



転換社債：ボラティリティ上昇局面でこそ 保有すべき資産



**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

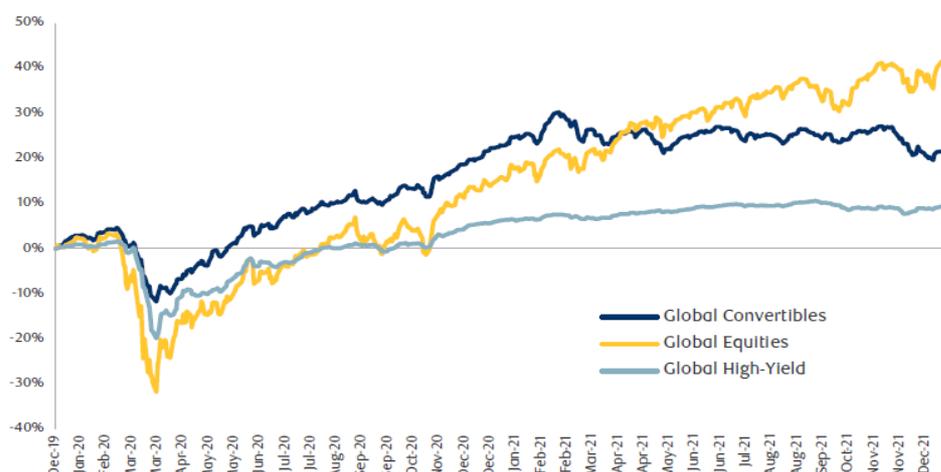


ゼイン・ジャファア
転換社債チーム
ポートフォリオ・マネジャー

2022年2月

- 経済成長の鈍化、スティッキーなインフレ、タカ派な米連邦準備制度理事会（FRB）によって、2022年は投資家にとっては難しい一年となるでしょう。
- グローバル転換社債といったハイブリッド型の資産クラスは、リスク管理と分散の観点から、こうした環境下で選好されると考えています。
- このようなマクロ経済環境の課題に対して、ボラティリティの上昇が見られると予想しています。過去を見ると、ボラティリティの上昇は転換社債のアウトパフォーマンスにつながっています。
- 2021年に見られた転換社債市場での需給面の逆風要因は後退するとみています。これによるパフォーマンスの回復を予想しています。
- 2022年に投資機会として着目しているのは、アジア転換社債、過大もしくは過小評価されているESG関連の投資機会、プライマリー市場、となります。

図1：資産クラス比較（米ドルベースのトータルリターン）



グローバル転換社債：2021年は移行の年

2020年はグローバル転換社債市場にとって素晴らしい一年となりましたが、2021年はそれ程ではありませんでした。この2年を通して見てみると（図1）、グローバル転換社債はハイ・イールド債を上回るリターンとなり、株式市場の上昇の大半も捉えることができています。中期的な視点での、この資産クラスへのアロケーションという議題は有効だと考えています。

2021年のアンダーパフォーマンスの要因は、転換社債の投資ユニバースと主要株式インデックスとの地域及びセクター間の差異から説明することが出来ます（補足資料の図1）。2021年は米国の大型株がアウトパフォームしましたが、市場間の差異は小さなものとなりました。グローバル転換社債の地域はかなり分散しており（米国が占める割合は50%程度にすぎない）、中心は中小型株銘柄となります。FRBの利上げサイクルが近づく中、米国の例外的な経済成長は影響を受けると予想されることから、株式市場は地域やセクターを跨いで、より相関が高い動きになると予想しています。

2022年に予想されること；ボラティリティ！

多くの金融資産にとって、マクロ見通しは重石となる

2021年の市場コンセンサスは、安定した経済成長は見られるものの減速し、インフレは粘性が高く、FRBはタカ派色を強める、というものです。この3つの要因が重なり、伝統的な債券を初めとする金融資産は難しい局面を迎えるでしょう。ファンダメンタルズ面からは、企業業績が上昇を続けることが予想されるため、相対的に株式は魅力的と見えます。企業収益は、高水準で、インフレ上昇を吸収する幾らかのバッファを備えています（補足資料の図2）。

