

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年7月24日



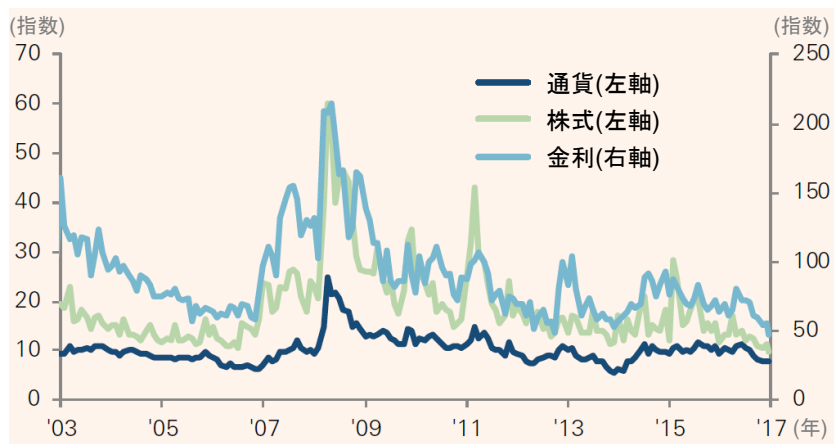
※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

今週の戦略要旨

- ECB(欧州中央銀行)は7月20日に開催された政策理事会で、政策金利および資産購入政策の据え置きを発表しました。マリオ・ドラギ総裁の慎重かつややハト派的な姿勢を受け、弊社ではECBの資産購入縮小ペースは緩やかなものに留まるとの見方を強めました。弊社では、ECBは2019年まで現在の低金利政策を維持すると考え、他の先進国に対する欧州金利の相対的な低下を見込んでいます。
- 弊社では、カナダの金融引き締めについて、従来の想定よりもそのペースが速まるとの見方に変更しました。一方、米国ではより速いペースでの利上げが実施されると考え、引き続き米国に対するカナダの相対的な金利低下を予想しています。
- 豪州では、7月のRBA(オーストラリア準備銀行)理事会の議事録が発表されました。市場の想定よりも、タカ派的な議論がなされていたと解釈されたことから、豪ドルは対米ドルで約2年ぶりの高値を付けました。
- エマージング通貨は、堅調なグローバル経済成長、抑制されたインフレ、そして低ボラティリティ環境から引き続き恩恵を受けています。一方、中長期的には、バリュエーションの上昇、投資資金の集中、コモディティ価格の下落、先進国における実質金利の上昇などによる弱含みの可能性を注視しています。

今週のチャート「低ボラティリティ環境は継続するか？」

【全ての主要資産において、ボラティリティは歴史的低水準】



出所:ブルームバーグ 期間:2003年7月~2017年7月21日
 通貨:JPモルガン・グローバルFXボラティリティ指数
 株式:VIX指数
 金利:MOVE指数

- 左図は通貨、株式、金利市場におけるボラティリティの推移を示しています。
- 堅調な経済成長と抑制されたインフレに裏付けられた良好なマクロ環境を背景に、全ての主要資産で、足元のボラティリティは歴史的低水準で推移しています。
- 主要中央銀行が緩和姿勢を転換させる新たな時代を迎えるにあたり、弊社では、ボラティリティの復活を予想しています。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年7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)

「米金利上昇の見通し、欧州、日本に対する中立の見通し、英短期金利の低下見通し」

米金利上昇の見通し

- 7月のフィラデルフィア連銀景況指数は、19.5ポイントと前月から8.1ポイント低下しました。項目別では、新規受注と出荷が最大の低下となりました。また、7月のニューヨーク連銀製造業景気指数も前月から10.0ポイント低下し、9.8ポイントとなりました。ペースは鈍化しているものの、どちらの指数も米製造業の継続的な拡大を示す水準を維持しており、弊社では米金利の上昇を見込んでいます。

英短期金利の低下見通し

- 6月の英国CPI(消費者物価指数)は、前年比2.6%増となり、5月の同2.9%増から減速しました。英国のインフレ率は、主にポンド安を背景としてEU(欧州連合)離脱を巡る国民投票以降上昇しています。
- BoE(イングランド銀行)は、ブレグジット(英国のEU離脱)交渉を巡る不確実性を前に、足元のインフレ圧力を黙認し、緩和的な金融政策を継続すると見えています。弊社では、英短期金利は低下すると予想しています。

