



## クレジットの分散 ; 転換社債を検討

中央銀行が緩和的な政策を続ける低金利環境が過ぎ去るなか、次の投資環境が出来上がりつつあります。転換社債は、超低金利、量的緩和（QE）、リスク要因が限定された市場の中ではあまり人気のない資産クラスでしたが、リターン差の拡大、ボラティリティの高まり、金利の上昇という環境は、転換社債のパフォーマンス向上を促すものとなります。

転換社債は、単独の資産クラスとしても前向きな見通しを持っていますが、クレジット・リスクの分散を求めるマルチ・アセットの投資家にとっては、資産を配分するに際して魅力的な候補になると考えています。



**ピエール・アンリ・ド・  
モンド・サバス**

転換社債チーム

シニア・ポートフォリオ・マネジャー



**ブレア・リード**

マルチ・アセット&インカム

シニア・ポートフォリオ・マネジャー

2018年5月

転換社債は、債券の世界では目立つ存在です。他の資産クラスは通常、低格付けで高利回りである銘柄への投資を通じて投資家はリスクを高めることでリターンを得ますが、転換社債の魅力は異なります。転換社債は債券としての元本償還というフロアーを持ちながら、株式に転換されるという特性によって価格が上昇する可能性を持ちます。

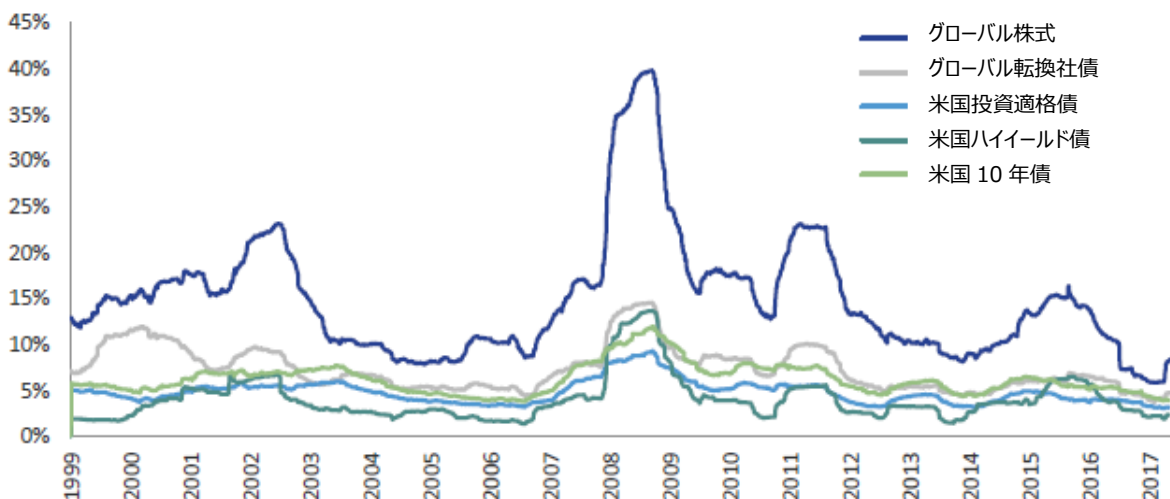
マルチ・アセット・クレジット（MAC）のポートフォリオにおいては、株式の上昇による恩恵を受ける可能性があるという異なるリターン特性は、その他の資産クラスに追従するのではなく補完することとなり、代替的なアルファ・ソースとなり得ます。その結果、ポートフォリオの分散を高め、有効フロンティアとリスク調整リターンの改善をもたらす可能性があります。転換社債はポートフォリオに適応し、改善をもたらし、強化をするものです。転換社債への適切な比率でのアロケーションは、MAC のポートフォリオにさらなる価値をもたらすと考えています。ここからはその7つの理由に触れていきます。

## 1. クレジット債レベルのリスクでありながら、株式のアップサイドを得られる可能性

転換社債への投資によって株式市場のエクスポージャーを取ることが出来ますが、株式への直接投資よりもボラティリティはかなり抑えることが出来ます。過去を見てみると、転換社債のボラティリティは株式市場の半分程度となっており、むしろ社債市場に近い水準です。この点で、MAC のポートフォリオにおいて、転換社債に資産配分を行うことに違和感はないと考えています。

