

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年8月6日



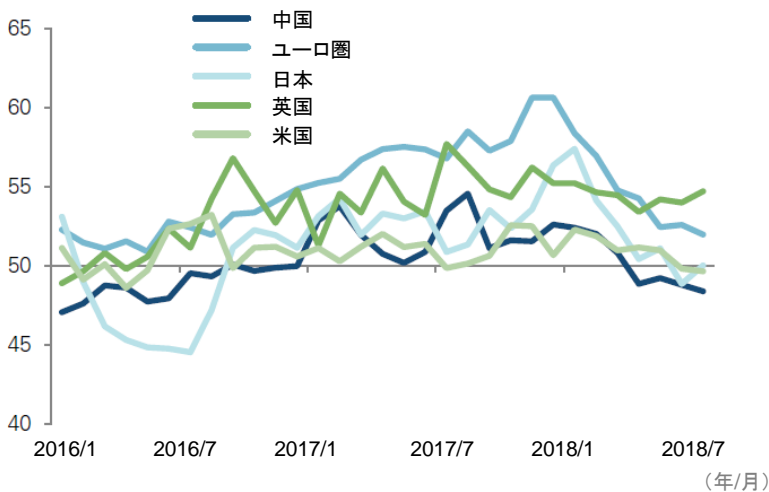
※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

## 今週の戦略要旨

- 先週のBoJ(日本銀行)の会合は、政策の変更を予想していた投資家にとっては期待外れのイベントとなりました。マイナス金利、量的緩和、イールドカーブ・コントロールといった現行の政策に大きな変更はなく、一部微調整が加えられる程度にとどまりました。例えば、従来は10年債利回りを0%付近で維持しつつ、上下0.1%の変動を許容するとの方針でしたが、変動幅を2倍の上下0.2%程度まで許容するとの考えが示されました。政策の微調整に関して、BoJの意図は緩和的な政策をより長期間継続させることであると弊社では考えています。
- FRB(米連邦準備制度理事会)も先週の会合で、政策金利を現行の水準で据え置くことを決定した一方、これまで経済に対して楽観的な認識を示していたことに沿って、声明文における景気判断を上方修正しました。堅調な経済活動に加え、FRBの注目している賃金上昇やインフレが昨年よりも改善していることなどから、9月の利上げが正当化されると考えています。弊社では市場に織り込まれているよりも早いペースで金融引き締めが行われると予想していることから、米国の短期金利が上昇すると見えています。
- BoE(イングランド銀行)の会合では、全会一致で政策金利を0.75%へ引き上げることが決定されました。政策者らは経済の需給の引き締めまりが賃金上昇の兆候であることを強調し、経済が想定通り成長していく場合、引き続き金融引き締めを行うべきであるとの認識を示しました。ブレグジットを巡る交渉が順調に進んだ場合、2019年4-6月期に再び利上げが行われると予想しています。

## 今週のチャート「輸出減速が示唆すること: 経済成長減速? 貿易摩擦?」

## 【製造業PMI\*(購買担当者景気指数) 新規輸出受注】



期間: 2016年1月~2018年7月 出所: マクロポンド  
\*PMI: 値が50を上回れば景況感の改善を示します

- 米中間の貿易摩擦を巡る関係は悪化しつつあります。先週、米国は中国の2,000億米ドル相当の製品に対する関税の税率を10%から25%に引き上げることを示唆しました。中国商務省はこれに対し、新たに600億米ドル相当の米国製品に関税を課すとの報復措置を発表しました。
- 今週は中国の7月貿易統計の発表が予定されています。左図から分かる通り、製造業PMIの構成要素である新規輸出受注が低下しており、中国の輸出の伸びの鈍化を示唆しています。
- 同指標が多くの主要国で低下していることを踏まえると、輸出鈍化が保護貿易的な政策と、2018年初来の世界経済成長の減速のどちらを反映しているか明らかではありません。さらに、米国の中国製品に対する関税対象は中国の輸出全体のわずかな割合にとどまっています。

