



※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、FRB(米連邦準備制度理事会)およびECB(欧州中央銀行)は世界経済を巡るリスクが高まっていることを受け、緩和的な政策を行う意向を示しました。FRBは、米国の景気拡大を継続させるため、「適切に対応する」と述べたほか、ECBのマリオ・ドラギ総裁は、マクロ環境に改善がみられない場合は追加緩和が必要になると発言しました。
- 弊社では、米国で今年中に「保険的」利下げが行われると予想しています。ただし、その時期や大きさに関しては不確実であり、米中貿易摩擦の動向に依存すると考えています。貿易摩擦が激化した場合、早ければ今年夏に0.50%の利下げが行われる可能性もあるとみています。欧州についても、貿易摩擦などを受け、さらなる利下げや資産買い入れなどの追加緩和策が実施される可能性があると考えています。
- 過去平均並みの経済成長、政策による下支えがありつつも、貿易摩擦を巡る不透明感が継続する状況を踏まえ、クレジット資産、国債の両方に投資妙味を見出しています。
- 米国金利の絶対的な水準に対しては、中立の見通しです。貿易摩擦が解決に向かった場合、米国の利下げ幅は市場が織り込むよりも限定的になるとみている一方、貿易摩擦が激化した場合は市場予想よりも大幅な利下げが行われる可能性もあると考えています。

## 今週のチャート「金融政策正常化は終わりを迎えるか？」

### 【G10諸国の政策金利】



期間: 2005年~2020年(市場の織り込む水準は2019年6月21日時点) 出所: マクロボンド、GSAM、ブルームバーグ

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2019年6月24日



## デュレーション戦略(金利戦略:各国の金利動向を予想)

## 「米国金利に対する中立見通し」

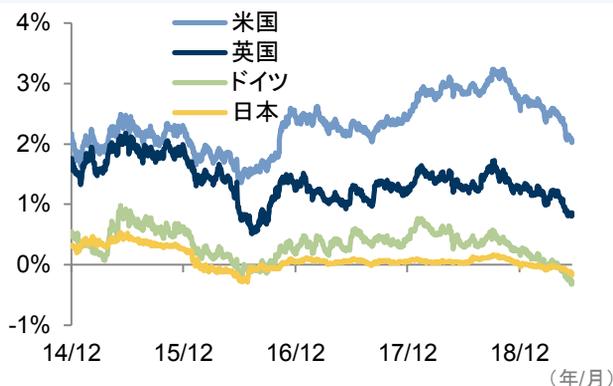
- ✓ 先週、FRBは、米国の景気拡大を継続させるため、「適切に対応する」と述べました。明確にハト派化が読み取れる部分としては、声明文において、金融政策に対して我慢強い姿勢を維持する旨の文言が削除されたことや、ドット・チャートにおける政策金利見通しが挙げられます(当局者のうち8人が今年少なくとも0.25%の利下げ、その8人のうち7人が今年0.50%の利下げを予想)。
- ✓ 弊社では、米国の低位にとどまるインフレおよびインフレ期待、海外需要の減退に伴う経済成長見通しの悪化、中立金利を巡る不確実性などの構造的要因を背景に、FRBは金融緩和を行うと予想しています。
- ✓ 米国で今年中に「保険的」利下げが行われると予想しています。ただし、その時期や大きさに関しては不確実であり、米中貿易摩擦の動向に依存すると考えています。貿易摩擦が激化した場合、早ければ今年夏に0.50%の利下げが行われる可能性もあるとみています。

## 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)

## 「スウェーデン、ノルウェーに対するユーロ圏の金利低下見通し」

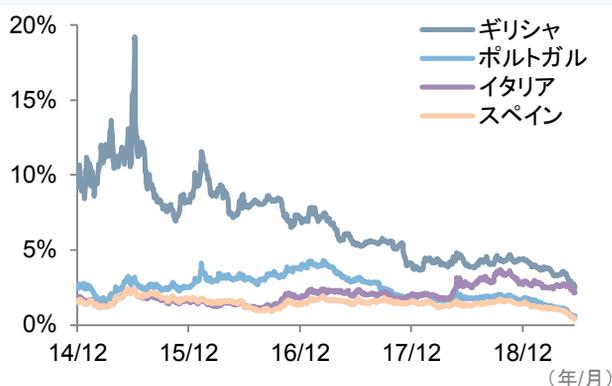
- ✓ 先週行われたECB年次フォーラムにおいて、ドラギ総裁は、経済成長下振れリスクの高まりが既に軟調なインフレに対して重石となることを踏まえ、マクロ環境に改善がみられない場合は、早ければ7月にも追加緩和が必要になると発言しました。
- ✓ 同域の金融緩和はフォワード・ガイダンスの変更、利下げ、量的緩和によって行われると考えています。弊社では、ユーロ圏の金利がスウェーデンやノルウェーの金利に対して低下すると予想しています。また、今回の景気サイクルにおいて、ユーロ圏の政策金利がプラス圏に達する可能性は引き続き低いとみています。

【先進国10年債金利】



期間:2014年12月31日~2019年6月21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 2019年6月24日

