

# 転換社債：コロナ危機後の世界で輝く資産クラス

- 2020年はこれまでのところ、10%超のリターンを達成している資産クラスを見つけることは難しいですが、グローバル転換社債はその数少ない資産クラスの一つとなっています。年初来で見ると、転換社債はほとんどの株式市場や社債市場を上回るパフォーマンスとなっています（9月末時点、以下グラフ参照）。
- 記録的に低い金利水準に加え、ボラティリティの高止まりが、伝統的な社債及び株式と比較した転換社債の魅力をこれまで以上に高めています。
- 新型コロナウイルスは、構造的な変化をもたらしました。ここ最近の新規発行の波は、転換社債市場の後押しとなっています。
- 2021年を迎えるにあたり、より多くの企業が資金調達手段として転換社債を選好することで、転換社債市場にとってより一層ポジティブな市場環境が見込まれます。またこれにより、さらに多くの投資家が転換社債に目を向けることになり、転換社債のステータスは、「あるといいもの（nice-to-have）」から「無視できない（can't be ignored）」へ変わるとみています。

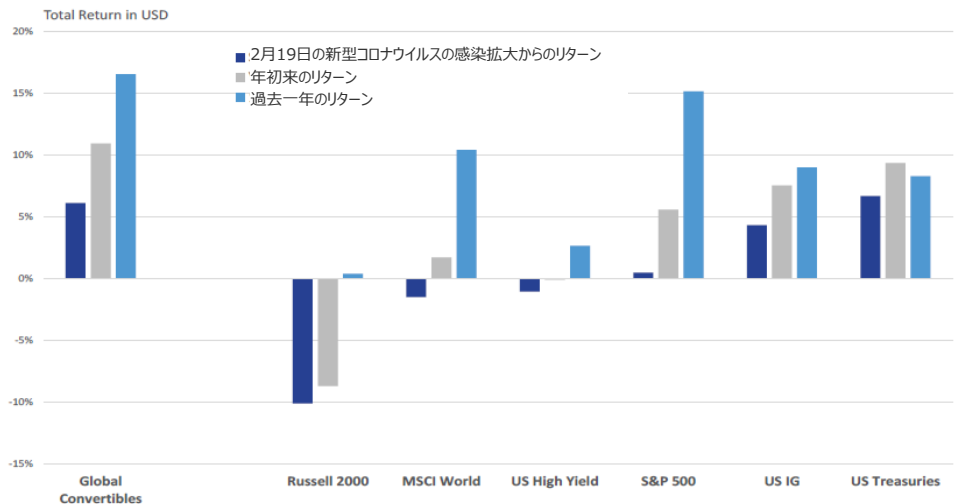


ピエール・アンリ・ド・  
モンド・サバス  
転換社債チーム  
シニア・ポートフォリオ・マネジャー



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

各資産クラスのリターン比較（米ドルベース、トータル・リターン）



出所：Bloomberg, 2020年9月末

2020年10月

### ボラティリティが高止まりしているとき、転換社債はアウトパフォーマンスしやすい

金融市場を表現する際、「不確実性」という言葉が頻繁に使われるようになりました。これは主に、金融資産のパフォーマンスの主要なドライバーである金融政策に関連した憶測によって形作られていると言えるでしょう。また、先進国の消費者を支える上で、財政政策が果たす役割も大きくなっています。この先数年間を見据える上で大きな疑問となるのは、これまでの前例を見ない国及び企業の債務の増加を踏まえ、今後更にとどの程度の刺激策が金融システムにもたらされるか、ということでしょう。また、既にこれまでに政治的不確実性を歴史的な高水準に押し上げる要因となってきた、世界中での貿易摩擦も、重要な課題として残るとみています（補足資料の図1を参照）。

不確実性は、金融市場におけるボラティリティを高める要因となるため、株式市場の実績ボラティリティは高水準に留まるとみています。またここでは、コロナ危機が市場を高ボラティリティ局面へと突入させるきっかけになったとみています。最も一般的なボラティリティの指標であるVIX指数は、リスク資産の反発にも関わらず、足元でも20%を大きく上回る水準にあります。

