

# 転換社債市場；新型コロナウイルス後の回復において 独自の投資機会を提供

転換社債は新型コロナウイルス危機の第一段階において損失を抑制することが出来た資産クラスであり、回復期においても良好なリターンが期待できると考えていました。実際に反発は予想を上回るものとなり、年初来のリターンはプラスとなっています（図1参照）。

このパフォーマンスを牽引したのは、米国転換社債市場における新規発行の波でした。新型コロナウイルス以降の世界において、米国企業が借り換え資金の調達先として転換社債を選択したことは、珍しい現象でした。このことによって、今後数ヶ月間魅力的な投資機会が提供されと考えています。

## 投資機会；米国新規発行市場

欧州及びアジアでは、新型コロナウイルス危機を受けて、銀行が企業の借り換えで中心的な役割を果たしています。対照的に米国では、企業は金融市場において新たな資本を調達しています。転換社債は借り換え資金の調達先として選好され、新型コロナウイルス危機は過去最大の新規発行の波をもたらしました（図2参照）。ここでは、二つのタイプの発行体からの新規発行が見られます；新型コロナウイルス危機からの回復ストーリーをたどる発行体と新型コロナウイルス危機による恩恵を受けた発行体です。

### 1. 新型コロナウイルス危機からの回復ストーリー

新型コロナウイルス危機からの回復ストーリーの発行体とは、ビジネスが確立されているながらも新型コロナウイルスの感染拡大によって深刻な打撃を受けた企業です。例えば、実店舗をもつ小売業者、航空会社、スポーツブランド、レジャー、旅行会社などが挙げられます。これらの企業には共通項があります。それは、生き残るためにキャッシュを積み増す必要がある、株価が大幅に下落した、株式性の強い資本増強を望んでいる、クーポン支払い負担を軽減したい、といった点です。

転換社債の発行は、増資とともに行われることがありますが、こうした目的を達成する上で最良の解決策であると言えるかもしれません。このために、発行体は投資家に対して株式への転換価格を低くすることを厭わず、実際に最近の新規発行では現時点の株価の約3割増しの水準に転換価格を設定して起債するケースが多くなっています。多くの場合、資本増強を受けて、短期的なデフォルト・リスクが後退することで株価は反発が見られるため、転換社債の投資家は短期間に魅力的な絶対リターンを獲得出来る可能性が高まっています。

### 2. 新型コロナウイルス危機による恩恵を受ける

新型コロナウイルス危機の恩恵を受けた発行体としては、ソフトウェア、ソーシャル・メディア、オンライン・ゲーム、オンライン小売といった企業が挙げられます。これらの発行体は危機以前から転換社債市場において高い存在感を發揮していました。そのため、これらの発行体による起債は、さらなる事業拡大や設備投資を視野に入れて、流動性を強化する資本増強のための発行であり、危機以前よりも高いクーポンとなっています。新型コロナウイルスによってデジタル化はますます進むと考えられ、これらの企業の株価は危機後のTAM（Total Addressable Market；ある製品やサービスから得られる最大の利益を示した数字）の急拡大を完全に反映していないことがあります。これらの発行体は、一般的に普通社債を発行していないため、転換社債だけが債券投資家の投資対象となり得ます。

2020年6月



**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



**ゼイン・ジャファー**  
転換社債チーム  
ポートフォリオ・マネジャー

## 現在の投資環境が転換社債の投資家にとって友好的な理由

### ・ 高い期待リターン

ブルーベ이의分析では、最近の米国での新規発行は、10%を超える平均パフォーマンスとなっています（表1参照）。現在の米国の新規発行市場における状況は今後6-9ヶ月間続くと考えており、これまでの高リターンが提供されると考えています。このリターン予想は、株式の完全な回復を前提とはしておらず、リスク回避的な環境が継続する状況を想定しています。米国での財政と金融の緩和状況を考えると、このシナリオは実現する可能性が高いとみています。さらに、このトータル・リターンの見直しに加えて、株式及びクレジット債の双方の投資家にとっては、相対価値面からも高い魅力を持つ資産クラスであると考えています。