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年8月6日



## デフレーション戦略(金利戦略:各国の金利動向を予想)

## 「米国金利の上昇見通し、スウェーデン金利と欧州金利の小幅上昇見通し」

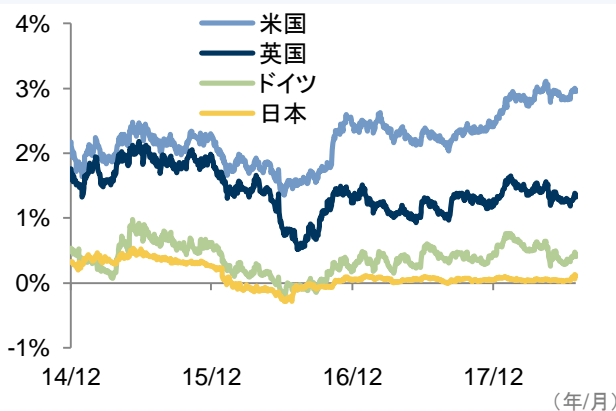
- ✓ 米国GDP成長率は前期比年率で+4.1%と堅調な値を示しました。個人消費が同+0.5%から+4.0%に加速したことに加え、企業の設備投資も堅調な結果となりました。労働市場も引き続き良好で、7月の非農業部門雇用者数は市場予想を下回ったものの、+20万人以上増加した5、6月に続いて+15.7万人増加となりました。
- ✓ 先週、BoJの会合で金融政策方針に大きな変化が見られなかったことと同様に、FRBも政策金利を現行の水準で据え置くことを決定しました。一方、BoJとは対照的に、FRBは堅調な国内経済を背景に、声明文における景気判断を上方修正しており、弊社では9月利上げを後押しする内容であったと見ています。パウエル議長を含む複数の政策者は足元数カ月の貿易摩擦を巡る動きに対して懸念を示したものの、堅調な米国経済を背景に悪影響は限定的になると予想されていることから、緩やかなペースではあるものの今後1年程度にわたり漸進的な利上げが行われると見ています。

## 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)

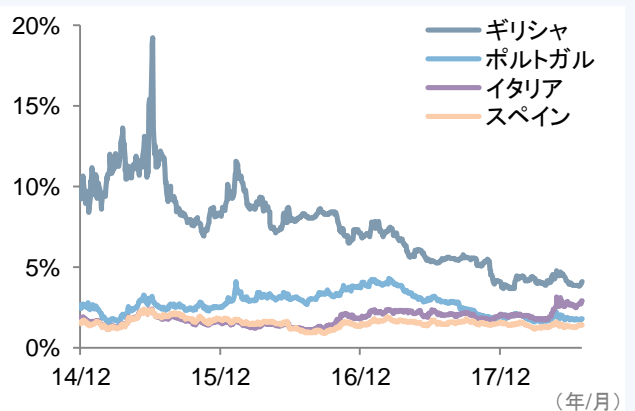
## 「他の先進国に対するユーロ圏の金利低下見通し」

- ✓ BoJは先週の会合で基本的な金融政策方針を変更しなかったものの、一部微調整を加えました。政策の微調整に関して、BoJの意図は、緩和的な政策をより長期間継続させることであると弊社では考えています。具体的には、従来は10年債利回りを0%付近で維持しつつ、上下0.1%の変動を許容するとの方針でしたが、変動幅を2倍の上下0.2%程度まで許容するとの考えが示されました。また、資産買い入れについてより柔軟性を持たせるとの方針も示されました。
- ✓ BoJは金融政策に対する市場の予想をコントロールするため、政策金利に関してフォワード・ガイダンスを導入し、当分の間、現在の極めて低い短期金利および長期金利の水準を維持するとの姿勢を見せました。このほか、2018年のインフレ見通しを1.3%から1.1%に、2019年の同見通しを1.8%から1.5%に、2020年の同見通しを1.8%から1.7%に下方修正したことも、ハト派のと受け止められた要因となりました。政策者らは引き続き、経済の拡大トレンドが継続するに従い、インフレ率が上昇するとの見方を示したものの、黒田総裁の就任中で初めて、インフレ率が目標の2%に到達するためには「これまでの想定よりも時間がかかる」との認識を示しました。
- ✓ BoEの会合では、全会一致で政策金利を2008年金融危機以降の最高水準となる0.75%へ引き上げることが決定されました。政策者らは経済の需給の引き締めりが賃金上昇の兆候であることを強調し、経済が想定通り成長していく場合、引き続き金融引き締めを行うべきであるとの認識を示しました。ブレグジットを巡る交渉が順調に進んだ場合、2019年4-6月期に再び利上げが行われると予想しています。