ブルーベイでは、ボラティリティが転換社債のアウトパフォーマンスをもたらす力強い原動力になると考えています。その年限の短さから、一般的にボラティリティ上昇とともに起きやすい社債のスプレッド拡大による影響を、転換社債は比較的受けにくいとされています。2020年は転換社債のこのような特性がまさに発揮されていると言え、年初来での他の社債市場と比較した転換社債の良好なパフォーマンスの一因になっていると考えています。

また、転換社債の社債部分が提供する下方プロテクション効果も、ボラティリティが高い市場で典型的な、大幅なドロウダウンを避けたい株式投資家にとっては魅力的と言えるかもしれません（補足資料の図2参照）。

### 低金利環境下において、転換社債は債券投資家にキャピタルゲインの可能性を提供する

今後数年間の市場を特徴づけるその他のテーマとして、低金利の継続が挙げられると思います。一例として、直近の米連邦準備制度理事会（FRB）による声明を受け、市場では少なくとも2023年までは利上げが実施される可能性はないと織り込まれています。補足資料の図3が示す通り、債券指数の将来のパフォーマンスを予測する上で、これまでは利回り水準がその優れた指標になると見られてきました。しかし現況下では、伝統的な債券投資家は、今後数年間に亘って、歴史的な低水準の絶対リターンしか期待することが出来ません。

さらに、インフレ見通しが高まれば、パフォーマンスがマイナスになるリスクにも直面しています。

転換社債のパフォーマンスの主な源泉となるのは、債券の利回り部分ではなく、原資産である株式からのキャピタルゲインです。したがって、転換社債の期待リターンは、低金利環境による制約を受けません。さらに、リフレターマが今後発展していくとすれば、株式市場はその恩恵を受け、結果として転換社債にとってもプラスとなるでしょう。

端的に言えば、転換社債は、低金利環境下においても投資家に魅力的な上昇可能性を提供する債券資産であると言えるでしょう。

### コロナ危機によって、旧経済（オールド・エコノミー）の弱みが晒されたものの、転換社債市場は、ニュー・エコノミーに比重が置かれた市場である

テレワークの普及は、デジタル化された経済への移行を促しています。結果として足元では、「ニュー・エコノミー」に属する企業が、「オールド・エコノミー」に属する企業をアウトパフォーマンスする傾向が見られています。2020年3月の市場危機後、市場参加者は今後の見通し及び予測に構造的な変更を加えたと考えています。あるデータは（補足資料の図4参照）、オールド・エコノミーとニュー・エコノミーとの乖離が、今後も市場の変動要因になることを示唆しています。転換社債市場は、高成長のニュー・エコノミーを代表する企業の構成比が高い市場です。このような市場の特徴は、今後も転換社債が他の資産クラスをアウトパフォーマンスする要因になるとみています。

### 転換社債には依然として割安感がある

投資家の資産クラスへの選好度や資金流入を測る一般的なアプローチとして、転換社債に内包された株式オプションのフェアバリューを測る手段が挙げられます。補足資料の図5からは、内包された株式オプションの価格が歴史的に割安であることが伺え、市場参加者による転換社債の保有は十分とは言えそうです。またこのような指標は、ここ最近の良好なパフォーマンスにも関わらず、転換社債が再評価されていないとのブルーベイの見方とも整合的です。2020年3月の下落は大半の投資家にとって不意打ちであったと見られ、その後の反発局面においても投資家はポートフォリオのリバランスをせず、ようやく今となって、資産配分ミックスについての再検討を始めた予想しています。このような配分変更に伴う資金流入も、今後数か月間の転換社債市場の追い風になるとみています。

## 投資家にとっての投資機会

2020年3月以降、転換社債市場では相次いで巨額の新規発行がありました。テクノロジーやニュー・エコミー企業は、拡大資金を充たすための資金調達手段として転換社債を選好しています。また、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）によって直接的な影響を受けた企業にとっても、バランスシートへの影響を最小限にするために転換社債での資金調達が有効であると考えています。このような新規発行の増加は、投資家にとって豊富な投資機会を提供し、今年の転換社債市場の良好なパフォーマンスの追い風となっています。