### ・ 転換社債は伝統的なクレジット債をアウトパフォームすると予想

伝統的な債券とは違い、転換社債のパフォーマンスは利回りによるリターンの制約はありません。転換社債はクレジット債の投資家に、純粋なインカム収入に加えてキャピタル部分の上昇をもたらす可能性があります。回復の初期段階にある新型コロナウイルスによる打撃を受けた企業が資金調達をする転換社債には、特にこのことが言えると考えています。

### ・ 株式投資家も転換社債に分散投資することに利点があります

米国転換社債市場での新規発行の急増は、新型コロナウイルスによる影響を受けた企業（プラスとなった企業と、生き残りを確実にするための資金を確保した企業）の比率をかなり高めることとなりました。端的に言えば、新型コロナウイルスによる「敗者」は含まれていません。この好ましいセクター・バイアスによって、伝統的な株式インデックスに対して転換社債はアウトパフォーマンスをする予想しています。株式投資家にとって、転換社債に投資するさらなる利点は、インカムにあります。大部分の企業が配当を削減したり停止したりする環境にあって、転換社債のクーポンから得られる利益は、インカム志向の強い株式投資家にとって魅力あるものだと思います。

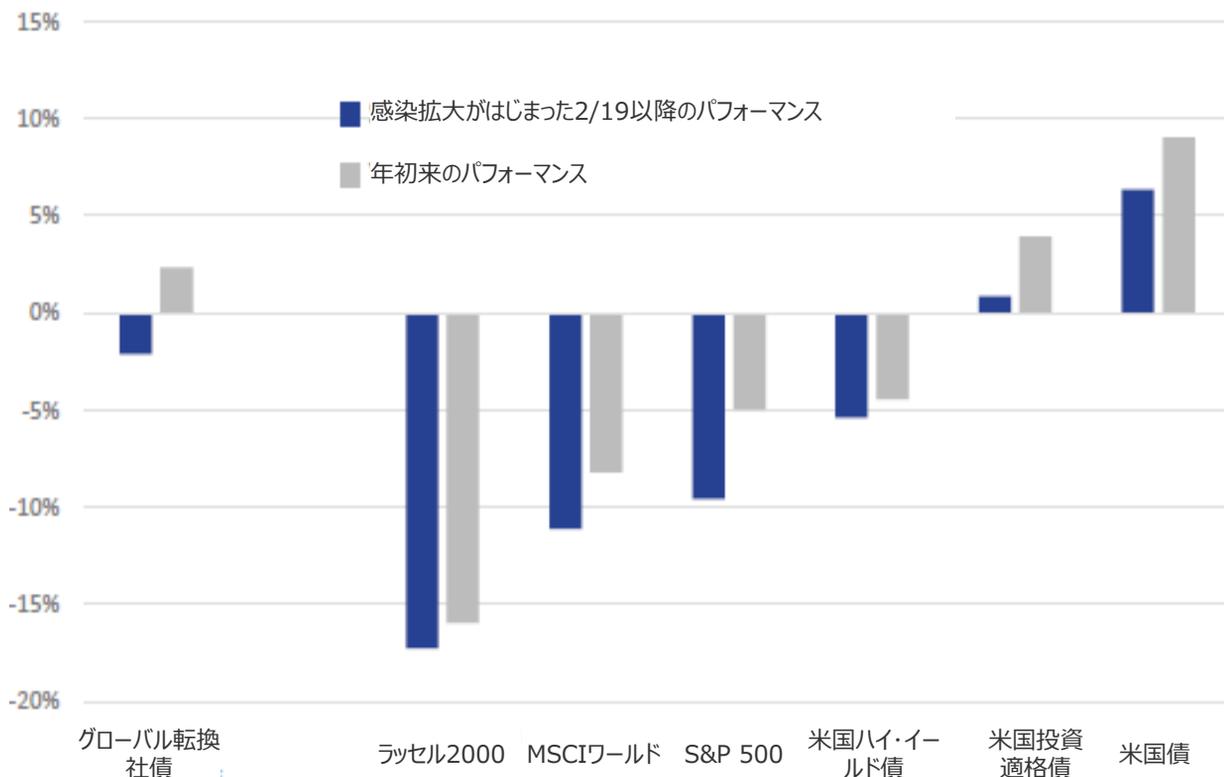
### ・ 流動性は良好

健全な新規発行市場があることによる利点は、新発債の流動性が高いことです。流動性が低下している他の資産クラスと違い、転換社債の流動性は良好な状態を維持しています。

### ブルーベイにおける投資

この新規発行の波の中で、長期見通しが良好で、持続可能なビジネスモデルを持つ企業を厳選することに注力しています。多くの企業の将来の財政状況は不透明で、企業はガイダンスを引き下げています。そのため伝統的な財務分析や計測からは離れ、より定性的な投資判断を重視する必要があると考えています。そのなかで、ESG分析を投資プロセスに組み入れていることは、投資判断により重要な役割を果たしており、良好なリターンを獲得することに役立っています。

図1：グローバル転換社債（米ドルヘッジ後）とその他の資産クラスのパフォーマンスを比較した図です（米ドルベース）。3月の市場の下落時には元本毀損を防ぐことに役立っただけでなく、4月以降の反発においては他資産クラスをアウトパフォームしています。その結果、年初来のリターンはプラスとなっています。



出所：Bloomberg. 2020年5月29日

図2：米国転換社債市場の過去一年間の累計新規発行額を示しています（単位：十億米ドル）。新型コロナウイルス感染拡大以降の起債の急増が確認出来ます。



出所：Bank of America 2020年5月

表1：2020年4月以降の米国転換社債市場における起債リストです。ブルーベイで把握している一覧となるので、全てをカバーしていないかもしれませんが、この一覧に載っている全ての起債はパー（100）で行われました。