図1は、転換社債と他の資産クラスの日次での一年間ローリング・ボラティリティを示しています。転換社債のボラティリティは債券と近い水準にあり、株式市場よりもはるかに低くなっています。これが顕著にみられるのが、ITバブル崩壊後の2002年、2008年の金融危機時、2011年及び2015年の株式市場の下落時です。

図1：日次の一年ローリング・ボラティリティ



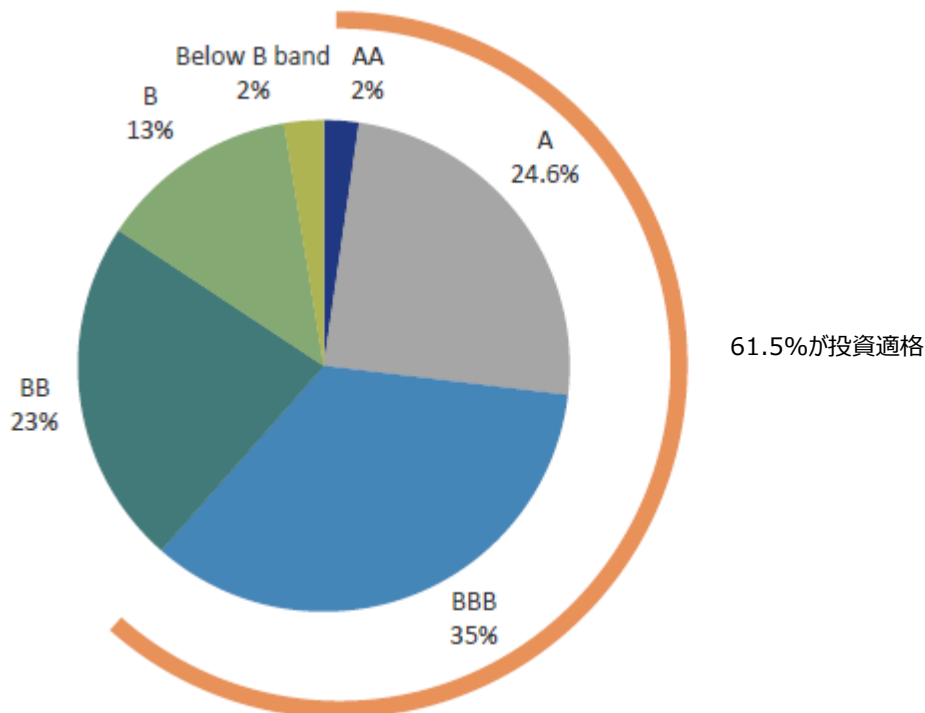
出所：Bloomberg, BlueBay Asset Management 2018年3月12日

MSCI World Net Total Return USD Index; Thomson Reuters Global Focus Convertible Index (USD); BoAML C0A0 Index; BoAML H0A0 Index; BoAML G4O2 Index.

## 2. 格付けで妥協する必要がない

転換社債は、信用力の面から見ると高格付け資産です。他の債券資産においては、潜在リターンを高めるために、格付けの低い銘柄への投資を余儀なくされますが、転換社債の多くは投資適格で、潜在リターンはキャリーではなく株式へのエクスポージャーをもつことで引き上げていきます。図 2 では、転換社債市場の格付け別構成を示しています。足元では約 61%が投資適格の格付けとなっています。また、ハイ・イールド債のほとんどは BB 格となっています。

図 2：転換社債市場の格付け別構成比率



出所：BlueBay Asset Management 2018年3月31日

注) この格付けには無格付け銘柄で、ブルーベイの社内格付けを採用している銘柄も含まれます。

## 3. 経済状況の変化

転換社債は、市場の不透明感があつたり、金利が上昇したりするような投資環境で最も威力を発揮します。株式の投資家にとっては、ポートフォリオのプロテクションとして転換社債に投資することで恩恵を得ることができますが、債券の投資家にとっては、幾らかの利回りをギブアップする一方で、将来の経済成長や価格上昇を捉えることが可能となります。

