

転換社債市場アップデート – 2019年8月2日 –

中国がトランプ氏の忍耐力を試す中で揺れ動く市場

グローバルの経済指標及び中央銀行の金融政策発表に注目が集まるとみられていた一週間で、実際に市場の価格動向を決定づけたのは政治的要因でした。トランプ米大統領は米中通商協議の進展に対する不満を述べ、中国との貿易摩擦を再燃させました。これを受けて投資家の「安全資産」を求める動きが加速し、株式市場は下落に転じました。一方経済指標では、米雇用統計など堅調な内容も見られましたが、中国や米国のISM指標は引き続き強弱入り混じる成長見通しを示しました。



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

トランプ米大統領が、中国からの輸入品 3,000 億ドル分について、10%の追加関税を9月に発動すると発表したことを受け、S&P500種指数は5日連続での下落となり、ハイテク株の占める割合が高いナスダック株価指数は先週金曜日1日で1.32%下落しました。欧州でも同様の傾向が見られ、ユーロ・ストックス50インデックスは1.24%の下落となったほか、投資家の質への逃避傾向を反映し、ドイツ30年国債利回りが0%を下回る水準まで低下しました。ドイツ国債市場では全ての年限の債券利回りがマイナス圏入りし、これは史上初となる現象でした。

米連邦準備制度理事会（FRB）は、グローバルな貿易摩擦や製造業関連指標の悪化などに起因する経済の不確実性の高まりに対する懸念を理由として挙げ、10年以上ぶりとなる25bpsの利下げを実施しました。市場では50bpsの利下げを期待する声もあり、追加利下げが織り込まれている状態ですが、パウエルFRB議長は追加利下げの可能性をほのめかしながらも、今回の利下げを「利下げサイクルの始まりではなく、サイクル中期の政策調整である」と述べるなど、想定よりもややタカ派寄りの発言をしました。またFRBは同時に、バランスシートのランオフを当初計画よりも2ヶ月早く終了させることを発表しました。

米国では、7月のISM製造業指数が前月から低下しました。市場では前月からの小幅の上昇が予想されていました。一方で雇用関連指標は引き続き底堅く、7月の非農業部門雇用者総数が前月比16.4万人増となり、市場予想（16万5000人増）をわずかに下回るに留まりました。また失業率は引き続き過去最低水準の3.7%近辺で推移しています。米労働市場は引き続き堅固な状態にあり、夏場を通してパウエルFRB議長が考慮すべき重要なポイントとなるでしょう。

アジア市場に目を向けると、先週は日銀が金融政策を据え置きながら、声明では今年後半の追加緩和に向けて道が開かれていることが示されました。実際に、その後発表された6月の鉱工業生産指数は前月比で4%近く低下し、日銀の行動を促す要因となる可能性があると言えそうで

す。中国では、製造業購買担当者景気指数（PMI）が市場予想を小幅に上回る 49.7 となるなど、発表された経済指標はそれほど市場の落胆を誘う内容ではありませんでした。製造業セクターの成長や予想を上回るインフレが PMI の上昇を促していると考えられます。ただし、不動産及び金融セクターが主因となり、非製造業 PMI は前月比で低下しました。

MSCI All Country World Index は先週、3.12%下落しました。

転換社債市場の動向

英石油大手 BP が発表した 4-6 月期調整後純利益が、最も高い事前のアナリスト予想を上回る内容であったことを受け、同社株価は先週一時 3%近く上昇しました。同社はキャッシュフロー及び生産を増やすことで、原油及びガス価格の下落による影響を補うことが出来ました。ロンドンを本拠とする同社の 4-6 月期調整後純利益は 28.1 億米ドルとなり、前年の 23.6 億米ドルを上回りました。ブルーベイでは、同セクターに対し、比較的前向きな見方を維持しており、原油価格のボラティリティが更に高まる局面であっても効率性を高めることが出来たことが今回の決算発表シーズンで明らかになった欧州石油メジャーを、特に好感しています。

米国の医薬品メーカーであるニューロクライン・バイオサイエンスは、事前のアナリスト予想を上回る収益を発表し、成長鈍化に対する懸念を払拭する内容との受け止めから株価が一時 7%近く上昇しました。同社の主力製品である遅発性ジスキネジア治療薬 Ingrezza が 2019 年に 680 百万米ドルの売上を達成する見通しで、これはアナリストの最も高い予想値を 35 百万米ドル上回るものでした。Ingrezza の商品化における成功は、同社の収益性を中長期的に下支えするものであるとみられています。ブルーベイでは、同社が資金面で余裕があるほか、総力をあげて研究・開発や商品化を推し進めていくための好位置につけていると考えており、同社に対する前向きな見通しを維持しています。

モバイル決済ソリューションのスクエアが発表した直近四半期決算は、調整後売上高成長が 44%と予想を上回ったほか、前年比で見た収益の伸びが 2%となるなど、総じて事前のアナリスト予想を上回る内容でした。しかしながら、次四半期のガイダンスに加え、総支払い額が毎四半期平均で 1%ずつ鈍化しているなかでの売上高の成長鈍化に対する懸念などが投資家の落胆を誘い、決算発表直後に同社株価は 14%近く下落しました。ただしブルーベイでは、同社株価が年初来で高値圏にあったこと、さらに米中貿易摩擦に対するエクスポージャーが限定的であることなどを踏まえ、直近の株価の動きは、同社のファンダメンタルズに関する警戒感よりも、より広範な投資家心理による影響の方が大きいと判断しており、同社に対する概ね前向きな見通しを維持しています。

転換社債市場の見通し

先週は、トランプ氏が想定外にここ数週間の通商協議の進展に対する不快感をあらわにしたことで、市場関係者にとっては困難な相場環境となりました。年初からの堅調なパフォーマンスを踏まえ、ブルーベイではグローバル市場のボラティリティが上昇する可能性があると考えています。そしてそのような環境下において、転換社債は重要な下方プロテクション効果をもたらす資産クラスであると考えてきました。追加関税に対する警戒感があるなか、市場の目は通商協議へと向けられることが予想されますが、短期的には貿易戦争に関連した言動が活発化するなかでボラティリティが高止まりする可能性があると考えています。ただし中期的には、中央

銀行からの更なる支援材料が見込まれるなかで、前向きな見方を持っており、転換社債は魅力的なリスク調整後リターンを提供しうる資産クラスであると期待しています。

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のようになります。

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しますので、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