

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年7月10日



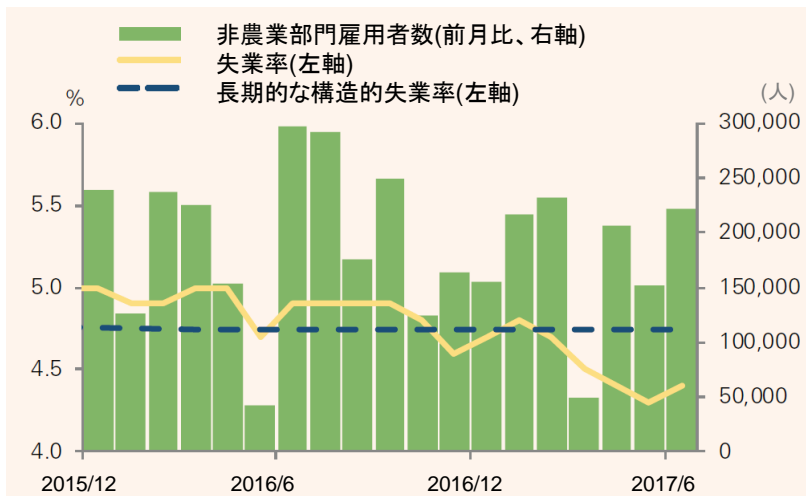
※本資料に記載されている見通しは、弊社グローバル債券・通貨運用グループ(以下、債券チーム)の見解です。

今週の戦略要旨

- 弊社では、今後18カ月、米国では市場予想を上回るペースでの利上げが実施される一方、英国で利上げが行われる可能性は低いと予想しています。したがって、米金利の上昇および英短期金利の低下を見込んでいます。
- 弊社では、英国、欧州、カナダ、アジアに対して米国の金融環境が引き締まると予想しています。したがって、相対的な米金利の上昇および米ドルの上昇を見込んでいます。
- エマージング通貨に対する強気見通しを維持しています。バリュエーションの上昇、投資資金の集中、米国における利上げによる中期的な弱含みの可能性に注視しつつも、グローバルでの経済成長加速はエマージング通貨を短期的に下支えすると考えます。

今週のチャート「6月米雇用者数:伸び加速、市場予想を上回る」

【米雇用統計】



出所:マクロボンド 期間:2015年12月~2017年6月

- 6月の米国非農業部門雇用者数は前月比22.2万人の増加となり、市場予想を上回るとともに2017年2月以来の高水準に達しました。
- 失業率は5月の4.3%から4.4%へ上昇しました。これは、労働参加率の上昇による影響が大きいと考えており、FRB(米連邦準備制度理事会)の推定する構造的失業率を依然として下回っています。
- 弊社では、緩やかなペースではあるものの、良好な労働市場を背景に米国の賃金上昇とインフレ率の上昇傾向が継続すると考えます。
- したがって、FRBによる金融引き締めは市場予想を上回るペースで実施されると想定します。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年7月10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」

● 英短期金利の低下見通し

- ✓ 市場では、今後12ヵ月でBoE(イングランド銀行)が0.25%程度の利上げを実施することが織り込まれています。しかし、弊社では、BoEは現行の金融政策を維持すると考え、英短期金利の低下を見込んでいます。
- ✓ 弊社では、BoEは通貨安から生じるインフレ率の上振れを当面黙認し、経済活動が軟化する中で緩和的な金融政策を維持すると見えています。

● 米金利上昇の見通し

- ✓ 米国では、6月のISM(米供給管理協会)製造業景気指数は57.8と約3年ぶりの高水準となりました。項目別に見ても堅調で、新規受注、雇用、生産指数が高水準となりました。ISM非製造業景気指数も57.4と前月から上昇しましたが、項目別の指数はまちまちの内容となりました。新規受注は改善した一方で、雇用指数は前月の約1年ぶりの高水準から反落しました。
- ✓ 当社では、労働市場を筆頭に米国経済は今後も良好に推移すると考え、今年中に後1回の利上げが行われると見込んでいます。

