



インサイト

## 転換社債：成長への投資

2016年10月

転換社債は、債券と株式の特性を兼ね備えており、リターンに下方硬直性があることから、歴史的に株式自体よりかなり低いボラティリティ(変動性)で、株価の上昇による利益を獲得する機会を投資家に提供します。株式市場が上昇するもののボラティリティも高まると考えられる局面において、ポートフォリオにおける転換社債の組入比率を高めることによって見込まれるメリットを考察していきます。



マイク・リード

パートナー  
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

### グローバル株式：再び成長期か

グローバル株式市場は、世界金融危機による下落が底をつけた2009年3月から5年間にわたり力強く回復した後、2014年初頭以降はボックス圏で推移しています(図表1)。米国株式は、米国企業が持続的な景気回復の恩恵を受けていることから、過去最高値を記録していますが、予想を下回る欧州および日本の経済成長見通しに加え、資源価格の下落によるエマージング市場の低迷が悪影響を及ぼしていることから、北米以外の株価は、過去12カ月間で10%以上(米ドル・ベース)も下落しています。一方、主要先進国の国債については、中央銀行の買い入れという強い力が資金の流れを主導し、価格を歪めたことから、利回りが低下し、過去最低水準をつけています。



ピエール・アンリ・ド・モンド・サバス

ポートフォリオ・マネジャー

図表 1. 株式：グレート・ローテーションの局面か



出所：Bloomberg, 2016年9月30日時点

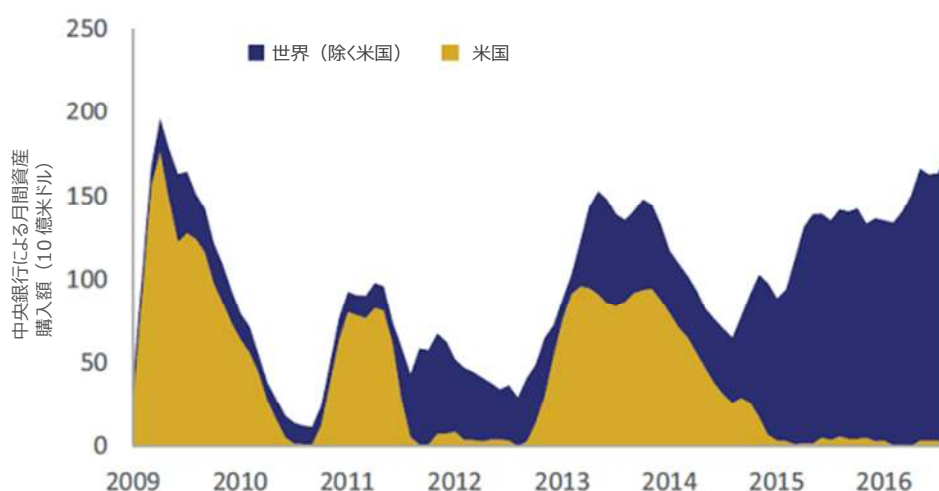
各国中央銀行の大規模な債券購入により、イールドカーブは大きくフラット化し、米連邦準備制度理事会(FRB)が債券購入をもうや行っていない中でも、欧州中央銀行(ECB)、イングランド銀行および日銀の資産購入プログラムを合計した規模は、今やFRBの買い入れ額がピークに達した2009年2月時を上回っています(図表2)。そのため、先進国の国債の約3分の2が、すべてのクーポンと元本を上回る価格で取引される現状となっており、投資家が満期まで保有した場合、確実に損失が生じます。

多くの投資家は、確定した損失ではなく、確定したインカムを提供するという、債券本来の性質を見失っているようです。ただし、最近の論調は変化しており、各国中央銀行は、マイナスの短期金利およびイールドカーブのフラット化が銀行の収益を悪化させたことから、銀行の貸出意欲を失わせ、金融政策の効果を損なっていると指摘しています。