ほとんどの資産のバリュエーションは割高

多くの市場参加者は伝統的なメトリックスを使用して、株価が割高であることを示しています。このことに同意しないわけではありませんが、これは一部の米大型株に限ったことであるという見方をしています。その他の地域やセクターでは、まだ割安な水準にある株式もあると見ています。

伝統的な債券資産のバリュエーションはかなりタイトとなっており、長期金利とクレジット・スプレッドは過去最も低い水準に近いところにあります。多くの債券資産の利回りの絶対水準の低さは、資産クラスの期待リターンに蓋を被せることになっています（補足資料の図3）。純粋なデュレーションとキャリア投資からの分散が、債券投資家にとって主要テーマとなるでしょう。実効デュレーションの短いハイブリッド資産は、利回りの低下とは違った観点からのアップサイドが望め、転換社債は選好されるはずでしょう。

ボラティリティは上昇すると予想；転換社債によっては有利な市場環境

難しいマクロ環境と割高な価格水準を踏まえれば、ボラティリティは上昇すると考えるのが自然でしょう。さらに、FRBが利上げをし、流動性が引き上げられると、ボラティリティは上昇圧力が強まります（補足資料の図4）。ボラティリティの上昇とリスク回避という環境は、過去を見ると、転換社債にとって有利な投資環境でした。このことが、転換社債市場を前向きに見ている主因です。株式市場へのエクスポージャーを幾らか持ちながら、ボラティリティを抑えることが出来るということは、2022年の市場において、投資家にとって魅力的な投資案となるのではないのでしょうか。そして、このことが転換社債への投資を通じて達成出来ると考えています（補足資料の図5）。

投資機会

アジア転換社債；利回りと割安なオプション価格という有望な複合要因

中国でのテクノロジー企業を対象として規制強化によって、アジアの転換社債は大きな動きに見舞われました。この調整によって、転換社債の投資家には魅力的な投資機会が提供されています。中国での規制強化は、株式リターンを抑制する要因にはなると考えていますが、テクノロジー・セクターにおける企業破綻を目的としたものではないでしょう。そのため、一部の転換社債が提供する利回り水準は非常に魅力的で、特に株価が転換価格を大きく下回る水準にある時に、そのことが言えると思います（補足資料の図6）。こうした市場は、高いリターンが期待出来る候補として捉えています。

ESGによる差別化の広まりを活用

この数年でESG重視型の戦略には、大きな資金フローが見られています。この結果、ESGテーマに基づいた金融資産のなかで、価格の歪みが起きています。2021年には、ESGまたは「グリーン」と呼ばれる資産には、無差別的な買いが見られたように思います。これによってやや質の低いビジネスの過大評価、または、ESGファンダメンタルズが改善過程にある企業の過小評価、といった投資機会が生まれたと考えています。ブルーベアのESG分析のプロセスは、現在のESGリスクを分析するだけでなく、将来の変化を織り込んだものになっていることから、こうした投資機会を見極めることが出来るかとみています。