Issue	Sector	BlueBays' perceived Covid status	Issue date	Size (USDmio)	Premium at Issue	Closing price as of 29-May	Total		Average	
							25,877	33.2%	Average 17%	Average 20%
							Convertible performance since issue	Equity performance since issue		
Carnival Corp 5.75% 2023	Hotels, Resorts & Cruise Lines	Recovery	01-Apr	2,013	25.0%	160.15	60%	79%		
Slack Technologies Inc 0.5% 2025	Application Software	Beneficiary	06-Apr	863	27.5%	128.42	28%	44%		
Booking Holdings Inc 0.75% 2025	Internet & Direct Marketing Retail	Recovery	09-Apr	863	37.5%	123.93	24%	15%		
Burlington Stores Inc 2.25% 2025	Apparel Retail	Recovery	13-Apr	805	32.5%	118.18	18%	26%		
Sabre Gbl Inc 4% 2025	Data Processing & Outsourced Services	Recovery	13-Apr	345	32.5%	113.92	14%	17%		
Cohesus Biosciences Inc 1.5% 2026	Biotechnology	Beneficiary	15-Apr	230	30.0%	114.55	15%	29%		
Dick's Sporting Goods 3.25% 2025	Specialty Stores	Recovery	15-Apr	575	35.0%	123.55	24%	44%		
Cree Inc 1.75% 2026	Semiconductors	Beneficiary	17-Apr	575	32.5%	130.34	30%	49%		
ZU Inc 2.25% 2025	Application Software	Beneficiary	20-Apr	380	27.5%	144.05	44%	65%		
Inphi Corp 0.75% 2025	Semiconductors	Beneficiary	21-Apr	506	32.5%	122.77	23%	33%		
American Eagle Outfitter 3.75% 2025	Apparel Retail	Recovery	22-Apr	415	30.0%	124.29	24%	36%		
Eq1 Corp 1.75% 2026	Oil & Gas Exploration & Production	Recovery	23-Apr	500	20.0%	109.38	9%	7%		
Snap Inc 0.25% 2025	Interactive Media & Services	Beneficiary	24-Apr	1,000	35.0%	109.00	9%	18%		
Copa Holdings Sa 4.5% 2025	Airlines	Recovery	28-Apr	350	25.0%	100.55	1%	-2%		
Farfetch Ltd 3.75% 2027	Internet & Direct Marketing Retail	Beneficiary	28-Apr	400	35.0%	113.43	13%	12%		
Cnx Resources Corp 2.25% 2026	Oil & Gas Exploration & Production	Recovery	29-Apr	345	20.0%	99.62	0%	-5%		
Southwest Airlines Co 1.25% 2025	Airlines	Recovery	29-Apr	2,300	35.0%	113.43	13%	4%		
Callaway Golf Co 2.75% 2026	Leisure Products	Recovery	30-Apr	259	30.0%	110.96	11%	7%		
Nd Corporation Ltd 6% 2024	Hotels, Resorts & Cruise Lines	Recovery	06-May	863	25.0%	130.31	30%	41%		
National Vision Holdings 2.5% 2025	Specialty Stores	Recovery	08-May	403	27.5%	109.46	9%	1%		
Huazhu Group Ltd 3% 2026	Hotels, Resorts & Cruise Lines	Recovery	08-May	450	30.0%	97.50	-3%	2%		
Biomarin Pharmaceutical 1.25% 2027	Biotechnology	Beneficiary	11-May	600	42.5%	106.22	6%	10%		