日銀は、今や「長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)」を行うと発表するまでに至りました。実際どのような意味を持つかは明らかになっていないものの、これにより長期金利が上昇し、債券投資家は損失を被る可能性があると予想しています。世界各地の国債市場は連動していることから、欧州および米国においても長期金利が上昇する可能性があります。30年にわたる国債の上昇相場は終了する可能性があり、この動きを資金が債券から株式へシフトする「グレート・ローテーション」の始まりと呼ぶ市場観測筋が現れています。

30年にわたる国債の上昇相場は終了する可能性があり、この動きを資金が債券から株式へシフトする「グレート・ローテーション」の始まりと呼ぶ市場参加者が現れています。

図表 2. 各国中央銀行(米国を除く)の資産購入額は米国のピーク時を上回る



出所: Bloomberg, 2016年9月30日時点

ブルーベイベイでは、転換点を迎えたと言うにはやや時期尚早と見ていますが、多くの投資家は、株式に連動する資産クラスへの配分引上げを検討しています。グローバル株式市場の明るい見通しを裏付ける多くの材料があります。米国の企業収益は、エネルギー企業の赤字による低迷期を経て、前年比の収益が上向きに転じる態勢にあります。ユーロ圏経済は、過去5年間のなかで最も早いペースで拡大しています。また、中国の直近の経済指標は、GDPが年率7%弱で拡大を続けていることを示しており、日本企業は株主重視の姿勢を強め、増配および自社株の買戻しを行っています。

これらの前向きな効果に加え、株価の上昇を抑えてきた不安が薄れ始めています。原油価格は40ドルから50ドルのレンジ内に安定してきた模様であり、中国は大幅な通貨切り下げを実施しておらず、英国のEU離脱決定の広範囲にわたる影響は、ほとんどありません。一方、各国の国債利回りが、現在の経済成長率およびインフレ率の水準に見合う水準に向けて実際に上昇し始めるならば、株価上昇の道筋が平坦なものとなる可能性は低く、市場は反落やボラティリティの高まりに見舞われるかもしれません。事実、グローバル株式市場は、世界金融危機以降の毎年、10%以上の下落を経験してきました。こうした投資環境を踏まえ、転換社債は、潜在的に遥かに低いボラティリティで、株式エクスポージャーを引き上げる魅力的な選択肢を、投資家に提供すると考えられます。

転換社債は、潜在的に遥かに低いボラティリティで、株式エクスポージャーを引き上げる魅力的な選択肢を、投資家に提供すると考えられます。

## 転換社債：低いボラティリティで株式と同等のリターン獲得の余地

グローバル株式市場は、過去15年間にわたり景気の波を繰り返してきました。テクノロジー・バブルの崩壊により、2000年から2003年まで50%近く下落し、世界金融危機は、2008年から2009年にそれ以上の暴落をもたらしました。一方、2003年から2007年まで大きく反発し、2009年初旬に始まった上昇相場は、まだ続いているようです(図表3)。

図表 3. 転換社債は株式を上回るパフォーマンス



出所：Bloomberg, 2016年9月30日

ただし、グローバル株式市場は、最近の反発にもかかわらず、2015年につけたピークから5%程度低い水準に留まっており、一段と上昇する余地があります。図表3に見られるように、転換社債は、株式市場の上昇局面で堅調に上昇する一方、株価下落時には抵抗力を示しており、債券と株式のハイブリッドとしての特性を示しています。転換社債は、この特性により、中期的に株式を上回るパフォーマンスを収めており、最も重要なことに、株式の半分以下のボラティリティでこれを達成しています。そのため、転換社債は、1年、3年、5年および10年の期間にわたり、シャープ・レシオで見たリスク調整後リターンは、株式を上回っています(図表4)。

