

株式・マルチアセット四半期見通し

2023年第2四半期



投資元本は変動し、投資から得られる利益は上昇することもあれば、下落することもあり、お客様の投資元本は保証されません。過去のパフォーマンスは将来の状況やパフォーマンスを予測するものではありません。

目次

予測ができないのであれば、十分に備える	3
CIOご挨拶	4
マルチアセット	11
グローバル株式	13
英国株式	15
日本株式	17
アジア太平洋地域（除く日本）株式	19
新興国株式	21
インパクト投資	22
株式リサーチ	23
転換社債	25

予測ができないのであれば、十分に備える

- 現在の市場に大きな影響を与える事項は、(1)中央銀行がどのような政策を採用するか、並びに(2)景気後退の可能性があるのか、後退するとすればその時期と深刻度の2点だと考えています。
- 経済データがどの方向に向かっているかを推測することは比較的容易ですが、どのようなタイミング、どの程度のペース、そして、どの程度深刻になるのか（あるいは改善するか）を予測することは非常に難儀です。
- 市場の動きを予測できないのであれば、備えを万全にする必要があります。市場の動きに影響を与え得るさまざまなシナリオを評価し、リスクを最小限に抑えながら、投資の好機を捉えるために十分に備える必要があります。

金融市場（特に株式）が持ちこたえたことに多くの人が驚かされました。今後数か月間でボラティリティが収まるとは考えにくいですが、市場の耐性は続く可能性があります。株式及び債券の指数ベースのバリュエーションは、現在のマクロ経済情勢がもたらすリスクと投資機会を正確に反映していると考えられますが、セクターや個別銘柄といった狭い範囲ではミスプライシングが見られ、アクティブ投資家にとって投資機会が生じています。M&Gは、特に新興国のソブリン、投資適格社債、優良循環株、アジア株に魅力的な投資機会が訪れていると考えています。現在の市場は「大まかな投資」には不向きで、アルファの源泉は銘柄選択であり、分散が重要で、さらにボラティリティを受け容れる必要があるという投資スタンスを維持しています。



ファビアナ・フェデリ
株式・マルチアセット・サステナビ
リティ投資 最高投資責任者

私たち資産運用会社の究極的な業務は、マクロ経済を完璧に予測することではありません。お客様からお預かりした資金を、責任を持って保全し成長させることです。米国の消費者物価指数(CPI)が6.1%ではなく6.0%と正確に予測したのであれば、それはそれで素晴らしい先見性ではありますが、恐らくは運もあったでしょう。実際には、市場の動きに影響を与える可能性のあるさまざまなシナリオが発生する確率を予測し、それを市場が既に織り込んでいるか、より大きな変化を引き起こす可能性があるかをまず理解し、次に、運用するポートフォリオが、リスクを最小限に抑えながら、予測した市場の変化が引き起こす投資機会を活用する備えができているかの確認が重要になることが多いと考えています。

このようなスタンスは、現在のような予測が極めて困難な市場においては、さらに効果があると考えます。経済データがどの方向に向かっているか（例えば、インフレ率の低下と需要の鈍化）を推測することは比較的容易ですが、どのようなタイミング、どの程度のペース、どの程度深刻になるのか（あるいは改善するか）、そして一直線に進むのか、それとも（より現実的な）2歩進んで1歩（あるいは2歩）下がるような進み方になるのかを予測することは非常に難儀です。そして、予測できないと判断した場合は、備えを絶対に怠ってはいけません。

1月上旬に公表した「株式・マルチアセット四半期見通し」の副題を「2023年に予想されるサプライズ」とした理由は、世界的なパンデミック及び欧州での戦争を目の当たりにして、「この先は何が起こると考えるべきか」から「この先は何が起こるか分からないので、どのように不測の事態に備えるか」へと考え方を考える必要性を学んだことでした。マクロ経済環境が複雑なため、リスクは上下両方向に存在しており、景気後退シナリオにおいては債券が株式よりも優位というのが一般的な解釈です。ただ、欧州を中心に景気後退が現実になる可能性が高まっています。もし景気後退が予想よりも穏やかな場合は、むしろ株式を上昇させる可能性があると考えています。2023年は、いろいろなことが起こるでしょうが、そのなかにはサプライズが必ずあるというのが私たちの結論です。



実際にサプライズが数回起こりました。例えば、銀行4行の破綻、それを契機とした金利予想の大幅な変化、そして株式市場の強さ（言うまでもなく債券をアウトパフォーマンスした）です。

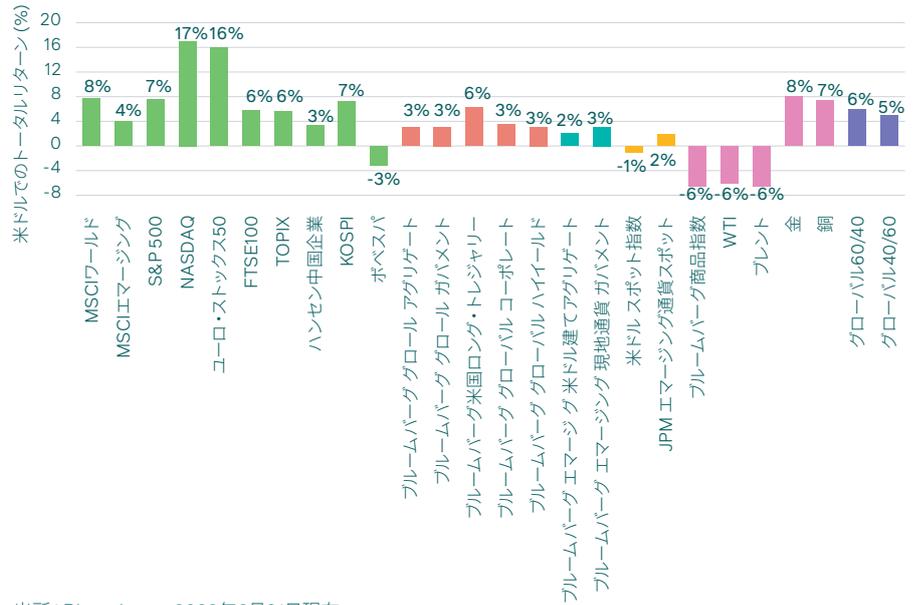
シリコンバレー銀行(SVB)、シルバーゲート銀行、シグネチャー銀行、クレディ・スイスが相次いで破綻したことは、今後ビジネススクールの題材として数限りなく使用されることになるでしょう。誰もが、2008年のような信用危機が発生し、連鎖的に信用リスクが顕在化することが将来的に起こり得ると考えていました。しかしながら、そのようなリスクは、金融システムに対する信頼が再び長期間にわたって損なわれることにつながるような、極端で恐るべき景気後退時にしか発生しないテールリスクだと考えられていました。現実には、2023年3月に発生した銀行破綻は、(少なくとも現時点では) システミックリスクが顕在化したのではなく、個別の銀行の問題でした。この問題は、各国・地域の規制当局と中央銀行が迅速に対処したことが奏功し、グローバル金融システム全体への信頼を損なうことはほとんどありませんでした。ただし、米国の地方銀行や小規模な金融機関に対する懸念が払拭されることは当面はないと考えられます。

2022年末時点で、各中央銀行が2023年3月までにどのような政策を採用するかの予測に労力を費やした人々にとって、2023年の第1四半期は忘れられない教訓をもたらしました。フェデラルファンド金利 (FF金利) 先物は2023年2月28日から2023年3月24日の間に120bpsも低下し、あまり値動きが大きくないユーロですら、オーバーナイト・インデックス・スワップ先物が66bps以上も低下しました。しかし、この値動きを印象的にしたのは、1月に低下、2月に上昇、3月に低下という荒れた相場によるものと思われま

株式は、年初には債券より魅力がないと見られていましたが、輝いた1月、激しい2月（及び3月の前半）、そして3月後半の決定的な回復を経て、耐性において金メダルを獲得しました (図表1)。

“年初には債券より魅力がないと見られていた株式でしたが、結果的には耐性において金メダルを獲得しました”

図表1: 2023年第1四半期のトータルリターン(米ドル)



出所: Bloomberg、2023年3月31日現在

さらに注目すべきことは、ボラティリティが高かった短期間を除き、株式市場もクレジット市場も健全な値動きをしていたことが挙げられます。銀行銘柄、特に米国の地方銀行は売却の対象となりましたが、他のセクターは比較的堅調に推移し、パフォーマンスに大きな差が生じました。しかし、セクターのリターンを見ただけでは、セクター内の個別銘柄間のリターンに大きなばらつきがあったことを知る由もありません。このような相場は、個別銘柄や発行体のファンダメンタルズを深く掘り下げる意欲のある投資家にとっては好機となります。

