



転換社債：タイミングを計らずに 回復に備えたポジション



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

2022年9月

- ・ グローバル転換社債はここ最近の調整局面において台風の目になっていました。投資家から期待されていたダウンサイドのプロテクションとしての役割を果たすことが出来ませんでした。
- ・ このアンダーパフォーマンスの局面はバリュエーション面での投資機会を提供していると考えています。転換社債は歴史的に買いシグナルに相当する水準まで割安になっています。
- ・ 過去の弱気相場で、転換社債は類似した動きを見せました。それは、最初のフェーズで株式と足並みを揃えて調整し、その後、堅調にアウトパフォームする動きです。現在の弱気相場も例外ではないと考えています。
- ・ 投資家にとって、リスク資産の調整局面の終わりを見極めることは困難です。転換社債に投資することは、タイミングを計らずに反発に備えたポジションをとる一つ方法であると見ています。転換社債は、回復の初期段階において良好なパフォーマンスとなる傾向があります。しかし、ボラティリティが長期的に高止まりした場合、転換社債は格付けが高く、ボラティリティが低い資産クラスであるため、資本の保全につながると考えています。

何が起きたのでしょうか？ 競合する資産より急激な調整が見られたことから、バリュエーション面での投資機会が生まれました

2020年初めから：債券よりは良く、株式は下回る

2020年は新型コロナウイルス危機が起き、それに伴い前例のない大規模な金融及び財政刺激策が実施されました。刺激策は、現在速やかに引き上げられています。2020年の上昇相場でどのくらい上昇したのか、また2022年の調整局面でどのくらい負けたのかのバランスを見るために、金融資産の流動性サイクルの全期間におけるパフォーマンスを測定することが重要だと考えています。グローバル転換社債は、2020年の株式の上昇局面の大部分を捉え、利上げやスプレッド拡大による打撃も相対的に小さいこともあり、競合する債券資産をアウトパフォームしています。しかし、株式市場は総じて転換社債をアウトパフォームしています（図表1）。

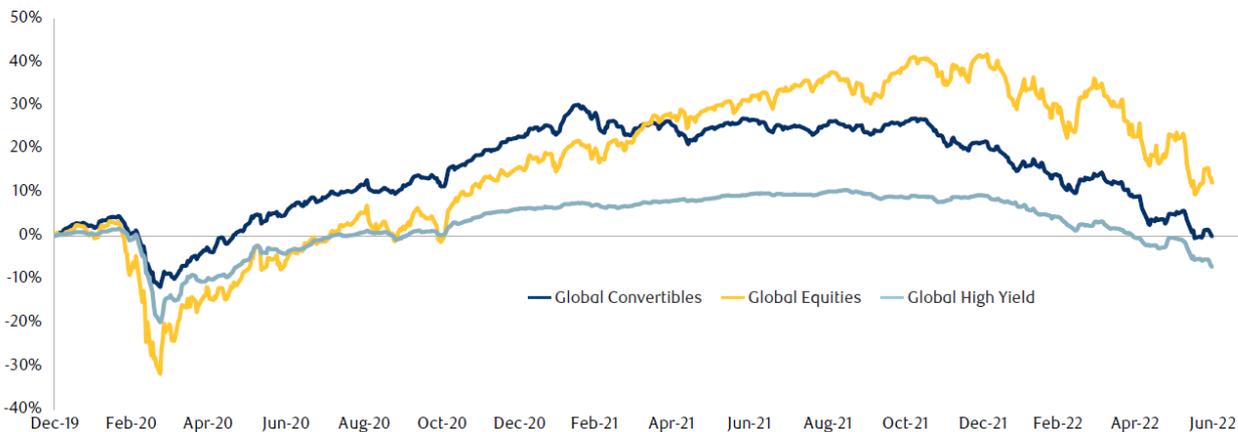
足元のパフォーマンスは厳しいが、典型的な弱気相場の初期フェーズ

2022年初めの数か月間は大きくアンダーパフォームしました。これは主に資産ユニバースにおいて、高成長や高マルチプルのセクターへのバイアスが強いためでした。大幅な調整が見られましたが、過去の弱気相場を分析した結果、これは珍しいことではないことがわかりました（7ページ）。弱気相場の後期に、転換社債はアウトパフォームする傾向があります。今回も同様の動きが見られると考えています。