Penn National Gaming Inc 2.75% 2026	Casinos & Gaming	Recovery	11-May	330	30.0%	153.38	53%	76%		
Dexcom Inc 0.25% 2025	Health Care Equipment	Beneficiary	12-May	1,050	42.5%	98.35	-2%	-8%		
Pioneer Natural Resource 0.25% 2025	Oil & Gas Exploration & Production	Recovery	12-May	1,323	30.0%	109.36	9%	9%		
Cantel Medical Corp 3.25% 2025	Health Care Equipment	Beneficiary	13-May	168	30.0%	117.00	17%	34%		
Lyft Inc 1.5% 2025	Trucking	Recovery	13-May	650	30.0%	106.82	7%	10%		
Cloudflare Inc 0.75% 2025	Systems Software	Beneficiary	13-May	575	30.0%	105.41	5%	4%		
Tandem Diabetes Care Inc 1.5% 2025	Health Care Equipment	Beneficiary	13-May	288	30.0%	103.72	4%	-1%		
Zillow Group Inc 2.75% 2025	Interactive Media & Services	Beneficiary	13-May	565	40.0%	113.91	14%	25%		
Colliers Intl Group Inc 4% 2025	Real Estate Services	Recovery	14-May	230	32.5%	113.82	14%	17%		
Teladoc Health Inc 1.25% 2027	Health Care Technology	Beneficiary	15-May	1,000	35.0%	104.05	4%	-6%		
Envista Holdings Corp 2.375% 2025	Health Care Equipment	Recovery	19-May	518	32.5%	120.26	20%	21%		
Realpage Inc 1.5% 2025	Application Software	Beneficiary	20-May	300	30.0%	109.62	10%	7%		
Sea Ltd 2.375% 2025	Interactive Home Entertainment	Beneficiary	20-May	1,000	32.5%	113.67	14%	10%		
Under Armour Inc 1.5% 2024	Apparel, Accessories & Luxury	Recovery	22-May	440	27.5%	102.88	3%	7%		
Five9 Inc 0.5% 2025	Application Software	Beneficiary	22-May	650	30.0%	103.44	3%	0%		
Bilibili Inc 1.25% 2027	Interactive Home Entertainment	Beneficiary	28-May	700	32.5%	99.50	-1%	5%		
Datadog Inc 0.125% 2025	Application Software	Beneficiary	28-May	650	37.5%	105.44	5%	6%		
Nuvasive Inc 1% 2023	Health Care Equipment	Beneficiary	28-May	400	32.5%	99.13	-1%	-1%		
Silicon Laboratories Inc 0.625% 2025	Semiconductors	Beneficiary	28-May	500	35.0%	103.88	4%	3%		
Air Canada 4% 2025	Airlines	Recovery	28-May	650	30.0%	103.13	3%	-1%		

出所：Bloomberg、BlueBay 2020年5月

注：上記はブルーベイの投資プロセスの例示であり、特定の投資を推奨する者ではありません。

## ディスクレーム

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） / エマーシング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマーシング総合債券戦略：年率 0.60%（税抜） / エマーシング短期総合債券戦略：年率 0.60%（税抜） / エマーシング債アンコンストレイント戦略：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） / レバレッジド・ファイナンス・トータル・リターン戦略：年率 0.75%（税抜）

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をご遠慮下さい。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。