

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年6月12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

- 6月8日に実施された英国総選挙では、与党・保守党が第1党を維持したものの、事前予想に反し過半数以上の議席を確保することができませんでした。これにより、EU(欧州連合)単一市場へのアクセスの確保を目指すソフトブレグジット(穏健な離脱)の可能性が高まりましたが、英国を取り巻く状況は複雑性を増しています。
- ECB(欧州中央銀行)は利上げを見送りました。経済成長に関しては楽観的な見方を示したものの、インフレ予想を下方修正しました。弊社では、政策金利は現行の水準が維持されると見込んでいます。米金利と英金利に対して欧州金利が相対的に低下すると予想しています。
- 弊社では、FRB(米連邦準備制度理事会)は来週の会合で利上げを行うと予想しています。また、9月にバランスシート縮小政策に関する声明が発表される可能性が高まったと考えています。弊社では、米金利の上昇を予想しています。また、MBS(モーゲージ証券)を弱気に見ています。

今週のチャート「ECBはインフレ率予想を下方修正」

【ユーロ圏のインフレ率推移とECBの予測値】

(前年同期比、%)



出所: Macrobond, Eurostat(5月末時点) ECB forecasts (6月8日時点)

- 左の図は、ユーロ圏のインフレ率とECBの3、6月時点の予測値を示しています。
- 経済成長見通しの改善に関わらず、ECBは今週、インフレ率予想を数年先まで下方修正しました。
- また、声明文では、「長期にわたり政策金利を今の水準に据え置く」と明記しました。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年6月12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」

- 米金利上昇の見通し

- ✓ 足元の労働市場の指標は軟調でしたが、5月のISM(米供給管理協会)製造業景気指数、非製造業景気指数はそれぞれ54.9、56.9となり、引き続き堅調に推移しています。
- ✓ 政治的混乱を受け、財政拡大への期待は後退しましたが、弊社では引き続き、金融引き締めが継続すると予想しています。
- ✓ 弊社では、6/13-14に行われるFOMC(米連邦公開市場委員会)で利上げが行われると見ています。政策当局は足元の軟調な経済指標とインフレ率を一時的であるとの見通しを示すと、弊社では予想しています。

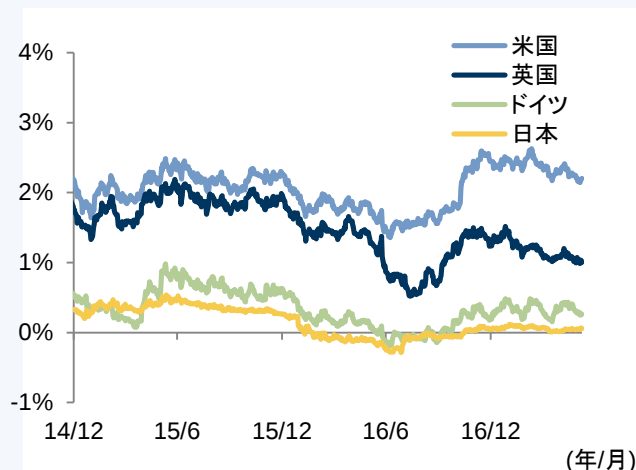
国別配分戦略(金利戦略:他国に対する相対的な金利の動きを予想)

「欧州金利の相対的な低下見通し」

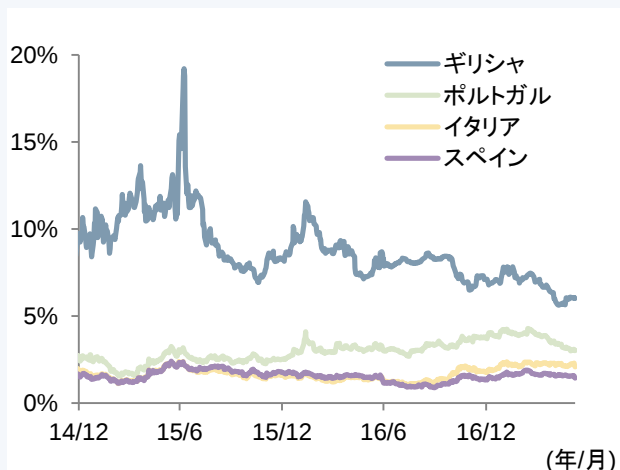
- 欧州金利の相対的な低下見通し

- ✓ 欧州金利は他の先進国金利に対して相対的に低下すると考えています。ECBはインフレ予想を引き下げましたが、弊社ではコアインフレは市場予想や引き下げ後のECB予想よりさらに低い水準に留まると見ています。
- ✓ 英国のメイ首相率いる与党・保守党はDUP(民主統一党)と連携し、少数与党政権発足に向けた交渉を進めています。今回の英国総選挙により、EU単一市場へのアクセスの確保を目指す「ソフトブレグジット(穏健な離脱)」の可能性が高まっています。このシナリオが実現した場合、長期的な経済成長にはポジティブに働く一方、短期的には不確実性の高まりにより英国資産に対して下押し圧力が働くと考えています。