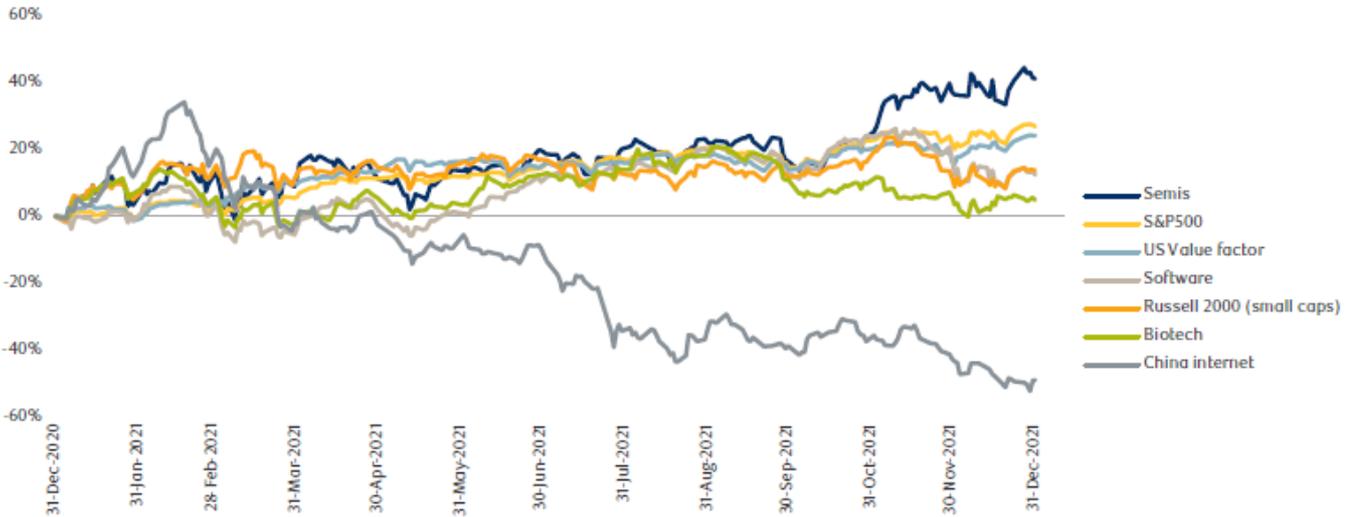
プライマリー市場の活況は続き、セクター間のリバランスを促す

2021年の転換社債のプライマリー市場も、米国及びアジアを中心として活況でした（補足資料の図7）。当資産の市場規模は拡大を続けており、投資家は銘柄選択をする機会が提供されています。プライマリー市場には多くの投資機会があると考えています。過去には、新規発行の増加によって、市場ユニバースでのセクター間のリバランスに至ったこともあります。2022年も同様の状況になることを予想しており、発行の大部分はテクノロジー・セクターを中心としたバリュー銘柄になると見ています。

図1

米国大型株、2021年のパフォーマンス

転換社債ユニバースにおいて最も必要な米国株式セクターの2021年のパフォーマンス（配当を含まない価格上昇率）を示したものです。S&P500指数を代表とした大型株は、最も良好なパフォーマンスとなりました。転換社債はソフトウェアやバイオテクノロジーの比率が高いことがアンダーパフォーマンスの要因となりました。米国で上場する中国企業も転換社債での発行を多くしています。これらの株価が弱気相場入りしたことも、アンダーパフォーマンスの一因でした。これらセクターでのパフォーマンス差はかなり大きなものとなりました。