このことは、今後何が起こり、それに対して投資家がどのように備えるべきかについて、どのような意味をもっているのでしょうか。

市場はデータに大きく左右される不安定な状態が続いており、短期のデリバティブの取引量が増加していることが拍車を掛けています。しかしながら、このような、ノイズ(ファンダメンタルズとは関係のない要因が引き起こす値動き)は、とどのつまり、市場にとって最重要な2つの要因である(1)各中央銀行がどのような政策を採用するか(及び政策の方向性を決定づけるデータ)、並びに(2)景気後退の可能性、後退するとすればその時期と深刻度に辿り着きます。しかしながら、どちらも、方向性

は推測できたとしても、そのタイミングやそれまでの過程を的中させることはほぼ不可能です。

金融引き締めが終わりに近づいているのは確かですが、正確なタイミングはまだ不透明です。前回の四半期見通しの時点では、各中央銀行が利上げを終了させる時期を2023年1～6月と予測しました。この予測が的中する可能性はまだあります。特に、米国の銀行セクターが直面している厳しい状況は、金融機関の貸出余力と意欲をそいでいると考えられ、結果的に引き締めと同様の効果となっている可能性が高くなっています。利上げ打ち止めタイミングの市場予想は依然として今年後半であり、これが株式市場を支え続けています。利下げに関しては、M&Gは今年開始されるとは考えていません。もしこれが的中せずに、今年中に利下げが開始されるのであれば、まずは株式、そしてリスク資産全般にとって悪いニュースとなるでしょう。なぜならば、利下げの引き金となるのは、景気後退が緩やかでない場合だと考えており、これはM&Gの基本シナリオではありません。引き金になり得るもう一つの事象は、今年後半にインフレ率が2%以下に収束することですが、その可能性はさらに低いと考えます。

そして、市場にとってもう一つの重要な要素は景気後退の可能性、時期、深刻度ですが、これらの予測はさらに困難であり、その兆候ははるか遠方にかすかに見えている程度です。この1か月間に発表された経済活動関連の指標は世界的に低迷又は悪化しており、今後需要がさらに後退する可能性が高いと考えられます。しかし、景気後退の時期や深刻度に関しては、現時点ではまだ不透明です。いわゆる「『知らないこと』を知っている」状況です。景気後退は時間差で訪れることを忘れてはなりません。1965年以降の米国で、利上げが引き起こしたと考えられる景気後退の発生時期を見ると、深刻度はさまざまでしたが、時期としては最後の利上げから5～15か月と、かなり幅広い期間で発生しています。

1970年代のように米連邦準備制度理事会(FRB)が引き締めを終了させる以前に景気後退入りした例もありますが、当時の利上げ幅は、960bps、1,300bpsと、今回の利上げサイクルの到達予想金利に照らし合わせるとはるかに大幅でした。今回の利上げサイクルに最も近い利上げ幅は1967年7月～1969年8月の540bpsでしたが、当時の総合CPIは6%であり、景気後退入りした1970年1月の実質GDP成長率は-0.6%とそれほど深刻ではありませんでした。しかし、歴史は韻を踏むことはあっても、必ずしも繰り返すわけではありません。金融市場のパフォーマンス、特に株式の対債券の相対的なパフォーマンスは、現在予想されている景気後退の期間と深刻度に左右されると思われます。

“マクロ経済の壮大な疑問点の解答を求めようとするのではなく、他社と差別化されたリサーチに基づくボトムアップに重点を置いています”

結論的には、この先何が待っているのか、私たちには分かりません。したがって、起こり得るさまざまな結果に備えておく必要があるのです。

M&Gは、現在の市場環境は「大まかな投資（マクロ経済の方向性を予想し、その予想に基づいてポートフォリオ全体を一方方向に振る）」が可能な市場ではないという考え方を維持しています。現在の市場では、アルファの源泉が銘柄選択であり、分散が重要で、さらにボラティリティを受け容れる必要があると考えています。

M&Gは、マクロ経済の疑問点の解答を求めようとするのではなく、他社と差別化されたリサーチに基づくボトムアップに重点を置いています。この運用方針がリターンに結び付くと考えています。図表2は、最近MSCI ACワールド指数を構成する銘柄のリターンのディスページョン（ばらつき）が、10年間の平均値と中央値を上回っていることを示しています。

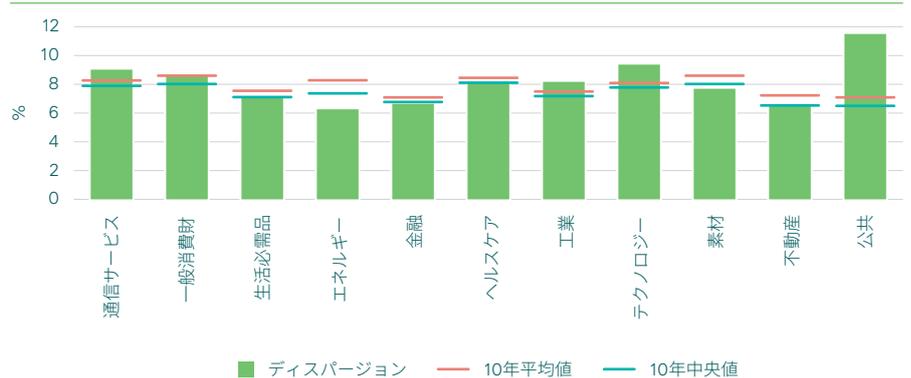
図表2: MSCI AC ワールド指数のセクター間のリターンのディスページョン



月次リターン（3か月間ローリングベース）のディスページョンの平均値及び10年間の平均値及び中央値過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを予測するものではありません
出所：M&Gインベストメンツ、2023年2月28日現在

この傾向はセクター間だけでなく、図表3のとおり、同一セクター内でも銘柄間のリターンのディスページョンが10年間の平均値と中央値を上回っていることが多々あり、投資家が将来性の高い企業と低い企業を区別していることを意味します。

図表3: MSCI AC ワールド・インデックス指数の同一セクター内のリターンのディスページョン



同一セクター内の月次リターンのディスページョン値及び10年間の平均値及び中央値過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを予測するものではありません
出所：M&Gインベストメンツ、2023年2月28日現在

株式及び債券の指数ベースのバリュエーションは、現在のマクロ経済情勢がもたらすリスクと投資機会を正確に反映していると考えられますが、セクターや個別銘柄といった狭い範囲ではミスプライシングが存在するとM&Gは考えています。3月に各国の金融機関の株価が下落したことを思い出してください。安全と見なされていた銘柄も、リスクの高い銘柄も運命は同じであり、アクティブ投資家にとっては優良金融機関を購入する好機となりました。

ポートフォリオにおける分散を維持し、銘柄選択がアルファ獲得の最重要な要素と考えるなかで、戦術的な投資機会が現れた際は積極的に投資することが最適という信念に基づいてM&Gはマルチアセットのポートフォリオを運用しています。引き続き株式にも債券にもバイアスをかけず、戦術的な売買をしつつ、ポートフォリオの基本構成の維持に重点を置いています。足元では、株式の利益を一部確定し、小幅なアンダーウェイトに変更しました。株式の中では、相対的なバリュエーションと企業収益の観点から、より魅力的な投資機会がある米国以外の市場を選好する姿勢を維持しています。

M&Gのマルチアセット戦略における債券のデュレーションを、小幅なオーバーウェイトから中立に変更しました。具体的には、米国の超長期国債の価格が最近上昇した機を捉えて売却しました。ブラジルやメキシコなど、新興国のソブリン債や通貨を引き続き選好しています。そのほかでは、サステナブル戦略やインカム戦略全般において、スプレッドとデュレーションが魅力的であった欧州の投資適格債の好機を活用しました。

マルチアセットと株式の両方の多くの投資戦略において、戦術的な投資機会を機敏に捉えるために、平均的な水準よりも多くのキャッシュを保有しています。

株式では、足元のパフォーマンスが良好だったディフェンシブ銘柄を売却しました。市場のボラティリティに機敏に反応し、大手銀行を含む質の高い景気敏感銘柄を購入しました。購入した銀行は、いずれもクレジットと流動性に優れ、規制が厳しい国に所在しているにもかかわらず、米国とスイスで最近勃発したイベントの余波で価格が大幅に下落していました。国別では、最新のデータの訴求力が強い日本に、引き続き魅力的な投資機会を見出しています。日本はM&Gが選好する市場の1つであり、成長にプラスに働くようにレバレッジを改善させており、マクロ経済要因が必ずしも追い風でなくても、増配や自社株買いを通じて株主還元を高めることができる多くの企業が存在することを発見しています。