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)

「米国・英国に対する欧州の相対的な金利低下見通し、米国に対するカナダの金利低下見通し」

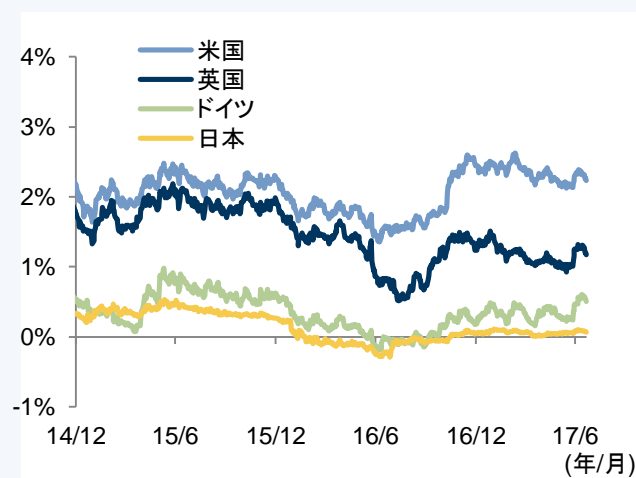
米国・英国に対する欧州の相対的な金利低下見通し

- ECBは7月20日に開催された政策理事会で、政策金利や資産購入政策の据え置きを発表しました。マリオ・ドラギ総裁の慎重かつややハト派的な姿勢を受け、弊社ではECBの資産購入縮小ペースは緩やかなものに留まるとの見方を強めました。弊社では、ECBは2019年まで現在の低金利政策を維持すると考えています。
- 弊社では、ECBによる資産購入規模の縮小は9月に発表されると予想していましたが、先週の内容を受け、10月となる可能性が高まったと考えています。米国・英国に対する欧州の相対的な金利低下を予想しています。

米国に対するカナダの相対的な金利低下見通し

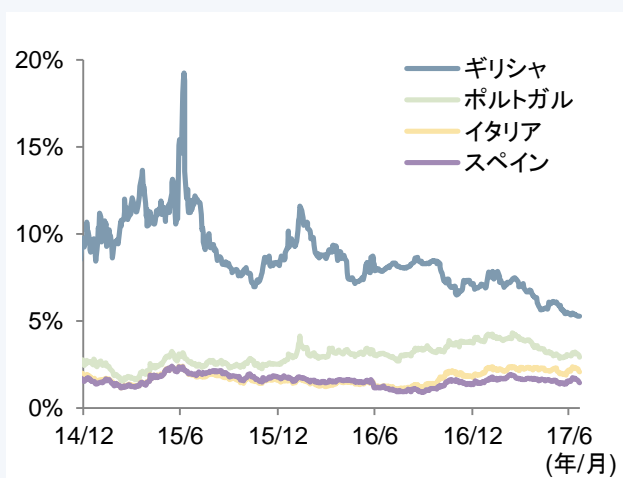
- BoC(カナダ銀行)による利上げを受けて、弊社ではカナダの金融引き締めについて、従来の想定よりもそのペースが速まるとの見方に変更しました。一方、米国ではより速いペースでの利上げが実施されると考え、米国に対するカナダの相対的な金利低下を予想しています。