これを念頭に置くと、この数年、なぜ転換社債が投資家に好まれない資産クラスだったのかが分かります。中央銀行による異次元の金融緩和政策は、様々なリスク要因を覆い隠し、市場のボラティリティを抑制し、転換社債が持つオプション価値を低下させました。同時に、金利が非常に低い水準となる中で、投資家は利回りを追い求め、オプションの購入によってインカムを減らすことを望みませんでした。転換社債をプット・オプション付きの株式として見ていた投資家も、不満を募らせました。株式市場がかなり堅調に推移し、債券フロアーという特性が余計なものであったためです。一方、利回りを追い求めた投資家は、低利回りということから転換社債への投資を避けました。

しかし、グローバル経済は変化してきています。中央銀行の緩和姿勢と低金利環境は終わりを迎えるつつあり、転換社債投資の機会という門戸は開いていると考えています。この数年、転換社債は不人気でしたが、それにも関わらず魅力的な絶対リターンを出してきたことも強調しておきたいと思います。

下表は、過去 5 年の Thomson Reuters Global Focus Convertible インデックスのリターンを示しています。

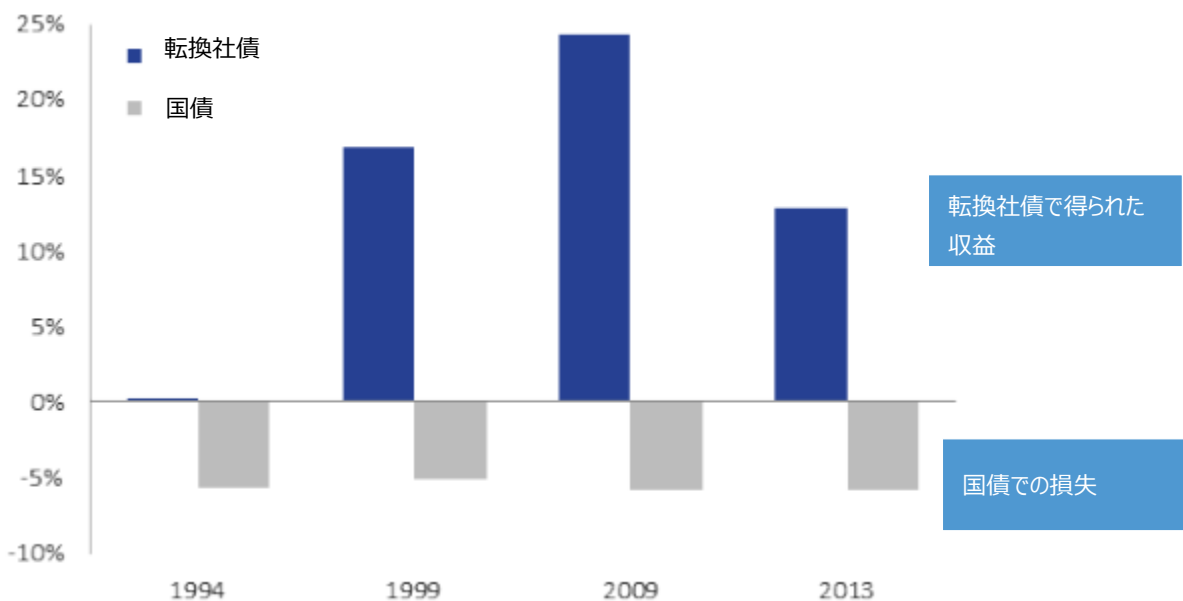
	YTD	2017	2016	2015	2014	2013
Global convertibles (USD)	+1.72%	+9.67%	+0.23%	-0.17%	-1.08%	+12.83%

出所：Thomson Reuters YTD は 2018 年 3 月 31 日までの年初来のリターン

#### 4.金利上昇下におけるプラス・リターン

クレジット債の投資家にとっての懸念材料は継続的な金利上昇です。金利上昇時における転換社債のリターンについて見ていきたいと思えます。通常、金利が上昇する背景は堅調な経済成長があります。そのため、金利が上昇する環境下においては、株式市場は比較的良好に推移することから、転換社債の株式要素がリターンをもたらすこととなります。図 3 では、長期金利が上昇した年の転換社債のリターンを示しています。いずれの年においてもプラス・リターンを残すことが出来ています。

図 3：国債のリターンが大きくマイナスとなる年にも、転換社債はプラスのリターン



出所：Bloomberg 2013 年 12 月 31 日 過去 20 年間で国債が 5%以上のマイナス・リターンとなった年を抽出

転換社債：Thomson Reuters Global Focus Convertible Bond Index 国債：BAML 7-10 Year US Treasury Index.