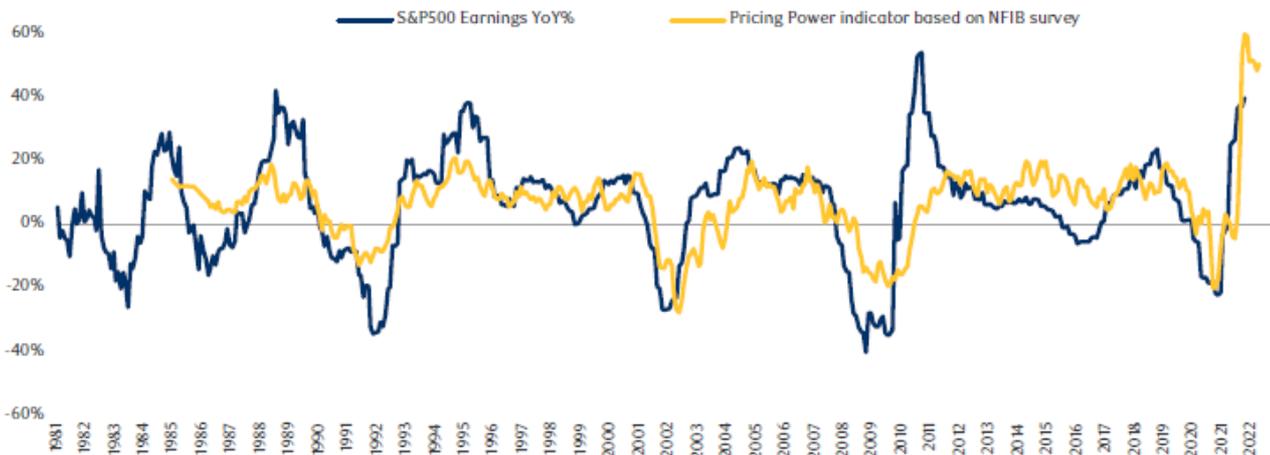


出所：Bloomberg. 2020年12月31日から2021年12月31日までの日次データを使用 S&P 500 (SPX Index); Philadelphia Stock Exchange Semiconductor Index (SOX Index); MSCI US Value (MVUDUS Index); S&P North American Expanded Technology Software Index (SPNASEUT Index); Russell 2000 (RTY Index); ICE Biotechnology Index (ICEBIO Index); CSI Overseas China Internet (H11137 Index).

図2

米国企業の価格決定力とS&P500の企業収益

NFIB中小企業楽観指数に基づいて、米国企業の価格決定力を示す独自の指標を作成しました。足元では、インフレは急激に上昇しているものの、企業は賃上げよりも早く値上げが可能になっていることから、価格決定力は強いことを示しています。S&P500の企業収益とこの指標の過去の相関は高く、企業収益も高水準を維持することが想定されます。このことは金利に影響を受ける債券型の資産よりも、株式を投資家が選好する裏付けとなるかもしれません。

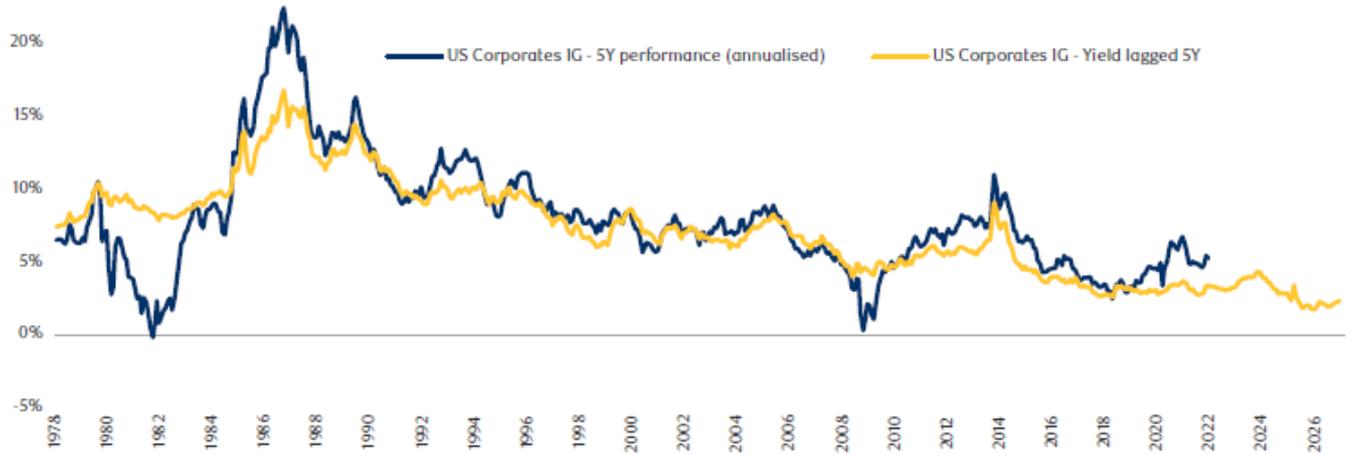


出所：Bloomberg. NFIB survey, BlueBay.1980年3月31日から2021年12月31日までの月次データ
Pricing power indicator is calculated as $NFIB \text{ Jobs hard to get} \times [1 + (NFIB \text{ plans to increase prices} - NFIB \text{ compensation})]$.

