

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年5月28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。

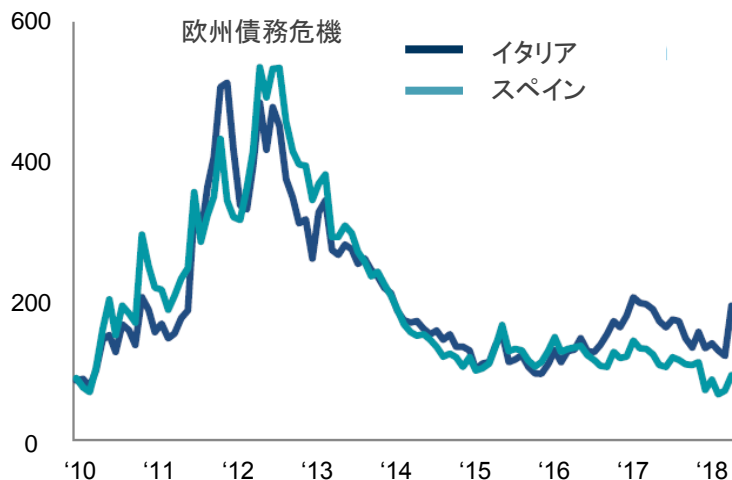
## 今週の戦略要旨

- 5月のFOMC(連邦公開市場委員会)議事録では、政策者がインフレ目標の若干のオーバーシュートを容認するとの認識を示すなどややハト派的な内容となりました。しかし、弊社見直しを変更する程の内容とは考えておらず、引き続き今年更に3回の利上げと米国金利の上昇を見込んでいます。
- イタリアにおけるユーロ離脱や財政支出拡大を巡る懸念は同国資産に対する重石となっています。しかしながら弊社では、短期的に財政支出が拡大する可能性は低く、その金額も現状提案されている規模から縮小される見込みが高いと考えています。したがって、市場がイタリア国債に織り込むリスクは、過度な水準に達していると考えています。
- 原油高に対して割安なカナダ・ドルや銅価格の上昇に対して割安なチリ・ペソなど、資源価格の上昇に対して割安な水準に留まっている資源国通貨の上昇を見込んでいます。

## ● 今週のチャート「欧州周辺国のスプレッドは上昇」

## 【ドイツ10年債に対するスプレッド】

(ベース・ポイント)



期間: 2010年1月~2018年5月24日

出所: マクロボンド、GSAM

- 左図は、ドイツに対するイタリアとスペインの10年国債利回りのスプレッドを示しています。欧州債務危機以降、信用リスクを反映する為、周辺国では金利の絶対水準ではなく、ドイツ国債利回りとのスプレッドが広く参照されています。
- 欧州金利のボラティリティは昨年3月のフランス大統領選後に低下していました。今年3月のイタリア総選挙で過半数の議席を獲得する政党がなかったことを受け、イタリア金利は上昇し、ドイツ国債利回りとのスプレッドは拡大しましたが、その流れにはその後落ち着きが見られました。
- しかし、ポピュリスト連立政権の発足の報道を受け、再びイタリア金利は上昇し、ドイツ国債利回りに対するスプレッドは175~200bpsにまで拡大しました。相対的に限定的な動きに留まっているスペイン国債利回りのスプレッドは拡大する一方、イタリア金利は低下すると予想しています。

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年5月28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」