【先進国10年債金利】



【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6月12日



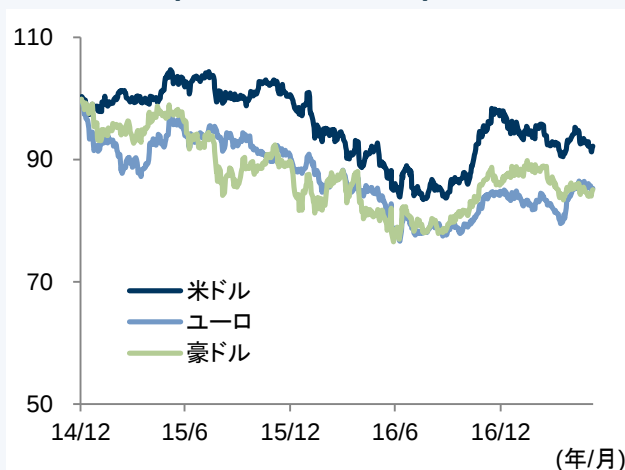
通貨配分戦略

「エマージング通貨上昇見通し」

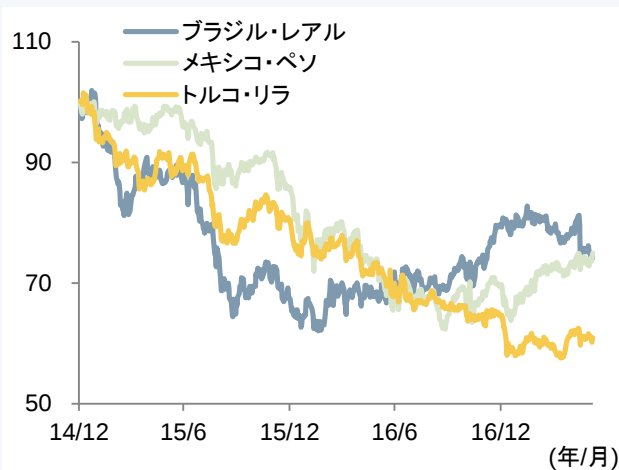
- エマージング通貨の上昇見通し(見通しの引き下げ)

- ✓ 株式投資における米国から欧州やエマージング諸国への配分変更に伴う資金フローは米ドルの上昇を抑制しています。米国の軟調な経済指標も一因となっています。
- ✓ 一方、金利差や交易条件などの循環的要因から、短期的な米ドルのバリュエーションは他の先進国通貨と比べて魅力的であると考えています。さらに製造業PMIなどから分かるように、足元の世界の製造業活動は落ち着きを見せはじめていることから、エマージング通貨の上昇見通しを引き下げました。
- ✓ バリュエーションの魅力度が低下したことから、ハンガリー・フォリントの上昇見通しを引き下げました。一方、欧州経済の成長から恩恵を受けると考えているポーランド・ズロチの上昇見通しを上げています。
- ✓ 英国政府や英国のEU離脱交渉の方向性等に関連する不確実性は、短期的に英ポンドに対してネガティブな影響を与えると見ています。ユーロと米ドルに対して英ポンドを弱気に見ています。

【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)】



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)

- 米金融環境の引き締め見通し

弊社では、引き続き欧州、アジア、ニュージーランド、中国と比較して米金融環境が引き締まると見ています。

- 欧州に対するスウェーデンの金利と通貨の強気見通し

弊社では、欧州に対して、スウェーデンの金利と通貨が上昇すると見ています。スウェーデンで金融引き締めが行われた場合、金利上昇に対する影響よりも通貨上昇に対する影響の方が大きいと考えています。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年6月12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

5月のFOMC議事録において、FRBによる米国債およびMBSの再投資政策変更が当初の予想より早期に実施される可能性があることが示されました。しかし、再投資金額の縮小幅については、依然として不明なままとなっています。

「高格付けのCLO(ローン担保证券)、FFELP(政府保証連邦ローン)を裏付けとするABS(資産担保证券)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

今のところ、投資適格社債は英国総選挙やイタリア総選挙に伴う政治的な不確実性の影響をほとんど受けていません。先週の米投資適格社債の新規発行は170億ドルで、年初来の合計は約6,190億米ドルとなりました。