今後、多くの新たな企業が転換社債による資金調達を選択することで、新規発行額は高位に留まるとみえます。補足資料の図6が示す通り、米国での起債の増加が、足元での新規発行増の主因となっています。

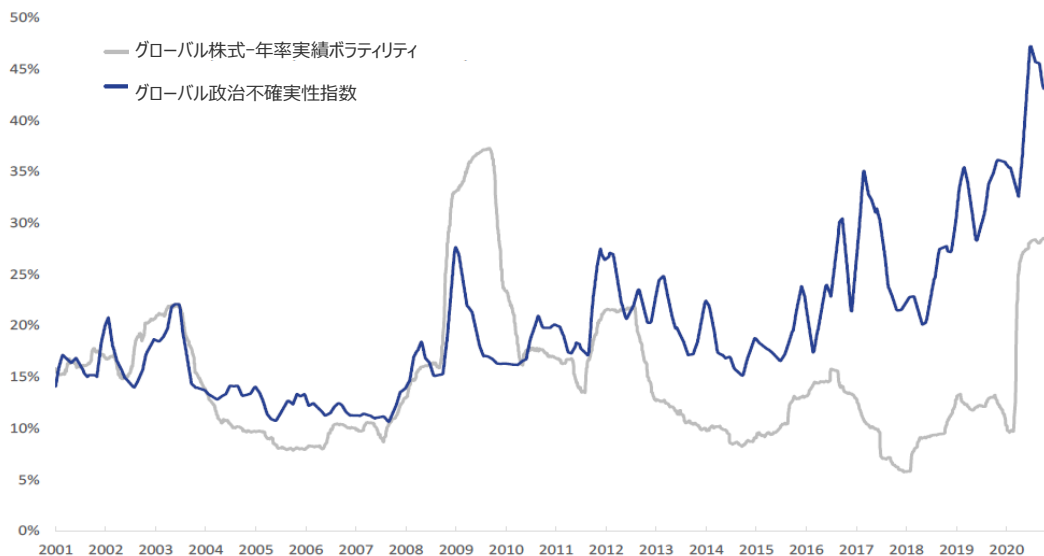
ただし今後数か月では、欧州やアジアでも起債が増加すると予想しており、これらの起債が投資家に新たな投資機会をもたらすとともに、資産クラス自体の良好なパフォーマンスの一助になるとみえています。

コロナ危機は、転換社債市場に構造的な変化をもたらし、市場は今、拡大基調にあるとみえています。より多くの企業が、資金調達手段としての転換社債の活用法を理解し、より多くの投資家が同資産クラスの利点を認識する中で、転換社債の市場規模は継続的に拡大していくとみえます（補足資料の図7参照）。結果として、大手の運用会社や機関投資家による転換社債のイメージは、資産クラスとして「あるといいもの（nice-to-have）」から「無視できないもの（can't be ignored）」へと移行していく可能性があるでしょう。ブルーベではそれがさらに、「保有しなければならない（must-hold）」へと進展することを期待しています。

## 補足資料

図1

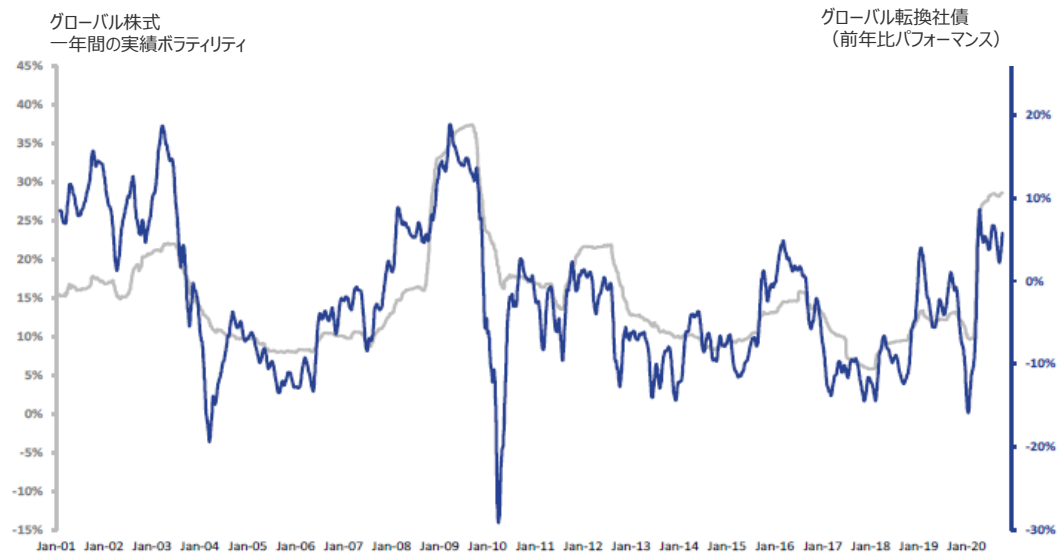
この図は、不確実性の測定手段として広く認識されるグローバルの政治的不確実性指数とグローバル株式市場の実績ボラティリティの相関関係を示しています。2011年まで二つの線グラフは密接に連動していました。2011年以降は、ボラティリティが低位で推移するなか（10%以下）、二線の乖離が拡大しました。コロナ危機が市場を、未曾有の政治的不確実が伴う高ボラティリティ局面へと突入させるきっかけになったとみえています。