## ● 米国金利の上昇見通し

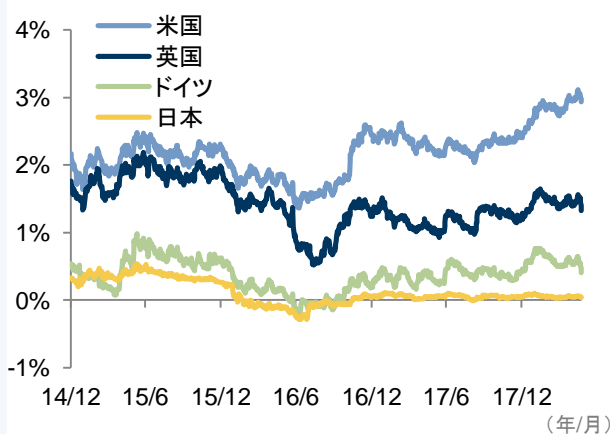
- ✓ 5月のFOMC議事録では、政策者は改めて経済見通しやインフレ上昇に対する自信を示した一方、インフレ目標の若干のオーバーシュートを容認するとの認識を示すなどややハト派的内容となりました。しかし、弊社見通しを変更する程の内容とは考えておらず、引き続き今年更に3回の利上げと米国金利の上昇を見込んでいます。
- ✓ 足元の米国金利上昇を受け、同金利上昇の見通しをやや引き下げました。この動きに関して、確固たる要因は見つかっていないものの、原油高などが影響した可能性があります。
- ✓ 引き続き堅調な米国の経済指標も米国金利上昇要因となっています。市場予想に対する経済指標の上振れ/下振れを度合いを表すゴールドマン・サックスのマクロデータ・プラットフォーム(MAP)サプライズ指数は、数カ月ぶりにプラスの値を記録しました。しかしながら、イタリアでの政治を巡る懸念が米国金利に対して重石となっています。

## 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」

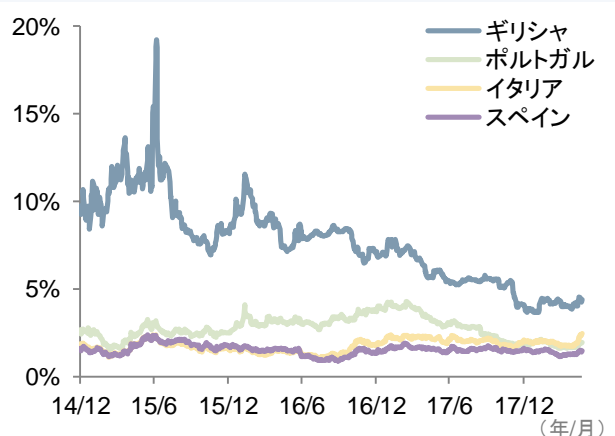
- ✓ イタリアにおけるユーロ離脱や財政支出拡大を巡る懸念は同国資産に対する重石となっています。しかしながら弊社では、短期的に財政支出が拡大する可能性は低く、その金額も現状提案されている規模から縮小される見込みが高いと考えており、イタリア国債が織り込むリスクは過度な水準に達していると考えています。
- ✓ このような見通しは、次の要因によって支えられると考えます。まず、イタリア憲法では、持続可能な財政基盤を確立させるために、過度な財政緩和は抑制されるべきだとされています。したがって、三権分立による「チェック・アンド・バランス」が機能することで、過度な財政拡大は回避されると考えます。また、今後発足する連立政権では、極右「同盟」と極左「五つ星運動」との間で方針に大きな違いがあるため、両政党が主張する財政政策がそのまま実施される可能性は低いと考えられます。
- ✓ さらに、数年前と比較して、同国の海外資金への依存は減少しています。2010年時点でGDP対比-3.4%であった経常赤字は、現在では+3.0%の黒字にまで転じたほか、政府の対外債務は40%から25%に低下しました。上記の現状を背景に、同国の短期的な政治的リスクに対する足元の市場の反応は過剰であり、ドイツに対してイタリア金利がやや低下すると見込んでいます。ただし、中長期的に財政難のリスクが高まっていることは認識しており、今後の動向を注視していきます。