図3

米国投資適格債；利回りと平均リターン

債券の基礎計算通りに、米国投資適格債の利回りは、平均年間リターンを推定する上で、良い指標となります。例えば、5年間の期間で見ると、米国投資適格債の利回りは過去最低水準となっています。これは、投資家の期待リターンも過去最低水準となることを意味します。このことから、2022年は純粋なデフレーションとキャリー投資から離れることが、債券投資家にとって主要テーマになると考える背景です。

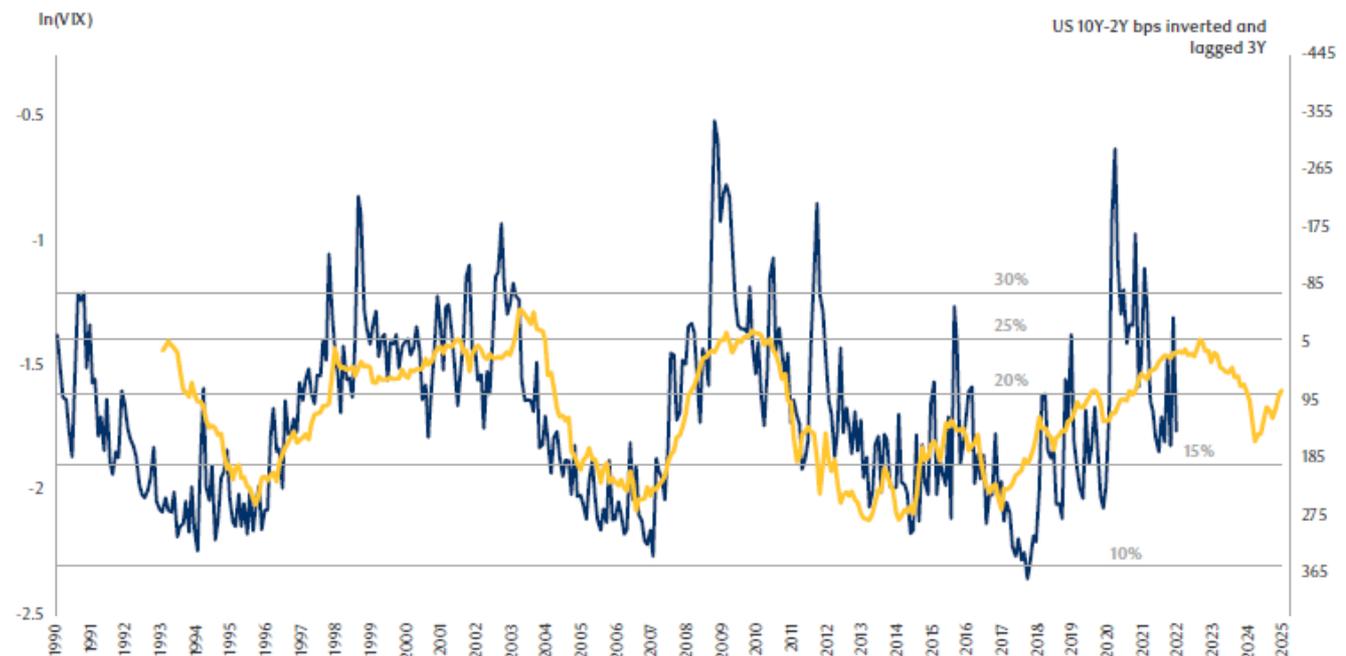


出所：Bloomberg (Bloomberg Barclays US Corporate Bond Index) 2021年12月31日

図4

米国金利サイクルと市場ボラティリティ

米国のイールドカーブによって示される金利サイクルと、市場ボラティリティとリスク選好を示す指標として一般的なVIX指数とを比較しています。単純に言えば、イールドカーブがフラット化している時期の市場ボラティリティが高く、イールドカーブのフラット化はその後のボラティリティ上昇を示唆しています。VIX指数ではノイズが見られる期間もありますが、イールドカーブは長期的な景気循環を上手く示していると考えています。FRBがよりタカ派スタンスに転じる中で、2021年10-12月期にはイールドカーブがフラット化しましたが、これはVIX指数が今後上昇する可能性を示していると捉えています。