“マルチアセットと株式の両方の多くの投資戦略において、戦術的な投資機会を機敏に捉えるために、平均的な水準よりも多くのキャッシュを保有しています”

日本では、実際のところ、マクロ経済面で追い風が吹き始めている可能性があります。労働組合は今年の春闘で市場予想を上回る平均4%程度の大幅な賃上げを実現させました。これは、労働力不足が要因と考えられます。M&Gの日本株運用チームは、消費が賃上げに応じて拡大することが引き金となって、国内経済が今後数年間かけて、自立的な成長軌道に乗る可能性があると考えています。重要なことは、企業の利益率が賃金コストの上昇というマイナス要因を相殺できるほど、生産性が向上していることであり、価格転嫁が進んでいることです。このことは、多くの投資家がまだ発見できていないようです。

また、M&Gは引き続き中国で投資機会を発掘できています。中国に対するセンチメントが特に悪化していた2022年第4四半期の早い段階で、アジア投資戦略及び新興国投資戦略のポートフォリオに中国のコア銘柄の買い増しを実施しました。さらに最近では、大きく株価が上昇した経済再開の「勝ち組」と言われていた銘柄を一部売却して、再生可能エネルギー企業など、長期的かつ構造的な成長が見込まれるセクターに資金を振り向けました。

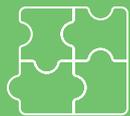
2023年第1四半期は、予想外の出来事がいくつかありました。とりわけ、金融市場（特に株価）が持ち堪えたことに多くの人が驚かされました。今後数か月間でボラティリティが収まるとは考えにくいですが、市場の耐性は続く可能性があります。しかしながら、世界はまだ困難から脱したわけではなく、インフレの高進（OPEC+による減産も影響）、予想より早くより深刻な需要の減退、金融セクターでのさらなる問題の発生などのさまざまなリスクが顕在化し、宴を台無しにする可能性があります。現在のモバイルバンキングでは24時間いつでも預金を取り崩すことが可能であり（前四半期には2行がそれぞれ25%程度の預金を1日で失った）、金融システムに対する預金者の信頼を損ね、預金の取り付け騒ぎが発生すると、どんなに強力な銀行でも破綻する可能性があります。ありとあらゆることが起こる可能性があります。現時点で明確な予測を立てようとするのは時間の無駄になります。M&Gは、むしろ備えることがはるかに賢明な選択であると考えています。

本編では、マルチアセット運用と株式運用のチームが持つ見解と洞察、並びにグローバル銀行を担当するアナリストによる概説を通じて、地域別、テーマ別の展望を解説いたします。皆様の本レポートを興味深くお読みいただければ幸いであり、そして、皆様にとって第2四半期が素晴らしい四半期になることを願っております。

ファビアナ・フェデリ

株式・マルチアセット・サステナビリティ投資 最高投資責任者

マルチアセット



スティーブン・アンドリュー
マルチアセット 運用担当者

今後の課題は流動性の確保か

2023年の最初の数か月間は、金融市場にどれだけのサプライズが起こり得るのかを実感させてくれました。

1月は、主要資産クラスの価格が上昇するなかで慎重な楽観論が台頭しましたが、2月に入ってから、市場はいつもの話題、つまり米国の金利政策に関する慎重な意見に徐々に変わっていきました。この流れのなかで、25bpsの利上げを実施した2月の米連邦公開市場委員会(FOMC)の声明文は「目標誘導レンジの継続的な引き上げが適切になる」とタカ派的と受け止められる内容でした。その後、予想よりも強い経済指標（特に労働市場）が相次いで発表されたことで、市場では、2023年後半も金利が上昇し、到達金利が5.5%を超えるとの見方が強まりました。

2023年3月9日になると、FRBのパウエル議長が「最新の経済データは予想以上に強く、最終的な金利水準が以前の予想より高くなる公算が高いことを示唆している」と述べ、タカ派的なトーンをさらに鮮明にしました。

翌日になるとすべてが変わりました。

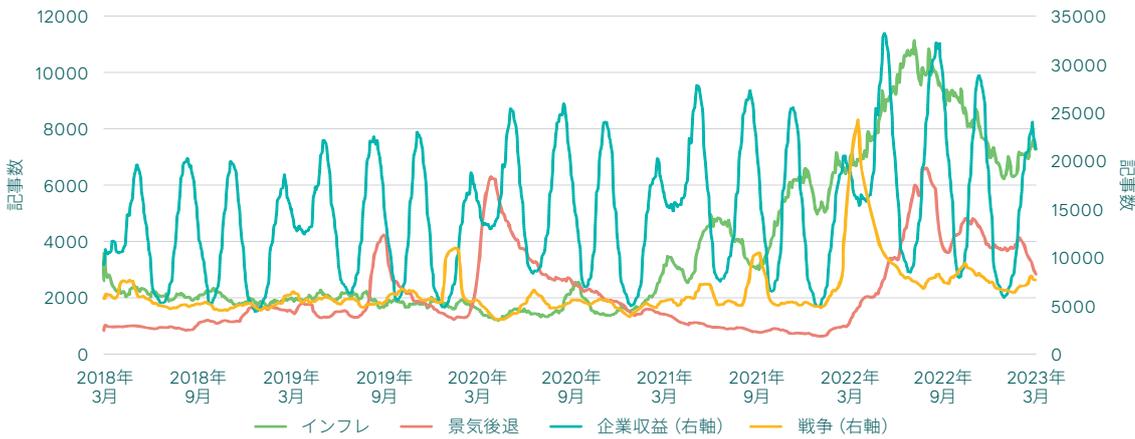
市場は、米国金利の次の動きが利下げになることを織り込むようになりました。

シリコンバレー銀行の破綻とそれが他の金融機関に伝播するという恐怖心は、实体经济を示す指標がどうであれ、FRBにはまだやるべきことがあることを市場は察知しました。銀行界が慎重な姿勢に転換することが流動性抑制策と実質的に同じ効果があり、以降は流動性の確保が最重要な課題となり、短期的なマクロ経済データは、むしろ遅行的な指標であり、重要性が高くないと市場は考えるようになりました。

資産運用会社であるM&Gは、自信過剰で予測ばかりする投資家に、謙虚になる重要性を時々市場が徹底的に教えることを何回も目の当たりにしています。グローバル経済と市場の今後どのような進路を辿るかは五里霧中の状態にあります。まずは、市場価格がどのように反応するかを観察することが第一歩として重要です。

このように、政策金利の方向性が急激に見直されるなかでも、株式市場全般は比較的堅調に推移していることは興味深いことです（米国では、やや先読みしすぎていると思われる大型ハイテクが最大のドライバー）。さらに、金融市場全体がいろいろな出来事に対してほとんど反応していないことは、「ナラティブ・モニター」（図表4）が示しています。このグラフは、ニュースの内容が景気後退（又はインフレ）に関連すると通常は考えるようなものであっても、読み手は重要性がないと認識していることを示しています。

図表4: ナラティブ・モニター—過去5年間の重要な単語を含む記事数



出所: Bloomberg、2023年3月

3月になり、欧州中央銀行(ECB)とFRBが利上げ(利上げ幅はそれぞれ50bps、25bps)を実施したように、各中央銀行は依然としてインフレ抑制に主眼を置いています。この観点からは、銀行セクターの危機が実際には各中央銀行を「助けている」可能性があるという社債市場が発している信号を評価することが重要かもしれません。

米国の長期国債が買われ、利回りが4.0%から約3.6%に低下し、わずか数日間で5%以上のキャピタルゲインをもたらすような通常では考えられない債券相場の強い上昇を受けて、M&Gは、保有債券の利益を確定し、デュレーションを短縮する戦術を採用しました。

戦略的には、ここ数週間、資産クラス間の相関が再び高まったことで、債券投資で引き続きリターン向上と分散化に寄与する投資機会が存在すると考えています。米国債に関しては、より長期の債券を引き続き選好しています(ただし、2022年第4四半期からは大幅に減額しました)。また、ブラジルやメキシコなど、新興国のソブリン債や通貨を引き続き選好しています。そのほかでは、サステナブル戦略やインカム戦略全般において、スプレッドとデュレーションが魅力的であった欧州の投資適格債の機会を活用しました。より投資対象が広いマルチアセット戦略では、全体的にクレジットに対して中立に近いスタンスを維持しています。その他では、株式を中立からアンダーウェイトとし、米国以外の市場を選好しています。第4四半期の市場のボラティリティを受けて、M&Gの投資戦略は中立に近いスタンスに転換しましたが、ボラティリティが引き起こす「エピソード」が好機になるようなケースではリスクを取る用意があります。