## 【先進国10年債金利】



## 【欧州周辺国10年債金利】



期間:2014年12月31日~2018年8月3日、出所:ブルームバーグ

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年8月6日



## 通貨配分戦略

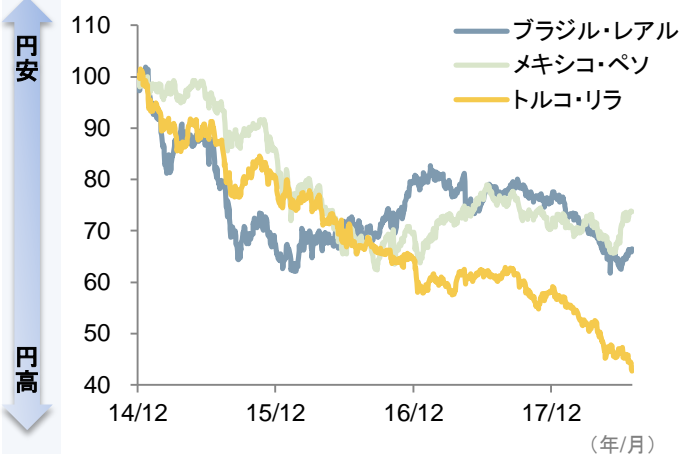
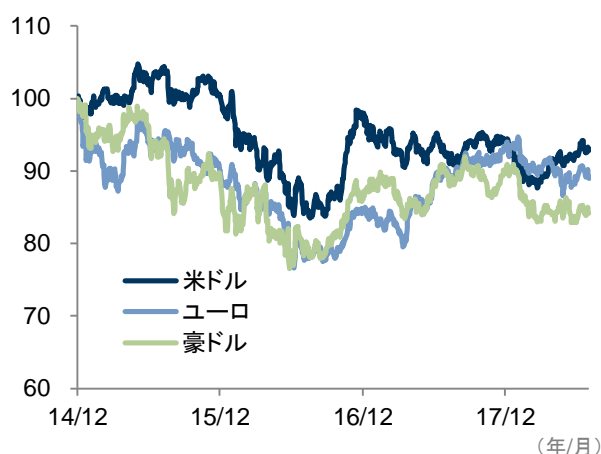
## 「米ドルに対する新興国通貨の上昇見通し」

- 米ドルに対する新興国通貨の上昇見通し

- ✓ 米ドルの日中のボラティリティ(変動性)は依然として高い水準にありますが、足元数週間は他の先進国通貨に対してレンジ内で推移しています。7月、ユーロに対しては歴史上3番目に狭い変動レンジを記録したほか、ニュージーランド・ドルに対しては2003年以降最小のボラティリティとなりました。
- ✓ トランプ大統領とEU(欧州連合)のユンケル欧州委員長は、米国とEU間で自動車を除く工業製品に関して、関税やその他障壁を取り除く交渉を進めることで合意しました。この合意を背景に、ユーロ圏の経済の変化に対して感応度の高いスウェーデン・クローナやポーランド・ズロチ、ハンガリー・フォリントを含む複数の通貨が上昇しました。この流れを受け、同通貨の上昇見通しを引き下げました。