出所：Bloomberg（グローバル株式はMSCI World Index（USD））、Baker, Bloom & Davis, BlueBay 2020年9月30日

図2

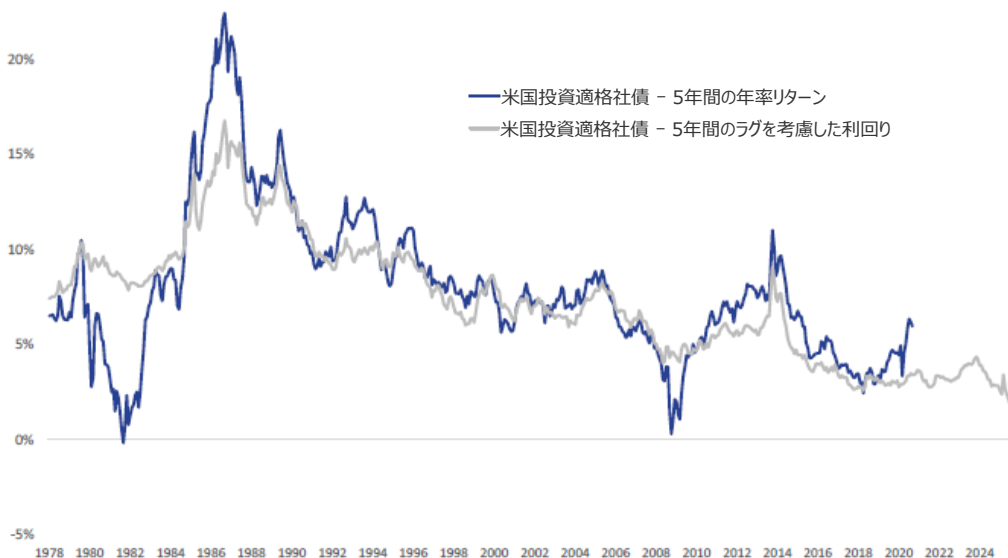
グローバル株式の実績ボラティリティと株式に対する転換社債のアウトパフォーマンスには歴史的に相関が見られます。つまり、ボラティリティが上昇した期間に転換社債は株式をアウトパフォームする傾向があります。この一年の転換社債のアウトパフォーマンスを予測する上でこの相関関係は有効でした。



出所：Bloomberg（グローバル株式はMSCI World Index（USD））、Refinitiv Global Convertible Focus Index(USD)、BlueBay 2020年9月30日