グローバル株式



ダニエル・ホワイト
グローバル株式 運用責任者

最近の出来事は金融市場が常に不確実性に満ちていることを改めて認識させた

世界は、マクロ経済環境の急速な変化が続いているのを目の当たりにしています。積極的な利上げサイクル開始から約12か月が経過し、副作用が顕在化し始めています。米国の地方銀行のバランスシートはその1つです。現在のM&Gの株式ポートフォリオは中立に近く、割安な市場、一部の大手銀行、テクノロジー企業を選好しています。テクノロジー企業は、金利上昇圧力が緩和されていることが追い風になっており、強固なビジネスモデルにより（最近のコスト削減でさらに）キャッシュ水準が潤沢であるという強みがあります。

ここ数か月間は、短期的な投資機会や、金利、インフレ、成長がどの指標に起因する予測不能な市場のボラティリティが引き起こす投資機会を機敏に捉えるために、多めのキャッシュを保有していますが、これからの数か月も市場環境は変化しない可能性が高いと考えています。

この四半期で起こった出来事は、金融市場が常に不確実性に満ちていることを改めて認識させられました。

SVBのケースを見てみましょう。2月上旬時点では、同行の株価は年初来ベースで銀行銘柄としてはパフォーマンスが良かった銘柄の1つでした。しかし、3月中旬時点までに、株価は高値から70%下落し、売買が停止され、最終的には規制当局の管理下に置かれました。

M&Gは、SVBのような破綻がさらに起きるとは必ずしも考えているわけではありませんが、2023年中に同様の難局に直面することはあり得ると考えています。

中央銀行の舵取りには難しいジレンマが待ち構えています。ハードランディングなのかソフトランディングなのかの議論はまだ続いています。そして、四半期決算発表はもうすぐです。今回は、景気後退なのか回復なのかの手がかりが示されるだけでなく、銀行セクターがSVB破綻を受けてどういう対処を行っているかについての詳細な情報を入手できると考えられます。

投資家は、このような不透明な時代に何をすればよいのでしょうか。

M&Gの結論は、バランスの取れたアプローチを採用することです。

“銀行セクターがSVB破綻を受けてどういう対処を行っているかは(恐らく)四半期決算で示されます”



M&Gは、投資の好機があればリスクを取ります。ファンダメンタルズが明らかに悪化した場合はリスクを削減します。特に強い見解を持っていない場合や、リスクに対するリターンが明確でない場合は「チャンスを待つ」こともあります。

M&Gは、近い将来に訪れる投資機会を見込んで多くの投資戦略で資金を確保した結果、最近になって好機を実際捉えることができました。また、市場のボラティリティが高いタイミングを捉えて、保有銘柄をより魅力的な価格で買い増したほか、特にヘルスケアと公益事業の新規銘柄を魅力的な価格で初めて購入することができました。その他では、テクノロジーセクター内で銘柄の入れ替えを行っています。必要であれば損切りをすることに躊躇しません。米国の地方銀行の数銘柄は、その例です。地方銀行株が大幅に下落した一方で、当局による規制や監督の強化に伴うコストが企業の収益性とリターンを構造的に低下させると判断しました。

一方で、機敏に反応することも大切です。

長期投資家であっても、自身の見解や立場に固執せず、独善的にならないことが大切です。変化が激しい金融市場においては特にそうです。

世の中は変化します。そして、株価やバリュエーションはさらに速く変化します。

これから直面する課題が多いことを忘れてはいけません。一方で、そのような課題が必然的に創出する投資機会を捉える備えを怠ってはいけません。

英国株式



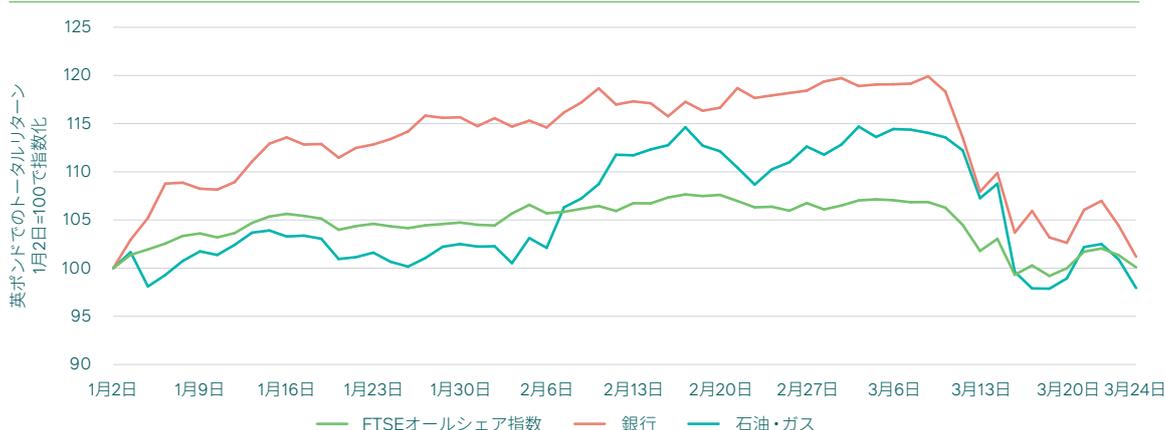
マイケル・スタイスニー
英国株式 運用責任者

投資の好機を捉えるために常にアンテナを張り巡らす

2023年の最初の2か月間は、2022年後半に市場に大きな影響を及ぼした多くの投資テーマの名残がありました。英国株式はトラス前首相の「ミニ予算」の混乱から着実に回復し、一方で世界経済が懸念されていたよりも踏ん張れたことから、企業収益ではポジティブサプライズが相次ぎ、特に石油・ガス企業と銀行が市場を牽引したことで、FTSE100指数は中堅株と同様な歩調で推移しました。

SVBの破綻とクレディ・スイスの破綻/UBSによる買収合意によって、金融機関全体に伝播する懸念が高まったことで、3月中旬に株式相場の方向性が一変しました。これら銀行の破綻が比較的特殊な要因によるものであったにもかかわらず、FTSEオールシェア指数への影響は深刻で、2023年3月8日時点で、年初来の上昇率(6.9%)をすべて吐き出し、結局四半期の上昇率は3.1%にとどまりました¹。図表5が示すように、この混乱は石油・ガス関連銘柄と銀行への影響が大きく、月の後半に年初来の上昇分をすべて全て失いました。

図表5: 英国の銀行及び石油・ガス企業株は伝播懸念により大きく下落²



今後の展開を考えるうえで、今回の混乱から多くの疑問点が浮かび上がりました。つまり、金融システムは健全か、銀行にとって適正な自己資本コストはどのくらいか、与信条件の厳格化は实体经济に影響を及ぼすか、金利水準はピークに達したか、リターンをけん引するセクターや投資スタイルにしている変化はあるのか、などです。

これらの疑問点に対する解答はすべて、市場に重大な影響を及ぼす可能性があります。ポートフォリオを構築するうえで最も簡単な方法は、ファンダメンタルズに焦点を当て、高いバリュエーションを裏付ける強固なバランスシートを有し、利回りと配当率が高い企業に投資することでしょう。最近の下落を受けて、FTSEオールシェア指数の銘柄は、EBITDA (純) 有利子負債倍率*がわずかに1.3倍と自己資本が厚く、株価収益率(12か月先の、PER)は10.1倍になりました。一方、配当利回り(12か月先)は4.5%と、年間予想利益が配当額の2倍以上であることを意味します³。

¹ 出所: Datastream。FTSEオールシェア指数(英ポンドでのトータルリターン)、2023年3月8日・31日現在

² 出所: Datastream。FTSEオールシェア指数(英ポンドでのトータルリターン)、2023年3月27日現在、2023年1月1日を100として指数化

³ 出所: Factset、2023年3月28日

* EBITDA = 利払い前、税引き前、減価償却前利益

また、分散された銘柄によるポートフォリオを維持することも重要です。市場に対する信頼感が急速に低下しているため、ディフェンシブ銘柄に目を奪われがちですが、信頼感が回復するようなきっかけがあれば、景気循環により敏感なセクターへの回帰が急速に起こる可能性があります。



“(不透明感があるなか)バリュエーションを裏付ける強固なバランスシートを有し、利回りを見極めることと配当率が高い企業に投資します”