出所: シティグループ

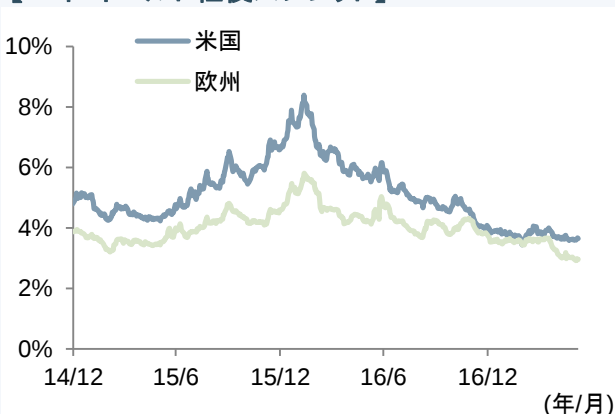
- ハイ・イールド社債に対する中立の見通し

先週、米国ハイ・イールド社債のスプレッドは変わらず、欧州ハイ・イールド社債のスプレッドは6bps縮小しました。ハイ・イールド社債ファンドには5.21億米ドルの流入となった一方、バンクローンファンドでは1.79億米ドルの流出となりました。

【投資適格社債スプレッド】



【ハイ・イールド社債スプレッド】



今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年6月12日



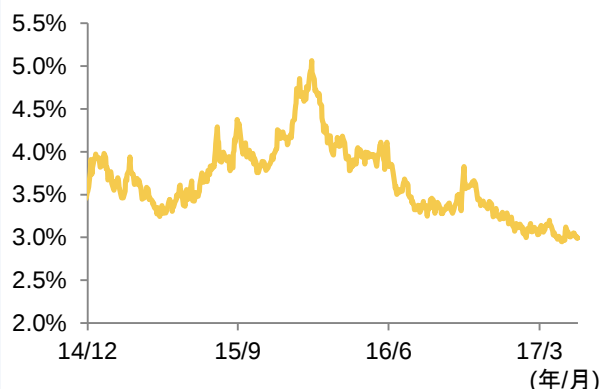
エマージング債券戦略

「米ドル建て債券：インドネシアに対する強気、中国に対する弱気見通し」

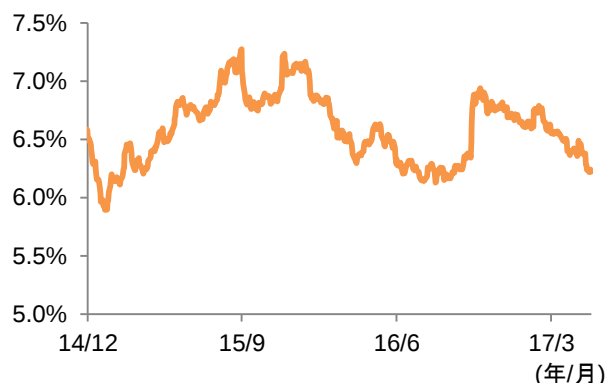
現地通貨建て債券：ブラジルに対する強気、香港に対する弱気見通し」

- ✓ サウジアラビア、アラブ首長国連邦、バーレーン、エジプトを含む複数の湾岸諸国では、国家の安全を保護するため、カタールとの国交を断絶しました。4か国は、空路、海路、陸路の通過を禁止したほか、自国に滞在しているカタール人に2週間以内の国外退去を命じました。
- ✓ カタールとGCC(湾岸協力理事会)諸国の国交は、様々な理由から長い間緊迫した状態が続いています。理由として、過激派の支持の疑惑、シリアやトルコとの関係、テロの資金援助に寛容だったことなどが挙げられます。
- ✓ カタールを含む、上述の多くの国々ではOPECに加盟しています。断絶が減産合意に影響を及ぼすとの懸念から、原油市場のボラティリティは上昇しました。原油価格の下落に加え、カタールの株式、債券市場も下落しました。湾岸諸国の政治的混乱を受け、S&Pはカタールの信用格付けをAAからAA-に引き下げました。

【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6月9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経済、市場等に関する予測は、資料作成時点での様々な仮定や判断を反映するものであり、今後予告なく変わる可能性があります。これらの予測値は特定の顧客の特定の投資目的、投資制限、税制、財務状況等を考慮したものではありません。実際には予測と異なる結果になる可能性があり、本資料中に反映されていない場合もあります。これらの予測は、将来の運用成果に影響を与える高い不確実性を伴うものです。したがって、これらの予測は、将来実現する可能性のある結果の一例を示すに過ぎません。これらの予測は一定の前提に基づく推定であり、今後、経済、市場の状況が変化するに伴い、大きく変わることが考えられます。ゴールドマン・サックスはこれら予測値の変更や更新について公表の義務を有しません。
- 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. <96473-OTU-548852>