【先進国10年債金利】



出所:ブルームバーグ 期間:2014年12月31日~2017年7月21日

【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 2017年7月24日

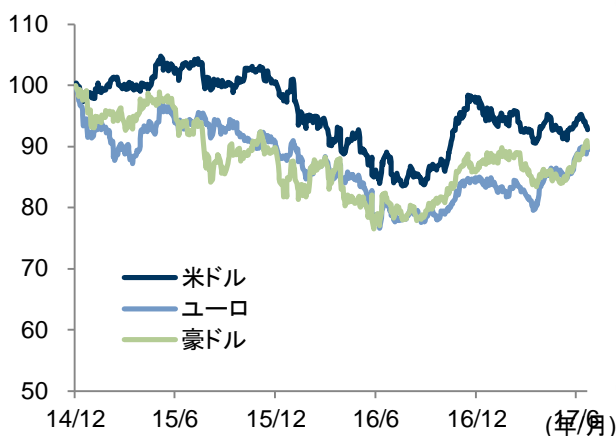


通貨配分戦略

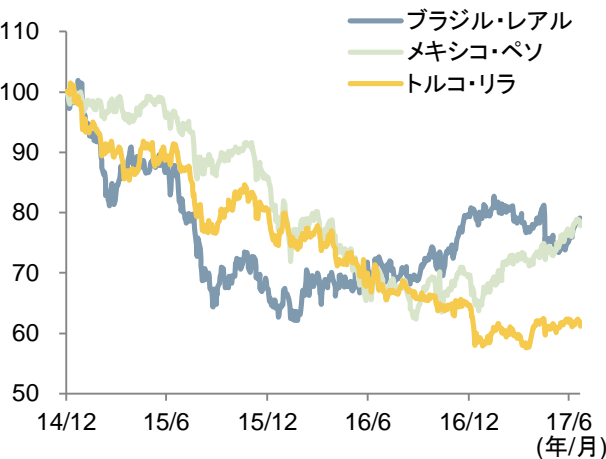
「エマージング通貨上昇見通しおよび先進国通貨に対する米ドルの上昇見通し」

- エマージング通貨上昇見通し(強気見通しをやや引き下げ)
 - エマージング通貨は、堅調なグローバル経済成長、抑制されたインフレ、そして低ボラティリティ環境から引き続き恩恵を受けています。一方、中長期的には、バリュエーションの上昇、投資資金の集中、コモディティ価格の下落、先進国における実質金利の上昇などによる弱含みの可能性を注視しています。
 - 通貨別では、メキシコ・ペソおよびトルコ・リラの強気見通しを小幅に引き下げた一方、インド・ルピーおよびインドネシア・ルピアの強気見通しをやや引き上げました。
- ニュージーランド・ドルに対する豪ドルの強気見通しの引き下げ
 - 豪州では、7月のRBA理事会の議事録が発表されました。市場の想定よりも、タカ派的な議論がなされていたと解釈されたことから、豪ドルは対米ドルで約2年ぶりの高値を付けました。先週の上昇を受けて、弊社ではニュージーランド・ドルに対する豪ドルの強気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)】



出所:ブルームバーグ、GSAM 期間:2014年12月31日~2017年7月21日(2014年12月31日を100として指数化)

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)

- 米国の金融環境引き締め見通しが、引き続き当戦略における重要なテーマとなっています。
- 英国と比較した米金融環境の引き締め見通し
 - 英国に対する米国の金融環境引き締まりの見通しを足元強めています。米国に対する英国短期金利の相対的な低下と米ドルに対する英ポンドの下落を見込んでいます。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年7月24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
弊社では引き続き、金利ボラティリティの上昇、FRBによるバランスシート縮小開始、夏期の住宅購入シーズンに向けた供給増加を背景に、MBSの需給環境は悪化すると予想しています。

「高格付けのCLO(ローン担保証券)、FFELP(政府保証連邦ローン)を裏付けとするABS(資産担保証券)に対する強気見通し」

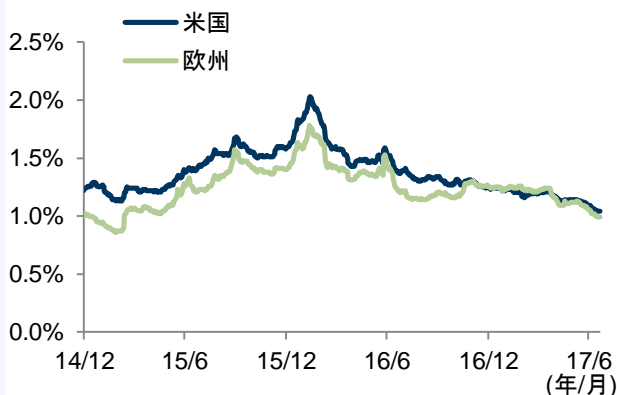
- 高格付けのCLO、FFELPを裏付けとするABSに対する強気見通し
AAA格のCLOは、魅力的なスプレッド水準や期待損失に対する十分な信用補完を有している点などから、高格付けの証券化商品の中で、最も強気に見ている資産の一つです。