ボトムアップの観点からは、どのようなセクターが市場をけん引するかを見いだすことが特に重要です。金利がピークに達し、市場のけん引役が「バリュー」のセクターでなくなった場合、どのセクターがけん引役になるかが重要です。すぐに恩恵を受けるのが明らかなセクターは、「長期的」でディフェンシブな収益構造をもつ生活必需品と医薬品と考えられます。しかし、M&Gは、パフォーマンスが冴えないセクターのなかで、たとえ収益が多少景気循環に左右されるとしても、金利低下の恩恵を受ける可能性があるセクターに注意を払う価値があると考えています。例えば、現在、PBRが1倍で取引されているものの、株価が改善される見通しが明らかな住宅企業や、将来純資産価値(NAV⁴)に対して26%のディスカウントで取引されている不動産企業 (REITを含む) などが考えられます (もっともキャップレートの調整の大半が織り込まれている可能性があります)。

まとめると、3月に起こったことは、予期せぬ事態が発生した場合、市場が急に変化することを思い出させてくれました。したがって、第2四半期を展望するうえでM&Gが確信していることは、市場は引き続き不安定であることが想定されるため、価値を生み出す投資機会をすぐに捉えることができるようにアンテナを張り巡らせることです。

⁴ 出所：Panmure Gordon リサーチ、2023年3月27日

日本株式



カール・パイン

アジア太平洋地域株式 共同責任者

成長ドライバーは勢揃いしているのか

M&Gは、日本企業の収益が構造的要因により拡大する可能性について、引き続き楽観的な見方をしています。このような楽観的な見方は、各企業が比較的容易に利益幅を拡大させ、企業構造と企業戦略を最適化させるための自助努力を継続しているためだと考えます。収益性の改善が自助努力に起因しており、マクロ経済の追い風を必ずしも必要としない点をM&Gは高く評価しています。

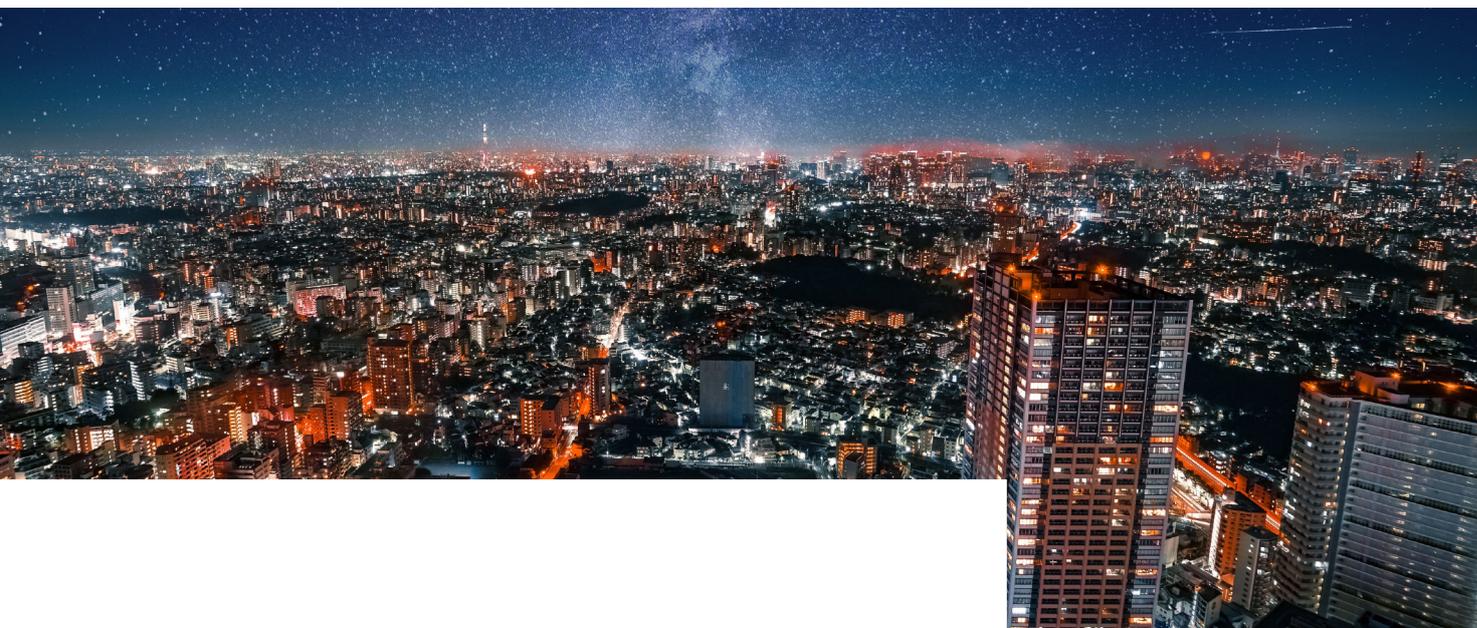
実際には、マクロ経済の追い風要因がこのシナリオの実現性をさらに高めており、その理由を説明する必要があります。それは、大きく変化している国内の賃金情勢です。消費が賃上げに応じて拡大することが引き金となって、国内経済が今後数年間かけて、自立的な成長軌道に乗る可能性があると考えています。このことは、多くの投資家はまだ発見できていないようです。

ようやく賃上げが実現

労働組合は今年の春闘で市場予想を上回る平均4%程度の大幅な賃上げを実現させました。労働力不足は、熟練労働者、非熟練労働者、パートタイム労働者、フルタイム労働者を問わず、多くの労働者層で賃金を押し上げています。失業率は1990年代前半の水準（約2%）に戻りつつあり、新規求人数は新型コロナウイルス感染症まん延以前の最高水準に迫ってきています。今後数年間は年3~5%の賃金上昇率が継続する可能性が高まっていると考えられます。今までの20年間の現金収入の伸び率がほぼゼロであったことを鑑みると、これは非常に大きな進展だと考えます。現在ははっきりしないことは以下の2点です。このことが消費を一段と高い水準に押し上げるのか、そして、企業の利益率が犠牲になるのか、です。

消費に目を向けると、4%の賃金上昇率は現在の総合CPIとほぼ同じですが、エネルギー価格の下落と為替が若干円高に振れることが見込まれるため、CPIは2023年の年末にかけて2%へと低下すると考えられます。実質所得の上昇が、経済が現在以上に再開されることと相まって、内需が現時点の予想を上回る水準に拡大することは容易に想像できます。

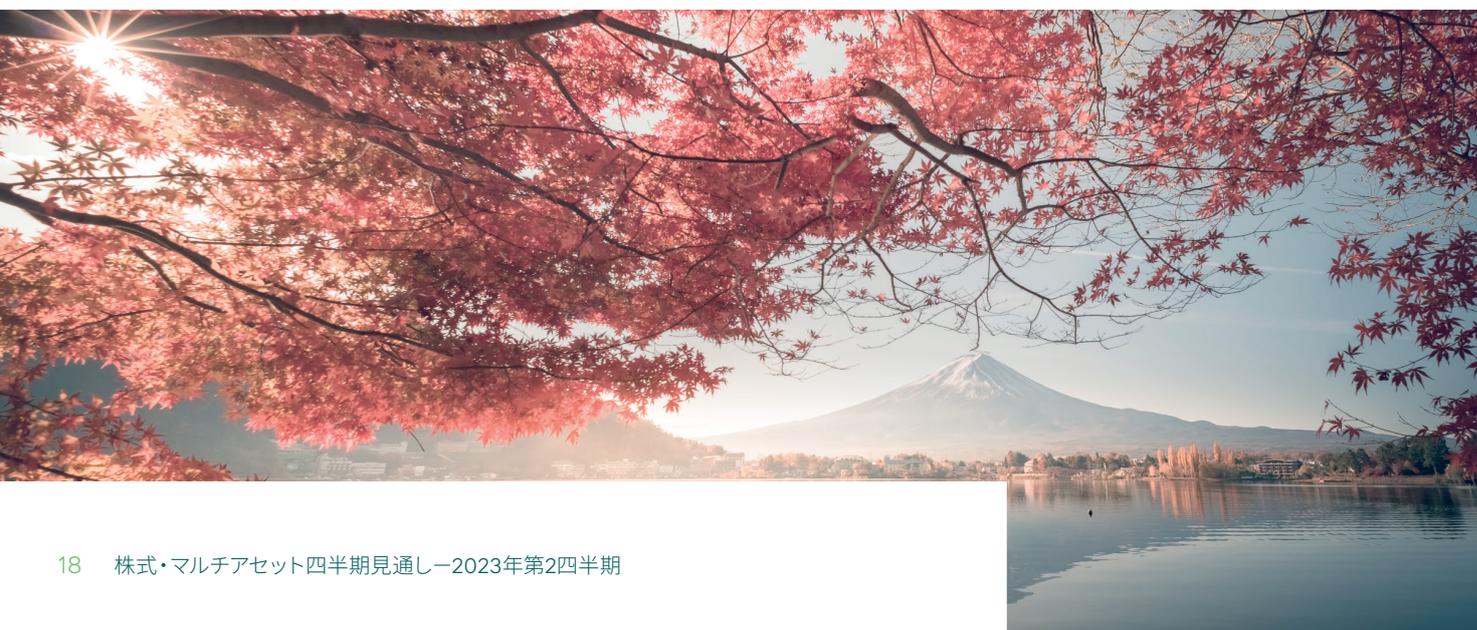
他の条件が同一であれば、賃金上昇は利益率を圧迫する計算になります。しかし、これは生産性が変化しないことを前提としています。実際には、日本企業の生産性は、上場企業を中心に大きく向上し続けています。さらに、投入コストの上昇を賄うために製品価格を値上げできないことも前提にしていますが、実際には価格転嫁が進んでいます。