転換社債は、1年、3年、5年および10年のリスク調整後リターンが株式を上回っています。

図表 4. 転換社債の相対的に高いリスク調整後リターン

	トータル・リターン		ボラティリティ		シャープ・レシオ	
	株式	転換社債	株式	転換社債	株式	転換社債
1年	5.01%	2.99%	14.17%	6.40%	0.34	0.43
3年	14.46%	7.99%	12.96%	6.01%	0.35	0.43
5年	34.12%	20.23%	13.08%	6.23%	0.46	0.60
10年	24.43%	43.09%	17.66%	7.71%	0.08	0.47

出所：Bloomberg, 2016年9月30日時点

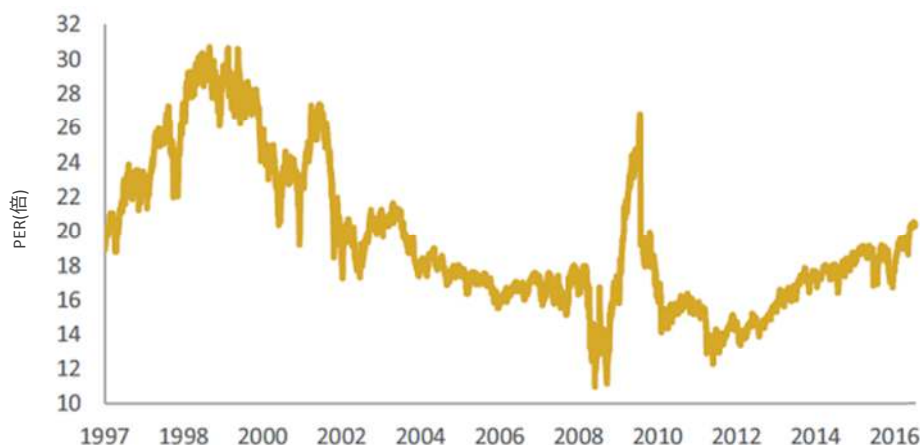
## 株式市場：強気見通しと弱気見通し

株式のバリュエーションについて論じる場合、投資家の中で強い意見が生じることが多く、現在の状況も例外ではありません。グローバルな量的緩和策による異例の水準に達した流動性を背景に、投資家がリターンを追求するなかで、資金がリスクの高い資産に段階的にシフトする動きが見られました。

2008年の金融市場の暴落を受けて、投資家は当初、安全資産として主要先進国の国債へ投資をし、その後は投資適格社債に目を向け、次いで非投資適格証券に移行しました。各資産クラスが割高となるにつれて、次の資産クラスの相対価値が魅力的になることから、段階的な資金シフトが生じました。

各国の中央銀行は、自国経済を再び押し上げ、成長を促すことを意図してきました。資産価格が上昇してきたことは明らかですが、株式市場に対する弱気見通しの主な論点は、株価の上昇が実体経済の成長に結びついておらず、そのため、現在の株価水準は将来の収益予想に照らして正当化できないというものです。しかし、その主張の根拠となる観測は、1960年代にまで遡る非常に長期の平均に基づいています。当時の投資環境は極めて異なり、インフレ率および債券利回りは今よりかなり高く、投資家の間に株式投資の文化があまりありませんでした。1999年までの25年間で、S&P指数は2000%以上も上昇しており、それは1960年代と1970年代の低いPERがアノマリーであったこと、すなわち、当時の株価が相対的にかなり割安であったことを暗に示しています。過去20年間にわたるPERの推移を分析すると、株式市場はこの基準で割高には見えません(図表5)。実際、PERは、その計算方法のため、2009年に過去10年間の最高水準に達しました。しかし、2009年は、結果的に株式へ投資する絶好の時期となりました。そのため、PERは投資家に根拠のない警告をもたらす可能性があり、若干不備のある基準であると考えています。

図表 5. S&P500 指数の株価収益率



出所：Bloomberg, 2016年9月30日時点

配当利回りも、株式市場の下支え要因となっています。下表に示されるように、現在、主要株価指数の配当利回りの多くは、10年国債利回りを上回っています。

	10年国債利回り	配当利回り
S&P500	1.61%	2.11%
ユーロStoxx	-0.10% <sup>1</sup>	3.46%
TOPIX	-0.04%	2.16%