過去のリターン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。



## 5. 金融サイクル後期のスイート・スポット

足元では金融サイクルの後期に突入したとみています。過去の「後期」にあたる期間を振り返ると、短期金利の上昇に伴うリスク資産のボラティリティ上昇、活発な経済活動の継続、企業収益の拡大、企業による設備投資と買収への資金投入、ファンダメンタルズの緩やかな悪化傾向、などといった特徴があります。またこの期間には一般的に社債スプレッドは拡大し始めますが、株価は堅調なパフォーマンスを維持します。足元でもこれらの兆候が見られていることから、現在のサイクルもこれまでのサイクルと概ね同様の傾向が見られると予想しています。

またそうした環境は、転換社債にとって良好な投資環境であると言えます。株価の上昇は転換社債の上昇につながり、転換社債に内包された株式オプションはボラティリティ上昇による恩恵を受けます。さらに、転換社債は社債と比較してスプレッドに対する感応度が低く、社債スプレッド拡大による影響は、社債と比較して限定的になると言えます。

## 6. M & A (合併・買収) 増加の受益者

足元の投資環境は企業の M&A 活動の活発化を促すとみています。資金調達コストは全般的に低く、企業は潤沢な手元資金を有しているとみられます。さらに、多くの CEO にとっての主要コンセプトの一つとなるのが「停滞」です。停滞リスクに立ち向かうための最も自然な発想は、買収によって獲得した新たな技術において規模を拡大することです。

転換社債は、M&A の増加による恩恵を最も受けやすい資産クラスの一つであると考えています。転換社債のユニバースは、株式及び社債ユニバースと比較して高成長産業の比率が高いと言えます。図 4 は、Thomson Reuters Global Focus Convertible インデックスのセクター別構成比ですが、転換社債市場には M&A が構造的に多い新経済かつ高成長セクターが多く含まれていることを示しています。さらにほとんどの転換社債の発行条件には、買収された場合のプロテクションとして、内包された株式オプションの価値を大きくする仕組みが明示されています。この「ラチェット」方式という希薄化防止策により、実際に企業が買収された場合には、転換社債のパフォーマンスが社債よりも株式に近いパフォーマンスになる場合が多く存在します。図 5 は、過去に転換社債のパフォーマンスとグローバルの M&A 活動には強い相関が見られたことを示唆しています。またこの図は、足元で我々は新たな M&A サイクルに突入したばかりであり、転換社債が今後その恩恵を受ける可能性があることも示唆しています。

M&A 増加が伝統的な資産クラスに与える影響は、転換社債にもたらされるポジティブな影響とは極めて対照的であるということも特筆すべきでしょう。一般的に、M&A が増加することはレバレッジの拡大を意味し、企業の信用ファンダメンタルズが損なわれることで、社債スプレッドは拡大する傾向があると言えます。