一般論としては、他の国が賃金・物価のスパイラルの阻止を図っているのに対して、日本の場合、スパイラルは歓迎される現象です。実質賃金の上昇、生産性の向上、実質成長率の上昇、緩やかな物価上昇率、名目成長率の上昇は、企業の利益率を犠牲にしなくても達成できると考えられます（上昇させる可能性すらあります）。

日本においては、物価と賃金を共に上昇させることは十分に可能であり、そのことは、ただでさえ拡大が予想される企業収益にとってさらなる追い風要因になると考えられます。

“ 日本企業の生産性は、上場企業を中心に大きく向上し続けています ”



アジア太平洋地域 (除く日本) 株式



デーブ・ベレット

アジア太平洋地域株式 共同責任者

万全な準備によりノイズを除去

激動の2022年が過ぎ去ったのも束の間、2023年第1四半期は、市場を動揺させる出来事が次々と発生し、息をつく暇もありませんでした。せっかく世界的なサプライチェーンの混乱が緩和され、中国がゼロコロナ政策を終了させたにもかかわらず、このような出来事は、特に欧米の銀行に対する不安材料になり、その影響でアジアの金融株と短期金利のボラティリティが上昇しました。アジア由来の問題としては、2022年末に一時的に緩和した米中間の緊張が、米国による中国テクノロジー企業に対する制裁の拡大と習近平主席のロシア訪問によって再び高まったことが挙げられます。

現在の世界にはあふれんばかりの「ニュース」がありますが、M&Gのアジア太平洋地域株式運用チームは、差別化されたリサーチを活用したボトムアップ運用に重点を置き続けています。M&Gは、マクロ経済の疑問点の解答を求めようとするのではなく、ポートフォリオで保有する企業やリサーチ対象の企業と継続的にエンゲージし、中期的な事業のドライバーが何であるかを理解し、そのドライバーが持続しているか否かを理解することに重点を置いています。継続的な分析によって求めているのは、短期的な予測を他社よりも中させることではなく、その企業の中期的バリュエーションの適正水準を見いだす広範な見方を確立することです。このことは、市場が大きく変動している際のノイズ（ファンダメンタルズとは関係のない要因が引き起こす値動き）を除去し、過剰な株価の変動や誤った伝播リスクに対する恐怖心を逆手に取って、投資家に有利に働くように活用することを可能にします。

“ 継続的な分析によって求めているのは、短期的な予測を他社よりも中させることではなく、その企業の中期的バリュエーションの適正水準を見いだす広範な見方を確立することです ”

例えば、中国に対するセンチメントが特に悪化していた2022年第4四半期の早い段階で、中国のコア銘柄の買い増しを実施しました。さらに最近では、大きく株価が上昇した経済再開の「勝ち組」と言われていた銘柄を一部売却して、再生可能エネルギー企業など、長期的かつ構造的な成長が見込まれるセクターに資金を振り向けました。また、アジア太平洋地域の金融機関が世界的な金融不安の伝播を受けた際も投資の好機になると考えています。M&Gのポートフォリオで保有するアジア太平洋地域の多くの銀行は、世界の銀行に比べて自己資本が厚く、バランスシートがより保守的であり、「普通の」銀行業務の比率が高い傾向があります。また、投資対象候補の多くの景気循環型企業が世界的な成長不安を受けて、一時的にせよ弱含む可能性があります。M&Gは、市場よりもグローバルな需要を正確に予測できるわけではありませんが、供給に関しては、過去の水準と比較してどの業界の供給力が不足しているかを見極める能力は持っています。

まとめると、M&Gは、市場の混乱へ無理に対応するのではなく、むしろ混乱を活用できるような方法で、リサーチの結果をポートフォリオ構築に活かせるよう、絶えず努力しています。



新興国株式



マイケル・ブーク
新興国株式 投資責任者

新興国では予測はそれほど意味をなさず、備えは経験から生まれる

2023年第4半期の市場は、SVBやクレディ・スイスの破綻の伝播を懸念する投資家が一時的に増加したことで、必要以上に多くの時間がSVBやクレディ・スイスのことで費やされました。しかし、新興国の銀行、とりわけ中国の銀行が見せた強靱さは絶大で、ディフェンシブなパフォーマンスを発揮しました。

図表6: 各地域の銀行株のパフォーマンス



リターンは現地通貨ベース。3月1日=100として指数化
指数はData Stream指数（ただし、新興国はMSCI）、2023年3月31日現在
出所: Refinitiv DataStream, MSCI

すべての新興国の銀行は、売却可能資産（売買目的有価証券）を時価評価の対象としており、損益は資本勘定に直接影響します。また、新興国の金融機関は、足元の米ドル金利上昇以前の長期債相場の急騰時に米国債を購入しなかったため、引き締め開始時にはエクスポージャーがほとんどありませんでした。これは、新興国のどの国の金利も、米ドルほど低下したことがなかったためです。タンスの奥にリスクが隠れている可能性はもっと低いと思われます。保険業界においては、欧米の保険会社は利回りを追求するあまり、多くのBBB格社債を購入しましたが、BBB格社債は、金利上昇の影響を受けやすく、また買い手不在になるリスクがあり、さらに、景気後退時には価格が下落しやすい商品です。銀行と同様に、新興国の保険会社は欧米の保険会社と同じような投資を行いません。このことから、M&Gは新興国の金融機関が最近の世界的な金融機関に対する懸念とは一線を画していると判断し、オーバーウェイトを維持します。

新興国の金融機関が影響を受ける可能性があるとするれば、米国と欧州での景気減速の長期化とハードランディングであり、その場合は新興国の成長率が鈍化するリスクが生じ、銀行の資産の質が予想以上に悪化するという、いわば景気後退などに起こり得る一般的なリスクを避けて通ることはできないと考えられます。このようなリスクをM&Gは十分に認識しており、モニターを続けます。とはいえ、新興国の金融セクターは他のセクターよりもかなり割安な水準で取引されており、リスクに十分に見合った価格差があります。このことは、より高いリターンが期待できることを意味します。保有する銘柄を熟知し、きちんと定義されている投資プロセスを用い、新たな投資機会を発掘することで、M&Gは難局を乗り切ることができ、さらに新たな投資アイデアを創造できると考えています。

今後のFRBの政策が、新興国市場がより強いパフォーマンスを上げるための足場を築くことにつながる可能性があります。FRBによる利上げの停止は、新興国の各中央銀行が現行の高い金利を引き下げる余地を生み出すことになるかもしれません。また、投資家によるリスク回避の姿勢が落ち着きを見れば、新興国株式にとって好材料であるドル安が実現するかもしれません。

結論として、魅力的なバリュエーションと企業の利益率の改善という観点から、M&Gは引き続き新興国株式を評価しています。中国における経済の再開は、良好な環境を後押しする要素です。ただし、中国への投資家が直面している長期的な課題が払拭されたわけではないことを忘れてはいけません。

インパクト投資



ジョン・ウィリアム・オルセン
インパクト投資 投資責任者

外的ショックに対処するために必要な耐性

2023年の第1四半期は驚きに満ちあふれた四半期でした。急激な金融引き締めが金融システムに亀裂を生じさせました。今となっては亀裂の原因は明らかですが、その時点では想定外の出来事でした。M&Gの前四半期の見通しの中で、2023年のサプライズ候補として、米国の地方銀行の経営が破綻することやスイスの投資銀行で問題が発生することを挙げませんでした。銀行システムは信頼を礎としたレバレッジで成り立っているため、信頼が喪失されると非常にもろく、一旦壊れると修復するには社会に大きな負担をかけることになります。クレディ・スイスに関しては以前から厳しい状況に置かれていたことは確かですが、それ以外の銀行は健全だと認識されていたため、破綻は多くの人を驚かせ、投資家は刻一刻と更新されるニュースに神経を集中させました。