現在のバリュエーション水準は過去の買いシグナルと同水準

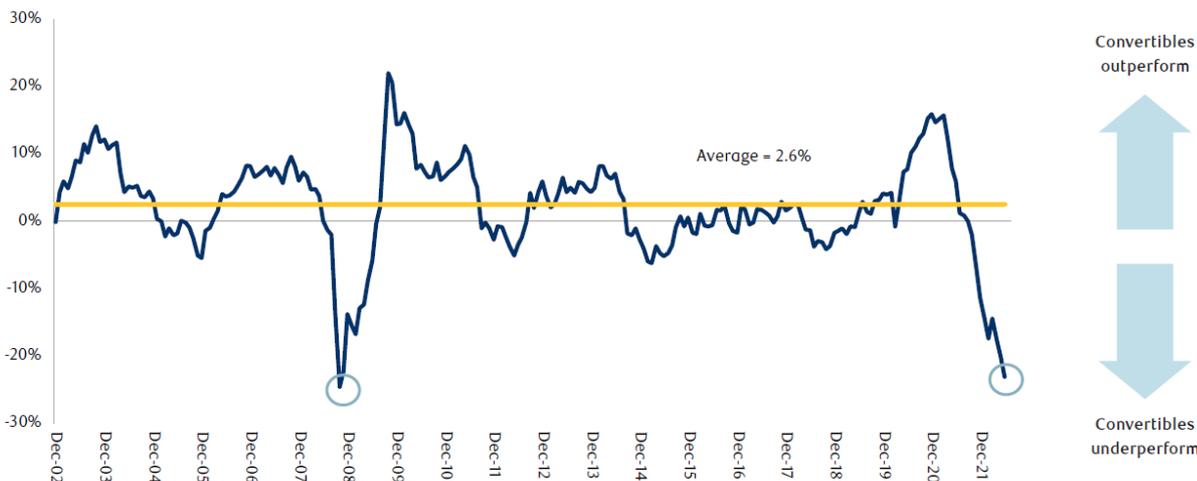
転換社債のバリュエーション指標は、他の資産クラスと比較して調整がかなり進んでいることを示唆しています。ブルーベイが好んで使用し、社内で開発した指標に「ベース」パフォーマンスと呼ばれるものがあります。これは、転換社債のパフォーマンスを株式部分と「ベース」効果に分解したものです。ここ最近、ベース効果は非常に弱く、2008年後半のグローバル金融危機にのみ見られた水準に達しました（図表2）。当時、この指標は投資家に買いシグナルを示し、その後投資家は堅調なリターンから恩恵を受けました。転換社債のバリュエーションは、歴史的な低水準に達していない他の多くの資産クラスより割安に見えます。これは、転換社債にとっての最悪期は過ぎ去り、今後は他の資産クラスと比較して相対パフォーマンスが改善されるだろうという安心感を与えてくれます。

図表1：資産クラスの比較（米ドルベースのトータルリターン）



出所：Bloomberg. 2022年6月30日時点のデータ

図表2：グローバル転換社債 - ベース・パフォーマンス対グローバル株式（前年比、%）



出所：MSCI, Refinitiv, Bloomberg, ブルーベイヤセットマネジメント. 2022年6月末時点の月次データ

インデックス：MSCI World Net Total Return USD Index, Refinitiv Global Focus Convertible Index (米ドル).