図3

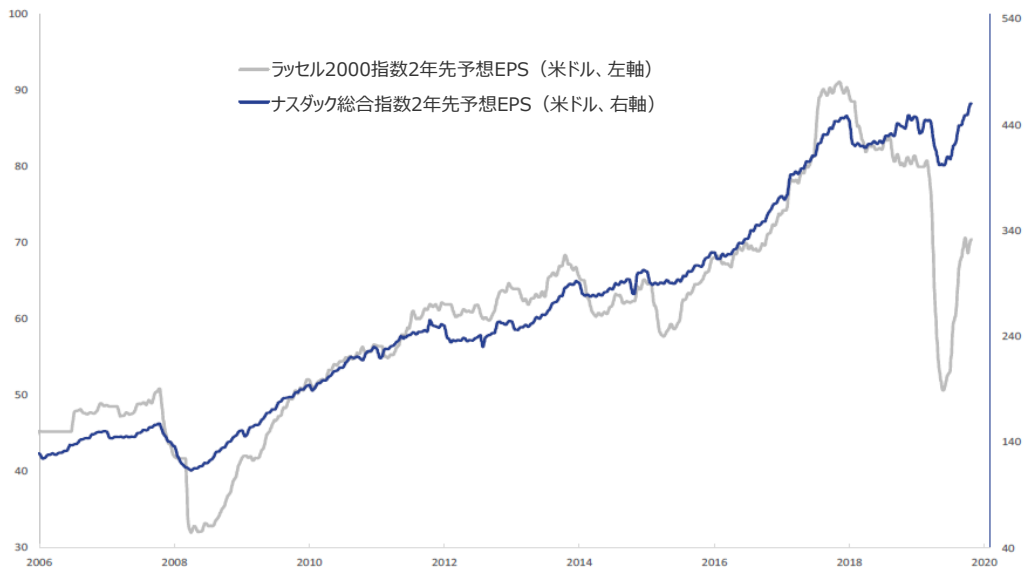
債券の基礎的な理論として、投資適格社債の利回りは平均リターンを想定する上で適した指標であるかもしれません。下の例では5年という期間での計測をしています。足下で米国投資適格債の利回りは歴史的に低水準にあることから、期待リターンも歴史的に低水準となる可能性を示唆しています。



出所：Bloomberg（Bloomberg Barclays US Corporate Bond Index）2020年9月30日時点の月次データ

図4

ラッセル2000種指数は米国の代表的な小型株指数の一つであり、一般的に「オールド・エコノミー」指数として認識されています。一方、ナスダック指数は「ニュー・エコノミー」指数として広く認識されています。歴史的に、ラッセル2000種指数及びナスダック指数構成企業の2年先業績見通しとの間には互いに強い相関関係が見られていました。コロナ危機後に、この相関関係は弱まっているようです。ナスダック指数構成企業の業績見通しは既に高値を更新しており、足下の景気後退による影響は限定的であることが示されています。しかし、ラッセル2000種指数による業績見通しは歴史的な調整に見舞われ、下落から僅かに回復した水準に留まっています。ブルーベイでは、現在の乖離した状態が続くと考えています。



出所：Bloomberg (Bloombergボトムアップアナリスト調査推定)，BlueBay 10日毎のデータ、2020年9月30日

図5

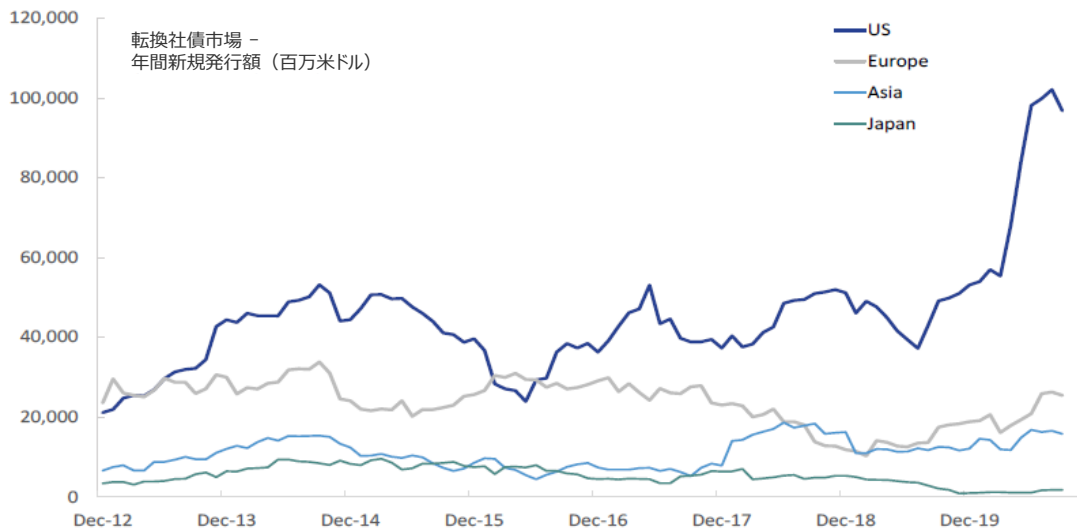
下の図はグローバル転換社債市場における取引価格とフェアバリュー価格との平均乖離幅を示しています。フェアバリュー価格は債券及び株式要素を取り除いた後のそれぞれの転換社債における、内包されたオプション部分に基づき算出されています。下の図は転換社債に内包されたオプション部分が割安の水準にあることを示唆しており、市場参加者による転換社債の保有は多くないと言えます。