SVBの破綻には、サステナビリティという特殊な側面が伴いました。同行は化石燃料産業への融資を行わず、再生可能エネルギー技術の企業への融資が多く、株主に多くの持続可能性志向のファンドが名を連ねていました。そのため、同行の破綻により米国内で「ESGに賛成か反対か」という政治的な議論に拍車がかかり、ある著名な州知事は、破綻の直接的な原因が銀行のダイバーシティ&インクルージョンへの取り組みだとまで言い切りました。同社は、カリフォルニア州のステークホルダーに受け容れられるほどの優れた社会政策に取り組んでおり、破綻との因果関係が希薄であることに多くの人が同意すると思います。

私たちは、次の亀裂がどこで発生し、どのような波及効果があり得るかばかりを考えていますが、今回のような出来事は、運用担当者の（時にはそれほど目立たない）責任の重要性を浮き彫りにします。責任とは予測するのではなく、ポートフォリオのリスク管理や企業に対する厳格なデューデリジェンスなどのことであり、流動性リスクが高い時期には、なおさら重要になります。そして、流動性リスクは、金融緩和が終焉を迎えている現在、明らかに高くなっています。

“流動性の確保が難しい場合、堅牢なビジネスモデルとバランスシートが重要になります”

流動性の確保が難しい場合、堅牢なビジネスモデルとバランスシートが重要になります。M&Gの投資戦略では、企業の品質、耐久力、財務の強さ、外的ショックへの一般的な対応力など、企業の耐性の評価を行います。M&Gのインパクト投資戦略では、高い潜在性を備えた起業後間もないパイオニア企業にも投資する方針を採用しています。規模がまだ小さく成長中の企業は、資金を確保する手段が多くなく、調達コストが上昇した場合に脆弱性が高くなることから、耐性を評価することが一層重要になります。ただし、このような起業後間もない企業への投資比率はどの投資戦略においても非常に低い一方、このような企業は一般的に柔軟なコスト構造をもち、資本要件もそれほど高くなく、強固なバランスシートを有しています。また、ポートフォリオの中にある、安定した良好な収益を上げているキャッシュリッチな企業とでポートフォリオ内でバランスが取れていると考えられます。将来起こり得る亀裂に備えるために、重要な戦略を変更する必要はないとM&Gは考えています。最近ポートフォリオにおいて、リターンが良好だった数銘柄を売却し、新規IT関連企業で、投資開始には魅力的な価格と判断した銘柄を選択的に組み入れました。当四半期も、前四半期に続き、「予期せぬ」サプライズが起こる可能性は否定できません。

株式リサーチ



エド・ブース

株式リサーチ 副責任者 兼 グローバル銀行アナリスト

銀行株に集中する

今や、預金を24時間いつでも引き出せるモバイルバンキングの世界であり、想像できないような勢いで預金が数行の銀行から流出したことは市場にとって大きなショックでした（前四半期には2行がそれぞれ25%程度の預金を1日で失いました）。

一方、米国の地方銀行は、金利が史上最低水準にあった際に収益を維持するために長期債を大きく買い増しましたが、その後金利が上昇に転じ、現在では1980年代初頭以来の最大規模（規模と期間）の逆イールドカーブに米国の地方銀行は直面しており、さらに量的引き締めに伴う預金流失と高い金利を求める預金者の預金流出にも苦慮しています。この現象は、預金者の短期預金見合いで实体经济に長期融資資金を供与するという社会的な目的を果たそうとしている銀行にとって、特に大きな問題となっています。

市場は、同様の理由で、商業用不動産やシャドーバンキング（影の銀行）が生み出した不均衡に懸念を抱いています。端的に言えば、ちょうど2年前は「低金利は永遠に」という常識とはかけ離れた市場コンセンサスがまん延し、短期資金を低利で調達して長期資産に投資する投資家の数は少なくありませんでした。現在は調達金利が急上昇し、2年前とは異なった「常識とはかけ離れた」状況にあります。市場だけでなく、銀行もパンデミックの最中、その後何が起こるかを予測することができませんでした。

果たして次は何が起こるのでしょうか。上述の環境を勘案すると、最も影響を受けるのは、住宅ローンなどの特定分野への与信額が多い銀行である可能性が高いと考えられます。規制当局もこの問題に対処するため、与信額が多い銀行に対する規制を厳しくすると考えられます。特に、これまでは規制が緩やかだった米国の地方銀行が最も影響を受けることになると考えられます。

また、ツイッターやモバイルバンキングといった新たな現実に鑑み、銀行が圧力を受けた場合の預金流出のペースが速くなるという前提で銀行に対する規制を強化することになると考えられます。

このような状況においても、銀行にも勝ち組が存在します。

米国（及び欧州のほとんど）の大手銀行は、米国の一部地方銀行が直面したような問題に対する高い耐性を備えています。金利リスクや預金流出リスクについては定期的な検証を受けており（監督当局による流動性カバレッジ比率、安定調達比率、銀行勘定における金利リスクなど）、また、売却可能資産の損失額は四半期ごとに時価評価されます。

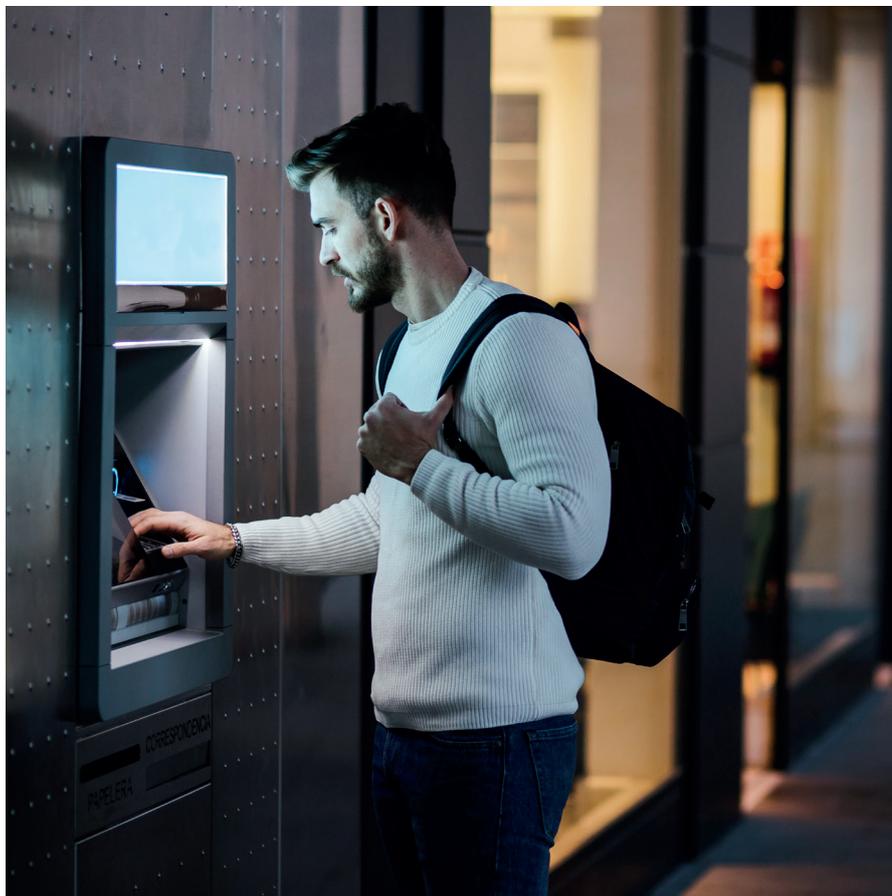
“金利の上昇は、金利が史上最低水準にあった際に収益を維持するために多くの長期債を購入した米国地方銀行に多大な影響を及ぼしています”

このため、このような銀行の金利リスクは低く抑えられていることから、収益源の多角化が進みました。多様な顧客を基盤とし、資金面では長期・短期を問わず、また、非銀行業務でもさまざまな収益源を有した多角的で「ユニバーサル」な銀行であり、嵐の中心からは遠くに位置しています。

ユーロ圏では、当座預金から、より高利回りの定期預金への移行が始まったばかりという状況にもかかわらず、(1) 銀行に対する流動性規制は既に厳格化されている一方、(2)ユーロが逆イールドカーブになったとはいえその程度は軽微であり、(3) 金利の上昇幅もそれほど大きくありません。(2)と(3)は、預金の流出と資産の悪化リスクを緩和するものであり、今日では最も重要視されていることです。経済減速懸念や金利上昇圧力が早期に緩和されるなど、市場にまん延している懸念事項が和らげば、次の景気サイクルにおいて、強い銀行は現在のサイクルよりも大幅に優れた収益を獲得し、長期のバリュエーションを支える条件を備えていると考えます。