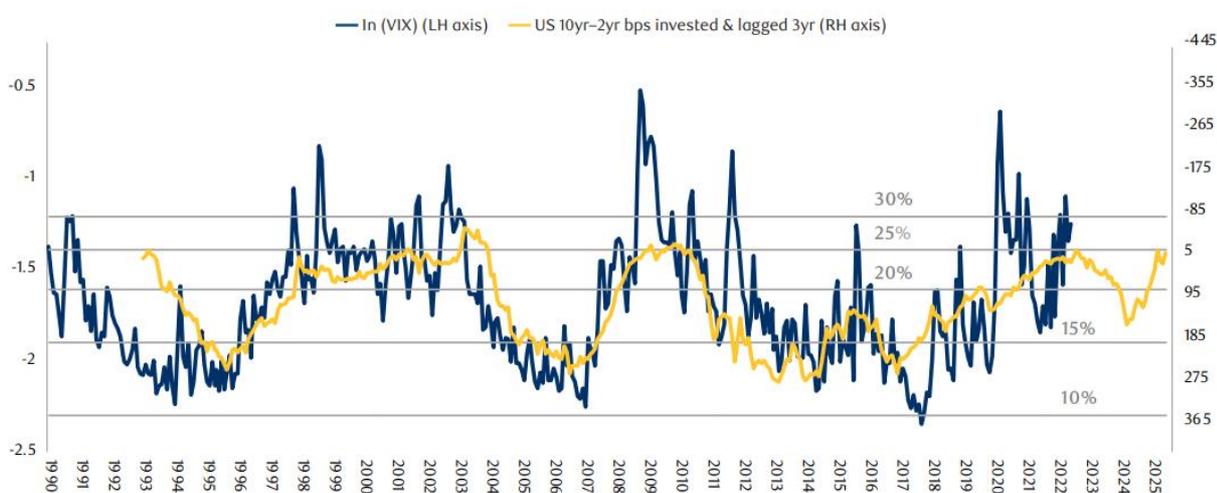
分析方法：ベンチマークの推定月次株式感応度を使用します。株式感応度とMSCIワールドのパフォーマンスを掛け合わせて、転換社債のパフォーマンスの株式部分を計算します。ベース部分は、残余部分を指しています。

今後の主要資産クラスのテーマ

ボラティリティがつかまとう：転換社債にとって有利な環境

成長率が鈍化していると同時に、インフレ圧力が予想以上に粘着性が強いことから、主要中央銀行が金融政策を引き締めています。この異例の組み合わせが、イールドカーブのフラット化を招いています。歴史的に見ると、短期金利の上昇とイールドカーブのフラット化は、ボラティリティの上昇と同時に起きています。その結果、今後数年間はボラティリティがより高い水準で推移すると予想しています（図表3）。多くの市場参加者はリスク許容度は変わらないなかで、ボラティリティの上昇に直面し、資産アロケーションの見直しを迫られると予想しています。その中で、転換社債は、投資家がより低いボラティリティでいくらか株式のエクスポージャーを維持できる効果的な資産アロケーションのツールであると考えています。この仕組みは、歴史的に見て、なぜボラティリティの上昇と同時に転換社債がアウトパフォームしてきたのかを説明しています（図表4）。