出所：Bloomberg. 2021年12月31日

図5

グローバル株のボラティリティと、グローバル転換社債と株式の相対パフォーマンス

グローバル株式の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を比較しています。ボラティリティが高い期間において、転換社債は株式をアウトパフォームする傾向が見られます。このケースは2020年の市場で、転換社債がアウトパフォームしました。しかし、ボラティリティの低下から転換社債のアンダーパフォーマンスの理由を部分的に説明できるものの、2021年には株式と転換社債のリターン差は大きくなりました。これによって、投資家にとっては二つの観点から投資機会が生まれたと考えています。一つは、今後のボラティリティ上昇が予想されるなか、転換社債が株式をアウトパフォームする傾向が見られるかもしれませんが。もう一つは、過去見られた関係が再び強まり、転換社債が株式のパフォーマンスに追いつく可能性があります。

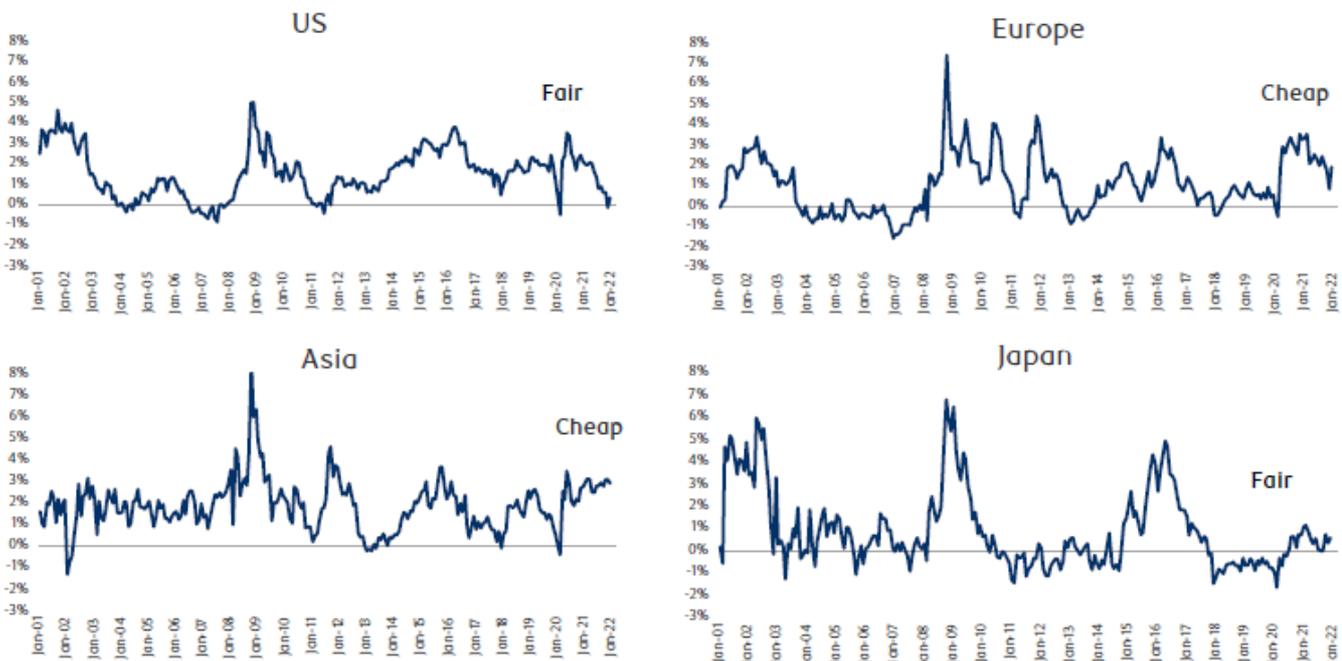


出所：Bloomberg (global equities represented by the MSCI World Index in USD); Refinitiv Global Convertible Focus Index in USD; BlueBay 2021年12月31日