先進国における金利上昇のペースが極端だったことは、分散化や適切な規制が痛みの緩和に寄与することを改めて示しています。先進国では金利水準に大きな変化がこの15年間見られなかったため、今回の金利の急上昇はかなりの痛みを伴うと考えて差し支えないでしょう。

しかし、強い銀行は、今以上の難局面を克服できると考えられます。大幅な景気後退にはならないという前提で、魅力的なバリュエーションをもつ銀行の投資機会を既にいくつか見出しています。



転換社債



レオナルド・ビンビール
転換社債 投資責任者

良好なリスク調整後リターンを獲得するためには銘柄の厳選が重要

転換社債の投資家は、信用の質、オプションのテクニカル要素とストラクチャー、株式の性質という転換社債がもつ3つの特性を活用することで、今後訪れるであろう不確実性に対処することができます。

クレジット分野には数多くの投資機会があります。欧米のスプレッドはM&Gが適正と考える水準に戻ってきており、クロスオーバー企業（スプリット・レーティングの企業で、一方が投資適格、一方が投資不適格）銘柄は400~500bpsの範囲に収まっています。このスプレッドは、ベース金利の上昇と相まって、魅力的な利回りを提供しています。一方アジアでは、第1四半期にハイイールド銘柄のスプレッドが大幅に拡大し、バリュエーション面で割安な水準になっています。さらに、転換社債のインプライドスプレッドは、「アット・ザ・マネー転換社債」と「バステッド転換社債」の両方で⁵、通常のパリパス条項付きの普通社債（同条項がなくても同じ効果のある債券を含む）よりも一般的に大きい（割安）ことが分かりました。

“現在の環境では株式要素よりもスプレッド（信用のバリュエーション）に対して建設的な見方を持ち続けています”

一方株式に関しては、今後のマクロ経済と企業収益悪化のリスクを考慮すると、バリュエーション面で転換社債ほどは自信が持てません。米国株のバリュエーションは依然高く、欧州株とアジア株に関しては、全体的にバリュエーションが米国株ほど（セクターや成長性の差を考慮しても）の割高感はありませんが、現在の環境では株式要素よりもスプレッド（社債のバリュエーション）に対して建設的な見方を持ち続けています。

3月に銀行界で起こった出来事は、想定外の事態に対する備えをする必要性を再認識させるものでした。M&Gにとっての備えとは、銘柄選定のための優れた判断力を持つということです。M&Gの転換社債投資の基本は、単に適切な銘柄を買うのではなく、適切なストラクチャーの転換社債を買うことです。M&Gは、アット・ザ・マネーで、コンベクシティー効果が高く、信用力が高く、ボンドフロアとのかい離が小さいながら、株価が値下がりした場合にはそれほど価格が下落せずに、逆に大きく値上がりした場合には、値上がりを楽しむだけの十分なデルタ[#]をもつ銘柄の購入を目指します。また、優れたビジネスモデルを持ち、フリーキャッシュフローの創出能力が実証されている企業にも焦点を当てています。がんの放射線診断に従事する企業が発行した転換社債を購入したのはその一例です。この企業のシャドー格付けはBBであり、確立された事業によりボンドフロアは良好で、株価は適正市場価値より割安な水準で取引されていました。さらに、同社の事業パイプラインが市場で評価されていなかったため、バリュエーション面でさらに割安感が生じており、アット・ザ・マネーのオプションが存在することにより、株価の上昇を楽しむ可能性がありました。

⁵「アット・ザ・マネー」：オプションの行使価格が証券の現在の市場価格と同じ場合。「バステッド転換社債」：株価が転換価格をはるかに低い価格で取引されている転換社債

[#]デルタは、原証券価格の変化に対するオプション価格が変化する比率。原証券価格が変動すると、オプション価格がどのように変化するかを運用担当者が判断する材料となる

年初来の新規発行は、ここ数年に比べて発行体数が増加し、条件も魅力的でした。発行額に関しては、M&Gの予想どおりに推移していますが、銘柄を厳選しているため、購入銘柄数は発行銘柄数の13%程度にとどまっています。

M&Gは、投資の好機を発掘するために、ユニバースを幅広くしています。魅力的なリスク・リターン特性を提供する投資先を探すにあたり、既発債と新発債の両方を投資対象としていますが、従来どおりに銘柄を厳選しています。また、投資方法に柔軟性をもたせることで、投資機会を創出します。例えば、旅行・観光業界に対する投資では、旅行・観光産業の回復を享受する目的で、投資適格企業が発行した低デルタでインプライドスプレッドが高い転換社債と株式オプションを合わせた取引を行いました。中国の不動産開発業者に対する投資では、シンセティックEB（他社株転換可能債）は年限が短く、デルタが低すぎると判断し、普通社債2銘柄と株式を組み合わせた投資を行いました。フランスのホテルチェーンに対する投資では、株式のバリュエーションが十分に安くないため、転換社債ではなく、利回りが高い永久社債を購入することにしました。アジアでは、中国のフードデリバリー・旅行・電子商取引の企業が発行する転換社債に投資しました。この転換社債はデルタが比較的低かったのですが、市場で取引されている投資適格の普通社債よりも期間が2年短いにもかかわらず、より大きなインプライドスプレッドで取引されており、事実上無料で株式オプションを購入することができました。

非常に重要なことは銘柄選択です。オプションの特性を精緻に分析し、企業の資本構成、投資する商品（転換社債、普通社債、株式）、クレジットの種類（無格付け、投資適格、ハイイールド）全てを投資対象にするという柔軟な投資方針を維持することにより、魅力的なリスク・リターンを提供すると考えられる転換社債のストラクチャーを選択することができ、最終的には、お客様に良好なリスク調整後リターンをもたらすことができると考えています。

機関投資家向け資料

当記事は、現在の市場動向におけるM&Gの見解を述べたものです。今後、事前に通知することなく変更する可能性があり、実証しかねる推測を含む場合があります。過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。当記事の配布は売買の推奨や勧誘を行うものではありません。当記事は情報提供と教育のみを目的としており、投資に関する助言や特定の証券、投資戦略、投資商品の推奨を行うものではありません。本資料における個別企業に関する記述は例示のみを目的としており、売買の推奨を行うものではありません。当記事が提供する情報ならびに参照した情報は、M&Gが信頼性が高いと判断する情報源から得た情報で作成していますが、情報の正確性について保証するものではありません。内容の正確性についてM&Gはその責任を負いません。M&G Investmentsは英国で設立されたM&G plcの直接子会社です。M&G plc及びその関係会社は、アメリカ合衆国を主たる事業地とするPrudential Financial, Incとはいかなる関係もありません。当資料はM&G Investment Management Limitedが発行します。M&G Investment Management Limitedはイングランド及びウェールズにおいて番号936683、本社所在地10 Fenchurch Avenue, London EC3M 5AGにて登録されています。M&G Investment Management Limitedは英国Financial Conduct Authority (金融市場監督庁) により認可され規制を受けます。M&G Real Estate Limitedはイングランド及びウェールズにおいて番号3852763で登録されており Financial Conduct Authority (金融市場監督庁) の認可、規制は受けません。M&G Real Estate LimitedはM&G企業グループの1社です。

当資料はM&G及びM&G関連会社が発行した資料の翻訳です。和文と原文(英語) に差異がある場合は、原文を優先します。

M&G Investments Japan株式会社

投資運用業者、投資助言・代理業者、第二種金融商品取引業者

関東財務局長(金商) 第2942号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

本書面は、当社又は当社の海外関連会社であるM&G Investment Management Limited、M&G Alternatives Investment Management Limited 若しくはM&G Real Estate Asia Pte. Ltd.(以下あわせて「海外関連会社」といいます。)の運用に関する情報提供を目的としてお渡しするものであり、いかなる有価証券の勧誘となるものでもなく、それを意図するものでもございません。

当社は、投資助言・代理業者、投資運用業者及び第二種金融商品取引業者として金融商品取引法上の登録を受けており、今後、当該登録に基づき、お客様と海外関連会社との間の投資一任・投資顧問契約締結の代理・媒介を行い、当社が直接お客様と投資一任契約を締結し、又は、お客様に対し海外関連会社又はその関係会社が運用する海外集団投資スキームへの投資勧誘をさせていただく場合がございます。その際当該投資一任契約又は海外集団投資スキームへの投資に係る具体的なリスク、ご負担いただく手数料等の費用に関しては、個別の契約書及び契約締結前交付書面等のお客様向け資料に記載させていただきますので、それらの資料をご参照ください。なお、お客様と海外関連会社との間の投資一任・投資顧問契約締結に係る代理・媒介業務、及び、お客様に対する海外関連会社又はその関係会社が運用する海外集団投資スキームへの投資勧誘に関して、当社がお客様から手数料をいただくことはございません。 **APR 23 / W946901**