出所：BoA 転換社債リサーチ，BlueBay 2020年9月30日時点の月次データ

図6

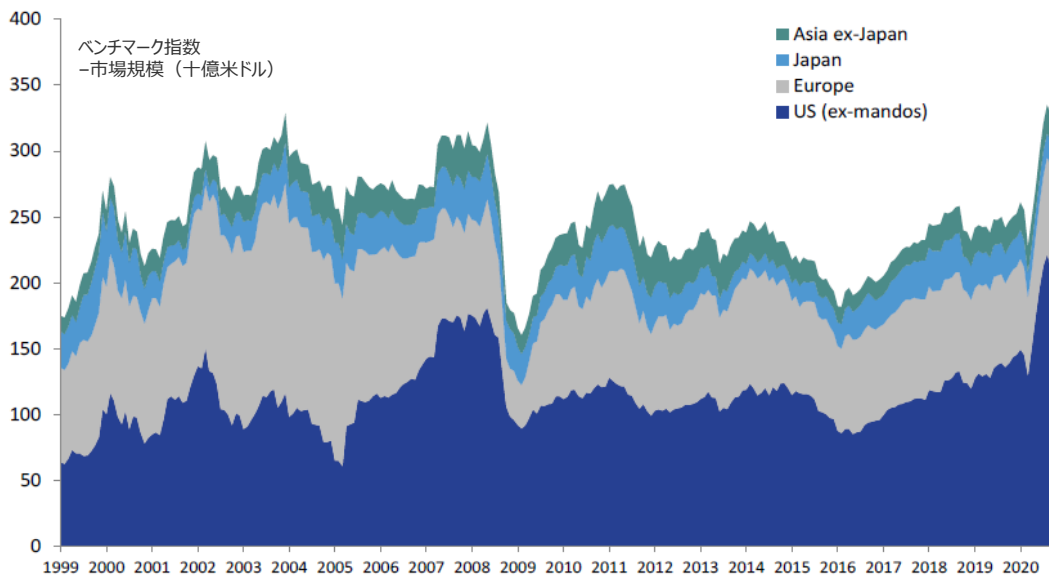
コロナ流行後に新規発行が相次ぎ、過去の水準と比較するとかなり大きな発行額となっています。今年に入り足元までは米国が新規発行の大半を占めていましたが、今後数か月では欧州やアジアでも新規発行が増加すると見込んでいます。



出所：BofAML社債転換リサーチチーム, BlueBay 2020年9月30日時点の月次データ

図7

2008年の世界金融危機はネガティブ・カタリストとしてグローバル転換社債の市場規模に影響を与えました。当時、企業は起債を中止し、新規発行市場は枯渇し、投資家にとっての投資機会は制限されました。今回は全く異なり、2020年のコロナ危機はポジティブ・カタリストになったと考えています。新規発行市場は活況で、資産クラスの市場規模は拡大していくなか、起債に検討している企業や投資家から新たな注目を集めると見えています。



出所：Refinitiv indexes, BlueBay 月次データは2020年9月30日時点



## ディスクレーマー

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

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、別途記載のない限り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。

### ■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主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。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。

#### ロング・オンリー戦略

(年率、税抜き)

投資対象	投資適格債	イマージング債	パブリック・ファイン	転換社債
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%

#### オルタナティブ戦略

(年率、税抜き)

運用戦略	トータルリターン	絶対リターン
運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

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。