図表3：VIX指数の長期推移と市場サイクル

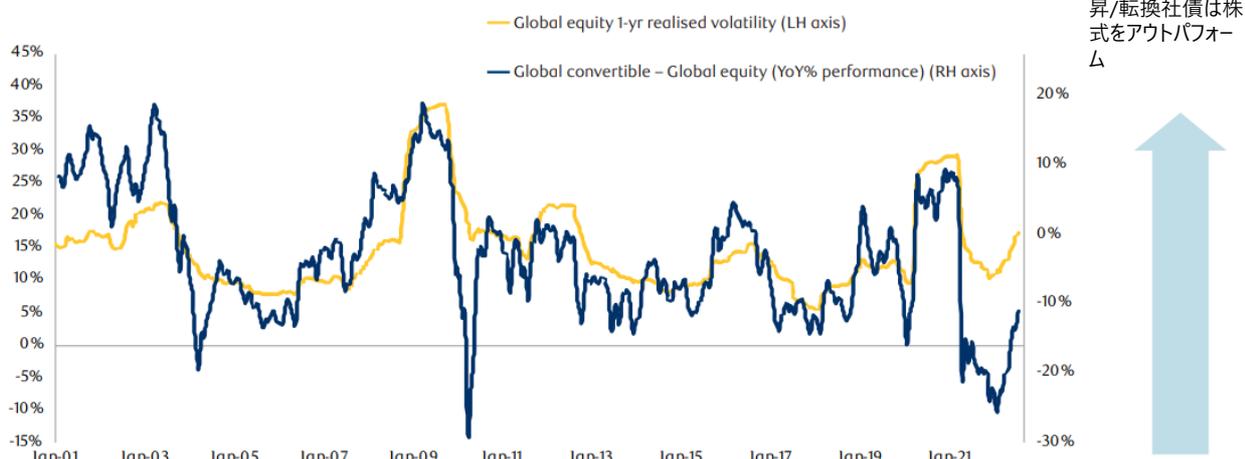


出所：Bloomberg. 1990年1月31日から2022年6月30日までの月次データ

指数：USYC2Y10インデックスとVIX指数

例示のみを目的としています。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。

図表4：株式の実績ボラティリティと転換社債と株式の相対パフォーマンスの関係



ボラティリティは上昇/転換社債は株式をアウトパフォーム

出所：Bloomberg. 2001年1月1日から2022年7月18日までの月次データ

指数：USYC2Y10インデックスとVIX指数

例示のみを目的としています。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。

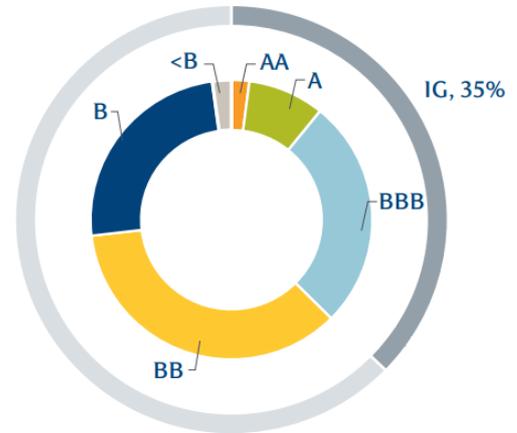
市場の現在の局面では、クレジットの格付けが鍵になる

金融緩和（QE）が実施されていた時に、クレジットの格付けは投資家にとって懸念する必要がないことでした。高いキャリアをもつ資産はパフォーマンスが良好で、多くのレバレッジの高い企業にとって借り換えのコストが安く、容易であったことから、デフォルト率も記録的な低水準にありました。しかし、この状況は変わると考えています。金利の上昇とスプレッドの拡大により、企業にとって借り換えはよりコストがかかることとなります。

インフレ率の上昇が人件費や投入コストに波及し、最終需要を圧迫することになるため、今後は信用力を示す指標が悪化する可能性が高いと見ています。このため、市場参加者はポートフォリオの格付けを向上させる方法を模索すると考えています。グローバル転換社債は、投資適格債が35%、BBの格付け銘柄が36%と、その信用力は堅固です（図表5）。

信用プロフィールが堅固で、かつ高いリターンが期待できる資産クラスであることは、転換社債の投資家にとって特筆すべき強みであると考えています。

図表5：グローバル転換社債ユニバースの格付け別比率



出所：Refinitiv, Bloomberg, ブルーベアセットマネジメント。
構成銘柄に明確な格付けが与えられていない時は、ブルーベアの社内格付けを使用しています。格付け別比率はRefinitiv Global Focus Convertible Indexの2022年6月30日時点のデータを使用しています。

新たな投資の枠組み？今回はデレージョンが救いとはならないかもしれない

市場参加者の間で、主要中央銀行によるQEの終了は金融市場の枠組みの変化を意味するという認識が広がっています。これは、株式60%、債券40%のポートフォリオに見られるように、現在の弱気相場に下支えされています。QE中にリスク調整後で良好なリターンをもたらしたデレージョンと株式の組み合わせは、足元で魅力的なパフォーマンス、あるいは優れた分散効果を十分に発揮できていないようです。この新しい枠組みが定着すれば、転換社債のようなハイブリッドの資産クラスは有利になると考えています（図表6）。私たちは、資産アロケーションがより分散されたハイブリッドな構成に移行するなかで、今後数年間、こうした長期的なダイナミクスが当資産クラスを下支えすると予想しています。

図表6：新たな投資体制の総合的な概要

| | | |
|------|---|--|
| マクロ |  | <ul style="list-style-type: none"> インフレ → 粘り強い 成長 → 厳しい |
| 政策 |  | <ul style="list-style-type: none"> 金融政策 → インフレ主導、タカ派 |
| 金融資産 |  | <ul style="list-style-type: none"> 実質リターン → 低位、またはマイナス ボラティリティ → 上昇 シャープレシオ → 低下 債券 → パフォーマンスは苦戦、可もなく不可もなく 株式 → リターン/非常に高いボラティリティ |