## 【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8月3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)

- 原油輸出国通貨の上昇見通し

- ✓ 原油価格上昇と比較して、ノルウェー・クローネなどの原油輸出国通貨は上昇幅が限定的にとどまっていると見ています。この原油価格と原油輸出国通貨の動きは収束すると考えており、ノルウェー・クローネの上昇もしくは原油価格の安定を予想しています。

- スウェーデンの金融環境引き締め見通し

- ✓ ユーロ圏に対して、スウェーデンの金融環境が引き締まると見ており、同国の通貨と金利が上昇すると予想しています。ただし、足元スウェーデン・クローナが上昇したことを受け、同通貨の上昇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8月6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

## 「投資適格社債に対するやや強気の見通し、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)」

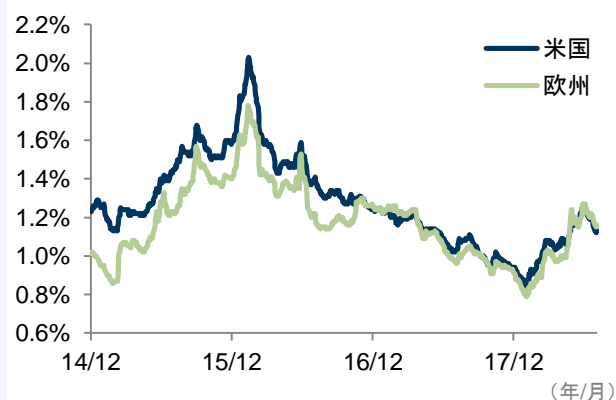
- 投資適格社債に対するやや強気の見通し

- ✓ 7月の米国投資適格社債市場は、良好な4-6月期決算に加え、新規発行増や政治を巡る不透明感などの悪影響が落ち着いたことを背景に、堅調なパフォーマンスとなりました。

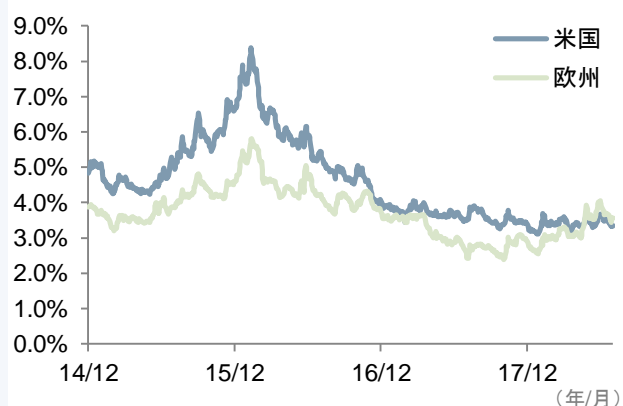
- ハイ・イールド社債に対する中立の見通し

- ✓ 7月、米国ハイ・イールド社債市場は年初来で最も良好な月間のパフォーマンスを記録しました。特に過去数ヶ月は新規発行が限定的であったことが追い風となりました。2010年以降の7月の平均新規発行額210億米ドルに対し、今年7月はわずか66億米ドル程度にとどまりました。

【投資適格社債スプレッド】



【ハイ・イールド社債スプレッド】



期間: 2014年12月31日~2018年8月3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8月6日



## エマージング債券戦略

## 「外貨建て債券に対するやや強気の見通し、現地通貨建て債券に対する強気見通し」

- ✓ パキстанは財政収支と経常収支とともに赤字を抱えており、その規模も足元で拡大しています。同国の中央銀行は外貨準備を使い果たしてしまったほか、資源輸入国であることから原油高が経済成長に対して重石となる可能性があります。このようにマクロ環境は厳しい状況にあるものの、先日の選挙の結果を受け、IMF(国際通貨基金)から支援が受けられる可能性が高まったと見ています。同国は国有企業の民営化など、IMFからの支援を受けるための体制作りへと動き出しています。
- ✓ マクロ環境や政治動向は望ましい状況とは言えないものの、弊社ではエマージング社債の個別銘柄に投資機会を見出しています。

## 【外貨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8月3日、出所:ブルームバーグ、JPモルガン

外貨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. <139454-OTU-806505>