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相対的な金利低下見通し」

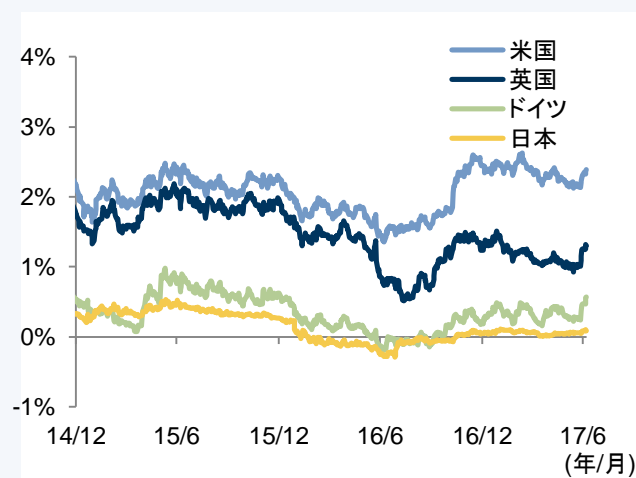
● 米国・英国に対する欧州の相対的な金利低下見通し

- ✓ 弊社では引き続き、欧州の政策金利は来年にかけて現行の水準が維持されると予想しています。米金利・英金利に対して欧州金利は相対的に低下すると予想しています。

● 米国に対するカナダの相対的な金利低下見通し

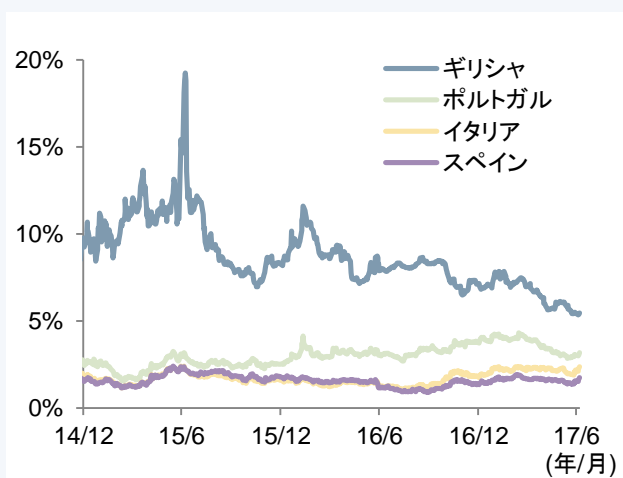
- ✓ 市場が織り込む利上げペースは、カナダが米国を上回っています。一方、カナダでは目標を下回るインフレ率、低調な賃金上昇率、家計負債の増加などが続いており、その可能性は低いと考えます。カナダ金利は米金利に対して相対的に低下すると予想しています。

【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7日

【欧州周辺国10年債金利】





通貨配分戦略

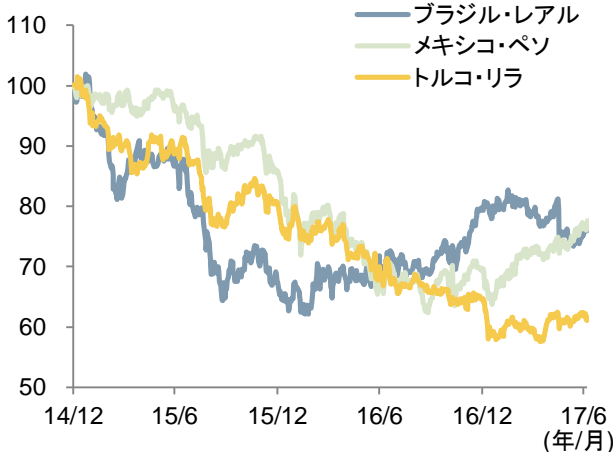
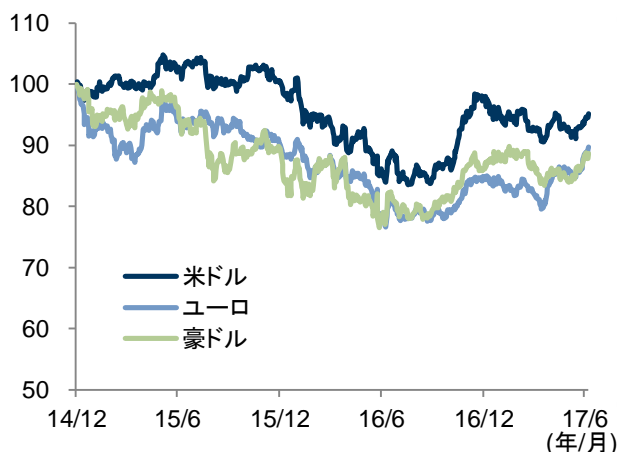
「エマージング通貨上昇見通しおよび先進国通貨に対する米ドルの上昇見通し」

エマージング通貨上昇見通し

- ✓ 過去数週間、先進国の中央銀行高官によるタカ派的な発言を背景に、主要先進国通貨はエマージング通貨に対して上昇しました。
- ✓ 弊社では、資源価格の下落や投資資金の集中などを背景にエマージング通貨に対する強気見通しをやや引き下げてきました。また、米国の利上げによる悪影響を受ける可能性を考慮し、中期的にはさらに強気見通しを引き下げる方針です。一方、グローバルでの経済成長加速はエマージング通貨を当面下支えすると考え、短期的な強気見通しを維持しています。
- ✓ 通貨別では、欧州の成長加速による恩恵を受けるポーランド・ズロチやチェコ・コルナを強気に見ています。また、ブラジル・レアルも強気に見ています。

【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)】



出所:ブルームバーグ、GSAM 期間:2014年12月31日~2017年7月7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)