出所：ブルームバーグ、2016年9月30日時点

注1：ドイツ10年国債利回り

過去にこのアノマリーが生じたのは、金融市場が最も圧迫されていた2009年初頭の期間(金融危機の最悪期)および2012年のユーロ危機による低迷期のみです(図表6)。この両期間において、投資家の懸念が極めて高まったことから、質への逃避が生じましたが、その後、転換社債価格が力強く回復しました。現在の経済状況は、配当利回りの逆転現象を正当化できるような厳しい状況ではありません。債券から得られる固定クーポンとは異なり、配当は長期的に増加する傾向があることから、この配当収入は株式に投資する魅力を高めています。また、配当は企業収益に連動し、収益はインフレによって増加する傾向があることから、インフレに対するある程度のプロテクションを投資家に提供するとも考えられます。

現在、多くの主要株価指数の配当利回りは10年国債利回りを上回っています。

図表 6. 債券利回り／配当利回り比：魅力的な配当利回り



出所：Bloomberg, 2016年9月30日時点  
注：米国10年国債およびS&P500指数

なお、注意すべき点として、ユーロ圏の低成長が世界経済の成長を抑制すると考えています。ユーロ圏経済は世界経済の25%を占めており、高水準の債務と緊縮財政が続いていることで、引き続き経済は抑圧されると予想されます。英国のEU離脱決定は、イタリアやスペインでの派閥争いで似たような行動が取られる懸念や、この状況をドイツから譲歩を引き出す手段として活用するなどの懸念を高め、これは景気回復を遅らせる可能性があります。通貨統合の崩壊が差し迫っているとは見受けられないものの、多くの構造的問題がまだ解決されておらず、地域全般にわたり採用されている緊縮財政措置は、経済成長が緩やかであり、そのため、債務削減が困難であることを意味していると考えています。

近づく米国大統領選挙も、市場のボラティリティを高める要因となる可能性があります。世論調査におけるヒラリー・クリントン候補とドナルド・トランプ候補の支持率が拮抗していることから、市場が結果を予測することは困難です。クリントン候補が勝利する場合、「ほぼ同じ」経済状況に繋がると予想される一方、トランプ大統領が誕生する場合、政治に独自の要素を持ち込む可能性があり、同氏は企業寄りではあるものの、反貿易主義であることから、経済成長を損なうことになる可能性があります。いずれの候補が勝利しても、政策を実施できるか否かは、上院と下院でどちらの政党が優勢となるかに左右されます。現職大統領はこれまで、自身の政党が議会を支配していない場合、政策に有意な影響を及ぼすことに苦勞してきました。

最後に、世界第2位の経済大国である中国は、2010年代初頭に見られた急激な拡大ペースから成長が鈍化してきたため、2016年における主な不透明感材料となってきました。中国の政策当局は、中央銀行が為替レートを定める固定相場制から、より市場の実勢に連動する変動相場制に移行するための改革を打ち出したことから、米ドル・人民元為替レートの変動が年初の市場暴落を引き起こしました。

