

## 転換社債市場アップデート – 2018年10月26日 –

### 嵐が過ぎ去る間に、手持ち資産を吟味する

グローバル株式市場は先週、急激かつ大幅な調整に見舞われ、多くの株式指数が3標準偏差を超える動きを見せました。当週次コメントでは通常ファンダメンタルズ面での報道にフォーカスしますが、今回の市場下落をファンダメンタルズ面から説明することは困難です。米ハイテク株のうちでも影響力の大きいアマゾン及びアルファベット（グーグルの親会社）が発表した決算はやや投資家の落胆を誘い、ガイダンスも引き下げました。結果としてネガティブ材料となり、広範な市場ボラティリティにつながったこれら2社の決算内容は、これまでのところ概ね期待を上回る内容となっていた多くの米企業決算の中では際立ちます。



ピエール・アンリ・ド・  
モンド・サバス

シニア・ポートフォリオ・マネジャー



ゼイン・ジャファー

ポートフォリオ・マネジャー

### 先週のグローバル市場

米株式市場、より細かく言えば株価のマルチプル（倍率）が高いハイテク、インターネット、バイオテクノロジーセクターの高成長企業が直近の市場変動の台風の目となっていたと言えるでしょう。そのような状況を踏まえれば、今回の市場調整は、価格評価の必然的な調整やリスク・プレミアムの正常化によって促されたと捉えることが出来るでしょう。つまり、金融サイクルの後期には比較的典型的な市場動向であると言え、先週の動きが株式の強気相場の終わりを意味するものではないと考えています。

ブルーベイでは長きに亘って、ボラティリティが上昇する可能性を指摘してきました。今回のような著しい変動は予想していなかったものの、堅調な経済成長やボラティリティの高まり、米連邦準備制度理事会（FRB）の更なる利上げなどによって象徴される、我々が想定していた新たな市場環境と概ね一致するものでした。

先週発表されたマクロ経済指標は比較的落ち着いた内容でした。米国の7-9月期GDP速報値は前期比年率3.5%増となり、事前のアナリスト予想を上回るとともに、2四半期の伸び率としては4年ぶりの高水準となりました。また欧州中央銀行（ECB）は、今年末で債券購入を終了する計画を改めて堅持する姿勢を示し、少なくとも2019年9月までは利上げを実施しない姿勢を確認しました。

変動性が激しくなった先週の市場環境下において、投資家は、とりわけ株式市場における損失と比較した場合の転換社債が提供するダウンサイド・プロテクションによる恩恵を受けました。転換社債市場のセクターの偏りが市場全体のパフォーマンスの妨げとなりましたが、一定のコンベクシティ効果は見られ、多くの転換社債に内包されるオプションの価値は大きく上昇しました。

MSCI All Country World Index は先週、3.83%下落しました。

## 転換社債市場の動向

電気自動車メーカーテスラは、会社設立来の堅調な四半期決算を発表し、株価が大幅な上昇を記録しました。同社が発表した7-9月期決算は、2年ぶりかつ創業以来3回目の四半期黒字となり、フリーキャッシュフロー（純現金収支）は9億米ドル近くに達しました。過去数四半期に亘り大幅なキャッシュフローを失っていた同社にとって、飛躍的な改善となりました。またイーロン・マスク最高経営責任者（CEO）も、モデル3の生産増に伴い、今後の見通しについて引き続き明るいとししました。同社の差し迫った資金調達必要性を懸念していた投資家にとって、今回の決算内容は安心感をもたらしました。

高級アパレルメーカーのケリングは、堅調な7-9月期決算を発表しました。アジア市場における商品、とりわけ「グッチ（Gucci）」の需要増による恩恵を受け、売上高は25%近くの伸びを記録しました。グッチの売上高は35%増となりました。またより重要な点として、同社の中国本土における売上高は堅調に伸びており、貿易関税による大きな影響を受けていないことが明らかとなりました。同社経営陣は、足元の取引状況を好感しており、消費者の消費傾向が正常化し、中国からの底堅い需要が見込めることから、引き続きグッチが同社の業績の伸びをけん引していくとの見方を示しました。

トタルやEniなど、石油セクターにおける主要銘柄も底堅い四半期決算を発表しました。ブルーベイでは、今月の調整を経て、今後の原油価格の動向に前向きな見方を維持しており、イランに対する経済制裁や石油輸出国機構（OPEC）の生産キャパシティ減などを背景に、グローバルの原油供給には更なる圧力が掛かると予想しています。ただし、地政学リスクの高まりや米ドル高基調は、短期的にボラティリティの高まりにつながりかねないとみています。

## 今後の見通し

ボラティリティ状況局面におけるポートフォリオ運用で重要なことは、ボトム・アップの銘柄選択において規律を維持することと考えており、先週の市場環境下においても、そのような姿勢を維持しました。ただしトップ・ダウンの株式感応度を積極的に管理することも重要であると考え、S&P500種指数やハンセン中国企業株指数（H株）のプット・オプションを通じたヘッジ・ポジションを構築し、これらのポジションはいずれも足元のリターンに貢献しています。今後数週間において、株価が魅力的な水準にあると判断した銘柄につき、非常に厳選したポジションを取っていく方針です。

パフォーマンスにはマイナス要因となっているものの、ここ最近の市場の動きによって、投資家は広範な運用ポートフォリオにおけるボラティリティの高まりを経験し始め、結果として転換社債市場にとってはポジティブであると考えています。なぜなら、ポートフォリオの分散及びリスク管理の必要性は、転換社債への投資家の需要を再燃させるきっかけになるとみているからです。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 1029 号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

#### ■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下となります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマージング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング債アンコンストレインド戦略：年率 1.00%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） 成功報酬 20%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において（ダイレクト・レンディング戦略については、管理報酬その他管理事務に関する費用等が投資先外国籍リミテッド・パートナーシップにおいて）発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

#### ■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国/地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡します。当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上