- 弊社の見通しに影響を与えた先週のイベントとして、グローバルでの金利上昇や韓国ウォンの下落等が挙げられます。
- 欧州・アジア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め見通しを強めました。市場は英国の金融引き締めを見込んでいますが、弊社では現行の金融政策が維持されると考えています。
 - ✓ カナダに対して米国の金融環境が引き締めると見ており、米国短期金利に対するカナダ短期金利の相対的な低下を予想しています。

今週の債券投資戦略

情報提供資料 2017年7月10日



MBS(モーゲージ証券)戦略

「政府系MBSに対する弱気見直し」

- 政府系MBSに対する弱気見直し
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)に対する強気見直し」

- 高格付けのCLO、FFELPを裏付けとするABSに対する強気見直し
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

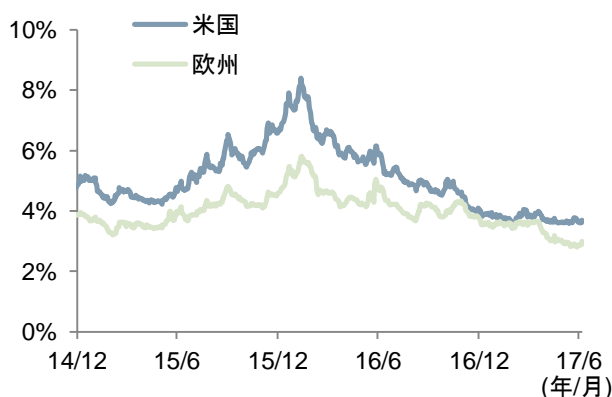
「投資適格社債、ハイ・イールド社債に対する中立の見直し(ただし社債よりも証券化商品に対してより強気)」

- 投資適格社債に対する中立の見直し
先週、米投資適格社債のスプレッドは2bps縮小しました。先週の米投資適格社債の新規発行は110億米ドルで、年初来の合計は約6,750億米ドルとなりました(出所:シティグループ)。
弊社では、2017年4-6月期の米企業決算は引き続き堅調さを維持すると見えています。市場では、S&P500指数構成企業の平均EPS成長率は前年同期比+7%、売上高は同+5%の増加が予想されています。
- ハイ・イールド社債に対する中立の見直し
米国ハイ・イールド社債は0.21%上昇し、スプレッドは10bps縮小しました。ハイ・イールド社債においては、低金利環境の継続や成長率加速を背景に、米国に比べて欧州市場での投資機会が豊富であると考えています。

【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7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10日



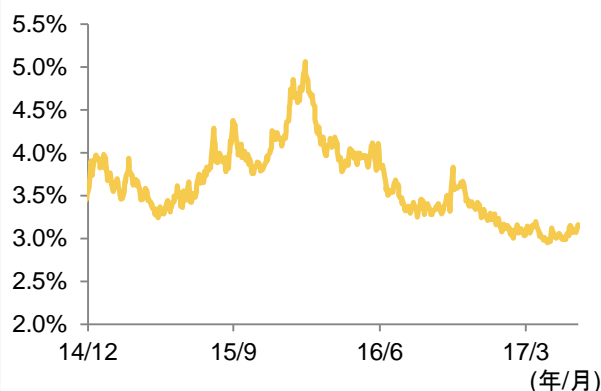
エマージング債券戦略

「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」

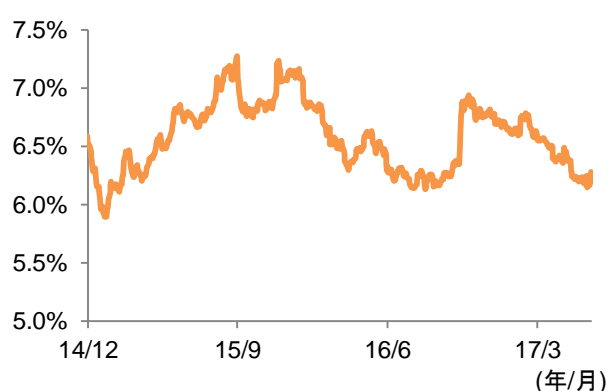
現地通貨建て債券: メキシコに対する強気、香港に対する弱気見通し」

- ✓ モンゴルでは、6月26日に行われた大統領選において過半数を制した候補者がいなかったため、与党モンゴル人民党(MPP)のエンボルド氏と野党民主党(DP)のバトルガ氏による決選投票が行われます。
- ✓ 鉱業への依存度が高いモンゴル経済は、石炭および銅価格下落による悪影響を受けてきました。GDP対比の債務残高は、2008年の30%から2016年には92%まで上昇しました。
- ✓ 対外債務の返済に苦しむモンゴルは、5月にIMFからの財政支援を受け、経済改革に取り組んでいます。今後の選挙が予期せぬ結果となった場合には、経済改革の進展に不透明感が増す可能性があります。

【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7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. <99219-OTU-565130>