転換社債=低ボラティリティで株式エクスポージャーを持つことが出来る

投資行動と投資機会

アジアの転換社債：最近の市場の調整によって、バリュエーションは稀少な投資機会に

最近の市場の調整を受けて、アジアの転換社債に対してポジティブな見方を続けています。アジアの転換社債は、中国の不動産セクターへの直接的なエクスポージャーはほとんどなく、ハイテク企業へのエクスポージャーが大半を占めています。ハイテク・セクターは、昨年開始された規制の強化を背景に、大きな調整圧力にさらされました。ハイテク産業に関する規制強化の最も厳しい時期は過ぎたと考えています。また、これらの規制は、株式のリターンを抑制する可能性が高いものの、ハイテク産業の破綻を目的としたものではないと考えています。従って、一部の転換社債の利回りは非常に魅力的な水準であり、特に転換オプションはほぼ上乗せされていません（図表7）。最も高い確信をもつ投資アイデアの一部はこの市場のなかにあります。

図表7：アジア（除く日本）転換社債-利回り比較（米ドル）対伝統的クレジット



出所：Refinitiv Asia ex-Japan Convertibles index、ICE indexes ACOR Index、ブルーベイ・アセット・マネジメント。2022年6月30日までの日次データ。利回り差は、組み込まれた転換オプションのコストと見ることが出来ます。転換社債の利回りが普通社債と同等かそれ以上であれば、転換社債オプションはただであると言えます。

次の借り換えサイクルでは、ESG分析がアウトパフォーマンスの重要なドライバー

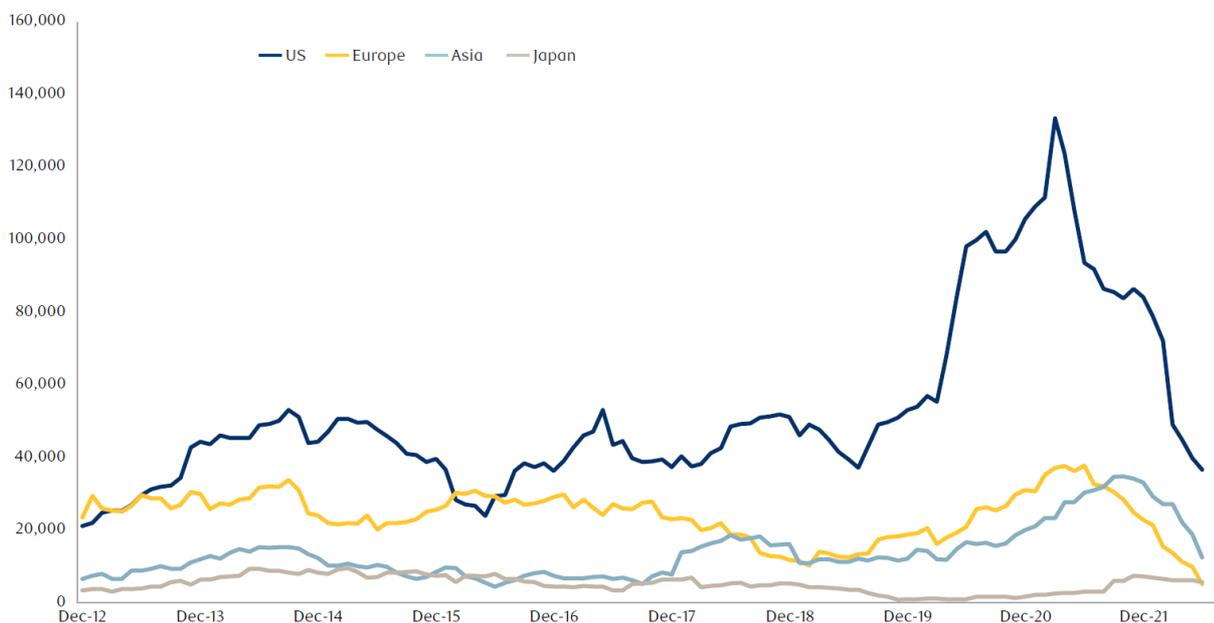
最近の市場の下落のなかで、ESG分析のパフォーマンスや要因について、多くのことが語られています。付加価値を高める重要なツールとして、社内のESG分析に引き続き注力しています。プライマリー市場が再開し、借り換えが活発化すれば、この規律が奏功してくると思っています。資本コストが大幅に上昇する中、ビジネスモデルと経営戦略の持続可能性がパフォーマンスの差別化の要因になると考えています。これが投資プロセスにおける潜在的な投資機会となるかもしれません。