図6

グローバル転換社債；フェアバリューと店頭価格

グローバル転換社債ユニバースにおける、店頭価格の過去平均のフェアバリューからの乖離幅を示しています。フェアバリューは各転換社債の債券と株式の要素を取り除いて、織り込まれているオプション部分への評価から計算しています。特にアジア（除く日本）のオプション価格が割安と考えています。

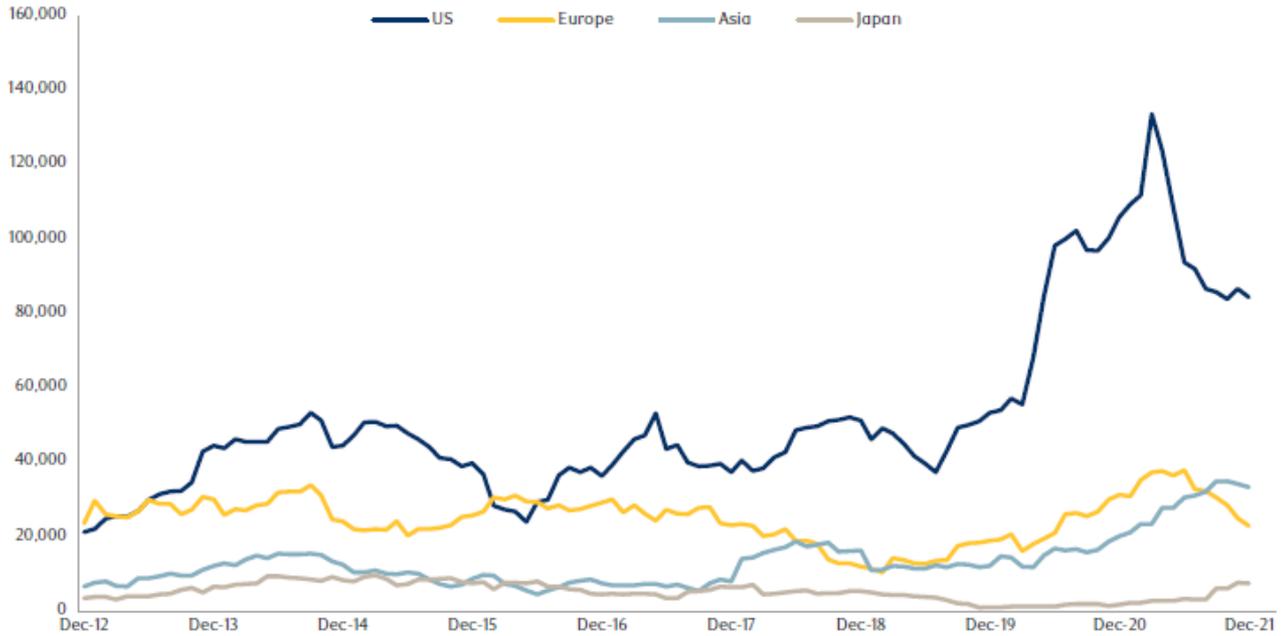


出所：BoA Convertible Research, BlueBay. 2021年12月31日

図7

転換社債；過去一年間の新規発行（百万米ドル）

新型コロナ危機以降、新規発行の波が米国転換社債市場では続いています。2021年も新規発行が続き、発行額は2020年と近い水準となりました。アジア（除く日本）でも過去最高水準の発行が2021年に見られました。過去の実績から考えてプライマリー市場は活況となっており、新たな投資家を惹きつける要因となっています。この流れは2022年も続くと考えています。



出所：BofAML convertible research team; BlueBay Asset Management 2021年12月31日

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					オルタナティブ戦略		
(年率、税抜き)					(年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマージング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	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。

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



Global Asset Management
BlueBay Asset Management