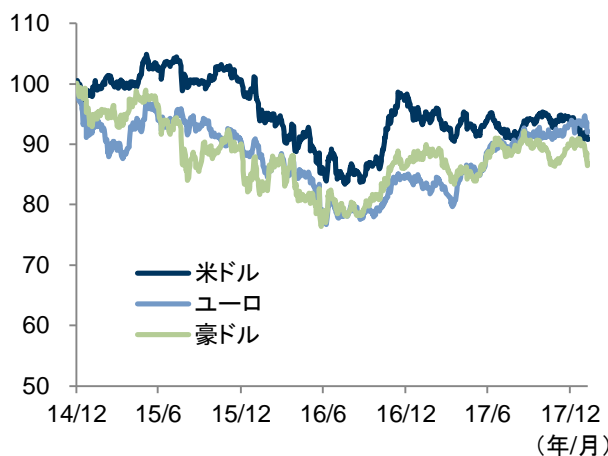


## 通貨配分戦略

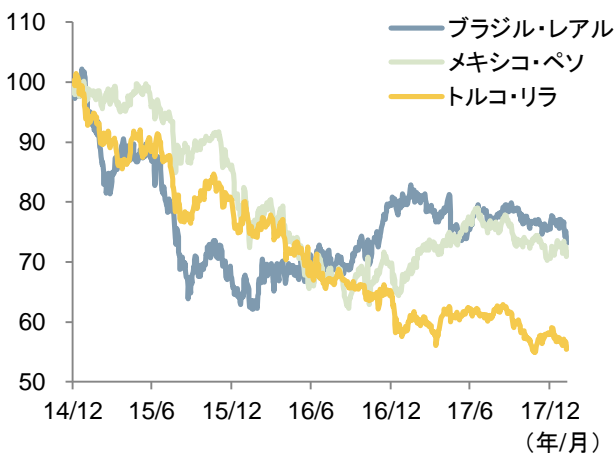
## 「エマージング通貨および景気感応度の高い欧州通貨の強気見通しを維持」

- 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
  - ✓ 弊社は引き続き米ドルに対してエマージング通貨、ユーロに対して欧州周辺国通貨を強気に見ている一方で、先進国通貨に対して米ドルを弱気に見ています。
  - ✓ 歴史的にみられる短期金利差と交易条件との関係性を背景に、米国の実質金利の変化に対して足元の米ドル安が行き過ぎているとみて、米ドル安見通しを引き下げました。
  - ✓ エマージング通貨高見通しをやや引き下げました。

## 【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2月9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の引き下げ
  - ✓ 弊社では、エマージング通貨の良好なパフォーマンスを受けて、米国の投資適格社債に対するエマージング通貨の強気見通しを引き下げました。

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年2月13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、株式市場と比較して、米国および欧州の投資適格社債の下落幅は限定的なものに留まりました。弊社では、米国企業が税制改革法によってもたらされたキャッシュ・フローをどのように費やすかについて、企業のガイダンスを綿密に注視しています。

- ハイ・イールド社債に対する中立の見通し

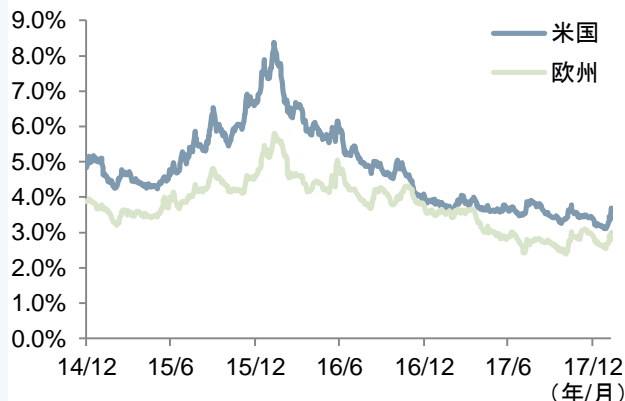
✓ 市場のリスク回避の動きを受けて、先週の米国ハイ・イールド社債市場では、低格付け銘柄が劣後する展開となりました。

✓ また、米国バンクローン市場の下落は限定的となり、足元のボラティリティの高まりに対する耐久性を示しました。

【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2月9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2月13日

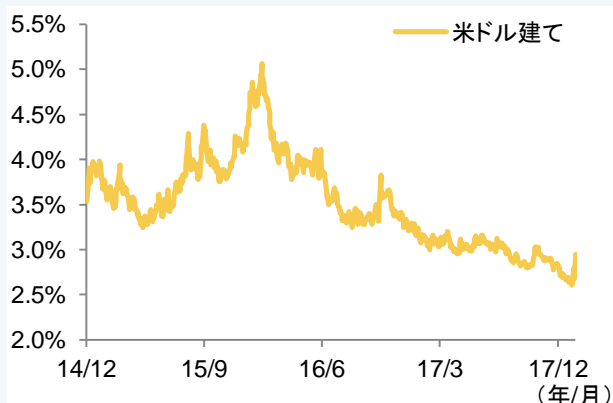


## エマージング債券戦略

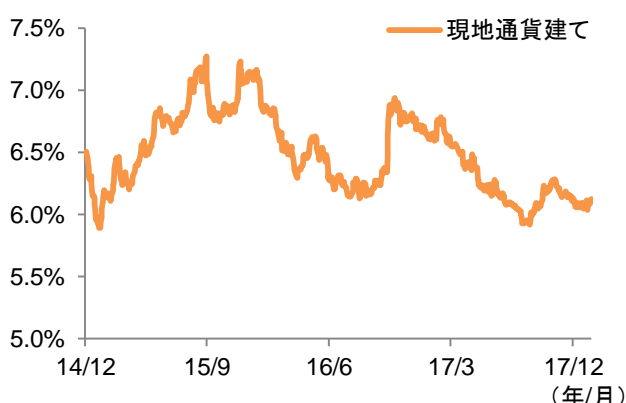
## 「米ドル建て債券に対して中立、現地通貨建て債券に対する強気見通し」

- ✓ エマージング資産は全般に値下がりがりしたものの、これまでのボラティリティ急騰時と比較して、下落幅は限定的なものに留まりました。
- ✓ これは、リスク資産の下落がテクニカル要因によってもたらされたものであることに加えて、エマージング諸国とグローバルのマクロ環境が改善しているためだと考えられます。

## 【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】



期間：2014年12月31日～2018年2月9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. <121736-OTU-699359>