コーポレート・クレジット戦略

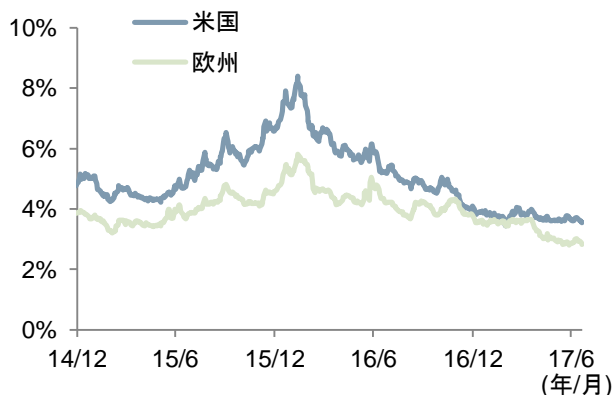
「投資適格社債、ハイ・イールド社債に対する中立の見通し(ただし社債よりも証券化商品に対してより強気)」

- 投資適格社債に対する中立の見通し
先週の米投資適格社債の新規発行は170億米ドルで、年初来の合計は約6,980億米ドルとなりました(出所:シティグループ)。
欧州では、中核国および周辺国銀行の良好なファンダメンタルズを背景に、年初来で金融セクターが他のセクターのパフォーマンスを上回っています。弊社では、フランス大統領選やイタリア銀行の不良債権問題に対する市場の懸念は行き過ぎであると考え、従来から同セクターに対する強気見通しを維持していました。
- 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縮小しました。新規発行が比較的落ち着いており、足元の需給環境は良好であると見えています。

【投資適格社債スプレッド】



【ハイ・イールド社債スプレッド】



出所:ブルームバーグ 期間:2014年12月31日~2017年7月21日

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 2017年7月24日



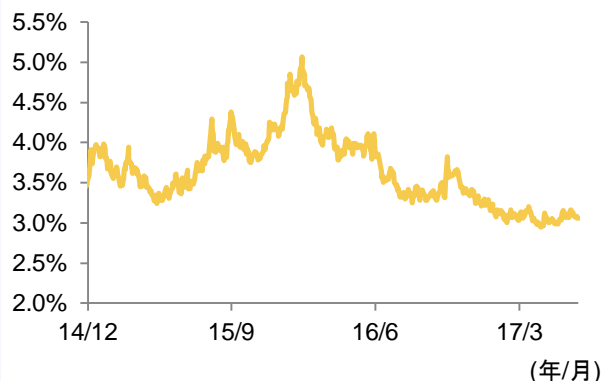
エマージング債券戦略

「米ドル建て債券: アルゼンチンに対する強気、中国に対する弱気見通し」

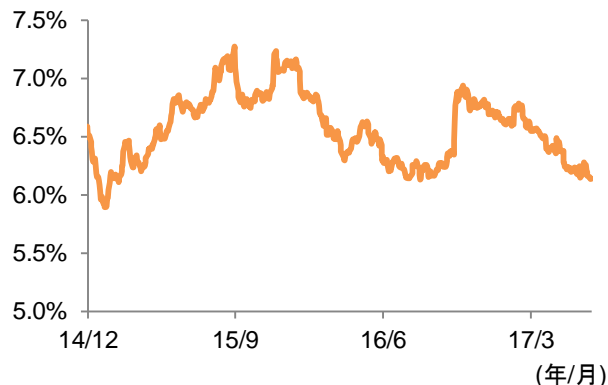
現地通貨建て債券: メキシコに対する強気、香港に対する弱気見通し」

- ✓ 中国の監視当局は、海外企業の買収に積極的な一部企業への調査を強化し、当該企業の資金調達に係る法令順守状況を調査しています。
- ✓ これは、金融規制の厳格化という中国当局の政策目標と合致しており、国内企業による活発なクロスボーダーM&A(合併・買収)を鎮静化させ、資本流出を防ぐ狙いがあると考えられます。
- ✓ こうした企業よって行われた買収取引の一部は、国境を越えた資金調達ルールに違反するとみなされる可能性があります。このような動きに対する是正措置はまだ決まっていないものの、買収資産を他の中国企業へ売却することを禁じるなどの措置が考えられます。また、銀行はこれらの企業に対する信用リスクを見直すように求められています。
- ✓ 一連の動きを受け、当該企業の社債価格は下落しています。

【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】



出所:ブルームバーグ、JPモルガン 期間:2014年12月31日~2017年7月21日

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。

©2017 Goldman Sachs. All rights reserved. <100785-OTU-574401>