## 【先進国10年債金利】



期間:2014年12月31日~2018年5月25日、出所:ブルームバーグ

## 【欧州周辺国10年債金利】



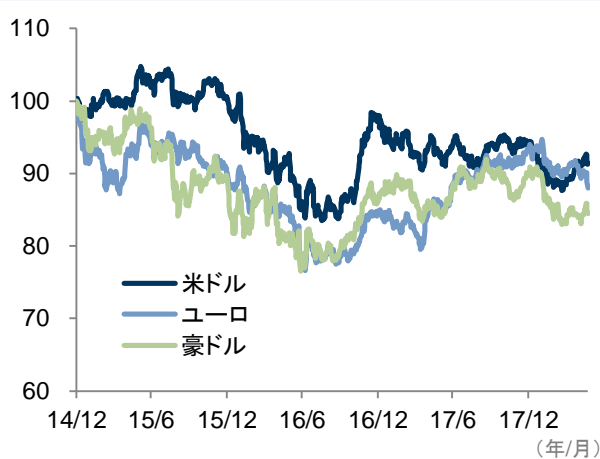


## 通貨配分戦略

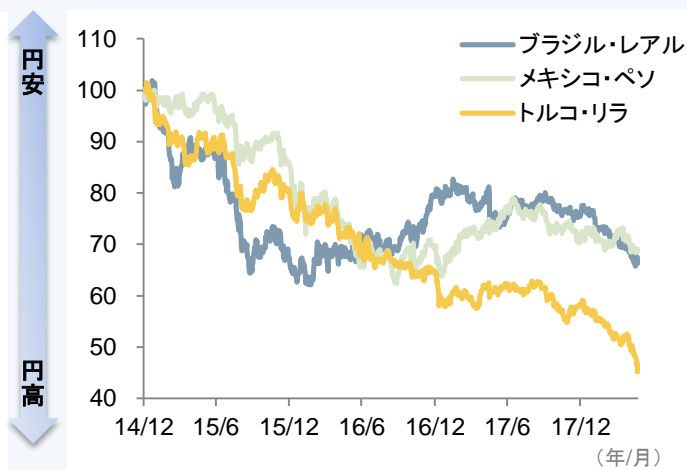
## 「米ドルに対する新興国通貨の上昇見通し」

- 米ドルに対する新興国通貨の上昇見通し
  - 新興国市場を巡る懸念や米国金利の上昇を背景に、米ドルは引き続き上昇しています。イタリアの政治を巡る不透明感は市場のリスク選好度を低下させ、米ドル高要因となっています。
  - 足元のリスクオフの流れを受け、日本円の下落見通しを取り下げました。一方、金利差や交易条件などの要因に基づくと、ユーロや米ドルは適正水準であると考えており、同通貨に対しては中立の見通しを維持しています。

## 【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5月25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)

- チリ・ペソ上昇の見通し
  - 足元、チリ・ペソは過度に下落しており、銅価格の上昇などを背景に同通貨は反発すると見えています。チリの経済は鉱業に支えられており、輸出のうち半分程度を銅関連の商品が占めています。
- 欧州の投資適格社債スプレッドに対するイタリア金利とスペイン金利上昇の見通し(見通しの取り下げ)
  - 政治を取り巻く不透明感の高まりなどにより、イタリア金利やスペイン金利が上昇したことを受け、同見通しを取り下げました。

## 今週の債券投資戦略

情報提供資料 2018年5月28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(米連邦準備制度理事会)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)」