図 4 : M&A 活動は新経済、高成長のセクターで多く見られる

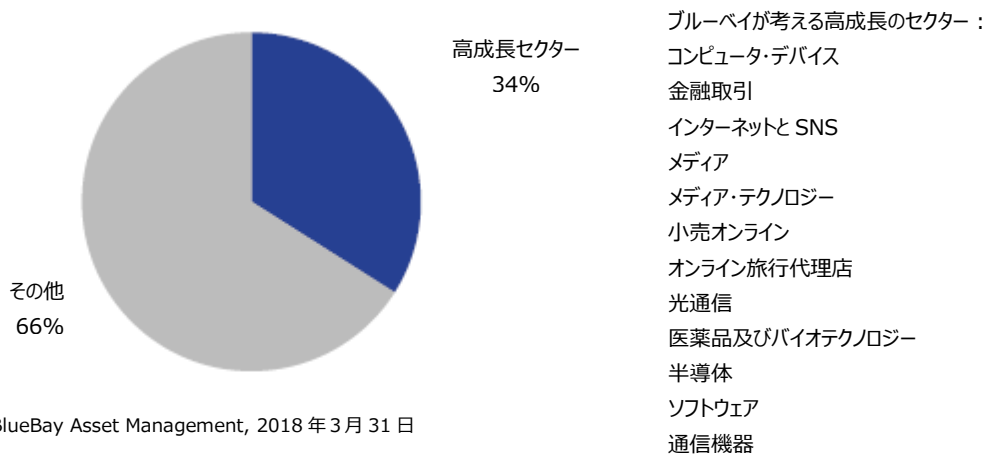


図 5 : 過去にはグローバル M&A と転換社債のパフォーマンスに強い相関

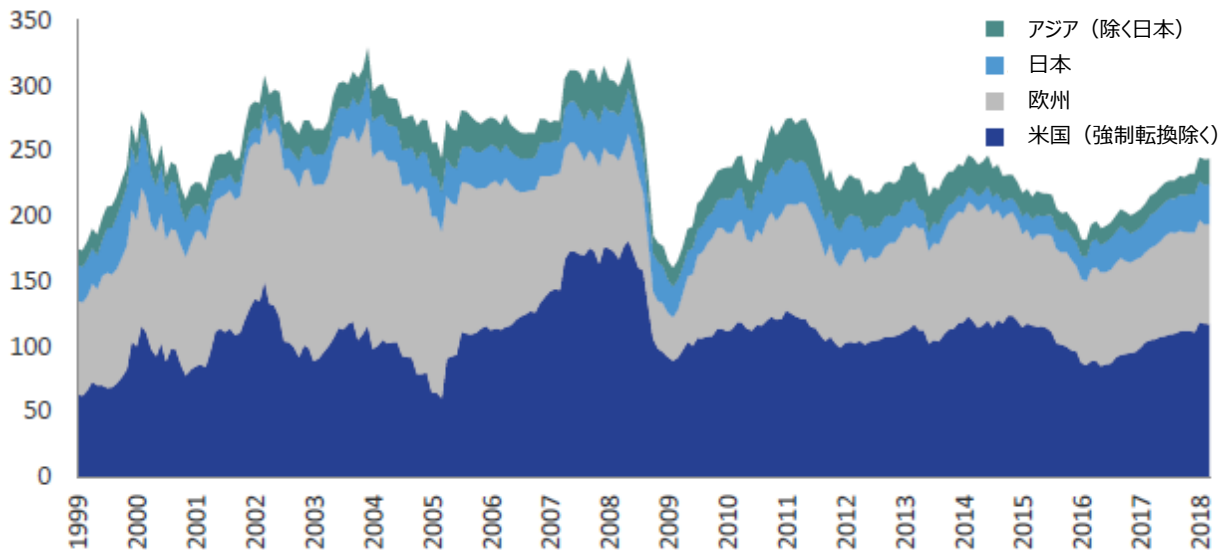


## 7. 投資不足と調査不足

転換社債が直面する課題の一つとして、資産クラスの規模が挙げられます。資産規模の拡大は資産クラスの注目度を高め、結果として新たな投資家を惹きつけ、投資家層の拡大につながると思っています。現在、転換社債が単一の資産クラスとして大手機関投資家に保有されていないという事実は否定できません。転換社債市場はこれまでに何度か、短期間で得られるリターンを狙った投機的な投資家の資金動向による影響を受けてきました。ただしこのような弱点は、新たな投資家にとっては投資機会となる可能性があると思っています。転換社債ははまだ十分に投資されていないとともに、十分に調査もされていないからです。

