

転換社債市場アップデート – 2018年11月16日 –

毅然たる市場（及び英国の首相）は嵐を乗り切るか

グローバル株式市場は先週も週を通して軟調でしたが、金曜日には幾らか反発する局面も見られました。週の中ごろには3.5%近く下落していたS&P500種指数は、週を通してみると1.6%の下落に留まりました。市場変動性が高まる中でも、転換社債は驚くべき耐性を発揮し、代表的な指数で見ても0.36%の下落に留まりました。



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

先週は英国のEU離脱（ブレグジット）に関連した報道が市場の話題を独占しました。市場コメンテーターの様々な憶測が高まるなか、長時間に亘る閣議の末、英国のメイ首相はようやくEUとの間で暫定合意に至った離脱協定案を明らかにしました。しかしながら発表された協定案を英議会在承認するかどうかは全く定かではなく、同案が発表されると同時に4名の閣僚が辞任を表明したほか、与党・保守党に閣外協力する北アイルランドの地域政党・民主統一党（DUP）も反旗を翻しました。首相としての基盤が揺るぎ不信任投票の可能性も浮上し、議会での承認も困難な見通しとなるなか、首相交代や解散総選挙の可能性も浮上し始め、英ポンド建て資産のボラティリティは、2016年半ばにブレグジットを決定した国民投票時以来の水準まで上昇しています。

原油価格は先週も下落を続け、週を通して3%の下落となりました。これで6週間連続の下落となり、年初来での上昇分を全て明け渡しました。ショート・ポジションは2011年以来で最長となる7週連続で拡大しています。リビアやイランからの原油供給増の見通しや、中国の経済成長が鈍化し始めるなか、中国からの需要減に対する懸念などから、原油相場に対する弱気なポジションは9月末以降約3倍近くに増大しています。一方で天然ガス価格は、米国での季節外れの寒気による影響で、週を通して16%近く上昇し、今年1月以来最も大きな上昇を記録しました。米国のインフレ率は、賃金上昇による影響が他の広範な価格に上昇圧力が見られないことによって相殺される形で、全体としてはほぼレンジ内に留まりました。ただし、少なくとも現段階では、足元の米インフレ動向が米連邦準備制度理事会（FRB）の漸進的な金融政策正常化の妨げになることはないと考えています。

欧州では、ドイツの7-9月期GDPは前期比0.2%減となりました。ただし、新たな排ガス試験の導入に絡み大手自動車メーカーの自動車生産が一時的に落ち込んだことがマイナス成長の主因であったとみられています。ドラギ欧州中央銀行（ECB）総裁は先週行ったフランクフルトでの講演で、成長見通しは「概ね均衡が取れている」と述べるなど、全般的に前向きな見方を示しました。ECBは今年末までに量的緩和策を縮小する方針ですが、少なくとも向こう1年間は利上げが実施される可能性が低いとみえています。

日本の7-9月期GDPは前期比年率1.2%減となり、前四半期の3.0%増とは極めて対照的な数字となりました。また、輸入額が前年比で20%近く上昇する一方（9月の7%と比較して約3倍）、輸出には大幅な上昇が見られなかったため、貿易赤字幅は市場予想以上に拡大しました。

MSCI All Country World Index は先週、1.24%下落しました。

転換社債市場の動向

ドイツの不動産開発会社である**ドイチェ・ヴォーネン**は堅調な四半期決算を発表しました。中でも賃貸収入が 5%近く伸び、フリーキャッシュフローが 10%近く上昇しました。ファンダメンタルズが引き続き堅調で、直近買収した看護施設も収益に貢献し始めるなか、同社経営陣はガイダンスを引き上げました。同社株価には引き続き上昇余地があるとみており、投資適格級の信用力も底堅いとみて評価しています。

光学・光通信製品を扱う**ルメンタム・ホールディングス**の株価は先週、大幅に下落しました。同社はアップルの主要サプライヤーですが、2019年の業績見通しを引き下げたことが投資家に嫌気されました。同社が明かした、出荷を大幅に削減するよう要請された主要納入先がアップルであったとの観測が広がると、同社株価は 30%近く急落しました。また同セクター内では、**ツー・シックス**が**フィニサー**買収にあたって大幅なプレミアムを用意しているとの見方が広がったことも、同セクターの株価の下押し圧力となりました。ただし、同買収は、中長期的かつ戦略的に理にかなった買収であるとみています。

ここ最近低調となっていた新発債市場では、小規模ながら複数の新規発行がみられました。中でもドイツの不動産会社**ADO プロパティーズ**による総額 1.65 億ユーロの発行や、米国の航空機内の通信システムやサービスを手がける**ゴージー**による総額 2.15 億米ドルの発行などが注目を集めました。また先週水曜日には、家庭用品販売の**ウェイフェア**が 5 億米ドル相当の満期 6 年の転換社債を発行しました。同社は発行によって調達した資金を、運転資本及び一般企業目的に使用するとしていますが、同社のレバレッジ水準やキャッシュフロー創出力に対する懸念を背景に、持続可能な収益見通しが見えづらいと判断し、同起債への参加は見送りました。

今後の見通し

米国のホリデー・シーズンを前に、再び米国株式市場のボラティリティが高まるなか、投資家の多くが 2018 年に獲得した大幅な利益を実現し、価格の再評価をするなか、テクノロジー及びバイオテクノロジーセクターが再び投資家の注目の的となりました。ブルーベイでは引き続き堅固な信用指標を有すとともに、株価上昇余地があり、M&A（合併・買収）が現実を帯びている企業などに着目して投資を厳選していく方針です。市場は先週マイナス・リターンとなりましたが、市場ボラティリティが特に高まる局面で、転換社債がリターンの更なる悪化を防ぐ役割を果たすということを示す好例となりました。引き続き、転換社債に対して前向きな見通しを維持しており、転換社債は 2019 年も魅力的なリスク調整後リターンを提供することが出来ると予想しています。

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