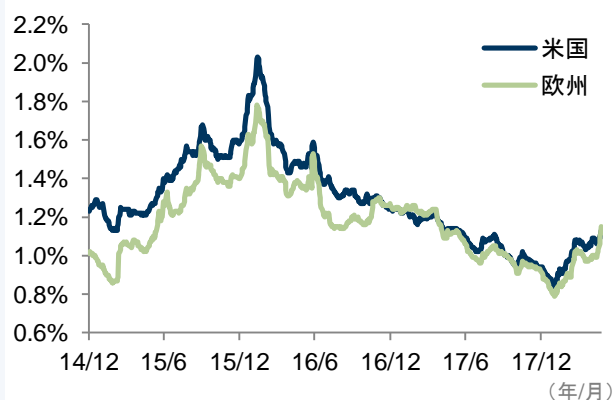
- 投資適格社債に対するやや強気の見通し

✓ イタリアでの政治を取り巻く不透明感の高まりなどにより、欧州投資適格社債のスプレッドが米国投資適格社債のスプレッドに対して拡大すると予想しています。

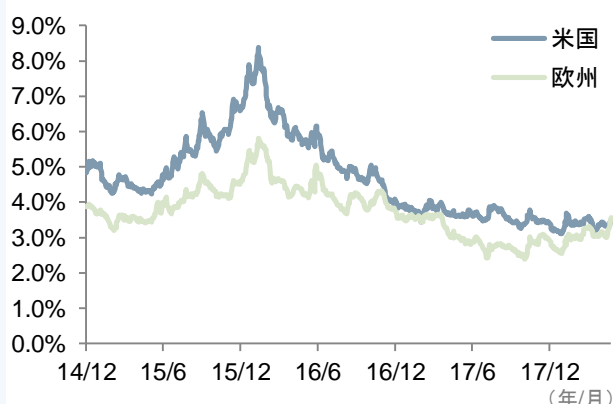
- ハイ・イールド社債に対する中立の見通し

✓ 足元、米国ハイ・イールド市場におけるCCC格の銘柄は堅調に推移しています。今年前半は、構成割合の大きい小売セクターや通信セクターに対する懸念などを背景に軟調な動きとなっていました。しかし、同セクターにおける決算が市場予想を上回ったことや原油高がエネルギーセクターに対する追い風となったことなどを受け、CCC格の銘柄は高格付けの銘柄のパフォーマンスを上回っています。

【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~2018年5月25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5月28日

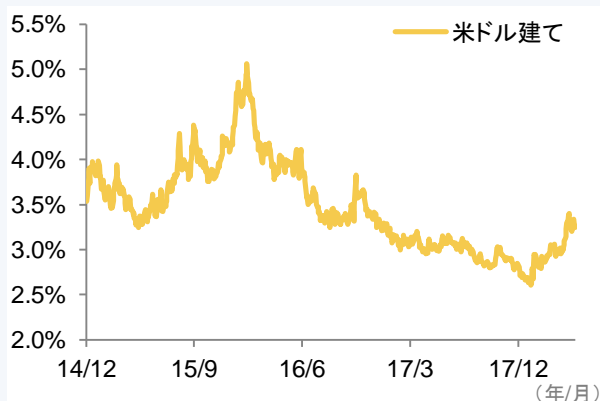


## エマージング債券戦略

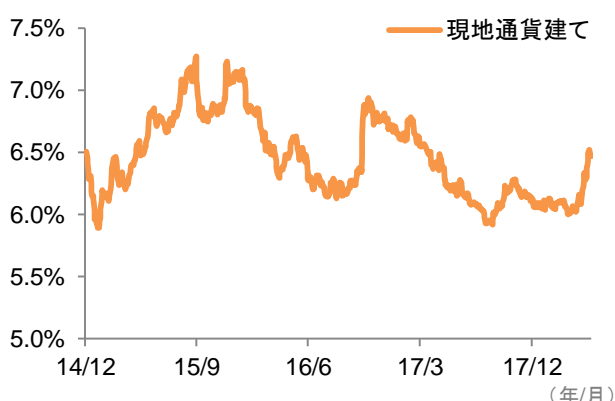
## 「米ドル建て債券に対して中立、現地通貨建て債券に対する強気見通し」

- ✓ トルコの中央銀行は、インフレの高まりを背景に政策金利を3.0%引き上げ、16.5%としました。しかし、同国の金融資産のボラティリティの高まりについては言及を避けました。
- ✓ 同国における緩和的な金融政策や財政政策を巡る懸念などを受け、今月トルコ・リラは20%程度下落しています。中央銀行の独立性の欠如や多額の経常赤字も投資家の懸念材料となっています。

## 【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5月25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. <132698-OTU-765871>