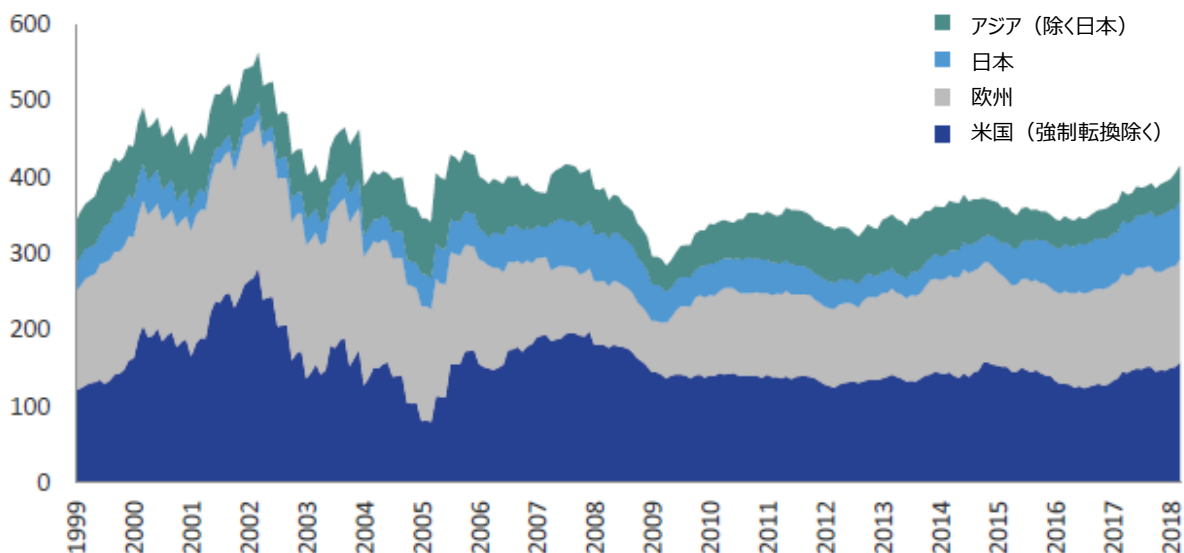
転換社債の市場規模は 2008 年に縮小して以降徐々に拡大しており、今後も拡大を続けていくとみえています。以下の図 6 及び 7 は、転換社債市場の規模（時価総額）と奥行き（銘柄数）の推移を表しています。これらはいずれも代表的な指数に基づく数字であり、市場全体を描写したものではありませんが、全般的な傾向は捉えることが出来ると考えます。直近の時価総額は過去平均とほぼ同水準であるとともに、ポートフォリオ構築時に重要な銘柄数も着実に増加しており、金融危機前の水準に戻っています。これらのデータは、転換社債市場が安定的に拡大していることを物語っていると考えています。

図 6：インデックスでみる転換社債の市場規模（十億米ドル）



出所：Thomson Reuters, Bloomberg, BlueBay, 2018 年 3 月 31 日

図 7：インデックスでみる転換社債の銘柄数



出所：Thomson Reuters, Bloomberg, BlueBay, 2018 年 3 月 31 日

## MAC ポートフォリオにおけるアロケーション

転換社債は、株式のアップサイドをもたらすだけでなく、分散効果も有しています。下表は他資産との相関を示したものです。

	ハイ・イールド債	ローン	転換社債	EM 外貨建て債	EM 現地通貨建て債	EM 社債
ハイ・イールド債	1.00	0.70	0.65	0.68	0.15	0.68
ローン	0.70	1.00	0.47	0.38	0.10	0.45
転換社債	0.65	0.47	1.00	0.44	0.16	0.39
EM 外貨建て債	0.68	0.38	0.44	1.00	0.28	0.87
EM 現地通貨建て債	0.15	0.10	0.16	0.28	1.00	0.24
EM 社債	0.68	0.45	0.39	0.87	0.24	1.00

出所：BlueBay Asset Management, 2018年3月31日

転換社債を適切な配分で MAC ポートフォリオに組入れることで、ボラティリティを抑えて、分散をさせながら、リターンを高めることが出来ると考えています。いまこそ、転換社債の投資を検討する時期に来ているのではないのでしょうか。



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。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマーシング社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜き）/ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

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をご覧ください。

#### ■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等の書面の内容を十分にお読み下さい。

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