プライマリ市場が回復をけん引すると予想

現在、転換社債のプライマリ市場は基本的に閉じられています。株式のボラティリティが高すぎること、ファンダメンタルズの不確実性が高すぎること、そして市場のセンチメントが脆弱であることから、企業や引受会社が新規発行を停止しています。多くの資産クラスでプライマリ市場での新規発行は減少しているものの、この影響は転換社債で顕著となっています（図表8）。

過去の経験から、2022年上半期のような大幅な下落後、転換社債のプライマリ市場は、企業が株価の高いボラティリティを収益化したいと考えることから、再開される最初の市場となります。ヒストリカルで見ると、この時期は企業が転換社債の投資家に有利な条件を提示する傾向にあります。企業は、低いクーポンの債券と引き換えに、割安なオプションと有利なコバナンツを提供します。今回もこのメカニズムが働き、有望な投資機会が得られると考えています。

図表8: 転換社債 - 過去12ヶ月間のプライマリ市場での発行額 (百万米ドル)



出所：バンクオブ・アメリカ・転換社債リサーチ、2022年6月30日時点

弱気市場におけるグローバル転換社債

2022年はこれまでのところ、転換社債は株式市場と同程度のパフォーマンスを示しています。株式市場の調整局面ではダウンサイド・プロテクションの機能が転換社債に期待されているにもかかわらず、期待外れの結果となっています。現在の市場環境に類似している過去の弱気相場を2つ、すなわちITバブルとグローバル金融危機を調べました。分析した結果、転換社債の現在の動きは異常ではなく、転換社債が最も良いパフォーマンスを示すのは弱気相場の後期である傾向が見られました。

ヒストリカルな行動パターン

第1段階：転換社債は株式と同程度に下落する

ITバブルでもグローバル金融危機でも、弱気相場の始まりに転換社債は大きく下落しています。この最初の調整局面では、高成長・高ベータのセクターへの比重が高い転換社債ユニバースのセクターバイアスに起因すると考えています。2022年の始まりはこの初期段階に相当し、現在は弱気相場の第2段階に移行していると考えています。

第2段階：転換社債のダウンサイド・プロテクションを発揮

この段階では、転換社債のユニバースは、償還年限が短く、投資適格の割合が高く、インカムが高いという、債券に似たプロフィールに移行しています。転換社債は、弱気相場の終焉のタイミングを計るための割安なオプションとして、投資家が身を隠すことが出来る資産クラスとなります。多くの市場参加者がクレジットのファンダメンタルズの急激な悪化とデフォルトの急増を懸念しているなかで、今回は特にこの点が重要な意味を持つ可能性があります。

第3段階：プライマリー市場の回復に伴い、転換社債が株式をアウトパフォーム

転換社債は、弱気相場が終わりに近づくと、パフォーマンスを発揮する傾向があります。第3段階では、企業が借り換えを行うため、発行量が増加します。企業は転換社債の投資家に有利な条件を提示する傾向があります。

第2段階と第3段階は、転換社債のドロウダウンが株式市場よりも短くて小さくなることへの説明となる重要なメカニズムであると考えています。今回の弱気相場でもこれらのメカニズムが再び働き、忍耐力のある投資家が報われると考えています。

ITバブルのピーク時からのトータルパフォーマンス（米ドルベース）



出所：ブルーベアセットマネジメント, Bloomberg. インデックス：MSCI World Net Total Return USD Index, Refinitiv Global Focus Convertible Index (米ドル).

グローバル金融危機のピーク時からのトータルパフォーマンス（米ドルベース）



出所：ブルーベアセットマネジメント, Bloomberg. インデックス：MSCI World Net Total Return USD Index, Refinitiv Global Focus Convertible Index (米ドル).

2022年ピーク時からのトータルパフォーマンス（米ドルベース）— 現在の弱気相場



出所：ブルーベアセットマネジメント, Bloomberg. インデックス：MSCI World Net Total Return USD Index, Refinitiv Global Focus Convertible Index (米ドル).

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 | エマーゼィング債 | 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



RBC BlueBay
Asset Management