債券利回りが過去最低水準をつけるなか、株式の配当利回りは魅力的です。

図表 7. ユーロおよび円に対する人民元高



出所：Bloomberg, 2016年9月30日時点

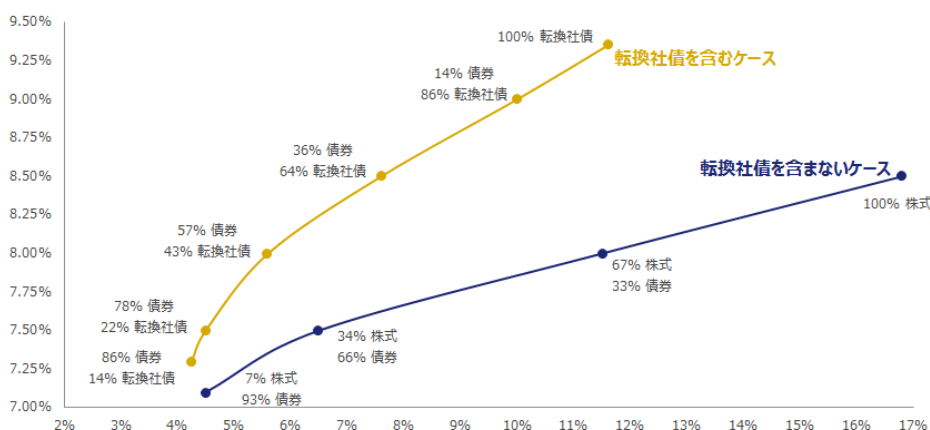
中国人民幣は今年、段階的に下落を続けてきましたが、米ドルに対する下落幅は実際には小さく、9月30日現在、わずか2.7%です。人民幣は近年、ユーロと円に対して実際には大幅に上昇し、中国の輸出競争力を著しく弱めたことから、この傾向はおそらく続くと予想されます(図表7)。一方、中国経済には不透明感があると同時に、現時点で世界経済の成長の主な原動力であることから、中国経済に対する投資家の懸念が世界的に市場のボラティリティを高める可能性を排除することはできません。

これらの問題等が市場のボラティリティを高める可能性があり、通常、株式が最も大きく変動します。そのため、多くの潜在的な投資家は、株式への投資が困難となる可能性があります。転換社債は、歴史的に株式自身のボラティリティの半分以下の水準で、株価の上昇により利益を得ることができる株式エクスポージャーを維持する機会を、投資家に提供します。

### 転換社債がポートフォリオに及ぼし得る影響

転換社債は、債券と株式の特性を兼ね備えるハイブリッド証券であり、図表4に示されるように、過去10年間にわたり株式を上回るリスク調整後リターンを提供してきました。バンク・オブ・アメリカ・メルリンチによる過去20年間の市場データの分析によれば、株式と債券で構成されるポートフォリオに転換社債を組み入れることによって、有効フロンティアを押し上げることが可能です。この長期分析は、ポートフォリオの株式部分を転換社債にすべて置き換えることによって、リスク単位当たりのリターンが著しく向上したことを示しています(図表8)。

図表 8. 効率的フロンティア：転換社債による付加価値の創造<sup>1</sup>



株式と債券で構成されるポートフォリオにおいて、株式を転換社債に置き換えることによって、リスク調整後リターンを向上させることが可能です。

出所：BoAメルリンチ転換社債調査、1989年～2011年のデータを分析。

注1：過去の実績は将来の成果を示唆・保証するものではありません

## まとめ

グローバル株式市場は、過去5年間にわたり大幅に上昇してきたものの、株式市場を支える多くのテーマは健在であり、一段と上昇する可能性があると考えています。各国中央銀行による資産購入はピーク水準を維持しており、主要先進国の国債利回りは過去最低水準であり、配当利回りは国債利回りを上回っており、株価収益率は割高とは見受けられません。一方、市場は報じられているような様々な問題に直面することから、一段の上昇は変動を伴うと予想されます。様々な問題として、結果を予想しにくい米国大統領選挙、英国のEU離脱決定が欧州の政治情勢に及ぼし得る波及効果、集中管理ではなく、市場原理によって動くような経済と通貨に転換しようとする中国政府の意向などが挙げられます。このような投資環境見通しを踏まえ、転換社債は、株価が上昇した場合に株式エクスポージャーを引き上げる魅力的な方法を、低い予想ボラティリティ水準で、投資家に提供することができると思います。株式と債券で構成されるポートフォリオに転換社債を組み入れる場合、投資家はリスク調整後リターン水準を大幅に向上させることができると考えます。

---

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  
加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会

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（2016年10月31日）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、当社による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。