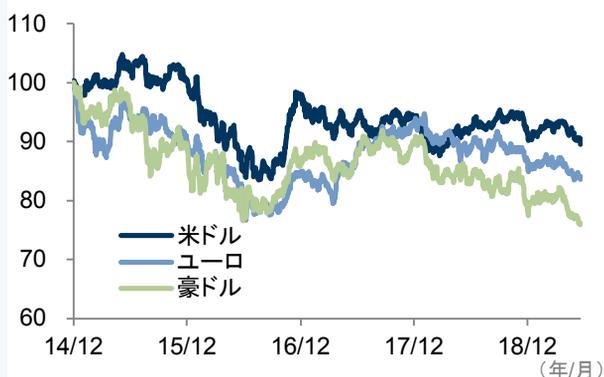


## 通貨配分戦略

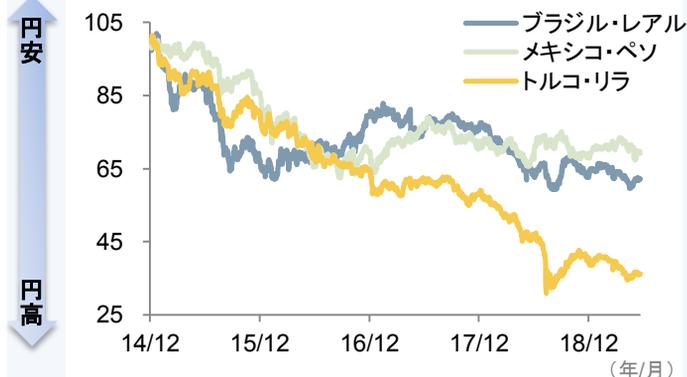
## 「ユーロおよび米ドルに対する弱気の見通し」

- ✓ 弊社では、資源価格の上昇、相対的に堅調な経済成長、中央銀行目標付近のインフレ率、需給ギャップのタイト化などを背景に、米ドルやユーロに対してノルウェー・クローネやスウェーデン・クローナなどの欧州周辺国通貨を強気にみています。

## 【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)】



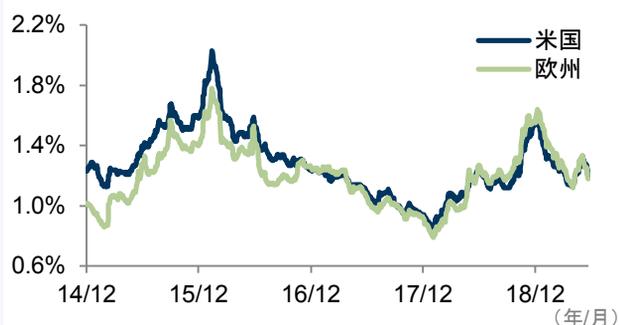
期間: 2014年12月31日～2019年6月21日 (2014年12月31日を100として指数化)、出所: ブルームバーグ

## コーポレート・クレジット戦略

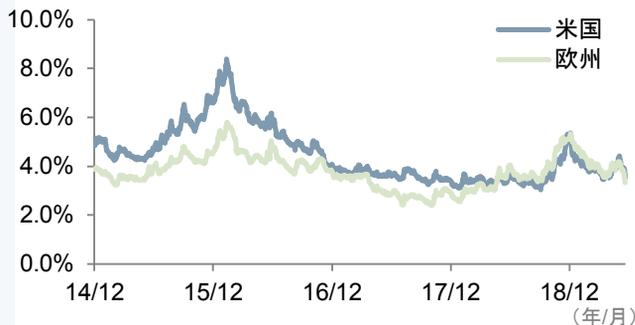
## 「投資適格社債に対する強気の見通し、ハイ・イールド社債に対する強気の見通し」

- 投資適格社債に対する強気の見通し
  - ✓ 投資適格社債の短期部分のイールド・カーブがフラット化したことにより、短期債の利回りはより魅力的な水準となりました。一方、年金基金などからの長期債への需要は減少しつつあります。長期債の利回りが低水準となるなか、今後も軟調な需要が続くとみていることから、長期部分に対しては弱気の見通しです。
- ハイ・イールド社債に対する強気の見通し
  - ✓ バンク・ローンの年初来の新規発行は低調となっており、この傾向は今後も継続するとみえています。一方、CLO(ローン担保証券)からの需要が見込まれることなどから、需給は比較的タイトな状態が続くとみえています。

## 【投資適格社債スプレッド】



## 【ハイ・イールド社債スプレッド】



期間: 2014年12月31日～2019年6月21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

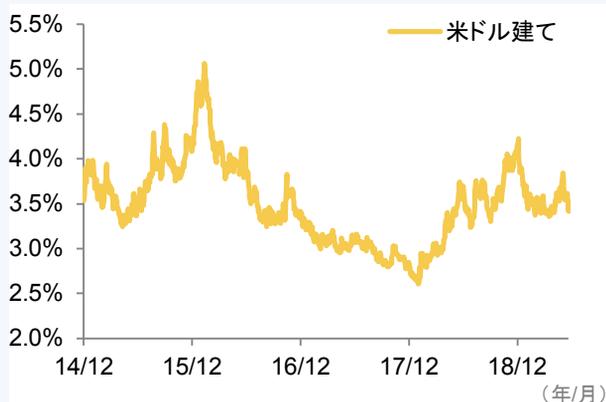


## エマージング債券戦略

## 「外貨建て債券に対するやや強気の見通し、一部地域の現地通貨建て債券に対する強気見通し」

- 先週の中国国務院の定例会議では、引き続き、2018年7月に発表された経済、雇用、外資企業、投資、貿易、金融に関する「6つの安定」について議論が行われました。さらに、経済安定化の実現を巡っては、固定資産投資の重要性が強調されました。

## 【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～2019年6月21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。

©2019 Goldman Sachs. All rights reserved. <171451-OTU-999458>